

短期受疫情影响，下半年有望恢复
买入（维持）

2020年05月01日

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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	25,241	28,743	34,597	40,587
同比（%）	24%	14%	20%	17%
归母净利润（百万元）	751	786	1141	1473
同比（%）	7%	5%	45%	29%
每股收益（元/股）	0.48	0.50	0.73	0.94
P/E（倍）	30.07	28.71	19.79	15.33

投资要点

- **19年归母净利润7.51亿元，同比增长7.06%**：2019年公司营收252.41亿元，同比增长24.1%；归母净利润7.51亿元，同比增长7.06%，较业绩快报下调0.35亿元，主要为应收账款计提加大；非经常性损益2.27亿，其中政府补助1.07亿元（税前），所持嘉元科技股票公允价值波动贡献1.5亿（税前）；扣非净利润5.24亿元，同比下降14.68%；2019年毛利率为15.35%，同比增长0.51pct；2019年净利率为2.97%，同比下降0.5pct。
- **疫情影响+汇兑损失，Q1归母净利润-1.03亿元，出现亏损**：20Q1公司实现营收51.98亿元，同比增加11%，环比下降30.7%；归母净利润-1.03亿元，同比下降176.79%，环比下降141.23%，扣非归母净利润-1.06亿元，同比下降217.21%，环比下降160.97%，盈利能力，Q1毛利率为13.64%，同比下降1.73pct，环比下降1.45pct；净利率-2.04%，同比下降4.9pct，环比下降5.33pct。多项费用导致Q1亏损，嘉元科技1.4%股权对应公允价值损失约0.34亿，计提资产减值损失0.14亿元，印度工厂卢比汇兑损益约0.45亿，以及防疫新增费用约0.4亿，合计影响1.3亿利润，此外Q1股权激励导致管理费用增加。
- **3C业务保持较好增速，且毛利率进一步提升**：分业务看，3C消费类锂电池实现收入185.46亿元，同比去年增长24.27%，占比总收入89.3%。其中手机业务收入156.5亿，同比+21.7%；笔电业务收入28.95亿，同比+40.5%；智能硬件收入40亿，同比+30.7%。另外动力电池业务收入8.49亿，同比下降14%，占比总营收3.36%。
- **锂威起量盈利超预期，19H2手机业务增速提升，毛利率进一步提升**。手机业务全年贡献收入156.5亿，同比增长21.7%，全年毛利率17.06%，同比提升1.71pct，其中19H2收入95.1亿，较上半年提升55%，毛利率19.6%，环比提升6.4pct。该业务收入及盈利进一步提升主要原因：1) 单机价值提升平滑需求下降。19年全球手机出货预计下降10%左右到14亿部，但是受5G和大屏手机潮流的影响，手机平均容量从3-4000提升20-30%至4500mah左右，单机pack价值量提升10%左右，平滑整体需求的下降。目前手机PACK整体客户份额稳定，预计目前占华为份额40%，苹果50-55%份额，占小米45%，Oppo和Vivo均为40-45%。2) 锂威起量贡献增长，盈利能力超预期。19全年锂威收入12.3亿，预计同比增长30-40%，全年净利润1.85亿，对应净利率15%。预计19Q4电芯自供率达到20%左右，环比提升5-7个百分点，产能利用率维持高位。20年产能放量（40万/天到60万/天），且华为、oppo的自供率预计提升。20Q1锂威收入预计4亿+，贡献净利润约0.6亿，主要因为低成本钴酸锂库存拉高短期利润率。我们预计20年锂威收入有望翻番达到30亿，对应净利润3亿左右，为公司手机业务的重要增量来源。
- **TWS切入国际客户，预计20年放量**。公司顺利切入国际龙头的TWS耳机供应，由瓦尔塔提供电芯，公司负责pack环节，预计单个价值量6.5-7美元（含电池）。20年有望从高端产品切入全部版本，同时锂威小电芯产线技改中，有望切入TWS电芯市场。另一方面，公司也供应某国际龙头TWS耳机充电盒，单个价值量约10美元，公司Pack供应份额有望从60%提升至70%。我们预计该业务20年有望新增10亿收入。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计20-22年归母净利7.9/11.4/14.7亿，同比增长5%/45%/29%，EPS为0.5/0.73/0.94元，对应PE为29x/20x/15x，给予2021年24倍PE，目标价17.52元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.39
一年最低/最高价	10.48/27.00
市净率(倍)	3.94
流通A股市值(百万元)	19942.48

基础数据

每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	74.96
总股本(百万股)	1569.14
流通A股(百万股)	1385.86

相关研究

- 1、《欣旺达（300207）年报预告点评：业绩基本符合预期，3C助力Q4增长》2020-01-15
- 2、《欣旺达（300207）三季报业绩点评：消费复苏，电芯自供进展顺利，业绩符合预期》2019-10-30
- 3、《欣旺达（300207）三季报业绩预告点评：消费复苏，业绩符合预期》2019-10-16

19年归母净利润7.51亿元，同比增长7.06%：2019年公司营收252.41亿元，同比增长24.1%；归母净利润7.51亿元，同比增长7.06%，较业绩快报下调0.35亿元，主要为应收账款计提加大；非经常性损益2.27亿，其中政府补助1.07亿元（税前），所持嘉元科技股票公允价值波动贡献1.5亿（税前）；扣非净利润5.24亿元，同比下降14.68%；2019年毛利率为15.35%，同比增长0.51pct；2019年净利率为2.97%，同比下降0.5pct。

19Q4投资收益抵消部分减值影响，平滑利润下降幅度：19Q4公司实现营收75.01亿元，同比增加3.71%，环比增长8.99%；归母净利润2.49亿元，同比下降8.58%，环比下降8.96%，扣非归母净利润1.74亿元，同比下降30.25%，环比下降7.88%，其中持有嘉元科技1.4%股权，公允价值变动影响0.67亿，存货和应收款等共计提1.06亿。盈利能力方面，Q4毛利率为15.09%，同比下滑3.22pct，环比下滑1.61pct；净利率3.29%，同比下降0.47pct，环比下降0.42pc。

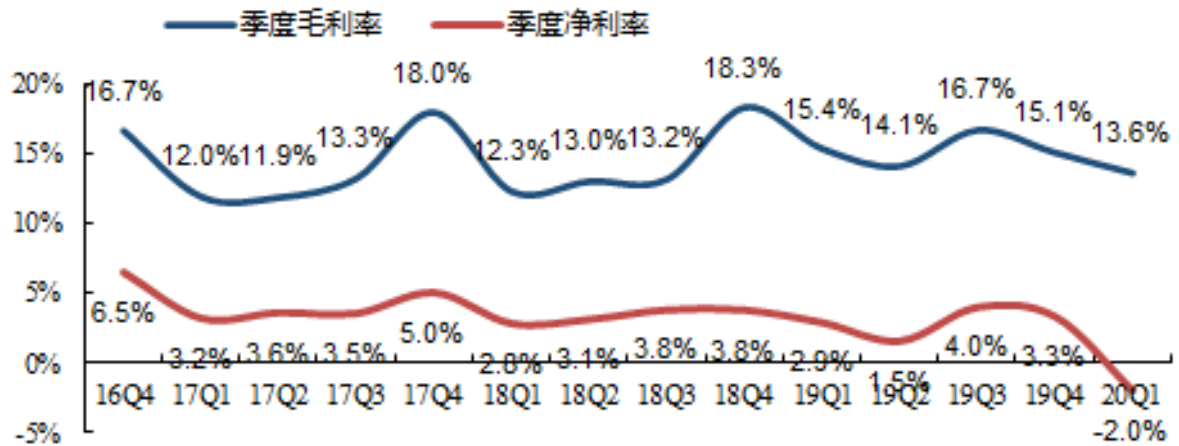
疫情影响+汇兑损失，Q1归母净利润-1.03亿元，出现亏损：20Q1公司实现营收51.98亿元，同比增加11%，环比下降30.7%；归母净利润-1.03亿元，同比下降176.79%，环比下降141.23%，扣非归母净利润-1.06亿元，同比下降217.21%，环比下降160.97%，盈利能力，Q1毛利率为13.64%，同比下降1.73pct，环比下降1.45pct；净利率-2.04%，同比下降4.9pct，环比下降5.33pct。多项费用导致Q1亏损，嘉元科技1.4%股权对应公允价值损失约0.34亿，计提资产减值损失0.14亿元，印度工厂卢比汇兑损益约0.45亿，以及防疫新增费用约0.4亿，合计影响1.3亿利润，此外Q1股权激励导致管理费用增加。

图1：欣旺达分季度经营情况

	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	5,198.3	7,501.3	6,882.8	6,173.3	4,683.3
-同比	11.00%	3.71%	23.94%	53.66%	32.49%
毛利率	13.64%	15.09%	16.70%	14.13%	15.37%
归母净利润(百万)	-102.6	248.9	273.4	95.0	133.6
-同比	-176.79%	-8.58%	31.24%	-10.01%	15.94%
净利率	-2.04%	3.29%	3.98%	1.54%	2.87%
扣非归母净利润(百万)	-106.08	173.99	188.86	71.10	90.50
-同比	-217.21%	-30.25%	-3.99%	-23.29%	19.37%
扣非归母净利率	-2.04%	2.32%	2.74%	1.15%	1.93%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：欣旺达分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3C 业务保持较好增速，且毛利率进一步提升：分业务看，3C 消费类锂电池实现收入 185.46 亿元，同比去年增长 24.27%，占比总收入 89.3%。其中手机业务收入 156.5 亿，同比+21.7%；笔电业务收入 28.95 亿，同比+40.5%；智能硬件收入 40 亿，同比+30.7%。另外动力电池业务收入 8.49 亿，同比下降 14%，占比总营收 3.36%。

图 3：欣旺达分业务情况

	2019H2			2019H1		2019全年			
	营业收入 (亿)	毛利率	环比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比
手机数码类	95.11	19.6%	6.4%	61.4	13.2%	156.51	21.7%	17.1%	1.7%
笔电业务	15.44	9.5%	-4.1%	13.51	13.6%	28.95	40.5%	11.4%	-1.1%
智能硬件	24.52	12.4%	2.4%	15.52	10.0%	40.04	30.7%	11.5%	0.1%
动力类				9.75	27.1%	8.49	-14.0%	11.3%	-2.1%
结构件	5.36	17.6%	-0.1%	6.67	17.7%	12.03	26.4%	17.7%	-1.1%
其他	4.67	9.2%	-27.2%	1.73	36.4%	6.4	55.0%	16.5%	-13.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锂威起量盈利超预期，19H2 手机业务增速提升，毛利率进一步提升。手机业务全年贡献收入 156.5 亿，同比增长 21.7%，全年毛利率 17.06%，同比提升 1.71pct，其中

19H2 收入 95.1 亿，较上半年提升 55%，毛利率 19.6%，环比提升 6.4pct。该业务收入及盈利进一步提升主要原因：1) 单机价值提升平滑需求下降。19 年全球手机出货预计下降 10%左右到 14 亿部，但是受 5G 和大屏手机潮流的影响，手机平均容量从 3-4000 提升 20-30%至 4500mah 左右，单机 pack 价值量提升 10%左右，平滑整体需求的下降。目前手机 PACK 整体客户份额稳定，预计目前占华为份额 40%，苹果 50-55%份额，占小米 45%，Oppo 和 Vivo 均为 40-45%。2) 锂威起量贡献增长，盈利能力超预期。19 全年锂威收入 12.3 亿，预计同比增长 30-40%，全年净利润 1.85 亿，对应净利率 15%。预计 19Q4 电芯自供率达到 20%左右，环比提升 5-7 个百分点，产能利用率维持高位。20 年产能放量（40 万/天到 60 万/天），且华为、oppo 的自供率预计提升。20Q1 锂威收入预计 4 亿+，贡献净利润约 0.6 亿，主要因为低成本钴酸锂库存拉高短期利润率。我们预计 20 年锂威收入有望翻番达到 30 亿，对应净利润 3 亿左右，为公司手机业务的重要增量来源。

图 4：欣旺达分子公司情况

公司名称	2019年					
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	净利率	同比
欣旺达动力	8.47	196.1%	-2.30	-205.9%	-27.2%	-0.9%
惠州锂威	12.32		1.85		15.0%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

动力全年预计亏损 3 亿左右，新项目拓展期，亏损幅度扩大，20Q3 HEV 项目放量，盈利将改善：1) 19Q4 预计动力亏损约 1 亿，全年亏损扩大至 3 亿左右。19 年动力电池业务收入 8.49 亿元，同比下降 14%，毛利率 11.31%，同比下降 2.13pct。19 年公司 BEV 动力电池出货 1.11Gwh，其中自产电芯 0.7Gwh。装机口径看，19 年公司电芯装机 0.65gwh，同比增长 5.9 倍，其中 19Q4 电芯装机电量 0.22gwh，pack 装机 0.12gwh，环比三季度小幅改善，主要增量来自于东风柳汽的景逸 S50EV 车型装机量明显提升。电池模组售价约 0.85-0.9 元/wh，预计四季度贡献 2-2.5 亿收入。19Q3 开始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，预计 19Q4 动力业务亏损 1 亿左右，环比持平，19 年全年动力板块亏损 3 亿左右，亏损幅度扩大 50%。2) 20Q1 动力预计仍亏损明显，下半年有望迎来经营拐点。20Q1 公司动力电电芯装机仅 0.02gwh，pack 装机 0.04gwh，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 48V 项目预计 20Q3 开始交付，单车采购量约 1.5kwh，预计单车价值量约 4500 元，代表业务经营拐点到来；东风雷诺日产纯电项目预计 20Q4 开始量产，未来六年需求 36.6 万台，单车带电量近 30kwh。预计随着下半年 48v 项目放量，全年动力电池板块亏损有望缩窄

笔电及智能硬件均稳定增长。笔电业务 19 年收入 28.95 亿，同比增长 40.5%，主要来自于联想和戴尔放量。笔记本电脑由传统的 18650 电池向锂聚合物电池转换，公司借此提升市场份额。全年毛利率 11.4%，同比下降 1.11pct。智能硬件贡献 40.04 亿收入，同比增长 30.7%，业务面拓展更广，19 年智能硬件毛利率 11.49%，同比增长 0.14pct。

TWS 切入国际客户，预计 20 年放量。公司顺利切入国际龙头的 TWS 耳机供应，由瓦尔塔提供电芯，公司负责 pack 环节，预计单个价值量 6.5-7 美元（含电池）。20 年有望从高端产品切入全部版本，同时锂威小电芯产线技改中，有望切入 TWS 电芯市场。另一方面，公司也供应某国际龙头 TWS 耳机充电盒，单个价值量约 10 美元，公司 Pack 供应份额有望从 60%提升至 70%。我们预计该业务 20 年有望新增 10 亿收入。

19 全年费率增加，研发保持高增，大幅计提存货及坏账减值：2019 年公司期间费用合计 30.2 亿元，同比增长 45.65%，费用率为 11.96%，同比增长 1.77pct；其中 19 年销售费用 2.6 亿元，销售费用率 1%，同比增 0.1pct；管理费用 8.6 亿元，管理费用率 3.4%，略微提升 0.3pct；财务费用 3.8 亿元，财务费用率 1.5%，同比增 0.6pct；研发费用 15.2 亿元，研发费用率 6%，同比增 0.8pct。公司 19 年计提资产减值损失 1.35 亿，其中计提存货跌价准备 1.24 亿元；计提信用减值损失 0.8 亿，其中计提坏账 0.68 亿元。19Q4 期间费用合计 9.54 亿元，同比增长 12.1%，环比增长 16.5%，费用率 12.7%，同比增 0.96pct，环比增 0.82pct。19Q4 计提资产减值损失 0.54 亿元，计提信用减值损失 0.62 亿元。

20Q1 费率大幅提升：20Q1 期间费用合计 7.51 亿元，同比增长 31.2%，环比下降 21.3%，费用率 14.4%，同比增 2.2pct，环比增 1.7pct。其中 20Q1 销售费用 0.42 亿元，销售费用率 0.8%，同比降 0.5pc；管理费用 2.3 亿元，管理费用率 4.4%，同比增 0.6pct；财务费用 1.67 亿元，财务费用率 3.2%，同比增 1.6pct；研发费用 3.1 亿元，研发费用率 6%，同比增 0.6pct。20Q1 计提资产减值损失 0.14 亿元

图 5：欣旺达分季度费用情况（百万）

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
销售费用	61.84	66.19	66.12	66.08	41.76
-销售费用率	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用	179.84	213.49	208.87	255.11	230.45
-管理费用率	3.8%	3.5%	3.0%	3.4%	4.4%
研发费用	253.54	308.22	445.89	515.02	311.32
-研发费用率	5.4%	5.0%	6.5%	6.9%	6.0%
财务费用	77.21	86.13	98.41	118.04	167.47
-财务费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	3.2%
资产减值损失	21.95	-3.71	-54.68	-54.19	-14.28
信用减值损失	0.00	-17.57	-0.04	-62.12	-0.12
期间费用	572.42	674.03	819.30	954.25	751.00
-期间费用率	12.2%	10.9%	11.9%	12.7%	14.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

19 年末发出商品大增，运营周转率有所提升：19 年公司存货为 40.61 亿，较年初增加 23.21%，主要是库存商品 13.2 亿（+6.3%）和发出商品 10.45 亿（+67.23%），另原材料 8.53 亿，较年初下降 8.36%。19 年公司应收账款 51.04 亿，较年初增长 7.6%，较第三季度末减少 8.2 亿，下降 13.84%，主要是 Q4 坏账计提所致。19 年公司预收账款 1.03 亿元，较年初增长 22.31%，较第三季度末减少 0.32 亿，下降 23.68%。公司期末固定资产为 42.61 亿元，较期初增加 16.34%，主要系基地厂房及宿舍转固及外购设备增加所致；**期末在建工程 11.66 亿元，较期初增加 80.73%**，主要系基地扩建及外购设备安装所致。19 年公司经营活动净现金流为 7.44 亿，同比下降 32.46%，**其中 Q4 为-2.22 亿，同比下降 176%**，主要是采购材料及支付职工工资增加所致。19 年公司期末账面现金为 46.74 亿，较年初增长 31.86%，短期借款 66.71 亿元，同比增长 137.15%。

Q1 存货减少，20Q1 现金流环比改善，借款持续增加：20Q1 期末存货为 38.05 亿元，较 19 年底减少 6.3%；20Q1 期末应收账款 45.86 亿，较 19 年底减少 5.18 亿，下降 10.15%。公司期末固定资产为 45.26 亿，较年初增加 6.22%，在建工程 9.84 亿，较年初减少 15.6%。20Q1 期末经营活动现金流为 1.74 亿，同比下降 44.88%，环比提升 178%；20Q1 投资活动净现金流为-7.75 亿，同比下降 20.58%。20Q1 公司期末账面现金为 50.61 亿，同比增长 48.07%，短期借款 65.28 亿元，同比增长 102.12%。

盈利预测与投资评级：我们预计 20-22 年归母净利润 7.9/11.4/14.7 亿，同比增长 5%/45%/29%，EPS 为 0.5/0.73/0.94 元，对应 PE 为 29x/20x/15x，给予 2021 年 24 倍 PE，目标价 17.52 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

欣旺达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,831	15,337	18,268	21,193	营业收入	25,241	28,743	34,597	40,587
现金	4,674	2,874	3,460	4,059	减:营业成本	21,367	24,317	29,232	34,241
应收账款	5,104	6,839	8,232	9,607	营业税金及附加	98	111	134	157
存货	4,061	4,625	5,568	6,510	营业费用	260	293	346	406
其他流动资产	952	952	952	952	管理费用	2,380	2,673	3,114	3,450
非流动资产	8,758	9,521	10,134	10,582	财务费用	380	441	405	491
长期股权投资	295	295	295	295	资产减值损失	-214	53	81	152
固定资产	4161	372	991	1,739	加:投资净收益	147	20	20	20
在建工程	1166	300	300	100	其他收益	15	0	0	0
无形资产	642	814	881	846	营业利润	809	935	1,356	1,751
其他非流动资产	7,821	8,040	7,968	7,702	加:营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	23,589	24,858	28,401	31,775	利润总额	814	935	1,356	1,751
流动负债	16,017	16,414	19,112	21,396	减:所得税费用	64	140	203	263
短期借款	6,671	6,545	7,269	7,539	少数股东损益	-1	8	12	15
应付账款	5,463	6,218	7,475	8,756	归属母公司净利润	751	786	1,141	1,473
其他流动负债	3,883	3,651	4,369	5,101	EBIT	1,189	1,375	1,760	2,241
非流动负债	1,578	1,578	1,578	1,578	EBITDA	1,745	1,812	2,248	2,793
长期借款	813	813	813	813					
其他非流动负债	766	766	766	766	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	17,595	17,992	20,691	22,974	每股收益(元)	0.48	0.50	0.73	0.94
少数股东权益	224	232	244	258	每股净资产(元)	3.73	4.23	4.76	5.44
归属母公司股东权益	5,770	6,634	7,467	8,543	发行在外股份(百万股)	1,548	1,569	1,569	1,569
负债和股东权益	23,589	24,858	28,401	31,775	ROIC(%)	9.6%	8.2%	9.4%	11.1%
					ROE(%)	13.0%	11.9%	15.3%	17.2%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	15.3%	15.4%	15.5%	15.6%
经营活动现金流	744	-131	1,654	2,197	销售净利率(%)	3.0%	2.8%	3.3%	3.7%
投资活动现金流	-2,883	-1,180	-1,080	-980	资产负债率(%)	74.6%	72.4%	72.9%	72.3%
筹资活动现金流	1,350	-488	11	-618	收入增长率(%)	24.1%	13.9%	20.4%	17.3%
现金净增加额	-789	-1,799	585	599	净利润增长率(%)	7.1%	4.7%	45.1%	29.1%
折旧和摊销	556	437	488	552	P/E	30.07	28.71	19.79	15.33
资本开支	3,050	1,200	1,100	1,000	P/B	3.91	3.40	3.02	2.64
营运资本变动	-938	-1,837	-451	-465	EV/EBITDA	17	17	13	11

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>