

## 亿纬锂能 (300014.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 业绩符合预期，储能供不应求，动力扭亏

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：  
当前股价：57.19 元

公司公告：2025年上半年公司实现营收、归母、扣非净利润分别 281.7 亿元、16.05 亿元、11.57 亿元，分别同比增长 30%、下滑 24.9%、下滑 22.8%。

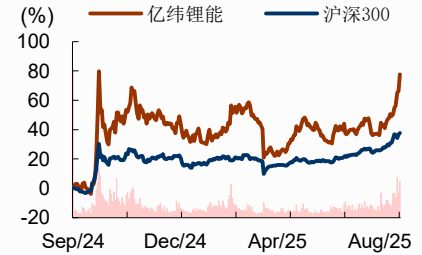
#### 基础数据

总股本 (百万股)	2046
已上市流通股 (百万股)	1861
总市值 (十亿元)	117.0
流通市值 (十亿元)	106.5
每股净资产 (MRQ)	19.0
ROE (TTM)	9.1
资产负债率	62.6%
主要股东	西藏亿纬控股有限公司
主要股东持股比例	32.02%

□ **Q2 业绩符合预期。** Q2 归母、扣非净利润分别约 5.04 亿元、3.39 亿元，环比下滑 54.2%、58.5%，主要系上半年股权激励集中在 Q2 计提，影响税后约 4.9 亿元，以及部分哪吒坏账计提约 1.5 亿元，加回后归母净利润约 11.5 亿元，环比略有增长。上半年思摩尔利润贡献约 1.5 亿元，同比下滑 30%，其中 Q2 估算约 0.9 亿，导致表现业绩增速放缓。但整体上看，公司储能业务高速增长，动力开始扭亏，消费业务稳健，符合预期。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	23	82
相对表现	12	7	45



资料来源：公司数据、招商证券

□ **储能业务供不应求，动力扭亏。** 2025 年上半年公司动力、储能出货分别约 21.48、28.71GWh，分别同比增长 58%、37%，其中 Q2 分别约 11.28、16.04GWh，环比增长 11%、26.5%，其中储能订单持续超预期，动力开工率快速提升。公司上半年动力、储能毛利率分别约 17.6%、12%，分别同比增长 6.9、下滑 2.3 个百分点，公司动力毛利率修复主要系商用车业务爆单，乘用车也开始逐步起量，盈利明显修复，而储能毛利率 Q2 环比略有下滑，我们预计主要系公司储能产能不足，Q2 新增部分低毛利率的 CLS 业务，导致综合毛利略有下滑，我们估算 Q2 动力、储能电池合计利润贡献超 6 亿元，动力业务整体扭亏。

#### 相关报告

- 《亿纬锂能 (300014) —Q2 业绩符合预期，消费电子业务快速复苏》 2024-09-05
- 《亿纬锂能 (300014) —经营迎来积极变化，未来的增长确定性在增强》 2024-06-12
- 《亿纬锂能 (300014) —业绩符合预期，动力储能业务继续成长》 2024-05-08

□ **储能业务结构调整，盈利有望改善。** 展望下半年，公司储能订单充足，目前正在与下游客户紧密沟通，一方面在做大客户商务条款的优化，另一方面同步在协商调整产品出货结构，预计下半年储能的盈利会有修复。此外动力部分，商用车订单饱满，明年大圆柱有望放量，中长期看公司动力业务的盈利能力也会提升。

□ **投资评价。** 公司在客户、产品方面都已达到一定高度，管理上也支撑了小型锂电、动力储能大锂电两大差异化业务的并行发展，到目前成功发展成中等规模企业，目前仍在快速发展期。我们预计公司 2025 年归母净利润有望达 46 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：锂电池新客户拓展低于预期；扩张中的管理风险。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	48784	48615	63690	78415	103691
同比增长	34%	-0%	31%	23%	32%
营业利润(百万元)	4846	4696	5299	7885	9583
同比增长	38%	-3%	13%	49%	22%
归母净利润(百万元)	4050	4076	4591	6841	8323
同比增长	15%	1%	13%	49%	22%
每股收益(元)	1.98	1.99	2.24	3.34	4.07
PE	28.9	28.7	25.5	17.1	14.1
PB	3.4	3.1	4.4	3.6	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

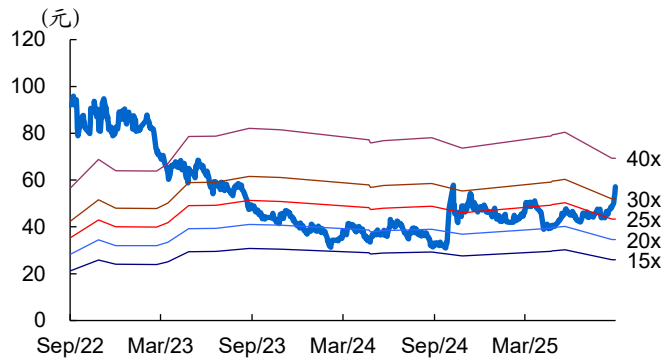
盈利预测

表 1: 盈利预测

		2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
动力电池	营业收入 (百万元)	23,984	19,167	24,582	30,359	41,440
	YOY	31%	-20%	28%	24%	37%
	营业成本 (百万元)	20,538	16,444	19,675	25,043	34,529
	YOY	34%	-20%	20%	27%	38%
	毛利率	14.4%	14.2%	20.0%	17.5%	16.7%
储能电池	营业收入 (百万元)	16,340	19,027	27,656	35,468	48,414
	YOY	73%	16%	45%	28%	37%
	营业成本 (百万元)	13,557	16,225	24,182	29,946	41,235
	YOY	58%	20%	49%	24%	38%
	毛利率	17.0%	14.7%	12.6%	15.6%	14.8%
消费电池	营业收入 (百万元)	8,362	10,322	11,354	12,490	13,739
	YOY	-2%	23%	10%	10%	10%
	营业成本 (百万元)	6,377	7,475	8,402	9,242	10,167
	YOY	-1%	17%	12%	10%	10%
	毛利率	23.7%	27.6%	26%	26%	26%
合计	营业收入 (百万元)	48,784	48,615	63,690	78,415	103,691
	YOY	34%	0%	31%	23%	32%
	营业成本 (百万元)	40,473	40,149	52,260	64,232	85,931
	YOY	33%	-1%	30%	23%	34%
	毛利率	17.0%	17.4%	17.9%	18.1%	17.1%

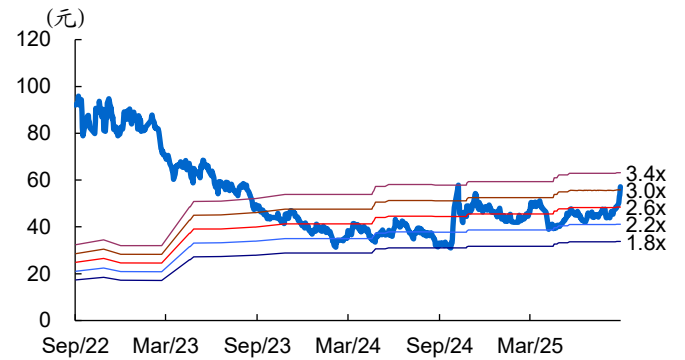
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 亿纬锂能历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 亿纬锂能历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 风险提示

**动力客户开拓低于预期：**公司已开拓宝马、戴姆勒、现代-起亚、小鹏等客户，公司目前电池产能开始大规模投放现有客户需求存在无法满足当前公司规划产能的风险，导致资产闲置或浪费的风险。

**储能电池盈利能力低于预期：**公司目前储能电池占比较高，行业储能电池产能大规模投放，储能电芯价格快速下降，可能导致公司储能电池盈利能力低于预期。

**扩张中的管理风险：**公司实现了从小公司到中型公司的跨越，但公司现在业务方面，小电池、动力电池都有比较强的专业性，管理难度比较大，管理可能跟不上。

## 参考报告：

- 点评报告：Q2 业绩符合预期，消费电子业务快速复苏，2024.9.5
- 点评报告：经营迎来积极变化，未来的增长确定性在增强，2024.6.12
- 点评报告：业绩符合预期，动力储能业务继续成长，2024.5.8
- 点评报告：Q3 业绩略超预期，动力储能业务量利齐升，2023.10.30
- 点评报告：Q2 业绩符合预期，公司仍在快速成长期，2023.9.1
- 点评报告：业绩符合预期，仍在强成长阶段，2023.4.19
- 点评报告：公司实控人包揽 90 亿元定增，2022.6.8
- 点评报告：业绩符合市场预期，动力与储能、圆柱业务出货高增长，2022.02.6
- 点评报告：动力与储能电池加速扩产，并发布新的股权激励计划，2021.11.9
- 点评报告：营收高增长，原材料涨价、电子烟子公司影响盈利增长，2021.10.31
- 点评报告：业绩符合预期，软包、圆柱电池贡献显著增长，2021.8.29
- 深度报告：动力电池盈利超预期，消费电子态势良好，2021.4.21
- 点评报告：接连发布扩产计划，动力电池业务将支撑未来几年高增长，2021.3.12
- 点评报告：思摩尔业绩超预期，动力板块正在酝酿新的增长动力，2021.1.25
- 深度报告：在动力储能领域积蓄新的驱动力，未来成长更加清晰，2021.1.18
- 点评报告：动力与圆柱电池将站上新高度，公司仍将保持强成长，2020.11.9
- 点评报告：ETC 需求下滑影响锂原业绩，动力业务逐步收获，2020.11.1
- 点评报告：动力电池经营持续向好，消费类电池稳健增长，2020.8.29
- 点评报告：连续获得全球顶级车企定点，动力电池竞争力再被认可，2020.7.22
- 点评报告：动力板块酝酿突破，新型烟草投资收益将重回快速增长，2020.6.15
- 深度报告：动力电池开始收获，“金豆”微型电池成为新增长要素，2020.4.25
- 深度报告：年报业绩符合预期，内生业务持续高增长，2020.4.21
- 点评报告：小电池业务可能达到更高的高度，动力板块将迎来收获，2020.2.12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	36786	37985	42378	51720	66105
现金	10506	9065	5942	7923	9508
交易性投资	3153	4528	4528	4528	4528
应收票据	1768	2983	3908	4811	6362
应收款项	12428	13099	17161	21128	27938
其它应收款	142	139	182	224	296
存货	6316	5251	6836	8401	11240
其他	2474	2920	3821	4704	6233
<b>非流动资产</b>	57569	62906	70236	76757	82557
长期股权投资	14411	14867	14867	14867	14867
固定资产	21748	30318	37937	44711	50733
无形资产商誉	2062	2197	1977	1779	1601
其他	19348	15525	15455	15400	15356
<b>资产总计</b>	<b>94355</b>	<b>100891</b>	<b>112614</b>	<b>128477</b>	<b>148662</b>
<b>流动负债</b>	37892	39838	62354	72508	86125
短期借款	1121	1236	20378	21132	17707
应付账款	30186	28921	37645	46269	61900
预收账款	397	367	478	587	786
其他	6188	9314	3852	4520	5732
<b>长期负债</b>	18458	20053	20053	20053	20053
长期借款	14001	17569	17569	17569	17569
其他	4457	2484	2484	2484	2484
<b>负债合计</b>	<b>56350</b>	<b>59891</b>	<b>82407</b>	<b>92561</b>	<b>106178</b>
股本	2046	2046	2046	2046	2046
资本公积金	18239	17964	17964	17964	17964
留存收益	14448	17571	6615	12078	18349
少数股东权益	3272	3418	3583	3827	4125
归属于母公司所有者权益	34733	37581	26624	32088	38359
<b>负债及权益合计</b>	<b>94355</b>	<b>100891</b>	<b>112614</b>	<b>128477</b>	<b>148662</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	8676	4434	9570	12946	17171
净利润	4520	4221	4755	7086	8621
折旧摊销	1658	2713	3653	4462	5183
财务费用	184	575	700	800	700
投资收益	(609)	(607)	(1533)	(1442)	(1574)
营运资金变动	3010	(2463)	1996	2040	4240
其它	(87)	(6)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(5921)	(7310)	(9450)	(9541)	(9409)
资本支出	(5003)	(5545)	(10983)	(10983)	(10983)
其他投资	(918)	(1765)	1533	1442	1574
<b>筹资活动现金流</b>	31	1400	(3243)	(1424)	(6177)
借款变动	15123	23714	13004	753	(3424)
普通股增加	4	0	0	0	0
资本公积增加	607	(275)	0	0	0
股利分配	(15364)	(19393)	(15547)	(1377)	(2052)
其他	(339)	(2645)	(700)	(800)	(700)
<b>现金净增加额</b>	<b>2786</b>	<b>(1476)</b>	<b>(3122)</b>	<b>1981</b>	<b>1585</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	48784	48615	63690	78415	103691
营业成本	40473	40149	52260	64232	85931
营业税金及附加	158	205	268	330	437
营业费用	649	597	782	963	1274
管理费用	1568	1254	2548	1568	2074
研发费用	2732	2942	2866	3529	4666
财务费用	199	429	700	800	700
资产减值损失	(558)	(331)	(500)	(550)	(600)
公允价值变动收益	12	(13)	(13)	(13)	(13)
其他收益	1778	1396	1000	800	800
投资收益	609	607	546	655	786
<b>营业利润</b>	4846	4696	5299	7885	9583
营业外收入	12	5	5	5	5
营业外支出	29	63	63	63	63
<b>利润总额</b>	4829	4638	5241	7827	9525
所得税	309	417	485	742	904
少数股东损益	470	146	164	245	298
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4050</b>	<b>4076</b>	<b>4591</b>	<b>6841</b>	<b>8323</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	34%	-0%	31%	23%	32%
营业利润	38%	-3%	13%	49%	22%
归母净利润	15%	1%	13%	49%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.0%	17.4%	17.9%	18.1%	17.1%
净利率	8.3%	8.4%	7.2%	8.7%	8.0%
ROE	12.4%	11.3%	14.3%	23.3%	23.6%
ROIC	8.6%	7.5%	8.0%	10.9%	12.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.7%	59.4%	73.2%	72.0%	71.4%
净负债比率	20.3%	24.7%	33.7%	30.1%	23.7%
流动比率	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.4	6.9	8.6	8.4	8.8
应收账款周转率	3.9	3.2	3.4	3.3	3.4
应付账款周转率	1.5	1.4	1.6	1.5	1.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.98	1.99	2.24	3.34	4.07
每股经营净现金	4.24	2.17	4.68	6.33	8.39
每股净资产	16.98	18.37	13.01	15.69	18.75
每股股利	6.28	7.60	0.67	1.00	1.22
<b>估值比率</b>					
PE	28.9	28.7	25.5	17.1	14.1
PB	3.4	3.1	4.4	3.6	3.1
EV/EBITDA	31.0	26.1	20.4	15.0	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。