

孚能科技 (688567)

公司研究/点评报告

戴姆勒放量在即，业绩底部有望反转

—孚能科技 (688567) 2020 年年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 04 月 30 日

一、事件概述

4 月 29 日，公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。2020 年全年实现营收 11.20 亿元，同比下降 54.29%，归母净利润-3.31 亿元，同比下降 352.24%，扣非后归母净利润-5.42 亿元，同比下降了 5635.89%。公司 2021 年一季度实现营收 3.67 亿元，同比增长 198.86%，归母净利润-1.76 亿元，同比下降 79.15%，扣非后归母净利润-1.95 亿元，同比下降 73.20%。

二、分析与判断

➤ 毛利率下降拖累 21Q1 净利润，静待业绩反转

2020 年营收和净利润同比下降的原因是：1) 公司 2019 年主要客户北汽、长城和一汽等的车型面临新老交替，供应减少，我们预计影响 20 年营收 20 亿元；2) 疫情影响下，镇江工厂新产能爬坡缓慢，增量收入不及预期；3) 公司对应收账款、其他应收款和存货共计提了 1.55 亿元减值准备。20Q4 公司实现营收 5.62 亿元，大于 20Q1-3 之和，实现归母净利润-0.38 亿元，环比改善。

21Q1 公司归母净利润下降主要原因为原材料涨价导致毛利率降至 3.89%，公司预计上半年可能延续亏损状态，主要由于：原材料价格将维持高位；公司处于成长期，销售和研发费用仍将维持高位；戴姆勒收入到二季度末方能确认。

➤ 2021 年出货量预计约 7.5GWh，绑定戴姆勒进入反弹通道

公司主要客户戴姆勒全新电动车 EQA/eqb/EQS 近期发布，我们预计其中两款将于 21Q2 开始量产；广汽 Aion V、Aion S 升级版也将于 21Q2 量产；考虑到其他客户北汽、金龙、新日、春风动力等需求增长，我们预计公司 2021 年出货量达到 7.5GWh。2022 年、2023 年戴姆勒的需求分别为 10GWh、20GWh，公司还在争取戴姆勒下一代平台 MMA 电池项目，有望锁定 2025 年后的供应。此外，公司还将与吉利科技成立合资公司，远期规划产能 120GWh，将首先满足吉利科技及商用车集团需求，其中 2021 年开工建设不少于 20GWh。

➤ 软包渗透率有望提升，龙头产能迎来密集释放

软包电池能量密度高、安全性好，20 年欧洲热销 Top20 中有 15 款均选用软包技术路线，其全球的认可度和使用率将逐步提升。公司是软包电池龙头，根据 GGII 数据，2020 年动力电池装机量居国内第 7，2020 年公司动力电池装机量约为 0.87GWh，国内动力软包电池细分市场第一，将首先受益。公司目前有 12GWh 产能，未来将密集释放产能，预计 21 年底将达到 21GWh，2025 年远期产能将达到 100GWh 以上。

➤ 21Q1 费用率下降，经营现金流情况改善

费用率方面：2020 年，公司销售费用为 0.87 亿元，同比下降了 0.38 亿元，主要原因为运输装卸费计入主营业务成本；管理费用率为 23.71%，同比增加 16.98 个百分点，主要原因为管理人员增加带来薪酬增长，同时 2020 年确认了股份支付费用；研发费用率为 33.21%，同比增加 22.15 个百分点，主要原因为公司加大研发投入，3.72 亿元全部费用化；财务费用率为-2.25%，同比下降 1.53 个百分点，主要来自利息收入。21Q1 公司销售、管理、研发和财务费用率分别为 6.93%、22.86%、31.33%和 1.05%，同比下降了 9.34、19.56、43.80 和-9.78 个百分点，费用率明显改善。

推荐

维持评级

当前价格： 26.97 元

交易数据

2021-4-29

近 12 个月最高/最低(元)	48.66/22.77
总股本(百万股)	1,071
流通股本(百万股)	154
流通股比例(%)	14.41
总市值(亿元)	289
流通市值(亿元)	42

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004

电话： 021-60876734

邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

- 1.孚能科技(688567):至暗时刻已过,软包龙头迎来业绩释放
- 2.孚能科技(688567)点评报告:软包动力电池龙头,拟聘任总经理优化管理

现金流方面:2020 年公司经营活动现金流量净额为-9.44 亿元,同比下降了 295.20%,主要原因为公司收入下降同时研发投入大幅度增加。21Q1 公司经营活动现金流量净额为 2.50 亿元,同比增长 185.86%,主要系公司经营状况好转,同时公司加强了应收账款管理。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.21、5.21、9.35 亿元,同比分别增长 66.8%、135%、80%,当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 130、55、31 倍。参考 CS 新能车指数 98 倍 PE(TTM),考虑到公司目前处于业绩底部,优质客户放量在即,维持“推荐”评级。

四、风险提示:

新能源汽车销量不及预期;软包技术路线普及速度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,120	6,488	14,181	19,059
增长率(%)	-54.3	479.5	118.6	34.4
归属母公司股东净利润(百万元)	(331)	221	521	935
增长率(%)	-352.2	66.8	135.4	79.5
每股收益(元)	(0.35)	0.21	0.49	0.87
PE(现价)	(77.1)	130.4	55.4	30.9
PB	2.9	2.8	2.7	2.5

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,120	6,488	14,181	19,059
营业成本	941	5,248	11,054	14,857
营业税金及附加	7	43	94	127
销售费用	87	324	709	953
管理费用	265	389	780	1,048
研发费用	372	519	851	1,144
EBIT	(553)	(36)	693	930
财务费用	(25)	(61)	(129)	(142)
资产减值损失	(116)	(96)	96	0
投资收益	38	0	0	0
营业利润	(413)	252	596	1,072
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	(409)	252	596	1,072
所得税	(78)	33	77	139
净利润	(331)	219	519	933
归属于母公司净利润	(331)	221	521	935
EBITDA	(338)	274	1,057	1,370
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5717	10694	15181	19346
应收账款及票据	1223	3439	7516	10101
预付款项	49	184	387	520
存货	1283	2020	4217	3212
其他流动资产	355	355	355	355
流动资产合计	8961	16971	27824	33761
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	3385	3985	4785	5985
无形资产	314	294	277	260
非流动资产合计	6456	7285	8521	9881
资产合计	15418	24255	36345	43642
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1322	7084	14370	18572
其他流动负债	3	3	3	3
流动负债合计	3040	11659	23230	29594
长期借款	1652	1652	1652	1652
其他长期负债	649	649	649	649
非流动负债合计	2301	2301	2301	2301
负债合计	5341	13960	25531	31895
股本	1071	1071	1071	1071
少数股东权益	0	(3)	(5)	(8)
股东权益合计	10077	10295	10814	11747
负债和股东权益合计	15418	24255	36345	43642

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-54.3	479.5	118.6	34.4
EBIT 增长率	-8403.0	93.6	2044.1	34.3
净利润增长率	-352.2	66.8	135.4	79.5
盈利能力				
毛利率	15.9	19.1	22.1	22.0
净利率	-29.6	3.4	3.7	4.9
总资产收益率 ROA	-2.1	0.9	1.4	2.1
净资产收益率 ROE	-3.3	2.1	4.8	8.0
偿债能力				
流动比率	2.9	1.5	1.2	1.1
速动比率	2.5	1.3	1.0	1.0
现金比率	1.9	0.9	0.7	0.7
资产负债率	0.3	0.6	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	322.8	140.0	130.0	120.0
存货周转天数	387.1	110.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.1	0.3	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	(0.4)	0.2	0.5	0.9
每股净资产	9.4	9.6	10.1	11.0
每股经营现金流	(1.0)	5.4	5.7	5.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(77.1)	130.4	55.4	30.9
PB	2.9	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	739.5	25.1	8.1	4.5
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(331)	219	519	933
折旧和摊销	331	213	461	440
营运资金变动	(983)	5,243	5,109	4,592
经营活动现金流	(1,057)	5,737	6,153	6,082
资本开支	2,136	698	1,601	1,800
投资	1,219	0	0	0
投资活动现金流	(757)	(698)	(1,601)	(1,800)
股权募资	3,405	0	0	0
债务募资	1,106	0	0	0
筹资活动现金流	4,260	(62)	(65)	(117)
现金净流量	2,446	4,977	4,488	4,164

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。