先导智能（300450）

获宝丰集团 20GWh 储能整线订单，有望受益于储能行业快速发展

买入（维持）

2022 年 06 月 14 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
liuxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	10,037	16,600	19,100	21,600
同比	71%	65%	15%	13%
归属母公司净利润（百万元）	1,585	2,802	3,600	4,272
同比	106%	77%	28%	19%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.01	1.79	2.30	2.73
P/E（现价&最新股本摊薄）	62.14	35.14	27.35	23.05

事件：2022 年 6 月据公司公众号，先导智能与宝丰集团旗下子公司宝丰昱能签订合作协议，为其提供 20GWh 锂电整线+模组 PACK 整体解决方案。

投资要点

- **获宝丰 20GWh 储能整线订单，储能设备业务顺利推进：**宝丰集团于 2021 年底宣布进入储能领域，并计划投资 964 亿元，建设储能全产业链项目，其中在银川苏银产业园建设年产 200GWh 电芯和储能集装系统，打造行业单体规模最大的储能电池生产基地。一期合作中先导智能将提供 20GWh 整线智能工厂解决方案，双方将在后续 200GWh 储能电池工厂上达成更多深度合作。
- **风光储一体化成为趋势，储能行业快速发展：**储能能够平抑风光发电的间歇性和波动性，“风光储”等多种能源的优化组合成为发展趋势；随着我国储能政策不断加码，同时光伏发电和风力发电成本不断降低、锂电池技术进步带来循环次数提高，储能迎来快速发展期，2021 年中国锂电池储能总出货量为 37GWh，同比增长超 110%，据 GGII，到 2025 年我国储能电池出货量达 180GWh，2020-2025 年 CAGR 达 60%+；全球储能电池出货量有望达到 416GWh，2020-2025 年 CAGR 达 73%。
- **动力锂电追求高能量密度&高安全性，储能锂电追求高稳定性&长使用寿命：动力锂电池**更注重充放动力，要求充电速度快、输出功率高、抗冲击，追求高安全性和高能量密度，以实现持久的续航能力，以及重量和体积的轻量化要求；**储能锂电池**强调电池容量，尤其要求运行稳定性、使用寿命和安全性等，追求整个储能设备的长寿命和低成本，动力锂电池的循环次数寿命在 1000-2000 次，而储能锂电池的循环次数寿命一般要求大于 3500 次。
- **新进入者偏好整线采购，先导智能为整线设备龙头优先受益：**动力和储能锂电的新进入者往往缺乏丰富经验，为了快速释放产能同时基于可靠性、安全性等考虑，更倾向购买整线设备，而先导智能为整线设备龙头将优先受益。**（1）动力锂电：**海外尤其是欧洲涌现了较多动力电池新进入者，更倾向于选择交钥匙的整线设备采购方式，先导智能作为动力锂电整线设备龙头将优先受益，已与多个欧洲动力电池厂签订整线设备订单。**（2）储能锂电：**先导智能目前已形成了完备的储能电池装备整线解决方案，整线效率行业领先，截至目前已交付近 60GWh 储能锂电整线。
- **海内外动力电池厂积极扩产，关注锂电设备招标进展：（1）国内：**头部电池厂宁德时代开启大规模扩产，二线新锐动力电池厂包括中创新航、蜂巢能源、远景动力等也纷纷开始扩产，我们预计国内动力电池厂大规模锂电设备招标有望逐步开启，龙头设备商稀缺性将逐步显现，先导智能将持续受益。**（2）国外：**2022 年最大看点之一为海外电池厂的大规模扩产，过去海外电池厂受疫情影响扩产有所迟滞，随着疫情逐步好转已逐渐放量。我们认为国内头部设备商具备全球竞争力，先导智能全球多地均有布局，已与 ACC 等多个欧洲动力电池厂签订整线设备订单，将充分受益于海外电池新玩家相较国内偏滞后的大规模扩产，发挥公司整线交付优势。
- **盈利预测与投资评级：**随着动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为龙头设备商将显著受益，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润为 28.0/36.0/42.7 亿元，对应当前股价 PE 35/27/23 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	62.97
一年最低/最高价	38.88/87.29
市净率(倍)	10.02
流通 A 股市值(百万元)	91,357.06
总市值(百万元)	98,469.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.28
资产负债率(%,LF)	60.89
总股本(百万股)	1,563.76
流通 A 股(百万股)	1,450.80

相关研究

《先导智能(300450)：2021 年年报&2022 年一季报点评：规模效应显著利润增速高于收入增速，看好电动化大趋势下设备龙头业绩弹性》

2022-04-25

《先导智能(300450)：2021 年业绩预告点评：Q4 单季盈利创历史新高，锂电整线设备龙头受益于下游高景气》

2022-01-27

《先导智能(300450)：三季报点评：业绩符合市场预期，持续受益于行业高景气》

2021-10-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：2022 年 6 月据公司公众号，先导智能与宝丰集团旗下子公司宝丰昱能签订合作协议，为其提供 20GWh 锂电整线+模组 PACK 整体解决方案。

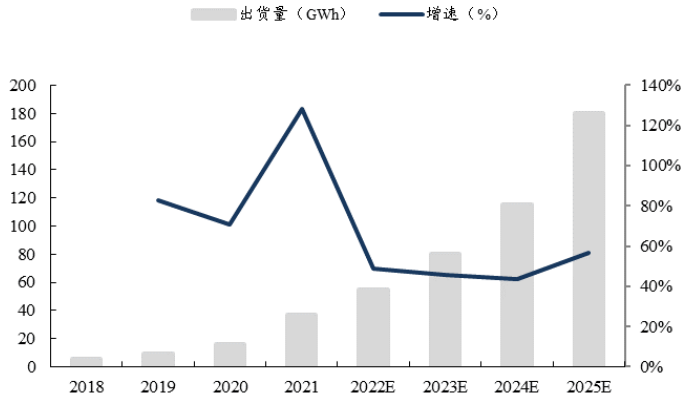
1. 获宝丰 20GWh 储能整线订单，储能设备业务顺利推进

宝丰集团于 2021 年底宣布进入储能领域，并计划投资 964 亿元，建设储能全产业链项目，其中在银川苏银产业园建设年产 200GWh 电芯和储能集装系统，打造行业单体规模最大的储能电池生产基地。一期合作中先导智能将提供 20GWh 整线智能工厂解决方案，包括中试线及量产线电池产线、模组与 PACK 产线、CTP 新型电池产线、智能仓储立体库系统、智能物流输送系统及 MES 生产执行系统，产线装备覆盖从涂布到模组/PACK 整体工艺段。双方将在后续 200GWh 储能电池工厂上达成更多深度合作。

2. 风光储一体化成为趋势，储能行业快速发展

储能能够平抑风光等新能源发电的间歇性和波动性，“风光储”等多种能源的优化组合成为发展趋势；随着我国《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》、《“十四五”现代能源体系规划》等政策不断加码，同时光伏发电和风力发电成本不断降低、锂电池技术进步带来循环次数提高，储能迎来快速发展期，2021 年中国锂电池储能总出货量为 37GWh，同比增长超过 110%，据 GGII，到 2025 年我国储能电池出货量达 180GWh，2020-2025 年 CAGR 达 60%+；全球储能电池出货量有望达到 416GWh，2020-2025 年 CAGR 达 73%。

图1：到 2025 年我国储能电池出货量达 180GWh，5 年 CAGR 达 60%+



数据来源：GGII，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 动力锂电追求高能量密度&高安全性，储能锂电追求高稳定性&长使用寿命

动力锂电池更注重充放动力，要求充电速度快、输出功率高、抗冲击，追求高安全性和高能量密度，以实现持久的续航能力，以及重量和体积的轻量化要求；**储能锂电池**强调电池容量，尤其要求运行稳定性、使用寿命和安全性等，追求整个储能设备的长寿命和低成本，动力锂电池的循环次数寿命在 1000-2000 次，而储能锂电池的循环次数寿命一般要求大于 3500 次。

表1：动力锂电与储能电池对比

	动力电池	储能电池
应用场景	主要用于电动汽车、电动自行车以及其它电动工具领域	主要用于调峰调频电力辅助服务、可再生能源并网和微电网等领域
性能要求	更注重充放动力，要求充电速度快、输出功率高、抗冲击，特别强调高安全性和高能量密度，以实现持久的续航能力，以及重量和体积的轻量化要求。	对于能量密度并没有直接的要求；尤其要求运行稳定性和使用寿命，追求整个储能设备长寿命和低成本。
使用寿命	循环次数寿命在 1000-2000 次	循环次数寿命一般要求能够大于 3500 次
电池类型	磷酸铁锂和三元	磷酸铁锂，部分铅酸蓄电池和铅碳蓄电池

数据来源：GGII，东吴证券研究所

4. 新进入者偏好整线采购，先导智能为整线设备龙头优先受益

动力锂电和储能锂电的新进入者往往缺乏丰富经验，为了快速释放产能同时基于可靠性、安全性等考虑，更倾向购买成熟设备商的整线设备，而先导智能为整线设备龙头将优先受益。

（1）动力锂电：海外尤其是欧洲涌现了较多动力电池新进入者，这些新进入者经验不足，更倾向于选择交钥匙的整线设备采购方式，先导智能作为动力锂电整线设备龙头将优先受益，已与多个欧洲动力电池厂签订整线设备订单：2021 年 11 月公司与 Inobat Auto 在斯洛伐克就其锂电池软包整线生产项目签署合作协议；2022 年 2 月 23 日与欧洲电池厂 Northvolt 在无锡合作建立“智能产线联合创新中心”，以此作为 Northvolt 在产线打通前的重要创新与调试基地；2022 年 4 月 25 日公司与欧洲电池制造商 Automotive Cells Company（ACC）签署战略合作协议，将为其 14GWh 电池工厂提供锂电装备及解决方案。

（2）储能锂电：先导智能目前已形成了完备的储能电池装备整线解决方案，整线效率行业领先，截至目前已交付近 60GWh 储能锂电整线，此次获得储能领域新进入者宝丰的 20GWh 储能整线订单表明公司储能领域业务顺利推进，先导有望依托自身锂电设备、光伏设备、氢能设备、智能物流等领域的技术积累，提供储能整线设备。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 海内外动力电池厂积极扩产，关注锂电设备招标进展

（1）国内：头部电池厂宁德时代开启大规模扩产，二线新锐动力电池厂包括中创新航、蜂巢能源、远景动力等也纷纷开始扩产，我们预计国内主要动力电池企业的大规模锂电设备招标有望逐步开启，龙头设备商稀缺性将逐步显现，先导智能将持续受益。

图2：宁德时代已有产能&未来产能规划统计

宁德时代各大基地产能统计

基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模（GWh）	总投资金额（亿元）	预计设备投资（亿元）	预计投产时间	截止到2022.04进度
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主，小批量软包	动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%
	宁德湖西（IPO募投项目）	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%
	宁德湖西（扩建）	2018		动力	32	36	14	2022	100%
	车里湾	2020.2		动力+储能	15	73	41	未透露	新规划
	福鼎一期	2020.12		锂电池	60	184	111	2022年底	新规划
	福鼎二期	2020.12		锂电池				2025	新规划
福建厦门	厦门一期	2022.4		锂电池	40	130	104	2023	新规划
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2020	26%
	江苏溧阳三期	2018		动力+储能	24	74	55	2021	84%
	江苏溧阳四期	2020.12		动力+储能	30	117	72	2022年底	91%
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9		动力	12	40	22	2021	100%
	四川宜宾二期			动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动
	宜宾三期（扩建一期）	2020.12		动力	40	100	80	2022年底	新规划
	宜宾四期（扩建二期）	2020.12		动力				2025	新规划
	四川宜宾五期	2021.2		动力	48	120	96	未透露	新规划
	四川宜宾六期	2021.2		动力					
广东肇庆	肇庆项目一期	2021.2		动力和储能	30	120	58	未透露	新规划
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100	70	2020	31%
	时代上汽扩建	2021.2		动力	37	105	74	未透露	新规划
	时代广汽	2018.7		动力	16	46	32	2021	新规划
	东风时代	2018.7		动力	10	-	-	2019	尚无明确进展
	时代吉利（浙江吉润）	2020.8		动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划
	时代一汽（宁德霞浦）	2019.4		动力	14	44	31	2022	新规划，尚无明确进展
	时代一汽扩建（宁德霞浦）	2021.2		动力	20	50	40	未透露	新规划
德国基地	德国图林根	2018.7		动力	30	140	112	2022	新规划
	合计				603	1926	1352		
	预计新增合计				456	1418	996		

备注：1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的70%。同时单位GWh设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资，约140亿元人民币，假设80%为设备投资，则设备投资为112亿元，按照单GWh设备为3.5-4亿元估算。项目规划产能大约30GWh左右。3、福鼎投资170亿元，宜宾扩建100亿元，按照设备投资额占80%。单GWh设备为2亿元估算。福鼎基地产能约35GWh，宜宾扩建项目约20GWh。4、按照设备投资额占80%，单GWh设备为2亿元估算，宜宾五、六期扩产48GWh，肇庆一期扩产48GWh，时代一汽扩建项目（宁德霞浦县）扩产20GWh。

数据来源：宁德时代公告，东吴证券研究所

（2）国外：2022 年最大看点之一为海外电池厂的大规模扩产，过去海外电池厂受疫情影响扩产有所迟滞，随着疫情逐步好转已逐渐放量。我们认为国内头部设备商具备全球竞争力，先导智能全球多地均有布局，已与 ACC 等多个欧洲动力电池厂签订整线设备订单，将充分受益于海外电池厂的新玩家相较国内偏滞后的大规模扩产，发挥公司整线交付优势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：先导智能积极推进国际化布局

数据来源：先导智能微信公众号，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

随着下游动力电池厂迈入扩产高峰，公司作为龙头设备商将显著受益，我们维持公司 2022-2024 年的归母净利润为 28.0/36.0/42.7 亿元，对应当前股价 PE 35/27/23 倍，考虑公司稳固的龙头地位和业绩弹性，维持“买入”评级。

7. 风险提示

新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

先导智能三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**20,650**	**29,637**	**36,676**	**43,867**
货币资金及交易性金融资产	6,054	8,017	11,928	16,135
经营性应收款项	5,615	8,377	9,636	10,890
存货	7,776	11,465	13,121	14,637
合同资产	799	1,328	1,528	1,728
其他流动资产	406	449	463	477
非流动资产	**3,350**	**3,304**	**3,253**	**3,193**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,309	1,355	1,341	1,293
在建工程	215	112	61	36
无形资产	303	313	328	341
商誉	1,088	1,088	1,088	1,088
长期待摊费用	119	119	119	119
其他非流动资产	316	316	316	316
资产总计	**24,000**	**32,941**	**39,929**	**47,060**
流动负债	**14,154**	**20,293**	**23,681**	**26,541**
短期借款及一年内到期的非流动负债	173	145	155	178
经营性应付款项	9,271	12,416	14,757	16,632
合同负债	3,863	6,106	6,988	7,795
其他流动负债	848	1,625	1,781	1,935
非流动负债	377	377	377	377
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	319	319	319	319
其他非流动负债	58	58	58	58
负债合计	**14,531**	**20,670**	**24,058**	**26,918**
归属母公司股东权益	9,469	12,271	15,871	20,142
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**9,469**	**12,271**	**15,871**	**20,142**
负债和股东权益	**24,000**	**32,941**	**39,929**	**47,060**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**10,037**	**16,600**	**19,100**	**21,600**
营业成本(含金融类)	6,619	10,462	11,973	13,356
税金及附加	39	83	86	86
销售费用	275	664	669	756
管理费用	524	954	955	1,080
研发费用	898	1,625	1,750	1,944
财务费用	-2	6	8	8
加:其他收益	236	332	382	432
投资净收益	59	83	96	108
公允价值变动	8	0	0	0
减值损失	-298	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**1,690**	**3,221**	**4,138**	**4,910**
营业外净收支	15	0	0	0
利润总额	**1,705**	**3,221**	**4,138**	**4,910**
减:所得税	120	419	538	638
净利润	**1,585**	**2,802**	**3,600**	**4,272**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**1,585**	**2,802**	**3,600**	**4,272**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.79	2.30	2.73
EBIT	1,640	2,812	3,668	4,378
EBITDA	1,874	2,968	3,829	4,548
毛利率(%)	34.05	36.98	37.31	38.17
归母净利率(%)	15.79	16.88	18.85	19.78
收入增长率(%)	71.32	65.39	15.06	13.09
归母净利润增长率(%)	106.47	76.83	28.46	18.66

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,344	2,018	3,915	4,187
投资活动现金流	-3,615	-27	-14	-2
筹资活动现金流	1,620	-28	10	23
现金净增加额	-659	1,963	3,911	4,208
折旧和摊销	234	156	161	170
资本开支	-507	-110	-110	-110
营运资本变动	-713	-1,591	108	-287

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	6.06	7.85	10.15	12.88
最新发行在外股份（百万股）	1,564	1,564	1,564	1,564
ROIC(%)	19.14	21.56	21.95	20.60
ROE-摊薄(%)	16.74	22.84	22.68	21.21
资产负债率(%)	60.55	62.75	60.25	57.20
P/E（现价&最新股本摊薄）	62.14	35.14	27.35	23.05
P/B（现价）	10.40	8.02	6.20	4.89

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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