

土耳其合资厂已实现量产，丰富产品矩阵构筑壁垒

2023年12月26日

土耳其合资厂已实现量产，持续深化海外布局。2023年12月21日，土耳其工业和技术部部长等一行访问公司镇江基地，加强双方在新能源汽车领域合作深入交流。公司很早就抢滩土耳其市场，2020年6月被土耳其Togg集团选定为其研发、生产动力电池的供应商；2021年9月，双方成立合资公司Siro，负责Togg全系车型及其他客户动力电池研发、生产和供应，后续将面向欧洲、中东、非洲市场逐步推进动力电池技术输出及储能整体解决方案。**目前，Siro已建成投产6GWh的模组和电池包产线。**2026年，Siro生产基地将成为生产高镍电池模块和封装(包括电池电芯)的主要工厂；2031年，Siro年产能将达20GWh。

受益土耳其电动化转型加速，公司海外订单有望提升。23年1-10月，土耳其汽车销量达74.95万辆，混动汽车销量78387辆，同比增长66.5%，电动汽车销量48883辆，同比增长889.7%。BMI预计，2032年土耳其电动车年均销售量将增长60.8%，电动汽车渗透率将升至30.4%。Togg首款车型自2023年4月交付以来累计销售近万辆，成为当地畅销电动车型，远期产能规划将达100万辆，并计划在2025年向欧洲出口。**公司海外收入占比大幅提升，伴随土耳其电动车销量增长，Togg在公司海外订单中地位日益重要。**公司海外客户包括奔驰、Togg以及ZeroMotocycles等领军企业，还将为印度马恒达(Mahindra)首款纯电SUVXUV400提供动力电池。2021-2023H1，公司实现海外销售收入4.06/43.94/41.95亿元，分别占总营收11.6%/37.91%/60.06%，海外营收规模持续高增长。

公司丰富产品矩阵，技术先行抢滩海外市场。目前，公司在软包动力电池解决方案、钠离子电池、储能及多款商用车锂电池产品等领域已取得重大阶段性研发成果。广州工控拟通过定向增发等方式推进广州工控集团谋求孚能科技实控人地位，得益于该事项，公司有望借势广汽迅速推进SPS大软包方案落地。大软包(SPS)产品支持整车充电10min续航400km，获得包含吉利和东风的定点；钠离子动力电池研发即将在赣州基地投产；公司磷酸铁锂电池将于云南24GWh基地实现产业化；长循环寿命动力电池开发已进入产业化状态，满足整车600km续航；高性能LMFP电池处于开发阶段。**随着技术的不断优化升级，公司产品逐渐获得更多海外客户认可。**

投资建议：预计公司2023-2025年实现营收157.02、202.99、267.86亿元，同比增速为35.5%、29.3%、32.0%，归母净利-11.85、1.39、6.93亿元，同比增速为-27.8%、111.7%、398.2%，对应12月25日股价，24-25年PE值为138X/28X。考虑到公司产品矩阵丰富，客户指引稳定，维持“推荐”评级。

风险提示：持续经营业绩亏损，产品技术迭代的风险，需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,588	15,702	20,299	26,786
增长率(%)	231.1	35.5	29.3	32.0
归属母公司股东净利润(百万元)	-927	-1,185	139	693
增长率(%)	2.7	-27.8	111.7	398.2
每股收益(元)	-0.76	-0.97	0.11	0.57
PE	\	\	138	28
PB	1.6	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年12月25日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
15.72元

分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书: S0100122010020

电话: 021-60876734

邮箱: lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书: S0100122060007

电话: 021-60876734

邮箱: xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书: S0100122120021

电话: 021-60876734

邮箱: zhaodan@mszq.com

相关研究

1.孚能科技(688567.SH)2023年半年报点评:短期业绩承压,多项举措有望提振长期业绩-2023/09/04

2.孚能科技(688567.SH)2022年年报及2023年一季报点评:营收高速增长,产品矩阵日益丰富-2023/05/04

3.孚能科技(688567.SH)2022年半年度业绩预告点评:二季度实现盈利,软包龙头产能释放节奏稳定-2022/08/15

4.孚能科技(688567.SH)2021年年报及2022年一季报点评:产能快速释放,22年或成为营收盈利双拐点-2022/05/02

5.孚能科技(688567)业绩预告点评:21年业绩承压,22年营收业绩双拐点-2022/02/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,588	15,702	20,299	26,786
营业成本	10,718	14,970	17,884	23,125
营业税金及附加	32	47	61	80
销售费用	486	550	650	884
管理费用	565	534	609	884
研发费用	598	550	650	1,071
EBIT	-998	-934	531	968
财务费用	99	26	31	41
资产减值损失	-311	-230	-162	-127
投资收益	9	-314	-203	-27
营业利润	-1,150	-1,488	156	800
营业外收支	1	7	6	5
利润总额	-1,149	-1,481	162	805
所得税	-222	-296	23	113
净利润	-927	-1,185	139	693
归属于母公司净利润	-927	-1,185	139	693
EBITDA	-330	-196	1,396	1,948

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,315	12,161	11,492	11,203
应收账款及票据	1,910	3,452	3,912	4,436
预付款项	380	299	358	463
存货	7,279	5,512	5,228	6,209
其他流动资产	824	1,153	1,262	1,416
流动资产合计	21,709	22,578	22,252	23,726
长期股权投资	222	222	222	222
固定资产	7,618	8,038	8,242	8,437
无形资产	334	508	615	659
非流动资产合计	10,418	11,253	11,450	11,492
资产合计	32,127	33,831	33,702	35,218
短期借款	2,132	3,132	3,132	3,132
应付账款及票据	11,603	11,894	11,269	11,404
其他流动负债	3,443	3,101	3,458	4,140
流动负债合计	17,177	18,127	17,859	18,676
长期借款	1,892	1,892	1,892	1,892
其他长期负债	1,041	2,950	2,949	2,956
非流动负债合计	2,933	4,842	4,841	4,848
负债合计	20,111	22,969	22,701	23,524
股本	1,218	1,218	1,218	1,218
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	12,017	10,862	11,001	11,694
负债和股东权益合计	32,127	33,831	33,702	35,218

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	231.08	35.50	29.28	31.96
EBIT 增长率	28.86	6.41	156.89	82.27
净利润增长率	2.70	-27.84	111.73	398.16
盈利能力 (%)				
毛利率	7.51	4.66	11.90	13.67
净利润率	-8.00	-7.55	0.68	2.59
总资产收益率 ROA	-2.89	-3.50	0.41	1.97
净资产收益率 ROE	-7.71	-10.91	1.26	5.92
偿债能力				
流动比率	1.26	1.25	1.25	1.27
速动比率	0.78	0.89	0.90	0.88
现金比率	0.66	0.67	0.64	0.60
资产负债率 (%)	62.60	67.89	67.36	66.80
经营效率				
应收账款周转天数	47.81	75.00	65.00	55.00
存货周转天数	247.91	140.00	110.00	100.00
总资产周转率	0.44	0.48	0.60	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	-0.76	-0.97	0.11	0.57
每股净资产	9.86	8.92	9.03	9.60
每股经营现金流	-1.43	0.41	0.64	0.77
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	\	\	138	28
PB	1.6	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	-40.64	-68.40	9.59	6.88
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-927	-1,185	139	693
折旧和摊销	668	738	865	980
营运资金变动	-1,829	495	-808	-1,113
经营活动现金流	-1,747	497	784	935
资本开支	-1,737	-1,298	-1,036	-990
投资	259	0	0	0
投资活动现金流	-963	-1,591	-1,239	-1,017
股权募资	3,379	0	0	0
债务募资	1,995	1,732	-1	6
筹资活动现金流	5,157	1,940	-214	-207
现金净流量	2,461	845	-669	-289

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026