

盈利能力短期承压，海外、储能市场 开拓顺利 ——锂电设备系列报告

事件

公司 2022Q1-3 实现营业收入 66.13 亿元，同比+105.48%；归母净利润 3.53 亿元，同比+109.65%；扣非归母净利润 3.32 亿元，同比+118.32%。

其中 Q3 实现营业收入 19.89 亿元，同比+34.21%；归母净利润 0.89 亿元，同比+36.79%；扣非归母净利润 0.70 亿元，同比+21.00%。

简评

Q3 收入环比下滑，盈利能力短期承压

Q3 收入符合预期，环比下滑主要系 Q2 收入基数较高。2022Q3 公司实现营业收入 19.89 亿元，同比、环比分别+34.21%、-35.23%。公司 2021 年新接订单中大批量订单占比较大，此类订单往往集中进行交付与验收，因此 2022 年以来，公司单季度验收规模波动较大。在 Q2 验收规模较大的基础上，Q3 收入环比下滑属正常现象。

Q3 毛利率边际下滑，净利率短期承压。2022Q3 公司毛利率、净利率分别为 19.93%、4.69%，分别环比-0.62、-2.31pct。公司 Q3 盈利能力边际下滑，**主要系三方面原因：1）**毛利率小幅下降，Q3 受产品销售结构影响，公司验收订单的毛利率水平偏低；**2）**在 Q3 验收规模环比下滑的情况下，销售、管理、研发等期间费用偏刚性，压低公司的净利率水平；**3）**报告期内公司对各类资产减值进行全面清查，Q3 信用减值损失计提 0.91 亿元。

持续推进产品结构与内部管理改善，静待盈利能力反弹

持续开拓高毛利中段设备，产品结构改善初见成效。根据公司公众号，2022 年以来公司接连推出三工位高速激光切叠一体机、21700 负极外包高速圆柱卷绕一体机、短刀电芯装配线等中段先进设备，并获得蜂巢能源、欣旺达、德国大众等国内外头部客户的认可。此外，2022 年 9 月，公司全资子公司东莞雅康（主要负责中段设备业务）通过长期租赁房屋的方式扩大产能，保障公司的中段设备产能快速爬升。我们判断，公司目前的在手订单中前

赢合科技 (300457.SZ)

维持

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

18616875823

SAC 执证编号:S1440519080001

SFC 中央编号:BOU764

发布日期：2022 年 10 月 26 日

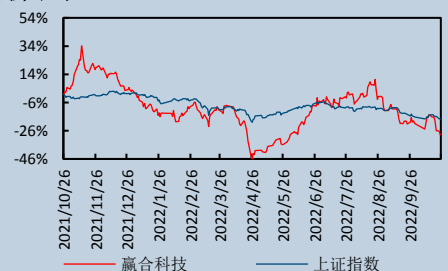
当前股价：20.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.94/-6.31	-26.56/-17.58	-27.21/-10.29
12 月最高/最低价 (元)		40.02/16.16
总股本 (万股)		64,953.80
流通 A 股 (万股)		55,685.25
总市值 (亿元)		137.77
流通市值 (亿元)		118.11
近 3 月日均成交量 (万)		964.13
主要股东		
上海电气集团股份有限公司		28.39%

股价表现



相关研究报告

2022-08-30 【中信建投专用设备】赢合科技 (300457):收入&利润高增长，盈利能力边际改善 ——锂电设备系列报告 (更新)

段设备占比仍接近 6 成，后续新接订单中的前、中段设备占比有望趋于均衡，公司的毛利率水平有望持续提升。

加强内部管理，持续推进“降本增效”。2022 年以来，公司将“降本增效”作为一把手工程推进，从研发、采购、生产等全链条环节进行降本，具体包括加强成本管控、推行数字化管理、提升周转及组织运营效率，有望逐步拉动盈利能力改善。

大力开拓海外、储能客户，卡位高增速细分市场

海外客户：2022 年以来，公司接连收到来自法国 ACC、德国大众、LG 新能源的锂电设备订单，海外市场开拓初见成效。公司开拓海外市场具备以下优势：**1)** 2020 年，公司与其实控人上海电气的参股子公司 Manz 达成战略合作，后者在技术与客户资源上助力公司开拓欧洲市场；**2)** 公司与大众的参股子公司国轩高科长期合作，由此顺利切入大众欧洲供应链；**3)** 公司与 LG 新能源为后者长期供应卷绕设备，技术实力与大客户背书有望助力公司进一步开拓日韩市场。目前，国内锂电设备企业已基本完成内资电池厂的国产替代，但在外资客户的设备供应链中占比仍较低，顺利开拓外资客户有助于公司未来拓展更大的业务空间。

储能客户：展望未来，储能锂电扩产增速预计将显著高于动力锂电，公司提前卡位储能客户并不断积累合作经验。2022 年以来，公司持续收到储能锂电设备订单，客户既包括宁德时代、欣旺达、国轩高科、亿纬锂能等布局储能领域的传统动力电池厂，也包括鹏辉能源、海辰储能、天能集团等储能电池厂，未来有望充分受益于储能锂电领域的高速扩产。

布局五大基地，充足产能保障交付能力。公司当前拥有位于广东省惠州市、东莞市及江西省宜春市的五大生产基地，总建筑面积超过 87 万平方米。预计 2022 年公司整体满产年产值将达到 140-150 亿元，充足的产能将有效保障公司的交付能力和效率。

投资建议：公司在锂电设备前段处于领先地位，中、后段亦具备较强竞争力，且不断推进产品结构改善与降本增效，盈利能力有望持续改善。在海外市场、储能市场扩产快于全行业的背景之下，公司顺利开拓海外、储能客户，将有效扩大业务开展空间。预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 89.23、115.50、138.41 亿元，同比分别+71.55%、+29.44%、+19.83%；公司实现归母净利润分别为 5.44、10.06、13.79 亿元，同比分别+74.65%、+84.96%、+37.12%；对应 PE 分别为 24.65、13.33、9.72 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,385	5,202	8,923	11,550	13,841
YoY(%)	42.82	118.12	71.55	29.44	19.83
净利润(百万元)	191	311	544	1,006	1,379
YoY(%)	15.79	63.30	74.65	84.96	37.12
毛利率(%)	30.92	21.89	20.55	22.94	24.19
净利率(%)	8.00	5.99	6.09	8.71	9.97
ROE(%)	3.63	5.64	9.12	14.81	17.41
EPS(摊薄/元)	0.29	0.48	0.84	1.55	2.12
P/E(倍)	70.30	43.05	24.65	13.33	9.72
P/B(倍)	2.56	2.43	2.25	1.97	1.69

资料来源：iFind，中信建投

风险分析

1) 下游扩产景气度不及预期：2021 年以来，碳酸锂等原材料价格不断攀升，国内动力电池企业经营压力不断增大，其产能扩张规划存在验收甚至缩减的可能，由此可能带来锂电设备行业需求端萎缩。

2) 订单盈利低于预期：2021 年以来，国内外动力电池企业加速扩产，引起锂电设备行业需求旺盛，与此同时也吸引了众多自动化设备企业切入锂电领域。随着下游扩产增速放缓，锂电设备行业存在行业竞争加剧的可能性，新接订单盈利能力或将承受压力。

3) 开拓海外客户进展不及预期。

分析师介绍

吕娟

董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

研究助理

杨超

17521500824

yangchaodcq@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
弱于大市		相对跌幅 10% 以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2106 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk