

先导智能 (300450)

业绩高速增长，海外与平台型逻辑正在兑现

报告摘要

◆ 业绩高速增长，2022Q1-3 归母净利润同比+65.9%。

受益于动力电池厂扩产速度加快及大规模招标，2022Q1-3 公司实现营收 100.00 亿元，同比增长 68.13%；归母净利润 16.65 亿元，同比增长 65.90%。单 Q3 来看，公司实现营收 45.51 亿元，同比增长 69.84%；归母净利润 8.53 亿元，同比增长 69.67%。截至 2022Q3 末，公司存货、合同负债分别为 108.05 亿元、81.76 亿元，相比 2021 年末分别增长 38.96%、111.65%，表明在手订单充足，业绩有望持续高增。

◆ 净利率维持稳定，期间费用率显著改善。

2022Q1-3，公司毛利率 35.64%，同比-1.86pcts；期间费用率 15.83%，同比-4.02pcts，收入规模效应带来的费用率改善正逐步体现；净利率 16.5%，同比-0.23pcts。Q3 单季度毛利率 37.32%，同比+0.62pcts；净利率 18.74%，同比-0.02pcts，主要系资产与信用减值损失计提增加。我们认为，未来公司仍有望保持较强盈利能力：1) 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；2) 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；3) 子公司泰坦经营持续向好，智能物流系统毛利率有望改善。

◆ 建立欧洲技术中心，海外订单持续增长。

10月21日，公司宣布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，成为第一家在欧洲本土建设技术中心的中國锂电装备企业，有望率先受益于欧洲新能源车渗透率提升。目前公司已在全球建立 11 个海外子公司，市占率稳居全球第一、欧洲第一，年初以来陆续与 Northvolt 建立联创中心、获得 ACC14GWh 和德国大众 20GWh 设备订单，国际竞争力持续增强。

◆ 光伏设备取得重大突破，平台型布局逐渐成型。

公司立足锂电设备，向非标平台型公司迈进：1) 光伏：首条全新技术 GW 级 TOPCon 光伏电池智能工厂产线量产电池片转换效率突破 25%、日产能达 30 万片以上，良率和碎片率业内领先，未来有望受益于 TOPCon 渗透率提升；2) 氢能：公司氢燃料电池和 PEM 电解槽生产线关键设备行业领先，22 年 8 月与捷氢科技签署战略合作协议；3) 激光：Micro LED 激光巨量转移设备顺利出货，进入工艺验证阶段，具备国内领先优势。

◆ 投资建议

预计公司 2022-24 年实现营收 162.03 亿元/224.16 亿元/282.51 亿元，净利润 27.14 亿元/39.48 亿元/50.74 亿元，当前股价对应市盈率为 29X/20X/15X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

投资评级

买入

维持评级

2022年10月31日

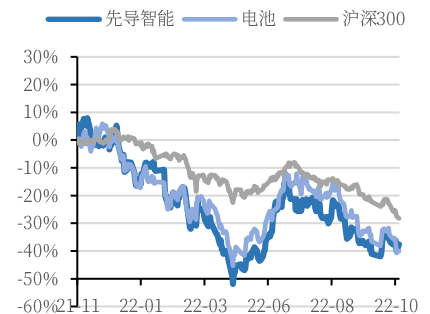
收盘价(元):

50.09

公司基本数据

总股本(百万股)	1,565.62
总市值(百万)	78,421.73
流通股本(百万股)	1,453.65
流通市值(百万)	72,813.38
12月最高/最低价(元)	88.80/37.19
资产负债率(%)	63.84
每股净资产(元)	6.65
市盈率(TTM)	34.91
市净率(PB)	7.53
净资产收益率(%)	15.99

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
闫智	研究助理
SAC 执业证书: S0640122070030	
邮箱: yanz@avicsec.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	
唐保威	研究助理
SAC 执业证书: S0640121040023	

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

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。

首条 TOPCon 量产线效率突破 25%，股权激励目标提升强化发展向好信心 —2022-09-29
Q2 盈利能力环比显著提升，平台型布局逐渐成型 —2022-08-29

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5858.30	10036.59	16203.04	22415.96	28250.98
增长率 (%)	25.07	71.32	61.44	38.34	26.03
归母净利润 (百万元)	767.51	1584.67	2714.14	3947.91	5074.36
增长率 (%)	0.25	106.47	71.27	45.46	28.53
毛利率 (%)	34.32	34.05	35.01	35.43	35.72
每股收益 (元)	0.49	1.01	1.73	2.52	3.24
市盈率 PE	102.18	49.49	28.89	19.86	15.45
市净率 PB	13.97	8.28	6.97	5.67	4.57
净资产收益率 ROE (%)	13.67	16.74%	24.13	28.54	29.58

资料来源：iFinD，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2738	2865	3467	4223	5517	营业收入	5858	10037	16203	22416	28251
应收票据及账款	4240	6178	9174	12692	15996	营业成本	3848	6619	10530	14474	18161
预付账款	105	237	265	366	462	税金及附加	44	39	94	130	164
其他应收款	27	48	87	120	152	销售费用	181	275	395	480	602
存货	2874	7776	10097	14672	19902	管理费用	315	524	810	1076	1300
其他流动资产	329	3546	3775	4000	4211	研发费用	538	898	1458	1928	2401
流动资产总计	10314	20650	26865	36073	46240	财务费用	43	-2	4	-2	-8
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-45	-77	-49	-67	-85
固定资产	733	1309	1453	1739	1872	信用减值损失	-226	-220	-162	-224	-283
在建工程	59	215	295	188	175	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	157	303	279	250	215	投资收益	31	59	37	37	37
长期待摊费用	73	119	59	0	0	公允价值变动损益	0	8	0	0	0
其他非流动资产	1328	1404	1373	1341	1309	资产处置收益	0	0	0	0	0
非流动资产合计	2349	3350	3459	3517	3571	其他收益	161	236	195	195	195
资产总计	12662	24000	30324	39590	49811	营业利润	811	1690	2933	4271	5497
短期借款	348	33	0	0	0	营业外收入	29	19	19	22	20
应付票据及账款	3976	9271	10963	15862	20897	营业外支出	1	5	3	4	3
其他流动负债	2663	4851	7788	9630	11554	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	6987	14154	18751	25492	32452	利润总额	839	1705	2949	4290	5514
长期借款	0	319	270	210	148	所得税	71	120	235	342	439
其他非流动负债	60	58	58	58	58	净利润	768	1585	2714	3948	5074
非流动负债合计	60	377	328	268	205	少数股东损益	0	0	0	0	0
负债合计	7047	14531	19078	25760	32657	归属母公司净利润	768	1585	2714	3948	5074
股本	907	1564	1564	1564	1564	EBITDA	972	1824	3219	4605	5802
资本公积	2007	3884	3884	3884	3884	NOPLAT	781	1561	2703	3929	5051
留存收益	2701	4021	5799	8383	11706	EPS(元)	0	1	2	3	3
归属母公司权益	5615	9469	11246	13831	17153						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	5615	9469	11246	13831	17153						
负债和股东权益	12662	24000	30324	39590	49811						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	768	1585	2485	3717	4845
折旧与摊销	91	121	266	317	297
财务费用	43	-2	4	-2	-8
投资损失	-31	-59	-37	-37	-37
营运资金变动	267	-713	-984	-1711	-1912
其他经营现金流	216	299	249	251	249
经营性现金净流	1353	1230	1983	2535	3434
资本支出	634	509	375	375	350
长期投资	-208	-3127	0	0	0
其他投资现金流	339	21	17	17	17
投资性现金净流	-503	-3615	-358	-358	-333
短期借款	49	-315	-33	0	0
长期借款	-796	319	-49	-60	-62
普通股增加	26	656	0	0	0
资本公积增加	990	1877	0	0	0
其他筹资现金流	-640	-918	-941	-1361	-1744
筹资性现金净流	-371	1620	-1023	-1421	-1806
现金流量净额	476	-772	602	755	1295

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	25.07%	71.32%	61.44%	38.34%	26.03%
营业利润增长率	-8.29%	108.43%	73.52%	45.63%	28.70%
EBIT 增长率	0.78%	93.20%	73.41%	45.20%	28.39%
EBITDA 增长率	3.02%	87.62%	76.49%	43.04%	26.00%
归母净利润增长率	0.25%	106.47%	71.27%	45.46%	28.53%
经营现金流增长率	149.93%	-9.06%	61.19%	27.79%	35.47%
盈利能力					
毛利率	34.32%	34.05%	35.01%	35.43%	35.72%
净利率	13.10%	15.79%	16.75%	17.61%	17.96%
营业利润率	13.84%	16.84%	18.10%	19.05%	19.46%
ROE	13.67%	16.74%	24.13%	28.54%	29.58%
ROA	6.06%	6.60%	8.95%	9.97%	10.19%
ROIC	21.33%	44.76%	56.64%	60.62%	56.93%
估值倍数					
P/E	102.18	49.49	28.89	19.86	15.45
P/S	13.39	7.81	4.84	3.50	2.78
P/B	13.97	8.28	6.97	5.67	4.57
股息率	0.35%	1.00%	1.19%	1.74%	2.23%
EV/EBIT	84.04	65.53	24.94	17.13	13.20
EV/EBITDA	76.20	61.18	22.88	15.95	12.53
EV/NOPLAT	94.83	71.48	27.25	18.70	14.39

数据来源: 同花顺 iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637