

## 软包电池龙头亏损收窄，业绩反转在即

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入8.77亿元，同比增长207.26%；实现归母净利润-2.26亿元；实现扣非归母净利润-3.37亿元，EPS-0.21元。
- **电动汽车行业蓬勃发展，软包电池需求量不断增加。** 一直以来，方形电池处于我国动力电池领域的主导地位，2020年，我国软包电池在动力电池装机量中的占比仅为6%。而软包电池具有能量密度大、安全性高、使用寿命长等优点，有望在动力电池领域渗透率不断提升。根据GGII数据统计，2021H1国内新能源汽车销量约103.0万辆，同比增长214%；动力电池装机量约46.39GWh，同比增长177%。下游需求旺盛，且目前高品质电池处于紧平衡状态。
- **软包龙头携手吉利，加速产能扩张。** 公司与吉利科技集团战略合作设立合资公司共建产能。根据约定，孚能科技及新成立的合资公司合计产能不少于120GWh，且2021年开工产能不少于20GWh。孚能科技和吉利科技此次合作将更好发挥各自技术和业务优势，汇聚双方在新能源汽车领域的核心竞争力，助力公司拓宽国内外业务市场，改善公司经营业绩，降低经营风险，实现合作共赢，对落实公司中长期发展战略规划具有重要意义。
- **戴姆勒订单稳定增长，业绩反转在即。** 2018年末，公司与戴姆勒、北京奔驰分别签署了合作协议，确定了长期合作关系，成为其动力电池供应商，并已于今年开始供货。与戴姆勒、北京奔驰等优质车企客户继续合作有助于公司进一步改进产品性能，提升生产管理能力和质量管理能力。此外，公司也向广汽、长城、吉利、江铃、柳州五菱、东风等国内知名整车企业进行供货，客户质量优秀，营业收入确定性较高。预计未来随着下游客户的拓展和产能的扩张，将兑现规模效益，业绩有望实现反转。
- **盈利预测与投资建议。** 公司动力电池业绩将继续保持高速增长，未来三年公司总收入复合增长率为182%。考虑公司软包电池龙头地位，及未来公司盈利能力的改善，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险；主要客户或主要车型生产计划波动的风险；产品质量的风险；汇率变动的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1119.65	4242.17	10975.51	22245.06
增长率	-54.29%	278.88%	158.72%	102.68%
归属母公司净利润(百万元)	-331.00	-555.74	302.21	1082.82
增长率	-352.24%	-67.89%	154.38%	258.30%
每股收益EPS(元)	-0.31	-0.52	0.28	1.01
净资产收益率ROE	-3.28%	-5.80%	3.02%	9.82%
PE	-120	-72	132	37
PB	3.95	4.15	3.98	3.61

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	10.71
流通A股(亿股)	7.99
52周内股价区间(元)	22.40-50.20
总市值(亿元)	427
总资产(亿元)	168
每股净资产(元)	9.21

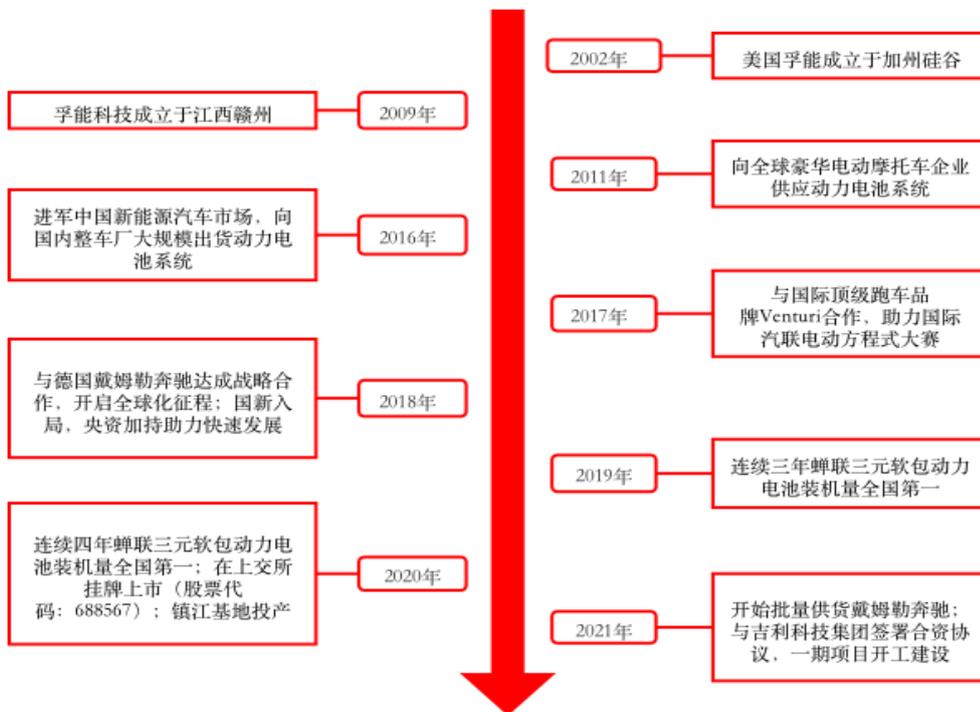
### 相关研究

## 1 电动汽车产业蓬勃发展，软包龙头业绩释放

孚能科技(赣州)股份有限公司（688567），简称“孚能科技”，于 2020 年 7 月登陆科创板。公司是全球动力电池技术发展的引领者，也是高性能动力电池系统的生产商，一直专注于新能源车用锂离子动力电池及整车电池系统的研发、生产和销售，目前已成为全球三元软包动力电池的领军企业之一。

公司聚焦软包锂离子电池的研发、生产和销售，在交通、储能、装备、能源物联网等应用领域快速发展。通过整合全球锂离子动力电池领域的创新资源，公司的技术能力始终保持国际领先水平。目前，已与国内外知名的 OEMs 确定了长期战略合作关系，共同推动实现可持续发展目标，通过移动出行和能源使用过程的碳中和，建设更加可持续发展的世界。

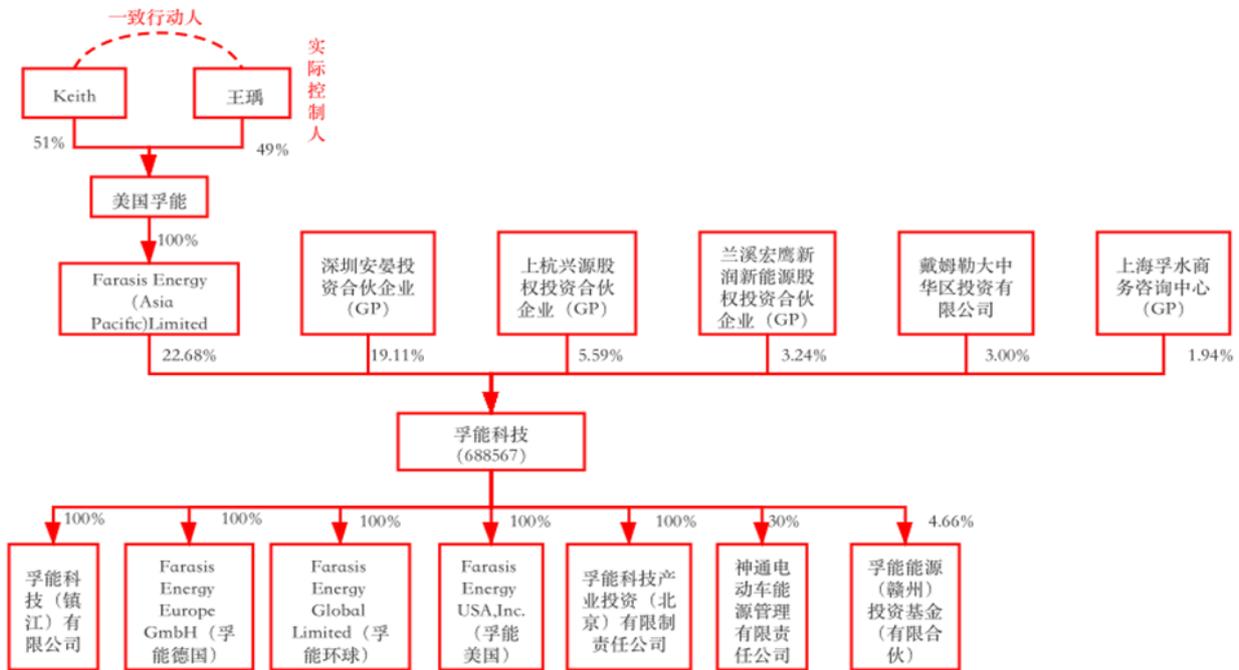
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

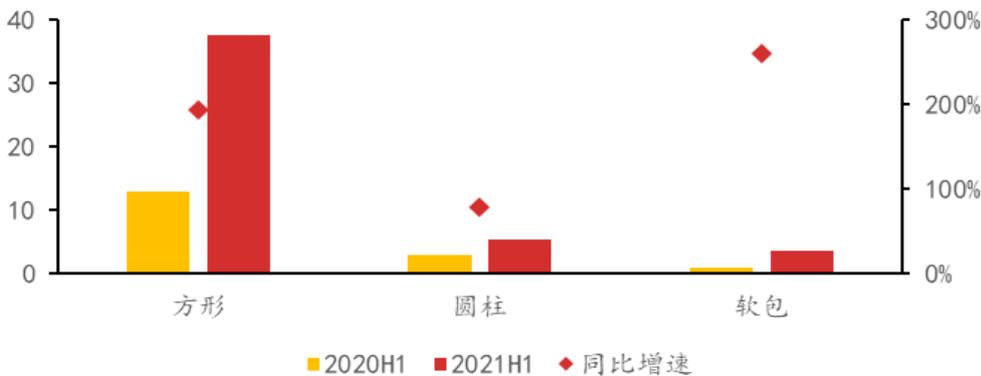
公司实际控制人及创始人 YU WANG 博士和 Keith 博士，共同通过香港孚能、赣州博创、赣州精创、赣州孚济和赣州孚创持有公司 24.52% 的股权，两者为一致行动人。目前公司最大股东为香港孚能，持有公司 22.68% 股份，为实控人 YU WANG 博士和 Keith 博士控制。

**管理团队经验丰富，激励计划覆盖面广。** YU WANG 博士和 Keith 博士均为全球锂离子电池行业资深科学家，公司创始团队深耕动力电池行业二十年，是全球最早从事新能源汽车用锂离子动力电池开发的技术团队之一。国新基金首席战略官、副总经理王志刚博士担任公司副董事长、董事。2021 年 6 月 16 日，公司公布限制性股票激励计划。激励计划公司层面的达成条件为 2021 年-2024 年营收分别达到 30 亿、70 亿和 200 亿元；本激励计划涉及的激励对象共计 569 人，占公司截止 2020 年底员工总数的 50%。

**图 2：公司股权穿透**


数据来源：Wind，西南证券整理

**软包动力电池市场快速扩张，细分龙头率先受益。**根据 GGII 数据统计，2021H1 国内新能源汽车销量约 103.0 万辆，同比增长 214%；动力电池装机量约 46.39GWh，同比增长 177%。从装机量电池类型来看，2021H1 三元动力电池装机量约 28.89GWh，同比增长 141%；磷酸铁锂动力电池装机量约 17.38GWh，同比增长 273%。从不同电池形状来看，2021H1 软包动力电池装机量约 5.32GWh，同比增长 78%；方形动力电池装机量约 37.55GWh，同比增长 193%；圆柱动力电池装机量约 3.52GWh，同比增长 260%。

**图 3：各技术路线装机量分析 (GWh)**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 产能持续扩张，业绩触底反弹

2020 年，公司实现营业收入 11.2 亿元，较上年同期下降 54%。一方面，受疫情影响，公司上下游复工推迟、销售不佳；另一方面，公司受制于产能瓶颈，仅能向少数客户供货。2020 年下半年，公司随着镇江一期新增的 8GWh 产能开始投产并开始爬坡，下半年公司的出货量呈现逐月攀升、月环比递增的态势，带动公司经营业绩逐渐提升。2021H1，公司实现营收 8.8 亿元，同比增长 207%，延续 2020 年 H2 的业绩高景气度。

上游原材料价格高企，镇江一期项目转为固定资产投资后开始折旧，以及公司镇江基地投产后的管理费用和研发费用增长导致本期归母净利润为负。2020 年，公司归母净利润-3.31 亿元，由盈转亏，依据公司披露，具体有以下原因：(1) 为了满足公司未来业务快速发展的需要，公司的产能建设、戴姆勒订单的量产准备、研发支出和股权激励摊销等，造成 2020 年度的成本支出增幅较大，带来了公司利润的减少；(2) 公司对部分存货和应收款项计提减值准备约 1.6 亿，对公司利润造成负面影响。2021H1，受上游原材料价格高企，镇江一期项目转为固定资产投资后开始折旧，以及公司镇江基地投产后的管理费用和研发费用增长，公司仍然出现亏损，归母净利润-2.3 亿元。

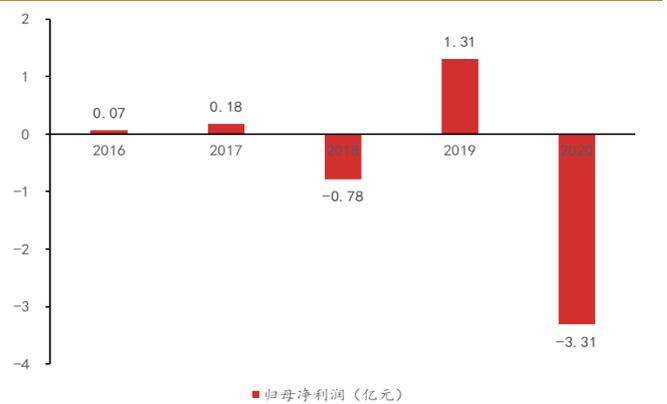
未来，公司有望通过规模化生产，实现强有力的供应链管理，增强公司对上游供应商的话语权。此外，随着镇江工厂产能爬坡，公司良品率将逐步提升，导致单位折旧费用降低，公司毛利率情况将得到较大改善。

图 4：公司各业务营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司归母净利润情况



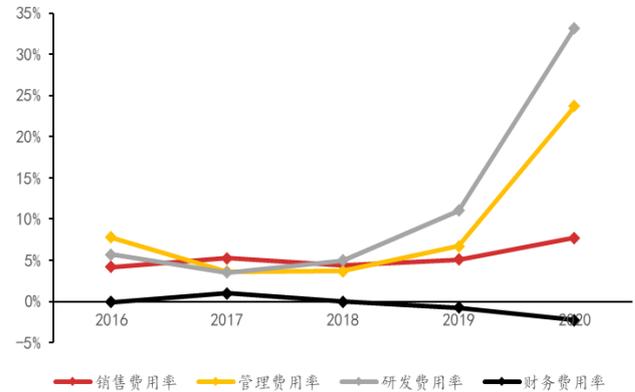
数据来源：公司公告，西南证券整理

由于公司处于产能爬坡及人员扩张周期，成本费用高。2020 年公司毛利率为 15.9%，2021H1 毛利率进一步下滑至 5.3%。然而，公司净利率从 2020 年-29.6%回升至-25.8%，与毛利率差距缩小，公司亏损收窄。预计未来随着公司起量后的规模效应，成本将得以摊薄，从而实现盈利。

公司的财务费用逐年减少，2020 年的财务费用为-0.25 亿元，较上年变动主要是公司公开发行股票，募集资金较多，带来银行存款利息增多；另外，研发费用较上年变动主要是因为 2020 年加大研发投入，新增较多研发人员以及投入的研发设备增加。预计公司前期的研发投入，加之股权激励计划的覆盖，未来两三年之内可以收获硕果。

**图 6：公司毛利率和净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司期间费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，动力电池及储能电池新产能带动公司营收增长，产能利用率随产能爬坡逐年升高。

假设 2：公司动力电池系统毛利率自 2022 年开始改善，接近市场平均水平，升至 16%。

假设 3：公司材料等其他业务随营收小幅增长，毛利率维持 20% 不变。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
动力电池系统	收入	911	3742	9976	20745
	增速	/	310.7%	166.6%	108.0%
	毛利率	9.8%	9.1%	16.0%	16.0%
材料及其他	收入	208	500	1000	1500
	增速	/	140.0%	100.0%	50.0%
	毛利率	42.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	1120	4242	10976	22245
	增速	/	278.9%	158.7%	102.7%
	毛利率	15.9%	10.4%	16.4%	16.3%

数据来源：Wind，西南证券

### 3.2 相对估值

我们选取动力电池行业的四家主流公司，2021年四家公司平均PE为106倍，2022年平均PE为66倍。公司动力电池业绩将继续保持高速增长，未来三年公司总收入复合增长率为182%。考虑公司软包电池龙头地位，及未来公司盈利能力的改善，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300750.SZ	宁德时代	550.24	2.40	4.55	7.39	146.49	110.92	68.35
600487.SH	国轩高科	56.60	0.12	0.38	0.63	334.70	145.75	86.54
300014.SZ	亿纬锂能	105.00	0.87	1.73	2.51	93.18	60.75	41.87
平均值						191.46	105.81	65.59

数据来源：Wind，西南证券整理

## 4 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 主要客户或主要车型生产计划波动的风险；
- 3) 产品质量的风险；
- 4) 汇率变动的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1119.65	4242.17	10975.51	22245.06	净利润	-331.00	-555.74	302.21	1082.82
营业成本	941.36	3802.01	9179.43	18625.85	折旧与摊销	215.03	229.93	229.93	229.93
营业税金及附加	7.44	20.83	57.30	119.12	财务费用	-25.15	42.42	0.00	0.00
销售费用	86.76	212.11	439.02	667.35	资产减值损失	-115.67	-100.00	0.00	0.00
管理费用	265.47	1060.54	1097.55	1779.60	经营营运资本变动	-1256.54	-62.67	-1231.49	-1743.00
财务费用	-25.15	42.42	0.00	0.00	其他	569.47	-158.42	-100.00	-150.00
资产减值损失	-115.67	-100.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-943.86</b>	<b>-604.48</b>	<b>-799.35</b>	<b>-580.26</b>
投资收益	38.29	40.00	100.00	150.00	资本支出	-2745.11	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	1.05	200.00	0.00	0.00	其他	1988.49	240.00	100.00	150.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-756.62</b>	<b>-760.00</b>	<b>-900.00</b>	<b>-850.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-412.79</b>	<b>-555.74</b>	<b>302.21</b>	<b>1203.13</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	1009.30
其他非经营损益	3.61	0.00	0.00	0.00	长期借款	1039.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-409.18</b>	<b>-555.74</b>	<b>302.21</b>	<b>1203.13</b>	股权融资	3301.64	0.00	0.00	0.00
所得税	-78.18	0.00	0.00	120.31	支付股利	0.00	66.20	111.15	-60.44
净利润	-331.00	-555.74	302.21	1082.82	其他	-81.15	-124.27	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4259.53</b>	<b>-58.07</b>	<b>111.15</b>	<b>948.86</b>
归属母公司股东净利润	-331.00	-555.74	302.21	1082.82	<b>现金流量净额</b>	<b>2545.14</b>	<b>-1422.55</b>	<b>-1588.21</b>	<b>-481.39</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5716.65	4294.11	2705.90	2224.51	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1308.23	4493.02	11978.79	24292.64	销售收入增长率	-54.29%	278.88%	158.72%	102.68%
存货	1282.72	5559.00	13562.88	27623.17	营业利润增长率	-398.77%	-34.63%	154.38%	298.12%
其他流动资产	653.58	1465.10	3601.13	7176.19	净利润增长率	-352.24%	-67.89%	154.38%	258.30%
长期股权投资	5.24	5.24	5.24	5.24	EBITDA 增长率	-191.89%	-27.13%	287.77%	169.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5339.17	6149.85	6960.53	7771.21	毛利率	15.92%	10.38%	16.36%	16.27%
无形资产和开发支出	313.70	273.53	233.36	193.19	三费率	62.42%	31.00%	14.00%	11.00%
其他非流动资产	798.35	797.92	797.48	797.04	净利率	-29.56%	-13.10%	2.75%	4.87%
<b>资产总计</b>	<b>15417.65</b>	<b>23037.75</b>	<b>39845.30</b>	<b>70083.18</b>	ROE	-3.28%	-5.80%	3.02%	9.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	1009.30	ROA	-2.15%	-2.41%	0.76%	1.55%
应付和预收款项	1384.52	4996.43	12686.20	25601.48	ROIC	-10.02%	-8.75%	3.88%	9.89%
长期借款	1652.33	1652.33	1652.33	1652.33	EBITDA/销售收入	-19.91%	-6.68%	4.85%	6.44%
其他负债	2304.21	6803.14	15507.56	30798.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5341.06</b>	<b>13451.90</b>	<b>29846.09</b>	<b>59061.60</b>	总资产周转率	0.08	0.22	0.35	0.40
股本	1070.67	1070.67	1070.67	1070.67	固定资产周转率	0.43	1.29	3.54	7.64
资本公积	9195.16	9195.16	9195.16	9195.16	应收账款周转率	1.12	2.81	2.55	2.33
留存收益	-190.44	-679.98	-266.62	755.75	存货周转率	0.87	1.08	0.95	0.90
归属母公司股东权益	10076.58	9585.86	9999.21	11021.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.76%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10076.58</b>	<b>9585.86</b>	<b>9999.21</b>	<b>11021.58</b>	资产负债率	34.64%	58.39%	74.90%	84.27%
负债和股东权益合计	15417.65	23037.75	39845.30	70083.18	带息债务/总负债	30.94%	12.28%	5.54%	4.51%
					流动比率	2.95	1.42	1.16	1.08
					速动比率	2.53	0.92	0.66	0.59
					股利支付率	0.00%	11.91%	-36.78%	5.58%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.31	-0.52	0.28	1.01
					每股净资产	9.41	8.95	9.34	10.29
					每股经营现金	-0.88	-0.56	-0.75	-0.54
					每股股利	0.00	-0.06	-0.10	0.06
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	-222.91	-283.39	532.13	1433.05					
PE	-120.33	-71.67	131.79	36.78					
PB	3.95	4.15	3.98	3.61					
PS	35.57	9.39	3.63	1.79					
EV/EBITDA	-156.71	-128.00	71.15	27.46					
股息率	0.00%	—	—	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn