

2021 半年报点评：业绩不及市场预期，静待后续订单结构改善优化盈利能力

买入（维持）

2021 年 09 月 01 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouers@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,493	2,495	4,450	8,081
同比（%）	13.7%	67.2%	78.3%	81.6%
归母净利润（百万元）	372	377	789	1,813
同比（%）	27.7%	1.3%	109.3%	129.8%
每股收益（元/股）	0.93	0.94	1.96	4.50
P/E（倍）	109.73	108.83	51.99	22.63

事件：公司发布 2021 中报，2021H1 实现营业收入 10.75 亿元，同比+76.9%；归母净利润 1.27 亿元，同比-35.8%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-36.6%。

投资要点

■ 业绩不及市场预期，订单结构等多重因素导致净利润同比下滑：

2021H1 公司净利润同比下滑主要系：（1）2021Q1 确认收入的订单为 2020Q1-Q2 签订的订单，2021Q2 确认收入的订单为 2020Q2-Q3 签订的订单，而 2020 年疫情影响导致 2020Q2-Q3 海外扩产低迷，公司的内外销订单结构发生变化，低毛利率的国内订单占比居多。同时公司为积极拓展国内客户，在竞争激烈的背景下采取了较为激进的拿单策略，导致国内订单售价和毛利率低于市场预期；（2）原材料成本上涨的影响；（3）业务快速扩张导致销售费用同比增长 1100 万元；（4）公司股份支付费用和汇兑损失分别同比增加 0.28 亿元、0.38 亿元，若剔除股份支付费用和汇兑损失影响，则公司 2021H1 归母净利润为 1.93 亿元，同比+19.1%。

■ 毛利率已达最低点，静待后续盈利能力改善

2021H1 公司综合毛利率为 28.4%，同比-22.5pct；净利率为 32.4%，同比-20.7pct。分季度来看，Q1 公司毛利率为 39.8%，Q2 毛利率下滑明显为 23.7%，主要系 Q1 确认的为 2020Q1-Q2 订单，彼时国内设备商竞争尚未明显凸显，而 Q2 确认的为 2020Q2-Q3 订单，国内外电池厂客户受疫情影响扩产缓慢，锂电设备行业竞争激烈，公司在国内市场采取较激进的拿单策略，故订单价格较低。我们判断公司 2021H1 已达毛利率最低点，（1）订单价格持续改善：2020Q4 以来下游电池厂迈入扩产高峰，公司对于客户选择拥有更多主动权，订单价格逐步回升，盈利能力逐步改善。（2）2021H2 将减少外协生产：2021H1 公司产能不足，大规模的交付压力下，公司将部分生产工作外协给第三方，随着产能逐步释放，公司会逐步提高自制比例，将利润保留在公司内部。

■ 新签订单饱满，合同负债略有下降

受益于下游电池厂大规模扩产，公司新接订单饱满，我们预计 2021 年 1-8 月公司新签订单约为 30 亿元，超过 2020 全年新签订单量（24 亿元）。公司 2021H1 存货为 10.05 亿元，同比+30.0%；2021H1 公司合同负债为 6.59 亿元，同比-24.7%。合同负债下滑的原因主要系：（1）国内客户订单的付款方式仍为 3331，但 2021H1 公司产能限制导致 2021Q1 订单挤压比较明显，对发货款造成一定影响。（2）客户付款方式变化：比亚迪用供应链金融方式付款，部分付款不计入表内，对于合同负债的影响较大。

■ 盈利预测与投资评级：考虑公司订单结构短期变化带来的盈利能力下滑，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 5.74/10.36/19.09 亿元下调至 3.77（下调 34.3%）/7.89（下调 23.8%）/18.13（下调 5.0%）亿元，对应当前股价动态 PE 为 109/52/23 倍，考虑公司身处日韩电池产业链，充分受益于后续海外一线电池厂扩产，维持“买入”评级。

■ 风险提示：下游扩产低于市场预期，设备商竞争格局变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	101.78
一年最低/最高价	48.35/136.36
市净率(倍)	15.56
流通 A 股市值(百万元)	11247.82

基础数据

每股净资产(元)	6.54
资产负债率(%)	43.57
总股本(百万股)	402.70
流通 A 股(百万股)	110.51

相关研究

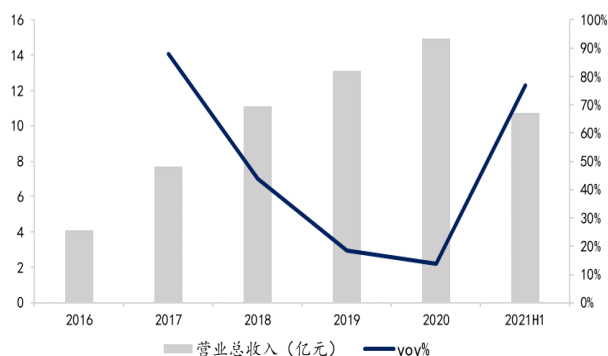
- 1、《杭可科技（688006）：美国新能源政策持续超预期，身处美资车企&日韩电池产业链长期受益》2021-08-06
- 2、《杭可科技（688006）：LG 扩产提速，后道主设备商杭可将充分受益》2021-07-30
- 3、《杭可科技（688006）：和宁德订单因技术变更取消，不改后道设备龙头长期逻辑》2021-06-16

事件：公司发布 2021 中报，2021H1 实现营业收入 10.75 亿元，同比+76.9%；归母净利润 1.27 亿元，同比-35.8%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-36.6%。

1. 业绩不及市场预期，订单结构等多重因素导致净利润同比下滑

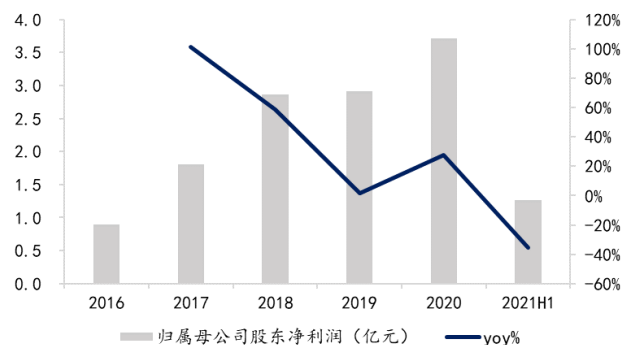
2021H1 公司实现营业收入 10.75 亿元，同比+76.9%；归母净利润 1.27 亿元，同比-35.8%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-36.6%。主要系：（1）2021Q1 确认收入的订单为 2020Q1-Q2 签订的订单，2021Q2 确认收入的订单为 2020Q2-Q3 签订的订单，而 2020 年疫情影响导致 2020Q2-Q3 海外扩产低迷，公司的内外销订单结构发生变化，低毛利率的国内订单占比居多。同时公司为积极拓展国内客户，在竞争激烈的背景下采取了较为激进的拿单策略，导致国内订单售价和毛利率低于市场预期；（2）原材料成本上涨的影响；（3）业务快速扩张导致销售费用同比增长 1100 万元；（4）公司股份支付费用和汇兑损失分别同比增加 0.28 亿元、0.38 亿元，若剔除股份支付费用和汇兑损失影响，则公司 2021H1 归母净利润为 1.93 亿元，同比+19.1%。

图 1：2021H1 公司实现营业收入 10.75 亿元，同比+76.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H1 公司实现归母净利润 1.27 亿元，同比-35.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

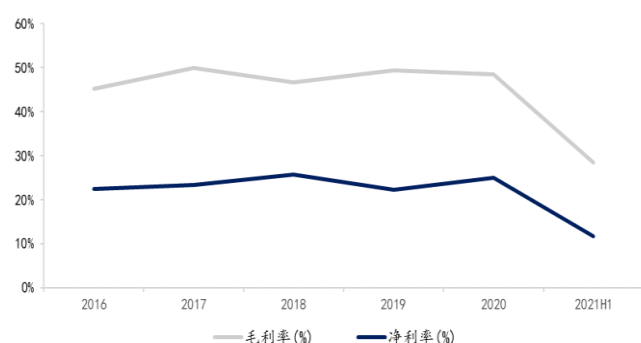
2. 毛利率已达最低点，静待后续盈利能力改善

2021H1 公司综合毛利率为 28.4%，同比-22.5pct；净利率为 32.4%，同比-20.7pct。分季度来看，Q1 公司毛利率为 39.8%，Q2 毛利率下滑明显为 23.7%，主要系 Q1 确认的为 2020Q1-Q2 订单，彼时国内设备商竞争尚未明显凸显，而 Q2 确认的为 2020Q2-Q3 订单，国内外电池厂客户受疫情影响扩产缓慢，锂电设备行业竞争激烈，公司在国内市场采取较激进的拿单策略，故订单价格较低。我们判断公司 2021H1 已达毛利率最低点，（1）订单价格持续改善：2020Q4 以来下游电池厂迈入扩产高峰，锂电设备进入卖方市场，公司对于客户选择拥有更多主动权，订单价格逐步回升，盈利能力逐步改善。（2）

2021H2 将减少外协生产：2021H1 公司产能不足，大规模的交付压力下，公司将部分生产工作外协给第三方，随着产能逐步释放，公司会逐步提高自制比例，将利润保留在公司内部。

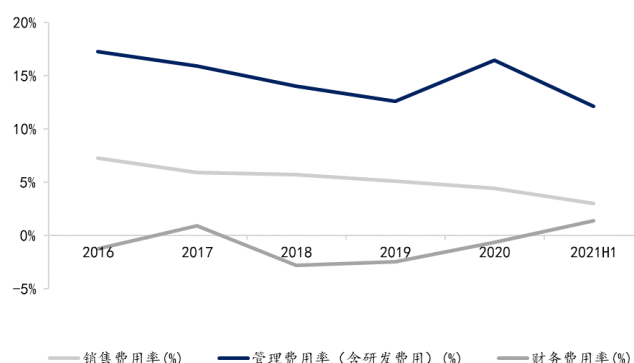
2021H1 公司期间费用率为 16.5%，同比+1.8pct，其中销售费用率为 3.0%，同比-0.5pct；管理费用率（含研发）为 12.1%，同比-4.3pct，若剔除股权支付费用的影响，则公司管理费用率（含研发）为 9.5%，同比-6.9pct；财务费用率为 1.4%，同比+6.6pct，若剔除汇兑损失的影响，则公司财务费用率为-0.65%，同比+4.6pct。

图 3: 2021H1 公司综合毛利率为 28.4%，净利率为 32.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 2021H1 公司期间费用率为 16.5%，同比+1.8pct

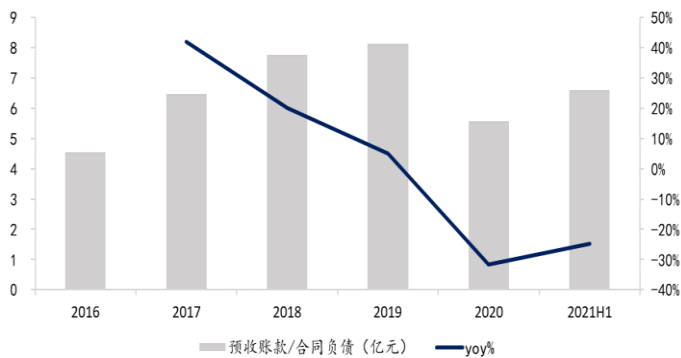


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 新签订单饱满，合同负债略有下降

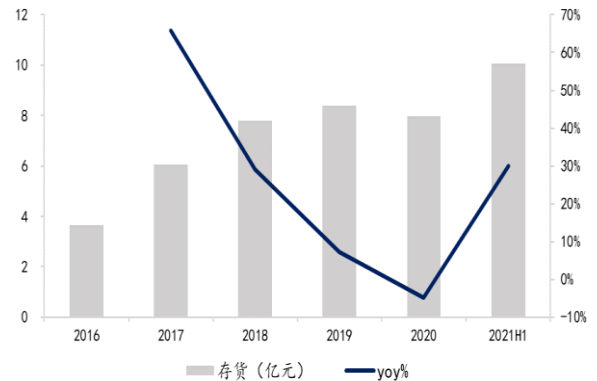
受益于下游电池厂大规模扩产，公司新接订单饱满，我们预计 2021 年 1-8 月公司新签订单约为 30 亿元，超过 2020 全年新签订单量（24 亿元）。公司 2021H1 存货为 10.05 亿元，同比+30.0%；2021H1 公司合同负债为 6.59 亿元，同比-24.7%。合同负债下滑的原因主要系：（1）国内客户订单的付款方式仍为 3331，但 2021H1 公司产能限制导致 2021Q1 订单挤压比较明显，对发贷款造成一定影响。（2）客户付款方式变化：比亚迪用供应链金融方式付款，部分付款不计入表内，对于合同负债的影响较大。

图 5: 截至 2021H1 公司合同负债为 6.59 亿元, 同比-24.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 截至 2021H1 公司存货为 10.05 亿元, 同比+30.0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 海外扩产计划饱满, 身处日韩电池产业链长期受益

海外扩产动作逐渐清晰, 目前杭可科技在沟通过程中已经关注到海外扩产动作, 技术前期沟通已经完成, 有较大把握拿到订单。LG 是海外电池厂代表, 从需求上来看, LG 海外汽车客户群庞大, 在美国和欧洲是最大的电池工厂, 且其圆柱电池是特斯拉一供, 所以 LG 在拿到融资款后有迅速扩产动力; 从竞争角度来看, 当前电池厂的竞争主要集中在产能上, LG Q3 上市后我们预计其规划产能将与宁德持平。此外, 三星的马来西亚工厂和美国工厂; SK 的韩国, 中国, 美国和欧洲工厂都在推动与杭可科技合作。

LG 扩产计划饱满, 后道设备主供杭可科技最受益。2021 年 7 月 29 日, 杭可科技最大客户 LG 表示, 截至 2021 年年底, 动力电池产能将达到 155GWh, 同时, LG 规划 2025 年产能提升至 430GWh, 此前的规划为 2023 年 260GWh, 即目标 2024-2025 两年扩产 170GWh。其中产能主要分布于美国、欧洲、中国、韩国及和现代汽车印度尼西亚的合资企业。LG 从 2021 底的 155GWh 扩产到 2025 年的 430GWh, 新增扩产 275GWh, 后道设备价值量为 0.6 亿元/GWh, 则对应 165 亿元后道设备订单, 杭可科技在 LG 后道设备销售额中占 70%, 2021-2025 年将对应 116 亿元订单。

图 7: LG 2021 下半年上市融资, 扩产计划饱满

LG 各大基地产能统计								
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间
韩国梧仓	LG 与现代 Mobis 合资	2011	软包	动力	4	2	2	已投产
南京	栖霞区工厂	2015	软包	动力	3	15	12	已投产
	滨江开发区工厂	2018.7	软包	动力、储能及小型电池	32	137	110	2019 一期量产, 2023 年达产
	南京工厂扩建	2019.1	软包、圆柱	动力	25	75	60	未透露
美国霍兰德	美国霍兰德电池工厂	2013	软包	动力	2	12	10	已投产
美国 Lordstown	与通用合资	2020.03	软包	动力	30	145	116	2022 年底
中国	与吉利合资	2019.06		动力	10	30	24	2021
波兰	波兰工厂	2015	软包	动力	15	50	40	已投产
	波兰工厂追加投资	2018	软包	动力	50	117	94	2021
合计					171	583	466	
预计新增合计					139	470	376	

备注: 预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的 80% 估算; 吉利合资项目与南京工厂扩建项目的单 GW 投资额以 3 亿元估算。实际现有产能 120GW, 预计到 2023 年增至 260GW, 但各大基地产能未完全披露, 所以此表格中的现有产能偏低。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

SKI 有望紧随 LG 拆分电池业务上市融资, 海外电池厂大规模扩产计划明确。SKI 8 月 3 日的董事会会议决定将拆分其电池业务, 于 10 月 1 日成立 “SK 电池” 和 “SKE&P” (暂名) 两家子公司, 分别深耕电池和石油开发业务, “SK 电池” 有望紧随 LG 上市融资扩产。SKI 称目前在手订单超 1000GWh, 但 2020 年底其在韩国、匈牙利、常州、盐城的产能合计仅为 40GWh/年, 公司亟需扩张产能, 公司预计 2025 年达 200GWh, 2030 年超 500GWh。2021-2025 年 SKI 新增产能为 160GWh。我们判断, 在宁德时代激进扩产的情况下 (目前宁德时代 7 个生产基地新增产能规划超 500GWh), LG、SK、三星等海外一线电池企业有迫切的扩产需求来维持其全球竞争力。

图 8: SKI 即将分拆电池业务, 加速扩产

SKI各大基地产能统计									
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间	
韩国瑞山	瑞山一期	2012	软包	动力电池	1	6	4	已投产	
	瑞山二期			动力电池	4	18	14	已投产	
匈牙利	匈牙利电池工厂	2017		动力电池	8	50	40	已投产	
	匈牙利新工厂	2019		动力电池	8	53	42	2022	
	匈牙利第三座工厂	2021.1		动力电池	30	73	58	2024	
中国常州	北汽合作项目	2018.8		动力电池	8	50	40	已投产	
				动力电池	13			2022	
选址不定	亿纬锂能合作项目	2019.9		动力电池	25	35	28	后续披露	
中国盐城	盐城一期, 供应盐城东风悦达起亚	2019.12		动力电池	27	74	59	2020已投产	
美国佐治亚州	佐治亚州电池项目一期	2020.1		动力电池	10	57	46	2023年量产	
	佐治亚州电池项目二期	2021.6		动力电池	12	113	90	2023年量产	
	合计					132	528	423	
	预计新增合计					85	331	264	

备注: 1、预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的80%估算; 2、预计2022年总产能为69GW, 但未全部透露。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 凭技术优势快速适应技术变革，国产龙头设备商强者恒强

从技术上来看，龙头设备商通过和龙头电池厂的技术合作以及经验积累，能够更快适应技术变革。在实际生产过程中，一项技术持续时间越长，对于新玩家的壁垒越低，而技术的快速迭代则能加速淘汰二三线竞争对手，一线电池厂在新品研发中，需要设备商提供解决方案及技术支持，有一定规模和前期技术沉淀的公司可以与客户联合开发新技术，因此龙头设备商在适应新技术方面有明显的领先优势。

以往每隔 2-3 年会出现一项技术变革，但 2020 年疫情推迟了变革，过去 2-3 年锂电设备工艺无明显变化。后续随着半固态电池即将批量化投产、CATL 纳米电池等技术升级的陆续落地，龙头设备商的技术优势将逐步凸显。公司对技术迭代的认知优于同行公司，能够较快适应新技术路线变化，进一步巩固龙头优势地位。

6. 持续关注海外订单落地情况，静待盈利能力修复

以往公司通过长期绑定海外一线电池厂，具备较高盈利能力。公司传统订单结构中，海外、国内订单分别占 7 成、3 成，海外订单高溢价（毛利率达 60%）主要系：得益于中国的低劳动力成本（锂电设备均是非标定制设备，生产过程自动化率不高，依赖人工组装），且日韩设备商往往采用自己设计、外包生产的模式，因此公司成本控制远优于日韩设备厂，高毛利情况下产品性价比依旧具备竞争优势。

后续关注海外订单落地情况，静待盈利能力修复，业绩弹性较大。海外订单受到海外疫情反复影响落地速度略慢，但主要海外客户均与公司进行前期的技术沟通和技术要求确认，属于扩产前奏。我们认为海外后续真正大规模扩产主要需跟踪：（1）LG 上市融资资金的到位情况；（2）全球疫情的稳定情况。我们预计海外电池厂扩产相对国内具有滞后性，杭可科技后续高毛利订单落地未被市场完全消化，后续随着海外高毛利订单逐步落地，公司盈利能力将逐步改善，业绩和估值均存在弹性空间。

7. 盈利预测与投资建议

考虑公司订单结构短期变化带来的盈利能力下滑，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 5.74/10.36/19.09 亿元下调至 3.77（下调 34.3%）/7.89（下调 23.8%）/18.13（下调 5.0%）亿元，对应当前股价动态 PE 为 109/52/23 倍，维持“买入”评级。

8. 风险提示

下游扩产低于市场预期，设备商竞争格局变化

杭可科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3198	5814	8544	13319	营业收入	1493	2495	4450	8081
现金	1754	1818	1930	2339	减:营业成本	770	1727	2863	4675
应收账款	397	1367	2195	3985	营业税金及附加	11	18	32	57
存货	797	2129	3530	5379	营业费用	66	62	98	162
其他流动资产	251	499	890	1616	管理费用	147	278	493	811
非流动资产	677	883	1070	1248	财务费用	-10	-53	-55	-62
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	18	30	30	30
固定资产	361	604	805	989	加:投资净收益	8	0	0	0
在建工程	135	101	90	87	其他收益	-74	103	103	103
无形资产	97	93	90	87	营业利润	425	537	1093	2510
其他非流动资产	85	85	85	85	加:营业外净收支	-0	-15	0	0
资产总计	3876	6696	9615	14567	利润总额	425	522	1093	2510
流动负债	1290	3740	5881	9049	减:所得税费用	53	68	142	326
短期借款	0	20	30	50	少数股东损益	0	77	162	371
应付账款	599	1656	2746	4483	归属母公司净利润	372	377	789	1813
其他流动负债	692	2064	3106	4516	EBIT	504	414	968	2379
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	537	476	1040	2471
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	1309	3758	5899	9067	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	77	239	610	每股收益(元)	0.93	0.94	1.96	4.50
归属母公司股东权益	2567	2861	3477	4891	每股净资产(元)	6.40	7.10	8.63	12.14
负债和股东权益	3876	6696	9615	14567	发行在外股份(百万股)	401	403	403	403
					ROIC(%)	18.3%	15.2%	31.4%	52.9%
					ROE(%)	14.5%	13.2%	22.7%	37.1%
					毛利率(%)	48.4%	30.8%	35.7%	42.1%
					销售净利率(%)	24.9%	15.1%	17.7%	22.4%
					资产负债率(%)	33.8%	56.1%	61.4%	62.2%
					收入增长率(%)	13.7%	67.2%	78.3%	81.6%
					净利润增长率(%)	27.7%	1.3%	109.3%	129.8%
					P/E	109.73	108.83	51.99	22.63
					P/B	15.90	14.34	11.80	8.39
					EV/EBITDA	78.38	94.03	45.11	20.27
现金流量表 (百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	292	347	505	1028					
投资活动现金流	-75	-219	-230	-240					
筹资活动现金流	-88	-63	-164	-379					
现金净增加额	112	65	111	409					
折旧和摊销	33	62	72	92					
资本开支	-163	-219	-230	-240					
营运资本变动	-271	-140	-488	-1218					

数据来源: Wind, 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>