

公司研究

营收快速增长，高价库存导致毛利承压

——孚能科技（688567.SH）2022 年年报及 2023 年一季报业绩点评

要点

事件：2022年4月28日，孚能科技发布2022年年报与2023年一季报：公司2022年营业收入为115.88亿元，同比+231.08%；实现归母净利润-9.27亿元；实现扣非归母净利润-10.02亿元。2022Q4营业收入为29.58亿元，同比+92.67%，环比-13.20%；实现归母净利润-6.49亿元；实现扣非归母净利润-6.19亿元。2023Q1营业收入为37.35亿元，同比+144.20%，环比+26.27%；实现归母净利润-3.52亿元；实现扣非归母净利润-3.65亿元。

高价库存出货导致22Q4及23Q1毛利率承压。公司2022Q4毛利率为-2.27%，环比-8.98pcts，同比+6.05pcts，净利率为-21.94%，环比-18.47pcts，同比+12.75pcts。2023Q1毛利率为1.91%，环比+4.18pcts，同比-4.90pcts，净利率为-9.41%，环比+12.53pcts，同比+6.55pcts。主要由于（1）公司采用先进先出会计准则，高价库存使得公司成本上升。（2）下游客户并未完全接受调价，导致顺价不畅。（3）23Q1随着碳酸锂价格下降，成本端有所改善。（4）存货减值带来1.35亿（22Q4）和0.66亿（23Q1）损失，预计23Q2仍然会有部分减值影响，23Q3开始步入正轨。

淡季不淡，23Q1出货增速亮眼。公司22年出货10.9GWh，22Q4出货2.5GWh，23Q1出货3.5GWh。考虑公司定点项目23年开始放量，我们预计2023年全年出货量有望达到20GWh。23年开始公司戴姆勒、TOGG客户开始大量出货，预计占到全年出货60%，高价客户保证公司电池毛利率。公司预计23年末产能达到55GWh，24年末达到100GWh，产能快速扩张。SPS大软包23Q3开始量产，先供应国内吉利、东风，后续有望进入海外大客户体系内。

市占率提升，钠电半固态电池逐渐进入量产。据韩国SNE Research统计，公司2022年在全球市场动力电池装机达到7.4GWh，同比增长215.1%，市占率为1.4%，较2021年上升0.6个百分点，并进入2022年全球动力电池装机量排名前十。公司针对储能和A级车及以下市场采用钠电策略，目前二代钠电技术对标碳酸锂价格12.5万元/吨。半固态电池已装车东风岚图车型，并在欧美客户处送样验证过程中，预计2025年330Wh/kg电池量产。

盈利预测、估值与评级：新能源车及储能等领域锂电需求旺盛，孚能科技产能规划积极，营收快速增长，公司通过海外高端客户战略+多技术分层匹配需求保持成本优势，考虑库存因素影响净利，同时后续动力电池进入竞争加剧周期，我们下调公司2023-24年净利润预测为6.06/14.00亿元（下调56%/47%），新增2025年净利润预测28.72亿元，当前股价对应PE为43/19/9X，考虑公司23-25年业绩增速快，目前股价处于低位，仍维持“买入”评级。

风险提示：顺价不及预期；装机量不及预期；竞争加剧；技术路线变更风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,500	11,588	22,365	40,063	71,085
营业收入增长率	212.60%	231.08%	93.00%	79.13%	77.43%
净利润（百万元）	-953	-927	606	1,400	2,872
净利润增长率	-	-	-	131.10%	105.12%
EPS（元）	-0.89	-0.76	0.50	1.15	2.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	-10.27%	-7.71%	4.79%	9.97%	16.98%
P/E	-	-	43	19	9
P/B	2.5	2.2	2.1	1.9	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-04-28

买入（维持）

当前价：21.44元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523696

chenwuji@ebsecn.com

联系人：和霖

021-52523853

helin@ebsecn.com

联系人：吕昊

021-52523817

lvhao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.18
总市值(亿元)	261.07
一年最低/最高(元)	17.87/39.91
近3月换手率	27.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.54	-13.34	14.80
绝对	-5.34	-14.75	15.27

资料来源：Wind

相关研报

软包龙头静待转折，三元战略定位高端——孚能科技（688567.SH）投资价值分析报告（2022-09-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,500	11,588	22,365	40,063	71,085
营业成本	3,617	10,718	18,947	33,799	60,212
折旧和摊销	363	647	981	1,210	1,480
税金及附加	14	32	62	111	197
销售费用	149	486	895	1,603	2,843
管理费用	365	565	644	966	1,359
研发费用	542	598	950	1,301	1,953
财务费用	47	99	329	704	1,267
投资收益	33	9	27	23	20
营业利润	-1,120	-1,150	698	1,611	3,303
利润总额	-1,118	-1,149	696	1,609	3,301
所得税	-165	-222	91	209	429
净利润	-953	-927	606	1,400	2,872
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-953	-927	606	1,400	2,872
EPS(元)	-0.89	-0.76	0.50	1.15	2.36

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	233	-1,747	2,330	9,348	13,056
净利润	-953	-927	606	1,400	2,872
折旧摊销	363	647	981	1,210	1,480
净营运资金增加	-758	3,976	6,706	6,326	14,262
其他	1,581	-5,443	-5,962	412	-5,558
投资活动产生现金流	-3,881	-963	-5,482	-4,940	-4,704
净资本支出	-2,331	-1,737	-5,200	-4,950	-4,713
长期投资变化	31	222	-15	-13	-11
其他资产变化	-1,580	552	-267	23	20
融资活动现金流	889	5,157	7,492	7,980	13,363
股本变化	0	147	0	0	0
债务净变化	998	2,123	7,824	8,716	14,686
无息负债变化	5,323	6,325	4,269	13,052	23,190
净现金流	-2,754	2,461	4,340	12,388	21,716

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	-3.3%	7.5%	15.3%	15.6%	15.3%
EBITDA 率	-17.1%	2.6%	9.6%	10.5%	10.2%
EBIT 率	-27.5%	-3.1%	5.2%	7.5%	8.1%
税前净利润率	-31.9%	-9.9%	3.1%	4.0%	4.6%
归母净利润率	-27.2%	-8.0%	2.7%	3.5%	4.0%
ROA	-4.6%	-2.9%	1.4%	2.1%	2.6%
ROE (摊薄)	-10.3%	-7.7%	4.8%	10.0%	17.0%
经营性 ROIC	-10.1%	-2.2%	4.0%	7.4%	9.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	56%	63%	72%	79%	84%
流动比率	1.32	1.26	1.07	1.01	1.02
速动比率	0.99	0.84	0.74	0.75	0.75
归母权益/有息债务	3.40	2.48	1.00	0.66	0.47
有形资产/有息债务	7.40	6.42	3.45	3.12	2.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	20,936	32,127	44,843	68,012	108,759
货币资金	4,978	11,315	15,656	28,044	49,759
交易性金融资产	599	122	122	122	122
应收帐款	1,472	1,518	3,146	5,636	10,000
应收票据	244	392	756	1,354	2,402
其他应收款 (合计)	106	31	70	125	222
存货	2,855	7,279	9,141	12,924	23,028
其他流动资产	831	671	458	108	-505
流动资产合计	11,455	21,709	29,917	49,327	86,835
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	31	222	236	249	260
固定资产	6,252	7,618	8,699	10,086	11,555
在建工程	1,307	620	3,090	4,811	5,977
无形资产	331	334	503	660	806
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	329	183	1,261	1,261	1,261
非流动资产合计	9,482	10,418	14,926	18,685	21,925
总负债	11,662	20,111	32,204	53,973	91,849
短期借款	0	2,132	8,820	16,349	29,907
应付账款	2,179	3,539	6,631	11,830	21,074
应付票据	3,108	8,064	9,473	16,899	30,106
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	358	488	700	1,072
流动负债合计	8,676	17,177	28,041	48,654	85,458
长期借款	2,191	1,892	3,558	4,746	5,874
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	586	571	552	520	464
非流动负债合计	2,987	2,933	4,163	5,319	6,391
股东权益	9,274	12,017	12,639	14,039	16,910
股本	1,071	1,218	1,218	1,218	1,218
公积金	9,388	12,910	12,970	13,110	13,397
未分配利润	-1,168	-2,095	-1,550	-290	2,294
归属母公司权益	9,274	12,017	12,639	14,039	16,910
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.26%	4.19%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	10.43%	4.87%	2.88%	2.41%	1.91%
财务费用率	1.35%	0.86%	1.47%	1.76%	1.78%
研发费用率	15.47%	5.16%	4.25%	3.25%	2.75%
所得税率	15%	19%	13%	13%	13%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.22	-1.43	1.91	7.68	10.72
每股净资产	8.66	9.87	10.38	11.53	13.89
每股销售收入	3.27	9.52	18.37	32.90	58.38

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	-	-	43	19	9
PB	2.5	2.2	2.1	1.9	1.5
EV/EBITDA	-37.5	95.6	17.9	11.2	8.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		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