

2021 半年报点评：业绩符合我们预期，订单充足开启规模交付 买入（维持）

2021 年 08 月 24 日

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）	5,858	9,350	14,651	20,051
同比（%）	25.1%	59.6%	56.7%	36.9%
归母净利润（百万元）	768	1,406	2,246	3,089
同比（%）	0.3%	83.2%	59.8%	37.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.90	1.44	1.98
P/E（倍）	152.26	83.13	52.03	37.83

事件：2021 年 8 月 23 日公司披露 2021 年半年报，2021 年上半年公司实现营业收入 32.68 亿元，同比+75.3%，归母净利润 5.01 亿元，同比+119.7%；扣非归母净利润为 4.88 亿元，同比+118.6%。

投资要点

■ 业绩符合我们预期，2021H1 营收&净利润高速增长

2021H1 公司实现营业收入 32.68 亿元，同比+75.3%，归母净利润 5.01 亿元，同比+119.7%；扣非归母净利润为 4.88 亿元，同比+118.6%。分业务来看，锂电设备实现营业收入 23.19 亿元，同比+94.7%，光伏设备实现营业收入 3.37 亿元，同比+44.4%。

■ 前期疫情影响毛利率有所下降，控费能力优异增厚净利率

2021H1 公司综合毛利率为 38.2%，同比-2.1pct，其中锂电设备毛利率为 35.8%，同比-4.3pct，光伏设备毛利率为 33.2%，同比+7.0pct。锂电设备毛利率下滑，我们判断主要系公司 2021H1 确认收入的是 2020H1 签订的订单，2020H1 锂电设备行业竞争较激烈，导致毛利率较低。随着动力电池厂迈入扩产高峰，锂电设备行业景气度从 2020Q4 开始复苏，并于 2021 年进入卖方市场，我们认为 2020Q4 之后签订的订单毛利率有望明显回升。公司 2021H1 净利率为 15.3%，同比+3.1pct，主要得益于公司控费能力改善，2021H1 公司期间费用率合计为 21.4%，同比-4.8pct，其中销售费用率为 3.5%，同比+0.4pct；管理费用率（含研发）为 18.1%，同比-4.6pct；财务费用率为-0.2%，同比-0.6pct。

■ 存货&预收账款大幅增长，订单充足保障短期业绩高速增长

2021H1 公司存货和预收账款大幅增长，截至 2021 年上半年，公司存货为 59.32 亿元，同比+124%，预收账款为 28.18 亿元，同比+158%，表明在手订单充足，保障短期业绩高增。2021H1 公司新接订单金额创历年新高，新签订单 92.35 亿元（不含税），为 2020 年收入的 1.6 倍，接近 2020 全年新签订单（110.6 亿元，不含税）。

■ 新签订单规模高增，前期生产准备导致经营活动净现金流为负

2021H1 公司经营活动净现金流为 0.4 亿元，同比-76.8%，分季度来看，公司 2021Q1 经营活动净现金流为 1.82 亿元，Q2 为-1.42 亿元，我们判断主要系公司新签订单较多，需前期备货生产支付较多货款所致，后续随着交付规模提高，公司现金流有望大幅改善。

盈利预测与投资评级：受益于行业高景气度，公司新签订单高增长，故我们调整公司 2021-2023 年的净利润分别从 12.11/14.75/17.97 亿元上调到 14.06/22.46/30.89 亿元，对应当前股价 PE 83/52/38 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，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)	74.72
一年最低/最高价	24.89/84.05
市净率(倍)	14.02
流通 A 股市值(百万元)	108287.84

基础数据

每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	56.25
总股本(百万股)	1563.57
流通 A 股(百万股)	1449.25

相关研究

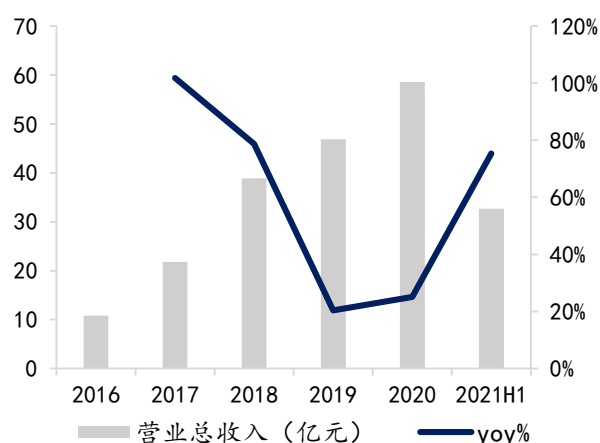
- 1、《先导智能 (300450)：宁德时代 45.5 亿订单落地，深度绑定共赢黄金时代》2021-06-01
- 2、《先导智能 (300450)：2020 年报点评：业绩低于预期，新签订单饱满助力发展》2021-04-23
- 3、《先导智能 (300450)：明确与 CATL 战略合作细节，共迎黄金时代》2021-03-02

事件：2021年8月23日公司披露2021年半年报，2021年上半年公司实现营业收入32.68亿元，同比+75.3%，归母净利润5.01亿元，同比+119.7%；扣非归母净利润为4.88亿元，同比+118.6%。

1. 业绩符合我们预期，2021H1 营收&净利润高速增长

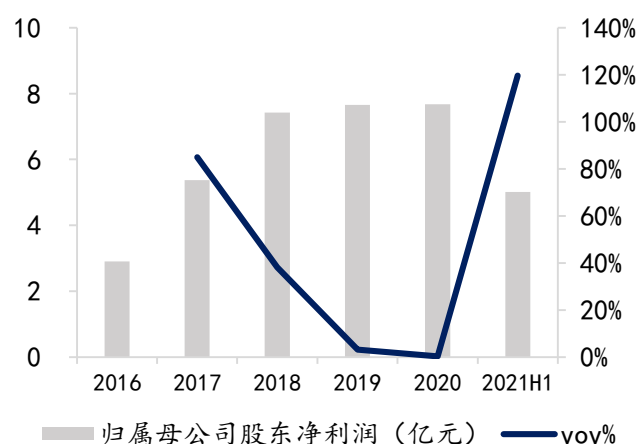
2021H1 公司实现营业收入 32.68 亿元，同比+75.3%，归母净利润 5.01 亿元，同比+119.7%；扣非归母净利润为 4.88 亿元，同比+118.6%。分业务来看，锂电设备实现营业收入 23.19 亿元，同比+94.7%，光伏设备实现营业收入 3.37 亿元，同比+44.4%，3C 智能设备、薄膜电容器设备及其它业务收入为 6.12 亿元。分季度来看，2021Q2 业绩表现优于 Q1，其中 Q1 实现营业收入 12.07 亿元，同比+39.3%，归母净利润为 2.01 亿元，同比+113.0%；Q2 实现营业收入 20.61 亿元，同比+106.6%，归母净利润为 3 亿元，同比+124.4%。

图 1：公司 2021H1 实现营收 32.68 亿元，同比+75.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司 2021H1 实现归母净利润 5.01 亿元，同比+119.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

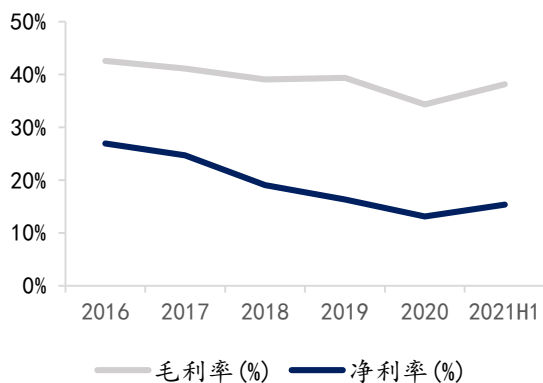
2. 前期疫情影响毛利率有所下降，控费能力优异增厚净利率

2021H1 公司综合毛利率为 38.2%，同比-2.1pct，其中锂电设备毛利率为 35.8%，同比-4.3pct，光伏设备毛利率为 33.2%，同比+7.0pct。锂电设备毛利率下滑，我们判断主要系公司 2021H1 确认收入的是 2020H1 签订的订单，2020H1 锂电设备行业竞争较激烈，导致毛利率较低。随着动力电池厂迈入扩产高峰，锂电设备行业景气度从 2020Q4 开始复苏，并于 2021 年进入卖方市场，我们认为 2020Q4 之后签订的订单毛利率有望明显回升。

公司 2021H1 净利率为 15.3%，同比+3.1pct，主要得益于公司控费能力改善，2021H1

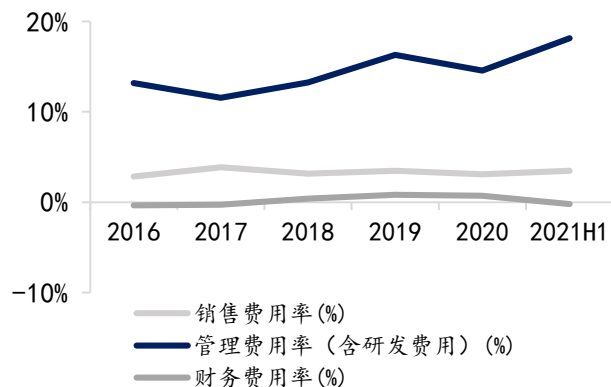
公司期间费用率合计为 21.4%，同比-4.8pct，其中销售费用率为 3.5%，同比+0.4pct；管理费用率（含研发）为 18.1%，同比-4.6pct；财务费用率为-0.2%，同比-0.6pct。

图 3：2021H1 公司毛利率有所下降，净利率提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021H1 公司控费能力优良，期间费用率合计 21.4%，同比-4.8pct



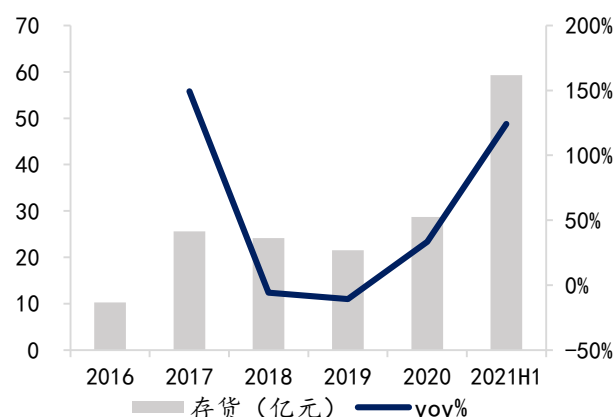
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 存货&预收账款大幅增长，订单充足保障短期业绩高速增长

2021H1 公司存货和预收账款大幅增长，截至 2021 年上半年，公司存货为 59.32 亿元，同比+124%，预收账款为 28.18 亿元，同比+158%，表明在手订单充足，保障短期业绩高增。

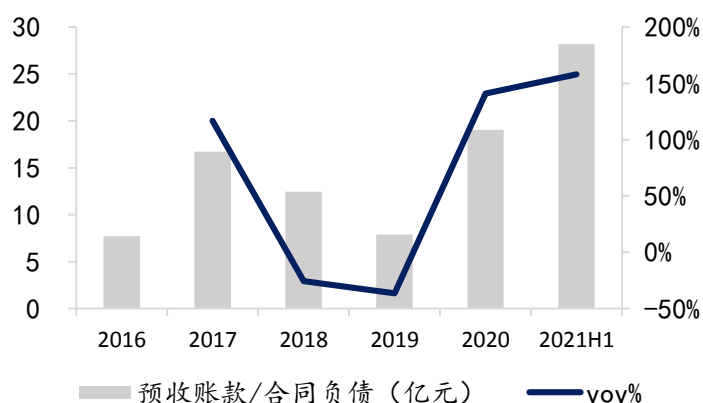
2021H1 公司新接订单金额创历年新高，新签订单 92.35 亿元（不含税），为 2020 年收入的 1.6 倍，接近 2020 全年新签订单（110.6 亿元，不含税）。

图 5：2021H1 公司存货大幅增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2021H1 公司预收账款大幅增长

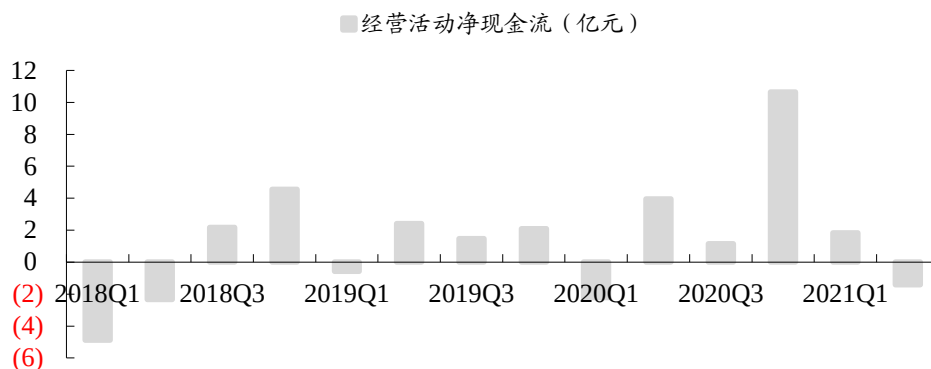


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 新签订单规模高增，前期生产准备导致经营活动净现金流为负

2021H1 公司经营活动净现金流为 0.4 亿元, 同比-76.8%, 分季度来看, 公司 2021Q1 经营活动净现金流为 1.82 亿元, Q2 为-1.42 亿元, 我们判断主要系公司新签订单较多, 需前期备货生产支付较多货款所致, 后续随着交付规模提高, 公司现金流有望大幅改善。

图 7: 新签订单较多、前期支付较多货款使得公司 2021Q2 经营活动净现金流为负

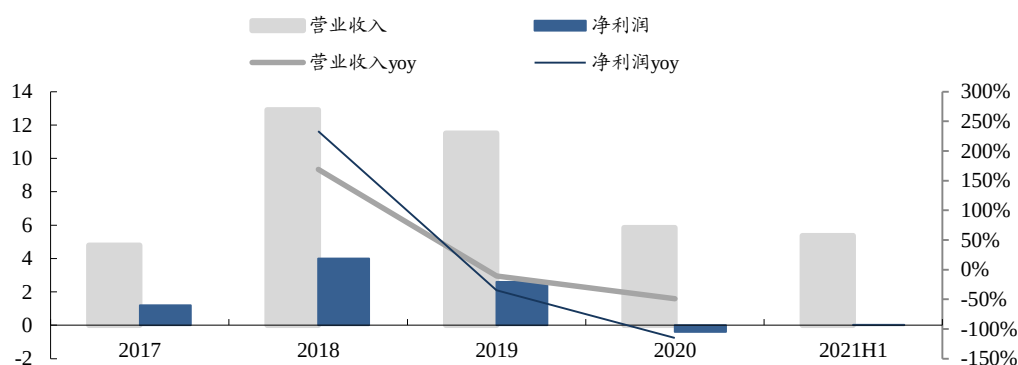


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 子公司泰坦业绩由负转正, 逐步摆脱疫情等负面影响

2021H1 子公司泰坦实现营业收入 5.36 亿元, 接近 2020 全年收入(5.85 亿元); 2021H1 实现营业利润 283.86 万元, 净利润 296.04 万元, 净利率为 0.6%。2020 年先导智能子公司泰坦实现收入 5.85 亿元, 净利润-0.78 亿元, 主要系疫情导致设备验收延期&客户扩产延期所致。2021H1 公司净利润由负转正, 疫情带来的负面影响逐步减弱。

图 8: 子公司泰坦净利润由负转正



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

6. CATL 战投入主充分释放订单弹性，公司设备龙头地位稳固

2020 年 9 月，先导智能公告定增预案，拟募资 25 亿元，宁德时代将认购此次发行的全部股份，成为先导智能长期的战略投资者。2021 年 4 月 28 日，先导智能公告定增完成，以 2020 年 12 月 31 日的总股本为基准进行测算，发行完成后，宁德时代持有先导智能发行后总股本的比例为 7.10%，且自该股份上市之日起三年内不得转让，二者长期深度绑定。CATL 是先导智能的第一大客户，先导智能是 CATL 最大的设备供应商，通过本次战略投资，双方业务绑定将会进一步加深。

图 9：过去 3 年 CATL 都是先导智能的最大客户之一

单位：万元

年度	销售收入	占公司年度营业收入的比例
2018年	46,949.12	12.07%
2019年	181,014.42	38.65%
2020年	157,029.70	26.80%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

本次发行股份之日起三年内，宁德时代按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成等）新投资额 50% 的额度给予先导智能优先权。先导智能 4 月 1 日公告，宁德时代出具承诺函承诺，宁德时代目前没有进行且将不会在获得先导智能本次发行股份之日起三年内作为战略投资者以本次类似方式参与其他锂电池设备上市公司的定增。我们判断，宁德时代未来电芯核心设备将有一半的份额优先采购先导智能的设备，该条款从业务角度以协议的方式确保了 2021-2023 年先导智能在核心电芯设备上的订单份额将优于其他企业。

根据宁德时代公告的扩产规划统计，我们预计宁德时代未来五年将扩产超 550GW，先导智能预计宁德时代 2021-2023 年核心锂电设备（包括涂布、卷绕、化成等）总采购额分别约 100 亿元、120 亿元和 155 亿元，因此先导智能 2021-2023 年获宁德时代的订单金额预计不低于 50 亿元、60 亿元和 77.5 亿元，假设毛利率为 35%，净利率为 14.5%，对应新增净利润为 7.2 亿元、8.7 亿元和 11.2 亿元。叠加宁德时代向先导智能采购设备运维服务、智能物流设备以及联合采购降本（二者集采扩大采购规模降本，同时共同锁定供应商产能，确保交付时间）的影响，先导智能预计此次战略合作将在发行股份之日起三年内为公司增收 247.4 亿元，增利 38.8 亿元。

图 10: 此次战略合作预计在本次发行股份之日起三年内为先导智能增收 247.4 亿元, 增利 38.8 亿元

单位: 亿元

项目	营业收入			净利润		
	2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年
电芯生产核心设备采购	50.00	60.00	77.50	7.23	8.67	11.20
设备运维服务采购	2.50	4.00	5.94	0.89	1.43	2.12
智能物流设备采购	12.00	15.50	20.00	1.22	1.58	2.04
联合采购的降本	-	-	-	0.61	0.78	1.02
合计	64.50	79.50	103.44	9.95	12.46	16.38

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

此外, 通过和 CATL 的深度绑定, 先导智能有望在高端产能不足、市场加速整合的背景下引领行业。(1) 技术领先: 二者通过加深技术合作实现产品的技术升级, 引领电池行业的前沿发展。(2) 资源优化: CATL 的全球优质资源助力先导智能加快实现战略转型升级。CATL 拥有全球范围内新能源汽车的行业资源, 与先导智能的全球化发展方向高度吻合, 未来双方将加强在全球范围内的资源协调, 为先导智能的全球业务拓展提供战略支撑和商务协同。

7. CATL 45.5 亿元大订单落地, 业绩驱动力充沛

先导智能 2021 年 1-5 月累计中标宁德时代及其子公司 45.5 亿元订单 (不含税), 超市场预期。根据我们产业链调研, 我们判断 45.5 亿元订单对应约 40 条线, 先导智能平均每条线中标约 1.1 亿元设备。2021 年 4 月 23 日, 先导智能公告称预计 2021 年与宁德时代将发生不超过 65 亿关联交易 (含税)。2021 年 1-5 月累计 45.5 亿订单为不含税口径, 按照 13% 的增值税税率, 我们预计此次的订单含税口径为 51.4 亿元, 前 5 月订单累计即占此前预计全年 65 亿的 79%, 我们判断全年中标宁德时代订单有望大幅超此前预期。该 45.5 亿元订单约占先导智能 2020 全年收入 (58.58 亿元) 的 77.6%, 我们认为公司短期业绩增长动力充沛。

8. CATL 定增募资扩产, 主供先导智能最为受益

2021 年 8 月 12 日 CATL 公告定增募资 582 亿元用于扩产&研发&补充流动资金, 扩产具体包括福鼎项目对应 60GWh 锂电池产能, 肇庆一期对应 30GWh 锂电池产能, 江苏溧阳四期对应 30GWh 锂电池产能, 车里湾项目对应 15GWh 锂电池+部分 PACK 线产能, 湖西二期对应 2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜产能, 合计扩产产能达 167GWh,

其中包括 137GWh 锂电扩产，以及 30GWh 储能电柜扩产，总投资额为 530 亿元，对应设备投资额达 296 亿元。

我们通过下表计算该次扩产的锂电池单 GWh 电芯设备投资额为 2 亿元。(1) 宁德湖西扩建项目单 GWh 设备投资额偏低，主要系该项目为 2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜扩产；(2) 车里湾项目单 GWh 设备投资额偏高，主要系该项目包括部分 PACK 线扩产。因此我们将这两个项目作为异常值剔除，且我们判断其他 3 个锂电项目均表述电芯段设备扩产，得到单 GWh 电芯段设备投资额为 2 亿元。

我们假设宁德湖西扩建项目中，2GWh 锂电池扩产的单 GWh 电芯设备投资额同样为 2 亿元，则 2GWh 锂电池扩产对应电芯设备 4 亿元，30GWh 储能电柜对应 10.2 亿元，储能电柜的单 GWh 投资额为 0.34 亿元。

我们假设车里湾项目单 GWh 电芯设备投资额同样为 2 亿元，则其电芯设备投资额为 30 亿元，因此我们预计该项目中的 PACK 线投资额为 11 亿元。

综上，296 亿元设备投资额中，共 275 亿元电芯设备，11 亿元 PACK 线和 10 亿元储能电柜。

图 11：我们预计 296 亿元设备投资额中，共 275 亿元电芯设备，11 亿元 PACK 线和 10 亿元储能电柜

项目	产能 (GWh)	扩产项目	总投资额 (亿元)	设备投资额 (亿元)	设备投资额备注	设备投资占比	单 GWh 设备投资额 (亿元)	备注
宁德湖西 (扩建)	32	2GWh 锂电池+30GWh 储能电柜	36	14	预计4亿元锂电池电芯设备+10亿元储能电柜	39%	0.44	不计入动力电池平均设备投资额范畴
车里湾	15	15GWh 锂电池+部分 PACK 线	73	41	预计30亿元锂电池电芯设备+11亿元PACK线	56%	2.73	不计入动力电池平均设备投资额范畴
福鼎一期 福鼎二期	60	锂电池	184	111	锂电池电芯设备	60%	1.85	——
江苏溧阳四期	30	锂电池	117	72	锂电池电芯设备	62%	2.40	——
肇庆项目一期	30	锂电池	120	58	锂电池电芯设备	48%	1.93	——
合计	167	137GWh 锂电池+30GWh 储能电柜	530	296	预计275亿元电芯设备+11亿元PACK线+10亿元储能电柜	56%	2	——

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

CATL 的电芯段核心设备主供为先导智能，绑定宁德时代的核心设备商先导智能逐渐显现稀缺性估值溢价。根据战略合作协议，宁德时代按不低于电芯段核心设备（包括涂布、卷绕、化成、注液设备等）新投资额 50%的额度给予先导智能优先权。此次合计 275 亿元锂电电芯设备投资额，按照核心设备 60%的价值量占比，以及先导智能 50%份额，此次宁德定增扩产项目对应先导智能潜在订单为 83 亿元。

9. 盈利预测与投资评级

受益于行业高景气度，公司新签订单高增长，故我们调整公司 2021-2023 年的净利润分别从 12.11/14.75/17.97 亿元上调到 14.06/22.46/30.89 亿元，对应当前股价 PE 83/52/38

倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。

10. 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)				
2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	10314	12304	18230	25381	营业收入	5858	9350	14651	20051
现金	2738	3501	4397	6451	减:营业成本	3848	5910	9257	12666
应收账款	3024	4611	8028	10987	营业税金及附加	44	64	103	140
存货	2874	3724	5073	6940	营业费用	181	281	513	702
其他流动资产	1677	468	733	1003	管理费用	334	1688	2496	3414
非流动资产	2349	3200	3791	3862	财务费用	43	-82	-116	-160
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	45	0	0	0
固定资产	791	1647	2244	2320	加:投资净收益	31	0	0	0
在建工程	59	228	278	143	其他收益	-673	6	7	7
无形资产	157	151	146	141	营业利润	811	1496	2405	3296
其他非流动资产	1342	1173	1123	1257	加:营业外净收支	28	40	50	80
资产总计	12662	15503	22021	29242	利润总额	839	1536	2455	3376
流动负债	6987	8844	13789	18848	减:所得税费用	71	131	209	287
短期借款	348	50	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	3976	4857	7609	10410	归属母公司净利润	768	1406	2246	3089
其他流动负债	2663	3937	6130	8388	EBIT	1470	1413	2287	3135
非流动负债	60	60	60	60	EBITDA	1550	1539	2467	3362
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	7047	8904	13850	18908	每股收益(元)	0.49	0.90	1.44	1.98
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.59	4.22	5.22	6.61
归属母公司股东权益	5615	6599	8171	10334	发行在外股份(百万股)	1564	1564	1564	1564
负债和股东权益	12662	15503	22021	29242	ROIC(%)	24.4%	23.3%	36.2%	45.7%
					ROE(%)	13.7%	21.3%	27.5%	29.9%
					毛利率(%)	34.3%	36.8%	36.8%	36.8%
					销售净利率(%)	13.1%	15.0%	15.3%	15.4%
					资产负债率(%)	55.7%	57.4%	62.9%	64.7%
					收入增长率(%)	25.1%	59.6%	56.7%	36.9%
					净利润增长率(%)	0.3%	83.2%	59.8%	37.5%
					P/E	152.26	83.13	52.03	37.83
					P/B	20.81	17.71	14.30	11.31
					EV/EBITDA	79.93	81.72	52.99	40.38
现金流量表(百万元)									
2020A	2021E	2022E	2023E						
经营活动现金流	1353	1908	2341	3279					
投资活动现金流	-503	-425	-771	-298					
筹资活动现金流	-371	-720	-674	-927					
现金净增加额	476	763	896	2054					
折旧和摊销	80	125	180	228					
资本开支	-340	-748	-771	-298					
营运资本变动	676	376	-85	-38					

数据来源: Wind 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>