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

买入（维持）

2020 年 07 月 20 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	1997	2665	3324
同比（%）	167%	31%	33%	25%
每股收益（元/股）	0.83	1.08	1.43	1.78
P/E（倍）	63.46	48.40	36.67	29.49

投资要点

- **思摩尔 20H1 经调整纯利 12.9-13.3 亿，同比+38%-43%，大超预期：**思摩尔发布中报预告，20H1 预计实现净利润 12.86-13.31 亿元（加回上市费用、公允价值变动等），同比增长 38.1%-42.9%；其中 20Q2 单季度净利润 10.2-10.7 亿，环比增长 250%以上，同比增长约 70%。若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.59 亿、公司上市费用 0.25 亿、股权激励费用 1.49 亿，合计扣除 12.31 亿，实际 20H1 报表业绩为 0.5-1 亿，同比下滑 89.1%-94.0%。因此上半年不考虑非经及非现金项目，思摩尔为亿纬贡献 4.3-4.7 亿净利润，同比增 29.9%-34.5%；若考虑，则为亿纬贡献 0.2-0.37 亿净利润，同比下滑 90-94%，其中 Q2 贡献-0.8~-0.6 亿。

- **Q2 思摩尔电子烟业务大幅好转，亿伟全年投资收益预计 9-10 亿。**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。Q1 思摩尔净利润 2.7 亿，Q2 净利润超过 10 亿（经营相关），需求恢复整体好于预期。国内市场，悦刻为小烟龙头，随着门店数量增加，份额进一步提升；美国市场，行业集中度逐步提高，Vuse 和 Njoy 逐步侵蚀 Juul 份额，而悦刻、Vuse、Njoy 的主供应商为思摩尔，因此公司 Q2 业绩同环比实现高增长。下半年小烟有望继续冲量，且 4 季度，CBD 业务有望恢复，将带动需求进一步增长。我们预计思摩尔 20 年实现 35-40 亿利润，同比增 60%以上；扣除公允价值变动和上市费用，预计表观净利润 25-30 亿。亿纬锂能持股 33.11%，预计来自思摩尔的投资收益全年 9-10 亿，同比增 10-20。

- **亿纬坚定持有，有望带来持续高增长收益。**19 年思摩尔在电子雾化器市场份额达到 16.5%，全球第一，领先第二名 10 个百分点。目前电子烟市场规模 367 亿美元，渗透率仅 4.9%，公司预计 2024 年雾化电子烟市场规模可达 1115 亿美元，19-24 年复合增速 25%。公司陶瓷雾化芯具备独特专利，行业内尚无有力竞争者，已深度绑定下游客户。同时公司积极拓展 HNB 市场，凭借在陶瓷工艺的技术优势，加强与中烟、帝人等合作，有望进一步打开新市场。此外公司雾化器技术有望在医用领域渗透。20 年公司港股上市，募集 69 亿港币用于产能扩建，预计到 24 年产能增长 2 倍，市占率有望逐步提升，将持续为亿纬锂能贡献稳定的投资收益增长。

- **亿纬 TWS 电池订单 6 月恢复，动力软包满产满销，稳固长期增长。**1）TWS 业务，4-5 月主要客户订单受疫情影响大幅缩减，6 月开始恢复，Q3 预计超过 Q1 水平。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，增量明显。2）动力业务，三元软包供货戴姆勒+小鹏，目前满产满销，预计全年出货量 2.5gwh，贡献 25 亿收入。今年产能将扩至 9gwh，后续将启动 20gwh+以上产能建设，21 年现代起亚订单也将释放，公司软包电池将持续高增长。方形铁锂 20H1 装机 0.25gwh，同比降 55%，另出货储能、电动船等领域，预计全年铁锂出货 3gwh 以上，合计动力及储能锂电池收入有望达到 50 亿。此外，公司锂原电池、18650 圆柱电池，客户优质，份额稳定，将持续稳定增长。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.97/26.65/33.24 亿，同比增长 31%/33%/25%，对应 PE 为 48x/37x/29x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

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)	52.48
一年最低/最高价	14.72/60.00
市净率(倍)	12.37
流通 A 股市值(百万元)	93247.79

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	51.48
总股本(百万股)	1840.43
流通 A 股(百万股)	1776.83

相关研究

1、《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

2、《亿纬锂能（300014）年报点评：业绩符合预期，20 年动力及 TWS 电池增长潜力大》2020-04-20

3、《亿纬锂能（300014）业绩快报点评：业绩符合预期，20 年动力及 TWS 电池增长潜力大》2020-03-02

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
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	22,292	27,672	32,060
流动负债	6,032	10,540	13,938	16,855
短期借款	519	3,827	4,080	4,218
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	13,090	16,489	19,405
少数股东权益	159	191	227	272
归属母公司股东权益	7,553	9,011	10,956	13,383
负债和股东权益	16,295	22,292	27,672	32,060

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,139	-1,469	2,111	2,211
投资活动现金流	-2,928	-579	-510	-420
筹资活动现金流	2,718	1,986	-666	-963
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	275	371	456
管理费用	647	895	1,114	1,329
财务费用	95	128	199	204
资产减值损失	174	95	75	63
加：投资净收益	840	821	790	780
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,634	2,237	2,992	3,723
加：营业外净收支	-8	4	9	9
利润总额	1,626	2,241	3,001	3,732
减：所得税费用	77	213	332	413
少数股东损益	27	32	36	45
归属母公司净利润	1,522	1,997	2,665	3,324
EBITDA	2,051	2,707	3,581	4,364

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.83	1.08	1.43	1.78
每股净资产(元)	4.10	4.90	5.94	7.24
发行在外股份(百万股)	969	1,840	1,840	1,840
ROIC(%)	25.6%	17.8%	19.9%	20.7%
ROE(%)	20.1%	22.2%	24.3%	24.8%
毛利率(%)	29.7%	27.7%	27.1%	26.9%
销售净利率(%)	24.2%	19.9%	18.0%	17.5%
资产负债率(%)	52.7%	58.7%	59.6%	58.7%
收入增长率(%)	47.4%	58.7%	45.9%	27.9%
净利润增长率(%)	166.7%	31.2%	33.5%	24.7%
P/E	63.46	48.40	36.67	29.49
P/B	12.79	10.72	8.83	7.25
EV/EBITDA	48	36	27	22

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

