



2022-02-28

公司点评报告

买入/维持

珠海冠宇 (688772)

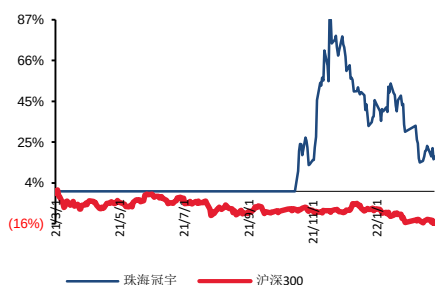
目标价: 71.2

昨收盘: 39.49

电子 其他电子

## 成长符合预期，钴酸锂等原材料非理性上涨是挑战亦是机遇

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,122/104    |
| 总市值/流通(百万元)   | 44,302/4,095 |
| 12 个月最高/最低(元) | 62.80/33.65  |

### 相关研究报告:

珠海冠宇 (688772)《消费电子行业龙头，多维度拓延开启新篇章》--2021/12/29

### 证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

**事件:**公司于2月26日发布2021年业绩快报,2021年度公司实现营业收入103.47亿元,较上年同期上升48.58%;营业利润10.25亿元,较上年同期上升4.31%;利润总额10.26亿元,较上年同期上升9.74%;归属于母公司所有者的净利润9.47亿元,较上年同期上升15.95%。

此外,公司在同日发布2021年度计提资产减值准备的公告,确认存货跌价准备2.04亿元,固定资产减值4967万。

**营收高增符合预期,但钴酸锂等正极材料过快的涨速导致存货减值侵蚀利润。**2021年业绩快报里的数据客观地反应了公司的成长:首先是营业总收入高达48.58%的高增,这个数据可能比利润而言更能真实反映公司的成长情况。

冠宇是全球仅次于ATL的电芯企业,虽然有二十多年的电池制造履历,但真正意义上从哈光宇中独立出来的时间其实不到5年,在未上市的2021年以前,可以投入的资源是有限的,因此公司的下游销售中仍以笔电为多,同时pack自给率也相对较少。这几年公司开始快速切入手机,并且份额提升进展也是有目共睹,仅仅只看手机侧的建树,就足以支撑未来几年内的长足成长,而2021年营业收入的高增长,是这一进阶的重要佐证。

其次是营业利润与归母利润的小幅成长,看似成长不高,但这是在计提存货跌价准备2.04亿元的基础上的,如果没有这块存货跌价计提,公司归母利润成长至少在30-40%以上。

而存货计提跌价准备的原因公司在公告里也解释得非常明确:钴酸锂市场平均价格比2020上涨超80%,而且“公司的销售价格相对于原材料的价格上涨存在一定的滞后,导致公司存货出现减值迹象...”

钴酸锂等正极材料去年过大过快的价格上涨,是影响公司利润的主因,从行业维度我们了解到ATL、冠宇这类电芯厂商过去两个季度其实也有向下游终端客户提价以实现成本传导,但钴酸锂、碳酸锂过去几个月的上涨太快,仅看2021年10月初到今天就已经从30.5万元/吨涨到了53.4万元/吨,涨幅达到75%。电芯厂商和下游终端客户的价格传导不可能像大宗商品那样实时,因此利润成长被缩水是行业内所有企业都在面对的无奈问题。其实涨价并不可怕,关键在于过大的波动性,导致上下游都无法正常的去预估并适时调节或传导成本,因而产

生这样的存货跌价。

客观而言，这种近乎 80-90° 直线的正极材料疯狂上涨不会是常态，渠道端和原材料供应端的囤货和炒作对价格的影响已经显然超出了正常供需，在 2021 这种背景下依然实现利润的成长还是体现了公司的行业头部属性的。冠宇作为行业头部企业，不会出现断供的问题，并且在议价能力方面也有优势，会比其他中小厂商拿到的价格更好，因此正极材料的大幅上行对冠宇而言是挑战也是机遇，是继续扩大市场份额的战略良机。

**关键客户的快速切入，是冠宇继续超预期成长的重要前提。**从行业维度我们了解到冠宇在终端品牌客户的推进在持续进行中，尤其是行业头部关键客户，这几年的导入进展都将持续有望超预期。从手机电芯行业的市场竞争格局来看，ATL 一家独大已有多多年，但这反而给予了冠宇充分的成长空间。下游客户也希望提升供应链的安全性，降低单一依赖风险，这是冠宇未来几年在手机关键客户相关领域份额持续提升的重要依托。

动力与储能电池是公司上市后的重点布局领域，但公司采取的是稳健发展的策略，今年在新增产能的落地下，相信会有尚佳表现，但短期内这一领域难有正向利润贡献。

**盈利预测与评级：维持买入评级。**珠海冠宇是全球仅次于 ATL 的电池企业，比起国内其他做 pack 封装起家的电池厂商，其技术积淀与竞争力更有保障。无论从手机电芯的可渗透空间，还是从 cell 到 pack 一体化的持续增强，以及各种快充、储能、动力等相关应用领域的不断拓延，公司未来的成长是多维度、多方向、复合体量的，如摒除最近因为上游材料单边上涨所带来的非理性影响，这几年公司都将是持续高增的良好年景，而且 2021-2022 的原材料价格高企背景，反而为公司未来的弹性埋下了更多伏笔，我们预估公司 2021-2023 年利润分别为 9.47、13.72、18.95 亿元，当前市值对应估值分别为 46.8、32.3、23.4 倍，基于上游材料的涨价影响，利润比先前我们深度报告略有下修，但这种周期类的波动并不会使公司的内在价值受损，相反可能进一步提升公司这样头部企业的行业份额和竞争地位，坚定维持公司买入评级。

**风险提示：**（1）全球经济下滑，进而导致下游消费电子出货量不及预期；（2）新建产线投产不及预期，新产品开发不及预期；（3）原材料价格剧烈波动风险；（4）钴酸锂等原材料继续长期非理性上涨或大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标:

|           | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6964  | 10347 | 14210 | 20730 |
| (+/-%)    | 30.63 | 48.58 | 37.33 | 45.88 |
| 净利润(百万元)  | 775   | 947   | 1372  | 1895  |
| (+/-%)    | 87.60 | 22.30 | 44.90 | 38.10 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.69  | 0.84  | 1.22  | 1.69  |
| 市盈率(PE)   | 57.14 | 46.80 | 32.29 | 23.37 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |         |        |        |        | 利润表(百万)       |        |       |        |        |        |
|-----------|-------|---------|--------|--------|--------|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
|           | 2019A | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |               | 2019A  | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 货币资金      | (16)  | 703     | 3,895  | 5,983  | 8,855  | 营业收入          | 5,331  | 6,964 | 10,347 | 14,210 | 20,730 |
| 应收和预付款项   | 1,815 | 2,474   | 3,615  | 4,090  | 4,516  | 营业成本          | 3,824  | 4,794 | 7,474  | 10,662 | 15,895 |
| 存货        | 701   | 1,048   | 1,088  | 1,578  | 1,954  | 营业税金及附加       | 34     | 44    | 65     | 89     | 130    |
| 其他流动资产    | 231   | 239     | 239    | 239    | 239    | 销售费用          | 60     | 36    | 99     | 128    | 153    |
| 流动资产合计    | 2,731 | 4,464   | 8,836  | 11,890 | 15,565 | 管理费用          | 376    | 441   | 1,009  | 1,351  | 1,866  |
| 长期股权投资    | 0     | 0       | 0      | 5      | 15     | 财务费用          | 23     | 206   | 335    | 348    | 420    |
| 投资性房地产    | 0     | 0       | 0      | 0      | 0      | 资产减值损失        | (95)   | (119) | 255    | 30     | 50     |
| 固定资产      | 1,637 | 2,849   | 2,375  | 1,932  | 1,514  | 投资收益          | (6)    | 19    | 0      | 5      | 10     |
| 在建工程      | 217   | 194     | 50     | 100    | 100    | 公允价值变动        | 3      | (0)   | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产      | 120   | 190     | 201    | 228    | 221    | 营业利润          | 529    | 926   | 1,111  | 1,607  | 2,226  |
| 长期待摊费用    | 117   | 262     | 131    | 43     | 50     | 其他非经营损益       | (71)   | (47)  | 4      | 8      | 5      |
| 其他非流动资产   | 116   | 65      | 65     | 65     | 65     | 利润总额          | 459    | 880   | 1,115  | 1,615  | 2,231  |
| 资产总计      | 4,939 | 8,023   | 11,658 | 14,263 | 17,530 | 所得税           | 46     | 104   | 167    | 242    | 333    |
| 短期借款      | 303   | 425     | 525    | 675    | 875    | 净利润           | 413    | 775   | 948    | 1,374  | 1,898  |
| 应付和预收款项   | 1,629 | 3,280   | 4,587  | 5,373  | 6,302  | 少数股东损益        | 2      | (0)   | 1      | 2      | 2      |
| 长期借款      | 222   | 579     | 729    | 829    | 929    | 归母股东净利润       | 412    | 775   | 947    | 1,372  | 1,895  |
| 其他负债      | 626   | 477     | 851    | 901    | 1,131  |               |        |       |        |        |        |
| 负债合计      | 2,779 | 4,761   | 6,692  | 7,778  | 9,237  |               |        |       |        |        |        |
| 股本        | 905   | 966     | 966    | 966    | 966    | 预测指标          |        |       |        |        |        |
| 资本公积      | 933   | 1,483   | 2,483  | 2,983  | 3,383  |               | 2019A  | 2020A | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 留存收益      | 383   | 797     | 1,499  | 2,517  | 3,924  | 毛利率           | 28.3%  | 31.2% | 27.8%  | 25.0%  | 23.3%  |
| 归母公司股东权益  | 2,221 | 3,246   | 4,948  | 6,467  | 8,273  | 销售净利率         | 7.7%   | 11.1% | 9.2%   | 9.7%   | 9.2%   |
| 少数股东权益    | 1     | (1)     | 1      | 2      | 4      | 销售收入增长率       | 12.3%  | 30.6% | 48.6%  | 37.3%  | 45.9%  |
| 股东权益合计    | 2,222 | 3,246   | 4,949  | 6,469  | 8,277  | EBIT 增长率      | 70.1%  | 88.6% | 22.0%  | 39.9%  | 36.3%  |
| 负债和股东权益   | 5,001 | 8,007   | 11,641 | 14,247 | 17,514 | 净利润增长率        | 87.7%  | 87.6% | 22.3%  | 44.9%  | 38.1%  |
| 现金流量表(百万) |       |         |        |        |        | ROE           | 0.19   | 0.24  | 0.19   | 0.21   | 0.23   |
|           | 2019A | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | ROA           | 0.10   | 0.12  | 0.10   | 0.11   | 0.12   |
| 经营性现金流    | 273   | 2,025   | 2,177  | 1,834  | 2,699  | ROIC          | 0.28   | 0.31  | 0.26   | 0.55   | 0.86   |
| 投资性现金流    | (816) | (1,630) | 23     | (178)  | (116)  | EPS (X)       | 0.37   | 0.69  | 0.84   | 1.22   | 1.69   |
| 融资性现金流    | 311   | 535     | 992    | 432    | 289    | PE (X)        | 107.64 | 57.14 | 46.80  | 32.29  | 23.37  |
| 现金增加额     | (226) | 896     | 3,192  | 2,088  | 2,872  | PB (X)        | 19.95  | 13.65 | 8.95   | 6.85   | 5.36   |
|           |       |         |        |        |        | PS (X)        | 8.31   | 6.36  | 4.28   | 3.12   | 2.14   |
|           |       |         |        |        |        | EV/EBITDA (X) | 45.44  | 27.79 | 21.05  | 15.46  | 11.64  |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售总监  | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 刘莹  | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com       |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售总助  | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |
| 华南销售    | 李艳文 | 13728975701 | liywn@tpyzq.com        |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。