赢合科技（300457）

口罩机保障上半年业绩高增长，静待下半年锂电设备复苏

增持（维持）

2020 年 08 月 29 日

证券分析师 陈显帆
执业证号：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn
研究助理 朱贝贝
zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,670	2,200	2,420	2,716
同比（%）	-20.0%	31.7%	10.0%	12.2%
归母净利润（百万元）	165	471	503	565
同比（%）	-49.3%	185.8%	6.8%	12.3%
每股收益（元/股）	0.44	0.83	0.89	1.00
P/E（倍）	72.84	38.22	35.77	31.85

事件：公司 2020H1 实现营收 12.43 亿元，同比+25.1%；归母净利润 2.72 亿元，同比+45.8%，已经超过 2019 年全年净利水平。

投资要点

■ **口罩机对冲锂电业务下滑影响，上半年业绩大幅增长**

分业务看，**公司的主业锂电设备**上半年实现营收 4.83 亿元，同比-40.1%；锂电设备业务营收占比 38.9%，同比-42pct，主要系电池厂的设备交付调试安装等受疫情影响出现一定程度的推迟。**我们预计公司的锂电设备业务将在下半年迎来复苏，**主要系：（1）依托设备性能和品质的提升，公司上半年新签锂电订单超过 10 亿元，支撑短期业绩增长；（2）随着疫情得到控制，我们预计下半年电池厂扩产回暖，带动锂电设备需求的恢复和增长。疫情期间**新推出的口罩机业务**上半年实现营收 4.93 亿元，占总营收的 39.7%，助力赢合对抗疫情的负面影响，实现营收、利润双高增长。

■ **口罩机优化整体盈利能力，期间费用稳步向好**

2020H1 公司毛利率、净利率分别为 43.6%/22.0%，同比+2.8pct/+1.1pct。其中，（1）**新产品口罩机**的毛利率高达 53.9%，大幅拉升公司利润水平；（2）**锂电设备业务**的毛利率受疫情影响有所下降，为 30.8%，同比-9.8pct。公司 2020H1 期间费用率合计 15.04%，同比-0.7pct，整体期间费用管控良好。其中，销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 4.05%/9.87%/1.12%，分别同比+0.2/-0.4/-0.5pct。其中，本期研发费用 0.67 亿元，研发费用率 5.42%，同比-0.2pct。

■ **合同负债（预收款）及存货均创新高，支撑业绩后续增长**

截至 2020H1 末，公司的合同负债（预收账款）为 3.13 亿元，较 2019 年末的 2.69 亿上涨 0.44 亿元；存货为 8.0 亿元，同比 46.3%，其中发出商品金额为 2.0 亿，同比+23%。预收款及发出商品金额大幅提升，意味着公司存在大量执行中的订单，能够充分支撑后续业绩增长。

■ **背靠大股东上海电气，协同打造综合自动化平台**

2020 年 1-2 月，上海电气通过两次股权协议转让，累计出资 20.07 亿元收购赢合科技 17.03%股份，成为公司控股股东。此外，2020 年 2 月，公司发布定增预案，拟向上海电气非公开发行不超过 88,378,258 股，募集金额不超过 20 亿。我们预计定增完成后，上海电气将合计持有赢合科技 28.27%股份。未来公司将进一步强化与上海电气协同与合作，依靠上海电气的资源背景优势，共同打造锂电池全线整体解决方案。此外，公司与上海电气参股公司—全球叠片设备领导厂商德国 Manz 签订合作协议，在业务开拓、产品线优化及研发等方面开展合作，有望进一步增强公司在锂电市场的核心竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 4.71/5.03/5.65 亿，对应当前股价 PE 为 38、36、32 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.91
一年最低/最高价	15.97/47.29
市净率(倍)	5.30
流通 A 股市值(百万元)	13835.66

基础数据

每股净资产(元)	6.02
资产负债率(%)	46.04
总股本(百万股)	563.88
流通 A 股(百万股)	433.58

相关研究

1、《赢合科技（300457）：2019 年业绩受行业影响，携手上海电气合作共赢》2020-04-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

赢合科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3725**	**3378**	**3826**	**4344**
现金	715	1000	1200	1400
应收账款	1838	1687	1856	2083
存货	657	470	528	590
其他流动资产	516	220	242	272
非流动资产	**1954**	**2496**	**2889**	**3254**
长期股权投资	31	31	31	31
固定资产	677	1420	1881	2273
在建工程	485	296	239	222
无形资产	318	307	296	286
其他非流动资产	443	443	443	443
资产总计	**5679**	**5874**	**6715**	**7599**
流动负债	**2137**	**1961**	**2404**	**2841**
短期借款	448	232	469	678
应付账款	1306	1086	1218	1360
其他流动负债	383	643	718	803
非流动负债	**361**	**361**	**361**	**361**
长期借款	292	292	292	292
其他非流动负债	69	69	69	69
负债合计	**2498**	**2322**	**2766**	**3203**
少数股东权益	35	40	45	51
归属母公司股东权益	3145	3512	3904	4345
负债和股东权益	**5679**	**5874**	**6715**	**7599**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	126	1145	645	709
投资活动现金流	-177	-540	-571	-594
筹资活动现金流	-152	-319	126	85
现金净增加额	-203	285	200	200
折旧和摊销	65	121	178	229
资本开支	-498	-540	-571	-594
营运资本变动	313	548	-40	-91

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1670**	**2200**	**2420**	**2716**
减:营业成本	1078	1321	1481	1655
营业税金及附加	21	22	24	27
营业费用	81	88	97	109
管理费用	104	209	228	255
财务费用	35	14	7	14
资产减值损失	-7	0	0	0
加:投资净收益	27	0	0	0
其他收益	-175	11	11	11
营业利润	**209**	**557**	**593**	**666**
加:营业外净收支	2	2	5	5
利润总额	**211**	**559**	**598**	**671**
减:所得税费用	24	84	90	101
少数股东损益	22	5	5	6
归属母公司净利润	**165**	**471**	**503**	**565**
EBIT	396	571	600	680
EBITDA	461	692	777	910

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.44	0.83	0.89	1.00
每股净资产(元)	8.37	6.23	6.92	7.71
发行在外股份(百万股)	376	564	564	564
ROIC(%)	9.3%	12.2%	11.7%	11.5%
ROE(%)	5.2%	13.4%	12.9%	13.0%
毛利率(%)	34.2%	39.0%	37.8%	38.1%
销售净利率(%)	9.9%	21.4%	20.8%	20.8%
资产负债率(%)	44.0%	39.5%	41.2%	42.1%
收入增长率(%)	-20.0%	31.7%	10.0%	12.2%
净利润增长率(%)	-49.3%	185.8%	6.8%	12.3%
P/E	72.84	38.22	35.77	31.85
P/B	3.81	5.12	4.61	4.14
EV/EBITDA	31.41	29.36	26.71	23.30

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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