

嘉元科技 (688388.SH)

增持

Q3 铜箔加工费下行，布局复合铜箔优化产品结构

核心观点

2022年三季报公司盈利1.5亿元，同比下降0.21%。2022年前三季度公司实现营收32.81亿（同比+65.11%）；实现归母净利润4.38亿（同比+11.03%），毛利率23.61%，净利率13.33%；对应2022Q3营收13.47亿（同比+72.28%，环比+38.66%），归母净利润1.5亿（同比-0.21%，环比+31.3%），Q3毛利率18.02%，净利率11.1%。

铜价与加工费下行致使业绩短暂承压。公司定价模式主要采用“铜价+加工费”。铜价方面，长家有色铜价Q3价格中枢约为5.8-5.9万元/吨，相较于Q2价格中枢7万元/吨，单吨环比下滑超过1万元。因此影响公司收入规模。加工费方面，我们估计Q3公司铜箔加工费相较于Q2环比下滑0.2-0.3万元/吨，Q3公司铜箔单吨毛利为1.6万元/吨，单吨净利为0.8万元/吨。我们预计Q4公司铜箔单吨净利维持在0.8万元/吨。

公司出货量与产能稳步推进。出货量来看，公司Q3出货1.45万吨，环比增长45%，根据公司排产规划，我们预计22年全年公司出货量为5.1万吨。从公司产能规划来看，白渡嘉元科技园二期1.6万吨已于9月开始投产，宁德福安1.5万吨高性能铜箔项目，山东聊城1万吨高精度超薄铜箔项目逐渐放量，我们预计2022年年底公司产能将达到10.7万吨，23年年底公司产能将达到14.7万吨。

布局复合铜箔，优化产品结构。公司10月宣布与南开大学先进能源材料化学教育部重点实验室原始团队签订《技术开发合作意向书》共同研发新型复合集流体。公司目前已有计划购置中试设备以进一步推进产品研发，预计复合铜箔业务将进一步丰富产品结构，提升公司综合竞争力。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。公司铜箔业务出货量与产能快速释放，且公司目前开辟新业务复合铜箔，我们预计将为公司带来可观的业绩成长，我们预计2022-2024年实现归母净利润分别为6.08/8.12/9.54亿元（原预测2022年5.85亿元），同比增速分别为10.5%/33.5%/17.5%，摊薄EPS分别为2.0/2.67/3.14元，当前股价对应PE分别为27/20.2/17.2倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,202	2,804	4,766	6,880	9,840
(+/-%)	-16.9%	133.3%	70.0%	44.4%	43.0%
归母净利润(百万元)	186	550	608	812	954
(+/-%)	-43.5%	195.0%	10.5%	33.5%	17.5%
每股收益(元)	0.61	1.81	2.00	2.67	3.14
EBIT Margin	14.6%	22.0%	14.9%	14.6%	12.4%
净资产收益率(ROE)	7.1%	15.3%	14.9%	17.2%	17.7%
市盈率(PE)	88.0	29.8	27.0	20.2	17.2
EV/EBITDA	74.7	27.3	21.3	15.8	13.5
市净率(PB)	6.29	4.57	4.03	3.47	3.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	53.98元
总市值/流通市值	16410/12631百万元
52周最高价/最低价	168.88/48.33元
近3个月日均成交额	224.68百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

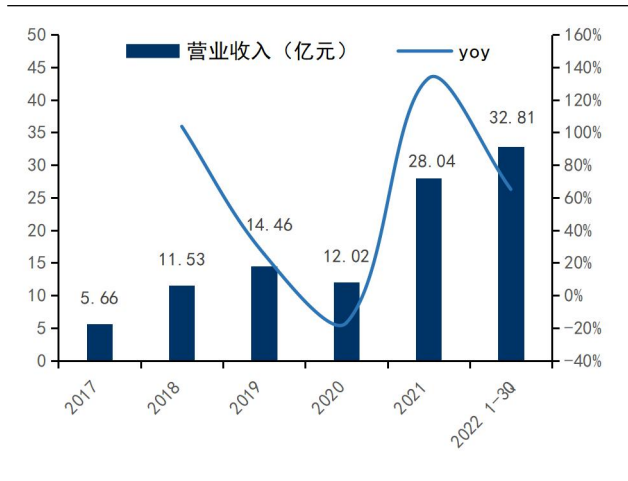
相关研究报告

《嘉元科技-688388-2021年一季报点评：铜箔量价齐升，Q1盈利创新高》——2021-04-19

《嘉元科技-688388-2020年年报点评：盈利逐季恢复，铜箔格局向好》——2021-03-30

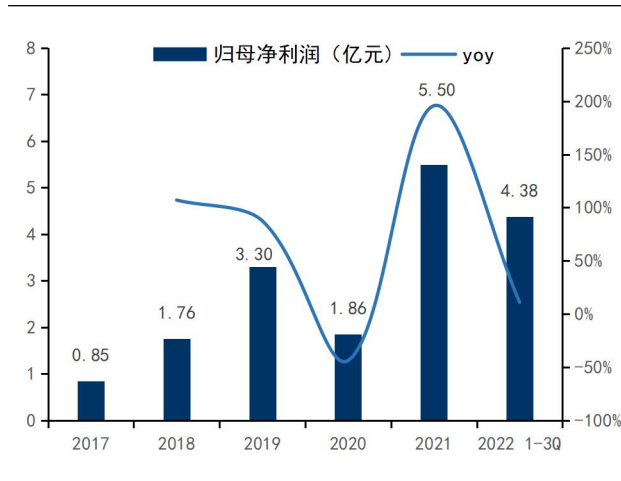
2022 年前三季度公司实现营收 32.81 亿（同比+65.11%）；实现归母净利润 4.38 亿（同比+11.03%），毛利率 23.61%，净利率 13.33%；对应 2022Q3 营收 13.47 亿（同比+72.28%，环比+38.66%），归母净利润 1.5 亿（同比-0.21%，环比+31.3%），Q3 毛利率 18.02%，净利率 11.1%。

图1：嘉元科技年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



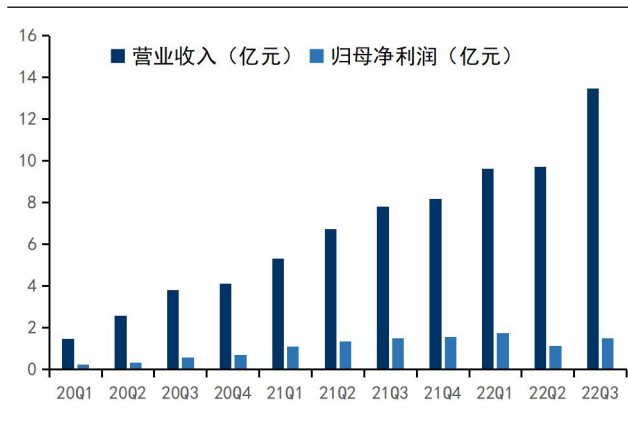
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：嘉元科技年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



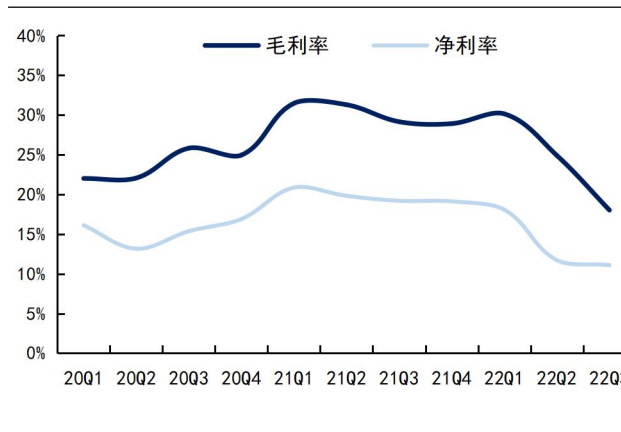
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营收与归母净利润变化（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

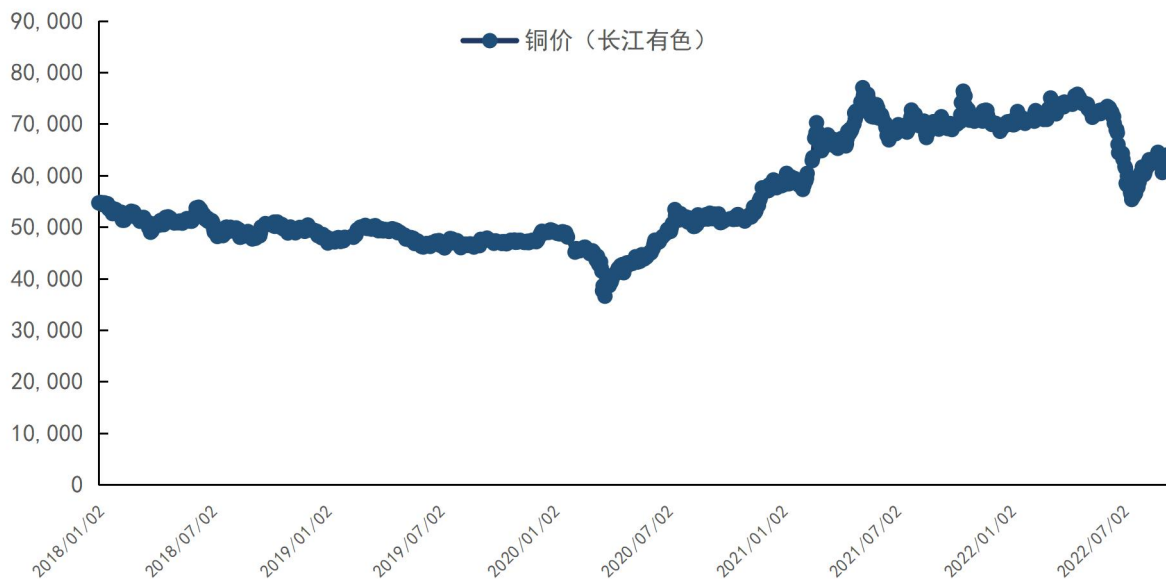
图4：公司毛利率、净利率季度变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铜价与加工费下行致使业绩短暂承压。公司定价模式主要采用“铜价+加工费”。铜价方面，长家有色铜价 Q3 价格中枢约为 5.8-5.9 万元/吨，相较于 Q2 价格中枢 7 万元/吨，单吨环比下滑超过 1 万元。因此影响公司收入规模。加工费方面，我们估计 Q3 公司铜箔加工费相较于 Q2 环比下滑 0.2-0.3 万元/吨，Q3 公司铜箔单吨毛利为 1.6 万元/吨，单吨净利为 0.8 万元/吨。我们预计 Q4 公司铜箔单吨净利维持在 0.8 万元/吨。

图5: 铜价变化曲线



资料来源: SMM 上海金属网、国信证券经济研究所整理

公司出货量与产能稳步推进。出货量来看,公司 Q3 出货 1.45 万吨,环比增长 45%,根据公司排产规划,我们预计 22 年全年公司出货量为 5.1 万吨。从公司产能规划来看,白渡嘉元科技园二期 1.6 万吨已于 9 月开始投产,宁德福安 1.5 万吨高性能铜箔项目,山东聊城 1 万吨高精度超薄铜箔项目逐渐放量,我们预计 2022 年年底公司产能将达到 10.7 万吨,23 年年底公司产能将达到 14.7 万吨。

布局复合铜箔,优化产品结构。公司 10 月宣布与南开大学先进能源材料化学教育部重点实验室原始团队签订《技术开发合作意向书》共同研发新型复合集流体。公司目前已有计划购置中试设备以进一步推进产品研发,预计复合铜箔业务将进一步丰富产品结构,提升公司综合竞争力。

投资建议:调整盈利预测,维持“增持”评级。

公司铜箔业务出货量与产能快速释放,且公司目前开辟新业务复合铜箔,我们预计将为公司带来可观的业绩成长,我们预计 2022-2024 年实现归母净利润分别为 6.08/8.12/9.54 亿元(原预测 2022 年 5.85 亿元),同比增速分别为 10.5%/33.5%/17.5%,摊薄 EPS 分别为 2.0/2.67/3.14 元,当前股价对应 PE 分别为 27/20.2/17.2 倍,维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（2022 年 11 月 13 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			ROE	PEG	投资 评级
			亿元	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	(2021A)	(2021A)		
300073	当升科技	63.15	319.9	4.1	4.68	5.99	15.40	13.49	10.54	11.55	0.3	买入	
300037	新宙邦	41.25	306.3	2.5	3.09	3.87	16.50	13.35	10.66	19.3	0.2	增持	
002709	天赐材料	47.93	923.4	3.1	3.53	4.24	15.46	13.58	11.30	30.86	0.2	买入	
688388	嘉元科技	53.98	164.3	2.0	2.67	3.14	26.99	20.22	17.19	15.32	0.7	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1050	1259	1000	1000	1000	营业收入	1202	2804	4766	6880	9840
应收款项	234	688	1045	1320	1618	营业成本	911	1962	3727	5440	8040
存货净额	150	323	579	848	1264	营业税金及附加	3	10	10	14	20
其他流动资产	349	1044	1430	2064	2460	销售费用	4	8	12	15	20
流动资产合计	1783	3314	4053	5232	6342	管理费用	36	61	119	156	201
固定资产	967	2084	2757	3041	3548	研发费用	72	147	191	255	344
无形资产及其他	59	106	102	98	94	财务费用	(14)	40	53	76	93
投资性房地产	132	556	556	556	556	投资收益	23	34	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	20	0	0	0
资产总计	2941	6060	7468	8926	10539	其他收入	(70)	(144)	(191)	(255)	(344)
短期借款及交易性金融负债	113	1059	1932	2489	3046	营业利润	214	633	655	925	1122
应付款项	74	294	289	424	632	营业外净收支	(3)	(2)	60	30	0
其他流动负债	65	203	255	373	553	利润总额	211	632	715	955	1122
流动负债合计	252	1556	2477	3286	4231	所得税费用	25	81	107	143	168
长期借款及应付债券	0	834	834	834	834	少数股东损益	0	1	0	0	0
其他长期负债	58	61	61	61	61	归属于母公司净利润	186	550	608	812	954
长期负债合计	58	896	896	896	896	现金流量表（百万元）					
负债合计	311	2452	3372	4182	5127	净利润	186	550	608	812	954
少数股东权益	20	18	18	18	18	资产减值准备	2	0	101	21	22
股东权益	2611	3591	4077	4726	5394	折旧摊销	48	74	221	299	375
负债和股东权益总计	2941	6060	7468	8926	10539	公允价值变动损失	(0)	(20)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(14)	40	53	76	93
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	557	(1384)	(849)	(905)	(699)
每股收益	0.61	1.81	2.00	2.67	3.14	其它	(2)	1	(101)	(21)	(22)
每股红利	0.34	0.27	0.40	0.53	0.94	经营活动现金流	791	(780)	(21)	205	630
每股净资产	8.59	11.81	13.41	15.55	17.74	资本开支	0	(1210)	(990)	(600)	(900)
ROIC	6.36%	12.23%	9%	11%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.14%	15.32%	15%	17%	18%	投资活动现金流	0	(1210)	(990)	(600)	(900)
毛利率	24%	30%	22%	21%	18%	权益性融资	(0)	5	0	0	0
EBIT Margin	15%	22%	15%	15%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	25%	19%	19%	16%	支付股利、利息	(104)	(82)	(122)	(162)	(286)
收入增长	-17%	133%	70%	44%	43%	其它融资现金流	(236)	2358	873	557	556
净利润增长率	-43%	195%	11%	34%	18%	融资活动现金流	(443)	2199	752	395	270
资产负债率	11%	41%	45%	47%	49%	现金净变动	349	209	(259)	0	0
股息率	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%	1.7%	货币资金的期初余额	701	1050	1259	1000	1000
P/E	88.0	29.8	27.0	20.2	17.2	货币资金的期末余额	1050	1259	1000	1000	1000
P/B	6.3	4.6	4.0	3.5	3.0	企业自由现金流	0	(1983)	(1016)	(355)	(191)
EV/EBITDA	74.7	27.3	21.3	15.8	13.5	权益自由现金流	0	375	(188)	137	286

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032