

高自动化率领跑行业，模组/PACK 龙头拥抱 千亿市场 —— 锂电设备系列深度报告

发轫于汽车行业，锂电领域弯道超车

先惠技术发轫于汽车高端智能装备行业，并以汽车行业和电池行业重叠区域作为突破点，拓展锂电模组&PACK 业务，借助多年的汽车行业的经验弯道超车，成为细分领域的龙头公司。2021年，公司新能源板块营收占比达到 94%，同比增长 179%，以模组&PACK 为主的新能源业务逐渐成为公司的主要业务。

2018-2021 年，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 39.56%、72.18%，其中 2021 年营收、归母净利润分别为 11.02、0.70 亿元，同比增长 119.36%、15.36%。2021 年公司新接订单充裕，其中新能源订单占比超过 95%，预计 2022 年公司新签订单将继续增加。

聚焦于模组&PACK 业务，多维优势塑造产品卓越

公司的模组&PACK 产品种类齐全且竞争力强。1) 模组&PACK 产线的高自动化率领跑行业，公司模组、PACK 线的自动化率分别为 95%、89%，远高于 40%~70%、5%~20%的行业平均；2) 模块化架构提高工作效率，公司通过核心技术的积累将产线变成 Level2、Level3 等标准化模块拼接起来，订单交付周期缩短到 6 个月，并降低多项成本；3) 核心业务交叉互补构建产品生态，公司高端汽车装备制造和锂电池业务交叉互补充分发挥模组&PACK 产线在整车厂和电芯厂间承上启下的作用，智能自动化装备和工业制造数据系统交叉互补实现软件、通讯、硬件三者的深度协同创造溢出价值。

资本运作产业协同，深度绑定高端客户

公司定位于高精尖项目，绑定优质客户。其动力电池模组&PACK 生产线的客户既面向锂电龙头企业如宁德时代、孚能科技，又面向高端汽车企业如戴姆勒、BMW、大众等，其中宁德时代订单占比超过六成。

公司拟定以现金支付 8.16 亿元购买宁德东恒 51% 股权。2020-2021 年宁德东恒营业收入分别为 4.14、9.04 亿元，同比增长 118%；归母净利润分别为 0.62、1.42 亿元，同比增长 130.00%。宁德东恒生产的锂电池结构件产品有望与公司新能源汽车自动化设备产生上下游协同并进行产能和技术领域赋能，同时公司也将利用宁德东恒在宁德时代现有的市占率优势、毛利率优势加深与宁德时代绑定。

产能扩建拥抱千亿市场

公司目前正处在产能爬坡期，各工厂目前满负荷运转。截至 2021 年底，公司总工厂面积为 7.2 万平方米，同比增长 355%；公司总人数 2367 人，同比增长 199%。预计 2022 年底公司工厂总面积

先惠技术 (688155)

首次评级

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号：S1440519080001

SFC 中央编号：BOU764

发布日期：2022 年 6 月 30 日

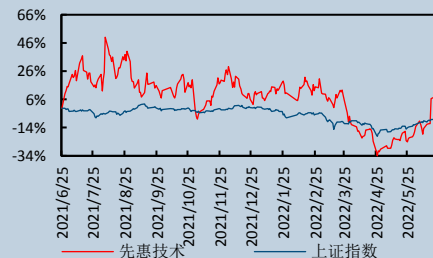
当前股价：104.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	43.11/34.03	0.89/-2.18	9.31/15.39
12 月最高/最低价 (元)			158.86/63.88
总股本 (万股)			7,632.81
流通 A 股 (万股)			3,196.22
总市值 (亿元)			87.01
流通市值 (亿元)			36.43
近 3 月日均成交量 (万股)			63.35
主要股东			
王颖琳			25.5%

股价表现



相关研究报告

将扩产到 14 万平方米，同比翻倍。

2022-2025 年国内外电芯厂扩产加速带动模组&PACK 领域快速发展。经过我们测算，2022-2025 年国内模组 &Pack 的市场空间分别为 216.19、400.32、469.15、308.36 亿元，合计 1394.01 亿元；2022-2025 年海外模组&Pack 的市场空间分别为 36.34、124.98、156.51、165.35 亿元，合计 483.18 亿元。公司在国内市场深度绑定宁德时代等头部客户同时通过德国、美国全资子公司积极拓展海外市场，千亿市场下公司发展前景蒸蒸日上。

投资建议

不考虑宁德东恒并表，预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 26.33、42.95、53.46 亿元，同比分别+139%、+63%、+24%；公司实现归母净利润分别为 2.54、4.32、5.93 亿元，同比分别+263%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 31.31、18.40、13.41 倍。

假设宁德东恒 2022 年开始并表，基于业绩承诺，预计公司实现归母净利润分别为 3.31、5.14、6.80 亿元，同口径同比分别+132%、+55%、+32%，对应 PE 分别为 24.06、15.48、11.70 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

锂电扩产不及预期；资产重组风险；客户集中度过高风险；盈利能力不及预期；疫情反弹影响工厂投产。

考虑到公司盈利能力不及预期风险因素，以公司 2022-2024 年盈利能力做敏感性分析：

在盈利能力乐观假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.78、4.72、6.44 亿元，同比分别+297%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 28.61、16.86、12.35 倍；

在盈利能力中性假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.54、4.32、5.93 亿元，同比分别+263%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 31.31、18.40、13.41 倍。

在盈利能力悲观假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.30、3.93、5.42 亿元，同比分别+228%、+71%、+38%，对应 PE 分别为 34.57、20.25、14.66 倍。

图表：重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	502	1,102	2,633	4,295	5,346
YoY(%)	37.65	119.36	138.97	63.09	24.48
净利润(百万元)	61	70	254	432	593
YoY(%)	-15.56	15.36	262.53	70.14	37.26
毛利率(%)	31.92	27.62	28.28	29.14	30.10
净利率(%)	12.09	6.36	9.65	10.06	11.10
ROE(%)	5.62	5.89	17.59	23.04	24.02
EPS(摊薄/元)	0.80	0.92	3.33	5.66	7.77
P/E(倍)	130.95	113.52	31.31	18.40	13.41
P/B(倍)	7.36	6.68	5.51	4.24	3.22

目录

一、锂电行业制造龙头，产品自动化水平卓越	1
1.1 发轫于汽车行业，拓展锂电设备业务	1
1.2 管理层深耕汽车&机械行业，股权激励助力研发	2
1.3 公司营收驶入快车道，锂电板块占比提升	5
1.4 合理控制期间费用，研发积累核心技术	7
1.5 快速扩张期经营活动现金流收紧	8
二、多维亮点塑造产品卓越,核心优势构建行业壁垒	10
2.1 深耕模组&PACK 产线，产品全方位突破	10
2.1.1 模组&PACK 是承接电池和新能源车的关键环节	10
2.1.2 模组&PACK 产线价值占比约为 9%	10
2.1.3 公司模组&PACK 产品种类丰富	11
2.2 多维优势塑造产品竞争力	12
2.2.1 高自动化率领先行业标准	12
2.2.2 模块化架构提高工作效率	13
2.2.3 核心业务交叉互补构建产品生态	14
2.3 六大核心竞争力构建行业壁垒	14
三、深度绑定高端客户，资本运作上下游协同	16
3.1 精准布局锂电龙头，在手订单丰富	16
3.1.1 定位高精尖项目，绑定优质客户	16
3.1.2 2021 年在手订单充裕，与宁德时代合作紧密	16
3.2 资本运作收购宁德东恒，深度绑定宁德时代	17
3.2.1 公司拟定收购宁德东恒 51% 的股权	17
3.2.2 宁德东恒是优秀的动力电池外壳结构件供应商，与宁德时代关系密切	17
3.2.3 切入电池零部件领域，上下游协同赋能	19
3.2.4 深化 CTP/CTC 技术研发	19
四、积极开展产能扩建，拥抱千亿市场	21
4.1 产能扩建解决后顾之忧	21
4.2 2022-2025 年模组&Pack 市场预计超过千亿元	21
五、投资建议	24
六、风险因素	25

图表目录

图表 1： 公司发轫于汽车行业，积极拓展锂电设备业务	1
图表 2： 公司主要提供智能自动化产线，产品涵盖新能源汽车和燃油汽车	2
图表 3： 公司董事长潘延庆和总经理王颖琳为公司实际控制人，员工持股增强积极性	3
图表 4： 公司管理层经验丰富，担任核心技术人员	3
图表 5： 公司三次实施股权激励措施，行权门槛不断提高	4
图表 6： 股权激励高行权价彰显公司高市场预期	5

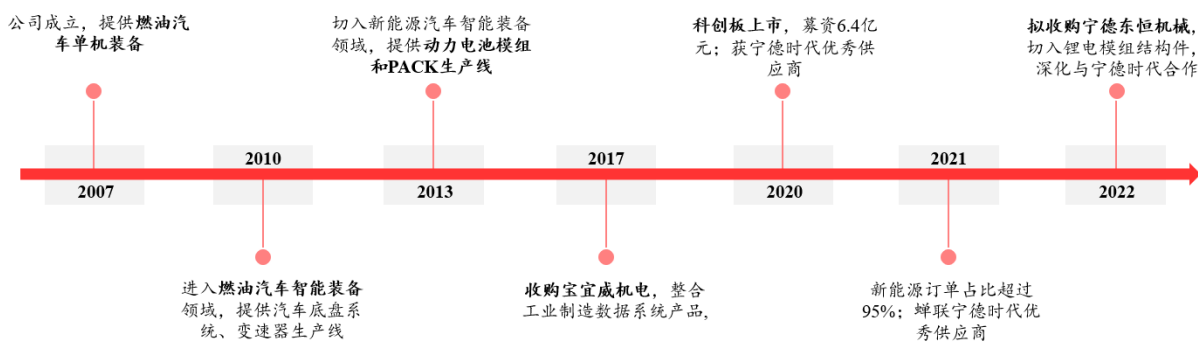
图表 7:	2017-2022Q1 公司营收保持高速增长	5
图表 8:	2021-2022Q1 归母净利润持续回暖	5
图表 9:	2021 年新能源板块营收占比达到 94%	6
图表 10:	2021 年新能源板块营收增速达到 179%	6
图表 11:	2019-2022Q1 扩张期毛利率和净利率收紧	6
图表 12:	2021 年公司新能源板块毛利率为 27%	6
图表 13:	2018-2022Q1 期间费用率波动较大	7
图表 14:	2017-2024 股权激励预计摊销费用	7
图表 15:	2021 年公司核心技术包含智能制造、测试、数据和 AGV	7
图表 16:	2020-2021 年公司扩张期经营活动现金流收紧	9
图表 17:	模组产品示意图	10
图表 18:	模组产品示意图	10
图表 19:	模组&Pack 线为锂电产线组装环节, 产线价格占比约为 9%	11
图表 20:	公司模组线的主要产品	11
图表 21:	公司 PACK 线的主要产品	12
图表 22:	公司模组&PACK 产线自动化率远超同行业	12
图表 23:	模组生产线的模块化架构	13
图表 24:	模块化架构的优势	13
图表 25:	公司业务交叉互补构建智能装备产业生态	14
图表 26:	六大公司核心优势构建行业壁垒	14
图表 27:	公司定位与高精尖项目, 绑定优质客户	16
图表 28:	2021-2022.06 公司公开中标宁德时代、孚能科技订单	16
图表 29:	公司收购宁德东恒公告进展	17
图表 30:	动力电池模组结构示意图	18
图表 31:	宁德东恒的主要产品	18
图表 32:	2021 年宁德东恒营收超 9 亿元	18
图表 33:	2021 年宁德东恒归母净利润 1.42 亿元	18
图表 34:	2020-2021 年宁德东恒前五大客户	19
图表 35:	公司与宁德东恒形成上下游协同并进行赋能	19
图表 36:	长模组技术示意图	20
图表 37:	CTC 总成示意图	20
图表 38:	CTP 技术两种主要技术路线	20
图表 39:	在建工厂投产后公司年产值将大幅增加	21
图表 40:	2021 年以来公司总人数快速增长	21
图表 41:	2020-2025 年国内新增落地产能	22
图表 42:	2020-2025 年国外新增落地产能	22
图表 43:	动力电池 PACK 合作模式	22
图表 44:	2020-2025 年国内模组&PACK 市场空间	23
图表 45:	2020-2025 年海外模组&PACK 市场空间	23

一、锂电行业制造龙头，产品自动化水平卓越

1.1 发轫于汽车行业，拓展锂电设备业务

先惠技术是一家聚焦于新能源汽车智能自动化装备领域与锂电设备领域的系统供应商。2007-2010 年公司起家于燃油汽车单机装备。通过良好的产品质量和服务，积累了蒂森克虏伯、采埃孚等优质客户资源；2013 年-2017 年，公司切入新能源汽车智能装备领域，为宁德时代新能源、合肥国轩等国内知名新能源汽车动力电池企业提供智能生产线，主要产品为动力电池模组&PACK 生产线等；2017 年，公司整合工业制造数据系统产品，收购了宝宜威机电及其子公司的工业制造数据系统相关经营性资产；2020 年公司在科创板上市，募资 6.4 亿元用于厂房建设和设备研发，同年获得宁德时代优秀供应商称号；2021 年公司新能源订单超过 95%，同时蝉联宁德时代优秀供应商称号；2022 年公司拟以现金的形式收购宁德东恒 51% 的股权，切入锂电池模组结构件，致力于成为全球锂电设备制造龙头企业。

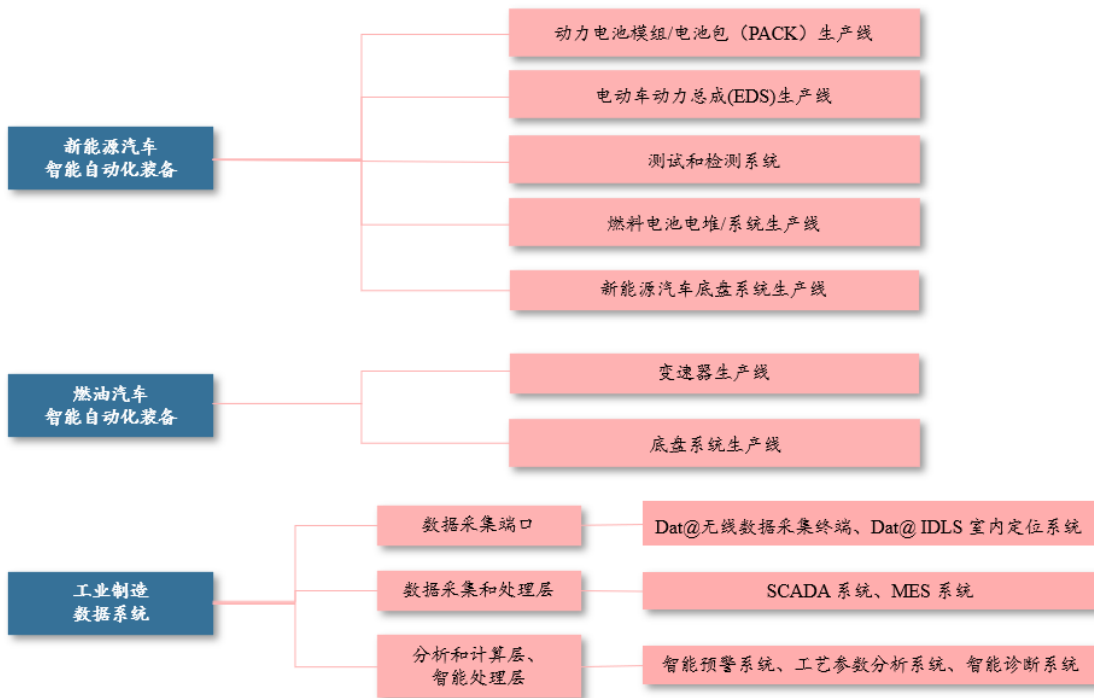
图表1： 公司发轫于汽车行业，积极拓展锂电设备业务



资料来源：招股说明书，公司公告，中信建投

公司现阶段业务主要分为**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**。新能源汽车智能自动化装备包括动力电池模组&PACK 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/系统生产线和新能源汽车底盘系统生产线。燃油汽车智能自动化装备主要用于燃油汽车底盘系统、变速器等汽车部件的自动装配。除此之外，公司还提供工业制造数据系统，可大幅提升智能自动化装备的智能化水平，主要产品包含数据采集端口、数据采集和处理层模块、分析和计算层模块等。

图表2： 公司主要提供智能自动化产线，产品涵盖新能源汽车和燃油汽车



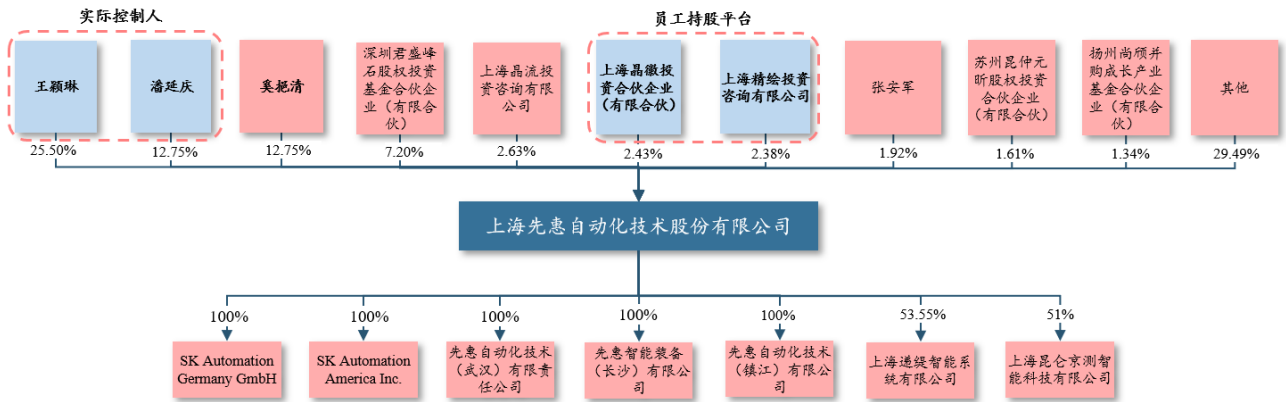
资料来源：公司公告，中信建投

1.2 管理层深耕汽车&机械行业，股权激励助力研发

公司董事长潘延庆和总经理王颖琳为公司实际控制人，截至 2022 年 3 月 21 日，潘延庆先生、王颖琳女士直接持股占总股本的 38.25%。公司通过晶徽投资和精绘投资实行员工持股，以增强员工积极性。晶徽投资和精绘投资系实际控制人潘延庆、王颖琳与核心管理人员、技术骨干于 2015 年共同设立，其中晶徽投资由潘延庆、王颖琳、张安军及其他 31 名自然人持股组成，精绘投资由张安军及其他 12 名自然人持股组成。截至 2022 年 3 月 31 日，晶徽投资股权占比 2.43%，精绘投资股权占比 2.38%

欧美子公司助力海外业务拓展。SK Automation Germany GmbH 和 SK Automation America Inc.分别为公司在德国和美国的全资子公司，注册资本分别为 1196 万欧元、238 万美元，2021 年净利润分别为-298.45、-0.75 万人民币。德国子公司主要服务于宁德时代、大众等客户，美国子公司也陆续接到订单，预计 2022 年公司海外业务将持续拓展。

图表3： 公司董事长潘延庆和总经理王颖琳为公司实际控制人，员工持股增强积极性



资料来源: Wind, 中信建投; (注: 截至2022年3月31日)

公司管理层经验丰富，以核心技术人员为主。公司董事长潘延庆技术出身，曾任上海大众汽车规划工程师、上海宝宜威机电董事长等职务，深耕机械设备行业 20 年，兼任公司首席技术官；公司董事王颖琳曾任上海伦福德汽车配件有限公司总经理助理、上海先汇装配机械有限公司总经理等职务，现任公司总经理。

图表4： 公司管理层经验丰富，担任核心技术人员

姓名	职位	履历
潘延庆	董事长，首席技术官	中国国籍，无境外永久居留权，1970年9月生，硕士研究生学历。1991年-1996年，任上海大众汽车有限公司规划工程师；1996年-1998年，任德国美最时洋行上海代表处工程部项目经理；1998年-2005年，任博世力士乐(中国)有限公司上海代表处拧紧技术事业部项目经理及部门经理；2005年-2015年，任上海宝宜威机电有限公司总经理；2015年5月-2019年6月，任上海宝宜威机电有限公司执行董事；2019年7月至今任上海宝宜威机电有限公司董事长。2016年1月开始担任公司董事长，2019年4月至今担任公司首席技术官。
王颖琳	董事、总经理	中国国籍，无境外永久居留权，1973年4月生，本科学历。1996年-1999年，任上海伦福德汽车配件有限公司总经理助理；1999年-2006年，任上海先汇装配机械有限公司总经理。2007年至今担任公司总经理，2010年6月-2016年1月任公司法定代表人、执行董事，2016年1月至今任公司董事。
陈益坚	董事、副总经理、财务负责人	中国国籍，无境外永久居留权，1972年5月生，本科学历。1995年9月至2004年3月，先后任国家旅游局财务外汇管理司直属企事业处、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；2004年4月至2011年11月，任北京中瑞达税务师事务所有限公司总经理；2011年11月至2017年10月，任道勤永信(北京)税务师事务所有限公司执行董事、经理。2016年1月至2017年10月任公司监事会主席，2017年10月至今任公司副总经理、财务负责人，2018年5月至今任公司董事。
张安军	董事、副总经理	中国国籍，无境外永久居留权，1996年至2004年，任航空工业集团哈尔滨汽车动力股份有限公司技术科长；2004年至2007年，任德国美最时洋行上海代表处高级项目主管；2007年至2010年，任上海ABB工程有限公司方案部主管。2010年6月至2016年1月任公司经理，2011年6月至2016年1月担任公司监事，2016年1月至今任公司董事、副总经理。

资料来源: 公司公告, 中信建投

公司为了进一步完善治理结构，建立、健全长效激励机制，三次实施股权激励，公司上市后分别于 2020 年 12 月、2021 年 4 月、2022 年 2 月分别以 24.6、71.54、108 (元/股) 的价格向 85、140、148 人授予 72.7、

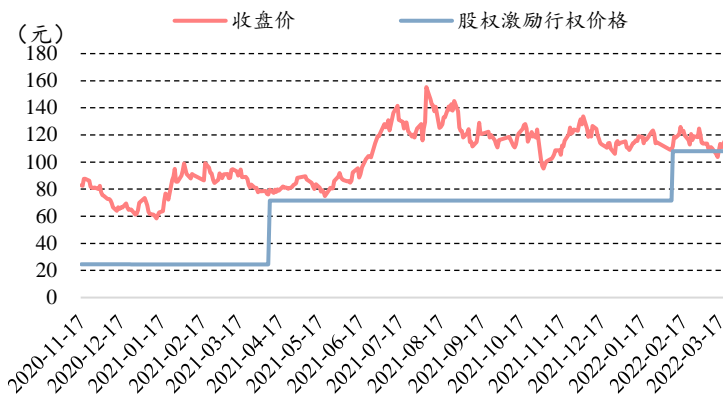
99、100 万股。1) 从公司发展角度看, 公司 2020 年、2021 年业绩增长均满足第一、二次限制性股票的行权条件; 2) 从行权要求来看, 三次股权激励措施的行权条件不断提高, 其中第三次股权激励要求 2022 年营收或净利润同比增长不低于 50%, 2023 年营收或净利润以 2021 年为基期增长不低于 100%; 3) 从行权价格角度来看, 公司第二、三次股权激励行权价格接近市场价, 彰显公司高市场预期, 突出公司发展潜力。

图表5: 公司三次实施股权激励措施, 行权门槛不断提高

最新公告日	激励标的物	激励总数 (万股)	总股本 占比	有效期 (年)	价格 (元/股)	激励对象 (人)	行权条件
2022/2/9	第二类限制性股票	100	1.32%	3	108	148	第一个归属期:2022 年度。以 2021 年营业收入或净利润为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 50%或净利润增长率不低于 50%; 第二个归属期:2023 年度, 以 2021 年营业收入或净利润为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 100%或净利润增长率不低于 100%。
2021/4/9		99	1.31%		71.54	140	首次授予的限制性股票:第一个归属期:2021 年度, 以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 50%或净利润增长率不低于 50%; 第二个归属期:2022 年度, 以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 100%或净利润增长率不低于 100%。 预留部分限制性股票:第一个归属期:2022 年度, 以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 100%或净利润增长率不低于 100%; 第二个归属期:2023 年度, 以 2020 年营业收入或净利润为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 200%或净利润增长率不低于 200%。
2020/12/21		72.2	0.95%		24.6	85	第一个归属期 2020 年度, 以 2019 年营业收入或净利润为基数, 2020 年营业收入增长率不低于 10%或净利润增长率不低于 10%; 第二个归属期 2021 年度, 以 2019 年营业收入或净利润为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 40%或净利润增长率不低于 40%。

资料来源: 公司公告, 中信建投

图表6：股权激励高行权价彰显公司高市场预期



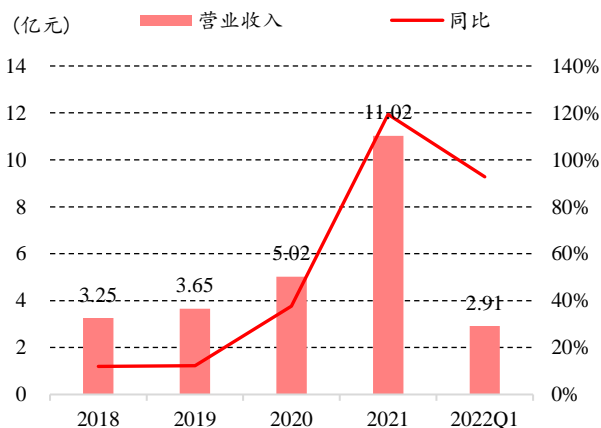
资料来源: Wind, 中信建投

1.3 公司营收驶入快车道，锂电板块占比提升

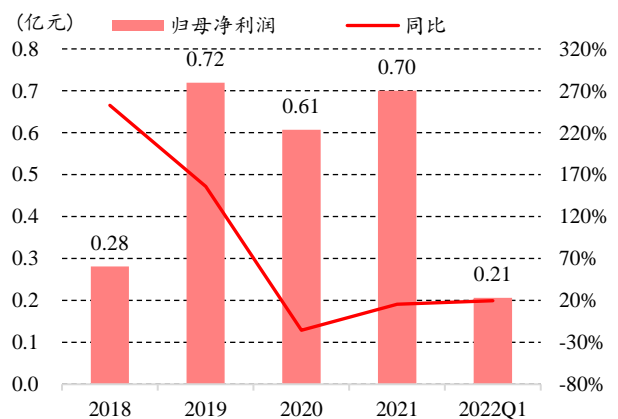
公司营收逐渐驶入快车道。2018-2022Q1，公司营业收入分别为 3.25、3.65、5.02、11.02、2.91 亿元，同比增长 11.96%、12.20%、37.65%、119.36%、92.76%，2018-2021 年 CAGR 为 39.56%。收入的稳定增长得益于公司将客户定位于中高端动力电池厂和整车厂，2021 年收入增幅较大主要是电池厂客户订单大幅增长所致。

归母净利润持续回暖。2018-2022Q1，公司归母净利润分别为 0.28、0.72、0.61、0.70、0.21 亿元，同比增长 252.72%、155.81%、-15.56%、15.36%、19.82%，2018-2021 年 CAGR 为 72.18%。2019 年公司收到某汽车企业全新一代新能源汽车智能自动化装备生产线项目订单，高订单价格产出高毛利，且公司 2019 年整体规模较小，因此归母净利润高于相邻年份。2020 年以后，公司归母净利润恢复稳定增长趋势。

图表7：2017-2022Q1 公司营收保持高速增长



图表8：2021-2022Q1 归母净利润持续回暖

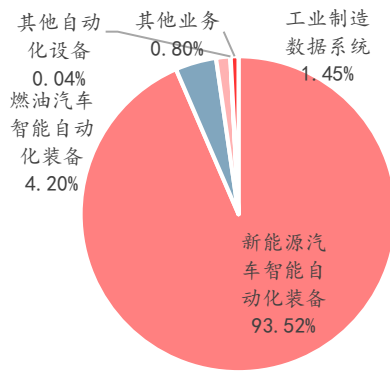


资料来源: Wind, 中信建投

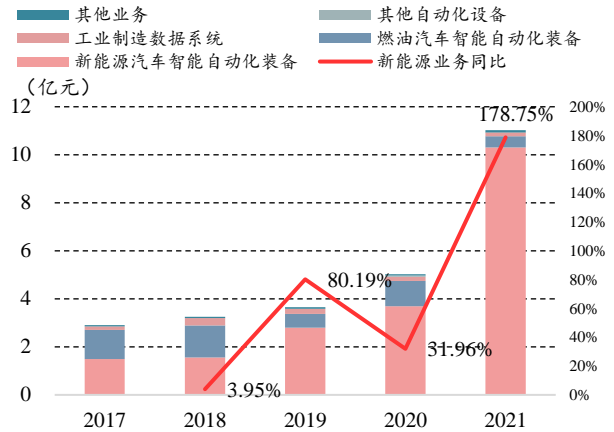
分产品来看，公司收入主要贡献来自于新能源汽车智能自动化装备。2021 年，公司新能源汽车智能自动装备、燃油汽车智能自动装备、工业制造数控系统营收占比分别为 93.52%、4.20%、1.45%。新能源业

务逐渐成为公司的主要业务。2018-2021 年，公司新能源业务同比增长分别为 3.95%、80.19%、31.96%、178.75%，四年 CAGR 为 62.01%。据 GGII 统计，2021 年中国动力电池出货量达 220GWh，同比增长 175%，公司新能源业务增长速度与动力电池出货量增速基本同步。

图表9：2021 年新能源板块营收占比达到 94%



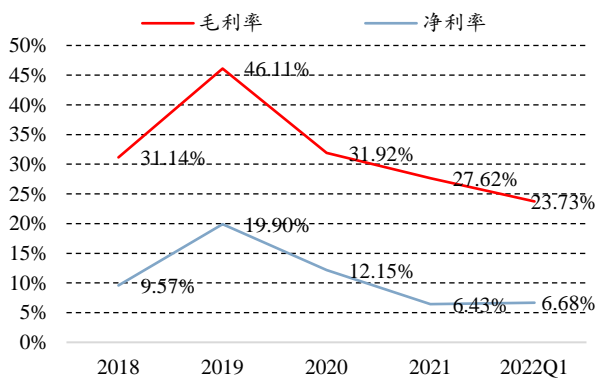
图表10：2021 年新能源板块营收增速达到 179%



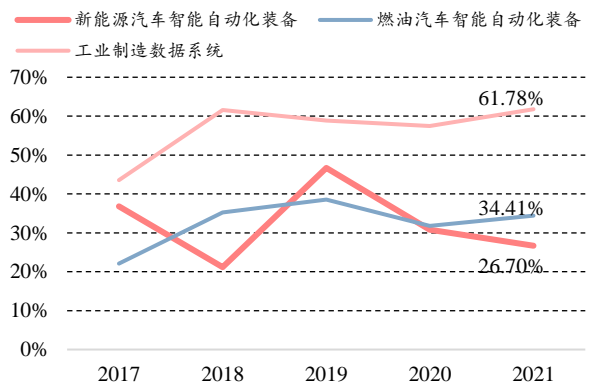
资料来源: Wind, 中信建投

公司盈利能力短期收紧。公司 2021 年毛利率为 27.62%，下降 4.3pct；分业务来看，2021 年公司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、其他自动化设备的毛利率分别为 26.70%、34.41%、61.78%、45.26%。2021 年新能源汽车智能自动化装备业务毛利率下滑的主要原因是：1) **让利重要客户**，2021 年公司主要客户由整车厂商转移到电池厂，竞争激烈，为抢占市场份额而适度让利，依靠规模体量换取净利润的上升；2) **人力成本的增加**，公司员工数量由 2020 年底的 700 余人增加到 2021 年底的 2300 余人，短时间内迅速放量带来人力成本的增加；3) **2021 年初原材料成本波动较大**。展望未来，随着公司从快速扩张期步入稳态扩张期，预计 2022 年底人均产值由 47 万元回归到 60-80 万元，全年净利润提高到两位数。

图表11：2019-2022Q1 扩张期毛利率和净利率收紧



图表12：2021 年公司新能源板块毛利率为 27%

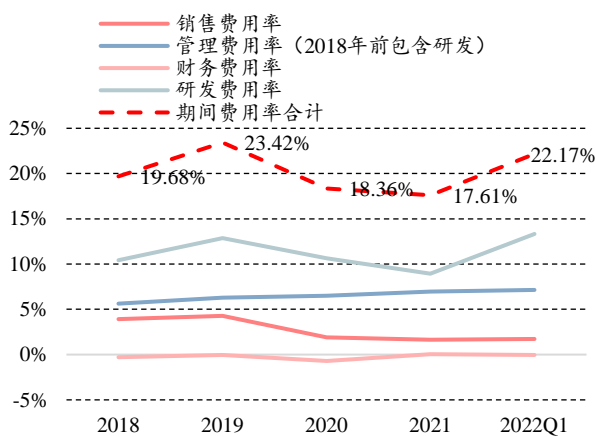


资料来源: Wind, 中信建投

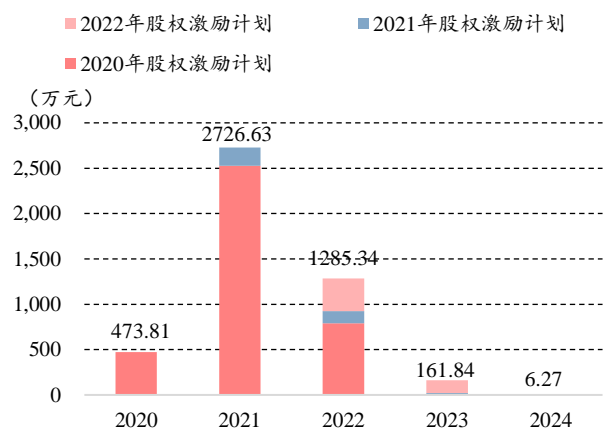
1.4 合理控制期间费用，研发积累核心技术

股权激励支付费用致使公司期间费用率波动较大。2018-2022Q1，公司期间费用率分别为 19.68%、23.42%、18.36%、17.61%、22.17%。其中 2022Q1 研发费用率和管理费用率较高，分别为 13.33% 和 7.15%。主要原因为：公司目前的研发致力于模块化和标准化设计，通过将非标产品标准化压缩后续扩张成本，早期研发费用波动较为明显；公司管理费用的增加主要来源于公司实施股权激励产生股份支付费用，2021-2024 年，公司限制性股票的预计摊销费用分别为 2726.63、1285.34、161.84、6.27 万元，剔除股份支付的影响，2021 年公司管理费用率降至 4.47%，为 4 年来最低。

图表13： 2018-2022Q1 期间费用率波动较大



图表14： 2017-2024 股权激励预计摊销费用



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

公司核心技术主要涵盖智能制造、测试、数据和 AGV 等领域。截止 2021 年 12 月 31 日，公司累计获得授权专利 88 件，授权软件著作权 50 件。其中 2021 年新增获得授权专利 24 件，授权软件著作权 6 件，2021 年获得国家级专精特新“小巨人”企业称号。智能自动化装备及工业制造数据系统产品制造过程涉及计算机软件、电气工程、机械电子工程、机械设计、工业设计等多个领域的专业知识，研发基础要求较高，是一个大型的定制型系统。公司每一项技术都逐一突破，从硬件到软件都是亲历亲为，积累了完整的生产线经验。

图表15： 2021 年公司核心技术包含智能制造、测试、数据和 AGV

技术类别	核心技术名称	应用领域	主要应用及其先进性
智能制造	高速机械手 SCARA 组 装技术	各类自动化生产线	采用视觉捕捉目标位置，高速取料，放料，完成各种组装动作，标准周期时间不大于 0.49 秒
	六轴机器人组装技术		采用视觉捕捉目标位置，高速取料，放料，完成各种组装动作，旋转速度不小于 90 度/秒，可以使机器人按照坐标行走的同时，实时反馈力曲线
	桁架机械手组装技术		采用视觉捕捉目标位置，高速取料，放料，完成各种组装动作，实现模组入箱压紧和拧紧功能，提高了抓取搬运和加压拧紧的效率
	多种胶纸贴装技术		胶纸卷装或者片装上料，自动吸料，裁切，贴装，视觉检查换料不停机，最大进给速度不小于 300mm/秒
	高精度气密性检测技 术		采用压力气体和抽真空，通过压力和流量的变化，来检测泄漏量，自动封堵时间不大于 2 秒

技术类别	核心技术名称	应用领域	主要应用及其先进性
	机器人流体涂抹技术		通过压力泵和流量泵将胶水或油脂从容器中抽出，通过加热和混合，按照工艺指定形状、轨迹和定量，自动完成涂抹。最大流体工作压力 3000Psi，最高操作温度 70 摄氏度，流体流量控制精度+/- 5%
	电芯组装处理技术（组装成模组）		将电芯进行测量、清洗、堆叠、CMT 和激光焊接、测试。单线生产节拍 3.33 秒，解决了传统的机器人堆叠电芯节拍慢、成本高及精度低的问题
	激光焊接技术		采用激光测距，判定焊接点的准确距离，监控宽度：320nm-1650nm，解决了传统焊接防护工装自动化程度不高等问题
	视觉检测及测量技术		通过图形学技术，解析视觉照片中的像素点，2000 万像素，分辨率 5440×3648，曝光时间 16us-1sec，确保螺栓拧紧质量
	连接器自动插接技术		机械浮动导引机构，实现插头和插座的自动对接和脱离一次对接成功率大于 99.99%
	自动拧紧技术		通过运动机构（含机器人）驱动拧紧轴到达指定位置，启动拧紧系统，完成螺栓或螺母的自动拧紧，CMK 大于 1.67，CPK 大于 1.33
	压装技术		通过对力、位移和速度的控制，实现高质量的压装采样频率不小于 4K
	生产线自动化输送和仓储		采用电机驱动的模式，该输送线更节省空间，更安全，噪音小，便于控制
	自动等离子清洗技术		通过射频电源在一定的压力情况下起辉产生高能量的无序的等离子体，通过等离子体轰击被清洗产品表面以达到清洗目的，最大清洗速度 22 米/分钟；单次清洗宽度 40mm
测试	动力电池 EOL 测试系统	新能源动力电池测试	CAN 通讯时间戳精度最高到 1um、平均反应时间 250um，对下线时电池组功能进行全面检测与故障排除
	动力电池充放电测试系统	新能源动力电池、电机、充电桩、燃料电池的测试	用于电池组循环充电、放电功能、容量和寿命等性能检测，实现能量效率不小于 95%，操作温度 0-40 摄氏度，电流纹波<±0.2%F.S.
	后桥倾角和束角自动调整技术	汽车底盘检测	用于车桥自动抓取入位，车桥负载震动模拟，自动测量和调教，实现前束角和外倾角的调整精度不小于 0.02'，显示精度 0.01'，调整节拍不大于 60 秒
数据	MES 技术	各类自动化生产线	用于公司基于配套各类智能化装备开发的 MES 系统
	工业制造大数据分析技术		用于公司工业制造数据系统，根据客户定制化需求，实现智能预警、工艺参数分析、智能诊断等智能处理功能，提升了设备预防性维修、预诊断趋势分析的精确度
AGV	AGV 在智能柔性生产线中的应用	各类自动化生产线	用于公司各类智能柔性生产线中配套 AGV 运载系统

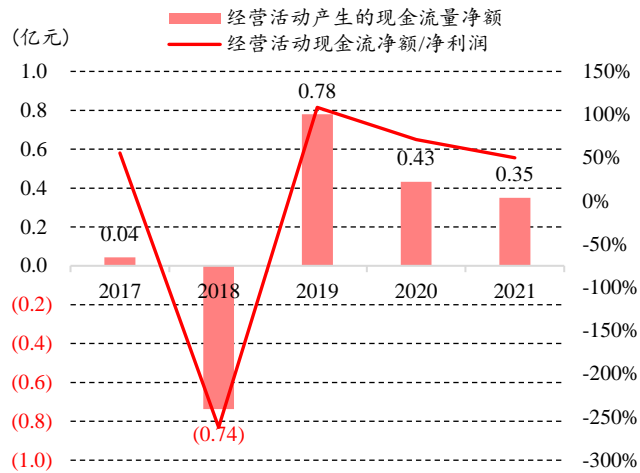
资料来源：公司公告，中信建投

1.5 快速扩张期经营活动现金流收紧

2020-2021 公司扩张期经营活动现金流收紧。2018-2021 年，公司经营活动现金净额分别为-0.74、0.78、0.43、0.35 亿元。依照行业惯例，签订合同、发货、量产验收、质保金所占订单收入比例分别为 30%、30%、

30%、10%，公司目前处于扩张期，前期货款不足以覆盖后期的垫资费用，故出现现金流量下滑现象，目前公司借助上市融资、保函、承兑汇票等贷款方式积极缓解现金流压力。公司在客户选择上较为谨慎，高端产线客户居多，2018-2021，公司应收账款占资产的比例由 50%下降到 5.4%，信用风险降低，资产结构持续改善，利好公司发展。

图表16： 2020-2021 公司扩张期经营活动现金流收紧



资料来源: Wind, 中信建投

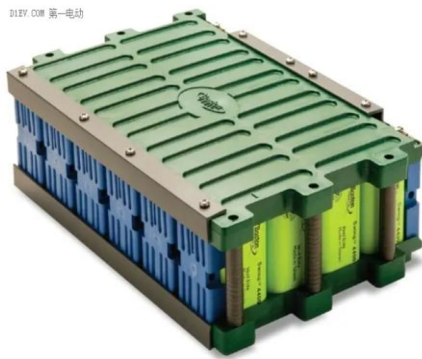
二、多维亮点塑造产品卓越,核心优势构建行业壁垒

2.1 深耕模组&PACK 产线，产品全方位突破

2.1.1 模组&PACK 是承接电池和新能源车的关键环节

公司的设备产品主要针对模组、电池包阶段。模组是由几颗到数百颗电芯经串、并联方式组合，加装单体电池监控与管理装置后形成的电芯与 PACK 的中间产品，其结构对电芯起到支撑、固定和保护作用，性能优异的模组可以降低电芯串/并联组合后容量损失、解决升温导致的各电池间温度不均匀、应对颠簸路面的振动冲击并降低电池组故障的概率；**电池包**是根据终端产品的个性化需求，将模组或电芯进行组装、装配而形成的组合电池系统，其结构包括多个模组、电缆、控制器、保护壳、冷却系统、控制系统等，电池包可以改善动力电池系统的空间利用率、提高锂电池能量密度、增加电池绝缘结构安全性、提升新能源汽车的续航能力与稳定性等。

图表17： 模组产品示意图



图表18： 模组产品示意图

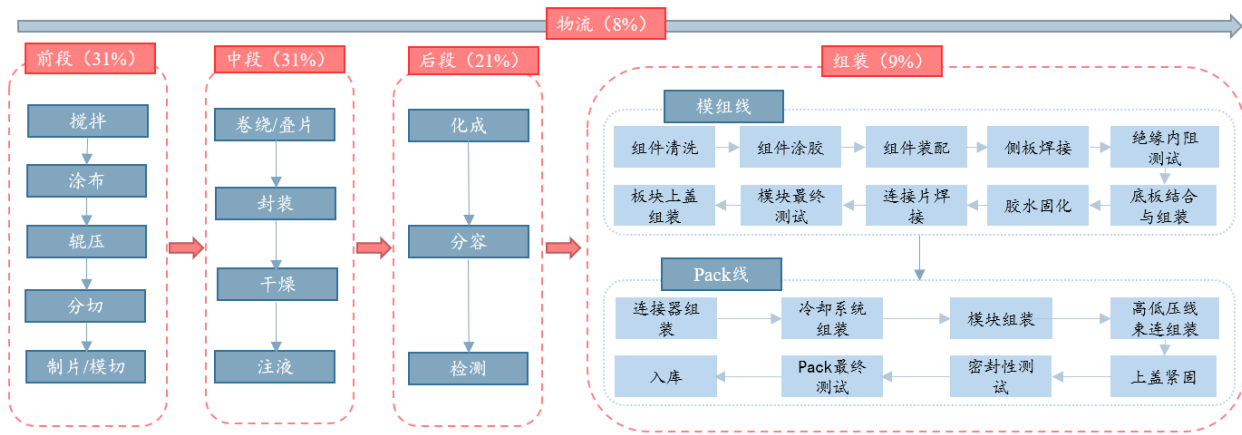


资料来源：车家网、第一电动，中信建投

2.1.2 模组&PACK 产线价值占比约为 9%

锂电池生产流程可分为极片制片、电芯装配、电芯检测和模组&PACK 组装、物流共 5 个环节，对应不同设备。前段为极片制片环节，包括搅拌、涂布、辊压、分切、制片；中段为电芯装备环节，包括卷绕/叠片、封装、干燥、注液；后段为电芯检测环节，包括化成、分容、检测；组装环节主要包括模组线和 PACK 线两部分。根据我们测算，极片制片、电芯装配、电芯检测、模组&PACK 组装、物流环节价值量占比分别为 31%、31%、21%、9%、8%。

图表19：模组&Pack 线为锂电产线组装环节，产线价格占比约为 9%



资料来源：GGII、起点锂电、宁德时代招股书、中信建投

2.1.3 公司模组&PACK 产品种类丰富

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。公司通过自主研发实现全产线产品的覆盖。

图表20：公司模组线的主要产品



资料来源：先惠技术官网、中信建投

图表21： 公司 PACK 线的主要产品



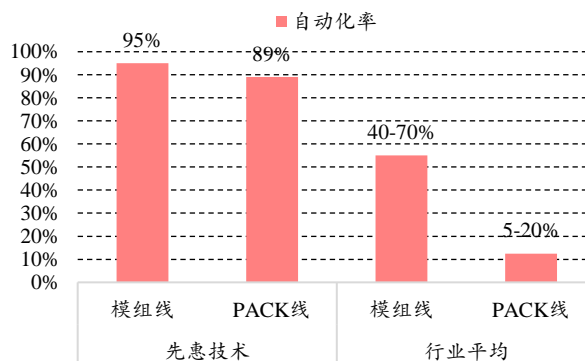
资料来源：先惠技术官网、中信建投

2.2 多维优势塑造产品竞争力

2.2.1 高自动化率领先行业标准

公司模组和 PACK 生产线自动化率已远超同行业水平。在全球动力电池高出出货量需求与人力成本经济性约束的矛盾背景下，生产线的自动化率将成为下游企业角逐的关键因素。基于自身的研发技术，公司模组生产线的生产节拍最高可达 20.58 秒/个，自动化率已高达 95%，相比之下，同行业模组自动化率在 40%-70% 之间；公司电池包（PACK）生产线的生产节拍可达 51 秒/件，已经实现 89%的自动化率，而同行业 PACK 设备产品仅只有 5%-20%，差距十分显著。

图表22： 公司模组&PACK 产线自动化率远超同行业

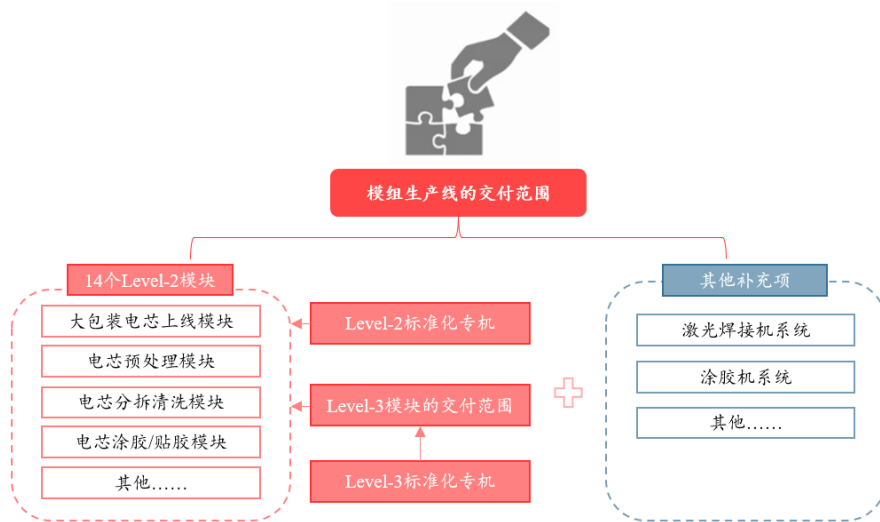


资料来源：公司公告，GGII，中信建投

2.2.2 模块化架构提高工作效率

公司通过将核心技术的积累变成标准化模块把产线快速拼接起来，提高工作效率。不同于电芯产品的高标准化生产，模组&PACK 要满足终端产品独特的定制化需求，产线有超过 10000 个零件组合而成，工艺流程复杂。公司将模组线定义为 14 个 level-2 的标准化模块包括大包装电芯上线、电芯预处理、电芯分拆清洗、电芯涂胶、端板绝缘罩、双机器人堆叠站、测缝焊及处理、机器人加热净置、BSB 焊接模块等，14 个 level-2 标准化模块再加上激光焊接机系统等其他的补充项产出定制化产品，订单交付周期缩短到 6 个月。模块化架构便于高速复制，可以减少对高级工程师的依赖，同时便于标准化管理，进而提升工作效率，降低多项成本。

图表23： 模组生产线的模块化架构



资料来源：公司公告，中信建投

图表24： 模块化架构的优势

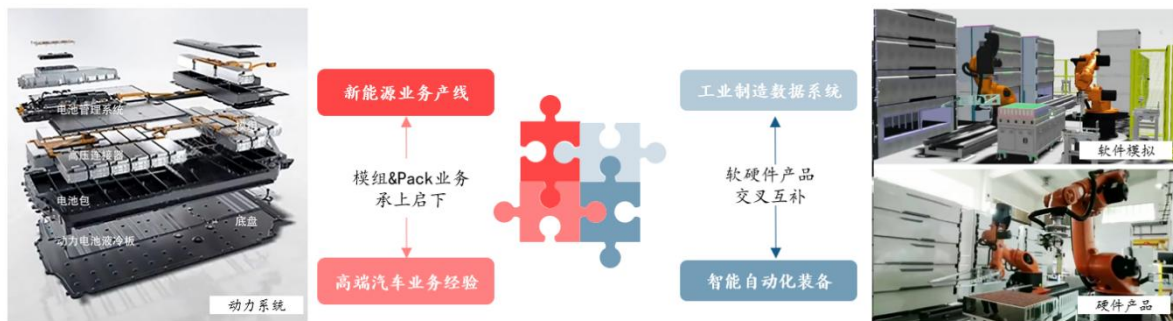
优势	内容
节约时间	减少了工艺部门方案洽谈的时间
	缩短了设计周期
	减少了设备调试时间
	缩短了采购的商务谈判时间
减少费用	减少了设计费用
	减少了运营管理成本
降低风险	减少了“不可预估风险”
	设备维修方便，减少了维修技术风险
	供应商与客户的关系更为紧密，增加了双方抗风险的能力
存货流转	提升备件的通用性，减少了备件的库存
促进创新	明确和持续的降本增效计划，带来持续的创新

资料来源：公司公告，中信建投

2.2.3 核心业务交叉互补构建产品生态

公司多核心业务交叉互补构建智能自动化装备产品生态。1) 高端汽车装备制造和锂电池业务交叉互补：模组&PACK 业务是汽车行业和电池行业的重合部分，产品的成功涉及多个环节，公司多年的整车自动化装备业务积累丰富的项目经验，在机械信息工程、软件及信息化开发、零部件制造及采购、系统集成及安装调试、系统技术升级等环节形成核心优势，助力模组&PACK 业务的开展。2) 智能自动化装备和工业制造数据系统形成软硬件交叉互补：智能自动化装备属于智能制造关键技术装备（硬件基础），工业制造数据系统属于智能制造基础软件（软件基础），公司可以预先进行设备的模拟仿真，进而指导硬件装备的研发，通过软件、通讯、硬件三者的深度协同创造溢出价值。

图表25： 公司业务交叉互补构建智能装备产业生态



资料来源：公司公告，中信建投

2.3 六大核心竞争力构建行业壁垒

六大核心优势应对行业需求，塑造产品竞争力。智能自动装备是一个大型定制型系统，涉及专业领域广、产线环节复杂、产品技术难度高，且下游客户中高端市场呈寡头垄断竞争格局，对产品的自动化率、成本以及生产效率要求较高。公司通过技术与经验的积累，逐渐形成技术优势、项目经验优势、核心客户优势、产品模式优势、服务优势和产品质量优势。

图表26： 六大公司核心优势构建行业壁垒

核心竞争力	行业需求	核心竞争力
技术优势	智能自动化装备及工业制造数据系统产品制造过程涉及多撰写协同，研发基础要求较高，是一个大型的定制型系统。	公司积累了丰富的技术储备并建立了强大的技术团队，截止 2021 年底已取得 88 专利权，50 项软件著作权，能够满足上汽集团系、上汽大众系、德国大众系、一汽集团系、华晨宝马、采埃孚系等全球知名企业的严苛技术标准。
项目经验优势	智能自动化装备为大型非标产品，产品的成功涉及整体多个环节。客户需求变化性和生产复杂性的提升导致项目管理难度较高。	公司自成立以来，一直致力于与汽车行业领先企业的合作，产品主要应用于中高端品牌汽车的生产，产品线横跨燃油汽车及新能源汽车领域，具备丰富的项目经验，是公司业务开拓的重要优势。

核心竞争力	行业需求	核心竞争力
核心客户优势	汽车行业中高端市场的优质客户是行业内的稀缺资源。	公司凭借一流的技术和过硬的产品质量，在已进入的多个细分领域拥有一大批国内外优质的客户资源，成功跻身上汽大众系、一汽集团系、华晨宝马等汽车厂商，宁德时代新能源、孚能科技等新能源汽车动力系统厂商的供应商体系，还为上汽集团系、采埃孚系等国际知名汽车零部件生产企业提供生产线装备。
产品模式优势	工业 4.0 概念带来的制造升级，客户对制造装备的智能化升级需求更为迫切。	公司提供的产品中智能化装备属于智能制造关键技术装备（硬件基础），工业制造数据系统属于智能制造基础软件 / 网络 / 安全技术（软件基础）。两大类产品形成了互补的优势，能够有效形成交叉销售。
服务优势	智能化装备属于客户的核心生产设备，客户对供应商的服务能力和反应速度较为重视。	公司具有丰富的大中型客户项目服务经验，提供覆盖项目全流程的高质量服务，精细化服务涵盖项目前期、验收、培训、质保等多环节。
产品质量优势	行业对高标准、高质量、高可靠性产品提出新的要求。	公司生产车间实行 5S 质量管理条例，并通过了 ISO9001、ISO14001 体系认证，大力贯彻实施企业的标准化管理流程。

资料来源：公司公告，中信建投

三、深度绑定高端客户，资本运作上下游协同

3.1 精准布局锂电龙头，在手订单丰富

3.1.1 定位高精尖项目，绑定优质客户

公司现阶段及未来将定位于高精尖项目，绑定优质客户，聚焦于世界主流汽车企业与动力电池企业展开市场战略布局。随着大型车企纷纷开展动力电池自供的战略布局，公司动力电池模组+PACK 生产线的客户既可以面向锂电企业如宁德时代、孚能科技，又可以面向汽车整车企业如戴姆勒、BMW、大众等。除此之外，公司是目前少数直接为欧洲当地主要汽车品牌（大众斯柯达（捷克））提供动力电池包（PACK）生产线的中国企业。

图表27： 公司定位与高精尖项目，绑定优质客户



资料来源：先惠技术，中信建投

3.1.2 2021 年在手订单充裕，与宁德时代合作紧密

公司在手订单充裕，预计 2022 年公司新签订单将持续增加。1) 从订单种类来看，2021 年新能源订单占比超过 95%，主要是电池模组&Pack 产线，还包括部分电芯自动化物流、储能产线订单；2) 从客户结构来看，2021 年公司订单主要来自于宁德时代，其次是孚能科技、亿纬锂能以及整车厂商宝马、大众、上汽、一汽等。

公司与宁德时代合作紧密。2018-2020 年公司与宁德时代会计往来逐年增加，签订的不含税合同金额分别为 188.79、628.09、1820.18 万元，占公司当年营业收入的比例由 0.58%提升至 3.62%。2021-2022.04 公司公开中标宁德时代、孚能科技订单分别共计 15.48（不含税）、3.43（不含税）亿元。

图表28： 2021-2022.06 公司公开中标宁德时代、孚能科技订单

公告日	签约日	客户	是否含税	金额(亿元)
2022/04/07	2021.12-2021.04	宁德时代	不含税	2.89

公告日	签约日	客户	是否含税	金额(亿元)
2021/12/13	2021.10-2021.12		不含税	2.53
2021/10/26	2021.7-2021.10		不含税	2.51
2021/7/12	2021.5-2021.7		不含税	2.61
2021/5/7	2021.1-2021.5		不含税	2.92
2021/1/1	2021Q4-2022.1		不含税	2.02
宁德时代合计			不含税	15.48
2021/1/14	2021.1	孚能科技	含税	3.43

资料来源：公司公告，中信建投；（注：截至2022年6月19日）

3.2 资本运作收购宁德东恒，深度绑定宁德时代

3.2.1 公司拟定收购宁德东恒 51%的股权

2022年2月，公司与宁德东恒机械签署《股权收购意向书》，拟定于2022年6月30日前签署最终交易文件。2022年5月，公司发布《重大资产购买报告书（草案）》，**拟定以现金支付 8.16 亿元购买宁德东恒 51%股权**，同时标的公司做出业绩承诺：**2022 年度承诺净利润不低于 1.5 亿元，2023 年度承诺净利润不低于 1.6 亿元，2024 年度承诺净利润不低于 1.7 亿元**。截至2022年6月初，收购方案仍在积极推进中。

图表29： 公司收购宁德东恒公告进展

公告日期	类型	内容
2022.02.11	股权收购意向书	公司与标的公司签署了《股权收购意向书》，公司拟以现金方式收购标的公司 51% 股权。同时声明，截至 2022 年 6 月 30 日，交易各方未就本次交易签署最终交易文件的，本意向书自动终止。
2022.03.11	进展公告	方案筹划论证
2022.04.12	进展公告	方案筹划论证
2022.04.16	进展补充公告	确定本次重组的中介机构，交易的主要收购条款基本确定
2022.05.23	重大资产购买报告书(草案)	上市公司拟以支付现金的方式购买石增辉、林陈彬、林立举合计持有的宁德东恒 51% 股权，交易金额合计为 81600 万元。 标的公司 2022 年度承诺净利润不低于 1.5 亿元； 2023 年度承诺净利润不低于 1.6 亿元； 2024 年度承诺净利润不低于 1.7 亿元。

资料来源：公司公告，中信建投

3.2.2 宁德东恒是优秀的动力电池外壳结构件供应商，与宁德时代关系密切

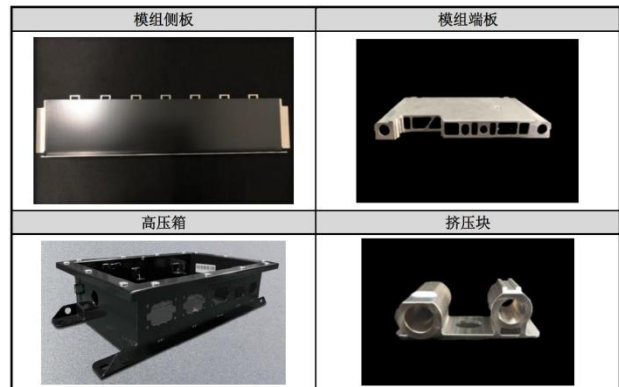
宁德东恒机械成立于 2014 年，是一家专注于新能源动力电池精密结构件的高新技术企业，其产品广泛应用于动力电池模组的外壳结构，如侧板、端板和特殊结构需求。宁德东恒掌握金属切割、压延、贴膜、喷涂、焊接等批量生产工艺，为客户提供个性化电池外壳的解决方案和批量生产方案，2019 年其入选福建省“专精特新”企业。截止 2021 年底，公司拥有 1 项发明专利和 88 项实用新型专利。

图表30：动力电池模组结构示意图



资料来源：公司公告，中信建投

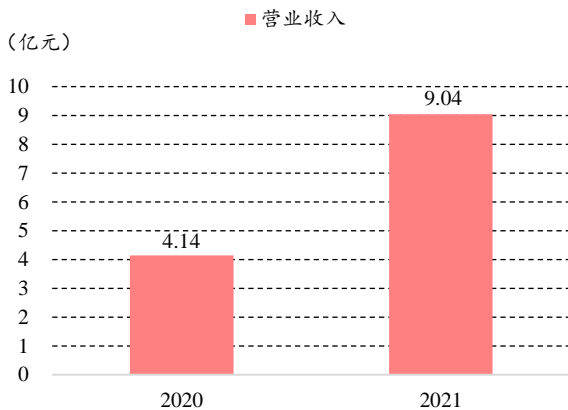
图表31：宁德东恒的主要产品



资料来源：公司公告，中信建投

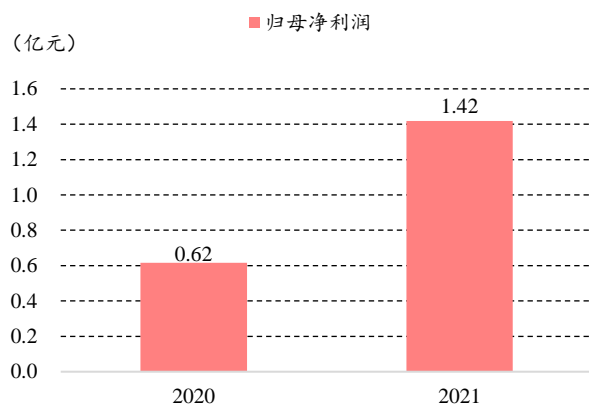
2020-2021 年宁德东恒的业绩实现高速增长。2020-2021 年宁德东恒营业收入分别为 4.14、9.04 亿元，同比增长 118.23%；宁德东恒归母净利润分别为 0.62、1.42 亿元，同比增长 130.00%。预计资产重组合并报表后，先惠技术 2021 年营业收入将由 11.02 亿元变为 20.06 亿元，净利润将由 0.71 亿元变为 2.10 亿元。

图表32：2021 年宁德东恒营收超 9 亿元



资料来源：公司公告，中信建投

图表33：2021 年宁德东恒归母净利润 1.42 亿元



宁德东恒与宁德时代关系密切。2020-2021 年，宁德东恒与宁德时代销售额分别为 3.63、8.41 亿元，同比增长 131.68%，占当期营业收入比例分别为 87.63%、92.99%，宁德东恒销售的主要产品为模组侧板、端板及工装夹具等。

宁德东恒与宁德时代的合作关系从 2014 年持续至今，现在已经是宁德时代长期稳定的战略合作伙伴。宁德东恒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，例如共同完成从贴普通蓝膜绝缘，至喷涂绝缘，再到热压绝缘的迭代创新。宁德东恒结合自身在质量控制方面的优势，为宁德时代持续提供高质量、高度一致性的精密结构件，在长期合作过程中日益加深对业务和产品的理解。因此，在动力电池行业产能快速增长的大背景下，宁德东恒成为宁德时代标准电池壳侧板、端板重点供应商。宁德东恒曾多次获得“CATL 优秀供应商”、“CATL 投产贡献奖”等认证。

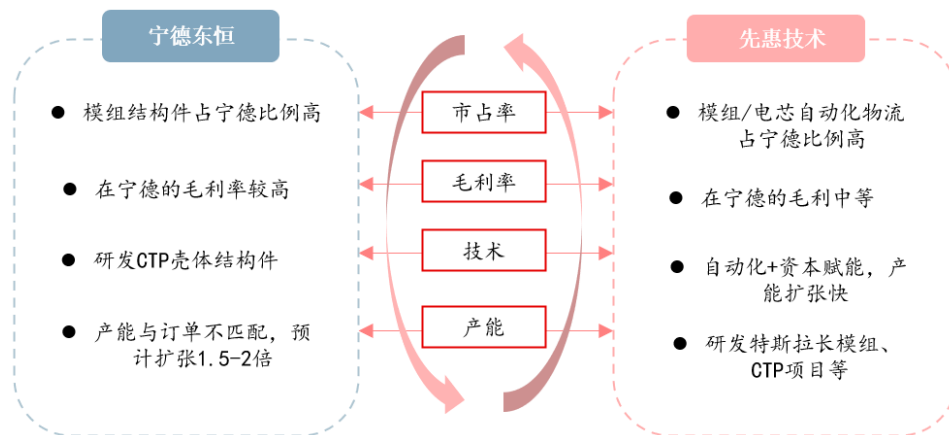
图表34： 2020-2021年宁德东恒前五大客户

2021年			2020年		
客户名称	销售额 (亿元)	占当期营业收入比例	客户名称	销售额 (亿元)	占当期营业收入比例
宁德时代新能源科技股份有限公司	8.41	92.99%	宁德时代新能源科技股份有限公司	3.63	87.63%
宁德新能源科技有限公司	0.15	1.64%	宁德新能源科技有限公司	0.27	6.59%
福建元晟汽车配件科技有限公司	0.12	1.28%	福建元晟汽车配件科技有限公司	0.06	1.36%
福建瀚盈实业有限公司	0.10	1.06%	凌云工业股份有限公司宁德分公司	0.05	1.10%
广东和胜新能源科技有限公司	0.06	0.62%	福建瀚盈实业有限公司	0.03	0.76%
合计	8.82	97.57%	合计	4.04	97.44%

资料来源：公司公告，中信建投

3.2.3 切入电池零部件领域，上下游协同赋能

公司收购宁德东恒业务从新能源电池生产线领域扩展到新能源电池零部件领域，增强了公司服务新能源汽车及动力电池客户的能力。赋能优势包括：1) 宁德东恒生产的锂电池结构件产品有望与公司新能源汽车自动化设备产生上下游协同并进行产能和技术领域赋能，提高公司产品产量与产值，强化新能源车设备、产品的双轮驱动发展战略；2) 另外公司在切入锂电池模组结构件的同时，也将利用宁德东恒在宁德时代现有的市占率优势、毛利率优势加深与宁德时代绑定。

图表35： 公司与宁德东恒形成上下游协同并进行赋能


资料来源：公司公告，中信建投

3.2.4 深化 CTP/CTC 技术研发

CTP (Cell To Pack)，即无模组技术。 CTP 技术由于省去了电池模组组装环节，具有轻量化（电池包零部件数量减少 40%）、高能量密度（能量密度提升 10%-15%）和低成本（生产效率提升了 50%）的特点，未来有望成为大势所趋。CTP 技术现有两种不同的技术路线。一是彻底取消模组的方案，以比亚迪

刀片电池为代表；二是小模组整合为大模组的方案，以宁德时代 CTP 技术为代表。CTC (Cell to Chassis) 是 CTP 技术的进一步集成，完全使用汽车地板的上下板代替电池壳体和盖板，电池与车身地板和底盘一体化设计，进一步提高空间利用率，目前 CTC 技术正处在研发阶段。

公司收购宁德东恒将加速技术赋能以及 CTP 技术的应用。目前公司具备某重点国际品牌车企长模组等 CTP 项目的经验，而宁德东恒主营业务包含 CTP 壳体结构件，公司收购宁德东恒将加速 CTP 技术的研发及应用。

图表36：长模组技术示意图

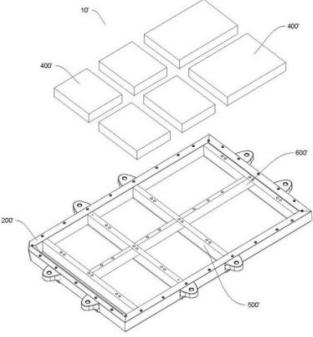
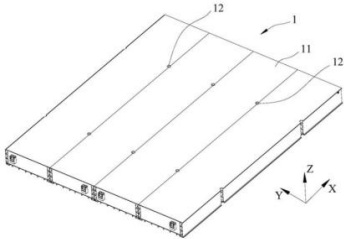
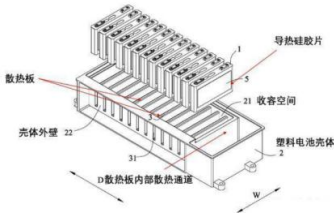
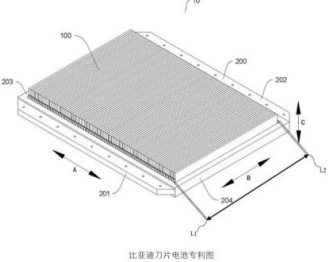
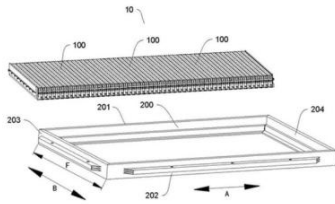


图表37：CTC 总成示意图



资料来源：先惠技术，中信建投

图表38：CTP 技术两种主要技术路线

产品种类	传统电池三级结构	大模组技术	无模组技术
产品介绍	电芯-模组-PACK 三级结构	电池 PACK 由至少两个以上的大模组构成，每一个模组之间通过固定件连接在电池托盘上	省去模组环节，刀片电芯直接插入到电池包中
主要产品	-	宁德时代：麒麟电池	比亚迪：刀片电池
结构示意图		 	 

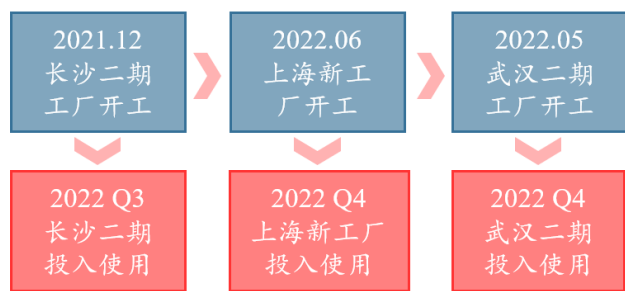
资料来源：GGII，电动邦，宁德时代，中信建投

四、积极开展产能扩建，拥抱千亿市场

4.1 产能扩建解决后顾之忧

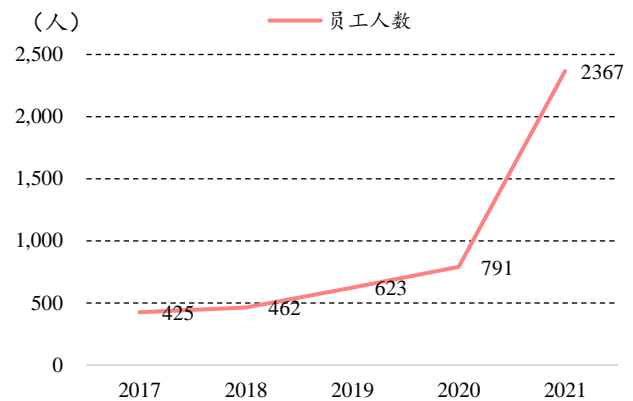
公司目前正处在产能爬坡期，各工厂目前满负荷运载，瓶颈在于场地不足，产能扩张受限，随着新建工厂的投入使用，预计产能将大幅释放。截止 2021 年底，公司总工厂面积为 7.2 万平方米，同比增长 355%，包含上海一厂、上海二厂、武汉工厂和长沙一期工厂。公司长沙二期工厂、武汉二期工厂预计于 2022 Q3、Q4 陆续投产，上海新建工厂由于疫情投产时间有所延期。在建工厂全部竣工后，公司工厂总面积将达 14 万平方米，较 2021 年底提升 94%，全部达产年产值预计将达到 40 亿元。从人员端看，2020-2021 年公司人数增加由 791 人增加至 2367 人，同比增长 199%，预计 2022 人数持续增加，人员扩招利好公司产能释放。

图表39： 在建工厂投产后公司年产值将大幅增加



资料来源：先惠技术，中信建投

图表40： 2021 年以来公司总人数快速增长

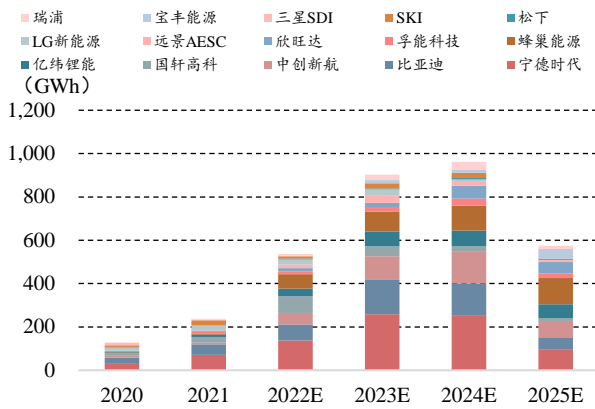


资料来源：先惠技术，中信建投

4.2 2022-2025 年模组&Pack 市场预计超过千亿元

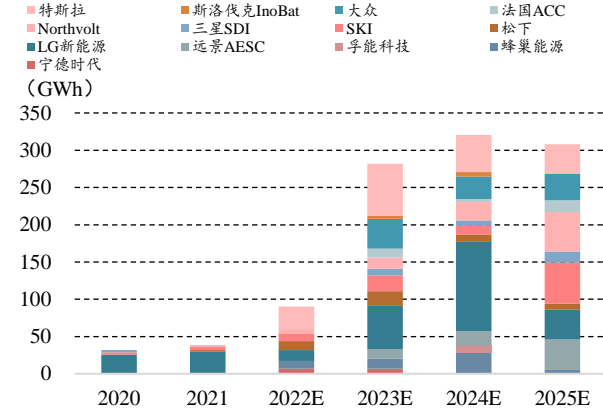
通过对公开扩产计划进行整理，截至 2022 年 6 月 19 日，2020-2025 年主要电芯厂商国内新增落地产能合计分别为 127.1、238.2、536.0、902.3、961.3、574.4GWh，国外新增落地产能合计分别为 32.0、38.5、90.1、281.7、320.7、308.0GWh，电芯高速扩产利好下游模组市场发展。

图表41： 2020-2025 年国内新增落地产能



资料来源：中信建投整理；（注：截至2022年6月19日）

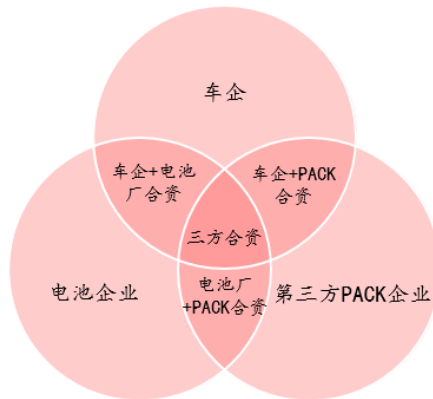
图表42： 2020-2025 年国外新增落地产能



资料来源：中信建投整理；（注：截至2022年6月19日）

目前动力电池模组&PACK 市场主要分为三种类型：车企、电池企业和第三方 PACK 企业，三方通过不同形式的资本绑定产生多种合作模式。根据智研咨询数据，2019 年车企、第三方 PACK 企业、电池企业的 PACK 市场占比分别为 14%、19%、67%，车企和电池企业分别处在 PACK 的下游和上游，将发挥产业链整合优势，所占份额逐年增加。

图表43： 动力电池 PACK 合作模式



资料来源：OFweek，中信建投

根据如下数据假设推算 2022-2025 年模组&PACK 设备的市场空间：

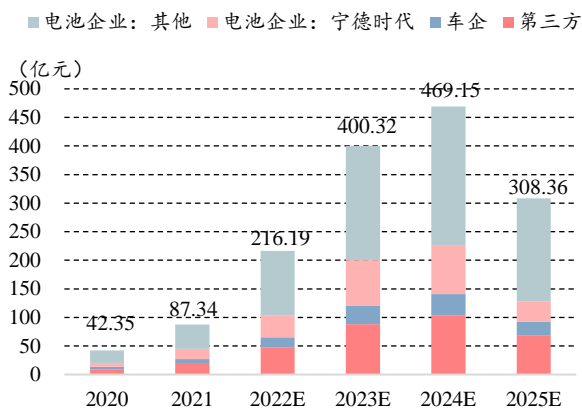
产量：1) 假设电芯厂落地产能增量与模组&PACK 产能增量相同；2) 电池厂所生产的电芯除外供整车厂和第三方企业进行加工生产外均通过自有加工为模组&PACK；3) 假设目前 PACK 市场结构与模组相同，电池企业和车企市场份额逐年提升，第三方企业逐年下降；

价格：4) 智研咨询数据显示，模组&PACK 的价格和产线自动化率紧密相关，2021-2025，预计模组&PACK 产线的行业平均自动化率分别为 40%、50%、60%、70%、80%；5) 2020 年模组&PACK 产线投资额约为 0.33 亿元/GWh，假设 2021-2025 年随着产线自动化率提升，产线价值每年增长 10%；6) 目前宁德时代为公司的主要客户，考虑到公司和宁德时代的绑定关系将逐年加深，将宁德时代、和其他电池厂商模组&Pack 市场空间分开计算。

结论:2022-2025 年国内模组&Pack 的市场空间分别为 216.19、400.32、469.15、308.36 亿元, 合计 1394.01 亿元; 2022-2025 年海外模组&Pack 的市场空间分别为 36.34、124.98、156.51、165.35 亿元, 合计 483.18 亿元; 其中 2022-2025 年宁德时代全球(国内+海外)模组&Pack 的市场空间分别为 41.50、83.23、85.75、35.32 亿元, 合计 245.81 亿元。

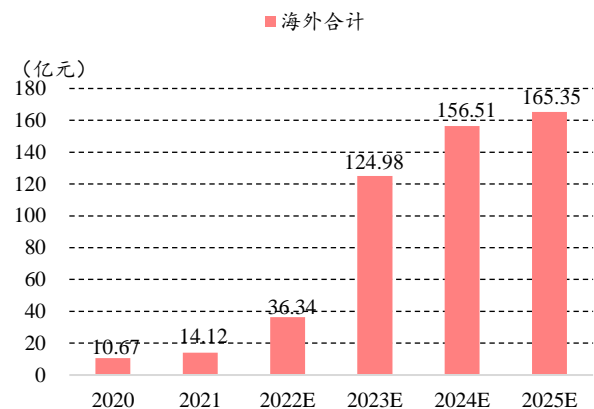
公司在国内市场深度绑定宁德时代等头部客户同时通过德国、美国全资子公司积极拓展海外市场, 千亿市场下公司发展前景蒸蒸日上。

图表44: 2020-2025 年国内模组&PACK 市场空间



资料来源: 中信建投测算

图表45: 2020-2025 年海外模组&PACK 市场空间



资料来源: 中信建投测算

五、投资建议

不考虑宁德东恒并表，预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 26.33、42.95、53.46 亿元，同比分别+139%、+63%、+24%；公司实现归母净利润分别为 2.54、4.32、5.93 亿元，同比分别+263%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 31.31、18.40、13.41 倍。

假设宁德东恒 2022 年开始并表，基于业绩承诺，预计公司实现归母净利润分别为 3.31、5.14、6.80 亿元，同口径同比分别+132%、+55%、+32%，对应 PE 分别为 24.06、15.48、11.70 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	502	1,102	2,633	4,295	5,346
YoY(%)	37.65	119.36	138.97	63.09	24.48
净利润(百万元)	61	70	254	432	593
YoY(%)	-15.56	15.36	262.53	70.14	37.26
毛利率(%)	31.92	27.62	28.28	29.14	30.10
净利率(%)	12.09	6.36	9.65	10.06	11.10
ROE(%)	5.62	5.89	17.59	23.04	24.02
EPS(摊薄/元)	0.80	0.92	3.33	5.66	7.77
P/E(倍)	130.95	113.52	31.31	18.40	13.41
P/B(倍)	7.36	6.68	5.51	4.24	3.22

六、风险因素

- 1) 锂电扩产不及预期;
- 2) 客户集中度过高风险;
- 3) 资产重组风险;
- 4) 盈利能力不及预期;
- 5) 疫情反弹影响工厂投产。

考虑到公司盈利能力不及预期风险因素，以公司 2022-2024 年盈利能力做敏感性分析：

在盈利能力乐观假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.78、4.72、6.44 亿元，同比分别+297%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 28.61、16.86、12.35 倍；

在盈利能力中性假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.54、4.32、5.93 亿元，同比分别+263%、+70%、+37%，对应 PE 分别为 31.31、18.40、13.41 倍。

在盈利能力悲观假设下，预计 2022-2024 年，公司实现归母净利润分别为 2.30、3.93、5.42 亿元，同比分别+228%、+71%、+38%，对应 PE 分别为 34.57、20.25、14.66 倍。

分析师介绍

吕娟：董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk