

铁锂+大圆柱快速扩产，盈利能力将改善

2022 年 05 月 03 日

► **21 年稳步增长，原材料涨价影响盈利能力。**4 月 26 日，公司发布 2021 年年报，全年实现营收 169 亿元，同增 107%；归母净利润 29.1 亿元，21 年思摩尔国际实现净利润 52.9 亿元，按 32%持股比例确认投资收益约 16.7 亿元，同增 76%，本部归母净利 12.3 亿元，同增 30%左右；扣非后归母净利润 25.5 亿元，同增 67%。毛利率为 21.6%，同降 7.4pcts；净利率为 18.6%，同降 2.0pcts。期间费用率为 14.2%，同降 1.0pct，销售、管理、财务和研发费用率分别为 2.3%、3.4%、0.8%、7.8%，同比变动-0.5pct、+0.1pct、+0.1pct 和 -0.6pct，管理费用包括 0.79 亿股权激励。**分部来看**，消费电池营收 68.8 亿元，同增 67.8%；动力电池营收 100 亿元，同增 146%。全年销售 12.4 亿只电池，同增 51%，生产 13.1 亿只，其中锂原电池产量 5.2 亿只，锂离子电池 7.9 亿只。**原材料成本上涨**，带来成本中原材料占比由 20 年的 77% 上涨至 21 年的 83%。

► **22Q1 业绩承压，思摩尔国际业绩下滑+原材料上涨影响较大。**4 月 28 日，公司发布 2022 年一季报，公司 22Q1 实现营收 67.3 亿元，同增 127.7%，环增 23.5%，归母净利润 5.2 亿元，同降 19.4%，环降 24.5%，其中扣非后归母净利润 4.4 亿元，同降 29.2%，环增 4.3%。**思摩尔国际**业绩受疫情+研发费用上涨影响，贡献 1.7-1.8 亿利润，本部归母利润约 3.4 亿元，公司出于锂电产能扩产需要，计划减持不超过思摩尔国际股票的 3.5%。

► **价格传导看到盈利拐点，铁锂+大圆柱不断扩产。**公司 22Q1 与客户达成了成本加成的价格联动机制，预计将看到盈利拐点。产能稳步扩张，我们预计 22 年出货 33GWh，23 年大圆柱贡献产能，出货有望达到 58GWh：1) 湖北荆门，公司与荆门市人民政府签订了《战略投资协议》，公司及子公司计划在荆门市建设年产 153GWh 的荆门动力储能电池产业园项目，目前项目在陆续落地，包括 20GWh 大圆柱电池产能；2) 惠州，建设乘用车锂离子动力电池项目和 xHEV 电池系统项目；3) 成都建设年产 50GWh 动力储能电池生产基地和成都研究院，分两期建设。4) 消费方面三元圆柱新增了一倍多产能，于今年 4 月投产。

► **供应链合作扩产将于下半年陆续落成，成本压力缓解。**公司深度绑定众多上游企业，通过合资、长单等方式锁定需求，包括德方纳米（LFP）、贝特瑞（高镍正极）、恩捷股份（隔膜）、中科电气（负极）、新宙邦（电解液）等。

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年公司的营业收入分别为 351、662、1078 亿元，同比增速分别为 107%、89%、63%，实现归母净利润分别为 33.8、55.3、80.1 亿元，同比增速分别为 16.4%、63%、45%，当前股价对应 22-24 年市盈率分别为 37、23、16 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险；产能扩张不及时风险；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16900	35056	66233	107819
增长率（%）	107.1	107.4	88.9	62.8
归属母公司股东净利润（百万元）	2906	3382	5527	8009
增长率（%）	75.9	16.4	63.4	44.9
每股收益（元）	1.53	1.78	2.91	4.22
PE	43	37	23	16
PB	6.1	5.2	4.2	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

65.87 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理：叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：021-60876734

邮箱：yetianlin@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16900	35056	66233	107819
营业成本	13254	28307	52974	86599
营业税金及附加	59	123	232	377
销售费用	389	808	1526	2485
管理费用	572	1187	2244	3652
研发费用	1310	2734	5166	8410
EBIT	1463	1897	4092	6296
财务费用	132	-67	-108	-208
资产减值损失	-49	-50	-60	-80
投资收益	1758	1753	1523	1402
营业利润	3091	4250	6915	9997
营业外收支	-50	-50	-50	-50
利润总额	3041	4200	6865	9947
所得税	-108	504	824	1194
净利润	3149	3696	6041	8753
归属于母公司净利润	2906	3382	5527	8009
EBITDA	2354	2657	4978	7298

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6809	7727	12332	21018
应收账款及票据	5698	11806	22453	36684
预付款项	551	1415	2649	4330
存货	3712	8326	15614	25544
其他流动资产	1451	1938	3164	4799
流动资产合计	18221	31212	56211	92374
长期股权投资	8142	8142	8142	8142
固定资产	8321	10169	11867	13328
无形资产	858	1118	1378	1638
非流动资产合计	26312	30152	33566	36764
资产合计	44534	61364	89777	129138
短期借款	1200	1200	1200	1200
应付账款及票据	11571	24042	44991	73550
其他流动负债	2135	3051	4778	7132
流动负债合计	14906	28293	50969	81881
长期借款	5481	5481	5481	5481
其他长期负债	3760	3760	3760	3760
非流动负债合计	9241	9241	9241	9241
负债合计	24146	37533	60209	91121
股本	1898	1899	1899	1899
少数股东权益	2454	2768	3281	4025
股东权益合计	20388	23831	29568	38017
负债和股东权益合计	44534	61364	89777	129138

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	107.06	107.44	88.93	62.79
EBIT 增长率	27.06	29.60	115.75	53.87
净利润增长率	75.89	16.39	63.43	44.90
盈利能力 (%)				
毛利率	21.57	19.25	20.02	19.68
净利润率	18.64	10.54	9.12	8.12
总资产收益率 ROA	6.52	5.51	6.16	6.20
净资产收益率 ROE	16.20	16.06	21.03	23.56
偿债能力				
流动比率	1.22	1.10	1.10	1.13
速动比率	0.93	0.76	0.74	0.76
现金比率	0.46	0.27	0.24	0.26
资产负债率 (%)	54.22	61.16	67.07	70.56
经营效率				
应收账款周转天数	108.03	110.00	110.00	110.00
存货周转天数	102.22	108.00	108.00	108.00
总资产周转率	0.38	0.57	0.74	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.53	1.78	2.91	4.22
每股净资产	10.74	12.55	15.57	20.02
每股经营现金流	0.98	2.16	4.10	6.26
每股股利	0.16	0.16	0.16	0.16
估值分析				
PE	43	37	23	16
PB	6.1	5.2	4.2	3.3
EV/EBITDA	54.32	47.79	24.58	15.58
股息收益率 (%)	0.24	0.24	0.24	0.24

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3149	3696	6041	8753
折旧和摊销	891	760	886	1002
营运资金变动	-759	1065	1992	3115
经营活动现金流	1863	4110	7777	11880
资本开支	-6269	-4650	-4350	-4250
投资	-1579	0	0	0
投资活动现金流	-7384	-2897	-2827	-2848
股权募资	318	51	0	0
债务募资	7766	0	0	0
筹资活动现金流	8216	-295	-346	-346
现金净流量	2676	918	4605	8686

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001