

**300450.SZ**
**买入**

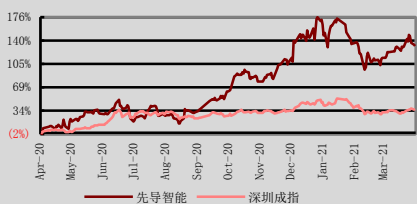
原评级: 买入

市场价格: 人民币 82.17

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 全球锂电设备龙头, 平台化布局成效显著。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.1)	8.2	(12.7)	114.3
相对深证成指	(2.3)	4.6	(5.2)	77.9

发行股数(百万)	907
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	74,555
3个月日均交易额(人民币 百万)	842
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
拉萨欣导创业投资有限公司	27

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 4 月 27 日收市价为标准

**相关研究报告**

《先导智能: 立足锂电设备, 迈向平台型高端装备企业》20210316

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**机械设备: 专用设备**
**证券分析师: 杨绍辉**

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

**证券分析师: 陶波**

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

**联系人: 朱祖跃**

zuyue.zhu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120080005

# 先导智能

**新签订单创新高, 多元布局平滑锂电需求波动**
**2020 年营收 58.6 亿, 同比 25%, 归母净利润 7.7 亿元, 同比 0.25%; 21Q1 营收 12.1 亿元, 同比 39.3%, 归母净利润 2.0 亿元, 同比 113.0%。**
**支撑评级的要点**

- **非锂电业务拉动 20 年收入增长, 21Q1 净利润同比翻番。** 20 年收入增长 25%, 主要由光伏、3C 等非锂电业务拉动。2019 年为动力电池行业洗牌期, 下游扩产需求萎缩, 导致 20 年锂电设备收入同比下降 15% 至 32.38 亿, 而光伏、3C、其他业务(包括智能物流等)设备收入分别同比增长 119%、653%、247%。20 年净利润 7.7 亿, 其中泰坦分部亏损近 0.8 亿。21Q1, 公司营收 12.1 亿元, 净利润同比增长 113% 至 2 亿元, 主要是由于去年三季度起新签订单快速增长, 且疫情后订单加速确认。
- **扩产旺盛, 2020/2021Q1 分别新签订单 110.6/38.5 亿元。** 2020 年下半年以来, 动力电池企业频繁扩产, 且落地速度快。据高工锂电, 国内 2021Q1 锂电产业链扩产项目达 67 起, 涉及规划动力电池产能超 470GWh。根据公司年报 & 一季报, 2020 年新签订单 110.6 亿元(不含税), 2021 年一季度新签订单 38.5 亿元(不含税)。
- **卡位电动化黄金赛道, 市占率有望进一步提升。** 锂电设备是电动化趋势下的黄金赛道, 年均市场规模超过 300 亿元, 且格局好、确定性强。公司规模优势显著、技术领先, 与国内外头部电池厂深度合作, 有望成为行业的阿尔法: 1) 定增通过, 进一步绑定 CATL。CATL 将研发的 DVT 阶段向先导开放, 合作研发, 且未来三年先导优先享有电芯核心设备 50% 的份额; 2) 卷绕机、化成分容设备技术领先, 同时叠片机、涂布机取得较大进展, 整线、准整线模式实现批量交付, 预计市占率进一步提升。
- **非锂电业务多点开花, 平台型布局逐步见效。** 公司业务涵盖锂电、光伏、3C、智能物流、汽车智能产线、燃料电池、激光、机器视觉等八大领域, 各类业务快速发展, 如签约宝马提供汽车 PACK 智能产线、与 Waaree 签订 3GW 串焊设备订单、为尚德打造行业首个数字化 TOPCon 高效光伏电池整线智能工厂, 同时 CATL 也将协同公司智能物流、汽车智能产线等业务发展。总体看, 平台化布局已经成型, 2020 年光伏、3C、其他(包括智能物流等)收入占比分别为 19%、10%、16%, 在锂电收入下滑的情况下支撑全年收入同比增长 25%。长远看, 平台化布局将扩大公司成长空间, 各类业务的壮大也将平滑收入波动的周期。

**盈利预测与投资建议**

- 考虑到 20 年亏损、动力电池厂加速扩产等因素, 调整 2021-2022 年预测, 预计 2021-2023 年净利润为 12.2/20.2/28.2 亿。公司是全球锂电设备龙头, 平台化布局逐步清晰, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 客户扩产不及预期; 产品和技术更新迭代受阻; 新业务进展不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,684	5,858	9,232	13,221	17,005
变动(%)	20	25	58	43	29
净利润(人民币 百万)	766	768	1,225	2,021	2,815
全面摊薄每股收益(人民币)	0.844	0.846	1.351	2.227	3.103
变动(%)	0.2	0.3	59.7	64.9	39.3
原先预测全面摊薄每股收益(人民币)			1.559	2.002	
变动(%)			(15.4)	1	
全面摊薄市盈率(倍)	97.4	97.1	60.8	36.9	26.5
价格/每股现金流量(倍)	137.7	55.1	197.6	144.0	91.1
每股现金流量(人民币)	0.60	1.49	0.42	0.57	0.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.5	95.9	52.7	30.5	21.4
每股股息(人民币)	0.158	0.158	0.270	0.445	0.621
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 业绩摘要表格

(人民币, 亿元)	2018	2019	2020	同比增速(%)
营业收入	38.90	46.84	58.58	25.07
营业成本	23.70	28.42	38.48	35.40
毛利润	15.20	18.42	20.11	9.14
税金及附加	0.30	0.28	0.44	55.33
销售费用	1.23	1.63	1.81	10.80
管理费用	2.32	2.32	3.15	36.21
财务费用	0.15	0.39	0.43	9.72
资产减值	0.35	(0.47)	(0.45)	6.20
投资收益	0.06	0.21	0.31	48.58
营业外收入	0.11	0.10	0.29	197.52
营业外支出	1.42	0.58	0.01	(98.52)
利润总额	8.39	8.36	8.39	0.36
所得税	0.96	0.70	0.71	1.56
净利润	7.42	7.66	7.68	0.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-
归属母公司股东的净利润	7.42	7.66	7.68	0.25
基本每股收益(元)	1.06	0.87	0.87	0.28
毛利率	39.1	39.3	34.3	下降 5.0 个百分点
净利率	19.1	16.3	13.1	下降 3.2 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,684	5,858	9,232	13,221	17,005
销售成本	(2,870)	(3,892)	(6,024)	(8,399)	(10,713)
经营费用	(683)	(1,214)	(1,834)	(2,438)	(2,888)
息税折旧前利润	1,131	753	1,373	2,384	3,404
折旧及摊销	(69)	(91)	(112)	(145)	(181)
经营利润(息税前利润)	1,062	662	1,261	2,239	3,223
净利息收入/(费用)	(24)	(21)	3	(61)	(128)
其他收益/(损失)	162	220	143	137	128
税前利润	836	839	1,377	2,270	3,163
所得税	(70)	(71)	(151)	(250)	(348)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	766	768	1,225	2,021	2,815
核心净利润	761	770	1,220	2,014	2,808
每股收益(人民币)	0.844	0.846	1.351	2.227	3.103
核心每股收益(人民币)	0.839	0.848	1.345	2.220	3.095
每股股息(人民币)	0.158	0.158	0.270	0.445	0.621
收入增长(%)	20	25	58	43	29
息税前利润增长(%)	30	(38)	91	78	44
息税折旧前利润增长(%)	31	(33)	82	74	43
每股收益增长(%)	0	0	60	65	39
核心每股收益增长(%)	2	1	59	65	39

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	836	839	1,377	2,270	3,163
折旧与摊销	69	91	112	145	181
净利息费用	39	43	27	106	188
运营资本变动	(644)	991	3,214	(2,758)	3,160
税金	(70)	(71)	(151)	(250)	(348)
其他经营现金流	312	(539)	(4,201)	1,005	(5,526)
经营活动产生的现金流	541	1,353	377	518	818
购买固定资产净值	90	309	308	363	185
投资减少/增加	22	32	19	24	25
其他投资现金流	(578)	(844)	(616)	(725)	(370)
投资活动产生的现金流	(466)	(503)	(288)	(339)	(161)
净增权益	(144)	(144)	(245)	(404)	(563)
净增债务	(184)	(211)	1,739	2,195	1,862
支付股息	144	144	245	404	563
其他融资现金流	705	(160)	(251)	(510)	(751)
融资活动产生的现金流	521	(371)	1,488	1,686	1,111
现金变动	596	479	1,577	1,864	1,769
期初现金	1,483	2,070	2,738	4,315	6,179
公司自由现金流	75	850	89	179	657
权益自由现金流	(70)	682	1,855	2,480	2,708

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,070	2,738	4,315	6,179	7,948
应收帐款	2,277	2,997	5,795	7,347	9,210
库存	2,153	2,874	7,057	6,097	11,553
其他流动资产	35	105	133	161	234
流动资产总计	7,532	10,314	18,950	21,427	30,631
固定资产	642	791	1,027	1,285	1,329
无形资产	148	308	283	257	232
其他长期资产	71	87	87	87	87
长期资产总计	861	1,186	1,397	1,629	1,648
总资产	9,517	12,662	21,494	24,188	33,397
应付帐款	2,421	3,976	6,156	7,797	9,279
短期债务	299	348	1,343	1,806	2,589
其他流动负债	1,449	2,663	6,574	3,793	7,421
流动负债总计	4,168	6,987	14,074	13,397	19,288
长期借款	796	0	744	2,430	3,541
其他长期负债	268	60	60	129	83
股本	907	907	907	907	907
储备	3,114	4,728	5,709	7,325	9,577
股东权益	4,022	5,636	6,616	8,232	10,484
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,517	12,662	21,494	24,188	33,397
每股帐面价值(人民币)	4.43	6.21	7.29	9.07	11.56
每股有形资产(人民币)	4.27	5.87	6.98	8.79	11.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.82)	(2.63)	(2.45)	(2.14)	(2.00)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.1	12.8	14.9	18.0	20.0
息税前利润率(%)	22.7	11.3	13.7	16.9	19.0
税前利润率(%)	17.8	14.3	14.9	17.2	18.6
净利率(%)	16.3	13.1	13.3	15.3	16.6
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.5	1.3	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	27.7	25.6	22.3	14.9	13.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.1	0.8	1.1	1.0
估值					
市盈率(倍)	97.4	97.1	60.8	36.9	26.5
核心业务市盈率(倍)	97.9	96.8	61.1	37.0	26.6
市净率(倍)	18.5	13.2	11.3	9.1	7.1
价格/现金流(倍)	137.7	55.1	197.6	144.0	91.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	64.5	95.9	52.7	30.5	21.4
周转率					
存货周转天数	290.3	235.7	300.8	285.8	300.7
应收帐款周转天数	183.9	164.3	173.8	181.4	177.7
应付帐款周转天数	185.5	199.3	200.3	192.6	183.3
回报率					
股息支付率(%)	18.8	18.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	20.4	15.9	20.0	27.2	30.1
资产收益率(%)	10.8	5.5	6.6	8.7	10.0
已运用资本收益率(%)	4.1	3.5	4.2	4.8	4.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371