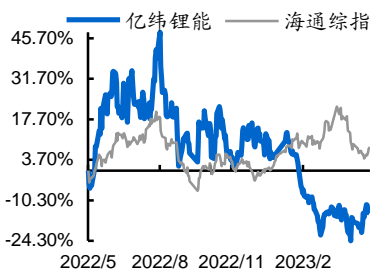


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

# 22年&23年Q1 动储业务高出货，拉动业绩持续扩张

**股票数据**

05月19日收盘价(元)	67.99
52周股价波动(元)	59.42-121.80
总股本/流通A股(百万股)	2046/1849
总市值/流通市值(百万元)	139089/125682

**相关研究**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.9	9.7	-14.8
相对涨幅(%)	5.2	10.0	-12.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 马天一

Tel: 02123219171

Email: mty15264@haitong.com

证书: S0850523030004

联系人: 余政翰

Tel: (021) 23185617

Email: ywh14040@haitong.com

**投资要点:**

- “动力+储能”双轮驱动，助力营收高增长。

1) 22年全年，公司实现营收363.04亿元，同比增长114.82%；归母净利润35.09亿元，同比增长20.76%。动力和储能业务高增176.63%驱动整体业绩加速上行。毛利率实现16.43%，同比下降5.14pcts，主要原因系原材料价格上涨，通过调整产品定价机制，毛利率已得到一定修复。

2) 23年Q1，公司实现营收111.86亿元，同/环比+66.11%/+6.95%；归母净利润11.40亿元，同/环比+118.68%/+35.13%。我们认为，虽Q1受电池价格下降影响致营收环比下降，但基于公司行业地位及市场占有率的提升，整体业绩仍然保持快速增长。受益于原材料价格下跌，毛利率达16.83%，同比提升3.08pcts/环比下降0.75pcts。

根据公司最新一期的股权激励计划，2023年设定营业收入的目标为700亿元。我们认为，随23年5月公司全面恢复生产及产业链各环节产线投产，公司23年H2将迈入业绩高收获阶段。

- 动储业务出货高增，大圆柱电池布局领先。1) 储能电池--规划建设60GWh

储能电池工厂，22年出货量全球第三。2023Q1公司储能电池实现超30亿元的收入，同比增长近200%，环比基本持平，三元软包电池贡献相对稳定，与2022Q4基本持平。据InfoLink数据显示，2022年公司储能电池出货量约10GWh，全球市占率7.01%，排名第三。此外，公司拥有领先技术产品LF560K，采用超大电池CTT技术，实现电芯及系统层级成本双降，并正在建设全球第一个隔墙供应及规模最大的60GWh储能电池工厂。2) 动力电池--率先布局46系大圆柱电池。公司是国内首家宣布建设大规模大圆柱电池产线的企业，在湖北荆门、四川成都、辽宁沈阳等地区规划了产能，并已获得成都大运、德国宝马等国内外众多一流车用客户的定点。我们认为，动储电池产能加速释放并实现量产将助推公司盈利能力增强。

- 海外电池工厂布局加码，积极把握出海机遇。

公司2022年动力和储能电池业务实现营收276.83亿元，同比+176.63%；公司海外收入占比34.79%。欧美等海外储能市场高景气叠加海外新能源车需求增加的背景下，我们认为，公司未来海外业务占比将持续稳定提升。近期，公司已于匈牙利购地规划建设动力电池工厂及并拟于马来西亚建设锂电池工厂，完善海外产能布局。

- 投资建议。

我们预计公司23-25年归母净利润分别为58.93/82.90/113.92亿元，对应EPS分别为2.88/4.05/5.57元。可比公司PE为40倍，我们给予2023年亿纬锂能30-33倍PE估值区间，对应合理价值区间为86.43-95.07元。首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

- 风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格波动风险、产能释放不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16900	36304	62389	89619	124656
(+/-)YoY(%)	107.1%	114.8%	71.9%	43.6%	39.1%
净利润(百万元)	2906	3509	5893	8290	11392
(+/-)YoY(%)	75.9%	20.8%	68.0%	40.7%	37.4%
全面摊薄EPS(元)	1.42	1.72	2.88	4.05	5.57
毛利率(%)	21.6%	16.4%	17.5%	17.3%	17.1%
净资产收益率(%)	16.2%	11.5%	16.1%	18.5%	20.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测假设:**

- 1) 锂离子电池: “消费+动力+储能”三大板块需求持续向好, 消费电池应用场景不断丰富、动力电池受益于全球新能源车渗透率快速提升出货量持续增长、储能电池得益于能源体系转型升级带来的增量空间。且伴随公司海外产能持续加码叠加国内产线扩充, 公司将具备规模优势, 满足客户需求。2022 年公司该业务收入同比+126.5%, 我们假设 2023-2025 年公司锂离子电池板块收入同比增长分别为 75%、45%和 40%。
- 2) 锂原电池: 公司以锂原电池起家, 电池生产技术和销售规模位于全球前列。我们预计 2023-2025 年, 锂原电池业务营收增速为 25%、15%和 15%。2022 年该业务毛利率为 34.7%, 我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 35.0%、35.0%和 35.0%。
- 3) 其他业务: 我们假设 2023-2025 年其他业务营业收入分别同比增长 10%、10%和 10%, 对应 2023-2025 年毛利率分别为 98%、98%和 98%。

**表 1 盈利预测**

		2022	2023E	2024E	2025E
锂离子电池	营业收入 (亿元)	340.51	595.89	864.04	1209.66
	yoy	126.5%	75.0%	45.0%	40.0%
	营业成本 (亿元)	289.36	497.57	721.48	1010.07
	毛利率	15.0%	16.5%	16.5%	16.5%
	毛利 (亿元)	51.15	98.32	142.57	199.59
锂原电池	营业收入 (亿元)	21.45	26.81	30.83	35.46
	yoy	15.8%	25.0%	15.0%	15.0%
	营业成本 (亿元)	14.00	17.43	20.04	23.05
	毛利率	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利 (亿元)	7.45	9.38	10.79	12.41
其他	营业收入 (亿元)	1.08	1.19	1.31	1.44
	yoy	551.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本 (亿元)	0.02	0.02	0.03	0.03
	毛利率	97.9%	98.0%	98.0%	98.0%
	毛利 (亿元)	1.05	1.16	1.28	1.41
合计	营业收入 (亿元)	363.04	623.89	896.19	1246.56
	yoy	114.8%	71.9%	43.6%	39.1%
	营业成本 (亿元)	303.39	515.02	741.55	1033.15
	毛利率	16.4%	17.5%	17.3%	17.1%
	毛利 (亿元)	59.65	108.87	154.64	213.41

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300750.SZ	宁德时代	10,111	10.47	13.97	18.04	21.97	16.46	12.75
300207.SZ	欣旺达	307	0.66	1.17	1.33	24.84	14.14	12.41
002074.SZ	国轩高科	503	0.76	1.20	1.72	37.18	23.56	16.45
688567.SH	孚能科技	265	0.29	1.16	1.88	74.14	18.68	11.57
	均值		3.05	4.38	5.74	39.53	18.21	13.30

注: 收盘价为 2023 年 5 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>36304</b>	<b>62389</b>	<b>89619</b>	<b>124656</b>
每股收益	1.72	2.88	4.05	5.57	营业成本	30338	51502	74155	103315
每股净资产	14.90	17.90	21.95	27.52	毛利率%	16.4%	17.5%	17.3%	17.1%
每股经营现金流	1.40	3.24	6.53	7.39	营业税金及附加	112	192	276	384
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	513	882	1267	1762
P/E	39.64	23.60	16.78	12.21	营业费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
P/B	4.56	3.80	3.10	2.47	管理费用	1447	2487	3572	4969
P/S	3.82	2.23	1.55	1.12	管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	52.01	16.57	11.83	8.70	EBIT	2444	7537	10683	14513
股息率%	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	147	418	472	484
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.7%	0.5%	0.4%
毛利率	16.4%	17.5%	17.3%	17.1%	资产减值损失	-126	0	0	0
净利润率	9.7%	9.4%	9.3%	9.1%	投资收益	1242	2147	3059	3976
净资产收益率	11.5%	16.1%	18.5%	20.2%	<b>营业利润</b>	<b>3512</b>	<b>7119</b>	<b>10211</b>	<b>14030</b>
资产回报率	4.2%	6.1%	6.9%	7.6%	营业外收支	-14	0	0	0
投资回报率	4.8%	10.8%	13.1%	15.2%	<b>利润总额</b>	<b>3498</b>	<b>7119</b>	<b>10211</b>	<b>14030</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3668	9435	13320	17922
营业收入增长率	114.8%	71.9%	43.6%	39.1%	所得税	-174	952	1536	2109
EBIT 增长率	67.0%	208.4%	41.7%	35.9%	有效所得税率%	-5.0%	13.4%	15.0%	15.0%
净利润增长率	20.8%	68.0%	40.7%	37.4%	少数股东损益	163	274	385	529
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3509</b>	<b>5893</b>	<b>8290</b>	<b>11392</b>
资产负债率	60.4%	58.8%	59.5%	59.8%					
流动比率	1.15	0.96	0.86	0.88	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.78	0.57	0.46	0.46	货币资金	8979	3560	2417	3934
现金比率	0.28	0.09	0.05	0.06	应收账款及应收票据	10841	11958	14190	19737
<b>经营效率指标</b>					存货	8588	10440	15032	20943
应收账款周转天数	71.46	57.15	45.88	42.97	其它流动资产	8449	10938	13906	17726
存货周转天数	72.98	66.50	61.83	62.68	流动资产合计	36857	36896	45545	62340
总资产周转率	0.57	0.69	0.83	0.93	长期股权投资	11505	14867	18229	21592
固定资产周转率	3.79	4.15	3.82	3.91	固定资产	10857	19197	27688	36031
					在建工程	13298	16263	18339	19792
					无形资产	1311	1765	2219	2673
					非流动资产合计	46781	59343	73746	87377
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>83638</b>	<b>96240</b>	<b>119291</b>	<b>149718</b>
净利润	3509	5893	8290	11392	短期借款	1294	1294	1294	1294
少数股东损益	163	274	385	529	应付票据及应付账款	25286	31284	45043	62756
非现金支出	1548	1898	2637	3408	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1407	-1588	-2535	-3445	其它流动负债	5605	5779	6395	7189
营运资金变动	-953	152	4584	3227	流动负债合计	32185	38357	52733	71239
<b>经营活动现金流</b>	<b>2860</b>	<b>6629</b>	<b>13362</b>	<b>15112</b>	长期借款	13837	13837	13837	13837
资产	-13833	-13708	-13694	-13701	其它长期负债	4456	4414	4414	4414
投资	-2478	-3362	-3362	-3362	非流动负债合计	18293	18252	18252	18252
其他	-3606	4697	3059	3976	<b>负债总计</b>	<b>50478</b>	<b>56609</b>	<b>70985</b>	<b>89491</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19917</b>	<b>-12374</b>	<b>-13997</b>	<b>-13087</b>	实收资本	2042	2046	2046	2046
债权募资	9970	484	0	0	归属于母公司所有者权益	30413	36610	44901	56293
股权募资	9109	309	0	0	少数股东权益	2747	3020	3405	3934
其他	-959	-459	-508	-508	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>83638</b>	<b>96240</b>	<b>119291</b>	<b>149718</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>18121</b>	<b>334</b>	<b>-508</b>	<b>-508</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1107</b>	<b>-5418</b>	<b>-1143</b>	<b>1517</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业, 电力设备及新能源, 煤炭  
马天一 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 中煤能源, 福能股份, 神火股份, 许继电气, 盛剑环境, 桂东电力, 华阳股份, 郑煤机, 云鼎科技, 兖矿能源, 宁德时代, 信捷电气, 电投能源, 隆基绿能, 科华数据, 炬华科技, 天地科技, 阳光电源, 华电国际, 山西焦煤, 汇川技术, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 爱旭股份, 伟创电气, 索通发展, 璞泰来, 三峡能源

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。