

利元亨 (688499)

2023 年半年报点评: Q2 扭亏为盈, 锂电&光伏设备双轮驱动

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 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

研究助理 李文意

执业证书: S0600122080043
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,204	5,080	5,957	6,496
同比	80%	21%	17%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	290	171	249	334
同比	36%	-41%	46%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.34	1.38	2.01	2.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.39	31.19	21.38	15.93

关键词: #第二曲线

投资要点

- 设备交付和验收加快, Q2 净利扭亏为盈:** 2023 上半年公司实现营收 27.3 亿元, 同比+57%, 归母净利润为-0.3 亿元, 同比-119%, 扣非归母净利润为-0.4 亿元, 同比-129%, 主要系验收的动力锂电设备技术要求较高, 生产调试和验收周期较长, 标准化沉淀及规模量产还不充分, 造成毛利率偏低及费用偏高, 同时营收规模增长较大, 动力锂电客户信用期较长, 期末应收账款及合同资产余额较大, 计提的信用减值损失金额较多。2023Q2 单季营收 14.6 亿元, 同比+56%, 环比+16%; 归母净利润为 0.4 亿元, 同比-61%, 环比+153%, 已逐步扭转 Q1 的亏损局面。
- 竞争加剧影响毛利率, 验收周期拉长拖累净利率:** 2023 上半年毛利率为 27.1%, 同比-8.9pct, 主要原因系动力锂电领域竞争格局加剧, 公司作为新进入者在产品定价方面有所折让, 动力锂电收入占比提高, 净利率为-1.2%, 同比-10.9pct, 主要系锂电设备调试周期较长, 费用率较高; 期间费用率为 28.2%, 同比-0.1pct, 其中销售费用率为 4.3%, 同比-0.7pct, 管理费用率 (含研发) 为 22.8%, 同比-0.5pct, 财务费用率为 1.1%, 同比+1.1pct。2023Q2 单季毛利率为 27.4%, 同比-8.8pct, 环比-0.5pct; 净利率为 2.4%, 同比-7.2pct, 环比+7.7pct, 主要系积极拓展海外市场, 加快设备交付和验收。
- 存货持续增长, 看好后续签订订单质量提高:** 截至 2023Q2 末公司合同负债为 17.8 亿元, 同比-10%, 存货为 34.3 亿元, 同比+45%; 2023H1 经营性净现金流量-6.8 亿元, 主要系动力锂电客户信用期较长, 销售回款较慢。订单方面我们预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元, 海内外占比各 50%。
- 锂电领域: 全产业链产品丰富, 国内外客户优质:** 利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一, 公司在锂电设备领域已形成“专机→一体机→局部环节整线→真正的整线 (全流程生产线)”的全链条布局。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: 聚焦行业发展热点, 重点推进 HJT 技术路线布局:** 2022 年公司围绕 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, 已经与华晟新能源签署了 HJT 整线设备合作意向, 并在人员、技术以及客户资源等方面形成良好的储备。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到公司回款周期影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.7 (原值 3.9, 下调 56%) / 2.5 (原值 4.8, 下调 48%) / 3.3 (原值 5.9, 下调 44%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 31/21/16 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.18
一年最低/最高价	42.82/269.98
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	2,625.30
总市值(百万元)	5,585.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.26
资产负债率(% ,LF)	75.37
总股本(百万股)	123.63
流通 A 股(百万股)	58.11

相关研究

《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》

2023-04-30

《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

1. 设备交付和验收加快，Q2 净利扭亏为盈

2023 上半年公司实现营收 27.3 亿元，同比+57%，归母净利润为-0.3 亿元，同比-119%，扣非归母净利润为-0.4 亿元，同比-129%，主要系验收的动力锂电设备技术要求较高，生产调试和验收周期较长，标准化沉淀及规模量产还不充分，造成毛利率偏低及费用偏高，同时营收规模增长较大，动力锂电客户信用期较长，期末应收账款及合同资产余额较大，计提的信用减值损失金额较多。

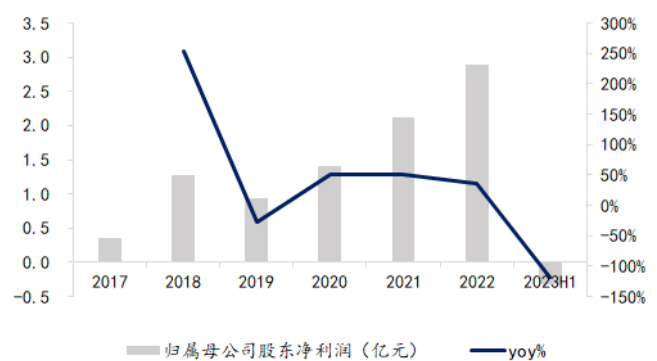
2023Q2 单季营收 14.6 亿元，同比+56%，环比+16%；归母净利润为 0.4 亿元，同比-61%，环比+153%，已逐步扭转 Q1 的亏损局面。

图1：2023 上半年公司实现营收 27.3 亿元，同比+57%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 上半年公司归母净利润为-0.3 亿元，同比-119%



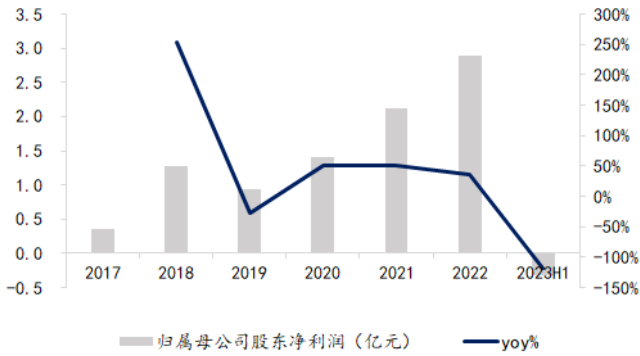
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 竞争加剧影响毛利率，验收周期拉长拖累净利率

2023 上半年毛利率为 27.1%，同比-8.9pct，主要原因系动力锂电领域竞争格局加剧，公司作为新进入者在产品定价方面有所折让，动力锂电收入占比提高，净利率为-1.2%，同比-10.9pct，主要系锂电设备调试周期较长，费用率较高；期间费用率为 28.2%，同比-0.1pct，其中销售费用率为 4.3%，同比-0.7pct，管理费用率（含研发）为 22.8%，同比-0.5pct，财务费用率为 1.1%，同比+1.1pct。

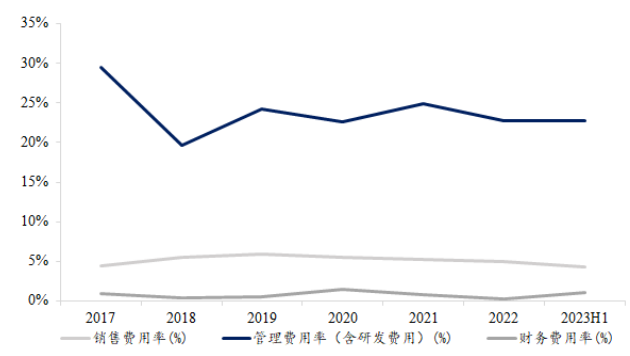
2023Q2 单季毛利率为 27.4%，同比-8.8pct，环比-0.5pct；净利率为 2.4%，同比-7.2pct，环比+7.7pct，主要系积极拓展海外市场，加快设备交付和验收。

图3: 2023上半年毛利率为 27.1%，净利率为-1.2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023上半年期间费用率为 28.2%，同比-0.1pct

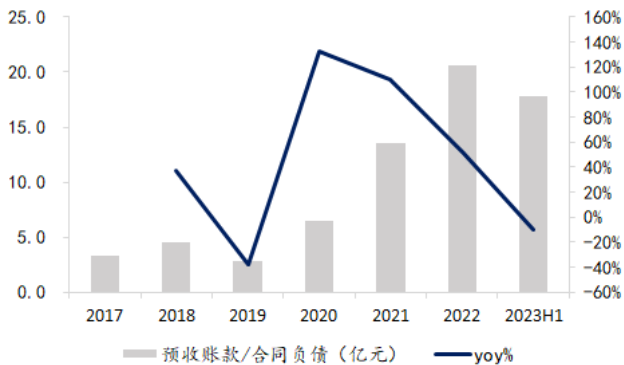


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货持续增长，看好后续签订单质量提高

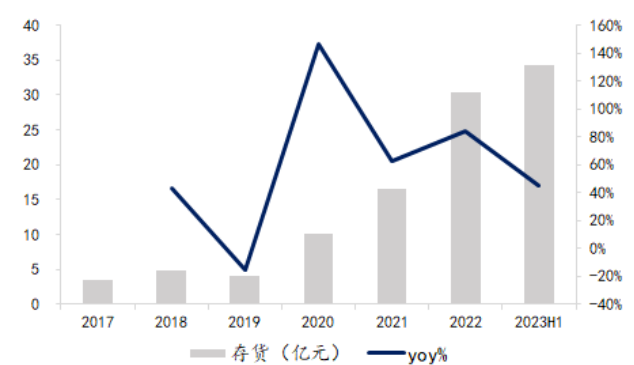
截至 2023Q2 末公司合同负债为 17.8 亿元，同比-10%，存货为 34.3 亿元，同比+45%；2023H1 经营性净现金流量-6.8 亿元，主要系动力锂电客户信用期较长，销售回款较慢。订单方面我们预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元，海内外占比各 50%。

图5: 截至 2023Q2 末公司合同负债为 17.8 亿元，同比-10%



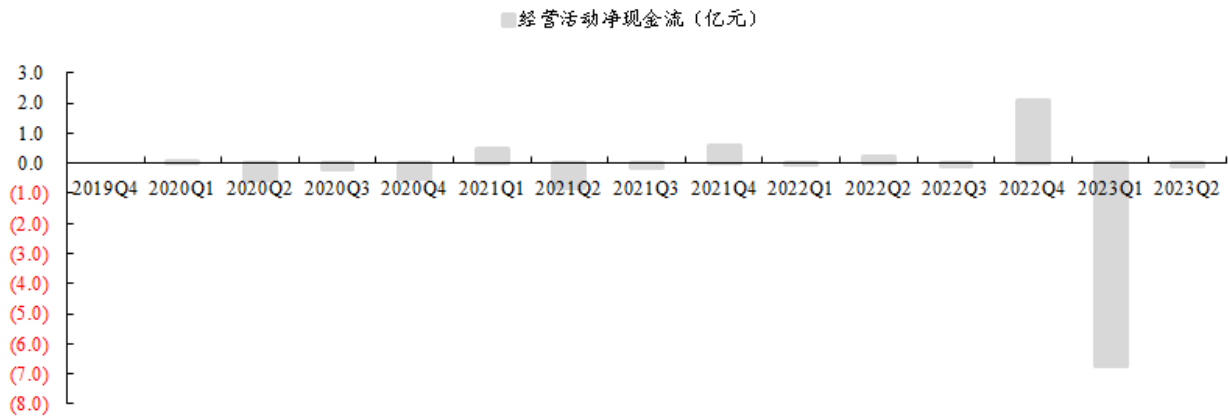
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2023Q2 末公司存货为 34.3 亿元，同比+45%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2023H1 经营性净现金流量-6.8 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 锂电领域: 全产业链产品丰富, 国内外客户优质

利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一, 公司在锂电设备领域已形成“专机→一体机→局部环节整线→真正的整线(全流程生产线)”的全链条布局。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。

5. 光伏领域: 聚焦行业发展热点, 重点推进 HJT 技术路线布局

2022 年公司围绕 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, 已经与华晟新能源签署了 HJT 整线设备合作意向, 并在人员、技术以及客户资源等方面形成良好的储备。

6. 盈利预测与投资评级

考虑到公司回款周期影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.7(原值 3.9, 下调 56%) / 2.5(原值 4.8, 下调 48%) / 3.3(原值 5.9, 下调 44%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 31/21/16 倍, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

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
流动资产	7,037	8,784	9,878	10,873	营业总收入	4,204	5,080	5,957	6,496
货币资金及交易性金融资产	1,841	1,252	1,097	1,352	营业成本(含金融类)	2,751	3,638	4,218	4,545
经营性应收款项	1,708	3,167	3,712	4,045	税金及附加	23	25	27	26
存货	3,048	3,987	4,623	4,980	销售费用	207	254	286	299
合同资产	291	246	302	345	管理费用	484	559	626	650
其他流动资产	150	132	144	151	研发费用	471	584	655	715
非流动资产	2,407	2,413	2,389	2,342	财务费用	13	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	139	183	149	130
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	营业利润	279	196	286	384
其他非流动资产	410	410	410	410	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	9,444	11,197	12,266	13,215	利润总额	279	196	286	384
流动负债	5,253	6,835	7,655	8,270	减:所得税	(11)	26	37	50
短期借款及一年内到期的非流动负债	383	240	220	220	净利润	290	171	249	334
经营性应付款项	2,457	3,450	3,819	4,170	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,066	2,732	3,168	3,413	归属母公司净利润	290	171	249	334
其他流动负债	347	413	448	466	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.34	1.38	2.01	2.70
非流动负债	1,586	1,586	1,586	1,586	EBIT	289	19	145	262
长期借款	665	665	665	665	EBITDA	485	171	328	467
应付债券	762	762	762	762	毛利率(%)	34.55	28.38	29.19	30.04
租赁负债	146	146	146	146	归母净利率(%)	6.89	3.36	4.18	5.15
其他非流动负债	13	13	13	13	收入增长率(%)	80.31	20.84	17.27	9.04
负债合计	6,839	8,421	9,241	9,856	归母净利润增长率(%)	36.35	(41.05)	45.85	34.26
归属母公司股东权益	2,604	2,775	3,024	3,358					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	2,605	2,776	3,025	3,359					
负债和股东权益	9,444	11,197	12,266	13,215					

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	(288)	23	413	每股净资产(元)	27.47	29.41	32.24	36.04
投资活动现金流	(555)	42	(133)	(133)	最新发行在外股份(百万股)	124	124	124	124
筹资活动现金流	1,104	(143)	(20)	0	ROIC(%)	8.07	0.37	2.69	4.58
现金净增加额	765	(389)	(130)	280	ROE-摊薄(%)	11.12	6.15	8.23	9.95
折旧和摊销	196	152	182	205	资产负债率(%)	72.41	75.21	75.34	74.58
资本开支	(403)	(158)	(158)	(158)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.39	31.19	21.38	15.93
营运资本变动	(511)	(695)	(431)	(137)	P/B (现价)	1.57	1.46	1.34	1.19

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>