

利元亨 (688499)

2022 年三季报点评：业绩符合预期，规模效应下看好盈利能力持续提升

买入（维持）

2022 年 10 月 29 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouers@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书：S0600121040009

liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,331	4,260	5,909	8,757
同比	63%	83%	39%	48%
归属母公司净利润（百万元）	212	471	718	1,218
同比	51%	122%	52%	70%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.41	5.35	8.16	13.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	81.23	36.61	24.03	14.17

#规模经济

事件：2022 年 10 月 27 日晚公司发布第三季度报告。

投资要点

- **业绩符合预期，规模效应下利润增速高于收入增速：**公司 2022 前三季度实现营收 29.4 亿元，同比+77.1%；归母净利润 2.8 亿元，同比+80.7%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+75.0%。Q3 单季营收 11.9 亿元，同比+95.2%，环比+26.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比+96.9%，环比+26.6%；扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+106.2%，环比+42.2%。
- **盈利能力保持稳定，规模增长稀释费用率：**2022 前三季度公司毛利率为 36%，同比-1.3pct，主要系下游客户定制化程度较高、定价和毛利率存在差别；净利率为 9.7%，同比+0.2pct，主要受益于期间费用率下降、规模效应显现，期间费用率为 26.9%，同比-4.2pct，其中销售费用率为 5.0%，同比-0.3pct，管理费用率（含研发）为 21.9%，同比-3.1pct，财务费用率为 0.02%，同比-0.8pct。Q3 单季公司毛利率为 36.1%，同比+1.8pct，环比-0.1pct；净利率为 9.6%，同比+0.1pct，环比-0.02pct。
- **在手订单充足，合同负债&存货高增：**截至 2022Q3 末公司合同负债为 19.5 亿元，同比+87%；存货为 28.1 亿元，同比+95%，表明公司在手订单充足。2022 前三季度公司经营活动现金流净额为 0.08 亿元，同比转正，主要系订单较多带来较多合同预收款所致。
- **规模效应显现&海外订单占比提升，公司盈利能力有望持续提升：**（1）海外突破：公司在全球各地均有布局，已突破了海外头部客户，我们认为随着海外订单占比提高，盈利能力有望进一步提升，根据公司微信公众号，利元亨德国收购老牌自动化公司 Nowa Tepro，实现模组 Pack 线欧洲本土交付，国际化顺利推进。（2）规模效应：规模效应下费用率持续下降利于盈利能力提升，根据公司 2021 年股权激励方案，若营收和利润两个业绩目标均恰好达成，则公司 2022-2023 年指剔除股份支付费用影响后的净利率有望达 12.6%/15.6%。
- **拓展光伏、氢能领域，开启平台化布局：**（1）光伏：拥有光伏组件自动化产线、无损划片机、perc 开槽设备等，积极开展技术创新，与光伏头部企业建立合作关系。（2）氢能领域：推出氢燃料电池系统——核心部件的全工艺制造解决方案，在膜电极（MEA）制备、双极板制造、电堆堆叠、发动机系统的组装和检测等多个关键工艺布局。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到长三角反复的疫情可能影响客户端的整体验收节奏，我们下调公司 2022-2024 年的归母净利润为 4.7（前值 5.0，下调 6%）/7.2（前值 8.2，下调 12%）/12.2（前值 13.5，下调 10%）亿元，对应当前股价 PE 为 37/24/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争格局恶化，下游扩产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	190.00
一年最低/最高价	125.00/336.00
市净率(倍)	7.09
流通 A 股市值(百万元)	6,492.56
总市值(百万元)	16,720.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.79
资产负债率(% ,LF)	69.88
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	34.17

相关研究

《利元亨(688499)：2022 年中报点评：业绩符合预期，规模效应下净利率持续提升》

2022-08-24

《利元亨(688499)：2022 年一季报点评：利润增速超过营收增速，看好盈利能力持续提升》

2022-04-27

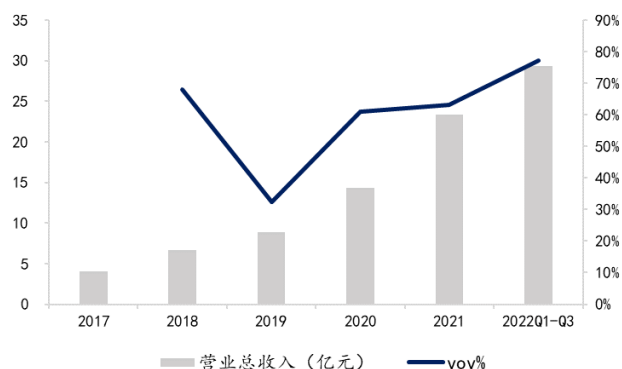
事件：2022 年 10 月 27 日晚公司发布第三季度报告。

1. 业绩符合预期，规模效应下利润增速高于收入增速

公司 2022 前三季度实现营收 29.4 亿元，同比+77.1%；归母净利润 2.8 亿元，同比+80.7%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+75.0%。

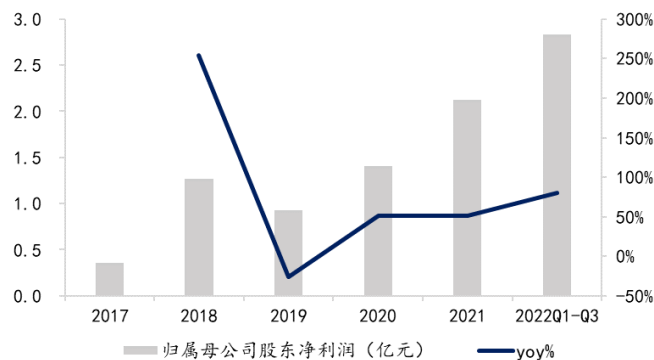
Q3 单季营收 11.9 亿元，同比+95.2%，环比+26.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比+96.9%，环比+26.6%；扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+106.2%，环比+42.2%。

图1：公司 2022 前三季度实现营收 29.4 亿元，同比+77.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司 2022 前三季度实现归母净利润 2.8 亿元，同比+80.7%



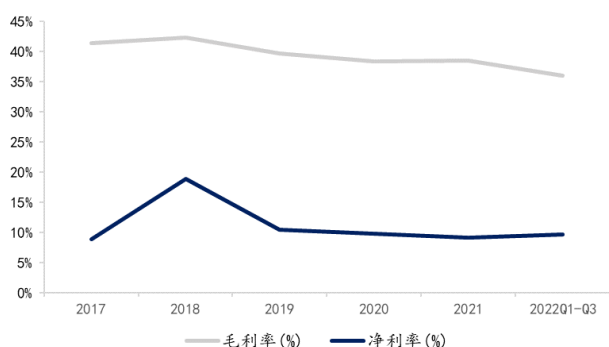
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力保持稳定，规模增长稀释费用率

2022 前三季度公司毛利率为 36%，同比-1.3pct，主要系下游客户定制化程度较高、定价和毛利率存在差别；净利率为 9.7%，同比+0.2pct，主要受益于期间费用率下降、规模效应显现，期间费用率为 26.9%，同比-4.2pct，其中销售费用率为 5.0%，同比-0.3pct，管理费用率（含研发）为 21.9%，同比-3.1pct，财务费用率为 0.02%，同比-0.8pct。

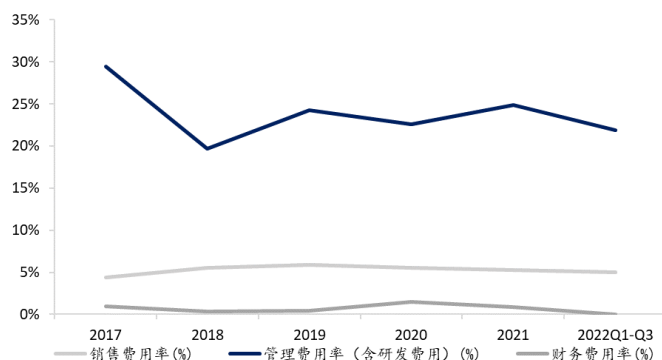
Q3 单季公司毛利率为 36.1%，同比+1.8pct，环比-0.1pct；净利率为 9.6%，同比+0.1pct，环比-0.02pct。

图3: 2022 前三季度公司毛利率为 36%，净利率为 9.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 前三季度公司期间费用率为 26.9%，同比-4.2pct

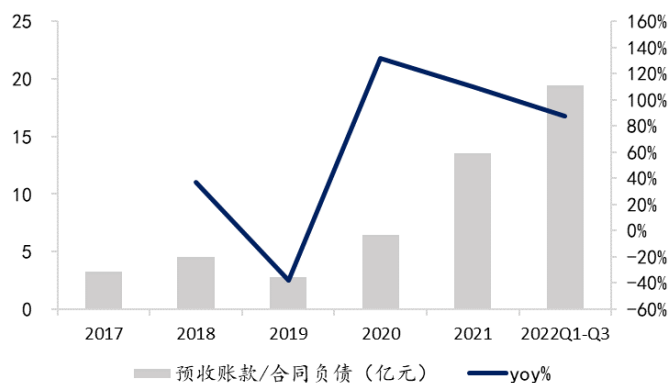


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 在手订单充足，合同负债&存货高增

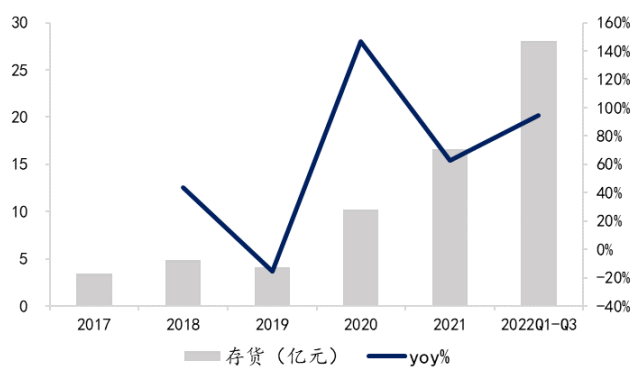
截至 2022Q3 末公司合同负债为 19.5 亿元，同比+87%；存货为 28.1 亿元，同比+95%，表明公司在手订单充足。2022 前三季度公司经营活动现金流净额为 0.08 亿元，同比转正，主要系订单较多带来较多合同预收款所致。

图5: 截至 2022Q3 末公司合同负债为 19.5 亿元，同比+87%



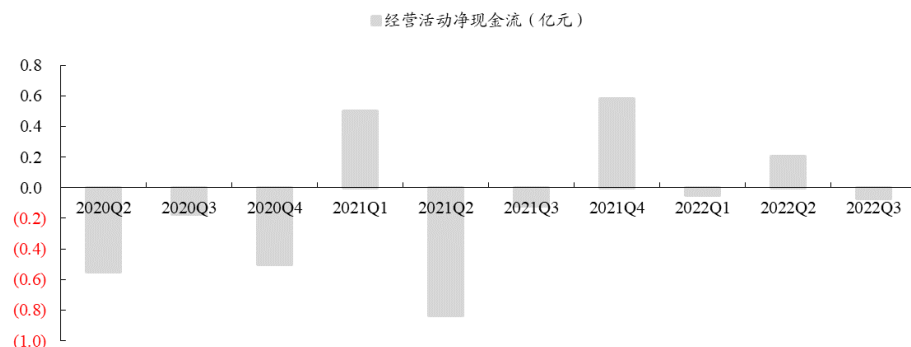
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2022Q3 末公司存货为 28.1 亿元，同比+95%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：022 前三季度经营活动现金流净额为 0.08 亿元，同比转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 规模效应显现&海外订单占比提升，公司盈利能力有望持续提升

(1) 海外突破：公司在全球各地均有布局，已突破了海外头部客户，我们认为随着海外订单占比提高，盈利能力有望进一步提升，根据公司微信公众号，利元亨德国收购老牌自动化公司 Nowa Tepro，实现模组 Pack 线欧洲本土交付，国际化顺利推进。

(2) 规模效应：规模效应下费用率持续下降利于盈利能力提升，根据公司 2021 年股权激励方案，若营收和利润两个业绩目标均恰好达成，则公司 2022-2023 年指剔除股份支付费用影响后的净利率有望达 12.6%/15.6%。

5. 拓展光伏、氢能领域，开启平台化布局

(1) 光伏：拥有光伏组件自动化产线、无损划片机、perc 开槽设备等，积极开展技术创新，与光伏头部企业建立合作关系。

(2) 氢能领域：推出氢燃料电池系统——核心部件的全工艺制造解决方案，在膜电极 (MEA) 制备、双极板制造、电堆堆叠、发动机系统的组装和检测等多个关键工艺布局。

6. 盈利预测与投资评级

考虑到长三角反复的疫情可能影响客户端的整体验收节奏，我们下调公司 2022-

2024 年的归母净利润为 4.7（前值 5.0，下调 6%）/7.2（前值 8.2，下调 12%）/12.2（前值 13.5，下调 10%）亿元，对应当前股价 PE 为 37/24/14 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

竞争格局恶化，下游扩产不及预期。

利元亨三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,321	7,146	9,565	13,939	营业总收入	2,331	4,260	5,909	8,757
货币资金及交易性金融资产	1,163	1,478	1,744	2,433	营业成本(含金融类)	1,433	2,611	3,581	5,248
经营性应收款项	1,365	2,634	3,652	5,409	税金及附加	22	38	47	70
存货	1,656	2,861	3,924	5,752	销售费用	123	230	313	438
合同资产	47	103	153	214	管理费用	308	554	709	963
其他流动资产	90	69	92	131	研发费用	273	507	650	946
非流动资产	1,255	1,301	1,329	1,340	财务费用	20	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	93	192	207	307
固定资产及使用权资产	862	969	1,027	1,054	投资净收益	4	9	12	17
在建工程	173	111	81	65	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	60	61	61	62	减值损失	-38	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	130	130	130	130	营业利润	212	515	819	1,408
其他非流动资产	29	29	29	29	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	5,576	8,447	10,894	15,279	利润总额	212	515	819	1,408
流动负债	3,311	5,711	7,440	10,608	减:所得税	0	43	101	190
短期借款及一年内到期的非流动负债	609	345	116	91	净利润	212	471	718	1,218
经营性应付款项	1,149	2,629	3,600	5,101	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,357	2,471	3,390	4,968	归属母公司净利润	212	471	718	1,218
其他流动负债	196	266	335	448	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.41	5.35	8.16	13.84
非流动负债	267	267	267	267	EBIT	227	320	609	1,092
长期借款	161	161	161	161	EBITDA	322	430	736	1,236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.52	38.72	39.40	40.07
租赁负债	102	102	102	102	归母净利率(%)	9.11	11.06	12.15	13.90
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	63.04	82.74	38.70	48.20
负债合计	3,578	5,978	7,707	10,875	归母净利润增长率(%)	51.18	121.88	52.34	69.63
归属母公司股东权益	1,998	2,469	3,187	4,404					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,998	2,469	3,187	4,404					
负债和股东权益	5,576	8,447	10,894	15,279					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12	727	638	852	每股净资产(元)	22.70	28.06	36.21	50.05
投资活动现金流	-533	53	-119	-113	最新发行在外股份 (百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	1,034	-265	-229	-25	ROIC(%)	10.53	9.87	16.06	22.69
现金净增加额	511	515	291	714	ROE-摊薄(%)	10.63	19.08	22.52	27.65
折旧和摊销	94	109	127	144	资产负债率(%)	64.17	70.77	70.75	71.17
资本开支	-338	-155	-155	-155	P/E (现价&最新股本摊薄)	81.23	36.61	24.03	14.17
营运资本变动	-350	65	-242	-566	P/B (现价)	8.63	6.99	5.41	3.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

