

2021年05月08日

# 与宁德时代再签 2.9 亿订单，模组+PACK 自动化率提升趋势确立 增持（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	502	1,420	2,070	3,120
同比（%）	37.7%	182.7%	45.8%	50.7%
归母净利润（百万元）	61	200	307	463
同比（%）	-15.6%	229.9%	53.4%	50.5%
每股收益（元/股）	0.80	2.64	4.04	6.09
P/E（倍）	108.58	33.08	21.57	14.33

**事件：**2021年1月4日起至今，公司累计收到宁德时代及其子公司各类合同及定点通知单金额合计约 2.92 亿元（不含税）。

## 投资要点

### ■ 龙头电池厂大单加速落地，订单充足保障短期业绩高增

先惠 2021 年 1 月初中标宁德+孚能 5.7 亿元订单（含税，为 20 年收入 1.1 倍），目前已开始发货，我们预计 2021 年中报确认收入。2021 年 5 月 6 日公司公告再获宁德 2.9 亿订单（不含税），我们预计 2021 年年报确认收入，充足订单保障短期业绩高增。我们判断当前模组、PACK 线自动化率正处于由低向高提升的拐点，我们预计后续各家电池厂扩产对应的订单有望加速落地。

### ■ 高自动化产线优势明显，自动化率拐点已现

受到 PACK 通用性提升、人力供给下降、工业用地不足等因素影响，自动化率提升是必然。自动化率提升在 2020 年开始加速，我们判断核心原因是 2020 年电动车快速放量、车厂倒逼电池厂做出革新所致。从下游电池厂需求来看，孚能 2021 年上量供应戴姆勒，项目组装线自动化率要求 95%+；宁德时代逐步供应 MEB、宝马等高端项目，也迫切需求提升自动化率。

高自动化率假设下，2023 年模组线+PACK 线自动化率达 200-300 亿元。目前先惠出品的组装线自动化率明显优于同行，先惠模组线自动化率最高达 95%，行业平均为 40-70%；先惠 PACK 线自动化率最高达 89%，行业平均为 5-20%，我们判断高自动化先进产能拐点将利好细分龙头先惠。

### ■ 产能不足问题即将缓解，加速扩产迎行业自动化拐点

公司目前主要瓶颈是产能问题，此前由于场地不足，产能扩张受限。我们预计 21-22 年公司产能将逐步释放：春节后武汉工厂（4w 平米）逐步投入使用，上海和长沙的新基地也在布局中，欧洲增资 1000w 欧元投资厂房，我们预计 2022 年底国内三大基地全部建设完毕，先惠的场地面积将由 2020 年底的 2.2 万平方米增至 12 万平方米。

同时先惠的模块化开发能力使得产能爬坡过程比一般的制造业企业快许多，因此我们判断 2 年后（2023 年底），先惠产能有望快速提升 5-6 倍。且由于模块化的生产+行业进入高自动化拐点，公司订单到确认收入的周期为半年左右，故我们判断公司 2022 年收入有望超预期。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.00/3.07/4.63 亿元，当前股价对应动态 PE 33/22/14，我们看好公司长期发展，故维持“增持”评级。

**风险提示：**新能源车销量低于预期；模组+PACK 线自动化率提升进展低于预期。

证券分析师 周尔双  
执业证号：S0600515110002  
13915521100  
zhouersh@dwzq.com.cn  
证券分析师 朱贝贝  
执业证号：S0600520090001  
zhubb@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	87.20
一年最低/最高价	50.25/104.47
市净率(倍)	5.98
流通 A 股市值(百万元)	1566.11

## 基础数据

每股净资产(元)	14.59
资产负债率(%)	23.64
总股本(百万股)	75.63
流通 A 股(百万股)	17.96

## 相关研究

- 1、《先惠技术（688155）：业绩略低于预期，加速扩产迎下游高自动化率需求》2021-03-02
- 2、《先惠技术（688155）：深耕动力电池系统集成，随主机厂 PACK 浪潮腾飞》2021-01-28

先惠技术三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1306</b>	<b>2893</b>	<b>3507</b>	<b>4626</b>	<b>营业收入</b>	<b>502</b>	<b>1420</b>	<b>2070</b>	<b>3120</b>
现金	289	1049	868	696	减:营业成本	342	921	1344	2020
应收账款	154	973	1389	2052	营业税金及附加	1	6	10	12
存货	123	757	1104	1660	营业费用	10	57	83	125
其他流动资产	741	114	145	218	管理费用	297	225	311	468
<b>非流动资产</b>	<b>82</b>	<b>194</b>	<b>301</b>	<b>403</b>	财务费用	-4	-10	-14	-12
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	14	117	222	323	加:投资净收益	4	1	2	3
在建工程	37	46	49	50	其他收益	-58	1	1	1
无形资产	12	11	11	11	<b>营业利润</b>	<b>66</b>	<b>223</b>	<b>340</b>	<b>510</b>
其他非流动资产	19	19	19	19	加:营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1388</b>	<b>3087</b>	<b>3807</b>	<b>5029</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>223</b>	<b>339</b>	<b>509</b>
<b>流动负债</b>	<b>290</b>	<b>1141</b>	<b>1549</b>	<b>2303</b>	减:所得税费用	5	17	26	39
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	6	6	8
应付账款	153	480	681	996	<b>归属母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>200</b>	<b>307</b>	<b>463</b>
其他流动负债	137	661	868	1306	EBIT	117	212	323	495
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	EBITDA	120	218	339	521
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>297</b>	<b>1148</b>	<b>1556</b>	<b>2309</b>	每股收益(元)	0.80	2.64	4.04	6.09
少数股东权益	11	17	23	31	每股净资产(元)	14.28	25.29	29.32	35.37
归属母公司股东权益	1080	1922	2228	2688	发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
<b>负债和股东权益</b>	<b>1388</b>	<b>3087</b>	<b>3807</b>	<b>5029</b>	ROIC(%)	21.5%	23.7%	22.9%	24.4%
					ROE(%)	5.6%	10.4%	13.8%	17.2%
					毛利率(%)	31.9%	35.1%	35.1%	35.3%
					销售净利率(%)	12.1%	14.1%	14.8%	14.8%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率(%)	21.4%	37.2%	40.9%	45.9%
经营活动现金流	43	-267	-57	-42	收入增长率(%)	37.7%	182.7%	45.8%	50.7%
投资活动现金流	-537	385	-123	-128	净利润增长率(%)	-15.6%	229.9%	53.4%	50.5%
筹资活动现金流	613	642	-2	-2	P/E	108.58	33.08	21.57	14.33
现金净增加额	120	761	-182	-172	P/B	6.11	3.45	2.97	2.47
折旧和摊销	3	6	16	26	EV/EBITDA	57.32	35.50	24.04	17.08
资本开支	-20	-118	-123	-128					
营运资本变动	-33	-479	-387	-538					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

