

## 公司研究

## 加工费回调盈利短期承压，增资扩产加速

——嘉元科技（688388.SH）2022年中报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年半年度报告，实现营业收入 19.34 亿元，同比提升 60.46%；归属于上市公司股东的净利润 2.88 亿元，同比提升 17.92%；扣非后归母净利润 2.80 亿元，同比增长 21.47%。

**下游需求修复，量价齐升推动业务增长。**公司 22Q2 营收 9.71 亿元，环比+0.83%，归母净利润 1.14 亿元，环比-34.48%，扣非归母净利润 1.12 亿元，环比-33.33%。业绩波动主要受区域性新冠疫情影响，主营业务盈利情况环比下降；后期随着疫情缓解，下游市场需求迅速修复。分业务来看，22H1 锂电铜箔营收 18.62 亿元，同比增长 75.39%，标准铜箔营收 0.67 亿元，同比下降 53.37%。随着扩产项目陆续投产，公司业务有望维持较好增长。

**疫情影响以及加工费下调，盈利短期承压。**公司 22Q2 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，主要由于疫情影响需求及产能利用率，铜箔加工费有所下调。据鑫椏锂电，2022 年新增产能陆续释放，供需缺口缩小，加工费有所下降，年中比年初降幅约 0.5 万元/吨。据公司问询函回复公告，公司于 2020 年实现了 4.5 $\mu$ m 极薄铜箔产业化，铜箔面密度、抗拉强度、延伸率等关键指标均处于行业领先水平，可提升锂电池能量密度 5-10%（相比 6 $\mu$ m 产品）。此外公司积极扩产 PCB 用高性能电子电路铜箔，加速高端 PCB 铜箔国产化。随着下半年需求旺季来临，产能利用率提升，以及产品结构升级与成本控制，公司盈利能力有望提升。

**增资扩产加速满足核心客户需求。**2022 年 2 月，公司与宁德时代合资设立广东嘉元时代，规划建设年产 10 万吨高性能电解铜箔项目。3 月，公司拟投资建设江西嘉元新增年产 1.5 万吨高端电解铜箔。6 月，公司发布定增公告用于高性能锂电铜箔、嘉元科技园新增年产 1.6 万吨高性能铜箔技改、年产 1.5 万吨高性能铜箔、年产 3 万吨高精度超薄电子铜箔、江西嘉元年产 2 万吨电解铜箔及补充流动资金。据公司问询函回复公告，截至 2021 年末，公司铜箔有效产能 2.6 万吨，2022-2025 年公司预计实现产能分别为 4.51 万吨、8.31 万吨、10.10 万吨及 10.70 万吨。

**维持“买入”评级：**考虑加工费下调，我们下调公司 22-24 年净利润预测至 8.24/13.94/21.46 亿元（均下调约 30%），对应 PE 20/12/8 倍。公司作为国内动力锂电铜箔龙头，技术与市占率领先，受益于新能源车旺盛需求，PCB 高端铜箔打开成长空间，当前估值已回调至合理区间，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能消化风险、竞争加剧、技术迭代、核心技术人员流失等风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,202	2,804	5,611	9,659	14,842
营业收入增长率	-16.86%	133.26%	100.10%	72.14%	53.65%
净利润（百万元）	186	550	824	1,394	2,146
净利润增长率	-43.46%	195.02%	49.91%	69.10%	53.96%
EPS（元）	0.81	2.35	3.52	5.95	9.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.14%	15.32%	19.40%	25.83%	30.13%
P/E	88	30	20	12	8
P/B	6.3	4.6	3.9	3.1	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-17

## 买入（维持）

当前价：70.70 元

## 作者

**分析师：殷中枢**  
执业证书编号：S0930518040004  
010-58452063  
yinzs@ebsecn.com

**分析师：郝睿**  
执业证书编号：S0930520050001  
021-52523827  
haoqian@ebsecn.com

**分析师：黄帅斌**  
执业证书编号：S0930520080005  
021-52523828  
huangshuaibin@ebsecn.com

**分析师：陈无忌**  
执业证书编号：S0930522070001  
021-52523693  
chenwuji@ebsecn.com

**联系人：和霖**  
helin@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元)	165.58
一年最低/最高(元)	57.57/181.03
近 3 月换手率	141.96%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.11	-13.09	-15.11
绝对	-13.88	-7.45	-28.17

资料来源：Wind

## 相关研报

产品结构优化提升盈利，积极扩产与优质客户共同成长——嘉元科技（688388.SH）2021 年年报点评（2022-03-27）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,202	2,804	5,611	9,659	14,842
营业成本	911	1,962	4,196	7,213	11,068
折旧和摊销	48	74	194	285	371
税金及附加	3	10	20	35	53
销售费用	4	8	15	25	39
管理费用	36	61	146	222	312
研发费用	72	147	281	454	668
财务费用	-14	40	45	133	247
投资收益	23	34	0	0	0
营业利润	214	633	946	1,599	2,462
利润总额	211	632	946	1,599	2,462
所得税	25	81	121	205	316
净利润	186	551	824	1,394	2,146
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	186	550	824	1,394	2,146
EPS(元)	0.81	2.35	3.52	5.95	9.17

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	91	319	468	883	1,023
净利润	186	550	824	1,394	2,146
折旧摊销	48	74	194	285	371
净营运资金增加	157	998	1,426	2,140	3,298
其他	-301	-1,303	-1,977	-2,936	-4,793
投资活动产生现金流	295	-2,023	-1,367	-1,502	-1,002
净资本支出	-516	-1,183	-1,502	-1,502	-1,002
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	810	-841	135	0	0
融资活动现金流	8	1,900	1,324	1,833	1,534
股本变化	0	3	0	0	0
债务净变化	113	1,780	1,543	2,226	2,215
无息负债变化	87	361	337	474	605
净现金流	394	195	424	1,214	1,555

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.2%	30.0%	25.2%	25.3%	25.4%
EBITDA 率	19.5%	25.3%	21.0%	21.2%	21.2%
EBIT 率	15.2%	22.4%	17.6%	18.2%	18.7%
税前净利润率	17.6%	22.5%	16.9%	16.6%	16.6%
归母净利润率	15.5%	19.6%	14.7%	14.4%	14.5%
ROA	6.3%	9.1%	9.6%	11.2%	12.6%
ROE (摊薄)	7.1%	15.3%	19.4%	25.8%	30.1%
经营性 ROIC	8.1%	12.3%	12.0%	14.6%	16.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	11%	40%	50%	56%	58%
流动比率	7.06	2.13	1.48	1.31	1.37
速动比率	6.47	1.92	1.26	1.10	1.15
归母权益/有息债务	23.10	1.90	1.24	0.95	0.90
有形资产/有息债务	25.31	3.11	2.46	2.17	2.14

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,941	6,060	8,600	12,446	16,994
货币资金	1,050	1,259	1,683	2,898	4,453
交易性金融资产	20	467	467	467	467
应收账款	167	391	634	1,091	2,236
应收票据	67	296	593	1,021	1,568
其他应收款 (合计)	0	1	1	2	3
存货	150	323	691	1,188	1,823
其他流动资产	314	559	559	559	559
流动资产合计	1,783	3,314	4,668	7,294	11,214
其他权益工具	40	67	67	67	67
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	683	1,400	2,318	3,243	3,842
在建工程	284	685	1,076	1,370	1,402
无形资产	59	106	105	103	102
商誉	0	21	21	21	21
其他非流动资产	60	315	315	315	315
非流动资产合计	1,158	2,746	3,931	5,152	5,781
总负债	311	2,452	4,332	7,032	9,852
短期借款	113	1,059	2,302	4,228	6,243
应付账款	74	280	600	1,031	1,582
应付票据	0	14	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	35	104	104	104	104
流动负债合计	252	1,556	3,145	5,557	8,194
长期借款	0	0	300	600	800
应付债券	0	834	834	834	834
其他非流动负债	55	50	42	29	13
非流动负债合计	58	896	1,187	1,475	1,659
股东权益	2,631	3,609	4,268	5,414	7,142
股本	231	234	234	234	234
公积金	1,697	2,027	2,027	2,027	2,027
未分配利润	683	1,121	1,780	2,926	4,654
归属母公司权益	2,611	3,591	4,250	5,396	7,124
少数股东权益	20	18	18	18	18

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.35%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%
管理费用率	3.01%	2.18%	2.60%	2.30%	2.10%
财务费用率	-1.15%	1.44%	0.81%	1.38%	1.66%
研发费用率	6.03%	5.24%	5.00%	4.70%	4.50%
所得税率	12%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.71	1.06	1.79	2.75
每股经营现金流	0.39	1.36	2.00	3.77	4.37
每股净资产	11.31	15.33	18.15	23.04	30.42
每股销售收入	5.21	11.97	23.96	41.25	63.38

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	88	30	20	12	8
PB	6.3	4.6	3.9	3.1	2.3
EV/EBITDA	68.4	25.1	16.6	10.6	7.6
股息率	0.4%	1.0%	1.5%	2.5%	3.9%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE