

投资评级 优于大市 维持

业绩维持快速增长，多板块协同、全球化进展加速

股票数据

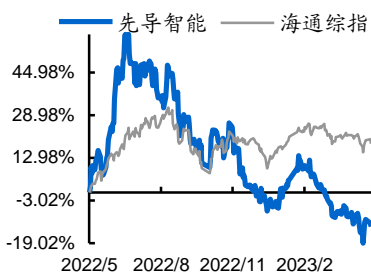
05月05日收盘价(元)	37.12
52周股价波动(元)	34.16-69.99
总股本/流通A股(百万股)	1566/1454
总市值/流通市值(百万元)	58136/53977

相关研究

《Q2 单季度盈利能力环比改善；新签订单呈现较快增长》2022.08.27

《前三季度归母净利润 yoy+57%，合同负债、存货同比大幅上行印证在手订单充足》2021.10.30

《高景气下电池厂加速扩产，公司龙头地位进一步凸显，期待盈利能力上行》2021.07.11

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.3	-13.7	-22.2
相对涨幅 (%)	-2.2	-10.9	-19.2

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 事件。**公司披露 2022 年年报、2023 年一季报。根据 Wind 数据，1) 2022 年：实现营业收入 139.32 亿元，yoy+38.82%，归母净利润 23.18 亿元，yoy+46.25%，扣非归母净利润为 22.56 亿元，yoy+47.21%；其中，22Q4：实现营业收入 39.32 亿元，yoy-3.83%；归母净利润 6.52 亿元，yoy+12.30%，扣非归母净利润为 6.36 亿元，yoy+ 13.98%。2) 2023Q1：实现营业收入 32.74 亿元，yoy+11.88%，归母净利润 5.63 亿元，yoy+62.64%，扣非归母净利润为 5.51 亿元，yoy+61.63%。
- 锂电池智能设备、智能物流系统收入增长快速，毛利率实现较大提升。**根据公司 2022 年年报，公司 2022 年各项业务情况如下：1) 锂电池智能装备：99.44 亿元，yoy+42.96%，毛利率 39.04%，yoy+4.41pct；2) 光伏智能装备：4.63 亿元，yoy-22.76%；3) 3C 智能装备：6.06 亿元，yoy+2.51%；4) 智能物流：16.95 亿元，yoy+60.53%；毛利率 19.05%，yoy+4.27pct；5) 其他：12.24 亿元，yoy+46.76%。
- 2022 年、2023Q1 毛利率、净利率均实现同比提升；研发投入加大。**根据 Wind 数据，从盈利能力来看：1) 2022：公司毛利率/净利率分别为 37.75%/16.63%，yoy+3.69pct/+0.85pct；其中，2022Q4 单季度毛利率/净利率分别为 43.09%/16.59%，yoy+14.04pct/+2.38pct；2) 2023Q1：公司毛利率/净利率分别为 41.46%/16.68%，yoy+10.66pct/+4.84pct。从期间费用率来看，2022/2022Q4/2023Q1 公司期间费用率为 17.31%/21.08%/21.40%，yoy+0.42pct/+8.50pct/+4.88pct；公司研发投入加大，2022Q4/2023Q1 研发费用分别为 4.48 亿元/4.25 亿元，yoy+61.81%/+64.89%，研发费用率同比 +4.62pct/+4.18pct。
- 协同多板块平台化发展，加速全球化发展进程。**根据公司 2022 年年报：1) 协同多板块平台化发展：在锂电、光伏、氢能、汽车、智能物流等领域取得成效，以锂电领域为例，2022 年公司以客户为中心，锂电整线、化成分容、模组 PACK、充放电测试、大物流、集装箱储能等全领域产品与知名企业达成合作，平台化发展模式成果显著，累计为宁德时代、中创新航、亿纬锂能、蜂巢能源等知名电池企业提供超过 300GWh 的锂电产品；2) 加速全球化发展进程：随着海外业务的不断升级，公司持续优化全球网络和资源配置，目前已在全球建立了多个海外分子公司，为全球知名汽车厂商和电池企业提供装备和服务；2022 年公司全资收购自动化装备制造制造商 Ontec，建立海外技术能力中心，成为第一家在欧洲本土建设技术中心的中國锂电装备企业。

分析师:赵玥炜

Tel:(021)23219814

Email:zyw13208@haitong.com

证书:S0850520070002

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10037	13932	19201	24613	30441
(+/-)YoY(%)	71.3%	38.8%	37.8%	28.2%	23.7%
净利润(百万元)	1585	2318	3588	4930	6185
(+/-)YoY(%)	106.5%	46.2%	54.8%	37.4%	25.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.01	1.48	2.29	3.15	3.95
毛利率(%)	34.1%	37.7%	37.7%	37.6%	37.6%
净资产收益率(%)	16.7%	20.8%	24.4%	25.1%	23.9%

 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **2022年新签订单金额同比+39%，业绩增长动能较足。**根据公司 2021-2022 年报，公司 2021/2022 年新签订单金额(不含税)分别为 187 亿元/260 亿元，2022 年新签订单金额同比增长 39%；2022 年新签订单金额创历年新高，为公司未来业绩的持续快速增长创造了有利条件。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2023/2024/2025 年实现归母净利润 35.88/49.30/61.85 亿元，EPS 分别为 2.29/3.15/3.95 元/股，参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 20-22 倍 PE 估值，合理价值区间为 45.82-50.40 元/股(预计 2023 年公司 EPS 为 2.29 元)，合理市值区间为 718-789 亿元，维持“优于大市”评级。参考 PB 估值，按照我们的合理价值区间，公司 2023 年 PB 为 4.88-5.37 倍(可比公司 2023 年 PB 范围为 3.39-4.69 倍)，具备合理性。
- **风险提示。**下游动力电池扩产不及预期、应收账款减值风险、公司海外拓展进度低于预期。

分业务预测关键假设:

1) 锂电池智能装备: 下游动力电池、储能电池等呈现快速增长趋势, 公司作为具备 100%完整自主知识产权的锂电池整线解决方案的服务商, 有望大幅受益。我们预计公司锂电池智能装备收入将保持较高增长速度, 2023/2024/2025 年营收同比增长 40%/30%/25%; 毛利率维持稳健, 2023/2024/2025 年为 39.00%/39.00%/39.00%。具体分析如下:

行业层面: 下游动力电池、储能电池等呈现快速增长。①动力电池: 根据公司 2022 年年报援引 GGII 数据, 2022 年全球动力电池出货 680GWh, 同比增长超 80%, 预计到 2025 年, 全球动力电池出货量将达到 1550GWh。②储能电池: 根据公司 2022 年年报援引 EVTank、GGII 数据, 2022 年全球储能电池出货量 159.3GWh, 同比增长 140.3%; 到 2025 年, 全球储能电池出货量将超过 600GWh。

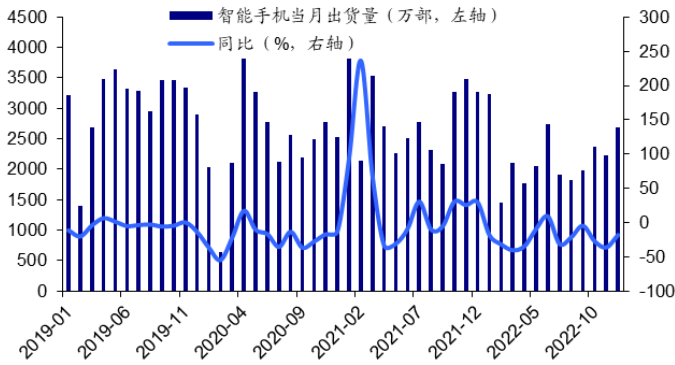
公司层面: 公司具备 100%自主知识产权锂电池整线解决方案能力。根据公司官网, 公司是全球具备 100%完整自主知识产权的锂电池整线解决方案服务商, 核心设备市占率超过 60%, 致力于为客户提供从电芯制造、电池组装、电池测试到模组 PACK 和智能物流系统等锂电池整线设备, 并配备先导自主研发的 MES 智能制造系统, 为客户打造智能化工厂。

2) 光伏智能装备: 从行业来看, 根据公司 2022 年年报援引中国光伏行业协会发布数据, 2022 年全球新增光伏装机量预计为 230GW, 同比增长 35.3%; 中国大陆依然是产能聚集地, 根据国家能源局数据, 2022 年, 中国光伏新增装机 87.41GW, 同比大幅增长 59.3%。从公司来看, 根据公司 2022 年年报、公司官方微信公众号, 公司致力于光伏电池和组件端新工艺、新设备的研发和量产, 掌握了光伏电池、光伏组件设备的核心技术; 公司 TOPCon SE 激光掺杂设备获得客户的广泛认可, 2023 年开年获得超 10GW 的订单。我们认为, 随着公司产品逐步受客户认可, 叠加下游光伏行业景气度持续, 公司光伏智能设备有望实现稳健增长, 预计 2023/2024/2025 年营收增长 15.00%/10.00%/10.00%, 毛利率为 32.00%/32.00%/32.00%。

3) 智能物流系统: 根据公司 2022 年年报, 公司智能物流系统业务的主要产品包括应用于智能工厂整线环节的各工序段 AGV、穿梭车、堆垛机、输送线、智能物流立库等智能物流设备和整线物流信息管理平台 (LMIS)、智能制造执行系统 (MES)、智能仓储管理系统 (WMS)、智能仓储调度系统 (WCS)、智能 AGV 调度系统 (ACS)、数据采集和监控系统 (SCADA) 等智能工厂软件系统, 为客户提供全工艺流程的智能仓储、生产物流、配送中心和信息化整线物流解决方案; 应用下游目前主要是锂电、光伏行业。我们认为, 下游锂电、光伏行业呈现快速增长的背景下, 随着公司产品应用深入与领域拓宽, 有望呈现较快增长态势。我们预计公司智能物流系统 2023/2024/2025 年营收增长 45.00%/30.00%/25.00%, 毛利率为 20.00%/20.00%/20.00%。

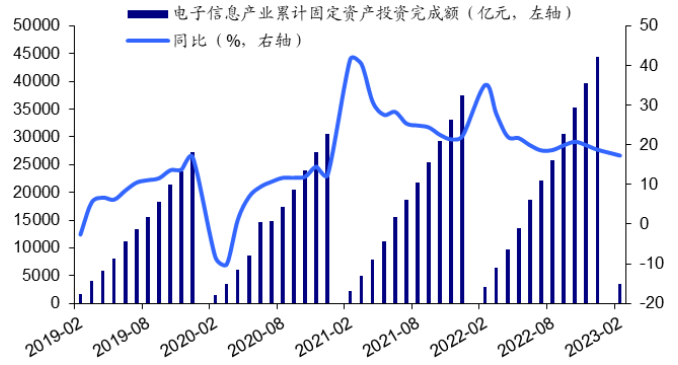
4) 3C 智能设备: 2022 年、2023 年 1-2 月中国电子信息产业固定资产投资完成额分别为 44479.19 亿元、3470.33 亿元, 同比+18.80%、17.30%, 呈现稳健增长。基于此, 我们预计公司 3C 智能设备 2023/2024/2025 年营收增长 5.00%/5.00%/5.00%, 毛利率维持稳健, 为 42.00%/42.00%/42.00%。

图1 中国智能手机月度出货量与同比情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 中国电子信息产业累计固定资产投资完成额及同比情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5) 其他: 根据 2022 年年报, 公司其他业务主要包括汽车智能产线、氢能装备、激光精密加工, 均属于新兴行业, 预计呈现较快增长。我们预计公司 3C 智能设备 2023/2024/2025 年营收增长 35.00%/25.00%/20.00%, 毛利率维持稳健, 为 53.00%/53.00%/53.00%。

表 1 分业务盈利预测

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
分产品销售收入 (百万元)					
锂电池智能装备	6955.86	9944.38	13922.14	18098.78	22623.47
光伏智能装备	600.07	463.49	533.01	586.31	644.95
智能物流系统	1055.58	1694.50	2457.03	3194.14	3992.67
3C 智能设备	590.98	605.84	636.13	667.93	701.33
其他	834.10	1224.14	1652.59	2065.74	2478.88
合计主营业务收入	10036.59	13932.35	19200.90	24612.90	30441.30
分产品销售增长率 (%)					
锂电池智能装备	114.82	42.96	40.00	30.00	25.00
光伏智能装备	-44.64	-22.76	15.00	10.00	10.00
智能物流系统	90.54	60.53	45.00	30.00	25.00
3C 智能设备	5.25	2.51	5.00	5.00	5.00
其他	98.20	46.76	35.00	25.00	20.00
主营业务收入同比增长率	71.32	38.82	37.82	28.19	23.68
分产品毛利率 (%)					
锂电池智能装备	34.63	39.04	39.00	39.00	39.00
光伏智能装备	30.00	32.00	32.00	32.00	32.00
智能物流系统	14.78	19.05	20.00	20.00	20.00
3C 智能设备	40.00	42.00	42.00	42.00	42.00
其他	52.36	53.19	53.00	53.00	53.00
综合毛利率	34.06	37.75	37.68	37.62	37.57
分产品毛利 (百万元)					
锂电池智能装备	2408.81	3882.29	5429.63	7058.52	8823.16
光伏智能装备	180.02	148.32	170.56	187.62	206.38
智能物流系统	156.01	322.80	491.41	638.83	798.53
3C 智能设备	236.39	254.45	267.17	280.53	294.56
其他	436.72	651.15	875.87	1094.84	1313.81
合计	3417.96	5259.00	7234.65	9260.34	11436.44

资料来源: 公司 2021-2022 年年报, 海通证券研究所

我们选取锂电设备相关公司联赢激光、海目星、杭可科技为可比公司, 可比公司 2023 年预测 PE 估值平均值为 16.77 倍, 考虑到公司是锂电设备全球龙头厂商, 我们给予公司 2023 年 20-22 倍 PE 估值, 合理价值区间为 45.82-50.40 元/股 (预计 2023 年公司 EPS 为 2.29 元), 合理市值区间为 718-789 亿元, 维持“优于大市”评级。参考 PB 估

值, 按照我们的合理价值区间, 公司 2023 年 PB 为 4.88-5.37 倍 (可比公司 2023 年 PB 范围为 3.39-4.69 倍), 具备合理性。

表 2 可比公司估值 (2023.5.5)

公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	预估归母净利润 (亿元)		PE (倍)		PB (倍)	
			2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
联赢激光	27.20	91.74	5.21	7.36	17.62	12.46	3.39	2.74
海目星	45.20	91.18	7.49	10.68	12.17	8.54	3.36	2.41
杭可科技	48.19	207.79	10.13	14.42	20.51	14.41	4.69	3.64
平均值					16.77	11.80	3.81	2.93

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 可比公司 2023-2024 年预估归母净利润来源于 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	13932	19201	24613	30441
每股收益	1.48	2.29	3.15	3.95	营业成本	8673	11966	15353	19005
每股净资产	7.10	9.39	12.54	16.49	毛利率%	37.7%	37.7%	37.6%	37.6%
每股经营现金流	1.08	8.17	1.23	10.36	营业税金及附加	92	127	162	201
每股股利	0.54	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	411	566	726	898
P/E	25.08	16.20	11.79	9.40	营业费用率%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	5.23	3.95	2.96	2.25	管理费用	719	960	1181	1400
P/S	4.17	3.03	2.36	1.91	管理费用率%	5.2%	5.0%	4.8%	4.6%
EV/EBITDA	20.57	8.42	6.26	2.95	EBIT	2437	4551	5902	7337
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-66	-185	-560	-610
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	-1.0%	-2.3%	-2.0%
毛利率	37.7%	37.7%	37.6%	37.6%	资产减值损失	-138	-119	-155	-170
净利润率	16.6%	18.7%	20.0%	20.3%	投资收益	39	38	44	46
净资产收益率	20.8%	24.4%	25.1%	23.9%	营业利润	2520	3913	5385	6761
资产回报率	7.0%	7.8%	8.6%	8.3%	营业外收支	20	20	20	20
投资回报率	19.3%	27.4%	26.8%	25.5%	利润总额	2541	3933	5405	6781
盈利增长 (%)					EBITDA	2784	4737	6108	7563
营业收入增长率	38.8%	37.8%	28.2%	23.7%	所得税	223	346	475	596
EBIT 增长率	48.6%	86.7%	29.7%	24.3%	有效所得税率%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
净利润增长率	46.2%	54.8%	37.4%	25.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2318	3588	4930	6185
资产负债率	66.2%	68.2%	65.7%	65.2%					
流动比率	1.35	1.35	1.42	1.45	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.68	0.93	0.88	1.06	货币资金	6169	18677	20323	36262
现金比率	0.29	0.60	0.54	0.75	应收账款及应收票据	6814	8122	9961	11601
经营效率指标					存货	12405	10744	17129	15277
应收账款周转天数	135.73	130.00	125.00	120.00	其它流动资产	3587	4601	5663	6759
存货周转天数	418.83	350.00	330.00	310.00	流动资产合计	28975	42144	53076	69899
总资产周转率	0.49	0.49	0.48	0.46	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	14.74	17.68	21.18	25.12	固定资产	1041	1131	1193	1230
					在建工程	178	142	114	91
					无形资产	524	634	744	854
					非流动资产合计	3931	4095	4239	4363
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	32907	46239	57316	74262
净利润	2318	3588	4930	6185	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	9945	15384	17113	23114
非现金支出	937	676	844	927	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-165	-58	-64	-66	其它流动负债	11465	15771	20189	24949
营运资金变动	-1398	8594	-3778	9177	流动负债合计	21410	31155	37301	48064
经营活动现金流	1691	12800	1932	16223	长期借款	0	0	0	0
资产	-987	-330	-330	-330	其它长期负债	374	374	374	374
投资	2987	0	0	0	非流动负债合计	374	374	374	374
其他	10	38	44	46	负债总计	21783	31528	37675	48437
投资活动现金流	2010	-292	-286	-284	实收资本	1566	1566	1566	1566
债权募资	140	0	0	0	归属于母公司所有者权益	11123	14711	19641	25825
股权募资	47	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-993	0	0	0	负债和所有者权益合计	32907	46239	57316	74262
融资活动现金流	-806	0	0	0					
现金净流量	2912	12508	1646	15939					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵玥炜 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 巨一科技,银都股份,欧科亿,杭氧股份,埃斯顿,先导智能,杰瑞股份,海目星

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。