

盈利能力创历史新高，看好海外龙头扩产带来订单爆发

买入 (上调)

2020 年 08 月 27 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

zhouershu@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,313	1,602	2,414	3,578
同比 (%)	18.4%	22.0%	50.6%	48.3%
归母净利润 (百万元)	291	505	751	1,104
同比 (%)	1.7%	73.3%	48.8%	47.1%
每股收益 (元/股)	0.73	1.26	1.87	2.75
P/E (倍)	77.38	44.66	30.02	20.40

事件 1: 公司 2020 年上半年实现营收 6.07 亿元, 同比-3.5%; 利润总额 2.27 亿元, 同比+9.2%; 归母净利 1.97 亿元, 同比+10.0%; 扣非归母净利 1.63 亿元, 同比-3.9%。

事件 2: 2020 年 8 月 24 日, 公司发布公告称, 拟投资 6.7 亿元, 在杭州市萧山新建生产研发楼, 用于生产配套及研发, 项目建设期限为 3 年。

投资要点

■ **Q2 业绩快速回升, 下半年业绩有望充分受益于海外市场复苏收入确认加速**

公司 2020H1 营收和扣非归母净利有所下降, 系已发往客户处的设备调试验收因疫情延迟, 收入确认延后所致。随着海外疫情的控制, 我们判断下半年收入有望环比大幅提升。

单季度来看, Q2 环比 Q1 改善明显: Q1 实现营收 1.67 亿元, 同比-33%; 归母净利 0.48 亿元, 同比-20%。Q2 单季度公司实现营收 4.41 亿, 同比+16%, 环比 164%; 归母净利润 1.49 亿元, 同比 25.4%, 环比+206.6%。由于受疫情影响, 全球电池厂扩产计划推迟至下半年, 我们认为设备需求有望在下半年迎来小高潮, 杭可下半年的业绩有望高速增长。

■ **毛利率净利率创历史新高, 身处优质赛道尽显龙头业绩弹性**

2020H1 公司毛利率为 50.93%, 同比+2.8pct。2020H1 公司净利率 32.42%, 同比+4.0pct。其中, 公司上半年执行股权激励确认的费用为 878 万元, 占上半年营收的比例为 1.45%。若排除股权激励费用对净利润的影响, 公司上半年的净利率为 33.9%。值得关注的是, Q2 单季度毛利率 54.5%, 同比+6.4pct; Q2 净利率 33.7%, 同比+2.5%, 体现出公司产品的竞争优势和利润弹性。

■ **期间费用控制良好, 高研发投入保障技术领先优势**

期间费用率合计 14.72%, 同比-0.4pct, 其中管理 (含研发)、财务、销售费用率分别为 16.38%/-5.17%/3.51%, 分别同比+4.9/-4.7/-0.6pct。管理费用率增长系本期执行股权激励导致股份支付增加以及研发投入增加所致, 排除股权激励费用影响, 公司的管理费用率为 14.93%, 同比+3.4pct。本期研发费用为 0.6 亿元, 研发费用率 9.1%, 同比+3.5pct, 在高研发投入的催化下, 目前公司拥有专利 105 项, 软件著作权 11 项, 研发成果显著, 为提高行业壁垒添砖加瓦。

■ **拟投资 6.7 亿建设零部件加工车间及研发中心, 产能扩张满足下游快速扩产需求**

公司近期公告, 拟投资 6.7 亿建设零部件加工车间及研发中心, 继续在新型电池前沿技术研发上加大投入。公司 2020H1 末账面货币资金 17.6 亿元, 资金充足保障产能亟需扩张。我们认为随着此次项目建设的顺利进行, 公司有望继续强化技术优势, 打造国际领先的锂电设备生产线。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿, 当前股价对应 PE 为 45/30/20 倍。我们认为公司开拓国内大客户+动力电池扩产高峰期确定性强, 具备研发实力的一线设备商, 业绩和估值均存在弹性空间, 上调至“买入”评级。

■ **风险提示:** 下游电池厂投资低于预期; 新能源车销量和电动化进程不及预期; 国内客户拓展不及预期; 设备技术迭代落后。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.19
一年最低/最高价	29.35/70.50
市净率(倍)	9.62
流通 A 股市值(百万元)	5353.69

基础数据

每股净资产(元)	5.84
资产负债率(%)	37.90
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	95.28

相关研究

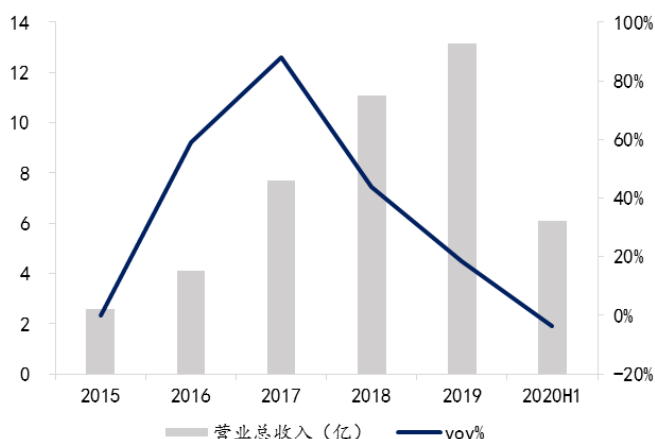
- 1、《杭可科技 (688006): 与电子科大达成战略合作, 为产品创新注入新动能》2020-07-14
- 2、《杭可科技 (688006): 电动车+消费电子双轮驱动, 业绩释放具备高弹性》2020-07-02
- 3、《杭可科技 (688006): 绑定国际一线电池厂的锂电后道设备龙头》2019-06-27

1. Q2 业绩快速回升, 下半年业绩有望充分受益于海外市场复苏收入确认加速

公司 2020H1 营收和扣非归母净利有所下降, 系已发往客户处的设备调试验收因疫情延迟, 收入确认延后所致。随着海外疫情的控制, 我们判断下半年收入有望环比大幅提升。

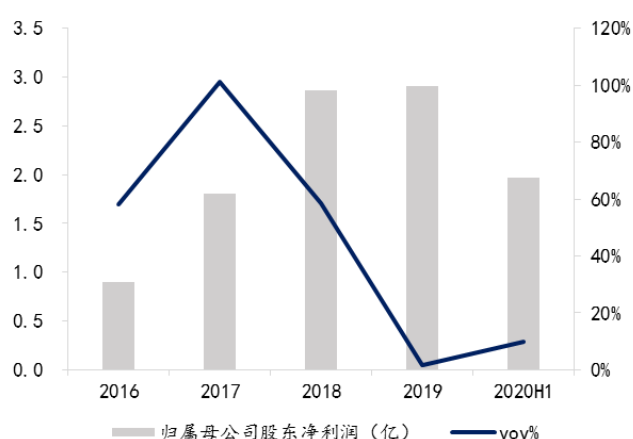
单季度来看, Q2 环比 Q1 改善明显: Q1 实现营收 1.67 亿元, 同比-33%; 归母净利 0.48 亿元, 同比-20%。Q2 单季度公司实现营收 4.41 亿, 同比+16%, 环比 164%; 归母净利润 1.49 亿元, 同比 25.4%, 环比+206.6%。由于受疫情影响, 全球电池厂扩产计划推迟至下半年, 我们认为设备需求有望在下半年迎来小高潮, 杭可下半年的业绩有望高速增长。

图 1: 2020H1 实现营收 6.07 亿元, 同比-3.5%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020H1 实现归母净利 1.97 万元, 同比+10.0%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

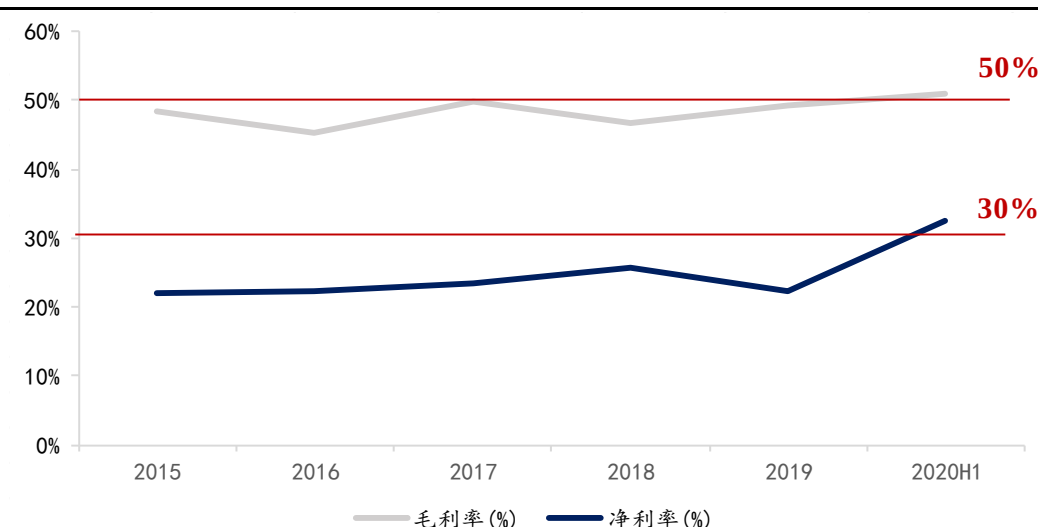
2. 毛利率净利率创历史新高, 身处优质赛道尽显龙头业绩弹性

2020H1 公司毛利率为 50.93%, 同比+2.8pct。2020H1 公司净利率 32.42%, 同比+4.0pct。其中, 公司上半年执行股权激励确认的费用为 878 万元, 占上半年营收的比例为 1.45%。若排除股权激励费用对净利润的影响, 公司上半年的净利率为 33.9%。值得关注的是, Q2 单季度毛利率 54.5%, 同比+6.4pct; Q2 净利率 33.7%, 同比+2.5%, 体现出公司产品的竞争优势和利润弹性。

公司所处的锂电后道设备行业, 核心技术壁垒是设备商对电池的电化学性能的理解, 对研发实力要求非常高。由于设备属于先发优势, 后道环节又是设备当中和客户粘性最高的环节, 我们判断公司中长期能够继续保持较高的盈利能力。后道设备事关电池安全性且技术门槛高, 因此电池厂一般不轻易更换后段设备商, 行业新进入者较少, 竞争格

局好，后道设备利润占锂电设备行业的比重达 40-50%。

图 3：2020H1 毛利率净利率分别超 50%和 30%，均创历史新高

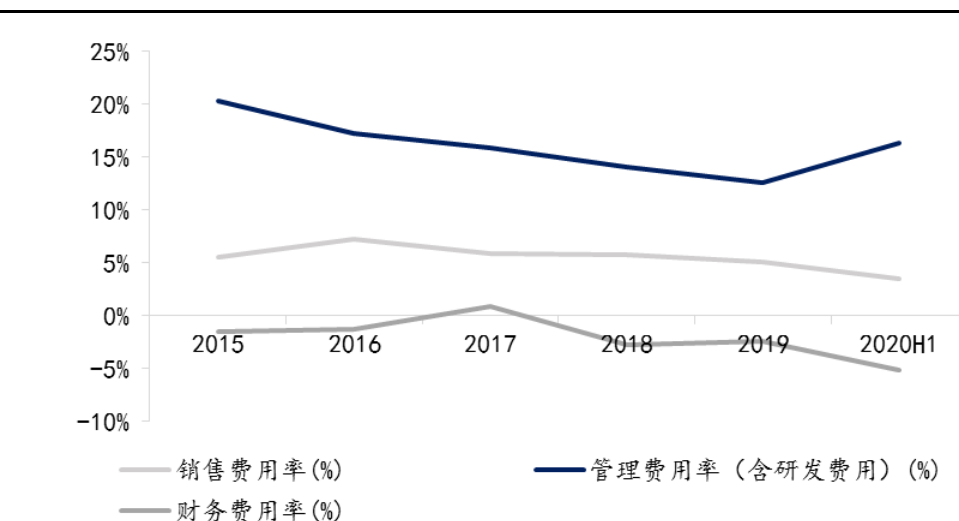


数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 期间费用控制良好，高研发投入保障技术领先优势

期间费用率合计 14.72%，同比-0.4pct，其中管理（含研发）、财务、销售费用率分别为 16.38%/-5.17%/3.51%，分别同比+4.9/-4.7/-0.6pct。管理费用率增长系本期执行股权激励导致股份支付增加以及研发投入增加所致，排除股权激励费用影响，公司的管理费用率为 14.93%，同比+3.4pct。本期研发费用为 0.6 亿元，研发费用率 9.1%，同比+3.5pct，公司继续加大研发投入，注重培养技术团队。截至 2020H1，公司研发人员达 445 人，占公司总人数的 27.2%。在高研发投入的催化下，目前公司拥有专利 105 项，软件著作权 11 项，研发成果显著，为提高行业壁垒添砖加瓦。

图 4：期间费用控制良好，管理费用率上涨主要系执行股权激励的费用以及研发投入增加所致



数据来源：wind，东吴证券研究所

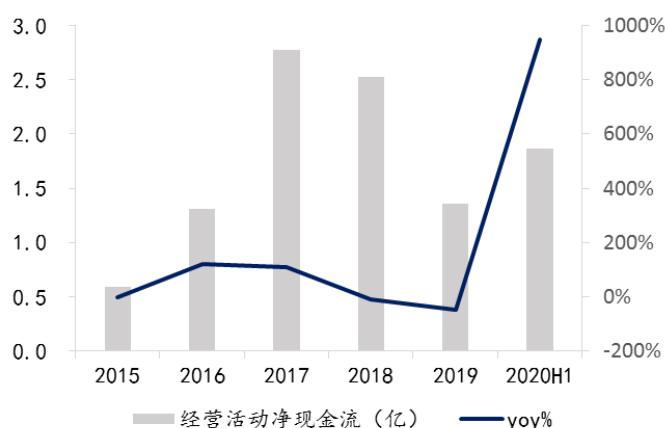
4. 拟投资 6.7 亿建设零部件加工车间及研发中心，产能扩张满足下游快速扩产需求

公司近期公告，拟投资 6.7 亿建设零部件加工车间及研发中心，继续在新型电池前沿技术研发上加大投入。公司 2020H1 末账面货币资金 17.6 亿元，资金充足保障产能亟需扩张。我们认为随着此次项目建设的顺利进行，公司有望继续强化技术优势，打造国际领先的锂电设备生产线。

5. 现金流持续改善，合同负债（预收款）上升保障未来高增长

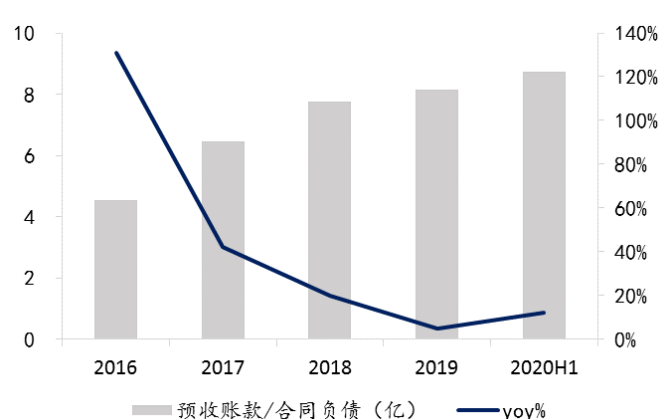
2020H1 经营性净现金流为正 1.86 亿元，同比大幅改善（2019H1 为正 0.18 亿元），环比增加 0.51 亿元，经营质量持续改善，主要系本期客户销售回款增加所致。上半年公司合同负债 8.75 亿元，较 2019 年末增加 0.6 亿元，表明上半年新接订单稳中有升，能够充分支撑后续业绩增长。

图 5：2020H1 经营性净现金流 1.86 亿元，同比大幅增长 947%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：2020H1 合同负债 8.75 亿元，驱动收入规模上涨



数据来源：wind，东吴证券研究所

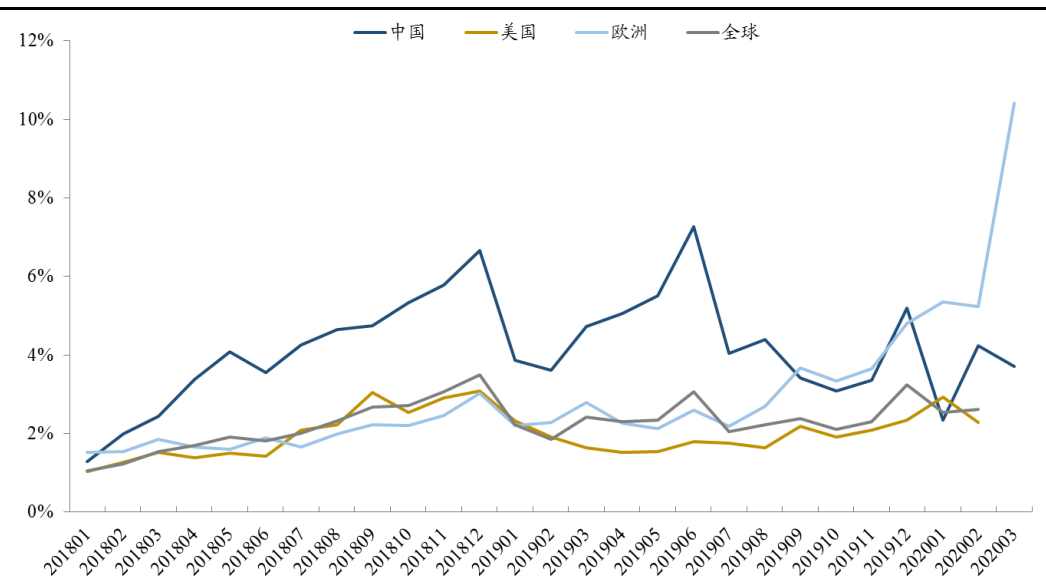
6. 全球电动化趋势势不可挡，未来 4 年设备空间超千亿

(1) 短期来看，受疫情影响，全球电池厂扩产计划推迟至下半年，设备需求有望在下半年爆发。随着疫情减弱，全球新能源汽车政策支持力度持续超预期，我们预计今年三季度将迎来电动车行业拐点，提振电池厂扩产信心。国内 2020 年补贴方案延长 2

年略超预期；国外欧洲碳排放考核正式执行，德国 6 月初补贴加码 50%，法国荷兰补贴政策不断落地，政策存在持续超预期可能。

（2）长期来看，2025 年大众、奔驰等巨头计划达到 15-25% 电动化率目标，全球电动化趋势已势不可挡。电动车行业在未来 5 年将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。**设备环节成为电动车产业链中最早兑现的环节：未来几年电池供需缺口较大，电池将进入扩产高峰，杭可已深度绑定 LG、三星、SK 等国际一线电池厂，是这个环节最受益、弹性最大的品种。**

图 7：欧洲电动化进程加速，将引领全球电动化大趋势



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

从投资端测算，CATL、BYD、松下、LG、三星、Northvolt 6 家龙头电池厂 2019 年底产能合计约 200GWh，目前规划产能至 2023 年将增加至 800GWh，我们预计对应的新增设备投资额合计为 1945 亿元左右，其中后道设备市场空间约 500 亿元。

其中杭可的第一大客户 LG 的波兰二期项目有望在 2020 下半年扩产共计 70GW，假设单 GW 投资额 3 亿元以上，设备投资额 210 个亿以上，后道占比约 25%，按照杭可在 LG 现有的份额 60%以上和韩国设备商产能和价格等竞争力下降，我们预计杭可有望拿到 70%-80%后道设备订单，即 40 个亿的潜在订单。

图 8: 6 家电池厂产能未来 4 年增幅将达 4 倍, 设备投资额近两千亿

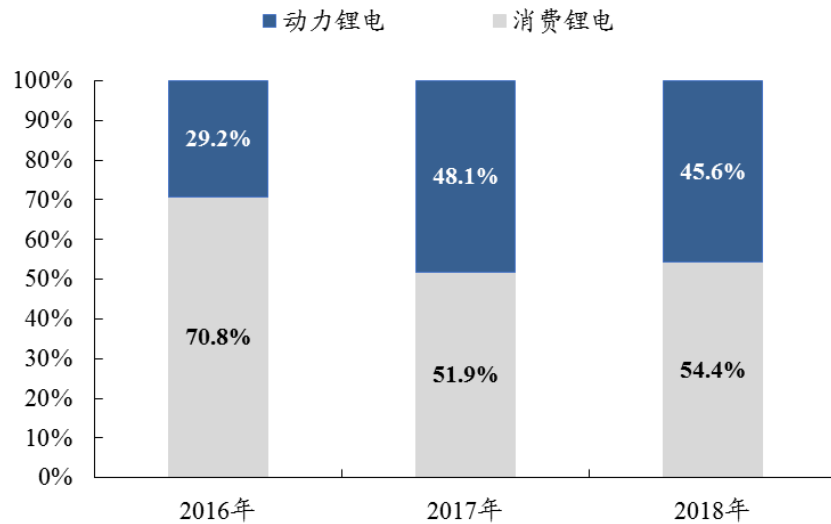
	2019底已有产能 (GWh)	规划新增 (GWh)	2020E	2021E	2022E	2023E
LG	32.4	114.0	25.0	30.0	35.0	35.0
宁德时代	68.0	244.0	40.0	60.0	70.0	75.0
比亚迪	50.0	70.0	10.0	20.0	25.0	35.0
松下	42.0	100.0	15.0	25.0	30.0	30.0
三星	10.0	15.0	2.0	4.0	7.0	7.0
Northvolt	0.0	56.0	15.0	10.0	15.0	20.0
新增产能合计	202.4	599.0	107.0	149.0	182.0	202.0
假设单GWh设备投资额 (亿元)						
LG			4.0	3.8	3.6	3.4
宁德时代			2.3	2.2	2.0	2.0
比亚迪			4.0	3.5	3.2	3.0
松下			4.0	3.8	3.6	3.4
三星			5.0	4.8	4.6	4.4
Northvolt			4.0	3.8	3.6	3.4
锂电设备价值量 (亿元)			362.0	468.2	540.2	574.8
同比 (%)				29%	15%	6%
搅拌 (6%)			21.7	28.1	32.4	34.5
涂布 (18%)			65.2	84.3	97.2	103.5
辊压(9%)			32.6	42.1	48.6	51.7
激光模切(3%)			10.9	14.0	16.2	17.2
卷绕/叠片机(13%)			47.1	60.9	70.2	74.7
组装 (焊接、注液) (18%)			65.2	84.3	97.2	103.5
物流 (8%)			29.0	37.5	43.2	46.0
后道(化成、分容、检测) (25%)			90.5	117.1	135.1	143.7

数据来源: OFWEEK, 东吴证券研究所

7. 公司依托技术实力加速拓展新客户, 宁德时代等国内客户近期有望获得突破

目前公司正在加速客户拓展, 业绩弹性空间大。一方面是从海外客户延伸到国内客户。杭可主要客户为国际一线电池厂, 国内客户较少。2020 年, 凭借技术实力与行业经验, 杭可开始在方形领域与 CATL 展开合作, 有希望成为其定点供应商。另一方面是从消费锂电客户延伸到动力锂电客户。公司过去以消费锂电客户为主, 未来随着动力客户扩产高峰到来, 设备供应商稀缺性开始显现, 动力电池客户占比有望进一步提高到 80% 以上。伴随着新客户的加入, 公司的业绩与估值均有较大上升潜力, 有望迎戴维斯双击。

图 9：未来动力电池客户占比有望进一步提高到 80% 以上



数据来源：杭可科技公告，东吴证券研究所

8. 锂电池技术更迭快，设备商推动行业从 1 到 N 发展

动力电池行业降本以及提高能量密度的诉求明显。类似于光伏，电池行业下游厂家的产线折旧年限很短，默认可靠技术更迭完成降本增效。一线电池厂在新产品研发中，需要设备商提供解决方案及技术支持，故技术领先的设备商先发优势明显。且在锂电池行业，电池厂为了电池的稳定性和产线的运行效率不会轻易更换设备商，因此我们认为，具备技术优势且获得客户认可的设备商有望与客户形成长期稳定的供应关系，比较容易获得大订单。

设备商重良率自动化，电池厂重工艺与理论研究，二者合作研发是未来趋势。电池厂自己做设备可能性很小，因为管理和研发上有很多困难。因此我们判断，设备环节会长期独立的存在。未来锂电池行业的研发模式是合作研发——研发费用是买家承担，配方专利属于电池厂，设备专利大部分属于设备商。借鉴光伏和半导体行业的发展历史，我们认为未来锂电设备的专利也将会形成护城河，设备商和龙头电池厂合作开发的设备将会不适用于其他二三线电池厂。

9. 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿，当前股价对应 PE 为 45/30/20 倍。我们认为公司开拓国内大客户+动力电池扩产高峰期确定性强，具备研发实力的一线设备商，业绩和估值均存在弹性空间，上调至“买入”评级。

10. 风险提示

下游电池厂投资低于预期；新能源车销量和电动化进程不及预期；国内客户拓展不及预期；设备技术迭代落后。

杭可科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3281	3591	4741	6439	营业收入	1313	1602	2414	3578
现金	1663	1501	1765	2180	减:营业成本	665	811	1218	1801
应收账款	512	658	992	1470	营业税金及附加	10	16	19	28
存货	838	1111	1502	2073	营业费用	67	80	116	165
其他流动资产	268	320	483	716	管理费用	94	212	293	415
非流动资产	547	940	1145	1340	财务费用	-32	-46	-48	-57
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-31	-50	-50	-50
固定资产	311	696	901	1099	加:投资净收益	7	0	0	0
在建工程	70	81	84	85	其他收益	-220	3	3	3
无形资产	98	95	91	88	营业利润	327	583	869	1279
其他非流动资产	68	68	68	68	加:营业外净收支	7	3	3	3
资产总计	3828	4531	5886	7779	利润总额	334	586	872	1282
流动负债	1592	1897	2659	3679	减:所得税费用	43	76	113	167
短期借款	30	20	30	50	少数股东损益	0	5	8	11
应付账款	638	778	1168	1727	归属母公司净利润	291	505	751	1104
其他流动负债	925	1099	1461	1902	EBIT	480	487	771	1173
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	505	548	851	1272
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	12	12	12	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1605	1909	2671	3692	每股收益(元)	0.73	1.26	1.87	2.75
少数股东权益	0	5	13	24	每股净资产(元)	5.54	6.53	7.99	10.13
					发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
归属母公司股东权益	2223	2617	3202	4064	ROIC(%)	26.4%	19.2%	27.8%	33.8%
负债和股东权益	3828	4531	5886	7779	ROE(%)	13.1%	19.3%	23.4%	27.2%
					毛利率(%)	48.6%	48.4%	48.7%	48.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	22.2%	31.5%	31.1%	30.9%
经营活动现金流	136	184	654	883	资产负债率(%)	41.9%	42.1%	45.4%	47.5%
投资活动现金流	9	-225	-235	-245	收入增长率(%)	18.4%	22.0%	50.6%	48.3%
筹资活动现金流	1020	-121	-155	-223	净利润增长率(%)	1.7%	73.3%	48.8%	47.1%
现金净增加额	1175	-162	264	415	P/E	77.38	44.66	30.02	20.40
折旧和摊销	25	61	80	100	P/B	10.14	8.61	7.04	5.54
资本开支	-285	-225	-235	-245	EV/EBITDA	47.80	44.60	29.62	20.61
营运资本变动	70	-337	-134	-282					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>