

中航证券研究所

分析师：邹润芳

证券执业证书号：S0640521040001

研究助理：朱祖跃

证券执业证书号：S0640121070054

分析师：孙玉浩

证券执业证书号：S0640522030001

研究助理：唐保威

证券执业证书号：S0640121040023

先导智能（300450.SZ）点评报告：

21 年业绩高速增长，新签订单再创历史新高

行业分类：机械设备

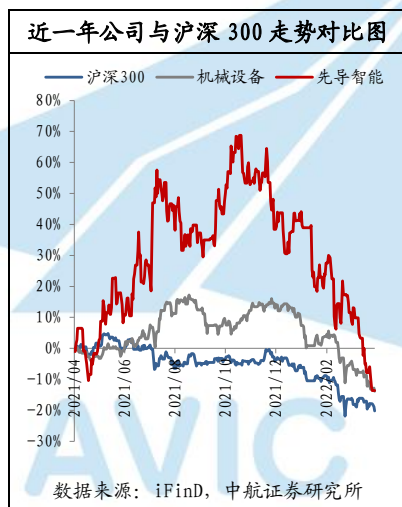
2022 年 4 月 24 日

投资要点

- **2021 年实现归母净利润 15.85 亿元，同比增长 106.47%。**受益于动力电池厂扩产速度加快及大规模招标，同时光伏、3C、智能物流等行业景气度持续，公司营收及订单规模快速增长。2021 年，公司实现营业收入 100.37 亿元，同比增长 71.32%；归母净利润 15.85 亿元，同比增长 106.47%。2022Q1，公司实现营业收入 29.26 亿元，同比增长 142.41%；归母净利润 3.46 亿元，同比增长 72.5%。2021 年全年新签订单 187 亿元（不含税），同比增长 69.03%，再创历史新高；2022Q1，公司存货同比增长 107%，合同负债同比增长 69%，公司在手订单充足，2022 年全年业绩增长确定性高。
- **2021 年净利率显著提升；2022Q1 盈利能力承压但预计全年好转。**2021 年毛利率 34.05%，同比降低 0.27pcts，主要系毛利率较低的智能物流系统占比提升；期间费用率 16.89%，同比降低 1.50pcts；净利率 15.79%，同比提升 2.69pcts，规模效应下盈利能力显著提升。2022Q1 毛利率 30.80%，同比降低 9.41pcts，但与 2021Q4 基本持平；净利率 11.84%，同比降低 4.79pcts，环比降低 2.37pcts，我们判断主要系一季度智能物流系统收入占比较高、受疫情影响订单交付确认收入较慢以及产能扩充导致费用前置。展望全年，我们认为公司仍将保持较强盈利能力：1）电池厂扩产速度显著加快，锂电设备进入“卖方市场”；2）此前公司大幅扩产导致费用前置，未来规模效应将随着收入确认逐步体现；3）提高管理和经营效率，人均产值有望进一步提高。下游持续高景气，叠加盈利能力增强，净利润弹性空间增加；4）子公司泰坦经营持续向好，智能物流系统毛利率有望改善。
- **具备整线实力的锂电设备龙头，受益于下游加速扩产。**供给端的促进因素推动新能源汽车大规模普及转向内生驱动，预计 2025 年全球渗透率 21%，对应动力电池装机量 1189GWh。中短期看，基于动力电池产能需求测算 2021-2025 年锂电设备年均需求超千亿元。稳态下，我们测算仅产能折旧更新需求也有望达千亿元。公司作为全球锂电设备龙头，具备整线实力，深度绑定宁德时代、Northvolt 等国内外电池厂，将持续受益于下游加速扩产。高研发投入持续兑现，公司涂布机进入龙头电池企业，辊压机实现批量供货，叠片机累计市占率超 50%。
- **平台型布局逐渐成型，打造第二成长曲线。**在专用设备行业中，锂电设备是少有的能出现千亿级别大市值公司的领域。公司立足锂电设备，迈向平台型非标设备公司：1）凭借技术、产品和客户的协同性拓展新业务；2）凭借公司在规模、研发、服务等方面的优势快速提升市占率，智能物流、3C、汽车智能产线、氢能等业务进展良好，平

公司投资评级	买入
当前股价	44.68
沪深 300	4013.25
总股本（亿）	15.64
流通 A 股（亿）	14.51
市值（亿元）	698.69
PE（TTM）	40.38
PB（LF）	7.11

数据来源：iFinD，表格截止到 2022 年 4 月 24 日



股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

台型的布局正收到成效。光伏领域，公司 TOPCon 高效电池设备、高速串焊机等均达到全球领先水平，结合自主研发的 MES 系统，可为光伏企业打造“无人车间”。氢能领域，公司在 MEA 制备、BPP 产线、PEM 制备、Stack/System 测试活化、水电解电堆生产及测试装备等领域不断取得突破，实现了从燃料电池制造到测试的一体化布局。

投资建议

■ 预计公司 2022-24 年实现营收 165.00 亿元/220.32 亿元/288.39 亿元，净利润 26.72 亿元/38.57 亿元/53.36 亿元，当前股价对应市盈率为 24X/17X/12X，维持“买入”评级。

风险提示

■ 产品和技术迭代不及预期、下游客户扩产不及预期、产能扩张不及预期、新业务拓展不及预期。

盈利预测摘要

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	5858.30	10036.59	16499.62	22032.37	28839.28
同比	25.07%	71.32%	64.39%	33.53%	30.90%
归母净利润(百万)	767.51	1584.67	2672.15	3856.50	5336.19
同比	0.25%	106.47%	68.62%	44.32%	38.37%
EPS(元/股)	0.49	1.01	1.71	2.47	3.41
毛利率	34.32%	34.05%	34.23%	35.25%	36.31%
市盈率		40.45	23.99	16.62	12.01

财务预测摘要 (单位: 百万元)

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,858.30	10,036.59	16,499.62	22,032.37	28,839.28
减: 营业成本	3,847.60	6,618.63	10,852.12	14,265.02	18,367.94
税金及附加	44.13	38.66	95.97	128.15	167.74
主营业务利润	1,966.57	3,379.30	5,551.54	7,639.21	10,303.60
减: 销售费用	180.79	275.46	402.59	471.49	614.28
管理费用	315.49	523.73	824.98	1,057.55	1,326.61
研发费用	537.96	897.84	1,410.72	1,844.11	2,410.96
财务费用	42.91	-2.07	5.37	-0.64	-11.23
经营性利润	889.43	1,684.35	2,907.87	4,266.69	5,962.98
加: 资产减值损失	-44.53	-77.09	-49.50	-66.10	-86.52
信用减值损失	-225.92	-220.48	-165.00	-220.32	-288.39
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	30.80	58.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.19	8.23	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.14	0.00	0.05	0.05	0.05
其他收益	160.78	236.36	195.40	195.40	195.40
营业利润	810.88	1,690.09	2,888.82	4,175.71	5,783.52
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	28.53	19.45	19.19	19.19	19.19
减: 营业外支出	0.86	4.51	4.51	4.51	4.51
利润总额	838.55	1,705.03	2,903.50	4,190.40	5,798.20
减: 所得税	71.05	120.36	231.36	333.90	462.01
净利润	767.51	1,584.67	2,672.15	3,856.50	5,336.19
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	767.51	1,584.67	2,672.15	3,856.50	5,336.19
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,738.09	2,865.48	3,326.93	5,894.36	9,376.81
交易性金融资产	323.28	3,188.23	3,188.23	3,188.23	3,188.23
应收票据	288.22	682.89	1,205.22	1,609.37	2,106.58
应收账款	3,951.31	5,494.86	9,435.72	12,599.76	16,492.46
预付账款	105.48	236.84	269.65	360.06	471.31
其他应收款	27.04	47.54	88.57	118.27	154.81
存货	2,874.42	7,776.07	9,692.71	12,740.99	16,405.56
其他流动资产	5.85	358.19	597.37	797.68	1,044.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	791.03	1,523.48	1,312.85	1,096.62	874.77
无形资产和开发支出	1,397.50	1,581.37	1,525.54	1,464.42	1,398.02
其他非流动资产	159.98	245.20	185.72	126.23	126.23
资产总计	12,662.18	24,000.15	30,828.50	39,996.00	51,638.91

短期借款	348.15	33.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	1,740.18	4,789.33	5,872.52	7,719.38	9,939.64
应付账款	2,236.04	4,481.33	6,014.19	7,905.60	10,179.42
预收账款	0.00	0.00	928.31	1,239.59	1,622.56
合同负债	1,904.29	3,862.93	3,904.60	5,213.91	6,824.75
其他应付款	685.64	719.85	1,658.83	2,180.51	2,807.67
长期借款	0.00	319.46	319.46	319.46	319.46
其他负债	132.86	325.39	472.64	600.24	756.57
负债合计	7,047.16	14,531.29	19,170.55	25,178.70	32,450.07
股本	907.32	1,563.79	1,563.79	1,563.79	1,563.79
资本公积	2,006.87	3,883.68	3,883.68	3,883.68	3,883.68
留存收益	2,700.83	4,021.39	6,210.48	9,369.83	13,741.37
归属母公司股东权益	5,615.02	9,468.87	11,657.96	14,817.30	19,188.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,615.02	9,468.87	11,657.96	14,817.30	19,188.84
负债和股东权益合计	12,662.18	24,000.15	30,828.50	39,996.00	51,638.91
投入资本(IC)	3,487.64	4,771.27	7,112.22	8,257.40	9,827.19

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资本支出	633.70	509.14	0.00	0.00	0.00
自由现金流	983.41	1,006.91	322.58	2,697.17	3,742.50
短期借款增加	49.16	-315.15	-33.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-796.39	319.46	0.00	0.00	0.00
股权筹资额			0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	272.20	0.00	483.06	697.16	964.65
长期投资	-77.16	-3,108.69	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	1,353.06	1,343.71	789.49	3,070.57	4,242.47
投资性现金净流量	-502.56	-3,615.22	193.39	193.39	193.39
筹资性现金净流量	-371.18	1,619.71	-521.43	-696.51	-953.42
现金流量净额	476.38	-658.75	461.44	2,567.44	3,482.44
货币资金的期初余额	1,741.45	2,217.83	2,865.48	3,326.93	5,894.36
货币资金的期末余额	2,738.09	2,865.48	3,326.93	5,894.36	9,376.81
企业自由现金流	983.41	1,006.91	322.58	2,697.17	3,742.50
权益自由现金流	196.90	1,013.15	284.64	2,697.76	3,752.84

资料来源: iFinD, 中航证券研究所预测

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。