

先导智能 (300450)

2023 年报&2024 年一季报点评: 减值损失使得业绩短期承压, 看好公司锂电设备海外市场拓展

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,932	16,628	19,700	23,300	29,000
同比 (%)	38.82	19.35	18.47	18.27	24.46
归母净利润 (百万元)	2,318	1,775	3,347	4,128	5,299
同比 (%)	46.28	(23.45)	88.63	23.31	28.38
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	1.13	2.14	2.64	3.38
P/E (现价&最新摊薄)	14.49	18.92	10.03	8.13	6.34

关键词: #第二曲线

投资要点

- **受 Q4 计提资产减值损失影响, 2023 年利润有所下滑:** 2023 年公司实现营业收入 166.3 亿元, 同比+19%, 其中锂电池设备收入 126.4 亿元, 同比+27%, 占比 76%, 智能物流系统 14.3 亿元, 同比-16%, 占比 9%, 光伏智能装备 10.3 亿元, 同比+122%, 占比 6%, 3C 智能装备 7.0 亿元, 同比+15%, 占比 4%; 归母净利润 17.8 亿元, 同比-23%; 扣非归母净利润 17.3 亿元, 同比-24%, 主要系 Q4 出于审慎原则, 下游电池厂回款周期有所延长, 公司针对存货和应收账款等计提了资产减值损失 4.3 亿元、信用减值损失 7.3 亿元, 我们认为公司应收账款多来自行业头部企业, 如宁德时代、亿纬锂能等, 后续实际发生坏账的可能性较小。2024Q1 公司实现营收 33.1 亿元, 同比+1%; 归母净利润 5.6 亿元, 同比+0.2%; 扣非归母净利润 5.5 亿元, 同比+0.01%。
- **受过去海外订单影响, 盈利能力略有下滑:** 2023 年公司毛利率为 35.6%, 同比-2.1pct, 其中锂电池设备毛利率为 38.7%, 同比-0.4pct, 主要系 2023 年确认的海外收入毛利率较低仅为 16%, 对应的 2021-2022 年订单受疫情影响, 物流费用、人员外派费用等综合成本上升, 2023 年新签订单毛利率已恢复至 40%+, 影响逐步消除; 销售净利率为 10.6%, 同比-6pct; 期间费用率为 18.6%, 同比+1.3pct, 其中销售费用率为 2.7%, 同比-0.2pct, 管理费用率 (含研发) 为 16.1%, 同比+1.3pct, 财务费用率为-0.2%, 同比+0.2pct。
- **合同负债&存货稳定增长, 订单充沛保障业绩:** 截至 2023 年底公司合同负债为 125.7 亿元, 同比+24%, 存货为 132.1 亿元, 同比+7%; 经营活动净现金流为-8.6 亿元, 同比-151%, 主要是收到的销售回款减少, 支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费增加所致。截至 2024Q1 末公司合同负债为 139.6 亿元, 同比+34%, 存货为 143.2 亿元, 同比+8%; 经营活动净现金流为-7.1 亿元, 同比+58%。我们预计公司 2023 年新签订单约 225 亿元 (不含税), 2024 年公司目标增长 30%左右。
- **海外电池厂扩产加速, 先导智能海外订单占比提升:** 相较于国内动力电池厂大幅扩产带来产能过剩问题, 海外扩产较为理性, 我们看好未来海外动力电池厂的扩产加速, 一是 IRA 法案刺激美国电动车产业链本土化, 加速 LG、SK 等日韩电池厂赴美建厂, 二是大众、福特等整车厂逐渐向上游电池环节布局扩产, 或自建电池厂或成立合资工厂, 三是 ACCNorthvolt 等欧洲电池玩家也在增多, 利好具备全球竞争力的中国设备商。相比于 2022 年先导智能海外订单占比 15%, 2023 年海外订单占比提升至 30%, 我们预计 2024 年海外订单占比将逐步提升至 30-35%, 先导智能希望将来海外订单占比能达到 50%以上。后续欧洲、北美以及东南亚的订单将陆续增加, 先导海外客户主要包括德国大众、法国 ACC、瑞典 Northvolt 等。
- **拓展光伏、氢能等领域, 开启平台化布局:** 在光伏领域, 公司实现了 XBC 电池的 GW 级工艺设备研发验证, 在其全工序环节都实现了全新突破, 已累计获得超过 20 亿以上的设备订单, 打造了行业首条 TOPCon 标杆整线, 与头部大客户达成了战略合作关系, 并为中国钙钛矿行业的首条 GW 级别生产线提供了国内首台激光划线设备; 在氢能领域, 公司成功交付 2000MW 氢能电解槽堆叠整线。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到设备验收节奏, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33 (原值 50) / 41 (原值 60) / 53 亿元, 对应当前股价 PE 为 10/8/6 倍, 考虑到估值水平及公司成长性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源车销量不及预期, 下游扩产不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.44
一年最低/最高价	17.73/38.95
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	31,071.88
总市值(百万元)	33,578.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.93
资产负债率(%LF)	66.56
总股本(百万股)	1,566.16
流通 A 股(百万股)	1,449.25

相关研究

《先导智能(300450): 获 ABF 20GWh 锂电设备订单, 锂电设备商迎出海机遇》

2024-03-20

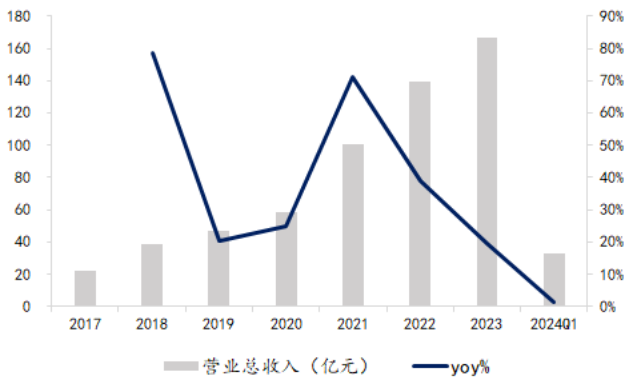
《先导智能(300450): 2023 年三季报点评: 业绩延续高增长, 平台化布局持续推进》

2023-10-26

1. 受 Q4 计提资产减值损失影响，2023 年利润有所下滑

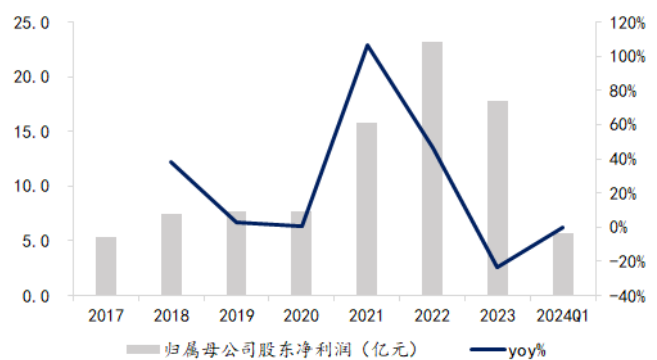
2023 年公司实现营业收入 166.3 亿元，同比+19%，其中锂电池设备收入 126.4 亿元，同比+27%，占比 76%，智能物流系统 14.3 亿元，同比-16%，占比 9%，光伏智能装备 10.3 亿元，同比+122%，占比 6%，3C 智能装备 7.0 亿元，同比+15%，占比 4%；归母净利润 17.8 亿元，同比-23%；扣非归母净利润 17.3 亿元，同比-24%，主要系 Q4 出于审慎原则、下游电池厂回款周期有所延长，公司针对存货和应收账款等计提了资产减值损失 4.3 亿元、信用减值损失 7.3 亿元，我们认为公司应收账款多来自行业头部企业，如宁德时代、亿纬锂能等，后续实际发生坏账的可能性较小。2024Q1 公司实现营收 33.1 亿元，同比+1%；归母净利润 5.6 亿元，同比+0.2%；扣非归母净利润 5.5 亿元，同比+0.01%。

图1：2023 年公司实现营业收入 166.3 亿元，同比+19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023 年公司归母净利润 17.8 亿元，同比-23%

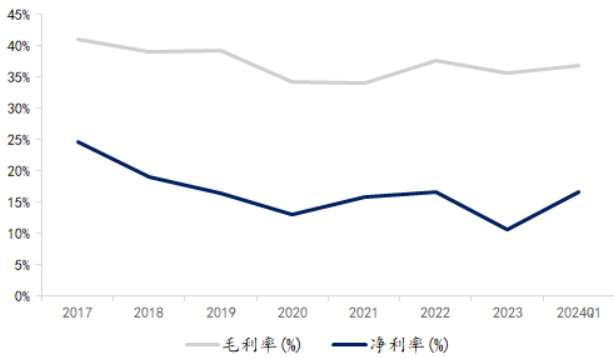


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 受过去海外订单影响，盈利能力略有下滑

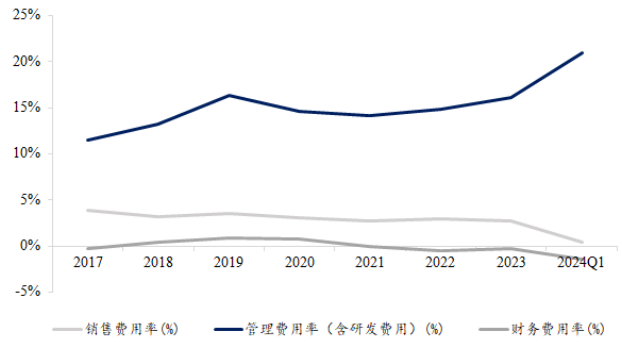
2023 年公司毛利率为 35.6%，同比-2.1pct，其中锂电池设备毛利率为 38.7%，同比-0.4pct，主要系 2023 年确认的海外收入毛利率较低仅为 16%，对应的 2021-2022 年订单受疫情影响，物流费用、人员外派费用等综合成本上升，2023 年新签订单毛利率已恢复至 40%+，影响逐步消除；销售净利率为 10.6%，同比-6pct；期间费用率为 18.6%，同比+1.3pct，其中销售费用率为 2.7%，同比-0.2pct，管理费用率（含研发）为 16.1%，同比+1.3pct，财务费用率为-0.2%，同比+0.2pct。2024Q1 公司毛利率为 36.8%，同比-4.7pct；销售净利率为 16.6%，同比-0.1pct；期间费用率为 20.1%，同比-1.3pct，其中销售费用率为 0.5%，同比-1.3pct，管理费用率（含研发）为 21.0%，同比+1.4pct，财务费用率为-1.4%，同比-1.4pct。

图3: 2023 年公司毛利率为 35.6%，销售净利率为 10.6%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年期间费用率为 18.6%，同比+1.3pct

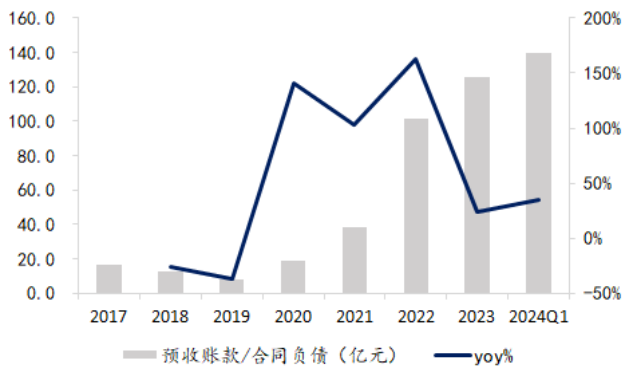


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 合同负债&存货稳定增长，订单充沛保障业绩

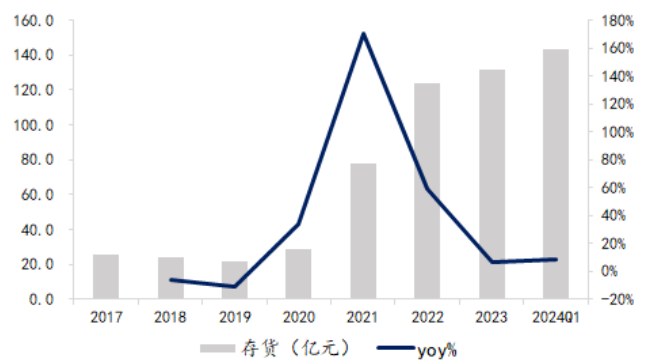
截至 2023 年底公司合同负债为 125.7 亿元，同比+24%，存货为 132.1 亿元，同比+7%；经营活动净现金流为-8.6 亿元，同比-151%，主要是收到的销售回款减少，支付给职工以及为职工支付的现金和支付的各项税费增加所致。截至 2024Q1 末公司合同负债为 139.6 亿元，同比+34%，存货为 143.2 亿元，同比+8%；经营活动净现金流为-7.1 亿元，同比+58%。我们预计公司 2023 年新签订单约 225 亿元（不含税），2024 年公司目标增长 30%左右。

图5: 截至 2024Q1 末公司合同负债为 139.6 亿元，同比 +34%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截至 2024Q1 末公司存货为 143.2 亿元，同比+8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 海外电池厂扩产加速，先导智能海外订单占比提升

相较于国内动力电池厂大幅扩产带来产能过剩问题，海外扩产较为理性，我们看好未来海外动力电池厂的扩产加速，一是 IRA 法案刺激美国电动车产业链本土化，加速 LG、SK 等日韩电池厂赴美建厂，二是大众、福特等整车厂逐渐向上游电池环节布局扩产，或自建电池厂或成立合资工厂，三是 ACCNorthvolt 等欧洲电池玩家也在增多，利好具备全球竞争力的中国设备商。相比于 2022 年先导智能海外订单占比 15%，2023 年海外订单占比提升至 30%，我们预计 2024 年海外订单占比将逐步提升至 30-35%，先导智能希望将来海外订单占比能达到 50%以上。后续欧洲、北美以及东南亚的订单将陆续增加，先导海外客户主要包括德国大众、法国 ACC、瑞典 Northvolt 等。

5. 拓展光伏、氢能等领域，开启平台化布局

在光伏领域，公司实现了 XBC 电池的 GW 级工艺设备研发验证，在其全工序环节都实现了全新突破，已累计获得超过 20 亿以上的设备订单，打造了行业首条 TOPCon 标杆整线，与头部大客户达成了战略合作关系，并为中国钙钛矿行业的首条 GW 级别生产线提供了国内首台激光划线设备；在氢能领域，公司成功交付 2000MW 氢能电解槽堆叠整线。

6. 盈利预测与投资评级

考虑到设备验收节奏，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33(原值 50)/41(原值 60)/53 亿元，对应当前股价 PE 为 10/8/6 倍，考虑到估值水平及公司成长性，维持“买入”评级。

7. 风险提示

新能源车销量不及预期，下游扩产不及预期。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	30,690	40,198	49,041	62,348	营业总收入	16,628	19,700	23,300	29,000
货币资金及交易性金融资产	3,729	14,429	18,663	24,740	营业成本(含金融类)	10,709	12,443	14,711	18,241
经营性应收款项	11,579	9,943	11,760	14,634	税金及附加	157	158	186	232
存货	13,207	13,636	16,122	19,990	销售费用	451	690	816	1,015
合同资产	1,567	1,576	1,864	2,320	管理费用	1,005	1,084	1,165	1,392
其他流动资产	608	613	633	664	研发费用	1,676	1,872	2,144	2,610
非流动资产	4,603	4,469	4,315	4,152	财务费用	(39)	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	381	394	466	580
固定资产及使用权资产	1,538	1,645	1,631	1,553	投资净收益	(7)	0	0	0
在建工程	439	225	117	64	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	602	575	543	512	减值损失	(1,162)	0	0	0
商誉	1,087	1,087	1,087	1,087	资产处置收益	0	1	0	1
长期待摊费用	364	364	364	364	营业利润	1,883	3,843	4,737	6,083
其他非流动资产	573	573	573	573	营业外净收支	28	0	0	0
资产总计	35,293	44,667	53,356	66,501	利润总额	1,911	3,843	4,737	6,083
流动负债	22,990	29,020	33,588	41,441	减:所得税	140	500	616	791
短期借款及一年内到期的非流动负债	315	136	146	169	净利润	1,771	3,344	4,121	5,292
经营性应付款项	8,959	12,865	14,519	17,831	减:少数股东损益	(4)	(4)	(7)	(7)
合同负债	12,573	14,608	17,271	21,415	归属母公司净利润	1,775	3,347	4,128	5,299
其他流动负债	1,143	1,410	1,652	2,025	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.13	2.14	2.64	3.38
非流动负债	456	456	456	456	EBIT	1,869	3,455	4,279	5,510
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,329	3,699	4,543	5,782
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.60	36.84	36.86	37.10
租赁负债	310	310	310	310	归母净利率(%)	10.67	16.99	17.72	18.27
其他非流动负债	146	146	146	146	收入增长率(%)	19.35	18.47	18.27	24.46
负债合计	23,446	29,475	34,044	41,897	归母净利润增长率(%)	(23.45)	88.63	23.31	28.38
归属母公司股东权益	11,848	15,191	19,312	24,604					
少数股东权益	(1)	(4)	(11)	(18)					
所有者权益合计	11,847	15,191	19,312	24,604					
负债和股东权益	35,293	44,667	53,356	66,501					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(863)	10,989	4,333	6,163	每股净资产(元)	7.57	9.70	12.34	15.72
投资活动现金流	(212)	(109)	(110)	(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	(1,152)	(179)	10	23	ROIC(%)	14.43	21.39	21.03	21.38
现金净增加额	(2,186)	10,701	4,234	6,077	ROE-摊薄(%)	14.98	22.03	21.36	21.52
折旧和摊销	460	245	264	272	资产负债率(%)	66.43	65.99	63.80	63.00
资本开支	(552)	(109)	(110)	(109)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.92	10.03	8.13	6.34
营运资本变动	(4,096)	7,401	(51)	600	P/B(现价)	2.83	2.21	1.74	1.36

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>