



中信证券研究部



宋韶灵
首席新能源汽车
分析师
S1010518090002



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



董雨舫
新能源汽车分析师
S1010520120006



联系人：吴威辰

核心观点

公司公告拟定增募资 39 亿元，积极扩张消费类电芯和模组产能。短期看，公司 2021 年 Q1 经营有望同比明显改善。中长期看，公司是消费电池 PACK 全球龙头，收购锂威后积极布局电芯业务，迎来高速增长，近期兰溪消费类电池项目开工建设，产能有望迎来大幅提升；同时公司积极推进动力电池业务，与雷诺-日产、沃尔沃等开展合作。公司消费和动力双轮驱动，未来有望迎来高成长，继续推荐，维持“买入”评级。

■ **事件：**2 月 25 日晚公司发布非公开发行股票预案与收购孙公子少数股东股权公告。对此我们点评如下：

■ **拟定增募资 39.37 亿元，积极拓展消费电池业务。**公司公告拟非公开发行股票募资不超过 39.37 亿元，用于公司消费类业务产能扩张。其中：1) 3C 消费类锂离子电芯扩产项目拟投资 14.5 亿元建设年产 1.25 亿只消费类锂离子电芯生产线，项目建设期 2.5 年；2) 3C 消费类锂电池模组扩产项目拟投资 13 亿元建设手机数码类年产 1.25 亿只模组的自动化生产线，项目建设期 3 年；3) 笔记本电脑类锂电池模组扩产项目拟投资 5 亿元建设年产 4000 万只笔记本电脑类锂电池模组生产线，项目建设期 2 年。

■ **定增募投增强锂威竞争力，21 年产能释放料将贡献业绩弹性。**根据公司 2020 年中报数据，惠州锂威实现净利润 1.6 亿元，考虑到下半年行业需求高涨，我们预计 2020 年全年惠州锂威实现超 3 亿元利润。目前惠州锂威产能约为 50 万只/天，我们预计新建 20 万只/天产能将在年中投放，目前公司在惠州和兰溪积极布局消费类电芯业务，该次定增募集资金扩张产能，有望增强惠州锂威该业务的竞争力。公司于 2021 年 2 月 26 日晚同时公告拟以对价 124 万元取得兰创集团所持浙江锂威 40% 股权，交易后浙江锂威将变更为惠州锂威全资子公司。

■ **动力电池开始出口海外，新客户放量在即。**2020 年 12 月 25 日，由易捷特生产，配载欣旺达动力电池的雷诺 DACIA Spring 外销海外客户，截至 12 月 31 日，公司已经出货电池包 4500 多台。公司近期获得东风柳汽磷酸铁锂菱智 CM5EV、东风乘用车 E70 动力电池定点，动力电池客户拓展方面进展喜人。我们预计，公司给雷诺日产 HEV 订单将于 2021 年 Q1 开始出货，同时易捷特订单也将逐步释放。国内客户方面，公司此前已经与吉利、东风柳汽等客户进行合作，公司也在积极开发国内新客户，考虑到今年新能源汽车行业需求景气度持续提升，我们预计公司将取得国内客户实质性突破。

■ **消费业务多点开花，预计 2021 年将持续高增长。**数码模组方面，2020 年 10 月，苹果发布四款新机型，分别为 iPhone12 mini、iPhone12、iPhone12 Pro、iPhone12 Pro Max，预计新机型的发布将带动新一轮换机潮的到来。公司是苹果手机电池模组最重要的供应商，将直接受益于四季度苹果手机出货高增；消费电芯方面，根据其官网消息，锂威能源 2020 年三季度加班保证电芯交付，并在 9 月 29 日完成装配突破日产 50 万的目标，预计三季度锂威净利润超 1 亿元；其他方面，公司近期公告在浙江建设浙江欣动能源生产基地，主要面向消费类小动力电池的 pack 环节，2022 年两期项目达产后，产值将达到 35 亿元。公司消费类业务多点开花，预计将保持较高的业绩增速。


联系人：滕冠兴

■ **风险因素：**动力电池产能投产不及预期；客户拓展不及预期；消费电子自供率不及预期；定增及相关募投项目进展不及预期。

■ **投资建议：**维持公司 2020/2021/2022 年归母净利润预测分别为 6.35/13.76/17.59 亿元，对应 EPS 预测为 0.40/0.87/1.12 元，对应 2020/21/22 年 PE 为 64/29/23 倍。短期看，公司 2021 年 Q1 经营有望同比明显改善。中长期看，公司是消费电池 PACK 全球龙头，收购锂威后积极布局电芯业务，迎来高速增长，近期兰溪消费类电池项目开工建设，产能有望迎来大幅提升；同时公司积极推荐动力电池业务，与雷诺-日产、沃尔沃等开展合作。公司消费和动力双轮驱动，未来有望迎来高成长，继续推荐，维持“买入”评级。

欣旺达	300207
评级	买入（维持）
当前价	26.23 元
总股本	1,575 百万股
流通股本	1,393 百万股
52 周最高/最低价	31.74/13.1 元
近 1 月绝对涨幅	-5.38%
近 6 月绝对涨幅	14.56%
近 12 月绝对涨幅	8.31%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,338	25,241	29,689	36,963	43,732
营业收入增长率	44.8%	24.1%	17.6%	24.5%	18.3%
净利润(百万元)	701	751	635	1,376	1,759
净利润增长率	29.0%	7.1%	-15.4%	116.5%	27.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.49	0.40	0.87	1.12
毛利率%	14.8%	15.3%	15.5%	16.6%	17.0%
净资产收益率 ROE%	13.1%	13.0%	9.9%	18.1%	19.3%
每股净资产（元）	3.42	3.68	4.08	4.86	5.82
PE	55	54	66	30	23
PB	7.7	7.1	6.4	5.4	4.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 2 月 25 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,338	25,241	29,689	36,963	43,732
营业成本	17,321	21,367	25,085	30,845	36,284
毛利率	14.83%	15.35%	15.51%	16.55%	17.03%
营业税金及附加	47	98	115	143	169
销售费用	187	260	312	436	525
营业费用率	0.92%	1.03%	1.05%	1.18%	1.20%
管理费用	633	857	1,039	1,442	1,815
管理费用率	3.11%	3.40%	3.50%	3.90%	4.15%
财务费用	193	380	450	618	717
财务费用率	0.95%	1.50%	1.51%	1.67%	1.64%
投资收益	15	147	92	80	80
营业利润	782	809	709	1,514	1,933
营业利润率	3.85%	3.21%	2.39%	4.10%	4.42%
营业外收入	21	23	23	22	23
营业外支出	33	18	23	25	22
利润总额	771	814	709	1,512	1,934
所得税	65	64	64	128	164
所得税率	8.41%	7.87%	9.08%	8.45%	8.47%
少数股东损益	4	(1)	9	9	11
归属于母公司股东的净利润	701	751	635	1,376	1,759
净利率	3.45%	2.98%	2.14%	3.72%	4.02%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	771	814	709	1,512	1,934
所得税支出	-65	-64	-64	-128	-164
折旧和摊销	339	556	506	506	506
营运资金的变化	-309	-876	-4,250	-898	-825
其他经营现金流	366	313	854	625	728
经营现金流合计	1,101	744	-2,245	1,618	2,180
资本支出	-2,091	-3,079	0	0	0
投资收益	15	147	92	80	80
其他投资现金流	-204	49	-87	-116	-155
投资现金流合计	-2,279	-2,883	4	-36	-75
发行股票	2,534	683	0	0	0
负债变化	11,048	12,282	2,894	774	46
股息支出	-258	-201	0	-161	-248
其他融资现金流	-10,712	-11,414	-450	-618	-717
融资现金流合计	2,611	1,350	2,444	-6	-919
现金及现金等价物净增加额	1,433	-789	203	1,576	1,186

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,544	4,674	4,877	6,452	7,638
存货	3,296	4,061	4,632	5,751	6,718
应收账款	4,743	5,104	6,802	7,919	9,263
其他流动资产	1,116	993	1,460	1,558	1,554
流动资产	12,699	14,831	17,771	21,680	25,173
固定资产	3,663	4,261	4,955	5,549	6,043
长期股权投资	53	295	295	295	295
无形资产	293	642	642	642	642
其他长期资产	1,968	3,560	2,452	1,475	639
非流动资产	5,977	8,758	8,344	7,961	7,619
资产总计	18,677	23,589	26,115	29,642	32,793
短期借款	2,500	5,559	8,275	9,102	9,284
应付账款	4,675	5,463	7,011	8,278	9,719
其他流动负债	4,323	4,995	2,435	2,698	2,840
流动负债	11,497	16,017	17,722	20,078	21,842
长期借款	707	813	997	1,231	1,406
其他长期负债	1,079	766	759	471	161
非流动性负债	1,786	1,578	1,756	1,702	1,567
负债合计	13,283	17,595	19,477	21,781	23,409
股本	1,548	1,569	1,575	1,575	1,575
资本公积	1,804	1,875	1,875	1,875	1,875
归属于母公司所有者权益合计	5,359	5,770	6,405	7,619	9,130
少数股东权益	35	224	233	242	253
股东权益合计	5,394	5,994	6,638	7,861	9,384
负债股东权益总计	18,677	23,589	26,115	29,642	32,793

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	44.81%	24.10%	17.62%	24.50%	18.31%
营业利润增长率	24.50%	3.47%	-12.4%	113.6%	27.67%
净利润增长率	28.99%	7.06%	-15.4%	116.5%	27.89%
毛利率	14.83%	15.35%	15.51%	16.55%	17.03%
EBITDA Margin	6.37%	6.47%	5.58%	7.11%	7.19%
净利率	3.45%	2.98%	2.14%	3.72%	4.02%
净资产收益率	13.09%	13.02%	9.92%	18.05%	19.27%
总资产收益率	3.76%	3.18%	2.43%	4.64%	5.36%
资产负债率	71.12%	74.59%	74.58%	73.48%	71.39%
所得税率	8.41%	7.87%	9.08%	8.45%	8.47%
股利支付率	28.69%	0.00%	25.40%	18.03%	14.48%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000011735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。