

先导智能 (300450.SZ)

22 全年利润率修复，23Q1 业绩走强，在手订单充裕保障全年业绩

先导智能发布 2022 年报和 2023Q1 季报，公司 2022 全年实现营业收入 139.32 亿元，同增 38.82%，实现归母净利润 23.18 亿元，同增 46.25%。2023Q1 公司实现营收 32.74 亿元，同增 11.88%，实现归母净利润 5.63 亿元，同增 62.64%。22 全年公司利润率明显修复，外协和子公司盈利问题得到解决。当前在手订单充裕，合同负债和发出商品余额创新高，支撑 23 年业绩。逆周期阶段优先布局确定性强的龙头企业，继续对先导智能维持“强烈推荐”评级。

- 先导智能发布 2022 年报和 2023Q1 季报。公司 2022 全年实现营业收入 139.32 亿元，同增 38.82%，实现归母净利润 23.18 亿元，同增 46.25%。2023Q1 公司实现营收 32.74 亿元，同增 11.88%，实现归母净利润 5.63 亿元，同增 62.64%。
- 2022 全年范围来看，公司的销售毛利率和净利率均有所提升，表明此前的外协问题和子公司泰坦的低盈利问题均得到有效解决。公司 22 全年的销售毛利率达到 37.75%，同增 3.69pct；销售净利率达到 16.63%，同增 0.84pct。公司 22 年整体费用率趋于平稳，销售费用率、研发费用率同比增长 0.21pct、0.72pct，而财务费用率、管理费用率同比降低 0.45pct、0.06pct。从重点子公司的角度，泰坦全年实现营收 28.76 亿元，同比增长 48%，净利率达到 9.4%，同比增长 0.7pct，表明锂电后道业务良性增长。
- 从业务拆分来看，2022 年智能物流系统、锂电设备继续成为公司业绩增长的主推力，这两项业务分别创造了 99.44 亿元、16.95 亿元，增长率分别达到 42.96%、60.53%。这表明公司作为全国锂电设备的龙头，继续在传统主业的赛道保持优势增长。
- 2022 年锂电设备全行业订单增速承压，根据 GGII 的统计，22 全年锂电电芯设备市场规模预计达到 650 亿元，相比 21 年的预期值 588 亿元增长了 10.5%，增速回落幅度较大。尽管如此，先导智能依然维持了较为出色的龙头表现：1) 22 年底公司存货中的发出商品总账面余额达到 72.7 亿元，同增 83.6%，后续订单得到确认后将产生可观的业绩；2) 22 年底公司合同负债达到 101.3 亿元，同增 14.7%，而 23 年 Q1 合同负债达到 103.8 亿元，相比期初进一步提升，表明公司接单状况良好，全年业绩保障性较强。根据公司年报，先导智能 2022 年新签订单（不含税）达到了 260 亿元，同比增长了 39%，考虑到锂电设备订单到业绩的转化期接近 1 年，22 年可观的新签订单为 23 年业绩提供了有力保障。
- 维持“强烈推荐”投资评级。尽管 22 年下半年以来新能源车渗透率提升速度放缓+电池厂招标降速，但先导智能凭借龙头优势持续扩大锂电版图市占率、攻关包括氢能、激光设备等新业务领域。行业层面，根据高工锂电反映的近期指标追踪，磷酸铁锂价格趋于稳定且中游电池厂的库存数据恢复至健康水平，中游电池厂商的采购意愿也在拉升。全年国内锂电设备接单有望高位维稳，海外接单增长空间更大。我们预计先导智能 23/24/25 年的归母净利润分别达到 40.66/50.39/62.06 亿元，对应动态 PE 为 14.1/11.3/9.2 倍，估值仍受低估。逆周期阶段优先布局确定性强的龙头企业，继续强烈推荐先导智能。
- 风险提示：锂电下游扩产不及预期、新能源汽车发展不及预期、海外业务拓

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械
目标估值：
当前股价：36.5 元

基础数据

总股本 (万股)	156616
已上市流通股 (万股)	145413
总市值 (亿元)	572
流通市值 (亿元)	531
每股净资产 (MRQ)	7.5
ROE (TTM)	21.6
资产负债率	63.7%
主要股东	江苏欣导创业投资合伙企业
主要股东持股比例	21.46%

股价表现



相关报告

- 《先导智能 (300450.SZ) Q3 各项财务指标向好，估值已到达底部区域》2022-10-28
- 《先导智能 (300450.SZ) 上半年业绩继续快速增长，锂电设备业务毛利率改善》2022-08-26
- 《先导智能 (300450.SZ) 一获签宝丰昱能 20GWh 整线订单，龙头优势为业绩加码》2022-06-12

胡小禹 S1090522050002
✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn
吴洋 研究助理
✉ wuyang2@cmschina.com.cn
朱艺晴 研究助理
✉ zhuyiqing@cmschina.com.cn

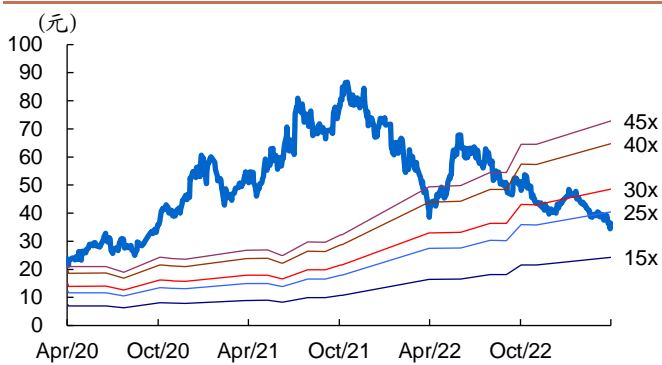
展不及预期、新业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10037	13932	20072	25929	32940
同比增长	71%	39%	44%	29%	27%
营业利润(百万元)	1690	2520	4440	5508	6790
同比增长	108%	49%	76%	24%	23%
归母净利润(百万元)	1585	2318	4066	5039	6206
同比增长	106%	46%	75%	24%	23%
每股收益(元)	1.01	1.48	2.60	3.22	3.96
PE	36.0	24.7	14.1	11.3	9.2
PB	6.0	5.1	4.0	3.1	2.5

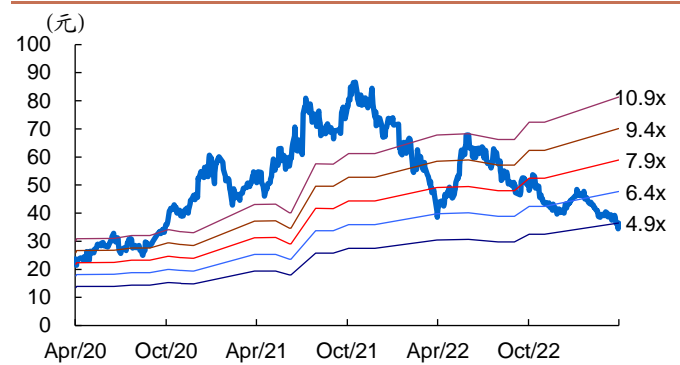
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 先导智能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 先导智能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《先导智能（300450.SZ）Q3 各项财务指标向好，估值已到达底部区域》2022-10-28
- 2、《先导智能（300450.SZ）上半年业绩继续快速增长，锂电设备业务毛利率改善》2022-08-26
- 3、《先导智能（300450）一获签宝丰显能 20GWh 整线订单，龙头优势为业绩加码》2022-06-12

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	20650	28975	40197	52854	68201
现金	2865	6169	9329	12709	16897
交易性投资	3188	301	301	301	301
应收票据	683	368	530	684	869
应收款项	4060	6446	8238	10641	13519
其它应收款	48	99	143	185	234
存货	7776	12405	17083	22415	28851
其他	2030	3187	4574	5919	7530
非流动资产	3350	3931	3892	3863	3840
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	850	1041	1243	1423	1584
无形资产商誉	1581	1733	1559	1403	1263
其他	919	1158	1090	1036	993
资产总计	24000	32907	44089	56717	72041
流动负债	14154	21410	29367	38176	48806
短期借款	33	0	100	100	100
应付账款	9271	9945	13856	18181	23400
预收账款	3863	10131	14116	18522	23839
其他	988	1333	1296	1374	1467
长期负债	377	374	374	374	374
长期借款	0	0	0	0	0
其他	377	374	374	374	374
负债合计	14531	21783	29741	38549	49180
股本	1564	1566	1566	1566	1566
资本公积金	3874	3983	3983	3983	3983
留存收益	4031	5574	8799	12618	17312
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	9469	11123	14348	18167	22861
负债及权益合计	24000	32907	44089	56717	72041

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1344	1691	3843	4386	5429
净利润	1585	2318	4066	5039	6206
折旧摊销	121	194	349	339	331
财务费用	26	(12)	(113)	(162)	(219)
投资收益	(59)	(50)	(355)	(355)	(355)
营运资金变动	(514)	(882)	(380)	(838)	(971)
其它	185	124	276	363	437
投资活动现金流	(3615)	2010	52	52	52
资本支出	(507)	(987)	(303)	(303)	(303)
其他投资	(3109)	2997	355	355	355
筹资活动现金流	1620	(806)	(735)	(1058)	(1293)
借款变动	(973)	(196)	(7)	0	0
普通股增加	656	2	0	0	0
资本公积增加	1888	109	0	0	0
股利分配	(272)	(782)	(841)	(1220)	(1512)
其他	320	61	113	162	219
现金净增加额	(652)	2895	3160	3380	4188

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10037	13932	20072	25929	32940
营业成本	6619	8673	12084	15856	20408
营业税金及附加	39	92	133	172	218
营业费用	275	411	632	816	1037
管理费用	524	719	1076	1416	1799
研发费用	898	1348	1902	2405	2989
财务费用	(2)	(66)	(113)	(162)	(219)
资产减值损失	(298)	(589)	(273)	(273)	(273)
公允价值变动收益	8	1	1	1	1
其他收益	236	314	314	314	314
投资收益	59	40	40	40	40
营业利润	1690	2520	4440	5508	6790
营业外收入	19	22	22	22	22
营业外支出	5	1	1	1	1
利润总额	1705	2541	4461	5529	6810
所得税	120	223	395	490	604
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1585	2318	4066	5039	6206

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	71%	39%	44%	29%	27%
营业利润	108%	49%	76%	24%	23%
归母净利润	106%	46%	75%	24%	23%
获利能力					
毛利率	34.1%	37.7%	39.8%	38.8%	38.0%
净利率	15.8%	16.6%	20.3%	19.4%	18.8%
ROE	16.7%	20.8%	28.3%	27.7%	27.1%
ROIC	16.2%	19.9%	27.3%	26.7%	26.1%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	66.2%	67.5%	68.0%	68.3%
净负债比率	0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.6	2.4	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	1.01	1.48	2.60	3.22	3.96
每股经营净现金	0.86	1.08	2.45	2.80	3.47
每股净资产	6.06	7.10	9.16	11.60	14.60
每股股利	0.50	0.54	0.78	0.97	1.19
估值比率					
PE	36.0	24.7	14.1	11.3	9.2
PB	6.0	5.1	4.0	3.1	2.5
EV/EBITDA	21.2	14.7	8.0	6.6	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2019年获WIND和金牛最佳分析师第一名。2020年获WIND最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。