



## 赢合科技 300457

### 基础数据:

截至 2021 年 3 月 28 日

当前股价	26.03 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	6.50 亿股
流通股本	5.57 亿股
总市值	169.20 亿元
流动市值	144.99 亿元

### 相对市场表现:



### 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

研究助理 刘然

liurran@gwgsc.com

执业证书编号: S0200121070007

联系电话: 010-68099389

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

## 其他专用机械 / 专用设备 / 机械设备

### 营业收入大幅增长, 产能跨越式提升

**事件:** 公司发布2021年年报: 2021年公司实现营收52.02亿元, 同比增长118.12%。归母净利润3.11亿元, 同比增长63.30%。扣非归母净利润为2.88亿元, 同比增长79.09%。实现每股收益0.48元。

### 事件点评:

◆**营收增长超预期, 大客户订单快速增长。**2021年公司锂电池生产设备的营业收入为49.07亿元, 同比增长197.02%。公司2021年全年新签锂电设备订单106亿元, 2020年公司签署锂电设备订单约33亿元, 2021年新签订单同比增长221.21%, 新签订单主要来自于国内外头部电池厂商, 包括宁德时代、蜂巢能源、比亚迪、LG、国轩高科等, 前十大客户占比超过90%。截至2021年12月31日, 公司合同负债12.49亿元, 同比增长311.48%。

◆**毛利率下降压力较大, 费用端的成本控制初见成效。**2021年公司销售毛利率为21.89%, 同比下降9.03pct。分季度看, 公司Q1、Q2、Q3、Q4的单季毛利率分别为28.53%、22.64%、20.78%、20.41%, 呈现逐季下降趋势。我们认为公司毛利率下降一方面源自于公司员工数量快速扩张导致的人工成本增加, 另一方面源自于钢铁、铜等大宗商品价格上涨。公司通过费用控制尽可能降低毛利率下降对净利率的影响, 2021年公司的销售费用/管理费用/研发费用分别为1.86/1.78/3.42亿元, 占营业收入比重分别为3.57%/3.42%/6.58%, 同比变动-1.17/-1.73/-0.68 pct。

◆**资产减值进一步压降利润水平, 客户结构集中有望改善应收账款质量。**2021年公司计提资产减值损失、信用减值损失共计2.41亿元, 对公司净利润造成了较大影响, 原因在于2019年以前公司主要面向中小锂电池企业, 导致较多的应收账款坏账。目前公司账龄在3年以上的应收账款余额为2.59亿元, 2-3年的账面余额为1.66亿元, 未来信用减值压力有所缓解。目前公司客户主要为国内外一线电池企业, 信用风险较低, 应收账款质量有望持续改善。



◆产能大幅提升，接单能力进一步增强。公司于2021年进行了大规模扩产，陆续新投入包括惠州东江产业园、东莞金科工业园、东莞塘厦工业园3个新制造基地，预计理论满产值将达到130亿元。截至2021年末，公司现有员工7230人，相较于2020年的3543人增长104.06%。根据公司公告2022年1-2月，公司锂电设备出货量月均规模在7亿元左右，未来会有进一步提升。在下游电池厂商扩产速度加快的大背景下，锂电设备交付能力是电池企业采购时的重要参考指标，2022年公司产能大幅扩张将提高公司的接单能力。

### 投资建议：

我们预计公司2022-2024年的净利润分别为6.75/10.19/11.94亿元，EPS分别为1.04/1.57/1.84元，当前股价对应PE为25/17/14倍。下游动力电池需求高速增长，公司新签订单快速增加，客户集中在头部电池厂商，未来仍有较大成长空间，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：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,201.62	8,894.23	11,915.26	12,511.03
增长率(%)	118.12	70.99	33.97	5.00
净利润(百万元)	311.39	675.25	1,019.22	1,194.13
增长率(%)	63.30	116.85	50.94	17.16
EPS(元/股)	0.48	1.04	1.57	1.84
市盈率(P/E)	54.23	25.04	16.59	14.16
市净率(P/B)	3.06	2.77	2.43	2.12

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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,155.75	3,686.10	4,938.13	5,185.04	营业收入	5,201.62	8,894.23	11,915.26	12,511.03
应收账款	2,880.79	5,519.31	6,395.95	6,810.13	营业成本	4,062.98	6,897.66	9,136.14	9,471.21
预付账款	260.44	505.97	407.64	434.24	营业税金及附加	29.54	53.37	71.49	75.07
存货	2,490.59	4,407.06	4,729.07	4,742.14	营业费用	185.51	311.30	405.12	412.86
其他	2,132.48	3,083.15	3,574.04	3,795.82	管理费用	177.88	302.40	393.20	400.35
<b>流动资产合计</b>	<b>9,920.05</b>	<b>17,201.60</b>	<b>20,044.85</b>	<b>20,967.37</b>	财务费用	-52.01	-88.94	-71.49	-25.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	173.03	342.29	622.60	834.07
固定资产	723.19	1,025.81	1,159.94	1,192.88	资产减值损失	-71.48	-150.00	-120.00	-80.00
在建工程	943.41	567.84	342.51	207.30	公允价值变动收益	0.00	10.00	10.00	10.00
无形资产	324.83	340.09	353.43	364.84	投资净收益	0.47	10.00	10.00	10.00
其他	838.54	706.16	592.88	538.89	其他	589.63	814.60	966.07	927.77
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,829.97</b>	<b>2,639.91</b>	<b>2,448.75</b>	<b>2,303.91</b>	<b>营业利润</b>	279.09	733.85	1,114.74	1,308.78
<b>资产总计</b>	<b>12,750.02</b>	<b>19,841.51</b>	<b>22,493.60</b>	<b>23,271.28</b>	营业外收入	12.82	6.00	6.00	6.00
短期借款	0.00	53.09	132.80	276.20	营业外支出	9.90	5.00	5.00	5.00
应付账款	2,161.75	2,907.55	3,553.09	3,144.50	利润总额	282.00	734.85	1,115.74	1,309.78
其他	4,799.91	4,946.52	7,731.22	5,853.28	所得税	-14.00	73.49	111.57	130.98
<b>流动负债合计</b>	<b>6,961.65</b>	<b>7,907.15</b>	<b>11,417.12</b>	<b>9,273.98</b>	<b>净利润</b>	296.00	661.37	1,004.16	1,178.80
长期借款	19.95	5,606.68	3,895.86	5,806.30	少数股东损益	-15.39	-13.89	-15.06	-15.32
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	311.39	675.25	1,019.22	1,194.13
其他	220.55	220.55	220.55	220.55	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>240.50</b>	<b>5,827.23</b>	<b>4,116.41</b>	<b>6,026.84</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7,202.15</b>	<b>13,734.38</b>	<b>15,533.53</b>	<b>15,300.83</b>	营业收入	118.12%	70.99%	33.97%	5.00%
少数股东权益	28.02	14.14	-0.93	-16.25	营业利润	30.82%	162.95%	51.90%	17.41%
股本	649.54	649.54	649.54	649.54	归属于母公司净利润	63.30%	116.85%	50.94%	17.16%
资本公积	3,480.78	3,480.78	3,480.78	3,480.78	获利能力				
留存收益	4,870.30	5,443.45	6,311.46	7,337.17	毛利率	21.89%	22.45%	23.32%	24.30%
其他	-3,480.78	-3,480.78	-3,480.78	-3,480.78	净利率	5.99%	7.59%	8.55%	9.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>5,547.87</b>	<b>6,107.12</b>	<b>6,960.07</b>	<b>7,970.46</b>	ROE	5.64%	11.08%	14.64%	14.95%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,750.02</b>	<b>19,841.51</b>	<b>22,493.60</b>	<b>23,271.28</b>	ROIC	8.43%	19.47%	12.13%	19.84%
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
<b>经营活动现金流</b>	<b>450.70</b>	<b>-4,018.38</b>	<b>3,000.86</b>	<b>-1,625.53</b>	资产负债率	<b>56.49%</b>	<b>69.22%</b>	<b>69.06%</b>	<b>65.75%</b>
资本支出	276.96	38.00	38.00	38.00	流动比率	1.42	2.18	1.76	2.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.07	1.62	1.34	1.75
其他	-1,448.18	-76.00	-76.00	-76.00	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,171.22</b>	<b>-38.00</b>	<b>-38.00</b>	<b>-38.00</b>	应收账款周转率	2.36	2.12	2.00	1.89
债权融资	128.34	5,728.24	4,097.13	6,150.97	存货周转率	3.11	2.58	2.61	2.64
股权融资	46.82	88.94	71.49	25.02	总资产周转率	0.50	0.55	0.56	0.55
其他	-828.49	-230.45	-5,879.45	-4,265.56	<b>每股指标(元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-653.33</b>	<b>5,586.73</b>	<b>-1,710.83</b>	<b>1,910.44</b>	每股收益	0.48	1.04	1.57	1.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.69	-6.19	4.62	-2.50
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,373.86</b>	<b>1,530.36</b>	<b>1,252.03</b>	<b>246.91</b>	每股净资产	8.50	9.38	10.72	12.30

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。