

2021年09月05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

比亚迪 5.2 亿订单落地，盈利拐点即将显现 买入（维持）

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）	97.56	96.76	46.22	20.12

事件：杭可科技于 2021 年 9 月 3 日收到比亚迪通过电子邮件发送的中标通知书，合计中标锂电设备 5.22 亿元人民币（不含税）。

投资要点

■ 中标比亚迪刀片电池后段设备，订单饱满催化 2022 年业绩增长

杭可科技近日收到比亚迪中标通知，中标内容为刀片电池的串联化成分容设备，合计 16 条线，中标金额 5.22 亿元(不含税)，约占 2020 年营业收入（14.93 亿元）的 35%，相较 2018-2020 年与比亚迪的合作有较大涨幅，国内大客户加速突破。根据杭可科技中报和产业链调研，杭可科技 2021 年 1-8 月新签订单已达 30 亿元，超过 2020 年全年新签订单量（24 亿元），叠加此次 5.2 亿元订单，我们判断公司 2021 年初至今新签订单达 35 亿元+，我们预计公司 2021 年全年新签订单大概率超 50 亿元，订单饱满催化 2022 年业绩增长。

■ 串联化成分容可满足一定降本需求，设备的技术难度没有提高

串联化成分容可满足一定降本需求，设备商需要在电池质量控制和电池厂降本诉求之间找到平衡点。此次 5.2 亿元订单均为串联化成分容设备，传统成熟的工艺为并联技术。理论上讲，降低成本的需求带来串联技术的应用，而不是因为串联工艺更先进，串联工艺是在减少测试工序的前提下完成的降本（串联是恒电流测试，电压没有做精细控制）。一般来讲，龙头电池厂对于电池特性的把握度更高，以至于能够牺牲掉一部分数据却仍然能够保证电池良品率。

■ 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。以往锂电池行业每隔 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。杭可科技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。

■ 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，海外订单毛利率（毛利率达 60%，数据来源是 2020 年年报）显著高于国内订单（毛利率 40%）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，因此杭可科技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。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2021-2023 年归母净利润为 3.77/7.89/18.13 亿元，对应当前股价动态 PE 为 97/46/20 倍，考虑公司身处日韩电池厂产业链，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)	90.49
一年最低/最高价	48.35/136.36
市净率(倍)	13.84
流通 A 股市值(百万元)	10,000.15

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)：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》2021-09-01
- 2、《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
- 3、《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

事件：杭可科技于 2021 年 9 月 3 日收到比亚迪通过电子邮件发送的中标通知书，合计中标锂电设备 5.22 亿元人民币（不含税）。

1. 中标比亚迪刀片电池后段设备，订单饱满催化 2022 年业绩增长

杭可科技近日收到比亚迪中标通知，中标内容为刀片电池的串联化成分容设备，合计 16 条线，中标金额 5.22 亿元(不含税)，约占 2020 年营业收入（14.93 亿元）的 35%，相较 2018-2020 年与比亚迪的合作有较大涨幅，国内大客户加速突破。

根据杭可科技中报和产业链调研，杭可科技 2021 年 1-8 月新签订单已达 30 亿元，超过 2020 全年新签订单量（24 亿元），叠加此次 5.2 亿元订单，我们判断公司 2021 年初至今新签订单达 35 亿元+，我们预计公司 2021 全年新签订单大概率超 50 亿元，订单饱满催化 2022 年业绩增长。

图 1：公司 2018-2020 年与比亚迪的交易情况

年度	销售收入（万元）	占当年营业收入比重
2018 年度	3.91	0.01%
2019 年度	2384.71	1.82%
2020 年度	5445.57	3.65%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 串联化成分容可满足一定降本需求，设备的技术难度没有提高

串联化成分容可满足一定降本需求，设备商需要在电池质量控制和电池厂降本诉求之间找到平衡点。此次 5.2 亿元订单均为串联化成分容设备，传统成熟的工艺为并联技术。理论上讲，降低成本的需求带来串联技术的应用，而不是因为串联工艺更先进，串联工艺是在减少测试工序的前提下完成的降本（串联是恒电流测试，电压没有做精细控制）。一般来讲，龙头电池厂对于电池特性的把握度更高，以至于能够牺牲掉一部分数据却仍然能够保证电池良品率。

3. 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和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。

以往锂电池行业每隔 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。杭可科技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。

4. 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，海外订单毛利率（毛利率达 60%，数据来源是 2020 年年报）显著高于国内订单（毛利率 40%）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，因此杭可科技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 和 SKI 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的即将落地未被市场充分预期，后续随着海外高毛利订单逐步落地，杭可科技盈利能力将逐步改善，业绩和估值均存在较大弹性空间。。

5. 国内电池厂加速扩产，杭可科技亦持续受益

亿纬锂能 6 月宣布扩产计划，预计将有 100GW 级别规模扩产。根据我们的信息汇总，过去亿纬锂能的设备商主要为以下几家：（1）后道设备供应商以杭可科技为主，此外先导智能子公司泰坦也有订单。（2）前道和中道设备以韩国进口（亿纬锂能是软包路线为主，韩国的叠片机技术实力强）和赢合科技设备居多，先导智能本部也有订单。截至目前，亿纬锂能已有方形产能 12.5GW，已有软包产能 10GW，此次规划 105GW 产业园，体现亿纬锂能已开启激进扩产增能。此外，中航锂电和国轩高科也是杭可科技存量较大客户，预计 2021 年内均有订单落地。

6. 盈利预测与投资建议

我们维持公司 2021-2023 年归母净利润为 3.77/7.89/18.13 亿元，对应当前股价动态

PE 为 97/46/20 倍，考虑公司身处日韩电池厂产业链，充分受益于后续海外一线电池厂扩产，维持“买入”评级。

7. 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%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	24.9%	15.1%	17.7%	22.4%
经营活动现金流	292	347	505	1028	资产负债率(%)	33.8%	56.1%	61.4%	62.2%
投资活动现金流	-75	-219	-230	-240	收入增长率(%)	13.7%	67.2%	78.3%	81.6%
筹资活动现金流	-88	-63	-164	-379	净利润增长率(%)	27.7%	1.3%	109.3%	129.8%
现金净增加额	112	65	111	409	P/E	97.56	96.76	46.22	20.12
折旧和摊销	33	62	72	92	P/B	14.13	12.75	10.49	7.46
资本开支	-163	-219	-230	-240	EV/EBITDA	69.95	84.47	40.73	18.43
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>