

瀚川智能 (688022)

2022 年三季报点评: Q3 业绩略低于预期, 看好后续换电设备业务放量增长

增持 (维持)

2022 年 10 月 31 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

liuqx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	758	1,876	3,281	4,401
同比	26%	147%	75%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	61	153	300	432
同比	38%	151%	97%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	1.41	2.76	3.98
P/E (现价&最新股本摊薄)	94.60	37.72	19.18	13.31

#第二曲线

事件: 2022 年 10 月 28 日晚公司发布 2022 年三季报。

投资要点

■ **业绩略低于预期, 受疫情影响验收等因素影响:** 2022 前三季度营收 7.1 亿元, 同比+41%, 分产品来看, 汽车智能装备营收 3.2 亿元, 占比 45.4%, 充换电智能装备营收 2.5 亿元, 占比 35.6%, 锂电装备营收 1.0 亿元, 占比 14.5%; 归母净利润 0.75 亿元, 同比+64%, 扣非归母净利润 0.33 亿元, 同比+13%。Q3 单季营收 3.4 亿元, 同比+42%, 环比+30%; 归母净利润 0.25 亿元, 同比+1.4%, 环比-49%, 主要系 Q2 公允价值变动损益较多; 扣非归母净利润 0.23 亿元, 同比+10.0%, 环比-8%, 主要系一方面换电站分布于多个城市, 受疫情影响验收有所迟滞, 我们认为随着疫情逐步好转, Q4 有望迎换电站放量; 另一方面公司换电等新业务的开展使得前期费用支出较多, 我们认为随着公司换电业务逐步标准化放量、规模效应显现后利润端有望得到改善。

■ **盈利能力略有下滑, 业务结构变化等多因素所致:** 2022 前三季度毛利率为 31.0%, 同比-1.7pct, 净利率为 10.2%, 同比+1.2pct, 期间费用率为 24.9%, 同比-4.2pct, 其中销售费用率为 7.4%, 同比-2.1pct, 管理费用率 (含研发) 为 16.1%, 同比-3.0pct, 财务费用率为 1.3%, 同比+0.8pct。Q3 单季毛利率为 30.3%, 同比+0.4pct, 环比-3.0pct, 主要系锂电设备和换电设备占比提升使得毛利率环比略有下降; 净利率为 7.1%, 同比-3.3pct, 环比-10.8pct, 主要系 Q2 公允价值变动损益较多使得环比基数较高。

■ **存货&合同负债高增, 在手订单充足:** 截至 2022Q3 末公司存货为 8.1 亿元, 同比+68%, 合同负债为 2.7 亿元, 同比+77%, 截至 2022Q3 末公司在手订单总金额为 27.6 亿元 (含税), 其中充换电装备 8.6 亿元, 占比 31.0%, 汽车智能装备在手订单 8.0 亿元, 占比 28.9%, 锂电装备在手订单 11.1 亿元, 占比 40.1%。2022 前三季度经营活动现金流净额为-1.3 亿元, 公司多个季度经营活动现金流净额持续为负主要系 (1) 公司生产需提前采购备货使得现金支出较多, 而“3331”的收款模式下现金流入存在一定迟滞; (2) 应收账款不断增加, 截至 2022Q3 末公司应收账款为 6.6 亿元, 同比+48%, 但锂电客户和部分汽车行业客户受疫情和新业务领域拓展影响回款速度较慢; (3) 换电设备和锂电设备等新业务的开展使得人员和研发支出较多。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到疫情影响, 我们下调公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.5 (前值 1.7, 下调 12%)/3.0 (前值 3.2, 下调 6%)/4.3 (前值 4.4, 下调 2%) 亿元, 对应 PE 分别为 38/19/13X, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 换电站推广不及预期, 新业务开拓不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.00
一年最低/最高价	28.13/85.49
市净率(倍)	5.62
流通 A 股市值(百万元)	5,752.43
总市值(百万元)	5,752.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.43
资产负债率(% ,LF)	64.17
总股本(百万股)	108.54
流通 A 股(百万股)	108.54

相关研究

《瀚川智能(688022): 业绩符合预期, 充换电设备订单高增驱动业绩释放》

2022-08-29

《瀚川智能(688022): 获正威集团 8.3 亿元锂电化成设备框架合同, 动力领域实现重大突破》

2022-08-19

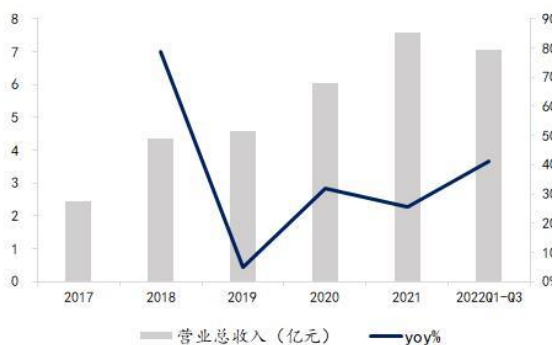
事件：2022 年 10 月 28 日晚公司发布 2022 年三季度报。

1. 业绩略低于预期，受疫情影响验收等因素影响

2022 前三季度营收 7.1 亿元，同比+41%，分产品来看，汽车智能装备营收 3.2 亿元，占比 45.4%，充换电智能装备营收 2.5 亿元，占比 35.6%，锂电装备营收 1.0 亿元，占比 14.5%；归母净利润 0.75 亿元，同比+64%，扣非归母净利润 0.33 亿元，同比+13%。

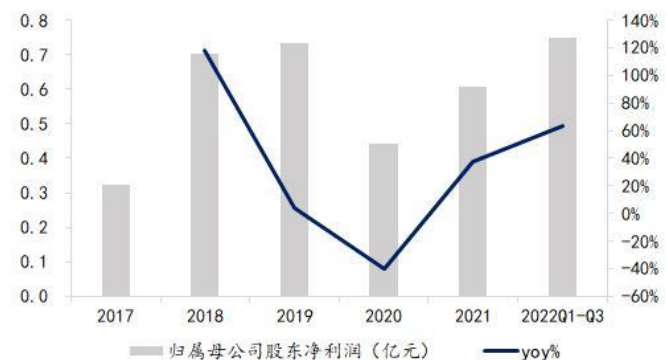
Q3 单季营收 3.4 亿元，同比+42%，环比+30%；归母净利润 0.25 亿元，同比+1.4%，环比-49%，主要系 Q2 公允价值变动损益较多；扣非归母净利润 0.23 亿元，同比+10.0%，环比-8%，主要系一方面换电站分布于多个城市，受疫情影响验收有所迟滞，我们认为随着疫情逐步好转，Q4 有望迎换电站放量；另一方面公司换电等新业务的开展使得前期费用支出较多，我们认为随着公司换电业务逐步标准化放量、规模效应显现后利润端有望得到改善。

图1：2022 年前三季度公司营收 7.1 亿元，同比+41%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022 前三季度公司归母净利润 0.75 亿元，同比+64%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力略有下滑，业务结构变化等多因素所致

2022 前三季度毛利率为 31.0%，同比-1.7pct，净利率为 10.2%，同比+1.2pct，期间费用率为 24.9%，同比-4.2pct，其中销售费用率为 7.4%，同比-2.1pct，管理费用率（含研发）为 16.1%，同比-3.0pct，财务费用率为 1.3%，同比+0.8pct。

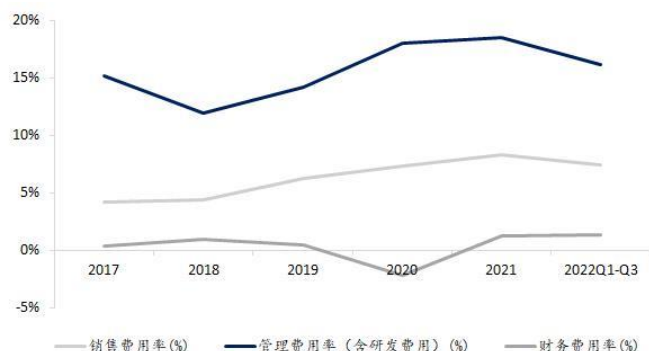
Q3 单季毛利率为 30.3%，同比+0.4pct，环比-3.0pct，主要系锂电设备和换电设备占比提升使得毛利率环比略有下降；净利率为 7.1%，同比-3.3pct，环比-10.8pct，主要系 Q2 公允价值变动损益较多使得环比基数较高。

图3: 2022 前三季度公司毛利率 31.0%，净利率为 10.2%



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 24.9%，同比-4.2pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货&合同负债高增，在手订单充足

截至 2022Q3 末公司存货为 8.1 亿元，同比+68%，合同负债为 2.7 亿元，同比+77%，截至 2022Q3 末公司在手订单总金额为 27.6 亿元(含税)，其中充换电装备 8.6 亿元，占比 31.0%，汽车智能装备在手订单 8.0 亿元，占比 28.9%，锂电装备在手订单 11.1 亿元，占比 40.1%。

2022 前三季度经营活动现金流净额为-1.3 亿元，公司多个季度经营活动现金流净额持续为负主要系（1）公司生产需提前采购备货使得现金支出较多，而“3331”的收款模式下现金流入存在一定迟滞；（2）应收账款不断增加，截至 2022Q3 末公司应收账款为 6.6 亿元，同比+48%，但锂电客户和部分汽车行业客户受疫情和新业务领域拓展影响回款速度较慢；（3）换电设备和锂电设备等新业务的开展使得人员和研发支出较多。

图5: 截至 2022Q3 末公司合同负债为 2.7 亿元，同比 +77%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2022Q3 末公司存货为 8.1 亿元，同比+68%



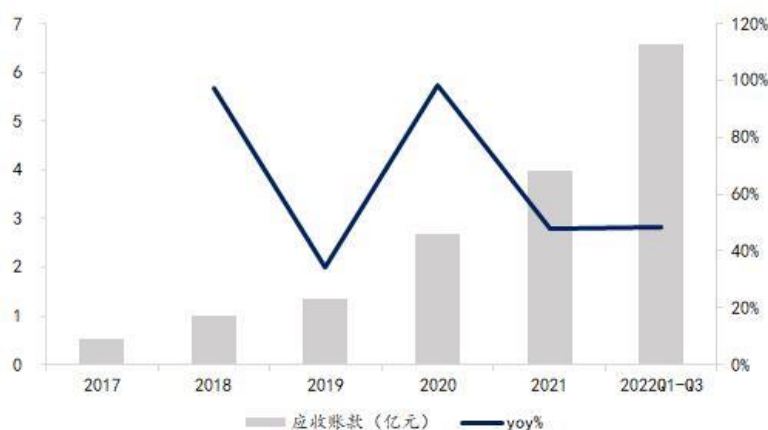
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2022 前三季度公司经营活动现金流净额为-1.3 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 截至 2022Q3 末公司应收账款为 6.6 亿元, 同比+48%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 公司专注于充换电设备产能的提升与交付, 2022 年总产能将突破 1000 台

当前换电模式逐步获得认可, 尤其在商用车领域的经济性凸显, 我们预计 2025 年建设换电站数量将超 16000 座, 对应新增设备投资额近 400 亿元。

瀚川已拥有换电站装备制造、核心零部件制造与终端运营系统平台三大类产品, 且在大客户切入上具备先发优势。公司充换电设备专注产能提升和交付, 2022 全年有望交付 400-600 台换电设备, 设备产能将在 2022 年年底达到 1000 台以上。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到疫情影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.5（前值 1.7，下调 12%）/3.0（前值 3.2，下调 6%）/4.3（前值 4.4，下调 2%）亿元，对应 PE 分别为 38/19/13X，维持“增持”评级。

6. 风险提示

换电站推广不及预期，新业务开拓不及预期。

瀚川智能三大财务预测表

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	1,390	2,944	4,350	5,269	营业总收入	758	1,876	3,281	4,401
货币资金及交易性金融资产	286	439	377	382	营业成本(含金融类)	502	1,308	2,291	3,096
经营性应收款项	480	1,175	1,962	2,382	税金及附加	3	9	15	20
存货	488	1,147	1,758	2,206	销售费用	63	141	236	299
合同资产	25	42	83	113	管理费用	80	178	299	387
其他流动资产	111	141	170	186	研发费用	60	148	236	308
非流动资产	731	914	1,032	1,127	财务费用	9	6	8	8
长期股权投资	15	19	24	28	加:其他收益	22	54	95	127
固定资产及使用权资产	201	488	655	772	投资净收益	0	6	4	10
在建工程	371	260	205	178	公允价值变动	22	0	0	0
无形资产	32	34	35	36	减值损失	-25	0	0	0
商誉	5	5	5	5	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	营业利润	59	146	294	418
其他非流动资产	73	73	73	73	营业外净收支	4	5	-1	8
资产总计	2,122	3,858	5,382	6,396	利润总额	63	151	294	426
流动负债	1,111	2,701	3,939	4,540	减:所得税	6	5	9	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	493	1,217	1,312	1,006	净利润	57	147	285	413
经营性应付款项	403	968	1,752	2,362	减:少数股东损益	-4	-6	-15	-19
合同负债	113	294	515	696	归属母公司净利润	61	153	300	432
其他流动负债	102	222	360	476	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.41	2.76	3.98
非流动负债	83	83	83	83	EBIT	48	92	203	290
长期借款	45	45	45	45	EBITDA	91	149	285	393
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.76	30.27	30.15	29.64
租赁负债	26	26	26	26	归母净利率(%)	8.02	8.13	9.14	9.82
其他非流动负债	12	12	12	12	收入增长率(%)	25.67	147.44	74.91	34.14
负债合计	1,194	2,784	4,022	4,623	归母净利润增长率(%)	37.73	150.83	96.62	44.14
归属母公司股东权益	934	1,086	1,386	1,818					
少数股东权益	-6	-12	-26	-46					
所有者权益合计	928	1,075	1,360	1,773					
负债和股东权益	2,122	3,858	5,382	6,396					

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	-198	-341	38	494	每股净资产(元)	8.62	10.03	12.80	16.79
投资活动现金流	-507	-329	-246	-207	最新发行在外股份(百万股)	109	109	109	109
筹资活动现金流	246	724	95	-306	ROIC(%)	3.30	4.63	7.73	10.05
现金净增加额	-454	53	-112	-19	ROE-摊薄(%)	6.51	14.04	21.63	23.77
折旧和摊销	44	57	82	104	资产负债率(%)	56.26	72.15	74.73	72.28
资本开支	-270	-230	-195	-188	P/E(现价&最新股本摊薄)	94.60	37.72	19.18	13.31
营运资本变动	-320	-625	-434	-107	P/B(现价)	6.15	5.28	4.14	3.16

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>

