

杭可科技 (688006)

2022 年报&2023 年一季报点评: 海外订单占比提升&零部件外协比例降低, 净利率有望持续提升

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书: S0600523030005

liuwx@dwzq.com.cn

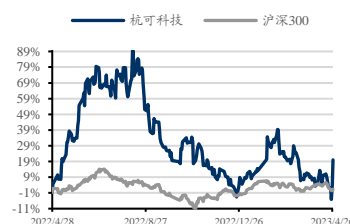
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,454	4,680	5,968	6,809
同比	39%	36%	28%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	491	790	1,042	1,240
同比	109%	61%	32%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.14	1.83	2.42	2.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	44.10	27.38	20.76	17.45

关键词: #第二曲线

投资要点

- **业绩持续高增, 股份支付费用影响逐步减弱。**2022 年公司营收 34.5 亿元, 同比+39.1%, 归母净利润 4.9 亿元, 同比+108.7%, 扣非归母净利润 4.7 亿元, 同比+185.5%, 其中股份支付费用约 1.3 亿元, 剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利润为 6.0 亿元。2023Q1 营收 9.5 亿元, 同比+19.3%, 归母净利润 2.1 亿元, 同比+124.5%, 扣非归母净利润 2.1 亿元, 同比+142.0%, 其中股份支付费用约 0.13 亿元, 剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利润为 2.2 亿元。
- **股份支付费用减少&订单结构改善&零部件外协比例减少, 看好公司盈利能力持续提升。**2022 年公司综合毛利率为 32.9%, 同比+6.7pct; 净利率为 14.2%, 同比+4.7pct, 剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利率为 17%; 期间费用率为 15.0%, 同比-2.0pct, 其中销售费用率为 2.6%, 同比+0.7pct, 管理费用率 (含研发) 为 14.9%, 同比+1.5pct, 财务费用率为-2.48%, 同比-4.2pct。公司盈利能力显著提升, 主要系四方面因素影响: (1) 股份支付费用影响后续将逐步减弱 (2) 国内订单结构改善 (3) 高毛利的海外订单占比提升 (4) 外协比例减少。我们认为未来随着海外订单占比持续提升、股份支付费用减少等, 公司净利率有望提升至 17-18%。
- **合同负债&存货高增, 订单充沛保障业绩。**截至 2023Q1 末公司合同负债为 19.9 亿元, 同比+104%, 存货为 25.0 亿元, 同比+69%, 我们预计公司 2022 年新签订单约 66-67 亿元, 同比+33%; 2023Q1 经营活动净现金流为-2.0 亿元, 主要系海外订单快速增长, 公司开具的海外履约保函保证金大幅增加所致。
- **外资客户订单占比持续提升, 集中在日韩客户和美国市场。**(1) 国外: 2022 年新签订单 66-67 亿元中 36%来自外资客户, 且客户集中度较高, 包括 LG、SK、远景 (集中在日本和美国工厂) 等, 2023 年又获得 SK 福特合资公司 10 亿人民币订单、远景 8 亿元人民币订单, (2) 国内: 2022 年客户主要为比亚迪、亿纬锂能, 占国内订单一半左右, 其他客户包括欣旺达、国轩、蜂巢、楚能等。我们预计公司 2023 年新签订单 90 亿元左右, 其中国内订单约 50 亿元、海外订单约 40 亿元。
- **同步布局国内外产能, 我们预计 2024 年杭可产能可达 115 亿元。**(1) 国内: 投资建设第五、第六工厂, 其中五工厂已部分投入使用, 产能逐步释放中, 六工厂处于建设阶段。(2) 国外: 在海外公司分别在日本韩国投资建设本地工厂, 日本工厂位于大阪, 主要用于应对客户小规模需求; 韩国工厂位于扶余郡, 主要面对韩系客户在美国市场的扩产需求。我们预计海外工厂产能约 15 亿元/年, 结合国内产能约 100 亿元/年, 到 2024 年杭可产能达 115 亿元/年。
- **盈利预测与投资评级:**随着海外订单占比提升&外协比例减少, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 7.9 (前值 7.6, 上调 4%) /10.4 (前值 9.9, 上调 5%) /12.4 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 27/21/17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**下游电池厂扩产不及预期, 竞争格局恶化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.17
一年最低/最高价	39.42/81.36
市净率(倍)	4.57
流通 A 股市值(百万元)	21,633.02
总市值(百万元)	21,633.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.99
资产负债率(% ,LF)	50.15
总股本(百万股)	431.19
流通 A 股(百万股)	431.19

相关研究

《杭可科技(688006): 再获远景动力大单, 看好海外订单加速落地》

2023-03-07

《杭可科技(688006): 2022 年业绩快报点评: 疫情影响下 2022 年业绩持续增长, 海外客户推进与产能布局提速》

2023-02-28

1. 业绩持续高增，股份支付费用影响逐步减弱。

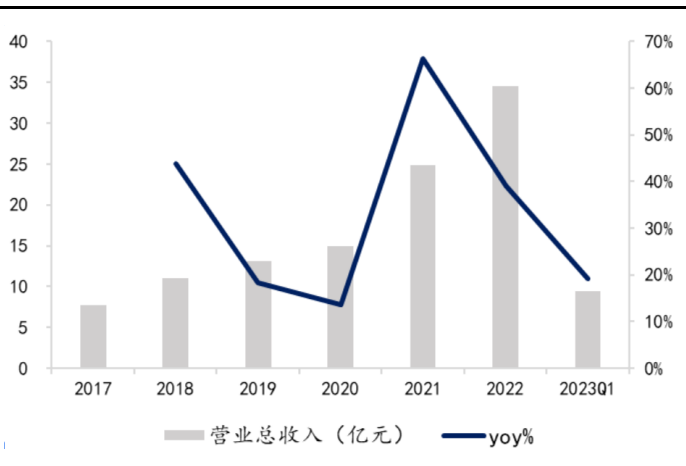
2022 年公司营收 34.5 亿元，同比+39.1%，归母净利润 4.9 亿元，同比+108.7%，扣非归母净利润 4.7 亿元，同比+185.5%，其中股份支付费用约 1.3 亿元，剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利润为 6.0 亿元。

分地区看，境内营收 31.8 亿元，同比+33.0%，占比 94%，境外营收 2.4 亿元，同比+257.8%，占比 6%；分产品看，充放电设备营收 30.3 亿元，同比+67.0%，占比 88%，其他设备营收 3.6 亿元，同比-41.5%，占比 10%，配件营收 0.3 亿元，同比-10.4%，占比 0.8%。

2022Q4 营收 6.9 亿元，同比-5.0%，环比-15.7%，主要系疫情影响部分验收，归母净利润 1.1 亿元，同比+3864.5%，环比-19.9%，扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+414.0%，环比-16.5%。

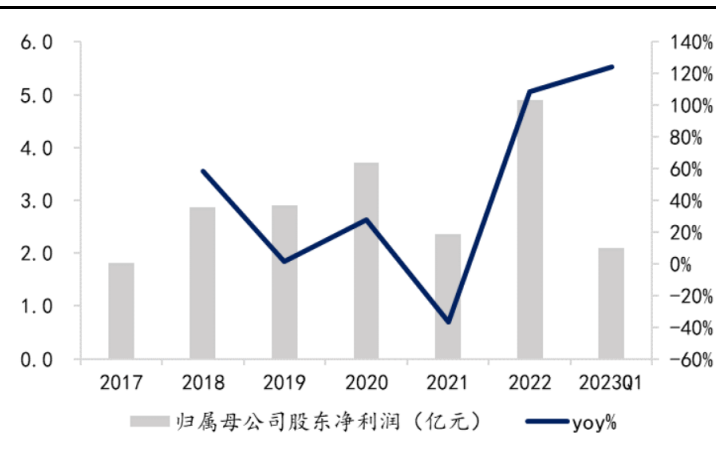
2023Q1 营收 9.5 亿元，同比+19.3%，归母净利润 2.1 亿元，同比+124.5%，扣非归母净利润 2.1 亿元，同比+142.0%，其中股份支付费用约 0.13 亿元，剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利润为 2.2 亿元。

图1：2022 年公司营收 34.5 亿元，同比+39.1%



数据来源：Wind、吴证券研究所

图2：2022 年公司归母净利润 4.9 亿元，同比+108.7%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 股份支付费用减少&订单结构改善&零部件外协比例减少，看好公司盈利能力持续提升。

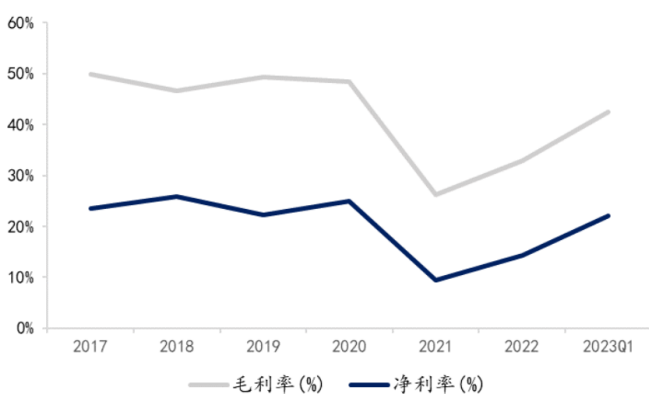
2022 年公司综合毛利率为 32.9%，同比+6.7pct；净利率为 14.2%，同比+4.7pct，剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利率为 17%；期间费用率为 15.0%，同比-2.0pct，其中销售费用率为 2.6%，同比+0.7pct，管理费用率（含研发）为 14.9%，同比+1.5pct，财务费用率为-2.48%，同比-4.2pct。

公司盈利能力显著提升，主要系四方面因素影响：（1）股份支付费用影响后续将逐步减弱，由于 2021 年股权激励方案目标未达成，因此相应的 2021 年方案第二期和 2022 年方案第一期的股价激励费用进行了冲回；（2）国内订单结构改善：过于 2020 年疫情影响，公司采取了跑马圈地式的接单策略，而 2021 年疫情好转后公司重点服务比亚迪、亿纬等头部电池厂，订单结构明显改善，2022 年境内收入毛利率 31.6%，同比+6.6pct；（3）高毛利的海外订单占比提升：2022 年境外收入占比 6.2%，同比+4.5pct，境外收入的毛利率 40.0%，同比-12.7pct，主要系美国海关关税影响，剔除关税影响后的毛利率约 49%，未来公司将通过与客户协商共同承担部分关税&韩国建厂避免关税等手段来解决美国市场的关税问题。（4）外协比例减少：过去杭可由于新接订单高增带来产能紧张，部分零部件生产采用外协生产模式，对盈利能力造成一定影响，随着公司产能逐步释放，零部件外协部分基本完全收回，目前核心零部件自制率达到 85%-90%。我们认为未来随着海外订单占比持续提升、股份支付费用减少等，公司净利率有望提升至 17-18%。

2022Q4 毛利率为 31.8%，同比+15pct，环比-7.4pct，净利率为 16.1%，同比+16.5pct，环比-0.9pct。

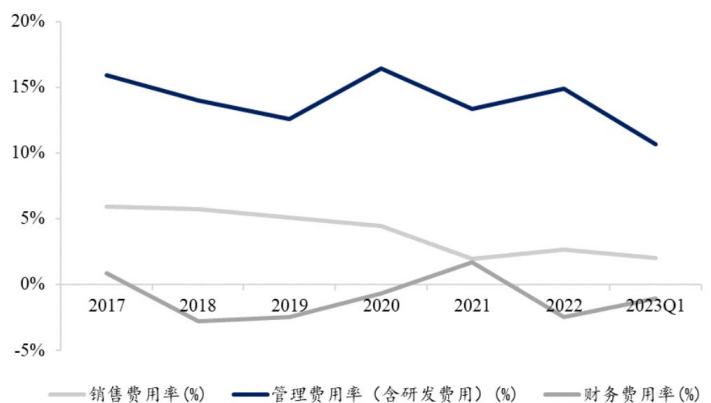
2023Q1 毛利率为 42.5%，同比+12pct，净利率为 22.1%，同比+10pct，剔除股份支付费用影响后的扣非归母净利率约 23%。

图3：2022 年公司综合毛利率为 32.9%，净利率为 14.2%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：2022 年期间费用率为 15.0%，同比-2.0pct



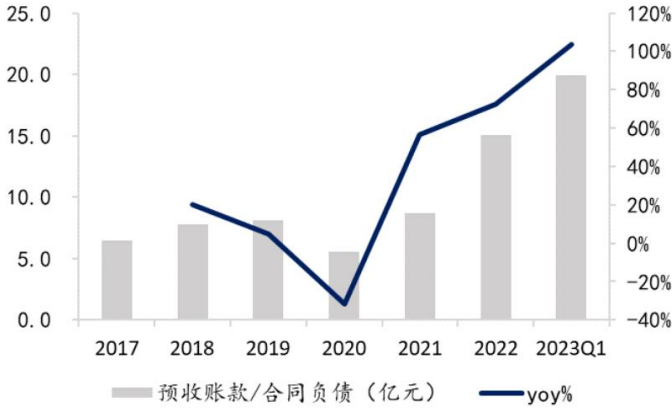
数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 合同负债&存货高增，订单充沛保障业绩。

截至 2023Q1 末公司合同负债为 19.9 亿元，同比+104%，存货为 25.0 亿元，同比

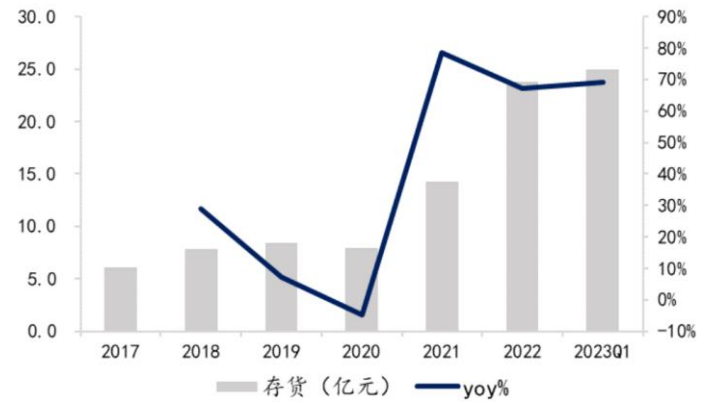
+69%，我们预计公司 2022 年新签订单约 66-67 亿元，同比+33%；2023Q1 经营活动净现金流为-2.0 亿元，主要系海外订单快速增长，公司开具的海外履约保函保证金大幅增加所致。

图5: 截至 2023Q1 末公司合同负债为 19.9 亿元，同比+104%



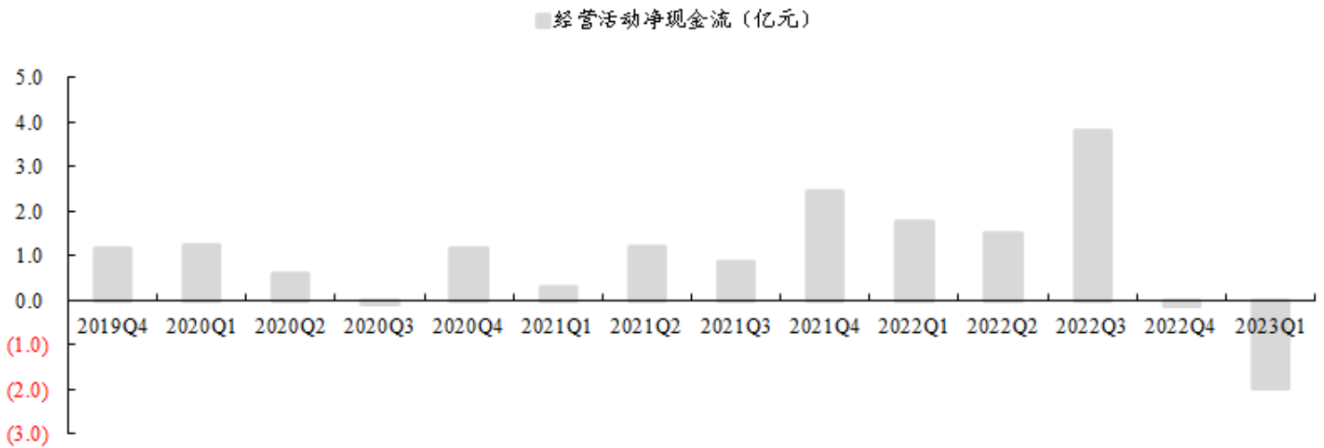
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: 截至 2023Q1 末公司存货为 25.0 亿元，同比+69%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 2023Q1 经营活动净现金流为-2.0 亿元，主要系海外订单快速增长，公司开具的海外履约保函保证金大幅增加所致



数据来源: Wind、东吴证券研究所

4. 外资客户订单占比持续提升，集中在日韩客户和美国市场。

(1) 国外: 2022 年新签订单 66-67 亿元中 36%来自外资客户，且客户集中度较高，包括 LG、SK、远景（集中在日本和美国工厂）等，2023 年又获得 SK 福特合资公司 10

亿人民币订单、远景 8 亿元人民币订单，我们认为未来随着日韩电池厂持续在美扩产，杭可作为日韩电池厂的后道核心设备供应商，有望充分受益。

(2) 国内：2022 年客户主要为比亚迪、亿纬锂能，占国内订单一半左右，其他客户包括欣旺达、国轩、蜂巢、楚能等。

我们预计公司 2023 年新签订单 90 亿元左右，其中国内订单约 50 亿元、海外订单约 40 亿元。

5. 同步布局国内外产能，我们预计 2024 年杭可产能可达 115 亿元。

(1) 国内：投资建设第五、第六工厂，其中五工厂已部分投入使用，产能逐步释放中，六工厂处于建设阶段。

(2) 国外：在海外公司分别在日本韩国投资建设本地工厂，日本工厂位于大阪，主要用于应对客户小规模需求；韩国工厂位于扶余郡，主要面对韩系客户在美国市场的扩产需求。

我们预计海外工厂产能约 15 亿元/年，结合国内产能约 100 亿元/年，到 2024 年杭可产能达 115 亿元/年。

6. 盈利预测与投资评级：

随着海外订单占比提升&外协比例减少，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 7.9（前值 7.6，上调 4%）/10.4（前值 9.9，上调 5%）/12.4 亿元，当前股价对应动态 PE 为 27/21/17 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示：

下游电池厂扩产不及预期，竞争格局恶化。

杭可科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,712	8,533	11,221	13,481	营业总收入	3,454	4,680	5,968	6,809
货币资金及交易性金融资产	2,213	4,273	5,837	7,393	营业成本(含金融类)	2,318	3,028	3,815	4,293
经营性应收款项	1,767	1,241	1,581	1,800	税金及附加	14	19	24	27
存货	2,381	2,489	3,136	3,529	销售费用	91	140	179	204
合同资产	308	468	597	681	管理费用	307	421	537	599
其他流动资产	43	61	71	78	研发费用	207	248	310	354
非流动资产	1,254	1,168	1,071	968	财务费用	-86	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	65	70	90	102
固定资产及使用权资产	960	890	802	706	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	36	23	16	13	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	176	172	169	166	减值损失	-118	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	551	888	1,184	1,425
其他非流动资产	76	76	76	76	营业外净收支	-7	0	0	0
资产总计	7,966	9,700	12,292	14,449	利润总额	544	888	1,184	1,425
流动负债	4,588	5,532	7,082	7,999	减:所得税	53	98	142	185
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	9	19	42	净利润	491	790	1,042	1,240
经营性应付款项	2,914	3,351	4,381	4,948	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,502	1,962	2,472	2,782	归属母公司净利润	491	790	1,042	1,240
其他流动负债	168	210	210	227	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.14	1.83	2.42	2.88
非流动负债	30	30	30	30	EBIT	468	824	1,103	1,331
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	545	948	1,230	1,462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.90	35.30	36.07	36.95
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	14.20	16.88	17.46	18.21
其他非流动负债	28	28	28	28	收入增长率(%)	39.09	35.50	27.52	14.09
负债合计	4,619	5,563	7,113	8,030	归母净利润增长率(%)	108.66	61.06	31.87	19.00
归属母公司股东权益	3,348	4,138	5,180	6,420					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,348	4,138	5,180	6,420					
负债和股东权益	7,966	9,700	12,292	14,449					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	696	2,093	1,584	1,561	每股净资产(元)	8.26	10.21	12.79	15.85
投资活动现金流	-409	-38	-31	-28	最新发行在外股份(百万股)	431	431	431	431
筹资活动现金流	-78	5	10	23	ROIC(%)	13.64	19.54	20.76	19.86
现金净增加额	278	2,060	1,563	1,556	ROE-摊薄(%)	14.66	19.10	20.12	19.31
折旧和摊销	78	124	128	131	资产负债率(%)	57.98	57.35	57.86	55.57
资本开支	-417	-38	-31	-28	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.10	27.38	20.76	17.45
营运资本变动	-55	1,154	425	180	P/B(现价)	6.07	4.91	3.92	3.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

