

深耕动力电池系统集成，随主机厂 PACK 浪潮腾飞

增持（首次）

2021 年 01 月 28 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

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	365	525	1,417	2,043
同比（%）	12.2%	44.0%	169.6%	44.2%
归母净利润（百万元）	72	70	198	304
同比（%）	155.8%	-3.0%	183.6%	53.5%
每股收益（元/股）	1.27	0.92	2.60	4.00
P/E（倍）	67.42	93.11	32.83	21.39

投资要点

■ 先惠技术：专注新能源汽车系统集成的细分赛道领导者

公司以燃油车单机装备起家，陆续拓展了新能源车动力电池自动化装备和工业数据系统两大业务。2016-2019 营收由 1.78 亿增至 3.65 亿，CAGR 为 27%；归母净利由 0.27 亿增至 0.72 亿，CAGR 为 39%。其中新能源车领域业务是最大亮点，2016-2019 年 CAGR 达 55.8%，预计 2020 年营收占比增至 80%，主要细分业务是动力电池模组线和 PACK 线。新能源业务 2019 年毛利率达 46.7%，主要系公司研发实力强可解决核心工艺问题，如自产的具备即时通讯能力的 AGV 可使产线效率提升 10%。目前公司已成为大众、华晨宝马等一线整车厂的动力电池 PACK 线主要供应商；近期公司也与孚能、宁德连续签订合计 5.4 亿的大订单，充分反映公司已获得主流电池厂的认可。

■ 动力电池产能扩张开启新周期，模组线+PACK 线供应商迎发展良机

传统主流车企计划于 2025 年达到 15-25% 电动化率，电动车快速发展引爆上游锂电池市场，动力电池加速扩产确定性高。从新能源车销量和电池产能需求端测算，（1）低自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 154 亿元；（2）中自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 559 亿元；（3）高自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 951 亿元。

■ 随着人力成本不断攀升，看好自动化程度提高推动先惠产能供不应求

模组线+PACK 线是将单体电芯组装成模组再到可使用的电池包过程中的关键设备。模组线+PACK 线的自动化率与电池质量成正比，同时高自动化程度节约大量人力成本，虽然 85% 自动化率的组装线 1.2 亿/GW 的投资额远高于 10% 自动化率组装线的 0.2 亿元/GW，但综合看年设备折旧+劳动力成本，高自动化产线仅比低自动化产线高 28%，我们判断随着人力成本不断攀升，机器换人势不可挡，模组线+PACK 线自动化率将不断提高。

目前先惠出品的组装线自动化率明显优于同行，先惠模组线自动化率最高 95%，行业平均水平为 40-70%；先惠 PACK 线自动化率最高 89%，行业平均为 5-20%。我们认为当前模组线+PACK 线机器换人是大势所趋，先进产能拐点将至利好先惠。

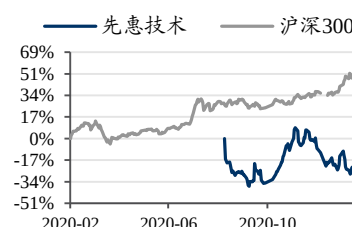
■ 募资扩产突破产能瓶颈，助力公司业绩释放

公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元，其中超募 2.4 亿元，主要用于建设武汉基地、长沙基地，预计 2022Q3 后，上海、武汉、长沙基地场地面积将由现有的 2.2 万平方米增至 10 万平方米以上，同时先惠的模块化开发能力使得产能爬坡过程只需做模块化复制，因此我们判断先惠产能有望快速提升 3-4 倍，伴随接单能力的大幅提升，我们判断 2022 年的业绩有望超预期。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.70/1.98/3.04 亿元，当前股价对应动态 PE 93/33/21，考虑到公司是蓝海市场的稀缺龙头，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：电动汽车发展不及预期，行业竞争加剧风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	85.50
一年最低/最高价	50.25/97.80
市净率(倍)	6.67
流通 A 股市值(百万元)	1470.60

基础数据

每股净资产(元)	14.24
资产负债率(%)	20.11
总股本(百万股)	75.63
流通 A 股(百万股)	17.20

内容目录

1. 先惠技术：专注新能源汽车系统集成的细分赛道领导者	4
1.1. 聚焦高增长动力电池赛道，拓展软件业务完善整体解决方案	5
1.2. 营收加速增长，盈利能力高于行业平均	7
1.3. 股权结构集中，创始人实际控股超 50%	10
2. 动力电池产能扩张进入新周期，自动化组装线供应商迎发展良机	10
2.1. 从单体电芯到自动化模组再到电池包，模组线+PACK 线为关键设备	10
2.2. 全球动力电池开启产能扩张新周期，设备需求强劲	14
3. 专注动力电池集成实现差异化竞争，与主机厂 PACK 浪潮共舞	18
3.1. 车企自建 PACK 趋势确定，相应产线供应商直接受益	18
3.2. 深耕细分赛道构筑核心壁垒，差异化竞争实现弯道超车	20
3.3. 募资扩产突破产能瓶颈，助力公司业绩释放	22
4. 盈利预测与投资建议	23
4.1. 核心假设与盈利预测	23
4.2. 公司估值	24
5. 风险提示	24

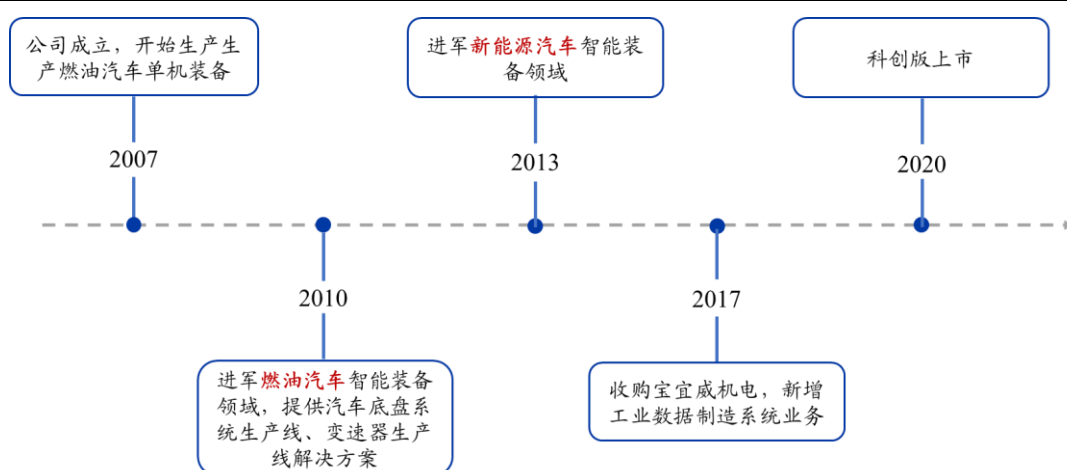
图表目录

图 1: 先惠技术发展历程.....	4
图 2: 先惠技术主营业务为新能源汽车及燃油汽车产线系统集成.....	5
图 3: 先惠技术汽车底盘系统生产线.....	5
图 4: 先惠技术 PACK 生产线.....	6
图 5: 工业数据制造系统业务布局.....	6
图 6: 营业收入增速维持 10%以上.....	7
图 7: 2019 年归母净利润 0.72 亿元, 同比+156%.....	7
图 8: 毛利率维持 30%以上, 高于行业平均.....	8
图 9: 2019 年新能源汽车领域业务占比大幅提升.....	9
图 10: 期间费用率总体维持稳定, 其中研发费用率逐年上升.....	9
图 11: 公司前二大股東合计持股 54.26%.....	10
图 12: 自动化组装产线, 即将单体电芯装配为电池模组(模组线)及电池包(PACK 线).....	11
图 13: 锂电池模组工艺流程.....	11
图 14: 圆柱、方形、软包电池对应的模组结构.....	12
图 15: 电池包 PACK 的结构.....	13
图 16: PACK 工艺流程.....	13
图 17: PACK 产线中的自动化设备.....	14
图 18: 先惠自产的 AGV 技术水平已超德国.....	14
图 19: 美国特斯拉 MODEL3 销量增速远超其他畅销车型(单位: 辆).....	15
图 20: 2018Q2 开始, 特斯拉凭借 MODEL3 在美国中小型豪华车市场销量跃居第一(单位: 辆, 以交付量为口径).....	15
图 21: 公司主要客户包括大众系、上汽系、一汽系等知名汽车品牌.....	20
图 22: 资源整合、行业理解和资金规模是系统集成三大核心竞争力.....	21
图 23: 截至 2020 年 6 月, 覆盖汽车整车、零部件的系统集成商在国内占比 25.1%.....	21
图 24: 2019 年锂电池系统集成增速超 10%.....	21
表 1: 公司在手订单充足(截至 2020 年 8 月 4 日, 单位: 万元).....	8
表 2: 传统主流车企计划于 2025 年将达到 15-25%电动化率.....	15
表 3: 目前高自动化率产线的设备折旧+劳动力成本比低自动化率产线高 28%.....	17
表 4: 从新能源车销量和电池产能需求角度分析, 预计 2020-2024 年 PACK 自动化生产线需求合计超 140 亿.....	18
表 5: 乘用车动力电池 PACK 市场参与者包括车企、电池企业和第三方 PACK 企业.....	18
表 6: 2019 年 PACK 装机容量前 20 企业中车企占 11 家, 车企合计装机容量占比达 54.4%.....	19
表 7: 公司深耕动力电池领域系统集成, 避开红海赛道实现差异化竞争.....	22
表 8: IPO 募资扩产突破产能瓶颈.....	23
表 9: 先惠技术营收拆分.....	24
表 10: 可比公司估值(PE).....	24

1. 先惠技术：专注新能源汽车系统集成的细分赛道领导者

公司于 2007 年在上海成立，以燃油汽车单机装备起家，于 2013 年切入新能源汽车智能装备系统集成行业。公司专注双主业发展，目前已经在燃油汽车及新能源汽车智能装备领域积累了丰富的产品线。2020 年 8 月，公司科创板上市，总募资 6.4 亿元，主要用于智能装备研发制造相关项目。

图 1：先惠技术发展历程



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

根据公司业务布局，公司发展可分为四个阶段：

起步阶段（2007-2010 年）：2010 年前，公司主要生产燃油汽车单机装备。通过良好的产品质量和客户服务，公司建立起良好的品牌形象与业内口碑，积累了蒂森克虏伯、采埃孚等优质客户资源。

发展阶段（2010-2013 年）：经过前期技术探索与客户积累，公司逐步进入燃油汽车智能装备领域，为客户提供汽车底盘系统生产线、变速器生产线等成套自动化产品。

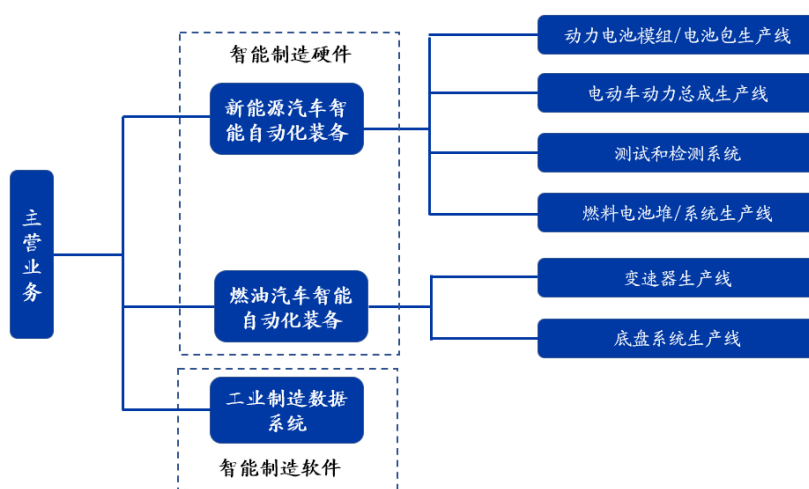
业务拓展阶段（2013-2017 年）：公司切入新能源汽车系统集成行业，为宁德时代新能源、合肥国轩等国内知名新能源汽车动力电池企业提供智能模组线和 PACK 线，同时也直接为上汽大众等一线整车厂提供 PACK 线，成为国内较早进入新能源汽车行业的智能装备供应商。

战略扩张阶段（2017 至今）：公司 2017 年收购宝宜威机电的工业制造数据系统相关经营性资产，新增工业数据制造系统业务，致力于成为提供硬件集成+软件系统整套解决方案的供应商。2019 年，公司主营业务收入中新能源汽车智能自动化装备的占比高达 78.07%，我们预计 2020 年该比例将达到 80%。

1.1. 聚焦高增长动力电池赛道，拓展软件业务完善整体解决方案

公司主营业务为各类智能制造装备的研发、生产和销售，现阶段主要为国内外中高端汽车生产企业及汽车零部件生产企业提供自动化生产线。公司业务覆盖新能源汽车及燃油汽车智能制造领域：（1）**新能源汽车领域的业务**主要集中在锂电池设备上，包括动力电池模组/电池包 PACK 生产线、动力电池测试和检测系统；除锂电池设备外，公司还生产电动汽车动力总成设备（EDS）。（2）**燃油汽车领域的业务**主要是提供变速器和底盘系统生产线。

图 2：先惠技术主营业务为新能源汽车及燃油汽车产线系统集成



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

公司本质为工业机器人系统集成商。工业机器人系统集成商是连接上游零部件企业、机器人本体企业和下游制造企业的桥梁，首先为下游客户设计非标的产线解决方案，通过采购与自产结合的形式完成工业机器人应用的二次开发和自动化配套设备的集成，为终端客户提供完整的自动化产线解决方案。

图 3：先惠技术汽车底盘系统生产线



数据来源：先惠技术官网，东吴证券研究所

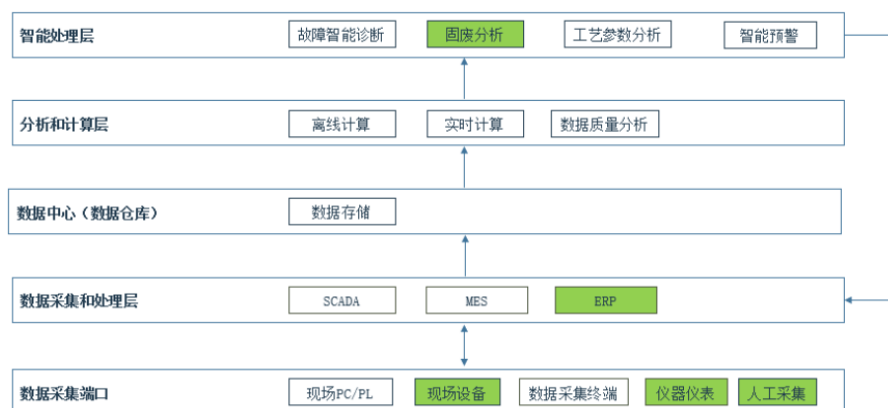
图 4：先惠技术 PACK 生产线



数据来源：先惠技术官网，东吴证券研究所

公司 2017 年收购宝宜威机电，拓展工业数据制造系统业务。工业数据制造系统主要用于对工业现场进行辅助管理、监测及大数据分析，是产线整体解决方案的重要环节。工业数据制造系统一般包括数据采集端口、数据采集处理层、数据中心（数据仓库）、分析和计算层、智能处理层五层架构。其中，数据采集端口层的 Dat@无线数据采集终端为硬件设备，其余架构主要为各类软件模块。先惠技术主要布局的是数据采集端口和处理层环节。

图 5：工业数据制造系统业务布局

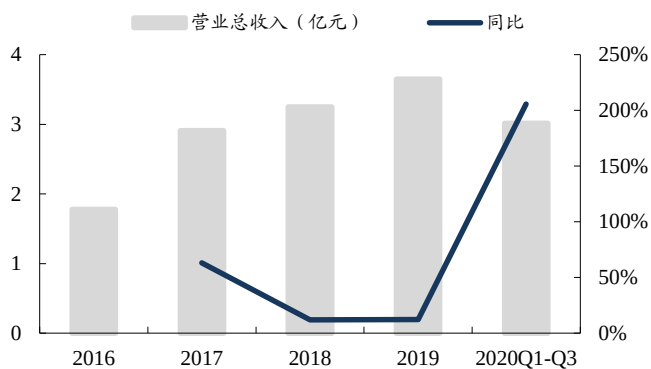


数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 营收加速增长，盈利能力高于行业平均

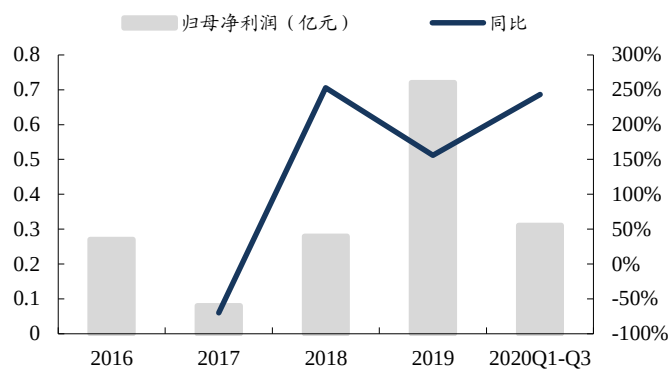
公司营业收入迈入加速增长期，2016-2019 年营收由 1.78 亿元增长至 3.65 亿元，年均复合增长 27%，2020 年前三季度公司实现营收 3.02 亿元，同比+206%。2016-2019 年公司归母净利润由 0.27 亿增长至 0.72 亿元，年均复合增长 39%，2020 年前三季度公司实现归母净利 0.31 亿元，同比+243%，主要受益于营业收入的增长和综合毛利率的提升。

图 6：营业收入增速维持 10%以上



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

图 7：2019 年归母净利润 0.72 亿元，同比+156%



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

在手订单充足，短期营收增长高确定性。（1）从订单金额方面来看，截至 2020 年 8 月 4 日，公司在手订单金额达 4.69 亿元，相较 2017 年末在手订单金额 2.2 亿元，2018 年末在手订单 1.6 亿元，公司在手订单金额较以前年度显著增长。（2）从订单质量方面来看，在手订单合计金额较大的客户主要为上汽大众系、上汽集团系、一汽集团系、华晨宝马、北京奔驰、孚能科技、潍柴动力、采埃孚系、德国大众系等境内外知名企业，订单质量高。

公司 2021 年 1 月 1 日公告与宁德时代签订 2.3 亿元（含税）大订单，2021 年 1 月 13 日公告与孚能科技签订 3.4 亿元（含税）模组线大订单，两份订单合计 5.7 亿元，为公司 2019 年营收 3.65 亿元的 1.6 倍。我们认为，先惠与孚能、宁德连续签订大单，一方面代表获得主流电池企业的认可，2021 年先惠获得宁德时代年度供应商大会的质量优秀奖，未来将显著受益于龙头电池厂扩产；另一方面，电池模组/PACK 线最优质的客户有两类，一类是对产品要求高，对应有高附加值——戴姆勒、大众、宝马等（孚能科技软包电池主要供应戴姆勒等车企巨头）；一类对交货周期要求也高，对应公司的同样人员和场地的周转速度会变快，对公司规模上台阶有非常大帮助——宁德时代等，公司和孚能、宁德时代也有利于提高自身的盈利能力和营运效率。

表 1: 公司在手订单充足 (截至 2020 年 8 月 4 日, 单位: 万元)

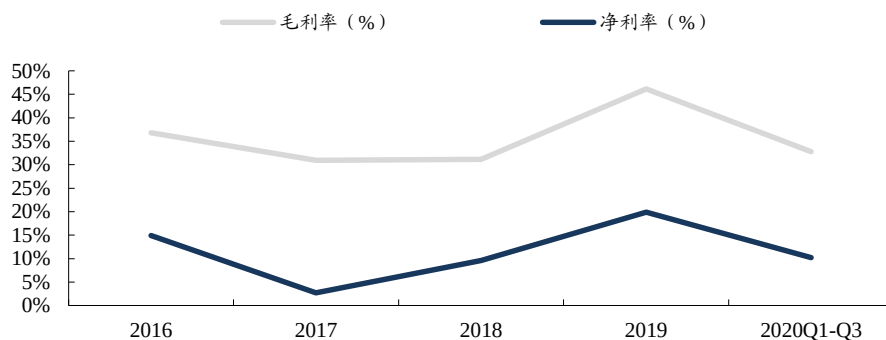
预计产生收入时间	新能源汽车智能 自动化装备业务	燃油汽车智能自 动化装备业务	工业制造数据系 统业务	其他	金额合计 (含 税)
2020Q2	6,881.35	759.07	407.65	-	8,048.07
2020Q3	5,000.38	8,805.46	460.05	498.00	14,763.89
2020Q4	10,047.18	6,747.86	1,424.33	-	18,219.37
2021Q1	5,866.44	-	-	-	5,866.44
2021Q2	-	-	6.61	-	6.61
金额合计 (含税)	27,795.35	16,312.39	2,298.64	498.00	46,904.39

数据来源: 先惠技术招股说明书, 东吴证券研究所

2016-2019 年, 公司综合毛利率分别为 36.8%、30.9%、31.1%和 46.1%, 高于同行业可比公司平均水平。主要原因为可比公司可比业务内具体的细分产品存在差异, 导致毛利率亦有差异。先惠技术侧重装配与检测生产线产品, 技术门槛相对较高, 因此毛利率略高于行业平均。2017-2018 年公司毛利率偏低, 主要系公司为开拓客户, 做出适当价格让利, 导致重大项目毛利率偏低。

2019 年毛利率大幅提升 15pct, 主要受益于新能源汽车领域业务毛利率大幅增长及其营收占比上升。我们认为, 2019 年公司毛利率提高的原因主要为: (1) 通过自产自研降低成本。先惠 PLC 代码、PC 代码、通讯代码、电子代码等一系列软件代码以及机械设计均为自研自产。此外针对不同电池, 公司生产控制系统具有相同的底层标准化模块, 不仅节约了场地占地面积, 还提升了订单交付速度, 规模效应显著。(2) 掌握机加工设备保证产品质量。公司机加工件 50%为自制, 自投龙门加工中心等机加工设备, 投资金额在行业内处于领先地位。我们判断, 公司上市募资后将进一步加大投入, 未来在武汉的硬件投入一部分会投资于机加工设备。通过自己掌握机加工设备技术, 有利于公司保证项目进程和产品质量。

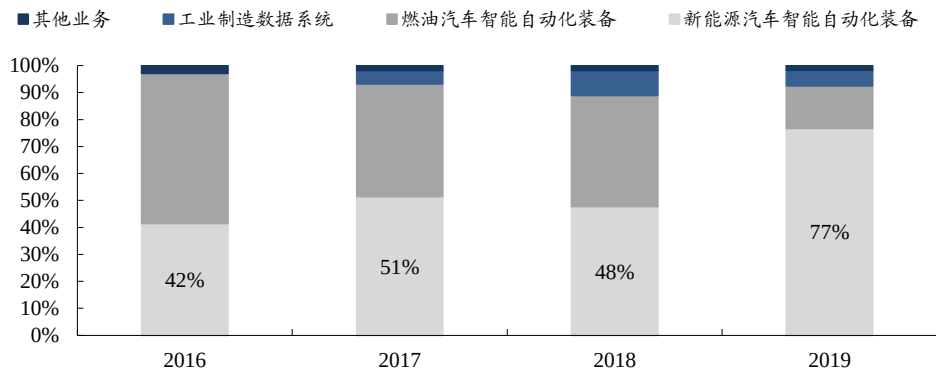
图 8: 毛利率维持 30%以上, 高于行业平均



数据来源: 先惠技术招股说明书, 东吴证券研究所

公司的新能源汽车领域业务发展迅速，2019 年毛利率为 46.7%，同比+25.5pct，高于同期燃油汽车 38.6%的毛利率，且营收占比由 2018 年的 48%增长至 2019 年的 77%，拉动整体毛利率提升。未来随着全球电动化率的快速提升，公司新能源汽车领域的业务的营收占比有望进一步提高。

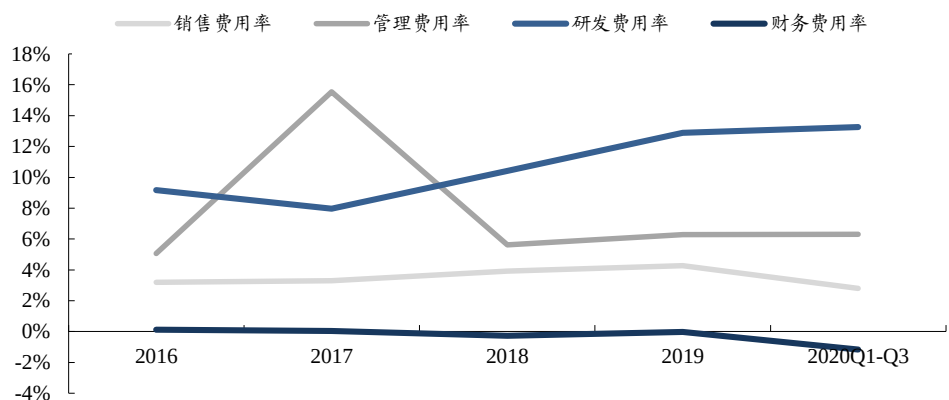
图 9：2019 年新能源汽车领域业务占比大幅提升



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

公司 2016-2019 年期间费用率分别为 17.56%、26.83%、19.68%和 23.42%。拆分来看，公司管理费用率分别为 5.06%/15.54%/5.63%/6.29%，2017 年管理费用率大幅增长，主要系控股股东增资确认股份支付金额 3114 万元，在去除股份支付影响金额后，2017 年管理费用由 15.54%调整为 4.82%，整体期间费用率由 26.83%调整为 16.11%。公司近年期间费用率上升的主要原因系研发投入逐年增长，2016-2019 年研发费用率分别为 9.17%/7.97%/10.41%/12.88%，明显高于同行业可比公司，体现出公司坚定技术驱动型发展战略，围绕细分领域构筑核心技术优势。

图 10：期间费用率总体维持稳定，其中研发费用率逐年上升

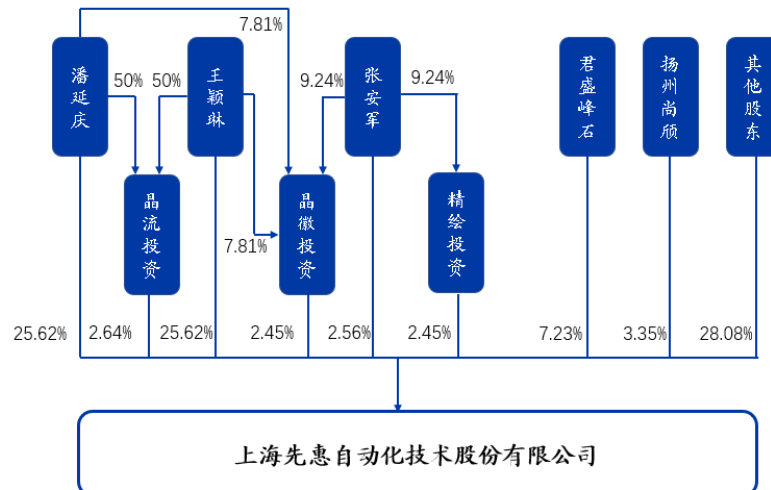


数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 股权结构集中，创始人实际控制超 50%

截至 2020Q3，公司控股股东为潘延庆和王颖琳，两人持股比例完全对等，皆持有先惠技术 27.13% 的股权，合计持股 54.26%，此外张安军总计持有 3.01% 的股份。

图 11：公司前两大股东合计持股 54.26%



数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

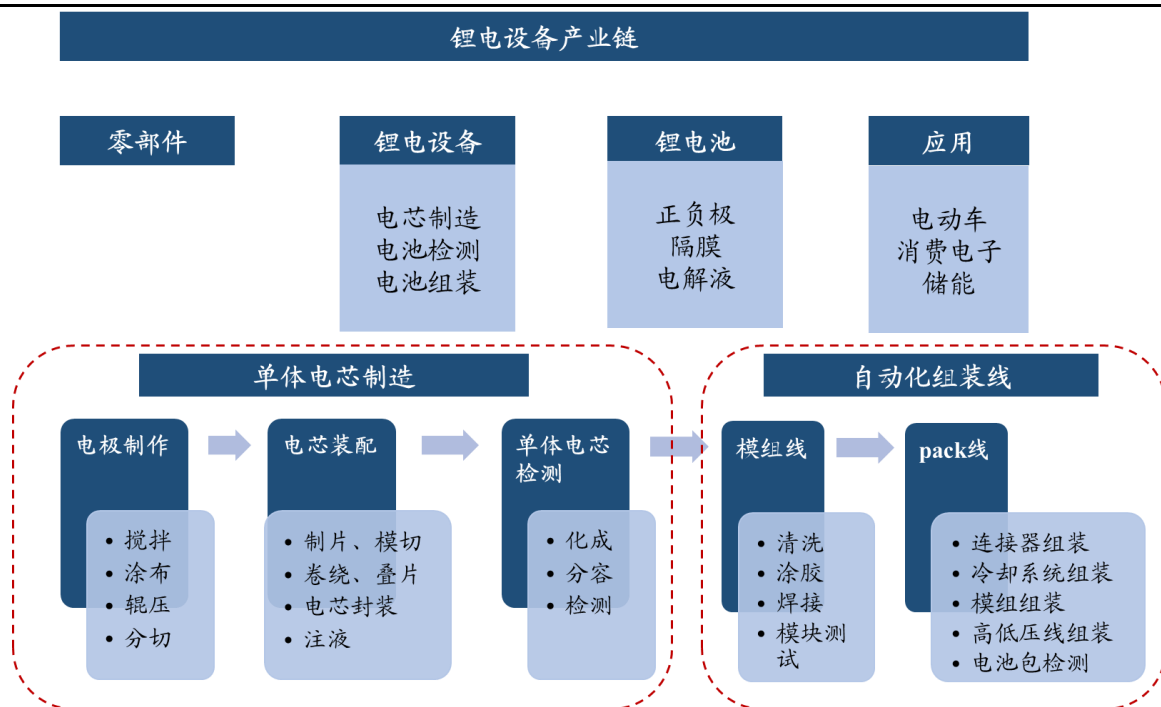
2. 动力电池产能扩张进入新周期，自动化组装线供应商迎发展良机

2.1. 从单体电芯到自动化模组再到电池包，模组线+PACK 线为关键设备

锂电设备根据生产工艺主要分为单体电芯段设备和自动化组装产线。其中，（1）**单体电芯段设备**包括：前段设备（电极制作阶段）、中段设备（电芯装配阶段）、后段设备（单体电芯检测阶段）；（2）**自动化组装产线**包括：模组线和 PACK 线。

先惠技术在新能源车行业的业务即电池自动化组装线。自动化组装产线集合了计算机，电气，机械，工业设计等专业要求，涉及到的主要设备包括机械臂，MES 系统，机器视觉，上下料设备，贴胶设备，检测设备等多种技术工艺手段。**一条典型的模组线+PACK 线包括：**把来料电芯及其他机械和电气零配件来料进行自动化或半自动化装配，激光焊接和测试，依次形成电芯模块、电池模组，最终形成合格电池包产品。**目前在模组线和 PACK 线市场，中国的高端供应商较少，先惠的竞争对手主要是 ABB，蒂森克虏伯，柯马自动化。**

图 12：自动化组装产线，即将单体电芯装配为电池模组（模组线）及电池包(PACK 线)

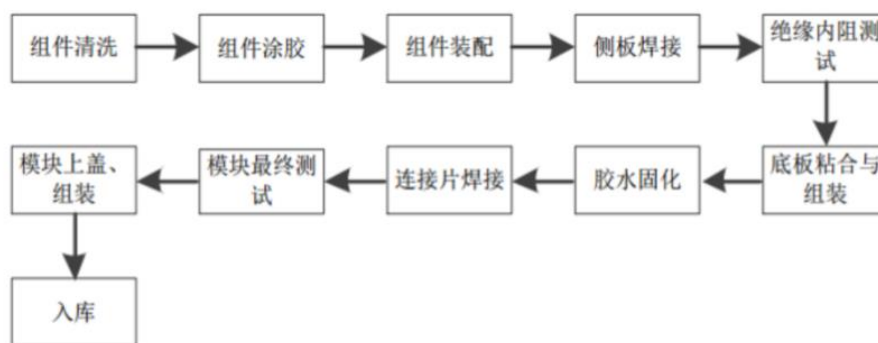


数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

具体将模组和 PACK 分开来看，模组是把一定数量的单体电芯连接形成一个单独的模块：由于单节电芯的容量有限、电压很小，因此将电芯串联或并联在一起，可以使电池容量增大、电压升高。目前主要有三大类模组：（1）390 模组，长度为 390-400mm，是 2-3 年前的主流模组型号；（2）590 模组，长度为 590-690mm，比 390 模组大很多，因此模组容量也更大；（3）特大模组，具体案例为：特斯拉的最大模组长度接近 2 米，一辆车只有 4 个模组。对标大众 MEB 的 590 模组，一辆车需要 12 个模组。

锂电池模组工艺流程：将每个模组需要的电芯、侧板、端板等组件进行配对、清洗，然后将电芯、端板和侧板涂胶进行粘合、组装；之后将侧板焊接，测试绝缘内阻，粘合底板并组装，待胶水固化后焊接连接片，进行模块测试，最后组装好顶盖并入库。

图 13：锂电池模组工艺流程

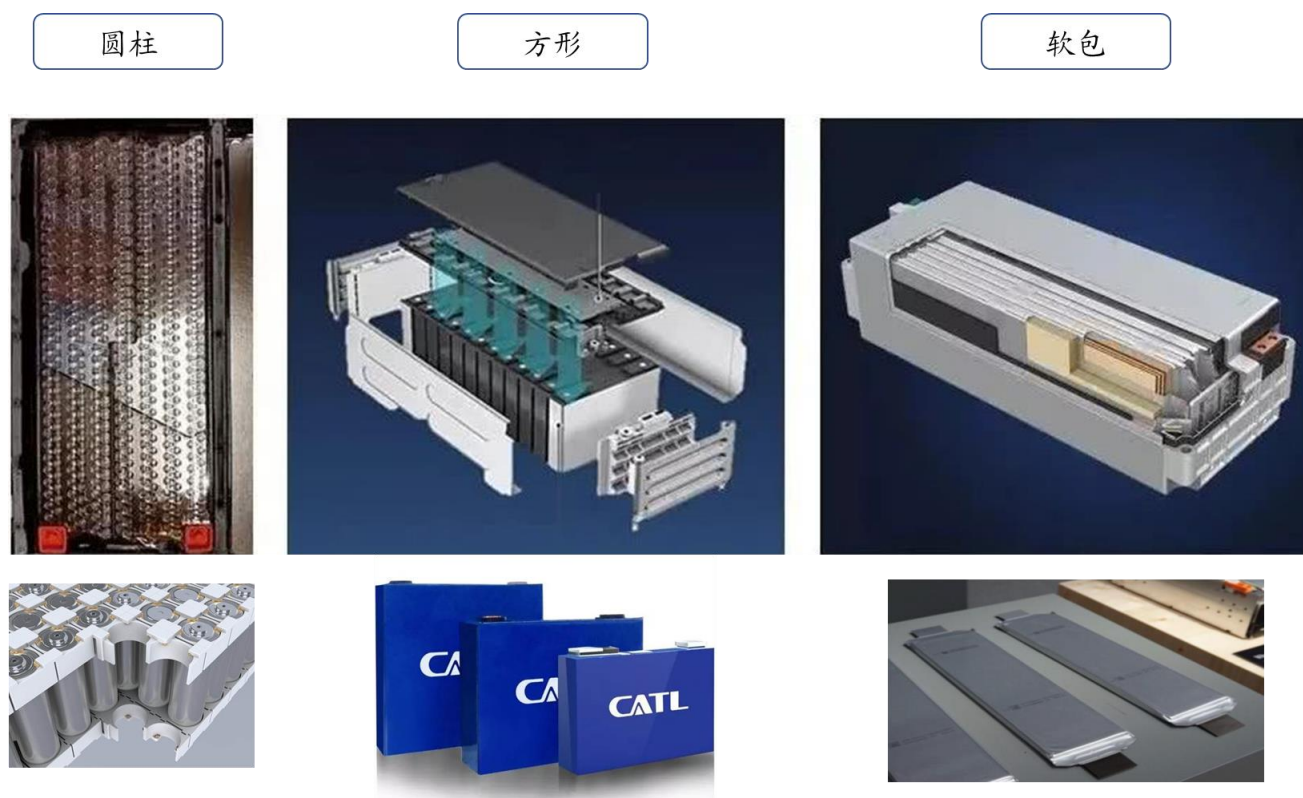


数据来源：CATL 招股说明书，东吴证券研究所

目前模组线的客户一般是电池厂，但未来趋势是整车厂客户逐渐变多。目前整车厂自己做模组的比较少，因为电池厂一般做模组的规模效应较高，但对产品要求特别高的整车厂（如宝马）也会自己做模组。

按电池类型来分，先惠的模组线以方形和软包为主，圆柱项目也有跟踪涉及。由于方形电池工艺简单且更加成熟，软包电池安全性高、能量密度大，我们判断未来方形和软包电池都将是市场主流电池类型。目前公司客户中，大众欧洲使用软包电池，国产大众使用方形电池；宝马主要使用方形电池，也在尝试软包；戴姆勒主要使用软包电池。

图 14: 圆柱、方形、软包电池对应的模组结构



数据来源：先惠技术，东吴证券研究所

PACK: 模组和车进行连接，需要一个箱子将模组以及温控系统、冷却系统、防护系统装进去，最后形成电池包，称之为 **PACK**。PACK 后的电池包装在汽车的底座上面，汽车的电动件就可以在电池包中取电，电池包通过控制系统将电充给每个模组，模组再通过控制系统充给每个电芯；充电桩也可以给电池包充电。

图 15: 电池包 PACK 的结构



数据来源：先惠技术，东吴证券研究所

电池包 PACK 工艺流程：先将需要的连接器组装到下箱体上，装入冷却系统，将对应的模组装入外壳，连接高低压线束，紧固上盖；之后进行冷却系统及箱体的密封性测试；通过之后进行电池包的最终测试，合格之后入库。PACK 自动化生产线主要承担三个功能：传送、组装和检测。PACK 自动化产线针对不同类型的电池技术路线均适用，不管是方形，软包，还是圆柱电池；电解液锂电池还是固态电池，都需要用到 PACK 自动化产线。

图 16: PACK 工艺流程



数据来源：CATL 招股说明书，东吴证券研究所

目前整车厂致力于向自主承包 PACK 的方向发展，扩产规划量巨大，先惠 PACK 线客户有望向整车厂转移。通常来讲，主流车厂研发能力强，且规模效应明显，因此经常自己做 PACK，如宝马、奔驰等企业是自产 PACK；小车厂的研发能力相对较弱，因此通常外包 PACK，如蔚来等企业是直接购买 PACK 电池包。

从锂电池单体电芯到自动化模组再到电池包的整个过程中，模组线和 PACK 线的自动化程度是决定生产效率与生产成本的关键因素。在人力成本高企背景下，为了进一步实现生产效率的提升和成本的下降，锂电池生产商大力推进 PACK 自动化生产线的应用是势在必行的。先惠目前的模组线和 PACK 线自动化率明显优于国内外同行。目前先惠出品的模组线自动化率最高 95%，行业平均水平为 40-70%；先惠 PACK 线自动化率最高的是 89%，行业平均是 5-20%。我们认为，当前模组线+PACK 线机器换人是大势所趋，先进产能拐点将至利好先惠。

图 17: PACK 产线中的自动化设备



数据来源：先惠技术官网，东吴证券研究所

图 18: 先惠自产的 AGV 技术水平已超德国



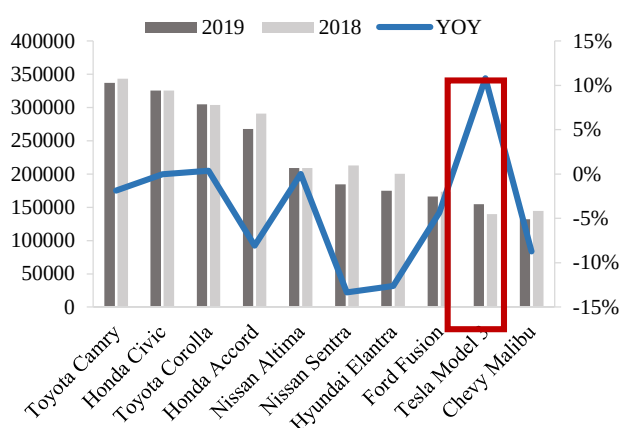
数据来源：先惠技术官网，东吴证券研究所

模组线+PACK 线的价值量与自动化程度呈正相关。行业内模组线的自动化率一般不超过 70%，PACK 线一般不超过 20%，而先惠的模组线最高自动化率已经达到 95%，PACK 线最高已达 89%。以往由于模组线和 PACK 线自动化率低，投资额普遍低于单体电芯段设备。但当模组线+PACK 线自动化率达到 85%，其价值量可以达到单体电芯段设备的 80-90%，其中模组线和 PACK 线的价值量是 1: 1，合计单 GW 投资额 1.2 亿。

2.2. 全球动力电池开启产能扩张新周期，设备需求强劲

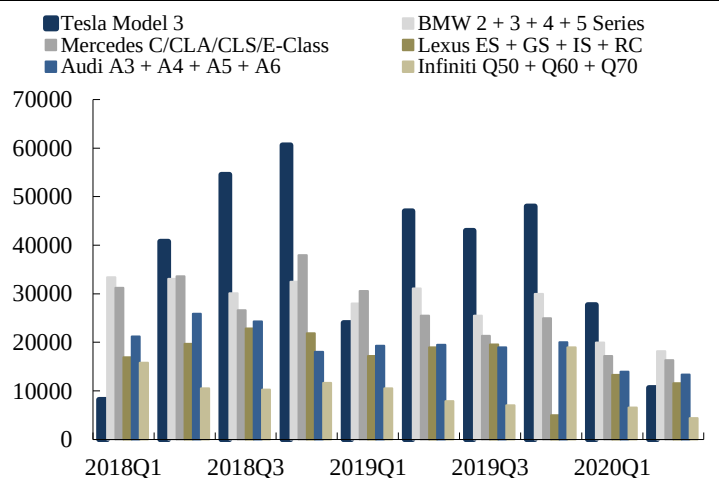
特斯拉销量位居豪车品牌第一获得充分验证，带动全球电动化提速势不可挡。2018Q2 开始，特斯拉凭借 MODEL 3 一款车的销量，在美国市场超过奔驰等其他豪车品牌成为第一。2020 年 1-7 月，特斯拉全球累计销量为 20.2 万辆，同比+14%，在全球新能源车行业市占率为 18%，在美国市占率达 65%，新能源汽车的强劲需求得到充分验证。新车型 Model Y 进度远超计划，2020 年 1 月份开始生产，3 月份开始交付；2021 年 1 月 1 日，国产 Model Y 正式上市借助中国本土制造业强大的降成本能力，将有望进一步提高电动车性价比，在大众市场开始普及，将进一步引领电动化趋势。

图 19: 美国特斯拉 MODEL3 销量增速远超其他畅销车型（单位：辆）



数据来源：CleanTechnica，东吴证券研究所

图 20: 2018Q2 开始，特斯拉凭借 MODEL3 在美国中小型豪车市场销量跃居第一（单位：辆，以交付量为口径）



数据来源：CleanTechnica，东吴证券研究所

2010-2018 年全球电动车行业在特斯拉和中国政府政策推动下，实现 0-1 的突破，2018 年全球电动车销量突破 200 万辆，全球汽车电动化率从 0 提升至 2%。随着欧洲新一轮更加苛刻的碳排放政策于 2020 年正式实施，倒逼传统整车企业加速布局电动化战略，以大众为代表的车企巨头电动化平台车型将密集推出，预计未来两年将出现爆款车型，电动化趋势将加速，2025 年大众、奔驰、宝马等巨头将有望实现 15-25% 电动化率目标，我们预计 2025 年全球电动车销量 1800 万辆，全球电动化率将达到 16-20% 左右。而截至 2020 年 5 月，全球电动化率仅 2.92%。预计至 2025 年电动车行业将开启 8-10 倍增长之旅，CAGR 将达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。

表 2: 传统主流车企计划于 2025 年将达到 15-25% 电动化率

	2019 年电动车销量 (万辆)	销量目标	计划
大众集团	12.32	2020 年大众纯电动车的年销量达 50 万辆 。 2025 年中国产能达 150 万辆 。到 2028 年累计生产电动车 2200 万辆 。	2030 之前推出 70 款电动汽车, 从 2022 年起, 每个月都会推出一款新的电动汽车。
通用集团	9.49	2026 年之前将其全球电动汽车的年销量提高到 100 万辆 。	2020 年推出四款全新电动汽车车型, 持续推出新的电动汽车平台, 该平台将生产至少 11 款车型
戴姆勒集团	4.48	到 2020 年实现每年 10 万台电动车销售目标。至 2025 年新能源车型将占梅赛德斯-奔驰全球销量的 15%至 25%。	2020 年以后 smart 将只推出电动车, 到 2022 年, 梅赛德斯-奔驰的全部车型都将有电动版。
奥迪	5.49	计划 2025 年纯电动车和混合动力车销量达 80 万辆	2020 年推出 20 款车型, 其中纯电动车型的数量将增至 5 款, 插电式混合动力车型将增至 12 款。
宝马	12.76	2019 年宝马电动汽车销量达 15 万, 累计达到 50 万辆, 预期到 2025 年时, 电动车和插电混合动力车的销售量将会占到宝马公司全部销售量的 15-25%。	到 2025 年, 宝马集团将提供 25 款电动车型, 其中 12 款为纯电动车型。
雷诺-日产-三菱联盟	18.33	到 2022 年, 计划将其电动汽车年销量提升至 100 万台 。日产预计到 2025 年电动车将占公司总销售额的 40%, 其中中国为最大销售市场 。	计划到 2022 年推出 12 款纯电动汽车
丰田	5.08	到 2030 年, 丰田力争在全球市场实现 550 万辆以上的电动汽车年销量 , 其中零排放的纯电动及燃料电池车型力争年销量达到 100 万辆以上	自 2020 年起, 以中国市场为开端加速导入纯电动车型 。2025 年前, 在全球市场销售的纯电动车型数量将扩大到 10 种以上。
Tesla	36.78	2019 年全部车型总产能 50 万辆, 2020 年特斯拉年产能达到 100 万辆	到 2020 年发布并投产 Model Y 车型、皮卡车型以及投产 Roadster2 等

数据来源: Marklines, 新浪汽车、腾讯汽车等, 东吴证券研究所整理

电动化率提升对应的动力电池需求具有产能缺口, 接下来从新能源车销量和电池产能需求端测算全球新能源电池模组线+PACK 线市场空间。

由于模组线+PACK 线的价值量与自动化程度呈正相关, 因此我们做出三组假设:

(1) 低自动化率假设: 假设自动化率为 5%-10%, 则预计 2020 年模组线+PACK 线单 GW 价值量为 2000 万元, 且未来逐年递减; 1 条低自动化率产线对应员工数量为 70

人/班次，每班工人工作 8 小时，每天三个班次对应 210 人。

(2) 中自动化率假设：假设自动化率为 45%，则预计 2020 年模组线+PACK 线单 GW 价值量为 7000 万元，且未来逐年递减；一条中自动化率产线对应员工数量为 40 人/班次，每班工人工作 8 小时，每天三个班次对应 120 人。

(3) 高自动化率假设：假设自动化率为 85%，则预计 2020 年模组线+PACK 线单 GW 价值量为 1.2 亿元，且未来逐年递减；一条高自动化率产线对应员工数量为 8 人/班次，每班工人工作 8 小时，每天三个班次对应 24 人。

我们假设一条模组线+PACK 线产能 1.3GW，设备折旧年限为 5 年，员工年均薪酬为 10 万元，根据下表测算，单条低自动化率模组线+PACK 线对应的年设备折旧+劳动力成本为 2620 万元，中自动化率对应 3020 万元，高自动化率对应 3360 万元。从设备折旧+劳动力成本上来看，目前高自动化率比低自动化率高 28%，但随着未来人力成本上升，我们判断高自动化产线的性价比优势将逐渐显现。

表 3：目前高自动化率产线的设备折旧+劳动力成本比低自动化率产线高 28%

	低自动化率	中自动化率	高自动化率
模组线+PACK 线单 GW 投资额 (万元) ①	2000	7000	12000
单条线产能 (GW) ②	1.3	1.3	1.3
单条线投资额 (万元) ③=①*②	2600	9100	15600
设备折旧年限 ④	5	5	5
单条线年均设备折旧 (万元) ⑤ =③/④	520	1820	3120
单条线员工数量 ⑥	210	120	24
人均薪酬 (万元/年) ⑦	10	10	10
单条线员工总薪酬 (万元/年) ⑧ =⑥*⑦	2100	1200	240
单条线设备折旧+员工薪酬 (万元/年) ⑨=⑤+⑧	2620	3020	3360

数据来源：先惠技术公告，东吴证券研究所测算

根据我们测算，到 2024 年全球动力电池的产能需求将达到 1168GWh 左右，其中 2024 年当年新增产能是 310GWh。(1) 在低自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 154 亿元，其中 2024 年当年空间达 49.6 亿元；(2) 在中自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 559 亿元，其中 2024 年当年空间达

180 亿元；（3）在高自动化率假设下，2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 951 亿元，其中 2024 年当年空间达 310 亿元。

表 4：从新能源车销量和电池产能需求角度分析，预计 2020-2024 年 PACK 自动化生产线需求合计超 140 亿

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
新能源车销	国内	81.0	122.0	119.5	147.0	203.7	274.5	363.2	482.4
量（万辆）	海外	57.0	88.0	102.5	130.4	213.5	325.4	452.0	623.1
全球新能源车销量（万辆）		138.0	210.0	222.0	277.4	417.2	599.9	815.2	1105.5
全球动力电池需求量合计（GW）		52.80	90.80	108.80	144.00	231.20	347.20	489.20	689.10
产能利用率		48%	50%	52%	53%	54%	55%	57%	59%
实际产能（GW）		110.00	181.60	209.23	271.70	428.15	631.27	858.25	1167.97
新增产能测算（GW）		14.44	71.60	27.63	62.47	156.45	203.12	226.97	309.72
低自动化率假设：模组线+PACK									
线单 GW 投资额（亿元）		0.25	0.23	0.21	0.2	0.19	0.18	0.17	0.16
模组线+PACK 线需求（亿元）		3.6	16.5	5.8	12.5	29.7	36.6	38.6	49.6
中自动化率假设：模组线+PACK									
线单 GW 投资额（亿元）		0.8	0.75	0.72	0.7	0.68	0.65	0.62	0.58
模组线+PACK 线需求（亿元）		11.6	53.7	19.9	43.7	106.4	132.0	140.7	179.6
高自动化率假设：模组线+PACK									
线单 GW 投资额（亿元）		1.33	1.27	1.23	1.2	1.15	1.1	1.05	1
模组线+PACK 线需求（亿元）		19.2	90.9	34.0	75.0	179.9	223.4	238.3	309.7

数据来源：乘联会，Markliens，东吴证券研究所测算

3. 专注动力电池集成实现差异化竞争，与主机厂 PACK 浪潮共舞

3.1. 车企自建 PACK 趋势确定，相应产线供应商直接受益

目前乘用车动力电池 PACK 市场参与企业主要有三种类型，即车企、电池企业和专业第三方 PACK 生产企业。据智研咨询统计，2019 年，车企、电池企业和第三方的 PACK 市场份额占比分别为 14%、67%和 19%。早期三种模式各有优劣，在 2018 年以前形成“三分天下”的格局。

车企通过自建 PACK 形成产业链闭环，可使产品质量最优化同时降低成本；宁德时代、国轩高科等电池企业掌握核心电芯产品，能较容易进入整车产业链；而以欣旺达、普莱士为代表的第三方 PACK 企业专业程度高，拥有技术积累优势。

表 5：乘用车动力电池 PACK 市场参与者包括车企、电池企业和第三方 PACK 企业

电池 PACK 生产方	优势	劣势
-------------	----	----

电池企业		1.掌握核心电芯产品，进入整车产业链较容易	1.对整车底盘系统设计理解较差 2.技术方向不同：电芯专业在电化学材料技术，PACK 专业在机械技术
车企自建/合资 PACK 企业 (未来主流)	车企自建	1.自给自足 2.三电匹配程度高 3.便于形成产业链闭环，发挥整体优势和成本优势	1.对资金、技术要求高 2.难以与外部企业形成竞争，也难以进入其他主机厂供应链
	车企与电池厂合资		
	车企和第三方 PACK 厂合资		
	车企、电池厂、PACK 厂三分合资		
第三方 PACK 企业		1.专业程度高 2.技术积累优势	1.成本较高 2.风险划分界限不清

数据来源：OFweek 新能源汽车，东吴证券研究所整理

车企自建 PACK 趋势确定，第三方 PACK 市场空间不断萎缩。一方面，随着行业提质降本的需求日益提升，现阶段对车企而言，通过自建 PACK 产线可以降低动力电池采购成本，提升电芯采购话语权。另一方面，通过与一线动力电池企业合资组建 PACK 厂，也能达到维稳电芯供给需求、降低采购成本的目的。另外电池企业将电芯卖给第三方 PACK 厂的意愿也较低，主要系出货价格不高，且安全问题的责任划分较难。在此背景下，第三方 PACK 的核心优势逐渐消减，未来车企自建或合建 PACK 产线将成为主流。

近年来，在补贴退坡和市场竞争加剧等压力下，大批主机厂开始通过自建或合资建设的方式切入 PACK 领域，将动力电池包供应模式从电池企业提供逐步转向车企自供，进而提升车企的市场竞争力和降低成本。在此背景下，电池企业和第三方 PACK 企业的市场份额遭到明显挤压，主机厂 PACK 市场份额不断提升。2019 年，PACK 装机量前 20 的企业中，包含 11 家车企、7 家电芯厂及 2 家第三方 PACK 企业，装机容量占比分别为 54.4%、33.9%和 11.7%。

表 6：2019 年 PACK 装机容量前 20 企业中车企占 11 家，车企合计装机容量占比达 54.4%

		2018 年		2019 年	
	PACK 企业	装机数量 (套)	装机容量 (KWh)	装机数量 (套)	装机容量 (KWh)
1	比亚迪	71590	3338303	135434	7315237
2	宁德时代	46445	3837073	70073	5843129
3	普莱德	27093	689917	52493	2696706
4	捷新动力	46387	872773	34958	1394464
5	国轩高科	28515	854021	27460	1268064
6	长安汽车	8813	313682	21878	1075420
7	长城汽车	3077	81380	20851	888753
8	上汽大众			18254	803795
9	江淮华霆	1714	75502	18147	537102
10	威睿电动	1516	16979	14547	510435
11	华晨宝马	3293	42480	12668	481233

12	蜂巢能源			11263	394001
13	鹏辉能源	2141	48319	10973	390911
14	多氟多新能源	2714	52303	10767	378382
15	欣旺达	489	14677	10680	302588
16	新中源丰田			10452	283925
17	威马汽车	2	109	9099	282436
18	卡耐新能源	3039	57981	8948	277723
19	比克电池	6551	124501	8152	271778
20	捷威动力	839	31882	6228	265434

数据来源：GGII，东吴证券研究所

备注：红色字体为车企

公司已积累稳定的车企大客户资源，且主要客户在行业内具有重要地位。公司主要客户包括上汽大众系、上汽集团系、德国大众系、一汽集团系、宁德时代新能源、华晨宝马、采埃孚系和吉利系。目前汽车行业已进入了相对成熟的发展阶段，上汽集团、一汽集团等大型汽车集团通过自主品牌及与国际知名汽车品牌合资经营的方式，占据了国内中高端汽车领域的大部分市场，形成了寡头垄断的竞争格局。公司凭借自身渠道资源，与大型汽车集团形成长期合作关系，未来有望充分受益于下游汽车客户的自建或合建 PACK 产线。

图 21：公司主要客户包括大众系、上汽系、一汽系等知名汽车品牌



数据来源：先惠技术官网，东吴证券研究所

3.2. 深耕细分赛道构筑核心壁垒，差异化竞争实现弯道超车

资源整合、行业理解和资金规模是系统集成行业三大核心竞争力。由于系统集成项目大都是非标化、定制化，与下游客户联系紧密，因此需要深入的行业理解和资源积累，跨行业扩张较为困难。成功的系统集成商往往聚焦少数甚至一个行业，与下游巨头建立紧密的合作关系，同时围绕该赛道构筑非标化核心技术壁垒。另外由于项目周期长，企业资金链的稳定也是关键。

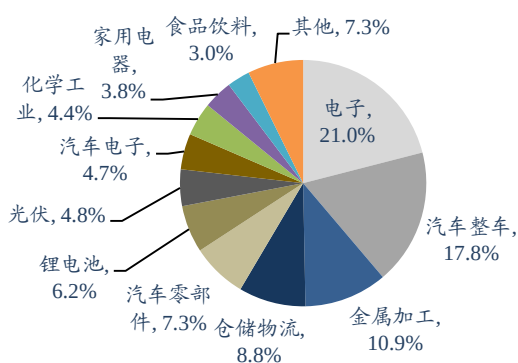
图 22：资源整合、行业理解和资金规模是系统集成三大核心竞争力



数据来源：知网，东吴证券研究所整理

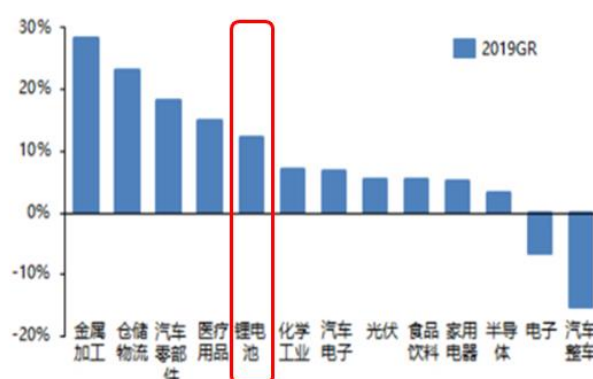
电动汽车行业发展将为系统集成商带来新增长。根据 MIR 数据，截至 2020 年 6 月，9456 家国内系统集成商中，覆盖汽车整车、零部件行业的合计占比 25.1%，电子领域集成商占比 21%，金属加工领域集成商占比 10.9%，锂电池领域集成商占比 6.2%。目前中国传统汽车集成行业趋于饱和，但在电动汽车的发展带动下，汽车电子和锂电池行业为集成商市场提供了新的增长动力。2019 年锂电池行业系统集成增速超 10%，在所有行业中排名第五，预计未来将随电动汽车行业一同高速增长。

图 23：截至 2020 年 6 月，覆盖汽车整车、零部件的系统集成商在国内占比 25.1%



数据来源：MIR，东吴证券研究所

图 24：2019 年锂电池系统集成增速超 10%



数据来源：MIR，东吴证券研究所

公司将业务重心由燃油车智能装备转移至动力电池领域系统集成这一空间更大的蓝海赛道，我们认为良好的赛道选择是公司成功的关键。

第一，系统集成行业国内空间大。集成行业竞争格局比较分散，国产厂商最有望实现弯道超车。系统集成业务是工业机器人制造商的必经之路，系统集成环节的技术难度比工业机器人本体、核心零部件等环节低，其商业模式更倾向于轻资产模式，市场空间大约是本体环节的 3-4 倍，是大多数国产的工业机器人厂商必然会拓展的环

节。国产厂商凭借对细分行业的深度理解，相对外资企业而言，本土化服务更具有性价比优势，包括渠道优势、价格优势、工程师红利等。

第二，选对高增长竞争小的细分锂电 PACK 赛道。国内汽车行业集成商主要集中在焊接、加工及上下料、设备间搬运、涂装和一般组装环节，而专注动力电池领域的集成商较少。2007 年公司以燃油汽车装备起家，而后敏锐地发现了电动汽车的行业前景，并于 2013 年进军锂电 PACK、动力总成等电动汽车领域系统集成。初期电池 PACK 行业较小，公司凭借积累的客户资源和对汽车行业的理解抓住机遇迅速成长，目前已在细分领域构筑了核心竞争优势，成为动力电池系统集成领域的领先企业。

表 7：公司深耕动力电池领域系统集成，避开红海赛道实现差异化竞争

企业	下游领域	业务介绍	市场空间	2019 年营收 (亿元)	2019 年毛利 率
先惠技术	新能源汽车	锂电系统集成专业供应商，主要客户涵盖国内外知名汽车集团	大	3.65	46%
先导智能	新能源汽车	国内锂电设备龙头，具备整线设备交付能力，主要客户涵盖包括宁德时代、全球龙头电池厂	大	46.84	39%
克来机电	汽车/自动化	国内汽车电子设备专业供应商，客户包括博世集团、大众集团、上汽集团、一汽大众、延锋江森等	中	7.96	30%
杭可科技	新能源汽车	国内锂电后道化成设备专业供应商，主要客户包括 LG、三星等国际电池厂	大	13.13	49%
天准科技	3C 电子/汽车	国内机器视觉领导者，客户包括苹果、三星、富士康、博世等	中	5.41	46%
瀚川智能	汽车电子	汽车电子系统集成领导者，全球前十大汽车电子零部件厂商中，有七家公司客户	中	4.57	36%
江苏北人	汽车焊装	汽车焊接系统集成专业供应商，客户包括上海航发、黎明股份、赛科利等	大	4.73	24%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3.3. 募资扩产突破产能瓶颈，助力公司业绩释放

募资解决产能问题，为业绩释放提供保障。公司目前最大的瓶颈是产能问题，此前由于场地不足，产能扩张受限。公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元，用于建设武汉基地扩张产能（3.5 亿）和补充流动资金（0.6 亿），工厂面积 4 万平方米。受疫情影响武汉项目推迟了 10 个月，产能释放有所延迟，但整体产能规划不受影响。2021 年 1 月 23 日公告使用超募资金投建长沙基地，工厂面积约 4 万平方米，预计 2022 年 3 月投产。另外，上海基地也计划扩至 4 万平方米，预计 2022 年 Q3 投产，我们预计 2022 年底三大基地全部建设完毕，为产能爬坡提供充足场地。

在场地充足的基础上，先惠的模块化研发为公司快速突破产能瓶颈提供了保障。无论是软包电池还是方形电池，先惠生产控制系统的底层模块是相同的，在产能爬坡过程

中，工程师只需要做一个个小的模块的复制即可，在降低运营管理成本的同时，也放宽了对后续技术人员的要求。三大基地扩建完成后，先惠的硬件制造能力将提升 3-4 倍，充分解决产能瓶颈问题。伴随接单能力的大幅提升，我们判断 2022 年的业绩有望超预期。

表 8: IPO 募资扩产突破产能瓶颈

序号	项目名称	子项目	投资总额（万元）	募集资金投入（万元）
1	高端智能制造装备研发及制造项目	高端智能制造装备制造	30000	28940
		研发中心	5000	5000
2	补充流动资金	-	6000	6000
合计			41000	39940

数据来源：先惠技术招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设与盈利预测

核心假设：

新能源汽车领域（锂电池 Pack、动力总成、检测）：新能源汽车领域系统集成是公司近年发展的重点板块，目前公司在该细分赛道处于领导地位，与上汽大众、上汽集团、一汽集团、华晨宝马等知名车企建立了稳定合作关系。未来随着电动汽车投资增长，新能源汽车系统集成业务也将继续高速增长。预计 20-22 年新能源汽车领域系统装备毛利率为 38%/39%/40%，收入为 4.4/13.3/19.6 亿元。

燃油汽车领域（变速器、底盘系统）：公司以燃油单机装备起家，产品受到国内外知名车企认可，公司与大客户合作稳定，但车企燃油汽车投资未来预计逐步下降。预计 20-22 年燃油汽车领域系统装备毛利率为 30%/30%/30%，收入为 0.55/0.52/0.43 亿元。

工业制造数据系统：公司 2017 年收购实际控制人潘延庆控制的宝宜威机电，拓展工业数据制造系统业务。利用硬件集成+软件数据资源覆盖全生命周期管理将是系统集成行业的趋势，工业制造数据系统重要性日益提升。预计 20-22 年工业制造数据系统毛利率为 58.0%/58.2%/58.4%，收入为 0.24/0.28/0.32 亿元。

盈利预测：

预计公司 20-22 年营业收入为 5.3/14.17/20.43 亿元，同比增长 44%/170%/44%，归母净利润为 0.70/1.98/3.04 亿元，同比增长-3%/184%/54%。

表 9：先惠技术营收拆分

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新能源汽车自动化装备	155.47	280.15	440.00	1330.00	1960.00
YOY	4%	80%	57%	202%	47%
毛利率	21%	47%	38.0%	39.0%	40.0%
燃油汽车自动化装备	133.81	57.62	54.74	52.00	43.23
YOY	10%	-57%	-5%	-5%	-17%
毛利率	39.0%	40.0%	30.0%	30.0%	30.0%
工业制造数据系统	30.13	21.08	24.35	28.12	32.48
YOY	106%	-30%	16%	16%	16%
毛利率	62%	59%	58.0%	58.2%	58.4%
其他业务收入	5.84	6.10	6.41	6.73	7.06
YOY	17%	4%	5%	5%	5%
毛利率	44.97%	46.50%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	325.25	364.95	525.49	1416.85	2042.77
YOY	12%	12%	44%	170%	44%
综合毛利率	31.14%	46.11%	38.12%	39.06%	40.08%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 公司估值

可比公司估值方面，先惠技术是国内新能源汽车动力电池系统集成领先企业，已与多个国内外大型汽车企业建立稳定合作关系，锂电 PACK 成为新的业务增长点。我们选择了国内以锂电设备/汽车电子领域系统集成为主营业务的 A 股上市公司先导智能、杭可科技、克来机电作为可比公司。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.92、2.60、4.00 元，当前股价对应动态 PE 分别为 93 倍、33 倍、21 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值（PE）

		2020/1/28	市值	净利润（亿元）			PE		
		股价	（亿）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300450.SZ	先导智能	88.00	798.44	7.0	10.9	14.8	114	73	54
603960.SH	克来机电	35.28	92.06	1.5	2.2	3.2	61	42	29
688006.SH	杭可科技	70.30	281.90	5.1	7.5	11.0	55	38	26
可比公司平均							77	51	36
688155.SH	先惠技术	85.50	64.66	0.7	2.0	3.0	93	33	21

数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据更新到 2021 年 1 月 28 日收盘价）

5. 风险提示

汽车行业波动风险。公司将主要资源集中于新能源汽车动力电池、动力总成、燃油汽车底盘系统、变速器等汽车制造的细分领域。汽车产业属于周期性行业，受宏观经济环境的波动影响，若汽车产销量下滑将对汽车领域智能制造装备行业的整体市场需求带来消极影响。

业务拓展不及预期。公司目前产品结构和应用领域较为单一，下游行业集中度较高。发行人需要不断开拓市场以保证经营业绩持续增长。发行人产品的市场开拓存在一定的不确定性，可能面临市场开拓不及预期的风险，进而对发行人的经营业绩造成不利影响。

市场竞争加剧风险。近几年国内外许多厂商都在加大智能制造装备产业的投入，目前公司在技术水平、品牌知名度、资金及技术人员储备方面与国际知名企业还存在一定差距，如果未来公司不能迅速提高经营规模，增强资本实力，扩大市场份额，将面临较大的市场竞争风险。

先惠技术三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	614	1383	2092	2711	营业收入	365	525	1417	2043
现金	166	713	332	219	减:营业成本	197	325	863	1224
应收账款	249	360	951	1343	营业税金及附加	3	3	7	12
存货	173	267	710	1006	营业费用	16	23	62	90
其他流动资产	26	42	99	143	管理费用	297	100	263	370
非流动资产	46	167	275	377	财务费用	-0	-7	-8	-4
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	11	108	208	308	加:投资净收益	0	1	0	0
在建工程	13	39	47	49	其他收益	-45	0	0	0
无形资产	12	12	12	11	营业利润	83	82	230	351
其他非流动资产	9	9	9	9	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
资产总计	660	1550	2367	3088	利润总额	83	82	230	351
流动负债	240	416	1032	1445	减:所得税费用	10	10	28	42
短期借款	3	0	0	0	少数股东损益	1	2	4	5
应付账款	106	169	438	604	归属母公司净利润	72	70	198	304
其他流动负债	131	246	594	842	EBIT	127	75	222	347
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	130	81	237	372
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	247	422	1038	1452	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	11	13	17	22	每股收益(元)	1.27	0.92	2.60	4.00
					每股净资产(元)	7.10	14.67	17.26	21.24
归属母公司股东权益	403	1115	1312	1614	发行在外股份(百万 股)	57	76	76	76
负债和股东权益	660	1550	2367	3088	ROIC(%)	30.3%	12.9%	22.3%	22.2%
					ROE(%)	17.9%	6.3%	15.1%	18.8%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	46.1%	38.1%	39.1%	40.1%
					销售净利率(%)	19.7%	13.3%	14.0%	14.9%
经营活动现金流	78	26	-258	16	资产负债率(%)	37.4%	27.3%	43.9%	47.0%
投资活动现金流	-14	-118	-122	-127	收入增长率(%)	12.2%	44.0%	169.6%	44.2%
筹资活动现金流	19	639	-1	-2	净利润增长率(%)	155.8%	-3.0%	183.6%	53.5%
现金净增加额	82	548	-381	-113	P/E	67.42	93.11	32.83	21.39
折旧和摊销	3	6	15	25	P/B	12.04	5.83	4.95	4.03
资本开支	-19	-118	-122	-127	EV/EBITDA	39.28	65.13	24.88	16.94
营运资本变动	-11	-52	-475	-318					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>