

## 研发投入影响利润，看好行业进入扩产周期 买入（维持）

2020年08月19日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

事件：公司2020年上半年实现营收18.64亿元，同比+0.15%；实现归母净利润2.28亿元，同比-41.93%；扣非归母净利2.23亿元，同比-41.96%。

### 投资要点

#### ■ 2020H1业绩受疫情和高研发投入影响，看好行业进入扩产周期

分业务来看，锂电池设备收入11.91亿元，同比-23.47%；光伏设备收入2.34亿元，同比+36.42%；3C设备、薄膜电容设备等其他业务收入4.39亿元，同比+44.00%。疫情和高研发投入为H1业绩下滑的主要原因。

看好电池行业进入扩产新周期，利好设备商。公司作为国内锂电设备领军企业，受益于锂电行业高速增长，订单表现亮眼。2020Q1公司在手订单（含税）合计为54.42亿元；2020Q1新增订单金额同比增长57.83%，2020H1新增订单金额同比增长83.19%；我们预计公司全年新接订单在60-80亿元，将保障未来业绩高增长。

#### ■ 毛利率受整线和光伏业务影响，除研发外其他费用管控良好

毛利率受整线和光伏业务影响，3C设备等其他业务毛利率高水平上仍持续改善。2020H1公司综合毛利率40.3%，同比-2.9pct。其中，主业锂电设备的毛利率为40.0%，同比-2.83pct；光伏设备毛利率26.2%，同比-7.98pct；3C设备、薄膜电容设备等其他业务毛利率48.41%，同比+3.91pct。

研发费用持续高企影响短期业绩。2020H1净利率12.2%，同比-8.9pct，主要系毛利率下滑及研发费用大幅提升。2020H1，公司研发费用率提升4.9pct至16.3%。除研发费用外，其他费用管控良好。销售费用率同比-0.1pct至3.1%，管理费用（不含研发费用）同比-0.4pct至6.5%，财务费用率同比-0.6pct至0.4%。

合同负债环比大幅改善，应收账款良性发展。二季度末，公司合同负债10.92亿元，同比下滑12.0%，但环比提升31.9%，说明公司的新接订单出现拐点正逐步改善。

#### ■ 定增持续推进，25亿扩产和加码整线业务等提升锂电领域竞争力

2020/8/8，公司发布《非公开发行A股股票募集说明书(修订稿)》，定增持续推进。公司此次定增项目的用途可以归纳为3点：1)扩产：华南总部制造基地（即子公司泰坦）项目和无锡旧厂区改造升级，均将大幅缓解产能瓶颈；2)提升整线实力：华南项目同时也将提升子公司泰坦的研发能力，提升后道设备的竞争力；3)提升自身经营管理能力：工业互联网项目有望打造公司内部的综合化管理系统。

#### ■ 中国设备公司已具备全球竞争力，先导已成为CATL价值量占比最高的核心供应商

在设备环节，中国设备企业在技术层面已经达到国际领先水平，在产品性价比、收入规模、盈利能力等方面大幅领先日韩设备企业。目前CATL的设备采购基本实现国产化，其中先导已成为CATL价值量占比最高的核心供应商，先导还进入了国际龙头松下、三星、LG和Northvolt电池产线，龙头国产设备商已具备全球竞争力，未来3-5年，核心设备厂家的产能将会被龙头电池厂抢占，根据我们的产业链调研信息，目前先导智能等龙头公司规划产能均在翻倍增长，以满足全球电动车大趋势的扩产高峰。

盈利预测与投资评级：公司短期业绩受研发费用较高和2019年新接订单增速较慢的影响有压力，但是基于公司是锂电设备全球龙头，全球电动化大趋势下，设备企业具备先发优势，我们看好公司所处赛道的绝对领先地位和长期成长空间。我们预计公司2020-2022年的净利润分别为7.04/10.85/14.76亿元，对应当前股价PE 62/40/30倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.65
一年最低/最高价	30.00/60.00
市净率(倍)	9.69
流通A股市值(百万元)	43664.01

### 基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	58.43
总股本(百万股)	881.45
流通A股(百万股)	879.44

### 相关研究

- 1、《先导智能 (300450)：Q1 业绩预计同比下滑 35%-55%，新接订单高增长验证新产能周期》2020-04-10
- 2、《先导智能 (300450)：业绩反映行业真实情况，轻装上阵迎接行业大拐点》2020-03-01
- 3、《先导智能 (300450)：业绩略低于预期，看好全球电动化加速+平台型公司业绩弹性释放》2020-01-20

## 1. 2020H1 业绩受疫情和高研发投入影响, 看好行业进入扩产周期

分业务来看, 锂电池设备收入为 11.91 亿, 同比-23.47%, 占营业收入的 63.89%, 仍为公司主要收入来源; 光伏设备收入为 2.34 亿, 同比+36.42%, 占营业收入的 12.5%; 3C 设备、薄膜电容设备等其他业务收入为 4.39 亿元, 同比+44.00%。

H1 业绩下滑较为显著的主要原因有: (1) 受国内外新冠疫情影响, 已发往客户处的设备的调试验收被迫延迟, 收入确认有所延后; (2) 公司延续了去年以来的高强度研发投入, 研发费用占营业总收入的比例较上年同期有较大幅度增加, 对当期利润影响较大; (3) 公司扩大生产规模, 员工人数比上年同期大幅增加, 同时公司 3C、燃料电池, 汽车等事业部仍处于前期阶段, 对当期利润贡献不大。

图 1: 2020H1 实现收入 18.64 亿元, 同比+0.15%

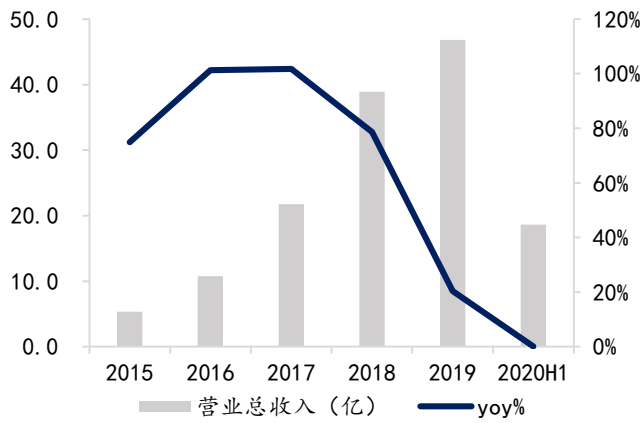
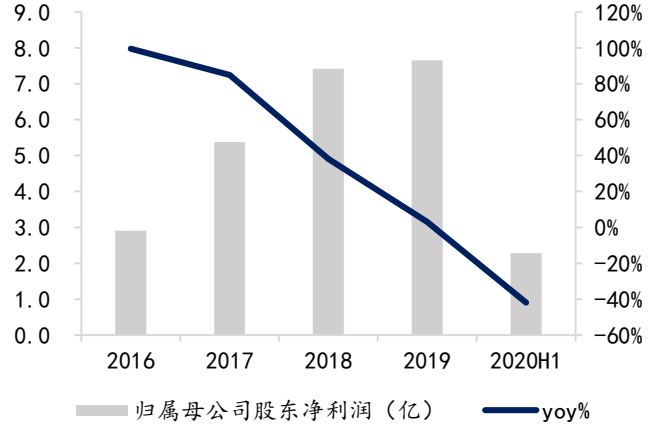


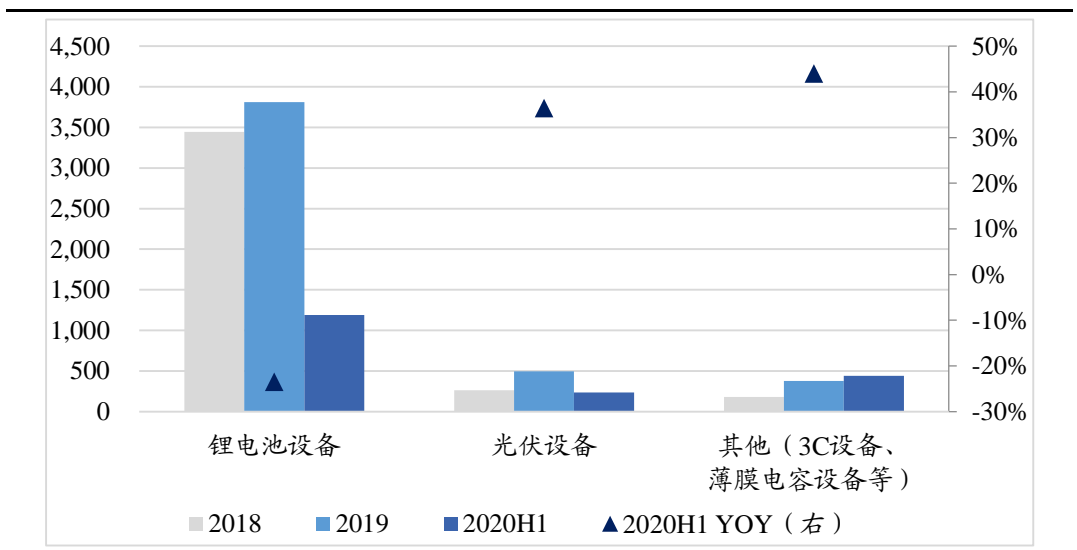
图 2: 2020H1 公司实现归母净利润 2.28 亿元, 同比-41.93%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 2020H1 公司其他业务 (3C 设备、薄膜电容设备等) 收入大幅增长 (单位: 百万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**看好电池行业进入扩产新周期，利好设备商。**我们认为过去的 2019 年是整个电动车行业低迷的一年，新能源补贴退坡、电动车销量下滑等因素都影响行业的资本开支，进而影响设备公司的订单和业绩情况。2020 年以来，国内电池厂扩产如期落地，海外客户扩产节奏略有影响，但 2020 年扩张计划依旧确定，新产能扩张周期的逻辑不受疫情影响，长期来看，汽车电动化浪潮已势不可挡。公司作为国内锂电设备领军，受益于锂电行业高速增长，订单表现亮眼。**在手订单方面**，2020Q1 公司在手订单（含税）合计为 54.42 亿元；2020Q1 新增订单金额同比增长 57.83%，2020H1 新增订单金额同比增长 83.19%；我们预计公司全年新接订单预计在 60-80 亿元，将保障未来业绩高增长。

根据定增问询函回复公告中的披露的在手订单金额，**我们对先导智能新签订单做了弹性测算，在中性假设下**，我们预计 2019 年先导智能新签订单约 45 亿元（含税），其中 19H1 新签订单约 20 亿元（含税），19H2 新签订单约 25 亿元（含税）。我们预计 2020H1 公司新接订单约 37 亿元（含税），其中 20Q1 新签约 16 亿元左右（含税），20Q2 新签约 21 亿元左右（含税）。

表 1: 公司在手订单情况

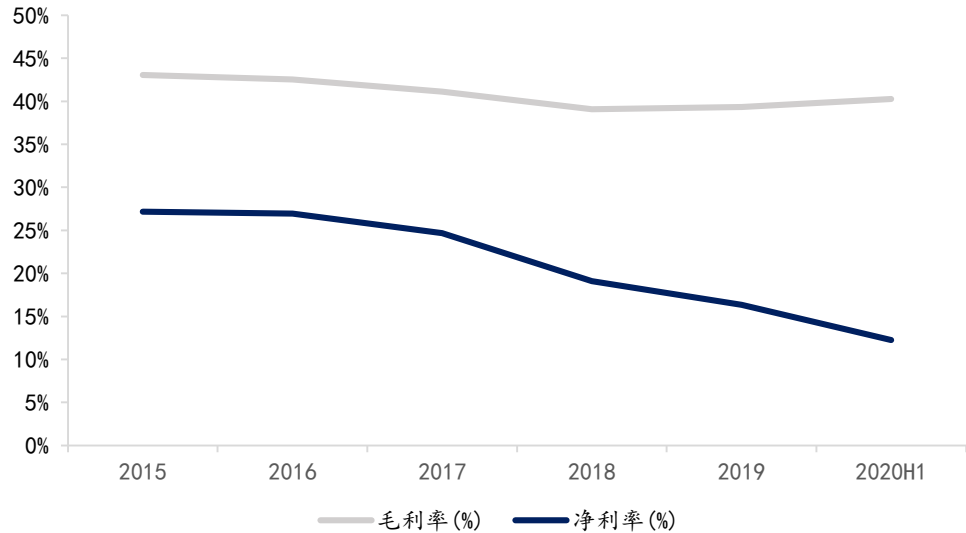
	2016 年末	2018 年末	2019Q1 末	2019Q2 末	2020Q1 末
先导整体			54.87（含税）	54.01（含税）	54.42（含税）
泰坦	10.41（含税）	12.35（不含税）		13.47（含税）	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 毛利率受整线和光伏业务影响，除研发外其他费用管控良好

**毛利率受整线和光伏业务影响，3C 设备等其他业务毛利率高水平上仍持续改善。**2020H1 公司综合毛利率 40.3%，同比-2.9pct，主要由于锂电设备和光伏设备业务毛利率下滑，以及毛利率水平相对较低的光伏设备收入占比提升影响，但整体稳定在 40% 左右。其中，主业锂电设备的毛利率为 40.0%，同比-2.83pct，主要系上半年确认收入的锂电设备订单以整线为主，公司在初期整线订单中投入较多人力物力，相对毛利率较低，随着后续整线订单以及人员经验的的增长，规模效应有望逐步体现，毛利率有望回升；光伏设备毛利率 26.2%，同比-7.98pct；3C 设备、薄膜电容设备等其他业务毛利率 48.41%，同比+3.91pct。

图 4: H1 毛利率受整线和光伏业务影响，但整体稳定在 40% 左右

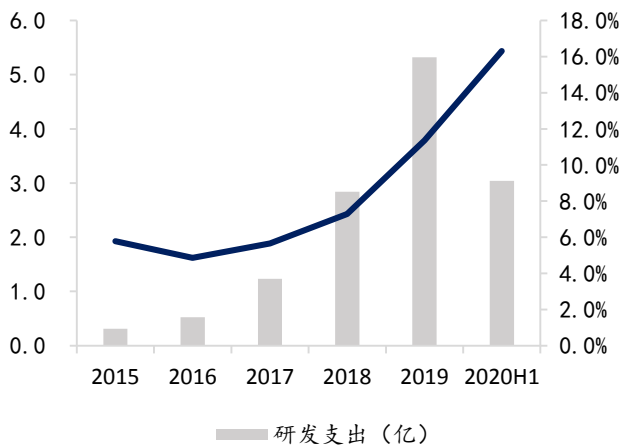


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**研发费用持续高企影响短期业绩。**2020H1 净利率 12.2%，同比-8.9pct，主要系毛利率下滑及研发费用率大幅提升。2020H1，公司研发费用率大幅提升 4.9pct 至 16.3%，2020 年上半年公司研发投入金额为 3.04 亿元，同比大幅增长 43.59%，公司不断向高端新能源装备领域发展，延续了去年的高强度研发投入。长期来看，公司在高端锂电池生产设备、光伏配套生产设备、3C 设备领域均具有较成熟的技术储备，随着技术逐步转化为产品落地，公司未来业绩成长潜力巨大。

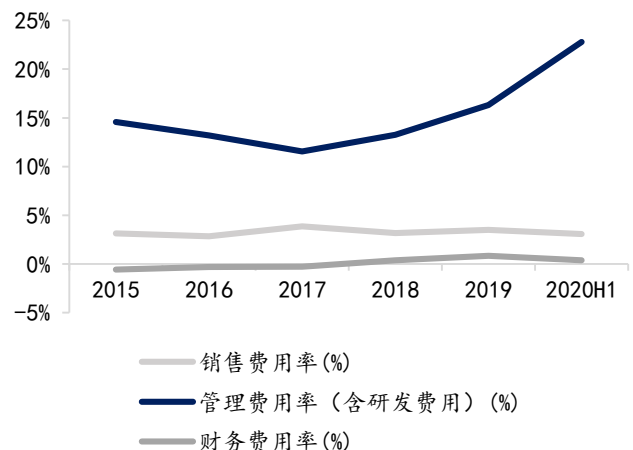
**除研发费用外，公司其他费用管控良好。**销售费用率同比-0.1pct 至 3.1%，管理费用（不含研发费用）同比-0.4pct 至 6.5%，财务费用率同比-0.6pct 至 0.4%。

图 5：研发费用持续高企影响业绩



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

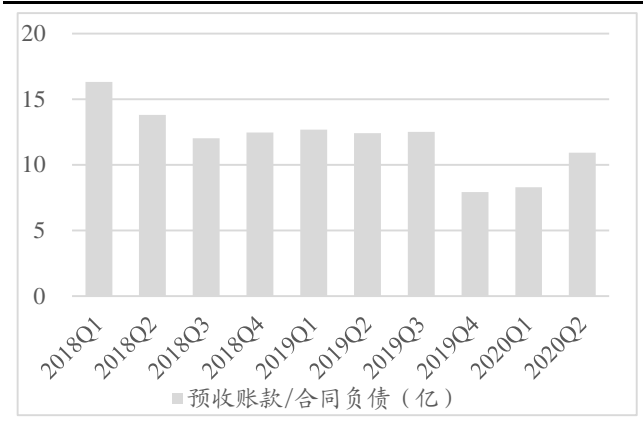
图 6：除研发费用外，公司整体费用水平管控良好



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

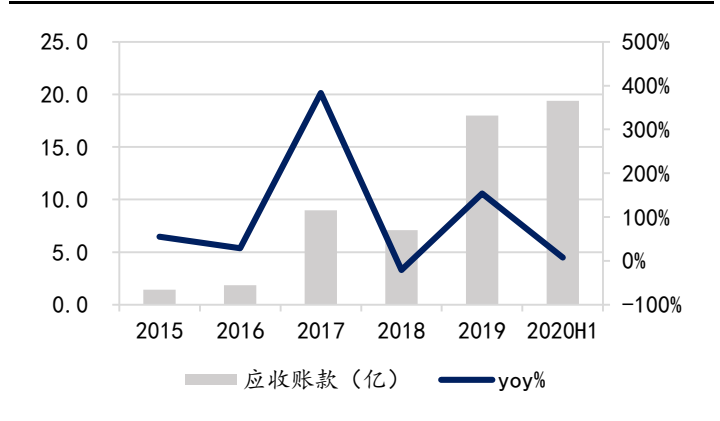
合同负债（预收账款）环比大幅改善，应收账款良性发展。二季度末，公司合同负债 10.92 亿元，同比下滑 12.0%，但环比提升 31.9%，说明公司的新接订单出现拐点正逐步改善。

图 7：2020Q2 末公司合同负债环比增加 2.64 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2020H1 末公司应收账款达 19 亿元，同比+93.7%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 定增持续推进，25 亿扩产和加码整线业务等提升锂电领域竞争力

2020 年 8 月 8 日，公司发布《非公开发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》，定增进度进一步推进。公司此次定增项目的用途可以归纳为 3 点：

1) **扩产**：华南总部制造基地（即子公司泰坦）项目和无锡旧厂区改造升级，均将大幅缓解公司的产能瓶颈；

2) **提升整线实力**：华南项目同时也将提升子公司泰坦的研发能力，提升后道设备的竞争力；

3) **提升自身经营管理能力**：工业互联网项目有望打造公司内部的综合化管理系统。

图 9：定增 25 亿扩产和加码整线业务等

单位：万元			
序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	先导高端智能装备华南总部制造基地项目	89,028.51	76,626.96
2	自动化设备生产基地能级提升项目	40,816.41	35,816.41
3	先导工业互联网协同制造体系建设项目	18,541.06	17,658.15
4	锂电智能制造数字化整体解决方案研发及产业化项目	75,141.00	44,898.48
5	补充流动资金	75,000.00	75,000.00
合计		298,526.98	250,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 中国设备公司已具备全球竞争力，先导已成为 CATL 价值量占比最高的核心供应商

经过过去十年中国电动车行业的高速发展，中国已经成为全球最大的动力电池生产国和产业链最完整的国家，同时具备了“资本”、“技术”、“人才”三大要素，培育了一批具备全球竞争力的优秀公司。

在设备环节，中国设备企业在技术层面已经达到国际领先水平，在产品性价比、收入规模、盈利能力、交付能力和研发投入上更是大幅领先重要竞争对手日韩设备企业。目前 CATL 的设备采购基本实现国产化，其中先导已成为 CATL 价值量占比最高的核心供应商，先导还进入了国际龙头松下、三星、LG 和 Northvolt 电池产线，龙头国产设备商已具备全球竞争力，在未来 3-5 年，核心设备厂家的产能将会被龙头电池厂抢占，根据我们的产业链调研信息，目前先导智能等龙头公司规划产能均在翻倍增长，以满足全球电动车大趋势的扩产高峰。

8 月 12 日，宁德时代发布公告，拟以不超过 190.67 亿元使用证券投资方式对上下游优质上市企业进行投资。我们预计主要将会投向以先导智能为代表的宁德其自身产业链的核心设备商和材料商，加强产业链协同合作，绑定核心供应商，给供应商提供确定的 EPS 增长。

图 10: 宁德时代目前各个环节供应商，先导是价值量占比最高的核心供应商

工序		工艺环节	现有供应商	潜在供应商
宁德时代	前道设备	搅拌 (6%)		金银河
		涂布 (18%)	科恒股份 (浩能科技)	
			璞泰来 (新嘉拓)	
			赢合科技 (雅康)	
		辊压 (9%)	大族激光	
	中道设备	激光模切 (3%)	纳科诺尔	
		卷绕/叠片 (13%)	海目星	
			先导智能	
			先导智能	
		注液 (9%)	阿李股份	
		激光焊接 (9%)	联赢激光	
	后道设备	化成分容检测 (18%)	先导智能 (泰坦)	杭可科技
			恒翼能	
pack 组装 (7%)		先导智能		
		先惠技术		
	pack 模组检测 (1%)	利元亨		
		星云股份		

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

## 5. 盈利预测与投资建议

公司短期业绩受到研发费用较高和 2019 年新接订单增速较慢的影响有压力，但是基于公司是锂电设备全球龙头，全球电动化大趋势下，设备企业具备先发优势，我们看好公司所处赛道的绝对领先地位和长期成长空间。我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.04（下调）/10.85（下调）/14.76 亿，对应当前股价 PE 62/40/30 倍，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游投资扩产情况低于预期；盈利能力改善低于预期。

## 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>7532</b>	<b>9249</b>	<b>11542</b>	<b>14705</b>	<b>营业收入</b>	<b>4684</b>	<b>5060</b>	<b>6390</b>	<b>8149</b>
现金	2070	3754	4623	5891	减:营业成本	2842	3038	3814	4854
应收账款	2309	2495	3151	4019	营业税金及附加	28	35	45	57
存货	2153	2746	3448	4388	营业费用	163	177	224	285
其他流动资产	1001	253	319	407	管理费用	251	1042	1155	1390
<b>非流动资产</b>	<b>1985</b>	<b>2135</b>	<b>2135</b>	<b>2079</b>	财务费用	39	-18	-68	-100
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-47	0	0	0
固定资产	642	796	801	751	加:投资净收益	21	0	0	0
在建工程	177	68	35	11	其他收益	-545	5	5	5
无形资产	148	143	138	133	<b>营业利润</b>	<b>884</b>	<b>790</b>	<b>1225</b>	<b>1668</b>
其他非流动资产	1019	1127	1160	1185	加:营业外净收支	-49	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9517</b>	<b>11384</b>	<b>13676</b>	<b>16784</b>	<b>利润总额</b>	<b>836</b>	<b>790</b>	<b>1225</b>	<b>1668</b>
<b>流动负债</b>	<b>4168</b>	<b>5402</b>	<b>6719</b>	<b>8498</b>	减:所得税费用	70	87	141	192
短期借款	440	30	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	2421	3246	4075	5186	<b>归属母公司净利润</b>	<b>766</b>	<b>704</b>	<b>1085</b>	<b>1476</b>
其他流动负债	1308	2126	2594	3262	EBIT	1419	772	1157	1568
<b>非流动负债</b>	<b>1064</b>	<b>1064</b>	<b>1064</b>	<b>1064</b>	EBITDA	1482	846	1244	1662
长期借款	119	119	119	119					
其他非流动负债	945	945	945	945	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>5233</b>	<b>6466</b>	<b>7783</b>	<b>9562</b>	每股收益(元)	0.87	0.80	1.23	1.67
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.86	5.58	6.69	8.19
归属母公司股东权益	4284	4918	5894	7222	发行在外股份(百万股)	881	881	881	881
<b>负债和股东权益</b>	<b>9517</b>	<b>11384</b>	<b>13676</b>	<b>16784</b>	ROIC(%)	27.1%	16.0%	30.5%	39.1%
					ROE(%)	17.9%	14.3%	18.4%	20.4%
					毛利率(%)	39.3%	40.0%	40.3%	40.4%
					销售净利率(%)	16.3%	13.9%	17.0%	18.1%
					资产负债率(%)	55.0%	56.8%	56.9%	57.0%
					收入增长率(%)	20.4%	8.0%	26.3%	27.5%
					净利润增长率(%)	3.1%	-8.1%	54.1%	36.1%
					P/E	57.16	62.18	40.35	29.65
					P/B	10.22	8.90	7.43	6.06
					EV/EBITDA	33.07	59.39	41.44	32.08

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

