

先导智能（300450）

2023 年三季报点评：业绩延续高增长，平台化布局持续推进

买入（维持）

2023 年 10 月 26 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓旭

执业证书：S0600523030005

liuwx@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书：S0600122080043

liwenyi@dwzq.com.cn

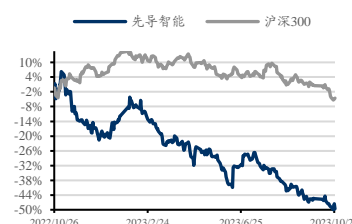
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	13,932	20,700	26,400	31,700
同比	39%	49%	28%	20%
归属母公司净利润（百万元）	2,318	3,542	5,026	6,042
同比	46%	53%	42%	20%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.48	2.26	3.21	3.86
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.00	11.13	7.84	6.52

关键词：#第二曲线

投资要点

- **订单验收顺利，业绩持续高增：**2023 年前三季度公司营收 131.9 亿元，同比+32%，归母净利润为 23.2 亿元，同比+40%，扣非归母净利润为 22.8 亿元，同比+41%；Q3 单季营收 61.0 亿元，同比+34%，环比+60%，归母净利润为 11.2 亿元，同比+32%，环比+76%，扣非归母净利润为 11.1 亿元，同比+35%，环比+80%。
- **盈利能力保持稳定：**2023 年前三季度公司毛利率为 38.0%，同比+2.4pct，净利率 17.6%，同比+0.9pct，期间费用率为 16.3%，同比+0.5pct，其中销售费用率为 1.9%，同比-0.5pct，管理费用率（含研发）为 14.8%，同比+0.8pct，财务费用率为-0.4%，同比+0.2pct；Q3 单季毛利率为 35.6%，同比-1.7pct，环比-3.3pct，主要系部分客户技术产线更新先确认了全部成本，后续随着 Q4 确认收入有望进一步提升毛利率，销售净利率为 18.1%，同比-0.6pct，环比+0.6pct。
- **存货&合同负债稳定增长，订单充沛保障业绩增长：**截至 2023Q3 末公司存货为 133.8 亿元，同比+21%，合同负债为 99.1 亿元，同比+21%，2023 上半年公司新签订单超 100 亿元，Q3 约 60 亿元，我们预计 2023 年新签订单有望逐季度提升；2023 前三季度公司经营活动净现金流为-14.7 亿元，Q3 单季为 0.8 亿元，相较于 2022Q3 单季的-9.2 亿元明显改善。
- **锂电设备受益海外动力扩产，光伏业务持续突破：**（1）锂电设备：先导已获大众、ACC 量产战略合作，并将海外订单覆盖扩展到美国、德国、瑞典、斯洛伐克、希腊、土耳其等更多欧美国家，期待下半年大众、ACC、宁德海外等订单落地，此外公司推出的复合集流体设备已获客户订单。（2）光伏设备：先导 XBC 全工序设备在行业头部客户现场顺利实现满产，获得客户认可并追加订单，已累计获得超过 20 亿+设备订单。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到设备验收节奏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 35（原值 38，下调 7%）/50/60 亿元，对应当前股价 PE 为 11/8/7 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)	25.16
一年最低/最高价	24.78/54.30
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	36,530.44
总市值(百万元)	39,404.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.01
资产负债率(%，LF)	61.68
总股本(百万股)	1,566.16
流通 A 股(百万股)	1,451.93

相关研究

《先导智能(300450)：2023 年半年报点评：盈利能力提升，平台化布局持续推进》

2023-08-27

《先导智能(300450)：2022 年报&2023 年一季报点评：规模效应下盈利能力显著提升，新签订单创历史新高》

2023-04-26

1. 订单验收顺利，业绩持续高增

2023Q1-Q3 公司营收 131.9 亿元，同比+32%，归母净利润为 23.2 亿元，同比+40%，扣非归母净利润为 22.8 亿元，同比+41%；Q3 单季营收 61.0 亿元，同比+34%，环比+60%，归母净利润为 11.2 亿元，同比+32%，环比+76%，扣非归母净利润为 11.1 亿元，同比+35%，环比+80%。

图1：2023Q1-Q3 营收 131.9 亿元，同比+32%

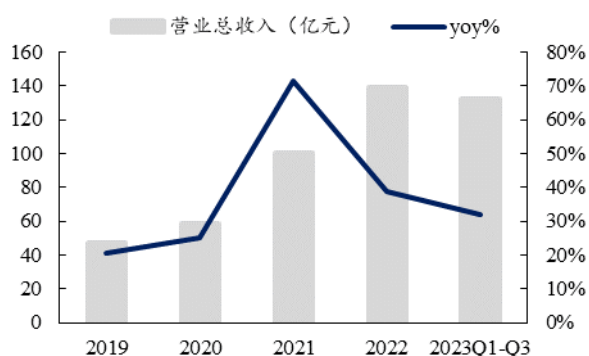
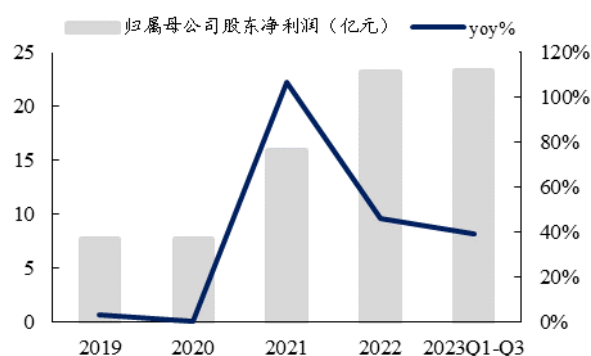


图2：2023Q1-Q3 归母净利润为 23.2 亿元，同比+40%



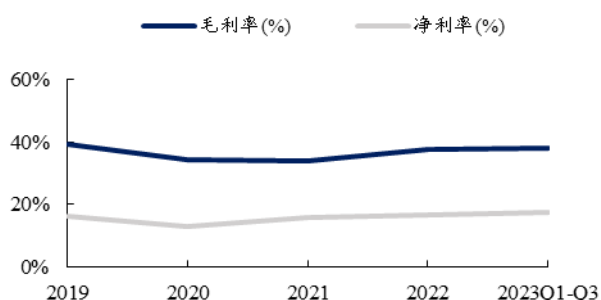
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 盈利能力保持稳定

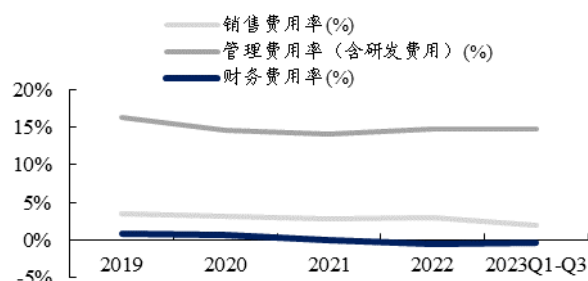
2023Q1-Q3 公司毛利率为 38.0%，同比+2.4pct，净利率 17.6%，同比+0.9pct，期间费用率为 16.3%，同比+0.5pct，其中销售费用率为 1.9%，同比-0.5pct，管理费用率（含研发）为 14.8%，同比+0.8pct，财务费用率为-0.4%，同比+0.2pct；Q3 单季毛利率为 35.6%，同比-1.7pct，环比-3.3pct，主要系部分客户技术产线更新先确认了全部成本，后续随着 Q4 确认收入有望进一步提升毛利率，销售净利率为 18.1%，同比-0.6pct，环比+0.6pct。

图3：2023Q1-Q3 公司毛利率为 38.0%，同比+2.4pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023Q1-Q3 公司净利率 17.6%，同比+0.9pct

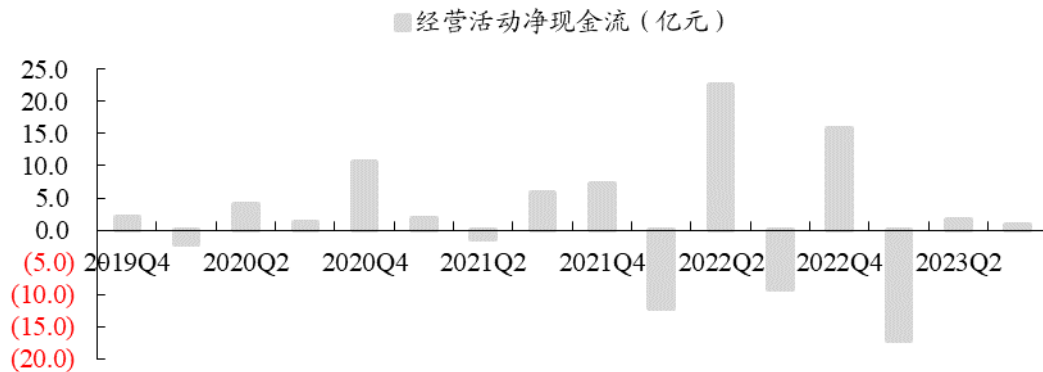


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 存货&合同负债稳定增长，订单充沛保障业绩增长

截至 2023Q3 末公司存货为 133.8 亿元，同比+21%，合同负债为 99.1 亿元，同比+21%，2023 上半年公司新签订单超 100 亿元，Q3 约 60 亿元，我们预计 2023 年新签订单有望逐季度提升；2023 前三季度公司经营活动净现金流为-14.7 亿元，Q3 单季为 0.8 亿元，相较于 2022Q3 单季的-9.2 亿元明显改善。

图5：2023Q1-Q3 公司经营活动净现金流为-14.7 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 锂电设备受益海外动力扩产，光伏业务持续突破

(1) 锂电设备：先导已获大众、ACC 量产战略合作，并将海外订单覆盖扩展到美国、德国、瑞典、斯洛伐克、希腊、土耳其等更多欧美国家，期待下半年大众、ACC、宁德海外等订单落地，此外公司推出的复合集流体设备已获客户订单。(2) 光伏设备：先导 XBC 全工序设备在行业头部客户现场顺利实现满产，获得客户认可并追加订单，已累计获得超过 20 亿+设备订单。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到设备验收节奏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 35 (原值 38，下调 7%) /50/60 亿元，对应当前股价 PE 为 11/8/7 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)				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	28,975	43,474	57,335	71,221	营业总收入	13,932	20,700	26,400	31,700
货币资金及交易性金融资产	6,470	16,925	23,639	30,910	营业成本(含金融类)	8,673	12,763	16,220	19,407
经营性应收款项	8,431	10,435	13,306	15,975	税金及附加	92	135	119	143
存货	12,405	13,987	17,775	21,268	销售费用	411	828	1,056	1,268
合同资产	1,212	1,656	2,112	2,536	管理费用	719	1,139	1,320	1,585
其他流动资产	457	471	502	531	研发费用	1,348	1,967	2,429	2,916
非流动资产	3,931	3,862	3,781	3,693	财务费用	(66)	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	314	207	528	571
固定资产及使用权资产	1,452	1,456	1,409	1,333	投资净收益	39	0	0	0
在建工程	178	94	52	31	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	524	535	543	552	减值损失	(589)	0	0	0
商誉	1,087	1,087	1,087	1,087	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	338	338	338	338	营业利润	2,520	4,071	5,777	6,945
其他非流动资产	353	353	353	353	营业外净收支	20	0	0	0
资产总计	32,907	47,336	61,116	74,914	利润总额	2,541	4,071	5,777	6,945
流动负债	21,410	32,297	41,051	48,807	减:所得税	223	529	751	903
短期借款及一年内到期的非流动负债	107	112	122	145	净利润	2,318	3,542	5,026	6,042
经营性应付款项	9,945	15,474	19,819	23,409	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10,131	14,909	18,947	22,670	归属母公司净利润	2,318	3,542	5,026	6,042
其他流动负债	1,226	1,802	2,163	2,584	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	2.26	3.21	3.86
非流动负债	374	374	374	374	EBIT	2,437	3,869	5,256	6,381
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,784	4,049	5,447	6,578
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.75	38.34	38.56	38.78
租赁负债	307	307	307	307	归母净利率(%)	16.63	17.11	19.04	19.06
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	38.82	48.58	27.54	20.08
负债合计	21,783	32,671	41,425	49,181	归母净利润增长率(%)	46.25	52.82	41.92	20.20
归属母公司股东权益	11,123	14,665	19,691	25,733					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,123	14,665	19,691	25,733					
负债和股东权益	32,907	47,336	61,116	74,914					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,691	10,560	6,813	7,357	每股净资产(元)	7.10	9.36	12.57	16.43
投资活动现金流	2,010	(109)	(109)	(109)	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	(806)	5	10	23	ROIC(%)	20.68	25.29	25.98	23.98
现金净增加额	2,912	10,455	6,714	7,271	ROE-摊薄(%)	20.84	24.15	25.53	23.48
折旧和摊销	348	180	191	197	资产负债率(%)	66.20	69.02	67.78	65.65
资本开支	(987)	(109)	(109)	(109)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.00	11.13	7.84	6.52
营运资本变动	(1,453)	6,277	1,267	727	P/B(现价)	3.54	2.69	2.00	1.53

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>