

2021年12月01日

# 中标蜂巢能源 9 亿元大单，动力锂电设备放量

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,430	2,366	4,261	5,952
同比 (%)	60.9%	65.5%	80.1%	39.7%
归母净利润 (百万元)	140	240	461	798
同比 (%)	50.9%	70.7%	92.1%	73.2%
每股收益 (元/股)	2.13	2.72	5.23	9.07
P/E (倍)	143.97	112.44	58.53	33.78

事件: 2021年12月1日公司公告中标蜂巢能源 8.76 亿元动力锂电设备订单。

## 投资要点

### ■ 与蜂巢能源深度合作，受益于动力电池扩产高峰

公司与蜂巢能源建立了全球战略合作关系，充分受益于蜂巢能源大规模扩产: 2021年7月公司中标蜂巢能源欧洲项目 1633.99 万欧元 (约合 1.25 亿元人民币)，8月公司公告中标蜂巢能源湖州等基地项目，合计约 15.45 亿元，此次中标蜂巢能源湖州、遂宁等项目 8.76 亿元，2021 年以来与蜂巢新签订单合计 25.46 亿元。此外公司还是比亚迪的优选供应商，同时与宁德时代、国轩高科、欣旺达、赣锋锂业等全球知名厂商建立了长期稳定的合作关系。我们预计公司 2021 年全年新签订单约 60 亿元 (2020 年收入的 4 倍)，动力锂电设备放量打开业绩弹性。

### ■ 蜂巢能源积极扩产，设备供应商将充分受益

蜂巢能源的配套车企包括长城、东风、一汽、吉利等传统自主品牌车企，也有合众新能源、赛力斯、零跑等新势力车企，同时还有 PSA、宝马等国际车企，订单充足，蜂巢能源积极扩产化解产能瓶颈，2020 年末至今已在德国萨州(24GWh)、四川遂宁(20GWh)、四川成都(60GWh)、浙江湖州(20GWh)、安徽马鞍山(28GWh)、南京溧水(15GWh)、江苏常州金坛(40GWh)、江苏盐城(22GWh)设立基地，规划新增产能达 229GWh，对应设备投资额超 500 亿元，设备供应商将充分受益。

### ■ 不断突破核心专机，打开公司成长空间

公司已突破卷绕、叠片、涂布等核心专机，技术优势显著。据公司微信公众号，最新开发的高速动力卷绕机可实现 6 米长极片 12PPM 的高效率生产; 高速宽幅涂布机最大幅宽已达 1400MM、涂布速度达 60-90m/min; 高速动力切叠一体机最优叠片速度 0.15s/pcs，精度可控制在 ±0.15mm。此外公司模组线自动化率已达 85%-95%，PACK 线自动化率达 50-90%。我们认为未来公司凭借强产品竞争力，专机将逐步放量。

### ■ 股权激励注重盈利能力提升，规模效应即将凸显

2021 年 11 月公司推出限制性股票激励计划，从业绩目标上来看，公司注重未来盈利能力的提升，按照剔除股权激励支付费用影响后的归母净利润计算，2021-2023 年公司归母净利率为 10%/13%/15%。随着 2020Q4 以来动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为头部整线设备商产能稀缺性凸显，订单质量进一步提升; 同时产能加速释放，规模效应带来费用率下行，我们认为未来公司净利率水平将持续提升。

■ **盈利预测与投资评级:** 受益于行业高景气度，公司订单充足，我们维持公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 2.4/4.6/8.0 亿元，对应当前股价 PE 为 112/59/34 倍，我们看好公司后续动力锂电设备放量，业绩有望超市场预期，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 锂电池行业增速放缓或下滑，竞争格局恶化。

证券分析师 周尔双  
执业证号: S0600515110002  
13915521100  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 朱贝贝  
执业证号: S0600520090001  
zhubb@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	306.39
一年最低/最高价	154.82/381.46
市净率(倍)	13.93
流通 A 股市值(百万元)	5506.13

## 基础数据

每股净资产(元)	22.00
资产负债率(%)	59.05
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	17.97

## 相关研究

- 1、《利元亨 (688499): 股权激励方案落地，业绩目标超市场预期》2021-11-23
- 2、《利元亨 (688499): 2021 年三季报点评: 业绩符合市场预期，看好后续动力锂电专机放量》2021-10-29
- 3、《利元亨 (688499): 从消费到动力实现整线布局，动力锂电设备有望放量迎第二增长曲线》2021-09-12

事件：2021年12月1日公司公告中标蜂巢能源8.76亿元动力锂电设备订单。

## 1. 与蜂巢能源深度合作，受益于动力电池扩产高峰

公司与蜂巢能源建立了全球战略合作关系，充分受益于蜂巢能源大规模扩产：2021年7月公司中标蜂巢能源欧洲项目1633.99万欧元（约合1.25亿元人民币），8月公司公告中标蜂巢湖州等基地项目，合计约15.45亿元，此次中标蜂巢湖州、遂宁等项目8.76亿元，2021年以来与蜂巢新签订单合计25.46亿元。此外公司还是比亚迪的优选供应商，同时与宁德时代、国轩高科、欣旺达、赣锋锂业等全球知名厂商建立了长期稳定的合作关系。我们预计公司2021全年新签订单约60亿元（2020年收入的4倍），动力锂电设备放量打开业绩弹性。

## 2. 蜂巢能源积极扩产，设备供应商将充分受益

蜂巢能源的配套车企包括长城、东风、一汽、吉利等传统自主品牌车企，也有合众新能源、赛力斯、零跑等新势力车企，同时还有PSA、宝马等国际车企，订单充足，蜂巢能源积极扩产化解产能瓶颈，2020年末至今已在德国萨尔州(24GWh)、四川遂宁(20GWh)、四川成都(60GWh)、浙江湖州(20GWh)、安徽马鞍山(28GWh)、南京溧水(15GWh)、江苏常州金坛(40GWh)、江苏盐城(22GWh)设立基地，规划新增产能达229GWh，对应设备投资额超500亿元，设备供应商将充分受益。

图 1：2020 年末以来蜂巢能源规划新增产能达 229GWh

蜂巢新能源各大基地产能统计						
基地	项目	公布时间	产能规模 (GWh)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间
江苏	金坛一期	2018.7	4.0	80.0	64.0	2019年11月已投产
	金坛二期		8.0			预计2020年底
	金坛三期		6.0			预计2022年底
江苏	捷威动力合作项目	2019.3	2.5	15.0	12.0	2020年
德国	萨尔州	2020.11	24.0	156.4	125.2	2023年底
四川	遂宁经开区	2021.1	20.0	70.0	56.0	未公布
	成都一期	2021.9	20.0	100.0	80.0	未公布
	成都二期		20.0	120.0	96.0	未公布
	成都三期		20.0			未公布
浙江	湖州南太湖新区	2021.2	20.0	70.0	56.0	未公布
安徽	马鞍山市	2021.4	28.0	110.0	88.0	未公布
江苏	南京溧水开发区一期	2021.6	6.6	26.0	20.8	2021.11投产
	南京溧水开发区二期		8.0	30.0	24.0	未公布
	金坛新增	2021.10	40.0	150.0	120.0	未公布
	盐城一期	2021.10	22.0	100.0	80.0	2022年上半年
	盐城二期	2021.10				2023年上半年
合计			249.1	777.4	622.0	
预计新增合计			228.6	682.4	546.0	

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、红色为2021年新增规划项目。

数据来源：高工锂电等，东吴证券研究所整理

### 3. 不断突破核心专机，打开公司成长空间

公司已突破卷绕、叠片、涂布等核心专机，技术优势显著。据公司微信公众号，最新开发的**高速动力卷绕机**可实现6米长极片12PPM的高效率生产；**高速宽幅涂布机**最大幅宽已达1400MM、涂布速度达60-90m/min；**高速动力切叠一体机**最优叠片速度0.15s/pcs，精度可控制在 $\pm 0.15\text{mm}$ 。此外公司模组线自动化率已达85%-95%，PACK线自动化率达50-90%。我们认为未来公司凭借强产品竞争力，专机将逐步放量。

### 4. 股权激励注重盈利能力提升，规模效应即将凸显

2021年11月公司推出限制性股票激励计划，从业绩目标上来看，公司注重未来盈利能力的提升，按照剔除股权激励费用影响后的归母净利润计算，2021-2023年公司归母净利率为10%/13%/15%。随着2020Q4以来动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为头部整线设备商产能稀缺性凸显，订单质量进一步提升；同时产能加速释放，规模效应带来费用率下行，我们认为未来公司净利率水平将持续提升。

### 5. 盈利预测与投资评级

受益于行业高景气度，公司订单充足，我们维持公司2021-2023年的归母净利润分别为2.4/4.6/8.0亿元，对应当前股价PE为112/59/34倍，我们看好公司后续动力锂电设备放量，业绩有望超市场预期，维持“买入”评级。

### 6. 风险提示

锂电池行业增速放缓或下滑，竞争格局恶化。

利元亨三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2735</b>	<b>4077</b>	<b>7024</b>	<b>9831</b>	<b>营业收入</b>	<b>1430</b>	<b>2366</b>	<b>4261</b>	<b>5952</b>
现金	405	204	181	150	减:营业成本	882	1466	2628	3634
应收账款	375	1556	2685	3913	营业税金及附加	10	19	34	48
存货	1016	1607	2880	3982	营业费用	79	118	187	238
其他流动资产	938	710	1278	1786	管理费用	161	494	901	1144
<b>非流动资产</b>	<b>729</b>	<b>906</b>	<b>1088</b>	<b>1305</b>	财务费用	21	11	10	13
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	14	0	0	0
固定资产	487	677	855	1057	加:投资净收益	8	0	0	0
在建工程	102	91	96	113	其他收益	-124	12	17	22
无形资产	50	48	46	45	<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>269</b>	<b>518</b>	<b>897</b>
其他非流动资产	90	90	90	90	加:营业外净收支	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3463</b>	<b>4983</b>	<b>8112</b>	<b>11136</b>	<b>利润总额</b>	<b>147</b>	<b>269</b>	<b>518</b>	<b>897</b>
<b>流动负债</b>	<b>2347</b>	<b>3662</b>	<b>6400</b>	<b>8746</b>	减:所得税费用	7	30	57	99
短期借款	340	200	200	258	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1250	2008	3600	4978	<b>归属母公司净利润</b>	<b>140</b>	<b>240</b>	<b>461</b>	<b>798</b>
其他流动负债	758	1454	2600	3510	EBIT	301	270	513	889
<b>非流动负债</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	<b>68</b>	EBITDA	331	332	595	995
长期借款	64	64	64	64					
其他非流动负债	3	3	3	3					
<b>负债合计</b>	<b>2415</b>	<b>3730</b>	<b>6467</b>	<b>8814</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.13	2.72	5.23	9.07
归属母公司股东权益	1049	1253	1644	2323	每股净资产(元)	15.89	14.23	18.68	26.39
<b>负债和股东权益</b>	<b>3463</b>	<b>4983</b>	<b>8112</b>	<b>11136</b>	发行在外股份(百万股)	66	88	88	88
					ROIC(%)	25.0%	16.4%	27.3%	35.0%
					ROE(%)	13.4%	19.1%	28.0%	34.4%
					毛利率(%)	38.3%	38.0%	38.3%	38.9%
					销售净利率(%)	9.8%	10.1%	10.8%	13.4%
					资产负债率(%)	69.7%	74.9%	79.7%	79.1%
					收入增长率(%)	60.9%	65.5%	80.1%	39.7%
					净利润增长率(%)	50.9%	70.7%	92.1%	73.2%
					P/E	143.97	112.44	58.53	33.78
					P/B	19.28	21.53	16.40	11.61
					EV/EBITDA	68.43	72.14	44.85	29.18

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>

