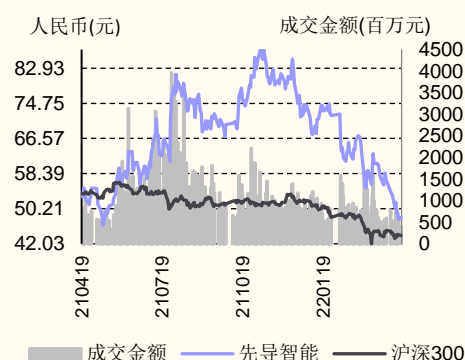


市场价格 (人民币): 48.22 元

目标价格 (人民币): 60.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.64
已上市流通 A 股(亿股)	14.51
总市值(亿元)	754.05
年内股价最高最低(元)	87.29/46.35
沪深 300 指数	4166
创业板指	2488



锂电设备全球龙头，业绩维持高速增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,684	5,858	9,414	14,582	22,429
营业收入增长率	20.41%	25.07%	60.70%	54.90%	53.81%
归母净利润(百万元)	766	768	1,603	2,679	4,496
归母净利润增长率	3.12%	0.25%	108.87%	67.13%	67.80%
摊薄每股收益(元)	0.869	0.846	1.025	1.713	2.875
每股经营性现金流净额	0.61	1.49	1.27	1.45	2.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.87%	13.67%	23.38%	29.30%	33.93%
P/E	51.74	99.29	47.04	28.14	16.77
P/B	9.25	13.57	11.00	8.25	5.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **下游电池企业持续扩产，公司在手订单饱满。**根据海外与国内头部电池企业产能规划，我们预计 2022-2025 年新增电池产能约 557、616、464、663GWh，同比增速 65%、44%、23%、27%。此外我们预计到 2025 年全球储能装机量为 297GWh，国内储能装机量有望达 98GWh。储能需求的爆发将持续推升设备行业的高景气度。公司表示 2021 年前三季度新签订单 123 亿元（不含税）。单三季度新签订单 31 亿元（不含税），全年有望超 150 亿元（不含税）。
- **获宁德时代未来 3 年设备投资 50% 优先权，并成功进入全球供应链体系。**2021 年公司完成向宁德时代的定增，宁德持有 7.15% 股权成为公司第三大股东，并提出未来 3 年内按不低于电芯生产核心设备新投资额 50% 的额度给予先导优先权。募集资金主要将用于华南总部制造基地项目、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目等。我们认为此次战略定增有利于公司巩固行业竞争力，增强盈利能力，强化公司在锂电设备领域的核心竞争力和技术创新能力。除宁德外，公司客户还包括 Northvolt、亿纬锂能、中航锂电、国轩高科、蜂巢能源、丰田、宝马等全球多家龙头锂电池企业和一线车企。
- **技术创新保持行业领先。**公司提前布局光伏及新能源车行业，抓住黄金发展期。09 年公司进军光伏设备行业，15 年研发成功圆柱电池自动卷绕机，16 年最先研发出一体化设备，18 年推出锂电设备整线解决方案，2020 年推出全球第一条氢能燃料卷对卷膜电极生产线，2021 年推出大圆柱电池系列整线解决方案，研发创新能力始终保持行业领先。

投资建议

- 在全球电动化浪潮下，公司作为锂电设备龙头企业，已成功进入全球供应链体系，预计未来盈利将充分受益于下游锂电池企业的大幅扩产。同时，公司打造高端装备研发平台，新产品及新应用将不断贡献新的业绩增长点。我们预计 2021-2023 年公司净利润为 16.03/26.79/44.96 亿元。参考可比公司，给予公司 2022 年 35 倍 PE，目标市值 937 亿元，对应目标价 60 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 新能源汽车补贴政策不及预期，新能源汽车销量不及预期，电池产能过剩引起产能放缓的风险，应收账款周转天数增加风险，商誉减值风险。

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

姜超阳 分析师 SAC 执业编号: S1130522010006
jiangchaoyang@gjzq.com.cn

lijialun@gjzq.com.cn

内容目录

1、行业：电池企业持续扩产，锂电设备行业需求高增	4
1.1 全球电池产能高速扩张，设备行业空间广阔	4
1.2 电池行业集中提升，绑定供应商率先受益	5
1.3 储能需求有望爆发，设备行业维持高景气	6
2、公司业绩：在手订单饱满，龙头公司深度绑定	7
2.1 主营业务：锂电设备为主业，毛利率维持较高水平	7
2.3 财务状况：在手订单充足，保证业绩高增	8
2.3 引入战投宁德巩固竞争力，成功进入全球供应链体系	10
3、公司战略：打造一流的智能装备整体解决方案提供商	11
3.1 技术创新保持行业领先，产品附加值更高	11
3.2 光伏业务向电池片设备延伸	12
3.3 以技术为核心，迈向智能装备平台型公司	13
4、盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议及估值	16
5、风险提示	17

图表目录

图表 1：全球及中国新能源汽车销量预测	4
图表 2：海外龙头电池企业产能规划（GWh）	4
图表 3：国内龙头电池企业产能规划产能（GWh）	5
图表 4：锂电设备市场空间测算	5
图表 5：2019-2021 全球动力电池市场集中度	6
图表 6：2019-2021 中国动力电池市场集中度	6
图表 7：龙头电池企业设备供应商	6
图表 8：预计 2025 年全球新增储能装机量为 297GWh	7
图表 9：预计 2025 年中国新增储能装机量达 98GWh	7
图表 10：21Q1-Q3 实现营收 59.48 亿元，同增 43.35%	7
图表 11：21Q1-Q3 归母净利润为 10.04 亿元，同增 57%	7
图表 12：1H21 锂电设备收入 23.19 亿元，占比 71%	8
图表 13：1H21 锂电设备业务毛利率为 35.8%	8
图表 14：2021 前三季度公司新签订单超额完成目标，达到 123 亿元。	8
图表 15：2017-3Q21 期间费用占比	9
图表 16：资产负债率整体稳定	9
图表 17：21Q1-Q3 经营性现金流为 6.28 亿元	9
图表 18：21Q1-Q3 应收票据及账款总额为 35.87 亿元	10
图表 19：21Q1-Q3 存货/营业收入为 138%	10

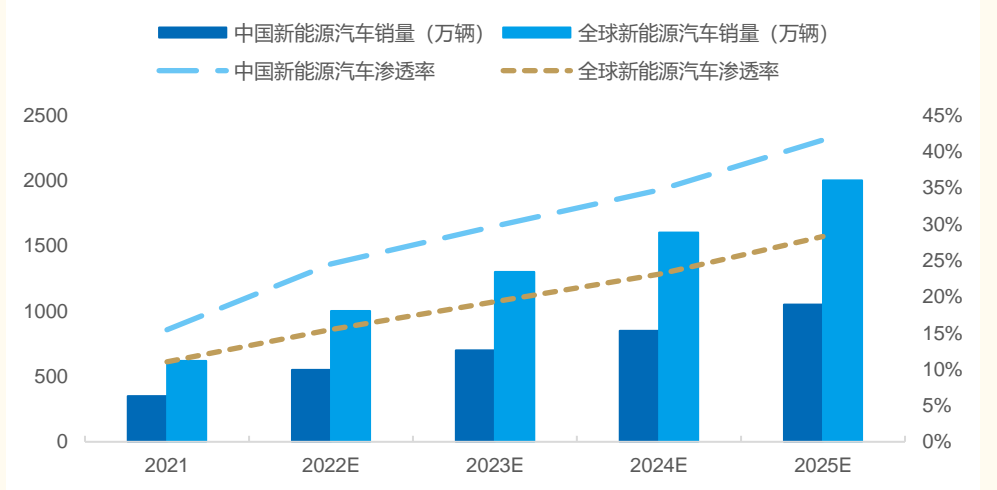
图表 20: 21Q1-Q3 应收款周转天数 149 天	10
图表 21: 21Q1-Q3 存货周转天数 231 天	10
图表 22: 2021-2023 年公司营业收入展望	10
图表 23: 2021-2023 年公司净利率展望	10
图表 24: 2020 年宁德时代占公司收入比例 27%，为第一大客户	11
图表 25: 公司客户覆盖海内外知名电池企业	11
图表 26: 2015-1H21 锂电池设备业务收入对比（亿元）	12
图表 27: 2021-2022 年有望量产的 TOPCon 组件	12
图表 28: TOPCon 市场设备需求空间测算	13
图表 29: 先导 Topcon 光伏电池智能工厂整体解决方案	13
图表 30: 成为智能化设备平台型公司	14
图表 31: 光伏、电容器、3C 智能设备及其他业务收入（亿元）	15
图表 32: 盈利预测（百万元）	16
图表 33: 可比公司估值比较（市盈率法）	16
图表 34: 三张报表预测摘要	18

1、行业：电池企业持续扩产，锂电设备行业需求高增

1.1 全球电池产能高速扩张，设备行业空间广阔

- **全球新能源车销量快速增长。**2021 年全球新能源汽车销量超 620 万辆，其中国销量为 350.7 万辆。虽然近几年新能源汽车补贴政策开始进入退坡期，但从中长期来看，行业驱动力正由补贴催化转向市场驱动，随着新能源汽车产品的多样化带给消费者更多选择，新能源汽车渗透率有望持续提升。从渗透率增长角度假设，我们预计 2025 年全球新能源汽车销量有望达 2000 万辆，渗透率约 28%；国内新能源汽车销量有望达 1050 万辆，渗透率约 42%。

图表 1：全球及中国新能源汽车销量预测

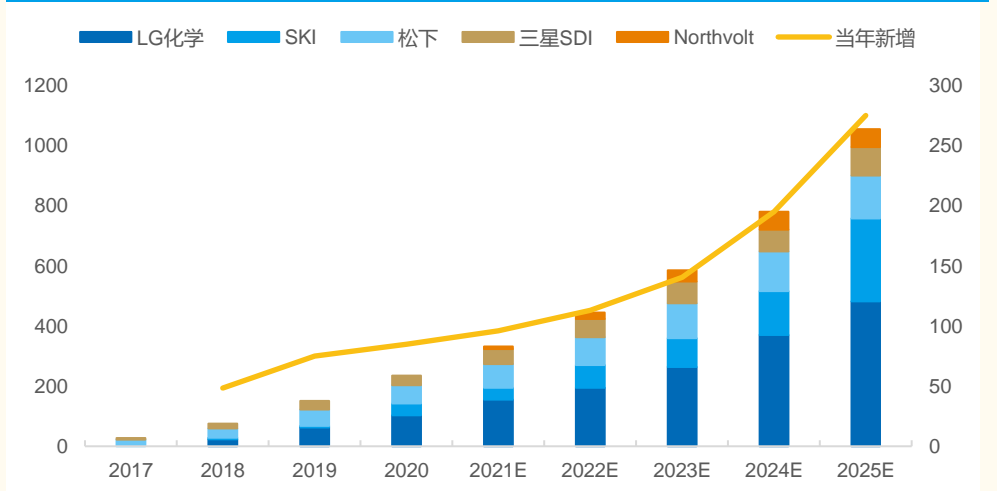


来源：IEA，中汽协，国金证券研究所预测

- **电动车销量爆发推动上游电池企业加速扩产：**根据海外与国内头部电池企业现有产能规划，我们预计 2022-25 年新增电池产能约 557、616、464、663GWh，同比增速 65%、44%、23%、27%。

1) 海外：2025 年 LGC 产能规划约 482GWh；SKI 提高 2025 年规划至 200GWh，2030 年将超过 500GWh；三星 SDI 在美国市场布局，计划投资 6250 万美元在底特律附近建设一座动力电池厂；松下与特斯拉合资电池厂目前产能约 39GWh。我们预计到 2025 年海外电池厂产能超 000GWh。

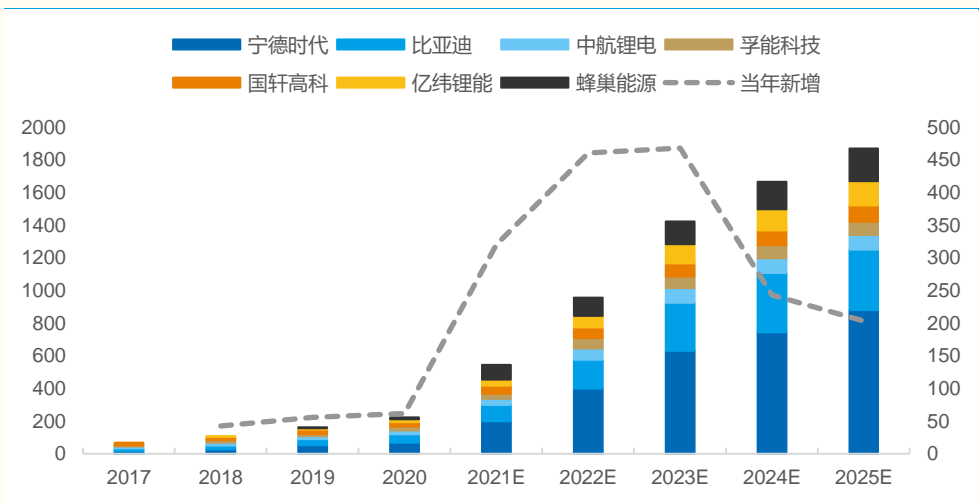
图表 2：海外龙头电池企业产能规划 (GWh)



来源：公司公告，SNE Research，国金证券研究所

2) 中国：国内动力电池企业扩产积极，我们统计了头部电池企业的扩产规划，预计 2021-2023 年的规划产能分别为 549/1010/1478GWh，新增产能分别为 320/461/468GWh。预计到 2025 年国内电池厂产能有望超过 900GWh。

图表 3：国内龙头电池企业产能规划产能 (GWh)



来源：公司公告，高工锂电，国金证券研究所

- **锂电设备行业空间广阔。**我们统计了 LGC、宁德、国轩高科等海内外龙头电池企业的募投项目，单 GWh 设备平均投资额在 2.4 亿元左右，前段、中段、后段设备投资占比 35%/35%/30%。得益于相关元件国产化程度提升和扩产带来的规模化效应，预计单 GWh 锂电设备投资额有望进一步下降。我们预计 2022-2025 年单 GWh 设备投资额逐步下降至 2-2.3 亿元之间。假设国内、海外有效产能为 85%、80%。我们预计 2022、23 年全球锂电设备市场空间将达到 1108、1122 亿元。预计 2022、23 年国内锂电设备市场空间为 900、875 亿元。

图表 4：锂电设备市场空间测算

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内(GWh)	70	112	168	229	549	1010	1478	1720	1923
实际有效产能(~85%)	59	95	143	195	467	858	1256	1462	1635
国内每年新增(GWh)		36	47	52	272	391	398	206	173
海外(GWh)	27	76	151	236	332	445	585	780	1055
实际有效产能(~80%)	22	61	121	188	265	356	468	624	844
海外每年新增(GWh)		39	60	68	77	90	112	156	220
全球新增产能合计(GWh)		75	107	120	349	482	510	362	393
单 GWh 设备投资(亿元)		2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
国内锂电设备空间 (亿元)		98	123	131	653	900	875	433	345
海外锂电设备空间(亿元)		105	156	170	184	208	247	328	440
全球锂电设备空间(亿元)		202	279	300	837	1108	1122	761	785

来源：国金证券研究所

1.2 电池行业集中提升，绑定供应商率先受益

- **全球龙头电池企业市占率不断提升。**据 SNE 最新数据显示，宁德时代 2021 年在动力电池领域的全球装机量达到 96.7GWH，市占率由 2020 年的 24.6% 提升到为 32.6%，位列全球第一。2021 年 CR3 电池企业市占率为 65.1%，CR5 为 79.5%，动力电池市场集中度不断提高。2021 国内动力电池装机量排名 TOP5 依次为宁德时代、LG 新能源、松下、比亚迪、三星 SDI。

图表 5: 2019-2021 全球动力电池市场集中度

2021 市场集中度			2020 市场集中度			2019 市场集中度		
集中度	CR5 企业	市占率	集中度	CR5 企业	市占率	集中度	CR5 企业	市占率
CR3:65.1% CR5:79.5%	宁德时代	32.60%	CR3:66.4% CR5:78.9%	宁德时代	24.60%	CR3:61.7% CR5:77.5%	宁德时代	26.20%
	LG 新能源	20.30%		LG 新能源	23.40%		松下	21.20%
	松下	12.20%		松下	18.40%		LG 新能源	14.30%
	比亚迪	8.80%		比亚迪	6.70%		比亚迪	8.30%
	三星 SDI	5.60%		三星 SDI	5.80%		三星 SDI	7.50%

来源: SNE Research, 国金证券研究所

- **国内宁德时代市占率接近 50%。**据高工锂电最新数据，2021 年国内市场 CR3 电池企业市占率为 72.5%，CR5 电池企业市占率为 81.6%。其中宁德时代稳居动力电池装机量榜首，连续几年国内市占率接近五成。2021 国内动力电池装机量排名 TOP5 依次为宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、LG 新能源。作为全球动力电池龙头，宁德时代 2021 年国内动力电池装机量 69.33GWh，同比增长 132%，国内市场占有率达到 49.53%。

图表 6: 2019-2021 中国动力电池市场集中度

2021 市场集中度			2020 市场集中度			2019 市场集中度		
集中度	CR5 企业	市占率	集中度	CR5 企业	市占率	集中度	CR5 企业	市占率
CR3:72.5% CR5:81.6%	宁德时代	49.53%	CR3:74.8% CR5:86.1%	宁德时代	50.09%	CR3:74.2% CR5:80.3%	宁德时代	51.76%
	比亚迪	16.83%		比亚迪	14.33%		比亚迪	17.27%
	中创新航	6.14%		LG 新能源	10.41%		国轩高科	5.16%
	国轩高科	4.64%		中创新航	6.08%		力神	3.12%
	LG 新能源	4.46%		国轩高科	5.15%		亿纬锂能	2.95%

来源: 高工锂电, 国金证券研究所

- **龙头电池企业绑定供应商率先受益。**目前锂电池产业链的重心在亚洲，中、日、韩三国全球电池装机量市场份额超 90%。其中国内企业基本覆盖了锂电池的全产业链，锂电设备厂商竞争力较强。受益于下游电池企业扩产计，深度绑定龙头公司的锂电池设备企业将率先受益。

图表 7: 龙头电池企业设备供应商

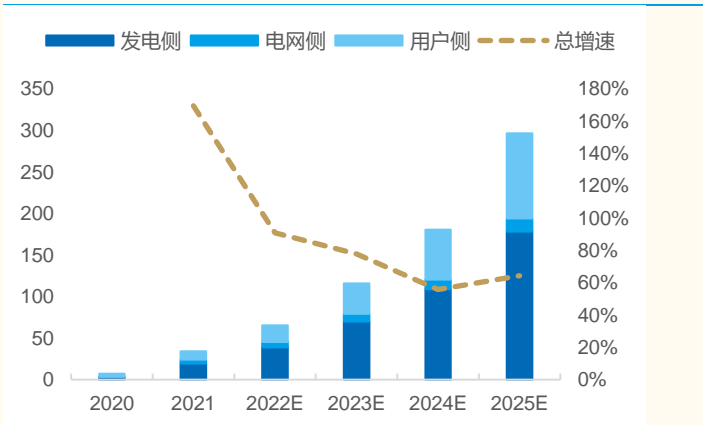
电池企业	前段	中段	后段
宁德时代	科恒股份、赢合科技、璞泰来等	先导智能等	先导智能, 杭可科技、利元亨等
LG 新能源	先导智能、科恒股份、日本东丽等	先导智能、赢合科技	杭可科技, 先导智能等
松下	科恒股份、日本东丽	先导智能、松下	杭可科技、先导智能等
比亚迪	科恒股份、璞泰来等	先导智能、KOEM 等	先导智能、杭可科技等
三星 SDI	日本东丽	先导智能等	杭可科技等
Northvolt	SECI、先导智能	先导智能等	先导智能等
中创新航	科恒股份等	先导智能	先导智能、杭可科技等
国轩高科	科恒股份等	先导智能、赢合科技	先导智能、星云股份、杭可科技等
亿纬锂能	科恒股份、海目星等	先导智能等	先导智能、杭可科技等

来源: 公司公告, 高工锂电, 国金证券研究所

1.3 储能需求有望爆发, 设备行业维持高景气

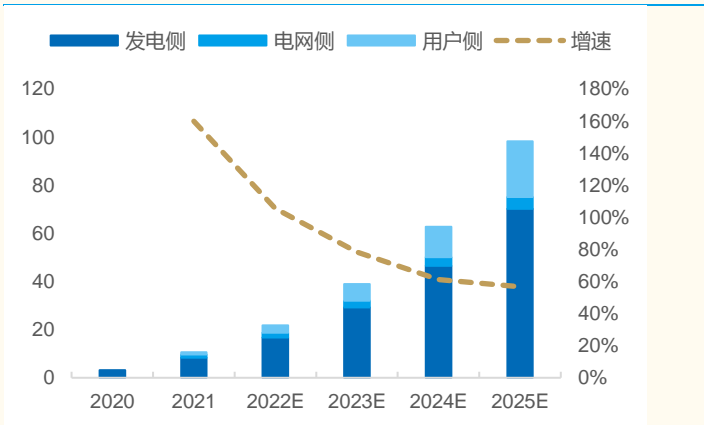
- **储能需求上升利好上游锂电设备行业。**随着各国政府对储能产业的相关支持政策陆续出台，储能市场投资规模不断加大，进而成长为锂电设备需求的重要增长极。储能装机主要分为发电侧、电网侧和用户侧。发电侧与用户侧我们根据未来光伏与风电新增装机量，储能渗透率以及储能功率配比等假设条件测算未来装机量。电网侧根据用电量，调峰、调频占比，以及储能渗透率测算未来装机量。我们预计到 2025 年全球储能装机量约 297GWh，国内储能装机量约 98GWh。

图表 8: 预计 2025 年全球新增储能装机量为 297GWh



来源: 国金证券研究所预测

图表 9: 预计 2025 年中国新增储能装机量达 98GWh



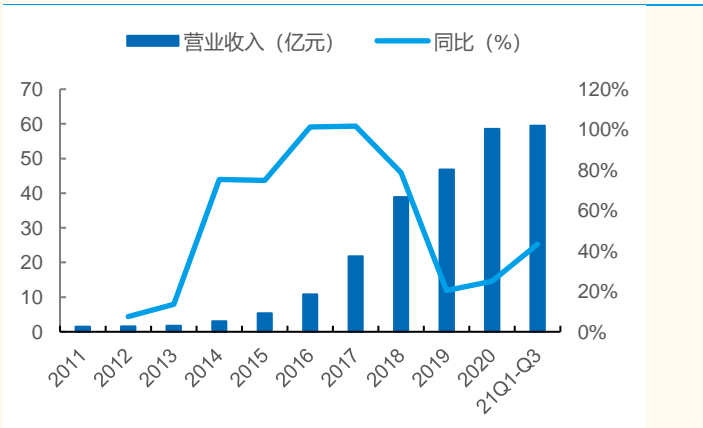
来源: 国金证券研究所预测

2、公司业绩：在手订单饱满，龙头公司深度绑定

2.1 主营业务：锂电设备为主业，毛利率维持较高水平

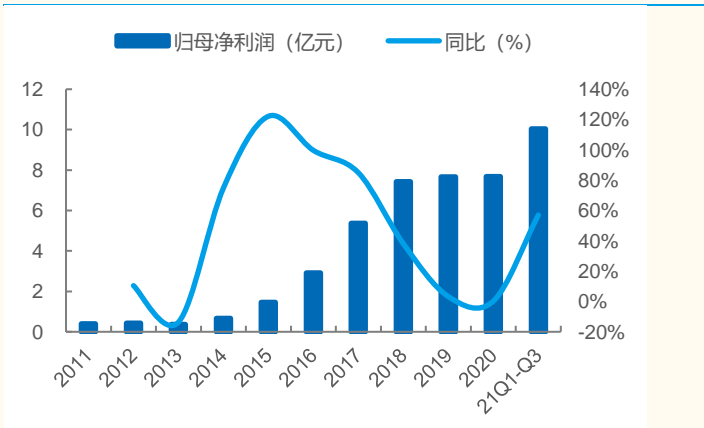
- **营收长期保持高增长。**2021 前三季度公司营收为 59.48 亿元，同比增长 43.35%；归母净利润 10.04 亿元，同比增长 57%。2011-2020 年公司营收 CAGR 为 44.96%；归母净利润 CAGR 为 34.72%。业绩长期保持高增长主要系前瞻布局光伏行业及新能源车行业，卡位黄金发展期。作为全球高端智能设备龙头公司，公司在锂电卷绕机市场占有率排名第一，锂电池全球 TOP 客户占有率排名第一。通过与龙头动力电池企业深度合作，不断满足客户需求，同时提升了公司自身业务水平，实现了协同发展的双赢结果。

图表 10: 21Q1-Q3 实现营收 59.48 亿元，同增 43.35%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

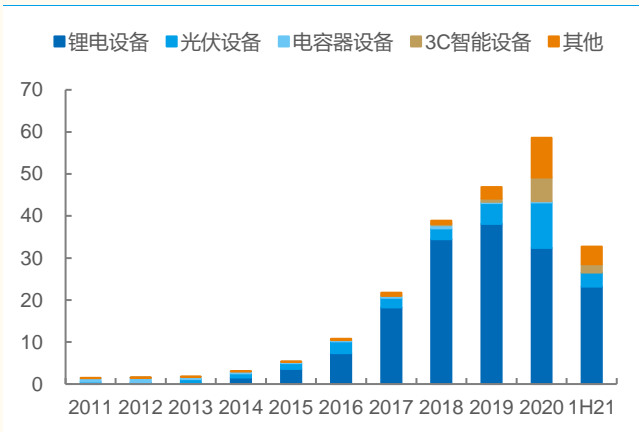
图表 11: 21Q1-Q3 归母净利润为 10.04 亿元，同增 57%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

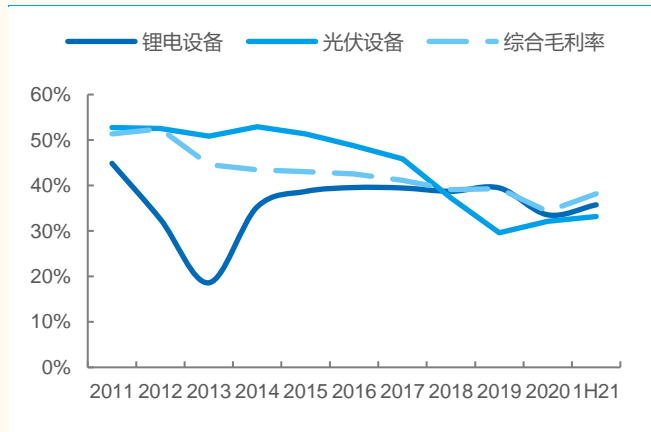
- **锂电设备为公司第一大业务，毛利率维持较高水平。**2021 上半年锂电设备业务收入 23.19 亿元，同比增长 94.74%，占总收入的 71%。自 2014 年起，下游新能源车行业处于快速上升阶段，锂电设备业务收入逐年提升。公司近年来锂电池设备毛利率稳定在 35% 左右，较高的技术壁垒使其保持稳定高水准。

图表 12: 1H21 锂电设备收入 23.19 亿元, 占比 71%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 1H21 锂电设备业务毛利率为 35.8%

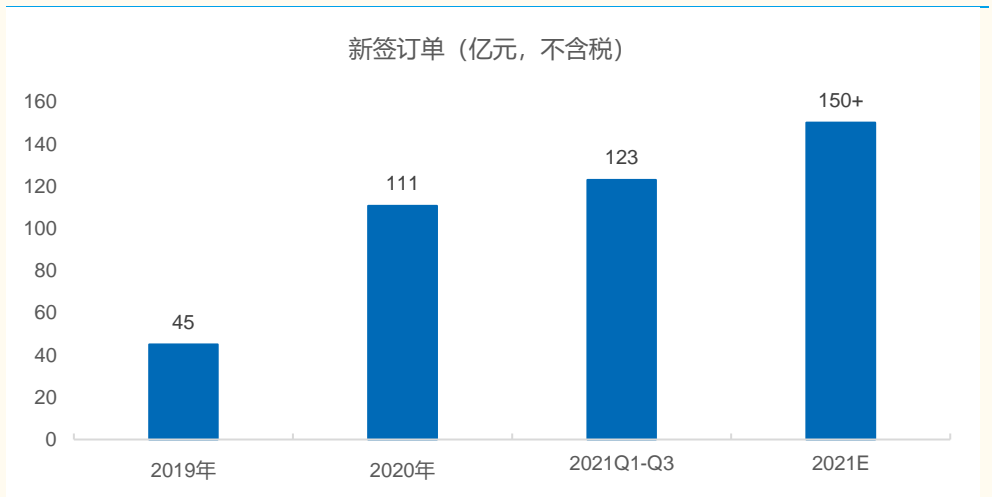


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 财务状况: 在手订单充足, 保证业绩高增

- **新签订单历史新高, 业绩成长动力强劲。**公司表示 2021 年前三季度新签订单 123 亿元 (不含税)。单三季度新签订单 31 亿元 (不含税), 全年有望超 150 亿元 (不含税)。截至 9 月 8 日, 子公司泰坦在手订单 30 亿 (不税)。

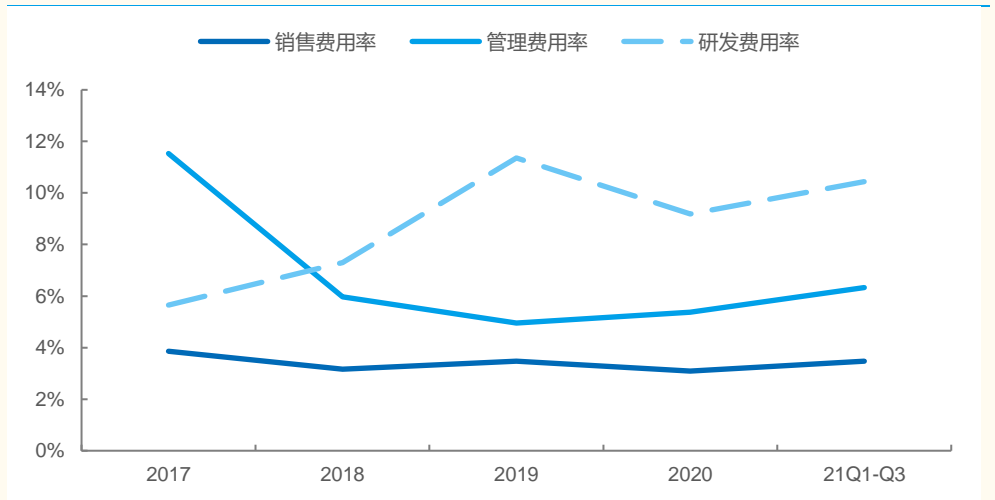
图表 14: 2021 前三季度公司新签订单超额完成目标, 达到 123 亿元。



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **期间费用基本保持稳定, 研发投入持续增加。**近三年公司期间费用率基本维持在 17% 左右。具体来看, 管理费用率和销售费用率基本保持稳定, 分别维持在 6% 和 4% 左右。公司高度重视研发, 近三年研发费用率维持 10% 平。2021 前三季度研发支出共 6.21 亿元, 同比增加 46.3%。

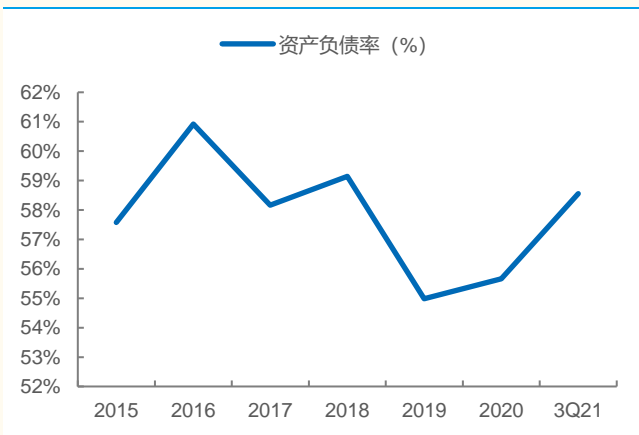
图表 15: 2017-3Q21 期间费用占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

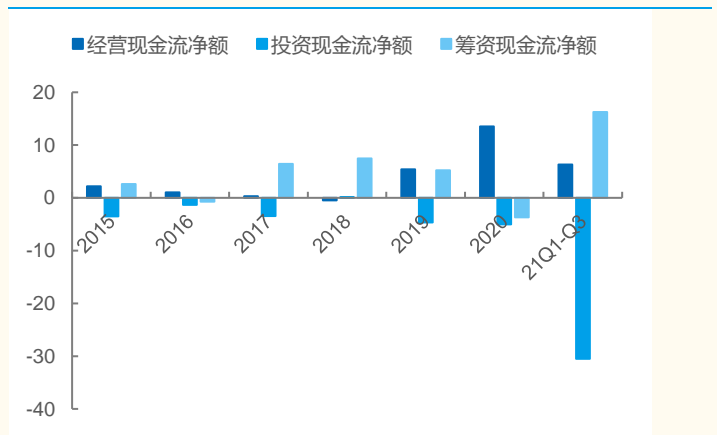
- **公司积极扩产, 投资活动现金流增加。**2021 前三季度公司资产负债率为 58.55%, 较 2020 年末提高 5.2%。经营活动现金流量净额为 6.28 亿元, 同比增加 117.6%。近年来公司积极扩产, 2020 年投资活动现金净流量为 -5.03 亿元, 2021 年前三季度投资活动现金净流量为 -30.53 亿元, 投资活动现金支出大幅提升系购买交易性金融资产所致。

图表 16: 资产负债率整体稳定



来源: 公司公告, 国金证券研究所

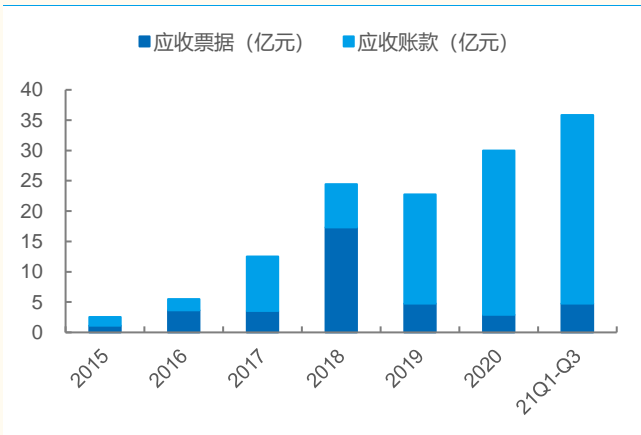
图表 17: 21Q1-Q3 经营性现金流为 6.28 亿元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

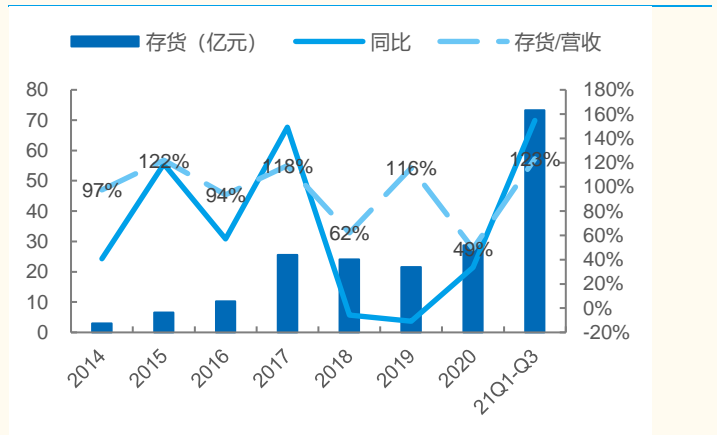
- **规模扩大订单增加, 应收款周转稳中有升。**2021 年前三季度应收账款 31.09 亿元, 应收票据 4.78 亿元, 整体占营收的 123%。应收账款周转天数为 149 天。专用设备制造企业主要采用“预收款-发货款-验收款-质保金”的销售结算模式, 终验收后尚未付款的金额计入应收账款, 完成为未发货产品进入存货。21 年前三季度应收账款余额较 2020 年末环比增加 14.8%, 存货环比增加 154.8%, 在下游电池厂持续扩产背景下, 反映出公司业务规不断。

图表 18: 21Q1-Q3 应收票据及账款总额为 35.87 亿元



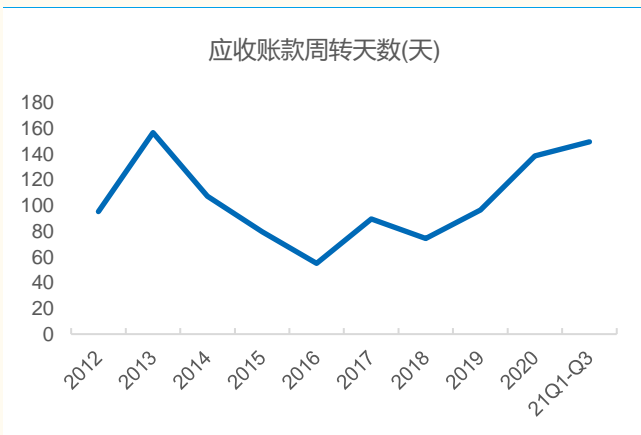
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 21Q1-Q3 存货/营业收入为 138%



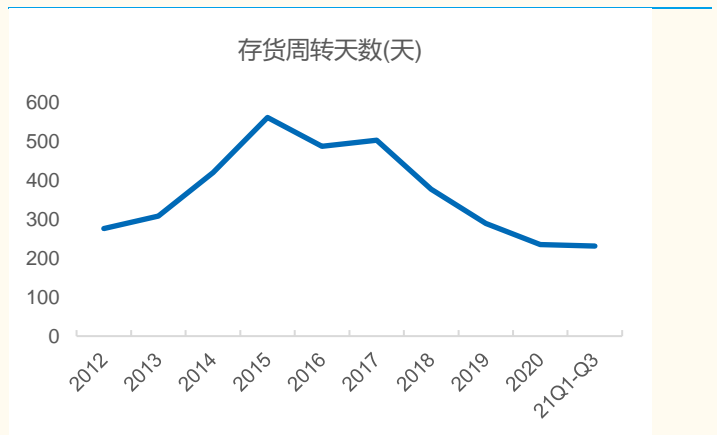
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 21Q1-Q3 应收款周转天数 149 天



来源: 公司公告, 国金证券研究所

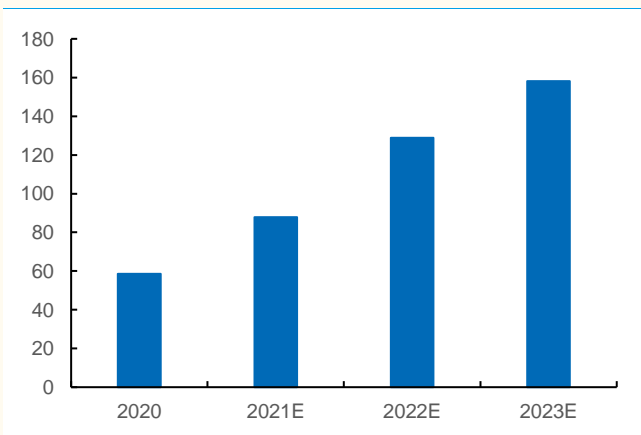
图表 21: 21Q1-Q3 存货周转天数 231 天



来源: 公司公告, 国金证券研究所

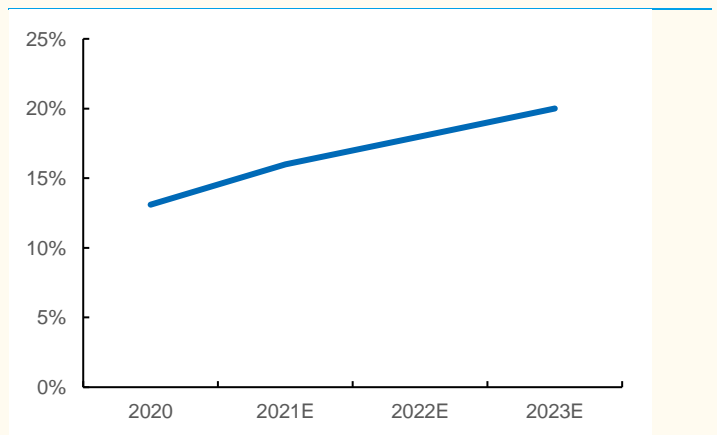
- **股权激励彰显公司发展信心。**2021 年 10 月 8 日公司审议通过了股票激励计划议案。本激励计划首次授予的激励对象为公司高级管理人员和核心骨干员工, 首次授予价格为 35.43 元/股。业绩考核目标以 2020 年为基数, 2021-2023 年营业收入增长率不低于 50%、120%、170%, 或净利润率不低于 16%、18%、20%。

图表 22: 2021-2023 年公司营业收入展望



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 2021-2023 年公司净利率展望

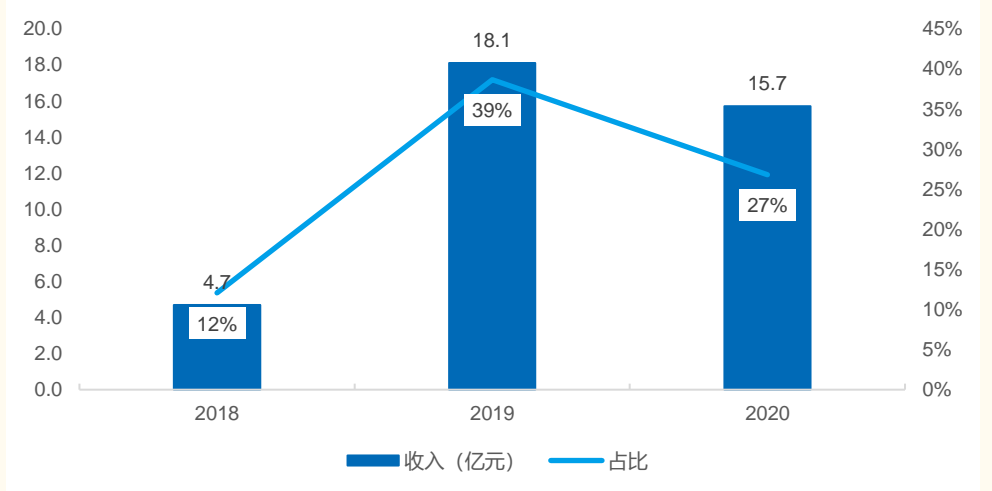


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 引入战投宁德巩固竞争力, 成功进入全球供应链体系

- **引入宁德时代为公司战略投资者。**2021 年公司通过定向增发引入宁德时代作为战略投资者，宁德时代持有公司发行后总股本的比例为 7.15%，成为第三大股东，并提出未来 3 年内按不低于电芯生产核心设备新投资额 50% 的额度给予先导智能优先权。根据公司测算，预计与宁德的战略合作将在 2021-2023 年带来订单 247.44 亿元，增加净利润 38.79 亿元。本次募集资金总额约 25 亿元，主要用于先导高端智能装备华南总部制造基地项目（7.4 亿）、自动化设备生产基地能级提升项目（3.6 亿）、先导工业互联网协同制造体系建设项目（1.8 亿）、锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目（4.8 亿）。我们认为此次战略定增帮助先导智能进一步巩固与大客户关系，增强盈利能力，强化公司在锂电设备领域的核心竞争力和技术创新能力。

图表 24：2020 年宁德时代占公司收入比例 27%，为第一大客户



来源：公司公告，国金证券研究所

- **深度绑定锂电池龙头企业，进入全球供应链体系。**除宁德时代外，公司与 ATL、NORTHVOLT、比亚迪、LG、SKI、松下、特斯拉、宝马、丰田等全球多家一线锂电池企业和车企保持着良好的合作关系。目前已向海内外多个客户提供智能制造整体解决方案，并开拓了海外市场和整车企业客户。

图表 25：公司客户覆盖海内外知名电池企业



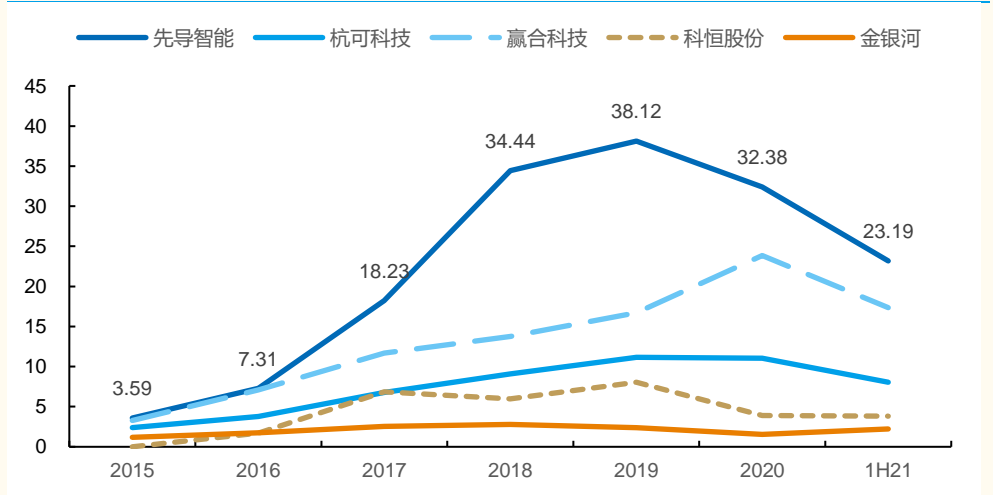
来源：公司官网，国金证券研究所

3、公司战略：打造一流的智能装备整体解决方案提供商

3.1 技术创新保持行业领先，产品附加值更高

- **分段、整线设备工艺全面领先，提升产品壁垒。**公司在 2016 年最先研发出一体化设备，2018 年推出整体解决方案，领先于行业竞争对手。一体机产品单价较单一设备产品毛利率更高，订单价值量更大，下游龙头企业愿意为系统集成技术支付溢价，放大规模效应。从收入对比看，先导和赢合相继推出集成一体机系列产品，2016-2019 年锂电池设备营收明显增加。2020 年先导营收下降主要系子公司泰坦 2019 年在手订单较低。公司表示，截至 9 月 8 日，泰坦在手订单 30 亿（不含税），在 2022 年底前能全部转化为收入。22 年四季度到 23 年全年收入预计超过 30 亿元，同时低毛利率订单不断出清，收入有望快速回升。

图表 26: 2015-1H21 锂电池设备业务收入对比 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 光伏业务向电池片设备延伸

- **大尺寸硅片发展趋势推动光伏设备需求持续增长。**2020 年中国与海内外多个国家提出了“碳达峰”和“碳中和”目标。在此背景下，在“十四五”期间，国内光伏装机需求高速增长。2020 年大尺寸硅片降本增效效果明显，全产业链积极向大尺寸配套切换。需求增长和大硅片的应用，使得 2020 年光伏企业均展开了大规模的扩产，头部企业对自动化生产配套设备的需求日益增强，在大尺寸硅片自动上下料机、MBB 和叠瓦组件等光伏自动化设备方面需求持续增长。而异质结、TOPCon 等新技术推动光伏行业的生产方式不断发生变革，对电池、组件环节自动设备提出新的要求，光伏设备行业迎来了新的市场机遇。

图表 27: 2021-2022 年有望量产的 TOPCon 组件

公司	组件名称	硅片尺寸	切片	主栅数	组件效率	组件功率 (W)	单/双面
隆基	Hi-MON	182	1/2	9	21.3%~22.3%	545-570	双
晶科	Tiger Pro N-type	182	1/2	10	~22.86%	625	双
晶科	Tiger Neo 系列	182	1/2		~22.3%	620	双
晶澳	N 型 78 片多主栅半片	182	1/2	11	~22.1%	620	双
天合	i-TOPCON	210	1/4	12	~22.3%	700	双
东方日升	NewT@N(HJT+TOPCon)	210	1/2	12	21.9%~22.5%	680-700	单
尚德	Ultra V 系列	182	1/2	10	19.8%~22.4%	410-620	单/双
正泰	N Type Bifacial Module	166	1/2	9	20.9%~21.6%	455-470	双
中来	Niwa 系列	182\210	1/2	11/12	22%~22.53%	405-700	单/双
通威	叠瓦双玻 TOPCon	210	1/6	-	-	695	双
英利	熊猫	158.75	1/2	9	19.05%~20.45%	390-415	双

来源：公司公告，公司官方微信公众号，国金证券研究所

- 我们预计 2021-2023 年 TOPCon 市场设备需求 36、88、97 亿元。我们预测 2021-2023 年全球光伏装机约 160GW、220GW、270GW。假设装机量与组件容配比为 1:1.2，电池片产能利用率维持在 65%-67%水平，单 GW TOPCon 产线建设投资在 2.3-2.5 亿元，升级投资在 0.3-0.5 亿元。我们预计 2021-2023 年 TOPCon 市场设备需求 36、88、97 亿元。

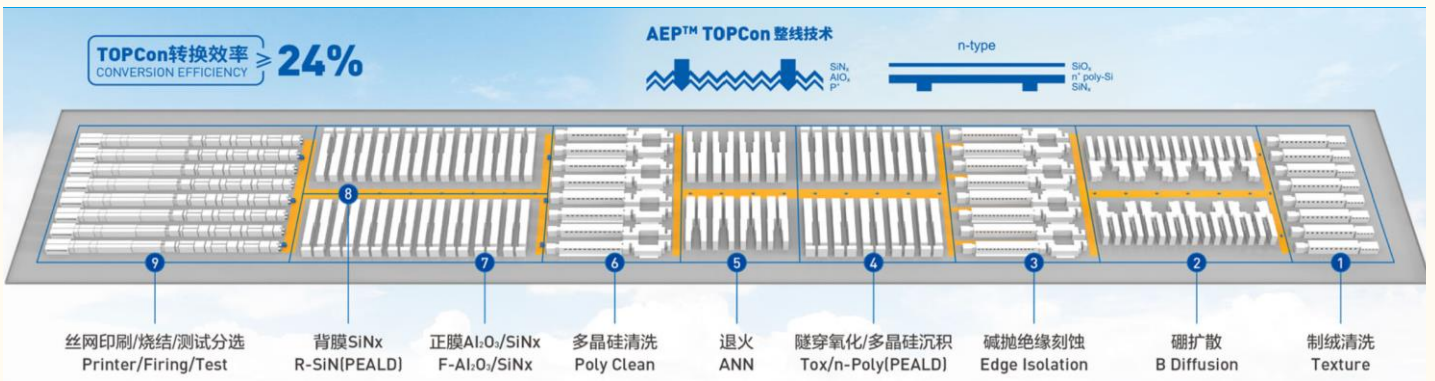
图表 28: TOPCon 市场设备需求空间测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球装机量预测 (GW)	160	220	270	300	330
组件需求 (GW)	192	264	324	360	396
电池需求 (GW)	192	264	324	360	396
电池片产能利用率 (GW)	65%	67%	66%	65%	65%
全球电池片产能预测 (GW)	295	394	491	554	609
年内新增电池片产能 (GW)	41	99	97	63	55
新增 TOPCon 产能占比	30%	35%	40%	40%	35%
年内新增 TOPCon 产能 (GW)	12	35	39	25	19
年内升级 TOPCon 产能 (GW)	10	13	25	20	5
年内 TOPCon 产能新建+升级共计 (GW)	22	48	64	45	24
单 GW TOPCon 产线建设投资 (亿元)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3
单 GW TOPCon 产线升级投资 (亿元)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
TOPCon 市场空间测算 (亿元)	36	88	97	64	46

来源: 国金证券研究所预测

- 公司长期耕耘光伏设备板块，技术经验和客户资源行业领先。先导 TOPCon 高效电池设备、高速串焊机、MBB 多栅串焊机、叠瓦焊接成套组件设备、整线自动化设备等均达到全球领先水平，结合先导自主研发的 MES 系统，可为光伏企业打造“无人车间”。目前公司已陆续与隆基、通威、Waaree、阿特斯、尚德、天合、晶科、晶澳等公司建立战略合作关系。公司已为尚德电力提供 2GW 产能的 TOPCon 光伏电池制造整体解决方案，为土耳其提供了数十 GWh 新能源电池智能制造设备和解决方案。

图表 29: 先导 Topcon 光伏电池智能工厂整体解决方案



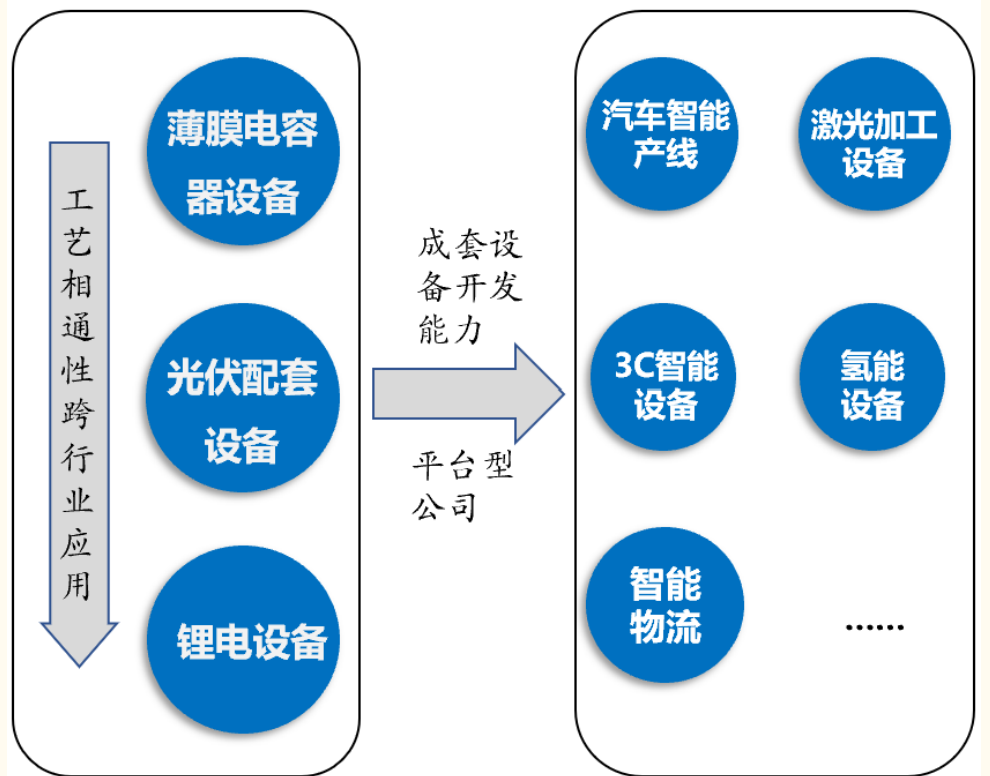
来源: 国金证券研究所

3.3 以技术为核心，迈向智能装备平台型公司

- 八大事业部，发挥平台型公司的竞争优势。公司发展始终以技术为核心，凭借多年的积淀，研发与制造能力不断强大。除锂电池智能装备、光伏智能装备和薄膜电容器装备业务外，公司近几年布局了 3C 智能装备、智能物流系统、汽车智能产线、燃料电池智能装备、激光精密加工装备等新业务，经过几年发展，该等业务目前已处于行业领先水平。公司目前已有八大事业部，平台型公司的特征越发明显。平台型公司在行业顶尖人才的引

入、新业务在客户的接受度、不同业务之间在产品、技术和管理的协同上具有得天独厚的优势。

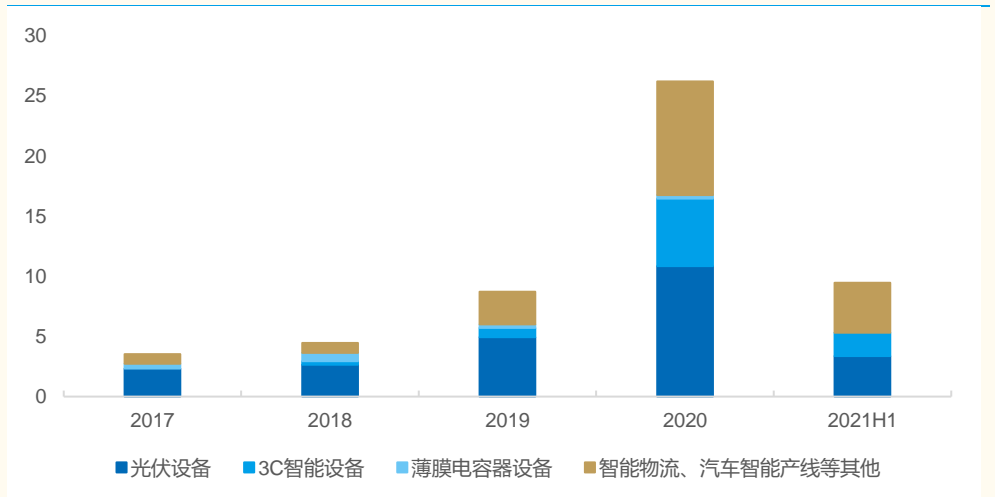
图表 30: 成为智能化设备平台型公司



来源：国金证券研究所

- **3C 智能设备产品种类丰富，业务收入持续提升。**2020 年公司 3C 智能设备收入 5.61 亿元，同比增长 648%，占营业收入的 9.58%。3C 智能检测设备的毛利率较高，随着公司 3C 智能设备产品不断放量，有望继续提升公司综合毛利率水平。目前，三星、索尼、LG、富士康等均为公司 3C 业务客户。
- **智能物流、汽车智能产线等业务增长迅猛。**2020 年公司智能物流、汽车智能产线等其他业务实现营业收入 9.46 亿元，同比增加 247%，占营业收入的 16.15%。公司智能物流业务先后为中航锂电、CATL、通威集团、阿特斯、力信、亿纬锂能等客户提供领先的智能仓储物流解决方案，帮助客户全面提升仓储作业效率、提高库存准确率和周转率，为客户提供柔性化管理平台和智能化解决方案。2021 年 1 月，先导智能签约宝马汽车 PACK 智能产线解决方案。公司产品质量标准获得欧美高端客户认可，市场地位进一步提升。

图表 31: 光伏、电容器、3C 智能设备及其他业务收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 关键假设:

- **在手订单:** 公司表示目前在手订单 123 亿元 (不含税), 全年有望超 150 亿元 (不含税), 为公司未来业绩的快速增长创造了有利条件。
- **锂电设备:** 受益于电池厂快速扩产, 公司与下游龙头客户深度绑定, 我们预测 2021-2023 年公司锂电设备业务将同比增长 89%、70%、66%。随着运营管理和项目管理能力的不断提升, 低毛利设备订单不断出清, 我们预计 2021-2023 年锂电设备毛利率有望维持 40% 水平。
- **光伏设备:** TOPCon 等新技术推动光伏行业的生产方式不断发生变革, 行业龙头纷纷加速布局, 光伏设备行业迎来了新的市场机遇。公司客户包括协鑫、隆基、阿特斯、天合、通威、晶科等头部公司, 有望为先导带来新的订单, 我们预计 2021-2023 年公司光伏设备业务将同比增长 40%、40%、35%。从历史数据看, 光伏设备毛利率波动较小, 我们预计 2021-2023 年毛利率维持 30% 水平。
- **3C 设备:** 公司的 3C 智能检测设备主要用于电子产品检测等, 三星、索尼、LG、富士康等均为公司客户。随着产能不断放量, 以及新客户的开发合作, 有望继续为公司贡献收入增长, 我们预计 2021-2023 年 3C 设备收入同比增长 40%、40%、35%, 毛利率为 40%、39%、38%。
- **其他主营业务:** 其他主营业务包括智能物流、汽车智能产线等, 公司为中航锂电、CATL、通威集团、阿特、宝马、亿纬锂能等客户提供领先的智能解决方案。全球新能源车产销不断创新高, 动力电池公司及车企积极新建工厂、扩张产能, 同时对工厂、物流、产线的智能化程度要求提高, 有望为先导带来新订单。我们预计其他主营业务 2021-2023 年收入同比增长 35%、35%、30%。5G、物联网等数字化技术将维持业务较高毛利率, 因此我们假设 2021-2023 年毛利率维持 40% 水平。

图表 32: 盈利预测 (百万元)

报告期	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂电池设备					
收入	3811.65	3237.98	6107.46	10367.88	17202.73
yoy	11%	-15%	89%	70%	66%
成本	2307.76	2152.07	3664.95	6223.60	10282.80
毛利率(%)	39%	34%	40%	40%	40%
光伏自动化生产配套设备					
收入	494.82	1084.01	1214.09	1359.78	1468.56
yoy	87%	119%	40%	40%	35%
成本	348.36	789.16	849.86	951.84	1027.99
毛利率(%)	30%	32%	30%	30%	30%
薄膜电容器设备					
收入	29.54	28.61	29.18	29.77	30.36
yoy	-58%	-3%	2%	2%	2%
成本	20.80	20.03	20.72	21.13	21.56
毛利率(%)	30%	30%	29%	29%	29%
3C 设备业务					
收入	74.58	561.48	786.08	1100.51	1485.68
yoy	145%	653%	40%	40%	35%
成本	29.83	280.74	475.58	671.31	921.12
毛利率(%)	60%	50%	40%	39%	38%
其他主营业务					
收入	273.38	946.22	1277.40	1724.49	2241.83
yoy		246%	35%	35%	30%
成本	136.69	331.18	772.83	1034.69	1345.10
毛利率(%)	50%	65%	40%	40%	40%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

4.2 投资建议及估值

- 在全球电动化浪潮下, 公司作为锂电设备龙头企业, 已成功进入全球供应链体系, 预计未来盈利将充分受益于下游锂电池企业的大幅扩产。同时, 公司打造高端装备研发平台, 新产品及新应用将不断贡献新的业绩增长点。我们预计 2021-2023 年公司净利润为 16.03/26.79/44.96 亿元。参考可比公司, 给予公司 2022 年 35 倍 PE, 目标市值 937 亿元, 对应目标价 60 元/股, 给予“增持”评级。

图表 33: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300457.SZ	赢合科技	24.21	0.48	0.90	1.11	50	27	22
688006.SH	杭可科技	49.20	0.64	2.00	3.37	77	25	15
688499.SH	利元亨	167.70	2.78	5.31	9.01	60	32	19
688559.SH	海目星	66.30	0.54	1.73	2.99	123	38	22
688518.SH	联赢激光	27.33	0.30	1.05	1.82	91	26	15
平均值						80	29	18
300450.SZ	先导智能	48.22	1.00	1.71	2.88	48	28	17

来源: Wind, 国金证券研究所 (股价截至 2022-04-18)

5、风险提示

- **新能源汽车补贴政策不及预期：**新能源汽车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度超出预期的风险。
- **新能源汽车销量不及预期：**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **电池产能过剩引起扩产放缓的风险：**电池产业链部分环节存在产能过剩引起竞争加剧，扩产规划放缓的风险。
- **应收账款周转天数增加风险：**如果宏观经济形势、行业发展前景等因素继续发生不利变化，客户经营状况发生重大困难，或者经营情况、商业信用发生重大不利变化，公司应收账款产生坏账的可能性将增加，公司应收账款收回的可能性将减小，将对公司资金周转和正常经营造成不利影响。
- **商誉减值风险：**截至 2021 年三季度末，公司商誉账面金额为 10.89 亿元，占总资产的比例为 5.09%，全部为收购泰坦新动力形成的商誉。若未来宏观经济形势及市场行情的恶化，消费者及客户需求的变化、行业竞争的加剧、关键技术的更替和国家法律法规及产业政策的变化等均可能对泰坦新动力的经营业绩造成影响，因此公司未来仍然存在商誉减值的风险，并可能对公司损益造成不利影响。

图表 34: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,890	4,684	5,858	9,414	14,582	22,429
增长率		20.4%	25.1%	60.7%	54.9%	53.8%
主营业务成本	-2,370	-2,842	-3,848	-5,784	-8,903	-13,599
% 销售收入	60.9%	60.7%	65.7%	61.4%	61.1%	60.6%
毛利	1,520	1,842	2,011	3,630	5,680	8,831
% 销售收入	39.1%	39.3%	34.3%	38.6%	38.9%	39.4%
营业税金及附加	-30	-28	-44	-70	-104	-155
% 销售收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-123	-163	-181	-301	-452	-673
% 销售收入	3.2%	3.5%	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%
管理费用	-232	-232	-315	-518	-773	-1,144
% 销售收入	6.0%	4.9%	5.4%	5.5%	5.3%	5.1%
研发费用	-284	-532	-538	-1,036	-1,458	-2,019
% 销售收入	7.3%	11.4%	9.2%	11.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	852	887	932	1,706	2,893	4,840
% 销售收入	21.9%	18.9%	15.9%	18.1%	19.8%	21.6%
财务费用	-15	-39	-43	11	-9	16
% 销售收入	0.4%	0.8%	0.7%	-0.1%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-35	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	6	21	31	35	40	50
% 税前利润	0.8%	2.5%	3.7%	2.0%	1.4%	1.0%
营业利润	969	884	811	1,752	2,924	4,906
营业利润率	24.9%	18.9%	13.8%	18.6%	20.1%	21.9%
营业外收支	-131	-49	28	0	0	0
税前利润	839	836	839	1,752	2,924	4,906
利润率	21.6%	17.8%	14.3%	18.6%	20.1%	21.9%
所得税	-96	-70	-71	-149	-245	-411
所得税率	11.5%	8.4%	8.5%	8.5%	8.4%	8.4%
净利润	742	766	768	1,603	2,679	4,496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	742	766	768	1,603	2,679	4,496
净利率	19.1%	16.3%	13.1%	17.0%	18.4%	20.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	742	766	768	1,603	2,679	4,496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	76	212	319	130	208	296
非经营收益	-18	-13	-17	-16	5	2
营运资金变动	-848	-423	284	276	-623	-1,464
经营活动现金净流	-48	541	1,353	1,993	2,270	3,330
资本开支	-76	-213	-425	-947	-1,070	-1,465
投资	0	-15	-208	-774	97	500
其他	86	-238	131	35	40	50
投资活动现金净流	10	-466	-503	-1,686	-933	-915
股权募资	38	0	19	31	0	0
债权募资	624	808	-212	648	105	-576
其他	86	-287	-178	-440	-477	-473
筹资活动现金净流	748	521	-371	238	-372	-1,049
现金净流量	710	596	476	545	965	1,366

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,483	2,070	2,738	3,248	4,111	5,321
应收款项	2,470	2,821	3,798	5,119	8,372	13,184
存货	2,413	2,153	2,874	7,448	10,976	17,324
其他流动资产	190	488	903	2,313	2,688	2,849
流动资产	6,556	7,532	10,314	18,128	26,147	38,678
% 总资产	77.8%	79.1%	81.5%	84.0%	84.9%	86.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	538	642	791	1,299	1,962	2,966
% 总资产	6.4%	6.7%	6.2%	6.0%	6.4%	6.6%
无形资产	1,288	1,272	1,470	1,788	2,007	2,206
非流动资产	1,869	1,985	2,349	3,448	4,650	6,149
% 总资产	22.2%	20.9%	18.5%	16.0%	15.1%	13.7%
资产总计	8,426	9,517	12,662	21,576	30,797	44,827
短期借款	486	440	348	951	1,055	480
应付款项	2,593	2,704	4,259	8,856	13,610	21,154
其他流动负债	1,429	1,024	2,379	4,448	6,246	8,943
流动负债	4,509	4,168	6,987	14,254	20,912	30,576
长期贷款	257	119	0	100	100	100
其他长期负债	218	945	60	364	640	901
负债	4,983	5,233	7,047	14,718	21,651	31,577
普通股股东权益	3,442	4,284	5,615	6,857	9,145	13,250
其中: 股本	882	881	907	1,565	1,565	1,565
未分配利润	1,430	1,898	2,435	3,647	5,935	10,039
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,426	9,517	12,662	21,576	30,797	44,827

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.842	0.869	0.846	1.025	1.713	2.875
每股净资产	3.904	4.860	6.189	4.385	5.848	8.473
每股经营现金净流	-0.054	0.614	1.491	1.273	1.450	2.127
每股股利	0.280	0.160	0.300	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	21.57%	17.87%	13.67%	23.38%	29.30%	33.93%
总资产收益率	8.81%	8.04%	6.06%	7.43%	8.70%	10.03%
投入资本收益率	17.97%	14.71%	14.30%	19.74%	25.74%	32.07%
增长率						
主营业务收入增长率	78.70%	20.41%	25.07%	60.70%	54.90%	53.81%
EBIT增长率	57.66%	4.17%	5.10%	82.98%	69.58%	67.31%
净利润增长率	38.13%	3.12%	0.25%	108.87%	67.13%	67.80%
总资产增长率	26.68%	12.95%	33.05%	70.39%	42.74%	45.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.4	97.8	140.5	150.0	160.0	165.0
存货周转天数	382.9	293.2	238.4	470.0	450.0	465.0
应付账款周转天数	139.7	148.9	160.6	250.0	270.0	280.0
固定资产周转天数	39.1	36.3	45.6	40.3	35.1	31.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.51%	-22.16%	-48.32%	-36.76%	-35.85%	-38.23%
EBIT利息保障倍数	56.4	22.7	21.7	-154.9	315.3	-305.0
资产负债率	59.14%	54.98%	55.66%	68.22%	70.30%	70.44%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	22	66
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-29	买入	35.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402