

限制性股票激励范围广，助力公司长期发展 增持（维持）

2022 年 01 月 19 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002
13915521100

zhouers@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）	142.41	70.46	33.16	23.01

事件：2022 年 1 月 18 日先惠技术发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟授予 100 万股限制性股票，占公告时公司总股本 1.32%，其中首次授予 87.52 万股，预留 12.48 万股。激励对象为 148 名员工，占公司人数（截至 2021 年 12 月 31 日）的 6.1%，授予价格为 108 元。

投资要点

■ 绑定核心人才，彰显长期发展信心

该激励计划两个归属期的归属比例分别为 50%/50%，根据公司层面的业绩考核指标，收入或利润满足其一即可行权。**对于首次授予部分，（1）营业收入：**以 2021 年为基数，2022-2023 年增长率分别不低于 50%/100%，若按照东吴盈利预测公司 2021 年营收 10.5 亿元，则 2022-2023 年营收分别不低于 15.75/21 亿元。**（2）归母净利润：**以 2021 年为基数，2022-2023 年增长率分别不低于 50%/100%，若按照东吴盈利预测公司 2021 年归母净利润 1.23 亿元，则 2022-2023 年归母净利润不低于 1.85/2.46 亿元，当前股价对应 2022-2023 年 PE 分别为 46/35X。

对于预留部分，若在 2022 年授予完成，则业绩考核目标与首次授予部分一致；若 2023 年授予完成，则以 2023-2024 年为考核期，2023 年业绩目标同首次授予部分，2024 年目标为：以 2021 年为基数，营收或净利润增长率不低于 200%，若按照东吴盈利预测，则 2024 年营收/净利润至少分别为 31.5/3.69 亿元，对应当前股价 PE 为 23X。

盈利能力：若营业收入和归母净利润目标刚好达成业绩目标，则 2022-2024 年净利率均约为 11.7%。

此次股权激励预计摊销总费用 508.49 万元，分别于 2022-2024 年摊销 363/140/6 万元。

■ 订单加速落地，短期业绩高增确定性较强

2021 年初至 2021 年 12 月 12 日，公司公告的宁德时代+孚能订单合计约 15.6 亿元（不含税），我们预计 2021 全年新签订单达 20 亿元（不含税），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。

■ 募资扩产突破产能瓶颈，助力公司业绩释放

公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元，其中超募 2.4 亿元，主要用于建设武汉基地（4 万平方米，总投资 3.5 亿元，使用募集资金 3.4 亿元）、长沙基地（4 万平方米，总投资 3.5 亿元，使用超募资金 1.7 亿元）。我们预计 2022Q3 后，上海、武汉、长沙基地场地面积将由现有的 2.2 万平方米增至 10 万平方米以上，年产值将由 2020 年的 5+亿元增加至 2022 年的 30+亿元。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2021-2023 年归母净利润为 1.23/2.61/3.76 亿元，当前股价对应动态 PE 70/33/23 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)	113.81
一年最低/最高价	62.32/158.86
市净率(倍)	7.32
流通 A 股市值(百万元)	3506.69

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）：再获 CATL2.5 亿元订单，模组+PACK 迎自动化率拐点利好细分龙头》2021-12-13

2、《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

3、《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

事件：2022 年 1 月 18 日先惠技术发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟授予 100 万股限制性股票，占公告时公司总股本 1.32%，其中首次授予 87.52 万股，预留 12.48 万股。激励对象为 148 名员工，占公司人数（截至 2021 年 12 月 31 日）的 6.1%，授予价格为 108 元。

1. 绑定核心人才，彰显长期发展信心

该激励计划两个归属期的归属比例分别为 50%/50%，根据公司层面的业绩考核指标，收入或利润满足其一即可行权。

对于首次授予部分，（1）营业收入：以 2021 年为基数，2022-2023 年增长率分别不低于 50%/100%，若按照东吴盈利预测公司 2021 年营收 10.5 亿元，则 2022-2023 年营收分别不低于 15.75/21 亿元。**（2）归母净利润：**以 2021 年为基数，2022-2023 年增长率分别不低于 50%/100%，若按照东吴盈利预测公司 2021 年归母净利润 1.23 亿元，则 2022-2023 年归母净利润不低于 1.85/2.46 亿元，当前股价对应 2022-2023 年 PE 分别为 46/35X。

图 1：首次授予的限制性股票各年度的业绩考核目标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2022 年度	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2022 年营业收入增长率不低于 50%或净利润增长率不低于 50%
第二个归属期	2023 年度	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2023 年营业收入增长率不低于 100%或净利润增长率不低于 100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

对于预留部分，若在 2022 年授予完成，则业绩考核目标与首次授予部分一致；若 2023 年授予完成，则以 2023-2024 年为考核期，2023 年业绩目标同首次授予部分，2024 年目标为：以 2021 年为基数，营收或净利润增长率不低于 200%，若按照东吴盈利预测，则 2024 年营收/净利润至少分别为 31.5/3.69 亿元，对应当前股价 PE 为 23X。

图 2：预留部分在 2023 年授予完成情况下各年度的业绩考核目标

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2023 年度	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2023 年营业收入增长率不低于 100%或净利润增长率不低于 100%
第二个归属期	2024 年度	以 2021 年营业收入或净利润为基数，2024 年营业收入增长率不低于 200%或净利润增长率不低于 200%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力：若营业收入和归母净利润目标刚好达成业绩目标，则 2022-2024 年净利率均约为 11.7%。

此次股权激励预计摊销总费用 508.49 万元，分别于 2022-2024 年摊销 363/140/6 万元。

图 3：此次计划首次授予部分限制性股票对各期会计成本的影响

首次授予数量 (万股)	预计摊销的总费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
87.52	508.49	362.56	139.66	6.27

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 订单加速落地，短期业绩高增确定性较强

2021 年初至 2021 年 12 月 12 日，公司公告的宁德时代+孚能订单合计约 15.6 亿元（不含税），我们预计 2021 全年新签订单达 20 亿元（不含税），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。

3. 募资扩产突破产能瓶颈，助力公司业绩释放

公司 2020 年 IPO 募资 6.4 亿元，其中超募 2.4 亿元，主要用于建设武汉基地（4 万

平方米，总投资 3.5 亿元，使用募集资金 3.4 亿元）、长沙基地（4 万平方米，总投资 3.5 亿元，使用超募资金 1.7 亿元）。我们预计 2022Q3 后，上海、武汉、长沙基地场地面积将由现有的 2.2 万平方米增至 10 万平方米以上，年产值将由 2020 年的 5+亿元增加至 2022 年的 30+亿元。

4. 盈利预测与投资评级

我们维持公司 2021-2023 年归母净利润为 1.23/2.61/3.76 亿元，当前股价对应动态 PE 70/33/23 倍，维持“增持”评级。

5. 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	
流动资产	1306	2556	3177	3957	营业收入	502	1050	1770	2470
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
非流动资产	82	194	301	403	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	营业利润	66	137	288	414
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	2750	3477	4360	利润总额	66	137	288	414
流动负债	290	883	1346	1848	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	归属母公司净利润	61	123	261	376
其他流动负债	137	507	747	1035	EBIT	117	123	267	391
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	120	130	283	417
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	297	890	1353	1855	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
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
负债和股东权益	1388	2750	3477	4360	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	142.41	70.46	33.16	23.01
					P/B	8.01	4.69	4.11	3.49
					EV/EBITDA	74.41	73.50	35.39	25.17
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>