

# 先惠技术 (688155)

## 自动化产线+模组结构件快速放量, 牵手清陶 布局固态电池设备

增持 (首次)

2025年07月07日

证券分析师 周尔双  
执业证书: S0600515110002  
021-60199784  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 李文意  
执业证书: S0600524080005  
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,448	2,464	3,042	3,669	4,338
同比 (%)	35.63	0.64	23.46	20.62	18.22
归母净利润 (百万元)	39.96	223.02	301.68	366.01	446.69
同比 (%)	142.31	458.19	35.27	21.32	22.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.32	1.78	2.41	2.93	3.57
P/E (现价&最新摊薄)	168.29	30.15	22.29	18.37	15.05

### 投资要点

- 辊压机是固态电池前道工艺核心设备, 公司联合清陶能源切入固态电池前道设备:** 与传统液态电池相比, 全固态电池工艺变化主要集中在前道和中道环节。前道辊压机用量和性能要求均有所提升, 辊压工艺的质量直接决定了电极的压实密度 ( $\text{g/cm}^3$ ) 和孔隙结构, 进而影响电池的能量密度、功率特性和循环寿命。2024年7月, 先惠技术与专注于氧化物路线的清陶能源签署合作研发协议, 围绕全固态电池核心关键装备开展联合开发与产业化布局, 标志着公司正式切入固态电池前道设备领域。首台中试辊压设备已于2025年6月17日交付清陶, 进入精细调试阶段; 可用于全固态或半固态电池产线。清陶作为固态电池领先企业, 已与公司签署长期合作框架协议; 凭借此次前道布局与核心客户绑定, 先惠有望抢占固态电池产业化的关键窗口期。
- 模组/PACK 与 EDS 产线海外拓展顺利, 为公司盈利能力提升奠定基础:** 公司新能源汽车智能制造装备聚焦模组/PACK 及 EDS 产线, 具备自动化率高、生产节拍快等优势。(1) 技术方面, 公司具备模组堆叠、激光焊接、视觉检测、EOL 测试等关键工艺的系统集成能力, EDS 产线亦已打通电机、控制器、变速箱装配全流程, 形成多环节技术协同。(2) 客户层面, 公司为宁德时代、孚能科技、大众、华晨宝马等国内外主流客户提供配套, 2024年突破北美龙头客户及多个海外头部客户, 海外订单加速放量。截至2024年末, 公司智能装备业务订单规模达30.3亿元, 其中68%来自海外。公司2024年海外综合毛利率达29.9%, 高于国内业务6pct; 在手海外订单为公司盈利能力提升奠定基础。
- 结构件业务延伸锂电产业链, 业绩持续突破收购对赌:** 2022年先惠收购福建东恒51%股权, 切入锂电模组精密结构件领域, 形成“自动化产线+结构件”双轮驱动格局。福建东恒为宁德时代系客户提供模组侧板、端板等核心结构件, 已建立长期战略合作关系。产品广泛用于电池模组外壳, 需同时满足导电性、阻燃性和结构强度等多重性能标准, 具备技术壁垒。自动化产线与结构件业务在客户与订单层面具协同, 结构件周转更快、回款更及时, 有助于平滑装备业务回款波动、增强盈利稳定性。未来公司拟通过客户协同与工艺整合持续提升结构件业务效率与利润率。福建东恒超额完成业绩承诺, 未来将持续增厚公司业绩。2022年以来, 福建东恒持续超额兑现业绩承诺。2022-2024三年东恒合计承诺净利润4.8亿元, 实际达成5.32亿元, 达成比例达110.9%; 2024年1.7亿元承诺净利润, 东恒实际达成1.99亿元, 公司持股东恒51%, 2024年对应1.0亿元业绩贡献度。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到锂电行业回暖&固态电池产业化加速, 我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为3.0/3.7/4.5亿元, 2025-2027年对应PE分别为22/18/15倍。基于公司固态电池业务成长性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 锂电业务复苏不及预期, 下游扩产不及预期, 新业务进展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	50.35
一年最低/最高价	30.68/56.38
市净率(倍)	3.12
流通A股市值(百万元)	6,296.28
总市值(百万元)	6,296.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.14
资产负债率(% LF)	55.06
总股本(百万股)	125.05
流通A股(百万股)	125.05

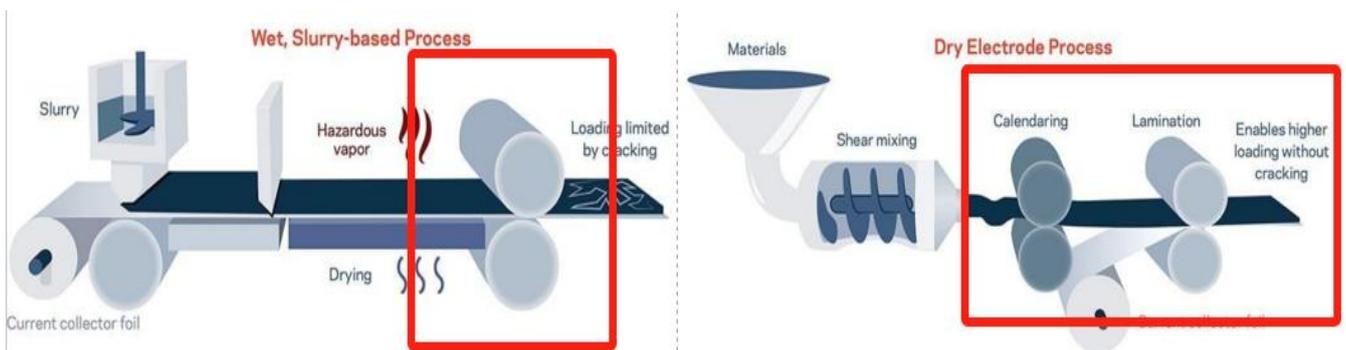
### 相关研究

- 《先惠技术(688155): 收购宁德东恒, 自动化产线+模组结构件双轮驱动【勘误版】》  
2022-05-25
- 《先惠技术(688155): 收购宁德东恒, 自动化产线+模组结构件双轮驱动》  
2022-05-25

## 1. 辊压设备是固态电池前道工艺核心设备，公司联合清陶能源切入固态电池前道设备

与传统液态电池相比，全固态电池工艺变化主要集中在前道和中道环节；前道辊压机用量和性能要求均有所提升。前道电解质&电极片制造中，无论是湿法还是干法工艺，均离不开辊压机的应用。辊压工艺的质量直接决定了电极的压实密度 ( $\text{g}/\text{cm}^3$ ) 和孔隙结构，进而影响电池的能量密度、功率特性和循环寿命。(1) **干法工艺**：粘结剂纤维化法有望成为干法工艺的主流方案。在该工艺中，辊压机可应用于电极成膜和热复合环节，设备用量明显提升，且对工作压力、精度、均匀性提出了更高要求。(2) **湿法工艺**：将活性物质、导电剂、粘结剂分散在液态溶剂中形成浆料，然后将浆料涂布在集流体上，再经过干燥、辊压、蒸发等工序制成电极极片。其中，辊压工艺的质量直接决定了电极和电解质的性能。

图1：固态电池极片/电解质的湿法&干法工艺均需采用辊压设备，对辊压设备需求量&性能要求更高



数据来源：Advanced Materials，东吴证券研究所

2024年7月，先惠技术与专注于氧化物路线的清陶能源签署合作研发协议，围绕全固态电池核心关键装备开展联合开发与产业化布局，凭借此次与核心客户绑定，先惠有望抢占固态电池产业化的关键窗口期。

公司首台中试辊压设备已于2025年6月17日交付清陶，进入精细调试阶段。公司该款辊压设备目前主要用于氧化物路线的全固态&半固态电池产线，未来公司规划将该设备拓展至其他电解质路线，如硫化物或卤化物等。

图2：公司与清陶能源签署技术战略合作协议，与固态电池核心玩家深度绑定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 模组/PACK 与 EDS 产线海外拓展顺利，为公司盈利能力提升奠定基础

公司新能源汽车智能制造装备聚焦模组/PACK 及 EDS 产线，具备自动化率高、生产节拍快等优势，是率先切入该领域的国产厂商之一。（1）技术方面，公司具备模组堆叠、激光焊接、视觉检测、EOL 测试等关键工艺的系统集成能力，EDS 产线亦已打通电机、控制器、变速箱装配全流程，形成多环节技术协同。（2）客户层面，公司为宁德时代、孚能科技、大众、华晨宝马等国内外主流客户提供配套，2024 年突破北美龙头客户及多个海外头部客户，海外订单加速放量。当前主力市场逐步由国内转向欧洲和北美，受益于海外电车放量与海外本地化建厂潮，公司作为少数可批量交付成套 PACK 产线的国内厂商，在国际市场具备显著竞争力。

公司海外优质订单充裕，为高质量经营筑牢根基。截至 2024 年末，公司智能装备业务订单规模达 30.3 亿元，其中 68% 源自海外；高毛利海外订单有力保障公司高质量发展。截至 2025 年一季度末，公司合同负债为 8.8 亿元，同比+36.7%，为公司业绩增长奠定坚实基础。

图3: 截至 2024 年末, 公司海外在手订单 20.6 亿元, 占比 68%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

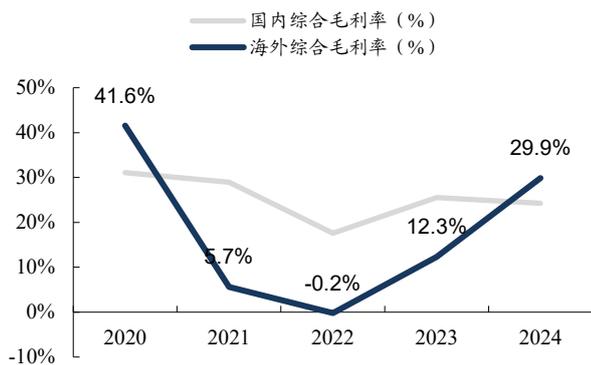
图4: 截至 2025Q1 末, 公司合同负债 8.8 亿元, 同比 +37%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司海外业务毛利率持续修复, 高毛利海外订单拉动公司盈利能力提升。疫情后, 公司海外综合毛利率持续修复, 2024 年海外综合毛利率达 29.9%, 同比+17.6pct, 高于国内综合毛利率 6pct。2021 - 2023 年公司海外综合毛利率低于国内毛利率, 主要系海外项目受疫情冲击且公司初期海外项目经验不足, 导致成本增加; 随着疫情结束以及公司海外业务经验积累, 毛利率现已修复。2024 年公司自动化设备毛利率达 29.2%, 同比 +3.8pct, 主要系高毛利率海外订单陆续贡献收入, 后续有望持续改善公司盈利能力。

图5: 公司海外毛利率持续修复, 2024 年海外综合毛利率达 29.9%, 显著高于国内业务



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 得益于海外业务放量, 公司自动化设备毛利率持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 结构件业务延伸锂电产业链, 业绩持续突破收购对赌

2022 年先惠收购福建东恒 51% 股权, 切入锂电模组精密结构件领域, 形成“自动化

产线+结构件”双轮驱动格局。福建东恒为宁德时代系客户提供模组侧板、端板等核心结构件，已建立长期战略合作关系。产品广泛用于电池模组外壳，需同时满足导电性、阻燃性和结构强度等多重性能标准，具备技术壁垒。当前采用定制化直销模式，多为以销定产、以产定购，生产中部分CNC加工环节外协以提效控本。自动化产线与结构件业务在客户与订单层面具协同，结构件周转更快、回款更及时，有助于平滑装备业务回款波动、增强盈利稳定性。未来公司拟通过客户协同与工艺整合持续提升结构件业务效率与利润率。

福建东恒超额完成业绩承诺，未来将持续增厚公司业绩。自2022年先惠技术收购福建东恒51%股权以来，福建东恒持续超额兑现业绩承诺。2022-2024三年东恒合计承诺净利润4.8亿元，实际达成5.32亿元，达成比例达110.9%；其中2022年1.5亿元承诺净利润，东恒实际达成1.56亿元，2023年1.6亿元承诺净利润，东恒实际达成1.77亿元，2024年1.7亿元承诺净利润，东恒实际达成1.99亿元。公司持有福建东恒51%股权，2024年1.99亿元净利润中，东恒贡献1.0亿元上市公司业绩。

图7：福建东恒2022-2024三年承诺业绩4.8亿元，实际达成5.32亿元

年度	承诺净利润 (亿元)	实际净利润 (亿元)	实现比例 (实际净利润/承诺净利润, %)
2022	1.5	1.56	104.2%
2023	1.6	1.77	110.5%
2024	1.7	1.99	117.2%
合计	4.8	5.32	110.9%

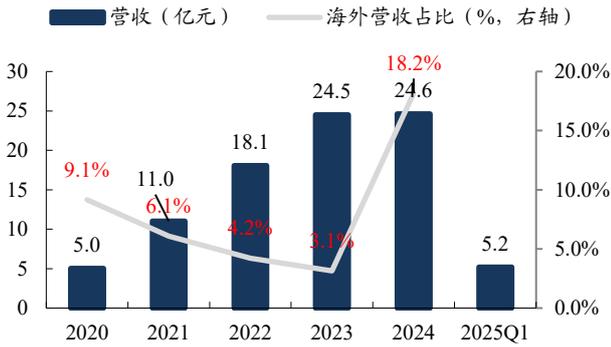
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 海外业务放量驱动利润高增，2024年盈利能力大幅修复，2025Q1延续稳健增长态势

2024年公司实现营业收入24.64亿元，同比增长0.6%；其中海外营收4.5亿元，同比高增482%，占比18.2%，占比较2020年的9.1%显著提升。期间归母净利润为2.23亿元，同比大幅增长458.2%，实现业绩强劲反弹。毛利率为25.3%，同比提升0.1个百分点；其中海外毛利率为29.9%，显著高于国内综合毛利率约5.7pct。期间销售净利率显著提升至12.7%，同比上升7.6个百分点，盈利能力修复显著，反映出公司在成本控制、产品结构优化及高毛利海外项目交付方面成效初现。

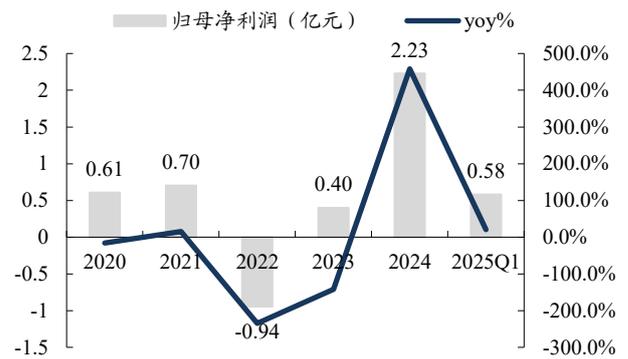
2025 年第一季度, 公司实现营业收入 5.21 亿元, 同比增长 6.5%; 归母净利润为 0.58 亿元, 同比增长 20.5%。毛利率进一步升至 27.5%, 同比提升 1.1 个百分点; 销售净利率达到 17.9%, 同比提升 0.7 个百分点。整体来看, 公司在出海订单持续落地、业务结构优化驱动下, 收入与盈利双双维持向好趋势。

图8: 公司 2024 年营收 24.6 亿元, 海外营收占比从 2020 年的 9.1% 显著提升至 2024 年的 18.2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 公司 2025Q1 实现归母净利润 0.58 亿元, 2023 年以来盈利情况持续改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

考虑到锂电行业回暖&固态电池产业化加速, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0/3.7/4.5 亿元, 2025-2027 年对应 PE 分别为 22/18/15 倍。基于公司固态电池业务成长性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 6. 风险提示

锂电业务复苏不及预期, 下游扩产不及预期, 新业务进展不及预期。

## 先惠技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,450</b>	<b>4,032</b>	<b>4,850</b>	<b>6,168</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,464</b>	<b>3,042</b>	<b>3,669</b>	<b>4,338</b>
货币资金及交易性金融资产	786	1,192	1,416	2,318	营业成本(含金融类)	1,842	2,210	2,666	3,153
经营性应收款项	1,245	694	837	990	税金及附加	16	12	15	17
存货	974	908	1,096	1,296	销售费用	13	15	18	13
合同资产	297	1,065	1,321	1,374	管理费用	157	152	202	217
其他流动资产	148	173	181	190	研发费用	126	167	202	217
<b>非流动资产</b>	<b>1,742</b>	<b>1,812</b>	<b>1,820</b>	<b>1,830</b>	财务费用	25	6	8	8
长期股权投资	0	1	3	3	加:其他收益	45	46	55	65
固定资产及使用权资产	863	803	732	654	投资净收益	3	122	44	95
在建工程	16	13	12	11	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	133	160	186	213	减值损失	16	0	0	0
商誉	630	735	787	848	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	<b>营业利润</b>	<b>349</b>	<b>646</b>	<b>658</b>	<b>873</b>
其他非流动资产	94	94	94	94	营业外净收支	(3)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5,192</b>	<b>5,844</b>	<b>6,671</b>	<b>7,998</b>	<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>646</b>	<b>658</b>	<b>873</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,423</b>	<b>2,486</b>	<b>2,715</b>	<b>3,248</b>	减:所得税	32	58	59	79
短期借款及一年内到期的非流动负债	611	200	66	89	<b>净利润</b>	<b>314</b>	<b>588</b>	<b>598</b>	<b>794</b>
经营性应付款项	903	1,086	1,277	1,530	减:少数股东损益	91	286	232	348
合同负债	763	916	1,105	1,307	<b>归属母公司净利润</b>	<b>223</b>	<b>302</b>	<b>366</b>	<b>447</b>
其他流动负债	145	284	266	322	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.78	2.41	2.93	3.57
非流动负债	401	401	401	401	EBIT	330	485	567	721
长期借款	287	287	287	287	EBITDA	391	591	676	832
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.25	27.34	27.34	27.31
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	9.05	9.92	9.98	10.30
其他非流动负债	100	100	100	100	收入增长率(%)	0.64	23.46	20.62	18.22
<b>负债合计</b>	<b>2,824</b>	<b>2,888</b>	<b>3,116</b>	<b>3,650</b>	归母净利润增长率(%)	458.19	35.27	21.32	22.04
归属母公司股东权益	1,958	2,259	2,625	3,072					
少数股东权益	410	697	929	1,277					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,368</b>	<b>2,956</b>	<b>3,554</b>	<b>4,348</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,192</b>	<b>5,844</b>	<b>6,671</b>	<b>7,998</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	988	872	430	906	每股净资产(元)	15.65	18.07	20.99	24.57
投资活动现金流	(307)	(54)	(73)	(26)	最新发行在外股份(百万股)	125	125	125	125
筹资活动现金流	(204)	(411)	(133)	23	ROIC(%)	9.29	13.10	13.98	15.14
现金净增加额	471	407	223	903	ROE-摊薄(%)	11.39	13.35	13.94	14.54
折旧和摊销	61	106	109	112	资产负债率(%)	54.39	49.42	46.72	45.63
资本开支	(203)	(175)	(115)	(121)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.15	22.29	18.37	15.05
营运资本变动	589	300	(233)	95	P/B(现价)	3.43	2.98	2.56	2.19

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>