

2019年10月15日

消费复苏，业绩符合预期

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	20338	26849	34003	43545
同比（%）	45%	32%	27%	28%
归母净利润（百万元）	701	850	1252	1832
同比（%）	29%	21%	47%	46%
每股收益（元/股）	0.45	0.55	0.81	1.18
P/E（倍）	32.08	26.48	17.98	12.28

投资要点

- **Q3 扣非净利润 1.4-2.5 亿，同比变化-29%~+25%，符合预期：**公司预告 Q3 归母净利润 2.22-3.29 亿，同比增 6.6-58.1%，环比增 134-246%，中值为 2.76 亿。其中，19Q3 非经常性损益 0.83 亿左右，对应 Q3 扣非净利润为 1.39-2.46 亿元，同比变化-29%~+25%，环比增加 96%~246%。1-3Q 净利润 4.51-5.58 亿，同比增 5-30%。其中非经常性损益约 1.5 亿元，对应扣非归母净利润 3.01-4.08 亿元，同比增长-17.5%~+12%。
- **消费电子 Q3 复苏，手机 PACK 环比增加。**二季度因华为受贸易战影响，供应链竞争加剧影响价格和利润，19Q3 消费电子行业全面复苏，华为新产品推出刺激需求，公司 19Q3 订单预计环比大幅改善。目前公司在苹果、HOV、小米中份额稳定，我们预计其份额在 40%+。随着 5G 手机逐步推出，手机电池容量相比 4G 手机提升约 30%-50%，PACK 单机价值量有望提升，带动利润进一步增长。
- **锂威电芯开始供货 HOV，电芯自供比例不断提升。**公司在保持 pack 客户份额的基础上，大力推进电芯自供，目前电芯自供率预计 13%左右。我们预计锂威 19Q3 营收 4 亿+，贡献超 0.5 亿净利润（19H1 营收约 6 亿，净利润仅 0.1 亿），一方面出货量提升，另一方面 Q3 原材料钴酸锂仍有低价库存。目前惠州产能 30 万只左右，年底预计可达 40 万只/天。全年预计锂威营收预计 16-18 亿元，盈利有望不断提升。
- **研发支出加大，客户订单仍未放量，动力预计 Q3 亏损小幅扩大。**3 季度电芯装机电量 0.19gwh，pack 装机电量 0.05gwh，较二季度均大幅减少，因主要客户三季度减产。电池模组售价预计约 0.9 元/wh，预计三季度贡献 1.5-2 亿收入，收入规模仍较小，预计 Q3 单季度亏损 0.5 亿+，较 Q2 亏损扩大 10%左右，主要因为动力研究院扩大研发团队，人力成本增加，且新产线建设持续投入维持高费用。
- **四季度亏损预计小幅缩窄，定点项目 20 年下半年开始供货。**4 季度看，行业排产 9 月基本恢复正常，4 季度将迎来行业整体复苏，Q4 预计亏损小幅缩窄。目前公司已经获得雷诺日产、东风雷诺等多个定点供货项目，预计集中在 20 年下半年开始供货。其中雷诺日产 HEV，预计 20Q3 开始交付，我们预计单车价值量约 5000 元；东风雷诺日产项目未来六年需求 36.6 万台，单车带电量近 30kwh，预计 20 年下半年开始量产。
- **盈利预测与投资评级：**2019-2021 年预计归母净利 8.5/12.5/18.3 亿，同比增长 21%/47%/46%，EPS 为 0.55/0.81/1.18 元/股，对应 PE 为 26x/18x/12x，考虑到公司为手机 pack 龙头，动力客户进展顺利，给予 2020 年 22 倍 PE，目标价 18 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.54
一年最低/最高价	6.86/16.48
市净率(倍)	4.14
流通 A 股市值(百万元)	20103.26

基础数据

每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	72.09
总股本(百万股)	1547.75
流通 A 股(百万股)	1382.62

相关研究

- 1、《欣旺达（300207）中报点评：收入延续高增长，费用计提影响单季利润》2019-08-30
- 2、《欣旺达（300207）中报预告点评：消费类竞争加剧拖累业绩增速，3 季度有望恢复》2019-07-14
- 3、《欣旺达（300207）深度报告：从消费 pack 龙头到动力新星，大客户开启公司动力元年》2019-05-14

Q3 扣非净利润 1.4-2.5 亿，同比变化-29%~+25%，符合预期：公司预告 Q3 归母净利润 2.22-3.29 亿，同比增 6.6-58.1%，环比增 134-246%，中值为 2.76 亿。其中，19Q3 非经常性损益 0.83 亿左右，对应 Q3 扣非净利润为 1.39-2.46 亿元，同比变化-29%~+25%，环比增加 96%~246%。1-3Q 净利润 4.51-5.58 亿，同比增 5-30%。其中非经常性损益约 1.5 亿元，对应扣非归母净利润 3.01-4.08 亿元，同比增长-17.5%~+12%。

图表 1：欣旺达分季度经营情况

	3Q2019	2Q2019	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)		6,173.3	4,683.3	7,232.6	5,553.2	4,017.6	3,534.8
-同比		53.66%	32.49%	44.41%	55.69%	23.48%	59.53%
毛利率		14.13%	15.37%	18.31%	13.19%	13.05%	12.33%
归母净利润(百万)	222-329	95.0	133.6	272.3	208.3	105.6	115.3
-同比	6.6%-58.1%	-10.01%	15.94%	12.83%	73.11%	-3.64%	58.81%
净利率		1.54%	2.87%	3.77%	3.79%	3.10%	2.79%
扣非归母净利润(百万)	139-246	71.10	90.50	249.44	196.71	92.69	75.82
-同比	-29%-25%	-23.29%	19.37%	58.48%	85.18%	-2.57%	46.93%
扣非归母净利率		1.15%	1.93%	3.45%	3.54%	2.31%	2.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费电子 Q3 复苏，手机 PACK 环比增加。二季度因华为受贸易战影响，供应链竞争加剧影响价格和利润，19Q3 消费电子行业全面复苏，华为新产品推出刺激需求，公司 19Q3 订单预计环比大幅改善。目前公司在苹果、HOV、小米中份额稳定，我们预计其份额在 40%+。随着 5G 手机逐步推出，手机电池容量相比 4G 手机提升约 30%-50%，PACK 单机价值量有望提升，带动利润进一步增长。

锂威电芯开始供货 HOV，电芯自供比例不断提升。公司在保持 pack 客户份额的基础上，大力推进电芯自供，目前电芯自供率预计 13%左右。我们预计锂威 19Q3 营收 4 亿+，贡献超 0.5 亿净利润（19H1 营收约 6 亿，净利润仅 0.1 亿），一方面出货量提升，另一方面 Q3 原材料钴酸锂仍有低价库存。目前惠州产能 30 万只左右，年底预计可达 40 万只/天。全年预计锂威营收预计 16-18 亿元，盈利有望不断提升。

研发支出加大，客户订单仍未放量，动力预计 Q3 亏损小幅扩大。3 季度电芯装机电量 0.19gwh，pack 装机电量 0.05gwh，较二季度均大幅减少，因主要客户三季度减产。电池模组售价预计约 0.9 元/wh，预计三季度贡献 1.5-2 亿收入，收入规模仍较小，预计 Q3 单季度亏损 0.5 亿+，较 Q2 亏损扩大 10%左右，主要因为动力研究院扩大研发团队，人力成本增加，且新产线建设持续投入维持高费用。

四季度亏损预计小幅缩窄，定点项目 20 年下半年开始供货。4 季度看，行业排产 9 月基本恢复正常，4 季度将迎来行业整体复苏，Q4 预计亏损小幅缩窄。目前公司已经获

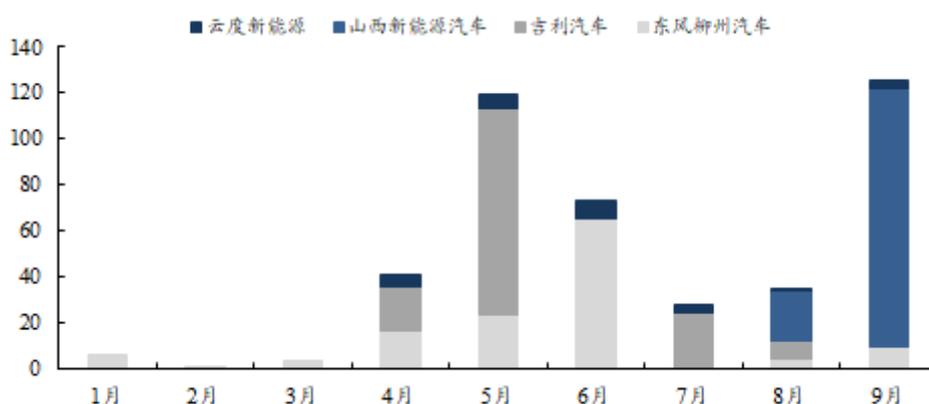
得雷诺日产、东风雷诺等多个定点供货项目，预计集中在 20 年下半年开始供货。其中雷诺日产 HEV，预计 20Q3 开始交付，我们预计单车价值量约 5000 元；东风雷诺日产项目未来六年需求 36.6 万台，单车带电量近 30kwh，预计 20 年下半年开始量产。

图表 2：欣旺达电芯和 PACK 装机客户

车企	PACK装机 (Mwh)			电芯装机 (Mwh)		
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1	19Q2	19Q3
东风柳汽	9.9	105.1	13.7	9.8	104.7	13.4
吉利汽车	5.1	0.1	0.0	0.0	109.0	32.4
云度新能源	0.1	19.3	7.5	0.0	19.3	7.5
海马汽车	29.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
小鹏汽车	42.1	298.8	29.7	0.0	0.0	0.0
东风汽车	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
山西新能源	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	134.2
合计	86.6	423.8	50.9	9.8	233.0	187.5

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 3：欣旺达电芯出货客户（装机电量口径）



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：2019-2021 年预计归母净利润 8.5/12.5/18.3 亿，同比增长 21%/47%/46%，EPS 为 0.55/0.81/1.18 元/股，对应 PE 为 26x/18x/12x，考虑到公司为手机 pack 龙头，动力客户进展顺利，给予 2020 年 22 倍 PE，目标价 18 元，维持“买入”评级。

风险提示：降价幅度超预期、销量低于预期

欣旺达三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,699	14,596	18,214	22,976	营业收入	20,338	26,849	34,003	43,545
现金	3,544	2,685	3,400	4,354	减:营业成本	17,321	22,875	29,014	37,145
应收账款	4,743	6,389	8,091	10,308	营业税金及附加	47	62	78	100
存货	3,296	4,366	5,541	7,086	营业费用	187	295	340	435
其他流动资产	491	509	510	523	管理费用	1,693	2,228	2,822	3,309
非流动资产	5,977	6,822	7,513	8,038	财务费用	193	279	225	237
长期股权投资	53	53	53	53	资产减值损失	192	101	92	186
固定资产	3,663	4,089	4,762	5,565	加:投资净收益	15	20	20	20
无形资产	293	474	550	523	其他收益				
其他非流动资产	1,968	2,204	2,147	1,896	营业利润	782	1,088	1,502	2,192
资产总计	18,677	21,418	25,726	31,013	加:营业外净收支	21	18	18	18
流动负债	11,497	13,549	17,705	21,636	利润总额	771	1,073	1,487	2,177
短期借款	2,813	2,156	3,313	3,270	减:所得税费用	65	215	223	327
应付账款	4,675	6,174	7,831	10,025	少数股东损益	-9	-3	-2	-2
其他流动负债	4,009	5,218	6,561	8,341	归属母公司净利润	701	850	1,252	1,832
非流动负债	1,786	1,786	1,012	1,012	EBITDA	1,314	1,723	2,136	2,904
长期借款	707	707	707	707	EPS (元)	0.45	0.55	0.81	1.18
其他非流动负债	1,079	1,079	305	305					
负债合计	13,283	15,335	18,717	22,648	重要财务与估值指				
少数股东权益	35	44	56	75	标	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	5,359	6,039	6,953	8,291	每股收益(元)	0.45	0.55	0.81	1.18
负债和股东权益	18,677	21,418	25,726	31,013	每股净资产(元)	3.46	3.90	4.49	5.36
					发行在外股份(百万				
					股)	1,548	1,548	1,548	1,548
					ROIC(%)	11.1%	11.4%	13.5%	16.9%
					ROE(%)	13.1%	14.1%	18.0%	22.1%
					毛利率(%)	14.8%	14.8%	14.7%	14.7%
					销售净利率(%)	3.5%	3.2%	3.7%	4.2%
					资产负债率(%)	71.1%	71.6%	72.8%	73.0%
					收入增长率(%)	44.8%	32.0%	26.6%	28.1%
					净利润增长率(%)	29.0%	21.2%	47.3%	46.4%
					P/E	32.08	26.48	17.98	12.28
					P/B	4.20	3.73	3.24	2.71
					EV/EBITDA	20	16	13	9

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>