

消费景气复苏，储能扬帆起航

——公司深度报告

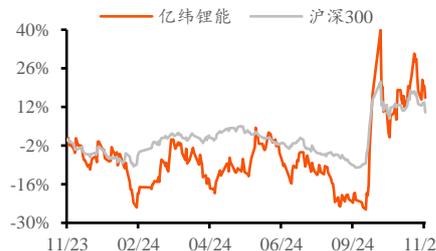
买入(维持)

行业：电力设备
日期：2024年11月26日分析师：开文明
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523070002
分析师：赵勇臻
E-mail: zhaoyongzhen@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524010001

基本数据

11月22日收盘价(元) 48.26
12mthA股价格区间(元) 30.53-58.54
总股本(百万股) 2,045.72
无限售A股/总股本 90.99%
流通市值(亿元) 898.33

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《经营发展稳健，业绩符合预期》

——2024年11月02日

《海博思创IPO过会，看好行业稳健发展》

——2024年10月25日

《收入普遍环增，经营质量提升》

——2024年10月25日

核心观点

公司简介：布局动力储能，2023 盈利仍增。据公司公告，公司产品大致分为三类，消费电池、动力电池、储能电池。其中消费电池包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池。动力和储能电池的下游领域分别为新能源汽车和储能。公司 2023 年营收和归母净利润仍保持增长。公司近年来营收和净利润总体保持增长态势，经历了连续两年的高增速，2023 年公司营收 487.8 亿元，同比+34%，归母净利润保持稳健增长，2023 年达到 40.5 亿元，同比+15%。

行业介绍：下游需求增长，头部份额提升。动力：全球持续增长，亿纬份额提升。据 EVtank，预计 2024 全球新能源汽车销量预计达到 1830 万辆，同比+25%。储能：需求高速增长，电芯份额集中。CNESA 预计，在理想场景下，中国新型储能装机规模 2024-2028 年复合年均增长率 (CAGR) 为 45.0%，预计 2028 年达到 220.9GW。消费：下游需求驱动，预期温和增长。据 Mordor Intelligence，随着智能手机、平板电脑等需求不断增长，全球消费电池市场规模预计 2024 年达到 154.5 亿美元，2029 年达到 221.5 亿美元，复合年增长率为 7.47%。

核心看点：核心技术壁垒，全球业务布局。公司具备核心技术壁垒，据公司公告，公司成立科技委员会，包含六大电池研究院和五个研究所。参与行业标准制定 76 个，其中国家标准 8 个。据公司 2023 年度可持续发展报告，2023 年公司研发投入 28.71 亿元，占营收比例 5.88%，研发团队 5291 人，研发人员占公司总人数 19.35%。亿纬锂能全球业务布局，实行全球制造、全球交付、全球服务。公司共有 5 个研发中心，8 个销售公司和办公室，14 个生产基地。

投资建议

公司动力储能市场份额居前，出货量保持增长，消费领域竞争力强，具备持续增长动力，我们看好公司未来持续发展。预计公司 2024-2026 年收入分别为 551/643/753 亿元，归母净利润分别为 47/57/67 亿元，按照 2024 年 11 月 22 日收盘市值对应 PE 分别为 21/17/15 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格过快上涨风险、下游需求受经济影响不及预期风险、锂电池相关支持政策调整风险、地缘政治及贸易摩擦风险、汇率波动风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	48,784	55,052	64,339	75,262
年增长率 (%)	34.4%	12.8%	16.9%	17.0%
归属于母公司的净利润	4,050	4,729	5,720	6,723
年增长率 (%)	15.4%	16.8%	21.0%	17.5%
每股收益 (元)	1.98	2.31	2.80	3.29
市盈率 (X)	21.31	20.88	17.26	14.69
净资产收益率 (%)	11.7%	12.1%	12.7%	13.0%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 11 月 22 日收盘价)

正文目录

1. 公司简介：布局动力储能，2023 盈利仍增	4
1.1. 业务介绍：锂电积累深厚，布局动力、储能、消费	4
1.2. 财务分析：2023 年营收和归母净利润仍保持增长	6
2. 行业介绍：下游需求增长，头部份额提升	8
2.1. 动力：全球持续增长，亿纬份额提升	8
2.2. 储能：需求高速增长，电芯份额集中	11
2.3. 消费：下游需求驱动，预期温和增长	14
3. 核心看点：核心技术壁垒，全球业务布局	15
3.1. 技术壁垒：研发投入高，技术积累足	15
3.2. 全球布局：全球制造、全球交付、全球服务	16
4. 盈利预测和估值	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 估值	17
5. 风险提示	18

图目录

图 1: 锂离子电池分类及性能	4
图 2: 小型锂离子电池分类及性能	5
图 3: 圆柱电池分类及性能	5
图 4: 亿纬锂能已建立了可服务全球的销售和售后服务	6
图 5: 公司营业收入及增速	6
图 6: 公司归母净利润及增速	6
图 7: 2023 年公司业务营收占比	7
图 8: 2023 年公司分业务毛利率	7
图 9: 公司国内和海外收入占比	7
图 10: 公司国内和海外毛利率	7
图 11: 公司毛利率和净利率	7
图 12: 公司净资产收益率 ROE	7
图 13: 公司资产周转率	8
图 14: 公司权益乘数	8
图 15: 中国新能源汽车销量及增速	8
图 16: 中国动力电池销量及增速	9
图 17: 全球新能源汽车销量和增速及预测	10
图 18: 电池级碳酸锂和方形动力 LFP 电芯价格	11
图 19: 全球储能累计装机规模	11
图 20: 2023 年全球新增投运新型储能项目的地区分布 (%)	12
图 21: 中国新型储能累计投运装机规模及预测，单位：GW（理想场景）	12
图 22: 2023 全年储能电芯出货排名	13
图 23: 2024Q1 储能电芯出货排名	13
图 24: 电池级碳酸锂和方形储能 LFP 电芯价格	14
图 25: 全球消费电池市场规模（亿美元）	14
图 26: 2020-2024 年中国消费锂电池出货量预测趋势图	15
图 27: 公司研发投入及占比	16
图 28: 亿纬锂能业务布局：全球制造、全球交付、全球服务	16

表目录

表 1: 亿纬锂能发展历程	4
表 2: 全球动力电池 TOP10 份额	9

表 3: 2024 年一季度全球动力电池企业市场规模和份额.....	10
表 4: 公司盈利预测.....	17
表 5: 可比公司估值.....	18

1. 公司简介：布局动力储能，2023 盈利仍增

1.1. 业务介绍：锂电积累深厚，布局动力、储能、消费

发展历程：亿纬锂能成立于 2001 年，于 2009 年创业板上市。2010 年开始布局消费锂电池，2014 年收购麦克斯韦 50.1% 股权，2015 年深度布局动力电池，2019 年推出 TWS 耳机豆式电池，2020 年获德国宝马集团定点，2022 年储能项目总部落户武汉光谷。

表1:亿纬锂能发展历程

时间	事件
2001 年	亿纬锂能正式成立
2009 年	创业板上市
2010 年	布局消费锂电池
2014 年	收购麦克斯韦 50.1% 股权
2015 年	深度布局动力电池
2019 年	成为现代起亚供应商，推出 TWS 耳机豆式电池
2020 年	获德国宝马集团定点
2021 年	获捷豹路虎供应商定点
2022 年	储能项目总部落户武汉光谷
2023 年	“60GWh 超级工厂” 动工

资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

产品介绍：据公司公告，公司产品大致分为三类，消费电池、动力电池、储能电池。其中消费电池包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池。动力和储能电池的下游领域分别为新能源汽车和储能。锂原电池包括锂/亚硫酸氯电池 Li/SOCl₂ 等，应用在智能表计、智慧生活、汽车电子、物联网等领域。小型锂离子电池包括软包电池和豆式电池，应用在电子雾化器、智能手环、智能手表等领域。圆柱电池下游应用在电动工具、园林工具、两轮电动车等。

图1:锂原电池分类及性能



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图2:小型锂离子电池分类及性能



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图3:圆柱电池分类及性能



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

全球布局：公司总部及生产基地大部分位于国内，也在规划欧洲、东南亚建设锂电池制造基地，在欧洲及亚太分销商布局多地，包括英国、法国、德国、意大利、加拿大、土耳其、波兰、日本、韩国和印度等，销售公司和办公室也有多处，包括江苏常州、香港、中国台北、美国、马来西亚。

图4:亿纬锂能已建立了可服务全球的销售和售后服务

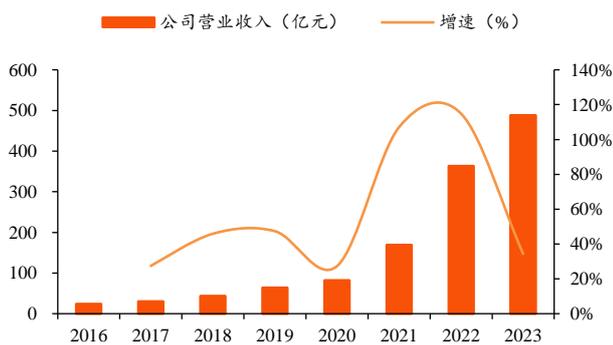


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

1.2. 财务分析：2023 年营收和归母净利润仍保持增长

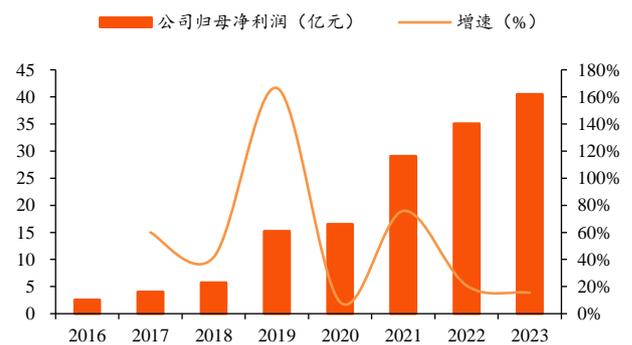
营收和归母净利润：公司近年来营收和净利润总体保持增长态势，经历了连续两年的高增速，2023 年公司营收 487.8 亿元，同比+34%，归母净利润保持稳健增长，2023 年达到 40.5 亿元，同比+15%。

图5:公司营业收入及增速



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

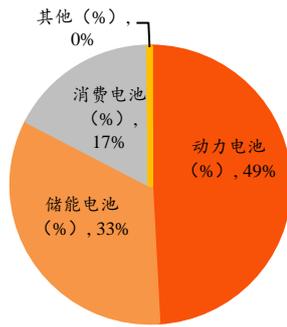
图6:公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

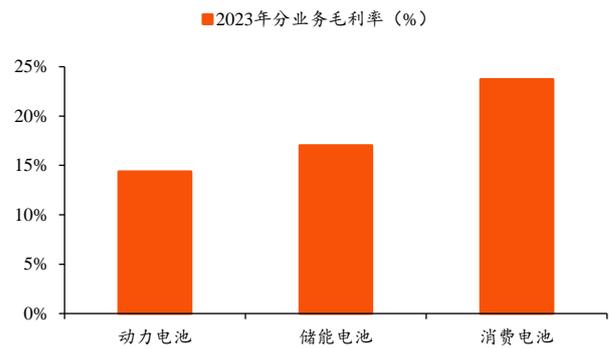
分业务：2023 年公司三项业务体量从大到小分别是动力电池、储能电池、消费电池，占营收的比例分别是 49%、33%、17%，毛利率依次升高，分别是 14%、17%、24%。

图7:2023 年公司业务营收占比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

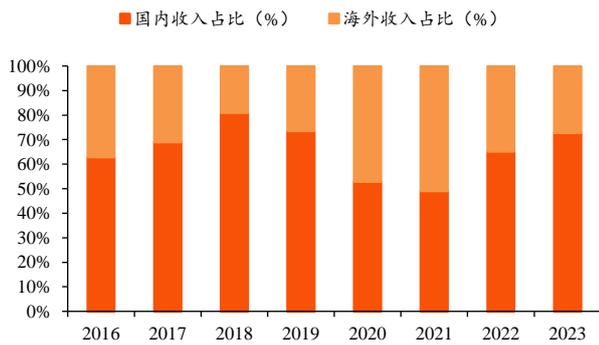
图8:2023 年公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

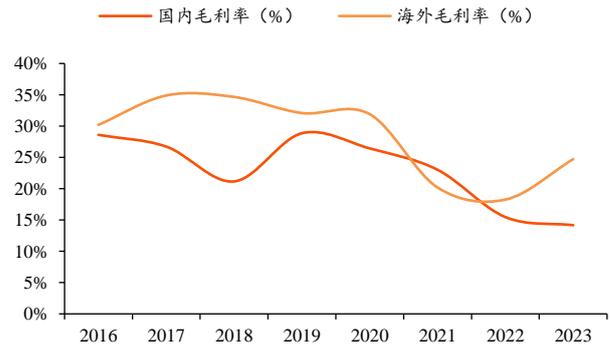
国内海外: 从营收占比来看, 国内和海外均保持一定比例, 2021-2023 年国内收入占比逐步提升, 2023 年国内业务占比 73%, 海外收入占比 27%, 从毛利率来看, 国内毛利率近年来整体低于海外 (2021 年除外), 2023 年国内毛利率 14%, 海外毛利率 25%。

图9:公司国内和海外收入占比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

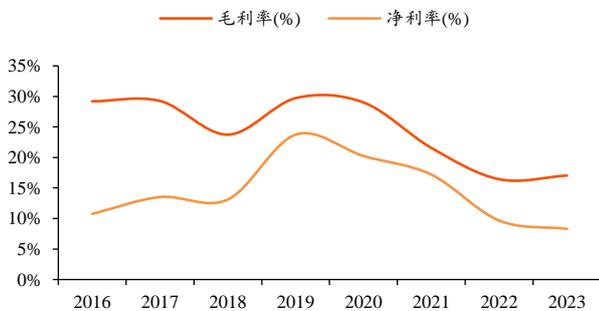
图10:公司国内和海外毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

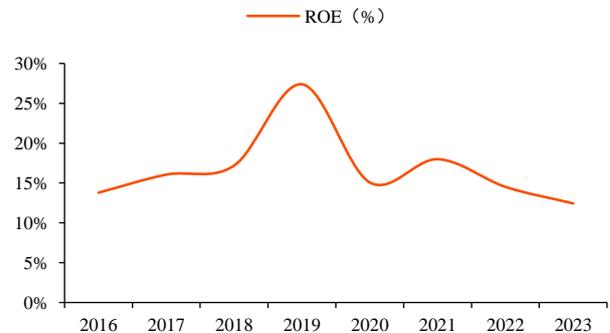
毛利率和净利率: 公司毛利率和净利率近年来整体呈现波动态势, 2021 年毛利率 22%, 净利率 17%, 2023 年毛利率 17%, 净利率 8%。

图11:公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:公司净资产收益率 ROE



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

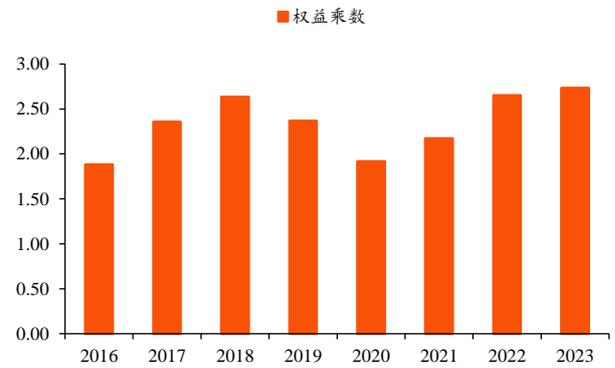
ROE 杜邦归因：2023 年公司净资产收益率 ROE 为 12%，相比 2022 年 15% 下滑，权益乘数 2023 相比 2022 年略有提高，而周转率和净利率 2023 年相比 2022 年下滑，是 ROE 下滑的主因。

图13:公司资产周转率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:公司权益乘数



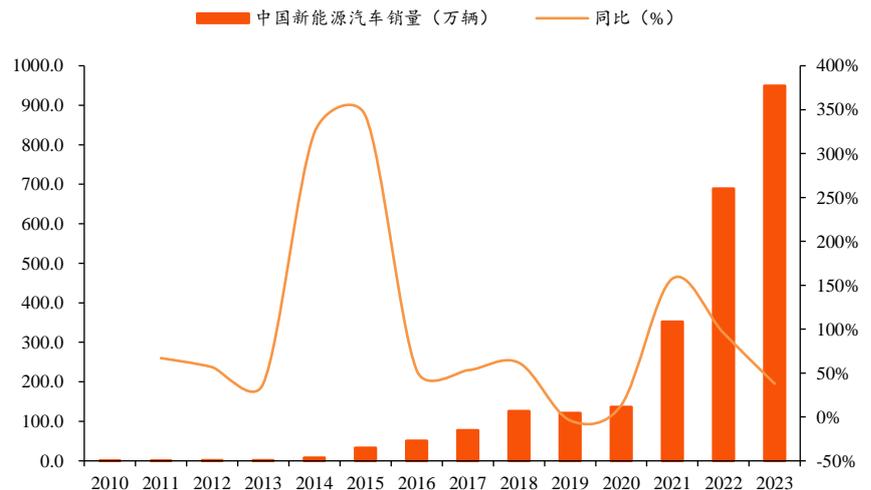
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 行业介绍：下游需求增长，头部份额提升

2.1. 动力：全球持续增长，亿纬份额提升

据中国汽车工业协会，近几年中国新能源汽车发展迅速，销量增速高，2021-2023 年中国新能源汽车销量分别为 352.1 万辆、688.7 万辆、949.5 万辆，同比增速分别为 157%、96%、38%。

图15:中国新能源汽车销量及增速

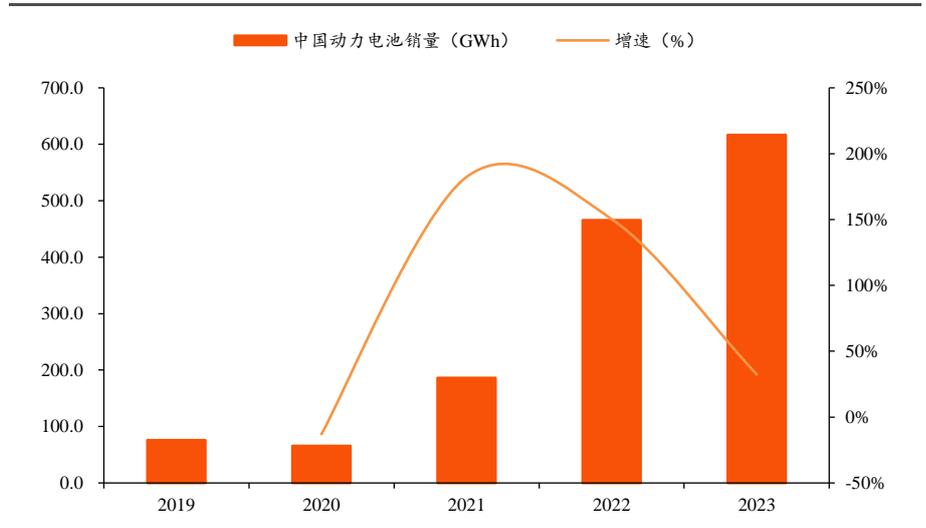


资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 甬兴证券研究所

据中国汽车动力电池产业创新联盟，受益于新能源汽车行业快速发展，中国动力电池行业发展迅速，2021-2024 年动力电池销量分别是 186.0GWh、

465.5GWh、616.3GWh，同比增速分别为 182%、150%、32%。

图16:中国动力电池销量及增速



资料来源: Wind, 中国汽车动力电池产业创新联盟, 甬兴证券研究所

据 GGII, 2023 年全球动力电池装机约 707GWh, 同比+42%, 排名前十的厂商为宁德时代、比亚迪、LGES、松下、中创新航、三星 SDI、SK On、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技, 合计占比约 94%。

全球前 10 装机份额 2023 年相比 2022 年基本持平, 约 94%, 其中宁德时代仍然维持第一的位置, 除此以外, 比亚迪、中创新航、三星 SDI、亿纬锂能、孚能科技份额有所提升, 其中亿纬锂能 2022 年装机 4.8GWh, 份额 1.0%, 2023 年装机 12.9GWh, 份额 1.8%, 提升 0.8pct。

表2:全球动力电池 TOP10 份额

2023 排名	企业	2023 装机量 (GWh)	2022 装机量 (GWh)	2023 份额	2022 份额	占比变化 (pct)
1	宁德时代	254.2	184.9	35.9%	37.1%	-1.2
2	比亚迪	119.9	67.2	16.9%	13.5%	3.5
3	LGES	90.8	79.3	12.8%	15.9%	-3.1
4	松下	70.6	50.4	10.0%	10.1%	-0.1
5	中创新航	31.6	16.3	4.5%	3.3%	1.2
6	三星 SDI	27.0	17.4	3.8%	3.5%	0.3
7	SK On	27.0	24.9	3.8%	5.0%	-1.2
8	国轩高科	16.3	13.7	2.3%	2.8%	-0.4
9	亿纬锂能	12.9	4.8	1.8%	1.0%	0.8
10	孚能科技	12.5	6.1	1.8%	1.2%	0.5
	Top10 合计	662.7	467.3	93.7%	93.8%	-0.1
	总装机量	707.2	498.0	-	-	-

资料来源: GGII, 甬兴证券研究所

据 SNE Research, 从 2024 年一季度全球动力电池出货量来看, 亿纬锂能 2024 年一季度出货量 5.3GWh, 全球份额 2.6%, 排名第 9 名。

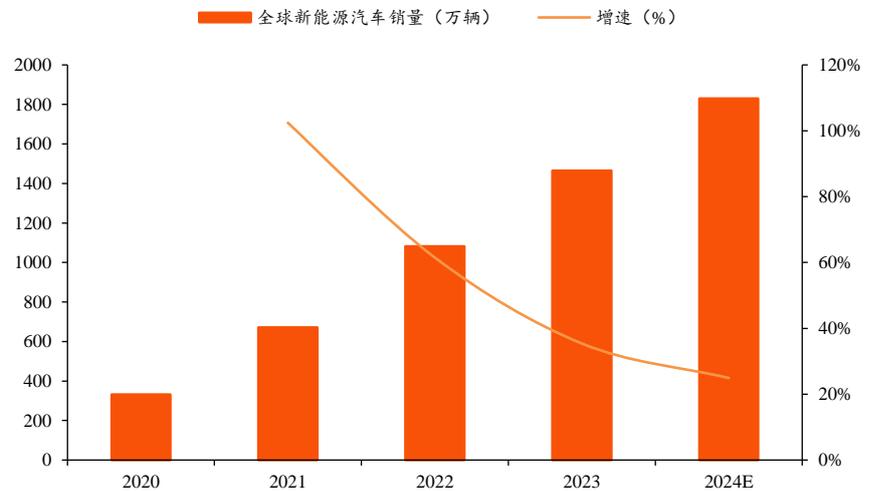
表3:2024 年一季度全球动力电池企业市场规模和份额

供应商	销售额			出货量		
	排名	销售额 (百万美元)	市场份额	排名	GWh	市场份额
宁德时代	1	7500	29.8%	1	75.0	36.2%
LGES	2	4020	16.0%	3	28.0	13.5%
比亚迪	3	2800	11.1%	2	30.0	14.5%
SDI	4	2350	9.3%	4	15.0	7.2%
SKon	5	1270	5.0%	6	9.5	4.6%
松下	6	1090	4.3%	5	10.0	4.8%
中创新航	7	690	2.7%	7	8.5	4.1%
亿纬锂能	8	680	2.7%	9	5.3	2.6%
国轩	9	570	2.3%	8	6.8	3.3%
PPES	10	480	1.9%	10	3.7	1.8%
孚能科技	11	410	1.6%	13	2.8	1.4%
蜂巢能源	12	380	1.5%	12	2.9	1.4%
欣旺达	13	310	1.2%	11	3.0	1.4%
远景动力	14	180	0.7%	14	1.2	0.6%
其他		2470	9.8%		5.4	2.6%
市场规模		25200	100.0%		207.1	100.0%
TOP10 比例		85.1%				92.6%

资料来源: SNE Research, 甬兴证券研究所

据 EVtank, 2023 年全球新能源汽车销量 1465 万辆, 同比+35%, 预计 2024 年仍保持一定增速, 达到 1830 万辆, 同比+25%, 预计 2030 年全球新能源汽车销量将达到 4700 万辆。

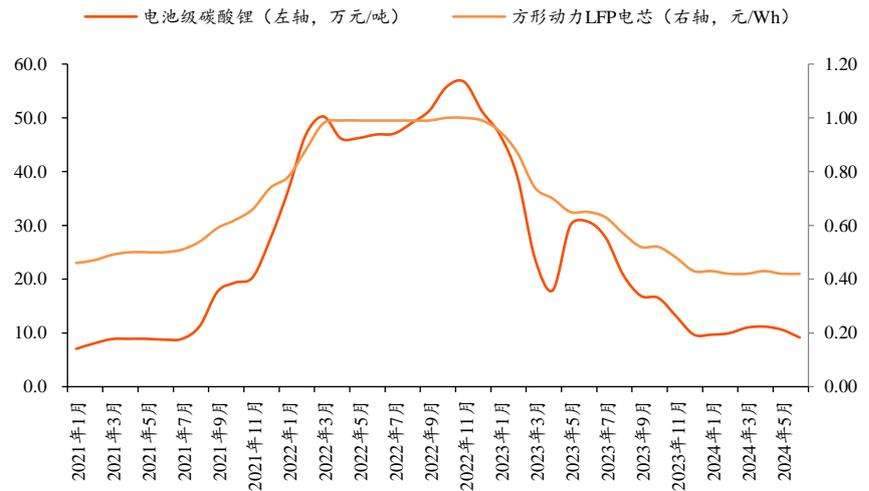
图17:全球新能源汽车销量和增速及预测



资料来源: EV tank, 甬兴证券研究所

据 SMM, 2021 年 1 月底电池级碳酸锂价格 7.1 万元/吨, 对应方形动力 LFP 电芯价格 0.46 元/Wh, 2022 年碳酸锂价格整体维持高位, 在 2022 年 11 月底达到 56.7 万元/吨, 对应方形动力 LFP 电芯价 1.00 元/Wh, 此后至 2024 年 6 月整体呈下滑趋势 (中间略有波动), 2024 年 6 月碳酸锂价格 9.2 万元/吨, 对应方形动力 LFP 电芯价格 0.42 元/Wh。

图18:电池级碳酸锂和方形动力 LFP 电芯价格

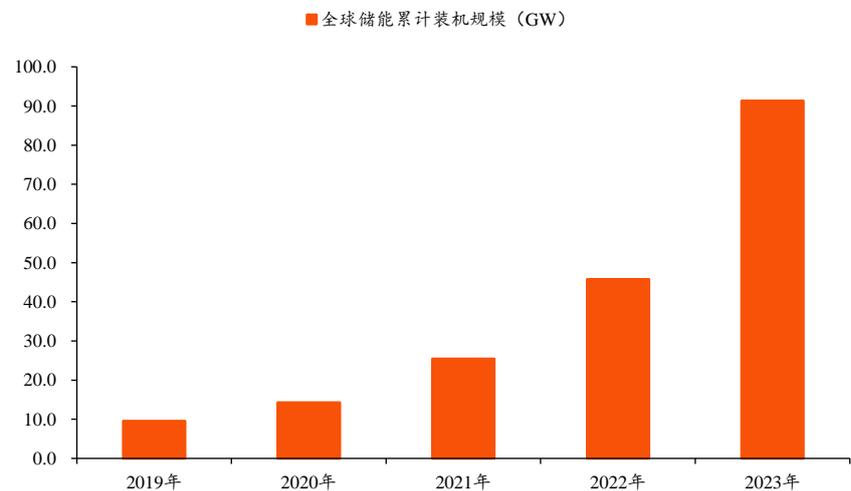


资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

2.2. 储能: 需求高速增长, 电芯份额集中

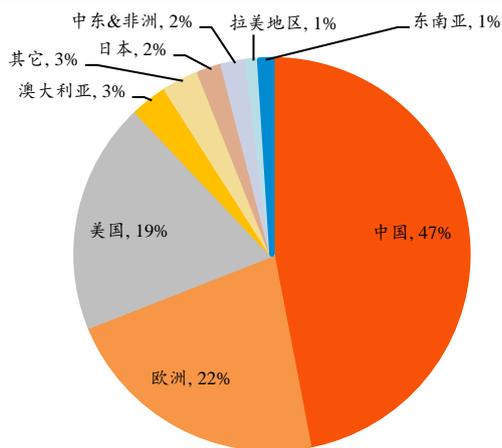
据 CNESA, 截至 2023 年底, 全球新型储能累计装机规模达 91.3GW, 同比 2022 年底增长 99.6%。2023 年新增电力投资规模 52.0GW, 同比+69.5%, 分地区来看, 中国占比 47%、欧洲占比 22%, 美国占比 19%, 中美欧合计占比 88%。

图19:全球储能累计装机规模



资料来源: 中投产业研究院, 甬兴证券研究所

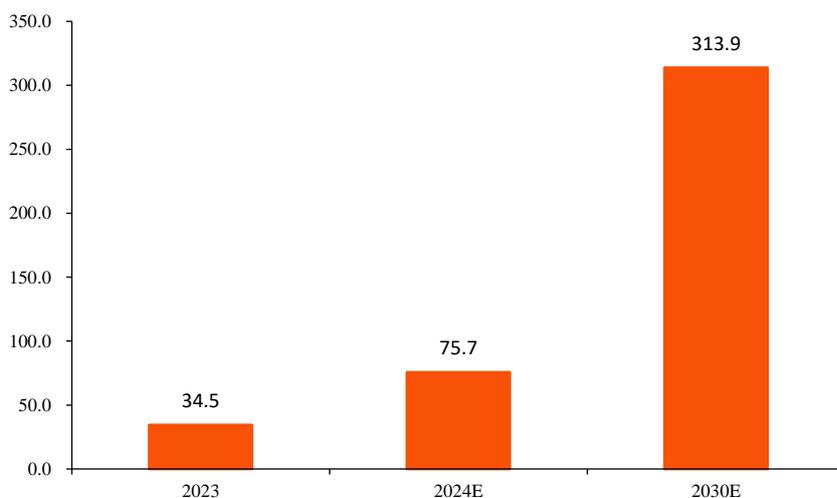
图20:2023 年全球新增投运新型储能项目的地区分布 (%)



资料来源: CNESA, 甬兴证券研究所

在理想场景下, CNESA 预计, 中国新型储能装机规模 2024-2028 年复合年均增长率 (CAGR) 为 45.0%, 预计 2028 年达到 220.9GW。

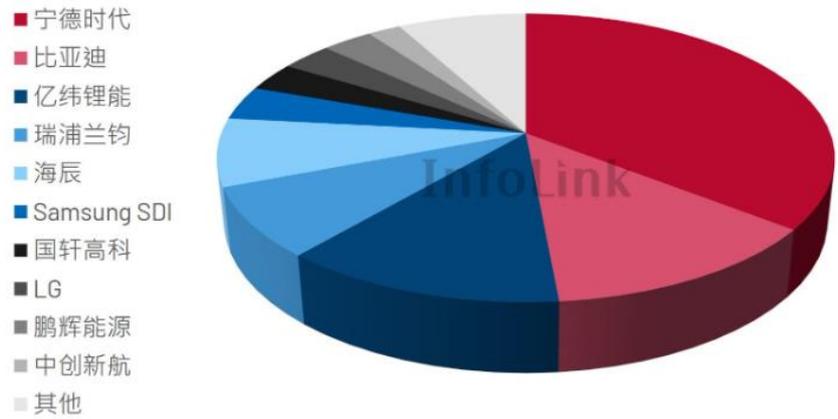
图21:中国新型储能累计投运装机规模及预测, 单位: GW (理想场景)



资料来源: CNESA, 甬兴证券研究所

据 Infolink, 2023 年储能电芯出货量排名前五的企业分别为宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、瑞浦兰钧与厦门海辰, 2023 年 CR5 为 76.7%, 相比 2022 年 CR5 为 68.7%提升明显。在 2024Q1 的出货排名中, 得益于大客户订单出货, 亿纬锂能排名提升, 跃至第二位。

图22:2023 全年储能电芯出货排名



资料来源: Infolink Consulting, 甬兴证券研究所

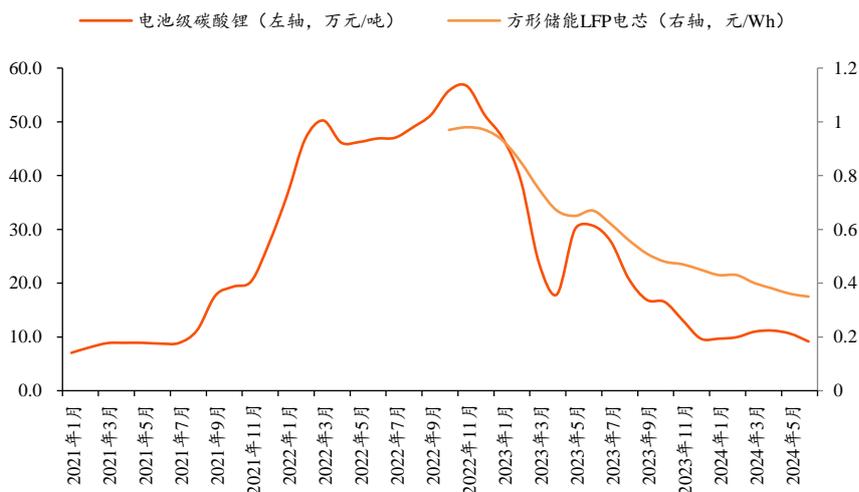
图23:2024Q1 储能电芯出货排名



资料来源: Infolink Consulting, 甬兴证券研究所

与动力电芯价格走势相似，储能电芯价格整体变化与碳酸锂价格也是密切相关。据 SMM，电池级碳酸锂价格在 2022 年 11 月底达到 56.7 万元/吨，对应方形储能 LFP 电芯价 0.98 元/Wh，此后至 2024 年 6 月整体呈下滑趋势（中间略有波动），2024 年 6 月碳酸锂价格 9.2 万元/吨，对应形储能 LFP 电芯价格 0.35 元/Wh。

图24: 电池级碳酸锂和方形储能 LFP 电芯价格

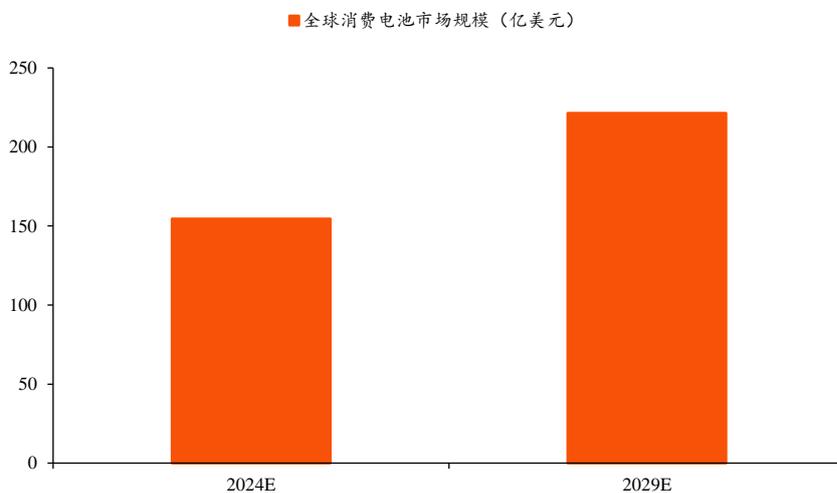


资料来源: SMM, 甬兴证券研究所

2.3. 消费: 下游需求驱动, 预期温和增长

据 Mordor Intelligence, 随着智能手机、平板电脑和可穿戴设备等需求不断增长, 全球消费电池市场规模预计 2024 年达到 154.5 亿美元, 2029 年达到 221.5 亿美元, 复合年增长率为 7.47%。

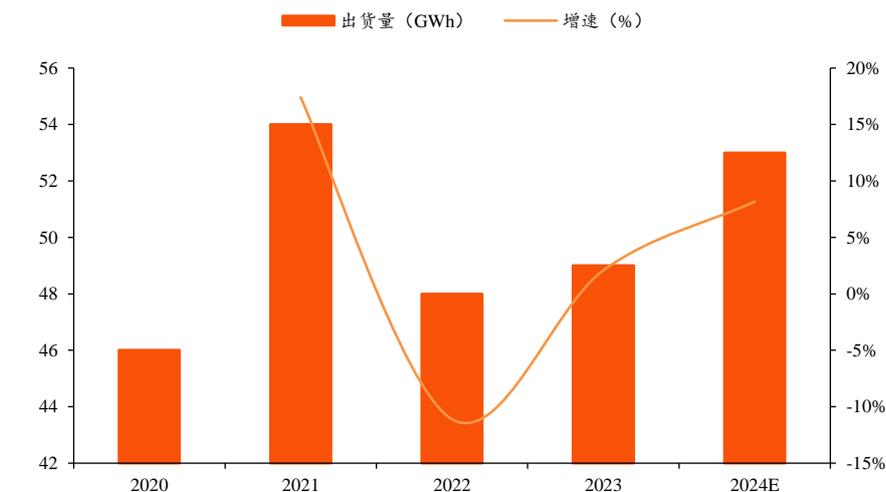
图25: 全球消费电池市场规模 (亿美元)



资料来源: Mordor Intelligence, 甬兴证券研究所

据中商产业研究院, 在 2023 年, 中国消费锂电池出货量已经达到了 49GWh。预计随着市场需求的持续增长, 到 2024 年, 中国消费锂电池出货量有望突破 50 GWh, 达到 53GWh, 同比增速预计+8%。

图26:2020-2024年中国消费锂电池出货量预测趋势图



资料来源：中商产业研究院，甬兴证券研究所

3. 核心看点：核心技术壁垒，全球业务布局

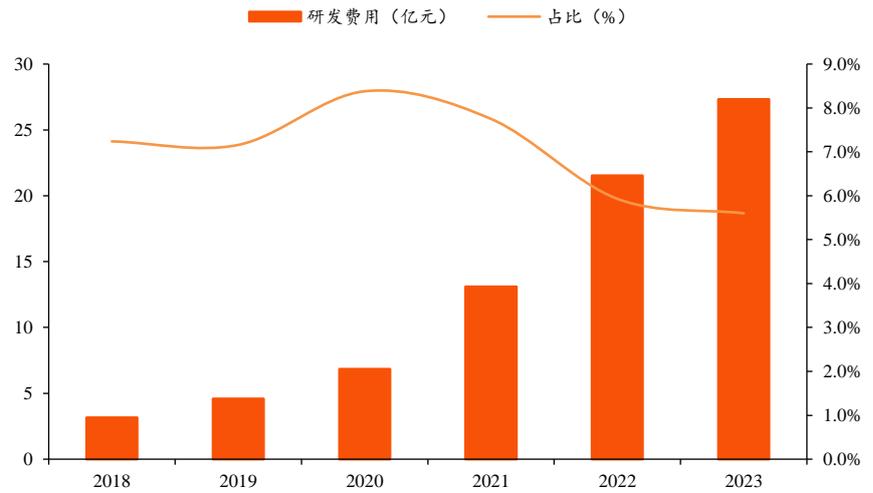
3.1. 技术壁垒：研发投入高，技术积累足

公司具备核心技术壁垒，据公司公告，公司成立科技委员会，包含六大电池研究院和五个研究所，拥有国家级技术平台：博士后科研工作站、锂电池关键技术与材料国家地方联合工程研究中心、国家认定企业技术中心，以及省级平台：储能与动力电池湖北省重点实验室、广东省锂电池工程技术研发中心、第十批广东省省级企业技术中心、广东省高能锂电池研究与应用企业重点实验室、广东省博士工作站。

公司与武汉大学新型锂电池工程中心、StoreDot 安全型超级快充电池、马里兰大学、武汉大学、华南理工大学达成合作。参与行业标准制定 76 个，其中国家标准 8 个。据公司 2023 年度可持续发展报告，2023 年公司研发投入 28.71 亿元，占营收比例 5.88%，研发团队 5291 人，研发人员占公司总人数 19.35%。

公司拥有多项创新性的成果：Mr 系列新产品，基于电化学技术理论设计，打造的全球领先的储能产品，实现对 ESS 进行重新定义。材料技术方面，拥有钠离子电池和硅碳材料体系技术。工艺技术方面，干法电极制备过程中不添加溶剂，无 NMP 等有害气体，制备过程相较传统工艺更精简高效。安全技术方面，实现 NTP 的电芯设计和 NTP 的“π”电池系统设计。

图27:公司研发投入及占比

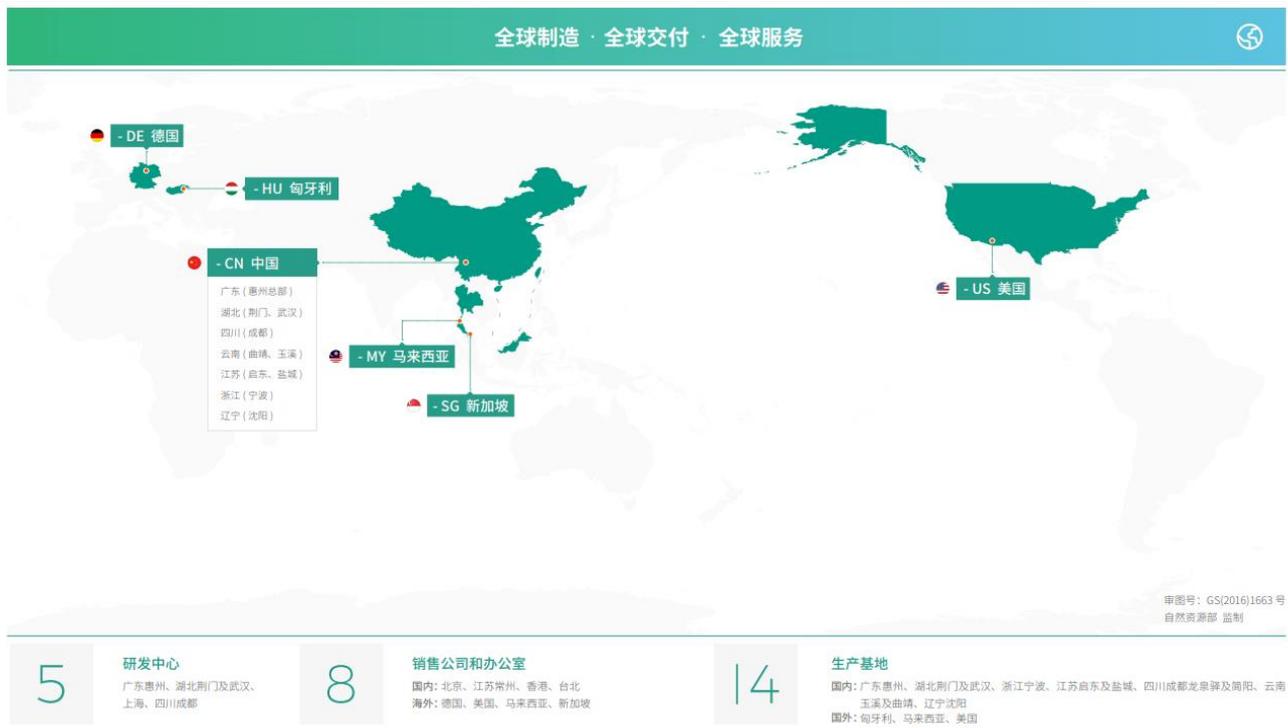


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3.2. 全球布局：全球制造、全球交付、全球服务

亿纬锂能全球业务布局，实行全球制造、全球交付、全球服务。公司共有5个研发中心，位于广东惠州、湖北荆门及武汉、上海、四川成都；8个销售公司和办公室，国内位于北京、江苏常州、香港、台北，海外位于德国、美国、马来西亚、新加坡；14个生产基地，国内位于广东惠州、湖北荆门及武汉、浙江宁波、江苏启东及盐城、四川成都龙泉驿及简阳、云南玉溪及曲靖、辽宁沈阳，国外位于匈牙利、马来西亚、美国。

图28:亿纬锂能业务布局：全球制造、全球交付、全球服务



资料来源: 亿纬锂能2023年度可持续发展报告, 甬兴证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

关键假设：

(1) 动力电池：随着下游新能源汽车销量稳步增长，公司份额提升，预计 2024-2026 年动力电池收入增速为-17%/5%/5%。公司具备核心竞争力，假设动力电池毛利率保持不变，2024-2026 年为 11%/11%/11%。

(2) 储能电池：随着下游储能需求快速增长，公司份额提升，预计 2024-2026 年储能电池收入增速为-4%/50%/40%。公司具备核心竞争力，假设储能电池毛利率保持不变，2024-2026 年为 14%/14%/14%。

(3) 消费电池：随着消费需求稳步提升，假设公司消费电池 2024-2026 年收入增速 16%/5%/5%。公司具备核心竞争力，假设消费电池毛利率保持不变，2024-2026 年为 28%/28%/28%。

(4) 其他：其他业务主要是除动力、储能、消费电池外的其他产品，随着行业需求提升，预计 2024-2026 年其他收入增速为 16%/0%/0%，毛利率为 29%/29%/29%。

综上，预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 13%、17%、17%，毛利率分别为 18%、18%、17%。

表4:公司盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
业务 1: 动力电池	收入 (百万元)	23,984	19,963	20,961	22,009
	成本 (百万元)	20,538	17,677	18,560	19,488
	毛利率 (%)	14%	11%	11%	11%
业务 2: 储能电池	收入 (百万元)	16,340	15,608	23,413	32,778
	成本 (百万元)	13,557	13,364	20,046	28,065
	毛利率 (%)	17%	14%	14%	14%
业务 3: 消费电池	收入 (百万元)	8,362	9,697	10,182	10,691
	成本 (百万元)	6,377	6,951	7,299	7,664
	毛利率 (%)	24%	28%	28%	28%
其他	收入 (百万元)	8,460	9,784	9,784	9,784
	成本 (百万元)	6,378	6,952	6,952	6,952
	毛利率 (%)	25%	29%	29%	29%
总计	营业收入 (百万元)	48,784	55,052	64,339	75,262
	营业成本 (百万元)	40,473	44,944	52,858	62,169
	营业增速 (%)		34%	13%	17%
	毛利率 (%)		17%	18%	17%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4.2. 估值

我们选取 A 股上市公司锂电池企业宁德时代、国轩高科、欣旺达、珠海冠宇为可比公司，其 2024-2026 年平均 PE 分别为 31/21/17 倍。随着行业需求提升，公司凭借核心壁垒，推动业务高质量发展，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 551/643/753 亿元，同比增速 13%/17%/17%，归母净利

润分别为 47/57/67 亿元，同比增速 17%/21%/18%，按照 2024 年 11 月 22 日收盘市值对应 PE 分别为 21/17/15 倍，维持公司“买入”评级。

表5:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300750.SZ	宁德时代 (*)	11409	441.2	510.5	628.2	745.1	26	22	18	15
002074.SZ	国轩高科 (*)	408	9.4	9.8	14.9	19.8	43	42	27	21
300207.SZ	欣旺达 (*)	420	10.8	16.8	21.3	25.1	39	25	20	17
688772.SH	珠海冠宇 (*)	182	3.4	5.2	9.2	13.5	53	35	20	14
	平均						40	31	21	17
300014.SZ	亿纬锂能	987	40.5	47.3	57.2	67.2	24	21	17	15

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

注:“(*)”为可比公司, 归母净利润均采用 Wind 一致预期 (2024 年 11 月 22 日)

5. 风险提示

上游原材料价格过快上涨风险: 锂电池上游原材料包括锂、钴、镍等金属, 如果上游原材料价格上涨过快, 可能对锂电池盈利能力有负面影响。

下游需求受经济影响不及预期风险: 锂电池下游是新能源汽车、储能、消费领域, 如果受经济影响较大, 需求存在不及预期风险。

锂电池相关支持政策调整风险: 全球对锂电池领域的支持政策, 可能存在调整风险。

地缘政治及贸易摩擦风险: 公司积极向海外拓展业务, 全球化布局, 可能会受到地缘关系紧张和贸易争端等导致供应链中断、市场波动等影响。

汇率波动风险: 公司部分产品出口海外, 如果全球汇率发生大幅波动, 可能对公司业绩产生一定影响。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	36,857	36,786	41,813	48,771	59,694	
货币资金	8,979	10,506	10,548	12,046	16,216	
应收及预付	12,881	14,428	17,199	20,599	24,692	
存货	8,588	6,316	7,491	9,103	11,225	
其他流动资产	6,409	5,536	6,576	7,023	7,560	
非流动资产	46,781	57,569	68,334	75,724	81,832	
长期股权投资	11,505	14,411	17,190	19,904	22,558	
固定资产	10,857	21,748	29,745	34,921	38,896	
在建工程	13,298	14,053	12,650	11,597	10,515	
无形资产	1,311	1,896	2,414	2,944	3,479	
其他长期资产	9,810	5,462	6,334	6,358	6,383	
资产总计	83,638	94,355	110,147	124,495	141,525	
流动负债	32,185	37,892	46,906	53,024	60,708	
短期借款	1,294	1,121	1,321	1,521	1,721	
应付及预收	25,286	30,186	35,786	41,526	48,649	
其他流动负债	5,605	6,585	9,800	9,977	10,338	
非流动负债	18,293	18,458	20,324	22,324	24,324	
长期借款	13,837	14,001	16,001	18,001	20,001	
应付债券	2,408	2,457	2,457	2,457	2,457	
其他非流动负债	2,048	2,000	1,867	1,867	1,867	
负债合计	50,478	56,350	67,230	75,348	85,032	
股本	2,042	2,046	2,046	2,046	2,046	
资本公积	17,882	18,562	18,275	18,275	18,275	
留存收益	10,875	14,612	19,377	25,097	31,820	
归属母公司股东权益	30,413	34,733	39,235	44,955	51,677	
少数股东权益	2,747	3,272	3,682	4,192	4,815	
负债和股东权益	83,638	94,355	110,147	124,495	141,525	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	36,304	48,784	55,052	64,339	75,262	
营业成本	30,338	40,473	44,944	52,858	62,169	
营业税金及附加	112	158	178	207	243	
销售费用	513	649	837	926	1,090	
管理费用	1,447	1,568	2,147	2,252	2,333	
研发费用	2,153	2,732	3,523	3,925	4,516	
财务费用	147	199	369	433	482	
资产减值损失	-126	-365	-350	-380	-420	
公允价值变动收益	-13	12	2	3	5	
投资净收益	1,242	609	780	913	1,063	
营业利润	3,512	4,846	5,195	6,350	7,524	
营业外收支	-14	-17	-7	-7	-7	
利润总额	3,498	4,829	5,188	6,343	7,516	
所得税	-174	309	49	113	170	
净利润	3,672	4,520	5,139	6,230	7,346	
少数股东损益	163	470	409	510	623	
归属母公司净利润	3,509	4,050	4,729	5,720	6,723	
EBITDA	3,668	6,138	8,587	10,682	12,640	
EPS (元)	1.84	1.98	2.31	2.80	3.29	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2,860	8,676	9,601	10,625	12,707	
净利润	3,672	4,520	5,139	6,230	7,346	
折旧摊销	1,224	1,698	3,030	3,906	4,642	
营运资金变动	-953	2,397	1,534	461	737	
其它	-1,083	60	-101	27	-18	
投资活动现金流	-19,917	-5,921	-13,186	-10,788	-10,134	
资本支出	-13,833	-4,999	-10,210	-8,607	-8,122	
投资变动	-2,478	-2,470	-3,129	-3,094	-3,074	
其他	-3,606	1,548	154	913	1,063	
筹资活动现金流	18,121	31	3,590	1,662	1,598	
银行借款	8,451	-10	2,200	2,200	2,200	
股权融资	9,109	308	-295	0	0	
其他	560	-267	1,684	-538	-602	
现金净增加额	1,107	2,694	41	1,498	4,170	
期初现金余额	6,102	7,209	9,903	9,944	11,443	
期末现金余额	7,209	9,903	9,944	11,443	15,613	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	114.8%	34.4%	12.8%	16.9%	17.0%
营业利润增长	13.6%	38.0%	7.2%	22.2%	18.5%
归母净利润增长	20.8%	15.4%	16.8%	21.0%	17.5%
获利能力					
毛利率	16.4%	17.0%	18.4%	17.8%	17.4%
净利率	10.1%	9.3%	9.3%	9.7%	9.8%
ROE	11.5%	11.7%	12.1%	12.7%	13.0%
ROIC	4.8%	7.0%	8.0%	8.6%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	59.7%	61.0%	60.5%	60.1%
净负债比率	34.1%	29.4%	36.4%	33.3%	25.4%
流动比率	1.15	0.97	0.89	0.92	0.98
速动比率	0.78	0.76	0.67	0.69	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.55	0.54	0.55	0.57
应收账款周转率	5.04	4.47	4.20	4.26	4.17
存货周转率	4.93	5.43	6.51	6.37	6.12
每股指标 (元)					
每股收益	1.84	1.98	2.31	2.80	3.29
每股经营现金流	1.40	4.24	4.69	5.19	6.21
每股净资产	14.90	16.98	19.18	21.98	25.26
估值比率					
P/E	47.77	21.31	20.88	17.26	14.69
P/B	5.90	2.49	2.52	2.20	1.91
EV/EBITDA	52.01	15.89	13.32	10.77	8.95

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。