

2021年04月15日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

## 股权激励方案落地，长期成长空间广阔 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1985	4127	5876	7617
同比(%)	-11.0%	107.9%	42.4%	29.6%
归母净利润(百万元)	179	444	627	880
同比(%)	-24.7%	148.4%	41.3%	40.3%
每股收益(元/股)	0.77	1.91	2.69	3.78
P/E(倍)	85.51	34.42	24.35	17.35

### 投资要点

- **股权激励方案落地，覆盖范围广，利于公司长期发展。**公司计划授予 600 万份股票期权，占本激励计划草案公告时总股本 2.58%，其中首次授予 538.5 万份，占比 89.75%，首次授予 392 人，占总员工人数的 13%，覆盖范围广。期权在授予日起 12 个月后的未来 36 个月内分比例行权，行权价为 64.18 元（4 月 14 日收盘价的 98%）。公司设立公司、个人层面考核，要求：21 年营收不低于 35 亿元、21-22 年累计营收不低于 75 亿元，21-23 年累计营收不低于 120 亿元，此次股权激励为上市以来首次，业绩目标较低易实现，以激励为员工为主，目标在于绑定核心管理层及技术人员，保障长期稳定发展。
- **2020Q4 业绩拐点已现，21 年开启高增长。**2020Q4 公司满产下盈利水平大幅提升，毛利率 36%，环比增长 11pct；扣除减值损失 0.75 亿后净利率仍达 0.8 亿，净利率 10.5%，环比增长 1pct，盈利拐点已现。公司 2021Q1 满产，我们预计收入 8 亿左右，环比微增，同比+150%以上，2021Q1 受原材料涨价影响，净利率 11%超预期，后续有望持续改善。Q2 公司产能释放，收入有望达到 10 亿，环比增长 25%，毛利率环比提升，全年预计营收超 40 亿元，同比翻番。
- **客户结构逐步多元化，锁定国内外大客户，叠加 22 年海外客户增长，长期成长空间足够大。**公司作为全球结构件龙头，是宁德时代的主供，份额近 60%。在绑定宁德时代的同时，20 年公司客户结构进一步优化，对头部客户依赖度显著降低，其他大客户开拓顺利，公司与中航锂电、亿纬锂能、欣旺达、比亚迪、LG、松下、特斯拉、三星等知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。
- **公司产能规划庞大，锁定高端客户提前建产能，有新进入者但龙头地位稳固。**20 年底公司产值超过 40 亿，海外规划德国、瑞典、匈牙利基地，共 20 亿产值+，预计 22 年陆续释放，国内新增宜宾基地、惠州三期等，合计规划产值将达到 140 亿+，是竞争对手 10 倍以上，公司在研发能力、生产管理、产能布局、成本管控等方面全面领先，尽管有新进入者，但公司定位高端客户和高端产品，优势明显，龙头地位稳固。
- **盈利预测与投资评级：**由于市场担心竞争格局和去年短暂的调整导致公司估值偏低，我们认为基本面 21 年反转，产能和海外客户布局开始见成效，未来成长空间较为确定。我们基本维持此前盈利预测，我们预计 21-23 年净利润 4.4/6.3/8.8 亿，同比增长 148%/41%/40%，对应 PE 为 34x/24x/17x，给予 21 年 50xPE，对应目标价 96 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量低于预期，政策低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	65.58
一年最低/最高价	45.98/103.39
市净率(倍)	3.83
流通 A 股市值(百万元)	8526.21

### 基础数据

每股净资产(元)	17.13
资产负债率(%)	25.60
总股本(百万股)	232.92
流通 A 股(百万股)	130.01

### 相关研究

- 1、《科达利 (002850)：2020 年报及 2021Q1 预告点评：经营情况持续向好，Q1 业绩亮眼》2021-03-28
- 2、《科达利 (002850)：就近配套锁定大客户，产能扩张优势进一步扩大》2021-02-05
- 3、《科达利 (002850) 三季报点评：业绩加速恢复，Q4 将持续改善》2020-10-29

**股权激励方案落地，覆盖范围广，利于公司长期发展。**公司计划授予 600 万份股票期权，占本激励计划草案公告时总股本 2.58%，其中首次授予 538.5 万份，占比 89.75%，首次授予 392 人，占总员工人数的 13%，覆盖范围广。期权在授予日起 12 个月后的未来 36 个月内分比例行权，行权价为 64.18 元（4 月 14 日收盘价的 98%）。公司设立公司、个人层面考核，要求：21 年营收不低于 35 亿元、21-22 年累计营收不低于 75 亿元，21-23 年累计营收不低于 120 亿元，此次股权激励为上市以来首次，业绩目标较低易实现，以激励为员工为主，目标在于绑定核心管理层及技术人员，保障长期稳定发展。

表 1: 首次股权激励情况

	草案公告日	授予日	解禁年份	授予人数	授予价格 (元/股)	公告日收盘价 (元/股)	授予数量 (万股)	占总股本 比例	平均每人 授股数 (万股)	每人需支 付金额 (万元)
第一期	2021/4/12	公告日后60天内	2022-2025	392	64.18	60.20	600	2.58%	1.53	98.23

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 股权激励考核目标

考核层面	解除限制安排	解除限售日期	预计解除限售比例	业绩考核目标	
2021年股权激励	公司层面	首次授予的限制性股票第一个解除限售期	12个月-24个月	40%	2021年营业收入不低于35亿元
		首次授予的限制性股票第二个解除限售期	24个月-36个月	30%	2021-2022年累计营业收入不低于75亿元
		预留的限制性股票第一个解除限售期	12个月-24个月	50%	2021-2022年累计营业收入不低于75亿元
		首次授予的限制性股票第三个解除限售期	36个月-48个月	30%	2021-2023年累计营业收入不低于120亿元
		预留的限制性股票第二个解除限售期	24个月-36个月	50%	2021-2023年累计营业收入不低于120亿元
		个人层面			
如果公司层面业绩考核达标，激励对象当年实际行权的股票期权数量=个人当年计划行权的股票数量×个人层面可行权比例					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新增 21-24 年费用，21 年需摊销约 0.15 亿元。**假设授予日公司收盘价为 64.18 元/股，公司测算 21 年股权激励需分摊总费用为 4953 万元，21-24 年分别需分摊 1522/2066/1087/278 万元，将在经常性损益中列支。

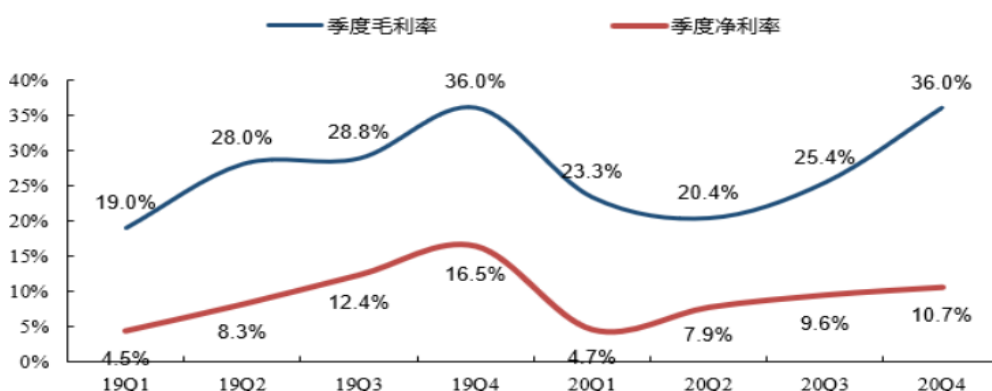
表 3: 股权激励费用情况

	预计摊销费用 (万元)	2021	2022	2023	2024
2021年激励计划	4953.2	1522.38	2065.84	1087.44	277.54

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**2020Q4 业绩拐点已现，21 年开启高增长。**2020Q4 公司满产下盈利水平大幅提升，毛利率 36%，环比增长 11pct；扣除减值损失 0.75 亿后净利率仍达 0.8 亿，净利率 10.5%，环比增长 1pct，盈利拐点已现。公司 2021Q1 满产，我们预计收入 8 亿左右，环比微增，同比+150%以上，2021Q1 受原材料涨价影响，净利率 11%超预期，后续有望持续改善。2021Q2 公司产能释放，收入有望达到 10 亿，环比增长 25%，毛利率环比提升，全年预计营收超 40 亿元，同比翻番。

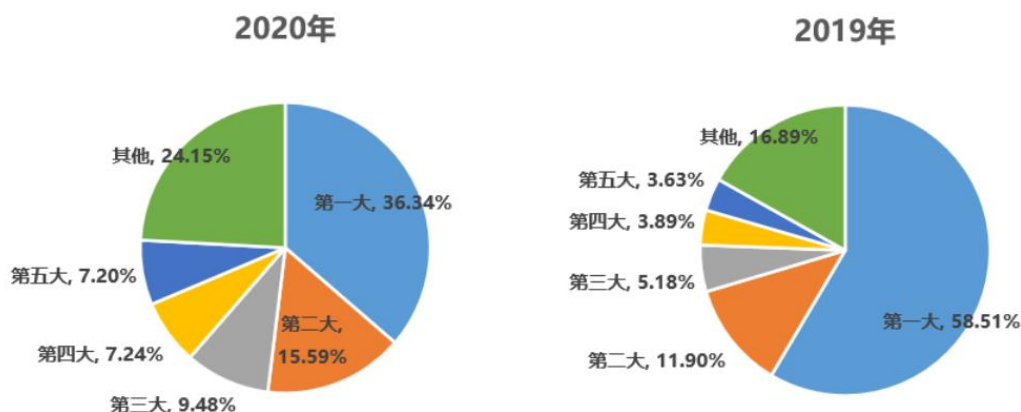
图 1: 公司分季度毛利率、净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**客户结构逐步多元化，锁定国内外大客户，叠加 22 年海外客户增长，长期成长空间较为确定。**公司作为全球结构件龙头，是宁德时代的主供，份额近 60%。在绑定宁德时代的同时，20 年公司客户结构进一步优化，对头部客户依赖度显著降低，其他大客户开拓顺利，公司与中航锂电、亿纬锂能、欣旺达、比亚迪、LG、松下、特斯拉、三星等知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。此外，公司积极拓展海外客户，与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入，并拟在德国、匈牙利建设生产基地为当地客户配套供应结构件，22 年开始投产。公司锁定全球一线企业订单，多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，21 年宁德时代需求旺盛，公司凭借产品、产能优势，我们预计今年在宁德时代的份额将恢复，此外海外客户 22 年将增长，长期成长空间较为确定。

图 2: 公司客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司产能规划庞大，锁定高端客户提前建产能，有新进入者但龙头地位稳固。**20 年底公司产值超过 40 亿，同时在建惠州二期、宁德基地，海外已规划德国基地（产值约 1 亿欧元）、瑞典基地（产值约 1.2 亿欧元）、匈牙利基地（产值约 0.8 亿欧元），计划配套宁德时代德国基地、Northvolt 瑞典基地、特斯拉欧洲基地等，预计于 2022 年陆续释放；国内新增建设宜宾基地（预计 20 亿产值）、惠州三期（预计 4.9 亿产值）等，预计在宁德时代的份额将进一步提高。公司产能规划庞大，全部达产后，我们预计远期产值将达到 140 亿以上。公司目前产能是竞争对手 10 倍以上，未来将进一步增强公司的规模优势，新进入者难以构成威胁，公司在研发能力、生产管理、产能布局、成本管控等方面全面领先，龙头地位稳固。

**盈利预测：**由于市场担心竞争格局和去年短暂的调整导致公司估值偏低，我们认为基本面 21 年反转，产能和海外客户布局开始见成效，未来成长空间较为确定。我们基本维持此前盈利预测，预计 21-23 年净利润 4.4/6.3/8.8 亿，同比增长 148%/41%/40%，对应 PE 为 34x/24x/17x，给予 21 年 50xPE，对应目标价 96 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**销量低于预期，政策低于预期

科达利三大财务预测表

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>2999</b>	<b>3883</b>	<b>5063</b>	<b>6259</b>	<b>营业收入</b>	<b>1985</b>	<b>4127</b>	<b>5876</b>	<b>7617</b>
现金	773	413	588	762	减:营业成本	1426	3000	4241	5510
应收账款	808	1558	2218	2874	营业税金及附加	16	33	47	61
存货	339	806	1150	1502	营业费用	43	83	118	152
其他流动资产	1079	1106	1107	1121	管理费用	87	180	254	305
<b>非流动资产</b>	<b>2473</b>	<b>2798</b>	<b>3441</b>	<b>3902</b>	研发费用	133	274	381	457
长期股权投资	1	1	1	1	财务费用	12	31	21	26
固定资产	1948	2280	2580	2848	资产减值损失	75	-12	45	45
在建工程	255	255	555	755	加:投资净收益	-16	-16	-16	-16
无形资产	162	157	201	195	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	107	105	104	103	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5472</b>	<b>6681</b>	<b>8505</b>	<b>10161</b>	<b>营业利润</b>	<b>200</b>	<b>532</b>	<b>754</b>	<b>1055</b>
<b>流动负债</b>	<b>1255</b>	<b>2142</b>	<b>3506</b>	<b>4518</b>	加:营业外净收支	6	6	6	5
短期借款	323	221	802	1015	<b>利润总额</b>	<b>195</b>	<b>527</b>	<b>748</b>	<b>1050</b>
应付账款	553	1163	1644	2136	减:所得税费用	18	83	120	168
其他流动负债	380	758	1060	1367	少数股东损益	-1	0	1	2
<b>非流动负债</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>146</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>444</b>	<b>627</b>	<b>880</b>
长期借款	47	47	47	47	EBIT	212	564	775	1080
其他非流动负债	99	99	99	99	EBITDA	412	739	982	1320
<b>负债合计</b>	<b>1401</b>	<b>2288</b>	<b>3652</b>	<b>4664</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	82	82	83	85	每股收益(元)	0.77	1.91	2.69	3.78
归属母公司股东权益	3989	4312	4769	5412	每股净资产(元)	17.13	18.51	20.48	23.24
<b>负债和股东权益</b>	<b>5472</b>	<b>6681</b>	<b>8505</b>	<b>10161</b>	发行在外股份(百万股)	233	233	233	233
					ROIC(%)	5.9%	11.6%	12.7%	15.1%
					ROE(%)	4.5%	10.3%	13.2%	16.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	28.2%	27.3%	27.8%	27.7%
经营活动现金流	84	410	650	941	销售净利率(%)	8.9%	10.8%	10.7%	11.6%
投资活动现金流	-930	-516	-866	-716	资产负债率(%)	25.6%	34.2%	42.9%	45.9%
筹资活动现金流	1421	-254	391	-50	收入增长率(%)	-11.0%	107.9%	42.4%	29.6%
现金净增加额	575	-361	175	174	净利润增长率(%)	-24.7%	148.4%	41.3%	40.3%
折旧和摊销	200	175	207	239	P/E	85.51	34.42	24.35	17.35
资本开支	445	500	850	700	P/B	3.83	3.22	2.91	2.57
营运资本变动	-382	-244	-267	-267	EV/EBITDA	38	19	15	11

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>