

# 嘉元科技 (688388)

证券研究报告

2023年04月28日

## 行业需求减弱，公司盈利承压

公司 2022 年和 23Q1 经营财务数据如下：

- ✓ **2022 年**：实现收入 46 亿元，YOY+66%，归母净利润 5.2 亿元，YOY-5%，扣非净利润 5.2 亿元，YOY+4%，综合毛利率 20%，同比下降 10pct，净利率 11%，同比下降 8pct，经营活动现金净流量 -5.4 亿元，YOY-269%。
- ✓ **2022Q4**：实现收入 13.6 亿元，YOY+66%，QOQ+1%，归母净利润 0.8 亿元，YOY-47%，QOQ-45%，扣非净利润 0.85 亿元，YOY-35%，QOQ-35%，综合毛利率 11%，同比下降 18pct，环比下降 7pct，净利率 6%，同比下降 13pct，环比下降 5pct，经营活动现金净流量 -2.6 亿元，YOY-266%，QOQ-242%。
- ✓ **23Q1**：实现收入 9.8 亿元，YOY+2%，QOQ-28%，归母净利润 0.37 亿元，YOY-79%，QOQ-56%，扣非净利润 0.35 亿元，YOY-79%，QOQ-58%，综合毛利率 10.8%，YOY-19.4pct，环比持平，净利率 3.7%，YOY-14.3pct，QOQ-2.3pct，经营活动现金净流量 0.55 亿元，YOY+72%，QOQ-121%。

**公司 2022 年铜箔毛利率有所下滑。**22 年实现锂电铜箔收入 45 亿元，YOY+77%，毛利率 20%，同比下降 9.8pct，标准铜箔收入 1.7 亿元，毛利率 5.4%，同比下降 22.8pct。铜箔出货 4.9 万吨，YOY+76%，我们计算扣非净利 1.1 万元（扣非净利润/销量），YOY-41%。

**22Q4、23Q1 研发费用明显下降系公司执行新的会计准则所致。**我们发现公司研发费用下降明显，2022 年为 0.5 亿元，YOY-64%，22Q4 为 -0.66 亿元。根据公司年报：22 年公司加大研发力度，增加新产品的研发，研发投入总额为 2.29 亿元，较上年同期增长 56%；其中形成研发费用的金额为 5,303.55 万元，原因是公司自 2022 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 15 号》，研发过程中产生的有关产品或副产品符合规定的确认为存货冲减研发开支所致。

**公司 2023Q1 毛利率继续下探，我们认为原因主要系加工费下调所致。此外股权激励费用的摊销（1355 万元），也进一步加剧了净利润同比下降。**

**考虑到行业竞争加剧，公司 22 年、23Q1 毛利率明显下滑，我们下调公司 23-24 年归母净利润至 3.8、5.6 亿元（此前预测 15.7、20.9 亿元），预计 25 年实现归母净利润 7.8 亿元，下调为“增持”评级。**

**风险提示：**电动车销量不及预期，行业价格战超预期，原材料价格波动风险，固定资产折旧导致利润下滑风险

| 财务数据和估值       | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 2,804.18 | 4,640.85 | 5,754.65 | 7,204.82 | 9,222.17 |
| 增长率(%)        | 133.26   | 65.50    | 24.00    | 25.20    | 28.00    |
| EBITDA(百万元)   | 891.24   | 909.71   | 741.77   | 1,002.11 | 1,323.65 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 549.96   | 520.50   | 383.51   | 564.95   | 784.53   |
| 增长率(%)        | 195.02   | (5.36)   | (26.32)  | 47.31    | 38.87    |
| EPS(元/股)      | 1.81     | 1.71     | 1.26     | 1.86     | 2.58     |
| 市盈率(P/E)      | 20.91    | 22.09    | 29.98    | 20.35    | 14.66    |
| 市净率(P/B)      | 3.20     | 1.58     | 1.53     | 1.44     | 1.34     |
| 市销率(P/S)      | 4.10     | 2.48     | 2.00     | 1.60     | 1.25     |
| EV/EBITDA     | 32.60    | 13.81    | 16.23    | 13.66    | 11.35    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 电力设备/电池  |
| 6 个月评级 | 增持（调低评级） |
| 当前价格   | 38.26 元  |
| 目标价格   | 元        |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 304.46      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 294.15      |
| A 股总市值(百万元)   | 11,648.48   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,254.04   |
| 每股净资产(元)      | 23.50       |
| 资产负债率(%)      | 32.55       |
| 一年内最高/最低(元)   | 94.79/36.70 |

### 作者

**孙潇雅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《嘉元科技-年报点评报告:21 年量利齐增，后续看好公司产能加速释放》  
2022-05-09
- 2 《嘉元科技-半年报点评:锂电铜箔供需两旺，业绩基本符合预期》  
2021-09-08
- 3 《嘉元科技-季报点评:锂电铜箔需求旺盛，一季度业绩创历史新高》  
2021-05-02

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021            | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 1,258.98        | 2,134.09         | 1,479.16         | 720.48           | 922.22           |
| 应收票据及应收账款        | 686.93          | 901.48           | 1,068.15         | 1,397.83         | 1,758.62         |
| 预付账款             | 18.59           | 8.99             | 27.70            | 17.79            | 40.13            |
| 存货               | 323.17          | 936.60           | 739.46           | 1,338.23         | 1,307.16         |
| 其他               | 1,026.34        | 1,042.61         | 924.84           | 1,020.28         | 990.04           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,314.01</b> | <b>5,023.78</b>  | <b>4,239.31</b>  | <b>4,494.60</b>  | <b>5,018.17</b>  |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 1,399.73        | 2,745.19         | 3,263.16         | 3,937.01         | 4,631.82         |
| 在建工程             | 684.69          | 2,090.41         | 2,781.73         | 3,614.30         | 4,590.83         |
| 无形资产             | 106.48          | 277.04           | 351.31           | 440.91           | 541.87           |
| 其他               | 555.52          | 659.36           | 465.88           | 549.74           | 531.32           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,746.43</b> | <b>5,771.99</b>  | <b>6,862.07</b>  | <b>8,541.96</b>  | <b>10,295.83</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,060.44</b> | <b>10,795.77</b> | <b>11,101.39</b> | <b>13,036.56</b> | <b>15,314.01</b> |
| 短期借款             | 1,058.97        | 716.66           | 1,200.00         | 1,811.44         | 3,102.28         |
| 应付票据及应付账款        | 293.98          | 1,029.03         | 422.66           | 843.13           | 954.27           |
| 其他               | 201.63          | 171.93           | 161.38           | 210.98           | 239.14           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,554.58</b> | <b>1,917.61</b>  | <b>1,784.04</b>  | <b>2,865.55</b>  | <b>4,295.69</b>  |
| 长期借款             | 0.00            | 370.00           | 1,000.00         | 1,159.19         | 1,404.95         |
| 应付债券             | 834.16          | 886.21           | 573.46           | 764.61           | 741.43           |
| 其他               | 61.44           | 213.69           | 111.09           | 128.74           | 151.17           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>895.60</b>   | <b>1,469.90</b>  | <b>1,684.54</b>  | <b>2,052.54</b>  | <b>2,297.55</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,451.68</b> | <b>3,391.74</b>  | <b>3,468.58</b>  | <b>4,918.09</b>  | <b>6,593.24</b>  |
| 少数股东权益           | 18.10           | 117.74           | 119.83           | 122.90           | 127.18           |
| 股本               | 234.19          | 304.46           | 304.46           | 304.46           | 304.46           |
| 资本公积             | 1,882.43        | 5,152.83         | 5,152.83         | 5,152.83         | 5,152.83         |
| 留存收益             | 1,265.31        | 1,620.48         | 1,916.61         | 2,352.84         | 2,958.62         |
| 其他               | 208.73          | 208.53           | 139.08           | 185.45           | 177.69           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,608.76</b> | <b>7,404.03</b>  | <b>7,632.80</b>  | <b>8,118.47</b>  | <b>8,720.76</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6,060.44</b> | <b>10,795.77</b> | <b>11,101.39</b> | <b>13,036.56</b> | <b>15,314.01</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2021              | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 550.57            | 520.03            | 383.51            | 564.95            | 784.53            |
| 折旧摊销           | 81.83             | 145.58            | 213.97            | 265.42            | 321.27            |
| 财务费用           | 82.37             | 110.10            | 80.00             | 85.00             | 100.00            |
| 投资损失           | (33.58)           | (5.27)            | (5.00)            | (6.00)            | (7.00)            |
| 营运资金变动         | (911.42)          | (1,333.89)        | (386.38)          | (612.53)          | (144.85)          |
| 其它             | 548.89            | 25.85             | 2.70              | 3.98              | 5.53              |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>318.67</b>     | <b>(537.60)</b>   | <b>288.80</b>     | <b>300.82</b>     | <b>1,059.48</b>   |
| 资本支出           | 1,257.23          | 2,900.56          | 1,600.14          | 1,843.79          | 2,071.13          |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (3,280.68)        | (5,252.54)        | (3,092.67)        | (3,699.24)        | (4,157.70)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,023.44)</b> | <b>(2,351.98)</b> | <b>(1,492.53)</b> | <b>(1,855.44)</b> | <b>(2,086.57)</b> |
| 债权融资           | 1,740.05          | 24.84             | 706.22            | 879.21            | 1,416.59          |
| 股权融资           | 322.35            | 3,340.46          | (157.44)          | (83.26)           | (187.77)          |
| 其他             | (162.17)          | 341.46            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,900.22</b>   | <b>3,706.76</b>   | <b>548.79</b>     | <b>795.95</b>     | <b>1,228.82</b>   |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>195.45</b>     | <b>817.17</b>     | <b>(654.94)</b>   | <b>(758.67)</b>   | <b>201.73</b>     |

| 利润表(百万元)         | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,804.18</b> | <b>4,640.85</b> | <b>5,754.65</b> | <b>7,204.82</b> | <b>9,222.17</b> |
| 营业成本             | 1,962.05        | 3,719.78        | 4,949.00        | 6,134.90        | 7,811.18        |
| 营业税金及附加          | 10.10           | 11.97           | 14.39           | 18.01           | 23.06           |
| 销售费用             | 7.81            | 11.63           | 17.26           | 21.61           | 27.67           |
| 管理费用             | 61.01           | 125.34          | 172.64          | 201.73          | 249.00          |
| 研发费用             | 146.91          | 53.04           | 80.57           | 100.87          | 119.89          |
| 财务费用             | 40.33           | 76.32           | 80.00           | 85.00           | 100.00          |
| 资产/信用减值损失        | (8.00)          | (10.80)         | (12.00)         | (11.00)         | (15.00)         |
| 公允价值变动收益         | 20.18           | 1.22            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 33.58           | 5.27            | 5.00            | 6.00            | 7.00            |
| 其他               | (102.92)        | (1.06)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>633.13</b>   | <b>648.15</b>   | <b>433.80</b>   | <b>637.69</b>   | <b>883.38</b>   |
| 营业外收入            | 0.01            | 0.06            | 1.00            | 1.00            | 1.00            |
| 营业外支出            | 1.62            | 9.73            | 5.67            | 6.54            | 6.54            |
| <b>利润总额</b>      | <b>631.52</b>   | <b>638.48</b>   | <b>429.12</b>   | <b>632.15</b>   | <b>877.84</b>   |
| 所得税              | 80.96           | 118.45          | 42.91           | 63.21           | 87.78           |
| <b>净利润</b>       | <b>550.57</b>   | <b>520.03</b>   | <b>386.21</b>   | <b>568.93</b>   | <b>790.06</b>   |
| 少数股东损益           | 0.61            | (0.47)          | 2.70            | 3.98            | 5.53            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>549.96</b>   | <b>520.50</b>   | <b>383.51</b>   | <b>564.95</b>   | <b>784.53</b>   |
| 每股收益(元)          | 1.81            | 1.71            | 1.26            | 1.86            | 2.58            |

| 主要财务比率         | 2021    | 2022   | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 营业收入           | 133.26% | 65.50% | 24.00%  | 25.20% | 28.00% |
| 营业利润           | 195.36% | 2.37%  | -33.07% | 47.00% | 38.53% |
| 归属于母公司净利润      | 195.02% | -5.36% | -26.32% | 47.31% | 38.87% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 毛利率            | 30.03%  | 19.85% | 14.00%  | 14.85% | 15.30% |
| 净利率            | 19.61%  | 11.22% | 6.66%   | 7.84%  | 8.51%  |
| ROE            | 15.32%  | 7.14%  | 5.10%   | 7.07%  | 9.13%  |
| ROIC           | 38.09%  | 18.20% | 7.47%   | 8.07%  | 8.69%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 40.45%  | 31.42% | 31.24%  | 37.73% | 43.05% |
| 净负债率           | 17.58%  | -1.88% | 17.05%  | 37.25% | 49.76% |
| 流动比率           | 2.13    | 2.61   | 2.38    | 1.57   | 1.17   |
| 速动比率           | 1.92    | 2.13   | 1.96    | 1.10   | 0.86   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 6.09    | 5.84   | 5.84    | 5.84   | 5.84   |
| 存货周转率          | 11.85   | 7.37   | 6.87    | 6.94   | 6.97   |
| 总资产周转率         | 0.62    | 0.55   | 0.53    | 0.60   | 0.65   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |        |        |
| 每股收益           | 1.81    | 1.71   | 1.26    | 1.86   | 2.58   |
| 每股经营现金流        | 1.05    | -1.77  | 0.95    | 0.99   | 3.48   |
| 每股净资产          | 11.79   | 23.93  | 24.68   | 26.26  | 28.23  |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |        |        |
| 市盈率            | 20.91   | 22.09  | 29.98   | 20.35  | 14.66  |
| 市净率            | 3.20    | 1.58   | 1.53    | 1.44   | 1.34   |
| EV/EBITDA      | 32.60   | 13.81  | 16.23   | 13.66  | 11.35  |
| EV/EBIT        | 35.56   | 16.13  | 22.82   | 18.58  | 14.99  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                                                   | 海口                                                                                                  | 上海                                                                                                        | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |