

全球锂电设备龙头，受益新一轮锂电扩产浪潮

——先导智能深度报告

投资要点

□ 全球锂电设备龙头，过去3年净利润复合增速为38%

公司是全球领先的锂电设备供应商，定位为先进的专用设备平台型企业。2017-2019年公司归母净利润复合增速为38%，2019年ROE为18%。

□ 预计2025年全球锂电设备市场空间为1042亿元，复合增速达41%

1) 国内: 2021年电动车销量有望大幅增长，国内锂电厂商加快扩产进度。预计宁德时代等国内主要锂电企业2020-2022年的新增产能分别为94/161/188GWh，预计未来两年新增产能复合增速达42%，潜在新增产能需求超过900GWh。

2) 海外: 2020年欧洲电动车共销售140万辆，同比增长137%，超越中国成为全球第一大市场。德国希望到2030年欧洲本土电池配套比例提升至30%，潜在产能需求超700GWh。

□ 公司竞争优势明显：客户优质、重视研发、激励充分、运营高效

深度绑定宁德时代，2019年后者及其关联公司收入占比达38%。预计2020-2023年有望为公司带来44/62/76/96亿元的锂电设备收入，分别为2019年营业收入的94%/132%/162%/206%。2020年10月公司拟发行股票引入战投宁德时代，发行完毕后，后者将持有公司7.1%的股份，成为公司的第二大股东，在技术、市场、品牌、渠道等诸多方面发挥积极作用。公司高度重视研发；上市以来实施两次股权激励；应收账款及固定资产周转率高于可比公司均值，反映公司运营高效。

□ 多元化发展，打造非标自动化设备的龙头

上市公司成立八大事业部，除锂电设备外，光伏设备、汽车智能产线、智能物流、3C智能设备有望取得较大突破。锂电设备产值仅占智能装备行业的1%，公司有望将先进的研发、管理经验复制到其他领域，成为非标自动化设备龙头。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2020-2022年的归母净利润分别为9.1/15.8/22.8亿元，同比增速分别为18%/74%/45%，对应的PE分别为84/48/33倍。参考可比公司2021年平均PE水平，同时考虑到公司在锂电设备的行业龙头地位，给予公司2021年60倍PE，目标价为105元，维持“买入”评级。

□ 投资风险

下游锂电企业扩产低于预期；新业务拓展低于预期；单一客户依赖度较高。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4684	5798	9378	13229
(+/-)	20%	24%	62%	41%
净利润	766	905	1576	2280
(+/-)	3%	18%	74%	45%
每股收益(元)	0.87	1.00	1.61	2.33
P/E	98	83	47	33
ROE	20%	20%	23%	24%
PB	17.5	15.0	9.2	7.7

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥84.93

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005
电话: 18610723118
邮箱: wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 张杨

电话: 15601956881
邮箱: zhangyang01@stocke.com.cn



相关报告

- 1《先导智能点评: 中标宁德时代32亿合同, 明后年业绩高速增长》2020.11.11
- 2《先导智能: 三季报业绩超预期; 锂电设备龙头订单逐季向好》2020.10.30
- 3《先导智能: 引入战投宁德时代, 设德国子公司加速拓展海外市场》2020.09.15

2020.09.16

投资故事

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 9.1/15.8/22.8 亿元，同比增速分别为 18%/74%/45%。

给予公司 2021 年 60 倍 PE，目标市值及目标价分别为 876 亿元及 97 元，维持“买入”评级。

● 关键假设、驱动因素及主要预测

1) 假设2025年国内新能源汽车销量达696万辆，对应锂电池装机量412GWh，锂电设备市场空间达338亿元，复合增速为41%。

2) 假设2025年海外新能源汽车销量达985万辆，对应锂电池装机量500GWh，锂电设备市场空间达704亿元，复合增速为40%。

● 我们与市场的观点的差异：

市场认为锂电池企业扩产高峰期临近，消化已有产能可能导致锂电设备订单增速放缓。

我们认为：动力电池厂商正在开启新一轮的扩产浪潮，宁德时代 2022 年的产能规划有望超 200GWh，未来三年产能的复合增速达 55%，到 2025 年合计产能有望达到 500GWh，2022-2025 年的复合增速达 35%。海外市场方面，欧洲进入高速增长期，预计 2023 年产能达到 200GWh，而德国主导的欧盟希望到 2030 年在欧洲本土生产的动力电池比例提升至 30%，预计产能达到 700GWh。综上，我们预计锂电设备订单在未来 3-5 年将维持较高水平。

● 股价上涨的催化因素：

新能源车销量公布；重要客户的订单合同公布；锂电池技术升级带来设备的更换需求

● 投资风险

下游锂电企业扩产低于预期；新业务拓展低于预期。

正文目录

1. 全球领先的锂电设备供应商，打造智能装备平台型公司	6
1.1. 全球锂电设备龙头，定位于先进专用装备平台型企业	6
1.2. 过去3年净利润复合增速为38%，2019年ROE达18%	8
1.3. 定向增发有望进一步绑定宁德时代，海外客户开拓值得期待	9
2. 预计2025年全球锂电设备市场1042亿元，复合增速41%	13
2.1. 智能装备产业未来四年复合增速达12%，锂电设备为重要组成	13
2.2. 需求：预计2025年设备市场1042亿元，未来五年CAGR41%	14
2.2.1. 国内：2021年电动车销量大幅增长，国内锂电厂商加快扩产进度	14
2.2.2. 海外：欧洲市场进入快速增长期，2023年总产能有望达到200GWh	16
2.2.3. 市场空间：预计2021年全球锂电设备市场空间达300亿元	19
2.2. 供给：锂电设备中、日、韩三国鼎立，市场集中度有望逐步提升	21
2.2.1. 依托本土电池厂商，国内锂电设备企业的竞争力不断增强	21
2.2.2. 锂电设备厂商不断整合，与头部电池企业联合强者恒强	22
3. 公司：客户优质、注重研发、管理高效，打造非标龙头	23
3.1. 宁德时代未来三年潜在订单合计约234亿元，复合增速30%	23
3.2. 比较分析：公司重视研发、激励充分、运营高效	25
3.2.1. 成长性、盈利能力较强；运营效率较高、期间费用率较低	25
3.2.2. 公司研发投入远超竞争对手，是产品竞争力保持领先的关键	26
3.2.3. 海外对比：收入体量与日韩竞争对手差距明显，盈利能力更强	28
3.3. 多元化发展，打造非标自动化设备龙头	30
3.3.1. 光伏设备：品类扩张，从自动化设备向工艺设备延伸	30
3.3.2. 汽车智能产线：借助宁德时代渠道资源，德系客户有望取得较大进展	31
3.3.3. 智能物流：提供多种智能工厂物流解决方案，锂电行业率先实现突破	32
3.3.4. 3C智能设备：机器视觉有望提升整线生产效率，切入3C产业链	33
4. 盈利预测及估值：目标市值为876亿元	35
4.1. 盈利预测：预计公司2020-2022年净利润CAGR为44%	35
4.2. 估值比较：参考可比公司，给予22年60倍PE，目标价97元	36
5. 风险提示	37

图表目录

图 1：深耕非标自动化设备，八大事业部不断取得创新突破	6
图 2：从电容设备拓展至其他专用设备，其中锂电智能装备已做到全球领先	6

图 3: 公司锂电业务涉及锂电池生产各个工艺过程, 具备整线解决方案提供能力	7
图 4: 民营企业, 实控人王燕清持股比例达 30.3% (截止 2020 年 9 月 30 日)	7
图 5: 公司 2017-2019 年收入 CAGR 为 63%	8
图 6: 公司 2017-2019 年归母净利润 CAGR 为 38%	8
图 7: 锂电池设备为核心业务, 2019 年收入占比为 81%	8
图 8: 公司锂电池设备业务的毛利率近年稳定在 39%左右	8
图 9: 期间费用率约 18%, 基本保持稳定	9
图 10: 公司近年来 ROE 有所下降, 2019 年为 18%	9
图 11: 2020 年预收账款/营业收入为 36%, 同比显著增加	9
图 12: 近两年经营现金净流量显著增加, 2019 年达 5.4 亿元	9
图 13: 公司锂电设备合作伙伴: 国内外锂电池龙头企业	10
图 14: 近年公司前五大客户营业收入占比约 50%以上	10
图 15: 2019 年宁德时代销售金额为 6.2 亿元, 销售占比达 13%	10
图 16: 宁德时代 2020 年国内动力电池装机份额约为 50%	11
图 17: 2019 年公司海外业务收入占比提升至 6%	12
图 18: 预计未来 4 年我国智能装备产业规模复合增速达 12%	13
图 19: 锂电池生产工艺流程包括前段、中段、后段工序	13
图 20: 锂电前、中、后段设备价值量占比分别为 4:3:3	14
图 21: 涂布、卷绕、化成分容为最关键的锂电设备	14
图 22: 2021 年 1-2 月新能源乘用车累计销量同增超 4 倍	14
图 23: 2021 年 1-2 月新能源乘用车渗透率超过 8%	14
图 24: 2020 年 12 月纯电动乘用车销量占比提升至 84%	15
图 25: 新能源乘用车销量排行: EV 更受青睐	15
图 26: 2020 年欧洲电动车销量达到 140 万辆, YoY+137%	18
图 27: 欧洲主要国家新能源汽车销量大幅增长 (辆)	18
图 28: 2020 年中日韩三国全球电池装机量份额超过 90%	21
图 29: 我国动力电池配套企业的数量呈现下降的趋势	22
图 30: 预计 2020 年锂电设备占总新签订单量的 72%	23
图 31: 预计 2020 年 CATL 占新签锂电设备订单的 50%	23
图 32: 宁德时代 2021-2023 年潜在设备采购金额合计达 234 亿元, 复合增速 30%	24
图 33: 过去 2 年公司营业收入复合增速 45%, 位居同业第一	25
图 34: 过去 2 年公司净利润复合增速 19%, 位居同业第二	25
图 35: 公司锂电设备业务毛利率保持稳定, 位居同业第三	25
图 36: 公司 2020 年前三季度 ROE 达 13%, 位居同业第一	25
图 37: 公司 2019 年期间费用率 18%, 在同业偏低	26
图 38: 公司 2019 年固定资产周转率达 6.7, 位居同业第一	26
图 39: 公司研发投入远超竞争对手, 2019 年达 5.3 亿元	26
图 40: 公司近年研发费用率约 10%, 位居可比公司中第二位	26
图 41: 研发人员数量和占比均为可比公司第一名	27
图 42: 公司本科及以上学历人数占比位居可比公司第二名	27
图 43: 先导工业互联网协同制造体系建设项目示意图	27
图 44: 公司锂电设备收入远高于海外竞争对手 (亿元)	29
图 45: 2019 年公司净利润约为 CKD 的 3 倍以上 (亿元)	29
图 46: 公司毛利率达 40%, 远高于海外竞争对手	29

图 47: 公司研发投入远高于海外竞争对手	29
图 48: 先导 LDTS4000 电池片高速串焊机示意图	30
图 49: 公司光伏设备有望从自动化产线向工艺设备延伸	30
图 50: 先导电池模组组装线示意图	31
图 51: 公司智能物流业务中的部分产品示意图	32
图 52: 预计 2019 年智能物流设备的市场空间约 500 亿元, 过去 3 年复合增速为 39%	33
图 53: 机器视觉可提升锂电池等产品的整线生产能力	33
图 54: 2019 年中国机器视觉市场规模约 103 亿元, 同比增长 23%	34
表 1: 国内主要锂电池厂商 2019-2022 年的新增产能复合增速有望达到 42%	16
表 2: 欧盟车辆碳排放标准逐渐趋于严格	16
表 3: 部分欧洲国家 2025 年起逐步开始禁售燃油车	17
表 4: 部分全球车企巨头电动车销量规划统计: 2025 年或将达到 1600 万辆	17
表 5: 部分锂电龙头企业欧洲电池产能扩张计划 (单位: GWh)	19
表 6: 预计 2025 年国内锂电设备市场空间为 338 亿元, CAGR 达 41%	19
表 7: 预计 2025 年海外锂电设备市场空间达 704 亿元, CAGR 达 40%	20
表 8: 预计 2025 年全球锂电设备市场空间达 1042 亿元, CAGR 为 41%	20
表 9: 中日韩三国锂电设备: 日本专业化, 中、韩综合化	21
表 10: 宁德时代 2020-2022 年产能 CAGR 约 55% (GWh)	23
表 11: 预计公司 2020-2022 年宁德时代潜在电芯生产设备订单金额达到 149 亿元	24
表 12: 先导已成为全球市值最大的锂电设备供应商	28
表 13: 预计公司 2020-2022 年营收增长率分别为 24%/62%/41%	36
表 14: 预计公司 2020-2022 年营收增长率分别为 15%/59%/43%	37
表附录: 三大报表预测值	38

1. 全球领先的锂电设备供应商，打造智能装备平台型公司

1.1. 全球锂电设备龙头，定位于先进专用装备平台型企业

公司为全球领先的锂电设备提供商，致力于打造成为专用设备平台型公司。业务涵盖锂电池智能装备、光伏智能装备、3C智能装备、智能物流系统、汽车自动化产线、燃料电池智能装备、激光精密加工以及机器视觉等八大领域。

图 1：深耕非标自动化设备，八大事业部不断取得创新突破



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

- 1) 公司 2001 年以电容器设备起家，法拉电子、松下、TDK 等均为其重要客户。
- 2) 2008 年成立锂电池事业部正式进军锂电设备行业，相继研发出分切机、注液机、叠片机等一系列中前段锂电设备；2018 年，公司取得宁德时代设备类唯一优秀供应商称号。2017 年并购泰坦新动力，加强锂电后段设备布局，向整线解决方案供应商升级。
- 3) 在发展锂电设备业务的同时，公司研制出光伏电池及组件的自动化设备，2018 年与通威签订全方位战略合作伙伴关系。近年来在 3C 设备、智能物流设备、汽车自动化产线等众多专用设备领域均取得较快发展。

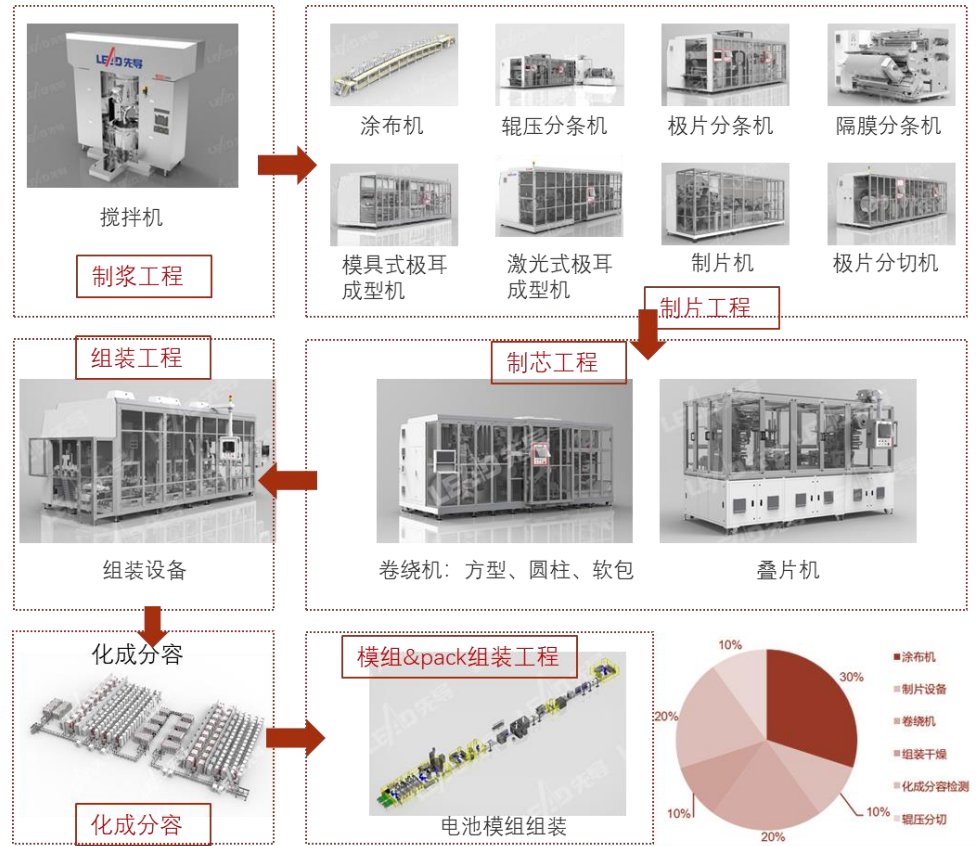
图 2：从电容设备拓展至其他专用设备，其中锂电智能装备已做到全球领先



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在锂电业务领域，公司已布局锂电池前、中、后段生产的各个工序流程，具体包括制浆、制片、制芯、组装、化成分容以及模组 PACK 等六大工序，可提供全套整线解决方案。公司在自动卷绕领域优势最为明显，EV 全自动卷绕机、方形铝壳电芯卷绕机、圆柱形电芯卷绕机等代表性产品的市场认可度业内领先。

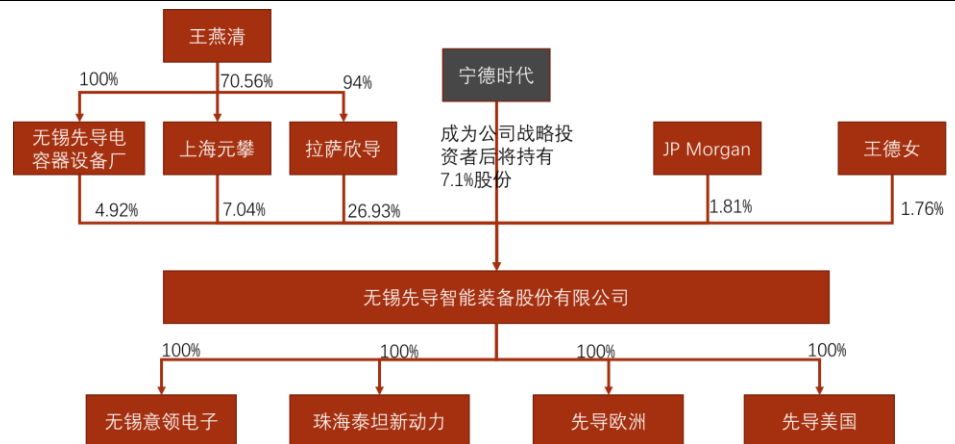
图 3：公司锂电业务涉及锂电池生产各个工艺过程，具备整线解决方案提供能力



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

公司实际控制人为王燕清先生，2011 年 12 月至今担任公司董事长、总经理，其通过拉萨欣导、上海元攀、先导电容器设备厂等间接持有公司 30% 的股份。

图 4：民营企业，实控人王燕清持股比例达 30.3%（截止 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

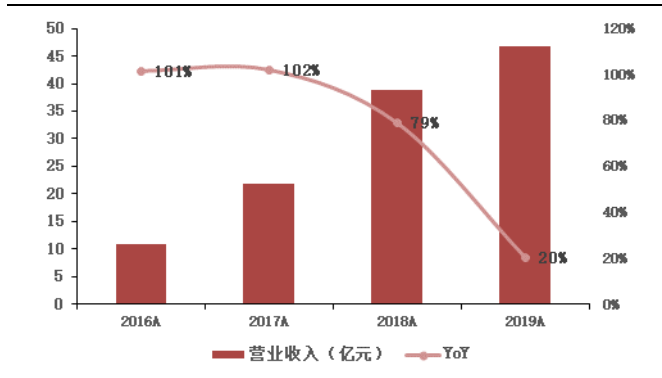
注：宁德时代战略入股事项目前尚未完成

1.2. 过去3年净利润复合增速为38%，2019年ROE达18%

公司2017-2019年收入、归母净利润的复合增速分别为63%、38%。2017-2019年国内新能源汽车销量分别为77/125/121万辆，2019年受补贴退坡等因素影响，新能源汽车销量增速放缓，电池厂延迟扩产计划，导致公司收入增速降低。2019年公司实现营业收入为47亿元，YoY+20%；归母净利润为7.7亿元，YoY+3%。

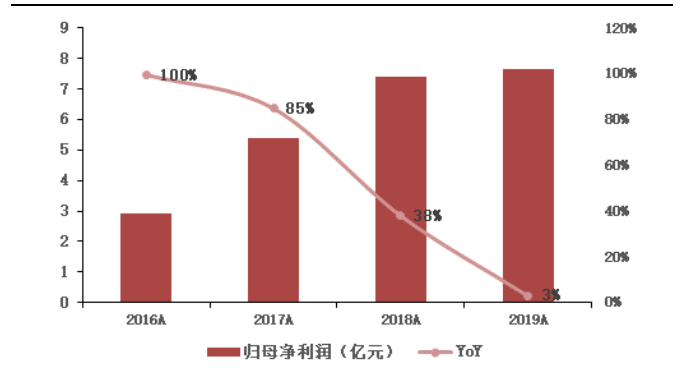
近年来公司营收主要来自于国内市场，2019年中国大陆地区的营业收入占比为94%。

图 5：公司 2017-2019 年收入 CAGR 为 63%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：公司 2017-2019 年归母净利润 CAGR 为 38%

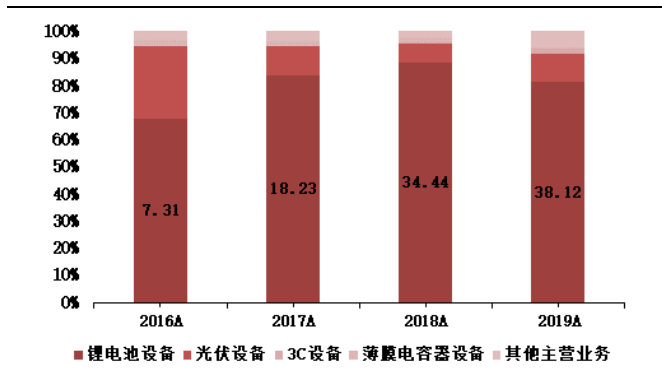


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司的主要产品包括锂电池设备等。2019年锂电池设备业务实现营收38亿元，占比81%；毛利额为15亿元，占比82%。

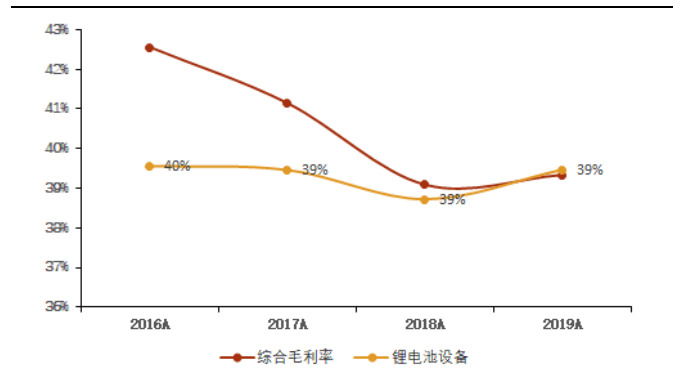
盈利能力方面，公司近年来锂电池设备毛利率基本保持稳定，接近40%。综合毛利率从2016年的43%下降至2019年的39%，系光伏设备等业务毛利率下滑所致。

图 7：锂电池设备为核心业务，2019 年收入占比为 81%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：公司锂电池设备业务的毛利率近年稳定在 39%左右

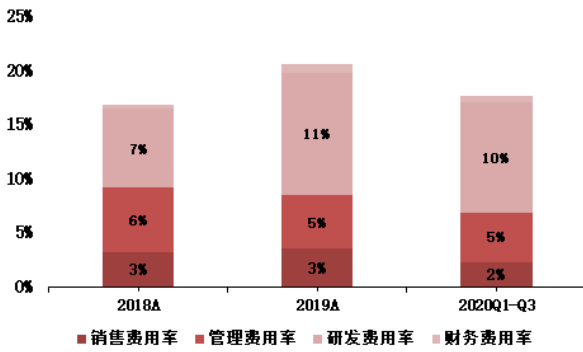


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司期间费用率基本保持稳定，近三年维持在18%左右。具体来看，公司高度重视研发，近两年研发费用率达到10%以上，为最主要的费用构成。管理费用率和销售费用率基本保持稳定，分别6%和2%。

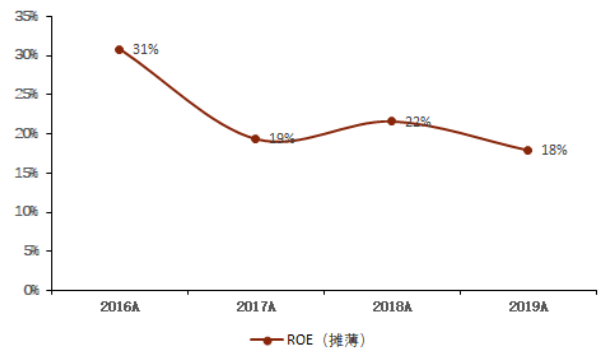
公司近年来ROE有所下降，2019年为18%。ROE降低主要系销售净利率降低所致，从2016年的27%降低至2019年的16%。

图 9：期间费用率约 18%，基本保持稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：公司近年来 ROE 有所下降，2019 年为 18%



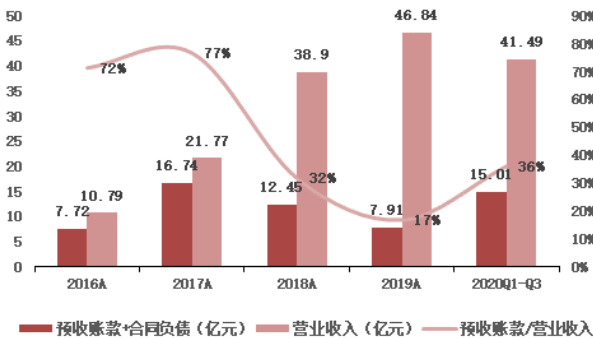
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司作为典型的非标设备类企业，在产品交付前会先收取合同一部分款项作为预收账款。2020 年前三季度公司预收账款+合同负债达到 15 亿元，接近去年全年的两倍，占前三季度营业收入的比例达 36%，表明公司在手订单正快速增加。

经营活动现金净流量今年改善明显。公司 2016-2018 年经营活动现金净流量较低，2019 年升至 5.4 亿元，2020 年前三季度达到 2.9 亿元。

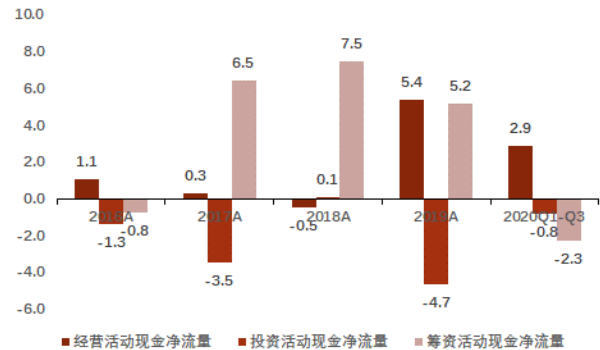
近年来公司积极扩产，订单情况预计良好。2019 年投资活动现金净流量为-4.7 亿元，2020 年前三季度固定资产同比增长 70%。

图 11：2020 年预收账款/营业收入为 36%，同比显著增加



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：近两年经营现金净流量显著增加，2019 年达 5.4 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 定向增发有望进一步绑定宁德时代，海外客户开拓值得期待

公司锂电设备业务的客户多为锂电池行业的龙头企业，需求增长快于行业、采购的持续性和确定性高。公司在设计研发、生产流程控制、对客户的快速响应等方面能够有效满足客户需求，逐步实现了对优质客户的深度绑定。

国内客户有宁德时代、宁德新能源、比亚迪、中航锂电、亿纬锂能等，海外客户有 Northvolt、特斯拉、三星、松下以及索尼等。

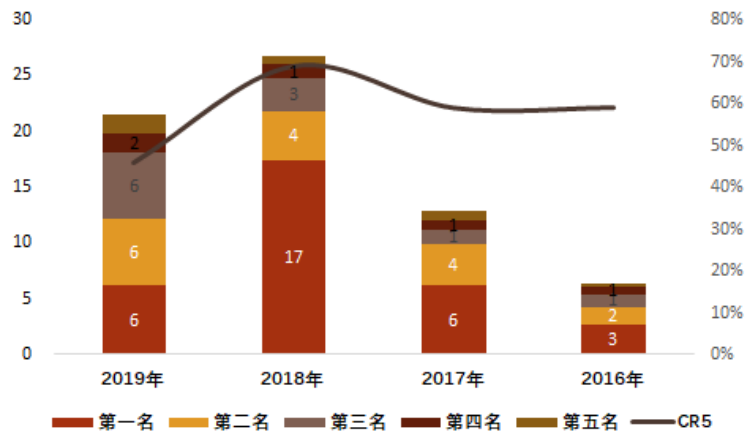
图 13：公司锂电设备合作伙伴：国内外锂电池龙头企业



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

近年来公司前五大客户的营业收入占比约 50%以上，2019 年 CR5 为 46%。

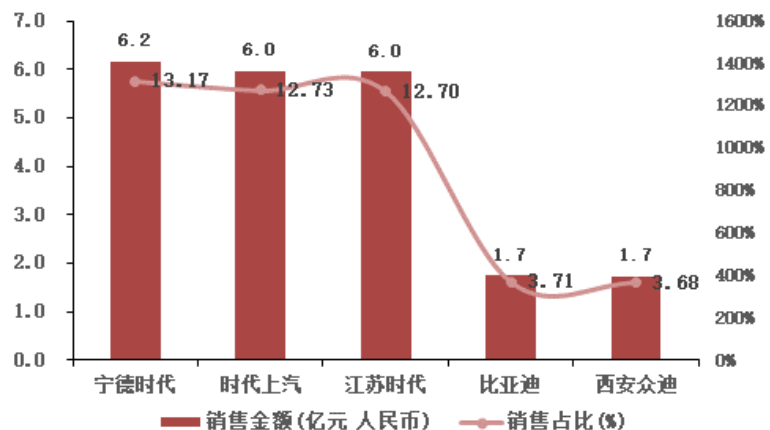
图 14：近年公司前五大客户营业收入占比约 50%以上



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

深度绑定宁德时代，为公司第一大客户。2019 年，公司销售宁德时代金额为 6.2 亿元，销售占比达 13%，其次为时代上汽和江苏时代，宁德时代体系下客户合计销售金额为 17.7 亿元（根据《公司补充协议公告》），销售占比达 38%。

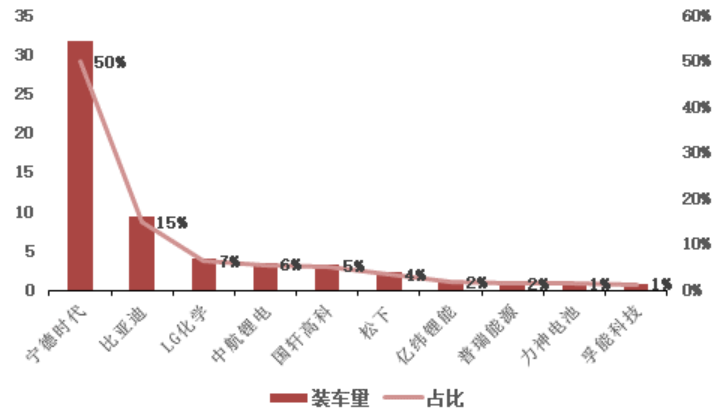
图 15：2019 年宁德时代销售金额为 6.2 亿元，销售占比达 13%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

宁德时代为全球领先的动力电池系统供应商，在电池材料、电池系统、电池回收等多个关键领域拥有核心技术优势和研发能力。根据创新联盟数据显示，宁德时代位居 2020 年国内动力电池企业装机量第一名，装车量为 31.79GWh，市场份额高达 50.0%。

图 16：宁德时代 2020 年国内动力电池装机份额约为 50%



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，浙商证券研究所

2020 年 10 月 19 日，上市公司公告《向特定对象发行股票募集说明书(申报稿)》，拟向宁德时代发行股票募集资金总额不超过 25 亿元，发行价为 36.05 元。发行完成后，宁德时代将持有公司 7.10% 的股份，成为公司的第二大股东以及战略投资者，股份锁定期为 36 个月。

我们认为公司引入战略投资者宁德时代后，将对公司在技术、市场、品牌、渠道等诸多方面产生积极作用。

根据公司 2021 年 2 月 26 日《战略合作协议之补充协议》披露，未来三年内宁德时代将按照不低于电芯生产核心设备（包括涂布、卷绕、化成分容）新投资额的 50% 额度给予先导优先权。

此外，《补充协议》披露：1) 未来三年内宁德时代将加大向先导采购智能物流设备（如 AGV、材料库、立体库、物流线等）；2) 宁德时代自 2021 年开始试点由先导提供其自产锂电设备的日常运维服务，试点项目成熟后将逐步增加这部分的比例；3) 宁德时代将协助先导开拓汽车产业链的相关客户，并通过自身影响力来扩大先导的行业市占率；4) 宁德与先导将联合分析并共享供应商资源，扩大采购规模，强化集采以进一步降低价格。

- 在技术方面，宁德时代为国内动力锂电池的领跑者。在高镍三元领域优势明显，量产的电芯能量密度已达 250Wh/kg；在电池结构方面，宁德时代正大力开发大电芯/模组以及 CTP、CTC 等新型结构，产品不断迭代升级。宁德时代与先导属于同一产业链的上下游关系，两者融合研发，在技术方面协同效应显著。
- 在市场方面，2020-2021 年宁德时代已经公告的生产基地总投资金额达到 820 亿元。锂电行业的集中度逐步提升，设备厂商需要强化和龙头锂电池生产企业的合作。

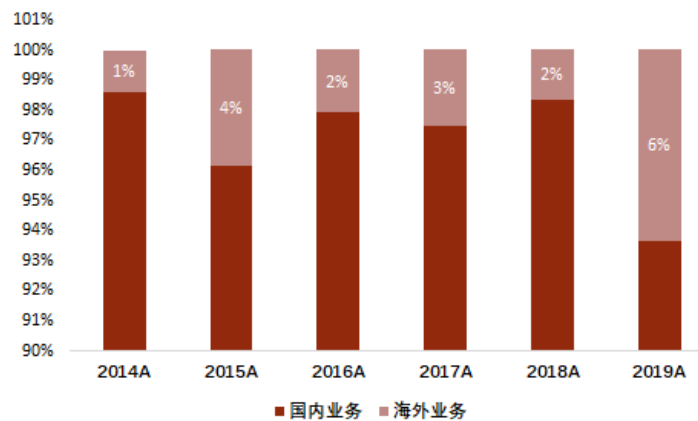
- 在渠道方面，宁德时代已经进入特斯拉、宝马、大众、戴姆勒、捷豹路虎、PSA、本田等整车厂供应链，在国内与上汽、广汽、一汽、东风、吉利设有合资产能。先导汽车事业部可以提供模组、PACK 产线等产品，通过宁德时代的渠道有望进入一线国内外车企的供应链体系。

此外公司近年来也在不断拓展海外客户及市场，2019 年公司海外业务的收入占比提升至 6%。

2018 年 12 月，公司与特斯拉签订锂电池设备合同。涉及卷绕机、圆柱电池组装线及化成分容系统等锂电池生产设备，合同金额约为 4,300 万元人民币。

2019 年 1 月，公司与 Northvolt 签订战略合作框架协议。若 Northvolt 有采购圆柱卷绕机、组装线以及化成分容设备，应向先导进行采购，潜在的订单金额约 19.39 亿元。

图 17：2019 年公司海外业务收入占比提升至 6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 预计 2025 年全球锂电设备市场 1042 亿元，复合增速 41%

2.1. 智能装备产业未来四年复合增速达 12%，锂电设备为重要组成

智能制造装备产业主要服务于制造业，可实现被加工对象连续自动生产、加快投入物料的加工变化和流动速度，减少人工成本的同时提高产品良率，保持高质量和高效率的生产水平。

根据《智能制造装备产业“十二五”发展规划》目标，2020 年我国智能装备产业销售收入将达到 3 万亿元。

图 18：预计未来 4 年我国智能装备产业规模复合增速达 12%

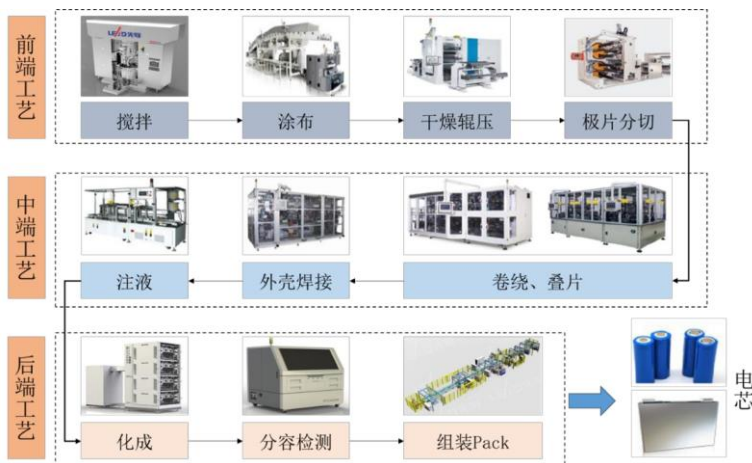


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

锂电池设备为智能制造装备产业重要的组成部分，产值规模占比约为 1%。锂电生产设备按照生产流程可以分为前、中、后三段：

- 1) 前段为极片制片环节，主要包括搅拌、涂布、辊压、分切、极耳成型等工序，其中涂布机为最核心的设备；
- 2) 中段为电芯装配环节，主要包括卷绕/叠片、入壳、注入电解液等工序，其中卷绕/叠片机为最核心的设备；
- 3) 后段为电化学环节，主要包括化成、分容、检测、组装电池组等。

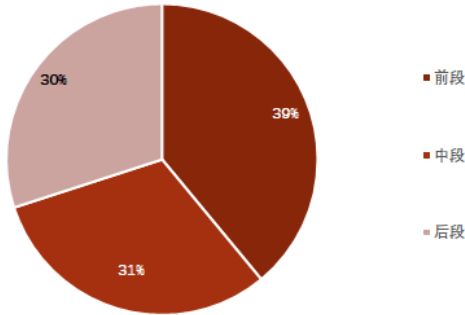
图 19：锂电池生产工艺流程包括前段、中段、后段工序



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

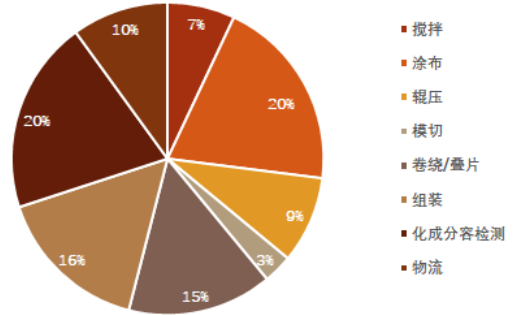
锂电前、中、后段设备的价值量占比分别为 39%、31%和 30%，涂布、卷绕以及化成成分容检测设备分别为前、中、后段最关键的设备，其价值量占比分别达 20%/15%/20%。

图 20：锂电前、中、后段设备价值量占比分别为 4:3:3



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

图 21：涂布、卷绕、化成成分容为最关键的锂电设备



资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

锂电池厂商越来越倾向于向上游设备厂商直接采购整条锂电池生产线设备，可有效保障不同生产环节之间的兼容协同，这对设备企业整线研发、生产能力提出更高要求。

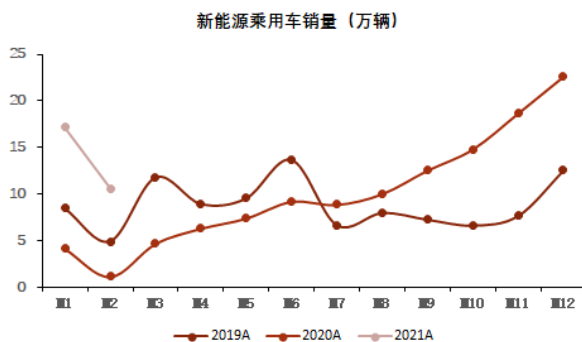
2.2. 需求：预计 2025 年设备市场 1042 亿元，未来五年 CAGR41%

2020 年以来，全球动力锂电池开启新一轮的扩产浪潮，动力电池踏入大规模制造时代，有望在未来 3-5 年释放巨大的设备市场需求空间。

2.2.1. 国内：2021 年电动车销量大幅增长，国内锂电厂商加快扩产进度

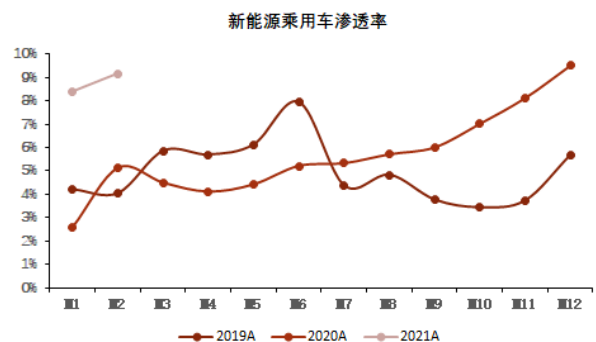
2021 年新能源车开年销量大超预期。2021 年 1-2 月，新能源乘用车分别销售 17 万、11 万辆，同比大幅上涨 3 倍、8 倍。2021 年 1-2 月新能源乘用车的渗透率分别为 8%、9%，远超去年同期水平。

图 22：2021 年 1-2 月新能源乘用车累计销量同增超 4 倍



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 23：2021 年 1-2 月新能源乘用车渗透率超过 8%



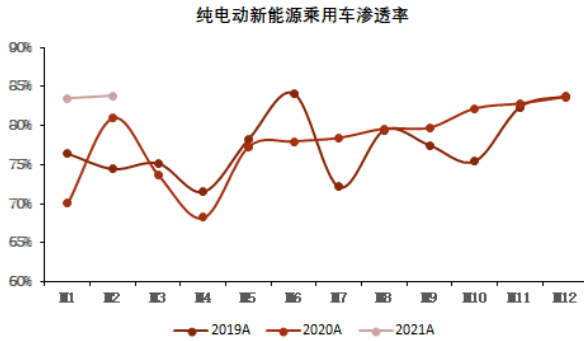
资料来源：中汽协，浙商证券研究所

此外，纯电动乘用车销量占比持续提升。2021 年 1-2 月纯电动 EV 的销量占比分别为 83%和 84%，远超去年同期水平。根据盖世汽车数据，2021 年 1-2 月新能源乘用车累计销量排名，宏光 Mini EV 月均销量超 2 万台，特斯拉 Model 3 和 Model Y（产品还在爬

坡期)月均销量分别为1.3万台和0.5万台,此外欧拉的黑猫、比亚迪的汉EV月均销量均在0.5万左右,这些新能源爆款车型的销量中枢水平基本上和传统车没有差异。

EV带电量相比PHEV更高,有望对动力电池装机量的增长产生积极作用。新能源汽车销量排行榜中,除了第九名的eRX5,其余车型均为纯电动乘用车,也反映出消费者对EV的接受程度很高。

图 24: 2020 年 12 月纯电动乘用车销量占比提升至 84%



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图 25: 新能源乘用车销量排行: EV 更受青睐

排名	车型	当月销量	本年累计	上月	环比
1	宏光MINI EV	20167	56929	36762	-45.14%
2	Model 3	13688	27531	13843	-1.12%
3	Model Y	4630	6271	1641	182.15%
4	欧拉黑猫	4561	10651	6090	-25.11%
5	汉EV	4100	13398	9298	-55.90%
6	奔奔EV	3274	6514	3240	1.05%
7	AION S	2724	8816	6092	-55.29%
8	理想ONE	2300	7679	5379	-57.24%
9	荣威eRX5	2279	6058	3779	-39.69%
10	蔚来ES6	2216	4936	2720	-18.53%

资料来源: 盖世汽车, 浙商证券研究所

2020 下半年以来国内新能源汽车产业强势复苏, 电池厂纷纷启动扩产计划。2020 下半年, 锂电设备的重大招标数量和金额明显增加, 产业链相关公司迎来拐点。

我们预计宁德时代 2020-2023 年产能分别有望达到 97/145/203/273GWh (未考虑合资电池厂的产能), 2025 年规划产能有望达到 500GWh。

比亚迪电池扩产幅度上调, 我们预计 2020-2023 年产能有望分别达到 65/75/100GWh。比亚迪目前“刀片电池”产能不足, 预计将从 2020 年的 20GWh 扩充至 75GWh。重庆工厂将从 20GWh 提升至 35GWh, 长沙基地 3 月份 20GWh 产能投产, 贵阳工厂 10GWh 产能有望在年中投产, 此外蚌埠工厂 10GWh 产能也已经在 2020 年底开工。

中航锂电 2020 年电池装机量达 3.6GWh, 位居国内动力电池企业装车量第 4 名, 市场份额 5.6%。根据董事长公开发言, 2021 年中航锂电已经量产、在建以及开工的产能有望达到 100gwh, 在十四五期间规划产能有望翻一番, 达到 200GWh。

此外, 国轩高科、亿纬锂能、欣旺达等均制定中长期的产能发展规划。我们预计国轩高科 2020-2022 年的产能有望达到 28/35/50GWh, 2025 年将达到 100GWh。根据亿纬锂能在 CIBF 会议上的发言, 我们预计其 2020-2022 年的产能有望达到 20/50/80GWh, 到 2025 年左右将有望达到 200GWh。

我们统计以上主要的国内动力锂电池企业的扩产计划, 预计 2020-2022 年的产能分别为 240/400/588GWh, 同比增速分别为 64%/67%/47%。2019-2022 年的产能复合增速将有望达到 59%, 2019-2025 年的产能复合增速有望达到 42%。其中 2020-2022 年的新增产能分别为 94/161/188GWh, 预计未来两年新增产能的复合增速将达到 42%, 潜在的新增产能需求达到 900GWh 以上, 未来 5 年的复合增速有望达到 22%。

表 1：国内主要锂电池厂商 2019-2022 年的新增产能复合增速有望达到 42%

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023 年及未来产能规划
宁德时代	54	97	145	203	273/500
比亚迪	40	65	75	100	100
欣旺达	4	15	25	55	/
国轩高科	21	28	35	50	100
亿纬锂能	14	20	50	80	200
中航锂电	11	14.5	70	100	200
合计	146	239.5	400	588	1180

资料来源：电池中国，GGII，浙商证券研究所

2.2.2. 海外：欧洲市场进入快速增长期，2023 年总产能有望达到 200GWh

欧美为代表的海外电动车市场进入快速增长期。主要驱动力为政策支持、车企自身迫切的转型需要以及消费者对电动车的接受程度越来越高。国内的设备厂商将通过与本土电池厂携手出海，或者直接切入海外电池厂的海外基地供应链从而实现配套。

政策驱动发展，碳排标准和罚款力度提高，发展新能源汽车成为必由之路。2019 年 4 月欧盟出台史上最严苛碳排放政策，规定 2020 年 95%的车达到 95g/km 的标准，2021 年全部达标，2025 年、2030 年排放目标进一步降至 81g/km 和 59g/km；此外，新政策采用更严格测试标准 WLTP（测试结果较原标准增加 20%左右），且超量部分一律采用最高罚款力度，即 95 欧元每 g/km。

表 2：欧盟车辆碳排放标准逐渐趋于严格

时间	1998 年	2009 年	2019 年
事件	首次提出减排目标	首次颁发强制性标准 (EU) 443/2009	修订《欧盟法院公约第 3 号议定书》，发布碳排放新规
CO2 排放量目标	2008 年： 140g/km 2012 年： 120g/km	2015 年：130g/km 2020 年：95g/km (2012-2014 年新车型达标比例分别为 65%、75%、80%)	2020 年：95g/km (95%车辆达标) 2021 年：95g/km (全部达标) 2025 年：81g/km 2030 年：59g/km
测试标准	NEDC：工况，4 个市区循环和 1 个郊区循环；底盘测试机测试，时长共 975 秒		WLTP：更贴近实际，测试分 4 个速度，并将车辆的滚动阻力、档位、车重等因素都融入到了测试中，时长近 2000 秒
罚款力度	无	超出 0-1g/km，每 g/km5 欧；1-2g/km，每 g/km15 欧；2-3g/km，每 g/km25 欧；3 g/km 以上，每 g/km95 欧	超出部分一律 95 欧元每 g/km
政策结果	2008 年实际值 153.5g/km	2015 年实际值 119g/km，之后三年维持在 120g/km 左右	/

资料来源：欧盟官网，浙商证券研究所

部分欧洲国家已经出台禁售燃油车的时间表。其中德国、英国、法国等传统汽车工业强国禁售时间分别为 2030、2030 和 2040 年，且法国有望不久后将禁售时间也提前至 2030 年。

表 3：部分欧洲国家 2025 年起逐步开始禁售燃油车

国家/地区	提出时间	禁售时间	禁售范围
罗马	2018 年	2024 年	柴油车
挪威	2016 年	2025 年	汽油、柴油车
巴黎、马德里、雅典	2016 年	2025 年	柴油车
德国	2016 年	2030 年	内燃机车
荷兰	2016 年	2030 年	汽油、柴油车
爱尔兰	2018 年	2030 年	汽油、柴油车
英国	2020 年	2030 年	汽油、柴油车
法国	2017 年	2040 年	汽油、柴油车

资料来源：电池中国，浙商证券研究所

多重激励政策加码，新能源汽车成本优势凸显，用车便捷性提升。为应对欧盟日渐严格的碳排要求，近年来，欧洲各国密集推出针对新能源汽车的激励政策，不断增强新能源汽车的吸引力。

据统计，全球主要车企 2025 年规划电动车销量或达 1600 万辆。2019 年全球乘用车销量 TOP5：大众、丰田、雷诺日产联盟、通用汽车以及韩国现代起亚合计市场份额约 50% 左右，均开始加大力度转型新能源乘用车。其 2025 年新能源汽车销量规划为：大众 300 万，丰田 550 万（其中 50 万为纯电，其余为油电混合），雷诺日产 140 万，通用 100 万左右，现代起亚 100 万。其他企业：福特 50-100 万，FCA 与 PSA 各自的目标分别约 400、300 万，奔驰约 70 万，宝马约 60 万。

表 4：部分全球车企巨头电动车销量规划统计：2025 年或将达到 1600 万辆

	全球销量规划	中国销量规划	新能源车发展规划
大众集团	2020、2025 年 BEV 销量分别 40、300 万辆，其中欧洲地区分别为 24、110 万辆	2020、2025 年中国区销量 12 万、140 万辆	公司规划 2020、2025 年 BEV 销量比例分别 4%、20%+。2028 年前，全球推出 70 款电动车型
丰田集团	2025 年，新能源汽车全球销量将提升至 550 万辆（包括 FCV、EV，但大部分为普混），其中 BEV 销量 50 万辆，2030 年 100 万辆 BEV	一汽丰田新能源规划产能为 20 万辆，一期项目于 2022 年 6 月投产；广汽丰田新能源合资工厂投资 16.4 亿美元，达产产能为 40 万辆新能源汽车	2025 年至少推出 10 款纯电动车；短期目标是提高内燃机燃效，扩充 HEV 车型；中期目标是加快推进 PHEV 车型
雷诺日产联盟	2025 年，雷诺日产三菱联盟将年产 140 万辆 BEV	日产 2023 年中国区电动化率达 23%；雷诺在中国销量较低	雷诺日产联盟以纯电动为主要技术路线。2022 年联盟将推出 12 款新型电动汽车
通用汽车	到 2025 年实现在美国和中国每年销售 100 万辆电动汽车的目标；2030 年全球 60 款车型实现销售 283 万辆	到 2025 年实现在美国和中国每年销售 100 万辆电动汽车的目标	到 2023 年至少生产 20 款纯电动汽车新车型
现代起亚	2025 年计划销售 100 万辆电动汽车，达全球 10% 的市场份额		2025 年计划向市场投放 13 款混合动力车型、9 款插电式混合动力车型、14 款电动车和 2 款氢燃料电池车等 38 款环保车型
福特汽车	2020 年全球新能源车销量占福特总销量的 10-25%	在 2025 年底之前，长安福特生产的全系车型都将提供电动版本，意味着销量比例达 70%	目标 2022 年在全球生产 40 款新能源汽车（含混动），2023 年在使用大众 MEB 生产 BEV
本田汽车	2030 年，在全球市场销售的汽车中有 2/3 为新能源车型	在 2025 年前，本田计划在中国推出 20 款以上的电动化车型	2030 年 10%到 15%是 BEV 车型，50%到 55%部分是由 HEV 混合动力车型和插电式混合动力车型构成

戴姆勒奔驰	计划未来每年生产超过 50 万辆新能源汽车，到 2030 年，电动车型销量占比达 50%	奔驰在新能源汽车上采取三种路线并行的方式，这三种路线包括：插电混动、48V 微混以及纯电车型
宝马	2025 年销售目标为 60 万辆，预计 2025 年前每年销量增速约 30%。2030 年欧洲区 50%为新能源车型	2020-2025 宝马将在中国市场推出 6 款 BEV 和 3 款 PHEV，总计在售新能源车型 15 款
		到 2023 年，新能源产品拓展至 25 款，其中一半为纯电车型；在 2025 年之前，将全球电动车及插电式混合动力车的销量比例提升到 15%至 25%；

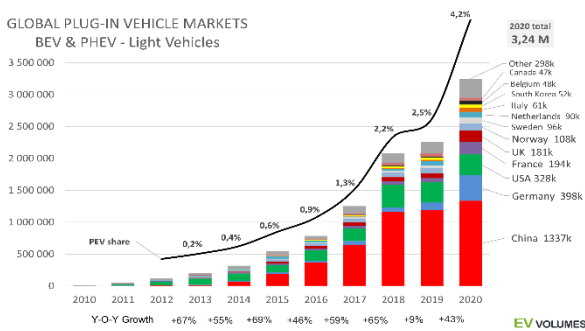
资料来源：电池中国，浙商证券研究所

2020 年欧洲超越中国成为电动车销量第一的区域市场。2020 年全球 BEV/PHEV 合计增长了 43%，而乘用车总体下降了 14%。其中欧洲合计销售了 140 万辆，同比增长 137%，在总体乘用车下降了 20%的情况下电动车实现大幅增长。美国乘用车市场下降了 15%。其中电动车销量为 33 万台，同比增长 4%，尽管增速不快，但渗透率仍有明显提升。

受政策及市场自发性需求等多因素影响，2020 年以来欧洲电动车销量实现爆发式增长。欧洲各主要国家，德国、英国、法国、意大利、西班牙 2021 年 1 月份新能源汽车销量合计为 7.9 万辆，同比增长 70%。尽管 1 月份销量环比有明显的回落，但整体数据保持较高的量，主要受到去年 12 月份透支较大的影响。德国、法国等主要欧洲国家的电动车渗透率已经达到 10%-30%，部分北欧国家渗透率甚至达到 50%的水平。

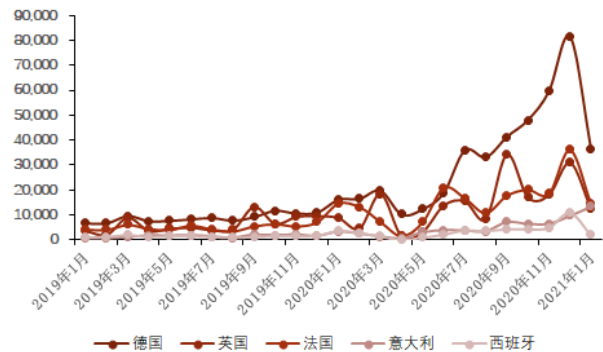
德国成为继中国之外的第二大电动车市场，传统燃油车巨头转型坚决。德国作为现代汽车工业的发源地之一和最重要的汽车生产国，2020 年新能源汽车的销量达到 40 万台，超越美国成为继中国之外的全球第二大电动车市场。表明从政府、企业、消费者等多个方面都在积极推动向电动化转型。

图 26：2020 年欧洲电动车销量达到 140 万辆，YoY+137%



资料来源：EV volumes，浙商证券研究所

图 27：欧洲主要国家新能源汽车销量大幅增长（辆）



资料来源：各国汽车工业协会，浙商证券研究所

全球锂电池企业已经将欧洲视为与中国同等重要的市场，国内具有全球化供应能力的龙头设备厂商有望受益。根据 BNEF 预计，2019 年欧洲动力电池产能总计为 18GWh，而到 2023 年总产能有望达到 198GWh。复合增速高达 82%。

在欧洲扩产的电池厂阵营可分为中日韩系以及欧洲本土的电池厂商，我们统计了部分全球动力锂电龙头企业在欧洲的扩产计划。

- 宁德时代在德国图林根一期 14GWh 已经投产，还有 56GWh 的项目正在建设中，预计将于 2029 年全面投产，届时总产能有望达到 70GWh。

- 2020 年底，LG 化学在波兰弗罗茨瓦夫的工厂产能增加至 20GWh，远期规划则有望达到 70GWh。
- 三星 SDI 在欧洲的厂址选在匈牙利，已投产产能为 5GWh，2021 年二期 10GWh 的产能有望投放。
- Northvolt 为欧洲本土的电池企业，该公司一期 16GWh 有望在 2021 年投产，二期 16GWh 的产能也有望在 2023 年投产，合计实现 32GWh 的产能。此外，Northvolt 与大众在 2019 年成立合资公司生产动力电池，该项目预计在 2024 年投产，规划产能为 16GWh。

表 5：部分锂电龙头企业欧洲电池产能扩张计划（单位：GWh）

	厂址	投资金额	产能规划	达产时间
宁德时代	德国图林根	18 亿欧元	70	2029
LG 化学	波兰弗罗茨瓦夫		20	2020
三星 SDI	匈牙利	12 万亿韩元	15	2030
Northvolt	瑞典谢莱夫特		16+16	2021/2023
Northvolt	德国		16	2024
大众		4.5 亿欧元	16	2023
孚能科技	德国萨克森-安哈尔特州	6 亿欧元	6+4	2022
蜂巢能源	欧洲	20 亿欧元	24	2025

资料来源：电池中国，浙商证券研究所

欧盟国家出于供应链安全的扩产需求也不可忽视，有望影响欧洲中长期的产能规模。目前全球 2/3 的电池在中国生产，欧洲生产的锂电池只占 1%。处于保障本土电池供应链的考虑，德国希望到 2030 年将比例提升至 30%，这意味着欧洲届时电池年产量有望超 700GWh。

2.2.3. 市场空间：预计 2021 年全球锂电设备市场空间达 300 亿元

我们预计 2025、2030 年国内新能源汽车动力电池装机量将分别达到 412GWh、926GWh，未来 5 年和未来 10 年的 CAGR 分别为 41%和 21%。假设国内动力锂电池 2021-2025 年期间的更新周期为 4 年，2026 年以后为 5 年，预计 2021 年、2025 年国内锂电设备市场空间分别为 111 亿元和 338 亿元。

表 6：预计 2025 年国内锂电设备市场空间为 338 亿元，CAGR 达 41%

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源汽车销量（万辆）	76	124	119	132	177	271	382	539	696
中国新能源乘用车销量（万辆）	58	105	105	120	155	234	338	468	622
中国新能源乘用车单车带电量（kwh/辆）	25	32	40	40	46	47	48	49	51
中国新能源商用车销量（万辆）	18	19	14	12	22	37	44	71	74
中国新能源商用车单车带电量（kwh/辆）	95	120	135	137	130	119	121	121	130
中国动力锂电池装机量（gwh）	31	57	61	64	100	154	215	318	412
中国单 gwh 设备投资金额（亿元/gwh）	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7
中国新增锂电设备市场空间（亿元）	18	79	13	10	105	151	172	277	255
中国锂电设备更新市场空间（亿元）	20	13	31	15	6	28	45	54	83
中国锂电设备市场空间（亿元）	38	92	44	25	111	178	216	331	338
YOY	-38%	142%	-52%	-44%	354%	60%	21%	53%	2%

资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

我们预计 2025、2030 年海外新能源汽车动力电池装机量将分别达到 500GWh、1530GWh，未来 5 年和未来 10 年的 CAGR 分别为 40%和 25%。预计 2021 年、2025 年海外锂电设备的市场空间分别为 187 亿元和 704 亿元。

表 7：预计 2025 年海外锂电设备市场空间达 704 亿元，CAGR 达 40%

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外新能源汽车销量（万辆）	63	100	121	167	243	358	527	727	985
海外新能源乘用车销量（万辆）	61	97	116	161	236	351	519	718	976
海外新能源乘用车单车带电量（kwh/辆）	30	34	37	42	43	44	46	47	50
海外新能源商用车销量（万辆）	2	3	5	6	7	8	9	9	10
海外新能源商用车单车带电量（kwh/辆）	95	120	135	137	130	119	121	121	130
海外动力锂电池装机量（gwh）	20	36	50	76	110	164	249	349	500
海外单 gwh 设备投资金额（亿元/gwh）	5	5	5	5	4	4	4	4	4
海外新增锂电设备市场空间（亿元）	32	81	69	115	152	225	350	410	575
海外锂电设备更新市场空间（亿元）	11	11	23	23	34	47	68	104	129
海外锂电设备市场空间（亿元）	43	92	92	138	187	272	418	514	704
YOY	-2%	116%	0%	51%	35%	46%	54%	23%	37%

资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

我们预计全球锂电池 2025、2030 年的总装机量有望分别达到 913GWh、2456GWh。对应设备的市场规模分别为 1042 和 1388 亿元，复合增速分别达 41%和 24%。

表 8：预计 2025 年全球锂电设备市场空间达 1042 亿元，CAGR 为 41%

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量（万辆）	138	224	240	299	420	629	909	1267	1681
全球新能源乘用车销量（万辆）	119	202	221	282	391	584	857	1186	1598
全球新能源商用车销量（万辆）	20	22	19	18	29	45	52	80	83
全球动力锂电池装机量（gwh）	51	93	111	140	210	318	464	667	913
全球新增锂电设备市场空间（亿元）	49	160	82	125	257	376	522	686	831
全球锂电设备更新市场空间（亿元）	31	23	53	37	41	74	113	159	211
全球锂电设备市场空间（亿元）	81	183	135	162	298	450	634	845	1042
YOY	-23%	128%	-26%	20%	83%	51%	41%	33%	23%

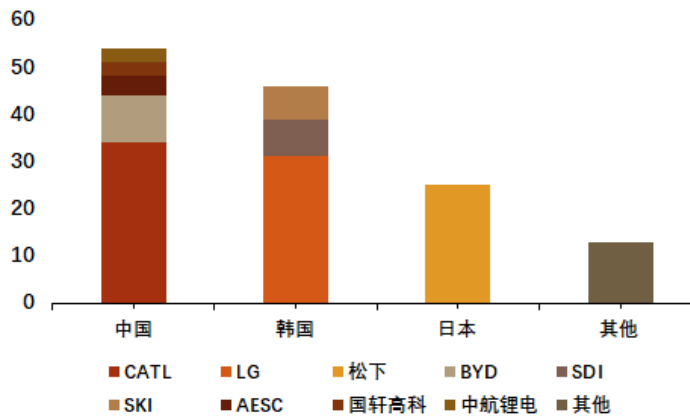
资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

2.2. 供给：锂电设备中、日、韩三国鼎立，市场集中度有望逐步提升

2.2.1. 依托本土电池厂商，国内锂电设备企业的竞争力不断增强

目前锂电池产业链的重心在亚洲，中、日、韩三国已形成三足鼎立之势。根据 SNE 数据，2020 年全球前三大动力锂电池企业 CATL、LG、松下装机量分别达到 34/31/25GWh，全球份额分别为 25%/23%/18%，CR3 达到 66%。

图 28：2020 年中日韩三国全球电池装机量份额超过 90%



资料来源：SNE，浙商证券研究所

背靠本国的锂电池生产企业，相应优秀的设备企业不断涌现。国内主要的锂电设备厂商包括先导智能、赢合科技、科恒股份、杭可科技等，海外主要的锂电设备厂商包括平野（日）、CKD（日）、PNT（韩）等。

日本的锂电行业起步较早，专业化分工较细，企业更多从事单一设备的研制。如日本浅田创立于 1905 年，长期从事搅拌、分散、粉碎机械的研发生产，在锂电设备领域只专注于搅拌机。日本东丽在国内进口涂布机市场的份额达到 50%左右，也并未涉及其他关键锂电设备。

目前锂电设备行业的整线化、分段化供应趋势逐步明显，中韩企业走出众多锂电设备的综合解决方案供应商。韩国 PNT、CIS 均具备包括涂布机、卷绕机等多种锂电设备的生产能力。我国先导智能、赢合科技等也已打造成为锂电设备整线解决方案供应商，杭可科技从专业化后段设备龙头也开始向全产业链转型升级。

表 9：中日韩三国锂电设备：日本专业化，中、韩综合化

所属工艺	设备种类	日本企业	韩国企业	中国企业
前段	搅拌机	浅田		金银河、北方华创
	涂布机	东丽、井上、平野、富士	PNT、CIS	璞泰来、科恒股份、先导智能
	分切机	西村	PNT、CIS	先导智能、赢合科技
中段	卷绕机	CKD、皆藤	Koem、PNT、CIS	先导智能、赢合科技
	叠片机			先导智能、赢合科技
	装配设备		Koem、CIS	先导智能、赢合科技
后段	化成分容	片冈	PNE	先导智能、杭可科技
	检测			星云股份等

资料来源：浙商证券研究所整理

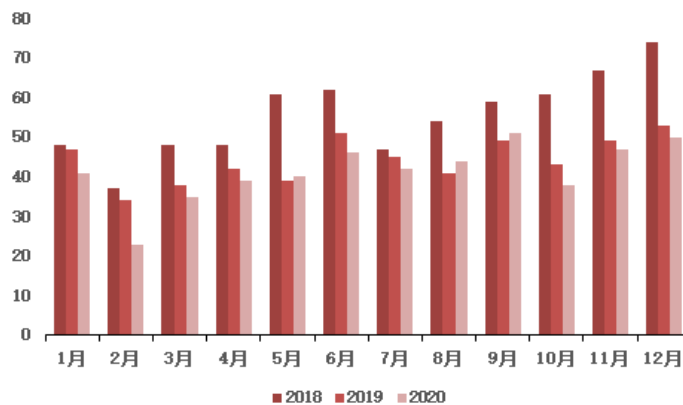
国内锂电设备厂商竞争力较强。根据高工锂电《中国锂电池智能制造现状和趋势》:国产化率持续提升,2019年中国锂电设备国产化率达90%,方形电池设备的国产化率超90%,圆柱电池设备国产化率超过95%。

2.2.2. 锂电设备厂商不断整合,与头部电池企业联合强者恒强

随着未来锂电池市场的竞争不断加剧,头部企业对整线一体化设备的需求提升,锂电设备内部的整合也将加速进行。强强联合渐成新常态,头部电池企业与设备企业联合创新,共同开展定制性研发,根据工艺及技术特点开发适合企业的生产设备。

根据创新联盟的数据,我国动力电池配套企业的数量呈现下降的趋势。2020年平均配套电池企业数量为41家,相比2018年平均下降了25%左右。对设备厂商而言,掌握优质的锂电池客户,将提高未来订单的确定性、稳定性,同时订单的回款有保障。

图 29: 我国动力电池配套企业的数量呈现下降的趋势



资料来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 浙商证券研究所

此外,我们认为未来锂电设备将沿着高效率、智能化方向不断迭代发展。锂电产品安全性、一致性要求倒逼设备更高效更智能化。机器人渗透率持续提升,从工业机器人到移动机器人,越来越多应用在锂电生产环节。

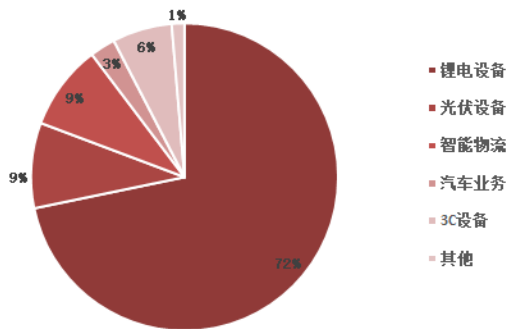
3. 公司：客户优质、注重研发、管理高效，打造非标龙头

3.1. 宁德时代未来三年潜在订单合计约 234 亿元，复合增速 30%

我们预计 2020 年公司的新签订单中，锂电设备近 70 亿元(税后)，占比达 70%以上。而在锂电设备的主要客户中，预计宁德时代的订单达到 35 亿元(税后)，占锂电设备新签订单量的 50%。

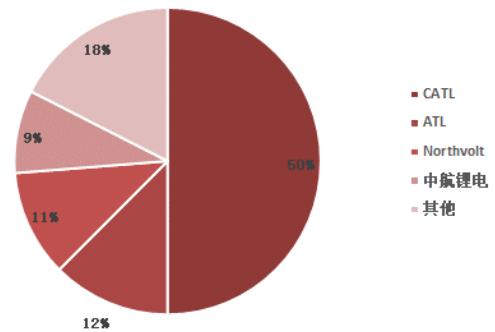
此外，ATL、Northvolt、中航锂电也是公司的重要客户，预计 2020 年新签订单量占锂电设备的比例分别为 12%/11%/9%。

图 30：预计 2020 年锂电设备占总新签订单量的 72%



资料来源：浙商证券研究所整理

图 31：预计 2020 年 CATL 占新签锂电设备订单的 50%



资料来源：浙商证券研究所整理

目前宁德时代已规划并建设了宁德、溧阳、西宁、宜宾、德国等 5 大基地，同时与上汽、广汽、一汽、东风、吉利等设有合资公司，产能规模不断扩张。

宁德时代 2020 年 12 月 29 日公告，将投资建设福鼎生产基地、扩建江苏与宜宾生产基地，拟投资金额不超过 390 亿元，预计新增锂电池产能不超过 130GWh，扩产幅度上调。

宁德时代 2019 年锂电池总装机量约 33GWh，同比增长 39%，国内市场占有率 54%。2019 年宁德时代产能约为 54GWh，其目标 2020-2022 年的产能复合增速约为 55%。预计宁德时代 2020-2022 年新增产能分别为 43/48/58GWh。

表 10：宁德时代 2020-2022 年产能 CAGR 约 55% (GWh)

宁德时代	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
宁德东桥	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
宁德湖东	22.6	36.6	42.6	48.6	48.6
宁德湖西	25	41	49	49	49
宁德车里湾				16	24
宁德福鼎				6	20
溧阳	4.4	16	34	42	54
青海时代	1.5	3	9	9	9
四川时代			6	18	28
德国图林根			4	14	40
合计	54	97	145	203	273
YOY	35%	80%	49%	40%	34%

资料来源：起点锂电大数据，公司公告，浙商证券研究所

由于宁德时代在锂电池产业链中议价能力较强,假设其单 GWh 产能对应的电芯关键设备投资金额为 2 亿元(行业平均为 2.5-3 亿元/GWh),考虑到先导智能体系内份额不低于 50%,我们预计公司在 2020-2022 年的潜在电芯生产设备订单金额分别为 43/48/58 亿元。

表 11: 预计公司 2020-2022 年宁德时代潜在电芯生产设备订单金额达到 149 亿元

	2020E	2021E	2022E	2023E
新增产能 (GWh)	43	48	58	70
单 GWh 设备投资金额 (亿元)	2	2	2	2
设备投资需求 (亿元)	86	96	116	140
先导智能份额	50%	50%	50%	50%
先导潜在设备订单金额 (亿元)	43	48	58	70

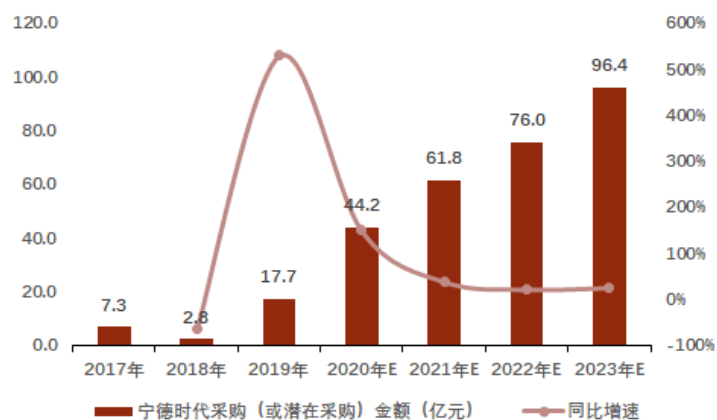
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

在设备运维采购方面,目前该业务由宁德时代自身负责,若两者实施战略合作以后,先导将提供“承包式”的设备日常运维服务。假设按照单 GWh 产能对应的设备投资金额为 2 亿元,我们预计宁德时代 2020-2022 年的存量设备总额为 194/290/406 亿元,按照运维费占比 5%、宁德时代设备中先导负责的比例为 25%、宁德时代运维外包的比例为 50%,计算可得 2020-2022 年运维的潜在订单金额分别为 1.2/1.8/2.5 亿元。

参考公司公告,根据宁德时代对物流设备的规划,预计 2021 年物流线的订单需求约为 24 亿元,且未来 3 年的复合增速为 30%,预计 2021-2023 年的智能物流设备总采购额分别为 24/31/40 亿元。2020 年先导在宁德时代物流设备中的份额为 56%,假设按照未来市占率 50%测算,预计 2021-2023 年智能物流设备的年收入分别为 12/15.5/20 亿元。

综上,我们预计宁德时代 2020-2023 年有望为先导带来 44/62/76/96 的锂电设备(包含电芯生产设备、设备维护支出、智能物流设备等)潜在收入,分别为 2019 年营业收入的 94%、132%、162%、206%。

图 32: 宁德时代 2021-2023 年潜在设备采购金额合计达 234 亿元,复合增速 30%



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

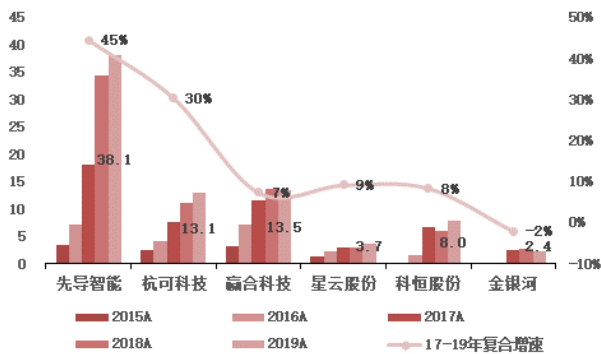
3.2. 比较分析：公司重视研发、激励充分、运营高效

通过比较分析，我们认为先导智能为国内锂电设备行业的绝对龙头，其管理的优势有望复制到其他业务领域。非标自动化企业的竞争力主要体现在管理层的管理能力、公司研发实力等方面，这些因素会直接影响到获取订单的能力以及最终盈利的水平。

3.2.1. 成长性、盈利能力较强；运营效率较高、期间费用率较低

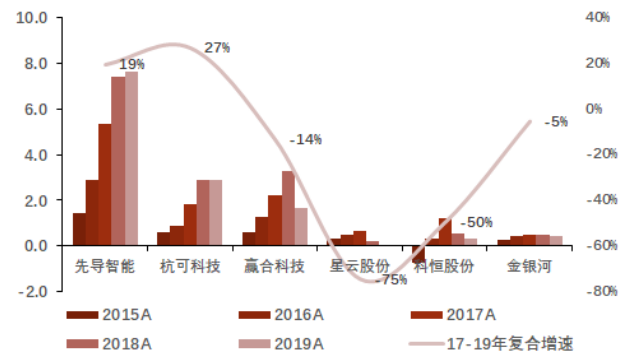
公司成长性行业内领先。过去2年营收复合增速为45%，位居可比公司第一；归母净利润复合增速为19%，位居可比公司第二名。

图 33：过去 2 年公司营业收入复合增速 45%，位居同业第一



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

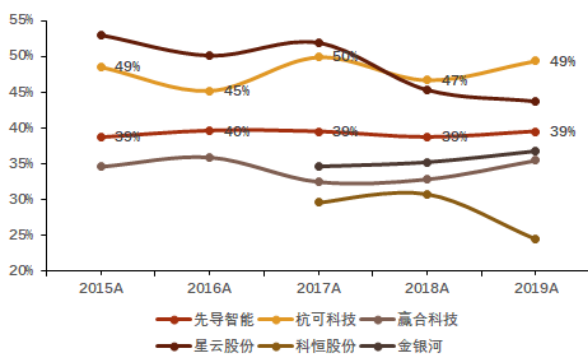
图 34：过去 2 年公司净利润复合增速 19%，位居同业第二



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

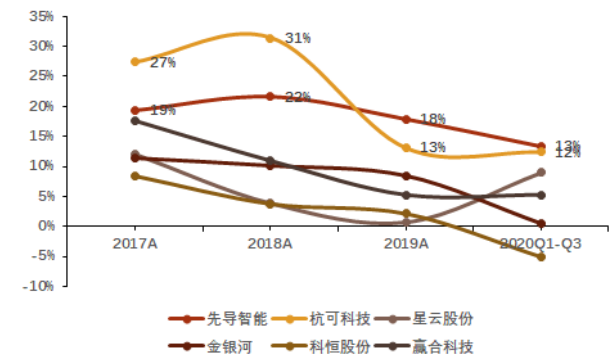
公司盈利能力业内领先。锂电设备业务毛利率常年稳定在40%左右，在锂电整线设备公司中位居第一。同时公司ROE较高，2020年前三季度位居可比公司中第一名。

图 35：公司锂电设备业务毛利率保持稳定，位居同业第三



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：公司 2020 年前三季度 ROE 达 13%，位居同业第一

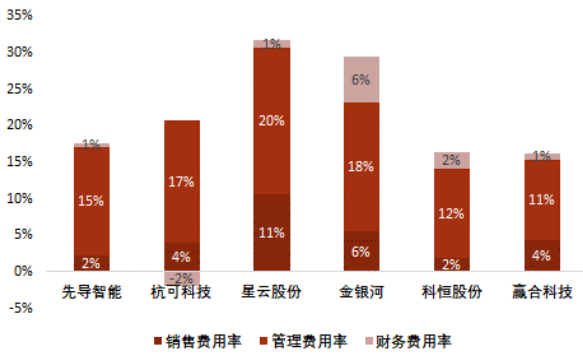


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司期间费用率较低，反映精细化管理能力较强。2019年，公司期间费用率仅18%其中研发费用率为11%。若剔除研发后，期间费用率为6%，位居可比公司中第一名。其中销售费用率2%、管理费用率15%（剔除研发费用率后为3%）、财务费用率为1%，按照从低到高排序，分别位居可比公司中第二名、第二名（剔除研发费用率）和第二名。

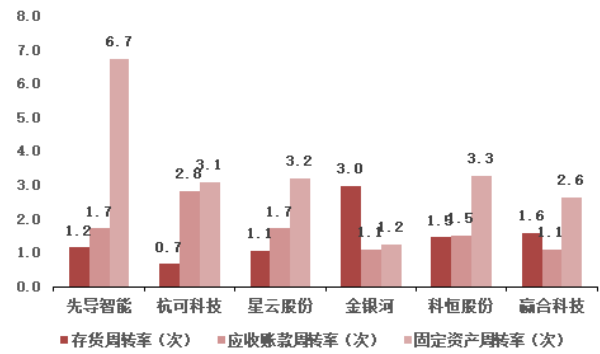
公司运营效率较高，固定资产周转率位居可比公司第一。2019 年公司存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率分别为 1.2、1.7 和 6.7，位居可比公司中第四名、第二名和第一名。1) 公司库存以发出商品和在产品为主，表明较高的库存背后有明确的订单支撑，且公司客户结构较好，预计收到货款概率较大。2) 应收账款周转率较高，反映公司的客户结构较好，同时公司在上下游的议价能力相比可比公司处于领先水平。3) 固定资产周转率远高于竞争对手，反映公司固定资产的运营效率较高。

图 37：公司 2019 年期间费用率 18%，在同业偏低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 38：公司 2019 年固定资产周转率达 6.7，位居同业第一



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

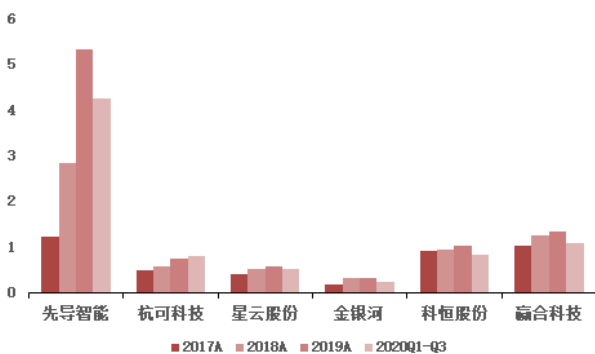
3.2.2. 公司研发投入远超竞争对手，是产品竞争力保持领先的关键

公司已掌握自动卷绕技术、高速分切技术、叠片技术、涂布技术以及化成分容技术等在内的多项核心技术以及整线解决方案服务能力。截止 2020 年 9 月 30 日，公司及子公司共取得专利 1240 项。

近年公司研发投入持续增长，与可比公司的研发投入规模差距还在不断拉大。2017-2020 年前三季度，公司研发费用分别为 1.2/2.8/5.3/4.2 亿元，分别为同行业可比公司第二名的 1.2/2.3/3.9/3.9 倍。

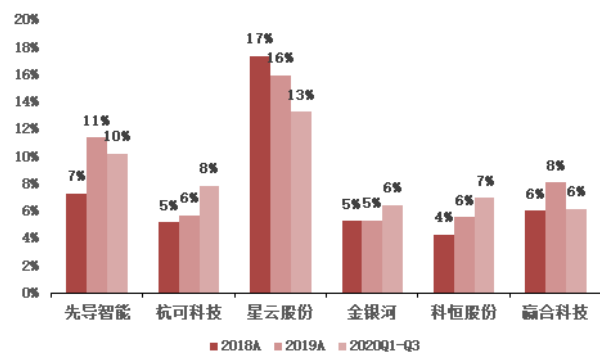
2018 年至 2020 年前三季度，公司研发费用率分别为 7.3%/11.4%/10.2%，平均值为 9.6%，位居同行业可比公司中第二位。

图 39：公司研发投入远超竞争对手，2019 年达 5.3 亿元



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

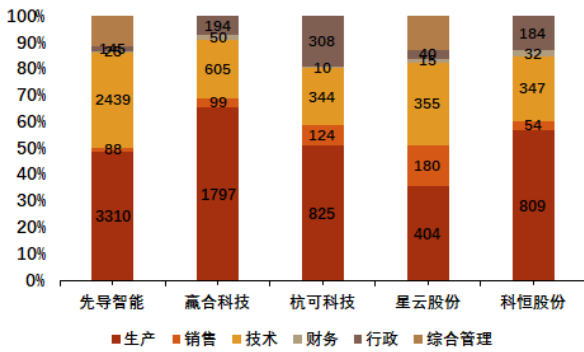
图 40：公司近年研发费用率约 10%，位居可比公司中第二位



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

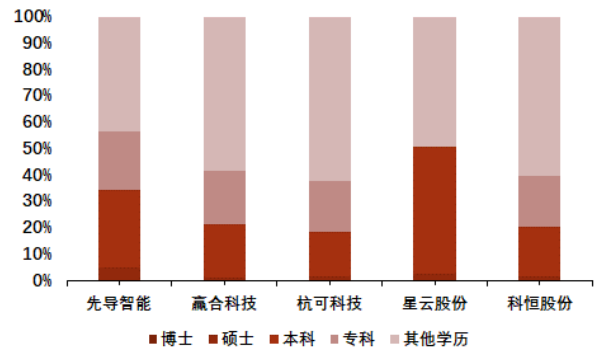
研发人员数量上，2019 年先导的研发人员为 2439 人，约赢合科技的 4 倍。同时人数占比上达到 36%，位居同行业可比公司中第一名。先导专科及以上学历人数占比为 57%，本科及以上学历人数占比为 34%，分别位居可比公司的第一和第二名。

图 41：研发人员数量和占比均为可比公司第一名



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 42：公司本科及以上学历人数占比位居可比公司第二名



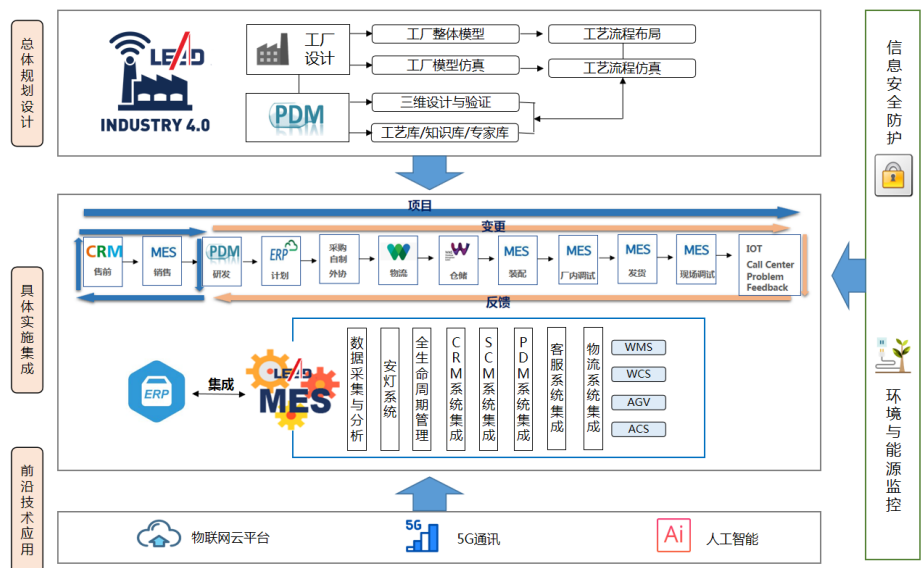
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司高度重视对核心管理及技术人员的激励，2018 年以来已实施两次股权激励。1) 2018 年 5 月第一次股权激励计划，授予 5 名高管和 187 名中层管理及核心骨干合计 138.5 万股，业绩考核目标为：2018-2021 年净利润分别不低于 7.7/10.3/12.8/15.4 亿元。2) 2019 年 9 月发布第二次股权激励计划，授予 5 名高管和 236 名中层管理及核心骨干共 295.6 万股，业绩考核目标为：2019-2021 年营业收入不低于 46.7/56.0/67.2 亿元，或者净资产收益率分别不低于 20%。

科技赋能，快速响应客户需求。公司募投项目“工业互联网协同制造体系建设项目”：

1) 以打造锂电池高端智能装备生产制造的智能工厂为目标，建立智能工厂建设的系统仿真模型；2) 搭建工业总线、无线传感网、5G 网络、互联网多网融合的工厂网络，覆盖各工序关键设备和终端接入；3) 建立高度协同信息化集成系统，保证全生命周期生产数据完整性、互操作性和可追溯性；4) 建立信息安全保障系统、健康安全环境监控系统，各个分系统既独立实施又有集成共享；5) 建立工艺库、知识库和专家库，大幅缩短产品研制周期，提升锂电装备的性能一致性、降低产品不良品率。

图 43：先导工业互联网协同制造体系建设项目示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.3. 海外对比：收入体量与日韩竞争对手差距明显，盈利能力更强

相较海外公司，国产设备企业竞争力突出。公司主要竞争优势包括：技术先进，产品性价比高，整线供货、集成能力强，快速响应客户需求的能力强等。

先导智能目前已经成为全球市值最大的锂电设备供应商。尽管 CKD 总营业收入约为 60 亿元，但其中自动化设备（包含锂电设备、包装机械、照明机械等）收入为 10 亿元。

表 12：先导已经成为全球市值最大的锂电设备供应商

	国别	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	总市值（亿元）
CKD	日本	60.2（10.4）	2.2	89
PNT	韩国	18.5	-0.1	30
平野	日本	20.3	1.5	26
PNE	韩国	8.5	0.9	18
先导智能	中国	46.8（38.1）	7.7	680

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

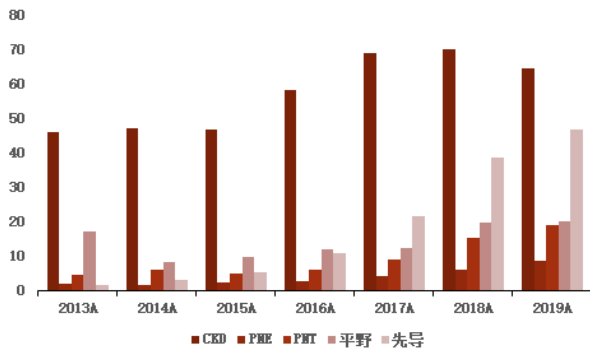
备注：交易时间截止至 2021 年 3 月 22 日

- CKD 成立于 1943 年，1962 年在名古屋证券交易所上市。1980 年开始全球化布局，陆续设立马来西亚、美国、泰国、新加坡、中国无锡、中国上海、韩国等地分公司或合资公司。公司主要业务包括元件产品以及自动机械装置，2019 年二者的收入占比分别为 84%和 16%。其中自动机械装置又包括包装机械、产业机械以及照明机械等三部分，结合长年累积的伺服控制技术、高性能空气压机器以及 CAM 技术，锂离子电池制造系统（主要为卷绕机 CEW）和焊锡印刷检查为公司重点布局的产业机械。
- PNT 成立于 2003 年。最早开发棱镜片及光学薄膜设备，2012 年开展辊压机的研发，并在 KOSDAQ 上市。2013 年为锂离子电池开发分切机、涂布机等锂电设备，2014 年在中国成立分公司。
- 平野为日本的涂布机龙头企业，成立于 1935 年。产品包括光学功能膜涂布生产线、柔性线路板涂布生产线、电池极片涂布设备、无纺布制造设备等。
- PNE 成立于 2004 年，为锂电池后段工艺的设备龙头厂商。公司的充放电设备在韩国市场占有率第一，此外还开发了 ESS、电池包、电动车充电基础设施以及电气部件等。目前公司在全球 5 个国家设有子公司等分支机构。

2019 年，公司的专用设备营业收入已经远高于海外竞争对手。2019 年公司总营收为 47 亿元，平野为 20 亿元，PNT 为 19 亿元，CKD 尽管总规模达到 65 亿元，但其自动化设备的营业收入大约为 10 亿元。

公司 2019 年归母净利润达到 7.7 亿元，大约为海外可比公司第二名的 CKD 的 3 倍以上。由此可见无论是收入还是利润规模，公司都已经远高于海外锂电设备厂商。

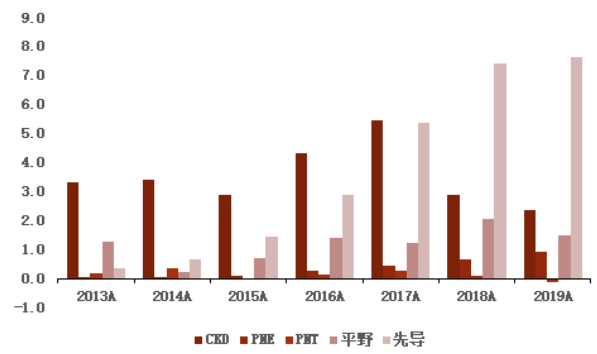
图 44: 公司锂电设备收入远高于海外竞争对手 (亿元)



资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

备注: 2019 年 CKD 自动化设备收入约 10 亿元

图 45: 2019 年公司净利润约为 CKD 的 3 倍以上 (亿元)

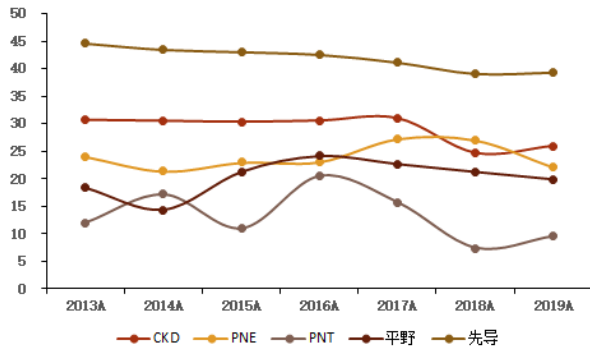


资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

盈利能力方面, 公司毛利率远高于海外竞争对手。尽管近年来公司毛利率有一定的下降, 但是仍高于海外竞争对手, 平均毛利率约 40% 左右。海外锂电设备厂商的毛利率约 20%-30%, 其中 PNT 最低, 平均约 10%-15%。

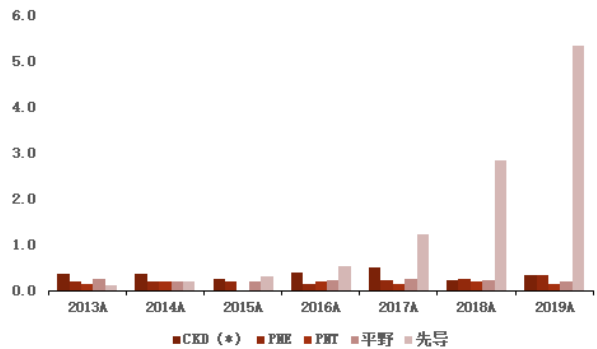
研发投入方面, 先导远远高于海外竞争对手。2013 年公司研发投入略低于 CKD 等日韩锂电设备厂商, 而 2013-2019 年海外竞争对手研发投入几乎没有增长, 而公司研发投入从 0.1 亿元增长至 5.3 亿元, 已经呈现出数量级上的巨大差异。持续的研发投入是确保公司设备维持较强竞争力的关键。

图 46: 公司毛利率达 40%, 远高于海外竞争对手



资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

图 47: 公司研发投入远高于海外竞争对手



资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

备注: CKD 选用自动化设备的研发投入

3.3. 多元化发展，打造非标自动化设备龙头

3.3.1. 光伏设备：品类扩张，从自动化设备向工艺设备延伸

公司光伏设备主要涉及电池以及组件的自动化设备，核心设备为串焊机。半片产能业内遥遥领先，半片产能超 3800 片/小时，全片产能 3500 片/小时。焊接过程中的焊接应力控制等有完整的解决方案，碎片率小于 0.2%，稼动率大于 98%。

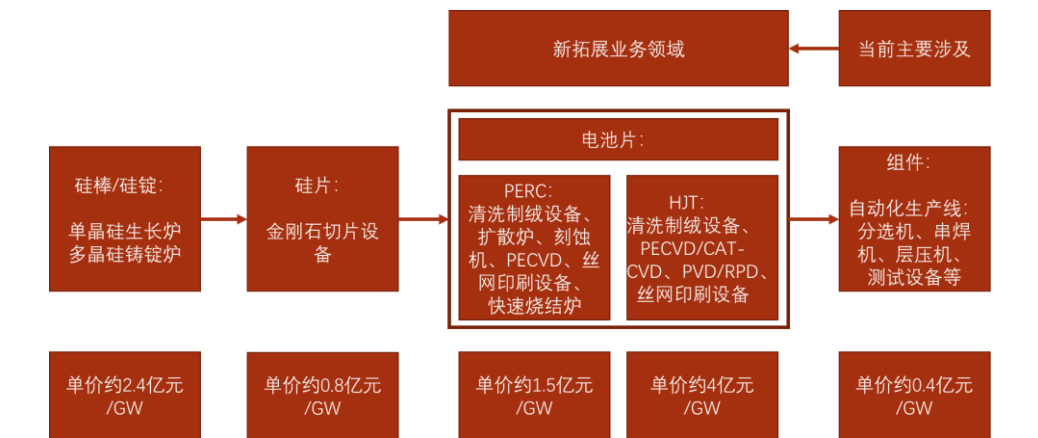
图 48：先导 LDTS4000 电池片高速串焊机示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2021 年公司有望从自动化设备向工艺设备延伸，重点布局 TopCon 和异质结设备。光伏组件自动化生产线中最核心的设备为串焊机和层压机，合计约占整条生产线价值量的 65%左右。我们测算光伏组件的自动化生产线价值量约为 0.4 亿元/GW。公司 2020 年开始加大光伏工艺设备的研发开拓，PERC 和 HJT 电池片设备的价值量分别为 1.5 亿元/GW 和 4.0 亿元/GW，市场空间有望扩大数倍。

图 49：公司光伏设备有望从自动化产线向工艺设备延伸



资料来源：浙商证券研究所整理

3.3.2. 汽车智能产线：借助宁德时代渠道资源，德系客户有望取得较大进展

公司的汽车智能产线主要包括电池模组/PACK 产线、新能源电驱装配解决方案、汽车智能装备等业务。

锂电池模组/PACK 生产线为汽车业务当前最主要订单来源，公司在电池装备全球领先地位的优势基础上，针对圆柱、软包、方壳电芯模组和 PACK 产线，提供工厂规划咨询、核心专机开发、产线 MES 定制、整线系统集成、智能物流仓储、PACK 模组拆解等一系列解决方案。

图 50：先导电池模组组装线示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司采取与头部整车企业“协同研发”的模式，凭借在锂电行业多年的积淀，同时借助宁德时代的渠道，率先定位于高端。我们预计公司有望在德系品牌客户取得较大进展，如大众、保时捷、宝马、戴姆勒等。同时，公司也正在与特斯拉、奥迪、通用、丰田、上汽、一汽等国内外知名客户开展合作。

2021 年 1 月，公司与宝马签订合作协议，为其提供新能源汽车 PACK 智能产线整体解决方案。该项目为德国宝马 2020 年规划的重点项目，是先导数字制造技术碰撞汽车电动化趋势的结晶。

不同的配置对应汽车智能产线的造价不同。目前公司交付的模组自动化率可以达到 95%以上，PACK 自动化率达到 50%以上，电驱整体解决方案从定、转子分装到电驱成品下线平均的自动化率达到 85%以上。我们预计公司汽车业务模组/PACK 的平均单价达到 1.5-2 亿元/GWh。

3.3.3. 智能物流：提供多种智能工厂物流解决方案，锂电行业率先实现突破

在智能物流业务领域，公司依托在锂电池行业丰富的客户积累，重点布局材料库、立体库、AGV 小车，包括整个智能化工厂的解决方案。其中智能化工厂仓储物流的解决方案涉及连续型整线智能工厂、离散型整线智能工厂、智能工厂信息化整体解决方案以及 AGV 整体解决方案等。

智能物流可以实现生产搬运、仓储管理、整厂物流的自动化。使整线各生产设备之间的运作更为灵活智能，协同性更高，从而减少整线中各生产设备由于生产物流效率低下等原因造成的人员闲置和非正常停机等待，提高产能及效率。

图 51：公司智能物流业务中的部分产品示意图

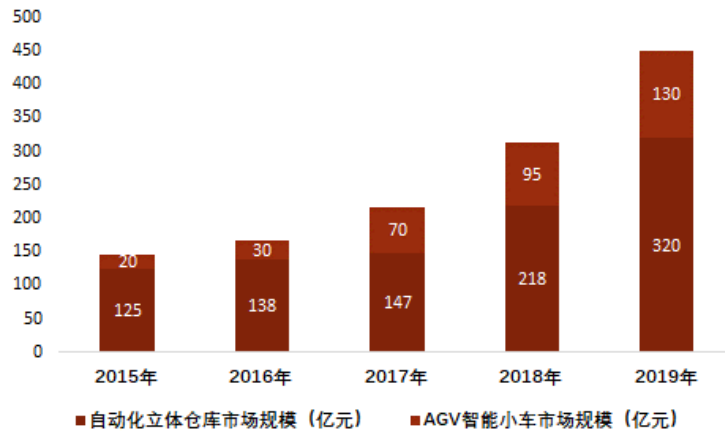


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

参考公司公告，我们预计一条智能物流线的单价约为 3000-4000 万元，其中整线物流解决方案单价为 1500 万元/条，标准立体库单价为 2000 万元/套，AGV 小车的单价约为 75 万元/套。

根据中国物流技术协会以及中商产业研究院的相关数据，我们预计 2019 年自动化立体仓库的市场规模有望达到 320 亿元，AGV 智能小车等市场规模有望达到 130 亿元，若再加整线物流解决方案（约占总市场规模的 10%以内），预计 2019 年中国智能物流设备的市场空间约为 500 亿元，过去 3 年的复合增速达到 39%。

图 52：预计 2019 年智能物流设备的市场空间约 500 亿元，过去 3 年复合增速为 39%



资料来源：中国物流技术协会，中商产业研究院，浙商证券研究所

3.3.4. 3C 智能设备：机器视觉有望提升整线生产效率，切入 3C 产业链

3C 产业链包括核心部件（如芯片、面板等）生产、模组（如显示模组 LCM 产线、表面贴装 SMT 产线等）组装制造以及整机组装等三个环节。

公司目前主要涉及到机器视觉领域。通过配置高分辨率相机，采集自主研发算法与硬件方案，可实现识别、定位、测量、缺陷检测等功能，从而提升整线的自动化生产能力。

图 53：机器视觉可提升锂电池等产品的整线生产能力



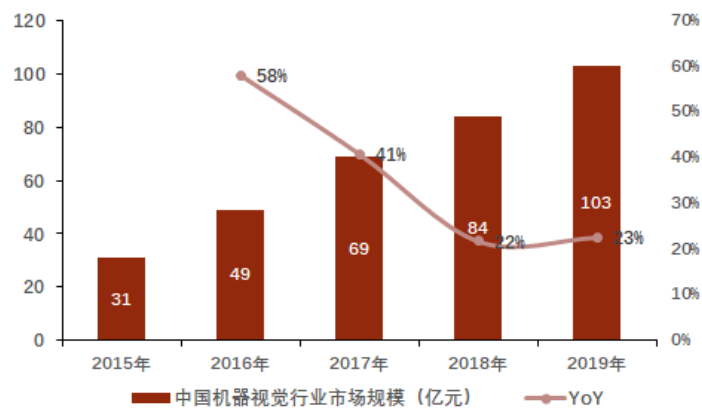
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

机器视觉属于募投项目“锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目”的一个部分。公司正开展基于锂电的在线智能视觉系统硬件（集成了光学系统、智能相机、3D 传感器等）图像数据存储传输和处理服务器硬件以及人工智能图像处理算法和软件三大领域的新一代机器视觉系统产品的产业化。

- **在生产效率方面**，机器视觉可以与整线上其他设备协同工作，运用 2D/2.5D/3D 技术，在高速环境下对对平面特征及立体特征进行定位、识别和检测，从而减少人员参与，极大的节约了检测时间，提高了生产效率。
- **在缺陷检测准确性方面**，由于机器视觉设备配备高分辨率相机，可以同时多个工位进行高精度检测，个别工位像素精度可达 0.012mm/pixel，从而保障检测精度；并且机器视觉还开发人工智能算法，通过自主研发的深度学习模块、完备的图像处理算法库、标准化的开发流程和自动缺陷统计与分析，实现更加准确的检测，使得结果更加可靠。

根据中国机器视觉产业联盟统计，2019 年我国机器视觉的市场空间约为 103 亿元，过去 3 年行业的复合增速约为 28%。

图 54：2019 年中国机器视觉市场规模约 103 亿元，同比增长 23%



资料来源：中国机器视觉产业联盟，浙商证券研究所

4. 盈利预测及估值：目标市值为 876 亿元

4.1. 盈利预测：预计公司 2020-2022 年净利润复合增速为 44%

1) 锂电池设备方面，我们预计公司将深度绑定宁德时代，后者提供有效的订单保障。

根据公司公告，与宁德时代的战略合作将大幅促进公司市场拓展，推动实现销售业绩大幅提升。在 2021-2023 年为公司带来电芯生产核心设备采购订单规模合计达 187.5 亿元，增加净利润达 27.1 亿元（未考虑设备验收周期的影响等）。

战略合作后，宁德时代有望进一步加强与先导的合作，采购金额和采购的稳定性都会增强。根据公司公告，预计宁德时代 2021-2023 年电芯生产核心设备的总采购金额分别为 100/120/155 亿元，根据双方《补充协议》，宁德时代给予先导不低于 50% 的份额，对应三年的采购金额分别不低于 50/60/77.5 亿元。

我们预计公司 2020-2022 年的锂电设备收入分别为 45/65/83 亿元，其中宁德时代 2021-2022 年的收入占比达 77%/72%。考虑到宁德时代在产业链中的定价权较强，参考公司公告，我们预计公司锂电设备 2020-2022 年的毛利率分别为 38%/36%/36%。

2) 光伏设备方面，我们预计公司未来将重点扩张品类，从自动化设备向工艺设备延伸。我们预计公司光伏设备 2020-2022 年的收入分别为 5.7/7.0/8.3 亿元，分别同比增长 16%/21%/20%。

3) 3C 智能设备方面，机器视觉将成为重要的长期增长点。我们预计公司 3C 智能设备在手订单约 5 亿元左右，参考公司公告，机器视觉（包含集成光源、智能相机、视觉服务器、3D 成像检测设备、3D 传感器等）在 3 年建设期完成后有望年均贡献新增营业收入 2.5 亿元左右。我们预计公司 3C 智能设备业务 2020-2022 年的营业收入分别为 1.6/5.0/5.3 亿元。

4) 新拓展的业务方面，我们预计智能物流业务以及汽车智能产线将成为即将爆发的重要领域。智能物流方面，公司此次再融资投资计划将开展智能物流设备的研发，致力于实现智能工厂的生产搬运自动化。

与宁德时代的战略合作将加快推进公司两块新业务的发展步伐。

在智能物流业务方面，根据公司公告，预计宁德时代 2021 年智能物流的订单需求约为 24 亿元，且未来 3 年订单年增速达 30%。2020 年先导中标宁德时代物流线的份额为 56%，假设按照 2021-2023 年公司在宁德时代物流线订单的份额为 50%，则对应的收入分别为 12/15.5/20 亿元。

在汽车智能产线方面，由于宁德时代配套的车型数量约为总数的 50%（数据来源为工信部 2020 年上半年新能源汽车推广目录），有助于推动先导与国内外车企之间的深度合作。我们预计汽车业务 2021-2022 年的收入分别为 2.6/14 亿元。

综上，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 58/94/132 亿元，分别同比增长 24%/62%/41%，毛利率分别为 38%/36%/36%。其中锂电池设备 2020-2022 年的营业收入分别为 45/65/83 亿元，分别同比增长 19%/43%/28%，毛利率分别为 38%/36%/36%。锂电设备占总营收的比例分别为 78%/69%/63%，占比下降主要原因系 3C 智能设备、汽车智能产线、智能物流等新业务收入快速增长所致。

表 13：预计公司 2020-2022 年营收增长率分别为 24%/62%/41%

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
锂电池设备	收入	18.2	34.4	38.1	45.4	64.9	83.0
	YoY		89%	11%	19%	43%	28%
	毛利率	39%	39%	39%	38%	36%	36%
光伏设备	收入	2.3	2.6	5.0	5.7	6.9	8.3
	YoY		14%	88%	16%	21%	20%
	毛利率			30%	35%	35%	35%
3C 智能设备	收入		0.3	0.8	1.6	5.0	5.3
	毛利率				50%	50%	50%
薄膜电容器设备	收入	0.4	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4
	毛利率				45%	45%	45%
新拓展业务、配件等	收入	0.8	0.8	2.7	5.0	16.6	35.3
其中：汽车智能产线	收入					2.6	14
	毛利率					30%	30%
智能物流设备	收入			0.4	4.7	13.0	19.0
	毛利率					32%	32%
其他业务	收入					1.0	2.3
	毛利率					50%	50%
汇总	收入	21.8	38.9	46.9	58.0	93.8	132.3
	YoY		79%	20%	24%	62%	41%
	毛利率	41%	39%	39%	38%	36%	36%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 9.1/15.8/22.8 亿元，同比增速分别为 18%/74%/45%，对应的 PE 分别为 84/48/33 倍。

4.2. 估值比较：参考可比公司，给予 21 年 60 倍 PE，目标价 105 元

公司为锂电后段设备的全球龙头，竞争优势突出。与国内厂商相比，公司深度绑定宁德时代，预计未来 3 年在宁德时代体系内的份额不低于 50%，同时公司品牌优势明显、客户粘性强、盈利能力较高。与海外厂商相比，公司产品在性价比、系统集成能力、客户响应能力等诸多方面优势明显，且研发投入持续增加，护城河不断加深。

在成长性方面，我们认可公司将锂电设备行业杰出的管理、研发能力像其他非标自动化领域复制。未来，公司有望在光伏设备、汽车智能产线、智能物流、3C 设备等诸多领域实现产品品类拓展、订单快速增长、智能化和集成能力不断提升。

预计 2021-2022 年公司的归母净利润复合增速为 59%，同时预测 2021-2025 年锂电设备市场规模的复合增速达到 41%，增速较快。

参考可比公司的估值水平，同时考虑到公司在锂电设备的行业龙头地位，未来有望通过多元化发展打造非标自动化设备领域的龙头，给予公司 2021 年 60 倍 PE（对应 PEG 约为 1，并且相对可比公司给予一定的估值溢价），目标价为 105 元，维持“买入”评级。

表 14：参考可比公司估值，给予公司一定估值溢价，目标价为 105 元

代码	简称	市值(亿元)	EPS(元)			PE			ROE(摊薄)	PB
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2019A	
688006	杭可科技	274	0.93	1.35	1.94	73	51	35	13%	7.2
300457	赢合科技	115	0.29	0.55	0.70	61	32	25	5%	4.0
300648	星云股份	42	0.03	0.58	0.87	946	49	33	1%	4.0
平均值						360	44	31	6%	
300450	先导智能	782	1.00	1.61	2.33	84	48	33	18%	10.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除先导智能、杭可科技之外，其他公司盈利预测均采用 Wind 一致盈利预测，时间截止至 2021 年 4 月 19 日

5. 风险提示

下游锂电企业扩产低于预期；新业务拓展低于预期；单一客户依赖度较高。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7532	10281	16579	22128
现金	2070	3355	6105	7600
交易性金融资产	116	116	116	116
应收账款	2277	3073	4808	6314
其它应收款	32	43	67	94
预付账款	35	60	86	132
存货	2153	3213	4927	7292
其他	850	421	470	580
非流动资产	1985	2470	2827	3029
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	465	722	1156	1261
无形资产	148	147	130	113
在建工程	177	381	385	348
其他	1195	1219	1155	1306
资产总计	9517	12751	19407	25157
流动负债	4168	7217	10020	13864
短期借款	299	272	346	306
应付款项	2421	3949	5851	8298
预收账款	791	2431	2838	3928
其他	658	565	985	1332
非流动负债	1064	537	646	749
长期借款	119	119	119	119
其他	945	418	527	630
负债合计	5233	7754	10666	14613
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	4284	4996	8740	10544
负债和股东权益	9517	12751	19407	25157
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	541	2563	881	1984
净利润	766	905	1576	2280
折旧摊销	69	58	84	104
财务费用	39	19	(17)	(44)
投资损失	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(775)	2490	670	1838
其它	464	(889)	(1410)	(2173)
投资活动现金流	(466)	(499)	(483)	(134)
资本支出	(104)	(500)	(500)	(150)
长期投资	0	0	0	0
其他	(363)	1	17	16
筹资活动现金流	521	(779)	2352	(354)
短期借款	(169)	(27)	74	(41)
长期借款	(137)	0	0	0
其他	827	(752)	2278	(313)
现金净增加额	596	1285	2750	1495

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4684	5798	9378	13229
营业成本	2842	3619	5989	8526
营业税金及附加	28	35	57	80
营业费用	163	191	281	370
管理费用	232	267	422	569
研发费用	532	638	844	1058
财务费用	39	19	(17)	(44)
资产减值损失	175	191	244	344
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	21	21	21	21
其他经营收益	189	175	182	179
营业利润	884	1035	1762	2527
营业外收支	(49)	(49)	(49)	(49)
利润总额	836	986	1713	2478
所得税	70	81	137	198
净利润	766	905	1576	2280
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	766	905	1576	2280
EBITDA	896	1055	1770	2527
EPS (最新摊薄)	0.87	1.00	1.61	2.33
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	20%	24%	62%	41%
营业利润	-9%	17%	70%	43%
归属母公司净利润	3%	18%	74%	45%
获利能力				
毛利率	39%	38%	36%	36%
净利率	16%	16%	17%	17%
ROE	20%	20%	23%	24%
ROIC	16%	17%	17%	20%
偿债能力				
资产负债率	55%	61%	55%	58%
净负债比率	11%	6%	5%	4%
流动比率	1.81	1.42	1.65	1.60
速动比率	1.29	0.98	1.16	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.52	0.58	0.59
应收帐款周转率	3.73	3.14	4.01	3.66
应付帐款周转率	2.45	2.55	2.71	2.63
每股指标(元)				
每股收益	0.87	1.00	1.61	2.33
每股经营现金	0.61	2.91	0.93	2.09
每股净资产	4.86	5.67	9.19	11.09
估值比率				
P/E	98	83	47	33
P/B	17.5	15.0	9.2	7.7
EV/EBITDA	42	68	42	29

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>