

# 锂电涂布机龙头，聚焦单机设备&发力海外市场

## 赢合科技(300457)

**国内锂电前段设备龙头企业。**公司成立于2006年，2015年在深圳创业板上市，2020年公司完成董事会换届，上海电气成为其控股股东。公司聚焦单机设备，涂布机是公司拳头产品，市场占有率领先。同时，公司前后推出了全自动叠片机、辊压机、分条机、全自动圆柱制片卷绕一体机等中道锂电设备产品，单机品类不断丰富。公司与多家TOP企业合作并获认可，近几年合作的海外客户主要包括LG能源、Varta、三星、松下、ACC、EN、BMW、德国大众等，是国内少数直接获得海外客户订单的国产锂电设备公司。其中，2021-2022年与宁德时代累计合作金额超40亿元，合作关系稳固。公司目前具有五大生产基地，整体满产年产值超130亿元，订单交付能力有充足保障。

**注重研发投入，产品性能优异。**截至2022年三季度末，公司研发投入为3.52亿元，同比增长44.04%。2022年公司前中道设备均有所创新。1)前段设备：首批高精度双层挤压涂布机顺利出货，设备速度精度达±0.2%，张力控制精度为±2.5%，单面面密度精度为±1.5%，设备稳定性能高达三年以上，产品一次优率>99.8%，设备故障率<1%。2)中段设备：公司三工位激光切叠一体机单机平均效率达0.15s/p，节约人工成本约30%，占地面积仅为传统模切机+叠片机的50%，获亿纬、蜂巢能源等头部客户青睐。

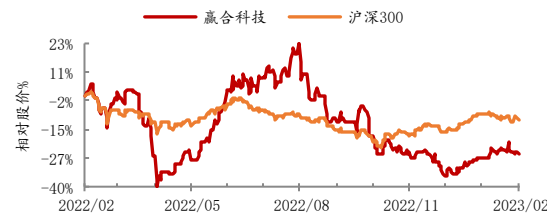
**发力布局海外市场，订单实现高增。**2017年开始布局海外市场，海外子公司布局加速开展并卓有成效，2022年海外订单同比增长1倍，已斩获多个海外优质客户：1)全球动力电池制造商LG能源：2018年建立合作，近年来联合开发超高速圆柱绕卷设备，2020年签订3.7亿元圆柱卷绕线合同，2022年百台21700高速圆柱卷绕设备验收速度创新高；2)欧洲头部动力电池厂商ACC：2020年达成合作获得整线订单，交付半年内实现通线及稳定生产，交付能力获客户认可，2022年提供其法国电池工厂13GWh电池产能的前段量产设备；3)宝马：2021年成为其前段设备唯一供应商；4)大众：2022年中标德国大众锂电设备订单，为其20GWh超级工厂提供涂布、叠片等核心设备。

**投资建议：**我们预计2022-2024年营业收入分别为89.06亿元、115.14亿元和148.96亿元；实现归母净利润分别为5.18亿元、8.75亿元和12.29亿元，对应EPS分别为0.80元、1.35元和1.89元，对应2023年2月27日19.35元/股收盘价，22-24年PE分别为24、14和10倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**风险提示：**下游行业景气度不及预期、盈利能力提升不及预期、行业竞争加剧等

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
最新收盘价：	19.35
股票代码：	300457
52周最高价/最低价：	33.65/15.57
总市值(亿)	125.69
自由流通市值(亿)	107.75
自由流通股数(百万)	556.85



分析师：毛冠锦

邮箱：maogj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020001

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,385	5,202	8,906	11,514	14,896
YoY (%)	42.8%	118.1%	71.2%	29.3%	29.4%
归母净利润(百万元)	191	311	518	875	1,229
YoY (%)	15.8%	63.3%	66.3%	69.0%	40.5%
毛利率 (%)	30.9%	21.9%	20.5%	23.4%	24.3%
每股收益 (元)	0.32	0.48	0.80	1.35	1.89
ROE	3.6%	5.6%	8.6%	12.7%	15.1%
市盈率	62.03	41.35	24.27	14.36	10.22

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 赢合科技：锂电智能装备龙头企业.....	4
2. 客户资源优质，加快海外市场布局.....	5
3. 前中道设备先行，优质客户带动业绩高增.....	7
4. 盈利预测.....	9
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 惠州数码工业园.....	8
图 3 东莞金科工业园.....	8
图 4 公司研发费率用变动情况.....	9
图 5 双层挤压式涂布机.....	9
图 6 20PPM 方形数码制片卷绕一体机.....	9
图 7 高速三工位切叠一体机.....	9
表 1 2021 年中国动力电池装机量 TOP10 企业.....	6
表 2 营收拆分.....	9
表 3 可比上市公司估值.....	10

## 1. 赢合科技：锂电智能装备龙头企业

**国内锂电设备龙头企业。**公司是国内首家推出锂电池智能生产线整线方案提供商，能够为客户提供自动化生产工艺实现、动力辅助、环境控制和工业建筑规划设计等全套解决方案。公司成立于2006年，2015年在深圳创业板上市；2016年全资收购雅康精密，2020年完成董事会换届，上海电气成为其控股股东。公司前后推出了全自动叠片机、涂布机、辊压机、分条机、全自动圆柱制片卷绕一体机等产品，其中涂布机是公司拳头产品。

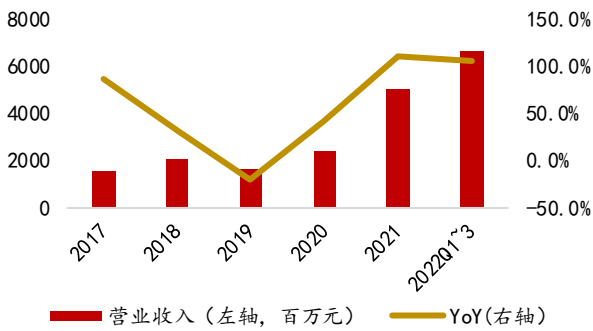
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

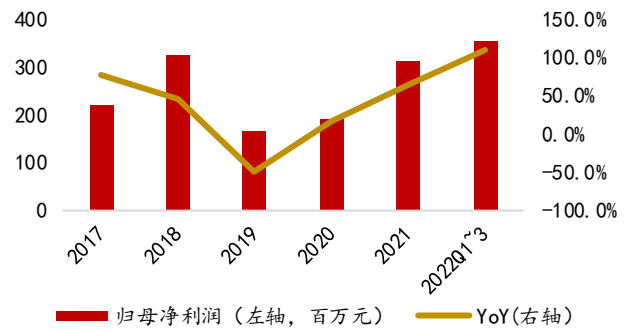
受益于新能源汽车行业扩张，2021及2022前三季度营业收入大幅增长，归母净利润均超同期。2022年前三季度营业收入达到66.13亿元，同比增长105.5%，已超过2021年全年营收；归母净利润3.5亿元，同比增长109.7%。

图3 营业收入及同比变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

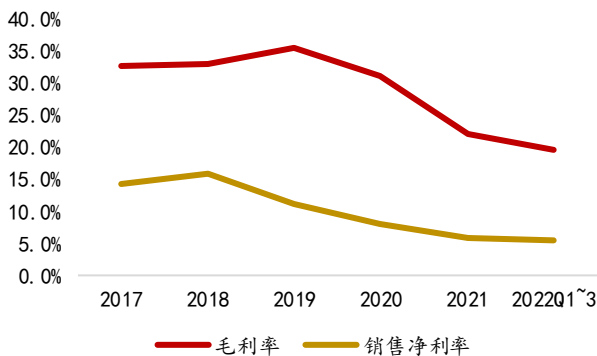
图4 归母净利润及同比变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

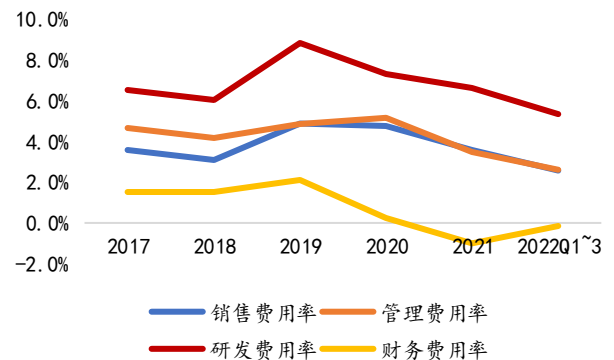
**盈利能力短期承压，未来有望提升。**2022年公司前三季度的净利率与毛利率都有一定程度的下降，毛利率为19.54%，净利率为5.45%，是近年来的最低值。目前公司的订单仍以前段产品居多，且受到21年原材料价格及人工成本持续上升的影响；公司订单增长较快，但供应链扩产节奏略迟缓，导致2021上半年出货未达预期；随着公司出货量的不断提升、规模效应的显现及毛利率相对较高的中段设备贡献收入，公司的盈利情况或有改善。

图5 公司毛利率与销售净利率变动情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图6 公司费用率变化情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2. 客户资源优质，加快海外市场布局

**营收&订单保持高增。**2021年，公司在中国大陆营业收入近50亿元，海外地区收入近2亿元，同比增长107.28%。公司近几年合作的海外客户主要包括LG能源、Varta、三星、松下、ACC、EN、BMW、德国大众等，是国内少数直接获得海外客户订单的国产锂电设备公司。截至2022年10月26日，公司收获的海外订单已同比增长一倍。公司2021年新签订单106亿元（含税），同比增长221.21%，位于

同行业前列。公司前段设备拥有领先的市场份额，在部分头部电池企业里占比已超过 50%。

**聚焦大客户助力发展。**基于公司发展阶段以及市场需求，公司于 2019 年实现产品战略调整，由“整线解决方案”转向做精做强单机设备，目标客户为全球头部电池厂商、车企等，目前已获市场验证。公司国内主要客户有宁德时代、比亚迪、欣旺达、亿纬锂能、国轩高科、蜂巢能源等。公司客户供货的车企涵盖传统燃油车电动车型及造车新势力。受益于政策驱动和产品驱动，全球新能源汽车销量大幅增长，带动锂电出货量高增。韩国电池市场研究机构 SNE Research 发布的最新数据显示，2022 年全球动力电池装车量达到 517.9GWh，同比增长 71.8%。在装机量前十名的企业中，中国动力电池企业占据 6 个席位，合计市场份额达 60.4%，且与公司均保持稳定合作。根据 GGII 数据显示，2022 年上半年，动力及储能电池投产项目 9 个，产能超 118GWh；开工项目 22 个，总产能规划超 638GWh；签约及官宣项目 21 个，总产能规划超 367GWh。

表 1 2021 年中国动力电池装机量 TOP10 企业

排序	电池企业	装机电量 (GWh)	市占率 (%)
1	宁德时代	69.33	49.53
2	比亚迪	23.56	16.83
3	中创新航	8.6	6.14
4	国轩高科	6.5	4.64
5	LG 化学	6.25	4.46
6	时代上汽	3.99	2.85
7	孚能科技	2.372	1.69
8	蜂巢能源	2.366	1.69
9	亿纬锂能	2.24	1.6
10	瑞浦能源	1.78	1.27

资料来源：GGII，华西证券研究所

图 8 公司海内外主要客户

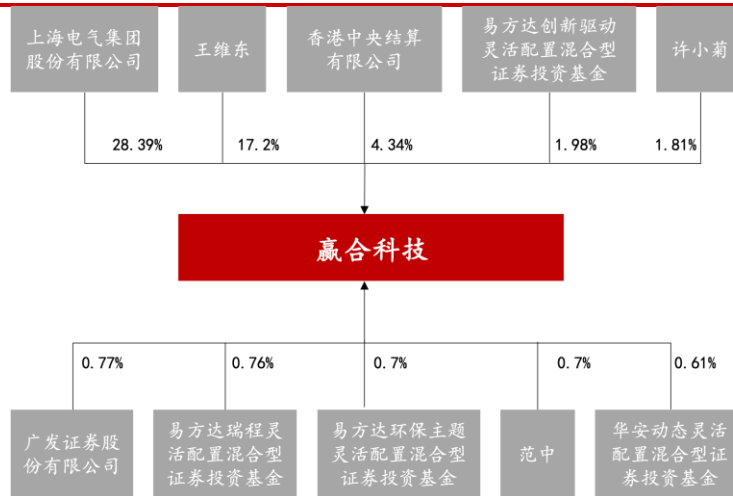


资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 3. 前中道设备先行，优质客户带动业绩高增

依托国企背景，实现技术、金融资源战略协同。2019 年国有企业上海电气战略入股赢合科技，获 9.73% 股份，同时认购近 20 亿元定增股份。上海电气是中国机械工业销售第一的装备制造企业，早在新能源领域有布局并与赢合科技高度契合，国企入股有利于提高公司品牌影响力及抵御风险能力。此外，赢合科技与上海电气形成资源互补。公司是国内少数可打通前中后段并提供整线解决方案的锂电设备企业，在叠片机、绕卷机以及涂布机设备等方面不断优化产品品质，具有强大的技术能力、制造能力和服务能力。上海电气具有数字化设计技术、伺服及运动控制技术，有利于提高赢合科技产品生产效率和效率；同时具有较强的金融资源以及业务能力，推动公司业务布局。

图 2 公司股权结构（截至 2022 年三季报）



资料来源：Wind，华西证券研究所

五大生产基地投入使用，设备交付速度多次创新高。目前公司拥有位于广东省惠州市（2 个）、东莞市（1 个）、江西省宜春市（1 个）、浙江省湖州市（1 个）的五大生产基地，均已投入生产，整年满产年产值可达 130 亿元，规模化生产使其交付能力强，获锂电龙头客户宁德时代“最佳交付奖”。同时，在海外市场多次创造设备交付、验收最快速度。2020 年公司与欧洲头部动力电池厂商 ACC 签订整线订单，2021 年初以较短时间完成 20 台设备交付，并于交付后半个月内实现整线通线以及稳定生产，获得 ACC 客户的高度认可；2022 年完成超百台 21700 高速圆柱绕卷设备验收，达到 LG 新能源月交付 2 条线的要求以及创造了海外客户最快验收速度的记录。

图 2 惠州数码工业园



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 3 东莞金科工业园



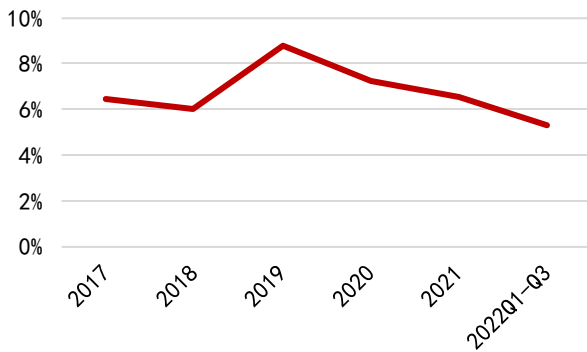
资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司研发投入逐年上升，不断推出领先于市场的创新设备。2021 年赢合科技研发费用为 3.42 亿元，同比增加 97.69%，2022 年前三季度研发费用高达 3.50 亿元，拥有 1348 项专利。2022 年持续优化产品品质，推出多款明星单机，包括 4680 激光卷绕一体机、21700 负极外包高速圆柱卷绕一体机、激光切叠热压一体机等。

牵头锂电核心装备标准的制定，凸显涂布叠片行业领先地位。在锂电方面，公司为推动行业高质量发展，牵头制定《锂电子电池极片涂布机》标准的制定，主要包括涂布机与叠片机的行业标准。涂布机为公司拳头产品，目前有单层挤压式涂布机和双层挤压式涂布机。2022 年公司首批高精度双层挤压涂布机提供给德国领先车企，设备进度表现优异，如设备速度精度达 $\pm 0.2\%$ ，张力控制精度达 $\pm 2.5\%$ ，主辊全跳动精度 $\leq 1.5\mu\text{m}$ ，产品涂层尺寸精度达 $\pm 0.25\text{mm}$ ，正反面对齐度精度达 $\pm 0.5\text{mm}$ ，单面面密度精度达 $\pm 1.5\%$ ，同时设备稳定性高达 3 年以上，设备故障率 $< 1\%$ 。叠片机布局领先，迭代速度快。公司于 2017 年推出国内首台五金切叠一体机，2019 年推出国内首台激光切叠一体机，2021 年推出的高速三工位切叠一体机，设备整机效率 0.15s/p，激光切割稳定运行线速度达 60M/min，极耳切割位置和形状精度为 $\pm 0.2\text{mm}$ ，该设备占地面积仅为传统设备模切机+叠片机的 50%，人工成本及换型成本节省约 30%。



图 4 公司研发费率用变动情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 双层挤压式涂布机



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

图 6 20PPM 方形数码制片卷绕一体机



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

图 7 高速三工位切叠一体机



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

## 4. 盈利预测

**营收假设:** 公司锂电设备在手订单充足, 预计 2022-2024 年锂电设备收入增速分别为 65%、30%和 30%; 其他业务板块 (电子烟等) 有望保持平稳增长, 预计 2022-2024 年锂电设备收入增速均为 10%。

**毛利率假设:** 随着公司海外营及毛利率相对较高的中道设备逐步贡献收入, 预计锂电设备毛利率稳步提升。我们预计 2022-2024 年锂电设备毛利率为 20%、23%和 24%; 其他业务板块毛利率预计保持平稳, 预计 2022-2024 年均为 35%。

表 2 营收拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
锂电板块营收 (百万元)	5201.6	8582.6	11157.4	14504.7
锂电板块营收增速	154.50%	65%	30%	30%

锂电毛利率		20%	23%	24%
其他业务板块营收（百万元）	294.3	323.7	356.1	391.7
其他业务板块营收增速	-35.50%	10%	10%	10%
其他业务板块毛利率		35%	35%	35%
营收（百万元）	5495.9	8906.4	11513.5	14896.4
营收增速		62.05%	29.27%	29.38%
毛利率		20.54%	23.37%	24.29%

资料来源：Wind, 华西证券研究所

我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 89.06 亿元、115.14 亿元和 148.96 亿元；实现归母净利润分别为 5.18 亿元、8.75 亿元和 12.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.35 元和 1.89 元，对应 2023 年 2 月 27 日 19.35 元/股收盘价，22-24 年 PE 分别为 24、14 和 10 倍。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表 3 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS（元/股）			市盈率 PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300450.SZ	先导智能	1.01	1.65	2.49	73.39	26.27	17.41
688499.SH	利元亨	2.41	--	9.36	121.43	43.17	17.04

资料来源：Wind, 华西证券研究所 注：PE 数据截至 2023 年 2 月 27 日

## 5. 风险提示

下游行业景气度不及预期、盈利能力提升不及预期、行业竞争加剧等。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,202	8,906	11,514	14,896	净利润	296	532	870	1,242
YoY (%)	118.1%	71.2%	29.3%	29.4%	折旧和摊销	116	103	112	134
营业成本	4,063	7,077	8,823	11,278	营运资金变动	-151	-1,772	-489	-800
营业税金及附加	30	53	66	85	经营活动现金流	451	-1,135	496	581
销售费用	186	356	518	670	资本开支	-462	-759	-535	-651
管理费用	178	312	461	596	投资	0	-30	-9	-12
财务费用	-52	12	21	32	投资活动现金流	-1,171	-789	-545	-666
研发费用	342	534	691	894	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-71	0	0	0	债务募资	-440	0	0	0
投资收益	0	0	-1	-3	筹资活动现金流	-653	0	0	0
营业利润	279	606	991	1,413	现金净流量	-1,375	-1,925	-48	-85
营业外收支	3	-2	-2	-2					
利润总额	282	604	989	1,411	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	-14	72	119	169	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	296	532	870	1,242	营业收入增长率	118.1%	71.2%	29.3%	29.4%
归属于母公司净利润	311	518	875	1,229	净利润增长率	63.3%	66.3%	69.0%	40.5%
YoY (%)	63.3%	66.3%	69.0%	40.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.48	0.80	1.35	1.89	毛利率	21.9%	20.5%	23.4%	24.3%
					净利率	5.7%	6.0%	7.6%	8.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	2.4%	3.0%	4.2%	4.7%
货币资金	2,156	231	183	98	净资产收益率 ROE	5.6%	8.6%	12.7%	15.1%
预付款项	260	501	633	777	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,491	4,110	5,039	6,635	流动比率	1.42	1.26	1.24	1.22
其他流动资产	5,013	8,814	10,811	14,157	速动比率	<b>0.93</b>	<b>0.78</b>	<b>0.74</b>	<b>0.72</b>
流动资产合计	9,920	13,656	16,666	21,666	现金比率	0.31	0.02	0.01	0.01
长期股权投资	0	0	-10	-14	资产负债率	56.5%	64.6%	66.3%	68.7%
固定资产	723	976	1,055	1,184	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	325	433	472	519	总资产周转率	0.41	0.52	0.56	0.57
非流动资产合计	2,830	3,515	3,944	4,471	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,750	17,170	20,610	26,138	每股收益	0.48	0.80	1.35	1.89
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.50	9.30	10.64	12.54
应付账款及票据	5,263	8,443	10,473	13,817	每股经营现金流	0.69	-1.75	0.76	0.89
其他流动负债	1,699	2,407	2,947	3,889	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,962	10,850	13,420	17,706	<b>估值分析</b>				
长期借款	20	20	20	20	PE	41.35	24.27	14.36	10.22
其他长期负债	221	221	221	221	PB	3.61	2.14	1.87	1.58
非流动负债合计	240	240	240	240					
负债合计	7,202	11,091	13,660	17,946					
股本	650	650	650	650					
少数股东权益	28	42	37	49					
股东权益合计	5,548	6,079	6,950	8,191					
负债和股东权益合计	12,750	17,170	20,610	26,138					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

毛冠锦：复旦大学金融硕士，多年一级+2年二级市场研究经验。2021年1月加入华西证券。专注于新能源设备、机床刀具、机器人等细分行业深度覆盖。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。