

先惠技术（688155）

2021 年报点评：新能源模组+PACK 线放量助力营收高增，高自动化拐点利好细分龙头增持（维持）

2022 年 04 月 10 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouers@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书：S0600121040009

liuxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,102	1,970	2,770	3,570
同比	119%	79%	41%	29%
归属母公司净利润（百万元）	70	197	315	470
同比	15%	181%	60%	49%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.92	2.59	4.14	6.18
P/E（现价&最新股本摊薄）	94.03	33.43	20.94	14.03

事件：公司于 2022 年 4 月 8 日发布 2021 年报，实现营收 11.02 亿元，同比+119%；归母净利润 7006 万元，同比+15%。

投资要点

■ **2021 年营收高增，高速扩产费用前置致短期净利润承压：**先惠技术 2021 全年实现营收 11.02 亿元，同比+119%；实现归母净利润 7006 万元，同比+15%；扣非归母净利润 5169 万元，同比+8%。Q4 单季度来看，营收 3.66 亿元，同比+83%，环比+84%；归母净利润 36 万元，同比-99%，环比+115%。其中新能源业务是公司 2021 年第一大收入来源与收入增长点：2021 年公司新能源自动化装备营收为 10.31 亿元，同比+178.8%，占 2021 年公司营业收入 94%。受益于新能源电池厂高速扩产以及公司的在手订单逐步确认，公司营收快速增长。2021 年净利润承压主要系让利客户致毛利率有所下滑，同时高速扩产费用前置所致。2022 年公司产能仍处于高速扩张中，目前工厂总面积达 72000 平米，现有总产能达 20 亿，我们预计 2022 年底公司总面积达 14 万平米，产能达 40 亿元。我们认为未来伴随新厂区产能逐步释放，规模效应下，公司将恢复到合理的盈利水平迎业绩释放期。

■ **控费能力优异，规模效应下静待盈利能力修复：**2021 年先惠技术综合毛利率为 27.6%，同比-4.3pct；销售净利率为 6.4%，同比-5.7pct。Q4 单季综合毛利率为 21.9%，同比-8.8pct，环比-7.0pct；销售净利率为-0.26%，同比-15.3pct，环比-0.01pct。综合毛利率下降系公司 2021 年让利重要客户获取高份额所致，未来随公司高自动化产线议价能力提升，毛利率水平有望在 2022 年迎来拐点。规模增长驱动 2021 年公司期间费用率下降。2021 年公司期间费用率为 17.6%，同比-0.8pct，其中销售费用率为 1.6%，同比-0.3pct；管理费用率（含研发）为 15.9%，同比-1.3pct；财务费用率 0.04%，同比+0.7pct。2021 年公司持续加大研发投入，2021 年研发投入达 0.99 亿元，同比+84.1%，研发费用率为 8.94%，同比-1.7pct。未来规模效应下，我们判断 2022 年公司的期间费用率进一步下降，净利率有望提升至 10%左右。

■ **合同负债&存货大幅增长，在手订单饱满催化业绩高增：**截至 2021 年末，合同负债 1.91 亿元，同比+161%；公司存货 3.33 亿元，同比+171%，体现公司在手订单饱满，主要系 2021 年为下游电池厂高速扩产元年，依托自动化优势，公司新签&在手订单大幅增长。2021 年公司新签订单达 21 亿元（不含税，其中电池厂 18 亿元、整车厂 2 亿+元、其它不到 1 亿元），约为 2020 年收入（5.04 亿元）的 4 倍。2022 年 4 月 6 日，公司再次公告与宁德时代 2.89 亿元（不含税）大订单。

■ **盈利预测与投资评级：**公司产能处于高速扩张中，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.97/3.15/4.70 亿元，当前股价对应动态 PE 33/21/14 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)	86.70
一年最低/最高价	74.10/158.86
市净率(倍)	5.54
流通 A 股市值(百万元)	2,671.38
总市值(百万元)	6,588.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.66
资产负债率(% ,LF)	42.50
总股本(百万股)	75.99
流通 A 股(百万股)	30.81

相关研究

《先惠技术(688155)：限制性股票激励范围广，助力公司长期发展》

2022-01-19

《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

《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

事件：公司于 2022 年 4 月 8 日发布 2021 年报，实现营收 11.02 亿元，同比+119%；归母净利润 7006 万元，同比+15%。

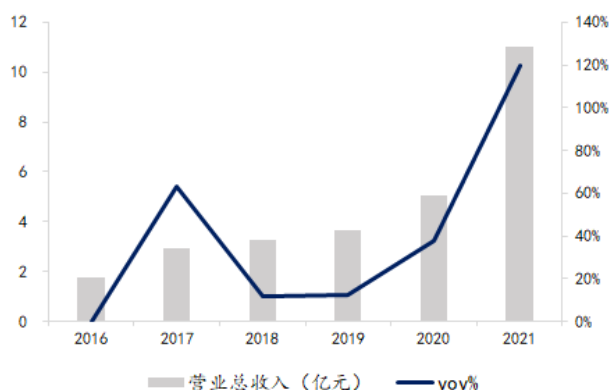
1. 2021 年营收高增，高速扩产费用前置致短期净利润承压

先惠技术 2021 全年实现营收 11.02 亿元，同比+119%；实现归母净利润 7006 万元，同比+15%；扣非归母净利润 5169 万元，同比+8%。Q4 单季度来看，营收 3.66 亿元，同比+83%，环比+84%；归母净利润 36 万元，同比-99%，环比+115%。

其中新能源业务是公司 2021 年第一大收入来源与收入增长点：2021 年公司新能源自动化装备营收为 10.31 亿元，同比+178.8%，占 2021 年公司营业收入 94%。受益于新能源电池厂高速扩产以及公司的在手订单逐步确认，公司营收快速增长。

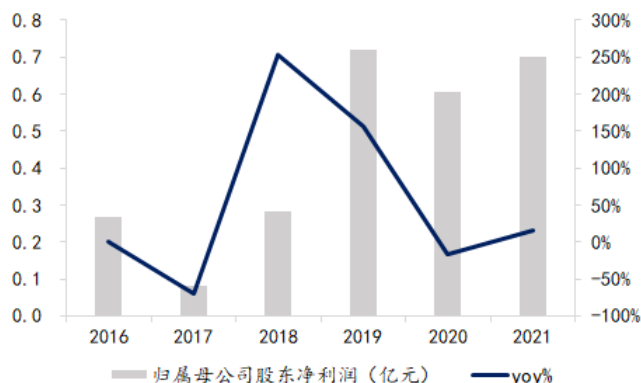
2021 年净利润承压主要系让利客户致毛利率有所下滑，同时高速扩产费用前置所致。2022 年公司产能仍处于高速扩张中，目前工厂总面积达 72000 平米，现有总产能达 20 亿，我们预计 2022 年底公司总面积达 14 万平米，产能达 40 亿元。我们认为未来伴随新厂区产能逐步释放，规模效应下，公司将恢复到合理的盈利水平迎业绩释放期。

图1：2021 年先惠技术营收 11.0 亿元，同比+119%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2021 年先惠技术归母净利润 0.7 亿元，同比+15%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

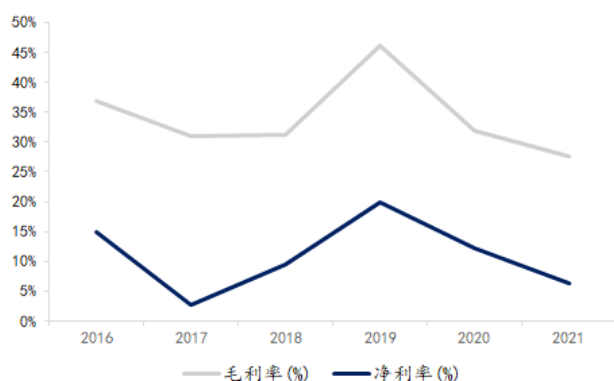
2. 控费能力优异，规模效应下静待盈利能力修复

2021 年先惠技术综合毛利率为 27.6%，同比-4.3pct；销售净利率为 6.4%，同比-5.7pct。Q4 单季综合毛利率为 21.9%，同比-8.8pct，环比-7.0pct；销售净利率为-0.26%，同比-15.3pct，环比-0.01pct。综合毛利率下降主要系公司 2021 年让利重要客户获取高份额所致，未来随公司高自动化产线议价能力提升，公司毛利率水平有望在 2022 年迎来拐点。

规模增长驱动 2021 年公司期间费用率下降。2021 年公司期间费用率为 17.6%，同比-0.8pct，其中销售费用率为 1.6%，同比-0.3pct；管理费用率（含研发）为 15.9%，同

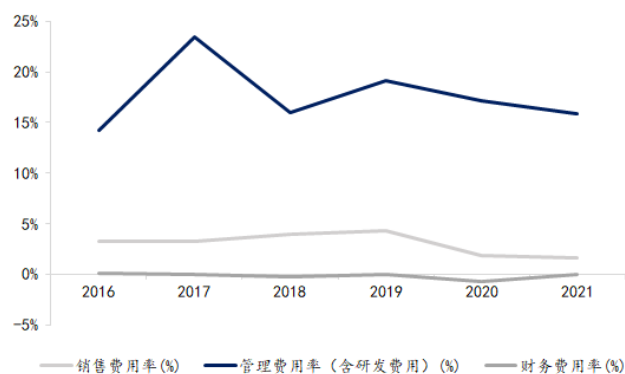
比-1.3pct; 财务费用率 0.04%, 同比+0.7pct。2021 年公司持续加大研发投入, 2021 年研发投入达到 0.99 亿元, 同比+84.1%, 研发费用率为 8.94%, 同比-1.7pct。未来规模效应下, 我们判断 2022 年公司的期间费用率会进一步下降, 净利率有望提升至 10%左右。

图3: 2021 年综合毛利率为 27.5%, 净利率为 6.4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2021 年公司期间费用率为 17.6%, 同比-0.8pct

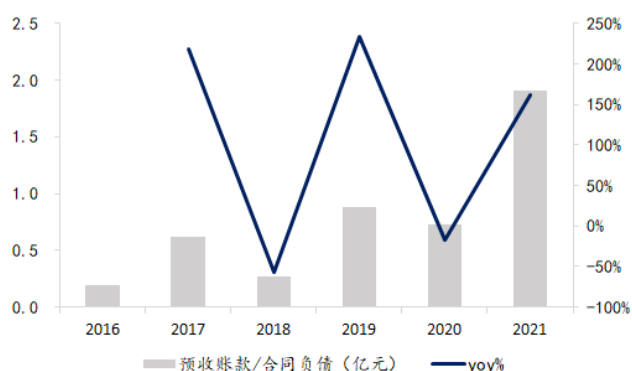


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货大幅增长, 在手订单饱满催化业绩高增

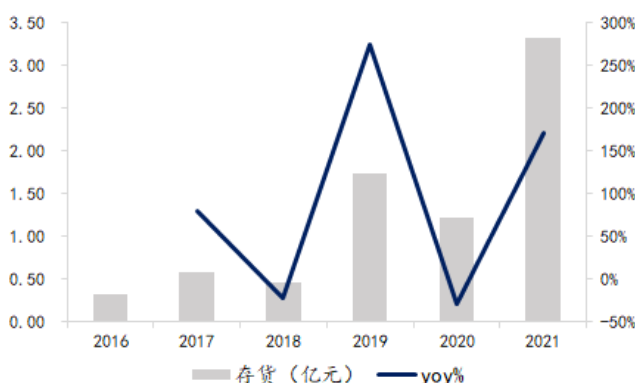
在手订单充足, 短期营收确定性高增。截至 2021 年末, 合同负债 1.91 亿元, 同比+161%; 公司存货账面价值 3.33 亿元, 同比+171%, 体现公司在手订单饱满, 主要系 2021 年为下游电池厂高速扩产元年, 依托自动化优势, 公司新签&在手订单大幅增长。2021 年公司新签订单达 21 亿元 (不含税, 其中电池厂 18 亿元、整车厂 2 亿元、其它不到 1 亿元), 约为 2020 年收入 (5.04 亿元) 的 4 倍。2022 年 4 月 6 日, 公司再次公告与宁德时代 2.89 亿元 (不含税) 大订单。

图5: 截至 2021 年底公司合同负债 1.9 亿元, 同比+161%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2021 年底公司存货 3.3 亿元, 同比+171%

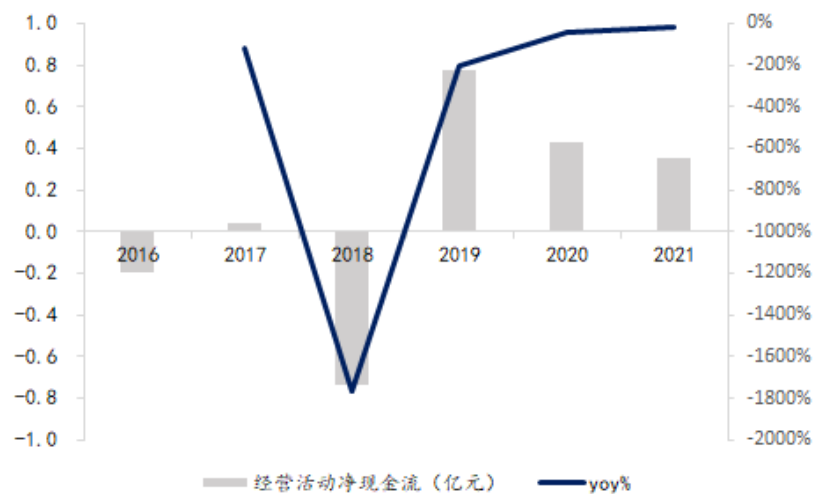


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 经营活动现金流持续为正但处于下降趋势，在营收体量高速增长长期属正常现象

2019-2021 年经营活动净现金流持续呈现下降趋势，我们预计 2022 年仍将下降，主要系锂电设备的付款节奏为 3331 或 3232，即质保金为 10%或 20%，在营收体量急速扩张期，质保金垫资超过现金流入，因此属于正常现象。我们判断 2023 年产能完全释放后，经营活动现金流将呈较明显增长趋势。

图7：2021 年先惠技术经营活动净现金流 0.35 亿元，同比-19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 现金收购宁德东恒机械以增强产品&服务能力，公司与宁德时代合作加深

2022 年 2 月 11 日，公司公告以现金形式收购宁德东恒机械有限公司 51%的股权。宁德东恒机械主营业务为锂电池模组结构件（电池壳、模组/PACK 壳体等），2019 年曾入选宁德时代优秀供应商。公司系宁德唯一整线自动化供应商，国内模组+pack 段的龙头，收购宁德东恒机械能够助力公司形成“锂电池模组结构件+自动化产线”双轮驱动的产品布局，进一步彰显自动化优势。

此外，公司产品具有非标特点，能够快速响应，就近提供调试服务对于扩展客户至关重要。作为公司在宁德市的第一家子公司，宁德东恒机械将有助于提升公司服务大客户的能力，并与宁德时代在人员与技术上展开合作，深度受益宁德时代订单爆发的行业机会。

6. 高自动化拐点已现，细分龙头率先受益

自动化程度是决定电池产线生产效率与成本的关键因素，锂电池模组线+PACK 线的自动化率正处于由低向高转换的拐点，主要系：（1）**劳动力成本上升趋势+机器价格越来越低，因此高自动化率产线性价比优势逐渐凸显**。虽然 85%自动化率的组装线 1.2 亿/GWh 的投资额远高于 10%自动化率组装线的 0.2 亿元/GWh，但综合看年设备折旧+劳动力成本，高自动化产线仅比低自动化产线高 28%。（2）**全球电动需求爆发，电池厂规划产能翻倍增长，由于低自动化率产线招工难度暴增，通过“机器换人”提升产线自动化率将成为行业趋势**。公司的组装线自动化率最高达到 95%，远超行业 40-70%的平均水平；公司 PACK 线自动化率最高 89%，行业平均水平为 5-20%。在提升自动化率的市场需求下，先惠技术将凭高自动化产线率先受益。

图8：目前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：先惠技术公告，东吴证券研究所测算

7. 盈利预测与投资评级

公司产能处于高速扩张中，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.97/3.15/4.70 亿元，当前股价对应动态 PE 33/21/14 倍，维持“增持”评级。

8. 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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,779	2,393	3,184	4,168	营业总收入	1,102	1,970	2,770	3,570
货币资金及交易性金融资产	638	651	721	901	营业成本(含金融类)	798	1,389	1,931	2,474
经营性应收款项	183	447	628	808	税金及附加	4	8	11	14
存货	333	571	793	1,017	销售费用	18	43	55	54
合同资产	605	690	997	1,386	管理费用	77	158	222	286
其他流动资产	21	34	45	56	研发费用	99	227	305	357
非流动资产	321	367	403	434	财务费用	0	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	20	28	36
固定资产及使用权资产	192	204	207	205	投资净收益	10	59	83	107
在建工程	8	9	9	10	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	120	152	185	减值损失	-48	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	80	218	349	521
其他非流动资产	34	34	34	34	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,099	2,759	3,587	4,601	利润总额	80	218	349	521
流动负债	873	1,335	1,845	2,385	减:所得税	9	20	31	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	16	26	49	净利润	71	199	318	474
经营性应付款项	566	824	1,174	1,533	减:少数股东损益	1	2	3	4
合同负债	191	332	462	591	归属母公司净利润	70	197	315	470
其他流动负债	106	163	184	212	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	2.59	4.14	6.18
非流动负债	19	19	19	19	EBIT	113	146	246	386
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	131	169	273	415
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.62	29.49	30.30	30.71
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	6.36	10.00	11.36	13.15
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	119.36	78.77	40.61	28.88
负债合计	892	1,354	1,864	2,404	归母净利润增长率(%)	15.36	181.25	59.64	49.26
归属母公司股东权益	1,190	1,387	1,701	2,171					
少数股东权益	17	19	22	26					
所有者权益合计	1,207	1,406	1,723	2,197					
负债和股东权益	2,099	2,759	3,587	4,601					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35	20	40	110	每股净资产(元)	15.66	18.25	22.39	28.57
投资活动现金流	67	-11	20	47	最新发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
筹资活动现金流	2	5	10	23	ROIC(%)	8.64	9.97	14.06	17.50
现金净增加额	101	13	70	181	ROE-摊薄(%)	5.89	14.21	18.49	21.63
折旧和摊销	17	24	27	29	资产负债率(%)	42.50	49.06	51.95	52.24
资本开支	-212	-70	-63	-60	P/E(现价&最新股本摊薄)	94.03	33.43	20.94	14.03
营运资本变动	-115	-187	-232	-303	P/B(现价)	5.54	4.75	3.87	3.03

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>