

先惠技术（688155）

2022 年一季报点评：扩张费用前置致短期净利润承压，静待产能释放后盈利能力修复 增持（维持）

2022 年 04 月 30 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书：S0600121040009

liuwx@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	2.58	4.12	6.15
P/E（现价&最新股本摊薄）	79.85	28.39	17.79	11.92

事件：2022 年 4 月 29 日晚间公司发布 2022 一季报。

投资要点

- **营收高增，快速扩产费用前置致短期净利润承压：**2022Q1 公司实现营业收入 2.91 亿元，同比+93%；归母净利润 0.21 亿元，同比+20%；扣非归母净利润为 0.08 亿元，同比-33%。受益于动力电池厂高速扩产及在手订单逐步确认，公司营收快速增长；净利润承压主要系快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 7.2 万平米，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。
- **规模增长驱动期间费用率下降，静待盈利能力修复：**公司 2022Q1 毛利率为 23.7%，同比-9pct，环比+2pct；净利率为 6.7%，同比-5pct，环比+7pct。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迎来拐点。规模增长驱动期间费用率下降，期间费用率为 22.2%，同比-0.6pct，其中销售费用率为 1.7%，同比-0.6pct，管理费用率（含研发）为 20.5%，同比+0.5pct，财务费用率为-0.03%，同比-0.5pct。
- **合同负债&存货大幅增长，订单充足保障业绩确定性：**截至 2022Q1 公司合同负债为 2.37 亿元，同比+409%；存货为 3.96 亿元，同比+160%，表明公司订单充足，2021 年公司新签订单达 21 亿元；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。2022Q1 经营活动净现金流为-0.83 亿元，主要系扩张导致员工人数增长使得薪酬、费用增长较多所致，为了匹配公司产能扩张，截至 2022 年 3 月底公司员工数量超过 3000 人。
- **拟收购宁德东恒机械，实现产品拓品类&深化宁德合作：**先惠拟收购宁德东恒机械有限公司 51%的股权，切入锂电池模组结构件业务，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；同时有助于进一步深化先惠与宁德的合作关系。
- **盈利预测与投资评级：**公司产能处于高速扩张中，我们维持公司 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 PE28/18/12 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)	73.30
一年最低/最高价	68.41/155.28
市净率(倍)	4.59
流通 A 股市值(百万元)	2,283.44
总市值(百万元)	5,594.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.95
资产负债率(%，LF)	47.48
总股本(百万股)	76.33
流通 A 股(百万股)	31.15

相关研究

《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》

2022-04-11

《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

先惠技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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	2.58	4.12	6.15
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)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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)	79.85	28.39	17.79	11.92
营运资本变动	-115	-187	-232	-303	P/B (现价)	4.68	4.02	3.27	2.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

