

# 欣旺达（300207）中报点评

## 锂威盈利好于预期，大幅计提减值拖累整体业绩 买入（维持）

2020 年 08 月 07 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	25241	28763	34643	41860
同比（%）	24%	14%	20%	21%
归母净利润（百万元）	751	755	1229	1600
同比（%）	7%	1%	63%	30%
每股收益（元/股）	0.48	0.48	0.78	1.02
P/E（倍）	55.18	54.90	33.71	25.90

### 投资要点

- **20H1 归母净利润 0.06 亿，同比下降 97.43%，大幅计提减值，经营好于预期：**20H1 公司营收 115.1 亿元，同比增长 6.02%；归母净利润 0.06 亿元，同比下降 97.43%。其中非经常损益 0.72 亿主要为政府补贴，对应扣非净利润-0.66 亿元，同比下降 140.79%；20H1 毛利率为 14.88%，同比增加 0.21pct；净利率接近 0%，同比下降 2.11pct。20H1 计提减值 0.98 亿，同比增长 123%。
- **20Q2 充分计提减值，扣非 0.4 亿，同环比大幅下降：**20Q2 公司实现营收 63.11 亿元，同比增加 2.24%，环比增长 21.41%；归母净利润 1.09 亿元，同比增长 14.23%，环比-205.73%，扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-43.51%，环比-137.86%。其中，20Q2 投资收益 0.36 亿，持有嘉元科技 1.4%股权，公允价值变动影响约 0.26 亿。20Q2 计提减值损失 0.84 亿，同比增长 282%。
- **动力订单受疫情影响，仍大幅亏损：**动力类收入 1.3 亿元，主要为电芯/模组收入，毛利率 7.61%，较 19 全年下降 3.7pct，主要为产能利用率进一步下降。20H1 电动车电芯装机 0.04gwh，同比下降 83%，另储能、二轮车贡献部分出货，预计整体模组出货在 0.15-0.2gwh。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 20H1 动力业务亏损 1.5 亿元以上。
- **Pack 同比持平，锂威电芯盈利好于预期：**手机业务 20H1 收入 65.9 亿元，同比增长 7.4%；毛利率 15.82%，同比增长 2.64pct，环比 19H2 下降 3.8pct。1）单机价值量提升带动 pack 收入增长。大电芯、快充和双电芯的渗透推进，手机单机价值量整体预计提升 15-20%，平滑疫情影响下的需求下降。除去锂威电芯业务，手机 pack 业务收入约 58 亿，同比微增。2）锂威持续放量，利润超预期。20H1 锂威收入 9.25 亿元，实现净利润 1.60 亿元，净利率 17.3%，较 19 年提升 2.27pct。预计 20Q2 单季度实现收入 5 亿+，对应净利润 1 亿左右。20 年锂威产能放量（40 万/天到 60 万/天），预计 21Q3 及 22 年将逐步提升至 70 和 100 万/天，且华为、oppo 的自供率逐步提升。锂威 20 年全年利润有望超过 3 亿元，同比增长 60%。
- **笔电+智能硬件稳定高增长：**笔记本业务 20H1 收入 16.91 亿元，同比增长 32.72%，毛利率 11.61%，同比增长 0.08pct，笔记本业务受疫情影响较小，基本维持满产，稳定高增长，同时锂威电芯有望自供笔电电芯。智能硬件业务 20H1 收入 20.59 亿，同比增长 32.7%，毛利率 11.61%，同比增长 1.59pct。智能硬件公司致力于抓住 IOT 设备、5G 的需求增量，包括电子笔、耳机等，均广泛布局。
- **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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年归母净利 7.6/12.3/16.0 亿，同比增长 1%/63%/30%，EPS 为 0.48/0.78/1.02 元，对应 PE 为 55x/34x/26x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 31 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)	26.41
一年最低/最高价	11.39/26.87
市净率(倍)	7.14
流通 A 股市值(百万元)	36597.66

### 基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	74.56
总股本(百万股)	1569.14
流通 A 股(百万股)	1385.76

### 相关研究

- 1、《欣旺达（300207）：员工持股计划+可转债相继落地，Q3 经营拐点》2020-07-10
- 2、《欣旺达（300207）：短期受疫情影响，下半年有望恢复》2020-05-03
- 3、《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

**20H1 归母利润 0.06 亿，同比下降 97.43%，大幅计提减值，经营好于预期：**20H1 公司营收 115.1 亿元，同比增长 6.02%；归母净利润 0.06 亿元，同比下降 97.43%。其中非经常损益 0.72 亿主要为政府补贴，对应扣非净利润-0.66 亿元，同比下降 140.79%；20H1 毛利率为 14.88%，同比增加 0.21pct；净利率接近 0%，同比下降 2.11pct。20H1 计提减值 0.98 亿，同比增长 123%。

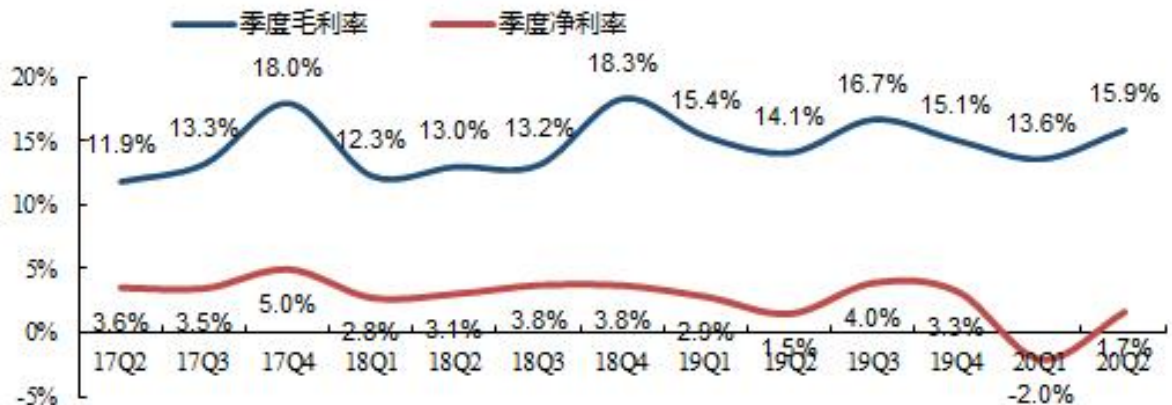
**20Q2 充分计提减值，扣非 0.4 亿，同环比大幅下降：**20Q2 公司实现营收 63.11 亿元，同比增加 2.24%，环比增长 21.41%；归母净利润 1.09 亿元，同比增长 14.23%，环比-205.73%，扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-43.51%，环比-137.86%。其中，20Q2 投资收益 0.36 亿，持有嘉元科技 1.4%股权，公允价值变动影响约 0.26 亿。20Q2 计提减值损失 0.84 亿，同比增长 282%，其中存货减值 0.71 亿，应收款坏账减值 0.21 亿。盈利能力方面，Q2 毛利率为 15.89%，同比增长 1.76pct，环比增长 2.25pct；净利率 1.68%，同比增长 0.14pct，环比增长 2.68pct；Q2 扣非净利率 0.64%，同比下降 0.52pct，环比提升 2.68pct。

图 1：欣旺达分季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	6,311.3	5,198.3	7,501.3	6,882.8	6,173.3	4,683.3
-同比	2.24%	11.00%	3.71%	23.94%	53.66%	32.49%
毛利率	15.89%	13.64%	15.09%	16.70%	14.13%	15.37%
归母净利润(百万)	108.5	-102.6	248.9	273.4	95.0	133.6
-同比	14.23%	-176.79%	-8.58%	31.24%	-10.01%	15.94%
净利率	1.68%	-2.04%	3.29%	3.98%	1.54%	2.87%
扣非归母净利润(百万)	40.16	-106.08	173.99	188.86	71.10	90.50
-同比	-43.51%	-217.21%	-30.25%	-3.99%	-23.29%	19.37%
扣非归母净利率	0.64%	-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

**动力订单受疫情影响，仍大幅亏损。**动力类收入 1.3 亿元，主要为电芯/模组收入，毛利率 7.61%，较 19 全年下降 3.7pct，主要为产能利用率进一步下降。20H1 电动车电芯装机 0.04gwh，同比下降 83%，另储能、二轮车贡献部分出货，预计整体模组出货在 0.15-0.2gwh。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 20H1 动力业务亏损 1.5 亿元以上。

**Pack 同比持平，锂威电芯盈利好于预期：**手机业务 20H1 收入 65.9 亿元，同比增长 7.4%；毛利率 15.82%，同比增长 2.64pct，环比 19H2 下降 3.8pct。1) **单机价值量提升带动 pack 收入增长。**大电芯、快充和双电芯的渗透推进，手机单机价值量整体预计提升 15-20%，平滑疫情影响下的需求下降。除去锂威电芯业务，手机 pack 业务收入约 58 亿，同比微增。2) **锂威持续放量，利润超预期。**20H1 锂威收入 9.25 亿元，实现净利润 1.60 亿元，净利率 17.3%，较 19 年提升 2.27pct。预计 20Q2 单季度实现收入 5 亿+，对应净利润 1 亿左右。20 年锂威产能放量（40 万/天到 60 万/天），预计 21Q3 及 22 年将逐步提升至 70 和 100 万/天，且华为、oppo 的自供率逐步提升。锂威 20 年全年利润有望超过 3 亿元，同比增长 60%。



图 3：欣旺达分业务情况

	2020H1					19H2		19H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
手机数码类	65.93	7.4%	15.8%	-6.4%	-3.8%	95.11	19.6%	61.40	22.2%
智能硬件类	20.59	32.7%	11.6%	-89.2%	-0.8%	24.52	12.4%	15.52	100.8%
笔记本电脑类	16.91	25.2%	13.7%	-86.7%	4.2%	15.44	9.5%	13.51	100.4%
电动汽车车电池类	1.29	-86.8%	7.6%					9.75	191.9%
精密结构件类	6.27049	-0.0599	17.0%	-0.4033	-0.01	5.36	0.176	6.67	57.3%
其他	4.10	137.0%	20.0%	66.6%	10.8%	4.67	9.2%	1.73	-46.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**笔电+智能硬件稳定高增长：**笔记本业务 20H1 收入 16.91 亿元，同比增长 32.72%，毛利率 11.61%，同比增长 0.08pct，笔记本业务受疫情影响较小，基本维持满产，稳定高增长，同时锂威电芯有望自供笔电电芯。智能硬件业务 20H1 收入 20.59 亿，同比增长 32.7%，毛利率 11.61%，同比增长 1.59pct。智能硬件公司致力于抓住 IOT 设备、5G 的需求增量，包括电子笔、耳机等，均广泛布局。

图 4：欣旺达分子公司情况

	2020H1						19H2			19H1		
公司名称	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	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率
欣旺达动力	1.44	-74.6%	-0.86	117.6%	-59.4%	-52.5%	2.78	-1.91	-68.5%	5.69	-0.39	-6.9%
惠州锂威	9.25		1.60		17.3%		12.32	1.85	15.0%			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**20Q2 三费同比增长，大幅计提减值：**20H1 公司三费合计 15.63 亿元，同比增长 25.36%，费用率为 13.58%，同比增长 2.09pct；20Q2 三费合计 8.12 亿元，同比增长 20.4%，环比增长 8.1%，费用率 12.9%，同比增 1.94pct，环比下降 1.59pct。20Q2 销售费用 0.6 亿元，同环比-10.1%/+42.5%，销售费用率 0.9%；管理费用 2.5 亿元，同比增长 19.2%，环比增长 10.4%，管理费用率 4.03%；财务费用 1.2 亿元，财务费用率 1.89%；研发费用 3.8 亿元，同环比增长 22.7%/21.5%，研发费用率 6%，同比增 1.0pct，环比持平。公司 20H1 提资产减值损失 1.35 亿；计提信用减值损失 0.8 亿。20Q2 公司计提信用减值 0.66 亿，计提信用减值损失 0.18 亿

图 5：欣旺达分季度费用情况（百万）

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	61.84	66.19	66.12	66.08	41.76	59.48
-销售费用率	1.32%	1.07%	0.96%	0.88%	0.80%	0.94%
管理费用	179.84	213.49	208.87	255.11	230.45	254.46
-管理费用率	3.84%	3.46%	3.03%	3.40%	4.43%	4.03%
研发费用	253.54	308.22	445.89	515.02	311.32	378.27
-研发费用率	5.41%	4.99%	6.48%	6.87%	5.99%	5.99%
财务费用	77.21	86.13	98.41	118.04	167.47	119.30
-财务费用率	1.65%	1.40%	1.43%	1.57%	3.22%	1.89%
期间费用	572.42	674.03	819.30	954.25	751.00	811.51
-期间费用率	12.22%	10.92%	11.90%	12.72%	14.45%	12.86%
资产减值损失	-21.95	-3.71	-54.68	-54.19	-14.28	-65.67
信用减值损失	0.00	-17.57	-0.04	-62.12	-0.12	-17.91

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**现金流承压, 在建工程大幅增长:** 期末公司存货为 37.17 亿, 较年初减少 8.47%; 期末公司应收账款 60.52 亿元, 较年初增长 18.58%, 较一季度末增长 31.96%。20Q2 单季度经营现金流净额为-4.72 亿, 投资活动净现金流为-7.92 亿, 筹资活动净现金流 9.22 亿。账面现金为 31.31 亿, 较年初下降 33%, 短期现金压力加大。期末固定资产 44.63 亿元, 较年初增长 4.7%, 在建工程 18.41 亿, 较一季度末增长 87%, 主要为动力电池生产厂房建设、外购设备安装增加。**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%。

**Q3 为经营拐点, 下半年动力亏损缩窄, 手机新机型带动消费业务向好。**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; 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, Q3 为动力业务经营的拐点, 全年动力电池板块预计亏损 3 亿, 明年将大幅减亏。另外新机型 9-10 月份陆续推出, 将刺激消费业务需求向好。

**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 7.6/12.3/16.0 亿，同比增长 1%/63%/30%，EPS 为 0.48/0.78/1.02 元，对应 PE 为 55x/34x/26x，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 31 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
<b>流动资产</b>	14,831	15,347	18,291	21,829	<b>营业收入</b>	25,241	28,763	34,643	41,860
现金	4,674	2,876	3,464	4,186	减:营业成本	21,367	24,335	29,271	35,278
应收账款	5,104	6,844	8,243	9,909	营业税金及附加	98	111	134	162
存货	4,061	4,629	5,576	6,715	营业费用	260	293	346	419
其他流动资产	952	952	952	952	管理费用	2,380	2,733	3,049	3,558
<b>非流动资产</b>	8,758	9,521	10,134	10,582	财务费用	380	442	404	492
长期股权投资	295	295	295	295	资产减值损失	214	54	81	164
固定资产	0	372	991	1,739	加:投资净收益	147	20	20	20
在建工程	0	0	0	0	其他收益	15	0	0	0
无形资产	642	814	881	846	<b>营业利润</b>	809	876	1,427	1,858
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
<b>资产总计</b>	23,589	24,869	28,425	32,411	<b>利润总额</b>	814	876	1,427	1,858
<b>流动负债</b>	16,017	16,447	19,094	21,896	减:所得税费用	64	114	186	241
短期借款	6,671	6,572	7,234	7,622	少数股东损益	-1	8	12	16
应付账款	5,463	6,222	7,485	9,021	<b>归属母公司净利润</b>	751	755	1,229	1,600
其他流动负债	3,883	3,653	4,375	5,253	EBITDA	1,745	1,755	2,319	2,901
<b>非流动负债</b>	1,578	1,578	1,578	1,578	EPS (元)	0.48	0.48	0.78	1.02
长期借款	813	813	813	813	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	766	766	766	766		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	17,595	18,026	20,672	23,474	每股收益(元)	0.48	0.48	0.78	1.02
少数股东权益	224	232	244	260	每股净资产(元)	3.68	4.21	4.79	5.53
归属母公司股东权益	5,770	6,611	7,509	8,677	发行在外股份(百万股)	1,548	1,569	1,569	1,569
<b>负债和股东权益</b>	23,589	24,869	28,425	32,411	ROIC(%)	9.6%	8.0%	10.1%	11.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					ROE(%)	13.0%	11.4%	16.4%	18.4%
	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	15.3%	15.4%	15.5%	15.7%
经营活动现金流	744	-163	1,742	2,238	销售净利率(%)	3.0%	2.7%	3.6%	3.9%
投资活动现金流	-2,883	-1,180	-1,080	-980	资产负债率(%)	74.6%	72.5%	72.7%	72.4%
筹资活动现金流	1,350	-454	-74	-536	收入增长率(%)	24.1%	14.0%	20.4%	20.8%
现金净增加额	-789	-1,797	588	722	净利润增长率(%)	3.5%	8.3%	62.9%	30.2%
折旧和摊销	556	437	488	552	P/E	55.18	54.90	33.71	25.90
资本开支	3,050	1,200	1,100	1,000	P/B	7.18	6.27	5.52	4.78
营运资本变动	-938	-1,838	-453	-566	EV/EBITDA	28	28	21	17

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>