

2019 年 6 月 22 日

科创板询价报告之杭可科技

电子设备

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,109	1,371	1,642	1,867
(+/-)	43.9%	23.6%	19.7%	13.7%
营业利润	330	372	426	452
(+/-)	57.5%	12.8%	14.4%	6.2%
归属母公司净利润	286	322	369	391
(+/-)	58.5%	12.7%	14.3%	6.2%
EPS（元）	0.80	0.80	0.92	0.98

资料来源：wind、华鑫证券研发部

建议询价区间：[16.31, 19.57]元/股

● 公司是国内锂电池生产线后段设备的领先供应商。杭可科技成立于 2011 年，是国内专注于锂离子电池生产线后处理系统的设计、研发、生产与销售的企业。目前我国锂电设备行业中具备建设后处理系统能力的企业较少，公司拥有提供系统级后处理自动生产线的能力，在充放电机、内阻测试仪等后处理系统核心设备的研发及生产方面拥有核心技术。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 21 日发布的报告《科创板电子设备系列之杭可科技》）。

● 公司主要财务指标及盈利预测。公司 2018 年实现营业收入 11.09 亿元，同比增长 43.88%；实现归母净利润 2.86 亿元，同比增长 58.50%；2018 年公司毛利率为 46.66%，净利率为 25.80%，ROE 为 31.40%，资产负债率为 60.50%，总体经营状况良好。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 13.71 亿元、16.42 亿元和 18.67 亿元，实现归母净利润分别为 3.22 亿元、3.69 亿元和 3.91 亿元。

● 公司估值及询价分析。本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们采用历史估值法、PE 相对估值法和 DCF 绝对估值法，分别对公司估值进行了分析测算，并根据公司及行业具体情况，对三种估值方法给予不同的权重为公司进行估值。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司的 IPO 发行后估值约为 50.75 亿元，PE 法预测公司估值为 77.39 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 103.46 亿元。在对三种估值方法分别赋予权重后，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 71.95 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 4100 万股，公司发行后总股本为 40100 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 17.94 元/股，建议询价区间应为[16.31, 19.57]元/股。

● 风险提示：技术研发及迭代不及预期、新市场开拓失败、核心人员及技术流失、下游需求不及预期、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊
执业证书编号：S1050518080001
电话：021-54967583
邮箱：yangjl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 历史估值参考法分析.....	3
2. 相对估值 PE 法分析	3
3. 绝对估值 DCF 法分析	5
4. 估值及询价分析	5

图表目录

图表 1: 公司近年融资历程.....	3
图表 2: 公司历史估值溢价分析	3
图表 3: 公司相关可比公司估值水平.....	4
图表 4: PE 估值分析	5
图表 5: DCF 估值参数	5
图表 6: 公司估值测算	6
图表 7: 公司询价区间分析	6
图表 8: 公司盈利预测	7

1. 历史估值参考法分析

从历年融资情况来看，2017 年 12 月，公司进行了上市前的最后一轮融资，公司投后估值为 28.30 亿元。考虑到公司近两年的成长性，以及二级市场相对于一级市场的部分估值溢价，我们在公司前期 28.30 亿元的估值基础上，给予相对中性的 60%的溢价率，则公司 IPO 前估值约为 45.28 亿元。叠加本次 IPO 发行募集资金 5.47 亿元后，公司对应的 IPO 摊薄后合理估值约为 50.75 亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	公司历次增资明细	估值（亿元）
2016年8月	杭可科技总股本由 5,000 万股增至5,154.6392 万股，新增的 154.6392 万股股本，新增的 154.6392 万股股本，均由自然人高雁峰以现金人民币7,500万元认购	25.00
2016年12月	杭可科技总股本由 5,154.6392 万股增至 5,309.2784 万股，新增的 154.6392 万股股本，由合肥信联及宁波信琿以现金人民币 7,500 万元认购。其中合肥信联以现金人民币 6,375 万元认购 131.4433 万股；宁波信琿以现金人民币 1,125 万元认购 23.1959 万股。	25.75
2016年12月	杭可科技总股本由 5,309.2784 万股增至 5,834.3719 万股，新增的 525.0935 万股股本，由深圳力鼎及自然人陈红霞、沈文忠以现金人民币 25,467.17 万元认购。	28.30
2017年12月	杭可科技总股本由 5,834.3719万股增至36,000.0000万股，新增的30,165.6281 万股股本，由原股东以资本公积金转增股本的方式同比例增资。	28.30

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
溢价率	20%	30%	40%	50%	60%	70%	75%	80%	90%
估值（亿元）	33.96	36.79	39.62	42.45	45.28	48.11	49.53	50.94	53.77
IPO发行后估值（亿元）	39.43	42.26	45.09	47.92	50.75	53.58	54.99	56.41	59.24

资料来源：华鑫证券研发部

2. 相对估值 PE 法分析

在公司的可比公司中，A 股上市公司先导智能（300450）的全资子珠海泰坦是一家研发和制造能量回收型化成、分容、分选等锂电池后端自动化生产线装备的厂家，主要产品包括能量回馈型电池化成分容系统、测试系统、全自动锂电池生产解决方案等。该公司与杭可科技业务最为接近，同时也是公司在国内主要的竞争对手，可作为直接可

比公司。此外，A 股上市公司赢合科技（300457），主营锂电池专用生产设备，在产品方面覆盖锂电设备前段、中段和后段；上市公司星云股份（300648）主营锂电池保护板检测系统、锂电池 BMS 检测系统等。两家公司与杭可科技在业务方面也存在相似性，可作为相对估值的参考。当前先导智能、星云股份和赢合科技 2019 年市场一致预期的 PE 分别为 23.9X、25X 和 21.9X，平均值为 24X 左右。

图表 3：公司相关可比公司估值水平

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	TTM	EPS		TTM	PE	
						2019E	2020E		2019E	2020E
300450	先导智能	中国	30.35	268	0.87	1.22	1.62	35.1	24.9	18.8
300648	星云股份	中国	17.29	23	0.15	0.69	1.26	113.53	25.0	13.7
300457	赢合科技	中国	24.91	94	0.89	1.14	1.49	27.95	21.9	16.7
平均值								58.8	23.9	16.4

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 6 月 21 日）

针对杭可科技在未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：

- （1）公司软包锂电池充放电设备领域可保持较高速增长，其他形式充放电设备领域保持稳定增长。
- （2）公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限，毛利率保持基本稳定；
- （3）公司客户保持稳定，不出现重要客户流失及收入大幅下滑。
- （4）公司期间费用控制良好，研发费用投入维持较高水平。
- （5）公司本次发行新股数量为 4100 万股，公司发行后总股本为 40100 万股。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 3.22 亿元、3.69 亿元和 3.91 亿元。

我们认为，与直接可比公司先导智能相比，杭可科技专注于锂电池生产线后处理设备的研发和生产，而先导智能收购珠海泰坦后，实现了在锂电池线前、中、后段的全面布局，在公司规模及产品布局方面存在优势，而杭可科技与其他可比公司相比各有优势，同时鉴于目前市场给予行业的估值较为合理。因此我们按照公司 2019 年预测归母净利润 3.22 亿元，假设按照市场中性预期 24 倍的 PE 进行测算，得出公司对应的 IPO 摊薄后估值约为 77.39 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE（倍）	10	13	15	18	24	28	33	36	40
市值（亿元）	32.25	41.92	48.37	58.05	77.39	90.29	106.42	116.09	128.99

资料来源：华鑫证券研发部

3. 绝对估值 DCF 法分析

鉴于公司目前业务已初具规模，具有较为稳定的盈利水平，我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。我们对公司的产品线和研发投入等领域进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入及利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.20，无风险利率为 3.23%，股票风险溢价为 5.00%，WACC 值为 9.23%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 103.31 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

DCF 假设	数值
无风险利率	3.23%
Beta（考虑杠杆）	1.20
股票风险溢价	5.00%
WACC	9.23%
股权比例	100.00%
永续增长率	2.00%
市值（亿元）	103.31

资料来源：华鑫证券研发部

4. 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值约为 50.75 亿元，PE 法预测公司估值为 77.39 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 103.46 亿元。结合公司具体发展及行业前景，我们分别对三种估值方法给予不同的权重，对历史估值和 PE 估值法分别给予 40% 权重，对 DCF 估值法给予 20% 权重，最终得出公司 IPO 摊薄后合理估值约为 71.95 亿元。

图表 6：公司估值测算

	市值（亿元）	权重
历史估值法	50.75	40%
PE估值法	77.39	40%
DCF估值法	103.46	20%
最终估值	71.95	

资料来源：华鑫证券研发部

我们假设公司本次发行新股数量为 4010 万股，公司发行后总股本为 40100 万股；根据公司预测市值 71.95 亿元，得出公司对应股价为 17.94 元/股，建议询价区间为 [16.31, 19.57] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 7：公司询价区间分析

市值（亿元）	71.95	
发行后总股本（万股）	40100.00	
每股股价（元/股）	17.94	
询价区间（元/股）	16.31	19.57

资料来源：华鑫证券研发部

图表 8：公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	1,109	1,371	1,642	1,867
货币资金	485	1,241	1,228	1,275	营业成本	592	740	904	1,056
应收款	264	343	410	467	营业税金及附加	15	15	15	15
存货	781	987	1,205	1,408	销售费用	64	80	99	112
其他流动资产	369	373	377	381	管理费用	98	122	148	170
流动资产合计	1,899	2,571	2,843	3,150	财务费用	-31	-12	-17	-17
非流动资产：					费用合计	131	190	230	265
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	26	25	25	25
固定资产+在建工程	303	503	670	820	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	96	147	193	205	投资收益	4	5	5	6
其他非流动资产	9	10	10	11	营业利润	330	372	426	452
非流动资产合计	409	661	874	1,036	加：营业外收入	1	1	1	1
资产总计	2,308	3,232	3,717	4,185	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	331	373	427	453
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	45	50	58	62
应付账款、票据	536	671	841	982	净利润	286	322	369	391
其他流动负债	855	940	987	1,037	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,391	1,611	1,828	2,019	归母净利润	286	322	369	391
非流动负债：									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	5	5	6	6	成长性				
非流动负债合计	5	5	6	6	营业收入增长率	43.9%	23.6%	19.7%	13.7%
负债合计	1,396	1,617	1,834	2,025	营业利润增长率	57.5%	12.8%	14.4%	6.2%
所有者权益					归母净利润增长率	58.5%	12.7%	14.3%	6.2%
股本	360	401	401	401	总资产增长率	25.7%	40.0%	15.0%	12.6%
资本公积金	108	907	907	907	盈利能力				
未分配利润	386	591	826	1,067	毛利率	46.7%	46.0%	45.0%	43.5%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	29.7%	27.1%	25.9%	24.2%
所有者权益合计	912	1,988	2,260	2,541	三项费用/营收	11.8%	13.9%	14.0%	14.2%
负债和所有者权益	2,308	3,605	4,094	4,566	EBIT/销售收入	26.6%	27.2%	26.0%	24.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	25.8%	23.5%	22.4%	21.0%
净利润	286	322	369	391	ROE	31.4%	16.2%	16.3%	15.4%
折旧与摊销	18	86	119	141	营运能力				
财务费用	-26	-12	-17	-17	总资产周转率	48.1%	42.4%	44.2%	44.6%
存货的减少	-188	-206	-218	-202	资产结构				
营运资本变化	145	55	103	85	资产负债率	60.5%	50.0%	49.3%	48.4%
其他非现金部分	17	82	43	45	现金流质量				
经营活动现金净流量	253	328	398	443	经营净现金流/净利	0.88	1.02	1.08	1.13
投资活动现金净流量	-56	-337	-332	-302	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-46	766	-80	-94	每股收益	0.80	0.80	0.92	0.98
现金流量净额	178	757	-14	48	每股净资产	2.53	4.96	5.64	6.34

资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016年4月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>