



赢合科技 300457

2021H1 毛利率下降，新签订单大幅增长

基础数据：

截至 2021 年 8 月 24 日

当前股价	30.47 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	6.50 亿股
流通股本	4.68 亿股
总市值	198.06 亿元
流动市值	142.60 亿元

相对市场表现：



事件：公司发布2021年半年报：2021H1公司实现营收17.36亿元，同比增长39.69%。归母净利润1.03亿元，同比减少61.95%。其中，Q1/Q2分别为实现营业收入5.57/11.79亿元，同比增长0.14%/71.72%，归母净利润分别为0.22/0.81亿元，同比减少85.42%/31.74%。

事件点评：

◆**营收增长符合预期，新签订单大幅增长。**2021H1主营业务中，来自于锂电池生产设备的营业收入为16.01亿元，同比增长231.38%，2019-2021两年复合增长率为40.86%。公司2020年新签锂电设备订单超过33亿元，今年截至2021年8月上旬新签锂电设备订单已超过52亿元。截至2021年6月30日，公司合同负债9.42亿元，同比增长200.65%，2019-2021两年复合增长率为93.38%。在手订单与合同负债印证公司未来的成长性。

◆**毛利率承压，资产减值进一步压降净利空间。**2021H1公司销售毛利率为24.53%，同比变动-19.07pct。其中锂电池生产设备业务毛利率为23.53%，同比变动-7.26pct。公司的销售费用/管理费用/研发费用分别为1.01/0.88/1.38亿元，占营业收入比重分别为5.83%/5.06%/7.94%，同比变动1.78/0.61/2.52pct，公司研发支出显著增加。2021H1公司共计计提减值准备4,212.02万元，其中应收账款坏账准备为3,360.33万元，在毛利率下降的情况下，进一步压降了公司的净利率水平。

◆**经营现金流显著提高，营收质量改善。**2021H1公司经营活动现金流入为18.68亿元，同比增长51.50%。其中销售商品提供劳务收到的现金为17.18亿元，占营业收入的比重为98.96%，同比提高3.25pct。公司经营活动产生的现金流净额为7.71亿元，同比增长2,730.30%。公司营收质量改善，未来应收账款坏账压力有望减小。

◆**动力电池需求快速增长，与锂电龙头签署框架采购协议，未来增长可期。**根据GGII数据，2021H1全球动力电池出货量为145GWh,同比增

分析师：

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：010-68080680

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦12层



长163.6%，预计到2025年全球动力电池出货量将达到1100GWh。行业需求将迎来井喷式增长。2019年3月1日，公司与动力电池龙头宁德时代签订了《框架采购协议》，协议有效期为2019年3月1日至2022年2月28日。2020年10月26日至2021年6月2日期间，公司累计中标宁德时代锂电池生产设备17.09亿元。当前宁德时代在建动力电池产能77.50GWh，2021年8月12日宁德时代发布公告拟向特定对象发行股票募集不超过582亿元，用于产能扩张。受益于下游产能扩建，公司未来营收增长具有想象空间。

◆**积极扩充产能，2022年公司产能有望翻倍。**为拥抱动力电池需求高速增长带来的行业红利，公司积极扩产。截至2021年6月30日，公司具有锂电设备产能655台/年，在建产能达1025台/年。公告显示“赢合科技锂电池自动化设备生产线建设项目”投资进度已达95.34%，预计2021年12月31日达到预计可使用状态。在建产能落地将大幅提高公司供应能力。

投资建议：

我们预计公司2021-2023年的净利润分别为3.67/6.65/10.59亿元，EPS分别为0.56/1.02/1.63元，当前股价对应PE为54/30/19倍。下游动力电池需求高速增长，公司新签订单大幅增长，客户集中在头部电池厂商，未来有较大成长空间，我们维持其“买入”投资评级。

风险提示：

应收账款坏账风险；原材料价格上涨风险；下游需求不及预期风险；竞争加剧风险；技术迭代风险。

主要财务数据及预测：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,384.71	4,096.81	5,881.03	8,159.25
增长率(%)	42.82	71.79	43.55	38.74
净利润(百万元)	190.69	366.58	665.20	1,058.84
增长率(%)	15.79	92.24	81.46	59.18
EPS(元/股)	0.29	0.56	1.02	1.63
市盈率(P/E)	105.07	54.41	29.87	18.69
市净率(P/B)	3.77	3.55	3.22	2.79

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,615.21	4,492.79	6,449.46	8,947.89	营业收入	2,384.71	4,096.81	5,881.03	8,159.25
应收账款	1,528.32	2,340.89	2,886.69	3,912.68	营业成本	1,647.27	2,990.09	4,134.72	5,589.82
预付账款	132.38	282.91	406.21	680.70	营业税金及附加	24.87	24.58	35.29	48.96
存货	856.27	3,462.75	2,463.68	5,486.28	营业费用	113.01	225.32	305.81	407.96
其他	777.67	1,126.76	1,273.28	1,759.60	管理费用	122.71	204.84	294.05	407.96
流动资产合计	5,909.85	11,706.11	13,479.32	20,787.15	研发费用	173.03	307.26	441.08	611.94
长期股权投资	4.92	4.92	4.92	4.92	财务费用	6.00	-40.97	-35.29	0.00
固定资产	1,353.26	1,302.93	1,214.28	1,102.53	资产减值损失	-64.98	-80.00	-60.00	-10.00
在建工程	217.07	132.04	81.03	50.42	公允价值变动收益	0.00	10.00	10.00	10.00
无形资产	270.17	285.35	298.24	308.87	投资净收益	20.67	15.00	15.00	15.00
其他	489.79	489.79	489.79	489.79	其他	301.83	349.26	443.08	513.94
非流动资产合计	2,335.21	2,215.03	2,088.26	1,956.52	营业利润	213.33	398.68	738.36	1,175.61
资产总计	5,097.52	6,302.79	6,347.40	7,881.42	营业外收入	2.48	2.48	2.48	2.48
短期借款	302.91	464.35	143.57	0.00	营业外支出	1.95	1.95	1.95	1.95
应付账款	1,122.64	1,660.36	1,582.17	2,604.69	利润总额	213.86	399.21	738.89	1,176.13
其他	453.42	579.06	479.79	590.23	所得税	21.33	39.81	73.69	117.30
流动负债合计	1,878.98	2,703.77	2,205.53	3,194.92	净利润	192.53	359.39	665.20	1,058.84
长期借款	93.22	16.20	0.00	0.00	少数股东损益	1.84	-7.19	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	190.69	366.58	665.20	1,058.84
其他	128.00	128.00	128.00	128.00	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	221.22	144.20	128.00	128.00	成长能力				
负债合计	2,100.19	2,847.97	2,333.53	3,322.92	营业收入增长率	42.82%	71.79%	43.55%	38.74%
少数股东权益	72.69	86.83	104.43	121.63	营业利润增长率	2.08%	86.88%	85.20%	59.22%
股本	445.87	445.87	445.87	445.87	归属于母公司净利润增长率	15.79%	92.24%	81.46%	59.18%
资本公积	627.39	627.39	627.39	627.39	获利能力				
留存收益	2,487.08	2,922.12	3,463.57	3,991.01	毛利率	30.92%	27.01%	29.69%	31.49%
其他	-635.70	-627.39	-627.39	-627.39	净利率	8.00%	8.95%	11.31%	12.98%
股东权益合计	2,997.33	3,454.82	4,013.87	4,558.51	ROE	3.63%	6.58%	10.81%	14.95%
负债和股东权益总计	5,097.52	6,302.79	6,347.40	7,881.42	ROIC	6.45%	11.39%	15.73%	27.50%
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
经营活动现金流	203.70	-838.28	844.13	-413.60	资产负债率	34.53%	59.39%	60.09%	68.68%
资本支出	191.79	38.00	38.00	38.00	流动比率	2.22	1.52	1.55	1.43
长期投资	-30.75	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.89	1.07	1.27	1.05
其他	-141.34	-71.00	-71.00	-71.00	营运能力				
投资活动现金流	19.71	-33.00	-33.00	-33.00	应收账款周转率	1.60	2.12	2.25	2.40
债权融资	499.91	3,247.39	4,444.40	7,517.17	存货周转率	3.15	1.90	1.98	2.05
股权融资	1,930.90	40.97	35.29	0.00	总资产周转率	0.35	0.37	0.40	0.43
其他	-751.10	-539.49	-3,334.15	-4,572.15	每股指标 (元)	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	1,679.71	2,748.87	1,145.53	2,945.02	每股收益	0.29	0.56	1.02	1.63
现金净增加额	1,903.12	1,877.58	1,956.67	2,498.42	每股经营现金流	0.31	-1.29	1.30	-0.64

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。