

嘉元科技 (688388)

2022 年半年报点评: Q2 盈利承压, 下半年盈利有望好转

买入 (维持)

2022 年 08 月 17 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书: S0600121070056

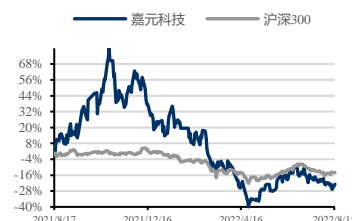
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,804	5,545	8,281	11,317
同比	133%	98%	49%	37%
归属母公司净利润 (百万元)	550	857	1,258	1,762
同比	195%	56%	47%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.35	3.66	5.37	7.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.84	21.07	14.36	10.25

投资要点

- **22H1 归母净利润 2.88 亿元, 同比+17.92%, 业绩低于市场预期。**22H1 公司营收 19.34 亿元, 同比增长 60.46%; 归母净利润 2.88 亿元, 同比增长 17.92%; 扣非净利润 2.8 亿元, 同比增长 21.47%; 22H1 毛利率为 27.51%, 同比减少 3.86pct; 归母净利率为 14.88%, 同比减少 5.39pct。
- **Q2 公司归母净利 1.14 亿元, 盈利环比下滑短期承压。**22Q2 公司实现营收 9.71 亿元, 同比增加 43.97%, 环比增长 0.91%; 归母净利润 1.14 亿元, 同比减少 14.68%, 环比减少 34.49%, 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比减少 9.95%, 环比减少 33.22%。盈利能力方面, Q2 毛利率为 24.9%, 同比减少 6.39pct, 环比减少 5.24pct; 归母净利率 11.73%, 同比减少 8.07pct, 环比减少 6.34pct; Q2 扣非净利率 11.54%, 同比减少 6.91pct, 环比减少 5.9pct。
- **Q2 出货量环比提升, 受加工费下调及期间费用影响盈利环比下降, 预计 H2 逐步恢复。**2022H1 铜箔业务收入 19.29 亿元, 同比增长 60.03%, 其中锂电铜箔贡献主要增量。Q2 公司铜箔出货量 1 万吨+, 环比持平微增, Q2 出货受到疫情影响, 我们预计 Q3 公司出货 1.4-1.5 万吨, 环比提升 45%, 我们预计全年出货超过 5 万吨, 同比翻倍增长, 23 年预计出货 10-11 万吨, 同比翻番。盈利方面, Q2 铜箔单吨盈利 1.2 万元/吨, 环比下降 30%+, 主要由于 Q2 疫情影响下产能利用率偏低, 铜箔加工费下调 5000 元, 且财务费用增加使得 Q2 整体期间费用较高。随着终端需求逐步改善, 我们预计铜箔加工费有望逐渐回升至接近 1.5 万元/吨, 下半年盈利逐步恢复, 全年单吨盈利预计 1.5-1.7 万元/吨。
- **产能扩张提速, 助力公司长期高增。**公司产能扩张提速, 连续两年翻倍增长, 4.5μm 铜箔规划产能份额高于 50%。我们预计 22 年底公司产能 7.2 万吨, 随着梅县 5000 吨高性能铜箔项目, 赣州基地 2 万吨电解铜箔项目, 白渡产区 1.6 万吨及 1.5 万吨高性能铜箔项目, 福安市 1.5 万吨高性能铜箔项目, 山东 1 万吨高精度超薄铜箔项目逐渐放量, 预计 2023 年产能可达 10-11 万吨, 助力公司长期高增。
- **盈利预测与投资评级:**考虑铜箔供需结构阶段性扭转、加工费下降, 我们下调 2022-2024 年归母净利润至 8.57/12.58/17.62 亿元 (原值为 10.54/15.88/20.99 亿元), 同比增长 55.81%/46.77%/40.12%, 对应 PE21x/14x/10x, 给予 2022 年 30 倍 PE, 对应目标价 109.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**原材料价格波动, 电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.11
一年最低/最高价	60.80/181.31
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	18,058.89
总市值(百万元)	18,058.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.43
资产负债率(% ,LF)	45.11
总股本(百万股)	234.20
流通 A 股(百万股)	234.20

相关研究

《嘉元科技(688388): 高性能锂电铜箔龙头, 顺行业景气加速扩产》

2022-04-27

22H1 归母净利润 2.88 亿元，同比+17.92%，业绩低于市场预期。22H1 公司营收 19.34 亿元，同比增长 60.46%；归母净利润 2.88 亿元，同比增长 17.92%；扣非净利润 2.8 亿元，同比增长 21.47%；22H1 毛利率为 27.51%，同比减少 3.86pct；归母净利率为 14.88%，同比减少 5.39pct。

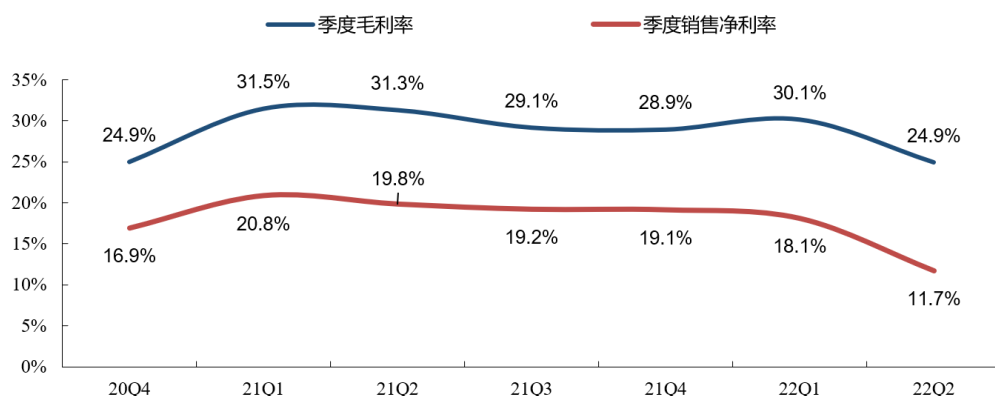
Q2 公司归母净利 1.14 亿元，盈利环比下滑短期承压。22Q2 公司实现营收 9.71 亿元，同比增加 43.97%，环比增长 0.91%；归母净利润 1.14 亿元，同比减少 14.68%，环比减少 34.49%，扣非归母净利润 1.12 亿元，同比减少 9.95%，环比减少 33.22%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 24.9%，同比减少 6.39pct，环比减少 5.24pct；归母净利率 11.73%，同比减少 8.07pct，环比减少 6.34pct；Q2 扣非净利率 11.54%，同比减少 6.91pct，环比减少 5.9pct。

图1：公司分季度经营情况

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	971.5	962.7	816.9	781.9	674.8	530.6
-同比	43.97%	81.44%	97.66%	103.90%	161.82%	259.30%
毛利率	24.90%	30.14%	28.91%	29.15%	31.29%	31.47%
归母净利润(百万)	114.0	174.0	155.7	150.0	133.6	110.6
-同比	-14.68%	57.29%	122.76%	154.65%	294.26%	366.44%
归母净利率	11.73%	18.08%	19.06%	19.18%	19.80%	20.85%
扣非归母净利润(百万)	112.1	167.8	132.25	134.50	124.46	106.00
-同比	-9.95%	58.35%	95.60%	141.31%	374.24%	646.16%
扣非归母净利率	11.54%	17.44%	16.19%	17.20%	18.45%	19.98%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 出货量环比提升，受加工费下调及期间费用影响盈利环比下降，预计 H2 逐步恢复。2022H1 铜箔业务收入 19.29 亿元，同比增长 60.03%，毛利率为 27.31%，同比下降 4.06pct，其中锂电铜箔贡献主要增量。Q2 公司铜箔出货量 1 万吨+，环比持平微增，

Q2 出货受到疫情影响，随着需求逐步向好，单月排产可达 4000-5000 吨，我们预计 Q3 公司出货 1.4-1.5 万吨，环比提升 45%，全年出货预计超过 5 万吨，同比翻倍增长，23 年预计出货 10-11 万吨，同比翻番。盈利方面，Q2 铜箔单吨盈利 1.2 万元/吨，环比下降 30%+，主要由于 Q2 疫情影响下产能利用率偏低，铜箔加工费下调 5000 元，且财务费用增加使得 Q2 整体期间费用较高。看下半年，随着终端需求逐步改善，铜箔供需格局向好，我们预计铜箔加工费有望逐渐回升至接近 1.5 万元/吨，考虑募资产落地减少公司财务费用、产能利用率提高摊薄期间费用等，我们预计下半年盈利逐步恢复，全年单吨盈利预计 1.5-1.7 万元/吨。

图3：公司分业务拆分情况（亿元）

	2022H1				2021H2		2021H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
铜箔业务	19.29	60.03%	27.31%	-4.06pct	15.98	29.19%	12.05	31.37%
锂电铜箔	18.62	75.35%	-	-	14.57	-	10.62	-
标准铜箔	0.67	-53.37%	-	-	1.41	-	1.44	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能扩张提速，助力公司长期高增。公司产能扩张提速，连续两年翻番增长，4.5μm 铜箔规划产能份额高于 50%。我们预计 22 年底公司产能 7.2 万吨，随着梅县 5000 吨高性能铜箔项目，赣州基地 2 万吨电解铜箔项目，白渡产区 1.6 万吨及 1.5 万吨高性能铜箔项目，福安市 1.5 万吨高性能铜箔项目，山东 1 万吨高精度超薄铜箔项目逐渐放量，预计 2023 年产能可达 10-11 万吨，助力公司长期高增。

财务费用大幅增长，期间费用显著增加。2022 年 H1 公司期间费用合计 1.91 亿元，同比增长 93.32%，费用率为 9.89%，同比增长 1.68pct。2022Q2 公司期间费用合计 1.02 亿元，同比增加 66.75%，环比增加 14.15%，费用率 10.49%，环比增长 1.22pct，其中，销售费用 0.03 亿元，销售费用率 0.26%，环比持平；管理费用 0.26 亿元，同环比 +82.4%/4.86%，管理费用率 2.68%，环增 0.1pct；财务费用 0.2 亿元，同环比 +46%/74%，财务费用率 2.06%，环增 0.87pct；研发费用 0.5 亿元，研发费用率 5.49%，环比增 0.87pct。公司 2022 年 Q2 计提信用减值损失 0.03 亿元。

图4：公司季度费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
销售费用	1.12	0.88	1.11	4.71	2.51	2.52
-销售费用率	0.21%	0.13%	0.14%	0.58%	0.26%	0.26%
管理费用	9.24	14.29	15.46	22.03	24.85	26.06
-管理费用率	1.74%	2.12%	1.98%	2.70%	2.58%	2.68%
研发费用	23.76	32.31	37.18	53.66	50.47	53.36
-研发费用率	4.48%	4.79%	4.76%	6.57%	5.24%	5.49%
财务费用	3.68	13.66	11.28	11.72	11.47	20.00
-财务费用率	0.69%	2.02%	1.44%	1.43%	1.19%	2.06%
期间费用	37.79	61.13	65.02	92.11	89.30	101.94
-期间费用率	7.12%	9.06%	8.32%	11.27%	9.28%	10.49%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-3.40	-0.94	-1.58	-2.08	-1.26	-3.48

数据来源：WIND，东吴证券研究所

经营现金流同比大幅下滑，资本开支大幅增长。2022 年 H1 公司存货为 6.19 亿元，较年初增长 91.63%；应收账款 4.84 亿元，较年初增长 23.93%；期末公司合同负债 0.01 亿元，较年初减少 38.32%。2022 年 H1 公司经营活动净现金流净额为-0.89 亿元，同比下滑 147.54%；投资活动净现金流净额为-4.49 亿元，同比下滑 62.42%；资本开支为 12.51 亿元，同比上升 396%；账面现金为 9.87 亿元，较年初减少 21.59%，短期借款 12.35 亿元，较年初增长 16.65%。

盈利预测与投资评级：考虑铜箔供需结构阶段性扭转、加工费下降，我们下调 2022-2024 年归母净利润至 8.57/12.58/17.62 亿元（原值为 10.54/15.88/20.99 亿元），同比增长 55.81%/46.77%/40.12%，对应 PE21x/14x/10x，给予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 109.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，电动车销量不及预期。

嘉元科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,314	3,727	4,864	6,290	营业总收入	2,804	5,545	8,281	11,317
货币资金及交易性金融资产	1,726	1,022	1,305	1,619	营业成本(含金融类)	1,962	4,080	6,189	8,478
经营性应收款项	726	1,471	1,960	2,678	税金及附加	10	20	30	41
存货	323	671	1,017	1,394	销售费用	8	17	25	34
合同资产	0	0	0	0	管理费用	61	111	166	226
其他流动资产	539	564	581	599	研发费用	147	277	381	475
非流动资产	2,746	3,878	4,942	5,590	财务费用	40	89	110	121
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	11	19	29	40
固定资产及使用权资产	1,400	2,349	3,211	3,746	投资净收益	34	33	50	68
在建工程	685	785	885	885	公允价值变动	20	0	10	10
无形资产	106	170	244	328	减值损失	-8	-18	-23	-33
商誉	21	21	21	21	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	43	52	61	营业利润	633	986	1,447	2,027
其他非流动资产	499	509	519	529	营业外净收支	-2	-1	-1	-1
资产总计	6,060	7,605	9,806	11,880	利润总额	632	985	1,446	2,026
流动负债	1,556	2,325	3,381	3,850	减:所得税	81	128	188	263
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,059	1,440	2,097	2,135	净利润	551	857	1,258	1,762
经营性应付款项	294	611	927	1,270	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	2	4	6	8	归属母公司净利润	550	857	1,258	1,762
其他流动负债	201	270	350	437	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.35	3.66	5.37	7.52
非流动负债	896	896	896	896	EBIT	620	1,040	1,491	2,063
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	702	1,299	1,936	2,636
应付债券	834	834	834	834	毛利率(%)	30.03	26.42	25.26	25.09
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.61	15.45	15.19	15.57
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	133.26	97.76	49.34	36.66
负债合计	2,452	3,221	4,276	4,746	归母净利润增长率(%)	195.02	55.81	46.77	40.12
归属母公司股东权益	3,591	4,366	5,511	7,116					
少数股东权益	18	18	18	18					
所有者权益合计	3,609	4,384	5,530	7,134					
负债和股东权益	6,060	7,605	9,806	11,880					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	319	454	1,307	1,709	每股净资产(元)	14.55	17.87	22.76	29.61
投资活动现金流	-2,023	-1,358	-1,461	-1,153	最新发行在外股份 (百万股)	234	234	234	234
筹资活动现金流	1,900	200	428	-252	ROIC(%)	13.10	14.89	17.16	19.34
现金净增加额	195	-704	274	304	ROE-摊薄(%)	15.32	19.63	22.82	24.76
折旧和摊销	82	259	445	573	资产负债率(%)	40.45	42.35	43.61	39.95
资本开支	-1,183	-1,371	-1,481	-1,191	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.84	21.07	14.36	10.25
营运资本变动	-365	-790	-539	-782	P/B (现价)	5.30	4.32	3.39	2.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

