

科达利(002850)

报告日期: 2023年06月09日

锂电池结构件全球龙头，技术优势稳固地位

——科达利深度报告

投资要点

□ 公司是锂电池精密结构件的龙头企业，业绩高速增长

公司产品包括锂电池精密结构件和汽车结构件，其中锂电池结构件 2022 年收入占比约 96%。受益于全球锂电市场发展，2022 年公司营业收入 86.54 亿元，同比增长 93.70%，归母净利润 9.01 亿元，同比增长 66.39%；2023 年第一季度公司营业收入 23.26 亿元，同比增加 48.52%；归母净利润 2.42 亿元，同比增加 42.77%。

□ 结构件工艺技术积累深厚，大圆柱具备批产能力

公司深耕电池结构件十余年，拥有高精密度、高一致性的生产工艺，以及先进的冲压加工、拉伸加工、注塑加工和模具制造技术，产品覆盖方型和圆柱锂电池。目前公司已经基本完成 46 系电池结构件安全性大钢壳和自动组装线的研发，通过预镀镍的钢材进行连续多工位的拉伸，形成有不被破坏的光亮镀镍层的薄壁钢壳，不再需要表面电镀处理，提高了电池的安全性。目前公司的大钢壳技术开发基本成熟，进入批量验证阶段，有望受益于大圆柱电池的批量生产。

□ 产线整合能力强大，成本优势巩固盈利水平

公司具备优秀的产线整合能力，高端生产设备绑定日本进口的全套精密制造设备，精密度、效率、自动化、良率和一致性等指标优秀。得益于公司产能利用率提升分摊折旧成本、生产工艺优化降低生产成本并提升效率和良率、内部运营成本降低、原半自动化生产线的改造、与主要材料供应商签订长期框架协议等因素，公司抵抗成本波动风险的能力较强，产品毛利率领先同行业。

□ 绑定客户快速扩张，全球供给保障产能消化

客户方面，公司已与 CATL、中创新航、亿纬锂能、LG、松下、特斯拉、Northvolt、三星等国内外一线电池企业建立稳定的合作关系。其中，公司与法国 ACC 签订 2024-2030 年供货 2 亿套方形锂电池壳体和盖板的协议，与宁德时代签订份额不低于 40% 的供货协议，同时加强绿色降碳和全球供给配套。公司已形成国内 13 个生产基地和海外 3 个生产基地的产能布局，我们认为公司在国内的产线能力有望复制到全球工厂中，增强公司的全球配套能力。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是电池结构件头部供应商，优秀的产线和技术实力保障公司在大客户的市场份额稳中有升，同时积极拓展 46 大圆柱结构件等新产品。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.59、21.06、27.80 亿元，对应 EPS 分别为 6.22、8.98、11.86 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 19、13、10 倍。我们选取从事结构件板块的震裕科技、祥鑫科技、长盈精密和东山精密作为可比公司，2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 20、13、9 倍。目前公司龙头地位稳固，海外基地放量在即，有望享受更为广阔的市场需求，同时电池结构件延展性强，有望受益于大圆柱电池的量产，因此我们给予公司 2023 年 PE 24 倍，对应市值 350 亿元，目标价 149 元，上涨空间 25%。首次覆盖，给予“买入”评级。

□ 风险提示：市场竞争加剧、客户集中度较高风险、固定资产折旧增加风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8654	14686	20393	25676
(+/-) (%)	93.70%	69.71%	38.87%	25.91%
归母净利润	901	1459	2106	2780
(+/-) (%)	66.39%	61.91%	44.35%	32.00%
每股收益(元)	3.84	6.22	8.98	11.86
P/E	31.02	19.16	13.27	10.05

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：张雷

执业证书号：S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：黄华栋

执业证书号：S1230522100003
huanghuadong@stocke.com.cn

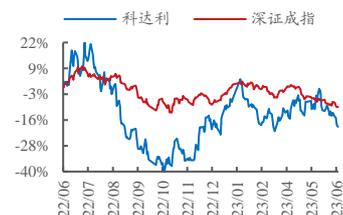
研究助理：虞方林

yufanglin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 119.20
总市值(百万元)	27,953.34
总股本(百万股)	234.51

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.59、21.06、27.80 亿元, 对应 EPS 分别为 6.22、8.98、11.86 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为 19、13、10 倍。
- 2) **估值指标:** 我们选取从事结构件板块的震裕科技、祥鑫科技、长盈精密和东山精密作为可比公司, 2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 20、13、9 倍。目前公司龙头地位稳固, 海外基地放量在即, 有望享受更为广阔的市场需求, 同时电池结构件延展性强, 有望受益于大圆柱电池的量产, 因此我们给予公司 2023 年 PE 24 倍。
- 3) **目标价格:** 目标市值 350 亿元, 目标价 149 元, 上涨空间 25%。
- 4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 2023-2025 年, 全球锂电芯结构件市场规模分别达到 377、530、712 亿元。
- 2) 2023-2025 年, 公司电池结构件销量分别同比增长 80%、45%、30%。
- 3) 2023-2025 年, 公司电池结构件价格分别同比下降 5%、4%、3%。

● 我们与市场的观点的差异

(1)市场认为: 公司电池结构件业务的市场份额难有提升空间。**依据:** 目前公司在宁德时代、中创新航等头部电池厂的市场份额已经较高。

我们认为: 公司的市场份额稳中有升。**依据:** 公司深耕结构件数十年, 产品性价比高, 一致性、安全性等性能指标高且稳定, 且与客户形成紧密的供货关系, 不仅与宁德时代签订不低于 40% 的份额供货协议, 同时加快突破海外市场, 发力大圆柱电池结构件新兴领域, 具有较高的技术壁垒和强大的产线复制能力, 市场份额稳中有升。

(2)市场认为: 公司的毛利率会下降。**依据:** 电池结构件行业市场竞争加剧。

我们认为: 公司的毛利率将保持稳定。**依据:** 成本端, 公司具有材料采购长期协议、优秀的设备调教和产线复制能力等多种降低成本波动的方式, 历年来毛利率相对稳定; 产品端, 随着大圆柱结构件放量拔升公司产品结构, 公司产品售价预计相对稳定, 进而保障公司毛利率稳定。

● 股价上涨的催化因素

公司与下游客户签订大额长期协议、公司的产能利用率大幅好于行业水平、公司大圆柱结构件产品获得大量订单或进展超预期、主要材料价格进入下行通道等。

● 风险提示

市场竞争加剧、客户集中度较高风险、风险固定资产折旧增加风险。

正文目录

1 科达利：锂电池精密结构件的龙头企业	5
2 结构件定制化属性强，大圆柱电池带来增量	8
2.1 结构件不可或缺，保障电池安全性	8
2.2 46系带来增量，单位价值有望维持	10
2.3 公司全球份额领先，竞争地位稳固	11
3 产线整合能力强大，大客户战略保障放量	12
3.1 产线整合能力强大，46系技术储备丰富	12
3.2 降本手段多样，维持盈利能力稳定	13
3.3 绑定客户扩张，产能消化有所保障	15
4 盈利预测与估值	18
4.1 关键假设	18
4.2 估值与投资意见	19
5 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司主要产品示意图.....	5
图 2: 公司发展历程.....	5
图 3: 公司营业收入及同比(单位: 百万元、%).....	6
图 4: 公司归母净利润及同比(单位: 百万元、%).....	6
图 5: 公司各项业务收入占比(单位: %)... ..	6
图 6: 公司各项业务毛利率(单位: %)... ..	6
图 7: 公司的毛利率与净利率变化(单位: %)... ..	7
图 8: 公司的各项费用率(单位: %)... ..	7
图 9: 公司股权结构图(单位: %, 截至 2023 年 3 月 31 日)... ..	7
图 10: 锂电芯精密结构件.....	8
图 11: 方形铝壳锂电池的成本构成.....	8
图 12: 动力电池顶盖和壳体的生产工艺流程.....	9
图 13: 2022 年锂电池结构件厂商全球市占率(单位: %)... ..	12
图 14: 公司的研发支出及占营业收入比例(单位: 百万元, %)... ..	12
图 15: 公司的研发人员及占比(单位: 人, %)... ..	12
图 16: 公司营业成本分成本类型构成(单位: %)... ..	14
图 17: 公司原材料采购价格和毛利率变动*(-1)的对比(单位: %)... ..	14
图 18: 锂电各环节的制造费用占营业成本的比例(单位: %)... ..	14
图 19: 电池结构件行业公司的毛利率(单位: %)... ..	14
表 1: 公司 2022 年定增项目与同行业可比公司同类项目的对比.....	9
表 2: 主流电池厂对大圆柱电池布局情况.....	10
表 3: 全球锂电芯结构件的需求测算(单位: 万辆, kWh/辆, GWh, 亿元/GWh, 亿元).....	11
表 4: 宁德时代采购电池结构件情况及电池结构件单位价值(单位: 亿元, %, GWh, 亿元/GWh).....	11
表 5: 公司部分研发项目.....	13
表 6: 公司产能情况梳理(单位: 亿元, 万欧元).....	15
表 7: 公司主要客户近年在江西、湖北、江苏、广东等地的产能扩张(单位: 亿元, GWh).....	16
表 8: 公司与客户签订的重大协议.....	17
表 9: 公司的业务拆分(单位: 百万元, %)... ..	18
表 10: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍)... ..	19
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 科达利：锂电池精密结构件的龙头企业

公司是全球锂电池精密结构件领先企业。公司是一家锂电池精密结构件和汽车结构件研发及制造企业，产品主要分为锂电池精密结构件、汽车结构件两大类，广泛应用于汽车及新能源汽车、便携式通讯及电子产品、电动工具、储能电站等众多行业领域。锂电池精密结构件主要包括方形铝壳、移动电池铝壳、移动电池方壳、锂离子电池精密结构件等；汽车结构件包括汽车中控仪表、汽车座椅、电枢等其他零部件等。

图1：公司主要产品示意图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

早年入局锂电池结构件行业，积极扩张产能。公司创立于1996年，2003年注资成立全资子公司上海科达利五金塑胶有限公司，2007年成立全资子公司陕西科达利五金塑胶有限公司，其产品于2008年通过QC080000禁用物质过程管理体系认证，2010年完成股份制改革，并通过TS16949质量体系认证。2014-2016年间，公司在湖南、江苏新建生产基地，并在2017年3月于深交所挂牌上市。2020年自建大连、福建生产基地，并在境外德国、匈牙利和瑞典设立全资子公司。2021年公司面向社会公开发行可转换公司债券，并于2022年在深圳证券交易所上市。2022年相继公告计划投资建设南昌、江苏三期、江门、枣庄及厦门生产基地。

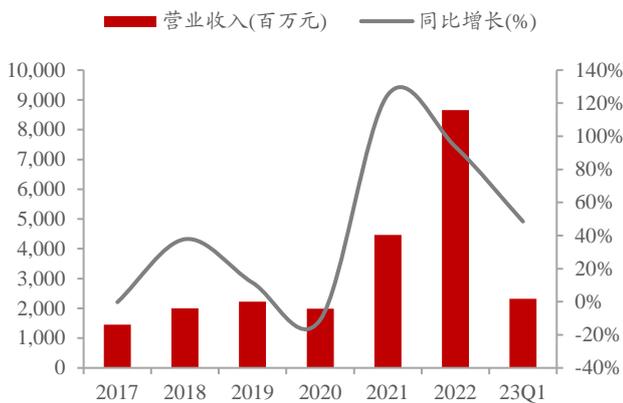
图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，Wind，浙商证券研究所

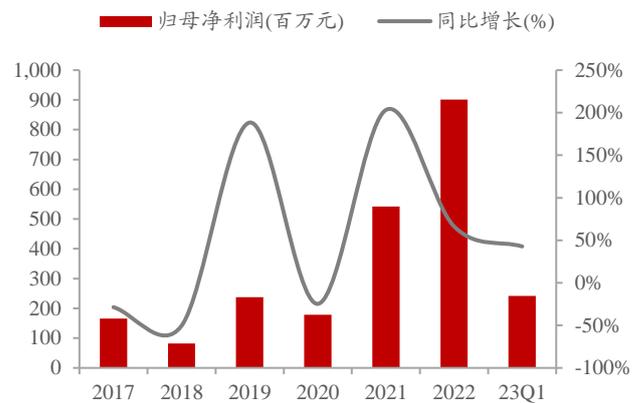
受益于产品订单持续增加，2022 年经营规模大幅增长。2022 年公司实现营业收入 86.54 亿元，同比增长 93.70%；归母净利润 9.01 亿元，同比增长 66.39%，主要得益于动力电池出货量的持续增长，客户对公司动力电池精密结构件的订单持续增加。受益于全球新能源汽车产业发展，2017-2022 年，公司营业收入从 14.52 亿元增长至 86.54 亿元，五年 CAGR 为 42.91%；归母净利润从 1.66 亿元增长至 9.01 亿，五年 CAGR 为 40.26%，其中 2020 年归母净利润同比下降 24.72%，主要系上半年疫情原因，订单减少，销售下降，同时应收票据贴现的减少所致。2023 年第一季度公司实现营业收入 23.26 亿元，同比增加 48.52%；归母净利润 2.42 亿元，同比增加 42.77%。

图3：公司营业收入及同比(单位：百万元、%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

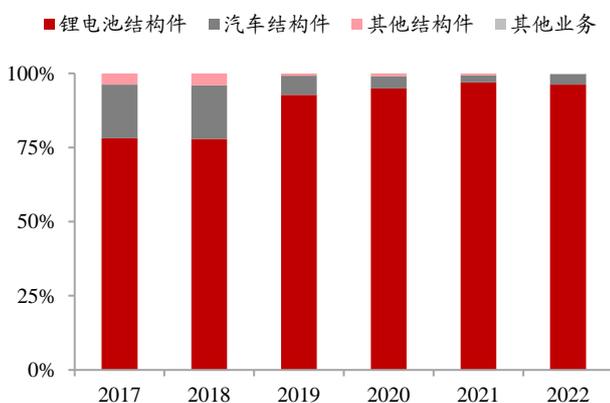
图4：公司归母净利润及同比(单位：百万元、%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

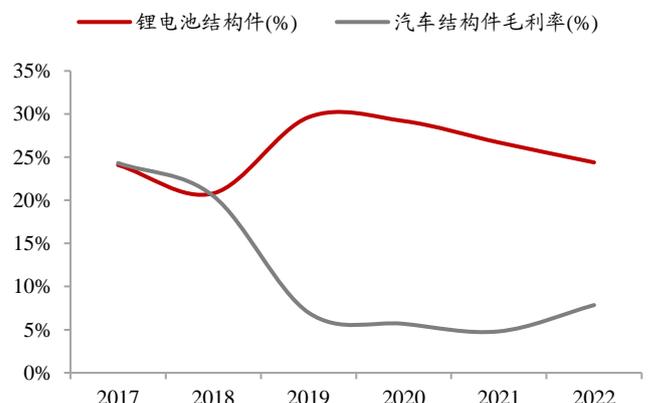
锂电池结构件贡献主要营收。2022 年，锂电池结构件业务收入占据公司营业收入 96.22%，是公司的核心业务。2020-2022 年，锂电池结构件各期毛利率分别为 29.19%、26.70%和 24.39%，其中，公司 2021 年锂电池结构件毛利率有所下降，主要系公司 2021 年将销售运输成本分类至营业成本所致。2022 年，一方面受原材料价格持续上涨影响，公司原材料单位成本升高，另一方面系公司新建设生产基地陆续投产，处于产能爬坡阶段，制造费用投入较高，规模效应尚未完全显现，导致固定成本分摊增加，锂电池结构件毛利率略微下降。

图5：公司各项业务收入占比(单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

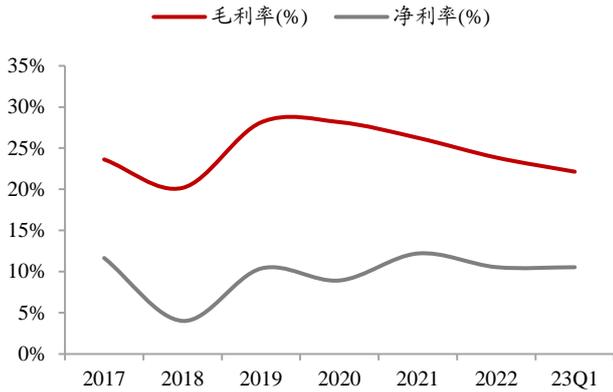
图6：公司各项业务毛利率(单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

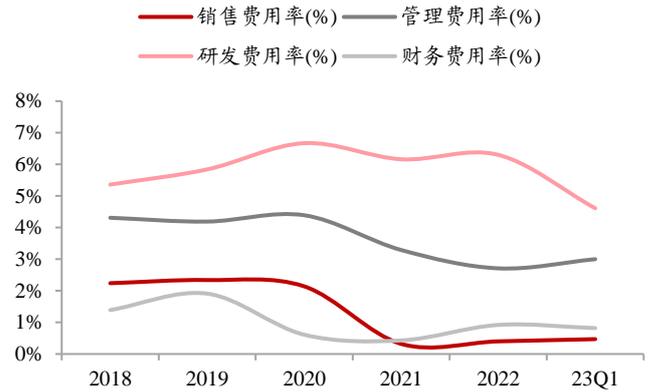
期间费用率逐年下降，研发费用率保持较高水平。2020-2022 年公司毛利率分别为 28.16%、26.25%和 23.86%，净利率分别为 8.93%、12.21%和 10.55%；受益于公司合理的成本控制、持续推动自动化水平、不断降低人力成本，2019 年以来公司期间费用率呈现下降趋势，2022 年公司四项费用率合计为 10.33%，较 2019 年下降 3.95 个百分点；其中研发费用率在 2020-2022 年为 6.67%、6.16%和 6.30%，保持较高的稳定水平。

图7: 公司的毛利率与净利率变化(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

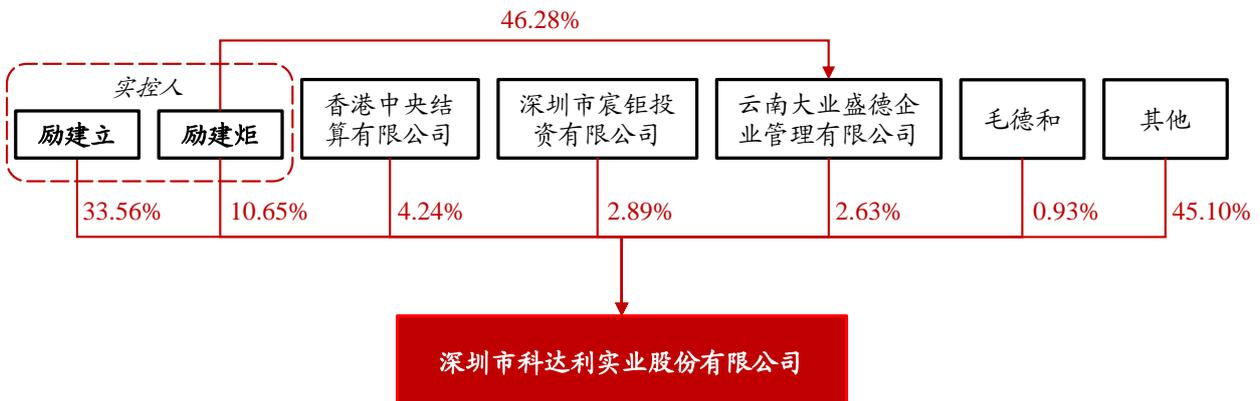
图8: 公司的各项费用率(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司控股股东和实际控制人为励建立和励建炬兄弟。截至 2023 年 3 月 31 日，公司第一、二大股东分别为励建立和励建炬兄弟，分别持有公司股份 33.56%和 10.65%，其中励建立担任公司董事长，励建炬担任公司总经理。第三大股东为香港中央结算公司，持股比例为 4.24%。此外，云南大业盛德持有公司 2.63%的股份，励建炬持有云南大业盛德 46.28%股份，励建立和励建炬二人对公司直接和间接控股的比例合计约 46.84%。

图9: 公司股权结构图(单位: %, 截至 2023 年 3 月 31 日)



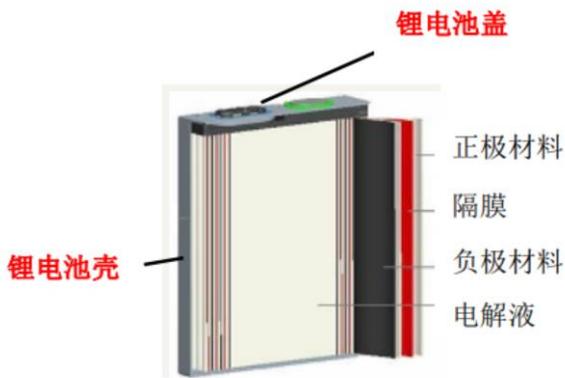
资料来源: 公司官网, Wind, 浙商证券研究所

2 结构件定制化属性强，大圆柱电池带来增量

2.1 结构件不可或缺，保障电池安全性

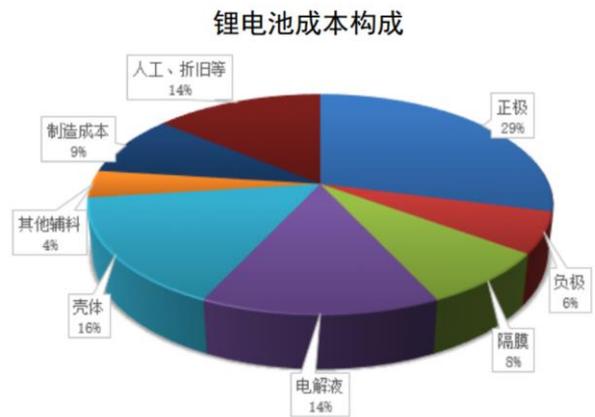
动力锂电池精密结构件包括铝/钢壳、盖板、连接片等，方型铝壳电池中壳体成本约占16%。锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液及精密结构件组成，其中结构件主要是铝/钢壳、盖板、连接片和安全结构件等，直接影响电池的密封性、能量密度等。根据真锂研究，在锂电池的成本构成中，特别是方形铝壳锂电池的成本构成中，壳体约占16%。动力锂电池精密结构件是锂电池的重要组成部分，动力锂电池精密结构件作为锂电池外壳，起到传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支承电池、外观装饰等作用的部件，并根据应用环境的不同，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐蚀性、防干扰性、抗静电性等特定功能，对锂电池的安全性、密闭性、能源使用效率等都具有直接影响。

图10: 锂电芯精密结构件



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11: 方形铝壳锂电池的成本构成

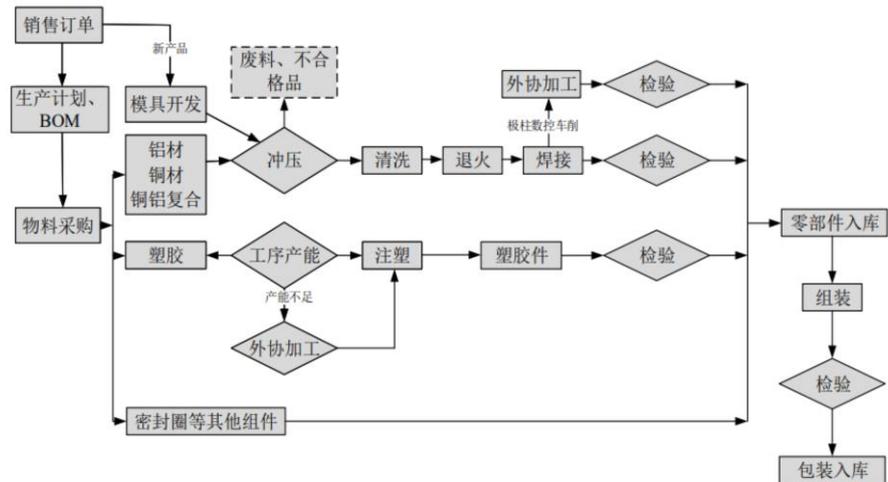


资料来源：真锂研究，浙商证券研究所

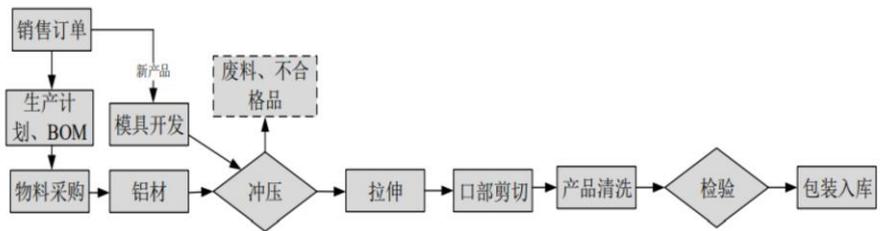
电池顶盖和壳体的开发制造具备定制化特点，逐步向专业化、精细化方向发展。动力锂电池顶盖和壳体从生产到入库，首先经过采购阶段，再到工序加工、检验，最后入库，按照客户定制或者标准化进行最初的模具开发或标准化运用。其中，顶盖生产需要根据材料不同进行不同的工序：金属材料的复合需要进行冲压、清洗、退火和焊接；塑胶则需要产能加工注塑；密封圈其他组件直接入库。而壳体普遍采用铝材，进行冲压、拉伸、口部剪切和清洗后检验入库。

图12: 动力锂电池顶盖和壳体的生产工艺流程

动力锂电池顶盖主要生产工艺及模式



动力锂电池壳体的主要生产工艺及模式



资料来源: 震裕科技招股书, 浙商证券研究所

行业竞争壁垒主要体现在客户认证、工艺技术和规模资金等方面。(1)客户壁垒: 锂电池结构件定制化属性较强, 供应商与客户之间的产品、产线认证周期较长, 形成稳定合作关系后往往不轻易调整, 因此进入客户供应体系将形成较高的客户壁垒。(2)工艺技术: 动力锂电池行业对结构件的稳定性、一致性和寿命等要求较为严格, 需要工艺技术成熟的企业才能稳定长期地与下游客户进行产品的联合开发和配套供应。(3)资金壁垒: 锂电结构件扩产中, 单套生产设备的资金投入较大, 投资回收期相对较长, 根据科达利 2022 年可转债说明书, 项目投资回收期为 4-5 年; 此外, 由于锂电池行业龙头企业市场份额高, 通常会与上游供应商约定一定的付款账期, 供应商需要进行一定的流动资金投入。

表1: 公司 2022 年定增项目与同行业可比公司同类项目的对比

公司	项目	总投入金额 (亿元)	固定资产投入金 额(亿元)	达产后预计产值 (亿元)	单位产能投入 (固定资产投入/达产后产值)
震裕科技	年产 4940 万件新能源动力锂电池顶盖及 2,550 万件动力锂电壳体	3.28	2.82	6.09	0.46
	年产 2500 万件新能源汽车锂电池壳体项目*	0.34	0.27	1.37	0.20
金杨股份	高安全性能量型动力电池专用材料研发制造及新建厂房项目	7	6.3	9.12	0.69
中瑞电子	动力锂电池精密结构件项目	8.44	7.64	未披露	未披露
科达利	江西项目	10	7.1	16.23	0.44
	湖北项目	10	7.02	18.14	0.39
	江苏项目(三期)	10	7.89	22.6	0.35
	江门项目	10	7.33	17.18	0.43

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *震裕科技“年产 2500 万件新能源汽车锂电池壳体项目”系通过租赁厂房进行生产, 不涉及厂房建设投入因而单位产能投入较低

2.2 46 系带来增量，单位价值有望维持

46 大圆柱电池布局加快，将为结构件带来增量需求。据特斯拉官方表述，相比 2170 电池，4680 大圆柱电池能量提升 5 倍、输出功率提升 6 倍，每千瓦时的成本降低 14%，搭载该电池的车型续航里程可提高 16%。近几年来，国内外众多电池厂宣布加码 46 系大圆柱电池，宝马汽车宣布将从 2025 年起率先在“新世代”车型中使用圆柱电芯。与 21 和 18 系相比，46 系大圆柱锂电池结构件上的改变主要在于采用预镀镍钢壳工艺、冲压拉伸工艺要求提升、新增正负极集流盘、壳体变大变重等。

表2: 主流电池厂对大圆柱电池布局情况

厂商	事件
特斯拉	1)加州加藤路工厂：2020 年特斯拉在加州弗里蒙特加藤路建立“试点工厂”，用以试生产 4680 电池，规划目标年产能 10GWh。2022 年 1 月，特斯拉宣布已制造出 100 万块 4680 电池，并于 22Q1 交付首批搭载 4680 电池的电动汽车(Model Y)。2)德州奥斯汀工厂：特斯拉德州奥斯汀工厂未来总规划达 100GWh。
宁德时代	2022 年 9 月宣布将于中国和欧洲各建 20GWh 产能，预计 2025 年正式交付。
亿纬锂能	2022 年 12 月，亿纬锂能发布新一代 4695 大圆柱电池，能量密度达到 350Wh/kg，能够实现 9min 超快充及 500-1000km 续航，制造效率提升 30%，制造成本降低 50%。根据规划，亿纬锂能 2025 年大圆柱总产能将超 100GWh，将拥有辽宁沈阳、四川成都、湖北荆门、匈牙利等生产基地。
AESC	2022 年 10 月宣布，公司将于美国南卡罗来纳州新建一座规划年产能 30GWh 的工厂，生产 46 系大圆柱电池，预计 2026 年投产。
松下	1)2021 年松下在其内达华州 Gigafactory 中建立 4680 新产线并进行量产，同时在日本工厂启动 4680 试验线建设并于 2022 年年初测试生产；2)2022 年 2 月，松下决定在日本西部的和歌山工厂建立 4680 生产基地，其预计将于 2023 年 3 月-2024 年 3 月进行量产。

资料来源：各公司公告，高工锂电，公司官网，太平洋汽车网，电池中国，澎湃，浙商证券研究所

46 大圆柱结构件壁垒较高，单瓦时耗用量有所降低，但单瓦时价值量有望维持稳定。与 21 系和 18 系相比，46 系电池的结构件壁垒有所拔高，以及为了配合全极耳技术而新增集流盘，46 大圆柱电池的结构件的单瓦时价值量有望维持稳定。相较于之前 18650、21700 圆柱电池结构件，4680 大圆柱电池结构件结构完全不同，形状、尺寸、大小也具有很大的差异，其复杂程度和技术含量会更高，毛利率也会更高。

我们预测到 2026 年，全球锂电芯结构件市场规模达到 886 元，五年 CAGR 达 39.8%。根据动力和储能电池全球需求及装机量，我们预计到 2026 年，全球动力电池装机量、储能电池需求量与消费锂电池需求量分别达到 1929GWh、996GWh、180GWh，CAGR 分别为 44.9%、84.3%、7.5%。结合宁德时代对电池结构件的采购价值，并考虑到宁德时代采购量较大，能够享受更低的采购价，我们认为 2021 年行业平均单位价值较宁德时代数据略高，因此假设 2021 年电芯结构件行业平均的单位价值为 0.35 亿元/GWh；行业一般采取 3%-5% 的年降，因此我们假设单价逐年下降 4%。我们预计到 2026 年，全球锂电芯结构件市场规模达到 886 亿元，2021-2026 年 CAGR 达 39.8%。

表3: 全球锂电芯结构件的需求测算(单位: 万辆, kWh/辆, GWh, 亿元/GWh, 亿元)

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR (2021-2026)
全球新能源汽车总销量	万辆	670	1082	1496	2061	2795	3460	38.9%
中国	万辆	355	688	850	1100	1430	1716	37.1%
海外	万辆	315	394	646	961	1365	1744	40.8%
国内单车带电量	kWh/辆	44	43	45	47	49	51	3.1%
海外单车带电量	kWh/辆	47	57	58	59	60	61	5.4%
国内动力电池装机量	GWh	154	295	381	515	698	872	41.4%
海外动力电池装机量	GWh	147	223	372	563	814	1057	48.4%
全球动力电池装机量	GWh	302	518	753	1078	1512	1929	44.9%
全球储能电池需求量	GWh	47	143	271	474	712	996	84.3%
全球消费锂电池需求量	GWh	125	135	146	158	170	180	7.5%
电芯结构件单位价值	亿元/GWh	0.35	0.34	0.32	0.31	0.30	0.29	-4.0%
电芯结构件市场空间	亿元	166	267	377	530	712	886	39.8%
动力	亿元	106	174	243	334	449	551	39.2%
储能	亿元	16	48	87	147	212	284	76.9%
消费	亿元	44	45	47	49	51	51	3.2%

资料来源: GGII, Marklines, SNE Research, GTM, 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中汽协, 宁德时代, 联合资信, 浙商证券研究所

表4: 宁德时代采购电池结构件情况及电池结构件单位价值(单位: 亿元, %, GWh, 亿元/GWh)

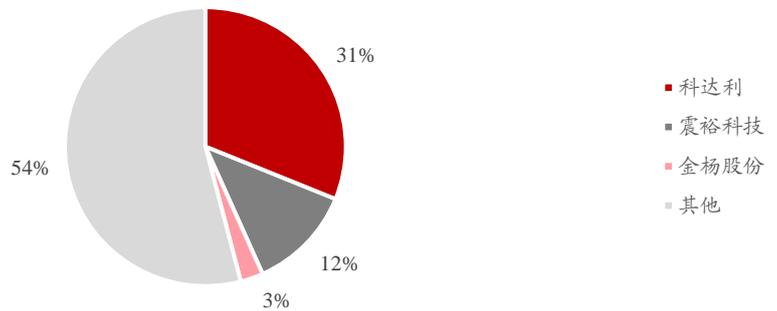
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
宁德时代外壳/顶盖采购金额(亿元)	2.82	5.75	7.23	11.10	18.06	18.12	50.01
同比(%)		104%	26%	53%	63%	0.31%	176%
宁德时代锂电产量(GWh)	2.52	7.02	12.91	26.02	47.26	51.71	162.30
结构件的单位价值(亿元/GWh)	1.12	0.82	0.56	0.43	0.38	0.35	0.31

资料来源: 宁德时代公告, 联合资信, 浙商证券研究所

2.3 公司全球份额领先, 竞争地位稳固

科达利全球份额领先, 竞争地位稳固。根据我们计算, 2022年, 科达利锂电池结构件全球市场份额约 31%, 震裕科技约占 12%。科达利作为锂电池结构件市场早期入局企业, 采取重点领域大客户战略, 建立长期合作关系, 目前在电池精密结构件方面具备突出的研发技术实力, 已形成较大的生产和销售规模, 占据了领先的市场地位。

图13: 2022年锂电池结构件厂商全球市占率(单位: %)



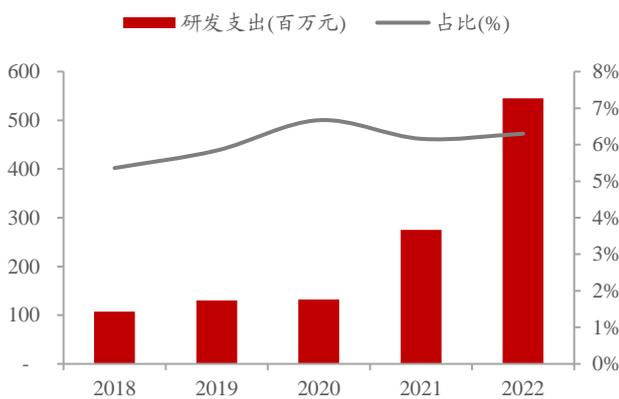
资料来源: Wind, GGII, 浙商证券研究所 *注: 本图各家市占率=该公司锂电池结构件营业收入/测算的电池结构件市场空间

3 产线整合能力强大, 大客户战略保障放量

3.1 产线整合能力强大, 46系技术储备丰富

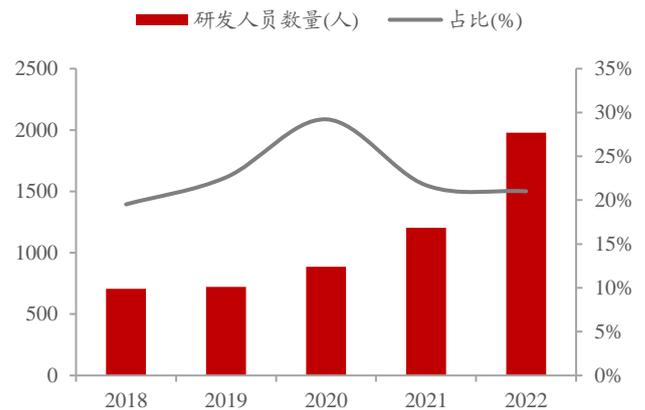
公司研发生产经验丰富, 储备领先的结构件制造技术和模具开发技术。自2007年开始, 公司就与新能源汽车厂商和锂电池厂商沟通, 并开展研发, 探索进入动力及储能锂电池结构件领域, 目前拥有高精密度、高一致性的生产工艺, 以及先进的冲压加工、拉伸加工、注塑加工和模具制造技术, 掌握了包括安全防爆、防渗漏、超长拉伸、断电保护、自动装配、智能压力测试等多项核心技术。此外, 公司拥有强大的模具开发技术, 持续自主开发了众多型号产品的模具, 帮助公司快速定制产品, 及时响应客户需求。

图14: 公司的研发支出及占营业收入比例(单位: 百万元, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 公司的研发人员及占比(单位: 人, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司已具备 46 系大钢壳的技术实力，可批量生产。公司针对市场需求和痛点，储备众多研发项目，包括结构件的轻量化和安全化、46 系大钢壳和自动组装线研发等项目，有望进一步增强公司竞争力。公司目前已经基本完成动力电池结构件安全性的大钢壳(Φ46)研发，通过预镀镍的钢材进行连续多工位的拉伸，形成有不被破坏的光亮镀镍层的薄壁钢壳，不再需要表面电镀处理，提高了电池的安全性。目前技术开发基本成熟，进入批量验证阶段，可实现批量生产，有望受益于 46 系大圆柱电池的大批量生产。

公司的 4680 结构件产品使用预镀镍后连续拉伸工艺，性能更优秀。4680 大圆柱电池与 21700 圆柱电池的结构完全不同，两者之间的产线不能共用，公司 4680 大圆柱电池结构件产线均为定制化产线，其生产效率、自动化水平、产品良率等方面都将会更高。公司目前生产的圆柱电池结构件主要采用预镀镍钢壳工艺，此工艺技术是使用预镀镍材料，再经过相关连续拉伸等工艺使产品成型，相对于目前国内先拉伸再电镀的工艺来讲，镀层更均匀，提高了产品的抗腐蚀性、一致性和安全性，使产品具有更安全及使用寿命更长的特点。

表5: 公司部分研发项目

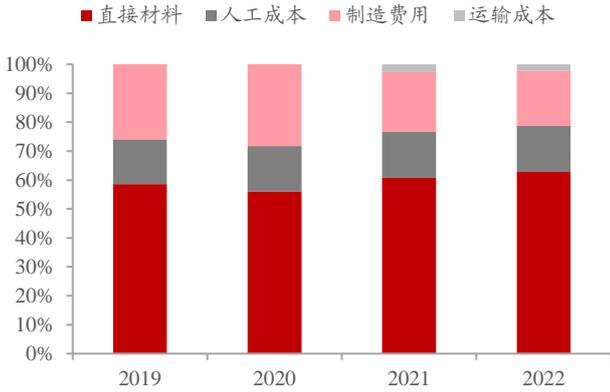
项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
动力电池结构件轻量化的铝壳研发	开发薄壁的铝壳，达到电池结构件的轻量化	量产的是 0.5mm 壁厚，开发可以达到 0.25mm 壁厚的铝壳，已进入验证阶段	通过对材料的优化，结合先进设备并应用自主开发的拉伸技术，开发薄壁的铝壳，达到电池的轻量化	在保证产品强度的基础上，提升铝壳容量，实现电池结构件的轻量化
动力电池结构件轻量化的顶盖研发	简化零件数量，降低加工成本，提高工艺良品率	目前技术开发基本成熟，进入验证阶段	通过新的结构开发设计，减少零件的应用，并通过新的工艺确保产品性能	通过对电池盖板结构的优化，实现电池结构件的轻量化
动力电池结构件安全化的铝壳研发	对原材料涂覆绝缘材料，在铝壳表面形成绝缘层，提升电池结构件的安全性	目前技术开发基本成熟，进入验证阶段	通过在铝板上的涂覆绝缘材料，采用连续拉伸工艺，在铝壳表面形成绝缘层，提升电池结构件的安全性	提升电池结构件的安全性
PACK 模组中的过大电流高绝缘性能的软连接母排总成	对电池结构件制造工艺技术创新，提升产品品质	开发完成，已经逐步在优化工艺结构	通过在软连接上采用分子焊和激光焊等不同焊接以及高精度的机械工艺，以及高轻度的覆膜工艺形成过大电流高强度高绝缘性的连接母排总成	通过对电池结构件制造工艺的技术创新，提升产品品质
动力电池结构件安全性的大钢壳(Φ46)研发	保证产品表面镀层的一致性，提高电池的安全性以使用寿命等	目前技术开发基本成熟，进入批量验证阶段，可实现批量生产	通过预镀镍的钢材进行连续多工位的拉伸，形成有不被破坏的光亮镀镍层的薄壁钢壳，不再需要表面处理，提高电池的安全性	符合标准化生产模式，具有良好的发展前景
动力电池结构件(Φ46)系列自动组装线研发项目	提升产线自动化水平，转为工厂智能制造，降低人工工作强度，提升效率	目前技术开发基本成熟，进入试生产阶段	降低产品制造成本，提升产品品质，保障不间断大量生产，满足客户产能需求	提高生产效率，增强优质大客户粘性，缩短产品制造周期，为产品抢占市场提供时间保证

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *截至 2022 年底

3.2 降本手段多样，维持盈利能力稳定

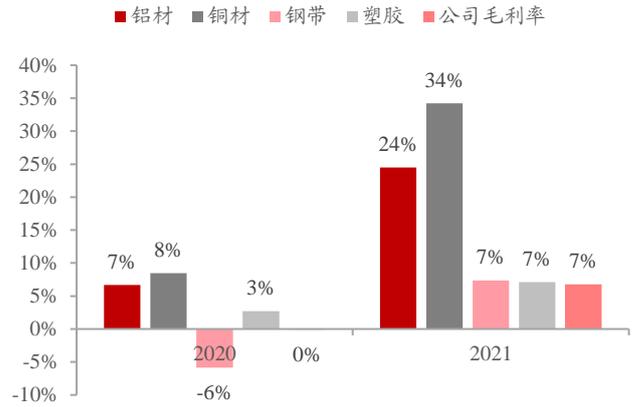
公司具备多种减弱成本影响方式，一定程度上可对冲材料成本影响。公司营业成本构成比较稳定，其中主要营业成本构成是材料成本，包括铝材、铜材、钢带和塑胶等；其次为制造费用、人工成本等。得益于公司产能利用率提升分摊折旧成本、生产工艺优化降低生产成本并提升效率和良率、内部运营成本降低、原半自动化生产线的改造、与主要材料供应商签订长期框架协议等因素，公司抵抗成本波动风险的能力较强。以 2021 年数据为例，公司采购铝材、铜材、钢带和塑胶的价格增幅分别为 24%、34%、7%和 7%，公司毛利率从 2020 年的 28.2%变动至 2021 年的 26.3%，若计算成变动百分比，毛利率的变动率为-7%，因此毛利率的降幅好于材料价格上涨幅度。

图16: 公司营业成本分成本类型构成(单位: %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图17: 公司原材料采购价格和毛利率变动*(-1)的对比(单位: %)

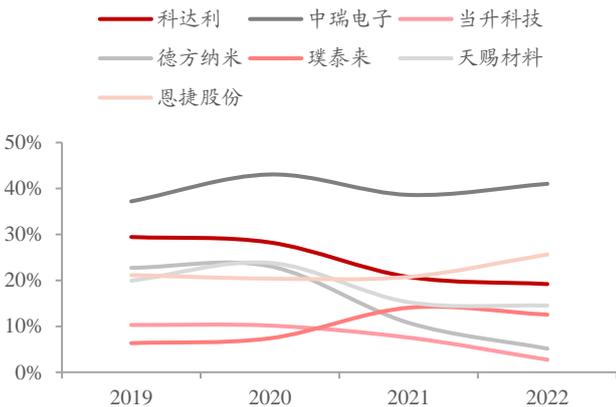


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *公司毛利率数据=(新一期毛利率/上一期毛利率-1)*(-1), 以便和材料价格的变动方向一致

生产设备绑定进口, 精密度、效率、自动化、良率和一致性等指标优秀。公司的动力电池结构件生产设备包括全自动连续拉伸设备、高精密度冲压设备、复合材料摩擦焊接设备、激光焊设备、精密注塑成型设备等。公司部分高端的自动化设备采取进口或定制化的方式, 与国产设备相比, 可以实现更高的精密度、生产效率、自动化水平、产品良率以及一致性等。

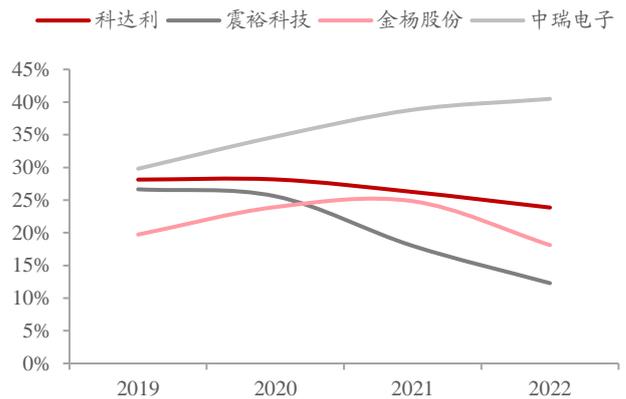
在同行业可比公司里, 公司产品的毛利率处于领先地位。在锂电材料各环节里, 锂电池结构件是固定成本偏高的环节, 制造费用在营业成本中的占比相对较高, 因此开工率和良率是提升毛利率的关键。受益于公司产线的生产效率和良率等指标领先行业, 在方壳锂电池结构件的行业公司中, 公司的毛利率水平相对较高。

图18: 锂电各环节的制造费用占营业成本的比例(单位: %)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所 *璞泰来数据指其负极材料业务, 恩捷股份数据指其膜类材料业务, 其余为公司整体数据

图19: 电池结构件行业公司的毛利率(单位: %)



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所 *其中中瑞电子2022年数据为2022H1, 且产品主要为圆柱形锂电池组合盖帽, 毛利率好于方壳结构件

3.3 绑定客户扩张，产能消化有所保障

为了快速配套客户和节省运输费用，公司已形成国内 13 个生产基地和海外 3 个生产基地的产能布局。截至 2023 年 4 月，公司国内基地的产能建设情况如下：

全部达产：惠州生产基地一期及二期、江苏生产基地一期以及原深圳、上海、西安生产基地；

已投产但未全部达产：大连动力电池精密结构件项目；

已开始逐步投产：福建动力电池精密结构件一期项目、四川宜宾新能源动力电池精密结构件项目、江西南昌新能源汽车动力电池等精密结构件一期项目等；

正在建设：惠州动力锂电池精密结构件新建项目、惠州动力锂电池精密结构件三期项目、湖北荆门新能源动力电池精密结构件项目等；

正在筹备：锂电池精密结构件产业总部及研发基地项目、江苏新能源汽车锂电池精密结构件三期项目、江门新能源汽车动力电池精密结构件项目、山东枣庄新能源汽车动力电池精密结构件项目一期、厦门动力电池精密结构件生产基地项目、四川宜宾新能源汽车动力电池精密结构件三期项目等。

对于海外基地，匈牙利生产基地已进入批量生产阶段；德国生产基地目前处于客户认证阶段；瑞典生产基地已经开始小批量生产。

表6：公司产能情况梳理(单位：亿元，万欧元)

项目	实施地点	配套客户/备注	规划产能(亿元，万欧元)
国内：已经达产			
深圳	广东深圳	-	-
上海	上海	-	-
西安	陕西西安	-	-
惠州项目(一期)	广东惠州	除 LG、松下外的锂电池客户	35 亿元
惠州项目(二期)	广东惠州	CATL 海外业务、Northvolt 等	24.3 亿元
江苏项目(一期)	江苏溧阳	CATL、中创新航、蜂巢能源、LG 等	25 亿元
国内：逐步爬坡/投产			
大连项目	辽宁大连	大连松下等	3.55 亿元
福建项目(一期)	福建宁德	-	-
宜宾项目	四川宜宾	CATL、蜂巢能源、中创新航等	19.9 亿元
江西项目(一期)	江西南昌	欣旺达、CATL、蜂巢能源等	16.23 亿元
国内：正在建设			
惠州项目新建	广东惠州	-	-
江苏项目(二期)	江苏溧阳	CATL、中创新航、蜂巢能源、LG 等	20 亿元
惠州项目(三期)	广东惠州	除 LG、松下外的锂电池客户	4.9 亿元
福建项目(二期)	福建宁德	CATL	6.09 亿元
湖北项目	湖北荆门	亿纬锂能、欣旺达、中创新航、楚能新能源等	18.14 亿元
国内：正在筹备			
深圳	广东深圳	产业总部及研发基地	10 亿元
江苏项目(三期)	江苏溧阳	CATL、中创新航、蜂巢能源、LG 等	17.18 亿元

江门项目	广东江门	中创新航、欣旺达、CATL、广汽集团等	22.6 亿元
枣庄项目(一期)	山东枣庄	-	20 亿元
厦门项目	福建厦门	-	25 亿元
宜宾项目(三期)	四川宜宾	-	12 亿元
海外			
匈牙利(一期)	匈牙利	投资不超过 3000 万欧元, 已开始投产	8000 万欧元
德国(一期)	德国图林根州	投资不超过 6000 万欧元, 客户认证中	10000 万欧元
瑞典(一期)	瑞典	投资不超过 5000 万欧元, 与 Northvolt 合作, 小批量生产	12000 万欧元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所 *截至 2023 年 2 月

2022 年定增计划启动, 跟随客户建厂保障产能消化。公司客户涵盖 CATL、中创新航、LG、松下、特斯拉、Northvolt、三星、亿纬锂能、欣旺达、蜂巢能源、力神、广汽集团等全球知名动力电池及汽车制造企业, 主要客户近年在江西、湖北、江苏、广东等地均有较为宏大的产能扩张。2022 年 11 月, 公司发布定增募投预案, 拟募资不超过 36 亿元, 主要用于江西项目、湖北项目、江苏项目(三期)和江门项目, 生产基地的布置主要是跟随客户配套建厂, 我们认为这将较好配套客户需求, 有望保障公司的产能消化。

表7: 公司主要客户近年在江西、湖北、江苏、广东等地的产能扩张(单位: 亿元, GWh)

定增项目	配套客户	客户扩产项目/计划名称	公布时间	地点	投资规模(亿元)	产能规划(GWh)	对应需求(亿元)	公司规划产能(亿元)
江西项目	欣旺达	动力电池生产基地项目	2021Q3	江西南昌	200	50	45	16.23
		欣旺达东风宜昌动力电池生产基地	2022Q3	江西南昌	120	30		
	CATL	新型锂电池生产制造基地(宜春)项目	2021Q3	江西宜春	135	50		
	蜂巢能源	上饶基地二期 20GWh 动力电池项目	2021Q4	江西上饶	100	20		
湖北项目	亿纬锂能	新能源动力储能电池产业园	2021Q2	湖北荆门	305.21	152.61	198.18	18.14
		20GWh 方形磷酸铁锂电池+46GWh 动储电池	2022Q1	湖北荆门	126	68		
		60GWh 动力储能电池生产线及辅助设施项目	2023Q1		108	60		
	欣旺达	欣旺达东风宜昌动力电池生产基地项目	2022Q3	湖北宜昌	120	30		
	中创新航	动力电池及储能电池武汉基地项目	2021Q2	湖北武汉	100	20		
		武汉基地动力及储能电池扩产项目	2022Q2	湖北武汉	120	30		
	楚能新能源	楚能新能源(宜昌)锂电池产业园项目	2022Q2	湖北宜昌	600	150		
江苏项目(三期)	CATL	江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目(三期)	2020Q1	江苏溧阳	74	24	89.4	22.6
		时代上汽动力电池生产线扩建项目	2021Q1	江苏溧阳	105	35		
		上汽时代、时代上汽先进动力电池产业化项目(二期)	2021Q2	江苏溧阳	120	26		
		江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目(四期)	2021Q3	江苏溧阳	116.5	30		
	中创新航	中航锂电江苏三期及四期项目	2021Q1	江苏常州	235	48		
	蜂巢能源	动力电池生产基地	2021Q2	江苏南京	56	14.6		
		22GWh 锂离子动力电池项目	2021Q4	江苏盐城	100	22		
		蜂巢能源动力锂离子电池项目(常州)	2022Q4	江苏常州	150	47.41		

	LG	南京生产基地及扩建	2018年以来	江苏南京	38亿美元	51+		
江门项目	中创新航	动力电池及储能系统江门基地项目	2022Q1	广东江门	200	60	62.4	17.18
		动力电池及储能系统广州基地项目	2022Q1	广东广州	200	50		
	欣旺达	欣旺达新能源生产基地项目	2022Q1	广东珠海	120	30		
	CATL	广东瑞庆时代锂离子电池生产项目一期	2021Q3	广东肇庆	120	30		
	广汽集团	巨湾技研建设电池生产基地	2022Q3	广东广州	36.9	8		
	瑞浦能源	动力与储能锂离子电池及系统制造基地项目	2021Q1	广东佛山	103	30		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所 *根据公司公告，以较为谨慎的 0.3 亿元/GWh 测算

公司与宁德时代和 ACC 等客户签订重大合同，全球化战略持续推进。(1)公司与法国 Automotive Cells Company SE(ACC)签订 2024-2030 年供货 2 亿套方形锂电池壳体和盖板的协议，ACC 致力于开发和生产具有良好性能和高安全性的电动汽车电池电芯及模组，总投资额约为 70 亿欧元，全球领先的汽车制造 Stellantis 集团、Mercedes-Benz(梅赛德斯-奔驰)和全球领先的多元化能源公司 Total Energies(道达尔能源)分别持有 ACC 三分之一的股权。(2)公司与宁德时代签订份额不低于 40%的供货协议，同时加强绿色降碳和全球供给配套。我们认为公司在国内的产线能力有望复制到全球工厂中，增强公司的全球配套能力。

表8：公司与客户签订的重大协议

公告时间	客户	产品	合作期限	内容
2022/12/15	ACC	方形锂电池壳体和盖板	2024 年至 2030 年	采购量上调至约 2 亿套
2022/12/9	宁德时代	电芯机械件	签署之日起至 2026 年 12 月 31 日	采购份额不低于 40%；绿色降碳，导入绿色铝和回收铝；加快海外基地建设
2022/12/1	ACC	方形锂电池壳体和盖板	2024 年至 2030 年	采购约 1 亿套方形锂电池壳体和盖板

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设

公司的主要业务包括锂电池精密结构件和汽车结构件等。

(1) 电池结构件

公司锂电池结构件已经进入宁德时代、中创新航、LG 等国内外头部电池厂供应链，与主要客户签订中长期供货协议，市场份额稳中有升，同时积极拓展 46 大圆柱结构件等新产品，产品销量有望保持较快增长，我们预计 2023-2025 年公司电池结构件销量分别同比增长 80%、45%、30%；电池结构件整体价格波动幅度不大，一般保持稳定年降，我们预计 2023-2025 年公司电池结构件价格分别同比下降 5%、4%、3%。因此我们预计公司 2023-2025 年电池结构件收入分别达到 142.39、198.20、249.93 亿元，同比增长 71.0%、39.2%、26.1%；受益于公司规模效益和技术升级，成本有望持续下降，毛利率稳中有升，我们预计公司 2023-2025 年电池结构件毛利率分别为 24.6%、24.8%、25.0%。

(2) 汽车结构件

公司汽车结构件业务目前体量较小，借助强大的技术优势和深厚的优质客户资源积累，有望受益于新能源汽车市场快速增长，结合新能源车市场销量增速，我们预计公司 2023-2025 年汽车结构件收入分别达到 4.12、5.36、6.43 亿元，同比增长 40.0%、30.0%、20.0%；毛利率总体水平不高，我们预计将保持相对平稳，分别为 7.6%、7.4%、7.2%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年整体收入分别达到 146.86、203.93、256.76 亿元，同比增长 69.7%、38.9%、25.9%；毛利率分别为 24.1%、24.4%、24.6%。

表9: 公司的业务拆分(单位: 百万元, %)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
公司整体	收入(百万元)	4,468	8,654	14,686	20,393	25,676
	同比(%)	125.1%	93.7%	69.7%	38.9%	25.9%
	成本(百万元)	3,295	6,589	11,140	15,426	19,369
	毛利率(%)	26.2%	23.9%	24.1%	24.4%	24.6%
锂电池结构件	收入(百万元)	4,322	8,327	14,239	19,820	24,993
	同比(%)	130.1%	92.6%	71.0%	39.2%	26.1%
	成本(百万元)	3,168	6,296	10,736	14,905	18,745
	毛利率(%)	26.7%	24.4%	24.6%	24.8%	25.0%
汽车结构件	收入(百万元)	106	295	412	536	643
	同比(%)	28.0%	177.8%	40.0%	30.0%	20.0%
	成本(百万元)	101	271	381	496	597
	毛利率(%)	4.8%	7.8%	7.6%	7.4%	7.2%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资意见

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是电池结构件头部供应商，优秀的产线和技术实力保障公司在大客户的市场份额稳中有升，同时积极拓展 46 大圆柱结构件等新产品。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.59、21.06、27.80 亿元，对应 EPS 分别为 6.22、8.98、11.86 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 19、13、10 倍。我们选取从事结构件板块的震裕科技、祥鑫科技、长盈精密和东山精密作为可比公司，2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 20、13、9 倍。目前公司龙头地位稳固，海外基地放量在即，有望享受更为广阔的市场需求，同时电池结构件延展性强，有望受益于大圆柱电池的量产，因此我们给予公司 2023 年 PE 24 倍，对应市值 350 亿元，目标价 149 元，上涨空间 25%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍)

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS(元/股)					PE			
		2023/6/9	(亿元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300953.SZ	震裕科技	67.76	70	1.01	2.37	3.92	6.45	67	29	17	11	
002965.SZ	祥鑫科技	49.24	88	1.44	3.69	5.52	7.57	34	13	9	7	
300115.SZ	长盈精密	11.01	132	0.04	0.43	0.78	0.99	311	26	14	11	
002384.SZ	东山精密	23.77	406	1.38	1.76	2.24	2.80	17	13	11	8	
平均值								107	20	13	9	
002850.SZ	科达利	119.20	280	3.84	6.22	8.98	11.86	31	19	13	10	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 *注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

5 风险提示

市场竞争加剧风险。随着下游动力锂电池及新能源汽车行业的快速发展，锂电池精密结构件市场前景广阔，市场规模将进一步扩大，新进入者投资意愿较强，因此未来国内市场的竞争将日趋激烈。如果公司不能够通过产能扩大和技术升级来保持自身的竞争优势，激烈的竞争环境或将导致公司市场占有率下滑，进而对公司的经营业绩产生不利影响。

客户集中度较高风险。公司实行重点领域的大客户战略，通过与大客户的紧密合作实现了公司的持续快速发展；且公司下游应用领域动力电池行业的市场份额较为集中，形成公司客户集中度较高的情形。若公司主要客户受行业政策或市场等原因使其经营状况发生变化，致其对公司产品的需求大幅下降，或者公司与主要客户的稳定合作关系发生变动，均会对公司经营业绩产生不利影响。

固定资产折旧增加的风险。公司各募集资金投资项目及自投产能扩张项目前期固定资产的投入如研发设备、生产设备投入资金巨大，又由于各项目产生经济效益需要一定的时间，其产生的实际收益可能不及预期收益，因此在各项目建成投产后的初期阶段，新增固定资产折旧将可能对公司的经营业绩产生一定的影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,501	10,929	13,967	16,796
现金	2,242	2,354	2,471	2,595
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2,841	5,037	6,848	8,456
其它应收款	21	36	50	63
预付账款	23	45	62	77
存货	1,240	2,097	2,904	3,646
其他	1,134	1,360	1,632	1,959
非流动资产	6,674	8,972	10,649	11,905
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	5,016	6,476	7,910	9,125
无形资产	408	543	673	798
在建工程	662	1,331	1,416	1,308
其他	588	622	651	674
资产总计	14,174	19,901	24,616	28,701
流动负债	6,519	10,823	13,405	14,674
短期借款	1,816	3,511	3,849	3,328
应付款项	4,283	6,796	8,947	10,653
预收账款	0	0	0	0
其他	420	517	608	693
非流动负债	1,827	1,827	1,827	1,827
长期借款	258	258	258	258
其他	1,569	1,569	1,569	1,569
负债合计	8,347	12,650	15,232	16,501
少数股东权益	98	117	144	181
归属母公司股东权益	5,730	7,134	9,240	12,020
负债和股东权益	14,174	19,901	24,616	28,701

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	438	1,332	2,190	2,752
净利润	913	1,478	2,134	2,817
折旧摊销	406	402	521	638
财务费用	80	192	242	237
投资损失	32	0	0	0
营运资金变动	722	3	(75)	(430)
其它	(1,715)	(744)	(632)	(509)
投资活动现金流	(2,053)	(2,666)	(2,169)	(1,871)
资本支出	(2,596)	(2,500)	(2,000)	(1,700)
长期投资	7	0	0	0
其他	536	(166)	(169)	(171)
筹资活动现金流	3,057	1,447	96	(758)
短期借款	1,356	1,694	339	(521)
长期借款	178	0	0	0
其他	1,523	(247)	(242)	(237)
现金净增加额	1,442	112	118	124

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,654	14,686	20,393	25,676
营业成本	6,589	11,140	15,426	19,369
营业税金及附加	43	98	128	154
营业费用	34	73	102	128
管理费用	235	441	591	719
研发费用	545	955	1,326	1,669
财务费用	80	192	242	237
资产减值损失	121	147	204	257
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(32)	0	0	0
其他经营收益	57	0	0	0
营业利润	1,032	1,640	2,374	3,144
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	1,029	1,640	2,374	3,144
所得税	116	161	240	327
净利润	913	1,478	2,134	2,817
少数股东损益	12	19	27	36
归属母公司净利润	901	1,459	2,106	2,780
EBITDA	1,507	2,228	3,130	4,011
EPS(最新摊薄)	3.84	6.22	8.98	11.86

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	93.70%	69.71%	38.87%	25.91%
营业利润	69.65%	58.83%	44.80%	32.43%
归属母公司净利润	66.39%	61.91%	44.35%	32.00%
获利能力				
毛利率	23.86%	24.14%	24.36%	24.56%
净利率	10.55%	10.07%	10.46%	10.97%
ROE	17.22%	22.31%	25.32%	25.76%
ROIC	12.26%	14.87%	17.35%	19.15%
偿债能力				
资产负债率	58.89%	63.57%	61.88%	57.49%
净负债比率	26.30%	30.75%	27.76%	22.46%
流动比率	1.15	1.01	1.04	1.14
速动比率	0.96	0.82	0.83	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.86	0.92	0.96
应收账款周转率	3.94	3.68	3.32	3.18
应付账款周转率	3.97	3.73	3.58	3.54
每股指标(元)				
每股收益	3.84	6.22	8.98	11.86
每股经营现金	1.87	5.68	9.34	11.74
每股净资产	24.44	30.42	39.40	51.26
估值比率				
P/E	31.02	19.16	13.27	10.05
P/B	4.88	3.92	3.03	2.33
EV/EBITDA	18.54	13.31	9.55	7.30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称“本公司”)对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>