亿纬锂能（300014）中报点评

软包动力放量，经营略好于预期

买入（维持）

2020 年 08 月 25 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6412	10175	14851	18989
同比（%）	47%	59%	46%	28%
归母净利润（百万元）	1522	1920	3153	4233
同比（%）	167%	26%	64%	34%
每股收益（元/股）	0.83	1.04	1.71	2.30
P/E（倍）	63.66	50.46	30.73	22.89

投资要点

- **若不考虑思摩尔计提影响，公司 20H1 净利润 8.16 亿，同比+63%，略好于预期：**2020 年 H1 公司营收 31.76 亿元，同比增长 25.5%；归母净利润 3.63 亿元，同比减少 27.4%，扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 44.9%。若不考虑思摩尔的计提影响，公司 20H1 归母净利润 8.16 亿，同比增长 63.1%。20H1 亿纬锂能计提信用减值损失 0.38 亿，主要为应收账款坏账计提。盈利能力方面，20H1 毛利率为 27.91%，同比增加 2.39pct；净利率为 11.91%，同比下降 8.22pct
- **思摩尔计提拉低 Q2 表观利润，本部业绩高增长：**20Q2 公司实现营收 18.67 亿元，同比增加 30.41%，环比增长 42.68%；归母净利润 1.11 亿元，同比下降 63.1%，环比下降 56.12%，扣非归母净利润 0.57 亿元，同比下降 80.63%，环比下降 73.17%。若不考虑思摩尔的计提影响，我们预计 20Q2 归母净利润为 5.4 亿，同比增长 80%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 26.63%，同比增长 1.35pct，环比下降 3.12pct；净利率 6.49%，同比下降 14.97pct，环比下降 13.16pct；Q2 扣非净利率 3.06%，同比下降 17.55pct，环比下降 13.22pct。Q1-2 思摩尔贡献 1 亿、-0.65 亿利润，若扣除思摩尔影响，我们预计本部分别贡献 1.5 亿/1.8 亿利润，同比增 172%/119%；扣非利润 1.1 亿/1.2 亿利润，同比增 121%/62%，主要由于动力和消费类电池业务贡献。
- **软包放量，动力高增长，盈利明显改善：**动力电池 20H1 收入 13.6 亿，同比增长 62.6%，全年目标 50 亿收入。1）铁锂，H1 磷酸铁锂装机量 0.33GWh，同比下降 41%，其中 20Q1-2 分别装机 0.13、0.2gwh。公司铁锂电池主要应用商用车、电动船和储能领域，其中 20H1 在商用车市场份额约 6%，行业排名前第三。1H 公司铁锂电池预计出货量 0.5gwh+，贡献收入 5 亿，Q1 荆门基地因疫情影响停产，影响生产，收入有所下滑；全年目标出货 2-3gwh，贡献 20-25 亿收入。2）软包电池放量，目前主要配套戴姆勒和小鹏 P7，3GWh 产线目前满产满销，20H1 预计出货 1gwh，约贡献 8 亿收入，全年预计出货 2.5gwh，贡献约 25 亿收入。3）三元方形，已经获得宝马定点，技术获国际一线主机厂认可，公司将继续扩大三元方形产能和拓展新客户，预计将从明年起放量。盈利水平看，上半年公司锂电池业务毛利率 24.3%，同比提升 4pct，我们预计公司动力电池 22%左右，净利率 5%，上半年贡献 0.6-0.7 亿净利润。
- **锂原电池表现平稳，下半年电表放量有望带动增长。**锂原电池上半年收入 6.47 亿元，同比下降 1.4%，毛利率 42.41%，同比增长 1.71pct。ETC 需求回落，电表订单尚未大规模放量，上半年锂元业务表现平稳，预计贡献 1.5 亿左右利润，持平。下半年电报订单放量，ETC 采购环比增加，有望恢复增长，预计全年锂原电池收入端实现小幅增长，利润维持 5 亿左右。另胎压检测目前公司技术已经达到要求，后续设备和辅材供应问题陆续解决，产能投放在望，有望贡献新的增长点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.2/31.5/42.3 亿，同比增长 26%/64%/34%，对应 PE 为 50x/31x/23x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 68 元，维持“买入”评级
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.64
一年最低/最高价	15.33/61.85
市净率(倍)	12.51
流通 A 股市值(百万元)	93542.18

基础数据

每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	54.61
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）点评：获宝马定点，国际大客户再下一城》2020-07-22
2、《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
3、《亿纬锂能（300014）一季报点评：金豆+软包贡献增长，有效平滑疫情影响》2020-04-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

若不考虑思摩尔计提影响，公司 20H1 净利润 8.16 亿，同比+63%，略好于预期：2020 年 H1 公司营收 31.76 亿元，同比增长 25.5%；归母净利润 3.63 亿元，同比减少 27.4%，扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 44.9%。**若不考虑思摩尔的计提影响，公司 20H1 归母净利润 8.16 亿，同比增长 63.1%。**20H1 亿纬锂能计提信用减值损失 0.38 亿，主要为应收账款坏账计提。盈利能力方面，20H1 毛利率为 27.91%，同比增加 2.39pct；净利率为 11.91%，同比下降 8.22pct。

思摩尔计提拉低 Q2 表观利润，本部业绩高增长：20Q2 公司实现营收 18.67 亿元，同比增加 30.41%，环比增长 42.68%；归母净利润 1.11 亿元，同比下降 63.1%，环比下降 56.12%，扣非归母净利润 0.57 亿元，同比下降 80.63%，环比下降 73.17%。若不考虑思摩尔的计提影响，我们预计 20Q2 归母净利润为 5.4 亿，同比增长 80%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 26.63%，同比增长 1.35pct，环比下降 3.12pct；净利率 6.49%，同比下降 14.97pct，环比下降 13.16pct；Q2 扣非净利率 3.06%，同比下降 17.55pct，环比下降 13.22pct。Q1-2 思摩尔贡献 1 亿、-0.65 亿利润，若扣除思摩尔影响，我们预计公司本部分别贡献 1.5 亿/1.8 亿利润，同比增 172%/119%；扣非利润 1.1 亿/1.2 亿利润，同比增 121%/62%，主要由于动力和消费类电池业务贡献。

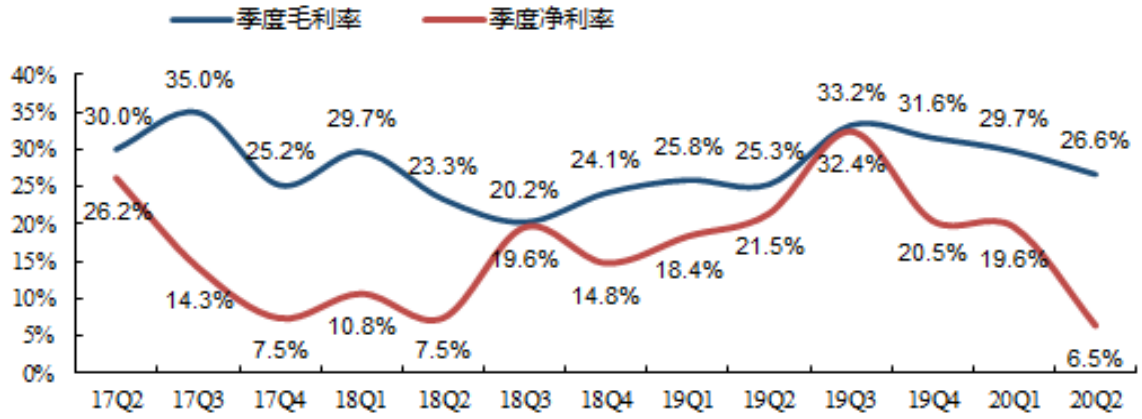
图 1：亿纬锂能分季度经营情况

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

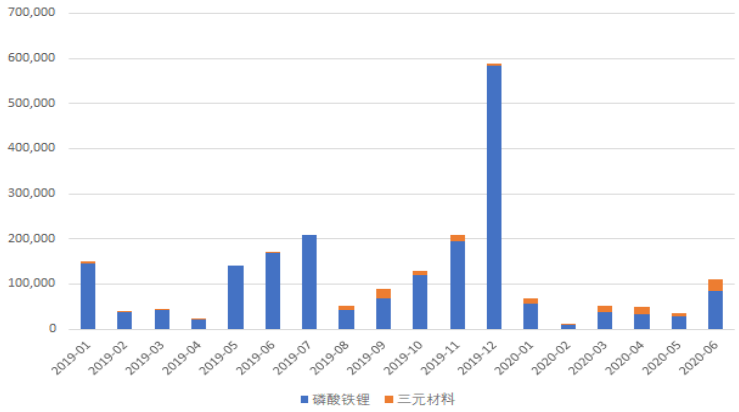
图 2：亿纬锂能分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

软包放量，动力高增长，盈利明显改善：动力电池 20H1 收入 13.6 亿，同比增长 62.6%，全年目标 50 亿收入。1）铁锂，H1 磷酸铁锂装机量 0.33GWh，同比下降 41%，其中 20Q1-2 分别装机 0.13、0.2gwh。公司铁锂电池主要应用商用车、电动船和储能领域，其中 20H1 在商用车市场份额约 6%，行业排名前第三。1H 公司铁锂电池预计出货量 0.5gwh+，贡献收入 5 亿，Q1 荆门基地因疫情影响停产，影响生产，收入有所下滑；全年目标出货 2-3gwh，贡献 20-25 亿收入。2）软包电池放量，目前主要配套戴姆勒和小鹏 P7，3GWh 产线目前满产满销，20H1 预计出货 1gwh，约贡献 8 亿收入，全年预计出货 2.5gwh，贡献约 25 亿收入。3）三元方形，已经获得宝马定点，技术获国际一线主机厂认可，公司将继续扩大三元方形产能和拓展新客户，预计将从明年起放量。盈利水平看，上半年公司锂电池业务毛利率 24.3%，同比提升 4pct，我们预计公司动力电池 22%左右，净利率 5%，上半年贡献 0.6-0.7 亿净利润。

图 3：亿纬锂能动力电池月度装机（kwh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图 4：子公司经营情况

		2020H1		2019	
公司名称	主要业务	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
亿纬动力	锂离子电池	9.85	1.48	25.54	2.61

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费电池：TWS 订单受疫情影响下滑，小型+三元圆柱积极复工复产。整体消费类锂离子电池上半年收入 11.7 亿，同比增长 13%。1）TWS 金豆电池，疫情对 4-5 月订单影响较大，20Q2 预计环比大幅下滑。6 月开始恢复，Q3 预计超过 Q1 水平。目前公司主要配套三星，已有产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能。公司积极接洽国内客户，包括华为、小米、vivo 等，其余海外优质客户均在验证审厂中，进展顺利，20 年有望逐步落地。2）三元圆柱，圆柱 18650 基地超过 50%产能在荆门基地，3 月底复工复产，二季度预计贡献收入 4 亿，环比明显回升；公司小型软包电池，应用于电子烟、可穿戴等市场，平稳增长。预计该业务，上半年毛利率 25-30%，净利率 10%左右，贡献 1 亿利润。

锂原电池表现平稳，下半年电表放量有望带动增长。锂原电池上半年收入 6.47 亿元，同比下降 1.4%，毛利率 42.21%，同比增长 1.71pct。ETC 需求回落，电表订单尚未大规模放量，上半年锂元业务表现平稳，预计贡献 1.5 亿左右利润，持平。下半年电报订单放量，ETC 采购环比增加，有望恢复增长，预计全年锂原电池收入端实现小幅增长，利润维持 5 亿左右。另胎压检测目前公司技术已经达到要求，后续设备和辅材供应问题陆续解决，产能投放在望，有望贡献新的增长点。

图 5：亿纬锂能分板块经营情况

	2020H1					2019H2		2019H1	
分产品	营业收入（亿）	同比	毛利率	同比	环比	营业收入（亿）	毛利率	营业收入（亿）	毛利率
锂原电池	6.47	-1.4%	42.2%	1.71pct	-3.5pct	12.34	45.7%	6.56	40.5%
锂离子电池	25.3	35.0%	24.3%	4.0pct	-1.7pct	26.46	26.0%	18.74	20.3%
-消费电池	11.7							10.41	
-动力电池	13.6	63%						8.34	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 电子烟业务恢复好于预期，亿伟全年投资收益预计 9-10 亿。思摩尔 20H1 收入 38.8 亿元，同比增长 18.5%t；其中 20Q1-2 分别收入 12.8 亿、26.04 亿元。Q1 受疫情影响，公司 2 月份生产基本停滞，3 月中旬公司产能全面从疫情中恢复，二季度电子烟需求恢复整体好于预期。20H1 实现净利润 0.77 亿，同比下降 92%；若扣除 12.9 亿费用及公允价值变动，对应扣非归母净利润 11.18 亿，同比增长 22.84%；其中 Q1 利润贡献 2.7 亿利润，Q2 贡献 10.4 亿利润。盈利能力方面，思摩尔 20H1 毛利率 49.0%，同比增长 7.5pct。上半年增量主要来自 ToB 端客户，20H1 企业客户收入 34.9 亿元，同比增长 32.3%，个人消费者仅 3.9 亿，同比下滑 38.5%，主要因为 APV 的渠道销售因疫情受阻。下半年 CBD 和小烟有望冲量，将带动需求进一步增长。我们预计思摩尔 20 年实现 35+亿利润，同比增 60%+，扣除公允价值变动和上市费用，预计表观净利润 25+亿。亿纬锂能持股 33.11%，预计来自思摩尔的投资收益全年 9 亿+，同比增 10%+。

研发费用维持高位，上半年充分计提减值损失。2020 年 H1 公司三费（包含研发费用）合计 5.64 亿元，同比增长 34.04%，费用率 18%，同比提升 1pct。20Q2 三费（包含研发费用）合计 3.2 亿元，同比增长 55.3%，环比增长 31.6%，费用率为 17.2%，同比增加 3pct，环比下降 1.5pct。1H 销售费用 1.1 亿元，销售费用率 3.6%，同比增 1pct；管理费用 1.3 亿元，管理费用率 4%，同比增 0.5pct；财务费用 0.5 亿元，财务费用率 1.5%，同比减少 0.8pct；研发费用 2.8 亿元，研发费用率 8.7%，同比增 0.5pct。上半年公司计提信用和资产减值损失 0.5 亿，其中 Q2 计提 0.29 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：公司分季度费用情况（百万）

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 经营现金流大幅下滑。2020 年 H1 公司存货为 11.6 亿，较年初增加 2.6%；应收账款 24.31 亿，较年初增长 16.07%；期末预付账款 1 亿，较一季度末增长 37.95%。20H1 公司经营活动净现金流为 5.12 亿，同比上升 6.35%，20Q2 单季度为 0.96 亿，环比下滑 77%。H1 资本开支为 9.44 亿，同比上升 1.83%；在建工程 25.3 亿，较一季度末增长 10%，较年初增长 161%，主要来自子公司设备采购到货。期末固定资产 47.9 亿，较年初增长 19%。期末账面现金为 29.72 亿，较年初增长 41.69%，主要来自到期理财产品的赎回。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.2/31.5/42.3 亿，同比增长 26%/64%/34%，对应 PE 为 50x/31x/23x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 68 元，维持“买入”评级

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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	13,241	17,679	22,254
现金	2,097	2,035	2,970	3,798
应收账款	2,094	4,037	6,022	7,783
预付账款	76	124	182	233
存货	1,130	2,680	3,962	5,094
其他流动资产	2,855	4,315	4,492	5,295
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	22,291	27,639	32,977
流动负债	6,032	10,592	13,581	15,752
短期借款	1,174	3,879	3,723	3,115
应付账款	2,379	3,882	5,714	7,332
其他流动负债	2,479	2,830	4,144	5,305
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	13,142	16,132	18,302
少数股东权益	159	194	252	329
归属母公司股东权益	7,553	8,954	11,256	14,346
负债和股东权益	16,295	22,291	27,639	32,977

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,139	-1,625	1,807	1,830
投资活动现金流	-2,928	-495	327	915
筹资活动现金流	2,718	2,058	-1,199	-1,918
现金净增加额	929	-62	935	828
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	-3,242	-432	-1,031

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,412	10,175	14,851	18,989
减:营业成本	4,506	7,352	10,822	13,886
营业税金及附加	47	74	108	138
营业费用	175	305	431	513
管理费用	647	1,018	1,411	1,709
财务费用	95	129	192	167
资产减值损失	174	95	75	63
加:投资净收益	840	905	1,627	2,115
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,634	2,136	3,481	4,658
加:营业外净收支	-8	4	9	9
利润总额	1,626	2,140	3,490	4,667
减:所得税费用	77	185	279	357
少数股东损益	27	35	58	78
归属母公司净利润	1,522	1,920	3,153	4,233
EBITDA	2,051	2,608	4,062	5,263
EPS（元）	0.83	1.04	1.71	2.30

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.83	1.04	1.71	2.30
每股净资产(元)	7.79	4.86	6.11	7.79
发行在外股份(百万股)	969	1840	1840	1840
ROIC(%)	25.6%	17.2%	23.8%	26.6%
ROE(%)	20.1%	21.4%	28.0%	29.5%
毛利率(%)	29.7%	27.7%	27.1%	26.9%
销售净利率(%)	24.2%	19.2%	21.6%	22.7%
资产负债率(%)	52.7%	59.0%	58.4%	55.5%
收入增长率(%)	47.4%	58.7%	45.9%	27.9%
归母净利润增长率(%)	166.7%	26.1%	64.2%	34.3%
P/E	63.66	50.46	30.73	22.89
P/B	12.83	10.82	8.61	6.75
EV/EBITDA	48	38	24	19

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