

中航证券研究所

分析师：邹润芳

证券执业证书号：S0640521040001

研究助理：朱祖跃

证券执业证书号：S0640121070054

研究助理：孙玉浩

证券执业证书号：S0640120030010

研究助理：唐保威

证券执业证书号：S0640121040023

杭可科技（688006.SH）点评报告：

海外客户扩产有望加速，迎来业绩增速和盈利能力双击

行业分类：机械设备

2021年11月22日

公司投资评级	买入
当前股价	122.31元
沪深300	4912.40
总股本(亿)	4.03
流通A股(亿)	1.11
市值(亿元)	493.02
PE(TTM)	163.09
PB(LF)	17.81

数据来源：WIND，表格截止到2021年11月22日



投资要点

- 兼具核心技术+批量制造能力的锂电后段设备龙头。**公司2018-2020年充放电设备收入分别为9.1/11.2/11.1亿元，根据招股书，2018年后段设备市占率超过20%。从客户看，公司与LG新能源、SKI、三星SDI、比亚迪、亿纬锂能、宁德时代等主流电池厂持续深度合作。与前、中段设备聚焦机械控制不同，后段的核心在于电化学技术及其与机械系统的集成，市场新进入者较多，竞争相对激烈。我们认为，公司能成为细分领域龙头公司的核心竞争力主要为：1)具备底层技术，深耕行业近三十年，电源和电控核心零部件自主可控，在掌握底层技术的基础上实现核心产品的不断迭代以适应行业需求；2)管理体系优异，零部件自产比例较高，大规模制造能力强。
- 电动化助力公司快速增长，经营质量整体优于行业。**伴随着全球范围内电动化趋势的逐步兴起，公司凭借多年以来在化成分容领域的深耕，实现了收入的快速增长，其中海外客户收入2018-2020年占比分别为37.31%、24.59%、40.52%，毛利率分别为50.43%、59.87%、61.40%，同期国内客户毛利率分别为44.19%、45.63%、39.62%。从毛利率看，公司相对于其他锂电设备公司优势明显。进一步的，海外客户毛利率逐年提升，我们认为主要受益于公司海外客户较为集中，同一客户不同批次的产品要求相对一致，模块化、批量化生产带来的规模效应和降低成本推动公司盈利能力持续增强。
- 三季度报确认公司经营拐点，订单结构有望持续改善。**2021年前三季度，公司实现营收17.6亿元，同比增长71.0%，实现归母净利润2.4亿元，同比减少22.6%。受到订单结构、股权激励、汇兑损失等因素的影响，公司今年以来收入增加但利润同比下降。2021年前三季度，公司毛利率、净利率分别为30.1%、13.5%，同比均大幅下滑，但是Q3单季度毛利率、净利率分别为32.8%、16.2%，较Q2分别环比提升9.0pcts、6.5pcts，表明公司盈利能力拐点或已经到来。

杭可科技与国内外主流电池厂均保持深度合作，但是从过往收入的情况看，海外客户毛利率显著高于国内客户。展望未来，一方面美国电动车促进政策持续推出，拜登新签署的基础设施方案拟投资75亿美元用于建设充电站，并加大对购买新能源汽车的补贴力度；另一方面，海外电池厂加速趋势明显，LG新能源拟IPO扩产，预计2025年产能430GWh，原计划2023年260GWh，SKI拟分拆电池部门IPO，预计2025年产能200GWh，原计划2025年100GWh，三星SDI内部也在讨论分拆上市方案。综上，我们认为海外客户的扩产有望加速，公司的订单结构或将持续改善，拉动公司盈利能力上行。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传真：010-59562637

- **电动化趋势深入，动力电池技术迭代巩固公司竞争优势。** 预计 2025 年中国/全球新能源汽车渗透率 25%/19%，带动动力电池装机需求 417GWh/1064GW，据此测算 2025 年锂电设备市场规模超过 1271 亿元，后道设备约 381 亿元(占比 30%)。公司是全球锂电后段设备龙头，未来将持续受益：1) 客户覆盖国内外主流电池厂，其中 LG 新能源/SKI 规划 2025 年产能 430GWh/200GWh，LG 新能源/SKI/三星 SDI 募资扩产均有进展，预计扩产速度将会加快；2) 产品全面、技术领先，可覆盖方形/圆柱/软包及后处理工序全套解决方案，加温加压充放电、串联充放电等技术领先。从技术迭代的角度看，当前影响锂电池后段设备的潜在技术变化包括 4680 大圆柱、串联充放电、半固态/固态电池等，公司均有相应产品和技术以适应市场需求。我们认为，杭可科技与国内外主流电池厂深度合作，而锂电后段设备客户粘性较强，这将使得公司受益于整个行业技术迭代的进程。
- **毛利率或将持续回升，利润端弹性大于收入端弹性。** 展望未来，支撑公司毛利率持续改善的因素包括：1) LG 新能源、SKI 等海外客户扩产加快推动公司订单结构改善；2) 锂电池扩产需求旺盛，推动设备持续处于“卖方市场”；3) 影响今年成本的大宗商品涨价、芯片紧缺等因素未来有望边际改善；4) 伴随着公司扩产的不断落地，零部件外协比例有望降低；5) 尽管化成分容设备具有较强的非标属性，但是伴随着 LG 新能源、SKI、亿纬等扩产的持续推进，同一客户的设备较为类似，规模效应有望持续放大。此外，费用率也有望伴随着公司收入规模的扩大而降低。综上，我们认为未来公司的盈利能力将持续提升，利润端弹性将会大于收入端弹性。

投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年实现营收 23.2/39.1/54.2 亿元，净利润 4.2/8.6/13.2 亿元。
- 国内外电池厂产能周期错位，未来海外客户有望加速扩产，为收入持续快速增长奠定基础，海外客户占比的提升或将拉动毛利率进一步回升。综上，我们认为杭可科技相对于其他锂电设备公司应当享有一定的估值溢价，当前(2021 年 11 月 22 日)对应 2021-2023 年市盈率分别为 117.9X/57.4X/37.4X，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品和技术迭代不及预期、下游客户扩产不及预期、产能扩张不及预期。

盈利预测摘要

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	13.1	14.9	23.2	39.1	54.2
增长率	18.4%	13.7%	55.5%	68.6%	38.6%
归属母公司股东净利润(亿元)	2.9	3.7	4.2	8.6	13.2
增长率	1.7%	27.7%	12.5%	105.4%	53.4%
EPS(元/股)	0.7	0.9	1.0	2.1	3.3
PE(X)	169.3	132.6	117.9	57.4	37.4

财务预测摘要 (单位: 百万元)

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,313.0	1,492.9	2,321.0	3,912.1	5,420.4
减: 营业成本	664.9	769.7	1,457.4	2,235.6	2,954.5
营业税费	10.3	10.6	17.3	28.5	40.0
销售费用	66.8	66.4	110.7	180.2	254.1
管理费用	91.0	142.3	197.3	324.7	444.5
财务费用	-32.2	-10.1	-9.3	-9.4	-10.2
资产减值损失	-31.4	-18.5	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.2	8.3	8.0	3.0	3.0
营业利润	327.3	425.5	475.9	981.6	1,506.7
加: 营业外净收支	6.7	-0.2	3.2	1.5	2.4
利润总额	334.0	425.3	479.1	983.1	1,509.0
减: 所得税	42.9	53.3	60.8	124.0	190.8
净利润	291.2	371.9	418.3	859.1	1,318.2
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,663.2	1,753.7	1,816.9	1,809.7	2,128.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	357.7	349.2	811.3	927.4	1,933.4
应收票据	146.4	38.1	295.4	227.5	524.3
预付帐款	55.4	54.2	161.9	162.9	270.8
存货	837.5	797.4	2,117.3	2,416.0	3,624.4
其他流动资产	220.7	205.8	216.2	229.4	226.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	311.2	360.7	396.3	452.7	454.9
在建工程	69.8	135.3	124.2	86.5	69.2
无形资产	97.8	96.5	85.5	74.5	63.4
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	3,827.7	3,875.8	6,101.3	6,465.7	9,372.2
短期债务	30.0	-	-	-	-
应付帐款	303.1	376.8	944.8	1,056.2	1,605.7
应付票据	341.1	228.4	824.2	542.0	1,099.4
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	1,604.6	1,308.5	3,197.9	2,875.0	4,727.0
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0
留存收益	1,820.7	2,167.8	2,502.4	3,189.7	4,244.3

股东权益	2, 223.1	2, 567.3	2, 903.4	3, 590.7	4, 645.3
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	291.2	371.9	418.3	859.1	1, 318.2
加: 折旧和摊销	25.2	34.0	62.7	88.0	106.6
资产减值准备	179.9	18.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-13.4	16.0	-9.3	-9.4	-10.2
投资收益	-7.2	-8.3	-8.0	-3.0	-3.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-216.2	364.0	-259.5	-686.8	-761.8
经营活动产生现金流量	135.7	292.3	204.3	247.9	649.7
投资活动产生现金流量	9.2	-74.9	-68.1	-92.8	-77.5
融资活动产生现金流量	1, 019.9	-88.2	-72.9	-162.4	-253.4

资料来源: Wind, 中航证券研究所预测



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。