

先导智能 (300450)

海内外扩产共振，锂电设备龙头拐点已至

买入 (维持)

2025年05月28日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

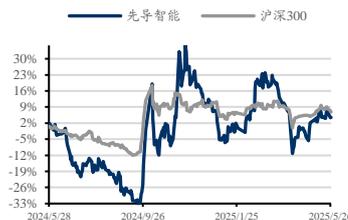
zhouersh@dwzq.com.cn

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)	16,628	11,855	13,200	17,000	20,100
同比 (%)	19.35	(28.71)	11.34	28.79	18.24
归母净利润 (百万元)	1,774.57	286.10	1,056.93	1,702.00	2,227.97
同比 (%)	(23.45)	(83.88)	269.42	61.03	30.90
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.13	0.18	0.67	1.09	1.42
P/E (现价&最新摊薄)	18.31	113.59	30.75	19.09	14.59

股价走势



投资要点

- 25Q1 宁德关联交易接近 2024 年全年规模 60%，宁德订单拐点已至：** 宁德是先导战略股东 (2020 年定增入股)。2025Q1 与宁德实际关联交易规模达 21 亿元 (2025 年全年预计关联交易规模约 85 亿元)，同比大增，25Q1 关联交易规模接近 2024 年全年实际规模的 60%，宁德订单有望重回 2020-2021 年规模。
- 宁德时代港股 IPO 募集 353 亿港元，主要投向匈牙利产能建设，先导有望充分受益：** 约 90% 募集资金 (276 亿港元) 将用于匈牙利德布勒森工厂建设，该超级工厂规划总产能 72GWh，分两期建设。一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWH，预计将于 2025 年投入生产；二期项目规划产能 38GWH，预计将于 2025 年开工建设，2027 年投入生产。达产后将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场。
- 海外客户稳步拓展中，公司海外优质订单加速放量：** (1) 欧洲地区：纯海外客户包括大众 (5 年 200-240GWh)、ACC、保时捷、宝马等整车厂，国内企业包括宁德的匈牙利项目。(2) 北美地区：24 年 3 月公布了 ABF 20GWH 的订单，随着美国关税加剧，本土宁德授权 (LRS) 产能有望加速落地。(3) 东亚地区：地区车企龙头 & 光储一体能源巨头有望同步扩产动力 & 储能产能。总结看：海外客户均为高毛利客户，发货前付款比例 60-90%，现金流良好，且订单多为类整线高价值量项目。随着海外业务占比的提升，先导的综合毛利率和现金流有望大幅改善。
- 公司 2023&2024 充分计提 28 亿元减值，后续回款有望跟随新订单加速：** 公司 2023 及 2024 年已合计计提减值 28 亿元，其中信用减值 13 亿元、存货跌价准备 15 亿元，风险已充分计提。2024 年年报应收账款账龄显示：2-3 年账龄应收账款合计 11.35 亿元。综上，我们认为公司已充分计提相关减值，整体减值风险可控。后续随着下游恢复扩产，应收账款有望加速收回——2025Q1 单季已冲回 1 亿元信用减值。先导智能经营性现金流已于 2024Q4 及 2025Q1 连续两个季度大幅转正，改善趋势明显。我们认为随着未来海外营收占比提升，公司综合盈利能力 & 经营情况将持续改善。
- 盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.57/17.02/22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/19/15 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期。

市场数据

收盘价(元)	20.38
一年最低/最高价	12.88/28.16
市净率(倍)	2.66
流通 A 股市值(百万元)	31,781.00
总市值(百万元)	31,918.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.65
资产负债率(% ,LF)	68.46
总股本(百万股)	1,566.16
流通 A 股(百万股)	1,559.42

相关研究

- 《先导智能(300450): 2024 年&2025 一季报点评: 25Q1 业绩环比提升, 看好锂电设备边际改善》
2025-04-30
- 《先导智能(300450): 与宁德再签战略合作协议, 充分受益龙头扩产 & 新技术迭代》
2024-12-02

先导智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,571	33,472	40,856	47,786	营业总收入	11,855	13,200	17,000	20,100
货币资金及交易性金融资产	4,662	15,724	18,298	21,329	营业成本(含金融类)	7,708	8,416	10,761	12,651
经营性应收款项	10,774	6,665	8,581	10,143	税金及附加	84	106	136	161
存货	13,580	9,223	11,793	13,864	销售费用	362	462	561	603
合同资产	725	1,056	1,360	1,608	管理费用	1,086	1,320	1,666	1,910
其他流动资产	830	804	825	841	研发费用	1,671	1,848	2,346	2,714
非流动资产	5,611	5,355	5,082	4,799	财务费用	(12)	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	372	132	340	402
固定资产及使用权资产	2,350	2,362	2,257	2,090	投资净收益	(17)	0	0	0
在建工程	424	217	113	62	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	622	561	497	433	减值损失	(1,104)	0	0	0
商誉	1,087	1,087	1,087	1,087	资产处置收益	(1)	0	(1)	(1)
长期待摊费用	442	442	442	442	营业利润	207	1,174	1,861	2,455
其他非流动资产	686	686	686	686	营业外净收支	(95)	0	0	0
资产总计	36,183	38,827	45,938	52,585	利润总额	112	1,174	1,861	2,455
流动负债	21,665	23,288	28,779	33,290	减:所得税	(156)	153	242	319
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,907	1,607	1,374	1,030	净利润	268	1,021	1,619	2,136
经营性应付款项	6,946	7,747	9,686	11,475	减:少数股东损益	(18)	(36)	(83)	(92)
合同负债	11,597	12,662	16,190	19,033	归属母公司净利润	286	1,057	1,702	2,228
其他流动负债	1,214	1,271	1,530	1,751	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.18	0.67	1.09	1.42
非流动负债	2,939	2,939	2,939	2,939	EBIT	168	1,048	1,530	2,062
长期借款	2,477	2,477	2,477	2,477	EBITDA	642	1,415	1,914	2,454
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.98	36.24	36.70	37.06
租赁负债	276	276	276	276	归母净利率(%)	2.41	8.01	10.01	11.08
其他非流动负债	186	186	186	186	收入增长率(%)	(28.71)	11.34	28.79	18.24
负债合计	24,603	26,226	31,718	36,229	归母净利润增长率(%)	(83.88)	269.42	61.03	30.90
归属母公司股东权益	11,598	12,654	14,356	16,584					
少数股东权益	(18)	(54)	(136)	(228)					
所有者权益合计	11,579	12,601	14,220	16,356					
负债和股东权益	36,183	38,827	45,938	52,585					

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	(1,567)	11,472	2,919	3,485	每股净资产(元)	7.41	8.08	9.17	10.59
投资活动现金流	(1,220)	(110)	(111)	(111)	最新发行在外股份(百万股)	1,566	1,566	1,566	1,566
筹资活动现金流	3,846	(300)	(234)	(343)	ROIC(%)	2.79	5.49	7.54	9.32
现金净增加额	1,076	11,062	2,574	3,031	ROE-摊薄(%)	2.47	8.35	11.86	13.43
折旧和摊销	474	366	384	392	资产负债率(%)	68.00	67.55	69.04	68.90
资本开支	(873)	(110)	(111)	(111)	P/E(现价&最新股本摊薄)	113.59	30.75	19.09	14.59
营运资本变动	(3,235)	10,084	915	956	P/B(现价)	2.80	2.57	2.26	1.96

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>