

纳科诺尔 (832522)

锂电辊压设备龙头, 新市场+新技术推动需求增长

增持 (首次)

2024年08月11日

证券分析师 朱洁羽
 执业证书: S0600520090004
 zhujiayu@dwzq.com.cn
 证券分析师 易申申
 执业证书: S0600522100003
 yishsh@dwzq.com.cn
 证券分析师 余慧勇
 执业证书: S0600524080003
 yuhy@dwzq.com.cn
 研究助理 钱尧天
 执业证书: S0600122120031
 qianyt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	756.24	945.51	1,172.82	1,401.51	1,675.20
同比	94.25	25.03	24.04	19.50	19.53
归母净利润 (百万元)	113.26	123.83	149.78	172.60	196.86
同比	284.64	9.33	20.96	15.24	14.06
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.01	1.11	1.34	1.54	1.76
P/E (现价&最新摊薄)	11.63	10.64	8.80	7.63	6.69

投资要点

- **深耕细分赛道, 成就锂电辊压设备龙头:** 公司成立于 2000 年, 主要从事高精度辊压设备的研发、生产、销售, 是国家“专精特新重点小巨人”企业。借势行业景气恢复, 公司业绩步步高升, 2021-2023 年营收及归母净利润 CAGR 分别达 56%/105%, 2024Q1 实现归母净利润 0.49 亿元, 同增 15%, 业绩持续稳步增长。
- **锂电基本盘稳健增长, 新技术+新市场推动需求提升:** 1) **锂电设备市场规模持续增长:** 高工锂电预计 2025 年, 中国锂电池出货量将达 1,805GWh, 预计中国锂电辊压设备市场随之持续扩大, 至 2025 年预计将达到 60 亿元, 2022-2025 年 CAGR 达 23.3%; 2) **新型电池逐步成熟, 固态电池及钠离子电池前景广阔:** 固态电池及钠离子电池为未来技术发展新方向, 高工锂电预计 2025/2030 年中国固态电池出货规模达 13GWh/300GWh+, 2022-2030 年 CAGR 为 129%; 预计钠离子电池 2025 年出货达 40GWh, 2022-2025 年 CAGR 为 331%, 技术迭代下将充分带动辊压设备需求提升; 3) **海外及储能新市场需求快速增长:** 除传统国内动力需求外, 海外及储能等新市场需求在快速提升, 辊压设备企业逐步建立海外生产基地, 海外市场渗透率有望提升, 同时全球储能需求爆发, 预计 2025 年全球储能需求有望超 250GWh, 2023-2025 年 CAGR 达 44%。
- **动力基本盘稳健增长, 拓展新领域助力新增长:** 1) **注重研发筑牢技术护城河, 产品性能持续优化:** 公司持续加大研发投入巩固自身技术优势, 公司产品性能居行业第一梯队; 2) **公司为辊压设备行业龙一, 市占率达 23.4%:** 优异产品优势助力公司市占率长期处于行业龙一地位, 2022 年公司市占率达 23.4%; 3) **干法制片可为公司新增长动能:** 干法制片工艺相较湿法更具优势, 公司干法制片工艺处于行业领先水平, 预计随干法工艺成为行业技术主流, 技术迭代下公司有望受益; 4) **核心客户合作紧密, 加大新领域开拓助力新增长:** 公司客户资源丰富, 绑定宁德时代、比亚迪等核心龙头大客户, 二者在公司销售占比超 70%, 公司有望受益龙头扩张, 同时公司逐步加大储能、海外及非锂电领域开拓助力新增长; 5) **募投扩产满足高增需求:** 随锂电需求稳步提升叠加储能需求爆发, 锂电辊压设备需求持续增长, 公司上市募资进行产能扩充, 拟新增年产辊压机 200 台套, 满足市场增长需求。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.5/1.7/2.0 亿元, 同比+21%/15%/14%, 对应 PE 为 9/8/7 倍, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、公司产品较为单一风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.78
一年最低/最高价	11.30/25.49
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	774.65
总市值(百万元)	1,319.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.10
资产负债率(%,LF)	60.81
总股本(百万股)	112.04
流通 A 股(百万股)	65.76

相关研究

内容目录

1. 深耕细分赛道，成就锂电辊压设备龙头	4
1.1. 较早起步，专注细分领域.....	4
1.2. 公司股权结构稳定，配备高素质管理团队.....	4
1.3. 高精度辊压机为主，多系列多产品多领域并行.....	6
1.4. 借势行业景气恢复，公司业绩步步高升.....	7
2. 锂电基本盘稳健增长，新技术+新市场推动需求提升.....	10
2.1. 国内锂电池行业加速迭代，锂电设备市场规模持续增长.....	10
2.2. 新型电池逐步成熟，固态电池及钠离子电池前景广阔.....	11
2.3. 海外及储能新市场需求快速增长.....	12
3. 动力基本盘稳健增长，拓展新领域助力新增长	14
3.1. 注重研发筑牢技术护城河，产品性能持续优化.....	14
3.2. 公司为辊压设备行业龙一，市占率达 23.4%	14
3.3. 干法制片工艺日渐成熟，可为公司未来新动能.....	15
3.4. 核心客户合作紧密，加大新领域开拓助力新增长.....	15
3.5. 募投扩产打开成长空间，产能加码支撑高增需求.....	16
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

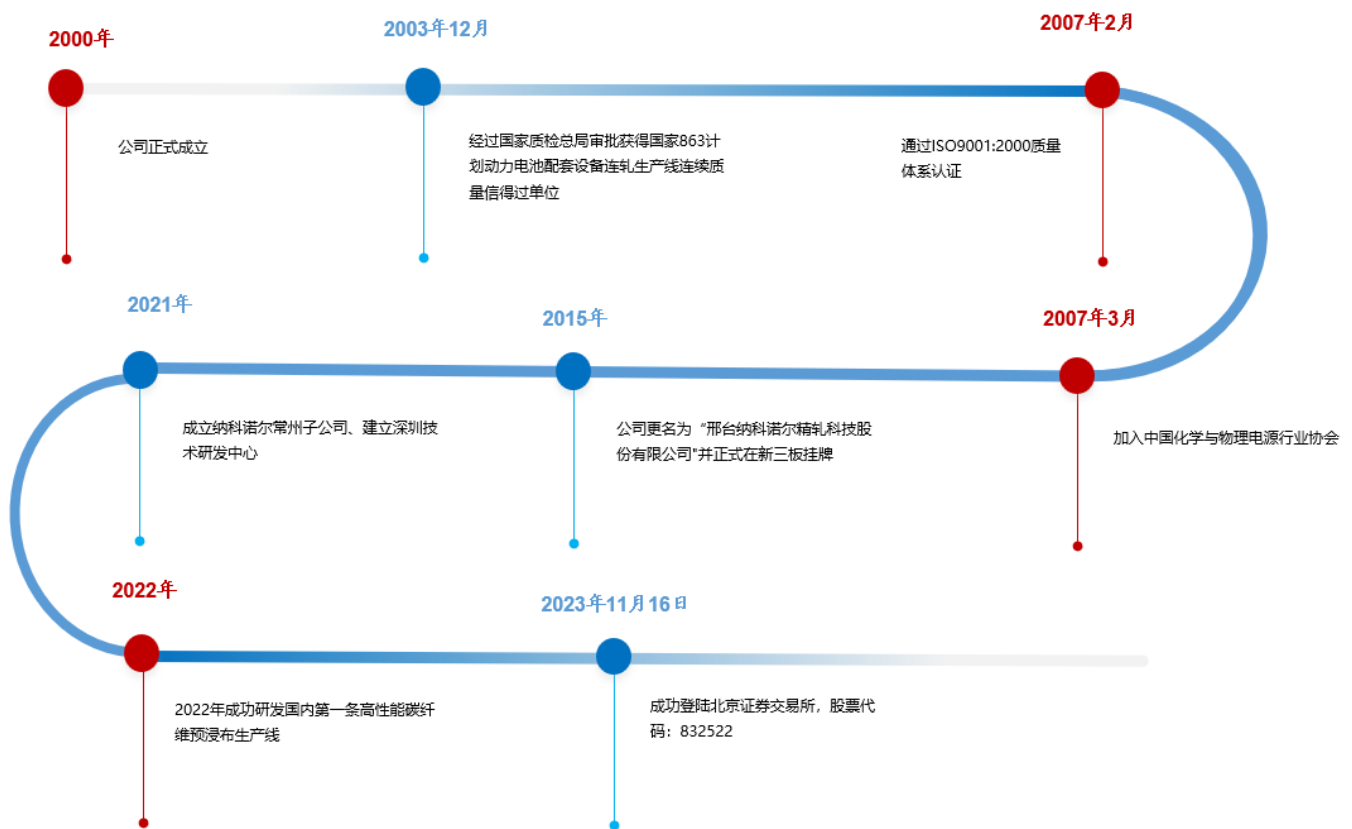
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司组织架构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 3:	公司主要生产工艺流程.....	6
图 4:	公司主要产品.....	6
图 5:	营业收入增长较快.....	7
图 6:	归母净利润波折上升.....	7
图 7:	辊压设备为主要营收来源.....	8
图 8:	国内为主要市场.....	8
图 9:	公司盈利能力显著提升.....	8
图 10:	各业务毛利率企稳抬升.....	8
图 11:	2018-2023 年公司费用率情况	9
图 12:	中国锂电池产能情况 (GWh)	10
图 13:	锂电池制作工序情况.....	10
图 14:	中国锂电设备规模情况.....	11
图 15:	中国辊压设备规模情况.....	11
图 16:	中国固态电池出货量.....	12
图 17:	中国钠离子电池出货量预测.....	12
图 18:	2022-2025 海外新增锂电产能及预测	12
图 19:	全球储能装机需求情况: GWh.....	13
图 20:	持续加大研发费用投入.....	14
图 21:	公司 2022 年市占率处于前列.....	15
图 22:	前五大客户及营收占比.....	16
图 23:	公司客户群体丰富, 加大新领域拓展.....	16
图 24:	分业务盈利预测.....	17
图 25:	可比公司估值对比 (截至 2024 年 8 月 10 日)	18
表 1:	公司管理层情况.....	5
表 2:	辊压产品参数对比.....	14
表 3:	募投扩产满足高增需求.....	16

1. 深耕细分赛道，成就锂电辊压设备龙头

1.1. 较早起步，专注细分领域

深耕锂电辊压设备。邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司，成立于2000年，1996年就已经开始研究电池极板辊压机图纸设计。公司主要从事高精度辊压设备的研发、生产、销售，是国家“专精特新重点小巨人”企业，同时也是省制造业单项冠军企业，荣获全国“五一劳动奖状”等荣誉称号。作为新能源电池极片辊压设备制造业的领军企业，纳科诺尔公司是国内辊压设备行业的龙头企业，也是国家高新技术企业。2023年成功登陆北京证券交易所。

图1：公司发展历程

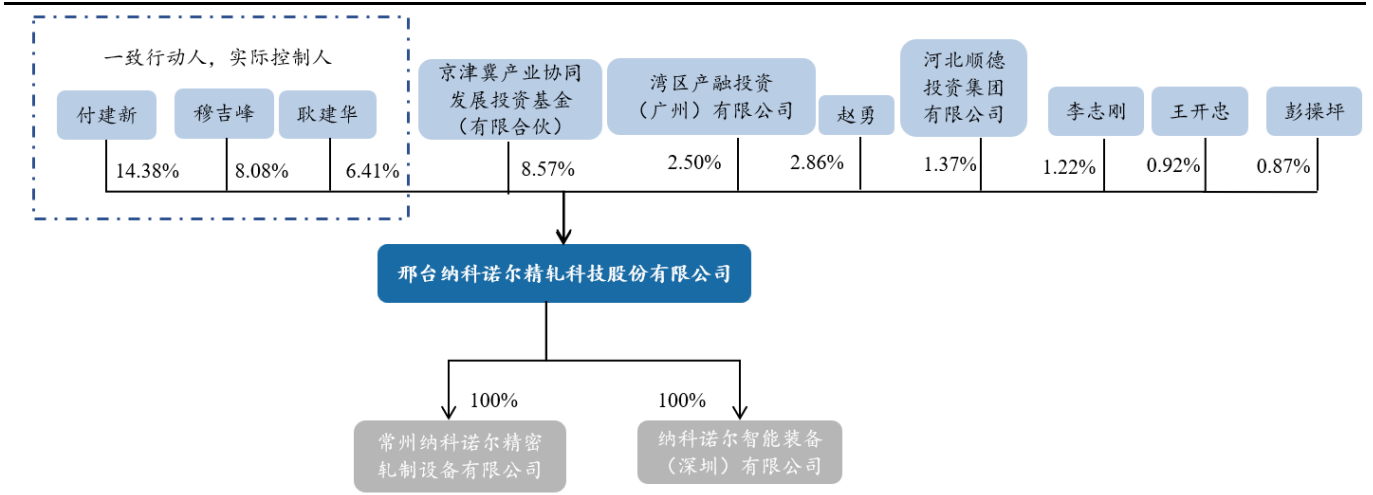


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，配备高素质管理团队

公司股权集中，结构清晰稳定。截至2024年3月31日，公司董事长付建新持有公司14.38%股份，穆吉峰持有公司8.08%股份，耿建华持有公司6.41%股份，三人签署一致行动协定，合计持股28.87%，为公司共同实际控制人，股权结构较为集中。目前公司拥有两家子公司及一家参股公司，常州纳科主要为公司在常州地区生产基地，产品为辊压机；深圳纳科作为在深圳的研发基地；参股公司清研纳科主要从事干法成膜复合一体化制造设备的研发制造。

图2: 公司组织架构 (截至 2024 年 3 月 31 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

深耕行业多年, 公司管理层经验丰富。公司拥有一支高素质管理团队, 绝大多数管理层从 2015 年开始就在公司任职, 管理层均深耕行业多年, 行业经验丰富。

表1: 公司管理层情况

姓名	职务	履职情况
付建新	董事长、董事	2013年毕业于清华大学-澳大利亚国立大学创新工商管理专业, 研究生学历, 获得管理学硕士学位。2006年4月至2014年12月, 担任有限公司董事长、总经理。2015年1月担任邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司董事长。
付博昂	副董事长、总经理、董事	2021年9月至今, 任常州纳科诺尔精密轧制设备有限公司总经理; 2021年10月至今, 任邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司董事; 2021年11月至今, 任纳科诺尔智能装备(深圳)有限公司执行董事; 2023年9月至今, 任清研纳科智能装备科技(深圳)有限公司总经理。
李志刚	董事、副总经理	2020年2月至今, 任邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司董事、总经理; 2023年9月至今, 任清研纳科副董事长。2015年1月-8月, 担任邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司董事、副总经理。2015年9月至今, 担任邢台纳科诺尔精轧科技股份有限公司总经理。
郑立刚	董事、副总经理	2011年7月至2014年12月, 担任邢台纳科诺尔极处轧制设备有限公司副总经理。2015年1月至今, 担任股份公司副总经理。

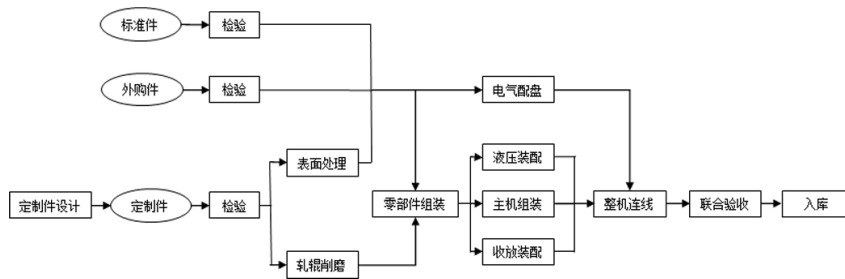
数据来源: 公司招股书, iFind, 东吴证券研究所

1.3. 高精度辊压机为主，多系列多产品多领域并行

公司主要从事高精度辊压机的研发、生产及销售。公司自成立以来，始终高度重视产品研发能力的提升，在不断巩固和提升锂离子电池生产设备领域竞争优势的同时，积极向设备的核心部件、关键组件等领域进行配套研发。

高精度辊压分切一体机主要应用于电池极片辊压，公司主要产品涉足锂电和非锂电领域。高精度辊压分切一体机通过自动收放卷系统、辊压系统、自动分切系统、智能控制系统等自制专利达到自动系统的闭环控制。锂电池行业设备主要分为量产型、实验型、超电专用型，还有干法电极，专用于动力汽车方面；非锂电领域产品包括高速研磨机、高精度花纹辊压机，其中高精度花纹辊压机属于辊压氢燃料电池，包括粉末辊压主要是无机物、芳纶类、塑料颗粒材料的辊压。



图3: 公司主要生产工艺流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图4: 公司主要产品

产品领域	产品系列	产品实例	应用场景
锂电领域	实验室系列		主要用于实验室小批量锂离子电池正负极极片的碾压成型，提高涂布密度的设备
	量产系列		主要用于大批量中、高速锂电池极片辊压设备，辊压机由自动放卷机构、辊压单元、自动收卷机构组成
	超电专用系列		轧辊温度最高温度180℃（加热油介质），来料包括无机物颗粒、碳粉、特殊高分子颗粒等经过高温辊连轧成型的产品
	干法专用系列		轧辊温度最高温度180℃（加热油介质），来料包括无机物颗粒、碳粉、特殊高分子颗粒等经过高温辊连轧成型的产品

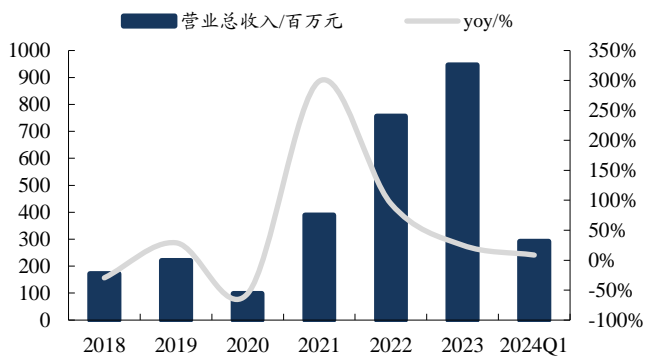
非锂电领域	高速研磨机		来料为颗粒状产品，包括食品类、工业无机料、化妆品原料等，颗粒状来料经过超高速两支不同速比的轧辊的互相研磨，形成胶状产品，达到精细研磨效果，成品的胶状产品经过后续加工可以直接应用至多种行业
	粉末辊压成卷轧机		来料为颗粒状产品，包括无机物颗粒（芳纶类、塑料颗粒）、金属颗粒（铜粉、银粉、不锈钢粉）、碳粉、特殊高分子颗粒等，颗粒状来料经过高温多层轧制出辊即为连续状物料，部分加工性能较好的材质可实现连续的收卷的动作。最终的产品应用领域广泛，包括军用防弹衣、导弹支架、屏蔽信号产品、高导热产品、超级电容器等领域
	高精度花纹辊压机（辊压氢燃料电池）		来料为预压后的多层碳板、特殊过滤纸张等需要辊压出产品花纹的材料。辊压后的花纹作为氢气的流道或者增加过滤材料的接触面积

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.4. 借势行业景气恢复，公司业绩步步高升

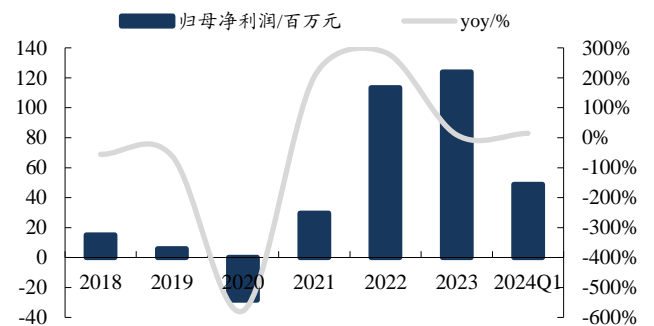
公司营收及归母净利润持续稳健增长。从营收角度看，2021-2022 年公司营收持续高增，2022 年营收达 7.6 亿元，增速 94.25%，得益于全球半导体市场增长提供良好的市场环境，公司不断提升产品技术含量和加强市场推广；2023 年及 2024Q1 增速有所放缓，2024 年第一季度营收 2.9 亿元，增速则下降到 8.56%；从盈利角度看，2021-2022 年公司归母净利润持续上涨，2022 年归母净利润达 1.1 亿元，增速 284.64%，得益于公司优化生产流程和提高成本管控能力，不断提高生产效率和降低运营成本，2023 年及 2024Q1 增速放缓，2024 年第一季度归母净利润 0.49 亿元，增速 14.86%，营收和归母净利润的增速放缓主要系市场竞争加剧，行业整体利润率增速放缓。

图5：营业收入增长较快



数据来源：iFind，东吴证券研究所

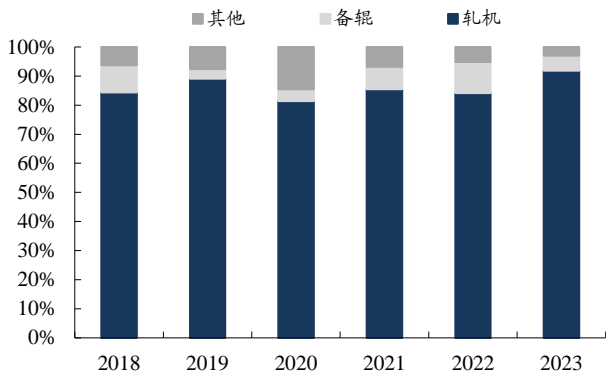
图6：归母净利润波折上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

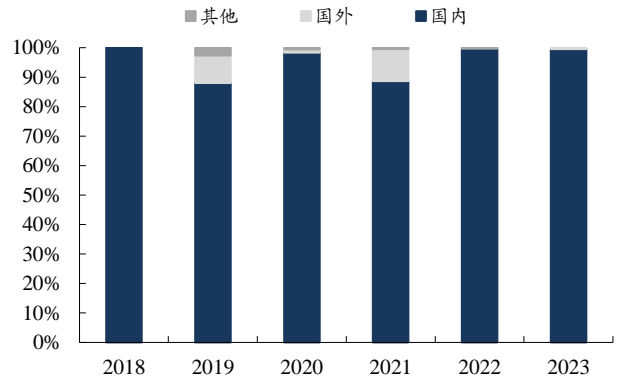
辊压设备为公司第一业务，国内占比超 85%。2018-2023 年，辊压设备始终为公司盈利的主要来源，营收占比持续超八成，2023 年轧机营收 8.69 亿元，2018 到 2023 年营收 CAGR 为 15.1%；公司主要以国内市场为主，营收占比持续超 85%。

图7：辊压设备为主要营收来源



数据来源：iFind，东吴证券研究所

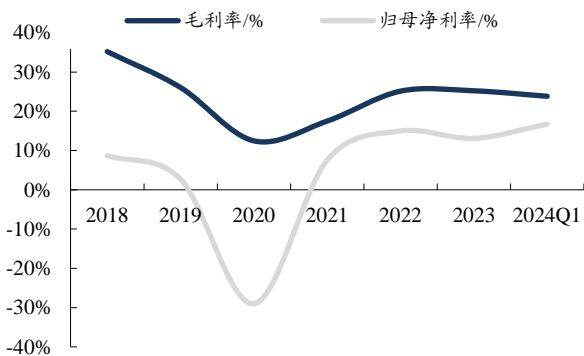
图8：国内为主要市场



数据来源：iFind，东吴证券研究所

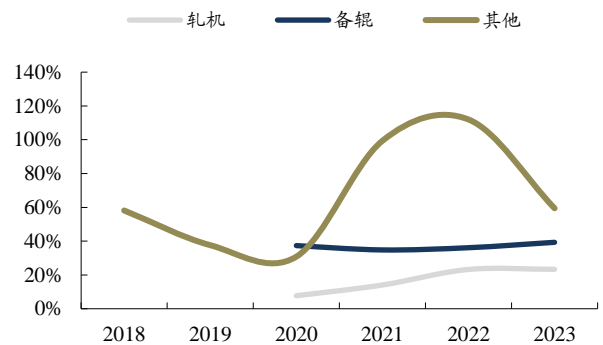
公司盈利能力显著提升，各业务毛利率企稳抬升。2019 到 2020 年受宏观经济环境和行业环境等因素影响，毛利率和净利率大幅度下降；2021 年开始，受下游行业景气恢复，公司议价能力推动产品单价提升等因素推动，公司盈利能力显著提升。2023 年公司毛利率 25.21%，较 2021 年增长 7.70pct；2023 年公司归母净利率 13.10%，较 2021 年增长 5.54pct。

图9：公司盈利能力显著提升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

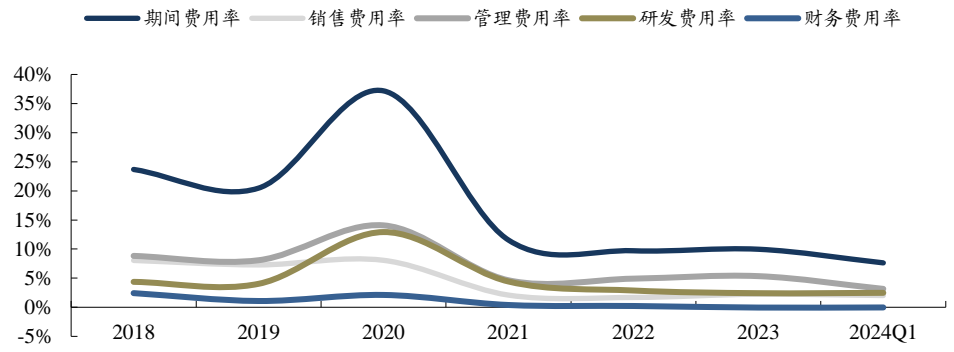
图10：各业务毛利率企稳抬升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

成本控制能力较强，注重研发夯实技术壁垒。2020 年受营收降低影响，费用率水平有所提升，之后公司营收稳步增长，费控能力逐步加强，期间费用率呈下降趋势，2021-2023 年/2024Q1 公司期间费用率分别为 11.55%/9.71%/9.97%/7.63%。

图11: 2018-2023 年公司费用率情况



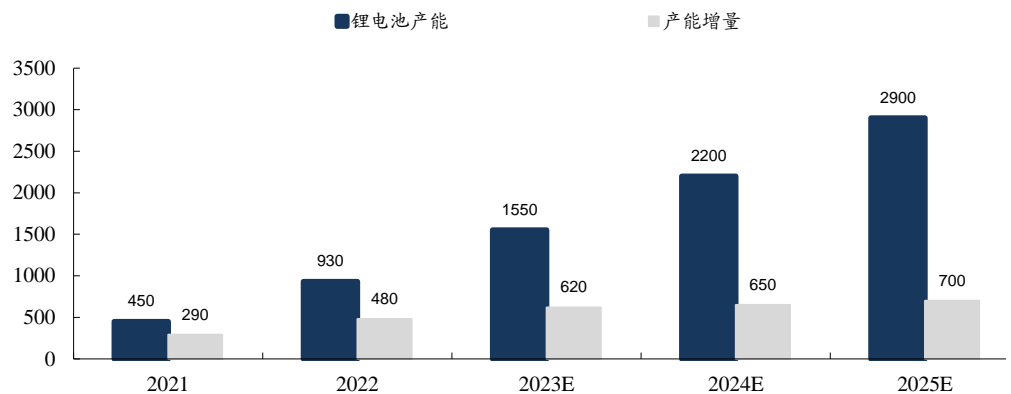
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

2. 锂电基本盘稳健增长，新技术+新市场推动需求提升

2.1. 国内锂电池行业加速迭代，锂电设备市场规模持续增长

海外市场带动国内锂电池产能持续增加。根据高工锂电数据，在全球市场的持续增长带动下，2022年中国锂电池市场出货量达到658GWh，同比增长101.1%，预计至2025年，中国锂电池出货量将达1,805GWh，主要系全球环保政策实施下新能源应用增加，海外新能源汽车产量大增带动国内动力电池出口增加。

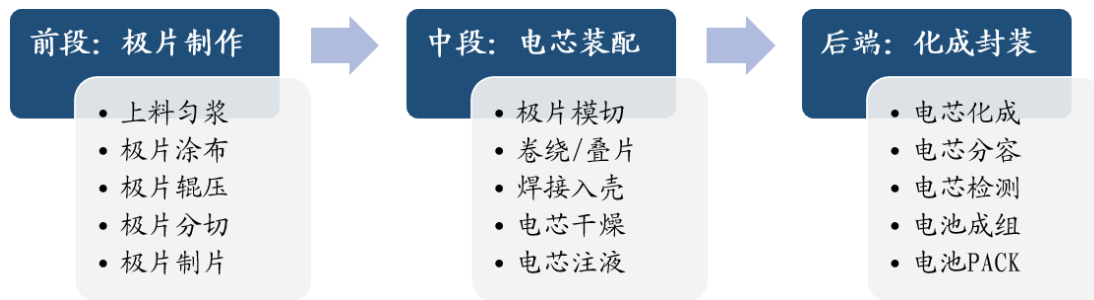
图12：中国锂电池产能情况（GWh）



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

锂电池的制作工艺复杂，涉及的工艺众多，所需设备种类较多，主要分为三个环节，分别为前段制片环节、中段装配环节、后段测试环节。

图13：锂电池制作工序情况

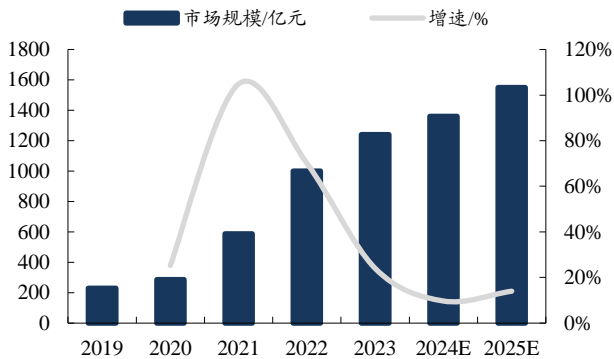


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

技术迭代缩短更新周期，锂电设备市场规模快速增长。根据高工锂电统计，2022年中国锂电生产设备市场规模约为1,000亿元，同比增长70.1%，主要系国内动力电池企业扩产加速，部分设备企业进入海外电池供应链以及中国锂电池企业出海布局加快，带动国内锂电设备市场快速增长；2022年中国锂电辊压设备市场达32亿元，同比增长77.8%，中国锂电辊压设备市场预计将持续扩大，至2025年预计将达到60亿元，2022-2025年CAGR达23.3%。主要系国内锂电池需求上升，电池企业加速扩产，中国锂电池

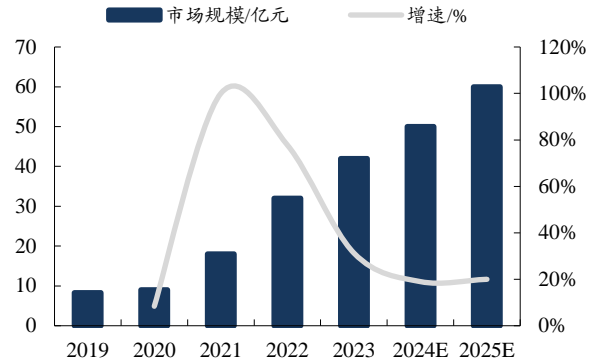
企业加速布局海外市场，中国锂电辊压设备企业逐步受到海外锂电池企业认可，逐步建立海外生产基地，中国锂电辊压设备企业海外渗透率有望逐步提升。

图14: 中国锂电设备规模情况



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

图15: 中国辊压设备规模情况



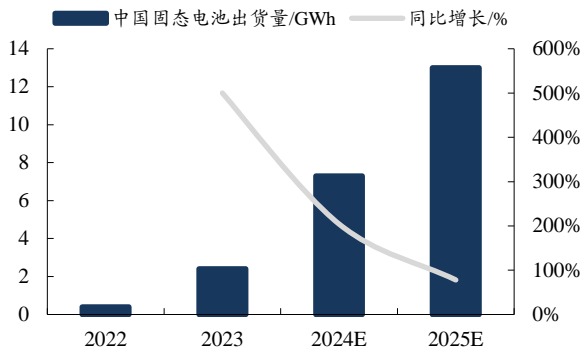
数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

2.2. 新型电池逐步成熟，固态电池及钠离子电池前景广阔

固态电池尚未大规模应用，未来前景广阔。 固态电池，是一种使用固体正负极和固体电解质，不含有任何液体，所有材料都由固态材料组成的电池。目前中国市场尚未大规模应用固态电池产品，多数固态电池产品处于验证期，实际出货量小，主要应用领域包括工业无人机、智能穿戴、医疗以及部分新能源车领域。根据高工锂电数据，2022年中国固态电池出货量约为0.4GWh，2025年中国固态电池出货规模预计将达13GWh，至2030年出货量预计将超300GWh，2022-2030年CAGR为128.8%。

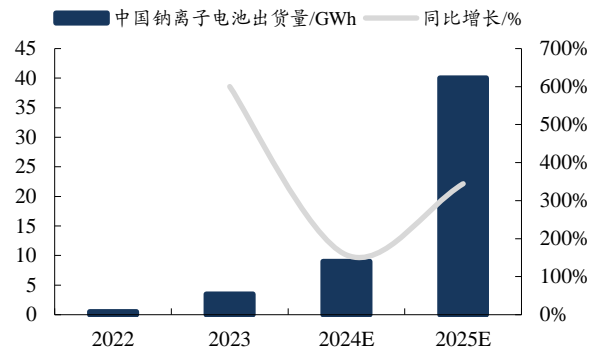
钠离子电池处于前期发展阶段，具有较好应用前景。 钠离子电池是一种二次电池，工作原理为“摇椅电池”。钠离子电池具有成本低、资源丰富、低温性能好等优势，在电动二轮车、低速车、储能等领域具有很好的应用前景。根据高工锂电数据，2022年中国钠离子电池市场出货量为MWh级别，鉴于碳酸锂的高价格有望给予钠离子电池广阔的应用空间，2023-2025年期间钠离子电池产业链预计将快速发展，至2025年，中国钠离子电池预计将达到40GWh出货量，2022-2025年出货量CAGR为330.9%，规划产能预计将达到60GWh。

图16: 中国固态电池出货量



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图17: 中国钠离子电池出货量预测

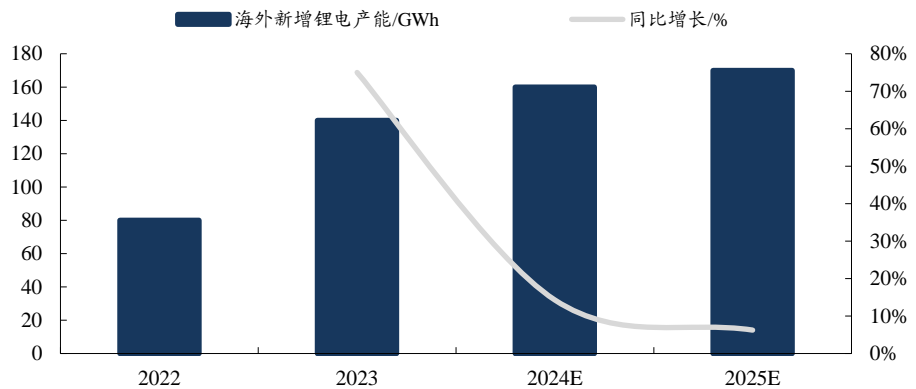


数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

2.3. 海外及储能新市场需求快速增长

海外动力电池市场快速增长, 国产设备渗透率持续提升。在零排放政策和税费政策等因素推动下, 中国锂电池企业加速布局海外市场, 公司主要客户宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、国轩高科等已经在海外布局, 电池企业加速扩产, 中国锂电辊压设备企业逐步受到海外锂电池企业认可, 逐步建立海外生产基地, 中国锂电辊压设备企业海外渗透率逐步提升。

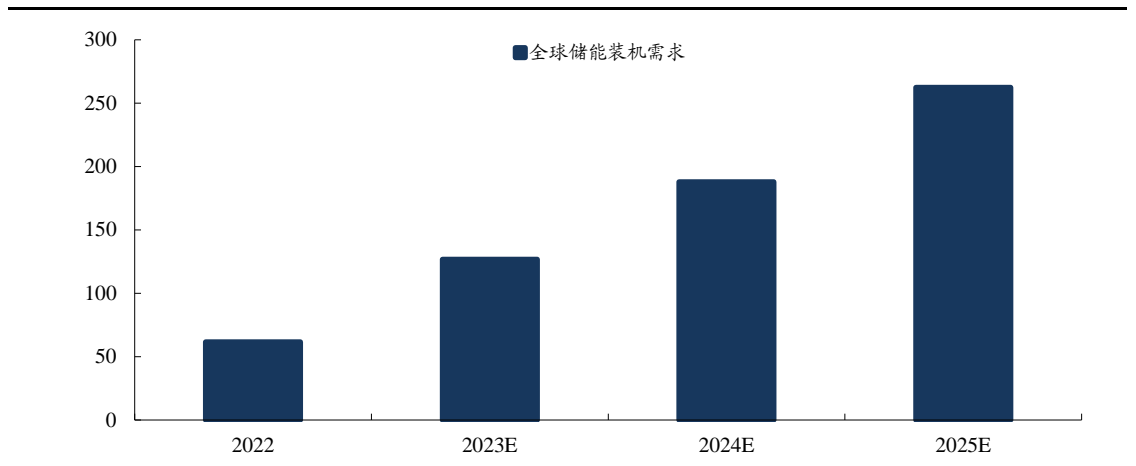
图18: 2022-2025 海外新增锂电产能及预测



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

全球储能需求快速发展, 将成为锂电设备新需求增长点。2021年以来, 全球储能容量持续快速增长, 中国、美国、欧洲、中东等大储需求高增, 新兴市场户储需求起量, 全球储能装机需求高速增长, 我们预计2025年储能需求超250gwh, 2023-2025年CAGR为43.9%。

图19: 全球储能装机需求情况: GWh



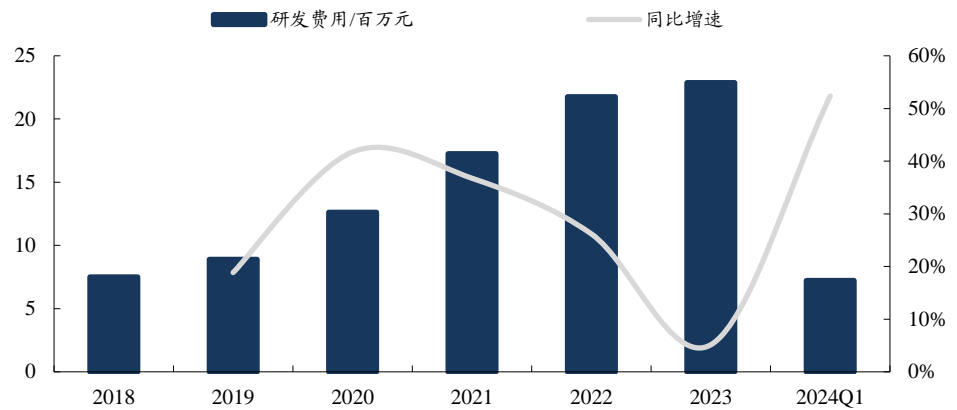
数据来源: CNESA、BNEF, 东吴证券研究所测算

3. 动力基本盘稳健增长，拓展新领域助力新增长

3.1. 注重研发筑牢技术护城河，产品性能持续优化

注重研发投入巩固技术护城河，产品性能行业领先。自成立以来公司持续加强创新能力，2018年到2023年研发费用从0.07亿元增长到0.23亿元，自主研发多项核心技术与产品，公司积累的高精度装机技术、油加热技术、高速张力控制技术多连杆联轴器技术、四轴收卷技术、宽幅辊压技术、极耳加热控制技术、展纱控制技术均为行业内较为领先的独特技术。同时公司产品性能为行业第一梯队，与业内竞争公司相比，公司在辊压设备最高稳定生产速度、热辊辊面温度均匀性等方面具有优势，处于行业领先水平。

图20: 持续加大研发费用投入



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

表2: 辊压产品参数对比

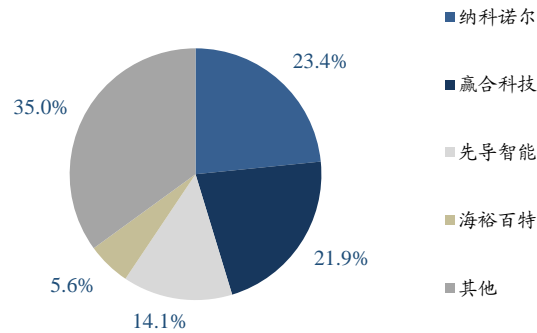
公司名称	量产产品最大轧辊尺寸	最高稳定生产速度	极片厚度精度	热辊辊面温度均匀性
纳科诺尔	φ 900*1500mm	120-140m/min	± 1.5μm	± 1℃
赢合科技	φ 900*1500mm	100-120m/min	± 1.5μm	≤ ± 3℃
先导智能	φ 900*1500mm	120m/min	± 1.5μm	-
海裕百特	φ 900*1500mm	100m/min	± 1.5μm	≤ ± 3℃
浩能科技	φ 900*1300mm	1000m/min	± 1.5μm	± 3℃

数据来源: 高工锂电, 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 公司为辊压设备行业龙一，市占率达 23.4%

公司为锂电辊压设备行业龙头，长期处于龙一地位。2022年国内锂电辊压设备行业CR3为59.4%，其中纳科诺尔排名第一，市占率23.4%，赢合科技、先导智能分列二、三名，市占率分别为21.9%、14.1%，市场集中度较2021年进一步提升，公司持续占据行业龙一地位。

图21: 公司 2022 年市占率处于前列



数据来源：纳科诺尔，东吴证券研究所

3.3. 干法制片工艺日渐成熟，可为公司未来新动能

干法制片工艺更具优势、公司技术领先有望受益。目前锂电池主要采用湿法电极制造工艺，而干法极片制造将电极制造过程一体化，提升极片制造的效率，缩短工艺过程，省去湿法涂布后的烘干，节约溶剂等，为动力及储能电池大规模制造提供一种新的生产模式。与湿法相比，干法电极制造技术极大地降低了工厂所需的资本、人力支出，同时对环境更加友好，且更适配大规模生产。纳科诺尔干法电极成型复合一体机融合了 8 辊连轧设计、伺服辊缝控制、测厚厚度闭环控制、切边宽度/纠偏闭环控制、独立收膜/收卷设计、MES 系统实时数据采集等创新工艺和技术，其辊压宽度可达 450mm，通过闭环控制和实时数据采集，其精度控制在士 1.5um，处于行业领先水平，预计干法工艺成为行业技术主流，随技术迭代公司有望受益增长。

3.4. 核心客户合作紧密，加大新领域开拓助力新增长

公司客户资源丰富，绑定核心龙头大客户，逐步加大储能、海外及非锂领域开拓助力新增长。公司客户资源优质，宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等龙头电池厂均为公司客户，其中宁德及比亚迪为公司重要大客户，二者销售占比持续超 70%；公司与龙头客户合作紧密，随宁德、比亚迪等龙头客户持续加大储能业务投入及加速出海布局，公司有望充分受益，同时公司也在持续加大储能领域及海外市场的客户拓展，目前客户有 HITACH、Panasonic、Amita Technology 等,有望为公司贡献新增长动能。

图22: 前五大客户及营收占比

序号	2021		2022		2023	
1	宁德时代	43.89%	宁德时代	67.36%	宁德时代	43.49%
2	珠海冠宇	7.65%	比亚迪	21.22%	比亚迪	35.73%
3	孚能科技	6.31%	宁德新能源	2.64%	亿纬锂能	5.51%
4	欣旺达	4.79%	富朗特	1.45%	中创新航	3.14%
5	HITACHI	4.51%	正力新能	1.10%	海辰储能	2.00%

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图23: 公司客户群体丰富, 加大新领域拓展



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.5. 募投扩产打开成长空间, 产能加码支撑高增需求

募资扩产满足增长需求。随着锂电需求稳步提升叠加储能需求爆发, 锂电辊压设备需求持续增长, 为更好满足市场增长需求, 公司于2023年上市募资进行产能扩充, 拟建设“邢台二期工厂扩产建设项目”, 项目建成后公司可实现新增年产辊压机200台套, 产能扩张满足市场高增需求。

表3: 募投扩产满足高增需求

年份	募集资金用途	扩产内容
2023年	(一) 邢台二期工厂扩产建设项目 (二) 研发中心及总部建设项目 (三) 补充流动资金	邢台二期工厂扩产建设项目
2023年	补充流动资金	

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

轧机业务: 考虑动力需求稳健增长, 储能及海外市场逐步拓展, 我们预计 2024-2026 年公司轧机业务收入增速分别为 25.00%/20.00%/20.00%, 毛利略有下降, 分别为 23.00%/22.50%/22.00%。

备辊业务: 考虑动力需求稳健增长, 储能及海外市场逐步拓展, 我们预计 2024-2026 年公司备辊业务收入增速分别为 15.00%/15.00%/15.00%, 毛利率分别为 35.00%/35.00%/35.00%。

备品备件及其他业务: 其他业务预计稳健增长, 我们预计 2024-2026 年公司备品备件及其他业务收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%, 毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

整体我们预计 2024-2026 年分别实现营收 11.7/14.0/16.8 亿元, 同增 24%/20%/20%, 毛利率分别为 24.0%/23.5%/23.0%。

图24: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	389.31	756.23	945.51	1,172.82	1,401.51	1,675.20
营业总成本 (百万元)	306.23	539.91	707.11	891.12	1,072.20	1,290.33
毛利率	21.34%	28.61%	25.21%	24.02%	23.50%	22.97%
轧机						
收入 (百万元)	332.53	636.05	868.86	1086.08	1303.29	1563.95
成本 (百万元)	285.80	488.08	666.22	836.28	1010.05	1219.88
毛利率	14.05%	23.26%	23.32%	23.00%	22.50%	22.00%
备辊						
收入 (百万元)	30.08	80.90	48.63	55.92	64.31	73.96
成本 (百万元)	19.61	51.69	29.52	36.35	41.80	48.07
毛利率	34.81%	36.11%	39.30%	35.00%	35.00%	35.00%
备品配件及其他						
收入 (百万元)	24.65	38.57	28.02	30.82	33.90	37.29
成本 (百万元)	14.90	26.27	11.37	18.49	20.34	22.38
毛利率	39.55%	31.89%	59.43%	40.00%	40.00%	40.00%
其他						
收入 (百万元)	2.05	0.71	0.00	0.00	0.00	0.00
成本 (百万元)	0.82	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	60.00%	80.28%	-	-	-	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首次覆盖, 给予“增持”评级。 我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.5/1.7/2.0 亿元, 同比+21%/15%/14%, 对应 PE 为 9/8/7 倍, 可比公司我们选择均有辊压设备业务的赢合科技及先导智能, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 7/5/5 倍, 首次覆盖, 考虑公司持续加大海外及储能市场开拓, 新技术迭代下公司有望受益, 给予公司“增持”评级。

图25: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 8 月 10 日)

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300457.SZ	赢合科技	94	13.65	17.76	21.53	7	5	4
300450.SZ	先导智能	250	36.10	43.73	48.87	7	6	5
						7	5	5
832522.BJ	纳科诺尔	13	1.50	1.73	1.97	9	8	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除纳科诺尔外其余盈利预测均为 Wind 一致预期预测

5. 风险提示

行业竞争加剧: 随着行业产能的不断扩大, 预计今后对电池生产设备要求将大幅提升, 行业将面临竞争分化; 如果市场供给的增加大于需求的增加, 则行业竞争将进一步加剧。

公司产品较为单一风险: 公司主要产品为电池极片辊压机, 在销售收入中占比较高, 存在对该类产品的依赖性。公司属于锂电池设备制造行业, 与下游锂电池的市场需求和固定资产投资密切相关。一旦下游电池行业需求阶段性下降将对公司经营产生阶段性影响。

纳科诺尔三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,384	2,808	3,298	3,819	营业总收入	946	1,173	1,402	1,675
货币资金及交易性金融资产	403	520	582	580	营业成本(含金融类)	707	891	1,072	1,290
经营性应收款项	315	359	428	511	税金及附加	8	10	12	14
存货	1,453	1,704	2,049	2,466	销售费用	21	26	29	34
合同资产	130	161	192	230	管理费用	51	60	70	84
其他流动资产	84	64	47	32	研发费用	23	27	31	37
非流动资产	162	276	383	475	财务费用	0	1	2	4
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	26	26	29	34
固定资产及使用权资产	68	193	307	405	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	13	7	5	4	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	44	39	34	30	减值损失	(20)	(10)	(14)	(18)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	141	174	200	229
其他非流动资产	33	33	33	33	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,547	3,084	3,682	4,294	利润总额	141	174	201	229
流动负债	1,604	1,992	2,418	2,833	减:所得税	17	24	28	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	131	131	131	131	净利润	124	150	173	197
经营性应付款项	357	489	605	698	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,044	1,277	1,566	1,880	归属母公司净利润	124	150	173	197
其他流动负债	72	96	115	124	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.11	1.34	1.54	1.76
非流动负债	49	49	49	49	EBIT	173	159	187	217
长期借款	22	22	22	22	EBITDA	181	181	216	251
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.21	24.02	23.50	22.97
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	13.10	12.77	12.32	11.75
其他非流动负债	23	23	23	23	收入增长率(%)	25.03	24.04	19.50	19.53
负债合计	1,654	2,041	2,466	2,882	归母净利润增长率(%)	9.33	20.96	15.24	14.06
归属母公司股东权益	893	1,043	1,216	1,412					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	893	1,043	1,216	1,412					
负债和股东权益	2,547	3,084	3,682	4,294					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(222)	257	202	129	每股净资产(元)	9.57	11.17	13.02	15.13
投资活动现金流	(27)	(136)	(136)	(126)	最新发行在外股份(百万股)	112	112	112	112
筹资活动现金流	510	(5)	(4)	(4)	ROIC(%)	21.14	12.16	12.50	12.66
现金净增加额	261	117	62	(1)	ROE-摊薄(%)	13.86	14.36	14.20	13.94
折旧和摊销	15	22	29	34	资产负债率(%)	64.93	66.18	66.98	67.11
资本开支	(23)	(136)	(136)	(126)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.64	8.80	7.63	6.69
营运资本变动	(376)	71	(17)	(124)	P/B(现价)	1.23	1.05	0.90	0.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>