

联赢激光（688518）

锂电资本开支再起航，大小钢壳电池新增量

证券研究报告

2025 年 07 月 31 日

投资评级

行业	机械设备/自动化设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.95 元
目标价格	29.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	341.33
流通 A 股股本(百万股)	341.33
A 股总市值(百万元)	7,492.09
流通 A 股市值(百万元)	7,492.09
每股净资产(元)	9.36
资产负债率(%)	56.11
一年内最高/最低(元)	23.50/11.20

作者

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《联赢激光-半年报点评:业绩承压，聚焦激光焊接，加速开拓市场培育新业务》 2024-08-29
- 《联赢激光-年报点评报告:激光焊接设备龙头，3C 业务、固态电池有望贡献全新增长动能》 2024-04-17
- 《联赢激光-年报点评报告:业绩较为符合预期，看好公司长期成长价值》 2023-04-25

公司历史股价复盘：联赢激光股价主要经历了困境反转&新能源行情估值的戴维斯双击 → 业绩短期承压&新能源杀估值 → 业绩开始兑现但持续杀估值 → 估值已见底但业绩持续恶化 → 困境反转&市场估值水平系统性提升几个阶段。其中，大行情主要是①上市后业绩拐点&新能源估值快速提升和②业绩开始兑现时期。我们认为，由于下游资本开支到设备场收入确认存在天然的时间差，可通过资本开支-业绩的框架对设备厂的 PE-EPS 进行跟踪。

传统锂电：需求来源更加多元，资本开支重新上行

锂电上半场主要由中国动力电池需求驱动全球锂电池发展，锂电下半场电池需求来源更加多元。据宁德时代招股书、高工产研行业报告数据，2025E-2030E 全球动力+储能锂电池出货量有望由 1766GWh 增至 5154GWh，年复合增速 24%。2024Q4 以来，国内外头部锂电厂商再次开启扩产周期，24Q4 宁德时代+亿纬锂能+国轩高科+三星 SDI 资本开支合计达到 287 亿元，同比+17%；25Q1 达 206 亿元，同比+22%。据我们测算，25E/26E 全球锂电设备行业规模有望达到 497/810 亿元，同比+12%/+63%。

大钢壳电池：电池高强度应用有望提升，重卡大钢壳逐步落地

当前市场普遍采用铝合金电池包为动力电池的壳体，随着高强/超高强钢技术升级&国产化推动降本，动力电池钢壳落地进展有望加快。从产业链各环节来看，钢壳在应用进展上可能超市场预期，整车环节的宇通重卡已在纯电重卡电池壳中应用 1500MPa 高强度钢笼式结构。我们认为，重卡场景安全要求较高、对电池重量较不敏感、单车带电量需求高、壳体用量大，钢壳动力电池结构强度高、成本低廉，且薄壁能为电芯留下更为充足的空间，在新能源重卡场景的渗透率提升速度可能更快，有望贡献激光焊接设备增量市场。

消费电池：需求&技术&政策共振，小钢壳激光焊量价齐升

需求端&技术端&政策端驱动手机电池向高能量密度、可拆换方向发展。近年来苹果手机电池在生产工艺与内部结构上的升级形成软包卷绕→软包叠片→钢壳叠片的路径。我们认为，消费场景下小钢壳电池激光焊接工艺需求有望迎来量价齐升：

■**从价来看**，首先体现在钢壳电池价格的提升，其次体现在客户需求&公司可参与价值量的增加，我们认为苹果电池仍具升级潜力的方向为边缘直角焊接→无法兰钢壳→异形钢壳，焊接精度要求、焊点数量相应增加，单块电池所需激光焊接价值量有望进一步提升。

■**从量来看**，据我们测算，2024/25/26/27 年苹果搭载钢壳电池的手机出货量分别约为 2500/9000/16000/20000 万台。其他品牌也有望跟进，据动力电池网公众号，三星电子正在开发 SUS CAN 钢壳电池封装技术，计划从 2026 年开始应用于旗舰智能手机产品线。我们认为，需求&技术&政策多方面影响下，全球钢壳电池在手机中的渗透率有望快速提升。

盈利预测与估值：选取锂电设备企业先导智能、赢合科技、宏工科技、曼恩斯特、纳科诺尔、杭可科技、骄成超声作为可比公司。我们预测公司 2025-27 年营业收入为 36.4、49.4、60.3 亿元，归母净利润为 3.3、4.5、5.7 亿元。所选取的可比公司 2026 年 PE 平均为 27 倍，给予联赢激光 2026 年 20-25 倍 PE，对应目标市值区间 90-113 亿元、中值约 100 亿元，目标价 29 元，较 2025 年 7 月 31 日收盘价可能存在 20%以上空间，维持“买入”评级。

风险提示：下游市场需求不及预期、新型技术渗透率不及预期、国际贸易摩擦、文中测算仅供参考

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,512.26	3,149.55	3,640.59	4,944.88	6,026.17
增长率(%)	24.44	(10.33)	15.59	35.83	21.87
EBITDA(百万元)	581.81	534.69	397.93	576.99	728.90
归属母公司净利润(百万元)	286.29	165.53	327.81	451.00	569.65
增长率(%)	7.25	(42.18)	98.04	37.58	26.31
EPS(元/股)	0.84	0.49	0.96	1.32	1.67
市盈率(P/E)	25.99	45.25	22.85	16.61	13.15
市净率(P/B)	2.47	2.38	2.22	2.03	1.84
市销率(P/S)	2.12	2.38	2.06	1.52	1.24
EV/EBITDA	9.76	8.47	15.73	12.30	8.69

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 历史股价和经营情况复盘.....	4
2. 经营近况：业绩多元化增强穿越周期的能力，业绩拐点可期.....	10
3. 动力电池——下游资本开支上行，大钢壳渗透率有望快速提升.....	13
3.1. 传统锂电：需求来源更加多元，资本开支重新上行.....	13
3.2. 大钢壳电池：电池高强度应用有望提升，重卡大钢壳逐步落地.....	16
4. 消费电池——需求&技术&政策共振，小钢壳激光焊量价齐升.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	21
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：联赢激光历史股价、PE 与 EPS 复盘.....	4
图 2：联赢激光与宁德时代历史股价对比.....	5
图 3：中国新能源汽车销量及同比.....	8
图 4：宁德时代产能产量与产能利用率（半年度，GWh、%）.....	8
图 5：锂电设备资本开支-业绩增速跟踪框架.....	10
图 6：联赢激光主要产品.....	10
图 7：联赢激光收入结构拆分（按应用场景）.....	11
图 8：联赢激光各业务发展情况（收入，亿元、%）.....	11
图 9：联赢激光毛利润结构拆分（按应用场景）.....	12
图 10：联赢激光分业务毛利率变动.....	12
图 11：联赢激光单季度营业收入及增速（亿元、%）.....	12
图 12：联赢激光单季度归母净利润及增速（亿元、%）.....	12
图 13：联赢激光单季度毛利率与归母净利率.....	13
图 14：联赢激光单季度期间费用率.....	13
图 15：联赢激光单季度期末预收账款+合同负债（亿元）.....	13
图 16：联赢激光单季度资产减值与信用减值（亿元）.....	13
图 17：全球锂电池头部企业资本开支及增速（亿元人民币、%）.....	14
图 18：普热斯勒高强度一体化电池包下箱体结构.....	17
图 19：普热斯勒高强度一体化电池包下箱体参数.....	17
图 20：宇通重卡采用 1500MPa 高强度钢笼式结构.....	17
图 21：中国新能源重卡销量及增速.....	18
图 22：2025 年 1-5 月新能源重卡带电量占比.....	18
图 23：部分旗舰手机机型 2013-2024 年电池容量数据（mAh）.....	18
图 24：苹果 iPhone Pro 系列历年电池升级情况.....	19
图 25：卷绕/叠片与软包/钢壳工艺对比.....	19
图 26：苹果 iPhone 16 Pro 小钢壳外观图及潜在的改进方向.....	20
表 1：联赢激光不同阶段股价变动复盘.....	4

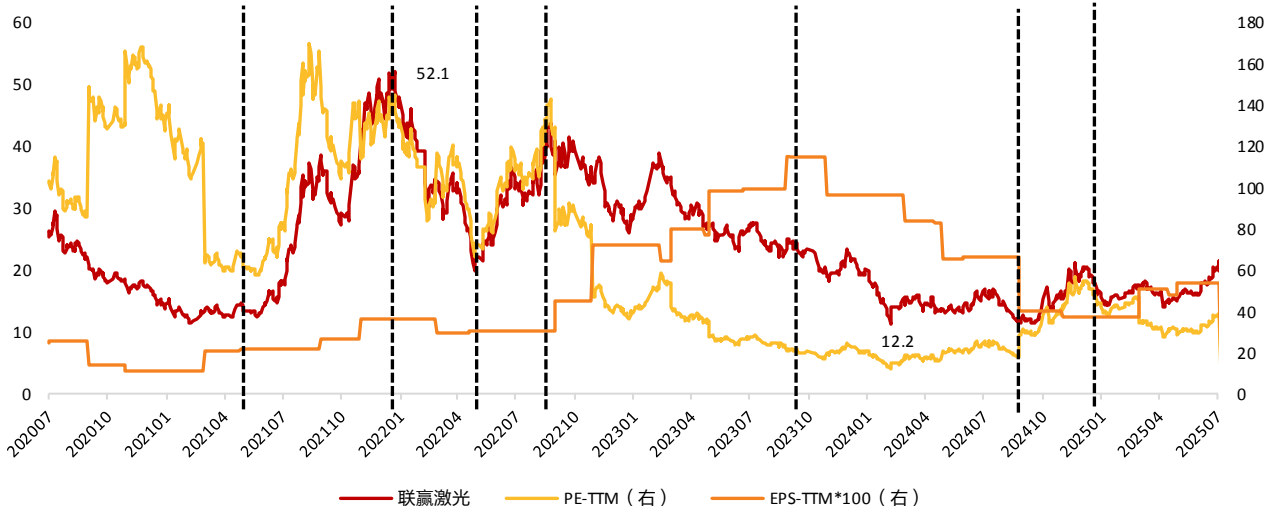
表 2: 联赢激光与宁德时代各阶段股价涨幅对比	5
表 3: 联赢激光与宁德时代历史业绩表现对比（单季度，亿元、%）	5
表 4: 联赢激光历史业绩表现（亿元）	6
表 5: 锂电头部企业 20Q1-22Q2 资本开支情况（亿元人民币）	7
表 6: 联赢激光新签订单情况（亿元人民币）	7
表 7: 20M1-22M6 锂电池子板块轮动情况	7
表 8: 2020-2030E 全球动力电池+储能电池出货量	14
表 9: 2020-2030E 全球锂电生产设备行业规模测算	15
表 10: 全球锂电生产设备行业规模与相关上市公司收入规模对比（亿元）	15
表 11: 长盈精密近年来有关电池钢材质的研发项目情况	17
表 12: iPhone 16 系列电池参数梳理	19
表 13: 苹果各机型历年销量（万台）	21
表 14: 苹果新机型及应用钢壳电池机型规划情况（销量，万台）	21
表 15: 联赢激光收入预测（亿元、%）	21
表 16: 联赢激光与可比公司估值情况	22

1. 历史股价和经营情况复盘

联赢激光于 2020 年 6 月在科创板挂牌上市，2021 年 12 月底达到股价历史最高点，2024 年 2 月达到历史最低点，历史高点至历史低点总跌幅达 75% 以上，高点至 2025/7/1 累计跌幅达 60% 以上，2024/9/23 至 2025/7/1 涨幅达 75% 以上。

公司股价大幅上涨的区间主要位于 2021/5~2021/12、2022/4~2022/8，区间涨幅分别为 282%、108%；大幅下跌的区间位于上市至 2021/5、2021/12~2022/4、2022/8~2024/9，区间跌幅约 -52%、-55%、-77%。

图 1：联赢激光历史股价、PE 与 EPS 复盘



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股价采用前复权口径，EPS-TTM 由股价与 PE-TTM 计算得到；股价单位为元/股

表 1：联赢激光不同阶段股价变动复盘

起始 结束	2020/7/1 2021/5/26	2021/5/26 2021/12/1	2021/12/1 2022/4/29	2022/4/29 2022/8/22	2022/8/22 2023/9/28	2023/9/28 2024/8/23	2024/8/23 2024/12/30	2024/12/30 2025/7/1
区间	20M7-21M5	21M6-21M11	21M12-22M4	22M5-22M8	22M9-23M9	23M9-24M8	24M9-24M12	25 年以来
区间长度	11 个月	6 个月	5 个月	4 个月	13 个月	11 个月	4 个月	6 个月
股价	-52%	282%	-55%	108%	-46%	-51%	39%	23%
PE-TTM	-43%	129%	-46%	91%	-85%	-15%	150%	-13%
EPS-TTM	-11%	64%	-17%	3%	273%	-43%	-43%	44%
整体描述	估值&业绩下滑 带动股价大幅 下跌	困境反转&订单 高增，股价大幅 上涨	估值下跌带动 股价大幅回调	业绩进入兑现 期驱动股价上 涨	业绩兑现&估值 下降的第一阶 段股价下跌	业绩下滑&估值 不变的第二阶 段股价下跌	市场估值系统 性提升带动股 价上涨	基本面好转有 限，题材活跃
估值表现	上市后消化过 高估值&期间业 绩下滑估值被 动提升	业绩拐点&动力 电池产能大幅 扩张且公司订 单得到验证，估 值大幅提升	宁德时代盈利 能力恶化 &22Q1 资本开 支环比下降	宁德时代 22Q2 资本开支仍大 幅增长&盈利预 期回升，估值顶 与业绩增速峰 值同步、领先业 绩 1 年	业绩兑现导致 pe 被动下降& 宁德时代资本 开支峰值为 21Q4-22Q2	23Q3 以来进入 12-25 底部区间 (PE-TTM 口 径)，估值压力 释放较为充分	924 以来全市场 估值系统性提 升&刺激内需带 动盈利预期好 转	盈利能力回升 带动估值被动 下降&基本面好 转有限&固态电 池反复活跃推 动短期行情
业绩表现	疫情下 20Q2/ Q3 业绩下滑	新能源快速发 展&疫情低基 数，21Q2/Q3 同 比大幅增长(修 复)，业绩出现 拐点	20Q4/21Q1 高 基数&宁德资本 开支预期有所 下降	Q2/Q3 营收高 基数大增，进入 新能源行情业 绩兑现期(TTM 口径略为滞后)	22Q2-23Q2 业绩 大幅增长&市场 预期行业格局 恶化，估值消化 后持续下降	高基数叠加宁 德资本开支减 少影响，23Q2 增速放缓、23Q3 业绩开始下滑， 24Q2 业绩降幅 达到峰值	低基数下 24Q3 降幅放缓、Q4 业绩出现拐点 大幅提升	业绩出现拐点， 但基本面好转 情况较为有限 (估值水平仍 未大幅提升)

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股价、PE-TTM、EPS-TTM 行均为区间涨跌幅，股价采用前复权口径，EPS-TTM 由股价与 PE-TTM 计算得到

图 2：联赢激光与宁德时代历史收益率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：联赢激光与宁德时代各阶段股价涨幅对比

起始	2020/7/1	2021/5/26	2021/12/1	2022/4/29	2022/8/22	2023/9/28	2024/8/23	2024/12/30
结束	2021/5/26	2021/12/1	2022/4/29	2022/8/22	2023/9/28	2024/8/23	2024/12/30	2025/7/1
区间	20M7-21M5	21M6-21M11	21M12-22M4	22M5-22M8	22M9-23M9	23M10-24M8	24M9-24M12	25 年以来
区间长度	11 个月	6 个月	5 个月	4 个月	13 个月	11 个月	4 个月	6 个月
联赢激光	-52%	282%	-55%	108%	-46%	-51%	39%	23%
宁德时代	121%	70%	-40%	42%	-31%	-9%	49%	-2%
沪深 300	28%	-9%	-17%	7%	-11%	-10%	21%	-1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：联赢激光与宁德时代历史业绩表现对比（单季度，亿元、%）

项目		18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4
300750.SZ 宁德时代	收入 YOY	31%	169%	82%	29%	23%	-10%	-5%	1%	45%	112%	154%	131%	203%
	利润 YOY	-20%	138%	105%	-10%	15%	-19%	1%	9%	93%	159%	141%	148%	260%
	毛利率	36%	29%	31%	28%	29%	25%	29%	28%	28%	27%	27%	28%	25%
	净利率	10%	11%	12%	11%	10%	10%	13%	12%	13%	12%	12%	13%	15%
	资本开支	26	20	26	20	30	21	31	29	53	89	112	106	131
688518.SH 联赢激光	收入 YOY	53%	-21%	40%	17%	-13%	16%	-55%	-17%	14%	41%	111%	123%	21%
	利润 YOY	-13%	-81%	62%	70%	-36%	179%	-102%	-84%	163%	8%	1506%	1611%	-34%
	毛利率	26%	40%	30%	34%	36%	35%	35%	39%	37%	38%	36%	36%	38%
	净利率	8%	3%	11%	6%	6%	7%	-1%	1%	14%	6%	4%	8%	7%
项目		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
300750.SZ 宁德时代	收入 YOY	154%	158%	232%	107%	83%	56%	8%	-10%	-10%	-13%	-12%	-3%	6%
	利润 YOY	-16%	158%	161%	59%	410%	48%	11%	3%	11%	20%	25%	7%	33%
	毛利率	14%	22%	19%	23%	21%	22%	22%	26%	26%	27%	31%	15%	24%
	净利率	4%	12%	10%	12%	11%	11%	10%	13%	14%	16%	15%	15%	18%
	资本开支	116	131	110	125	105	80	85	67	71	67	74	99	103
688518.SH 联赢激光	收入 YOY	63%	108%	132%	92%	106%	52%	-6%	3%	-5%	-22%	-13%	-1%	20%
	利润 YOY	17%	372%	267%	123%	488%	101%	-54%	-58%	-69%	-81%	-22%	104%	64%
	毛利率	38%	36%	35%	36%	36%	35%	30%	31%	29%	32%	34%	28%	26%
	净利率	4%	9%	13%	9%	11%	12%	6%	4%	4%	3%	6%	7%	5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：净利润为非归母口径

(1) 上市后至 2021 年 5 月底：估值下跌&业绩下滑带动股价大幅下跌

区间联赢激光股价-52%，大幅低于宁德时代+121%，同期沪深 300 涨跌幅为+28%。估值上，初上市时公司滚动市盈率约在 100 倍左右的较高水平，整体上回落至 21 年 5 月底 60 倍左右水平，期间由于 20Q2、Q3 受到公共卫生事件影响业绩大幅下滑，估值被动提升至最高 165 倍。业绩上，20Q4 公司加快安装调试及验收工作，但单季度也仅回到 18Q4 的水平，全年营收及利润均不及 2018 年水平。该阶段公司股价主要受新股估值消化及自身业绩下跌影响，与同期动力电池及大盘行情相对脱钩。

表 4：联赢激光历史业绩表现（亿元）

报告期	营业收入 (单季度)	归母净利润 (单季度)	单季营收 YOY	单季归母 YOY	营业收入 (累计)	归母净利润 (累计)	累计营收 YOY	累计归母 YOY
2025/3/31	8.7	0.47	20%	65%	8.7	0.47	20%	65%
2024/12/31	9.5	0.71	-1%	109%	31.5	1.66	-10%	-42%
2024/9/30	7.4	0.44	-13%	-19%	22.0	0.95	-14%	-62%
2024/6/30	7.3	0.23	-22%	-79%	14.6	0.51	-14%	-74%
2024/3/31	7.3	0.28	-5%	-68%	7.3	0.28	-5%	-68%
2023/12/31	9.6	0.34	3%	-57%	35.1	2.86	24%	7%
2023/9/30	8.5	0.54	-6%	-54%	25.5	2.52	35%	35%
2023/6/30	9.3	1.11	52%	101%	17.0	1.99	72%	184%
2023/3/31	7.7	0.88	106%	490%	7.7	0.88	106%	490%
2022/12/31	9.3	0.80	92%	123%	28.2	2.67	102%	190%
2022/9/30	9.1	1.17	132%	267%	18.9	1.87	107%	232%
2022/6/30	6.2	0.55	108%	373%	9.9	0.70	88%	187%
2022/3/31	3.7	0.15	63%	17%	3.7	0.15	63%	17%
2021/12/31	4.8	0.36	21%	-34%	14.0	0.92	59%	37%
2021/9/30	3.9	0.32	123%	1611%	9.2	0.56	92%	336%
2021/6/30	3.0	0.12	111%	1506%	5.2	0.24	73%	121%
2021/3/31	2.3	0.13	41%	7%	2.3	0.13	41%	7%
2020/12/31	4.0	0.54	14%	162%	8.8	0.67	-13%	-7%
2020/9/30	1.8	0.02	-17%	-84%	4.8	0.13	-28%	-75%
2020/6/30	1.4	-0.01	-55%	-102%	3.0	0.11	-33%	-72%
2020/3/31	1.6	0.12	16%	180%	1.6	0.12	16%	180%
2019/12/31	3.5	0.21	-13%	-36%	10.1	0.72	3%	-14%
2019/9/30	2.1	0.12	17%	71%	6.6	0.51	14%	0%
2019/6/30	3.1	0.35	40%	62%	4.5	0.40	13%	-11%
2019/3/31	1.4	0.04	-21%	-81%	1.4	0.04	-21%	-81%
2018/12/31	4.0	0.32			9.8	0.83		
2018/9/30	1.8	0.07			5.8	0.51		
2018/6/30	2.2	0.22			4.0	0.44		
2018/3/31	1.8	0.23			1.8	0.23		

资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 2021 年 6 月至 2021 年 11 月：困境反转&订单高增，股价大幅上涨

区间联赢激光股价上涨 282%，大幅高于宁德时代的 70%，同期沪深 300 涨跌幅为-9%。

估值端，PE-TTM 由 21 年 6 月 60 倍左右提升至 8 月历史最高点 170 倍、12 月约为 137 倍，区间涨幅达 129%。业绩端，21Q2、Q3 在 20 年疫情期间同比低基数下大幅修复反转，且 21Q1-3 超过 18、19 年同期水平，创下历史新高。期间 EPS-TTM 同比+64%。

锂电行业资本开支 21Q1-Q4 大幅增加，沿国内头部→国内二梯队→全球头部扩散。锂电池行业合计资本开支增速（可比口径）自 20Q3 开始向上，最初主要由国内头部企业宁德时代、欣旺达带动。**21Q1 开始全行业合计资本开支同比翻倍以上增加**，宁德时代 21Q1 资本开支同比+329%带动行业整体资本开支向上，国内一二梯队合计同比+165%，全球头部企业合计同比+98%。**21Q2 开始扩产扩散至国内二梯队企业亿纬、国轩**，推动国内头部锂电企业资本开支合计同比+244%的峰值、全球头部企业合计同比 191%的峰值。**22Q1 开始海外头部企业资本开支高增，扩散至 LG、三星**，国内企业资本开支增速下降，但绝

对值仍保持高位，22Q1 全球单季度资本开支为 309 亿元人民币峰值。

公司订单数据验证行业高景气度。公司披露 20H1/20H2/21H1/21H2 新签订单分别为 6.9/8.2/19.2/16.8 亿元,半年度同比+47%/+75%/+179%/+105%,确认了行业的高景气度。

表 5：锂电头部企业 20Q1-22Q2 资本开支情况（亿元人民币）

公司名称	股票代码	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
宁德时代	300750.SZ	21	31	29	53	89	112	106	131	116	131
亿纬锂能	300014.SZ	6	3	3	8	6	13	18	26	27	52
国轩高科	002074.SZ	7	0	8	6	7	11	6	21	30	26
欣旺达	300207.SZ	7	8	12	7	9	8	7	15	19	24
宁德时代	YoY	3%	19%	42%	77%	329%	263%	266%	149%	30%	17%
亿纬锂能	YoY	114%	-52%	-38%	-34%	0%	334%	516%	219%	310%	307%
国轩高科	YoY	62%	-106%	-22%	1001%	-9%	大幅增长	-27%	238%	363%	127%
欣旺达	YoY	16%	-31%	70%	11%	16%	-7%	-39%	135%	120%	220%
国内合计	绝对值	42	42	51	73	111	144	136	193	192	233
	YoY	23%	-14%	22%	51%	165%	244%	166%	163%	73%	62%
LG 新能源	373220.KS					38	42	47	55	79	68
三星 SDI	006400.KS	21	18	27	25	14	30	44	31	38	-7
LG 新能源	YoY									110%	63%
三星 SDI	YoY	-19%	-21%	-15%	29%	-35%	69%	61%	23%	184%	-125%
全球合计	绝对值	62	60	78	98	162	216	227	279	309	294
(可比口径)	YoY	5%	-17%	6%	45%	98%	191%	130%	128%	91%	36%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：同比数据均为可比口径

表 6：联赢激光新签订单情况（亿元人民币）

期间	累计新签	YOY	半年度新签	YOY
19H1	4.7		4.7	
19FY/19H2	9.4		4.7	
20H1	6.9	47%	6.9	47%
20FY/20H2	15.1	61%	8.2	75%
21H1	19.2	179%	19.2	179%
21FY/21H2	36.0	139%	16.8	105%
22H1	20.5	6%	20.5	6%

资料来源：联赢激光公告，天风证券研究所

从锂电/锂电设备板块轮动来看，无论是相对于锂电设备个股、头部锂电设备平均涨幅还是锂电设备指数，电池指数/电池厂在 20H1、21H1 及 2020-21H1 具有较大的相对超额收益，而 **21H2 锂电设备-长江、头部电池设备具备相对超额**。在锂电设备板块内部，20H2 资本开支上行初期相对头部的先导智能、杭可科技涨幅较大，21 年行业资本开支持续大幅增加则是前期涨幅较少的联赢激光、海目星、赢合科技、利元亨的补涨行情。

表 7：20M1-22M6 锂电池子板块轮动情况

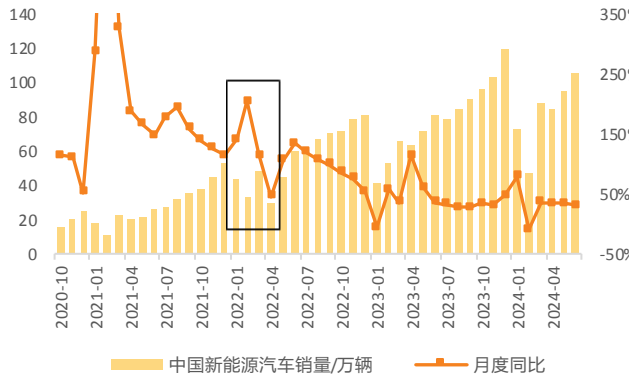
区间涨幅	区间起点	2020/1/1	2020/6/30	2021/1/2	2020/1/1	2021/7/1	2021/11/15
	区间终点	2020/6/30	2020/12/31	2021/7/1	2021/7/1	2021/11/15	2022/6/30
先导智能	300450.SZ	3%	85%	11%	108%	40%	-27%
赢合科技	300457.SZ	41%	-4%	-35%	-14%	79%	-29%
利元亨	688499.SH					67%	-29%
海目星	688559.SH		3%	-14%	-11%	114%	9%
杭可科技	688006.SH	14%	90%	-1%	108%	25%	-38%
联赢激光	688518.SH	5%	-47%	24%	-28%	155%	-32%
平均涨幅		16%	25%	-3%	32%	80%	-24%
宁德时代	300750.SZ	64%	105%	51%	398%	16%	-17%
万得电池指数	866497.WI	22%	69%	36%	175%	33%	-10%
锂电设备-长江	003101.CJ	11%	59%	3%	79%	41%	-31%

资料来源：Wind，天风证券研究所

(3) 2021 年 12 月至 2022 年 4 月：估值下跌带动股价大幅回调

区间联赢激光股价-55%，与宁德时代-40%基本持平，同期沪深 300 涨跌幅为-17%，本轮回调主要受估值端的影响。

图 3：中国新能源汽车销量及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：宁德时代产能产量与产能利用率（半年度，GWh、%）

期间	产能	产量	产能利用率	在建产能
20H1	29	15	53%	19
20H2	40	37	91%	78
21H1	65	60	92%	93
21H2	105	102	97%	140
22H1	154	125	81%	100
22H2	236	200	85%	152
23H1	254	154	61%	100
23H2	298	235	79%	100
24H1	323	211	65%	153
24H2	353	305	86%	219

资料来源：宁德时代公告，天风证券研究所

估值端，PE-TTM 由 21 年 12 月 140 倍左右下降至 22 年 4 月底的 70 倍，与股价跌幅基本相同。主要原因有：①下游需求，中国新能源车销量增速 22 年 3/4 月下滑较快，引发市场对需求端担忧；②电池企业盈利能力，成本端上涨，宁德时代 22Q1 在收入翻倍以上增长的背景下净利润下滑 16%，毛利率同比均大幅下降至 14%，净利率同比-8pct、环比-11pct 至 4%；③资本开支：宁德时代 22Q1 资本开支同比增速下滑、22H1 产能利用率下降。

业绩端，20Q4 因公共卫生事件导致设备集中验收形成高基数，21Q4 单季度存在一定业绩增长压力（但 21Q1-3 营收已超过 20FY）。

(4) 2022 年 5 月至 2022 年 8 月：业绩进入兑现期驱动的股价上涨

区间联赢激光股价+108%，大幅高于宁德时代 42%，同期沪深 300 涨跌幅为+7%，TTM 口径存在较大滞后性，从 22Q2 单季度归母净利润同比+373%而同期股价仅翻倍来看，本轮反弹实际上主要由业绩兑现驱动，前瞻估值实际上有所下降。从后视镜视角来看，估值顶与业绩增速顶基本同时出现。

估值端，PE-TTM 由 60 倍左右重新回到 140 倍左右。主要是因为，①下游需求，新能源汽车销量增速 22Q2 有所恢复，需求端担忧开始减弱；②盈利能力，宁德时代 22Q2 收入、净利润同比持续实现翻倍以上增长，盈利能力快速回升（虽然毛利率仍略低于 22Q1 前），扭转了 22Q1 利润端的下滑，在一定程度上打消市场对行业环境恶化的担忧，带动行业估值的回暖；③资本开支，宁德时代 22Q2 资本开支再次回到 21Q4 130+亿元的峰值，打消了市场对 22Q1 以来资本开支下滑的担忧，且资本开支扩张传导至全球头部企业。

业绩端，EPS-TTM 存在滞后性，未完全反应公司业绩变化。但从单季度来看，公司 22Q2、Q3 业绩在同比高基数的前提下实现数倍增长（单季度归母净利润分别同比+373%、+267%）。按设备订单 8-16 月交付确认周期计算，对应 21 年资本开支大幅扩张时期的订单，说明新能源行情开始进入业绩兑现、EPS 驱动的股价上涨阶段。

（5）2022 年 9 月至 2023 年 9 月：业绩兑现&估值下降的第一阶段股价下跌

区间联赢激光股价-46%，跌幅略大于宁德时代-31%，同期沪深 300 涨跌幅为-11%，公司业绩进入兑现期，业绩大幅提升引起估值被动下降，同时宁德时代资本开支自 22Q2 触顶后逐步回落，锂电设备公司盈利增速预期下降，估值水平存在一定程度的主动降低。

估值端，EPS-TTM 同比大幅增长 273%，在股价水平不变的情况下引起的 PE-TTM 被动下降约为-73%（计算公式为 $1/(1+273\%)-1$ ），实际 PE-TTM 由 22 年 8 月底的 120-140 倍下降至 23 年 9 月的 20 倍，估值水平实际降幅达 85%，即估值主动下降约 10%。

业绩端，公司收入 22Q3 单季度同比增速触顶，23Q3 单季度业绩同比下滑，宁德时代为代表的锂电池资本开支红利结束。

（6）2023 年 9 月至 2024 年 8 月：业绩下滑&估值不变的第二阶段股价下跌

区间联赢激光股价-51%，跌幅远大于宁德时代-9%，同期沪深 300 涨跌幅为-10%。对比来看，宁德时代作为电池厂龙头，凭借其在产业链中较大的议价权和精细化的管理能力，公司在 23Q4-24Q3 期间营收持续小双位数下降，但净利润仍保持增长，毛利率、净利率均得到保持/甚至有一定程度改善，因此股价在第二阶段下跌中跌幅有限且快速反弹；而联赢作为锂电设备企业，仅受益于下游公司/行业大幅资本开支扩张的时期，在行业产能利用率、资本开支下降后业绩下滑非常明显。因此，在第一阶段业绩兑现&估值下杀后，锂电设备由于基本面的恶化，股价进入持续下跌的第二阶段，而电池厂仅受到杀估值的影响，基本面没有进一步恶化。

估值端，公司 22M9-23M9 的第一阶段下跌中估值调整已十分充分，导致该阶段估值已经几乎没有太多下降空间，PE-TTM 长时间稳定在 12-25 的底部区间。业绩端，公司业绩自 23Q3 开始同比下降、24Q2 降幅达到峰值、Q3 开始降幅有所收窄，EPS-TTM 下降 43%。

（7）2024 年 9 月以来：估值系统性提升、题材反复活跃、基本面困境反转

24 年 8 月底至年底，公司股价上涨 39%，同期宁德时代上涨 49%，沪深 300 上涨 21%。涨幅分解，公司 PE-TTM 上涨 150%、EPS-TTM 下降 43%。业绩端，公司 24Q4 归母净利润同比翻倍，走出连续 5 个季度的下滑。**924 行情以来全市场估值系统性提升，汽车以旧换新政策及专项国债等刺激政策驱动新能源车&电池行业盈利预期好转，公司在同期低基数下出现业绩拐点。**

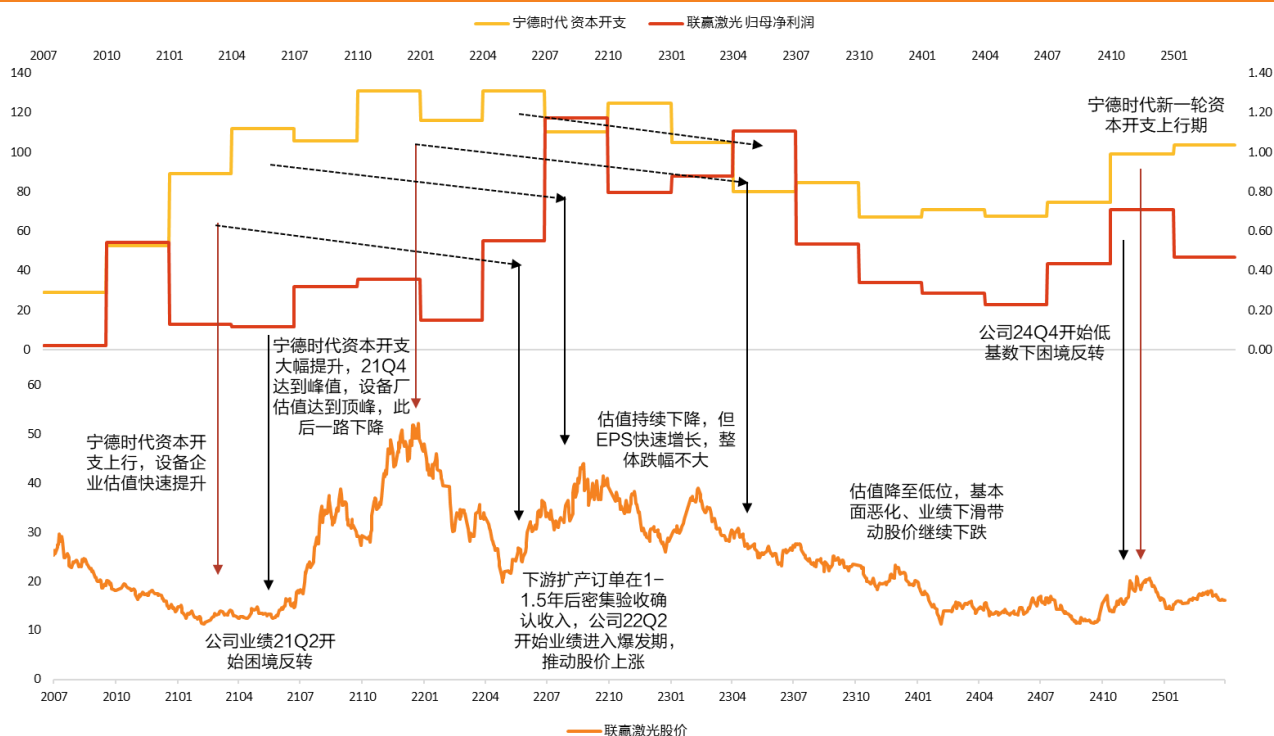
2025 年初至 7 月 1 日，公司股价上涨 23%，同期宁德时代-2%、沪深 300 -1%。涨幅拆分来看，公司 Q1 归母净利润在低基数上同比大幅增长 65%，EPS-TTM 提升 44%，而 PE-TTM 稳定在 30-40 倍左右的较低区间。公司基本面困境反转驱动股价上涨，但估值水平仍处于较低水平。

总结来看，联赢激光股价自 202105 ~ 202412 期间主要经历了如下过程：**困境反转&新能源行情估值的戴维斯双击 → 业绩短期承压&新能源杀估值 → 业绩开始兑现但持续杀估值 → 估值已见底但业绩持续恶化 → 困境反转&市场估值水平系统性提升**。其中，大行情主要是①上市后困境反转&新能源估值快速提升和②业绩开始兑现时期。

复盘对比联赢激光&宁德时代的股价，由于锂电设备需求来自于锂电池企业的产能扩张/资本开支，在跟踪时可简单的锚定下游电池厂的资本开支情况，下游资本开支大幅增加时设备环节相对电池企业具备较高的超额收益，但扩产完成后设备新增需求量减少。

锂电设备资本开支-业绩增速跟踪框架：由于订单、设备安装调试、确认收入天然存在时间差，通过复盘过去股价表现，我们认为锂电池企业的当期资本开支可看做是锂电设备企业的盈利预期，反映在 PE 上，业绩兑现则能够反应在 EPS 上，从而形成资本开支-业绩增速的 PE-EPS 跟踪框架。

图 5：锂电设备资本开支-业绩增速跟踪框架



资料来源：Wind，宁德时代公告，联赢激光公告，天风证券研究所

注：①单位为亿元、%；②黑色虚线代表资本开支端到业绩端的时间差。

2. 经营近况：业绩多元化增强穿越周期的能力，业绩拐点可期

公司自上市以来定位始终为国内领先的精密激光焊接设备及自动化解决方案供应商。从形态上来看，公司产品主要有激光器、工作台、激光焊接系统三个形态。从下游应用上来看，公司主要有四大事业部，分别为新能源装备事业部（动力电池、光伏、氢燃料电池）、新能源汽车事业部（汽车、汽配智能装备）、3C 电子事业部（3C 电池、光通讯、半导体）及通用自动化事业部。

激光焊接非标属性强，产品线/落地场景扩充&客户对具体场景的认可为企业的核心竞争力。由于焊接材料多样、焊接部位结合精度及清洁程度受客户要求各不相同，合适的激光器和焊接工艺差异化程度较高，激光焊接标准化程度较低、自动化设计难度大，非标属性较强。我们认为，**产品线、解决方案决定了公司的能力范围有多大，公司在某一具体落地场景的技术成熟度、先进性决定了该场景下客户对公司的认可度**，为公司核心竞争力的来源。

图 6：联赢激光主要产品



资料来源：联赢激光公告、官网，天风证券研究所

注：括号内为 20FY-24FY 营业收入变化、复合增速、24FY 收入占比，单位亿元、%

动力电池焊接为公司基本盘。据官方公众号，联赢激光作为国内最大的专注于新能源行业激光焊接的企业之一，2023 年在中国激光焊接成套设备市场中占有率为 30%，居行业一梯队。公司动力电池焊接设备深度绑定宁德时代、比亚迪等头部客户，在宁德时代动力电池产线中采用率较高。

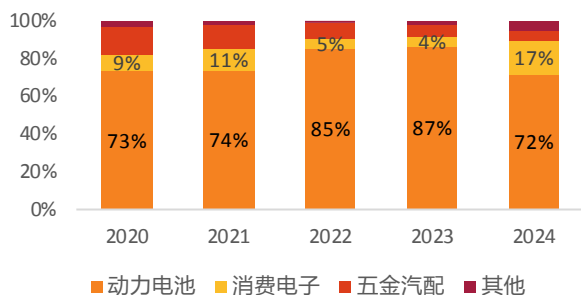
新一轮创新周期进入收获期。近 3 年，公司持续开发各类型激光器，增强自研激光设备的基础能力；非锂电业务上重点拓展圆柱电池、钢壳电池、光伏、玻璃、半导体领域激光工艺，自 2022 年攻关钢壳电池工艺以来，公司 2024 年已完成大钢壳、小钢壳全工序激光工艺研发，可输出整套工艺解决方案且已有设备交付，有望成为公司业绩新增长点。

- **2022 年：**完成高亮度光纤激光器、高亮度半导体激光器、大能量 MOPA 脉冲光纤激光器、风冷 CW 光纤激光器、风冷 QCW 光纤激光器、部分型号蓝光机型开发，进行 **46 系列圆柱电池焊接设备**研发，拓展**钢壳电池划线**、玻璃切割、中厚铜材加工；
- **2023 年：**完成多款环形光斑光纤激光器、模内精密焊接激光焊接头、小纤芯蓝光激光器、50um 锡球焊接机台、**钙钛矿电池划线**项目研发，可应用于冲压模具内部产品焊接、蓝光直接锡球焊接、半导体芯片和微电子喷锡球焊接，及医疗器械、光通讯等场景；
- **2024 年：**完成 1000-2000 连续光纤激光器、纯风冷 1500W 连续光纤激光器、QCW600W 准连续光纤激光器、6000W 单模块连续光纤激光器、千瓦级单模连续光纤激光器、高亮度蓝光激光器开发，完成蓝宝石/康宁玻璃等玻璃直接激光焊接、手机后面板雾面玻璃水辅助切割工艺、CO2 激光倒角工艺开发，完成**大钢壳电池从结构件到电芯装配全工序激光工艺**研发，完成**小钢壳电池从结构组件到电芯、PACK 全工序激光工艺**研发，完成圆柱电芯全极耳卷绕机研发，完成超快激光玻璃打群孔设备研发。

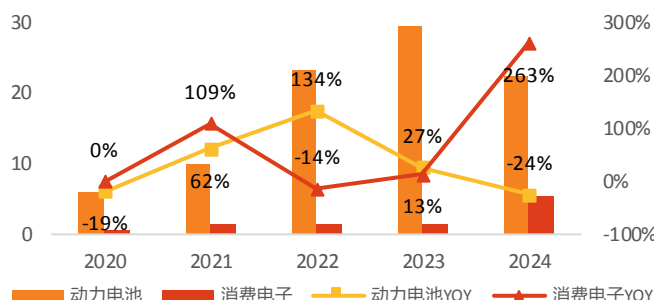
动力电池周期波动下行，消费电池快速上行。公司基本盘动力电池业务 2020-2024 年收入占比均在 70%以上，收入 CAGR 达到 38%。受下游电池行业资本开支周期拉动，动力电池业务 2021/22/23 年收入分别为 10.0/23.4/29.5 亿元，同比+62%/134%/+27%，由于动力电池行业扩产阶段结束，24 年该业务收入下降 24%。2023 年以来，公司加大对非锂电业务的拓展力度，24 年度公司新签订单 30 亿元，非锂电行业订单占比 38%，同比提升 13pct，业务多元化取得一定成效，一定程度上缓解公司受单一行业周期的影响。消费电子业务 2024 年收入 5.5 亿元/同比+263%，2020-24 年复合增速达 65%。公司为国际头部客户提供的微米级激光焊接项目、小钢壳电池激光焊接设备成功批量生产，获得高度好评。

图 7：联赢激光收入结构拆分（按应用场景）

图 8：联赢激光各业务发展情况（收入，亿元、%）



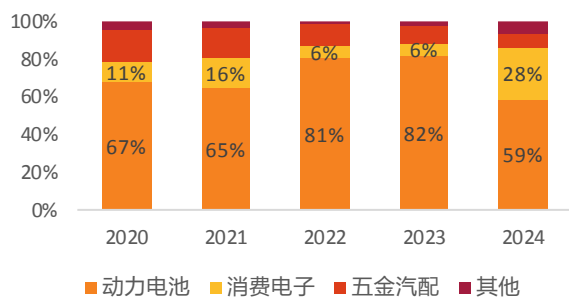
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

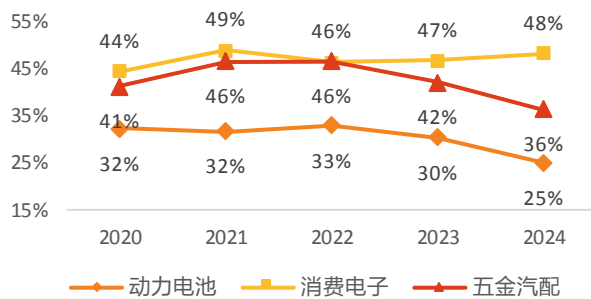
利润端改善好于收入端，消费电子业务收入规模低但盈利质量高。从毛利润结构来看，收入结构变化叠加消费电子业务毛利率较高（接近 50%且较为稳定），而动力电池毛利率由 22 年的 33%降低至 24 年的 25%，动力电池毛利占比由 22/23 年的 80%+降低至 24 年的 59%，消费电子业务收入规模较低，但毛利占比由 6%提升至 28%。

图 9：联赢激光毛利结构拆分（按应用场景）



资料来源：Wind，天风证券研究所

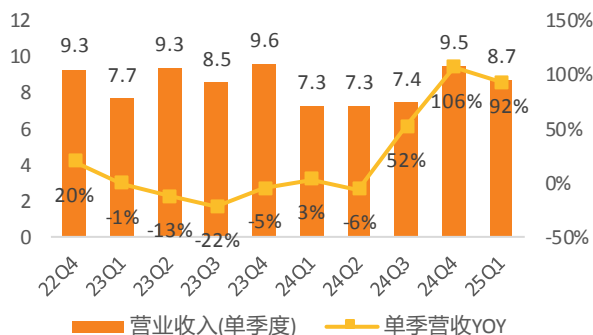
图 10：联赢激光分业务毛利率变动



资料来源：Wind，天风证券研究所

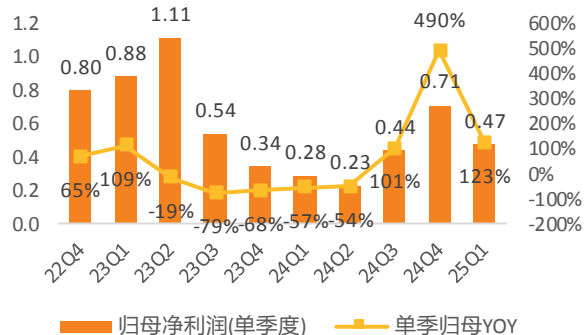
消费电子业务支撑下业绩走出拐点。受到动力电池行业资本开支下行周期影响，公司收入与归母净利润自 23 年以来连续多个季度负增长。24Q3 公司收入与归母净利润均同比大幅提升，业绩端走出拐点，主要是因为 24 年上半年公司取得的头部消费电子客户订单于下半年确认收入。

图 11：联赢激光单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：联赢激光单季度归母净利润及增速（亿元、%）

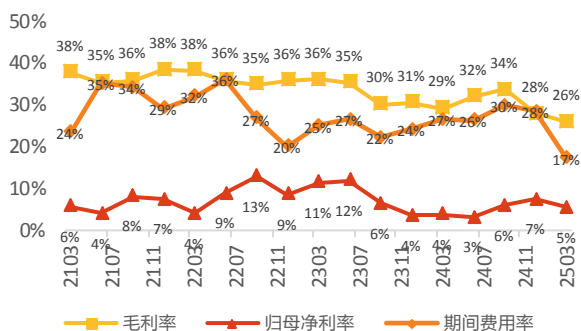


资料来源：Wind，天风证券研究所

期间费用率下降且较为稳定。公司毛利率中枢自 21/22 年的 35%左右下降至 23/24 年的 30%左右，24Q4/25Q1 毛利率进一步下降至 30%以下。净利率端，公司 22Q2-23Q2 期间归母净利率中枢为 10%，其余期间主要在 4%~7%之间波动。公司费用率下降至新平台，21Q2-22Q2 公司费用率在约 30%-35%，22Q3-24Q4 费用率降至 20%-30%，25Q1 费用

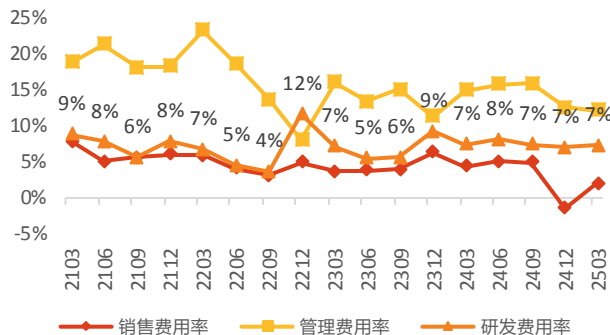
率进一步降低至 17%，降费提质取得一定效果。公司研发费用率长期保持在 7% 左右，管理费用率、销售费用率降低是期间费用率降低的主要原因。

图 13：联赢激光单季度毛利率与归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：联赢激光单季度期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

预收账款&合同负债：上一轮动力电池行情预收账款+合同负债于 23Q2 见顶，达到 18.34 亿元，至 24Q2 持续降至 13.35 亿元。24Q3 开始公司预收+合同负债再次回升，25Q1 期末预收账款+合同负债为 16.77 亿元。

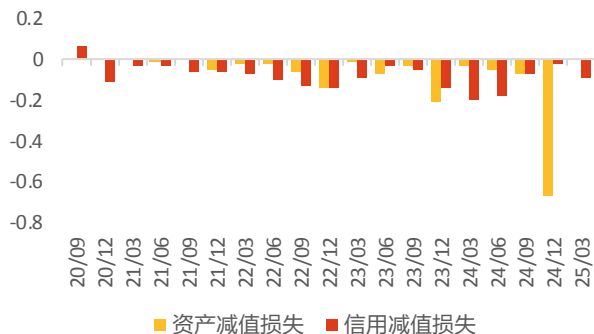
资产减值&信用减值：公司 24 年计提大额减值，全年计提资产和信用减值 1.3 亿元（22/23 年分别为 0.68/0.63），其中资产减值 0.82 亿元、信用减值 0.47 亿元，资产减值主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失计提了 0.65 亿元。**公司减值计提或已较为充分**，25Q1 资产未计提减值损失，信用减值损失计提 0.1 亿元，较上年同期 0.2 亿元减半。

图 15：联赢激光单季度期末预收账款+合同负债（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：联赢激光单季度资产减值与信用减值（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：负值表示计提的减值损失

3. 动力电池——下游资本开支上行，大钢壳渗透率有望快速提升

3.1. 传统锂电：需求来源更加多元，资本开支重新上行

锂电上半场——中国动力电池需求驱动的全球锂电池发展。据宁德时代招股书、高工产研行业报告数据，2020-2025E 全球动力+储能锂电池出货量有望由 209GWh 增至 1766GWh，其中全球动力电池出货量由 182GWh 增至 1285GWh，全球储能电池出货量由 27GWh 增至 481GWh。20-25E 全球动力+储能电池出货量累计增长 1557GWh，动力电池累计增长 1103GWh，贡献 71% 增长，中国累计增长 701GWh，占 45%，为最核心增长来源。

锂电下半场——海外动力电池贡献提升，需求来源更加多元。据宁德时代招股书、高工产研行业报告数据，2025E-2030E 全球动力+储能锂电池出货量有望由 1766GWh 增至

5154GWh，年复合增速 24%。25E-30E 全球动力电池出货量有望累计增长 3388GWh，动力电池仍为增长的主要来源，贡献占比略增至 73%，但全球储能电池出货量有望增长 919GWh，绝对值大幅高于 20-25E 累计增长；分地区来看，中国动力电池出货量累计增长贡献由 45%下降至 36%，而**欧洲、美国动力电池出货量累计增长贡献有望提升，将分别实现 11%→20%、9%→13%**。

锂电下半场——需求多元化&全球化，资本开支增速再次向上。2024Q4 以来，国内外头部锂电厂商再次开启扩产周期，25Q1 资本开支增速持续向上，结束 22Q4 以来的连续多个季度资本开支同比下跌。24Q4 宁德时代+亿纬锂能+国轩高科+三星 SDI 资本开支合计达到 287 亿元，同比+17%；25Q1 达 206 亿元，同比+22%。

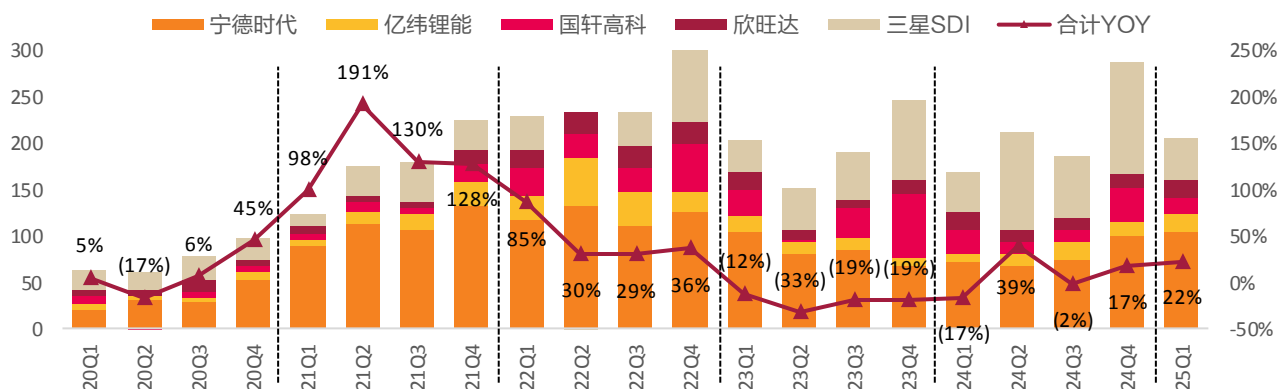
表 8：2020-2030E 全球动力电池+储能电池出货量

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	增速迷你图
全球动力+储能锂电池出货量 GWh	209	419	757	966	1270	1766	2365	2980	3685	4370	5154	
YOY		100%	81%	28%	31%	39%	34%	26%	24%	19%	18%	
全球动力电池出货量 GWh	182	375	636	781	969	1285	1753	2232	2739	3260	3754	
YOY		106%	70%	23%	24%	33%	36%	27%	23%	19%	15%	
中国动力电池出货量	78	184	350	383	551	779	1001	1229	1489	1736	2014	
YOY		136%	90%	9%	44%	41%	28%	23%	21%	17%	16%	
欧洲动力电池出货量	69	121	158	200	190	243	373	526	657	807	918	
YOY		75%	31%	27%	-5%	28%	53%	41%	25%	23%	14%	
美国动力电池出货量	25	48	86	127	143	168	242	324	414	508	608	
YOY		92%	79%	48%	13%	17%	44%	34%	28%	23%	20%	
其他地区动力电池出货量	10	22	42	71	85	95	137	153	179	209	214	
YOY		120%	91%	69%	20%	12%	44%	12%	17%	17%	2%	
全球储能电池出货量 GWh	27	44	121	185	301	481	612	748	946	1110	1400	
YOY		63%	175%	53%	63%	60%	27%	22%	26%	17%	26%	
中国新增容量 GWh	12	22	55	89	154	224	290	364	458	500	660	
YOY		83%	150%	62%	73%	45%	5%	4%	26%	9%	32%	
%	2%	50%	45%	48%	51%	47%	47%	49%	48%	45%	47%	
美国新增容量 GWh	4	6	19	36	50	80	82	99	126	138	160	
YOY		50%	217%	89%	39%	60%	15%	15%	15%	15%	15%	
%	15%	14%	16%	19%	17%	17%	13%	13%	13%	12%	11%	
欧洲新增容量 GWh	9	15	40	50	78	115	136	170	222	312	400	
YOY		67%	167%	25%	56%	47%	30%	20%	10%	10%	29%	
%	33%	34%	33%	27%	26%	24%	22%	23%	23%	28%	29%	
其他地区新增容量 GWh	2	1	7	10	19	62	104	115	140	160	180	
YOY		-50%	600%	43%	90%	200%	100%	50%	30%	20%	15%	
%	7%	2%	6%	5%	6%	13%	17%	15%	15%	14%	13%	

资料来源：宁德时代公告，高工产研行业报告，天风证券研究所

据高工产研数据（不完全统计），2025Q1 我国新能源电池产业链新增 72 个扩产项目，规划总投资额超 2500 亿元，达到 24 全年的 50%以上。锂电池是主要扩产环节，共有 28 个项目，规划产能 450GWh、投资额 1432.6 亿元分别占上一年全年的 64%、59%，投资额百亿级项目达到 7 个。投向方面，动力与储能电池各占一半，宁德时代、中创新航为主力。

图 17：全球锂电池头部企业资本开支及增速（亿元人民币、%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

锂电设备行业规模筑底回升，25/26 年有望再次进入高峰期、远期有望维持高位。根据宁

德时代公告、高工产研行业报告等数据，我们测算 22/23/24 年全球锂电设备行业规模分别为 617/576/442 亿元，同比+48/-7%/-23%，**25E/26E 全球锂电设备行业规模有望达到 497/810 亿元，同比+12%/+63%，远期有望维持在每年 800-900 亿元级别，25-30 年复合增速达 13%**。我们的核心假设如下：

- 根据宁德时代港股招股书、高工产研行业报告预测，2025E-2030E 全球动力+储能电池出货量由 1766GWh 增至 5154GWh；
- **假设宁德时代 25E-30E 在全球动力及储能电池市场产量&产能市占率均为 40%、产能利用率为 85%**（历史测算采用宁德时代历史产能利用率，由于全行业实际开工率可能大幅低于宁德时代产能利用率，该估算可能会低估历史实际产能），可推算宁德时代产量预计由 706GWh 增至 2062GWh、产能预计由 831GWh 增至 2425GWh，全球动力+储能锂电池产能预计由 2078GWh 增至 6064GWh；
- 根据宁德时代历史产能增量、资本开支及投资估算表，2020-24 年单位产能投资额由 8.3 亿元降低至 2.5 亿元，单位产能设备投资额占比约 60%，单位产能设备投资额由 5.0 亿元降低至 1.5 亿元，**假设 2025 至 30 年每 GWh 设备投资额逐步降至 1 亿元/GWh**；

表 9：2020-2030E 全球锂电生产设备行业规模测算

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代产能产量											
产能	69	170	390	552	676	831	1113	1402	1734	2056	2425
产量	52	162	325	389	516	706	946	1192	1474	1748	2062
产能利用率	75%	95%	83%	70%	76%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
期末在建产能	78	140	152	100	219						
全球动力+储能电池出货量对应产能需求											
全球动力+储能电池出货量	209	419	757	966	1270	1766	2365	2980	3685	4370	5154
YOY	%	100%	81%	28%	31%	39%	34%	26%	24%	19%	18%
宁德时代市占率	25%	39%	43%	40%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
全球动力+储能电池出货量对应产能	279	440	908	1371	1664	2078	2782	3506	4335	5141	6064
YOY	72%	58%	107%	51%	21%	25%	34%	26%	24%	19%	18%
全球动力+储能电池产能增量	117	161	469	462	293	414	705	724	829	806	922
YOY		38%	192%	-1%	-37%	41%	70%	3%	15%	-3%	14%
单位产能投资额											
宁德时代产能增量	16	101	220	162	124						
宁德时代资本开支	133	438	482	336	312						
单位产能投资额	8.3	4.3	2.2	2.1	2.5						
设备购置及安装费用占比	60%	60%	60%	60%	60%						
单位设备投资额	5.0	2.6	1.3	1.2	1.5	1.20	1.15	1.15	1.10	1.05	1.00
产能需求对应锂电设备行业规模											
YOY			48%	-7%	-23%	12%	63%	3%	10%	-7%	9%

资料来源：宁德时代公告，高工产研行业报告，高工产研公众号，天风证券研究所

注：①本表中的数据仅包含动力+储能电池，不包括消费电池；②锂电池产线单位产能投资额、设备投资额仅考虑传统液态电池，不考虑固态电池等技术升级在设备环节带来的增量；③未考虑设备订单、产能达成、设备投资的时间差异；④表中单位分别为 GWh、亿元/GWh、亿元。

表 10：全球锂电生产设备行业规模与相关上市公司收入规模对比（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023	2024
产能需求对应锂电设备行业规模	416	617	576	442	
YOY			48%	-7%	-23%
先导智能锂电设备收入	32	70	99	126	77
YOY	-15%	115%	43%	27%	-39%
赢合科技锂电设备收入	19	49	82	61	50
YOY	43%	155%	67%	-25%	-19%
利元亨锂电设备收入	12	21	34	38	20
YOY	53%	80%	59%	13%	-47%
璞泰来/嘉拓锂电设备收入	5	14	24	36	38
YOY	-33%	195%	76%	50%	5%
海目星锂电设备收入	5	11	33	37	28
YOY	47%	129%	199%	11%	-24%

整线收入合计	73	165	273	299	212
YOY	5%	126%	65%	10%	-29%
%		35%	40%	45%	37%
联赢激光动力电池行业收入	6	10	23	30	23
YOY	-19%	62%	134%	27%	-24%
%		2%	3%	4%	4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 大钢壳电池：电池高强钢应用有望提升，重卡大钢壳逐步落地

高强度钢保护性好&国产化有望降本，在电池中应用有望替代铝。新能源汽车对轻量化和安全性两方面尤为重视，当前市场普遍采用铝合金电池包为动力电池的壳体。传统钢制电池包因设计、用材不合理而重量较大，随着高强钢、超高强钢的不断升级开发，钢制电池包落地进展有望加快。

高强辊压钢安全性&经济性高，替代铝合金/普通冲压钢已成为趋势。当前动力电池箱体常用铝合金箱体和冲压钢箱体，冲压钢箱体由拉伸、修边冲孔、整形三道工艺产成，工艺简单、生产效率高、成本低廉，在中小型电池包中应用普遍；铝合金箱体由型材挤出、边框焊接、底板焊接工序产成，由于其轻量化、防腐性能常用于中高端电池包。辊压钢箱体工艺包括辊压成型、边框焊接、底板焊接几道工序，对比来看：1）零件成本较同体积铝合金箱体降低 30%以上，2）生产效率较铝合金箱体提升 10%以上，适合大批量生产、制造成本更低，3）抗拉强度超过 1500MPa，远高于电池包常用的冲压钢材料（470-590MPa）、6 系铝合金（300MPa）。据莫益涛等《高强度辊压钢技术在汽车动力电池箱体中的研究与应用》的测试，侧向挤压场景下，辊压钢箱体的侧向位移优于铝合金箱体；底部冲击场景下，辊压钢电池箱体凹陷变形量更小，箱体无破损、密封等级仍能够保持 IP68，电芯未出现变形、短路、漏液，而铝合金箱体中的电芯受到冲击，**高强辊压钢受到外部侵害时对电池系统的防护能力更优。**

我国高强钢取得突破，有望推动材料降本。预镀镍电池钢是高端电池壳体核心材料，此前长期依赖国外进口。根据冶金工业规划研究院《我国炼钢“十四五”技术进展分析与“十五五”展望》，我国高端材料炼钢工艺已取得重大突破，高强耐磨钢、高强度变压壳体用钢等填补国内空白、实现进口替代；高强度汽车用钢低密度系列产品等填补世界空白，达到国际领先水平。据汽车材料网公众号，2025 年 5 月，马钢下线国内首卷大圆柱电池深冲电池外壳用钢，试冲 0.3mm 厚度预镀镍钢卷，初步验证了材料在冲压成型性、镀层附着着力等关键指标的可靠性，结果超预期。

预期差：从产业链各环节来看，钢壳在应用进展上可能超市场预期

工艺与零部件环节：据长盈精密公告，公司 2023 年已经开始研发新能源动力电池采用不锈钢壳替代铝材拉伸壳，满足客户电芯高续航、高安全性的要求，钢壳电池生产中主要工艺难点在于激光焊。据联赢激光公告，其已具备动力电池大钢壳电池从结构组件到电芯装配全工序激光工艺研发，可输出整套激光工艺解决方案，已有设备交付。

表 11：长盈精密近年来有关电池钢材质的研发项目情况

年报	主要研发项目名称	项目目的/目标	项目进展
2024	不锈钢电池钢壳连续模生产工艺	连续模生产方式代替单冲模，减少机台与人员使用，同时提高产能	已验证
2023	不锈钢新能源电池组件开发	新能源动力电池不锈钢壳采用不锈钢替代铝材拉伸壳。利用冲床+连续模折弯+模内扣合保证精度，自动化激光焊接+自动焊接不锈钢顶盖，一体式氦检，从冲压成型到氦检包装全自动生产。	研发中
2023	不锈钢壳体技术开发	开发不锈钢壳体满足客户电芯高续航、高安全性的需求。1）解决不锈钢薄壳激光焊接工艺难点； 2）取消冲压工艺，突破半自动工装生产。	开发中，已送样
2023	钢顶盖自研	配合客户新材料/新结构/新工艺开发验证需求	自研项目，已完成

资料来源：长盈精密公告，天风证券研究所

注：项目进展截至当年年报

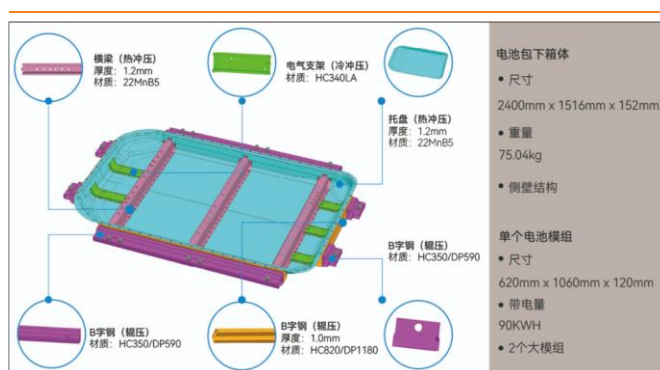
模组与电池包环节：苏州普热斯勒推出高强度一体化电池包下箱体，以降本、减重、高性能为总体思路，采用超高强度热冲压电镀锌工艺和辊压成形工艺。电池箱体采用 22MnB5、HC340LA、HC350/DP590、HC820/DP1180 高强度钢材，兼顾硬度及碰撞性能，具有更好的耐火性和抗石冲击性，且钢质零件降低成本。

图 18：普热斯勒高强度一体化电池包下箱体结构



资料来源：苏州普热斯勒官网，天风证券研究所

图 19：普热斯勒高强度一体化电池包下箱体参数



资料来源：苏州普热斯勒官网，天风证券研究所

电池包与整车环节：宇通重卡 400 度后背充电牵引车电池外壳采用笼式结构设计，引入抗拉强度 1500MPa 的超高强度钢，对电池箱形成全方位防护。蒂森克虏伯 selectrify 项目开发了一种由高强度钢制成的电池外壳，与铝壳重量相当，能够节省 50% 成本。且由于高强度钢可以生产出非常薄的壁，可以给电池提供更大的空间。

图 20：宇通重卡采用 1500MPa 高强度钢笼式结构

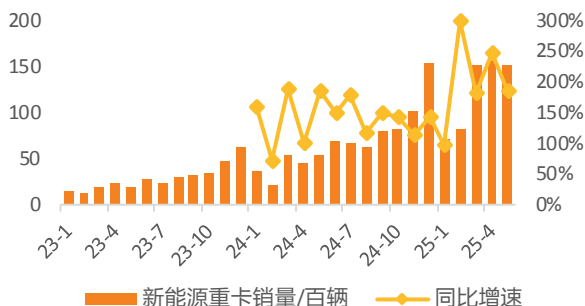


资料来源：宇通重卡公众号，天风证券研究所

新能源重卡可能是钢壳电池落地较快的应用场景。总结而言，钢壳电池最主要的优势在于成本低&安全性（强度钢）&空间小（薄壁），在重量上相对铝而言仍不具备较高优势。我们认为，对于新能源汽车来说，重卡场景面对环境复杂，安全性要求较高；自身载重能力较强，对电池重量相较于普通乘用车较不敏感；单车带电量的需求较高，钢壳占用空间小可以为电池留出更多空间，且壳体用量较乘用车大，钢电池壳体降本效果会更为突出。我

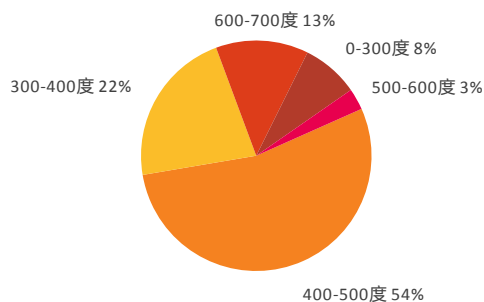
他们认为，钢壳动力电池在新能源重卡场景的渗透率提升速度可能会大于乘用车，叠加重卡新能源市场的快速扩大，重卡钢壳电池有望快速提升。

图 21：中国新能源重卡销量及增速



资料来源：绿色重卡公众号，电车资源行业研究院，天风证券研究所

图 22：2025 年 1-5 月新能源重卡带电量占比

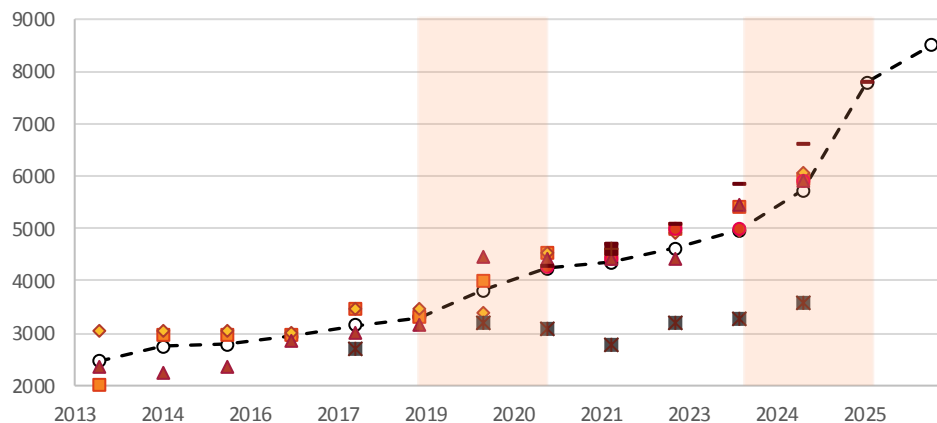


资料来源：绿色重卡公众号，电车资源行业研究院，天风证券研究所

4. 消费电池——需求&技术&政策共振，小钢壳激光焊量价齐升

需求&技术&政策共振，消费电池创新周期下容量密度跃升。据我们对部分手机厂商旗舰机型电池容量数据的统计，2013-24 年主流旗舰机型电池容量由 2000-3000mAh 增至 6000mAh 左右。其中，2018-20 年主流旗舰容量由 3000mAh 级快速增至 4500mAh 级，而 2023-26 年有望由平均 5000-6000mAh 大幅提升至 7000-8000mAh。荣耀 X70 系列于 2025 年发布，其携带了 7800mAh 超大容量电池，支持 100W 快充。

图 23：部分旗舰手机机型 2013-2024 年电池容量数据（mAh）



资料来源：中关村在线，差评 X.PIN 公众号，微机分 Wekihome 公众号，X 物公众号等，天风证券研究所
 注：包含小米数字系列、一加数字系列、vivo X 系列、OPPO Find 系列、荣耀 X 系列、苹果 Pro 系列

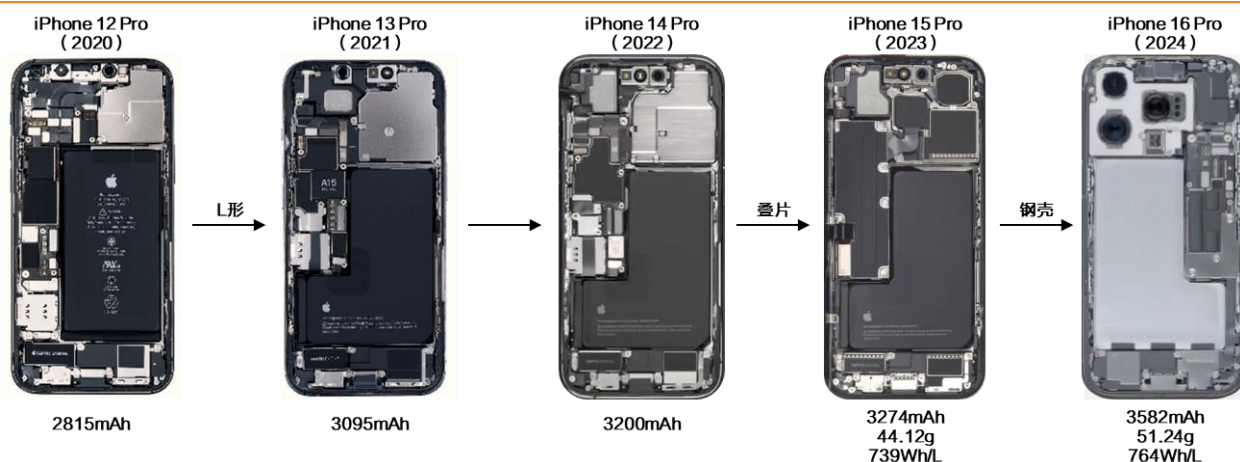
- **需求：**从用户需求上来看，手机近几年功能/性能/耗电量不断提升，同时部分模组体积增加/新形态手机出现，需求端对高容量、高容量密度电池的需求持续增加。从功能/性能来看，当前芯片能够支持更高性能计算，屏幕尺寸、分辨率、刷新率、调光、亮度、息屏显示不断升级，5G 手机功耗相较 4G 高 20%以上，AI 手机显著增加设备功耗，提升了对电池容量的需求。而折叠手机、相机模组增大、5G 天线增大等升级进一步压缩了电池的体积。
- **技术：**从电池技术上来看，手机电池容量密度的提升为材料体系和结构上改进的体现。材料体系上，2019 年小米在概念机型 MIX Alpha 上率先应用纳米硅电池，华为申请“硅碳复合材料及其制备方法和锂离子电池”专利，后续厂商纷纷跟进硅碳负极材料电池的应用，推动上一轮电池容量的上涨。而近年来随硅掺杂量的增加，电池容量再

次显著提升，实验室条件下硅含量最高可达到 25%-30%。结构上，苹果采用叠层电池、多极耳并联设计，小米采用异形电芯、梯形卷绕工艺，提升了空间利用率、体积密度。

- **政策：**欧盟于 2023 年 7 月发布电池法规 (EU)2023/1542 要求，规定自 2027 年 2 月 18 日起，进入欧盟市场的便携式电池和轻型运输工具电池需要满足可拆卸和可更换要求，且对于便携式电池，总体要求是终端用户可以自行更换。2023 年 8 月，欧盟发布生态设计 (EU)2023/1670 法规，要求对于智能手机、平板电脑等电子产品，其备件如电池、显示屏、后盖、摄像头等是可拆卸、可维修、可更换的。

苹果手机电池沿软包卷绕→软包叠片→钢壳叠片路径升级。手机锂电池主要分为软包电池及方形电池，聚合物铝塑膜软包电池为手机电池的主流，以消费电池供应商珠海冠宇为例，其软包电池电芯使用卷绕工艺。近年来苹果手机电池在生产工艺与内部结构上主要升级点为 iPhone 15 系列开始采用叠片电池、iPhone 16 Pro 开始采用钢壳电池，实现软包卷绕→软包叠片→钢壳叠片的技术升级路径。

图 24：苹果 iPhone Pro 系列历年电池升级情况



资料来源：PConline 太平洋科技公众号，芯智讯公众号，微机分 WikiHome 公众号，天风证券研究所

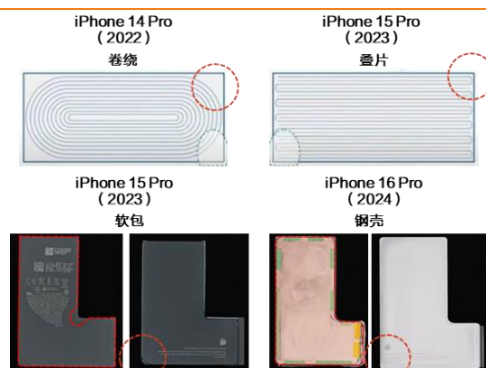
叠片相较卷绕电池在内阻、寿命、倍率、容量密度等方面均有优势，但工艺更为复杂。钢壳电池、异形叠片等技术改变电芯结构，可以根据产品需求将电池灵活做成多种形态，更加充分利用设备内部的空间，尤其是边角区域空间，从而提升带电量。且钢壳电池回收再利用率高，同时钢壳材料相较于铝塑膜提供了更坚固的物理防护，利于需要频繁拆装电池的场景，增强电池耐用性和安全性。据 AI 芯天下数据，苹果叠层电池将空间利用率提升 18%。应用钢壳电池的 16Pro 机型电池容量提升 9%，其他机型提升幅度在 6%左右。

表 12：iPhone 16 系列电池参数梳理

机型	iPhone 16	iPhone 16 Plus	iPhone 16 Pro	iPhone 16 Pro Max
电池容量	3561mAh	4674mAh	3582mAh	4685mAh
较上代增加	6.34%	6.60%	9%	5.95%
满电电压	4.5V	4.5V	4.5V	4.5V
放电平台	3.886V	3.875V	3.892V	3.878V
额定能量	13.839Wh	18.112Wh	13.942Wh	18.169Wh
电池形态	L 形	L 形	L 形	L 形
电芯数量	单电芯	单电芯	单电芯	单电芯
制造工艺	叠片	叠片	叠片	叠片
封装材质	铝塑软包	铝塑软包	金属外壳	铝塑软包
固定方式	电诱导粘合剂	电诱导粘合剂	拉胶	拉胶

资料来源：博詹咨询公众号，天风证券研究所

图 25：卷绕/叠片与软包/钢壳工艺对比



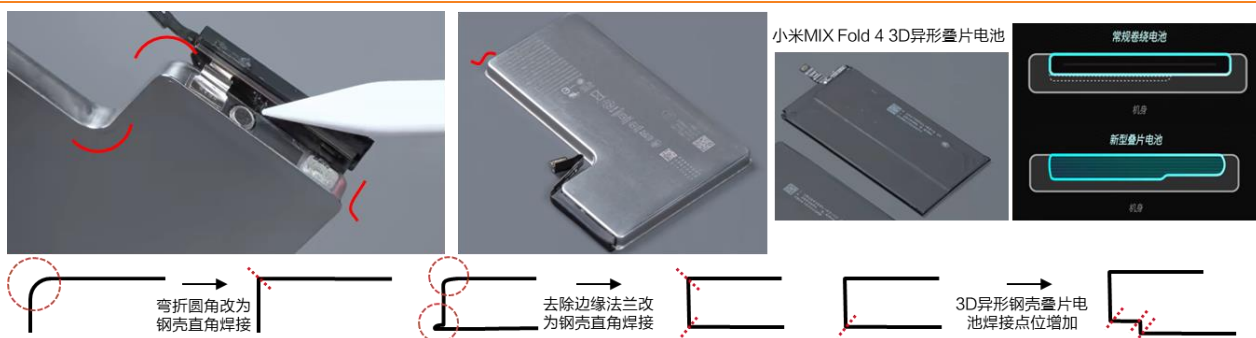
资料来源：格瑞普 Grepow 公众号，微机分 WikiHome 公众号，天风证券研究所

价：软包铝塑→钢壳→无法兰钢壳→3D 叠层钢壳，激光焊接价值量有望提升

价的提升首先体现在产品价格的提升：据珠海冠宇投资者回复，叠片电池、钢壳封装等技术能够提高电池价格，我们认为可能由钢壳&叠片技术难度高推高成本+先进技术产品溢价两方面因素带来。

其次体现在客户需求&公司可参与价值量的增加：①将电池外壳材料由软包改为不锈钢将增加激光焊接工序，对激光焊接设备的需求有所增长。②公司布局更为完善、参与价值占比提升：据联赢激光年报，公司 2020 年开始研发软包电池异形叠片技术，21 年完成小钢壳电池密封焊接工艺研究，22 年研发应用于钢壳电池划线的产品，23 年完结消费电子钢壳法兰焊接工艺研发，公司目前已具备小钢壳电池从结构组件到电芯、PACK 全工序激光工艺研发，可输出整套激光工艺解决方案。③梳理苹果后续改进方向，钢壳焊接价值量要求可能会更高。从方形→L 形→软包卷绕→软包叠片→钢壳叠片的苹果电池升级路径，我们认为苹果在电池技术的升级中较为重视空间的利用率。我们认为，从 16 Pro 产品上的小钢壳电池来看，其在壳体空间利用上潜在的改进方向有弯折圆角→焊接直角、边缘法兰→钢壳直角焊接。而根据小米折叠机型 MIX Fold 4 搭载的 3D 异形叠片电池来看，出于对更高效利用手机内部空间的考虑，可以将电池设计为厚度不一的阶梯状电池，该机型采用 23+5 层叠片方式，凹陷部分具备 260mAh 的电池容量。我们认为，苹果电池技术仍存升级潜力的方向为边缘直角焊接→无法兰钢壳→异形钢壳，在无法兰余量下焊接精度要求可能提高，且异形电池侧边数量增加，单块电池所需激光焊接价值量有望进一步提升。

图 26：苹果 iPhone 16 Pro 小钢壳外观图及潜在的改进方向



资料来源：微机分 WekiHome 公众号，天风证券研究所

注：红色虚线直线为可焊接的部位，图片下侧方案说明、焊接点位等均由天风证券研究所总结整理，仅供示意，而非具体方案描述

量：苹果钢壳电池应用机型有望增加&技术有望扩散至其他头部企业

我们认为在需求&技术&政策多方面因素影响下，全球小钢壳电池在手机中的渗透率有望快速提升。苹果于 2024 年首次在 iPhone 16 Pro 机型上搭载小钢壳电池，2025 年新发布的 17 系列机型有望全系搭载高密度钢壳电池；2026 年有望发布折叠款 iPhone，采用与 ATL 独家开发的 3D 叠片电芯技术。据 Canalys 的数据，当年发布的新款 Pro 机型销量约为 2000-2500 万台，次年销量约为 2300-2900 万台；苹果当年发布的新系列机型当年约有 7000-8000 万台，上年发布的系列机型约有 9000 万台出货量。假设后续苹果各系列销量均保持稳定，据我们测算，假设 2024/25/26/27 年新发布的机型中搭载钢壳电池的数量为 1/4/5/6 款，苹果搭载钢壳电池的手机出货量（包含新款及旧款）分别约为 2500/9000/16000/20000 万台。据动力电池网公众号，三星电子正在开发名为 SUS CAN 的钢壳电池封装技术，计划从 2026 年开始应用于旗舰智能手机产品线，该技术通过采用不锈钢材质替代传统铝制或软包电池外壳，有望提升电池容量、充电效率和长期耐用性。

表 13：苹果各机型历年销量（万台）

	2022	2023	2024	2025Q1
iPhone 13	7300	2300	1800	
iPhone 13 Pro	2300			
iPhone 13 Pro Max	2400			
iPhone SE 3	2400			
iPhone 14	2200	2900		
iPhone 14 Pro	1800	2900		
iPhone 14 Pro Max	1800	3400		
iPhone 15		1700	3700	505
iPhone 15 Pro		2100	2400	
iPhone 15 Pro Max		3300	2900	
iPhone 16			2200	1069
iPhone 16 Pro			2500	1128
iPhone 16 Pro Max			3100	1455
其他机型	3020	3950	3690	1343
苹果合计	23220	22910	22590	5500
全球手机出货量	119330	114190	122310	29690

资料来源：科技 Mentor 公众号，沙漏助手公众号，Canalys 公众号，天风证券研究所

表 14：苹果新机型及应用钢壳电池机型规划情况（销量，万台）

	2023	2024	2025	2026	2027
标准版	15	16	17		18
PLUS/Air 版	15 Plus	16 Plus	17 Air	18 Air	19 Air
Pro 版	15 Pro	16 Pro	17 Pro	18 Pro	19 Pro
Pro Max 版	16 Pro Max	16 Pro Max	17 Pro Max	18 Pro Max	19 Pro Max
e/se 版			16e	17e	18e
折叠屏				Fold	Fold 2
当年新款 Pro 机型销量	2100	2500	约 2000		
当年新款系列销量	7100	7800	约 7000		
当年苹果总销量	22910	22590			
上年新款系列销量	9200	9000	约 9000		
苹果钢壳电池手机出货量		2500	约 9000	约 16000	约 20000

资料来源：科技 Mentor 公众号，沙漏助手公众号，Canalys 公众号，人人众租公众号，Netskao 公众号，天风证券研究所

注：底纹表示会应用钢壳电池的机型，由天风证券研究所根据公开资料整理，不代表实际产品开发情况，仅供参考

5. 盈利预测与投资建议

根据上述分析，我们对联赢激光收入与盈利情况进行预测，主要假设如下：

- **动力电池**：由于动力电池+储能行业再次开始扩产、大钢壳电池在新能源重卡场景有望快速应用，考虑到设备订单到设备交付验收存在时间差，假设 2025-2027 年动力电池行业销售收入同比分别增长 2%、46%、31%，毛利率分别为 25%、28%、29%；
- **消费电子**：由于全球手机小钢壳电池渗透率有望快速提升，假设 2025-2027 年消费电子行业销售收入同比分别增长 74%、22%、1%，毛利率均为 49%；
- **五金汽配**：根据历史收入增速，假设 2025-2027 收入同比增速均为 15%，毛利率分别为 35%、37%、37%；
- **其他**：假设 2025-2027 收入同比增速均为 5%，毛利率分别为 40%、45%、45%。

表 15：联赢激光收入预测（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8.8	14.0	28.2	35.1	31.5	36.4	49.4	60.3
YoY		59%	102%	24%	-10%	16%	36%	22%
毛利	2.9	4.8	9.4	10.7	9.0	11.2	15.9	19.5
毛利率	35%	36%	35%	32%	30%	31%	32%	32%
动力电池	6.2	10.0	23.4	29.5	22.5	23.0	33.6	43.8

YoY	62%	134%	27%	-24%	2%	46%	31%
毛利	2.0	3.2	7.7	9.0	5.6	5.8	12.6
毛利率(%)	32%	32%	33%	30%	25%	25%	29%
收入%	75%	75%	86%	88%	75%	63%	73%
消费电子	0.74	1.55	1.34	1.52	5.51	9.6	11.7
YoY	109%	-14%	13%	263%	74%	22%	1%
毛利	0.3	0.8	0.6	0.7	2.7	4.7	5.8
毛利率(%)	44%	49%	46%	47%	48%	49%	49%
收入%	9%	12%	5%	5%	18%	26%	24%
五金汽配	1.2	1.7	2.4	2.3	1.9	2.2	3.0
YoY	43%	39%	-2%	-16%	15%	15%	15%
毛利	0.5	0.8	1.1	1.0	0.7	0.8	0.9
毛利率(%)	41%	46%	46%	42%	36%	35%	37%
收入%	15%	13%	9%	7%	6%	6%	5%
其他	0.7	0.8	1.2	1.7	1.5	1.6	1.7
YoY	10%	52%	49%	-13%	5%	5%	5%
毛利	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.6	0.7
毛利率(%)	47%	49%	46%	42%	40%	40%	45%
收入%	2%	1%	1%	2%	5%	4%	3%

资料来源：联赢激光公告，Wind，天风证券研究所

选取锂电设备企业先导智能、赢合科技、宏工科技、曼恩斯特、纳科诺尔、杭可科技、骄成超声作为可比公司。根据业务拆分与盈利预测，我们预测公司 2025-27 年营业收入为 36.4、49.4、60.3 亿元，归母净利润为 3.3、4.5、5.7 亿元。所选取的可比公司 2026 年 PE 平均为 27 倍，给予联赢激光 2026 年 20-25 倍 PE，对应目标市值区间 90-113 亿元、中值约 100 亿元，目标价 29 元，较 2025 年 7 月 31 日收盘价可能存在 20%以上空间，维持“买入”评级。

表 16：联赢激光与可比公司估值情况

股票代码	公司名称	25/7/31 日收盘 市值（亿元）	2024-27E 归母净利润（亿元）				2025-27E PE		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300450.SZ	先导智能	399	2.9	14.6	20.1	24.9	27	20	16
300457.SZ	赢合科技	134	5.0	8.2	10.6	11.9	16	13	11
301662.SZ	宏工科技	85	2.1	2.0	2.9	4.4	42	29	19
301325.SZ	曼恩斯特	87	0.3	1.7	2.5	3.1	52	35	28
832522.BJ	纳科诺尔	92	1.6	2.0	2.6	3.4	46	36	27
688006.SH	杭可科技	121	3.3	5.7	7.3	9.7	21	17	13
688392.SH	骄成超声	91	0.9	1.4	2.3	3.4	65	39	27
行业平均		144	2.3	5.1	6.9	8.7	39	27	20
688518.SH	联赢激光	75	1.7	3.3	4.5	5.7	23	17	13

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司数据来源为 Wind 一致预期，截至 2025 年 7 月 31 日收盘价

6. 风险提示

- **下游市场需求不及预期：**锂电池扩产进展受到下游电动车、风电、光伏、储能等行业影响，若欧美市场电动化、风光装机不及预期可能会导致扩产进程不及预期；
- **新技术渗透率不及预期：**钢壳电池在新场景中的渗透率提升速度可能不及预期；
- **国际贸易摩擦：**公司国际合作及跟随客户出海可能受到国际贸易摩擦的影响；
- **文中测算仅供参考。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	986.34	839.01	990.11	395.59	876.28
应收票据及应收账款	1,604.99	1,766.96	1,321.65	3,158.61	2,516.12
预付账款	52.25	47.48	95.06	82.25	128.59
存货	2,486.47	2,054.12	3,548.11	3,669.12	5,104.15
其他	893.63	923.87	978.08	1,147.30	1,221.36
流动资产合计	6,023.69	5,631.44	6,933.01	8,452.87	9,846.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	623.01	597.80	844.39	966.56	1,010.26
在建工程	82.85	368.78	309.39	194.70	122.35
无形资产	113.06	111.37	104.88	98.40	91.91
其他	132.88	336.08	203.06	215.92	247.54
非流动资产合计	951.78	1,414.03	1,461.73	1,475.56	1,472.05
资产总计	6,975.47	7,045.47	8,394.73	9,928.43	11,318.56
短期借款	222.21	595.20	250.00	492.58	250.00
应付票据及应付账款	1,749.77	1,589.00	2,122.10	2,814.54	3,265.84
其他	1,971.19	1,656.69	2,597.83	2,863.57	3,659.55
流动负债合计	3,943.17	3,840.89	4,969.93	6,170.68	7,175.39
长期借款	1.71	46.18	35.00	56.85	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.11	8.54	12.93	12.53	11.33
非流动负债合计	17.82	54.72	47.93	69.38	61.33
负债合计	3,960.99	3,895.61	5,017.86	6,240.05	7,236.72
少数股东权益	0.80	3.05	3.05	3.05	3.05
股本	339.04	341.25	341.33	341.33	341.33
资本公积	1,774.09	1,788.35	1,788.35	1,788.35	1,788.35
留存收益	903.04	1,017.72	1,244.14	1,555.65	1,949.11
其他	(2.50)	(0.51)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,014.48	3,149.86	3,376.87	3,688.38	4,081.83
负债和股东权益总计	6,975.47	7,045.47	8,394.73	9,928.43	11,318.56

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	286.19	159.43	327.81	451.00	569.65
折旧摊销	56.37	60.29	69.28	79.02	85.14
财务费用	6.73	11.92	5.56	6.51	7.45
投资损失	(5.34)	(7.69)	(5.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(62.51)	(786.27)	440.45	(1,160.30)	302.32
其它	(45.13)	435.48	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	236.31	(126.84)	838.11	(633.77)	954.55
资本支出	196.50	321.48	245.60	80.41	51.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(646.28)	(829.13)	(490.60)	(150.41)	(91.19)
投资活动现金流	(449.78)	(507.65)	(245.00)	(70.00)	(40.00)
债权融资	16.07	407.78	(341.21)	248.74	(257.67)
股权融资	936.97	(32.74)	(100.81)	(139.49)	(176.19)
其他	(25.92)	173.98	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	927.13	549.02	(442.02)	109.25	(433.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	713.66	(85.47)	151.09	(594.52)	480.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,512.26	3,149.55	3,640.59	4,944.88	6,026.17
营业成本	2,355.52	2,188.62	2,516.63	3,349.73	4,077.25
营业税金及附加	18.42	13.68	19.38	24.58	29.40
销售费用	159.49	91.56	109.22	148.35	180.79
管理费用	484.90	461.24	436.87	593.39	723.14
研发费用	241.46	235.61	254.84	370.87	421.83
财务费用	(12.58)	(4.27)	5.56	6.51	7.45
资产/信用减值损失	(62.76)	(129.38)	(50.00)	(70.00)	(90.00)
公允价值变动收益	1.20	1.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.30	1.56	5.00	10.00	10.00
其他	108.62	139.78	110.51	120.00	140.00
营业利润	315.42	176.67	363.59	511.47	646.32
营业外收入	2.30	2.49	2.12	2.30	2.30
营业外支出	1.17	1.14	1.48	1.26	1.29
利润总额	316.54	178.02	364.24	512.50	647.33
所得税	30.35	18.58	36.42	61.50	77.68
净利润	286.19	159.43	327.81	451.00	569.65
少数股东损益	(0.09)	(6.10)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	286.29	165.53	327.81	451.00	569.65
每股收益 (元)	0.84	0.49	0.96	1.32	1.67

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.44%	-10.33%	15.59%	35.83%	21.87%
营业利润	3.38%	-43.99%	105.80%	40.67%	26.37%
归属于母公司净利润	7.25%	-42.18%	98.04%	37.58%	26.31%
获利能力					
毛利率	32.93%	30.51%	30.87%	32.26%	32.34%
净利率	8.15%	5.26%	9.00%	9.12%	9.45%
ROE	9.50%	5.26%	9.72%	12.24%	13.97%
ROIC	18.39%	8.84%	14.64%	21.27%	17.48%
偿债能力					
资产负债率	56.78%	55.29%	59.77%	62.85%	63.94%
净负债率	-24.64%	-6.09%	-20.09%	4.64%	-13.71%
流动比率	1.53	1.47	1.39	1.37	1.37
速动比率	0.90	0.93	0.68	0.78	0.66
营运能力					
应收账款周转率	2.50	1.87	2.36	2.21	2.12
存货周转率	1.38	1.39	1.30	1.37	1.37
总资产周转率	0.56	0.45	0.47	0.54	0.57
每股指标 (元)					
每股收益	0.84	0.49	0.96	1.32	1.67
每股经营现金流	0.70	-0.37	2.46	-1.86	2.80
每股净资产	8.89	9.22	9.88	10.80	11.95
估值比率					
市盈率	25.99	45.25	22.85	16.61	13.15
市净率	2.47	2.38	2.22	2.03	1.84
EV/EBITDA	9.76	8.47	15.73	12.30	8.69
EV/EBIT	10.70	9.44	19.05	14.25	9.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com