

# 瀚川智能 (688022)

## 2022 年报&2023 年一季报点评: 费用前置 Q1 业绩承压, 看好换电&锂电设备业务放量

增持 (维持)

2023 年 05 月 03 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

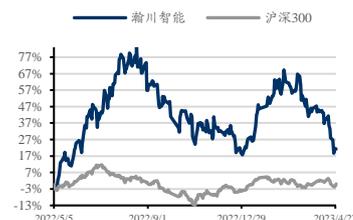
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,143	2,481	3,701	5,011
同比	51%	117%	49%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	74	202	338	496
同比	21%	174%	68%	47%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.59	1.61	2.71	3.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	84.79	30.91	18.43	12.58

关键词: #第二曲线

投资要点

- Q1 受费用前置影响业绩有所下滑, 看好后续订单验收放量:** 2022 年公司实现营收 11.4 亿元, 同比+51%, 归母净利润 0.7 亿元, 同比+21%, 扣非归母净利润为 0.3 亿元, 同比-17%。由于公司换电业务处于发展初期, 出于收入确认谨慎性考虑, 调减 2022 年收入 1.8 亿元, 预计 2023 年确认该部分收入。分产品来看, 汽车智能装备营业收入 5.4 亿元, 同比+19%, 占比 47%, 充换电智能装备营收 2.9 亿元, 占比 25%, 电池智能制造 2.3 亿元, 同比+9%, 占比 20%, 工业互联网智能制造系统营收 0.2 亿元, 同比-33%, 占比 1%, 零部件营收 0.6 亿元, 同比+62%, 占比 5%。2023Q1 公司营收 1.8 亿元, 同比+84%, 归母净利润-0.43 亿元, 扣非归母净利润-0.42 亿元, 主要系公司处于快速增长期, 费用与收入存在时间错配, 规模效应尚未体现。
- 盈利能力有所下滑, 静待规模效应显现:** 2022 年公司毛利率为 28.3%, 同比-5.5pct, 分产品来看, 汽车智能制造装备为 35.7%, 同比-0.9pct, 充换电智能制造装备为 14.8%, 电池智能制造装备为 27.2%, +1.7pct, 工业互联网智能制造系统为 53.4%, +12pct, 零部件为 26.7%, -18.7pct, 净利率为 6.4%, -1.2pct, 期间费用率为 24.2%, -3.9pct, 其中销售费用率为 6.8%, -1.5pct, 管理费用率 (含研发) 为 15.2%, -3.3pct, 财务费用率为 2.2%, +1pct。2023Q1 公司毛利率为 27.2%, 同比-0.2pct, 净利率为-25.6%, 期间费用率为 56.7%, 同比+8.6pct, 主要系公司新业务处于前期阶段, 员工薪酬、设备厂房折旧等费用前置, 其中销售费用率为 21%, 同比+4.5pct, 管理费用率 (含研发) 为 31.2%, 同比-2.6pct, 财务费用率为 4.5%, 同比+6.8pct, 我们认为随着换电设备、锂电设备的新签订单规模交付, 公司盈利能力有望逐步提升。
- 合同负债&存货高增, 在手订单充沛保障业绩增长:** 截至 2023Q1 末合同负债为 3.5 亿元, 同比+86%, 存货为 9.5 亿元, 同比+56%, 截至 2023 年 4 月底公司在手订单 30.4 亿元 (含税), 其中电池智能装备 15.8 亿元, 占比 52%; 充换电智能装备 8.9 亿元, 占比 29%; 汽车智能装备 5.7 亿元, 占比 19%。
- 储能有望成为锂电设备下一重要增长点, 瀚川大圆柱设备已有储备:** 大型储能倾向于使用大容量的方形电池; 家庭储能更倾向于大圆柱电池。瀚川已与亿纬锂能等企业建立合作关系, 未来 4680 大圆柱电池的中后道设备有望实现全部自制, 充分受益于储能市场快速放量。2022 年公司与正威集团签订 8.34 亿元的化成分容设备的重大销售框架合同, 并与深圳埃克森就锂电池相关生产设备业务达成战略合作并获得重大锂电生产配套设备订单。
- 换电设备产能快速提升, 打开新成长空间:** 换电模式获认可, 尤其在商用车领域经济性凸显。我们预计 2025 年建设换电站数量将超 16000 座, 对应新增设备投资额近 400 亿元。瀚川先发优势明显, 我们预计 2023 年公司换电设备新接订单有望达 20 亿元。2022 年底, 公司现有诸暨、苏州基地换电设备产能达 680 套, 2023 年底产能有望达 1500 台、2024 年有望近 3000 台。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情影响和收入确认节奏, 我们下调公司 2023-2024 年归母净利润分别为 2.0 (原值 2.5, 下调 20%) / 3.4 (原值 4, 下调 15%) 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.0 亿元, 对应 PE 分别为 31/18/13X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 下游扩产不及预期, 新业务开拓不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.89
一年最低/最高价	37.81/78.18
市净率(倍)	2.79
流通 A 股市值(百万元)	5,414.89
总市值(百万元)	6,233.16

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	17.86
资产负债率(% ,LF)	54.59
总股本(百万股)	124.94
流通 A 股(百万股)	108.54

### 相关研究

《瀚川智能(688022): 获埃克森新能源 3.9 亿元订单, 储能锂电设备业务发力》

2023-03-15

《瀚川智能(688022): 2022 年三季报点评: Q3 业绩略低于预期, 看好后续换电设备业务放量增长》

2022-10-31

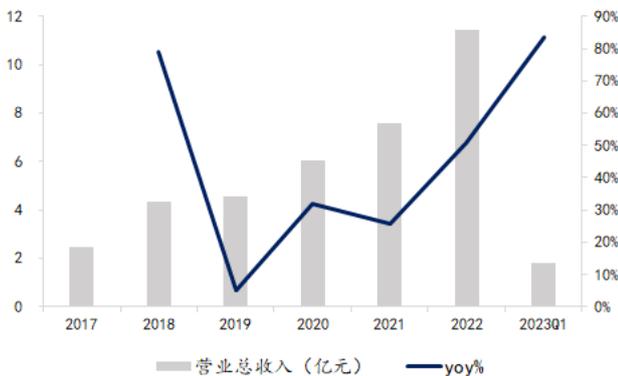
## 1. Q1 受费用前置影响业绩有所下滑，看好后续订单验收放量

2022 年公司实现营收 11.4 亿元，同比+51%，归母净利润 0.7 亿元，同比+21%，扣非归母净利润为 0.3 亿元，同比-17%。由于对公司换电业务处于发展初期，出于收入确认的谨慎性考虑，调减了 2022 年度的收入 1.8 亿元，影响了公司利润表现，公司预计 2023 年将确认该部分收入。

分产品来看，汽车智能装备营业收入 5.4 亿元，同比+19%，占比 47%，充换电智能装备营收 2.9 亿元，占比 25%，电池智能制造 2.3 亿元，同比+9%，占比 20%，工业互联网智能制造系统营收 0.2 亿元，同比-33%，占比 1%，零部件营收 0.6 亿元，同比+62%，占比 5%。

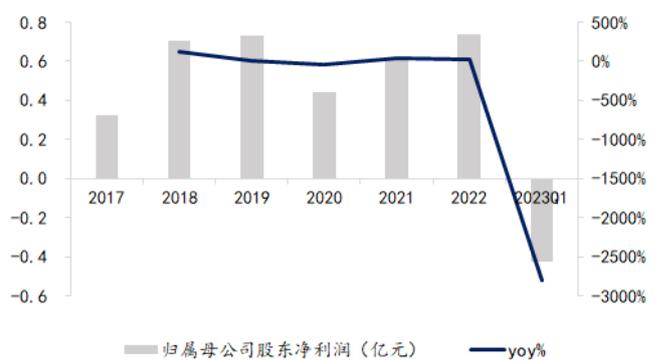
2023Q1 公司营收 1.8 亿元，同比+84%，归母净利润-0.43 亿元，扣非归母净利润-0.42 亿元，主要系公司业务处于快速增长期，固定费用投入较大，而新签订单在 2022 年下半年增长较多，故费用与收入存在时间错配，业务规模效应尚未体现。

图1：2022 年公司实现营收 11.4 亿元，同比+51%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 年公司归母净利润 0.7 亿元，同比+21%



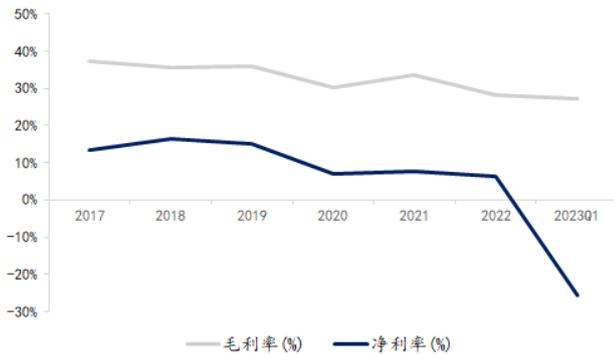
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 盈利能力有所下滑，静待规模效应显现

2022 年公司毛利率为 28.3%，同比-5.5pct，分产品来看，汽车智能制造装备为 35.7%，同比-0.9pct，充换电智能制造装备为 14.8%，电池智能制造装备为 27.2%，同比+1.7pct，工业互联网智能制造系统为 53.4%，同比+12pct，零部件为 26.7%，同比-18.7pct，净利率为 6.4%，同比-1.2pct，期间费用率为 24.2%，同比-3.9pct，其中销售费用率为 6.8%，同比-1.5pct，管理费用率(含研发)为 15.2%，同比-3.3pct，财务费用率为 2.2%，同比+1pct。

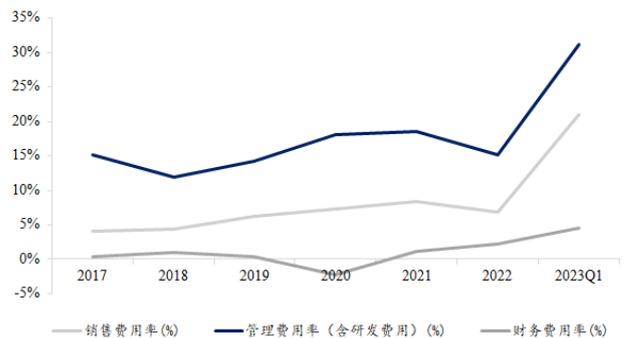
2023Q1 公司毛利率为 27.2%，同比-0.2pct，净利率为-25.6%，期间费用率为 56.7%，同比+8.6pct，主要系公司新业务处于前期阶段，员工薪酬、设备厂房折旧等费用前置，其中销售费用率为 21%，同比+4.5pct，管理费用率（含研发）为 31.2%，同比-2.6pct，财务费用率为 4.5%，同比+6.8pct，我们认为随着换电设备、锂电设备的新签订单规模交付，公司盈利能力有望逐步提升。

图3：2022 年公司毛利率为 28.3%，净利率为 6.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022 年公司期间费用率为 24.2%，同比-3.9pct

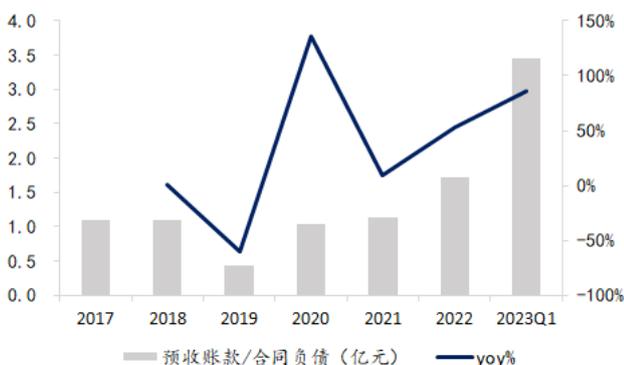


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 合同负债&存货高增，在手订单充沛保障业绩增长

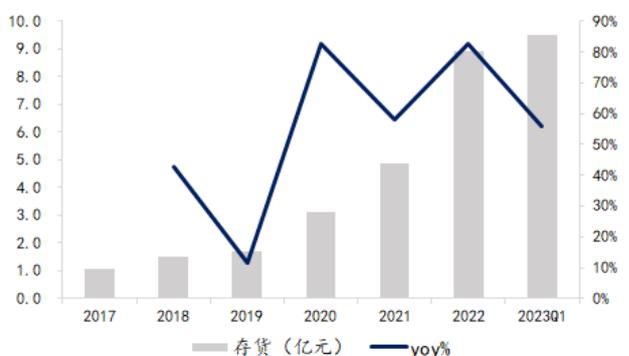
截至 2023Q1 末公司合同负债为 3.5 亿元，同比+86%，存货为 9.5 亿元，同比+56%，截至 2023 年 4 月底公司在手订单 30.4 亿元(含税)，其中电池智能装备在手订单 15.8 亿元，占比 52%；充换电智能装备在手订单 8.9 亿元，占比 29%；汽车智能装备在手订单 5.7 亿元，占比 18.87%。

图5：截至 2023Q1 末公司合同负债为 3.5 亿元，同比 +86%



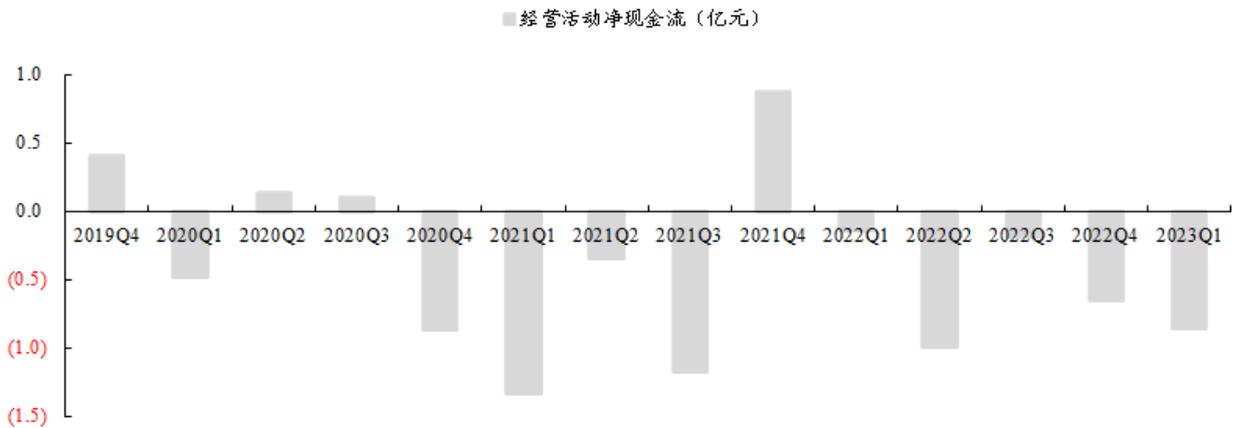
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：截至 2023Q1 末公司存货为 9.5 亿元，同比+56%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 2023Q1 公司经营活动净现金流为-0.85 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 储能有望成为锂电设备下一重要增长点, 瀚川大圆柱设备已有储备

大型储能倾向于使用大容量的方形电池, 大储强调成本, 280Ah 及以上大电芯拥有天然的成本优势, 体积能量密度更高; 家庭储能更倾向于大圆柱电池, 家庭用户对电芯灵活串并联提出更高要求, 大圆柱电池的灵活成组优势更明显且容量更高。瀚川已与亿纬锂能等企业建立了合作关系, 已自主研发圆柱容量一体机、4680 大圆柱化成分容及配套设备等, 未来 4680 大圆柱电池的中后道设备有望实现全部自制, 充分受益于储能市场快速放量。

2022 年公司与正威集团签订了 8.34 亿元的化成分容设备的重大销售框架协议, 并与深圳埃克森就锂电池相关生产设备业务达成战略合作并获得重大锂电生产配套设备订单。

#### 5. 换电设备产能快速提升, 打开新成长空间

当前换电模式获认可, 尤其在商用车领域的经济性凸显, 我们预计 2025 年建设换电站数量将超 16000 座, 对应新增设备投资额近 400 亿元, 瀚川先发优势明显, 我们预计 2022 年公司换电设备新接订单近 10 亿, 2023 年有望达 20 亿元。2022 年底, 公司现有诸暨、苏州基地的换电设备产能已达 680 套, 2023 年底产能有望达 1500 台、2024 年有望近 3000 台。瀚川产能提升速度较快, 主要系零部件集中生产后发往内蒙等整机基地进行组装, 大幅提高生产效率。

## 6. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情影响和收入确认节奏,我们下调公司 2023-2024 年归母净利润分别为 2.0 (原值 2.5, 下调 20%) /3.4 (原值 4, 下调 15%) 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.0 亿元, 对应 PE 分别为 31/18/13X, 维持“增持”评级。

## 7. 风险提示

下游扩产不及预期, 新业务开拓不及预期。

## 瀚川智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,110</b>	<b>3,945</b>	<b>5,349</b>	<b>6,576</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,143</b>	<b>2,481</b>	<b>3,701</b>	<b>5,011</b>
货币资金及交易性金融资产	137	586	787	942	营业成本(含金融类)	819	1,747	2,585	3,474
经营性应收款项	950	1,605	2,294	2,819	税金及附加	9	19	22	25
存货	891	1,532	1,983	2,475	销售费用	78	174	259	351
合同资产	34	71	110	147	管理费用	107	236	348	471
其他流动资产	99	151	175	193	研发费用	67	186	259	351
<b>非流动资产</b>	<b>895</b>	<b>1,048</b>	<b>1,145</b>	<b>1,224</b>	财务费用	25	6	8	8
长期股权投资	14	17	18	19	加:其他收益	25	75	111	151
固定资产及使用权资产	616	698	758	819	投资净收益	2	7	11	8
在建工程	13	82	116	133	公允价值变动	41	0	0	0
无形资产	31	31	32	32	减值损失	-30	0	0	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	<b>营业利润</b>	<b>75</b>	<b>196</b>	<b>341</b>	<b>489</b>
其他非流动资产	182	182	182	182	营业外净收支	-2	5	-1	8
<b>资产总计</b>	<b>3,006</b>	<b>4,994</b>	<b>6,493</b>	<b>7,799</b>	<b>利润总额</b>	<b>73</b>	<b>201</b>	<b>341</b>	<b>496</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,906</b>	<b>3,700</b>	<b>4,869</b>	<b>5,693</b>	减:所得税	0	6	10	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	765	1,489	1,584	1,278	<b>净利润</b>	<b>73</b>	<b>195</b>	<b>330</b>	<b>481</b>
经营性应付款项	756	1,495	2,247	3,035	减:少数股东损益	-1	-7	-8	-14
合同负债	173	368	545	732	<b>归属母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>202</b>	<b>338</b>	<b>496</b>
其他流动负债	212	347	493	648	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	1.61	2.71	3.97
非流动负债	77	77	77	77	EBIT	58	119	227	339
长期借款	36	36	36	36	EBITDA	120	203	327	456
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.30	29.56	30.14	30.66
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	6.43	8.13	9.14	9.89
其他非流动负债	20	20	20	20	收入增长率(%)	50.77	117.05	49.18	35.40
<b>负债合计</b>	<b>1,983</b>	<b>3,777</b>	<b>4,946</b>	<b>5,770</b>	归母净利润增长率(%)	20.90	174.31	67.68	46.55
归属母公司股东权益	1,030	1,232	1,570	2,065					
少数股东权益	-7	-14	-22	-36					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,023</b>	<b>1,217</b>	<b>1,548</b>	<b>2,029</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,006</b>	<b>4,994</b>	<b>6,493</b>	<b>7,799</b>					

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	-197	-50	292	642	每股净资产(元)	9.49	11.35	14.46	19.03
投资活动现金流	27	-325	-236	-207	最新发行在外股份(百万股)	125	125	125	125
筹资活动现金流	224	724	95	-306	ROIC(%)	3.46	5.02	7.40	10.03
现金净增加额	53	349	152	130	ROE-摊薄(%)	7.14	16.37	21.54	23.99
折旧和摊销	62	84	100	117	资产负债率(%)	65.97	75.62	76.16	73.98
资本开支	-161	-230	-196	-188	P/E(现价&最新股本摊薄)	84.79	30.91	18.43	12.58
营运资本变动	-342	-399	-250	-78	P/B(现价)	5.26	4.40	3.45	2.62

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>

