

# 规模限制盈利能力，高研发投入保障技术实力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-30

收盘价(元)	26.97
近12个月最高/最低(元)	50.09/22.77
总股本(百万股)	1,070.67
流通股本(百万股)	154.31
流通股比例(%)	14.41
总市值(亿元)	288.76
流通市值(亿元)	41.62

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

## 相关报告

1. 孚能科技深度：软包电池引领者，与优质客户共成长 2020-10-20
2. 孚能科技三季报点评：装机逐步恢复，业绩底部仍待反转 2020-11-1
3. 孚能科技点评：牵手吉利彰显实力，共建产能扩张版图 2020-12-24

## 主要观点：

### ● 业绩

**2020年：**公司实现营收11.20亿元，同比减少54.29%；归母净利润-3.31亿，扣非归母净利润-5.42亿元，由盈转亏。

**2021Q1：**公司实现营收3.67亿元，同比增长198.86%，环比下降34.71%；归母净利润-1.76亿元，同比减少79.15%；扣非归母净利润-1.95亿元，同比减少73.20%。

### ● 产能爬坡及原材料涨价拖累毛利率，规模限制盈利能力

公司2020年装机量为0.85GWh，市占率1.3%；2021Q1装机量为0.52GWh，市占率2.2%。2020年毛利率为15.92%，同比下降7.57pct，其中动力电池系统毛利率为9.81%，同比下降12.91pct；21Q1毛利率为3.89%，环比下降8.75pct。毛利率下降主要是由于原材料涨价，并且部分工程陆续完工，产能爬坡造成折旧费用较高。2020年公司折旧摊销2.14亿，营收占比高达19.1%。公司2020年总期间费用为6.99亿，同比上涨28.7%，费用率为62.42%，同比上涨40.25pct；21Q1期间费用率为62.17%。营收规模的限制导致了公司的高费用率，进而影响了公司的盈利水平。

### ● 持续高研发投入保障技术实力，积极布局半固态、无钴等新技术

公司2020年研发支出3.72亿，同比增长16.9%；21Q1研发支出1.15亿，同比增长24.6%。公司目前拥有967人的研发团队，人均薪资17.6万，占公司总人数26.35%。依托持续增长的高研发投入和国际化的研发团队，公司掌握了从原材料、设备到电芯、电池包系统的全产业链核心技术，能够量产285Wh/kg三元软包电芯，并计划未来五年提升至350Wh/kg。此外，公司半固态凝胶电池已进入产业化阶段，半固态/固态电芯及工艺开发进展顺利；同时正在研发包括无钴化正极材料、凝胶隔膜工艺、590尺寸电芯平台等技术储备。

### ● 在手订单丰厚，产能积极扩张，未来成长空间大

在戴姆勒之外，公司与广汽密切合作，又与吉利科技集团合资建厂，并持续收货东风、江铃、国机智骏、TOGG、春风动力、华晨新日等订单；目前在手订单超200GWh。公司目前拥有赣州基地5GWh产能，镇江基地共24GWh产能，其中一期8GWh在2020年6月开始投产运营，二期预计2021年投产，三期预计2022年建设完成，2025年远期规划达120GWh。2021年4月20日，奔驰EVA电池量产下线，随着公司配套车型的逐步上市和产能释放，未来成长空间极大。

**投资建议：**预计21/22/23年公司归母净利润为-3.21/2.92/12.03亿元，22/23对应P/E为99/24倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品价格下降低于预期，原材料涨价幅度高于预期，行业发展不及预期。

### ● 重要财务指标

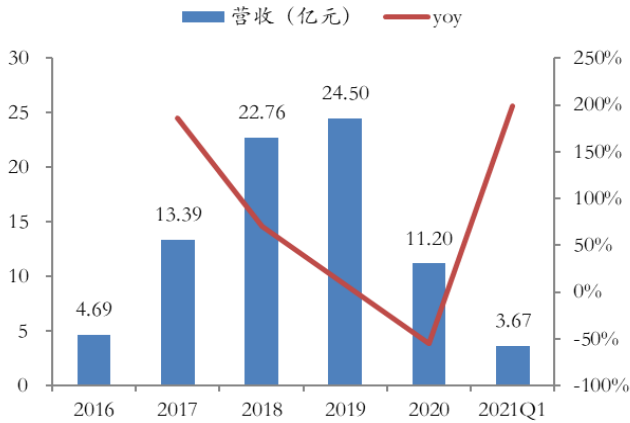
单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1120	3892	8958	15192
收入同比(%)	-54.3%	247.6%	130.2%	69.6%
归属母公司净利润	-331	-321	292	1203
净利润同比(%)	-352.2%	2.9%	190.8%	312.3%
毛利率(%)	15.9%	13.9%	18.0%	20.7%
ROE(%)	-3.3%	-2.9%	2.3%	7.5%
每股收益(元)	-0.35	-0.30	0.27	1.12
P/E	—	—	98.99	24.01
P/B	4.86	2.64	2.25	1.81
EV/EBITDA	-133.05	-270.33	35.83	14.26

资料来源：wind，华安证券研究所

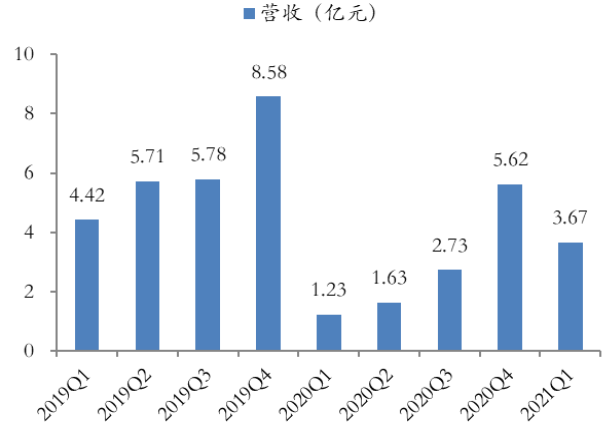
附:

图表 1 公司营收情况



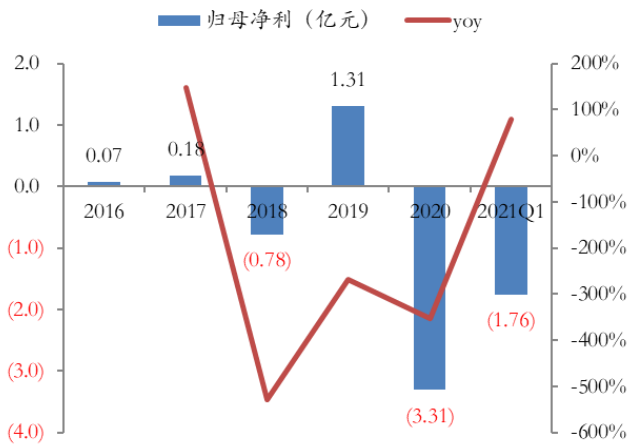
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度营收情况



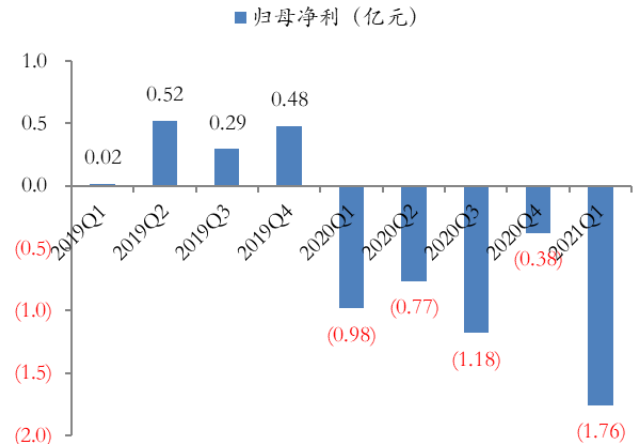
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润情况



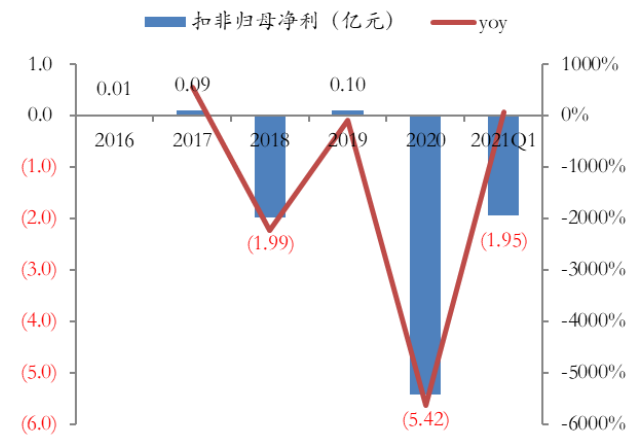
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利润情况



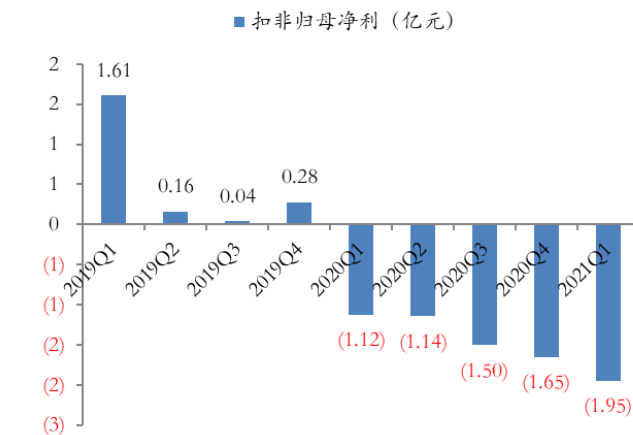
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司扣非归母净利润情况



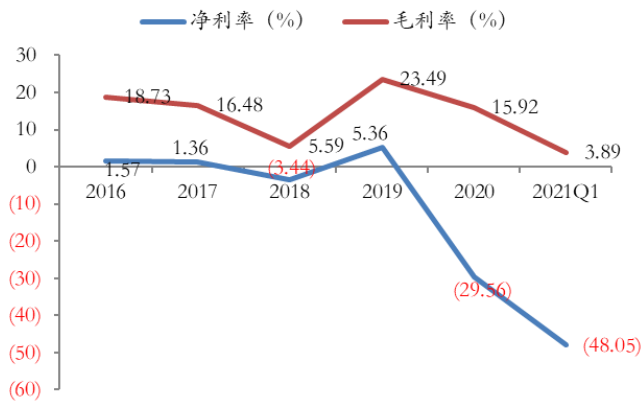
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度扣非归母净利润情况



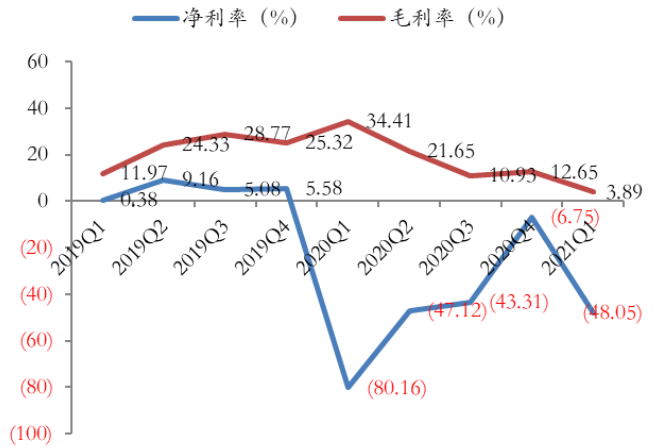
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率及净利率情况



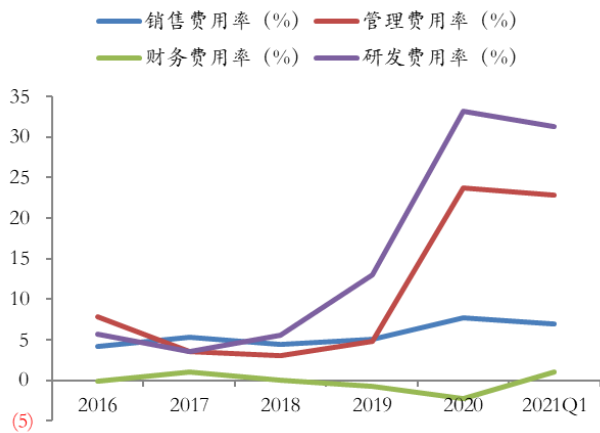
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度毛利率及净利率情况



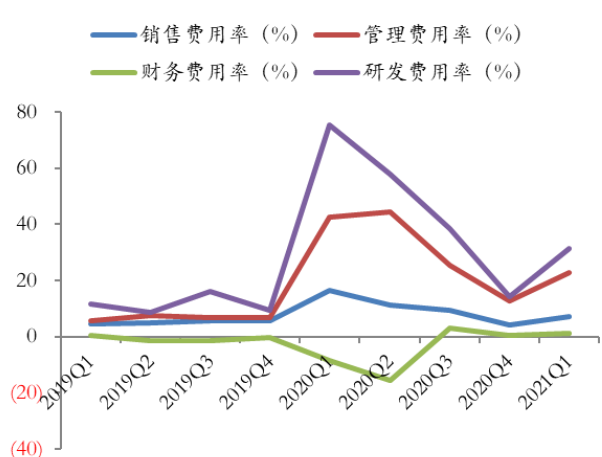
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司费用率情况



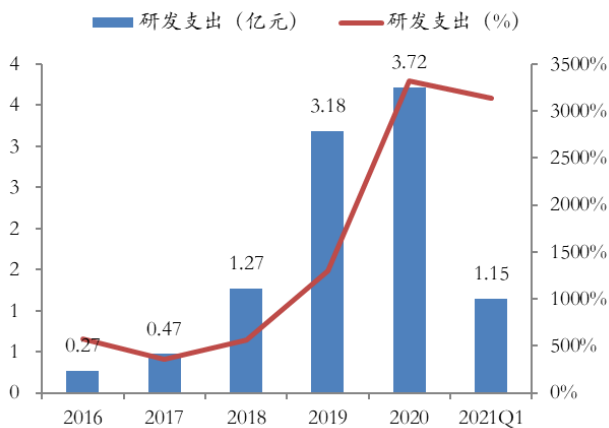
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度费用率情况



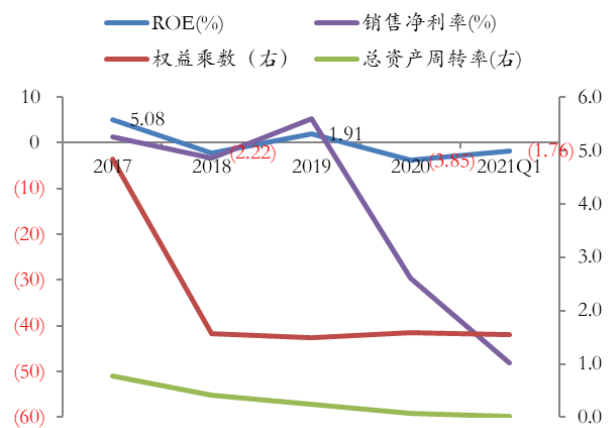
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司研发情况



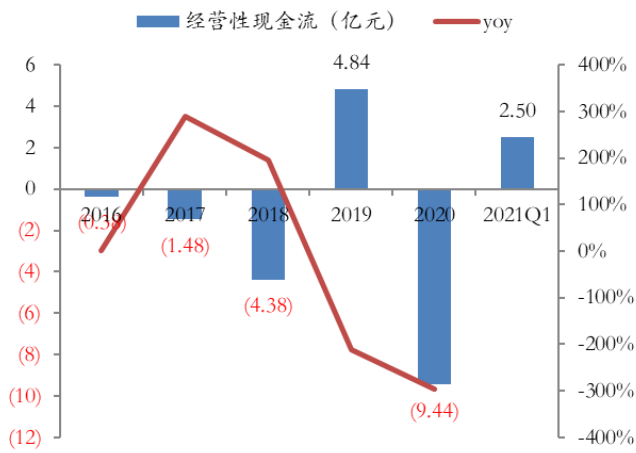
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司 ROE 情况



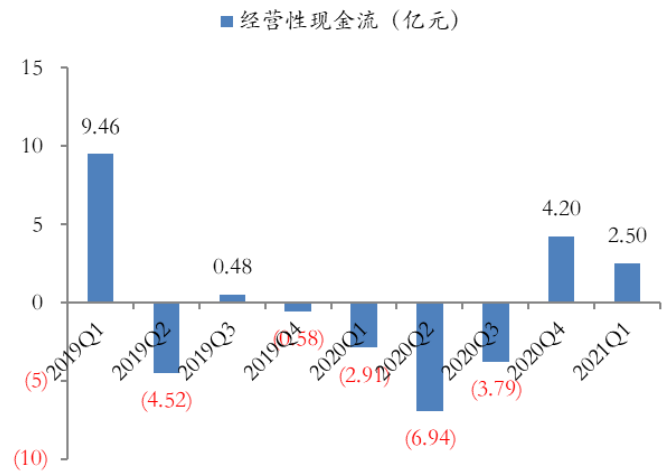
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司经营性现金流情况



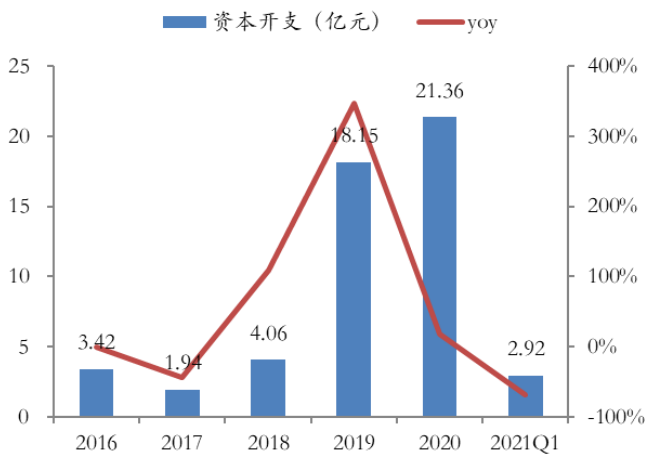
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司分季度经营性现金流情况



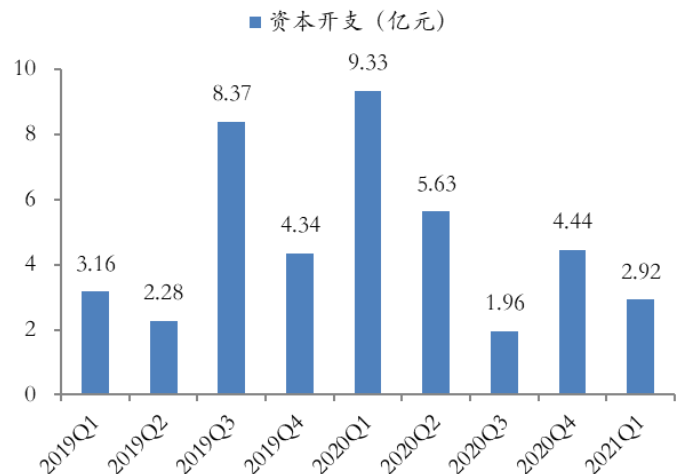
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司资本开支情况



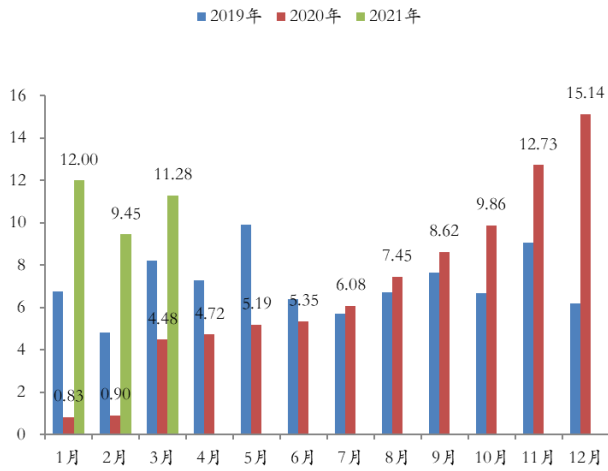
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司分季度资本开支情况



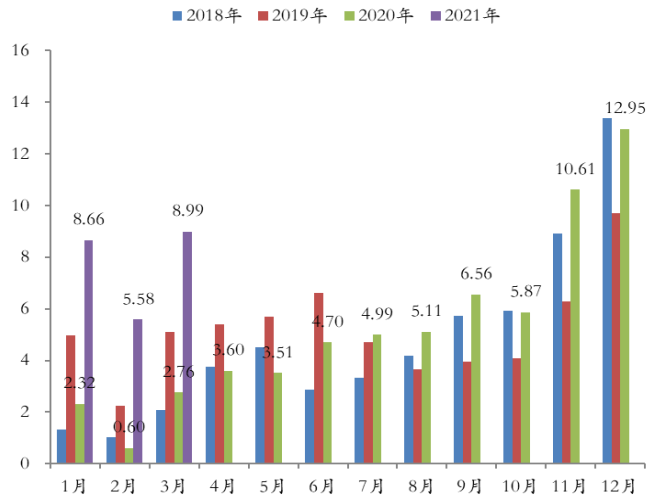
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 我国动力电池产量情况 (GWh)



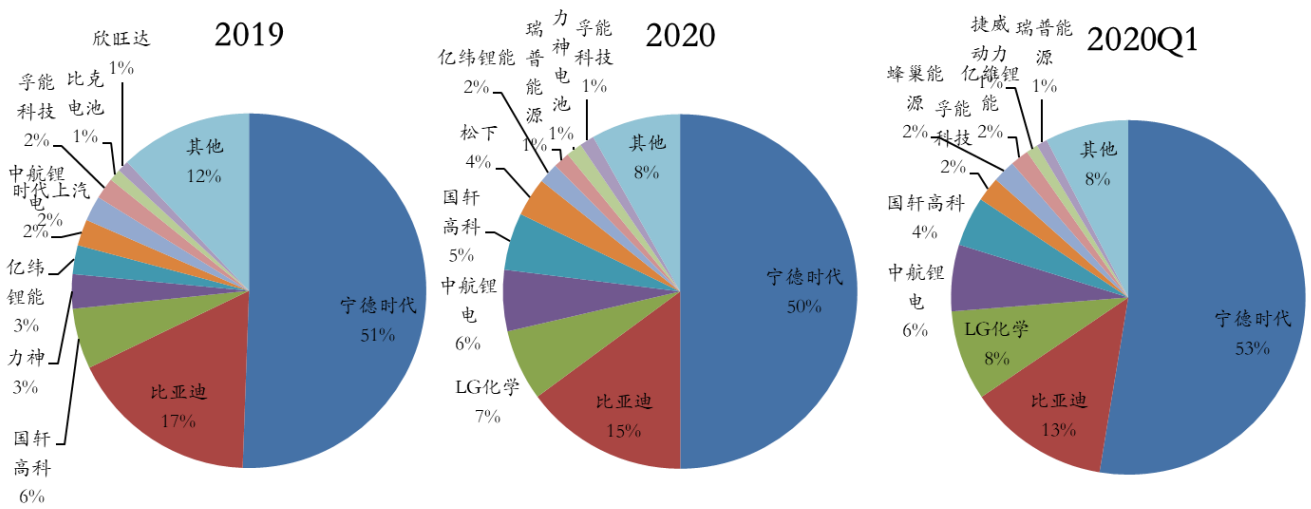
资料来源：动力电池产业联盟，华安证券研究所

图表 18 我国动力电池装机情况 (GWh)



资料来源：动力电池产业联盟，华安证券研究所

图表 19 国内动力电池竞争格局变化



资料来源：动力电池产业联盟，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8961	8377	12074	18074	<b>营业收入</b>	1120	3892	8958	15192
现金	5717	4437	4000	5000	营业成本	941	3349	7350	12051
应收账款	722	1066	2454	4162	营业税金及附加	7	23	54	91
其他应收款	36	32	74	125	销售费用	87	113	147	191
预付账款	49	50	110	181	管理费用	265	345	449	583
存货	1283	1284	2819	4622	财务费用	-25	-44	-12	45
其他流动资产	1155	1507	2617	3983	资产减值损失	-116	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6456	8414	10666	13213	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	38	0	0	0
固定资产	3385	4267	5449	6932	<b>营业利润</b>	-413	-378	343	1415
无形资产	314	389	459	524	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	2752	3752	4752	5752	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	15418	16790	22740	31287	<b>利润总额</b>	-409	-378	343	1415
<b>流动负债</b>	3040	3552	7628	12989	所得税	-78	-57	51	212
短期借款	0	0	663	2824	<b>净利润</b>	-331	-321	292	1203
应付账款	403	550	1208	1981	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2637	3001	5756	8185	<b>归属母公司净利润</b>	-331	-321	292	1203
<b>非流动负债</b>	2301	2301	2301	2301	EBITDA	-338	-97	761	1994
长期借款	1652	1652	1652	1652	EPS (元)	-0.35	-0.30	0.27	1.12
其他非流动负债	649	649	649	649					
<b>负债合计</b>	5341	5853	9929	15291					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1071	1071	1071	1071					
资本公积	9195	9195	9195	9195					
留存收益	-189	672	2546	5730					
归属母公司股东权益	10077	10937	12811	15996					
<b>负债和股东权益</b>	15418	16790	22740	31287					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	-944	-122	72	74	<b>成长能力</b>				
净利润	-331	-321	292	1203	营业收入	-54.3%	247.6%	130.2%	69.6%
折旧摊销	215	325	430	535	营业利润	-398.8%	8.4%	190.8%	312.3%
财务费用	22	58	72	135	归属于母公司净利	-352.2%	2.9%	190.8%	312.3%
投资损失	-38	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-909	-183	-722	-1798	毛利率 (%)	15.9%	13.9%	18.0%	20.7%
其他经营现金流	677	-138	1014	3000	净利率 (%)	-29.6%	-8.3%	3.3%	7.9%
<b>投资活动现金流</b>	-757	-1100	-1100	-1100	ROE (%)	-3.3%	-2.9%	2.3%	7.5%
资本支出	-2136	-1100	-1100	-1100	ROIC (%)	-3.8%	-2.8%	1.9%	6.0%
长期投资	1219	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	161	0	0	0	资产负债率 (%)	34.6%	34.9%	43.7%	48.9%
<b>筹资活动现金流</b>	4260	-58	591	2026	净负债比率 (%)	53.0%	53.5%	77.5%	95.6%
短期借款	0	0	663	2160	流动比率	2.95	2.36	1.58	1.39
长期借款	1039	0	0	0	速动比率	2.51	1.98	1.20	1.02
普通股增加	214	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	3088	0	0	0	总资产周转率	0.07	0.23	0.39	0.49
其他筹资现金流	-81	-58	-72	-135	应收账款周转率	1.55	3.65	3.65	3.65
<b>现金净增加额</b>	2545	-1279	-437	1000	应付账款周转率	2.34	6.08	6.08	6.08
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	-0.35	-0.30	0.27	1.12
					每股经营现金流薄)	-0.88	-0.11	0.07	0.07
					每股净资产	9.41	10.22	11.97	14.94
					<b>估值比率</b>				
					P/E	—	—	98.99	24.01
					P/B	4.86	2.64	2.25	1.81
					EV/EBITDA	-133.05	-270.33	35.83	14.26

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与联系人简介

**华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业**

**陈晓：**华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

**别依田：**上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

**滕飞：**四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

**宋伟健：**五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

**盛炜：**三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。