

逐季提升，龙头重回高增长

买入 (维持)

2021 年 04 月 23 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

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,985	4,351	6,174	8,011
同比 (%)	-11.0%	119.2%	41.9%	29.8%
归母净利润 (百万元)	179	472	681	952
同比 (%)	-24.7%	164.4%	44.1%	39.9%
每股收益 (元/股)	0.77	2.03	2.92	4.09
P/E (倍)	95.18	35.99	24.98	17.85

投资要点

■ 公司 Q1 归母净利 0.88 亿元，同比+541%，偏业绩预告上限，符合市场预期。2021 年 Q1 公司营业收入 8.00 亿元，同比增长 169.95%，环比上升 4.67%；归母净利润 0.88 亿元，同比增长 473.69%，环比上涨 8.97%；扣非净利润 0.81 亿元，同比增长 541.42%，环比上涨 13.3%。盈利能力方面，21 年 Q1 毛利率为 25.93%，同比增加 2.62pct，环比下降 10pct，若剔除 Q4 会计处理影响 (Q4 实际毛利率为 30%)，毛利率环比下降 4pct，主要受春节及原材料涨价影响；但归母净利率为 10.93%，同比增加 5.78pct，环比+0.43pct，基本持平。

■ 公司预告 1H 利润 1.9-2.2 亿，同比增 306%-370%，略超市场预期。其中，21Q2 归母净利 1.03-1.33 亿元，同增 225%-321%，环增 17%-51%。公司预计二季度动力电池精密结构件的销售将继续保持旺盛状态，且盈利能力同比将大幅提升。

■ Q1 营收及利润持续向上，21 年重回高增长。Q1 公司满产满销，收入 8 亿元，环比增长 5%，同比大增 170%。但由于铝、铜等原材料涨价，推动公司成本上升，Q1 公司毛利率为 25.93%，同比增加 2.62pct，环比下降 10pct，若剔除 Q4 会计处理影响 (Q4 实际毛利率为 30%)，Q1 毛利率实际环比下降 4pct。但 Q1 公司费用率及减值损失降低，净利率维持 10.5%。2021Q2 公司产能释放，收入有望 10 亿+，环比增长 25%，公司预告净利润中值 1.18 亿，我们预计净利率提升至 11%左右，盈利水平环比再提升，全年预计营收超 40 亿元，同比翻番，盈利能力逐季提升。

■ 22 年海外客户开始放量，客户结构多样化，长期空间确定。公司为国内结构件龙头企业，主要客户为宁德、lg、中航、松下、亿纬等一线电池企业。21 年宁德时代需求旺盛，公司凭借产品、产能优势，我们预计在宁德时代的份额逐步恢复至 60%以上，公司通过就近配套，深度锁定宁德。此外海外客户 22 年成长空间确定。公司与 Northvolt 签订 40gwh 供货协议，公司预计从 22 年开始贡献收入。同时在德国、匈牙利建设生产基地为当地客户配套供应结构件，其中匈牙利基地配套三星，将于 21 年下半年投产，德国基地配套宁德时代工厂，将于 22 年开始投产。

投资建议

■ 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。由于行业需求旺盛，我们上修盈利预测，从 21-23 年净利润预期 4.4/6.3/8.8 亿，上修至 4.7/6.8/9.5 亿，同比增长 164%/44%/40%，对应 PE 为 36x/25x/18x，给予 21 年 50xPE，对应目标价 101.4 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	73.00
一年最低/最高价	50.04/103.11
市净率(倍)	4.18
流通 A 股市值(百万元)	9490.90

基础数据

每股净资产(元)	17.48
资产负债率(%)	26.92
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): 股权激励方案落地，长期成长空间广阔》2021-04-15

2、《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

3、《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

公司 Q1 归母净利 0.88 亿元，同比+541%，偏业绩预告上限，符合市场预期。2021 年 Q1 公司营业收入 8.00 亿元，同比增长 169.95%，环比上升 4.67%；归母净利润 0.88 亿元，同比增长 473.69%，环比上涨 8.97%；扣非净利润 0.81 亿元，同比增长 541.42%，环比上涨 13.3%。盈利能力方面，21 年 Q1 毛利率为 25.93%，同比增加 2.62pct，环比下降 10pct，若剔除 Q4 会计处理影响（Q4 实际毛利率为 30%），毛利率环比下降 4pct，主要受春节及原材料涨价影响；但归母净利率为 10.93%，同比增加 5.78pct，环比+0.43pct，基本持平。

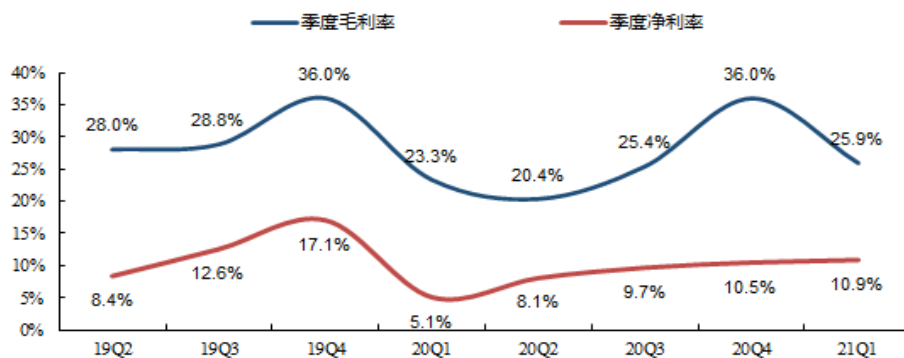
公司预告 1H 利润 1.9-2.2 亿，同比增 306%-370%，略超市场预期。其中，21Q2 归母净利 1.03-1.33 亿元，同增 225%-321%，环增 17%-51%。公司预计二季度动力电池精密结构件的销售将继续保持旺盛状态，且盈利能力同比将大幅提升。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		800.2	764.5	533.3	390.9	296.4
-同比		169.95%	44.21%	1.15%	-43.21%	-38.79%
毛利率		25.93%	35.95%	25.41%	20.36%	23.31%
归母净利润(百万)	102.5-132.5	87.5	80.3	51.6	31.5	15.3
-同比	225.4%-320.6%	473.69%	11.55%	-22.21%	-45.25%	-32.66%
归母净利率		10.93%	10.50%	9.67%	8.07%	5.15%
扣非归母净利润(百万)		80.67	71.18	49.88	28.11	12.58
-同比		541.42%	-18.06%	-19.26%	-50.56%	-30.93%
扣非归母净利率		10.08%	9.31%	9.35%	7.19%	4.24%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

Q1 营收及利润持续向上，21 年重回高增长。Q1 公司满产满销，收入 8 亿元，环比增长 5%，同比大增 170%。但由于铝、铜等原材料涨价，推动公司成本上升，Q1 公司毛利率为 25.93%，同比增加 2.62pct，环比下降 10pct，若剔除 Q4 会计处理影响（Q4 实际毛利率为 30%），Q1 毛利率实际环比下降 4pct。但 Q1 公司费用率及减值损失降低，净利率维持 10.5%。2021Q2 公司产能释放，收入有望达 10 亿+，环比增长 25%，公司预告净利润中值 1.18 亿元，我们预计净利率提升至 11%左右，受益于产能用量提升，盈利水平环比再提升，全年预计营收超 40 亿元，同比翻番，盈利能力逐季提升。此前公司公告股权激励计划，为上市以来首次，要求 21 年营收不低于 35 亿元，激励员工，推动公司长期稳发展。

22 年海外客户开始放量，客户结构多样化，长期空间确定。公司为国内结构件龙头企业，主要客户为宁德、lg、中航、松下、亿纬等国内外一线电池企业。21 年宁德时代需求旺盛，公司凭借产品、产能优势，我们预计在宁德时代的份额逐步恢复至 60%以上，同时公司通过就近配套，深度锁定宁德时代，主供地位稳固。此外海外客户 22 年将增长，长期成长空间较为确定。公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。同时在德国、匈牙利建设生产基地为当地客户配套供应结构件，其中匈牙利基地主要配套三星，将于 21 年下半年投产，德国基地配套宁德时代工厂，将于 22 年开始投产，多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能。

公司产能规划庞大，锁定高端客户，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。

公司费用控制良好，欧洲前期建设展开导致管理费用增加。2021 年 Q1 公司期间费用合计 0.91 亿元，同比增长 67.94%，费用率为 11.39%，同比降 6.92pct，环比微升 0.22pct。2021Q1 销售费用 0.18 亿元，销售费用率 2.29%，同比降 0.16pct；管理费用 0.29 亿元，管理费用率 3.57%，同比降 2.53pct；财务费用 0.02 亿元，财务费用率 0.30%，

同比降 2.32pct；研发费用 0.42 亿元，研发费用率 5.23%，同比下降 1.90pct。公司 2021 年 Q1 计提资产减值损失为 0.03 亿元；计提信用减值损失 0.1 亿元。

图 3：季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	7.26	-3.52	1.81	36.95	18.35
-销售费用率	2.45%	-0.90%	0.34%	4.83%	2.29%
管理费用	18.09	22.77	19.01	27.28	28.56
-管理费用率	6.10%	5.82%	3.57%	3.57%	3.57%
研发费用	21.14	33.17	44.87	33.23	41.83
-研发费用率	7.13%	8.49%	8.41%	4.35%	5.23%
财务费用	7.76	8.03	8.34	-12.08	2.38
-财务费用率	2.62%	2.05%	1.56%	-1.58%	0.30%
期间费用	54.25	60.45	74.03	85.38	91.11
-期间费用率	18.30%	15.46%	13.88%	11.17%	11.39%
资产减值损失	-0.02	-1.64	4.87	-59.73	-3.26
信用减值损失	1.79	3.98	-9.46	-15.02	-9.55

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营性现金流改善，加大资本开支。截止 2021 年 Q1 公司存货为 3.76 亿，较年初增长 11.01%；应收账款 8.81 亿，较年初增长 9.06%；预付账款 0.03 亿，较年初下降 15.75%。2021 年 Q1 公司经营活动净现金流出 0.09 亿，同比下降 63.9%（去年同期流出 0.26 亿元）；投资活动净现金流出 3.48 亿，同比上升 901%；资本开支为 3.04 亿，同比上升 235%。账面现金为 4.86 亿，较年初下降 37%；在建工程 2.9 亿元，较年初增长 14%。

投资建议：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。由于行业需求旺盛，我们上修盈利预测，从 21-23 年净利润预期 4.4/6.3/8.8 亿，上修至 4.7/6.8/9.5 亿，同比增长 164%/44%/40%，对应 PE 为 36x/25x/18x，给予 21 年 50xPE，对应目标价 101.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格上涨。

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
流动资产	2,999	4,039	5,269	6,532	营业收入	1,985	4,351	6,174	8,011
现金	773	435	617	801	减:营业成本	1,426	3,163	4,457	5,798
应收账款	808	1,642	2,330	3,023	营业税金及附加	16	35	49	64
存货	339	852	1,212	1,584	销售费用	43	87	123	160
其他流动资产	1,065	1,090	1,088	1,097	管理费用	87	174	228	272
非流动资产	2,473	2,798	3,441	3,902	研发费用	132	296	414	529
长期股权投资	1	1	1	1	财务费用	12	32	22	25
固定资产	1948	2280	2580	2848	资产减值损失	75	-8	46	46
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	362	360	659	858	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,472	6,838	8,710	10,434	营业利润	200	566	817	1,136
流动负债	1,255	2,277	3,652	4,679	加:营业外净收支	-6	-6	-6	-6
短期借款	323	254	812	994	利润总额	195	561	812	1,136
应付账款	553	1,226	1,727	2,247	减:所得税费用	18	89	130	182
其他流动负债	380	798	1,113	1,437	少数股东损益	-1	0	1	2
非流动负债	146	146	146	146	归属母公司净利润	179	472	681	952
长期借款	47	47	47	47	EBIT	212	599	839	1,161
其他非流动负债	99	99	99	99	EBITDA	412	774	1,046	1,400
负债合计	1,401	2,423	3,798	4,824	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	82	82	83	85	每股收益(元)	0.77	2.03	2.92	4.09
归属母公司股东权益	3,989	4,332	4,829	5,525	每股净资产(元)	17.13	18.60	20.73	23.72
负债和股东权益	5,472	6,838	8,710	10,434	发行在外股份(百万股)	233	233	233	233
					ROIC(%)	5.9%	12.1%	13.5%	16.0%
					ROE(%)	4.5%	10.9%	14.1%	17.2%
						28.2%	27.3%	27.8%	27.6%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	84	408	696	973	毛利率(%)				
投资活动现金流	-930	-516	-866	-690	销售净利率(%)	8.9%	10.9%	11.0%	11.9%
筹资活动现金流	1,421	-230	353	-100	资产负债率(%)	25.6%	35.4%	43.6%	46.2%
现金净增加额	575	-338	182	184	收入增长率(%)	-11.0%	119.2%	41.9%	29.8%
折旧和摊销	200	175	207	239	归属母公司净利润(%)	-24.7%	164.4%	44.1%	39.9%
资本开支	445	500	850	700	P/E	95.18	35.99	24.98	17.85
营运资本变动	-382	-280	-277	-282	P/B	4.26	3.92	3.52	3.08
					EV/EBITDA	42	23	17	12

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>