

嘉元科技 (688388)

2022 年三季度报点评：业绩符合市场预期，单位盈利有所下滑

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 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	5,278	7,593	10,373
同比	133%	88%	44%	37%
归属母公司净利润 (百万元)	550	641	964	1,299
同比	195%	17%	50%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.81	2.10	3.17	4.27
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.17	23.32	15.51	11.51

#业绩符合预期

投资要点

- **2022 年 Q3 归母净利润 1.5 亿元，环比增长 31.3%，与预告业绩一致，符合市场预期。**2022 年 Q3 公司实现营收 13.47 亿元，同比增加 72.28%，环比增长 38.66%；归母净利润 1.5 亿元，同比降低 0.21%，环比增长 31.3%，扣非归母净利润 1.5 亿元，同比增长 11.71%，环比增长 34.05%；毛利率为 18.02%，同比-11.13pct，环比-6.88pct；归母净利率 11.11%，同比-8.07pct，环比-0.62pct。
- **Q3 出货环比高增 45%，毛利率下降单位盈利下滑。**我们预计 Q3 公司铜箔出货约 1.45 万吨，环增 45%，符合市场预期，目前单月排产可达 5000 吨+，预计 Q4 排产环比再增 20%+，全年出货预计 5.3-5.5 万吨，同比翻倍，23 年预计出货 9 万吨左右，同增 60%+。盈利端，Q3 公司毛利率 18.02%，环比大幅下降 6.88pct，单吨毛利 1.67 万元/吨，环比下降 30%，我们预计 Q4 公司单吨盈利维持 1 万元/吨水平，预计全年单位盈利 1.1 万元/吨左右。
- **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%。白渡一期 1.5 万吨已于 9 月投产，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。
- **Q3 期间费用率环比显著下降，系研发费用率下降所致。**22Q3 期间费用合计 0.66 亿元，同比增长 1.36%，环比-35.35%，期间费用率为 4.89%，同比-3.42pct，环比-5.6pct；销售费用 0.03 亿元，销售费用率 0.21%，同比增 0.07pct，环比-0.05pct；管理费用 0.27 亿元，管理费用率 1.98%，同比增减 0pct，环比-0.71pct；研发费用 0.16 亿元，研发费用率 1.16%，同比-3.6pct，环比-4.34pct。
- **盈利预测与投资评级：**考虑铜箔加工费下降，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润至 6.41/6.94/12.99 亿元（原预测 8.57/12.58/17.62 亿元），同比+16.52%/50.39%/34.76%，对应 PE 为 23/16/12x，给予 23 年 25xPE，对应目标价 79.25 元，考虑公司产能加速扩张，产品结构逐步优化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.08
一年最低/最高价	49.01/178.10
市净率(倍)	3.04
流通 A 股市值(百万元)	11,494.44
总市值(百万元)	14,942.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.14
资产负债率(% ,LF)	48.19
总股本(百万股)	304.46
流通 A 股(百万股)	234.20

相关研究

- 《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》
2022-08-17
- 《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

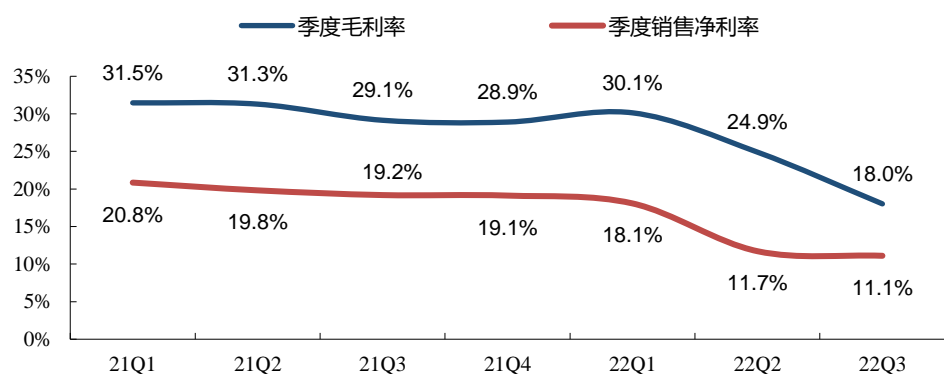
2022年Q3归母净利润1.5亿元，环比增长31.3%，与预告业绩一致，符合市场预期。2022年前三季度公司营收32.81亿元，同比增长65.11%；归母净利润4.38亿元，同比增长11.03%；扣非净利润4.3亿元，同比增长17.87%；22年前三季度毛利率为23.61%，同比-6.88pct；净利率为13.33%，同比-6.51pct。2022年Q3公司实现营收13.47亿元，同比增加72.28%，环比增长38.66%；归母净利润1.5亿元，同比降低-0.21%，环比增长31.3%，扣非归母净利润1.5亿元，同比增长11.71%，环比增长34.05%。盈利能力方面，Q3毛利率为18.02%，同比-11.13pct，环比-6.88pct；归母净利率11.11%，同比-8.07pct，环比-0.62pct；Q3扣非净利率11.15%，同比-6.05pct，环比-0.38pct。此前公司预告Q3归母净利1.5亿元，实际业绩与预告业绩相符，符合市场预期。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万)	1,347.0	971.5	962.7	816.9	781.9
-同比	72.28%	43.97%	81.44%	97.66%	103.90%
毛利率	18.02%	24.90%	30.14%	28.91%	29.15%
归母净利润(百万)	149.7	114.0	174.0	155.7	150.0
-同比	-0.21%	-14.68%	57.29%	122.76%	154.65%
归母净利率	11.11%	11.73%	18.08%	19.06%	19.18%
扣非归母净利润(百万)	150.2	112.1	167.85	132.25	134.50
-同比	11.71%	-9.95%	58.35%	95.60%	141.31%
扣非归母净利率	11.15%	11.54%	17.44%	16.19%	17.20%

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

Q3 出货环比高增 45%，毛利率下降单位盈利下滑。我们预计 Q3 公司铜箔出货约 1.45 万吨，环增 45%，符合市场预期，目前单月排产可达 5000 吨+，预计 Q4 排产环比

再增 20%+, 全年出货预计 5.3-5.5 万吨, 同比翻倍, 23 年预计出货 9 万吨左右, 同增 60%+。盈利端, Q3 公司毛利率 18.02%, 环比大幅下降 6.88pct, 单吨毛利 1.67 万元/吨, 环比下降 30%, 主要由于 Q3 铜箔加工费进一步下调, 目前公司 6 微米加工费 3 万/吨+, 4.5 微米 4 万/吨+, 5 微米 4 万/吨+, 同时 9 月新产能投产, 产能利用率较低, 但由于研发费用率下降导致的期间费用率环比下降 5.6pct, 因此 Q3 公司铜箔单吨盈利仍达到 1.04 万元/吨, 环降 6%。考虑公司定增完成 Q4 财务费用率下降对冲研发费用率恢复, 我们预计 Q4 公司单吨盈利维持 1 万元/吨水平, 预计全年单位盈利 1.1 万元/吨左右。

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, 4.5 μ m 铜箔规划产能份额高于 50%。白渡一期 1.5 万吨已于 9 月投产, 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。

Q3 期间费用率环比显著下降, 系研发费用率下降所致。2022 年前三季度公司期间费用合计 2.57 亿元, 同比增长 56.85%, 费用率为 7.84%, 同比-0.41pct。其中 Q3 期间费用合计 0.66 亿元, 同比增长 1.36%, 环比-35.35%, 期间费用率为 4.89%, 同比-3.42pct, 环比-5.6pct; 销售费用 0.03 亿元, 销售费用率 0.21%, 同比增 0.07pct, 环比-0.05pct; 管理费用 0.27 亿元, 管理费用率 1.98%, 同比增减 0pct, 环比-0.71pct; 财务费用 0.21 亿元, 财务费用率 1.55%, 同比+0.11pct, 环比-0.51pct; 研发费用 0.16 亿元, 研发费用率 1.16%, 同比-3.6pct, 环比-4.34pct。

图3: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	1.11	4.71	2.51	2.52	2.83
-销售费用率	0.14%	0.58%	0.26%	0.26%	0.21%
管理费用	15.46	22.03	24.85	26.06	26.62
-管理费用率	1.98%	2.70%	2.58%	2.68%	1.98%
研发费用	37.18	53.66	50.47	53.36	15.57
-研发费用率	4.76%	6.57%	5.24%	5.49%	1.16%
财务费用	11.28	11.72	11.47	20.00	20.89
-财务费用率	1.44%	1.43%	1.19%	2.06%	1.55%
期间费用	65.02	92.11	89.30	101.94	65.90
-期间费用率	8.32%	11.27%	9.28%	10.49%	4.89%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-1.58	-2.08	-1.26	-3.48	0.00

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营活动现金流同比下滑, 账面现金较年初减少。2022 年前三季度公司存货为 6.89 亿元, 较年初增长 113.34%; 应收账款 6.79 亿元, 较年初增长 73.89%; 期末公司合同负债 0.08 亿元, 较年初增长 421.25%。2022 年 Q3 公司经营活动净现金流净额-1.85 亿

元, 同比下降 585%; 投资活动净现金流净额-5 亿元, 同比下降 107%; 资本开支为 5.14 亿元, 同比增长 32%; 账面现金为 6.9 亿元, 较年初减少 45.17%, 短期借款 14.54 亿元, 较年初增长 37.26%。

盈利预测与投资评级: 考虑铜箔加工费下降, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润至 6.41/6.94/12.99 亿元(原预测 8.57/12.58/17.62 亿元), 同比+16.52%/50.39%/34.76%, 对应 PE 为 23/16/12x, 给予 23 年 25xPE, 对应目标价 79.25 元, 考虑公司产能加速扩张, 产品结构逐步优化, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 政策不及预期。

嘉元科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,314	5,602	5,764	6,708	营业总收入	2,804	5,278	7,593	10,373
货币资金及交易性金融资产	1,726	2,976	2,406	2,317	营业成本(含金融类)	1,962	4,109	5,961	8,125
经营性应收款项	726	1,388	1,800	2,459	税金及附加	10	19	27	37
存货	323	675	980	1,336	销售费用	8	16	23	31
合同资产	0	0	0	0	管理费用	61	121	152	207
其他流动资产	539	563	579	597	研发费用	147	211	289	436
非流动资产	2,746	3,878	4,942	5,590	财务费用	40	52	28	31
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	11	18	27	36
固定资产及使用权资产	1,400	2,349	3,211	3,746	投资净收益	34	5	8	10
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	755	1,135	1,529
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	9,480	10,707	12,298	利润总额	632	754	1,134	1,528
流动负债	1,556	989	1,338	1,746	减:所得税	81	113	170	229
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,059	100	100	100	净利润	551	641	964	1,299
经营性应付款项	294	616	893	1,217	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	641	964	1,299
其他流动负债	201	270	339	421	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.81	2.10	3.17	4.27
非流动负债	896	896	896	896	EBIT	620	802	1,142	1,537
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	702	1,061	1,587	2,109
应付债券	834	834	834	834	毛利率(%)	30.03	22.15	21.49	21.67
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	19.61	12.14	12.69	12.52
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	133.26	88.22	43.86	36.62
负债合计	2,452	1,885	2,234	2,642	归母净利润增长率(%)	195.02	16.52	50.39	34.76
归属母公司股东权益	3,591	7,577	8,455	9,638					
少数股东权益	18	18	18	18					
所有者权益合计	3,609	7,595	8,473	9,656					
负债和股东权益	6,060	9,480	10,707	12,298					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	319	322	1,060	1,279	每股净资产(元)	14.55	24.29	27.17	31.06
投资活动现金流	-2,023	-1,386	-1,504	-1,211	最新发行在外股份(百万股)	304	304	304	304
筹资活动现金流	1,900	2,314	-137	-167	ROIC(%)	13.10	9.71	10.82	13.06
现金净增加额	195	1,249	-580	-99	ROE-摊薄(%)	15.32	8.46	11.40	13.48
折旧和摊销	82	259	445	573	资产负债率(%)	40.45	19.88	20.86	21.48
资本开支	-1,183	-1,371	-1,481	-1,191	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.17	23.32	15.51	11.51
营运资本变动	-365	-708	-459	-720	P/B(现价)	3.37	2.02	1.81	1.58

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>

