

# 再获 CATL2.5 亿元订单，模组+PACK 迎自动化率拐点利好细分龙头 增持（维持）

2021 年 12 月 13 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    | 1,050  | 1,770  | 2,470 |
| 同比（%）      | 37.7%  | 109.0% | 68.6%  | 39.5% |
| 归母净利润（百万元） | 61     | 123    | 261    | 376   |
| 同比（%）      | -15.6% | 102.1% | 112.5% | 44.1% |
| 每股收益（元/股）  | 0.80   | 1.62   | 3.43   | 4.95  |
| P/E（倍）     | 158.49 | 78.42  | 36.90  | 25.61 |

**事件：**从 2021 年 10 月 26 日起至 12 月 12 日，公司与 CATL 签订合同金额合计约为 2.53 亿元（不含税）。

## 投资要点

### ■ 宁德时代订单加速落地，短期业绩高增确定性较强

先惠技术 2021 年 1 月初公告中标宁德时代+孚能 5.7 亿元订单（含税）；5 月 6 日获宁德时代 2.9 亿订单（不含税）；7 月 11 日公告获宁德时代 2.6 亿元订单（不含税），加上此次公告的 2.5 亿元订单（不含税），2021 年初至今公司公告的宁德时代+孚能订单合计约 13 亿元（不含税），我们预计 2021 全年新签订单达 20 亿元，为 2020 年收入（5.02 亿元）的 4 倍，充足订单保障短期业绩高增。当前模组、PACK 线自动化率正处于由低向高提升的拐点，先惠技术凭借高自动化率优势订单有望持续落地。

**■ 订单交付延迟导致收入确认低于市场预期，费用前置使得 Q3 利润承压**  
2021Q3 单季实现营收 1.99 亿元，同比+131%；归母净利润-0.02 亿元，Q3 单季度亏损主要系收入确认速度滞后于扩张速度+股份支付费用影响：（1）收入端：疫情导致出口订单交付低于市场预期，例如客户的新基地建设有一定滞后，导致公司产品无法按照原来的节点交付，收入确认有所延迟；（2）费用前置：2021 年锂电设备供不应求，公司开启 6 倍产能扩张，订单增多&扩产使得费用大幅增加。（3）股份支付费用影响：2021Q3 单季度股份支付费用约 800 万元，若剔除股份支付费用影响，公司 Q3 单季度归母净利润为 560 万元。

### ■ 积极扩产解决产能瓶颈问题，静待盈利能力修复

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）和补充流动资金（0.6 亿），武汉工厂面积 4 万平方米（对应年产值 10 亿元），已于 2021Q2 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 月全部投产。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。

### ■ 高自动化产线大势所趋，自动化率拐点已现

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。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 线机器人是大势所趋，先进产能拐点将利好先惠技术。

**■ 盈利预测与投资评级：**由于收入确认节奏低于市场预期，费用前置使得 Q3 利润承压，我们将公司 2021-2023 年归母净利润分别从 2.00/3.07/4.63 亿元调整至 1.23（下调 39%）/2.61（下调 15%）/3.76（下调 19%），当前股价对应动态 PE 78/37/26 倍，维持“增持”评级。

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

## 股价走势



## 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 126.66       |
| 一年最低/最高价      | 56.54/158.86 |
| 市净率(倍)        | 8.15         |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3902.62      |

## 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元)    | 15.54 |
| 资产负债率(%)    | 40.14 |
| 总股本(百万股)    | 75.99 |
| 流通 A 股(百万股) | 30.81 |

## 相关研究

1、《先惠技术（688155）：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》2021-08-27

2、《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

3、《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

**事件：**从 2021 年 10 月 26 日起至 12 月 12 日，公司与 CATL 签订合同金额合计约为 2.53 亿元（不含税）。

## 1. 宁德时代订单加速落地，短期业绩高增确定性较强

先惠技术 2021 年 1 月初公告中标宁德时代+孚能 5.7 亿元订单（含税）；5 月 6 日获宁德时代 2.9 亿订单（不含税）；7 月 11 日公告获宁德时代 2.6 亿元订单（不含税），加上此次公告的 2.5 亿元订单（不含税），2021 年初至今公司公告的宁德时代+孚能订单合计约 13 亿元（不含税），我们预计 2021 全年新签订单达 20 亿元，为 2020 年收入（5.02 亿元）的 4 倍，充足订单保障短期业绩高增。当前模组、PACK 线自动化率正处于由低向高提升的拐点，先惠技术凭借高自动化率优势订单有望持续落地。

## 2. 订单交付延迟导致收入确认低于市场预期，费用前置使得 Q3 利润承压

2021Q3 单季实现营收 1.99 亿元，同比+131%；归母净利润-0.02 亿元，Q3 单季度亏损主要系收入确认速度滞后于扩张速度+股份支付费用影响：（1）收入端：疫情导致出口订单交付低于市场预期，例如客户的新基地建设有一定滞后，导致公司产品无法按照原来的节点交付，收入确认有所延迟；（2）费用前置：2021 年锂电设备供不应求，先惠技术开启 6 倍产能扩张，订单增多&扩产使得费用大幅增加。（3）股份支付费用影响：2021Q3 单季度股份支付费用约 800 万元，若剔除股份支付费用影响，公司 Q3 单季度归母净利润为 560 万元。

## 3. 积极扩产解决产能瓶颈问题，静待盈利能力修复

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）和补充流动资金（0.6 亿），武汉工厂面积 4 万平方米（对应年产值 10 亿元），已于 2021Q2 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 月全部投产。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。

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

此我们判断相较于 2020 年，2022 年底公司产能有望快速提升 5-6 倍，即将充分释放业绩弹性。

#### 4. 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势在必行。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 1：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<br>=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<br>=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：Markliens，东吴证券研究所测算

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，2021-2024 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 线机器换人大势所趋，先进产能拐点将利好先惠技术。

图 2：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

|                              | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E  | 2023E  | 2024E  |         |
|------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 新能源车销量（万辆）                   | 国内    | 81    | 122   | 119.5  | 147   | 203.7  | 274.5  | 363.2  | 482.4   |
|                              | 海外    | 57    | 88    | 102.5  | 130.4 | 213.5  | 325.4  | 452    | 623.1   |
| 全球新能源车销量（万辆）                 |       | 138   | 210   | 222    | 277.4 | 417.2  | 599.9  | 815.2  | 1105.5  |
| 全球动力电池需求量合计（GWh）             |       | 52.8  | 90.8  | 108.8  | 144   | 231.2  | 347.2  | 489.2  | 689.1   |
| 产能利用率                        |       | 48%   | 50%   | 52%    | 53%   | 54%    | 55%    | 57%    | 59%     |
| 实际产能（GWh）                    |       | 110   | 181.6 | 209.23 | 271.7 | 428.15 | 631.27 | 858.25 | 1167.97 |
| 新增产能测算（GWh）                  |       | 14.44 | 71.6  | 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GWh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GWh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GWh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：Markliens，东吴证券研究所测算

## 5. 盈利预测与投资评级

由于收入确认节奏低于市场预期，费用前置使得 Q3 利润承压，我们将公司 2021-2023 年归母净利润分别从 2.00/3.07/4.63 亿元调整至 1.23（下调 39%）/2.61（下调 15%）/3.76（下调 19%），当前股价对应动态 PE 78/37/26 倍，维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

新能源车销量低于市场预期；模组+PACK 线自动化率提升进展低于市场预期。

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        |              |
| <b>流动资产</b>    | <b>1306</b> | <b>2556</b> | <b>3177</b> | <b>3957</b> | <b>营业收入</b>      | <b>502</b>   | <b>1050</b>  | <b>1770</b>  | <b>2470</b>  |
| 现金             | 289         | 1303        | 1306        | 1413        | 减:营业成本           | 342          | 723          | 1182         | 1650         |
| 应收账款           | 154         | 575         | 776         | 1015        | 营业税金及附加          | 1            | 4            | 8            | 9            |
| 存货             | 123         | 594         | 971         | 1356        | 营业费用             | 10           | 32           | 48           | 49           |
| 其他流动资产         | 741         | 84          | 124         | 173         | 管理费用             | 297          | 168          | 266          | 371          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>82</b>   | <b>194</b>  | <b>301</b>  | <b>403</b>  | 财务费用             | -4           | -12          | -20          | -20          |
| 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>137</b>   | <b>288</b>   | <b>414</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>2750</b> | <b>3477</b> | <b>4360</b> | <b>利润总额</b>      | <b>66</b>    | <b>137</b>   | <b>288</b>   | <b>414</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>290</b>  | <b>883</b>  | <b>1346</b> | <b>1848</b> | 减:所得税费用          | 5            | 10           | 22           | 32           |
| 短期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 少数股东损益           | 0            | 3            | 5            | 7            |
| 应付账款           | 153         | 376         | 599         | 813         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>61</b>    | <b>123</b>   | <b>261</b>   | <b>376</b>   |
| 其他流动负债         | 137         | 507         | 747         | 1035        | EBIT             | 117          | 123          | 267          | 391          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>7</b>    | <b>7</b>    | <b>7</b>    | <b>7</b>    | EBITDA           | 120          | 130          | 283          | 417          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 7           | 7           | 7           | 7           |                  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>297</b>  | <b>890</b>  | <b>1353</b> | <b>1855</b> | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 少数股东权益         | 11          | 15          | 20          | 26          | 每股收益(元)          | 0.80         | 1.62         | 3.43         | 4.95         |
| 归属母公司股东权益      | 1080        | 1845        | 2104        | 2479        | 每股净资产(元)         | 14.21        | 24.28        | 27.69        | 32.61        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1388</b> | <b>2750</b> | <b>3477</b> | <b>4360</b> | 发行在外股份(百万股)      | 76           | 76           | 76           | 76           |
|                |             |             |             |             | ROIC(%)          | 21.5%        | 17.2%        | 28.8%        | 32.1%        |
|                |             |             |             |             | ROE(%)           | 5.6%         | 6.7%         | 12.4%        | 15.2%        |
|                |             |             |             |             | 毛利率(%)           | 31.9%        | 31.2%        | 33.2%        | 33.2%        |
|                |             |             |             |             | 销售净利率(%)         | 12.1%        | 11.7%        | 14.7%        | 15.2%        |
|                |             |             |             |             | 资产负债率(%)         | 21.4%        | 32.4%        | 38.9%        | 42.5%        |
|                |             |             |             |             | 收入增长率(%)         | 37.7%        | 109.0%       | 68.6%        | 39.5%        |
|                |             |             |             |             | 净利润增长率(%)        | -15.6%       | 102.1%       | 112.5%       | 44.1%        |
|                |             |             |             |             | P/E              | 158.49       | 78.42        | 36.90        | 25.61        |
|                |             |             |             |             | P/B              | 8.91         | 5.22         | 4.57         | 3.88         |
|                |             |             |             |             | EV/EBITDA        | 82.53        | 81.03        | 38.84        | 27.51        |
| 现金流量表(百万元)     |             |             |             |             |                  |              |              |              |              |
| 2020A          | 2021E       | 2022E       | 2023E       |             |                  |              |              |              |              |
| 经营活动现金流        | 43          | -14         | 127         | 238         |                  |              |              |              |              |
| 投资活动现金流        | -537        | 385         | -123        | -128        |                  |              |              |              |              |
| 筹资活动现金流        | 613         | 642         | -1          | -2          |                  |              |              |              |              |
| 现金净增加额         | 120         | 1014        | 3           | 108         |                  |              |              |              |              |
| 折旧和摊销          | 3           | 6           | 16          | 26          |                  |              |              |              |              |
| 资本开支           | -20         | -118        | -123        | -128        |                  |              |              |              |              |
| 营运资本变动         | -33         | -146        | -155        | -171        |                  |              |              |              |              |

数据来源: Wind, 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>