亿纬锂能（300014）三季报点评

锂原需求后延拖累业绩，软包动力增长亮眼

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

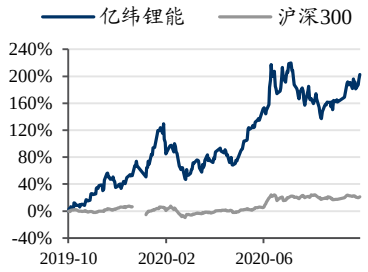
证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6412	9210	13952	18001
同比（%）	47%	44%	51%	29%
归母净利润（百万元）	1522	1704	2962	3884
同比（%）	167%	12%	74%	31%
每股收益（元/股）	0.83	0.93	1.61	2.11
P/E（倍）	69.17	61.78	35.54	27.11

投资要点

- **前 3 季度利润 9.5 亿，下滑 18%，低于预期。**2020 年前三季度公司营收 53.4 亿元，同比增长 16.7%；归母净利润 9.46 亿元，同比下降 18.3%；扣非净利润 8.46 亿元，同比下滑 25.4%，如不考虑思摩尔计提影响，公司归母净利润 14.35 亿元，同比+23.9%，符合预期。20Q1-3 毛利率为 29.72%，同比增加 0.74pct；净利率为 18.1%，同比下滑 7.52pct。
- **Q3 锂原电池下滑，叠加汇兑损失，业绩下滑 11%。**20Q3 公司实现营收 21.64 亿元，同比增加 5.68%，环比增长 15.88%；归母净利润 5.83 亿元，同比下滑 11.44%，环比增长 426.22%，扣非归母净利润 5.75 亿元，同比下降 10.56%，环比增长 906.44%。其中，思摩尔 Q3 净利为 10.5 亿元，同比+33%，为公司贡献约 3.4 亿元净利，拉动业绩环比大增。另 Q3 预计汇兑损失 4-5 千万，拉低业绩。盈利能力方面，Q3 毛利率为 32.36%，同比下滑 0.88pct，环比增长 5.73pct；净利率 27.19%，同比下滑 5.21pct，环比增长 20.7pct；Q3 扣非净利率 26.59%，同比下滑 4.83pct，环比提升 23.53pct。
- **业务拆分：锂原电池拖累公司业绩增速，软包动力业绩增长亮眼。**Q3 思摩尔贡献 3.4 亿净利润，同比增 9%；公司本部利润 2.4 亿，同比下滑 30%，环比增 187%。Q3 业绩下滑，主要由于锂源电池收入下滑造成。我们预计 Q3 锂原电池收入近 3.7 亿，同比降 45%，环比微增，贡献 0.9 亿利润，同比下降超过 50%；动力电池及消费类电池预计分别贡献 0.6-0.7 亿利润，其中动力电池业绩增长翻番，消费类电池平稳增长。
- **动力储能电池：软包增长亮眼，铁锂增长平稳略低于预期。**我们预计公司 20Q3 动力电池出货 1.5gwh，同比翻番，环比增长 30%，前三季度动力电池出货 3gwh，全年有望达到 5gwh。结构看，软包三元大规模放量成主要增量，我们预计前三季度公司软包动力电池收入近 13 亿，且 Q4 新增 6gwh 软包产能，全年收入将突破 20 亿。磷酸铁锂电池受下游大巴销量下滑影响，前三季度预计收入 11 亿，全年收入预计 18 亿左右，同比基本持平。因此我们预期 Q4 公司动力储能电池收入 15 亿左右，环比增加 36%，全年达到 40 亿，同比翻番。目前公司在手订单充足，包括戴姆勒、现代起亚、小鹏、以及宝马等，21 年增量明显，我们预计公司动力电池还将保持 50%以上增长，收入规模达到 60-70 亿。
- **汇兑损失增加财务费用，研发投入力度大增。**2020 年前三季度公司三费合计 9.85 亿元，同比增长 52.89%，费用率为 18.45%，同比增长 4.37pct。20Q3 销售费用 0.8 亿元，销售费用率 3.7%，同比增 1.5pct；管理费用 0.5 亿元，管理费用率 2.4%，同比增 0.5pct；财务费用 0.7 亿元，常规情况下为 0.2-0.3 亿，主要为汇兑损失预计 0.4-0.5 亿元。财务费用率 3.3%，同比增 2.7pct；研发费用 2.2 亿元，同比增长 70%，研发费用率 10.1%，同比增 3.9pct。公司前三季度计提信用减值损失 0.55 亿，其中 Q3 计提信用减值损失 0.16 亿。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 17/30/39 亿，同比增长 12%/74%/31%，对应 PE 为 62x/36x/27x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 72 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.20
一年最低/最高价	18.35/61.85
市净率(倍)	12.64
流通 A 股市值(百万元)	101645.38

基础数据

每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	53.40
总股本(百万股)	1840.43
流通 A 股(百万股)	1777.02

相关研究

1、《亿纬锂能（300014）：软包动力放量，经营略好于预期》2020-08-25
2、《亿纬锂能（300014）点评：获宝马定点，国际大客户再下一城》2020-07-22
3、《亿纬锂能（300014）点评：思摩尔 20H1 扣非利润超预期，看好电子烟长期增长》2020-07-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前 3 季度利润 9.5 亿，下滑 18%，低于预期。2020 年前三季度公司营收 53.4 亿元，同比增长 16.7%；归母净利润 9.46 亿元，同比下降 18.3%；扣非净利润 8.46 亿元，同比下滑 25.4%，如不考虑思摩尔计提影响，公司归母净利润 14.35 亿元，同比+23.9%，符合预期。20Q1-3 毛利率为 29.72%，同比增加 0.74pct；净利率为 18.1%，同比下滑 7.52pct。

Q3 锂原电池下滑，叠加汇兑损失，业绩下滑 11%。20Q3 公司实现营收 21.64 亿元，同比增加 5.68%，环比增长 15.88%；归母净利润 5.83 亿元，同比下滑 11.44%，环比增长 426.22%，扣非归母净利润 5.75 亿元，同比下降 10.56%，环比增长 906.44%。其中，思摩尔 Q3 净利为 10.5 亿元，同比+33%，为公司贡献约 3.4 亿元净利，拉动业绩环比大增。另 Q3 预计汇兑损失 4-5 千万，拉低业绩。盈利能力方面，Q3 毛利率为 32.36%，同比下滑 0.88pct，环比增长 5.73pct；净利率 27.19%，同比下滑 5.21pct，环比增长 20.7pct；Q3 扣非净利率 26.59%，同比下滑 4.83pct，环比提升 23.53pct。

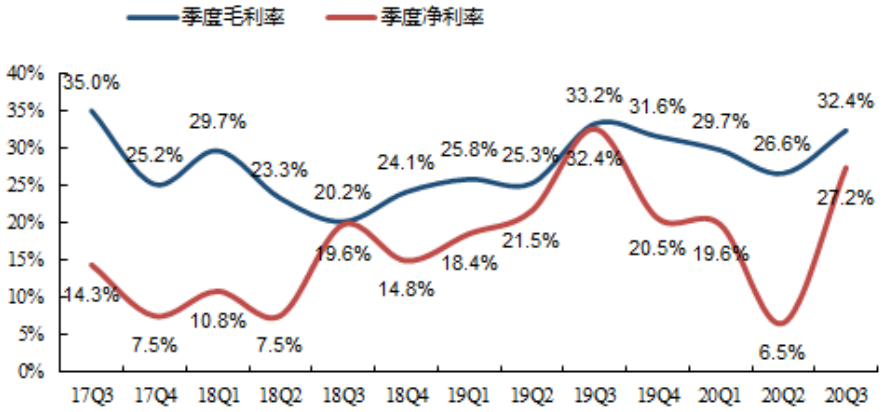
图 1：亿纬锂能分季度经营情况

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	2,163.7	1,867.2	1,308.7	1,834.5	2,047.5	1,431.8	1,097.9
-同比	5.68%	30.41%	19.20%	36.67%	81.94%	19.36%	60.49%
毛利率	32.36%	26.63%	29.75%	31.56%	33.24%	25.28%	25.85%
归母净利润(百万)	582.9	110.8	252.5	363.2	658.3	300.2	200.3
-同比	-11.44%	-63.10%	26.05%	89.24%	199.23%	255.11%	169.81%
净利率	27.19%	6.49%	19.65%	20.50%	32.40%	21.46%	18.40%
扣非归母净利润（百万）	575.35	57.17	213.04	357.35	643.26	295.14	195.51
-同比	-10.56%	-80.63%	8.97%	91.88%	297.47%	282.71%	175.46%
扣非归母净利率	26.59%	3.06%	16.28%	19.48%	31.42%	20.61%	17.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：亿纬锂能分季度盈利能力



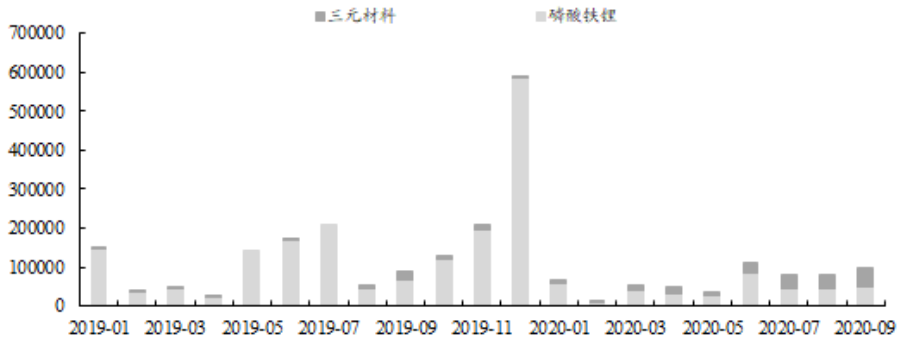
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分：锂原电池拖累公司业绩增速，软包动力业绩增长亮眼。Q3 思摩尔贡献 3.4 亿净利润，同比增 9%；公司本部利润 2.4 亿，同比下滑 30%，环比增 187%。Q3 业绩下滑，主要由于锂源电池收入下滑造成。我们预计 Q3 锂原电池收入近 3.7 亿，同比降 45%，环比微增，贡献 0.9 亿利润，同比下降超过 50%；动力电池及消费类电池预计分别贡献 0.6-0.7 亿利润，其中动力电池业绩增长翻番，消费类电池平稳增长。

动力储能电池：软包增长亮眼，铁锂增长平稳略低于预期。我们预计公司 20Q3 动力电池出货 1.5gwh，同比翻番，环比增长 30%，前三季度动力电池出货 3gwh，全年有望达到 5gwh。结构看，软包三元大规模放量成主要增量，我们预计前三季度公司软包动力电池收入近 13 亿，且 Q4 新增 6gwh 软包产能，全年收入将突破 20 亿。磷酸铁锂电池受下游大巴销量下滑影响，前三季度预计收入 11 亿，全年收入预计 18 亿左右，同比基本持平。因此我们预期 Q4 公司动力储能电池收入 15 亿左右，环比增加 36%，全年达到 40 亿，同比翻番。目前公司在手订单充足，包括戴姆勒、现代起亚、小鹏、以及宝马等，21 年增量明显，我们预计公司动力电池还将保持 50%以上增长，收入规模达到 60-70 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：亿纬锂能分电池类型装机情况（kwh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

消费电池：整体平稳，TWS 仍为后续主要增长点。圆柱消费类电池稳定增长，前三季度收入约 12 亿，同比增长 15%，预计全年收入可达到 18 亿，同比增 20%。小 3C 消费类电池主要应用于电子烟、音响、电子烟及智能穿戴等领域，预计前三季度收入 4 亿，全年收入基本持平微 7 亿，但公司优化客户结构，盈利有望提升。TWS 耳机 6 月订单恢复，Q3 收入规模恢复至 0.7-1 亿，同时公司积极接洽国内客户，海外客户有望下半年继续推进审核进度。目前已有产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能，21 年增量明显。全年看消费类电池收入贡献 28 亿+收入，同比增 15%，21 年维持平稳增长。

锂原电池：智能电表需求延至 Q4，全年收入有望持平。19 年 Q3 ETC 抢装，锂源电池量价齐升，业绩基数高，而今年 ETC 需求恢复正常水平，主要增量来自智能表计。但受疫情影响，智能表计更换延至 Q4 执行。因此预计 Q3 锂原贡献收入 3.7 亿，同比降 45%，环比微增，利润 0.9 亿，同比下降超过 50%；前 3 季度锂源电池预计 10 亿，同比下滑 25%。Q4 预计锂源受智能表计及 ETC 等其他领域需求拉动，收入有望大幅提升，全年收入有望达到 18 亿，同比基本持平。

思摩尔 Q3 继续计提 1.1 亿费用，影响增速，实际业绩逐季向上：公司 Q3 获得对思摩尔的投资收益 3.4 亿元，同比增长 10%，对应思摩尔 Q3 利润约 10.5 亿，同比增长 24%，若加回 1.1 亿左右费用计提，思摩尔 Q3 利润 11.6 亿，环比增 13%，同比增 37%。前三季度思摩尔实现利润 24.6 亿（不考虑股权激励、上市等费用计提），同比增 35%，

我们预期全年利润 37-38 亿，考虑费用计提，对应利润 24-25 亿，为亿纬贡献约 7.5 亿投资收益；21 年思摩尔**业绩有望维持 30%增长，达到 49 亿，为亿纬贡献 16 亿投资收益。**

汇兑损失增加财务费用，研发投入力度大增。2020 年前三季度公司三费合计 9.85 亿元，同比增长 52.89%，费用率为 18.45%，同比增长 4.37pct。20Q3 销售费用 0.8 亿元，销售费用率 3.7%，同比增 1.5pct；管理费用 0.5 亿元，管理费用率 2.4%，同比增 0.5pct；财务费用 0.7 亿元，常规情况下为 0.2-0.3 亿，主要为汇兑损失预计 0.4-0.5 亿元。财务费用率 3.3%，同比增 2.7pct；研发费用 2.2 亿元，同比增长 70%，研发费用率 10.1%，同比增 3.9pct。公司前三季度计提信用减值损失 0.55 亿，其中 Q3 计提信用减值损失 0.16 亿。

图 4：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	51.02	17.92	45.00	61.39	56.01	57.46	79.71
-销售费用率	4.65%	1.25%	2.20%	3.35%	4.28%	3.08%	3.68%
管理费用	23.23	64.30	39.15	62.11	36.35	90.54	51.33
-管理费用率	2.12%	4.49%	1.91%	3.39%	2.78%	4.85%	2.37%
研发费用	104.48	102.86	128.67	122.64	121.91	153.11	219.43
-研发费用率	9.52%	7.18%	6.28%	6.69%	9.32%	8.20%	10.14%
财务费用	35.72	21.26	10.89	27.45	29.26	19.37	70.85
-财务费用率	3.25%	1.48%	0.53%	1.50%	2.24%	1.04%	3.27%
期间费用	214.44	206.34	223.70	273.59	243.53	320.48	421.32
-期间费用率	19.53%	14.41%	10.93%	14.91%	18.61%	17.16%	19.47%
资产减值损失	15.09	-77.20	-68.01	74.72	-4.31	-6.60	2.97
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	-88.73	-16.67	-22.12	-16.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营性现金流大幅转好。报告期末公司存货为 13 亿，较年初增加 15.08%，较二季度末增加 12%；应收票据及账款 32 亿，较二季度末基本持平；期末公司合同负债 0.63 亿元，较二季度末增长 12.5%。20Q3 单季度公司经营活动净现金流为 4.56 亿，同比上升 24%，环比大幅上升 374%。账面现金为 19.12 亿，较年初下滑 8.85%。期末固定资产 55.24 亿元，较二季度末增加 15%，在建工程 18.95 亿元，较二季度末下滑 25%，主要系子公司设备验收合格，转为固定资产所致。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 17/30/39 亿，同比增长 12%/74%/31%，对应 PE 为 62x/36x/27x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 72 元，

维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,302	12,057	16,754	21,253
现金	2,097	1,842	2,790	3,600
应收账款	2,094	3,654	5,657	7,378
预付账款	76	113	173	224
存货	1,130	2,456	3,765	4,897
其他流动资产	2,855	3,941	4,318	5,104
非流动资产	7,992	9,050	9,960	10,723
长期股权投资	728	728	728	728
固定资产	4,022	4,421	4,775	5,085
无形资产	425	389	450	407
其他非流动资产	2,817	3,512	4,007	4,503
资产总计	16,295	21,107	26,715	31,977
流动负债	6,032	9,575	12,975	15,343
短期借款	2,379	3,566	5,435	7,052
应付账款	2,479	2,599	3,939	5,097
其他流动负债	2,550	2,550	2,550	2,550
非流动负债	2,550	2,550	2,550	2,550
长期借款	134	134	134	134
其他非流动负债	2,416	2,416	2,416	2,416
负债合计	8,583	12,125	15,526	17,894
少数股东权益	159	185	230	289
归属母公司股东权益	7,553	8,797	10,959	13,794
负债和股东权益	16,295	21,107	26,715	31,977

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,139	-1,324	1,418	1,601
投资活动现金流	-2,928	-589	211	764
筹资活动现金流	2,718	1,658	-680	-1,555
现金净增加额	929	-255	948	810
折旧和摊销	323	342	389	437
资本开支	2,614	1,400	1,300	1,200
营运资本变动	-169	-2,758	-625	-978c

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,412	9,210	13,952	18,001
减:营业成本	4,506	6,754	10,294	13,357
营业税金及附加	47	67	101	131
营业费用	175	249	363	468
管理费用	647	921	1,325	1,620
财务费用	95	117	72	99
资产减值损失	174	55	85	64
加:投资净收益	840	811	1,511	1,964
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,634	1,888	3,262	4,256
加:营业外净收支	-8	4	9	9
利润总额	1,626	1,892	3,271	4,265
减:所得税费用	77	162	264	322
少数股东损益	27	26	45	59
归属母公司净利润	1,522	1,704	2,962	3,884
EBITDA	2,051	2,348	3,724	4,792
EPS（元）	0.83	0.93	1.61	2.11

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.83	0.93	1.61	2.11
每股净资产(元)	7.79	4.78	5.95	7.50
发行在外股份(百万股)	969	1840	1840	1840
ROIC(%)	25.6%	16.1%	22.2%	24.7%
ROE(%)	20.1%	19.4%	27.0%	28.2%
毛利率(%)	29.7%	26.7%	26.2%	25.8%
销售净利率(%)	24.2%	18.8%	21.6%	21.9%
资产负债率(%)	52.7%	57.4%	58.1%	56.0%
收入增长率(%)	47.4%	43.6%	51.5%	29.0%
归母净利润增长率(%)	166.7%	12.0%	73.8%	31.1%
P/E	69.17	61.78	35.54	27.11
P/B	13.94	11.97	9.61	7.63
EV/EBITDA	52	45	29	22

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn