

先惠技术（688155）

出海硕果有望加速兑现，携手上汽清陶驰骋固态蓝海

先惠技术：锂电后段国家级小巨人，装备+结构件双轮驱动，出海&固态硕果累累

先惠技术主营业务为燃油车&新能源汽车智能制造装备，2021 年获评国家级专精特新小巨人，2022 年收购福建东恒切入锂电池结构件业务，形成“智能制造装备+新能源电池结构件”双轮驱动的产品布局。2024 年以来，公司进入全球化+固态电池全面发展新阶段。

国内锂电装备：锂电扩产周期设备景气度向上，公司国内业务有望形成拐点

锂电池出货量持续高速增长，再次进入锂电扩产周期。据高工产研，2030 年全球动力+储能电池有望达 5154GWh。国内外头部锂电池厂进入扩产周期，资本开支大幅提升；锂电设备行业有望筑底回升，我们测算 25E/26E 全球锂电设备规模有望达到 497/810 亿元，同比+12%/+63%。

模组/PACK 领军者，国内业务有望迎来拐点高速增长。先惠技术是国内较早进入新能源汽车智能制造装备领域的企业，动力电池模组&PACK 生产线面向宁德时代、大众、宝马等头部客户。先惠技术国内锂电装备收入 24H1/24H2/25H1 同比-79%/+61%/+65%，有望形成拐点。

锂电装备出海：依托优质海外客户资源，出海有望成为业绩基石

中国锂电出海为行业趋势。从财务数据看，我们选取 8 家国内锂电设备行业公司，其合计境外收入 20-24 年 CAGR 为 34%，高于总收入的 24%，且 24 年实现正增长，境外收入占比由 20 年 12%V 型上升至 24 年的 16%。从头部企业出海进展来看，海外市场仍有广阔空间。

先惠技术出海取得累累硕果。公司 18-19 年先后在欧美设立子公司，24 年海外收入较上年增长 482%；2024 年末公司智能装备在手订单约 30 亿元，68%来自于海外项目；据公司公告的披露，2025 年 9 月公司再开拓西班牙市场、斩获全球龙头匈牙利锂电池产线订单。

固态电池设备：携手清陶推动固态电池设备研发，由后段进军整线环节

先惠与清陶携手推动固态电池设备研发，先后签订合作研发协议、全面合作协议，并合作组建“固态电池先进工艺装备联合实验室”，覆盖固态电池先进生产设备研发与核心工艺优化全环节，推动全固态电池装车，加速工艺装备定型及规模化放大。公司 6 月交付核心关键设备干法辊压设备，成功落地中试应用。先惠×清陶×上汽有望以庞大规模体量推进全固态电池的产业化进程，培育出新的产业链上游，特别是关键材料和核心装备的供应商。

电池精密结构件：深度合作宁德时代，产能释放有望提升经营效率

子公司福建东恒主营动力电池精密结构件业务，多次获得“CATL 优秀供应商”称号。公司模组侧板占宁德时代份额超 50%、端板份额约 25%。公司投入 7 亿元用于电池精密结构件项目新制造基地建设，25 年 1 月达到预定可使用状态。同时，福建东恒有望继续提高业务整合能力，并实现产品条线的拓展，经营效率有望进一步得到提升。

盈利预测与估值：先惠技术国内锂电装备或已经实现拐点+高端装备出海在手订单高增有望释放+与清陶合作推进固态整线设备研发+结构件产能持续释放提升经营效率，根据我们的测算，预计先惠技术 25/26/27 年分别实现营业收入 31/42/51 亿元，归母净利润 3.2/5.1/6.8 亿元，给予 26 年 30 倍 PE，对应市值 154 亿元，目标价 122 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：固态电池进展不及预期、新产品研发不及预期、技术路线存在不确定性、股价波动风险、文中测算可能存在主观性仅供参考

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,448.38	2,463.96	3,078.25	4,197.78	5,084.33
增长率(%)	35.63	0.64	24.93	36.37	21.12
EBITDA(百万元)	465.96	469.97	522.40	741.07	904.53
归属母公司净利润(百万元)	39.95	223.02	324.29	513.63	680.38
增长率(%)	(142.31)	458.19	45.41	58.38	32.47
EPS(元/股)	0.52	1.78	2.58	4.09	5.42
市盈率(P/E)	118.96	34.76	23.99	15.14	11.43
市净率(P/B)	4.03	3.96	3.58	3.09	2.62
市销率(P/S)	1.94	3.15	2.53	1.85	1.53
EV/EBITDA	12.30	10.94	14.70	9.66	7.22

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 10 月 19 日

投资评级

行业	电力设备/电池
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	61.99 元
目标价格	122.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	125.48
流通 A 股股本(百万股)	125.48
A 股总市值(百万元)	7,778.46
流通 A 股市值(百万元)	7,778.46
每股净资产(元)	16.68
资产负债率(%)	56.82
一年内最高/最低(元)	81.80/33.50

作者

朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	
zhuye@tfzq.com	
孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《先惠技术-首次覆盖报告:动力电池系统集成领军企业，覆盖主机厂+电池厂》 2022-04-02

内容目录

1. 先惠技术：锂电后段国家级小巨人，装备+结构件双轮驱动	4
1.1. 先惠技术——锂电后段国家级小巨人，出海&固态硕果累累	4
1.2. 业务结构——高端智能装备出海顺利，结构件业务熨平周期波动	5
1.3. 财务数据——营收迎来拐点，合同负债持续新高	6
1.4. 股权与管理层——股东及管理层背景深厚，与上汽&大众关联密切	7
2. 锂电装备：锂电扩产周期+高端装备出海+固态创新周期	8
2.1. 扩产：短期储能+长期电动化渗透，电池厂重启扩产周期	8
2.2. 出海：依托优质海外客户资源，出海有望成为业绩基石	11
2.3. 固态：携手清陶推动固态电池设备研发，由后段进军整线环节	13
3. 结构件：产能释放+毛利率提升，有望熨平周期波动	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：先惠技术主要产品	5
图 2：先惠技术分产品收入（亿元）	5
图 3：先惠技术分产品毛利率	5
图 4：先惠技术分地区收入及增速（亿元、%）	6
图 5：先惠技术分地区毛利率	6
图 6：先惠技术营业收入与增速（亿元、%）	6
图 7：先惠技术归母净利润与增速（亿元、%）	6
图 8：先惠技术毛利率与净利率	6
图 9：先惠技术期间费用率	6
图 10：先惠技术合同负债（亿元、%）	7
图 11：先惠技术减值情况（亿元）	7
图 12：先惠技术固定资产与折旧情况（亿元、%）	7
图 13：先惠技术现金流情况（亿元）	7
图 14：国内外锂电上市头部企业资本开支（亿元人民币、%）	9
图 15：先惠技术国内锂电装备收入测算及增速（亿元、%）	10
图 16：锂电池主要生产流程	11
图 17：不同市场锂电设备份额对比	12
图 18：先惠技术海外地区收入及增速（亿元、%）	13
图 19：先惠技术分地区毛利率	13
图 20：上汽&清陶固态电池发展路线规划	14
图 21：上汽&清陶全固态电池量产规划	14
图 22：国内锂电设备公司在固态电池设备布局汇总	15

图 23：2021 年宁德东恒收入客户结构	15
图 24：福建东恒部分动力电池结构件产品	16
表 1：先惠技术主要发展历程	4
表 2：先惠技术前十大股东情况（截至 2025 半年报）	8
表 3：先惠技术管理层情况	8
表 4：2020-2030E 全球动力+储能电池出货量预测	9
表 5：2020-2030E 全球锂电生产设备行业规模测算	10
表 6：锂电设备企业海外收入情况	12
表 7：收购草案 2022-2026 年宁德东恒盈利预测与实际达成情况	16
表 8：福建东恒 2022-2025H1 实际经营数据（亿元、%）	17
表 9：先惠技术 2025-2027 盈利预测（亿元）	18
表 10：先惠技术可比公司及估值情况	19

1. 先惠技术：锂电后段国家级小巨人，装备+结构件双轮驱动

1.1. 先惠技术——锂电后段国家级小巨人，出海&固态硕果累累

上海先惠自动化技术股份有限公司主营业务为各类智能制造装备的研发、生产和销售，重点围绕新能源汽车、传统制造等行业智能化、数字化、绿色化升级改造需求，专注智能生产线的设计和制造，自动化控制系统的设计和集成，生产信息采集系统的研发和测试等，为客户提供智能自动化成套设备及解决方案。2021年，公司获评国家级专精特新小巨人企业。2022年，通过收购福建东恒51%的股权后，切入锂电池模组结构件业务，形成“智能制造装备+新能源电池结构件”双轮驱动的产品布局。

智能制造装备业务，覆盖新能源汽车及燃油汽车智能制造领域。在新能源汽车领域，公司是国内较早进入新能源汽车智能制造装备领域的企业，在动力电池模组/电池包（PACK）、电动汽车动力总成（EDS）、动力电池测试和检测系统等新能源汽车关键部件制造及测试领域具有丰富的经验，动力电池模组&PACK生产线的客户既面向锂电龙头企业如宁德时代系、孚能科技，又面向高端汽车企业如大众（包括德国大众、上汽大众、一汽大众）、华晨宝马等。此外，公司高度关注新能源汽车技术发展前沿，已成功开发并销售了燃料电池电堆/系统生产线；在燃油汽车领域，公司是国内变速器、底盘系统智能制造装备领先供应商，客户涵盖上汽集团系、采埃孚系等知名汽车及零部件生产企业，公司产品生产的变速器及底盘系统，广泛应用于大众、奔驰、宝马等知名品牌的主流车型。

新能源动力电池精密结构件业务，系子公司福建东恒主营业务，福建东恒深耕动力锂电池精密结构件领域，经过多年的积累和布局，已经掌握了动力锂电池精密结构件的核心技术和工艺。福建东恒与宁德时代系客户深度合作，建立了长期稳定的战略合作关系，为其提供模组侧板、模组端板、模组压接组件等动力锂电池精密结构件，具有较强的市场竞争力。

表 1：先惠技术主要发展历程

发展阶段	时间	主要事件
燃油汽车单机装备时期	2007-2010	2010年前，公司主要生产燃油汽车单机装备。通过良好的产品质量和客户服务，建立了良好的品牌形象与业内口碑，积累了蒂森克虏伯、采埃孚等优质客户资源。
燃油汽车智能装备时期	2010-2013	经过前期技术探索与客户积累，公司逐步进入燃油汽车智能装备领域，为客户提供汽车底盘系统生产线、变速器生产线等成套自动化产品。
新能源汽车智能装备时期	2013-2022	切入新能源汽车智能装备领域，为宁德时代、合肥国轩等知名新能源汽车动力电池企业提供智能生产线，成为国内较早进入新能源汽车智能装备领域的智能装备供应商。公司通过自身技术积累，逐步丰富新能源汽车智能装备领域的产品线，在动力电池模组/电池包（PACK）生产线基础上，2016年起自主研发了动力电池测试和检测系统；2017年成功研发了燃料电池电堆/系统生产线。 2021年，公司获评国家级专精特新小巨人企业。
装备+结构件双轮驱动时期	2022-2024	公司2022年收购福建东恒51%的股权后，切入锂电池模组结构件业务，形成“智能制造装备+新能源电池零部件”双轮驱动的产品布局。
全球化+固态电池发展新时期	2024年及以后	高端装备出海 ：2018年成立德国先惠，负责欧洲市场开拓与维护；2019年设立美国先惠，开拓北美地区市场； 2024年末，公司智能装备在手订单约30亿元，新增在手订单中68%来自于海外项目 ；据公司公众号的披露，2025年9月公司再开拓西班牙市场、斩获全球龙头匈牙利电池产线订单。 固态电池与清陶全面合作 ： 2024年公司与清陶能源签订合作研发协议 ，将围绕全固态电池核心关键设备的研发和产业化进行合作；据公司公众号的披露，2025年6月公司顺利完成全固态核心关键设备交付、8月拟再度深化合作并签署《全面合作协议》、9月签约搭建固态电池先进工艺装备联合实验室。

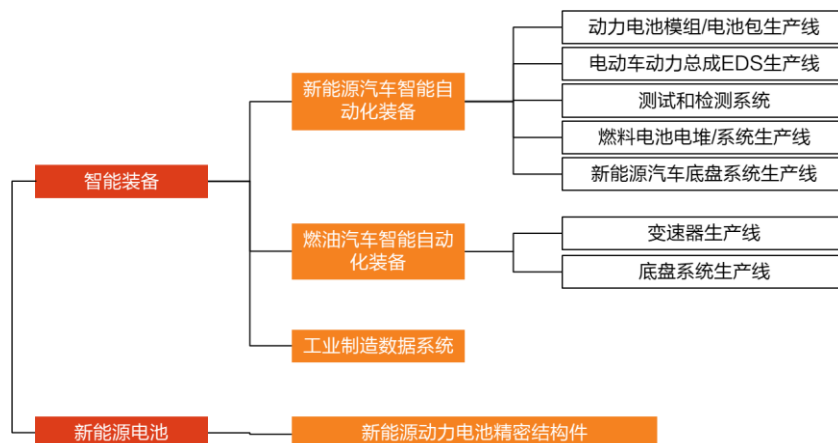
资料来源：公司公告，SK先惠公众号，天风证券研究所

2024年以来，公司进入全球化+固态电池全面发展新阶段。高端装备出海方面，2018年成立德国先惠，负责欧洲市场开拓与维护；2019年设立美国先惠，开拓北美地区市场；2024年末，公司智能装备在手订单约30亿元，在手订单中68%来自于海外项目；据公司公众号的披露，2025年9月公司再开拓西班牙市场、斩获全球龙头匈牙利电池产线订单。**固态电池新技术方面**，2024年公司与清陶能源签订合作研发协议，将围绕全固态电池核心关键设备的研发和产业化进行合作；据公司公众号的披露，2025年6月公司顺利完成全固态核心关键设备交付、8月拟定再度深化合作并签署《全面合作协议》、9月签约搭建固态电池先进工艺装备联合实验室。

1.2. 业务结构——高端智能装备出海顺利，结构件业务熨平周期波动

智能装备+电池结构件双轮驱动。先惠技术主要产品可分为智能装备和电池结构件两大板块。智能装备领域，主要包括新能源汽车智能自动化装备、燃油汽车智能自动化装备、工业制造数据系统；其中新能源汽车自动化装备主要包括动力电池模组/电池包生产线、电动车动力总成EDS生产线、测试和检测系统、燃料电池电堆/系统生产线、新能源汽车底盘系统生产线。电池精密结构件领域，主要提供模组侧板、模组端板、模组压接组件等结构件产品。

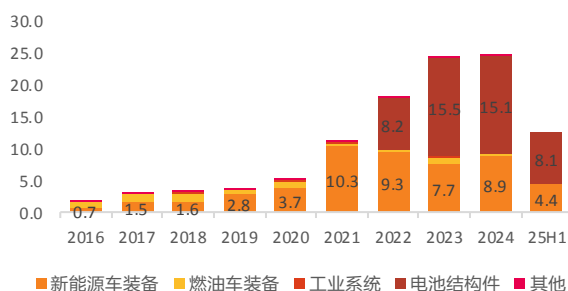
图 1：先惠技术主要产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

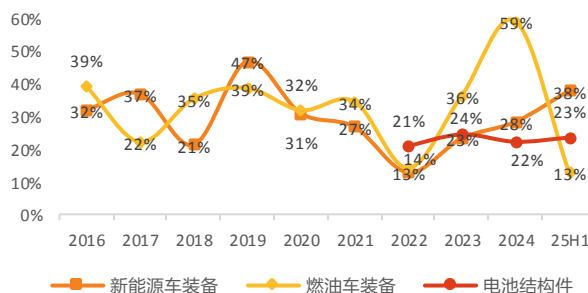
分产品来看，先惠技术收入主要由新能源汽车自动化装备与锂电池精密结构件两大板块构成。2021 年新能源汽车自动化装备大幅增至 10 亿元，之后稳定在 7-9 亿元左右，2024 年收入 8.9 亿元，同比+16%；25H1 收入 4.4 亿元，同比-7%。电池结构件 23/24 年收入达 15 亿元以上，25H1 收入 8.1 亿元，同比+19%。新能源车装备毛利率 2020-2022 年由 30%以上下降至 13%，随公司出海及市场回暖逐步增至 24FY28%，25H1 进一步上升至 38%；锂电池结构件毛利率 23 至 24 年由 24%下滑至 22%，25 年上半年修复至 23%。

图 2：先惠技术分产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：先惠技术分产品毛利率

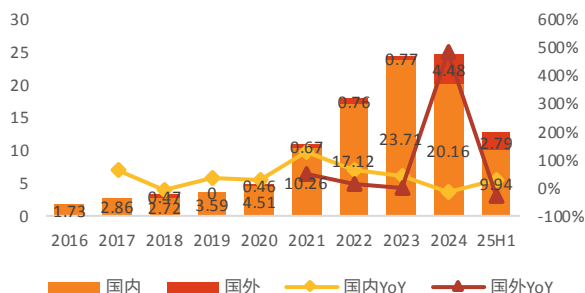


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分地区来看，高端装备出海取得初步成效。公司 18-19 年先后在欧美设立子公司，负责当地市场业务的拓展。2024 年前海外地区收入均在 1 亿元以下，而 2024 年公司国外收入达 4.48 亿元，较上年提升近 5 倍，占比达 18%，同比提升 15pct。25H1 公司海外收入 2.79 亿元，同比有所下降，但占总收入占比达 22%，较 24 全年提升 4pct。海外地区收入提升有望带动公司整体盈利能力的提升，公司 2023 年以来国内收入毛利率稳定在 25%左右，而海外地区业务 2024 年毛利率达到 30%，25H1 进一步上升至 42%。

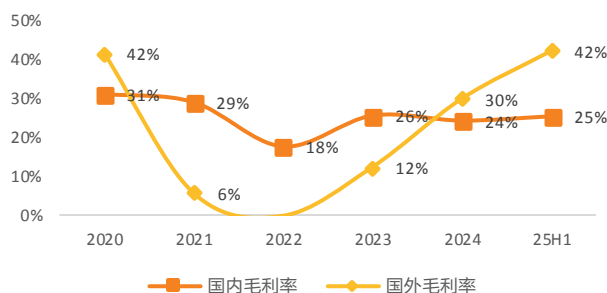
2024 年末，公司智能装备在手订单约 30 亿元，在手订单中 68%来自于海外项目；据公司公众号的披露，2025 年 9 月公司再开拓西班牙市场、斩获全球龙头匈牙利电池产线订单。

图 4：先惠技术分地区收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：先惠技术分地区毛利率

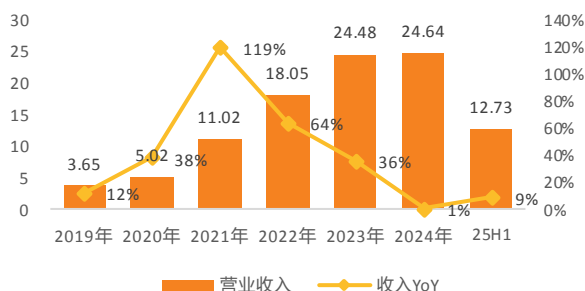


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务数据——营收迎来拐点，合同负债持续新高

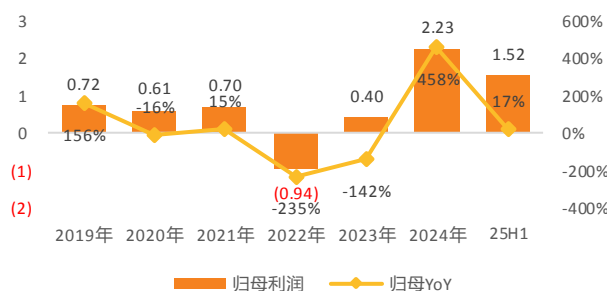
收入迎来拐点，看好净利润迎来拐点。公司高端装备与结构件业务双轮驱动，带动 20-24 年收入持续增长，但增速 21 年后持续下降，2024 年收入 24.64 亿元，与上年基本持平；25H1 收入迎来拐点，同比+9%。归母净利润方面，公司 22 年出现较大亏损，但 23 年实现扭亏；24 年公司利润高增，实现 2.23 亿元净利润，创历史新高，较上年大幅增长 458%；25H1 公司实现归母净利润 1.52 亿元，同比实现 17% 增长。

图 6：先惠技术营业收入与增速（亿元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

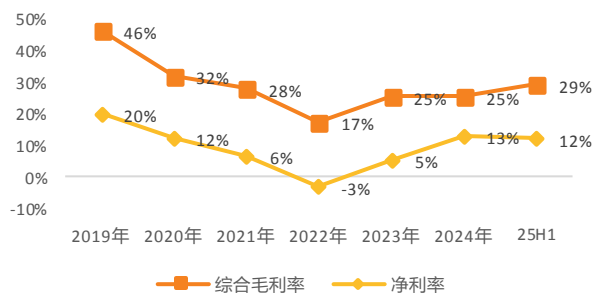
图 7：先惠技术归母净利润与增速（亿元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

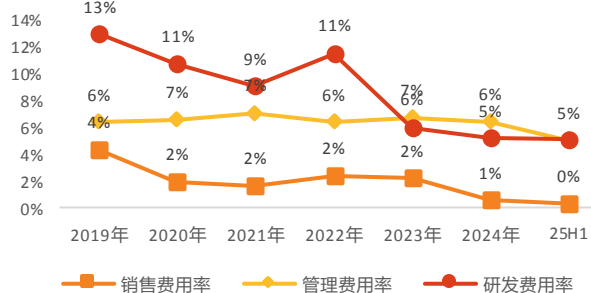
盈利能力持续恢复。先惠技术毛利率由 2019 年 46% 持续下降至 2022 年 17%，之后取得一定恢复并稳定在 25% 左右，25H1 毛利率为 29%。归母净利率由 2019 年 20% 下降至 2022 年 -3%，2022-24 年持续修复至 13%，25H1 持平。期间费用率中，研发费用率由 2019 年 13% 整体持续下降至 24FY/25H1 的 5%，管理费用率整体持平，销售费用率处于较低水平。后续随公司海外订单持续确认收入，我们认为毛利率有望进一步上行。

图 8：先惠技术毛利率与净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

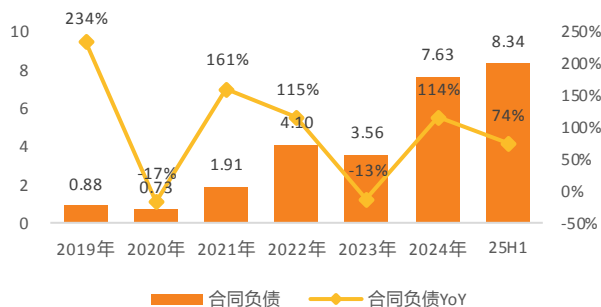
图 9：先惠技术期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

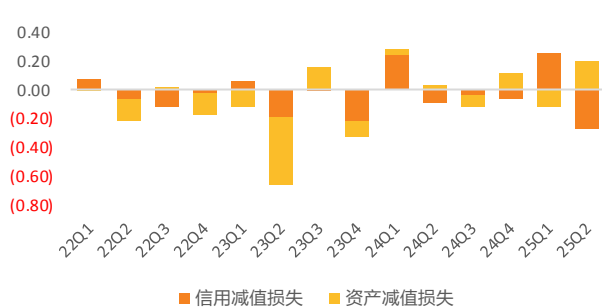
合同负债创历史新高，减值风险已部分释放。公司合同负债呈现出一定周期性，20-22 年随锂电行业快速发展，公司合同负债快速提升，23 年出现下降。随公司海外市场持续拓展+国内锂电景气度上行，公司 24 年合同负债较上年提升一倍以上，达到 7.63 亿元；截至 25H1，公司合同负债 8.34 亿元，同比增长 74%，较上年末持续增长，续创历史新高。公司 2023 年进行了较大额的减值计提，资产减值+信用减值达 0.88 亿元，24FY/25H1 都实现了减值冲回，2024 年冲回 0.16 亿元，25H1 冲回 0.05 亿元，减值风险已经较大程度释放。

图 10：先惠技术合同负债（亿元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

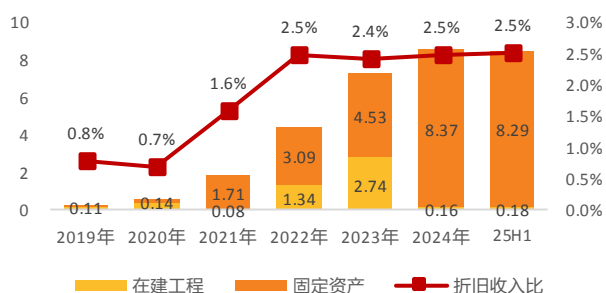
图 11：先惠技术减值情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

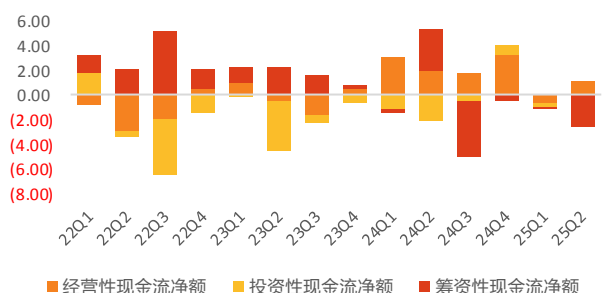
扩产初步完成、静待需求释放，股东权益有望增强。公司在建工程+固定资产自 2019 年以来由不足 1 亿元快速增长至 2023 年 7.3 亿元；公司折旧/收入由 1%增至 2.5%，并已较为稳定。公司固定资产投入与合同负债增长整体上较为同步，我们认为目前已经初步完成产能扩充，后续有望随生产规模进一步释放毛利率。现金流方面，公司此前主要以外部融资、产能投资为主，且由于锂电行业下行导致经营性现金流表现较差。24 年以来，公司经营现金流有所恢复，25 年首次进行中期分红。股东权益来看，公司 2021/22 年末进行分红，23 年由于当期净利润较少，现金分红总额较少；24 年公司分红 7503 万元，股利支付率达 34%；25H1 首次进行中期分红，分红总额 3764 万元，股利支付率 25%。我们认为，公司在当前锂电景气上行+高端装备出海+结构件熨平周期波动的情况下，净利润有望保持稳定增长，叠加公司对股东回报的重视，股东权益有望进一步得到保障。

图 12：先惠技术固定资产与折旧情况（亿元、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：先惠技术现金流情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 股权与管理层——股东及管理层背景深厚，与上汽&大众关联密切

先惠技术目前董事长、首席技术官为潘延庆先生，截至 2025 年半年报，持有公司 11%的股份；王颖琳女士为公司董事、总经理，持有公司 22%的股份。潘延庆与王颖琳为一致行动人，分别持有晶流投资 50%股权，王颖琳为晶微投资实控人，二者为公司控股股东及实际控制人。此外，潘延庆先生与奚挹清女士为一致行动人。包括一致行动自然人、晶流、晶微在内，潘延庆先生合计持有公司约 47%的股权。

表 2：先惠技术前十大股东情况（截至 2025 半年报）

股东名	期末持有股数	比例
王颖琳	27,123,764	22%
潘延庆	13,561,883	11%
奚挹清	13,561,881	11%
深圳君盛峰石股权投资基金合伙企业（有限合伙）	7,660,233	6%
陆威	3,240,637	3%
上海晶流投资咨询有限公司	2800000	2%
上海晶微投资合伙企业（有限合伙）	2,240,000	2%
上海精绘投资咨询有限公司	2,107,000	2%
张安军	2,039,674	2%
翁伟芳	1,218,134	1%
合计	75,553,206	60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司与上汽集团关联紧密。人事方面，董事长潘延庆先生曾任职于上海大众汽车。股权方面，根据公司招股书的披露，扬州尚硕在上市前为先惠技术的股东，尚硕投资为上汽集团的投资平台。业务合作方面，上汽集团、上汽大众为公司大客户，根据招股书的披露，2019 年公司收入中来自上汽大众系/上汽集团系/华晨宝马的比例分别为 66%/12%/11%。先惠技术与上汽集团人事、股权、业务方面均有关联，我们认为后续二者合作仍会较为紧密。

表 3：先惠技术管理层情况

姓名	职务	学历	出生年份	简介
潘延庆	董事长、董事、首席技术官、核心技术人员	硕士	1970	曾任上海大众汽车规划工程师、德国美最时洋行上海工程部项目经理、博世力士乐上海拧紧技术事业部经理、上海宝宜威机电总经理执行董事、董事长（至今）。2016 年 1 月开始担任公司董事长，2019 年 4 月至今担任首席技术官
陈益坚	董事、财务负责人、常务副总经理	本科	1972	曾任国家旅游局财务外汇管理司直属企事业单位、规划发展与财务司行业监管处、财务处副主任科员、主任科员，北京中瑞达总经理，道勤永信执行董事、经理，2016 年加入公司任监事会主席，现任公司财务负责人、董事、常务副总经理
王颖琳	董事、总经理	本科	1973	曾任上海伦福德汽车配件总经理助理、上海先汇装配机械总经理，2007 年至今担任公司总经理，曾任公司法定代表人、执行董事，2016 年 1 月至今任公司董事

资料来源：公司公告，天风证券研究所

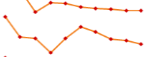
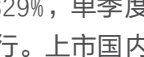
2. 锂电装备：锂电扩产周期+高端装备出海+固态创新周期

2.1. 扩产：短期储能+长期电动化渗透，电池厂重启扩产周期

锂电池出货量持续高速增长，长期增长依旧具备充足空间。根据高工产研行业报告，全球动力电池出货量由 2020 年的 182GWh 增至 2024 年 969GWh，至 2025 年有望增至 1285GWh，2020-25CAGR 达 48%；全球储能电池出货量由 2020 年的 27GWh 增至 2024 年的 301GWh，至 2025 年有望增至 481GWh，2020-25CAGR 达 78%。全球动力+储能电池出货量有望由 2020 年的 209GWh 增至 2025 年的 1766GWh，年复合增速达 53%。

据高工产研行业报告，2030 年全球动力+储能电池有望达到 5154GWh，约为 2025 年的 3 倍，2025-30CAGR 有望达到 24%，其中动力电池有望达到 3754GWh、储能电池有望达到 1400GWh。25E-30E 全球动力电池出货量有望累计增长 3388GWh，动力电池仍为增长的主要来源，贡献占比略增至 73%，但全球储能电池出货量有望增长 919GWh，绝对值大幅高于 20-25E 累计增长；分地区来看，中国动力电池出货量累计增长贡献由 45%下降至 36%，而欧洲、美国动力电池出货量累计增长贡献有望提升，将分别实现 11%→20%、9%→13%。

表 4：2020-2030E 全球动力+储能电池出货量预测

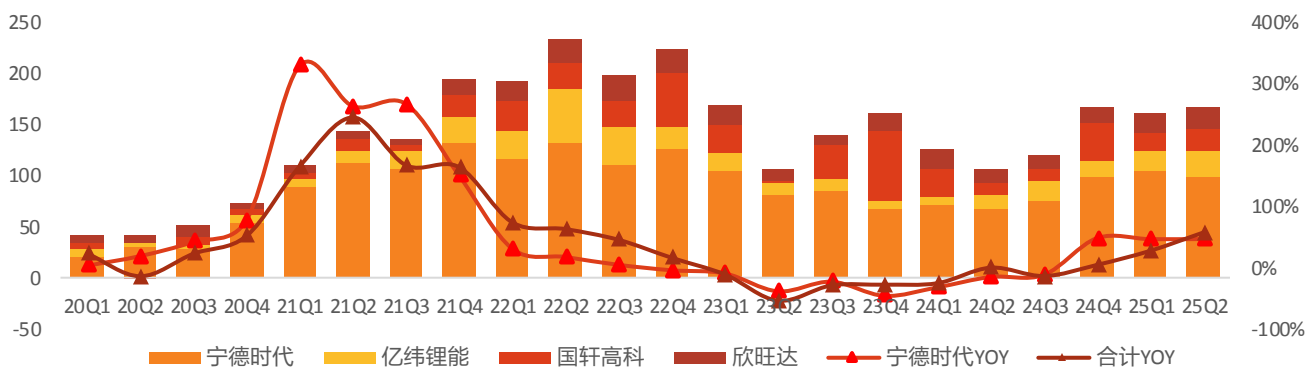
	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	增速迷你图
全球动力+储能锂电池出货量 GWh	209	419	757	966	1270	1766	2365	2980	3685	4370	5154	
YOY		100%	81%	28%	31%	39%	34%	26%	24%	19%	18%	
全球动力电池出货量 GWh	182	375	636	781	969	1285	1753	2232	2739	3260	3754	
YOY		106%	70%	23%	24%	33%	36%	27%	23%	19%	15%	
中国动力电池出货量	78	184	350	383	551	779	1001	1229	1489	1736	2014	
YOY		136%	90%	9%	44%	41%	28%	23%	21%	17%	16%	
欧洲动力电池出货量	69	121	158	200	190	243	373	526	657	807	918	
YOY		75%	31%	27%	-5%	28%	53%	41%	25%	23%	14%	
美国动力电池出货量	25	48	86	127	143	168	242	324	414	508	608	
YOY		92%	79%	48%	13%	17%	44%	34%	28%	23%	20%	
其他地区动力电池出货量	10	22	42	71	85	95	137	153	179	209	214	
YOY		120%	91%	69%	20%	12%	44%	12%	17%	17%	2%	
全球储能电池出货量 GWh	27	44	121	185	301	481	612	748	946	1110	1400	
YOY		63%	175%	53%	63%	60%	27%	22%	26%	17%	26%	
中国新增容量 GWh	12	22	55	89	154	224	290	364	458	500	660	
YOY		83%	150%	62%	73%	45%	5%	4%	26%	9%	32%	
%		2%	50%	45%	51%	47%	47%	49%	48%	45%	47%	
美国新增容量 GWh	4	6	19	36	50	80	82	99	126	138	160	
YOY		50%	217%	89%	39%	60%	15%	15%	15%	15%	15%	
%		15%	14%	16%	17%	17%	13%	13%	13%	12%	11%	
欧洲新增容量 GWh	9	15	40	50	78	115	136	170	222	312	400	
YOY		67%	167%	25%	56%	47%	30%	20%	10%	10%	10%	
%		33%	34%	33%	27%	24%	22%	23%	23%	28%	29%	
其他地区新增容量 GWh	2	1	7	10	19	62	104	115	140	160	180	
YOY		-50%	600%	43%	90%	200%	100%	50%	30%	20%	15%	
%		7%	2%	6%	5%	6%	13%	17%	15%	14%	13%	

资料来源：宁德时代公告，高工产业行业报告，天风证券研究所

锂电上轮扩产周期发生在 2021 年：21Q1 宁德时代资本开支 89 亿元/同比+329%，单季度资本开支分别于 21Q4、22Q2 达到顶峰 131 亿元，资本开支于 22Q4 开始下行。上市国内头部锂电厂（宁德+亿纬+国轩+欣旺达）资本开支增速于 20Q2 出现拐点，21Q2 达到顶峰，合计 144 亿元/+244%，23Q1 开始下行。

国内外头部锂电厂 24Q4 再次进入锂电扩产周期：国内头部锂电厂资本开支 24Q4 开始资本开支增速持续转正，24Q4 资本开支合计达到 167 亿元/同比+4%；25Q2 达 167 亿元，同比+57%，增速持续扩大。宁德时代 25Q1 资本开支再次突破百亿元，25Q2 同比+46%，连续三个季度增速近 50%。

图 14：国内外锂电上市头部企业资本开支（亿元人民币、%）



资料来源：wind，天风证券研究所

据高工产研数据（不完全统计），2025Q1 我国新能源电池产业链新增 72 个扩产项目，规划总投资额超 2500 亿元，达到 24 全年的 50%以上。锂电池是主要扩产环节，共有 28 个项目，规划产能 450GWh、投资额 1432.6 亿元分别占上一年全年的 64%、59%，投资额百亿级项目达到 7 个。投向方面，动力与储能电池各占一半，宁德时代、中创新航为主力。

锂电设备行业规模筑底回升，25/26 年有望再次进入高峰期、远期有望维持高位。根据宁德时代公告、高工产研行业报告等数据，我们测算 22/23/24 年全球锂电设备行业规模分别为 617/576/442 亿元，同比+48%/-7%/-23%，25E/26E 全球锂电设备行业规模有望达到 497/810 亿元，同比+12%/+63%，远期有望维持在每年 800-900 亿元级别，25-30 年复合

增速达 13%。我们的核心假设如下：

- 根据宁德时代港股招股书、高工产研行业报告预测，2025E-2030E 全球动力+储能电池出货量由 1766GWh 增至 5154GWh；
- 假设宁德时代 25E-30E 在全球动力及储能电池市场产量&产能市占率均为 40%、产能利用率为 85%（历史测算采用宁德时代历史产能利用率，由于全行业实际开工率可能大幅低于宁德时代产能利用率，该估算可能会低估历史实际产能），可推算宁德时代产量预计由 706GWh 增至 2062GWh、产能预计由 831GWh 增至 2425GWh，全球动力+储能锂电池产能预计由 2078GWh 增至 6064GWh；
- 根据宁德时代历史产能增量、资本开支及投资估算表，2020-24 年单位产能投资额由 8.3 亿元降低至 2.5 亿元，单位产能设备投资额占比约 60%，单位产能设备投资额由 5.0 亿元降低至 1.5 亿元，假设 2025 至 30 年每 GWh 设备投资额逐步降至 1 亿元/GWh

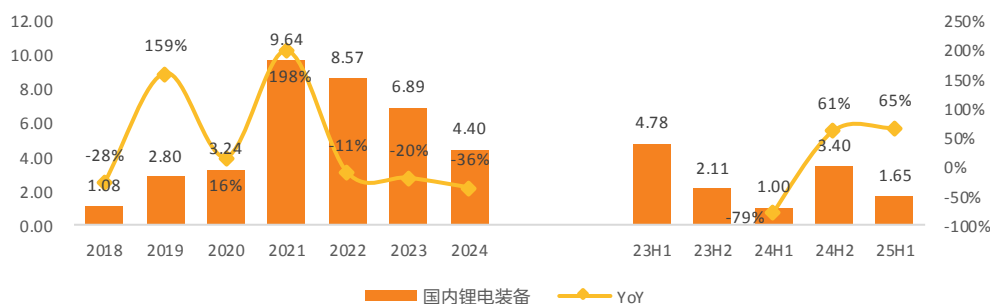
表 5：2020-2030E 全球锂电生产设备行业规模测算

项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代产能产量											
产能	69	170	390	552	676	831	1113	1402	1734	2056	2425
产量	52	162	325	389	516	706	946	1192	1474	1748	2062
产能利用率	75%	95%	83%	70%	76%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
期末在建产能	78	140	152	100	219						
全球动力+储能电池出货量对应产能需求											
全球动力+储能电池出货量	209	419	757	966	1270	1766	2365	2980	3685	4370	5154
YOY	%	100%	81%	28%	31%	39%	34%	26%	24%	19%	18%
宁德时代市占率	25%	39%	43%	40%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
全球动力+储能电池出货量对应产能	279	440	908	1371	1664	2078	2782	3506	4335	5141	6064
YOY	72%	58%	107%	51%	21%	25%	34%	26%	24%	19%	18%
全球动力+储能电池产能增量	117	161	469	462	293	414	705	724	829	806	922
YOY		38%	192%	-1%	-37%	41%	70%	3%	15%	-3%	14%
单位产能投资额											
宁德时代产能增量	16	101	220	162	124						
宁德时代资本开支	133	438	482	336	312						
单位产能投资额	8.3	4.3	2.2	2.1	2.5						
设备购置及安装费用占比	60%	60%	60%	60%	60%						
单位设备投资额	5.0	2.6	1.3	1.2	1.5	1.20	1.15	1.15	1.10	1.05	1.00
产能需求对应锂电设备行业规模											
	416	617	576	442	497	810	832	912	846	922	
YOY			48%	-7%	-23%	12%	63%	3%	10%	-7%	9%

资料来源：宁德时代公告，高工产研行业报告，高工产研公众号，天风证券研究所

注：①本表中的数据仅包含动力+储能电池，不包括消费电池；②锂电池产线单位产能投资额、设备投资额仅考虑传统液态电池，不考虑固态电池等技术升级在设备环节带来的增量；③未考虑设备订单、产能达成、设备投资的时间差异；④表中单位分别为 GWh、亿元/GWh、亿元。

图 15：先惠技术国内锂电装备收入测算及增速（亿元、%）



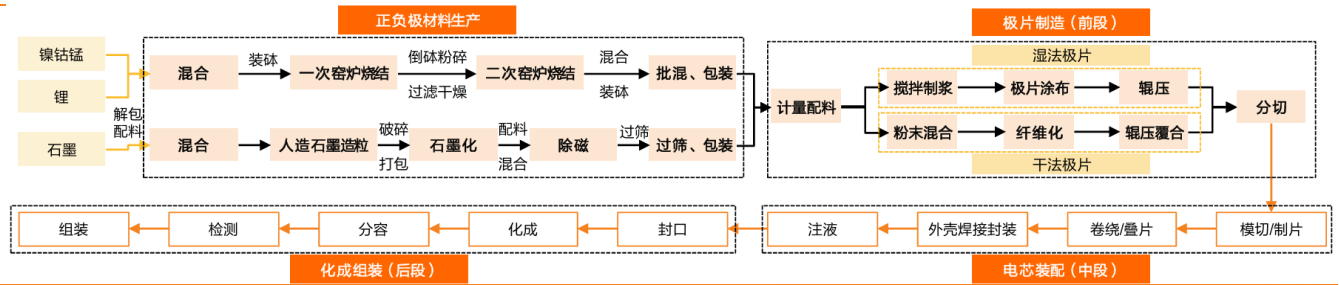
资料来源：wind，天风证券研究所

注：计算口径为新能源车装备收入-国外收入（据公司收购草案，21 年结构件绝大部分配套宁德时代等国内企业，海外收入以新能源车装备为主）

国内锂电装备收入或已拐点，看好后续市场持续回暖。先惠技术国内锂电装备收入 21 年以来持续下降，由 21 年高点的 9.6 亿元降低至 24 年的 4.4 亿元。而公司国内锂电设备业务自 24H1 或已进入拐点，24H1/24H2/25H1 实现收入 1/3.4/1.7 亿元，同比 -79%/+61%/+65%。

国内锂电扩产再度开启，我们持续看好国内锂电设备景气度提升带来的市场机遇。

图 16：锂电池主要生产流程



资料来源：宏工科技、理奇智能、尚水智能招股书及官网，天风证券研究所

公司新能源汽车装备包含如下具体内容：

①动力电池模组/电池包（PACK）生产线

公司的电动汽车动力电池模组及电池包（PACK）生产线，应用了机器人技术、激光技术、视觉识别和智能补偿技术、自动拧紧技术、密封测试技术等高新技术手段，大幅提升了电池模组/电池包（PACK）生产效率与产品品质。

公司的模组&PACK 产品种类多样，并致力于实现产线产品的全覆盖。其中，模组设备包含电芯上料、绝缘板上料、贴胶工艺、撕胶工艺、等离子清洗、电芯堆叠、CMT 焊接、激光焊接、FIFO 智能仓库、涂胶、激光打码、EOL 测试等，Pack 线设备包含壳体上线、FIFO 智能物流、模组入箱、自动拧紧、手动工位 POKA-YOKE 系统、预加载、密封测试、EOL 测试及充放电、节拍生产物流模拟、工厂仿真模拟、智能环保辊道、AGV 等。公司是率先切入新能源汽车动力电池领域的智能制造装备企业，公司生产的模组生产线生产节拍最高可达 20.58 秒/个，电池包（PACK）生产线生产节拍可达 51 秒/件。

②电动车动力总成(EDS)生产线

公司产品包括电动汽车电机装配线、变速器装配线、电控系统装配线及动力总成（EDS）总装线。产品主要应用了机器人技术、拧紧技术、拧紧自动送钉技术、伺服压装技术、自动去重动平衡技术、视觉检测技术、密封检测技术、激光测量技术、间隙检测自动选垫技术、变速器性能测试技术等高新技术手段。

③测试和检测系统

测试和检测系统主要应用于动力电池、电动力总成（EDS）生产的测试环节，是保证产品质量可靠性的关键设备。该产品主要应用了通讯控制，人机交互，数据处理，图形图像，网络编程、数据库等软件技术；采样、实时数据分析和控制、传感器及测量仪器、PLC 及工控机控制等测控技术；双向 AC/DC 转换、双向 DC/DC 转换等功率转换技术；电气接口、机械接口、传感器等对接技术；机械制造集成技术；测试工艺技术等高新技术手段。

2.2. 出海：依托优质海外客户资源，出海有望成为业绩基石

中国锂电出海为行业趋势。根据 SPIR 起点锂电研究，中日韩三国锂电设备企业仍将主导全球锂电设备产业。中国锂电设备已基本完成国产替代，并从“引进来”阶段走向“走出去”时代，出海成为趋势，海外市场成为中国锂电设备企业竞争的第二战场，中国锂电设备市场份额在全球的份额将持续提升。

从财务数据来看，我们选取先导等 8 家国内锂电设备行业公司，合计主营业务收入由 2020 年的 124.7 亿元增至 2024 年的 295.4 亿元，20-23 年 CAGR 为 46%、20-24 年 CAGR 为 24%，24 年同比下降 24%。境外收入方面，8 家公司合计境外收入由 14.9 亿元增至 47.6 亿元，20-23 年 CAGR 为 38%、20-24 年 CAGR 为 34%，相对于国内 24 年锂电设备收入的下降，

中国锂电设备企业海外收入 24 年实现增长 22%。从境外收入占比来看，2020 年 8 家公司合计境外收入占比 12%，由于国内业务发展速度较快，22 年占比下降至 6%，而随国内市场有所下降、国内企业出海，统计的 8 家企业境外收入占比上升至 24 年的 16%。

从公司层面来看，如先导智能，其海外收入已占公司主营业务收入 24%，海外收入 2020-24 年 CAGR 达 59%；杭可科技出海进展较快，海外收入占比已达 32%；先惠技术 24 年开始逐步兑现出海硕果，24 年海外收入增长达 483%，2020-24 年 CAGR 达 77%。

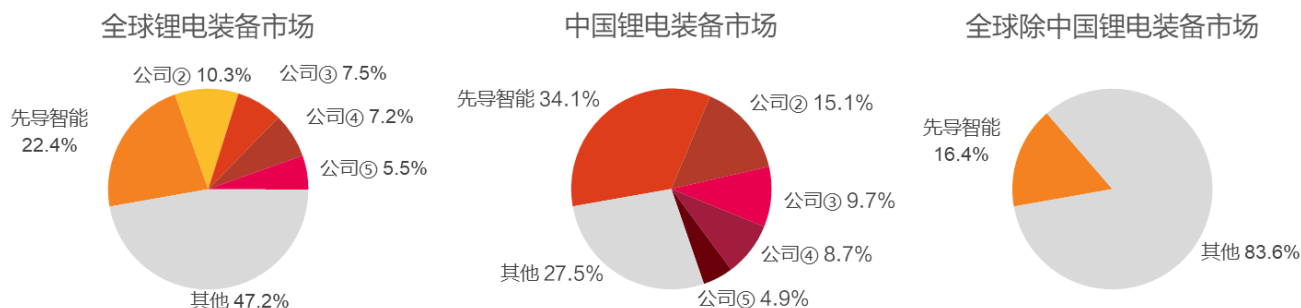
表 6：锂电设备企业海外收入情况

企业		2020	2021	2022	2023	2024	20-24CAGR	24FY 同比
先导智能	300450.SZ	4.4	14.8	12.0	22.4	28.3	59%	26%
海目星	688559.SH	2.5	0.8	0.8	1.2	1.3	-15%	9%
利元亨	688499.SH	0.4	0.4	2.0	2.5	0.6	9%	-75%
先惠技术	688155.SH	0.5	0.7	0.8	0.8	4.5	77%	482%
金银河	300619.SZ	0.3	0.7	0.7	0.9	1.3	49%	47%
杭可科技	688006.SH	6.0	0.7	2.4	7.7	9.6	12%	24%
星云股份	300648.SZ	0.4	0.3	0.4	0.4	0.9	19%	137%
联赢激光	688518.SH	0.3	0.7	1.9	3.3	1.1	41%	-66%
合计（亿元）		14.9	18.9	21.0	39.1	47.6	34%	22%
合计主营业务收入（亿元）		124.7	210.4	330.6	390.5	295.4	24%	-24%
境外收入占比		12%	9%	6%	10%	16%		

资料来源：wind，天风证券研究所

市场空间来看，以先导智能为例，其在全球、中国、全球除中国锂电设备市场市占率分别为 22%、34%、16%，对比其在国内外的市场份额，若海外达到与国内相同的市场份额，海外市场还有一倍以上的市场空间。因此我们认为，中国锂电设备出海仍处于较早的阶段，后续仍将有较大的空间。

图 17：不同市场锂电设备份额对比

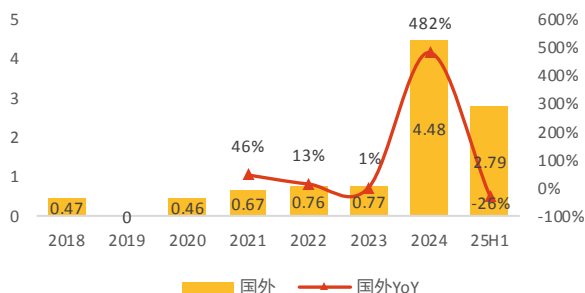


资料来源：先导智能公告，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

先惠技术高端装备出海取得初步成效。公司 2018 年成立德国先惠，负责欧洲市场开拓与维护；2019 年设立美国先惠，开拓北美地区市场，负责当地市场业务的拓展。2024 年前海外地区收入均在 1 亿元以下，而 2024 年公司国外收入达 4.48 亿元，较上年提升接近 5 倍，占比达 18%，同比提升 15pct。25H1 公司海外收入 2.79 亿元，同比有所下降，但占总收入占比达 22%，较 24 全年提升 4pct。海外地区收入提升有望带动公司整体盈利能力的提升，公司 2023 年以来国内收入毛利率稳定在 25%左右，而海外地区业务 2024 年毛利率达到 30%，25H1 进一步上升至 42%。

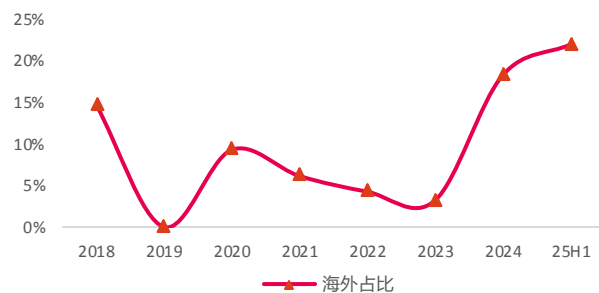
2024 年末，公司智能装备在手订单约 30 亿元，在手订单中 68%来自于海外项目；据公司公众号的披露，**2025 年 9 月公司再开拓西班牙市场、斩获全球龙头匈牙利电池产线订单。**

图 18：先惠技术海外地区收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：先惠技术分地区毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 固态：携手清陶推动固态电池设备研发，由后段进军整线环节

清陶能源与上汽集团深度合作推进固态电池产业化

清陶能源成立于 2016 年，总部位于江苏，由中科院院士、清华大学团队牵头创办，专注于新能源材料的产业转化，率先推动固态电池实现产业化，建成了固态动力锂电池规模化量产线。目前清陶已构建起“新能源材料-固态锂电池-自动化装备-锂电池资源综合利用-科研成果孵化-产业投资”的完整产业生态链，并与众多主流车企达成了长期合作。

产能规划方面，根据亚化固态电池公众号，清陶能源在乌海（10GWh）、成都（15GWh）、江西宜春（10GWh）、江苏昆山（10GWh）、浙江台州（20GWh）等地布局了固态电池生产基地，五大生产基地的总规划产能高达 65GWh。据硅碳之家公众号，9 月 1 日，黄岩经济开发区清陶能源 10GWh 固态锂电池产业化项目一期 146 亩厂房已全面建成，二期 100 亩正处于打桩阶段，预计今年内全部建成。该项目总投资 100 亿元，其中一期投资 50 亿元，二期投资 50 亿元，合计规划 10GWh 动力固态电池生产线，致力于打造全球领先的固态电池产业基地。24 年 12 月，项目首条电池组装线投产，预计今年将建成一条 3.5GWh 产线，2026 年年底 10GWh 产线全部投产。

上汽&清陶为国内固态电池领域先行者。上汽技术中心为最早一批研究固态电池的机构，早期技术中心和清陶研究合作，后续上汽跟清陶成立联合实验室，推动全固态电池量产装车是上汽清陶与上汽集团明确的目标。

据中国汽车工业协会公众号，目前上汽&清陶已经确定了全固态电池搭载整车的系统方案，且已确定车型，所有规划按照整车开发的流程进行了倒排。对于全固态动力电池的产业化路径，上汽清陶也制定了详细的技术板块划分策略，包括正极材料、固态电解质材料、负极材料、界面匹配设计工程、制造工艺开发、量产装备开发、系统集成开发以及整车验证测试等多个关键环节。上汽&清陶将聚焦于低成本材料和工艺路线的研发，充分利用在关键材料、核心工艺以及量产装备等领域的协同创新开发优势，以及上汽集团庞大规规模体量，推进全固态电池的产业化进程，培育出新的产业链上游，特别是关键材料和核心装备的供应商，实现全固态电池的量产。

2024 年，上汽集团在中国汽车论坛提出固态电池三步走的发展路线规划：

第一阶段，产品液含量 10%，为目前已经应用于智己 L6 的光年电池（半固态），能量密度超过 300Wh/kg，续航里程超过一千公里。

第二阶段，产品液含量 5%，2025 年实现批量交付，在上汽集团自主品牌智己/飞凡/名爵/荣威实现规模搭载。引入干法电极技术和高电压新型正极材料。

第三阶段，产品液含量为 0%的全固态电池，能量密度超过 400Wh/kg，计划 2026 年量产。引入新的负极材料、更加压实的新电池成型工艺，达到整体致密度 98%以上。

图 20：上汽&清陶固态电池发展路线规划



资料来源：艾邦锂电网，天风证券研究所

上汽全固态电池基于聚合物-无机物复合电解质技术路线，上汽清陶首条全固态电池产线已经立项，计划 2025 年年底完工，一期产能规划 0.5GWh，第一阶段产品能量密度可达 400Wh/kg 以上，二阶段将突破 500Wh/kg。其中准固态将于 2025 年在上汽集团自主品牌实现规模搭载；**全固态预计 2025 年底生产下线，26 年交付并完成样车测试，27 年实现装车量产交付。**

图 21：上汽&清陶全固态电池量产规划



资料来源：艾邦锂电网，天风证券研究所

先惠与清陶携手推动固态电池设备研发，合作持续加码

2024 年 7 月，先惠与清陶签署合作研发协议，围绕全固态电池核心关键装备的研发和产业化进行合作，合作研发干法辊压设备。2025 年 6 月公司顺利交付固态电池干法设备，进入精细调试阶段，目前设备运行状态稳定良好，**相关技术成果已成功落地中试应用。**

2025 年 8 月，先惠技术与清陶能源进一步签署《全面合作协议》，正式开启深度协同新篇章。**双方将联合组建“固态电池先进工艺研发机构”，整合各自技术和资源优势，聚焦行业核心难题开展攻坚；将共同推进固态及半固态电池的工业化进程，覆盖先进生产设备研发与核心工艺优化全环节，全力打通固态电池“实验室技术”到市场化应用的关键链路。**

根据 SK 先惠公众号，9 月 9 日，先惠技术与清陶能源在前期合作基础上，**正式签署协议并组建“固态电池先进工艺装备联合实验室”，**联合实验室将以全固态电池产业化需求为核心，攻克固态电池核心制造工艺与装备技术，推动全固态电池装车验证，加速工艺装备成熟定型及规模化放大。双方将依托实验室平台，持续突破制造工艺与装备技术难题，加速全固态电池装车验证与规模化生产，打通产业化关键链路。

根据上汽&清陶固态电池规划，2025 年第二阶段准固态产品将应用干法电极，先惠技术核心设备干法辊压设备已成功应用，后续有望在上汽&清陶体系内覆盖设备全环节，依托上汽庞大规规模体量成长为核心装备供应商，看好后段→前段核心设备→整线的价值量提升。

图 22：国内锂电设备公司在固态电池设备布局汇总

企业	材料/负极		电极		电解质		隔膜		电芯		模组		后段-测试		激光/超声工艺	
	材料/负极	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布	前段-涂布
先导智能	球磨机、CVD球磨、气流磨、炉、蒸馏机、混合均质、双螺杆挤出、压延	干法涂布、湿法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布	湿法、干法涂布
赢合科技	干法分散及纤维化一体设备	第四代干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合	干法电极成膜复合
利元亨	正级干法涂布	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压	干法电极辊压
璞泰来/露拓	流化床、高混机、密炼机、气流磨、锂金属带压延	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
海目星	锂金属负极制程	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
宏工科技	清研宏工混合均质一体机	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
曼恩斯特	双螺杆（陶瓷）	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
纳科诺尔	锂带压延	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
信宇人	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
科恒股份/浩能	造粒机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机	超宽幅干法电极/固态电池涂布机
金银河	高速混合分散系	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚
华亚智能/冠鸿智能	粉体混合机、高混机、连续造粒机	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚	干法涂布连续成膜、复合成膜系统、超细切切聚
先惠技术	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
骄成超声	超声均质	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
联赢激光	超声均质	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
德龙激光	超声均质	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布	干法电极干法成膜、湿法涂布
星云股份	国内“国家重点专项”	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户	固态电池项目知名客户

资料来源：各公司公告，各公司官网，高工锂电公众号等，天风证券研究所

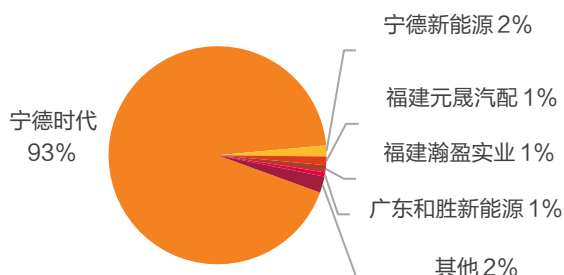
注：①本表可能存在滞后，所列不完全统计；②部分整线环节企业未披露具体环节，但标注中整线企业相关环节默认均有所覆盖布局（除等静压环节为新增环节默认未进行布局）；③蓝色表示有潜力/布局中。

3. 结构件：产能释放+毛利率提升，有望熨平周期波动

先惠技术控股子公司福建东恒主营业务为动力电池精密金属结构件业务，具有丰富的行业经验，占据重要的市场地位；未来随着市场规模的快速扩大，借助技术优势和优质客户资源积累，宁德东恒将继续保持相对快速的发展态势，并已致力于在储能电池精密金属结构件和电连接系统配件产品领域进行布局。福建东恒及其子公司拥有高新技术企业、福建省“专精特新”中小企业等资格认证，经过多年的积累和布局，已经掌握了动力电池精密结构件的核心技术和工艺，为行业内具备影响力的领先企业。

福建东恒坚持服务重点领域大客户的发展战略，与动力电池行业龙头宁德时代深度融合，建立了长期稳定的战略合作关系，为其提供模组侧板、模组端板、模组压接组件等动力电池精密结构件，产品最终服务于奔驰、宝马、特斯拉、大众、马自达、上汽、长安、吉利、福特等知名汽车品牌，具有较强的市场竞争力。公司在宁德时代产品研发阶段就积极介入，参与新产品的工艺开发和交流。公司曾多次获得“CATL 优秀供应商”、“CATL 投产贡献奖”等认证，优秀的客户服务能力得到认可。

图 23：2021 年宁德东恒收入客户结构

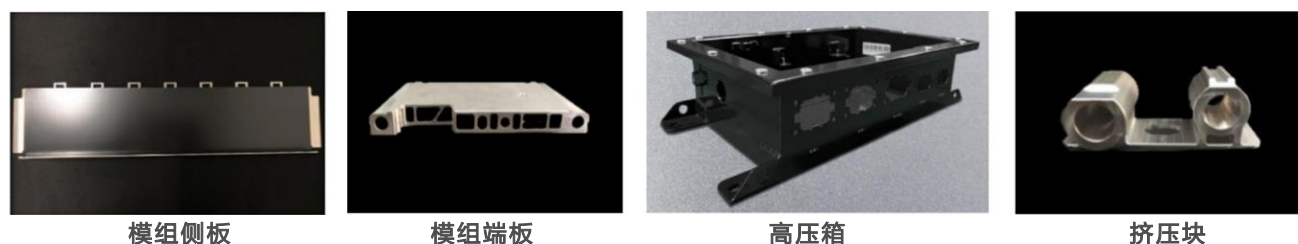


资料来源：公司公告，天风证券研究所

具体来看，东恒主要为动力电池模组及箱体提供结构件。动力锂电池精密结构件指具有高尺寸精度、高表面质量、高性能要求等特性的，作为锂电池外壳，起到传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支承电池、外观装饰等作用的部件，并根据应用环境的不同，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐性、防干扰性、抗静电性等特定功能。东恒未来将继续提高业务整合能力，不断拓展业务产品条线，开发优质终端客户。

根据重大资产购买报告草案的数据（2021 年），东恒模组侧板品类占宁德时代相关品类占比超过 50%份额；模组端板占宁德时代份额约为 25%。

图 24：福建东恒部分动力电池结构件产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

东恒业绩持续超盈利预测达成。根据重大资产购买报告草案对东恒 2022-2026 年收入、净利润的预测（2022 年先惠合并口径收入不包含完整年度），东恒 23/24 年收入预测为 11.5/13.0 亿元、归母净利润预测为 1.6/1.7 亿元。而根据先惠技术公告披露，东恒收入实际达成 15.7/15.7 亿元、归母净利润实际达成 1.8/2.0 亿元，实际达成率均在 110%以上。根据收购草案，2025/26 年东恒将实现收入 17.3/20.5 亿元、归母净利润将实现 2.1/2.4 亿元。

表 7：收购草案 2022-2026 年宁德东恒盈利预测与实际达成情况

	预测期	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
端板 1	销量（万 pcs）	985.4	1064.2	1128.1	1173.2	1196.7
	单价（元/pcs）	11.9	12.4	12.8	13.0	13.2
	收入（亿元）	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
	收入 YoY		12%	9%	6%	3%
	成本（亿元）	1.1	1.2	1.4	1.4	1.5
	毛利率	8%	7%	6%	5%	4%
端板 2	销量（万 pcs）	414.6	447.8	474.7	493.6	503.5
	单价（元/pcs）	5.9	6.1	6.3	6.4	6.5
	收入（亿元）	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	收入 YoY		12%	9%	6%	3%
	成本（亿元）	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
	毛利率（%）	10%	9%	9%	8%	6%
侧板 1	销量（万 pcs）	2913.0	3146.0	3334.8	3468.2	3537.6
	单价（元/pcs）	11.2	11.6	12.0	12.2	12.3
	收入（亿元）	3.3	3.6	4.0	4.2	4.4
	收入 YoY		12%	9%	6%	3%
	成本（亿元）	2.3	2.6	2.8	3.0	3.1
	毛利率（%）	30%	30%	29%	29%	28%
侧板 2	销量（万 pcs）	89.6	101.6	113.5	125.2	136.4
	单价（元/pcs）	446.1	455.0	459.6	459.6	459.6
	收入（亿元）	4.0	4.6	5.2	5.8	6.3
	收入 YoY		16%	13%	10%	9%
	成本（亿元）	2.6	3.1	3.6	4.1	4.6
	毛利率（%）	34%	32%	30%	28%	27%
侧板 3	销量（万 pcs）	5.0	9.0	16.2	80.6	126.0
	单价（元/pcs）	498.9	518.9	534.4	545.1	550.6
	收入（亿元）	0.2	0.5	0.9	4.4	6.9
	收入 YoY		87%	85%	408%	58%
	成本（亿元）	0.2	0.4	0.7	3.6	5.7
	毛利率（%）	20%	19%	19%	18%	17%

设备及机加工 产品	收入 (亿元)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
	收入 YoY		-8%	-6%	-4%	-2%
	成本 (亿元)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
	毛利率 (%)	22%	21%	20%	20%	20%
主营业务收入 (亿元)		10.1	11.4	12.8	17.2	20.4
主营业务综合毛利率		27%	26%	25%	23%	21%
其他业务收入 (亿元)		0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
其他业务综合毛利率		50%	50%	50%	50%	50%
营业收入 (亿元)		10.20	11.53	12.94	17.32	20.54
营业收入 YoY			13%	12%	34%	19%
综合毛利率		28%	27%	25%	23%	22%
销售费用率		1%	1%	1%	1%	1%
管理费用率		4%	4%	4%	3%	3%
研发费用率		5%	5%	4%	3%	3%
财务费用率		0%	0%	0%	0%	0%
其他损益		3%	3%	3%	3%	3%
归母净利润 (亿元)		1.49	1.60	1.69	2.12	2.39
归母净利润 YoY			7%	6%	25%	13%
归母净利率		15%	14%	13%	12%	12%
实际营业收入 (亿元)		8.26	15.73	15.65		
实际归母净利润 (亿元)		0.89	1.79	1.98		
营收预测达成率		-	136%	121%		
利润预测达成率		-	112%	117%		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

募投项目加码结构件，规模化提高经营效率。2022/23/24/25H1，福建东恒子公司层面归母净利率分别为 11%/11%/13%/16%；对先惠技术（上市公司）合并口径贡献归母净利润 0.5/0.9/1.0/0.7 亿元。2022 年先惠技术拟定增融资 7 亿元，其中 2.74 亿元投向新能源汽车电池精密结构件项目。精密结构件项目规划总投入 7 亿元，达产后设计生产能力预计可达到年产 2800 万 pcs 铝型材端板，3 万套新能源设备装配夹具、工装，220 万 pcs U 型框电池模组，6400 万 pcs 侧板。根据公司公告，2025 年 1 月，该项目已达到预定可使用状态，预计 25 年开始随新工厂产能陆续释放，福建东恒经营效率有望进一步得到提升。

表 8：福建东恒 2022-2025H1 实际经营数据（亿元、%）

福建东恒	2022	2023	2024	24H1	25H1
营业收入	8.3	15.7	15.7	6.8	8.2
营收 YoY		90%	-1%		20%
归母净利润	0.9	1.8	2.0	1.3	1.3
归母净利润 YoY		101%	10%		2%
归母净利率 YoY	11%	11%	13%	19%	16%
上市主体股权占比	51%	51%	51%	51%	51%
合并口径贡献归母净利润	0.5	0.9	1.0	0.7	0.7
合并口径贡献归母净利率	6%	6%	6%	10%	8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预测先惠技术 2025-27 年营业收入有望达到 30.8/42.0/50.8 亿元，毛利率分别为 28%/31%/31%，主要假设和计算过程如下：

1) 国内新能源车装备，25/26/27 年有望达到 7.0/9.2/10.5 亿元（由于公司电池结构件主要客户为宁德时代、宁德新能源等国内企业，我们通过新能源车装备-海外收入口径计算国内新能源车装备收入）。公司 24H2/25H1 国内锂电设备收入均实现同比增长 60%+以上，由于锂电池下游市场持续回暖，我们认为 25/26/27 有望实现 60%/30%/15%增速，毛利率有望达到 29%/29%/28%。

2) 海外新能源装备，25/26/27 年有望达到 4.9/10.3/13.5 亿元。公司 24 年海外收入实现 482% 的同比增速，截至 24 年底，公司智能装备在手订单约 30 亿元，其中 68% 以上来自于海外项目(约 20 亿)，由于设备类产品合同-收入确认存在一定周期，我们认为公司 25/26/27 年海外锂电装备收入增速有望达到 10%/110%/30%。毛利率方面，公司 24FY/25H1 海外收入毛利率分别为 30%/42%，我们假设年海外锂电装备毛利率均为 40%。

3) 电池结构件，25/26/27 年有望达到 18.1/21.7/26.1 亿元。先惠技术采用自有资金与定向发行方式，向新能源汽车电池精密结构件项目投入 7 亿元，投建电池结构件新制造基地，该项目于 25 年 1 月达到预定可使用状态。同时，福建东恒有望继续提高业务整合能力，并实现产品条线的拓展。25H1 结构件业务收入实现 20% 同比增长，毛利率与上年同期基本持平；根据公司公告，福建东恒子公司 25H1 净利率达 16%，较 24 全年上升 3pct。由于东恒结构件业务产能释放+新产品开拓+业务持续整合，我们预计 25/26/27 年收入有望保持 20% 增速，毛利率有望逐步提升，分别达到 24%/26%/27%。

表 9：先惠技术 2025-2027 盈利预测（亿元）

项目	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.0	18.0	24.5	24.6	30.8	42.0	50.8
YOY	119%	64%	36%	1%	25%	36%	21%
毛利	3.0	3.1	6.2	6.2	8.7	12.8	15.7
毛利率	28%	17%	25%	25%	28%	31%	31%
新能源车装备	10.3	9.3	7.7	8.9	12.0	19.5	24.0
YOY	179%	-10%	-18%	16%	35%	63%	23%
毛利	2.8	1.2	1.8	2.5	3.5	6.0	7.4
毛利率	27%	13%	23%	28%	29%	31%	31%
%	94%	52%	31%	36%	39%	46%	47%
国内收入	9.6	8.6	6.9	4.4	7.0	9.2	10.5
YoY		-11%	-20%	-36%	60%	30%	15%
毛利	2.7	1.2	1.7	1.2	2.0	2.7	2.9
毛利率	28%	14%	24%	27%	29%	29%	28%
海外收入	0.7	0.8	0.8	4.5	4.9	10.3	13.5
YoY		13%	1%	482%	10%	110%	30%
毛利	0.0	0.0	0.1	1.3	2.0	4.1	5.4
毛利率	6%	0%	12%	30%	40%	40%	40%
电池结构件		8.2	15.5	15.1	18.1	21.7	26.1
YOY			89%	-2%	20%	20%	20%
毛利		1.7	3.8	3.3	4.3	5.7	7.0
毛利率		21%	24%	22%	24%	26%	27%
%		45%	63%	61%	59%	52%	51%
其他项目	0.7	0.5	1.4	0.7	0.7	0.7	0.8
YOY	-47%	-25%	158%	-53%	5%	5%	5%
毛利	0.29	0.19	0.6	0.37	0.34	0.36	0.38
毛利率	41%	36%	44%	57%	50%	50%	50%
%	6%	3%	6%	3%	2%	2%	1%

资料来源：wind，天风证券研究所

注：由于公司电池结构件主要客户为宁德时代、宁德新能源等国内企业，我们通过新能源车装备-海外收入口径计算国内新能源车装备收入。

选取锂电设备整线企业先导智能、赢合科技、利元亨、海目星，干法/固态电池设备企业宏工科技、纳科诺尔，锂电池后段/PACK 段设备企业联赢激光、星云股份、杭可科技作为可比公司。相对 2026 年 Wind 一致预期归母净利润来看，锂电设备整线企业、干法/固态电池设备企业、后段/PACK 段设备估值、所有可比公司平均市盈率分别为 38/40/38/39 倍。

先惠技术国内锂电装备有望实现触底回升+高端装备出海硕果累累+与清陶合作推进固态整线设备研发+结构件产能持续释放，根据我们的测算，预计先惠技术 25/26/27 年分别实现营业收入 31/42/51 亿元，归母净利润 3.2/5.1/6.8 亿元，给予公司 26 年 30 倍估值，对应市值 154 亿元，对应目标价 122 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：先惠技术可比公司及估值情况

公司	2024-2027E 归母净利润（亿元）				2025/10/17 日总市值	2025-2027E PE		
	2024	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
300450.SZ 先导智能	11.86	16.19	21.73	26.66	819	51	38	31
300457.SZ 赢合科技	8.52	6.82	8.75	10.73	193	28	22	18
688499.SH 利元亨	2.48	0.73	1.53	2.01	98	133	64	48
688559.SH 海目星	4.52	-4.32	4.10	5.03	93	-22	23	19
锂电设备整线 平均						48	37	29
301662.SZ 宏工科技	2.09	1.81	2.43	3.85	89	49	37	23
920522.BJ 纳科诺尔	1.05	1.86	2.48	3.28	90	48	36	27
干法/固态电池设备 平均						49	37	25
688518.SH 联赢激光	3.15	2.86	4.27	5.73	79	28	18	14
300648.SZ 星云股份	1.09	0.58	1.14	2.04	70	121	61	34
688006.SH 杭可科技	2.98	6.03	7.57	9.87	191	32	25	19
后段/PACK 段设备 平均						60	35	22
所有可比公司平均						52	36	26
688155.SH 先惠技术	2.23	3.2	5.1	6.8	78	24	15	11

资料来源：wind，天风证券研究所

注：可比公司数据来源为 Wind 一致预期，以上数据均截至 2025 年 10 月 17 日。

5. 风险提示

- ① **固态电池进展不及预期**：固态电池技术为锂电池新技术及产业趋势，仍处于研发中，尚未实现量产，固态电池产业化可能不及预期；
- ② **新产品研发不及预期**：公司合作研发固态电池设备，并从装配/PACK 段延伸至干法辊压设备、规划进行整线设备研发，相关产品研发可能不及预期；
- ③ **技术路线存在不确定性**：电池材料体系上，钠电池、氢能源等技术路线发展仍存在不确定性，固态电池仍处于研发过程中，工艺设备仍存在不确定性；
- ④ **股价波动风险**：公司股价自 4 月以来已有较大幅度上涨，请投资者充分注意股价波动的风险；
- ⑤ **文中测算可能存在主观性，仅供参考。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	344.19	785.59	966.62	1,612.62	2,233.75
应收票据及应收账款	1,037.34	735.04	975.10	890.58	804.20
预付账款	14.68	90.14	19.33	116.74	62.39
存货	741.14	974.32	742.72	1,201.77	747.54
其他	794.26	864.63	764.27	1,192.28	1,381.29
流动资产合计	2,931.62	3,449.72	3,468.05	5,014.00	5,229.16
长期股权投资	7.22	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	453.13	837.16	791.22	745.28	699.34
在建工程	274.35	16.17	116.17	216.17	316.17
无形资产	139.26	132.91	125.47	118.02	110.58
其他	779.94	755.85	769.51	765.90	760.60
非流动资产合计	1,653.91	1,742.09	1,802.37	1,845.38	1,886.69
资产总计	4,585.53	5,191.81	5,270.42	6,859.38	7,115.85
短期借款	1,015.78	559.62	300.00	250.00	150.00
应付票据及应付账款	785.63	902.75	1,218.25	1,529.95	1,767.91
其他	618.07	960.21	820.30	1,635.95	1,205.06
流动负债合计	2,419.48	2,422.59	2,338.55	3,415.91	3,122.97
长期借款	548.93	287.43	150.00	200.00	180.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	119.43	114.05	105.99	113.16	111.07
非流动负债合计	668.35	401.48	255.99	313.16	291.07
负债合计	3,087.84	2,824.07	2,594.54	3,729.06	3,414.03
少数股东权益	319.21	410.23	502.46	616.07	736.08
股本	76.68	125.05	125.48	125.48	125.48
资本公积	919.31	1,493.52	1,493.52	1,493.52	1,493.52
留存收益	180.51	339.22	554.41	895.24	1,346.73
其他	1.99	(0.29)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,497.69	2,367.73	2,675.87	3,130.32	3,701.82
负债和股东权益总计	4,585.53	5,191.81	5,270.42	6,859.38	7,115.85

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	126.48	314.02	324.29	513.63	680.38
折旧摊销	32.92	44.37	53.38	53.38	53.38
财务费用	41.04	28.31	9.84	0.05	(7.93)
投资损失	1.58	(4.73)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(411.66)	263.06	315.01	230.62	221.80
其它	151.07	343.26	138.98	171.21	180.86
经营活动现金流	(58.56)	988.29	838.51	965.89	1,125.50
资本支出	276.13	160.67	108.06	92.84	102.09
长期投资	(1.67)	(7.22)	0.00	0.00	0.00
其他	(839.69)	(460.22)	(205.06)	(189.84)	(199.09)
投资活动现金流	(565.23)	(306.77)	(97.00)	(97.00)	(97.00)
债权融资	541.80	(767.94)	(405.33)	7.50	(117.63)
股权融资	(24.40)	545.28	(155.14)	(230.39)	(289.74)
其他	18.79	18.75	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	536.19	(203.91)	(560.47)	(222.89)	(407.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(87.60)	477.61	181.04	646.00	621.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,448.38	2,463.96	3,078.25	4,197.78	5,084.33
营业成本	1,833.72	1,841.79	2,207.63	2,916.74	3,508.76
营业税金及附加	12.65	16.40	17.82	24.64	31.04
销售费用	52.79	12.61	15.39	20.99	25.42
管理费用	162.77	157.02	184.69	251.87	305.06
研发费用	145.53	125.97	184.69	293.84	355.90
财务费用	35.70	24.51	9.84	0.05	(7.93)
资产/信用减值损失	(88.35)	15.52	5.00	10.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(6.27)	2.68	3.00	3.00	3.00
其他	43.92	45.40	50.00	60.00	70.00
营业利润	154.51	349.27	516.19	762.64	959.08
营业外收入	0.63	1.38	0.73	0.91	1.01
营业外支出	1.04	4.66	2.17	2.62	3.15
利润总额	154.10	345.99	514.75	760.93	956.94
所得税	27.61	31.97	51.48	76.09	95.69
净利润	126.48	314.02	463.28	684.84	861.25
少数股东损益	86.53	90.99	138.98	171.21	180.86
归属于母公司净利润	39.95	223.02	324.29	513.63	680.38
每股收益（元）	0.52	1.78	2.58	4.09	5.42

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	35.63%	0.64%	24.93%	36.37%	21.12%
营业利润	-266.46%	126.05%	47.79%	47.74%	25.76%
归属于母公司净利润	-142.31%	458.19%	45.41%	58.38%	32.47%
获利能力					
毛利率	25.10%	25.25%	28.28%	30.52%	30.99%
净利率	1.63%	9.05%	10.54%	12.24%	13.38%
ROE	3.39%	11.39%	14.92%	20.43%	22.94%
ROIC	8.76%	12.83%	20.11%	33.12%	45.25%
偿债能力					
资产负债率	67.34%	54.39%	49.23%	54.36%	47.98%
净负债率	86.64%	4.76%	-17.33%	-35.21%	-49.94%
流动比率	1.21	1.42	1.48	1.47	1.67
速动比率	0.91	1.02	1.17	1.12	1.44
营运能力					
应收账款周转率	2.52	2.78	3.60	4.50	6.00
存货周转率	3.49	2.87	3.59	4.32	5.22
总资产周转率	0.54	0.50	0.59	0.69	0.73
每股指标（元）					
每股收益	0.52	1.78	2.58	4.09	5.42
每股经营现金流	-0.76	7.90	6.68	7.70	8.97
每股净资产	15.37	15.65	17.32	20.04	23.64
估值比率					
市盈率	118.96	34.76	23.99	15.14	11.43
市净率	4.03	3.96	3.58	3.09	2.62
EV/EBITDA	12.30	10.94	14.70	9.66	7.22
EV/EBIT	13.24	12.04	16.37	10.41	7.68

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com