

2021年中报点评：净利率大幅提升，订单充足+化解产能瓶颈迎业绩释放期

增持（维持）

2021年08月27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）	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）	171.82	52.34	34.13	22.67

事件：2021年8月26日，公司公布2021年半年报，2021H1公司实现营业收入5.36亿元，同比+148.7%；归母净利润0.72亿元，同比+132.3%。

投资要点

■ **受益于下游动力电池厂扩产高峰，公司中报业绩超市预期：**公司中报业绩实现高增长，2021H1实现营业收入5.36亿元，同比+148.7%；归母净利润0.72亿元，同比+132.3%；扣非归母净利润0.62亿元，同比+137.7%。其中上半年股份支付费用0.15亿元，若剔除股份支付费用的影响，公司实现归母净利润0.87亿元，同比+180.3%；扣非归母净利润为0.77亿元，同比+196.2%。

■ **毛利率略有下降，控费能力优异抵消部分影响：**2021H1公司毛利率为31.1%，同比-3.0pct；净利率为13.5%，同比-0.6pct；若剔除股份支付费用的影响，公司2021H1的净利率为16.2%，同比+2.1pct。期间费用率为14.9%，同比-5.5pct，其中销售费用率为1.7%，同比-0.8pct；管理费用率（含研发）为13.3%，同比-5.4pct，管理费用中股权支付费用为0.15亿元，影响管理费用率（含研发）2.8pct，若剔除股份支付费用的影响，公司2021H1的管理费用率（含研发）为10.5%，同比-8.2pct；财务费用率为-0.1%，同比+0.7pct。

■ **在手订单饱满，下半年新签订单持续旺盛：**公司合同负债和存货稳定增长，截至2021H1，公司预收账款/合同负债为1.50亿元，同比+54.4%；存货为1.59亿元，同比+23.1%；2021H1经营活动净现金流为85.66万元，同比-96.81%，主要系公司新签大量订单，新聘员工大幅增加带来支出增长。根据我们的统计，2021年初至今公司公告CATL+孚能订单合计11.2亿元，为2020年收入（5.02亿元）的2.2倍，在手订单充足。当前模组、PACK线自动化率正处于由低向高提升的拐点，公司凭借高自动化率优势获得大客户宁德时代时代的深度认可，随着宁德时代下半年大约50条线落地，我们判断公司的新签订单将持续旺盛。

■ **积极扩产解决产能瓶颈问题，充分释放业绩弹性：**公司最大的瓶颈是产能问题。公司2020年IPO募资6.4亿元用于扩张产能，现已投产。2021年1月公告使用超募资金投建长沙基地（对应年产值10亿元），我们预计2022年3月投产。另外上海基地（对应年产值10亿元），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，先惠技术的场地面积将由2020年底的2.2万平方米增至12万平方米。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司2021-2023年盈利预测，净利润分别为2.00/3.07/4.63亿元，当前股价对应动态PE 52/34/23倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**新能源车销量低于预期；模组+PACK线自动化率提升进展低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	137.98
一年最低/最高价	50.25/158.86
市净率(倍)	8.92
流通A股市值(百万元)	4202.02

基础数据

每股净资产(元)	15.46
资产负债率(%)	35.03
总股本(百万股)	75.63
流通A股(百万股)	30.45

相关研究

- 1、《先惠技术（688155）：与宁德时代再签2.6亿订单，模组+PACK高自动化率加持腾飞在即》2021-07-12
- 2、《先惠技术（688155）：与宁德时代再签2.9亿订单，模组+PACK自动化率提升趋势确立》2021-05-08
- 3、《先惠技术（688155）：业绩略低于预期，加速扩产迎下游高自动化率需求》2021-03-02

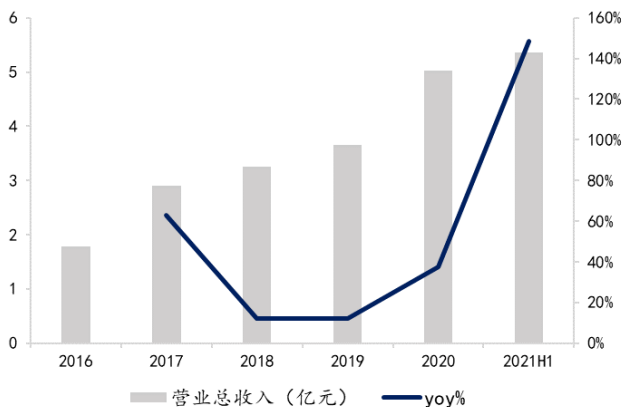
事件: 2021年8月26日,公司公布2021年半年报,2021H1公司实现营业收入5.36亿元,同比+148.7%;归母净利润0.72亿元,同比+132.3%;扣非归母净利润0.62亿元,同比+137.7%。

1. 受益于下游动力电池厂扩产高峰,公司中报业绩超市场预期

公司中报业绩实现高增长,2021H1实现营业收入5.36亿元,同比+148.7%;归母净利润0.72亿元,同比+132.3%;扣非归母净利润0.62亿元,同比+137.7%。其中上半年股份支付费用0.15亿元,若剔除股份支付费用的影响,公司实现归母净利润0.87亿元,同比+180.3%;扣非归母净利润为0.77亿元,同比+196.2%。

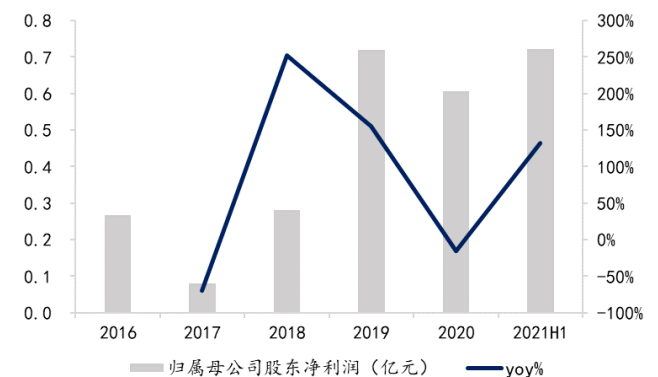
分季度来看,Q2贡献主要业绩。2021Q1公司实现营业收入1.51亿元,同比+140.7%,归母净利润0.17亿元,同比+1405.5%;Q2实现营业收入3.85亿元,同比+152.0%,归母净利润0.55亿元,同比+83.6%。

图 1: 2021H1 公司实现营业收入 5.36 亿元, 同比+148.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 公司实现归母净利润 0.72 亿元, 同比+132.3%



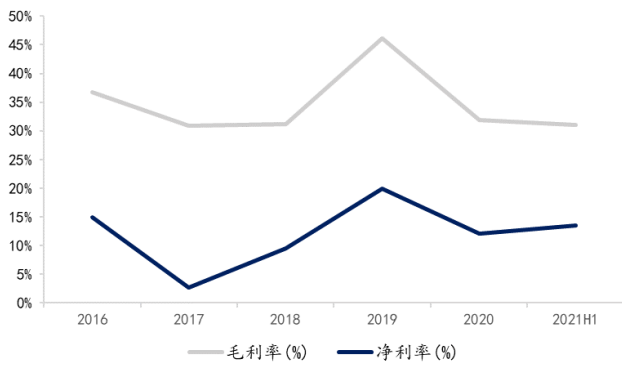
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 毛利率略有下降, 控费能力优异抵消部分影响

2021H1公司毛利率为31.1%,同比-3.0pct;净利率为13.5%,同比-0.6pct;若剔除股份支付费用的影响,公司2021H1的净利率为16.2%,同比+2.1pct。

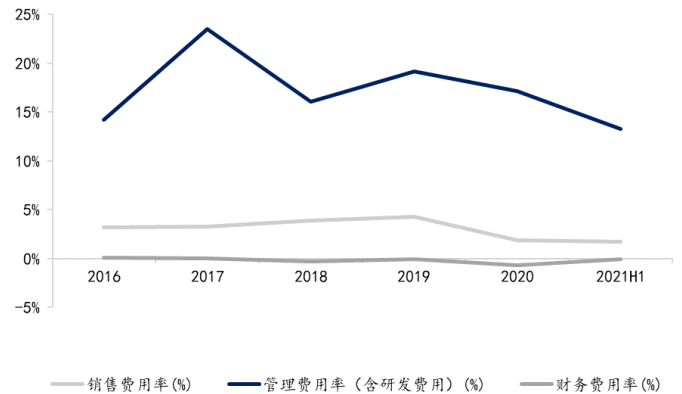
期间费用率为14.9%,同比-5.5pct,其中销售费用率为1.7%,同比-0.8pct;管理费用率(含研发)为13.3%,同比-5.4pct,管理费用中股权支付费用为0.15亿元,影响管理费用率(含研发)2.8pct,若剔除股份支付费用的影响,公司2021H1的管理费用率(含研发)为10.5%,同比-8.2pct;财务费用率为-0.1%,同比+0.7pct

图 3: 2021H1 公司毛利率和净利率略有下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021H1 控费能力优异, 期间费用率同比-5.5pct

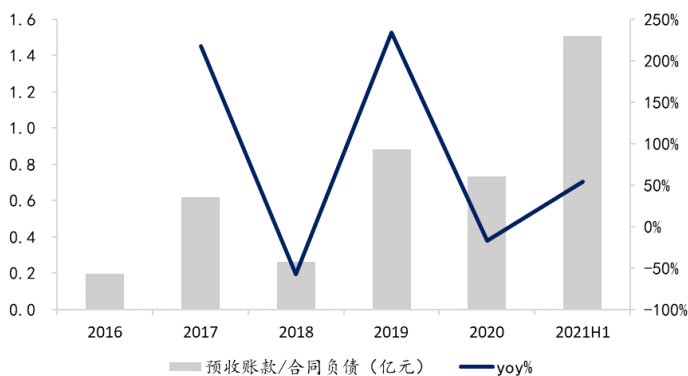


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 在手订单饱满, 下半年新签订单持续旺盛

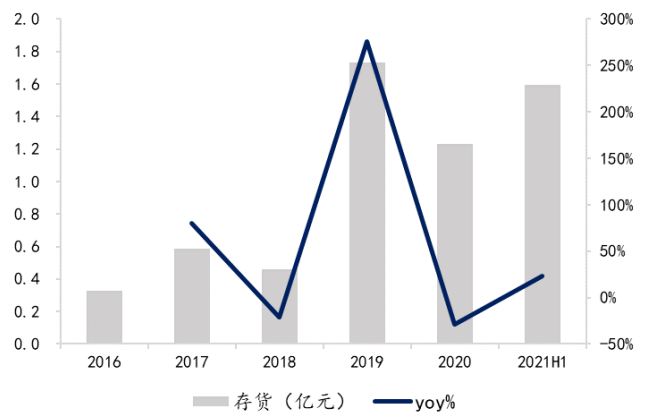
根据我们的统计, 2021 年初至今公司公告 CATL+孚能订单合计 11.2 亿元, 为 2020 年收入 (5.02 亿元) 的 2.2 倍, 在手订单充足。我们预计 2021 下半年宁德还有大约 50 条产线落地, 当前模组、PACK 线自动化率正处于由低向高提升的拐点, 公司凭借高自动化率优势有望订单持续落地, 公司预计 2021 全年订单为 20 亿元。截至 2021H1 公司预收账款/合同负债为 1.50 亿元, 同比+54.4%; 存货为 1.59 亿元, 同比+23.1%。

图 5: 截至 2021H1 公司预收账款/合同负债为 1.50 亿元, 同比+54.4%



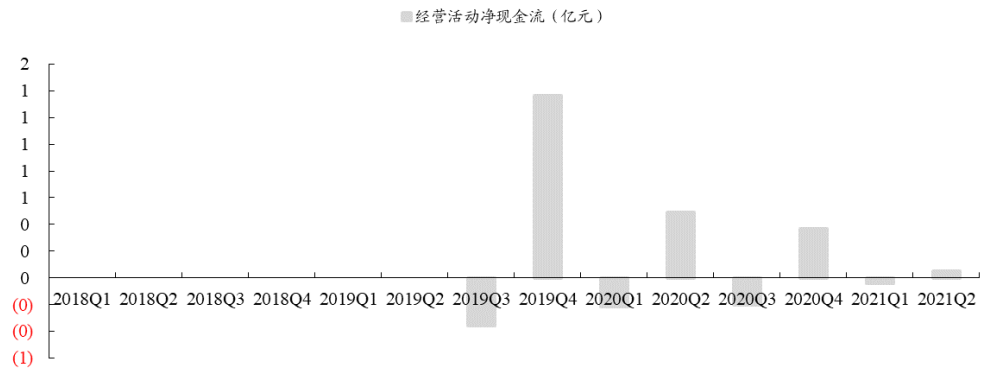
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 截至 2021H1 公司存货为 1.59 亿元, 同比+23.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7：2021H1 公司经营活动净现金流为 85.66 万元，同比-96.81%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 积极扩产解决产能瓶颈问题，充分释放业绩弹性

公司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 亿元）和补充流动资金（0.6 亿元），武汉工厂面积 4 万平方米（对应年产值 10 亿元），现已投产。2021 年 1 月公告使用超募资金投建长沙基地，面积约 4 万平方米（对应年产值 10 亿元），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（对应年产值 10 亿元），我们预计 2022 年年底投产。我们预计 2022 年年底三大基地全部建设完毕，先惠技术的场地面积将由 2020 年底的 2.2 万平方米增至 12 万平方米。

同时先惠技术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），先惠技术产能有望快速提升 5-6 倍，即将充分释放业绩弹性。

5. 高自动化产线大势所趋，自动化率拐点已现

从锂电池单体电芯到自动化模组再到电池包，模组线+PACK 线为关键设备，其自动化程度是决定生产效率与生产成本的关键因素。在人力成本高企背景下，为了进一步实现生产效率的提升和成本的下降，锂电池生产商大力推进 PACK 自动化生产线的应用是势在必行的。根据我们的测算，从设备折旧+劳动力成本上来看，高自动化率比低自动化率高 28%，但随着未来人力成本上升，我们判断高自动化产线的性价比优势将逐渐显现。

图 8: 高自动化率产线的设备折旧+劳动力成本比低自动化率产线高 28%

	低自动化率	中自动化率	高自动化率
模组线+PACK 线单 GW 投资额 (万元) ①	2000	7000	12000
单条线产能 (GW) ②	1.3	1.3	1.3
单条线投资额 (万元) ③=①*②	2600	9100	15600
设备折旧年限④	5	5	5
单条线年均设备折旧 (万元) ⑤ =③/④	520	1820	3120
单条线员工数量⑥	210	120	24
人均薪酬 (万元/年) ⑦	10	10	10
单条线员工总薪酬 (万元/年) ⑧ =⑥*⑦	2100	1200	240
单条线设备折旧+员工薪酬 (万元/年) ⑨=⑤+⑧	2620	3020	3360

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

自动化率提升自 2020 年开始加速, 我们判断核心原因是 2020 年电动车快速放量、车厂倒逼电池厂做出革新所致。从下游电池厂需求来看, 孚能 2021 年上量供应戴姆勒, 项目组装线自动化率要求 95%+; 宁德时代逐步供应 MEB、宝马等高端项目, 也迫切需求提升自动化率。

模组线+PACK 线的价值量与自动化程度呈正相关, 我们测算在高自动化率假设下, 2021-24 年模组线+PACK 线全球市场空间达 951 亿元, 其中 2024 年当年空间达 310 亿元。先惠技术模组线和 PACK 线自动化率明显优于国内外同行: 先惠技术出品的模组线自动化率最高 95%, 行业平均水平为 40-70%; 先惠技术 PACK 线自动化率最高的是 89%, 行业平均是 5-20%。我们认为当前模组线+PACK 线机器换人是大势所趋, 先进产能拐点将利好先惠技术。

图 9：高自动化率假设下，2021-2024 年模组线+PACK 线全球市场空间达 951 亿元

		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
全球新能源车销量(万辆)		138.0	210.0	222.0	277.4	417.2	599.9	815.2	1105.5
全球动力电池需求量合计(GW)		52.80	90.80	108.80	144.00	231.20	347.20	489.20	689.10
	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
低自动化率假设：模组线+PACK									
	线单 GW 投资额(亿元)	0.25	0.23	0.21	0.2	0.19	0.18	0.17	0.16
	模组线+PACK 线需求(亿元)	3.6	16.5	5.8	12.5	29.7	36.6	38.6	49.6
中自动化率假设：模组线+PACK									
	线单 GW 投资额(亿元)	0.8	0.75	0.72	0.7	0.68	0.65	0.62	0.58
	模组线+PACK 线需求(亿元)	11.6	53.7	19.9	43.7	106.4	132.0	140.7	179.6
高自动化率假设：模组线+PACK									
	线单 GW 投资额(亿元)	1.33	1.27	1.23	1.2	1.15	1.1	1.05	1
	模组线+PACK 线需求(亿元)	19.2	90.9	34.0	75.0	179.9	223.4	238.3	309.7

数据来源：乘联会，Markliens，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，净利润分别为 2.00/3.07/4.63 亿元，当前股价对应动态 PE 52/34/23 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

新能源车销量低于预期；模组+PACK 线自动化率提升进展低于预期。

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
流动资产	1306	2893	3507	4626	营业收入	502	1420	2070	3120
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
非流动资产	82	194	301	403	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	营业利润	66	223	340	510
其他非流动资产	19	19	19	19	加:营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1388	3087	3807	5029	利润总额	66	223	339	509
流动负债	290	1141	1549	2303	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	归属母公司净利润	61	200	307	463
其他流动负债	137	661	868	1306	EBIT	117	212	323	495
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	120	218	339	521
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	297	1148	1556	2309	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	11	17	23	31	每股收益(元)	0.80	2.64	4.04	6.09
归属母公司股东权益	1080	1922	2228	2688	每股净资产(元)	14.28	25.29	29.32	35.37
负债和股东权益	1388	3087	3807	5029	发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
					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	171.8	52.3	34.1	22.7
					P/B	9.7	5.5	4.7	3.9
					EV/EBITDA	89.3	53.1	35.4	24.4

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>