

先导智能 (300450.SZ)

获签宝丰昱能 20GWh 整线订单，龙头优势为业绩加码

近日，先导智能与宝丰集团旗下子公司宝丰昱能签订合作协议，在一期的合作中为其提供 20GWh 锂电整线+模组 PACK 整体解决方案。此外，双方将在后续 200GWh 储能电池工厂上达成更多深度合作。我们认为这一事件充分反映了先导在锂电设备领域的竞争力，且结合今年在 ACG 的拓展，出口+储能快速增长的逻辑同时兑现。我们小幅上调了 22 年/23 年的营收预期，继续对先导智能维持强烈推荐的评级。

- **事件：** 先导智能与宝丰集团旗下子公司宝丰昱能签订合作协议，在一期的合作中为其提供 20GWh 锂电整线+模组 PACK 整体解决方案，包括了中试线及量产线电池产线、模组与 PACK 产线、CTP 新型电池产线和智能物流系统等，产线涉及从涂布到后端模组 PACK 全链条。此外，双方将在后续 200GWh 储能电池工厂上达成更多深度合作。
- **评论：** 这是先导在动力电池之外的储能电池领域获取的标杆性订单。首先，本次合作协议旨在为宝丰打造行业单体规模最大的储能电池生产基地，这是具有开创性意义的。其次，20GWh 的锂电整线+模组 PACK 的解决方案，订单总额极为可观，也为先导后续业绩增长提供了确定性。
- **延伸：** 下游动力电池的扩产已经是充分反映到市场预期的趋势了，然而 Q1 因为碳酸锂价格居高、疫情扩散引发新能源车增长受挫，且龙头宁德未展开大规模招投标，该逻辑主线经受了一定程度的质疑。我们认为，尽管全行业来看，动力电池扩产进程有所延后，但对于先导这一行业龙头而言，今年以来来自非宁德时代动力电池设备订单依然维持高速增长，且 4 月获得 ACC 的 14GWh 动力订单+本次的 20GWh 储能电池订单，表明先导正在同时兑现设备出口逻辑和储能快速增长的逻辑。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 纵观 2022、2023 年，在 21 年新签订单高速增长的背景下，22 年全年业绩有保障，而 22 年全年订单乐观预计达到 300 亿，保守预计也能达到 230 亿，因此 22、23 年业绩继续维持高增长的确定性极强。我们小幅上调了 22 年/23 年的营收增长预期，预计未来三年营收增速分别为 57%/51%/27%，未来三年的归母净利润增速分别为 59%/48%/37%，复合增长率为 47.5%，而 2022 的动态 PE 仅为 36 倍，保守估计 2022 年合理的动态估值为 45 倍，对应目标价 72.4 元。继续对先导保持强烈推荐。
- **风险提示：** 下游锂电扩产不及预期、新能源车销售不及预期、新业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5858	10037	15805	23817	30166
同比增长	25%	71%	57%	51%	27%
营业利润(百万元)	811	1690	2694	3985	5470
同比增长	-8%	108%	59%	48%	37%
归母净利润(百万元)	768	1585	2515	3712	5088
同比增长	0%	106%	59%	48%	37%
每股收益(元)	0.85	1.01	1.61	2.37	3.25
PE	68.5	57.2	36.0	24.4	17.8
PB	9.4	9.6	7.6	6.1	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

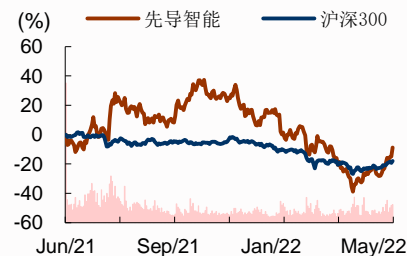
中游制造/机械
目标估值：72.40 元
当前股价：57.93 元

基础数据

总股本 (万股)	156376
已上市流通股 (万股)	145080
总市值 (亿元)	906
流通市值 (亿元)	840
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	17.6
资产负债率	60.9%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	23.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	-27	1
相对表现	27	-11	21



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《先导智能 (300450.SZ) 全年利润大幅增长，锂电设备持续放量贡献主推力》2022-04-25
- 《先导智能 (300450)：锂电扩产助益设备龙头，强者恒强攻略能源版图》2022-03-19
- 《先导智能 (300450) 一在手订单充沛，行业景气度持续向上》2021-10-30

刘荣 S1090511040001

liur@cmschina.com.cn

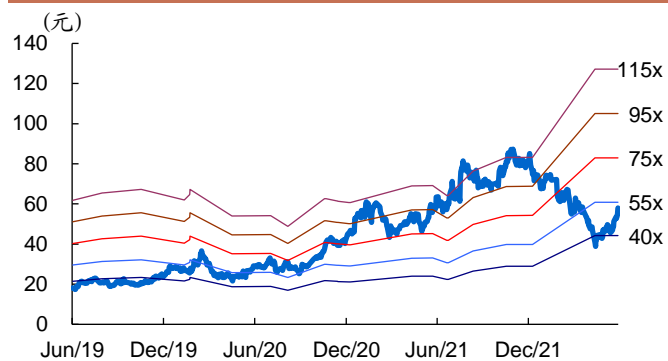
胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

吴洋 研究助理

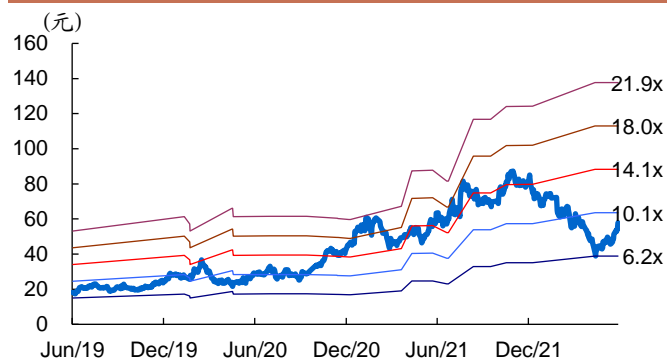
wuyang2@cmschina.com.cn

图 1: 先导智能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 先导智能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10314	20650	30693	44521	56215
现金	2738	2865	5524	8088	11395
交易性投资	323	3188	3188	3188	3188
应收票据	288	683	1075	1621	2053
应收款项	2709	4060	5561	8380	10613
其它应收款	27	48	75	113	143
存货	2874	7776	12073	18311	22732
其他	1354	2030	3196	4821	6091
非流动资产	2349	3350	3240	3144	3059
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	733	850	922	987	1046
无形资产商誉	1397	1581	1423	1281	1153
其他	218	919	895	876	861
资产总计	12662	24000	33934	47665	59275
流动负债	6987	14154	21573	32347	39982
短期借款	348	33	0	0	0
应付账款	3976	9271	14577	22109	27447
预收账款	1904	3863	6074	9212	11437
其他	758	988	921	1025	1099
长期负债	60	377	377	377	377
长期借款	0	0	0	0	0
其他	60	377	377	377	377
负债合计	7047	14531	21950	32724	40359
股本	907	1564	1564	1564	1564
资本公积金	1986	3874	3874	3874	3874
留存收益	2721	4031	6546	9503	13478
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5615	9469	11984	14941	18916
负债及权益合计	12662	24000	33934	47665	59275

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1353	1344	2660	3104	4163
净利润	768	1585	2515	3712	5088
折旧摊销	91	121	265	252	240
财务费用	30	26	(60)	(102)	(146)
投资收益	(31)	(59)	(267)	(267)	(267)
营运资金变动	291	(514)	(72)	(992)	(1143)
其它	205	185	279	501	391
投资活动现金流	(503)	(3615)	112	112	112
资本支出	(426)	(507)	(155)	(155)	(155)
其他投资	(76)	(3109)	267	267	267
筹资活动现金流	(371)	1620	(112)	(652)	(968)
借款变动	(8)	(973)	(173)	0	0
普通股增加	26	656	0	0	0
资本公积增加	681	1888	0	0	0
股利分配	(144)	(272)	0	(754)	(1114)
其他	(926)	320	60	102	146
现金净增加额	479	(652)	2659	2563	3307

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5858	10037	15805	23817	30166
营业成本	3848	6619	10407	15784	19595
营业税金及附加	44	39	61	92	116
营业费用	181	275	434	654	828
管理费用	315	524	825	1243	1574
研发费用	538	898	1414	2131	2699
财务费用	43	(2)	(60)	(102)	(146)
资产减值损失	(270)	(298)	(298)	(298)	(298)
公允价值变动收益	0	8	8	8	8
其他收益	161	236	200	200	200
投资收益	31	59	59	59	59
营业利润	811	1690	2694	3985	5470
营业外收入	29	19	19	19	19
营业外支出	1	5	5	5	5
利润总额	839	1705	2709	4000	5485
所得税	71	120	194	288	397
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	768	1585	2515	3712	5088

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	25%	71%	57%	51%	27%
营业利润	-8%	108%	59%	48%	37%
归母净利润	0%	106%	59%	48%	37%
获利能力					
毛利率	34.3%	34.1%	34.1%	33.7%	35.0%
净利率	13.1%	15.8%	15.9%	15.6%	16.9%
ROE	13.7%	16.7%	21.0%	24.8%	26.9%
ROIC	13.1%	16.2%	20.4%	24.1%	26.1%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	60.5%	64.7%	68.7%	68.1%
净负债比率	2.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.5	1.2	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.2	2.6	2.8	2.9	2.7
应付账款周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
每股资料(元)					
EPS	0.85	1.01	1.61	2.37	3.25
每股经营净现金	1.49	0.86	1.70	1.99	2.66
每股净资产	6.19	6.06	7.66	9.55	12.10
每股股利	0.30	0.00	0.48	0.71	0.98
估值比率					
PE	68.5	57.2	36.0	24.4	17.8
PB	9.4	9.6	7.6	6.1	4.8
EV/EBITDA	62.2	32.2	19.6	13.8	10.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告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。

招商机械团队： 7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。