

先导智能 (300450)

2022 年报&2023 年一季报点评: 规模效应下 盈利能力显著提升, 新签订单创历史新高

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 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 刘晓旭

执业证书: S0600523030005
liuwx@dwzq.com.cn

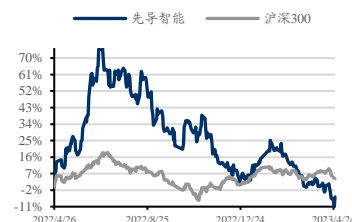
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,932	20,700	26,400	31,700
同比	39%	49%	28%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	2,318	3,803	5,026	6,042
同比	46%	64%	32%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.48	2.43	3.21	3.86
P/E (现价&最新股本摊薄)	24.67	15.03	11.37	9.46

关键词: #第二曲线

投资要点

- 受益于下游高景气, 锂电设备收入持续高增:** 2022 年公司实现营业收入 139 亿元, 同比+39%; 归母净利润 23.2 亿元, 同比+46%; 扣非归母净利润 22.6 亿元, 同比+47%。分产品来看, 锂电池智能装备收入 99.4 亿元, 同比+43%, 光伏智能装备 4.6 亿元, 同比-23%, 3C 智能装备 6.1 亿元, 同比+3%, 智能物流系统 17.0 亿元, 同比+61%, 其他 12.2 亿元, 同比+47%。2022Q4 实现营业收入 39.3 亿元, 同比-4%, 环比-14%, 归母净利润 6.5 亿元, 同比+12%, 环比-24%, 扣非归母净利润 6.4 亿元, 同比+14%, 环比-23%。2023Q1 实现营业收入 32.7 亿元, 同比+12%, 归母净利润 5.6 亿元, 同比+63%, 扣非归母净利润 5.5 亿元, 同比+62%。
- 规模效应显现, 盈利能力显著提升:** 2022 年公司综合毛利率为 37.7%, 同比+3.7pct, 其中锂电池智能装备毛利率 39.0%, 同比+4pct, 智能物流系统为 19.1%, 同比+4pct; 净利率为 16.7%, 同比+0.8pct。期间费用率为 17.3%, 同比+0.4pct, 其中销售费用率为 2.9%, 同比+0.2pct, 管理费用率 (含研发) 为 14.8%, 同比+0.7pct, 财务费用率为-0.47%, 同比-0.5pct。2022Q4 毛利率为 43.1%, 同比+14pct; 净利率为 16.6%, 同比+2.4pct。2023Q1 毛利率为 41.5%, 同比+10.7pct, 净利率为 16.7%, 同比+4.8pct。
- 合同负债&存货高增, 2022 年新签订单创历史新高:** 截至 2023Q1 末公司合同负债为 103.9 亿元, 同比+131%; 存货为 132.3 亿元, 同比+50%; 2022 年公司新签订单 260 亿元 (不含税), 同比+39%, 创历年新高, 保障公司业绩高增。2022 年经营活动净现金流为 16.91 亿元, 同比+26%, 2023Q1 经营活动净现金流为-17.1 亿元, 同比-41%, 主要系人员扩张支付薪酬、前期生产备货支出所致。
- 完成 2021 年股权激励方案业绩考核指标:** (1) 营收端完成考核目标: 2021 年股权激励方案的考核指标为相较于 2020 年, 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 50%/120%/170%, 2022 年实际相较于 2020 年增速为 138%, 达成营收考核指标。或 (2) 净利率: 2021-2023 年公司净利润率 (以剔除股份支付费用影响的归母净利润为口径) 不低于 16%/18%/20%, 2022 年公司股份支付费用为 0.55 亿元, 剔除股份支付费用影响后的净利率为 17%。
- 锂电持续受益国内外扩产, 光伏业务取得突破:** (1) 锂电设备受益于国内外动力电池厂积极扩产。a. 国内: 2022 年宁德招标有所迟滞, 先导实际落地的宁德新签订单为 24.8 亿元, 2023 年公司预计获宁德新签订单约 100 亿元; b. 国外: 先导已与大众、ACC 达成量产战略合作, 对于海外车企电池行业的新进入者而言优先选择整线设备供应商, 先导有望受益于海外电池厂扩产。(2) 光伏电池片设备取得突破。先导开发首条全新技术, GW 级 TOPCon 光伏电池智能工厂产线经过在行业顶级客户端验证, 其量产电池片转换效率突破 25%、日产能超 30 万片、良率和碎片率达业内领先水平。
- 盈利预测与投资评级:** 随着锂电业务持续受益于国内外扩产, 光伏等业务平台化布局, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 38 (前值 34, 上调 12%)/50 (前值 41, 上调 22%)/60 亿元, 对应当前股价 PE 为 15/11/9 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源车销量低于预期, 下游动力电池厂扩产低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.50
一年最低/最高价	34.16/69.99
市净率(倍)	4.88
流通 A 股市值(百万元)	53,075.78
总市值(百万元)	57,164.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.48
资产负债率(% ,LF)	63.68
总股本(百万股)	1,566.16
流通 A 股(百万股)	1,454.13

相关研究

《先导智能(300450): 2022 年三季报点评: 业绩符合预期, 锂电设备整线龙头平台化布局》

2022-10-29

《先导智能(300450): 2022 年中报点评: 业绩符合预期, 看好电动化大趋势下设备龙头业绩弹性》

2022-08-26

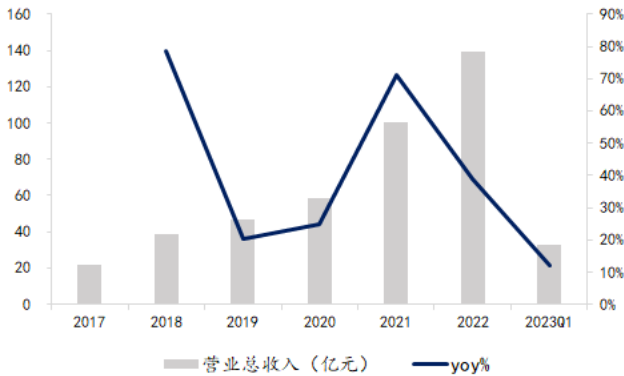
1. 受益于下游高景气，锂电设备收入持续高增

2022年公司实现营业收入139亿元，同比+39%；归母净利润23.2亿元，同比+46%；扣非归母净利润22.6亿元，同比+47%，分产品来看，锂电池智能装备收入99.4亿元，同比+43%，占比71%，光伏智能装备4.6亿元，同比-23%，占比3%，3C智能装备6.1亿元，同比+3%，占比4%，智能物流系统17.0亿元，同比+61%，占比12%，其他12.2亿元，同比+47%，占比9%。

2022Q4实现营业收入39.3亿元，同比-4%，环比-14%，归母净利润6.5亿元，同比+12%，环比-24%，扣非归母净利润6.4亿元，同比+14%，环比-23%。

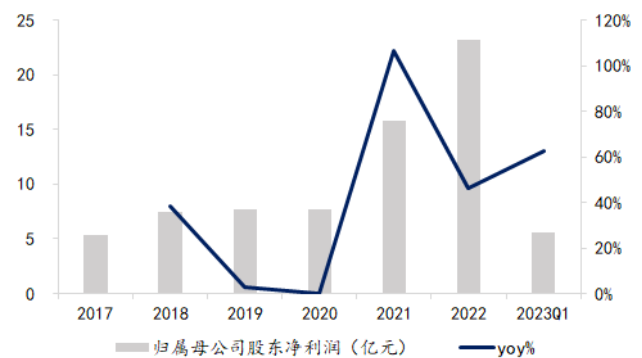
2023Q1实现营业收入32.7亿元，同比+12%，归母净利润5.6亿元，同比+63%，扣非归母净利润5.5亿元，同比+62%。

图1：2022年公司实现营业收入139亿元，同比+39%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022年公司实现归母净利润23.2亿元，同比+46%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

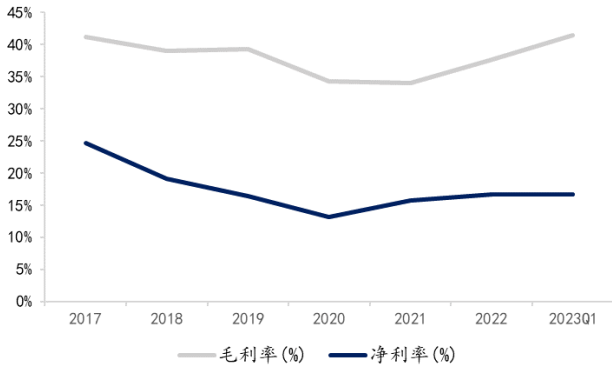
2. 规模效应显现，盈利能力显著提升

2022年公司综合毛利率为37.7%，同比+3.7pct，其中锂电池智能装备毛利率39.0%，同比+4pct，智能物流系统为19.1%，同比+4pct；净利率为16.7%，同比+0.8pct，期间费用率为17.3%，同比+0.4pct，其中销售费用率为2.9%，同比+0.2pct，管理费用率（含研发）为14.8%，同比+0.7pct，财务费用率为-0.47%，同比-0.5pct。

2022Q4毛利率为43.1%，同比+14pct，环比+5.8pct；净利率为16.6%，同比+2.4pct，环比-2.1pct。

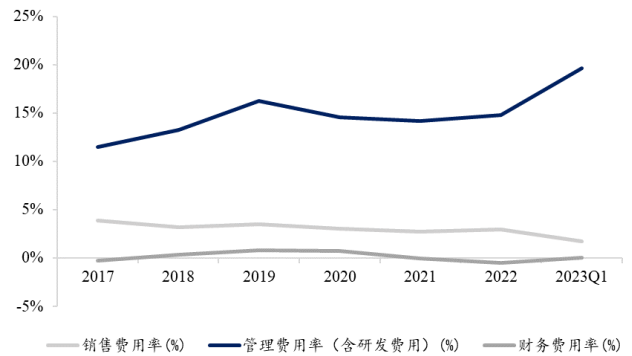
2023Q1毛利率为41.5%，同比+10.7pct，净利率为16.7%，同比+4.8pct。

图3: 2022 年公司综合毛利率为 37.7%，净利率为 16.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 年公司期间费用率为 17.3%，同比+0.4pct



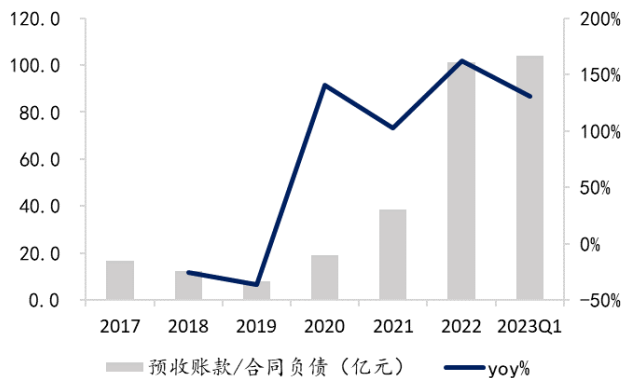
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货高增，2022 年新签订单创历史新高

截至 2023Q1 末公司合同负债为 103.9 亿元，同比+131%；存货为 132.3 亿元，同比+50%；2022 年公司新签订单 260 亿元(不含税)，同比+39%，创历年新高，保障公司业绩高增。

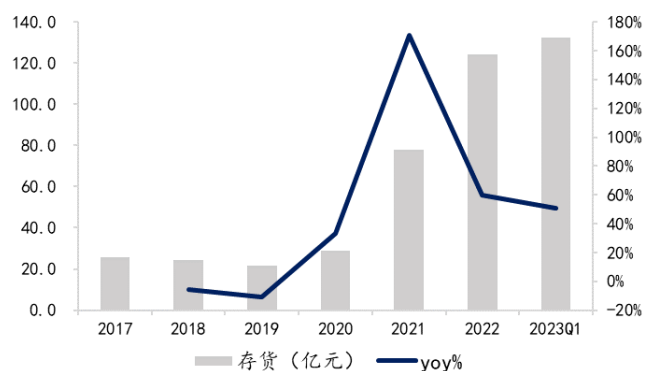
2022 年经营活动净现金流为 16.91 亿元，同比+26%，2023Q1 经营活动净现金流为 -17.1 亿元，同比-41%，主要系人员扩张支付薪酬、前期生产备货支出所致。

图5: 截至 2023Q1 末公司合同负债为 103.85 亿元，同比+131%



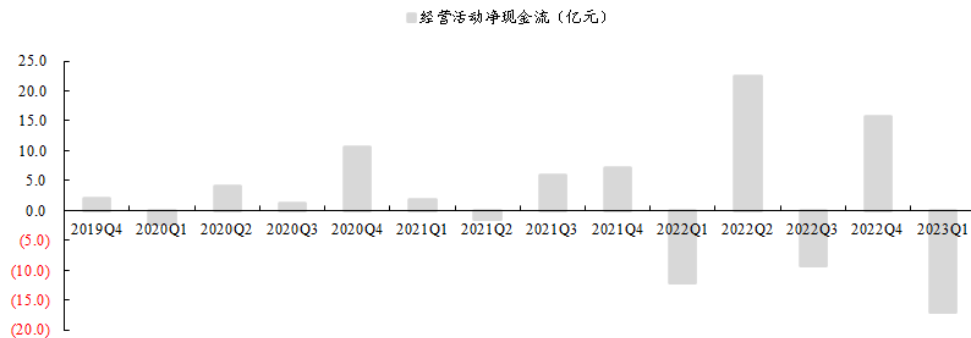
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2023Q1 末存货为 132.30 亿元，同比+50%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2022年经营活动净现金流为16.91亿元，同比+26%。



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 完成2021年股权激励方案业绩考核指标

(1) 营收端完成考核目标：2021年股权激励方案的考核指标为相较于2020年，2021-2023年营业收入增长率分别不低于50%/120%/170%，2022年实际相较于2020年增速为138%，达成营收考核指标。

或(2) 净利率：2021-2023年公司净利润率（以剔除股份支付费用影响的归母净利润为口径）不低于16%/18%/20%，2022年公司股份支付费用为0.55亿元，剔除股份支付费用影响后的净利率为17%。

5. 锂电持续受益国内外扩产，光伏业务取得突破

(1) 锂电设备受益于国内外动力电池厂积极扩产。a.国内：2022年宁德招标有所迟滞，先导实际落地的宁德新签订单为24.8亿元，2023年公司预计获宁德新签订单约100亿元；b.国外：先导已与大众、ACC达成量产战略合作，对于海外车企电池行业的新进入者而言优先选择整线设备供应商，先导有望受益于海外电池厂的扩产。

(2) 光伏电池片设备取得突破。先导开发的首条全新技术GW级TOPCon光伏电池智能工厂产线经过在行业顶级客户端的验证，其量产电池片转换效率突破25%、日产能超30万片、良率和碎片率达业内领先的水平。

6. 盈利预测与投资评级

随着锂电业务持续受益于国内外扩产，光伏等业务平台化布局，我们预计公司2023-2025年归母净利润为38（前值34，上调12%）/50（前值41，上调22%）/60亿元，对应当前股价PE为15/11/9倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28,975	43,735	57,597	71,482	营业总收入	13,932	20,700	26,400	31,700
货币资金及交易性金融资产	6,470	17,186	23,900	31,171	营业成本(含金融类)	8,673	12,763	16,220	19,407
经营性应收款项	8,431	10,435	13,306	15,975	税金及附加	92	104	119	143
存货	12,405	13,987	17,775	21,268	销售费用	411	828	1,056	1,268
合同资产	1,212	1,656	2,112	2,536	管理费用	719	1,076	1,320	1,585
其他流动资产	457	471	502	531	研发费用	1,348	1,967	2,429	2,916
非流动资产	3,931	3,862	3,781	3,693	财务费用	-66	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	314	414	528	571
固定资产及使用权资产	1,452	1,456	1,409	1,333	投资净收益	39	0	0	0
在建工程	178	94	52	31	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	524	535	543	552	减值损失	-589	0	0	0
商誉	1,087	1,087	1,087	1,087	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	338	338	338	338	营业利润	2,520	4,371	5,777	6,945
其他非流动资产	353	353	353	353	营业外净收支	20	0	0	0
资产总计	32,907	47,597	61,377	75,175	利润总额	2,541	4,371	5,777	6,945
流动负债	21,410	32,297	41,051	48,807	减:所得税	223	568	751	903
短期借款及一年内到期的非流动负债	107	112	122	145	净利润	2,318	3,803	5,026	6,042
经营性应付款项	9,945	15,474	19,819	23,409	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10,131	14,909	18,947	22,670	归属母公司净利润	2,318	3,803	5,026	6,042
其他流动负债	1,226	1,802	2,163	2,584	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	2.43	3.21	3.86
非流动负债	374	374	374	374	EBIT	2,437	3,963	5,256	6,381
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,784	4,142	5,447	6,578
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.75	38.34	38.56	38.78
租赁负债	307	307	307	307	归母净利率(%)	16.63	18.37	19.04	19.06
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	38.82	48.58	27.54	20.08
负债合计	21,783	32,671	41,425	49,181	归母净利润增长率(%)	46.25	64.09	32.17	20.20
归属母公司股东权益	11,123	14,926	19,953	25,994					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,123	14,926	19,953	25,994					
负债和股东权益	32,907	47,597	61,377	75,175					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,691	10,821	6,813	7,357	每股净资产(元)	7.10	9.53	12.74	16.60
投资活动现金流	2,010	-109	-109	-109	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	-806	5	10	23	ROIC(%)	20.68	25.65	25.60	23.71
现金净增加额	2,912	10,716	6,714	7,271	ROE-摊薄(%)	20.84	25.48	25.19	23.24
折旧和摊销	348	180	191	197	资产负债率(%)	66.20	68.64	67.49	65.42
资本开支	-987	-109	-109	-109	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.67	15.03	11.37	9.46
营运资本变动	-1,453	6,277	1,267	727	P/B (现价)	5.14	3.83	2.87	2.20

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

