

股权激励方案落地，业绩目标超市场预期 买入（维持）

2021 年 11 月 23 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,430	2,366	4,261	5,952
同比（%）	60.9%	65.5%	80.1%	39.7%
归母净利润（百万元）	140	240	461	798
同比（%）	50.9%	70.7%	92.1%	73.2%
每股收益（元/股）	2.13	2.72	5.23	9.07
P/E（倍）	155.52	121.46	63.22	36.49

事件：公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 110.60 万股，占公告时公司总股本的 1.26%。本激励计划授予的激励对象总人数不超过 629 人，占公司员工总数 6330 人（截止 2021Q3 末）的 10%，授予价格为 119 元。

投资要点

■ **业绩指引超市场预期，未来三年业绩高增确定性较强：**该激励计划三个归属期的归属比例分别为 30%/30%/40%，根据其各归属期公司层面业绩考核目标，收入或利润满足其一即可行权：**（1）营业收入：**2021-2023 年营收分别不低于 22/34/52 亿元，分别同比+54%/55%/53%；**或（2）净利润：**2021-2023 年净利润分别不低于 2.2/4.3/8.1 亿元，分别同比+57%/93%/89%（此处“净利润”指归母且剔除股份支付费用影响后的净利润值），2021 年 11 月 22 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 分别为 131/67/36X。此次股权激励摊销产生总费用 1.9 亿元，分别于 2021-2024 年摊销 0.09/1.0/0.5/0.2 亿元，若考虑股权激励支付费用影响，公司 2021-2023 年保底归母净利润为 2.1/3.3/7.6 亿元，2021 年 11 月 22 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 分别为 138/88/38X。

■ **锂电设备进入卖方市场订单毛利率回升，规模效应明显助力净利率大幅提高：**若股权激励的营收和利润两个业绩目标均恰好达成，则公司 2021-2023 年净利率（指剔除股份支付费用影响后的净利率）分别为 10%/12.6%/15.6%，订单质量改善&规模效应助力公司盈利能力提升明显。

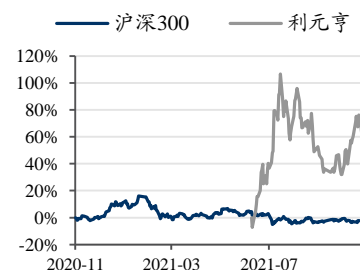
■ **公司起家于电芯装配线，持续高研发投入实现整线专机突破打开订单空间：**公司持续高研发投入，2021 前三季度研发投入 1.94 亿元，同比+69%，研发投入占比 12%，产品由电芯装配线逐步突破化成分容测试机等核心专机，目前除了前道搅拌机外基本实现覆盖锂电全生产工序，包括前道的涂布机；中道的卷绕机、叠片机（叠片机和卷绕机将是利元亨拳头产品）、注液、激光切设备；后道的化成、分容、检测设备；并且在电芯装配线、电池组装线环节实现了集成。

■ **动力电池厂迈入扩产高峰，公司动力专机大幅放量：**截至 2021 年 8 月 25 日，公司在手锂电设备订单 45.5 亿元（含税），同时 10 月 25 日公司公告中标 ATL 4.57 亿元（含税）订单。随着动力电池厂迈入扩产高峰，公司受益于设备商稀缺性凸显，动力锂电专机将逐步放量，业绩弹性较大。

■ **盈利预测与投资评级：**受益于行业高景气度，公司订单充足，我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 2.4（维持）/4.6（上调 2%）/8.0（上调 25%）亿元，对应当前股价 PE 为 121/63/36 倍，我们看好公司后续动力锂电设备放量，业绩有望超市场预期，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**锂电池行业增速放缓或下滑，竞争格局恶化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	330.96
一年最低/最高价	154.82/381.46
市净率(倍)	15.04
流通 A 股市值(百万元)	5947.68

基础数据

每股净资产(元)	22.00
资产负债率(%)	59.05
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	17.97

相关研究

1、《利元亨（688499）：2021 年三季报点评：业绩符合市场预期，看好后续动力锂电专机放量》2021-10-29

2、《利元亨（688499）：从消费到动力实现整线布局，动力锂电设备有望放量迎第二增长曲线》2021-09-12

事件：公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 110.60 万股，占公告时公司总股本的 1.26%。本激励计划授予的激励对象总人数不超过 629 人，占公司员工总数 6330 人（截止 2021Q3 末）的 10%，授予价格为 119 元。

1. 业绩指引超市场预期，未来三年业绩高增确定性较强

该激励计划三个归属期的归属比例分别为 30%/30%/40%，根据其各归属期公司层面业绩考核目标，收入或利润满足其一即可行权：

（1）营业收入：2021-2023 年营收分别不低于 22/34/52 亿元，分别同比 +54%/55%/53%；**或**

（2）净利润：2021-2023 年净利润分别不低于 2.2/4.3/8.1 亿元，分别同比 +57%/93%/89%（此处“净利润”指归母且剔除股份支付费用影响后的净利润值），2021 年 11 月 22 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 分别为 131/67/36X。

图 1：本激励计划授予的限制性股票公司层面各年度业绩考核目标如下

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2021	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021 年营业收入不低于 22.00 亿元；（2）2021 年净利润不低于 2.20 亿元。
第二个归属期	2022	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021-2022 年累计营业收入不低于 56.00 亿元；（2）2021-2022 年累计净利润不低于 6.45 亿元。
第三个归属期	2023	公司需满足下列两个条件之一：（1）2021-2023 年累计营业收入不低于 108.00 亿元；（2）2021-2023 年累计净利润不低于 14.50 亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此次股权激励将带来摊销总费用 1.9 亿元，分别于 2021-2024 年摊销 0.09/1.0/0.5/0.2 亿元，若考虑股权支付费用影响，公司 2021-2023 年保底归母净利润为 2.1/3.3/7.6 亿元，2021 年 11 月 22 日收盘价对应 2021-2023 年 PE 分别为 138/88/38X。

图 2：本次股权激励的费用摊销

单位：万元

预计摊销总费用	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
18,946.27	908.76	10,449.51	5,201.17	2,386.82

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 锂电设备进入卖方市场订单毛利率回升，规模效应明显助力净利率大幅提高

若股权激励的营收和利润两个业绩目标均恰好达成，则公司 2021-2023 年净利率（剔除股份支付费用影响后的净利率）分别为 10%/12.6%/15.6%，订单质量改善&规模效应助力公司盈利能力提升明显。

3. 公司起家于电芯装配线，持续高研发投入实现整线专机突破打开订单空间

公司持续高研发投入，2021 前三季度研发投入 1.94 亿元，同比+69%，研发投入占比 12%，产品由电芯装配线逐步突破化成分容测试机等核心专机，目前除了前道搅拌机外基本实现覆盖锂电全生产工序，包括前道的涂布机；中道的卷绕机、叠片机（叠片机和卷绕机将是利元亨拳头产品）、注液、激光切设备；后道的化成、分容、检测设备；并且在电芯装配线、电池组装线环节实现了集成。

根据公司 10 月 8 日微信公众号，最新开发的**高速动力卷绕机**可实现 6 米长极片 12PPM 的高效率生产，通过压缩设备辅助时间，公司深入开发粉尘控制、极片闭环纠偏控制等技术，有效解决了卷绕机效率提升、卷绕的头部张力控制、生产过程的粉尘控制以及卷绕的对齐度（覆盖）等指标难题；**高速宽幅涂布机**最大幅宽已达 1400MM、涂布速度达 60-90m/min，在提升涂布的宽幅、速度、智能化等关键指标的同时，还解决了涂布机的裂纹、气泡、漏金属、划痕、打皱等痛点，实现产品快速研发迭代。

根据公司 11 月 11 日微信公众号，利元亨在传统叠片工艺上进行的创新性变革开发的高速叠片工艺，提升了生产效率，利元亨已将该工艺应用于方形铝壳电芯。利元亨高速动力切叠一体机目前最优叠片速度 0.15s/pcs，并且正在开发整机 0.125s/pcs 的超高速叠片工艺，有望从根本上解决叠片工艺的效率问题，甚至比肩卷绕工艺效率。利用超高速高精度裁切控制技术，精度可以控制在 $\pm 0.15\text{mm}$ ，大幅提升动力电池能量密度和安全性。

4. 动力电池厂迈入扩产高峰，公司动力专机大幅放量

截至 2021 年 8 月 25 日，公司在手锂电设备订单 45.5 亿元（含税），其中动力类订单 27.8 亿元，占比 61%，消费类订单 17.7 亿元（含税），占比 39%；同时 10 月 25 日公司公告中标 ATL 4.57 亿元（含税）订单，此次中标设备以叠片机为主，表明公司自 2017 年突破核心专机叠片机以来，已获下游客户高度认可。

全球电动化大趋势下一二线动力电池厂加速扩产，其中根据我们的统计蜂巢未来规划新增产能达 107GWh，2021 年 8 月公司公告中标国内蜂巢的湖州等基地项目，合计约 15.45 亿元，此外 2021 年 7 月公司还中标蜂巢能源欧洲项目 1633.99 万欧元（约合 1.25 亿元人民币）。此外公司还是比亚迪的优选供应商，同时与宁德时代、国轩高科、欣旺达、赣锋锂业等全球知名厂商建立了长期稳定的合作关系。随着动力电池厂迈入扩产高峰，公司受益于设备商稀缺性凸显，动力锂电专机将逐步放量，业绩弹性较大。

5. 盈利预测与投资评级

受益于行业高景气度，公司订单充足，我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 2.4（维持）/4.6（上调 2%）/8.0（上调 25%）亿元，对应当前股价 PE 为 121/63/36 倍，我们看好公司后续动力锂电设备放量，业绩有望超市场预期，维持“买入”评级。

6. 风险提示

锂电池行业增速放缓或下滑，竞争格局恶化。

利元亨三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2735	4077	7024	9831	营业收入	1430	2366	4261	5952
现金	405	204	181	150	减:营业成本	882	1466	2628	3634
应收账款	375	1556	2685	3913	营业税金及附加	10	19	34	48
存货	1016	1607	2880	3982	营业费用	79	118	187	238
其他流动资产	938	710	1278	1786	管理费用	161	494	901	1144
非流动资产	729	906	1088	1305	财务费用	21	11	10	13
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	14	0	0	0
固定资产	487	677	855	1057	加:投资净收益	8	0	0	0
在建工程	102	91	96	113	其他收益	-124	12	17	22
无形资产	50	48	46	45	营业利润	147	269	518	897
其他非流动资产	90	90	90	90	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	3463	4983	8112	11136	利润总额	147	269	518	897
流动负债	2347	3662	6400	8746	减:所得税费用	7	30	57	99
短期借款	340	200	200	258	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1250	2008	3600	4978	归属母公司净利润	140	240	461	798
其他流动负债	758	1454	2600	3510	EBIT	301	270	513	889
非流动负债	68	68	68	68	EBITDA	331	332	595	995
长期借款	64	64	64	64					
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	2415	3730	6467	8814	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.13	2.72	5.23	9.07
归属母公司股东权益	1049	1253	1644	2323	每股净资产(元)	15.89	14.23	18.68	26.39
负债和股东权益	3463	4983	8112	11136	发行在外股份(百万股)	66	88	88	88
					ROIC(%)	25.0%	16.4%	27.3%	35.0%
					ROE(%)	13.4%	19.1%	28.0%	34.4%
					毛利率(%)	38.3%	38.0%	38.3%	38.9%
					销售净利率(%)	9.8%	10.1%	10.8%	13.4%
					资产负债率(%)	69.7%	74.9%	79.7%	79.1%
					收入增长率(%)	60.9%	65.5%	80.1%	39.7%
					净利润增长率(%)	50.9%	70.7%	92.1%	73.2%
					P/E	155.52	121.46	63.22	36.49
					P/B	20.83	23.25	17.71	12.54
					EV/EBITDA	73.34	77.02	47.58	30.80
现金流量表(百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	-118	200	309	354					
投资活动现金流	-171	-225	-264	-323					
筹资活动现金流	451	-176	-69	-62					
现金净增加额	161	-201	-24	-31					
折旧和摊销	30	62	82	106					
资本开支	-245	-225	-264	-323					
营运资本变动	-242	-102	-233	-550					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>