

# 利元亨 (688499)

## 2022 年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩表现低于预期, 锂电&光伏平台化布局有望实现业绩稳步增长

买入 (维持)

2023 年 04 月 30 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

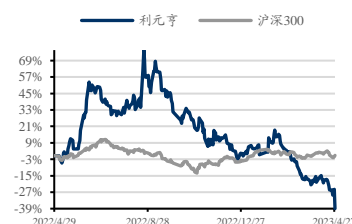
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,204	5,522	6,722	7,923
同比	80%	31%	22%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	290	388	484	592
同比	36%	34%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.28	4.40	5.49	6.71
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.56	22.04	17.67	14.45

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- 受疫情造成的设备验收周期拉长等因素影响, 公司 2023Q1 盈利能力略微下滑。2022 年公司实现营业收入 42.0 亿元, 同比+80.3%; 归母净利润 2.9 亿元, 同比+36.4%; 其中股份支付费用为 1.0 亿元, 剔除股份支付因素影响后的归母净利润为 3.9 亿元, 同比+80.4%; 扣非归母净利润 2.6 亿元, 同比+26.7%。其中 2022Q4 季度实现营收 12.7 亿元, 同比+88.3%; 归母净利润 602.7 万元, 同比-89.1%; 扣非归母净利润-650.8 万元, 同比-112.3%。2023Q1 单季实现营业收入 12.7 亿元, 同比+57.4%; 归母净利润-0.7 亿元, 同比-184.2%; 扣非归母净利润-0.7 亿元, 同比-196.3%。
- 设备成本高于预期, 动力锂电及智能仓储销售规模增加拉低毛利率水平。2022 年利元亨综合毛利率为 34.6%, 同比-4.0pct; 销售净利率为 6.9%, 同比-2.2pct。期间费用率为 27.9%, 同比-3.1pct, 其中销售费用率为 4.9%, 同比-0.3pct; 管理费用率 (含研发) 为 22.7%, 同比-2.2pct; 财务费用率为 0.3%, 同比-0.5pct。Q4 毛利率为 31.1%, 同比-10.2pct, 环比-4.9pct; 销售净利率为 0.5%, 同比-7.8pct, 环比-9.1pct。2023Q1 毛利率为 26.9%, 同比-8.9pct, 环比-4.3pct; 销售净利率为-5.3%, 同比-15.2pct, 环比-5.8pct
- 合同负债&存货保持较高水平, 公司战略调整助力新签订单质量提高、结构进一步优化。截至 2022 年底公司合同负债 20.7 亿元, 同比+52.3%; 存货为 30.5 亿元, 同比+84.0%; 截至 2023Q1 末公司合同负债 19.5 亿元, 同比+18%; 存货为 33.0 亿元, 同比+72%; 2022 年经营活动净现金流为 2.2 亿元, 同比+1679.1%, 2023Q1 经营活动净现金流为-6.8 亿元。我们预计, 2022 年公司新签订单近 100 亿元, 2023Q1 新签订单在 15 亿左右, 且其中海外订单占比有明显提升; 预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元, 订单规模略有收拢。
- 锂电领域: 壮大国内外客户群体, 提升业务规模, 坚决打赢核心技术攻坚战。利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一, 在锂电设备领域已覆盖全产业链。客户方面, 公司优选优质客户并坚持国际化布局, 夯实国内外客户基础。产品方面, 公司将坚持加大技术研发的投入, 未来有望进一步建立技术壁垒, 提高产品技术竞争力。
- 光伏领域: 全面切入光伏设备领域, 聚焦行业发展热点, 打开成长空间。公司聚焦光伏行业发展热点, 重点推进 HJT 技术路线布局。2022 年围绕 HJT 核心工艺设备、光伏组件及光伏自动化设备展开布局, 通过内生+外延的方式在工艺性设备方面横向扩展, 目前已在丝网印刷机、单晶硅棒机加自动化生产线陆续获得客户订单, HJT 整线工艺设备研发布局顺利推进, 助力公司在 HJT 领域抢占先发优势。
- 盈利预测与投资评级: 考虑到订单验收节奏影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 3.9 (前值 7.2, 下调 46%) / 4.8 (前值 12.2, 下调 61%) / 5.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 22/18/14 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 竞争格局恶化, 下游扩产不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	96.93
一年最低/最高价	95.40/286.00
市净率(倍)	3.62
流通 A 股市值(百万元)	3,923.31
总市值(百万元)	8,559.34

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.79
资产负债率(% ,LF)	73.97
总股本(百万股)	88.30
流通 A 股(百万股)	40.48

### 相关研究

《利元亨(688499): 拟定增募资 33 亿元, 加强光伏锂电平台化布局》

2023-03-01

《利元亨(688499): 2022 年三季报点评: 业绩符合预期, 规模效应下看好盈利能力持续提升》

2022-10-29

## 1. 受疫情造成的设备验收周期拉长等因素影响，公司 2023Q1 盈利能力略微下滑

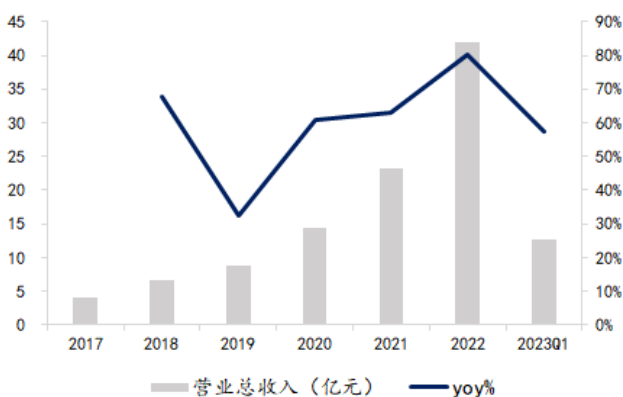
2022 年公司实现营业收入 42.0 亿元，同比+80.3%；归母净利润 2.9 亿元，同比+36.4%；其中股份支付费用为 1.0 亿元，剔除股份支付因素影响后的归母净利润为 3.9 亿元，同比+80.4%；扣非归母净利润 2.6 亿元，同比+26.7%。22 年实际业绩较快报有所下降主要系收购波兰工厂带来的资产减值及设备交付后延带来的存货跌价的严谨核算。

分地区看，境内营收 39.9 亿元，同比+74.2%，占比 95.2%，境外营收 2.0 亿元，同比+465.4%，占比 4.8%，22 年公司继续大力拓展海外市场，成功获得欧美韩客户订单并陆续实现交付验收；分产品来看，锂电池制造设备营收 34.0 亿元，占比 81.0%；智能仓储营收 5.2 亿元，占比 12.4%；汽车零部件制造设备营收 0.6 亿元，占比 1.4%；其他领域设备营收 0.3 亿元，占比 0.7%；配件及服务营收 1.9 亿元，占比 4.5%，锂电及智能仓储的业务规模持续上升。

其中单 Q4 季度实现营收 12.7 亿元，同比+88.3%；归母净利润 602.7 万元，同比-89.1%；扣非归母净利润-650.8 万元，同比-112.3%。

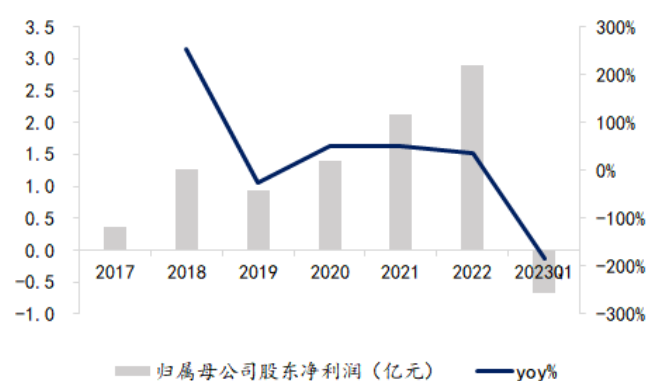
2023Q1 单季实现营业收入 12.7 亿元，同比+57.4%；归母净利润-0.7 亿元，同比-184.2%；扣非归母净利润-0.7 亿元，同比-196.3%。公司在 Q1 业绩表现不理想，主要系：1、Q1 高毛利率的消费锂电设备验收较少，动力锂电和智能仓储的销售规模增加虽然带来了营收的提高，但同时也拉低了整体的毛利率水平；2、消费锂电转动力锂电的过程中产生了较多设备改造费用；3、疫情及春节造成设备验收周期拉长，成本费用增长，同时 Q1 末应收账款较多，造成按照会计准则算得的坏账准备较大。

图1：2022 公司实现收入 42.0 亿元，同比+80.3%



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图2：2022 归母净利润 2.9 亿元，同比+36.4%



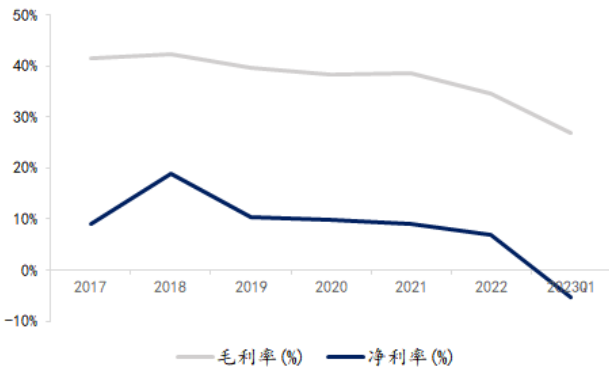
数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 设备成本高于预期，动力锂电及智能仓储销售规模增加拉低毛利率水平

2022 年利元亨综合毛利率为 34.6%，同比-4.0pct；销售净利率为 6.9%，同比-2.2pct；期间费用率为 27.9%，同比-3.1pct，其中销售费用率为 4.9%，同比-0.3pct；管理费用率（含研发）为 22.7%，同比-2.2pct；2022 年研发费用 4.7 亿元，同比+72.8%，占营收比重为 11.2%；财务费用率为 0.3%，同比-0.5pct。Q4 毛利率为 31.1%，同比-10.2pct，环比-4.9pct；销售净利率为 0.5%，同比-7.8pct，环比-9.1pct。

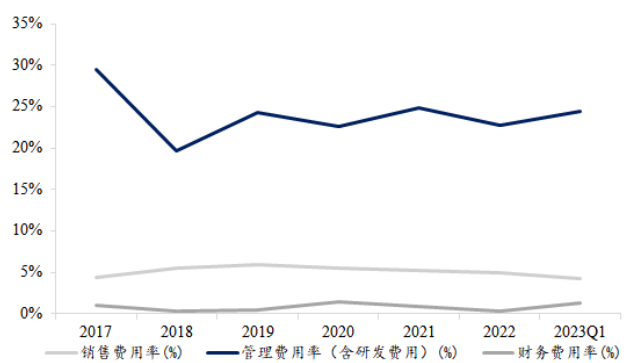
2023Q1 毛利率为 26.9%，同比-8.9pct，环比-4.3pct；销售净利率为-5.3%，同比-15.2pct，环比-5.8pct；Q1 毛利率的明显下滑主要系：1、Q1 验收设备主要为毛利率较低的动力锂电及智能仓储设备；2、相较先导、杭可，利元亨作为锂电核心工艺环节设备的后进入者，为了迅速占领市场份额并打出产品优势，在部分工艺机型上参与了价格竞争，在产品价格上做出了战略性让步；3、调试设备周期未达预期，实际情况验收周期较长。

图3：毛利率和净利率略下滑，主要系公司订单结构及市场战略



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：2022 年公司期间费用率为 27.9%，同比-3.1pct



数据来源：Wind、东吴证券研究所

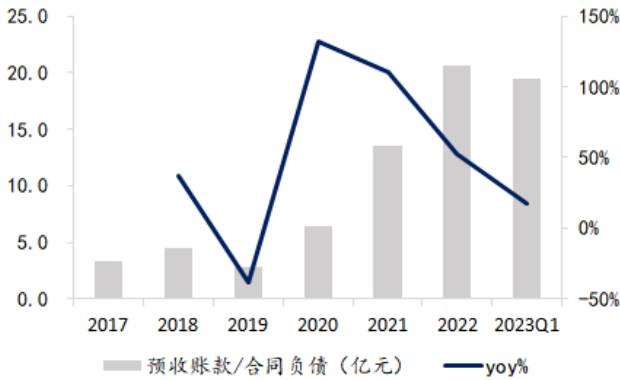
## 3. 合同负债&存货保持较高水平，公司战略调整助力新签订单质量提高、结构进一步优化

截至 2022 年底公司合同负债 20.7 亿元，同比+52.3%；存货为 30.5 亿元，同比+84.0%；截至 2023Q1 末公司合同负债 19.5 亿元，同比+18%；存货为 33.0 亿元，同比+72%；2022 年经营活动净现金流为 2.2 亿元，同比+1679.1%，主要系公司通过扩大业务规模、改变应收账款债权模式，控制了现金流入流出规模；2023Q1 经营活动净现金流为-6.8 亿元，主要系 Q1 销售回款较慢，同时公司为配合客户投产，竭尽所能抓生产进度扩大产能，人力物力投入大。

我们预计，2022 年公司新签订单近 100 亿元，2023Q1 新签订单在 15 亿左右，且其

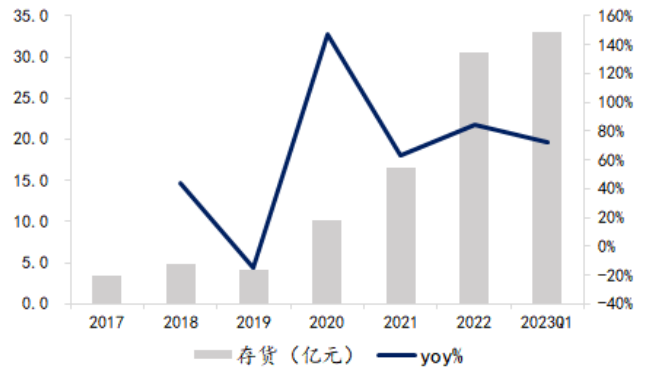
中海外订单占比有明显提升；预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元，订单规模的预计收拢主要和以下因素有关：1、外部宏观环境不确定性的考量；2、公司战略调整：优选高质量订单，优化产品和客户结构，打造技术壁垒，为公司争取更多话语权。

图5: 截至 2023Q1 末公司合同负债 19.5 亿元, 同比 +18%



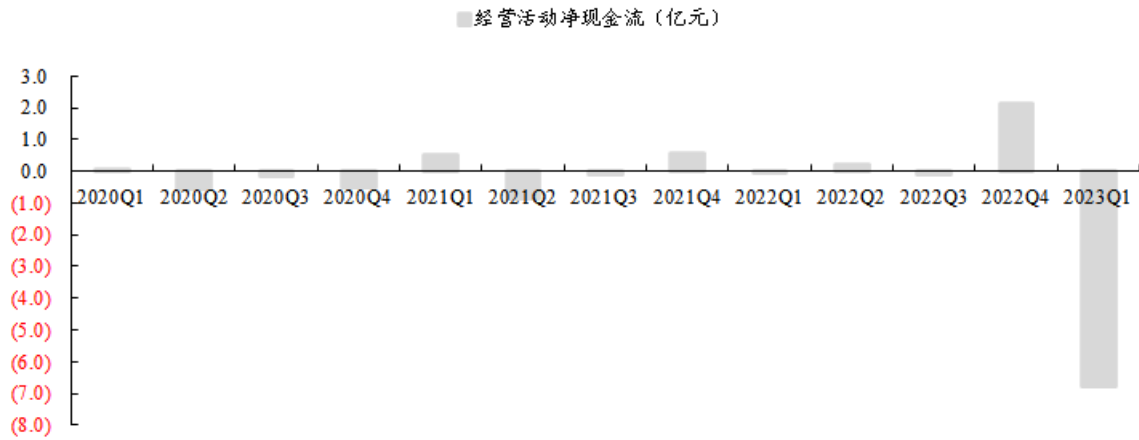
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图6: 截至 2023Q1 末公司存货为 33.0 亿元, 同比+72%



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图7: 2023Q1 经营活动净现金流为-6.8 亿元



数据来源: Wind、东吴证券研究所

#### 4. 锂电领域: 壮大国内外客户群体, 提升业务规模, 坚决打赢核心技术攻坚战

利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一, 在锂电设备领域已覆盖全产业链。客户方面, 公司优选优质客户, 已与宁德时代、比亚迪等头部企业建立了长期稳固的合作关系, 同时不断开拓新客户; 公司坚持国际化布局, 于 22 年收购波兰工厂, 并与北美、韩国等客户签署海外锂电设备订单, 夯实国内外客户基础。产品方面, 公司将继续坚持

加大技术研发的投入，已实现高速叠片、高速高精度激光焊接等技术方案的研发创新，得到客户的高度认可；在电极涂布机设备方面，公司的创新技术已在 23 年 4 月中旬通过验证并得到了客户的肯定；公司未来有望进一步建立技术壁垒，提高产品技术竞争力。

## 5. 光伏领域：全面切入光伏设备领域，聚焦行业发展热点，打开成长空间

公司聚焦光伏行业发展热点，重点推进 HJT 技术路线布局，为主营业务注入新鲜血液。2022 年围绕 HJT 核心工艺设备、光伏组件及光伏自动化设备展开布局，分别与德国冯·阿登纳、上海森松国际签署战略合作协议，在 HJT、钙钛矿等领域展开合作；公司成立光伏事业部，与光伏头部企业建立深度合作关系，通过内生+外延的方式在工艺性设备方面横向扩展，主要研发 PECVD、PVD、丝网印刷、激光 SE、HJT 和钙钛矿电池设备，目前已在丝网印刷机、单晶硅棒机加自动化生产线陆续获得客户订单，HJT 整线工艺设备研发布局顺利推进，助力公司在 HJT 领域抢占先发优势。

## 6. 盈利预测与投资评级

考虑到订单验收节奏影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 3.9（前值 7.2，下调 46%）/4.8（前值 12.2，下调 61%）/5.9 亿元，当前股价对应动态 PE 为 22/18/14 倍，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

竞争格局恶化，下游扩产不及预期。



## 利元亨三大财务预测表

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>7,037</b>	<b>9,151</b>	<b>10,862</b>	<b>12,949</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,204</b>	<b>5,522</b>	<b>6,722</b>	<b>7,923</b>
货币资金及交易性金融资产	1,841	1,236	1,230	1,591	营业成本(含金融类)	2,751	3,722	4,527	5,332
经营性应收款项	1,708	3,431	4,176	4,922	税金及附加	23	28	30	32
存货	3,048	4,079	4,961	5,844	销售费用	207	276	323	364
合同资产	291	268	341	420	管理费用	484	607	706	792
其他流动资产	150	138	154	171	研发费用	471	635	739	871
<b>非流动资产</b>	<b>2,407</b>	<b>2,413</b>	<b>2,389</b>	<b>2,342</b>	财务费用	13	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	139	199	168	158
固定资产及使用权资产	1,056	1,351	1,470	1,494	投资净收益	7	0	0	0
在建工程	631	341	195	123	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	156	155	153	152	减值损失	-122	0	0	0
商誉	5	8	11	15	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	148	148	148	148	<b>营业利润</b>	<b>279</b>	<b>446</b>	<b>557</b>	<b>681</b>
其他非流动资产	410	410	410	410	营业外净收支	-1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,444</b>	<b>11,563</b>	<b>13,251</b>	<b>15,291</b>	<b>利润总额</b>	<b>279</b>	<b>446</b>	<b>557</b>	<b>681</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,253</b>	<b>6,984</b>	<b>8,187</b>	<b>9,634</b>	减:所得税	-11	58	72	88
短期借款及一年内到期的非流动负债	383	240	220	220	<b>净利润</b>	<b>290</b>	<b>388</b>	<b>484</b>	<b>592</b>
经营性应付款项	2,457	3,529	4,099	4,893	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,066	2,795	3,399	4,004	<b>归属母公司净利润</b>	<b>290</b>	<b>388</b>	<b>484</b>	<b>592</b>
其他流动负债	347	419	469	517	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.28	4.40	5.49	6.71
非流动负债	1,586	1,586	1,586	1,586	EBIT	289	254	397	530
长期借款	665	665	665	665	EBITDA	485	405	579	735
应付债券	762	762	762	762	毛利率(%)	34.55	32.60	32.65	32.69
租赁负债	146	146	146	146	归母净利率(%)	6.89	7.03	7.21	7.48
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	80.31	31.35	21.73	17.87
<b>负债合计</b>	<b>6,839</b>	<b>8,570</b>	<b>9,773</b>	<b>11,221</b>	归母净利润增长率(%)	36.35	34.17	24.72	22.25
归属母公司股东权益	2,604	2,992	3,477	4,069					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,605</b>	<b>2,994</b>	<b>3,478</b>	<b>4,070</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,444</b>	<b>11,563</b>	<b>13,251</b>	<b>15,291</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	219	-305	173	520	每股净资产(元)	27.47	31.88	37.39	44.12
投资活动现金流	-555	42	-133	-133	最新发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	1,104	-143	-20	0	ROIC(%)	8.07	4.71	6.85	8.29
现金净增加额	765	-405	19	386	ROE-摊薄(%)	11.12	12.98	13.93	14.55
折旧和摊销	196	152	182	205	资产负债率(%)	72.41	74.11	73.75	73.38
资本开支	-403	-158	-158	-158	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.56	22.04	17.67	14.45
营运资本变动	-511	-929	-527	-309	P/B(现价)	3.53	3.04	2.59	2.20

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>

