

# 利元亨 (688499)

证券研究报告

2021年09月14日

## 乘新能源春风而起，锂电设备后起之秀

### 1、利元亨：锂电设备后起之秀

公司成立于2014年，主要从事智能制造装备的研发、生产及销售，产品覆盖锂电池、汽车零部件、精密电子、安防、轨道交通等行业领域。受益于锂电设备行业高景气度，公司业绩持续强劲增长，公司营业收入由2016年的2.2亿元增加至2020年的14.3亿元，年复合增长率为58.1%；归母净利润由2016年的0.13亿元增加至2020年的1.40亿元，年复合增长率为82.7%。

**2018-2020年，公司锂电池制造设备收入占营业收入比例80%以上，是营业收入增长的主要驱动因素。**2018年，行业内可比公司锂电相关收入增长速度较快。2019年，同行业可比公司锂电相关收入增速下滑甚至为负。2020年，公司开拓消费锂电电芯装配设备，新产品对销售增长贡献较大，公司锂电池制造设备收入增速较同行业可比公司更大。

### 2、动力电池装机量持续攀升，锂电设备发展前景光明

1) 新能源汽车市场发展驱动动力电池装机量持续攀升。2021年5月，我国动力电池装机量9.8GWh，同比上升178.2%。环比增长16.2%。2021年前5月，我国动力电池装机量累计41.4GWh，同比累计上升223.9%。

2) 锂电设备市场发展前景光明。据GGII调研统计，2020年中国锂电电芯制造设备市场规模达到286.8亿元，较2015年的120亿元增长了139%。未来锂电新能源产业前景光明，锂电设备市场仍有较大的上升空间。预计2025年中国新增锂电电芯制造设备市场规模将达520亿元。

### 3、深度绑定下游锂电龙头，企业发展稳定持续

公司与下游新能源科技等锂电龙头深度绑定，共同成长。由于设备对于电池产品的良率有重要影响，以及设备的定制化特征，设备商要经过多个环节、长周期认证，认证成本高，锂电池厂商不会轻易更换主要的设备商。公司优先选择服务于新能源科技等优质客户，建立以下核心优势：充分受益于下游高成长和集中度提升带来的增量；规模优势产生成本优势；形成问题反馈机制，带来技术壁垒。

**盈利预测：**预计2021-2023年公司营业收入分别为23.71亿、42.75亿、64.98亿，YOY为65.82%、80.30%、51.99%；归母净利润分别为2.23亿、4.55亿、8.83亿，YOY为59.10%、103.67%、94.09%，对应PE119X、59X、30X。截至2021年9月8日，目标市值为334.23亿元，上涨空间为24.53%，对应目标价为379.80元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**锂电池行业增速放缓或下滑风险，客户集中度较高风险，业绩下滑风险，短期内股价波动风险。测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	888.90	1,429.97	2,371.18	4,275.14	6,497.90
增长率(%)	32.35	60.87	65.82	80.30	51.99
EBITDA(百万元)	258.72	354.72	269.77	532.76	987.44
净利润(百万元)	93.09	140.46	223.46	455.12	883.34
增长率(%)	(26.54)	50.89	59.10	103.67	94.09
EPS(元/股)	1.06	1.60	2.54	5.17	10.04
市盈率(P/E)	286.44	189.84	119.32	58.59	30.19
市净率(P/B)	41.47	25.42	12.82	10.91	8.46
市销率(P/S)	30.00	18.65	11.25	6.24	4.10
EV/EBITDA	0.00	0.00	95.93	50.55	26.06

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	303元
目标价格	379.80元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	88.00
流通A股股本(百万股)	17.97
A股总市值(百万元)	26,664.00
流通A股市值(百万元)	5,445.21
每股净资产(元)	21.66
资产负债率(%)	60.69
一年内最高/最低(元)	381.97/155.03

### 作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 利元亨：锂电设备后起之秀</b>	<b>4</b>
1.1. 乘新能源春风而起，锂电设备国内领先	4
1.2. 营收持续攀升，2021H1 业绩表现亮眼	5
1.3. 公司股权架构稳定，创始人技术出身	6
1.4. 募资项目建成将进一步提升公司市场竞争实力	7
<b>2. 动力电池：成长驱动力强劲，市场需求空间广阔</b>	<b>7</b>
2.1. 电动车：车企共推电动车发展，锂电池需求持续上升	7
2.2. 叉车及电动工具：对锂电池需求同样旺盛	8
2.3. 储能：锂电降本+补贴带动储能市场需求快速释放	9
2.4. 动力电池市场空间广阔，产能仍有较大缺口	9
<b>3. 服务多家锂电知名厂商，核心技术处于国际领先</b>	<b>10</b>
3.1. 研发投入领先行业，科技成果转化能力强	10
3.2. 深度绑定下游锂电龙头，企业发展稳定持续	12
3.3. 产能利用率稳步提升，锂电核心产品产销率逐渐回暖	13
3.4. 实现跨领域应用，为多个下游行业提供专业化解决方案	13
3.5. 以海葵智造，开启锂电数智化新征程	14
<b>4. 盈利预测与估值</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品演变史	4
图 3：2016-2021H1 公司营业总收入	5
图 4：2016-2021H1 公司营业净利润	5
图 5：公司分业务营收及同比增速	6
图 6：公司股权结构	6
图 7：2019-2025 全球电动工具锂电池装机量（GWh）	9
图 8：2019-2025 中国电动工具锂电池装机量（GWh）	9
图 9：公司产品覆盖情况	10
图 10：公司研发投入占营业收入比例	11
图 11：2020 年度公司前五大客户销售情况（单位：万元）	12
图 12：2020 年度公司前五大客户占营业收入比重	12
图 13：2018-2023 中国消费锂电池出货量统计及预测	12
图 14：2018 年-2020 年公司产能利用率	13
图 15：2018 年-2020 年锂电产品（专机、整线）产销率	13
图 16：公司多行业解决方案	13

图 17: 海葵智造示意图.....	14
图 18: 锂电池工厂数据采集示意图.....	14
图 19: 整体网络架构层.....	15
表 1: 公司高层简介.....	6
表 2: 募集资金投资项目概况.....	7
表 3: 2019-2020 年电动车渗透度.....	7
表 4: 动力电池需求展望.....	8
表 5: 叉车电动化需求展望.....	8
表 6: 储能方面相关政策.....	9
表 7: 动力电池 2025 年需求展望.....	10
表 8: 动力电池需求缺口测算 (单位: GWH).....	10
表 9: 新能源科技向公司采购金额及占其相似设备采购比例情况 (亿元).....	13
表 10: 营收测算.....	16
表 11: 相对估值.....	17

## 1. 利元亨：锂电设备后起之秀

### 1.1. 乘新能源春风而起，锂电设备国内领先

**锂电设备国内领先。**公司成立于 2014 年，主要从事智能制造装备的研发、生产及销售，产品覆盖锂电池、汽车零部件、精密电子、安防、轨道交通等行业领域。公司深耕锂电池行业的同时，积极开拓汽车零部件、精密电子、轨道交通以及安防等行业的优质客户，提升在智能制造装备行业的地位。

**在锂电池制造装备行业领域，**公司是领先企业之一。公司是少数具备动力电池电芯装配、电池模组组装及箱体 Pack 整线智能成套装备研发制造能力的厂商之一，其中方形动力电池电芯装配线总体技术亦处于国际先进水平。凭借技术优势，公司已与新能源科技、宁德时代、比亚迪、力神、中航锂电、欣旺达等知名厂商建立了长期稳定的合作关系。

**在汽车零部件、精密电子、安防、轨道交通等行业领域，**公司积极开拓优质客户，已与爱信精机、Multimatic、凌云股份等下游行业知名企业建立了稳定的合作关系。公司研发生产的汽车车头辊轧件生产车间，设备已出口并应用至德国本土辊压件工厂，是国产智能装备向发达国家进军的成功案例。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

**产品系列逐渐丰富，覆盖范围不断拓宽。**公司锂电池专机产品类型持续增加，基本覆盖了锂电池的中后段所有工艺段；公司不断研发汽车零部件整线产品，在车身方面完成了数字化车间的升级。同时，公司关键技术的研发积累促使关键技术指标不断提高，逐渐实现在精密电子、安防、轨道交通和医疗健康领域整线产品的研发和生产。

图 2：公司产品演变史

公司产品演变		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
锂电池	消费锂电	电芯制造		顶侧封机				涂布贴胶机
		电芯装配		聚合物自动双折边机	叠片成型一体机		卷绕机	蓝牙电芯四合一成型机 蓝牙电芯自动包装机
		电芯检测	化成容量测试机				极片激光清洗机 顶盖激光焊接机 密封钉激光焊接机	蓝牙电芯化成容量测试机 钢壳小圆柱电芯化成容量测试机
		电池组装						电池外观检测机
		动力电池						软包锂电池Pack线
	汽车零件	电芯装配		极耳超声波焊接机 包膜机		方形动力电池电芯装配线		
		电芯检测				配对机	化成容量测试机	
		电池组装		包膜堆叠焊接一体机		模组装配焊接线		
		发动机总成			相位器全自动装配检测线		电芯上料清洁检测设备	
		车身		快插接头全自动装配检测线		汽车门铰链装配检测设备 汽车天窗装配检测设备 车门限位器全自动装配检测线		车门锁全自动装配检测线
精密电子	汽车电子		车载系统按键装配设备 传感器装配检测设备		继电器装配设备		毫米雷达装配线	
				台式机电脑主机装配线			笔记本电脑装配线 燃料电池自动生产线 变频器自动生产线 无线小基站装配车间 服务器装配车间	
安防							烟雾探测器自动化生产线	
轨道交通							高铁板卡及组匣自动化生产线	
医疗健康							洁牙器自动装配线 平面口罩智能生产线	

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

## 1.2. 营收持续攀升，2021H1 业绩表现亮眼

2016年-2021H1，锂电池制造设备业务推动公司营收/净利润快速扩张。利元亨2020年实现营业收入/净利润为14.30亿/1.40亿，同比增长60.87%/50.89%。2016-2020年，公司的营业收入增长迅速，CAGR+58.08%，主要系锂电池制造设备业务收入快速增长所致。2016-2020年公司归母净利润CAGR+82.72%。

同时，利元亨2021H1业绩表现亮眼。2021H1公司营业收入/净利润为10.47亿/0.99亿，同比增长高达108.41%/998.63%。收入快速增长情况下，利润率相对利润增速有小幅下调，2020年公司毛利率/净利率38.33%/9.82%，同比增长-1.34/-0.65pct。

图3：2016-2021H1 公司营业总收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

图4：2016-2021H1 公司营业净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

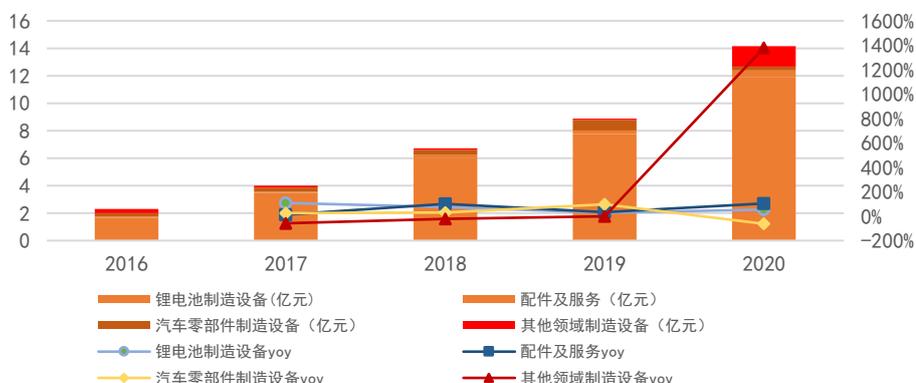
公司主营业务分为智能制造设备与配件及服务两大板块。智能制造设备业务包含锂电池制造设备、汽车零部件制造设备以及其他领域制造设备；其他领域制造设备主要为公司积极开发的笔记本电脑装配线、服务器装配车间、全自动口罩生产线等新产品。

智能制造设备业务或仍是公司的主要增长来源。锂电池制造设备业务作为公司智能制造设

备的核心业务,2020 年收入 11.89 亿元,同比增长 53.16%,占公司主营业务比重为 84.03%。配件及服务业务在 18-20 年的年复合增速高达 65.19%,但总体体量较小,2020 年其收入占比未超过 5%。

短期来看,我们预计智能制造设备业务或仍是公司的主要增长来源,在智能制造设备业务快速增长带动下,相关配件、增值及服务业务也有望较快扩张。

图 5: 公司分业务营收及同比增速

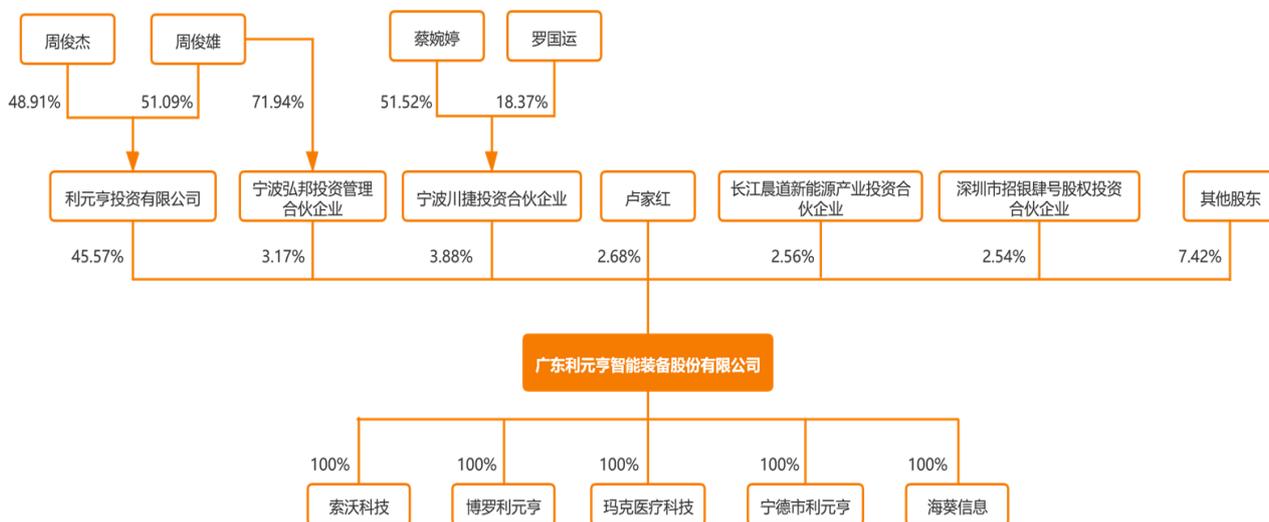


资料来源: Wind、天风证券研究所

### 1.3. 公司股权架构稳定, 创始人技术出身

实际控制人共持股 51.42%, 股权相对集中。周俊雄通过利元亨投资间接控制公司 45.57% 股份, 通过弘邦投资间接控制公司 3.17% 股份, 其配偶卢家红直接持有公司 2.68% 股份, 周俊雄和卢家红夫妇合计持有公司 51.42% 股份, 是公司的实际控制人。

图 6: 公司股权结构



资料来源: wind、2021 年半年度报告、天风证券研究所

周俊雄技术出身, 具有丰富的行业从业经验, 2019 年荣获广东省科技创业领军人才, 曾作为主要完成人申报的“动力电池制芯装备关键技术及产业化”项目获评 2019 年广东省科技进步奖, 优秀高管团队加持, 企业发展未来可期。

表 1: 公司高层简介

姓名	职务	个人简历
周俊雄	董事长, 董事	2019 年荣获广东省科技创业领军人才, 作为主要完成人申报的“动力电池制芯装备关键技术及产业化”项目获评 2019 年广东省科技进步奖。

卢家红	副董事长,董事	2014年11月至2018年6月,任广东利元亨智能装备有限公司监事、营销总监;2018年7月至今,任广东利元亨智能装备股份有限公司副董事长、营销总监。
高雪松	董事	高级会计师,注册会计师。2016年2月至2018年6月,任广东利元亨智能装备有限公司财务总监;2018年7月至今,任广东利元亨智能装备股份有限公司董事、董事会秘书。
周俊杰	董事	2009年3月至2014年10月,任惠州市利元亨精密自动化有限公司研发总监;2014年11月至2018年6月,任广东利元亨智能装备有限公司研发总监;2018年7月至今,任广东利元亨智能装备股份有限公司董事、副总经理、工程中心总监。

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 1.4. 募资项目建成将进一步提升公司市场竞争实力

公司募集资金扣除发行费用后计划投资于工业机器人智能装备生产项目和工业机器人智能装备研发中心项目,并补充公司流动资金需求,项目投资总额为79513.11万元。

工业机器人智能装备生产项目是对公司现有业务产能的扩张,旨在通过引进先进自动化生产设备和系统,在公司现有生产研发技术基础上,通过新项目投建,扩大公司产能、降低产品成本,增强公司产品市场竞争力。

工业机器人智能装备研发中心项目将使公司产品的品质和成本更具竞争优势,新技术的研发旨在通过对激光技术、智能控制技术、人机协作技术等方面的技术研发并取得突破,使公司产品的品质和成本更具竞争优势。

表 2: 募集资金投资项目概况

项目名称	投资金额(万元)	建设期(月)
工业机器人智能装备生产项目	56683.98	24
工业机器人智能装备研发中心项目	12829.13	24
补充流动资金	10000	
合计	79513.11	

资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

## 2. 动力电池: 成长驱动力强劲, 市场需求空间广阔

### 2.1. 电动车: 车企共推电动车发展, 锂电池需求持续上升

电动车在车企的渗透率明显提升。根据我们的测算,主要车企2020年相对于2019年在电动车的渗透度上有较为明显的提升,以大众、宝马、戴姆勒等为代表,个别企业电动化进度较为迟缓。

表 3: 2019-2020 年电动车渗透度

各大车型历年	合计渗透度	
	2019	2020
特斯拉	100.00%	100.00%
大众	1.30%	4.54%
宝马	3.91%	6.20%
戴姆勒	1.60%	6.32%
丰田	0.30%	0.27%
现代起亚	1.44%	2.80%
雷诺日产三菱	1.26%	1.65%
PSA	0.17%	4.25%
通用	0.41%	0.42%
福特	0.17%	0.63%
本田	0.23%	0.18%

资料来源：Marketlines、天风证券研究所

车企共同启动电动化发展大潮，锂电池需求到 2025 年有望达到 800GWH 以上。按照大众、宝马、戴姆勒、丰田、现代等企业的电动车规划，我们预计到 2025 年全球电动车需求将达到 1568 万辆，对当年汽车市场渗透度达到 17%。

电动车需求旺盛，将有望带动合计 809GWH 左右的锂电池需求，其中纯电动需求约为 747GWH，混动需求为 62GWH 左右。

表 4：动力电池需求展望

各大车型历年销量 (万辆)	2017	2018	2019	2020	2025 年电动化率	2025 年电动车销量	纯电比例	混动比例	纯电平均带电量 (KW H)	混动带电量 (KW H)	纯电合计带电量 (GW H)	混动合计带电量 (GW H)
特斯拉	10.3	24.5	30.5	49.95	100%	250	100%	0%	70	15	175.00	0.00
大众	1077	1083	1097	930.5	25%	270	70%	30%	60	15	113.26	12.14
宝马	246	249	252	232.5	25%	67	70%	30%	60	15	28.30	3.03
戴姆勒	330	340	334	253	20%	59	70%	30%	60	15	24.64	2.64
丰田	1031	1052	1074	952.8	10%	110	50%	50%	60	15	33.14	8.28
现代起亚	725	740	720	635	15%	110	70%	30%	60	15	46.38	4.97
雷诺日产三菱	1060	1075	1016	1078.3	10%	125	70%	30%	60	15	52.50	5.63
PSA	363	390	349	251	15%	44	70%	30%	60	15	18.33	1.96
通用	897	879	774	626	10%	73	70%	30%	60	15	30.48	3.27
福特	629	573	490	418.7	10%	49	70%	30%	60	15	20.39	2.18
本田	542	526	483	479	10%	56	70%	30%	60	15	23.32	2.50
合计	6910	6931.5	6619.5	5906.7	17%	1187					565.74	46.60
全球总销量	9447	9500	9032	7803	5	1568					747.36	61.56

资料来源：wind、盖世汽车、乘联会、天风证券研究所

## 2.2. 叉车及电动工具：对锂电池需求同样旺盛

叉车为动力电池的另一需求。根据中国电动叉车行业发展白皮书显示，到 2020 年我国叉车电动化程度达到 51.27%，其中锂电叉车渗透率为 39.30%左右。

假设叉车行业未来五年复合增速为 10%，锂电叉车渗透度提升至 60%，我们估计叉车领域对于锂电的需求量将达到 37GWH 左右。

表 5：叉车电动化需求展望

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国叉车销量	60.83	80.02	88.03	96.83	106.51	117.16	128.88
电动叉车占比	49.09%	51.27%	53%	55%	57%	59%	61%
锂电叉车	7.41	16.12	20.53	25.56	31.57	38.71	47.17
锂电叉车渗透率	24.80%	39.30%	44%	48%	52%	56%	60%
锂电单机	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78

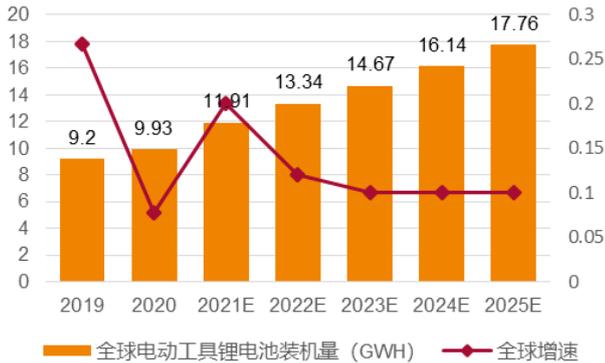
需求量  
(GWh/万台)

锂电需求量 (GWh)	5.78	12.58	16.01	19.94	24.62	30.19	36.79
-------------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源:《中国电动叉车行业发展白皮书(2021年)》,天风证券研究所

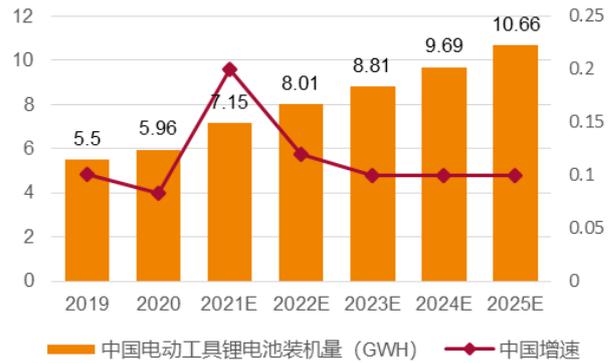
**电动工具对于锂电池需求快速增长。**电动工具呈现无绳化+锂电化大趋势,我们估计到2025年电动工具对于锂电池需求将有望达到17.76GWH。

图 7: 2019-2025 全球电动工具锂电池装机量 (GWh)



资料来源:真锂研究、天风证券研究所

图 8: 2019-2025 中国电动工具锂电池装机量 (GWh)



资料来源:真锂研究、天风证券研究所

### 2.3. 储能: 锂电降本+补贴带动储能市场需求快速释放

各地有关储能补贴政策不断推出,带动储能市场需求。伴随着越来越多的地区开始推出储能项目补贴,我们认为储能市场具备较大的潜力,有望成为锂电下一重要成长级。

表 6: 储能方面相关政策

地区	政策
内蒙古自治区	《2020年光伏发电设备竞争配置方案》规定普通光伏电站配置储能系统,应保证储能系统市场为1小时及以上
辽宁省	《辽宁省风电项目建设方案》规定优先考虑附带储能设施,有利于调峰的项目
山西省	《关于开展新能源场站一次调频改造工作的通知》
新疆自治区	《新疆电网发电侧储能管理暂行规则》在火电厂、风电场、光伏电站发电上网关口内建设的、充电功率5MW及以上、持续充电2小时及以上的储能设施,根据电力调度机构指令进入充电状态的,对其充电电量进行补偿,具体补偿标准为0.55元/千瓦时。
湖北省	《湖北省2020年度平价风电项目竞争配置工作方案》规定风储项目配备的储能容量不得低于风电项目配置容量的10%。
江苏省	《关于进一步促进新能源并网消纳有关意见的通知》中鼓励新能源发电企业配置一定比例的电源侧储能设施,支持储能项目参与电力辅助服务市场,推动储能系统与新能源协调运行。

资料来源:各地政府官网,天风证券研究所

### 2.4. 动力电池市场空间广阔,产能仍有较大缺口

动力锂电池需求不仅由电动汽车带动,其成长驱动力还包括工程机械+电动工具+储能+两轮车等等,假设产能利用率为65%,我们预计到2025年动力锂电整体需求有望达到1714GWH。

如果锂电厂商能够做到产能利用率100%,则需要1114GWH,但是电池厂商往往没有办法

做到产能利用率 100%，这个里面的主要原因系：1) 电池产线生产不同电池间切换时间较长；2) 电池厂商一般会提前扩产，因而当年产能与当年需求不会 100%匹配，一般产能都会偏大；3) 大量的电池产线是处在持续的调试、更新中的；4) 电池行业仍吸引新进入者加入竞争，尤其是欧美厂商，囚徒困境仍存在。

表 7：动力电池 2025 年需求展望

领域	2025 年动力电池需求量 (GWH)
动力电池	809
工程机械	37
电动工具	18
两轮车	70
储能	181
合计 (考虑产能利用率为 100%)	1114
合计 (考虑产能利用率为 70%)	1592
合计 (考虑产能利用率为 65%)	1714
合计 (考虑产能利用率为 50%)	2229

资料来源：marketlines, 高工锂电, 电动叉车白皮书 2020, 真锂研究等, 天风证券研究所

按照近几年来全球头部企业的产能占总体锂电出货量的比例来看，目前的供给端基于需求端还是有较大的缺口。

表 8：动力电池需求缺口测算 (单位: GWH)

供给侧	企业名	2020 年底	2021 年底	2022 年底
1	CATL	96	144	224
2	LG	177	187	217
3	三星 SDI	20	35	55
4	SKI	19	29	55
5	Northvolt	4	12	29
	合计	315	406	580
	新增		91	174
YOY				90.56%
	中期缺口-悲观	1277	1186	1012
	中期缺口-中性	1399	1308	1134
	中期缺口-乐观	1914	1823	1649

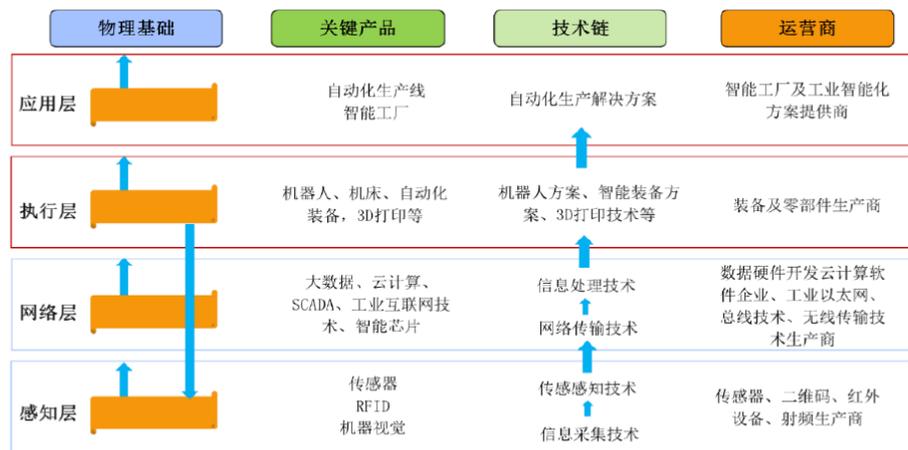
资料来源：高工锂电、CATL、LGC、比亚迪、孚能等公司公告、天风证券研究所

### 3. 服务多家锂电知名厂商，核心技术处于国际领先

#### 3.1. 研发投入领先行业，科技成果转化能力强

公司产品覆盖应用层与执行层。公司基于对下游行业工艺的理解与技术研究的持续投入，自主开发的软件、系统，综合传感器技术、机器视觉技术、机器人技术、智能控制技术、软件技术、激光技术等先进技术，为下游行业客户定制开发智能制造解决方案，帮助和促进下游制造业智能制造水平的提升。

图 9：公司产品覆盖情况



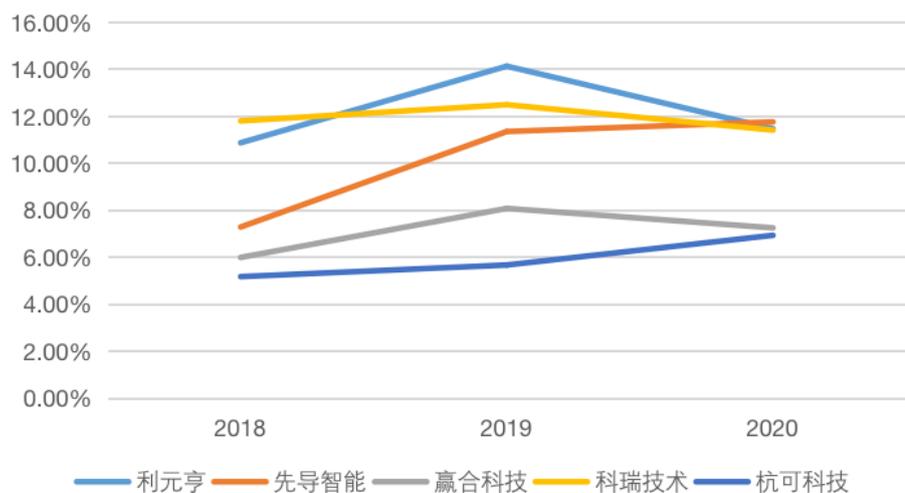
注：公司所处的层级为红色标注的执行层和应用层。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**研发投入比例高于行业竞争对手。**公司专注于智能制造装备技术研发及工艺开发、产品设计等，将研发积累和技术创新放在企业发展首位。公司锂电池领域三层全自动热冷压化成容量测试机、方形动力电池电芯装配线总体技术处于国际先进水平；公司相位器全自动装配检测线总体技术处于国内先进水平，部分指标达到国际先进水平。

公司与同行业可比公司的研发模式相同，研发投入占营业收入比例较高。与同行业研发费用率对比情况如下：

图 10：公司研发投入占营业收入比例



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**研发投入见成效，企业技术储备雄厚。**公司掌握了行业内前沿和核心技术，包括成像检测、一体化控制、智能决策、激光加工、柔性组装、数字孪生等核心技术等。截至 2021 年 4 月 1 日，公司拥有 700 件专利，这些技术为公司在智能制造装备中的组装设备、装配设备、焊接设备、检测设备等具体运用提供了基础。

**科技成果与不同产业跨领域客户深度融合，市场反应良好。**公司的科技成果最终表现为不同应用领域的标准化或个性化的成套自动化装备，其技术水平体现了锂电池领域、汽车零部件领域和其他领域的生产工艺先进性。

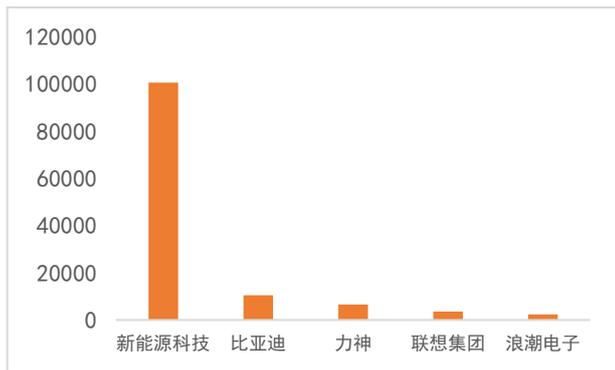
目前利元亨取得科技成果涉及多项工艺，对于工艺的纵深研究丰富，具备整体解决方案的规划和实施实力，与不同产业跨领域客户深度融合，公司产品市场反映良好，取得了一定经济效益和社会效益。

### 3.2. 深度绑定下游锂电龙头，企业发展稳定持续

在全球消费软包锂电领域，新能源科技的出货量占全球出货量持续占比 30%以上。根据日本 B3 报告，2014 年至 2020 年，全球软包消费锂电池出货量增长了 26.71 亿颗，同期新能源科技出货量增长了 9.3 亿颗，占全球增量的 35.16%以上。新能源科技设备采购规模较大，而公司业务规模相对较小，公司主要为新能源科技提供设备，第一大客户收入占比较高。

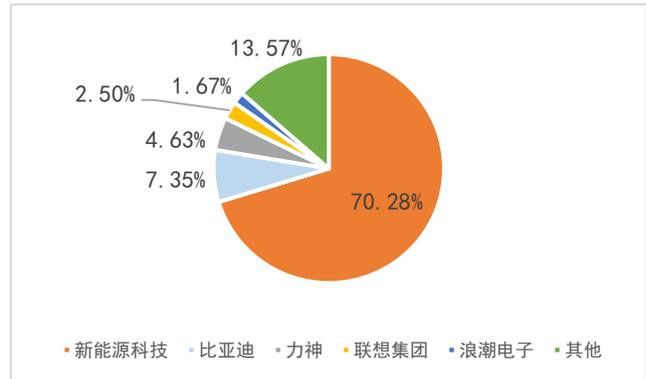
在中国动力锂电领域，近三年，公司前五大客户中宁德时代、比亚迪、力神和中航锂电装机量合计占比均在 60%以上，集中度较高；中国动力锂电装机量从 56.90Gwh 增长至 64Gwh，增长了 7.1Gwh，这四家客户的装机量增长了 8Gwh，超过同期行业整体增量。

图 11：2020 年度公司前五大客户销售情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 12：2020 年度公司前五大客户占营业收入比重



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

**新能源科技是消费锂电池尤其是软包类消费锂电池的龙头企业**，最近三年出货量稳居全球第一，市场占有率持续在 30%以上。根据“2019 年度中国电池行业百强企业名单”，宁德时代新能源科技有限公司、东莞新能源科技有限公司营业收入分别为 288.06 亿元和 125.56 亿元，合计 413.63 亿元，是该名单中营业收入最大的消费锂电企业。

图 13：2018-2023 中国消费锂电池出货量统计及预测



资料来源：中商产业研究院、天风证券研究所

**设备企业与下游锂电龙头深度绑定，共同成长。**由于设备对于电池产品的良率有重要影响，以及设备的定制化特征，设备商要经过多个环节、长周期认证，认证成本高，锂电池厂商不会轻易更换主要的设备商。生产设备经过长期的问题反馈和细节精进，形成对口下游电池厂商技术路径下的设备解决方案，具备制造和研发要求更高设备的能力。

**公司与新能源科技合作历史较长，具有稳定性和持续性**，公司凭借优良的产品品质、持续的技术改进、优异的工艺指标等，从最初与其他设备商同质化竞争，逐渐提升在新能源科技供应链的地位。

公司向新能源科技销售产品主要为电芯检测设备和电芯装配设备，2018 年 11 月，公司与新能源科技设备签订战略合作协议，有效期三年。截至 2021 年 5 月 11 日，公司对新能源

科技的在手订单约为 19.75 亿元（含税）。公司与新能源科技的合作稳定可持续。

表 9：新能源科技向公司采购金额及占其相似设备采购比例情况（亿元）

设备类型	项目	2020 年度	2019 年度	2018 年度
电芯检测设备	利元亨获取订单金额	10.57	2.10	3.80
	占新能源科技采购比例	84.58%	60.00%	74.51%
电芯装配设备	利元亨获取订单金额	13.18	3.27	2.00
	占新能源科技采购比例	33.37%	11.47%	8.00%

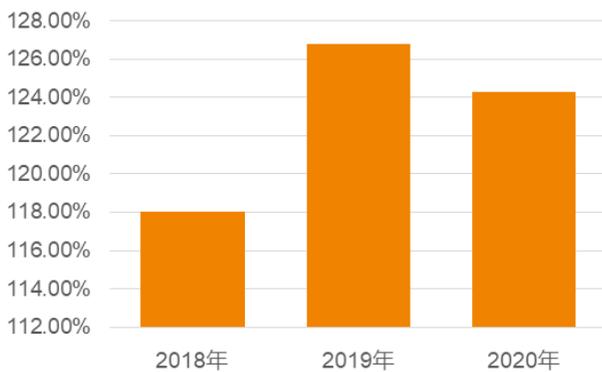
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

### 3.3. 产能利用率稳步提升，锂电核心产品产销率逐渐回暖

公司产品产能利用率稳步提升，始终保持在较高水平。公司产品均为定制化设备，不同设备之间的体积大小、工艺技术难度和零件数量等均差异较大，无法按照产品的台数来衡量公司的产能利用率。公司场地面积、设计人员数量充足，公司自有组装和调试人员的工时数不体现公司产能，因此使用组装和调人员利用率体现公司的产能利用情况。

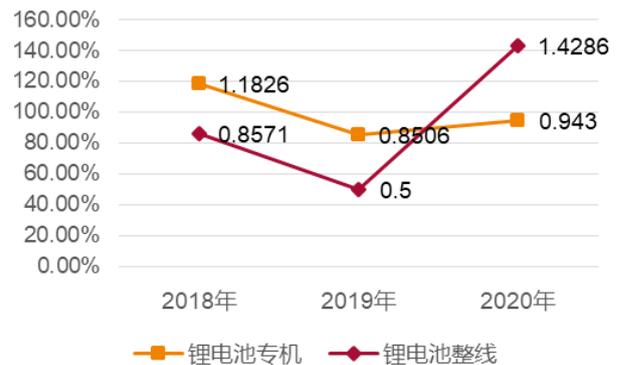
公司 2018-2020 年组装和调试人员利用率分别为 118.04%，126.08%和 124.30%。2018 年至 2019 年，随着业务增长，公司自有组装和调试人员利用率不断增长，2020 年，公司自有组装和调试人员利用率与 2019 年持平。

图 14：2018 年-2020 年公司产能利用率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 15：2018 年-2020 年锂电产品（专机、整线）产销率



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

锂电池业务为公司的核心业务，近几年，下游行业的智能制造需求不断增长，主要体现在技术指标不断上升、自动化向智能化、专机向整线及数字化车间的发展趋势。与行业发展趋势一致，公司产品的产能、柔性等技术指标持续大幅提升，且随着整线、数字化车间产品的推出和更迭，单条整线集成的专机台数不断增多。

2018 年-2020 年公司锂电池专机产品的产销率分别为 118.26%，85.06%和 94.30%；在锂电池整线产品的产销率分别为 85.71%，50.00%和 142.86%。经过技术调整，更新迭代，该领域的产销率已逐步回暖。

### 3.4. 实现跨领域应用，为多个下游行业提供专业化解决方案

行业内企业多专注于下游某一行业部分生产环节的定制化设备，难以跨行业批量复制生产。公司拥有多个应用领域的非标定制化项目经验，并致力于积累可以在不同下游行业应用的标准化技术，从而拥有跨领域应用优势。

公司将不同领域的设备经验分解成不同工艺平台，将工艺平台逐渐沉淀为标准化平台，在标准化工艺平台的基础上，进一步将内部的技术模块形成通用技术，从而实现同一技术或模块在不同下游领域的灵活运用。

图 16：公司多行业解决方案



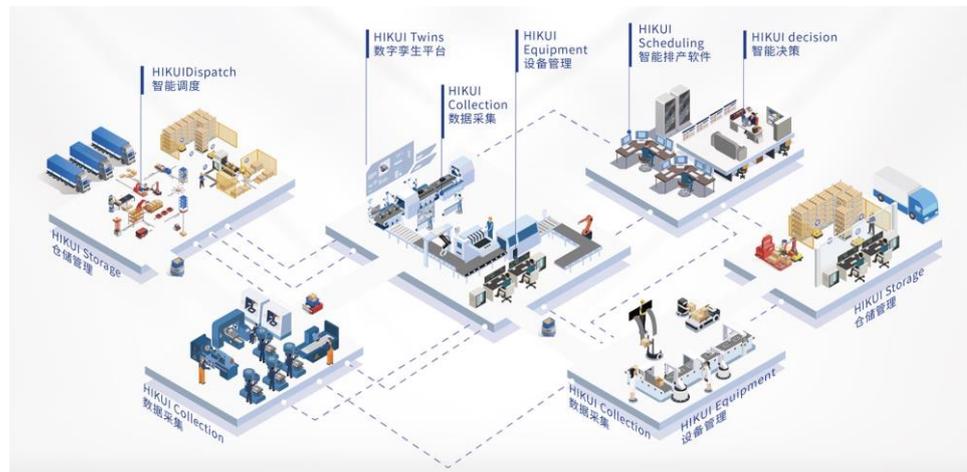
资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前公司拥有 15 种工艺平台，随着未来应用项目的增多，公司沉淀出的工艺应用将进一步增多，在为不同下游行业提供解决方案时具有更加专业化的优势。

### 3.5. 以海葵智造，开启锂电数智化新征程

海葵智造是公司基于对客户在工艺、制造、品质、成本、管理等方面痛点的深刻理解和对智能制造方向的前瞻考虑而研发的一套适用于锂电行业的“数智化整线解决方案”。海葵智造由“看得见的智慧”智能装备和“看不见的智慧”软件系统两部分组成。

图 17：海葵智造示意图



资料来源：公司官网、天风证券研究所

“看得见的智慧”是基于设备自动化基础上，打通背后的工业网络设计，通过数据采集、数据分析到实时监控、智能排产、设备预测性维护，打通制造运维到企业管理的数字化壁垒，提高生产过程的合理性、可控性和自适应性，提升企业高效配置生产资源，实现精益生产。

“看不见的智慧”是以工厂互联网互通平台、工厂布局及产线设计体系为基准，优化运营流程和管理策略，保障研发和工艺体系管理。通过人机料法环的互通互联设计，为企业管理层提供远期发展方向和蓝图规划。

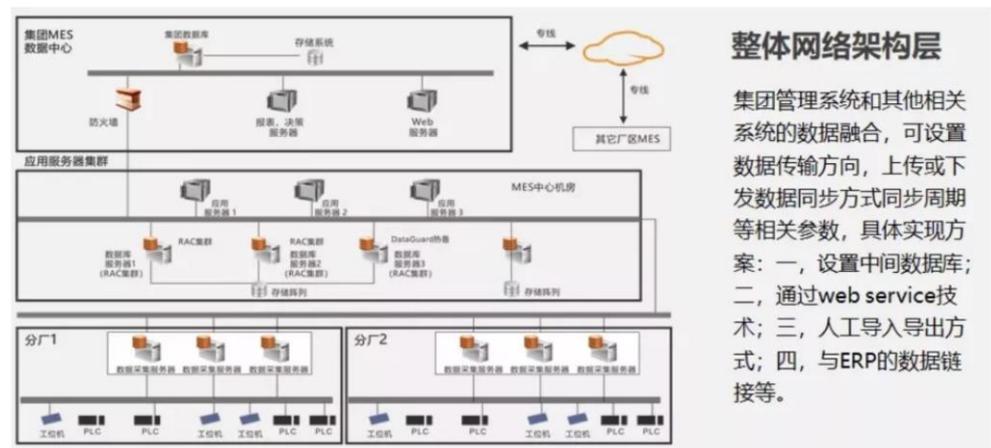
图 18：锂电池工厂数据采集示意图



资料来源：高工锂电、天风证券研究所

海葵智造采用 DIM 数据直采方式，实现 MES 系统对于现场设备层数据直接采集，打破低时效、不全面的顽疾，实现现场数据精准、高速采集；渗透至锂电池生产的全工艺，与利元亨智能制造设备相配套的数字化软件系统直接从设备底层融合，按照锂电生产工艺流程搜集数据，做到可迅速回溯，发现并判断问题，智能推荐最优解决方案。

图 19：整体网络架构层



资料来源：高工锂电、天风证券研究所

同时，公司通过构建互联互通的工业以太网，以及动力电池工业信息技术标准，以此作为数字化转型的基础，将集团管理系统和其他相关系统的数据融合，可设置数据传输方向，上传或下发数据同步方式同步周期等相关参数。

#### 4. 盈利预测与估值

公司目前的主要业务可以分为锂电领域、汽车领域、其他领域及相应的配件和服务业务，我们根据公司业务布局及历史业绩情况做出估计：

- 1) **锂电池制造设备**：公司锂电业务可以分为消费锂电和动力电池两块。1) 消费锂电：消费锂电下游大客户为 ATL，近年来消费锂电业务量占公司锂电业务总量的 70%以上，且比例仍有上升，主要是因为公司产品向锂电全生产环节渗透，由电芯检测环节延伸至电芯制造、电芯装配环节，电芯装配专机成为公司全新的增长点。2) 动力电池：公司动力电池业务下游客户涵盖力神、比亚迪、宁德时代等头部电池厂，根据前文描述，动力电池迎来新一轮扩产，且公司目前动力电池业务体量较小，预计未来几年增速明显。结合公司在手订单情况，截至 8 月 25 号，消费类锂电在手订单金额为 17.70 亿元(含税)，动力类锂电的在手订单金额为 27.84 亿元(含税)，我们预计 21-23 年，此块业务以较快的速率增长，对应收入分别为 21.77、40.37、62.00 亿元。

- 2) **汽车零部件制造设备**：公司此块业务占比较小，整体处于稳定的趋势，公司也未在此块业务做过多的研发投入，且近年来汽车制造业固定资产投资完成额有所放缓。预计 21-23 年，汽车领域业务保持以 10% 的速率小幅增长，对应收入分别为 0.32、0.35、0.39 亿元。
- 3) **配件及服务业务**：此块业务为公司其他业务来带的增值收入，结合公司近年来整体的复合增长率，预计 21-23 年保持 45% 的增长速率，对应收入分别为 0.71、1.04、1.50 亿元。
- 4) **其他领域制造设备及其他业务**：此块业务在 2020 年有一个较为明显的增长，主要原因是公司拓展了精密电子（笔记本电脑装配线等）和医疗领域（口罩机）的新产品，随着疫情逐渐被控制，公司有可能有一个短暂的回调。预计 21-23 年，对应收入合计分别为 0.91、0.99、1.09 亿元

基于此，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 23.71 亿、42.75 亿、64.98 亿，YOY 为 65.82%、80.30%、51.99%；归母净利润分别为 2.23 亿、4.55 亿、8.83 亿，YOY 为 59.10%、103.67%、94.09%，对应 PE 119X、59X、30X。

表 10：营收测算

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入（百万元）	672	889	1,430	2,371	4,275	6,498
YOY		32.36%	60.87%	65.82%	80.30%	51.99%
毛利率	42.37%	39.68%	38.33%	39.02%	40.08%	42.04%
<b>锂电池制造设备</b>						
锂电收入合计（百万元）	604	777	1,189	2,177	4,037	6,200
YOY		28.53%	53.16%	83.04%	85.42%	53.58%
毛利率	41.34%	38.69%	37.75%	38.95%	40.00%	41.99%
<b>消费锂电设备</b>						
收入（百万元）	444	653	1075	1720	2666	3733
YOY		47.20%	64.60%	60.00%	55.00%	40.00%
毛利率	45.00%	34.36%	39.47%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>动力锂电设备</b>						
收入（百万元）	160	123	114	457	1370	2467
YOY		-23.11%	-7.41%	300.00%	200.00%	80.00%
毛利率	31.22%	61.60%	21.57%	35.00%	40.00%	45.00%
<b>配件及服务</b>						
收入（百万元）	18	24	49	71	104	150
YOY		32.87%	105.38%	45.00%	45.00%	45.00%
毛利率	65.74%	65.02%	51.38%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>汽车零部件制造设备</b>						
收入（百万元）	39	77	29	32	35	39
YOY		99.20%	-62.20%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	46.67%	44.50%	33.79%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他领域制造设备</b>						
收入（百万元）	10	10	148	89	97	107
YOY		-0.49%	1349.07%	-40.00%	10.00%	10.00%
毛利率	48.71%	23.49%	36.99%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>其他业务</b>						
收入（百万元）	0.39	1.01	14.51	2	2	2
YOY		158.97%	1336.63%	-86.22%	0.00%	0.00%

毛利率	-43.59%	-6.93%	64.18%	10.00%	10.00%	10.00%
-----	---------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind、天风证券研究所

根据公司主营产品情况,我们选用同样为锂电设备公司的先导智能、杭可科技、赢合科技以及科瑞技术作为可比公司,可比公司 2021 年 PE 平均值为 62.53X。我们看好公司在本行业中的核心竞争力,选择 2022 年 38.06X 作为目标估值,截至 2021 年 9 月 8 日,目标市值为 334.23 亿元,上涨空间为 24.53%,对应目标价为 379.80 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 11: 相对估值

代码	股票	净利润			总市值		PE	
		20201231	2021231	20221231	2021/9/8	20201231	2021231	20221231
300450.SZ	先导智能	7.68	14.92	23.27	1,105.60	144.05	74.09	47.51
688006.SH	杭可科技	3.72	4.91	8.36	383.61	103.14	78.12	45.89
300457.SZ	赢合科技	1.91	3.12	5.91	194.02	101.74	62.26	32.85
002957.SZ	科瑞技术	2.93	3.22	4.42	114.94	39.21	35.65	25.98
	平均值	4.06	6.54	10.49	449.54	97.03	62.53	38.06
688499.SH	利元亨	2.28	4.46	8.78	268.40	117.80	60.19	30.56

资料来源: wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

1) **锂电池行业增速放缓或下滑的风险。**公司主要从事智能制造装备的研发、生产及销售,为锂电池、汽车零部件、精密电子、安防、轨道交通等行业提供高端装备和工厂自动化解决方案。公司的主营业务收入主要来源于锂电池领域设备,实现销售收入分别为 60,418.89 万元、77,656.68 万元和 118,939.97 万元,占主营业务收入的比例分别为 90.01%、87.46% 和 84.03%。未来,如果锂电池行业增速放缓或下滑,同时公司不能拓展其他行业的业务,公司将存在收入增速放缓甚至收入下滑的风险。

2) **客户集中度较高的风险。**公司前五大客户(含同一控制下企业)销售收入占营业收入的比例分别为 93.91%、95.79%和 86.42%,公司客户集中度较高,其中对第一大客户新能源科技销售收入占营业收入的比例分别为 67.39%、74.44%和 70.28%。若个别或部分主要客户由于产业政策、行业洗牌、突发事件等原因导致市场需求减少、经营困难等情形,将会对公司正常经营和盈利能力带来不利影响;公司未来产品不能持续得到相关客户的认可,或者无法在市场竞争过程中保持优势,公司经营将因此受到不利影响。

3) **业绩下滑的风险。**最近三年,公司营业收入分别为 67,160.28 万元、88,889.69 万元和 142,996.52 万元,扣除非经常性损益后的净利润分别为 11,979.52 万元、7,515.77 万元和 12,461.34 万元。2019 年扣非后净利润有所下降,主要原因是研发费用增长幅度较大,其次管理费用和销售费用也有所增加,未来如果公司的收入不能保持持续增长,或者费用的增长幅度持续大于收入的增长幅度,可能导致公司的经营业绩增速放缓甚至下滑的风险。

4) **短期内股价波动风险。**该股为次新股,流通股本较少,存在短期内股价大幅波动的风险。

5) **测算具有一定主观性,仅供参考。**报告中涉及大量测算与敏感测算,结果仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	236.36	405.04	896.47	641.27	1,044.33
应收票据及应收账款	250.20	367.14	686.72	1,213.35	1,674.61
预付账款	5.37	31.60	2.17	67.60	48.55
存货	411.84	1,016.38	1,393.45	2,875.99	3,400.93
其他	232.62	914.67	403.52	539.71	644.06
<b>流动资产合计</b>	<b>1,136.39</b>	<b>2,734.84</b>	<b>3,382.33</b>	<b>5,337.92</b>	<b>6,812.49</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	211.03	486.82	529.85	573.43	603.77
在建工程	157.40	101.76	97.05	106.23	93.74
无形资产	46.40	49.53	47.07	44.60	42.14
其他	34.41	90.49	65.11	54.03	43.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>449.23</b>	<b>728.60</b>	<b>739.08</b>	<b>778.30</b>	<b>782.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,585.63</b>	<b>3,463.44</b>	<b>4,121.41</b>	<b>6,116.22</b>	<b>7,595.14</b>
短期借款	188.34	323.88	100.00	749.89	100.00
应付票据及应付账款	441.34	1,249.63	1,004.10	1,778.94	2,615.39
其他	306.47	773.23	865.95	937.34	1,677.04
<b>流动负债合计</b>	<b>936.16</b>	<b>2,346.74</b>	<b>1,970.05</b>	<b>3,466.17</b>	<b>4,392.43</b>
长期借款	6.00	64.48	70.29	204.45	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.44	3.48	1.31	1.74	2.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.44</b>	<b>67.96</b>	<b>71.60</b>	<b>206.19</b>	<b>52.17</b>
<b>负债合计</b>	<b>942.59</b>	<b>2,414.70</b>	<b>2,041.65</b>	<b>3,672.36</b>	<b>4,444.60</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	66.00	88.00	88.00	88.00
资本公积	432.90	706.90	1,539.90	1,539.90	1,539.90
留存收益	580.72	980.00	1,991.77	2,355.86	3,062.54
其他	(430.58)	(704.15)	(1,539.90)	(1,539.90)	(1,539.90)
<b>股东权益合计</b>	<b>643.03</b>	<b>1,048.75</b>	<b>2,079.77</b>	<b>2,443.86</b>	<b>3,150.54</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,585.63</b>	<b>3,463.44</b>	<b>4,121.41</b>	<b>6,116.22</b>	<b>7,595.14</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	93.09	140.46	223.46	455.12	883.34
折旧摊销	23.33	38.24	24.14	29.70	34.62
财务费用	6.45	22.90	9.91	23.49	22.49
投资损失	(1.69)	(7.85)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(444.57)	(371.37)	(275.94)	(1,354.32)	513.72
其它	232.16	59.54	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(91.21)</b>	<b>(118.08)</b>	<b>(21.43)</b>	<b>(849.01)</b>	<b>1,451.17</b>
资本支出	255.56	250.05	62.17	79.56	49.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(336.23)	(421.54)	(119.17)	(156.56)	(96.57)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(80.67)</b>	<b>(171.49)</b>	<b>(57.00)</b>	<b>(77.00)</b>	<b>(47.00)</b>
债权融资	194.34	404.02	176.22	961.55	159.60
股权融资	(1.86)	258.98	842.34	(23.49)	(22.49)
其他	(118.68)	(211.93)	(448.71)	(267.25)	(1,138.21)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>73.80</b>	<b>451.06</b>	<b>569.85</b>	<b>670.81</b>	<b>(1,001.11)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(98.09)</b>	<b>161.49</b>	<b>491.42</b>	<b>(255.20)</b>	<b>403.06</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>888.90</b>	<b>1,429.97</b>	<b>2,371.18</b>	<b>4,275.14</b>	<b>6,497.90</b>
营业成本	536.23	881.84	1,445.90	2,561.67	3,766.15
营业税金及附加	4.24	9.57	11.86	21.38	32.49
营业费用	52.53	79.07	130.41	235.13	324.90
管理费用	89.90	158.52	260.83	448.89	649.79
研发费用	125.69	164.12	284.54	513.02	779.75
财务费用	4.17	21.46	9.91	23.49	22.49
资产减值损失	(32.80)	(14.13)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
公允价值变动收益	0.00	1.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.69	7.85	3.00	3.00	3.00
其他	13.36	(28.06)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
<b>营业利润</b>	<b>93.89</b>	<b>147.77</b>	<b>235.72</b>	<b>479.57</b>	<b>930.34</b>
营业外收入	0.58	0.64	0.50	0.50	0.50
营业外支出	1.89	0.97	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>92.58</b>	<b>147.44</b>	<b>235.22</b>	<b>479.07</b>	<b>929.84</b>
所得税	(0.51)	6.98	11.76	23.95	46.49
<b>净利润</b>	<b>93.09</b>	<b>140.46</b>	<b>223.46</b>	<b>455.12</b>	<b>883.34</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>93.09</b>	<b>140.46</b>	<b>223.46</b>	<b>455.12</b>	<b>883.34</b>
每股收益(元)	1.06	1.60	2.54	5.17	10.04

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.35%	60.87%	65.82%	80.30%	51.99%
营业利润	-33.89%	57.39%	59.52%	103.45%	93.99%
归属于母公司净利润	-26.54%	50.89%	59.10%	103.67%	94.09%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.67%	38.33%	39.02%	40.08%	42.04%
净利率	10.47%	9.82%	9.42%	10.65%	13.59%
ROE	14.48%	13.39%	10.74%	18.62%	28.04%
ROIC	32.73%	28.45%	24.38%	36.92%	33.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.45%	69.72%	49.54%	60.04%	58.52%
净负债率	-6.53%	-0.10%	-34.63%	13.11%	-28.08%
流动比率	1.21	1.17	1.72	1.54	1.55
速动比率	0.77	0.73	1.01	0.71	0.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.95	4.63	4.50	4.50	4.50
存货周转率	1.98	2.00	1.97	2.00	2.07
总资产周转率	0.59	0.57	0.63	0.84	0.95
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.06	1.60	2.54	5.17	10.04
每股经营现金流	-1.04	-1.34	-0.24	-9.65	16.49
每股净资产	7.31	11.92	23.63	27.77	35.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	286.44	189.84	119.32	58.59	30.19
市净率	41.47	25.42	12.82	10.91	8.46
EV/EBITDA	0.00	0.00	95.93	50.55	26.06
EV/EBIT	0.00	0.00	105.35	53.53	27.01

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com