

2021年03月02日

## 业绩略低于预期，加速扩产迎下游高自动化率需求

增持（维持）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	502	1,420	2,070	3,120
同比（%）	37.7%	182.7%	45.8%	50.7%
归母净利润（百万元）	61	200	307	463
同比（%）	-15.6%	229.9%	53.4%	50.5%
每股收益（元/股）	0.80	2.64	4.04	6.09
P/E（倍）	108.34	33.00	21.52	14.30

**事件：**公司公告2020年报，2020年实现营收5.02亿元，同比+37.7%；实现归母净利0.61亿元，同比-15.6%；扣非归母净利润0.48亿元，同比-22%。

### 投资要点

#### ■ 疫情下营收稳定高速增长，归母净利受毛利率下滑影响略低于预期

**营收稳定高速增长：**2020年公司依托领先的技术实力和市场开拓能力，实现营收稳定增长，主要系捷克斯柯达及公司2019年拓展的电池厂孚能科技的新增订单确认收入带来的增长。公司2021年1月公告与宁德时代签订2.3亿元（含税）大订单，与孚能科技签订3.4亿元（含税）模组线大订单，两份订单合计5.7亿元，为公司2020年营收5.02亿元的1.1倍，我们预计该2笔大订单将2021年中报确认收入，短期高速增长确定。

**归母净利略低于预期：**2020年公司归母净利润下降-16%，主要原因系综合毛利率波动所致。2020年公司毛利率、净利率分别为32%/12%，分别同比-14/-8pct。我们判断毛利率下滑明显的主要原因系：（1）当前公司规模较小，综合毛利率易受少量项目影响而出现明显波动；（2）当前公司处于业绩规模上升期，为拓展新客户而做出价格让利的重大项目易导致订单毛利率下滑。我们认为，伴随新厂区产能逐步释放+模块化生产的规模效应，公司21年将会恢复到合理的盈利水平，即毛利率在35%左右，净利润率在15%-20%左右。

#### ■ 人力成本上升+电池厂产能翻倍增长，高自动化率产线优势明显

目前电芯段自动化率已达95%，但组装线的自动化程度暂不成熟，我们判断当前正处于动力电池模组线+PACK线低自动化率向高自动化率切换的时期，主要系：（1）劳动力成本上升趋势+机器价格越来越低，因此高自动化率产线性价比优势逐渐凸显；（2）全球电动需求爆发，电池厂规划产能翻倍增长，低自动化率产线招工难度暴增，因此亟需提升产线自动化率。

#### 高自动化率假设下，2023年模组线+PACK线自动化率达200-300亿元。

目前先惠出品的组装线自动化率明显优于同行，先惠模组线自动化率最高达95%，行业平均为40-70%；先惠PACK线自动化率最高达89%，行业平均为5-20%，我们判断高自动化率先进产能拐点将至利好先惠。

#### ■ 产能不足问题马上缓解，加速扩产迎行业爆发期

公司目前最大的瓶颈是产能问题，此前由于场地不足，产能扩张受限。公司2020年IPO募资6.4亿元，用于建设武汉基地扩张产能（3.5亿）和补充流动资金（0.6亿），武汉工厂面积4万平方米，我们预计2021年上半年投产。2021年1月公告使用超募资金投建长沙基地，长沙工厂面积约4万平方米，我们预计2022年底投产。另外，上海基地也计划扩至4万平方米，我们预计2022年底投产。我们预计2022年底三大基地全部建设完毕，先惠的场地面积将由2020年底的2.2万平方米增至12万平方米。同时先惠的模块化开发能力使得产能爬坡过程比一般的制造业企业快许多，因此我们判断2年后（2023年底），先惠产能有望快速提升5-6倍。且由于模块化的生产+行业进入爆发期，公司订单到确认收入的周期为半年左右，故我们判断公司2022年收入有望超预期。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年净利润分别为2.00/3.07/4.63亿元，当前股价对应动态PE33/22/14，我们看好公司长期发展，故维持“增持”评级。

**风险提示：**电动汽车发展不及预期，行业竞争加剧风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	87.00
一年最低/最高价	50.25/104.47
市净率(倍)	6.09
流通A股市值(百万元)	1562.91

### 基础数据

每股净资产(元)	14.28
资产负债率(%)	21.40
总股本(百万股)	75.63
流通A股(百万股)	17.96

### 相关研究

1、《先惠技术(688155)：深耕动力电池系统集成，随主机厂PACK浪潮腾飞》2021-01-28

**事件：**公司于2月26日公告2020年度报告，2020全年实现营收5.02亿元，同比+37.7%；实现归母净利润0.61亿元，同比-15.6%；扣非归母净利润0.48亿元，同比-22%。

## 1. 疫情下营收稳定高速增长，归母净利受毛利率下滑影响略低于预期

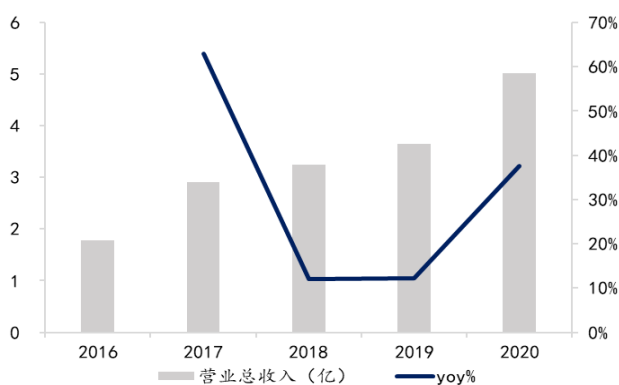
公司2020年实现营业收入和归母净利润分别为5/0.6亿元，分别同比+38%/-16%，其中新能源业务（动力电池模组线+PACK线）营收占比74%，自公司2013年切入新能源智能装备领域后，现新能源业务已成为公司稳定的第一大收入来源，未来随着全球电动化率的快速提升，高毛利率的新能源业务营收占比有望进一步提高。

**营收稳定高速增长：**在疫情的负面影响下，公司依托领先的技术实力和市场开拓能力，仍实现2020年营收稳定增长，主要系捷克斯柯达及公司2019年拓展的电池厂孚能科技的新增订单确认收入带来的增长。公司2021年1月公告与宁德时代签订2.3亿元（含税）大订单，与孚能科技签订3.4亿元（含税）模组线大订单，两份订单合计5.7亿元，为公司2020年营收5.02亿元的1.1倍，我们预计该2笔大订单将2021年中报确认收入，短期高增长确定。

**归母净利略低于预期：**2020年公司归母净利润下降-16%，主要原因系综合毛利率波动所致。2020年公司毛利率、净利率分别为32%/12%，分别同比-14/-8pct。我们判断毛利率下滑明显的主要原因系：（1）当前公司规模较小，综合毛利率易受少量项目影响而出现明显波动；（2）当前公司处于业绩规模上升期，为拓展新客户而做出价格让利的重大项目易导致订单毛利率下滑。我们判断未来在规模效应下，公司议价能力、成本控制能力将显著提升，届时盈利能力将更加稳定，且处于较高水平。

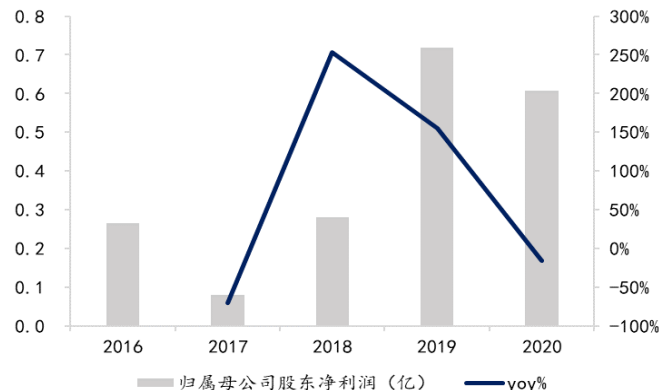
我们认为，伴随新厂区产能逐步释放+模块化生产的规模效应，公司21年将会恢复到合理的盈利水平，即毛利率在35%左右，净利率率在15%-20%左右。

图1：2020全年实现营收5.02亿元，同比+37.65%



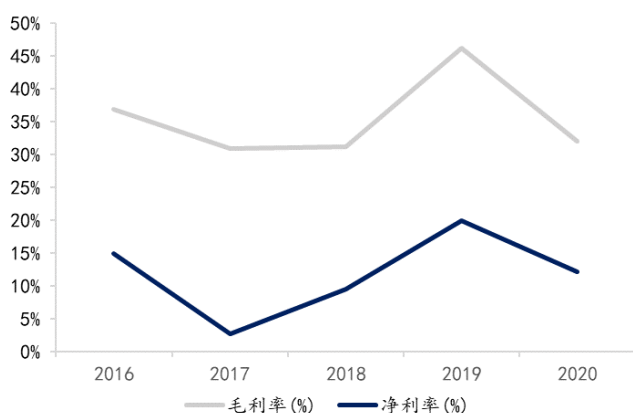
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：2020年实现归母净利润0.61亿元，同比-15.56%



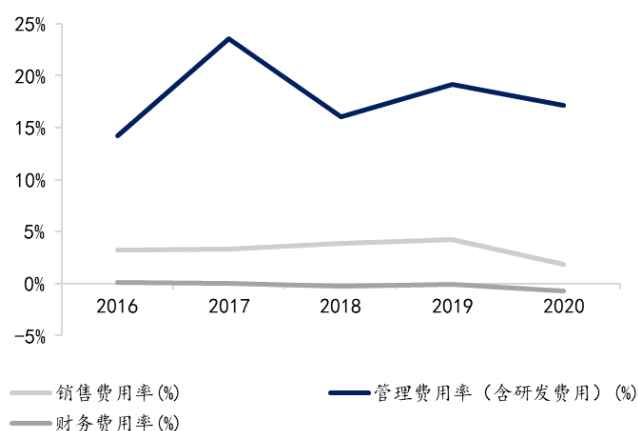
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3: 2020 年, 公司销售毛利率、净利率分别为 32%/12%



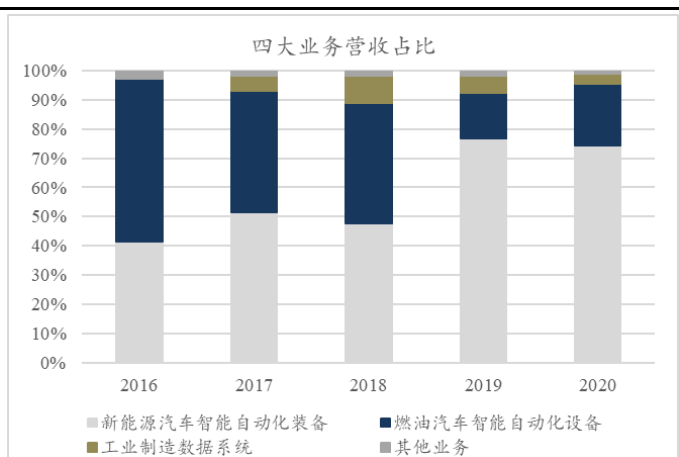
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2020 年期间费用率控制良好



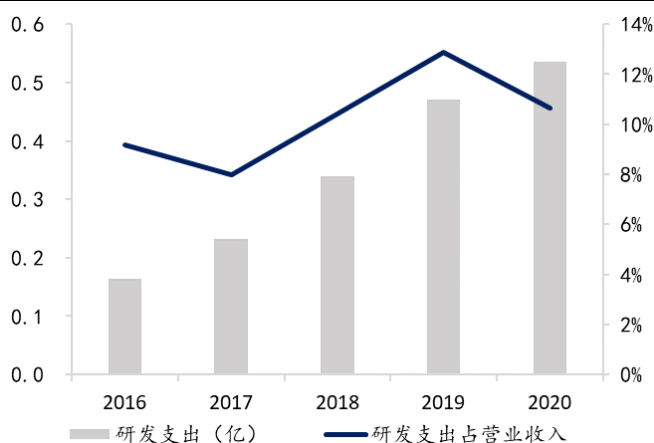
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 2019-2020 年, 新能源板块营收占比超 70%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司保持高水平研发投入, 2020 年研发费用营收占比 10.7%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2. 人力成本上升+电池厂产能翻倍增长, 高自动化率产线优势明显

目前电芯段设备的自动化率已达 95%, 但组装线的自动化程度暂不成熟, 我们判断当前正处于动力电池模组线+PACK 线低自动化率向高自动化率切换的时期, 主要系:

(1) 劳动力成本上升趋势+机器价格越来越低, 因此高自动化率产线性价比优势逐渐凸显; (2) 全球电动需求爆发, 电池厂规划产能翻倍增长 (以宁德时代为例, 其公告的规划新增产能已超 550GW), 低自动化率产线招工难度暴增, 因此亟需“机器换人”提升产线自动化率。高自动化率假设下, 2023 年模组线+PACK 线自动化率达 200-300 亿元。

公司是国内率先切入动力电池领域的智能制造装备企业, 目前先惠出品的组装线自

动化率明显优于同行,先惠模组线自动化率最高达 95%,行业平均为 40-70%;先惠 PACK 线自动化率最高达 89%,行业平均为 5-20%,我们判断高自动化率先进产能拐点将至利好先惠。

表 1: 随时间推移,我们判断实际市场空间不断从低自动化率假设向高自动化率假设转换

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
新能源车销	国内	81.0	122.0	119.5	147.0	203.7	274.5	363.2	482.4
量(万辆)	海外	57.0	88.0	102.5	130.4	213.5	325.4	452.0	623.1
<b>全球新能源车销量(万辆)</b>		<b>138.0</b>	<b>210.0</b>	<b>222.0</b>	<b>277.4</b>	<b>417.2</b>	<b>599.9</b>	<b>815.2</b>	<b>1105.5</b>
<b>全球动力电池需求量合计(GW)</b>		<b>52.80</b>	<b>90.80</b>	<b>108.80</b>	<b>144.00</b>	<b>231.20</b>	<b>347.20</b>	<b>489.20</b>	<b>689.10</b>
产能利用率		48%	50%	52%	53%	54%	55%	57%	59%
实际产能(GW)		110.00	181.60	209.23	271.70	428.15	631.27	858.25	1167.97
新增产能测算(GW)		14.44	71.60	27.63	62.47	156.45	203.12	226.97	309.72
<b>低自动化率假设: 模组线+PACK</b>									
线单 GW 投资额(亿元)		0.25	0.23	0.21	0.2	0.19	0.18	0.17	0.16
<b>模组线+PACK 线需求(亿元)</b>		<b>3.6</b>	<b>16.5</b>	<b>5.8</b>	<b>12.5</b>	<b>29.7</b>	<b>36.6</b>	<b>38.6</b>	<b>49.6</b>
<b>中自动化率假设: 模组线+PACK</b>									
线单 GW 投资额(亿元)		0.8	0.75	0.72	0.7	0.68	0.65	0.62	0.58
<b>模组线+PACK 线需求(亿元)</b>		<b>11.6</b>	<b>53.7</b>	<b>19.9</b>	<b>43.7</b>	<b>106.4</b>	<b>132.0</b>	<b>140.7</b>	<b>179.6</b>
<b>高自动化率假设: 模组线+PACK</b>									
线单 GW 投资额(亿元)		1.33	1.27	1.23	1.2	1.15	1.1	1.05	1
<b>模组线+PACK 线需求(亿元)</b>		<b>19.2</b>	<b>90.9</b>	<b>34.0</b>	<b>75.0</b>	<b>179.9</b>	<b>223.4</b>	<b>238.3</b>	<b>309.7</b>

数据来源: 乘联会, Markliens, 东吴证券研究所测算



图 7: 截至目前, 宁德时代规划新增产能超 550GW

宁德时代各大基地产能统计									
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	预计投产时间	截止到2020半年报工程进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主, 小批量软包	动力: 三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%
	宁德湖西 (扩建)	2018		动力	16	46	30	2022	新规划
	车里湾	2020.2		动力+储能	45	100	80	未透露	新规划
	福鼎一期	2020.12		锂电池	68	170	136	2022年底	新规划
	福鼎二期	2020.12		锂电池				2025	新规划
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2020	26%
	江苏溧阳三期	2018		动力+储能	24	74	55	2021	新规划
	江苏溧阳四期	2020.12		动力+储能	48	120	96	2022年底	新规划
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9		动力	12	40	22	2021	新规划
	四川宜宾二期			动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动
	宜宾三期 (扩建一期)	2020.12		动力	40	100	80	2022年底	新规划
	宜宾四期 (扩建二期)	2020.12	动力	2025				新规划	
	四川宜宾五期	2021.2	动力	48	120	96	未透露	新规划	
	四川宜宾六期	2021.2	动力				未透露	新规划	
广东肇庆	肇庆项目一期	2021.2	动力和储能	48	120	96	未透露	新规划	
合资公司	时代上汽	2017.5	动力电芯和pack	36	100	70	2020	31%	
	时代上汽扩建	2021.2	动力	37	105	74	未透露	新规划	
	时代广汽	2018.7	动力	16	46	32	2021	新规划	
	东风时代	2018.7	动力	10	-	-	2019	新规划, 尚无明确进展	
	时代吉利 (浙江吉润)	2020.8	动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划	
	时代一汽 (宁德霞浦)	2019.4	动力	14	44	31	2022	新规划, 尚无明确进展	
	时代一汽扩建 (宁德霞浦)	2021.2	动力	20	50	40	未透露	新规划	
德国基地	德国图林根	2018.7	动力	30	140	112	2022	新规划	
合计					621	1823	1390		
预计新增合计					553	1516	1148		

备注: 1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的70%, 同时单位GW设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资, 约140亿元人民币。假设80%为设备投资, 则设备投资为112亿元, 按照单GW设备为3.5-4亿元估算, 项目规划产能大约30GW左右。3、福鼎投资170亿元, 江苏溧阳4期投资120亿元, 宜宾扩建100亿元, 按照设备投资额占80%, 单GW设备为2亿元估算, 福鼎基地产能约35GW, 江苏溧阳四期约25GW, 宜宾扩建项目约20GW。4、按照设备投资额占80%, 单GW设备为2亿元估算, 宜宾五、六期扩产48GW, 肇庆一期扩产48GW, 时代一汽扩建项目 (宁德霞浦县) 扩产20GW。

数据来源: 宁德时代公告, 东吴证券研究所

### 3. 产能不足问题马上缓解, 加速扩产迎行业爆发期

公司目前最大的瓶颈是产能问题, 此前由于场地不足, 产能扩张受限。公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元, 用于建设武汉基地扩张产能 (3.5 亿) 和补充流动资金 (0.6 亿), 武汉工厂面积 4 万平方米, 我们预计 2021 年上半年投产。2021 年 1 月公告使用超募资金

投建长沙基地，长沙工厂面积约 4 万平方米，我们预计 2022 年 3 月投产。另外，上海基地也计划扩至 4 万平方米，我们预计 2022 年底投产。我们预计 2022 年底三大基地全部建设完毕，先惠的场地面积将由 2020 年底的 2.2 万平方米增至 12 万平方米。

同时先惠的模块化开发能力使得产能爬坡过程比一般的制造业企业快许多，因此我们判断 2 年后（2023 年底），先惠产能有望快速提升 5-6 倍。且由于模块化的生产+行业进入爆发期，公司订单到确认收入的周期为半年左右，故我们判断公司 2022 年收入有望超预期。

#### 4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.00/3.07/4.63 亿元，当前股价对应动态 PE 33/22/14，考虑到公司是锂电设备行业的模组和自动化产线的细分小龙头，我们看好公司长期发展，故维持“增持”评级。

#### 5. 风险提示

电动汽车发展不及预期，行业竞争加剧风险。

先惠技术三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1306</b>	<b>2893</b>	<b>3507</b>	<b>4626</b>	<b>营业收入</b>	<b>502</b>	<b>1420</b>	<b>2070</b>	<b>3120</b>
现金	289	1049	868	696	减:营业成本	342	921	1344	2020
应收账款	154	973	1389	2052	营业税金及附加	1	6	10	12
存货	123	757	1104	1660	营业费用	10	57	83	125
其他流动资产	741	114	145	218	管理费用	297	225	311	468
<b>非流动资产</b>	<b>82</b>	<b>194</b>	<b>301</b>	<b>403</b>	财务费用	-4	-10	-14	-12
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	14	117	222	323	加:投资净收益	4	1	2	3
在建工程	37	46	49	50	其他收益	-58	1	1	1
无形资产	12	11	11	11	<b>营业利润</b>	<b>66</b>	<b>223</b>	<b>340</b>	<b>510</b>
其他非流动资产	19	19	19	19	加:营业外净收支	-0	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	<b>1388</b>	<b>3087</b>	<b>3807</b>	<b>5029</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>223</b>	<b>339</b>	<b>509</b>
<b>流动负债</b>	<b>290</b>	<b>1141</b>	<b>1549</b>	<b>2303</b>	减:所得税费用	5	17	26	39
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	6	6	8
应付账款	153	480	681	996	<b>归属母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>200</b>	<b>307</b>	<b>463</b>
其他流动负债	137	661	868	1306	EBIT	117	212	323	495
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	EBITDA	120	218	339	521
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>297</b>	<b>1148</b>	<b>1556</b>	<b>2309</b>	每股收益(元)	0.80	2.64	4.04	6.09
少数股东权益	11	17	23	31	每股净资产(元)	14.28	25.29	29.32	35.37
归属母公司股东权益	1080	1922	2228	2688	发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
<b>负债和股东权益</b>	<b>1388</b>	<b>3087</b>	<b>3807</b>	<b>5029</b>	ROIC(%)	21.5%	23.7%	22.9%	24.4%
					ROE(%)	5.6%	10.4%	13.8%	17.2%
					毛利率(%)	31.9%	35.1%	35.1%	35.3%
					销售净利率(%)	12.1%	14.1%	14.8%	14.8%
					资产负债率(%)	21.4%	37.2%	40.9%	45.9%
					收入增长率(%)	37.7%	182.7%	45.8%	50.7%
					净利润增长率(%)	-15.6%	229.9%	53.4%	50.5%
					P/E	108.34	33.00	21.52	14.30
					P/B	6.09	3.44	2.97	2.46
					EV/EBITDA	57.20	35.43	23.99	17.05

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>