

先导智能 (300450)

2022 年三季报点评：业绩符合预期，锂电设备整线龙头平台化布局

买入 (维持)

2022 年 10 月 28 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)	10,037	15,600	18,200	20,700
同比	71%	55%	17%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	1,585	2,615	3,401	4,070
同比	106%	65%	30%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.01	1.67	2.17	2.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.54	28.80	22.15	18.51

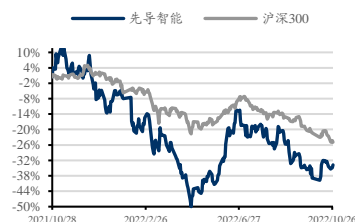
#规模经济

事件：2022 年 10 月 27 日晚先导智能发布 2022 年第三季度报告。

投资要点

- **2022Q3 业绩符合预期，整线龙头业绩持续高增：**公司 2022 前三季度实现营业收入 100.0 亿元，同比+68.1%；实现归母净利润 16.7 亿元，同比+65.9%；实现扣非归母净利润 16.2 亿元，同比+66.2%。单季度来看，公司 2022Q3 实现收入 45.5 亿元，同比+69.8%，环比+80.4%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比+69.7%，环比+83.1%。
- **盈利能力略有下滑，规模增长稀释期间费用率：**公司 2022 前三季度综合毛利率为 35.6%，同比-1.9pct；净利率 16.7%，同比-0.2pct。公司费用率管控优良，2022 前三季度期间费用率为 15.8%，同比-4.0pct，其中销售费用率 2.4%，同比-1.1pct；管理费用率（含研发）为 14.1%，同比-2.7pct；财务费用率为-0.7%，同比-0.3pct。单季度来看，公司 2022Q3 毛利率 37.3%，同比+0.6pct，环比-0.9pct；净利率 18.7%，同比-0.02pct，环比+0.3pct。
- **存货&合同负债高增，订单充足保证公司短期业绩：**受益于下游锂电行业扩产高景气，公司在手订单饱满。截止 2022Q3 末公司存货为 108.1 亿元，同比+48.0%；合同负债 81.8 亿元，同比+132.0%，存货及合同负债增长明显，充足订单保障公司短期业绩增长。2022Q3 单季度经营性现金流净额为-9.2 亿元，同比-255.8%，主要系业务规模扩张，原材料采购增多。
- **锂电海外布局拓展顺利，光伏业务取得重大突破：**(1) 锂电海外布局：根据先导微信公众号，公司全资收购自动化装备制造制造商 Ontec，建立海外技术能力中心，位于德国奈拉的工厂主要面向欧洲市场提供非标装备产品及自动化解决方案；(2) 光伏领域公司取得较大突破：根据先导微信公众号，光导光伏团队开发的首条全新技术 GW 级 TOPCon 光伏电池智能工厂产线经过在行业顶级客户端的验证，其量产电池片转换效率突破 25%、日产能超 30 万片、良率和碎片率达业内领先的水平，且整线运营成本再创 TOPCon 产线行业最低，证实先导在 TOPCon 领域技术逐渐成熟，未来光伏设备订单有望持续突破。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到长三角反复的疫情可能影响客户端的整体验收节奏，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.2 (前值 28.0, 下调 6%)/34.0 (前值 36.0, 下调 6%)/40.7 (前值 42.7, 下调 5%) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/22/19 倍，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)	51.23
一年最低/最高价	37.19/88.80
市净率(倍)	7.70
流通 A 股市值(百万元)	74,470.54
总市值(百万元)	80,206.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.65
资产负债率(% ,LF)	63.84
总股本(百万股)	1,565.62
流通 A 股(百万股)	1,453.65

相关研究

《先导智能(300450): 2022 年中报点评：业绩符合预期，看好电动化大趋势下设备龙头业绩弹性》

2022-08-26

《先导智能(300450): 获德国大众 20GWh 锂电设备订单，海外布局加速推进》

2022-06-23

事件：2022年10月27日晚先导智能发布2022年第三季度报告。

1. 2022Q3 业绩符合预期，整线龙头业绩持续高增

公司2022前三季度实现营业收入100.0亿元，同比+68.1%；实现归母净利润16.7亿元，同比+65.9%；实现扣非归母净利润16.2亿元，同比+66.2%。

作为锂电设备行业龙头企业，公司业绩持续受益，营收和净利润保持稳定增长。单季度来看，公司2022Q3实现收入45.5亿元，同比+69.8%，环比+80.4%；实现归母净利润8.5亿元，同比+69.7%，环比+83.1%。

图1：公司2022前三季度实现收入100.0亿元，同比+68.1%

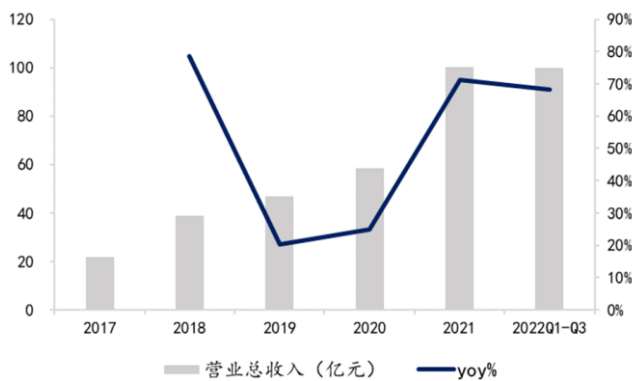
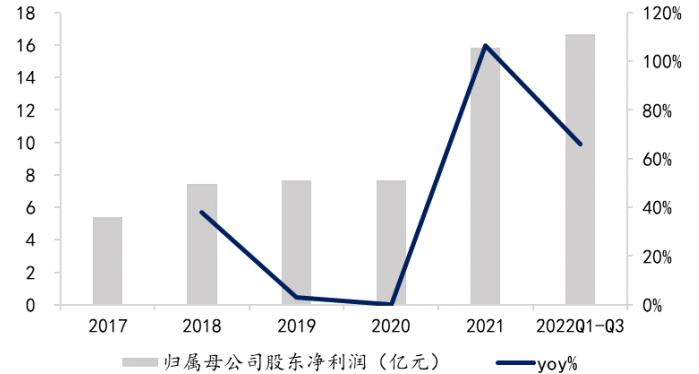


图2：公司2022前三季度实现归母净利润16.7亿元，同比+65.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

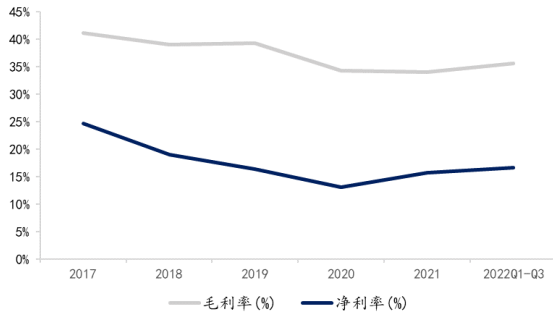
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力略有下滑，规模增长稀释期间费用率

公司2022前三季度综合毛利率为35.6%，同比-1.9pct；净利率16.7%，同比-0.2pct。公司费用率管控优良，2022前三季度期间费用率为15.8%，同比-4.0pct，其中销售费用率2.4%，同比-1.1pct；管理费用率(含研发)为14.1%，同比-2.7pct；财务费用率为-0.7%，同比-0.3pct。

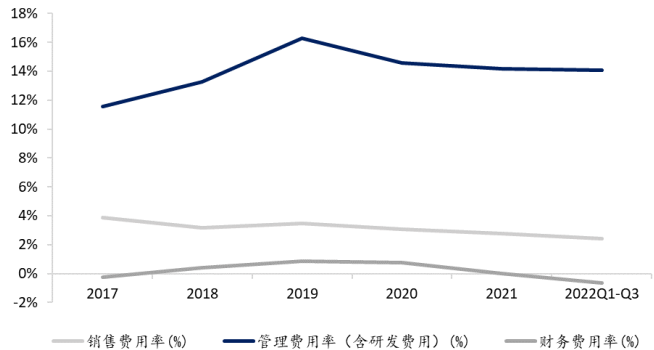
单季度来看，公司2022Q3毛利率37.3%，同比+0.6pct，环比-0.9pct；净利率18.7%，同比-0.02pct，环比+0.3pct。

图3: 2022 前三季度公司毛利率 35.6%，净利率 16.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022 前三季度公司期间费用率为 15.8%，同比-4.0pct



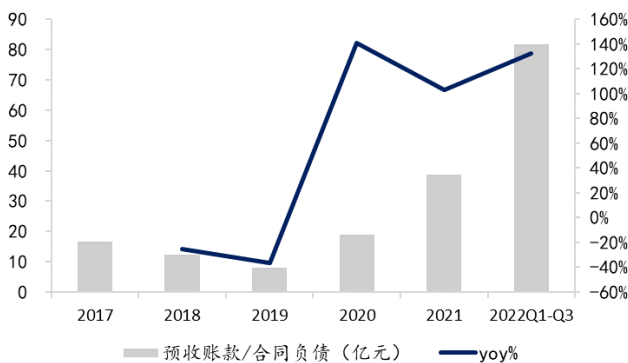
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 存货&合同负债高增，订单充足保证公司短期业绩

受益于下游锂电行业扩产高景气，公司在手订单饱满。截止 2022Q3 末公司存货为 108.1 亿元，同比+48.0%；合同负债 81.8 亿元，同比+132.0%，存货及合同负债增长明显，充足订单保障公司短期业绩增长。

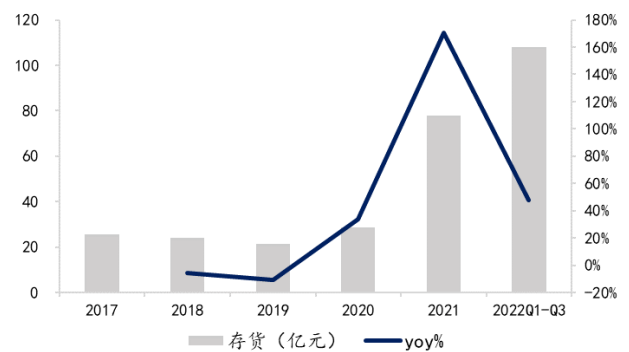
2022Q3 单季度经营性现金流净额为-9.2 亿元，同比-255.8%，主要业务规模扩张，原材料采购增多。

图5: 截至 2022Q3 末公司合同负债为 81.8 亿元，同比 +132.0%



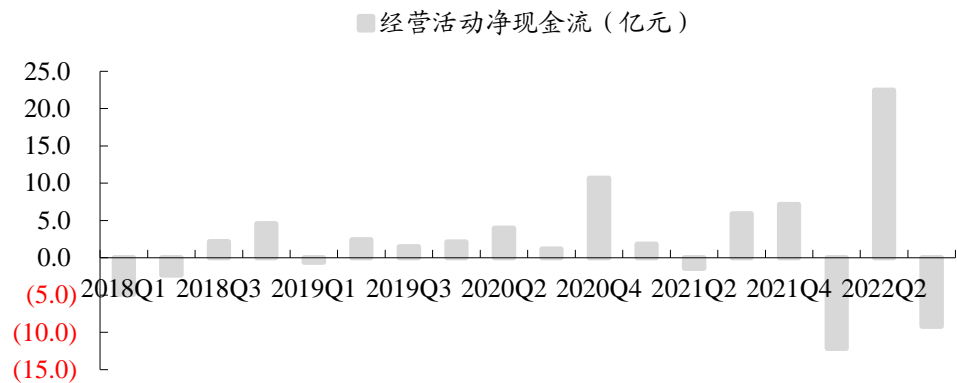
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2022Q3 末公司存货 108.1 亿元，同比+48.0%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2022 前三季度公司经营性现金流净额为-9.2 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 锂电海外布局拓展顺利，光伏业务取得重大突破

先导作为国内锂电整线设备龙头具备全球竞争力，随着锂电设备商积极进行海外布局，新进入者偏好整线采购，公司将充分受益于海外电池厂相较国内偏滞后的大规模扩产。根据先导微信公众号，公司全资收购自动化装备制造厂商 Ontec，建立海外技术能力中心，位于德国奈拉的工厂主要面向欧洲市场提供非标装备产品及自动化解决方案，先导智能将保留原工厂的标准厂房和工厂用地，承接机器设备、工艺技术、人员配置等资产。

除锂电业务外，公司还全面布局其他新能源装备制造领域，包括光伏设备、3C 自动化设备、智能物流系统等，其中在光伏领域公司取得较大突破。根据先导微信公众号，先导光伏团队开发的首条全新技术 GW 级 TOPCon 光伏电池智能工厂产线经过在行业顶级客户端的验证，其量产电池片转换效率突破 25%、日产能超 30 万片、良率和碎片率达业内领先的水平，且整线运营成本再创 TOPCon 产线行业最低，证实先导在 TOPCon 领域技术逐渐成熟，未来光伏设备订单有望持续突破。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到长三角反复的疫情可能影响客户端的整体验收节奏，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.2（前值 28.0，下调 6%）/34.0（前值 36.0，下调 6%）/40.7（前值 42.7，下调 5%）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/22/19 倍，维持“买入”评级。

6. 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。

先导智能三大财务预测表

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	20,650	28,282	35,235	42,238	营业总收入	10,037	15,600	18,200	20,700
货币资金及交易性金融资产	6,054	7,921	11,608	15,617	营业成本(含金融类)	6,619	9,852	11,433	12,826
经营性应收款项	5,615	7,874	9,183	10,438	税金及附加	39	78	91	83
存货	7,776	10,797	12,529	14,056	销售费用	275	624	637	725
合同资产	799	1,248	1,456	1,656	管理费用	524	897	910	1,035
其他流动资产	406	444	458	472	研发费用	898	1,527	1,667	1,863
非流动资产	3,350	3,304	3,253	3,193	财务费用	-2	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	236	312	364	414
固定资产及使用权资产	1,309	1,355	1,341	1,293	投资净收益	59	78	91	104
在建工程	215	112	61	36	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	303	313	328	341	减值损失	-298	0	0	0
商誉	1,088	1,088	1,088	1,088	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	119	119	119	119	营业利润	1,690	3,006	3,909	4,678
其他非流动资产	316	316	316	316	营业外净收支	15	0	0	0
资产总计	24,000	31,586	38,488	45,431	利润总额	1,705	3,006	3,909	4,678
流动负债	14,154	19,125	22,625	25,499	减:所得税	120	391	508	608
短期借款及一年内到期的非流动负债	173	145	155	178	净利润	1,585	2,615	3,401	4,070
经营性应付款项	9,271	11,692	14,092	15,972	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	3,863	5,750	6,673	7,486	归属母公司净利润	1,585	2,615	3,401	4,070
其他流动负债	848	1,538	1,706	1,863	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.67	2.17	2.60
非流动负债	377	377	377	377	EBIT	1,640	2,622	3,462	4,169
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,874	2,778	3,623	4,339
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.05	36.85	37.18	38.04
租赁负债	319	319	319	319	归母净利率(%)	15.79	16.77	18.69	19.66
其他非流动负债	58	58	58	58	收入增长率(%)	71.32	55.43	16.67	13.74
负债合计	14,531	19,502	23,003	25,876	归母净利润增长率(%)	106.47	65.05	30.03	19.68
归属母公司股东权益	9,469	12,084	15,485	19,555					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	9,469	12,084	15,485	19,555					
负债和股东权益	24,000	31,586	38,488	45,431					

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	1,344	1,927	3,696	3,993	每股净资产(元)	6.06	7.73	9.90	12.51
投资活动现金流	-3,615	-32	-19	-6	最新发行在外股份(百万股)	1,566	1,566	1,566	1,566
筹资活动现金流	1,620	-28	10	23	ROIC(%)	19.14	20.27	21.13	20.14
现金净增加额	-659	1,867	3,687	4,009	ROE-摊薄(%)	16.74	21.64	21.96	20.81
折旧和摊销	234	156	161	170	资产负债率(%)	60.55	61.74	59.77	56.96
资本开支	-507	-110	-110	-110	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.54	28.80	22.15	18.51
营运资本变动	-713	-1,419	72	-287	P/B(现价)	7.95	6.23	4.86	3.85

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>

