

先导智能 (300450)

证券研究报告

2021 年 11 月 02 日

存货 200%增长，盈利能力大幅提升彰显龙头地位！

先导智能披露三季报，略超我们此前的预期上限，绝对值比增速更重要：公司前三季度共实现收入 59.48 亿元，同比增长 43.35%，单季度实现收入 26.80 亿元，同比增 17.26%；前三季度实现归母净利润为 10.04 亿元，同比提升 56.96%，单季度归母净利润为 5.03 亿元，同比增 22.17%；前三季度扣非净利润为 9.75 亿元，同比提升 61.26%，单季度扣非 4.86 亿元，同比增 27.66%。我们认为三季度绝对值比增速更加重要，主要原因系去年同期基数较高（去年 Q3 单季度占到全年利润的 54%），而本年度利润逐季度平稳释放。

公司前瞻指标存货同比两倍增长，现金流量表质地明显改善：公司本期存货高达 73.23 亿元，同比 YOY+201.36%，环比提升 23.45%，合同负债为 35.21 亿元，同比 YOY+134.58%，环比提升 24.95%。公司本期经营性现金流为净流入 6.28 亿元，同比 YOY+117.62%，存货的大幅增长意味其在手订单大幅增长。公司前三季度经营性活动现金净流入为 6.28 亿元，投资活动现金净流出 30.53 亿，主要系购买交易性金融资产 30 亿左右。

公司盈利指标企稳回升，单季度净利率高达 18.76%、我们认为未来仍有显著提升空间，控费卓有成效：公司第三季度毛利率为 36.70%，净利率为 18.76%，扣非净利率为 18.13%；公司前三季度毛利率为 37.50%，净利率为 16.88%，扣非净利率为 16.38%，同比分别提升 1.08、1.47、1.82 个百分点，我们认为经营质量进一步提升。公司前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.47%、6.33%、10.44%、-0.39%，分别同比变动 1.17、1.78、0.21、-0.91 个百分点，但环比有效下降 0.01、0.71、0.66、0.19 个百分点。

公司应收账款周转率明显加快，而存货周转率降低，我们认为主要系存货增速显著快于收入增速所致：公司本期存货周转天数为 370 天，应收账款周转天数为 132 天左右，而去年同期分别为 235 天、156 天，上一季度为 392 天、160 天左右，存货周转速度下降、主要系存货增速显著快于收入。

盈利预测与投资建议：考虑到公司近期业务的发展，预计 2021-2023 年公司营业收入由前值的 89.44 亿、158.35 亿、203.05 亿上调为 95.98 亿、172.14 亿、235.57 亿；归母净利润分别由前值的 14.19 亿、28.84 亿、35.80 亿上调为 15.85 亿、32.79 亿、45.40 亿。对应 PE 84、41、29X，维持买入评级。

风险提示：海外客户招标不及预期，竞争加剧，设备单位投资额下降等

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	85.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,565.14
流通 A 股股本(百万股)	1,450.81
A 股总市值(百万元)	133,819.56
流通 A 股市值(百万元)	124,044.29
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	58.55
一年内最高/最低(元)	99.60/54.20

作者

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

王纪斌 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《先导智能-半年报点评:业绩亮眼，龙头盈利能力开始兑现！》 2021-08-25
- 2 《先导智能-季报点评:业绩超预期，预收指标强劲改善明显，本年度新增订单数据强劲》 2020-11-05
- 3 《先导智能-半年报点评:Q2 业绩略逊预期，盈利指标环比明显改善，期待公司订单续创新高》 2020-08-21

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,683.98	5,858.30	9,597.84	17,214.16	23,557.31
增长率(%)	20.41	25.07	63.83	79.35	36.85
EBITDA(百万元)	1,551.03	1,625.71	1,965.42	3,809.73	5,225.05
净利润(百万元)	765.57	767.51	1,585.00	3,278.60	4,539.96
增长率(%)	3.12	0.25	106.51	106.85	38.47
EPS(元/股)	0.49	0.49	1.01	2.09	2.90
市盈率(P/E)	174.80	174.36	84.43	40.82	29.48
市净率(P/B)	31.24	23.83	14.16	11.03	8.44
市销率(P/S)	28.57	22.84	13.94	7.77	5.68
EV/EBITDA	24.86	45.11	65.03	33.19	24.18

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,069.75	2,738.09	3,338.86	4,727.05	4,817.95
应收票据及应收账款	2,276.95	2,997.25	5,907.41	9,394.06	10,891.40
预付账款	34.77	105.48	131.33	343.66	389.34
存货	2,152.71	2,874.42	5,019.37	8,636.60	10,910.05
其他	997.39	1,598.43	3,670.71	3,533.92	3,793.27
流动资产合计	7,531.57	10,313.67	18,067.67	26,635.30	30,802.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	465.21	732.53	751.84	766.18	773.96
在建工程	176.69	58.50	74.25	77.13	78.56
无形资产	148.00	308.09	282.59	257.09	231.59
其他	1,195.21	1,249.39	1,214.51	1,207.63	1,194.09
非流动资产合计	1,985.12	2,348.51	2,323.19	2,308.02	2,278.20
资产总计	9,516.70	12,662.18	20,390.86	28,943.32	33,080.20
短期借款	298.99	348.15	300.00	300.00	300.00
应付票据及应付账款	2,420.79	3,976.22	5,891.01	12,514.87	11,104.00
其他	1,448.64	2,662.57	4,460.28	3,712.45	5,570.01
流动负债合计	4,168.42	6,986.94	10,651.28	16,527.32	16,974.01
长期借款	119.24	0.00	110.00	110.00	110.00
应付债券	677.15	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	267.72	60.22	182.01	169.99	137.41
非流动负债合计	1,064.12	60.22	292.01	279.99	247.41
负债合计	5,232.54	7,047.16	10,943.30	16,807.31	17,221.42
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	881.45	907.32	1,565.14	1,565.14	1,565.14
资本公积	1,016.66	2,006.87	3,861.37	3,861.37	3,861.37
留存收益	3,114.19	4,728.23	7,882.42	10,570.87	14,293.64
其他	(728.13)	(2,027.39)	(3,861.37)	(3,861.37)	(3,861.37)
股东权益合计	4,284.16	5,615.02	9,447.57	12,136.02	15,858.79
负债和股东权益总计	9,516.70	12,662.18	20,390.86	28,943.32	33,080.20

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	765.57	767.51	1,585.00	3,278.60	4,539.96
折旧摊销	69.01	90.73	80.43	88.29	96.29
财务费用	38.31	30.03	18.34	11.51	4.87
投资损失	(20.73)	(30.80)	(35.00)	(40.00)	(35.27)
营运资金变动	(1,061.22)	1,790.43	(660.40)	(1,320.16)	(3,622.72)
其它	750.43	(1,294.83)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	541.38	1,353.06	988.36	2,018.23	983.13
资本支出	100.91	595.28	(31.80)	92.03	112.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(567.36)	(1,097.84)	(2,699.93)	(132.03)	(157.31)
投资活动现金流	(466.45)	(502.56)	(2,731.72)	(40.00)	(44.73)
债权融资	1,236.38	348.15	463.07	474.69	449.25
股权融资	284.01	664.12	2,514.51	(11.51)	(4.87)
其他	(999.40)	(1,383.45)	(633.45)	(1,053.21)	(1,291.88)
筹资活动现金流	521.00	(371.18)	2,344.13	(590.03)	(847.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	595.93	479.32	600.77	1,388.20	90.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,683.98	5,858.30	9,597.84	17,214.16	23,557.31
营业成本	2,841.68	3,847.60	5,920.34	10,687.28	14,659.99
营业税金及附加	28.41	44.13	74.86	134.27	183.75
营业费用	163.17	180.79	316.73	585.28	824.51
管理费用	231.62	315.49	575.87	1,002.81	1,307.60
研发费用	531.98	537.96	910.05	1,183.06	1,537.98
财务费用	39.11	42.91	18.34	11.51	4.87
资产减值损失	(47.48)	(44.53)	(50.00)	(60.00)	(50.00)
公允价值变动收益	1.16	0.19	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.73	30.80	35.00	40.00	35.27
其他	(10.59)	92.09	60.71	56.40	44.91
营业利润	884.18	810.88	1,735.94	3,573.55	5,008.45
营业外收入	9.59	28.53	12.00	16.71	19.08
营业外支出	58.24	0.86	10.00	11.00	11.00
利润总额	835.53	838.55	1,737.94	3,579.25	5,016.53
所得税	69.96	71.05	152.94	300.66	476.57
净利润	765.57	767.51	1,585.00	3,278.60	4,539.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	765.57	767.51	1,585.00	3,278.60	4,539.96
每股收益（元）	0.49	0.49	1.01	2.09	2.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	20.41%	25.07%	63.83%	79.35%	36.85%
营业利润	-8.79%	-8.29%	114.08%	105.86%	40.15%
归属于母公司净利润	3.12%	0.25%	106.51%	106.85%	38.47%
获利能力					
毛利率	39.33%	34.32%	38.32%	37.92%	37.77%
净利率	16.34%	13.10%	16.51%	19.05%	19.27%
ROE	17.87%	13.67%	16.78%	27.02%	28.63%
ROIC	32.23%	24.19%	58.35%	95.28%	95.21%
偿债能力					
资产负债率	54.98%	55.66%	53.67%	58.07%	52.06%
净负债率	-19.45%	-42.56%	-30.44%	-35.04%	-27.55%
流动比率	1.81	1.48	1.70	1.61	1.81
速动比率	1.29	1.06	1.23	1.09	1.17
营运能力					
应收账款周转率	1.99	2.22	2.16	2.25	2.32
存货周转率	2.05	2.33	2.43	2.52	2.41
总资产周转率	0.52	0.53	0.58	0.70	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.49	0.49	1.01	2.09	2.90
每股经营现金流	0.35	0.86	0.63	1.29	0.63
每股净资产	2.74	3.59	6.04	7.75	10.13
估值比率					
市盈率	174.80	174.36	84.43	40.82	29.48
市净率	31.24	23.83	14.16	11.03	8.44
EV/EBITDA	24.86	45.11	65.03	33.19	24.18
EV/EBIT	25.90	47.44	67.81	33.98	24.63

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com