



赢合科技 300457

其他专用机械 / 专用设备 / 机械设备

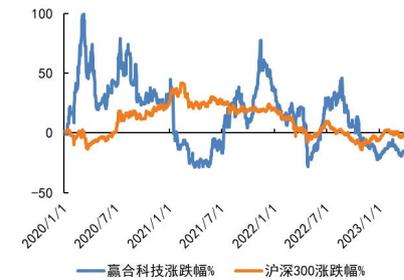
营业收入增长符合预期，看好降本增效带来盈利改善

基础数据：

截至 2023 年 3 月 29 日

当前股价	19.06 元
投资评级	增持
评级变动	下调
总股本	6.50 亿股
流通股本	5.57 亿股
总市值	124 亿元
流动市值	106 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：010-68080680

研究助理 刘然

liuran@gwgsc.com

执业证书编号：S0200121070007

联系电话：010-68099389

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街  
2号院1号楼中国长城资产大厦12  
层

**事件：**公司发布2022年年报：2022年公司实现营收90.20亿元，同比增长73.40%；实现归母净利润4.87亿元，同比增长56.53%；扣非归母净利润为4.71亿元，同比增长63.22%；EPS为0.75元；ROE（加权）为8.50%，同比提升2.72 pct

事件点评：

◆**营收增长符合预期，海外收入占比明显提升。**2022年公司锂电池生产设备的营业收入为81.92亿元，同比增长66.94%，其他业务收入8.28亿元，同比增长183.58%。2022年公司境外收入占比为5.73%，较2021年提高1.97 pct。**2022年公司新签订单超过百亿元，其中海外订单占比超过10%，海外订单同比增长超过100%。**2022年公司获得大众20GWh关键锂电设备订单和ACC 13GWh部分前端设备订单。2022年欧盟通过了《欧盟电池与废电池法规》，对在欧洲销售的动力电池提出了碳排放要求。2022年8月美国总统签署了《通胀削减法案》，若要获得新能源汽车补贴，需要满足法案中电池给国产化率的要求。上述政策加速了国内动力电池厂商的海外产能建设，根据我们统计，国内头部电池厂商已公布的规划产能超过366.5GW。我们判断公司海外业务增速有望保持较快增长。

◆**四季度毛利率环比改善，费用率明显下降。**2022年公司公司销售毛利率为20.31%，同比下降1.58pct。分季度看，公司Q1、Q2、Q3、Q4的单季毛利率分别为17.04%、20.55%、19.93%、22.43%，四季度毛利率水平有明显改善，主要原因为原材料价格下降，我们预计2023年毛利率水平会和2022Q4相当。2022年公司销售净利率为5.67%，同比下降0.02 pct，主要为费用率端的改善，2022年公司的销售/管理/研发费用率分别为2.22%/2.67%/5.35%，同比下降1.35/0.75/1.23 pct。

◆**信用减值规模较大，未来会随业务规模增长进一步增加。**2022年公司计提信用减值损失3.34亿元，对公司净利润造成了较大影响。按照



公司计提应收账款减值准备的会计准则，账期在 1 年以内的数字债权凭证计提 3%，其他计提 5%，账期为 1-2 年计提 10%。公司客户主要为头部动力电池企业，具有较强的议价权，公司账款回收期难以缩短，预计随着公司营收规模的增长，信用减值规模会进一步提高。

◆**上海电气对控制权增强，看好公司未来管理改善。**2023 年 3 月公司完成董事会换届选举，公司 6 名董事中有 4 位来自于大股东上海电气集团。公司自 2022 年初开始着力推进降本工作，要求各子公司积极落实端到端降本，进行“资源整合、优化配置、集中管理”，从技术、研发、工程、供应链、制造和客户多个环节进行降本增效工作。我们看好公司未来在管理方面的改善对盈利水平的提升。

◆**研发力度不减，未来受益电池技术革新带来的业绩增长。**2022 年公司研发费用为 4.83 亿元，同比增长 41.09%，研发成功了 1500 宽幅辊分一体机、24ppm 高速大圆柱激光卷绕一体机、短刀电芯装配线以及满足半固态电池需求的复合集流体涂布及辊压设备等创新产品。2022 年 12 月 26 日，特斯拉表示美国加州弗里蒙特工厂生产了 86.8 万颗大圆柱形锂离子电池电芯，能够支持超过 1000 辆 Model Y 车型使用，我们认为 2023 年 4680 电池产业化进程有望进一步加快。赢合科技在 4680 电池设备和半固态电池设备的布局将在技术迭代中充分受益。

### 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 8.94/10.62/11.63 亿元，对应 EPS 分别为 1.37/1.63/1.79 元，当前股价对应 PE 为 13.86/11.68/10.66 倍。公司股价目前存在一定程度低估，同时，考虑 2024 年、2025 年业绩增速放缓预期，我们将其由“买入”下调为“增持”投资评级。

### 风险提示：

信用减值风险；下游扩产不及预期；4680 电池产业化进程不及预期。



主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,019.82	12,775.89	13,944.96	14,590.96
增长率(%)	73.40	41.64	9.15	4.63
归母净利润(百万元)	487.42	894.34	1,061.88	1,162.95
增长率(%)	56.53	83.49	18.73	9.52
EPS(元/股)	0.75	1.37	1.63	1.79
市盈率(P/E)	25.40	13.86	11.68	10.66
市净率(P/B)	2.15	1.86	1.65	1.46

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

**盈利预测 (单位: 百万元)**

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,862.53	2,638.14	2,879.54	3,012.94	营业收入	9,019.82	12,775.89	13,944.96	14,590.96
应收账款	5,449.46	7,326.42	8,167.98	9,665.42	营业成本	7,187.79	9,945.95	10,777.74	11,267.95
预付账款	180.86	429.77	358.70	377.28	营业税金及附加	50.18	62.60	68.33	71.50
存货	3,062.26	4,120.93	3,363.62	4,148.35	营业费用	200.36	281.07	306.79	321.00
其他	2,747.81	4,034.06	3,327.46	4,259.67	管理费用	240.47	338.56	362.57	379.36
<b>流动资产合计</b>	<b>13,302.93</b>	<b>18,549.32</b>	<b>18,097.29</b>	<b>21,463.66</b>	研发费用	482.92	702.67	766.97	802.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-11.82	-19.16	-20.92	-21.89
固定资产	1,888.23	1,825.86	1,769.02	1,715.24	资产减值损失	-68.57	-80.00	-90.00	-100.00
在建工程	8.02	19.61	27.73	33.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	310.72	328.85	345.28	360.00	投资净收益	0.78	0.80	0.80	0.80
其他	862.62	928.35	1,005.42	1,095.51	其他	869.71	1,266.07	1,374.87	1,394.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,069.58</b>	<b>3,102.68</b>	<b>3,147.45</b>	<b>3,204.16</b>	<b>营业利润</b>	550.92	980.00	1,164.77	1,277.33
<b>资产总计</b>	<b>16,372.51</b>	<b>21,652.00</b>	<b>21,244.74</b>	<b>24,667.82</b>	营业外收入	16.82	5.00	5.10	5.20
短期借款	0.00	990.46	277.12	151.92	营业外支出	46.49	10.00	11.00	12.00
应付账款	4,397.93	4,567.65	5,695.16	5,661.68	<b>利润总额</b>	<b>521.25</b>	<b>975.00</b>	<b>1,158.87</b>	<b>1,270.53</b>
其他	5,985.10	9,143.00	7,417.63	9,995.22	所得税	10.04	19.50	23.18	25.41
<b>流动负债合计</b>	<b>10,383.02</b>	<b>14,701.11</b>	<b>13,389.91</b>	<b>15,808.82</b>	<b>净利润</b>	511.21	955.50	1,135.70	1,245.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	23.79	61.15	73.82	82.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	487.42	894.34	1,061.88	1,162.95
其他	197.34	180.00	150.00	130.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>197.34</b>	<b>180.00</b>	<b>150.00</b>	<b>130.00</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10,580.37</b>	<b>14,881.11</b>	<b>13,539.91</b>	<b>15,938.82</b>	营业收入	73.40%	41.64%	9.15%	4.63%
少数股东权益	42.02	103.17	176.99	259.17	营业利润	97.40%	77.88%	18.86%	9.66%
股本	649.54	650.53	650.53	650.53	归属于母公司净利润	56.53%	83.49%	18.73%	9.52%
资本公积	3,480.78	3,480.78	3,480.78	3,480.78	<b>获利能力</b>				
留存收益	5,292.77	6,017.19	6,877.31	7,819.29	毛利率	20.31%	22.15%	22.71%	22.77%
其他	-3,672.96	-3,480.78	-3,480.78	-3,480.78	净利率	5.40%	7.00%	7.61%	7.97%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,792.14</b>	<b>6,770.89</b>	<b>7,704.83</b>	<b>8,729.00</b>	ROE	8.48%	13.41%	14.11%	13.73%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,372.51</b>	<b>21,652.00</b>	<b>21,244.74</b>	<b>24,667.82</b>	ROIC	17.74%	27.38%	24.71%	27.90%
<b>现金流量表</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>328.83</b>	<b>-170.77</b>	<b>1,224.67</b>	<b>530.18</b>	资产负债率	64.62%	68.73%	63.73%	64.61%
资本支出	330.60	74.75	90.88	83.32	流动比率	1.28	1.26	1.35	1.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.99	0.98	1.10	1.10
其他	299.99	-131.35	-150.97	-145.84	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>630.59</b>	<b>-56.61</b>	<b>-60.08</b>	<b>-62.52</b>	应收账款周转率	2.19	2.00	1.80	1.64
债权融资	73.90	1,034.46	292.12	156.92	存货周转率	3.25	3.56	3.73	3.88
股权融资	-180.36	212.34	20.92	21.89	总资产周转率	0.62	0.67	0.65	0.64
其他	-158.53	-243.83	-1,236.22	-513.08	<b>每股指标 (元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-264.99</b>	<b>1,002.98</b>	<b>-923.18</b>	<b>-334.27</b>	每股收益	0.75	1.37	1.63	1.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.51	-0.26	1.89	0.82
<b>现金净增加额</b>	<b>694.43</b>	<b>775.60</b>	<b>241.41</b>	<b>133.39</b>	每股净资产	8.85	10.25	11.57	13.02

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。