

科达利

002850

审慎增持 (维持)

产能扩张步伐加速, 4680 量产在即

2022年7月11日

市场数据

市场数据日期 2022-7-8

收盘价(元)	170.01
总股本(百万股)	234
流通股本(百万股)	155
总市值(百万元)	39798
流通市值(百万元)	26377
净资产(百万元)	4713
总资产(百万元)	8172
每股净资产(元)	20.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4468	9268	13736	18641
同比增长	125.1%	107.5%	48.2%	35.7%
归母净利润(百万元)	542	1110	1757	2484
同比增长	203.2%	105.0%	58.3%	41.3%
毛利率	26.2%	24.7%	26.1%	26.7%
净利率	12.2%	12.0%	12.9%	13.4%
净资产收益率	11.9%	18.9%	23.0%	24.5%
每股收益(元)	2.31	4.74	7.51	10.61
每股经营现金流(元)	1.43	3.39	7.84	12.00

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证电新】科达利年报点评: 产能加速提升, 海内外市场稳步扩张-20220401

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

孙昱续

sunzhaoxu@xyzq.com.cn

S0190522010001

投资要点

- 公司精密件模具起家, 深耕行业廿六载已成为龙头企业。深圳市科达利实业股份有限公司成立于 1996 年, 目前公司是国内领先的精密结构件产品研发及制造商, 核心业务为锂电池精密结构件。
- 受益于新能源汽车及动力电池行业高景气度, 锂电结构件行业市场空间可期。结构件作为动力电池重要部分, 目前单 GWh 价值量约 0.4-0.5 亿元。根据封装形式的不同, 动力电池可分为方形、圆柱和软包。其中圆柱和方形电池使用硬壳, 封装结构较为相似, 软包电池使用铝塑膜。将硬壳结构件作为公司所处行业进行测算, 我们预计到 2025 年行业市场规模接近 300 亿元, 从 2021 年-2025 年 CAGR 为 28.6%, 行业高成长趋势确定。
- 公司产能加速扩张, 今年有望翻番。受益于新能源汽车及动力电池行业高速增长, 公司加快产能扩张步伐, 其中今年惠州基地产值有望超 30 亿元、江苏基地产值有望超 20 亿元, 为公司业绩打下坚实基础; 海外基地加快建设, 匈牙利、德国、瑞典工厂逐步投产, 全年产值近 10 亿元, 助力公司加快海外市场扩张。
- 公司技术优势领先, 4680 带来新增量。公司在结构件领域技术优势明显, 可优先获得客户认证, 具有先发优势, 现已进入特斯拉、LG、松下、宁德时代、亿纬锂能等 4680 供应链, 将为公司业绩带来新增量。
- 投资建议: 公司是锂电结构件行业龙头, 随着产能扩张步伐加快, 4680 放量在即, 客户结构持续优化, 未来量利齐升下龙头地位稳固。调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.10、17.57、24.84 亿元, 对应 EPS 分别为 4.74、7.51、10.61 元, 对应 7 月 8 日收盘价的 PE 分别为 35.8、22.6、16.0 倍, 维持审慎增持评级。

风险提示: 下游需求不及预期、原材料价格持续上行、宏观经济波动、行业政策变化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目录

1. 深耕电池结构件二十余年，拥抱新能源汽车风口	- 4 -
1.1 公司概况：稳居行业龙头地位，客户结构优质	- 4 -
1.2 业务分析：结构件行业优势显著，公司业绩快速增长	- 5 -
1.3 财务状况：业绩快速上升，盈利能力保持稳定	- 7 -
1.4 研发情况：加强研发投入，构建公司护城河	- 8 -
2. 受益于新能源车高景气度，结构件赛道增量确定	- 10 -
2.1 锂电结构件工艺精细，处于电池环节重要地位	- 10 -
2.2 结构件行业重资产，盈利能力处于锂电产业链中游	- 12 -
2.3 上游价格波动频繁，下游需求持续旺盛	- 13 -
3. 产能加速扩张，4680 先发优势显著	- 17 -
4. 盈利预测与投资建议	- 19 -
5. 风险提示	- 20 -

图目录

图 1、公司发展历程	- 4 -
图 2、截至 2022 年 7 月 8 日，励氏兄弟合计持股 45.74%，股权结构稳定	- 5 -
图 3、公司主要产品为各类结构件	- 6 -
图 4、2021 年公司营业收入构成	- 6 -
图 5、2021 年公司前五大客户占比达 77%	- 7 -
图 6、公司主要客户	- 7 -
图 7、公司 2017-2021 年营业收入及变化情况	- 7 -
图 8、公司 2021 年扣非归母净利润	- 7 -
图 9、2018-2021 年销售费用率及变化情况	- 8 -
图 10、2018-2021 年管理费用率及变化情况	- 8 -
图 11、2018-2021 年财务费用率及变化情况	- 8 -
图 12、2018-2021 年毛利率、净利率及变化情况	- 8 -
图 13、2021 年公司研发人员超 1200 人	- 9 -
图 14、2021 年公司研发投入达 2.75 亿元	- 9 -
图 15、公司申请专利数量保持上升趋势（单位：项）	- 10 -
图 16、常见的锂电池结构示意图	- 11 -
图 17、锂电池精密结构件产品	- 11 -
图 18、动力锂电池盖板主要生产工艺及模式	- 11 -
图 19、动力锂电池壳体主要生产工艺及模式	- 12 -
图 20、结构件环节盈利能力处于中游	- 13 -
图 21、结构件环节固定资产占比较高	- 13 -
图 22、今年以来 3 月初以来，铝价出现下降（元/吨）	- 13 -
图 23、科达利材料成本维持在 55% 以上	- 14 -
图 24、震裕科技成本结构相对稳定	- 14 -
图 25、中国新能源汽车 6 月销量达 57.1 万辆	- 15 -
图 26、中国动力锂电池 5 月产量达 35.6 GWh	- 15 -
图 27、2021 年宁德时代全球动力锂电池装机市占率达 32.6%	- 15 -
图 28、4680 防爆阀设计示意图	- 18 -
图 29、预计 4680 将为公司带来新的业绩增量	- 19 -

表目录

表 1、公司已实现量产的项目	- 9 -
表 2、结构件市场规模快速增长，预计到 2025 年接近 300 亿元	- 16 -
表 3、公司产能扩建加快，预计产值同步上升	- 17 -
表 4、电池企业大圆柱研发进展	- 18 -

报告正文

1. 深耕电池结构件二十余年，拥抱新能源汽车风口

1.1 公司概况：稳居行业龙头地位，客户结构优质

公司精密件模具起家，深耕行业廿六载已成为龙头企业。深圳市科达利实业股份有限公司成立于 1996 年，公司从精密件模具制造起步，业务重心逐步转向锂电结构件，目前公司是国内领先的精密结构件产品研发及制造商，核心业务为锂电池精密结构件（主要为动力及储能锂电池精密结构件、便携式锂电池精密结构件），同时也经营汽车结构件和其他结构件业务。截至 2015 年，锂电结构件业务占比超 90%，比亚迪为公司最大客户。2016 年起，受益于动力电池市场的快速扩张，宁德时代成为公司第一大客户。2017 年 3 月公司在深圳证券交易所上市，证券代码为 002850。近年来，公司积极扩张海内外业务，已和产业链下游优质客户达成合作关系，2020 年赴欧洲建厂，全球化布局徐徐展开。

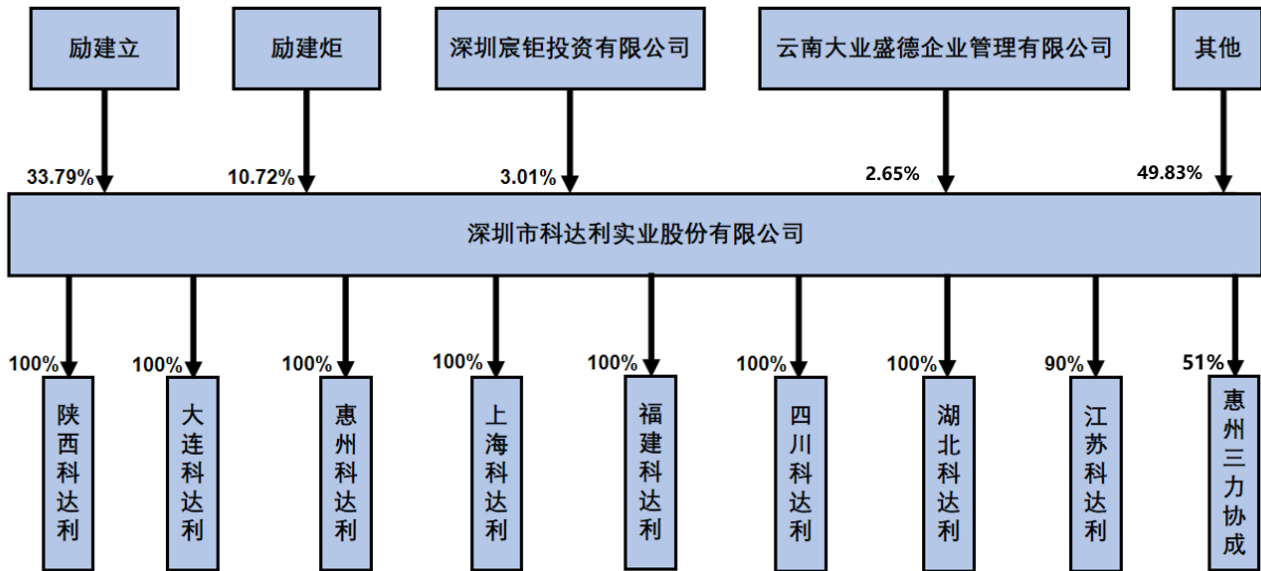
图 1、公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司实际控制人为励建立、励建炬兄弟，二者作为一致行动人直接间接持股 45.74%。截至 2022 年 7 月 8 日，励氏兄弟直接持股 44.51%，并通过大业盛德这一员工持股公司，间接持股 1.23%，公司结构稳定，利于长远发展。同时股权激励切实兑现，有助于加深核心技术人员、中高层管理人员与公司的绑定，巩固先发优势。

图 2、截至 2022 年 7 月 8 日，励氏兄弟合计持股 45.74%，股权结构稳定



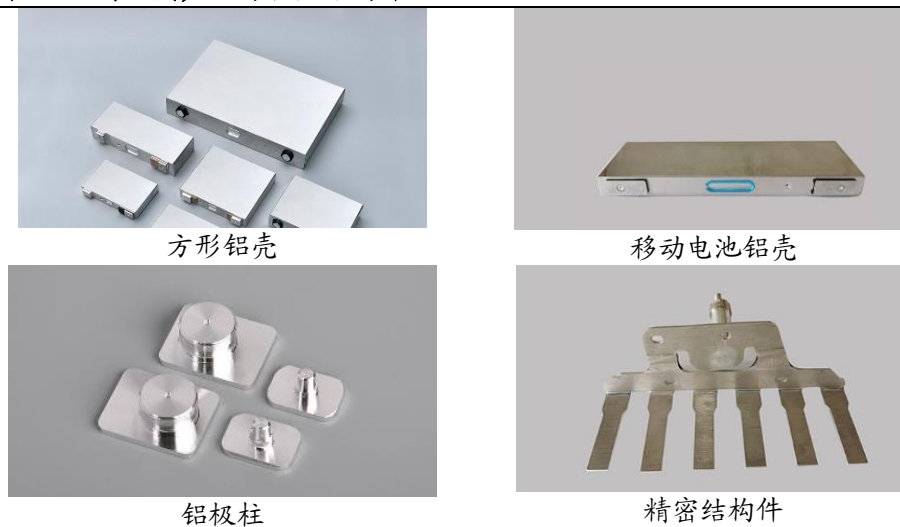
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在各地布局子公司，就近布局产能锁定客户。近年来公司积极拓展客户并加快产能扩张，以本地化布局的形式加强与客户联系。其中大连工厂与客户松下动力电池生产基地仅一街之隔，为配套宁德时代产能，公司专门设立四川及福建子公司，同时设立湖北子公司已更好对接亿纬锂能。2020 年，面向海外市场的三星 SDI、Northvolt、特斯拉等客户，公司分别在德国、瑞典、匈牙利设立基地。

1.2 业务分析：结构件行业优势显著，公司业绩快速增长

公司产品主要分为新能源汽车动力电池精密结构件、消费类电池精密结构件以及汽车零部件，广泛应用于汽车及新能源汽车、动力电池、便携式通讯电子产品、电动工具、储能电站等众多行业领域。

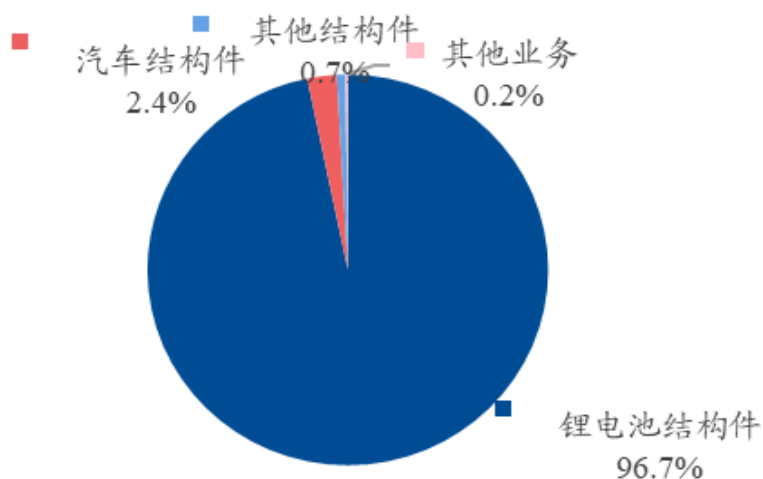
图 3、公司主要产品为各类结构件



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

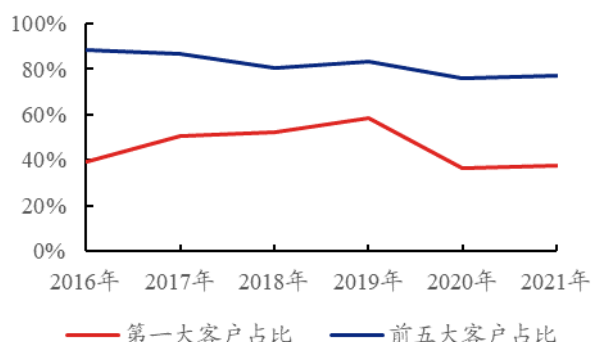
锂电结构件营收快速上升，夯实公司业绩基础。作为公司的核心业务，2021 年营收占比达 96.7%，持续保持市场领先地位。在新能源车高增长的背景下，公司 2021 年该业务大幅增长，全年营收达 43.22 亿元，同比增长 130.1%。目前，锂电结构件业务已成为绝对主业，而公司长期战略而言，也在主动收缩汽车等其他结构件业务，将资金及人力更有选择性地投入到锂电结构件中。

图 4、2021 年公司营业收入构成



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2021 年公司前五大客户占比达 77%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司主要客户



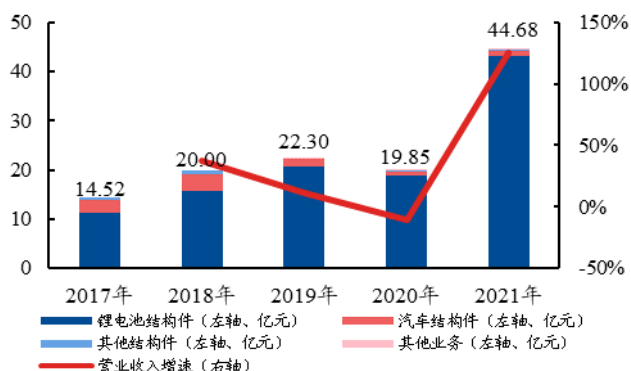
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

海内外客户持续优化，2021 年达前五大客户占比 77.4%。依靠行业领先的技术与优质服务，公司客户结构持续优化，已与 CATL、中创新航、亿纬锂能、欣旺达、力神、瑞浦能源、蜂巢能源等国内领先厂商以及 LG、松下、特斯拉、Northvolt、三星等国外知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。2016 年以来，宁德时代取代比亚迪成为公司最大客户。2021 年公司对宁德时代销售额同比增长 134% 达 16.9 亿元，占公司销售额的 37.8%，不断加深与大客户业绩绑定。

1.3 财务状况：业绩快速上升，盈利能力保持稳定

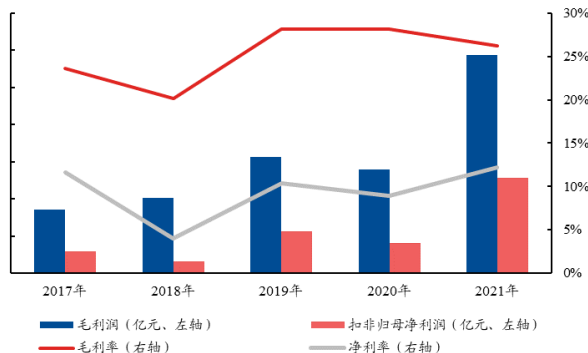
业绩翻倍增长稳定，2021 年净利率有所回升。2021 年公司营业收入为 44.68 亿元，同比增长 125.1%，其中 Q4 达 14.80 亿元，同比增长 93.7%，环比增长 24.9%，受 2020 年疫情影响有所下滑后，实现翻倍增长。公司 2021 年实现毛利润 11.73 亿元，毛利率小幅下降至 26%，主要系材料成本有所上升，且本期公司将销售运输成本分类至营业成本。公司 2021 年实现扣非净利润 5.15 亿元，净利率回升至 12%，盈利能力稳中有升。

图 7、公司 2017-2021 年营业收入及变化情况



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

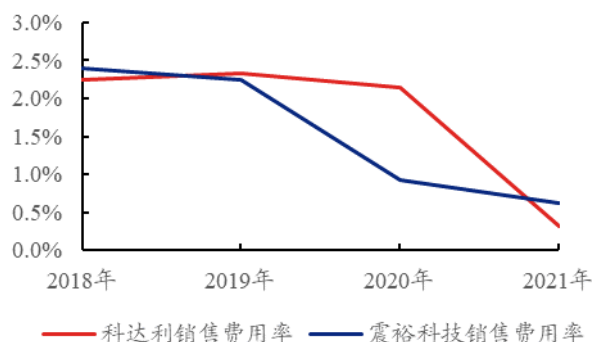
图 8、公司 2021 年扣非归母净利润



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

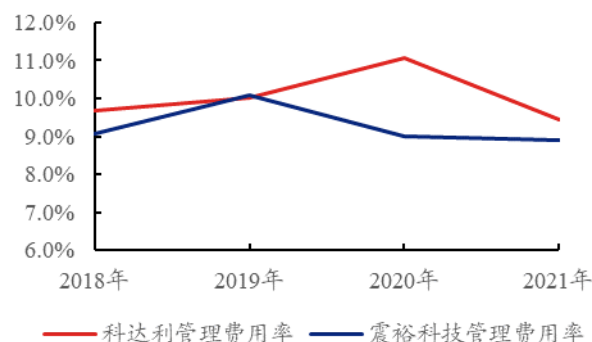
公司成本管控能力提升，2021年各项费用率均实现下降。2021年公司各项费用率均实现下降。凭借领先的技术及完备的成本管控能力，公司毛利率及净利率稳步上升，逐渐高于同行业公司。其中销售费用率大幅下降，主要原因系本期运输成本分类至营业成本。未来随着公司体量增大，行业龙头地位稳固，规模效应开始凸显，公司盈利能力有望持续保持高位。

图 9、2018-2021 年销售费用率及变化情况



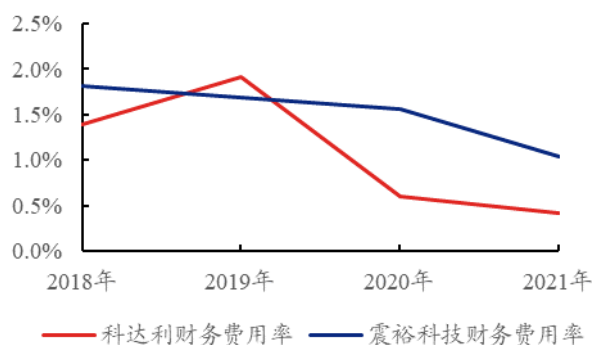
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2018-2021 年管理费用率及变化情况



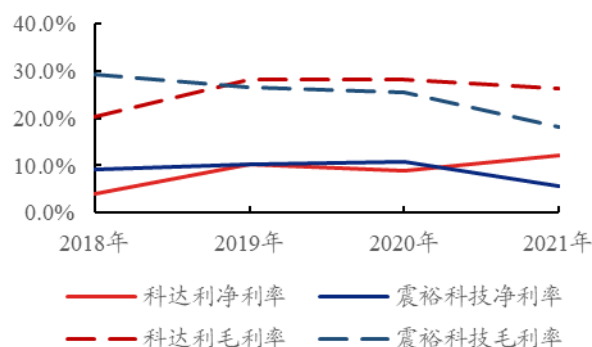
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2018-2021 年财务费用率及变化情况



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018-2021 年毛利率、净利率及变化情况



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4 研发情况：加强研发投入，构建公司护城河

公司技术行业领先，主要优势在于防爆阀及、散热、降本等方面。防爆阀是利用正温度系数热敏电阻器在温度越高时电阻值新增而不导电的工作原理，能够在温度达到预定的控制温度时切断锂离子电池电流回路，提高锂离子电池的使用安全性，公司生产的防爆阀安全性高，品质可靠。此外，动力电池在异常故障下会发热，温度升高会起火爆炸，公司开展快速散热顶盖结构项目，可有效解决热量快速导出问题。此外，公司在大圆柱、薄壁大容量集成等方面积极布局，多个项目也在积极研发中，有望助力公司夯实技术壁垒。

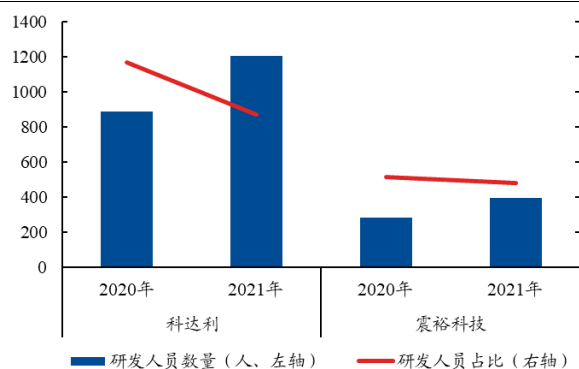
表 1、公司已实现量产的项目

项目名称	项目目标	预计对公司未来发展的影响
动力电池用防爆片研发项目	防爆品质可靠，设备容差大，生产效率高	电芯一直受组装电池后防爆功能不稳定困扰，采用此方案后，可以解决防爆片在电池生产中的后顾之忧
壳体套件及动力电池研发项目	低成本、密封可靠性高、安全稳定	作为新能源动力电池壳体的结构，为传统制造业带来技术升级和新的市场增量
动力电池外壳研发项目	提高电芯极组与主体的安装安全性	通过提升电芯安全性，规避安全隐患，推动电池向更高安全性方向发展
新型动力电池顶盖研发项目	通过特殊装置组装，设置防呆设计增加动力电池安全	带来技术升级，提高动力电池安全，正在推广使用
快速散热降低动力电池内部温升的顶盖结构研发项目	解决电池内部温度的问题	可以预防电池高温爆炸风险，确保电池安全
电池方形极柱密封结构研发项目	降低过程控制难度，提高生产效率	盖板结构的不断优化，提高生产效率，带动市场需求，从而促进盖板行业的发展

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

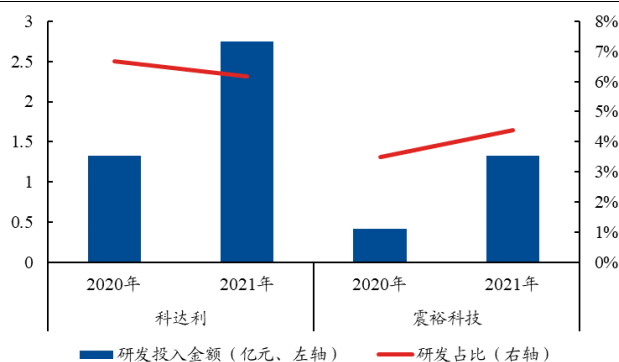
公司重视研发，相关人员、投入及其占比均高于同业。2021 年，由于多个新产品新项目增加，公司研发投入高增 107.9%至 2.75 亿元，占营业收入比重达到 6.2%，研发人员达到 1202 人，占比 21.7%。无论从投入金额、人员及其占比来看，均高于震裕科技，可见公司重视技术研发。大力投入下，有助于公司构建起技术护城河，加强竞争优势，稳固行业龙头地位。

图 13、2021 年公司研发人员超 1200 人



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

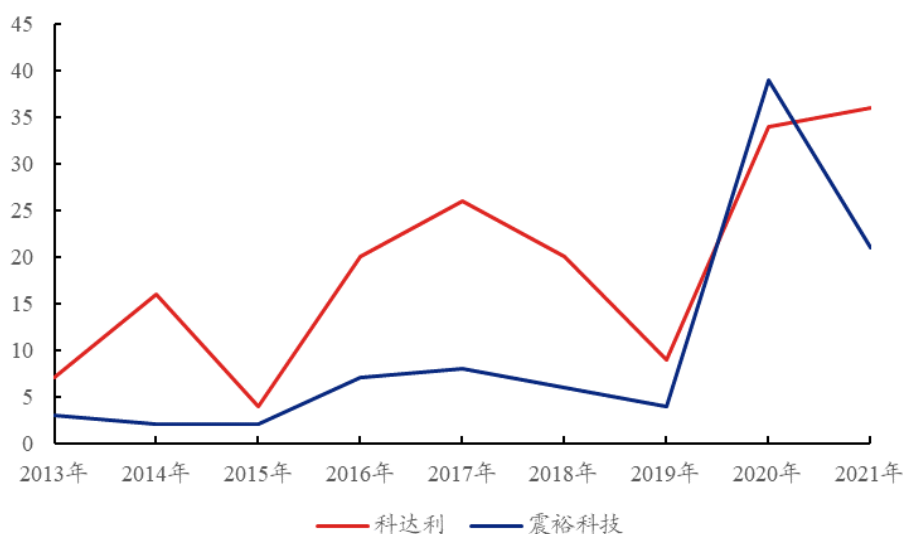
图 14、2021 年公司研发投入达 2.75 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从专利情况来看，公司申请专利情况呈逐年上升趋势，总量大幅领先同业。截至 2022 年 7 月 10 日，公司已公布专利数量达 198 项，其中发明专利 54 项占比 27.3%、实用新型专利 142 项占比 71.7%、外观设计专利 2 项占比 1.0%。近年来公司年申请专利数量整体呈上升趋势，其中 2021 年共申请 36 项创历史新高，主要集中在防爆片、壳体结构等方面。

图 15、公司申请专利数量保持上升趋势（单位：项）



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主要设备均采用进口，有效保障产品品质及标准。公司拥有包括日本、韩国等进口的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、数控加工中心及精密冲压配套体系等在内完整的精密制造设备体系，以及包括非接触式测量仪、轮廓测量仪等各种精密测量仪器；并具备设备控制数字化、管理信息化的行业领先的生产管理能力，可快速制造满足国内外客户需求的高品质产品。

2. 受益于新能源车高景气度，结构件赛道增量确定

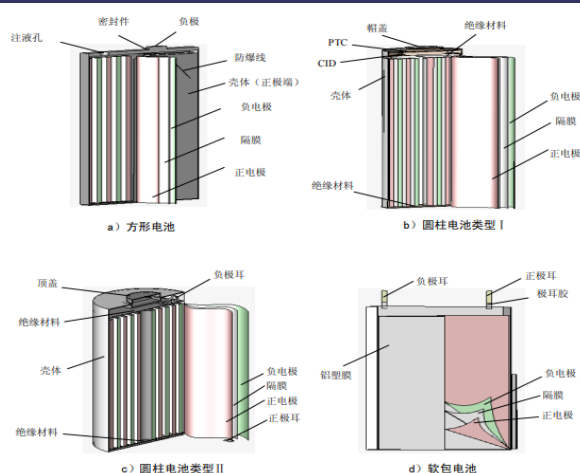
2.1 锂电结构件工艺精细，处于电池环节重要地位

动力锂电池精密结构件主要是由铝/钢壳、盖板、连接片和安全结构件等组成。锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液及精密结构件等组成，其中结构件主要是由铝/钢壳、盖板、连接片和安全结构件等组成，其主要目的是满足锂电池在绝缘、防火、导热、密封等安全防护上的要求。

动力锂电池精密结构件直接影响锂电池的安全性、密闭性、能源使用效率等方面。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、固定支撑电池、外观装饰等作用的部件，并根据应用环境的不同，具备抗震性、散热性、防腐性、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。

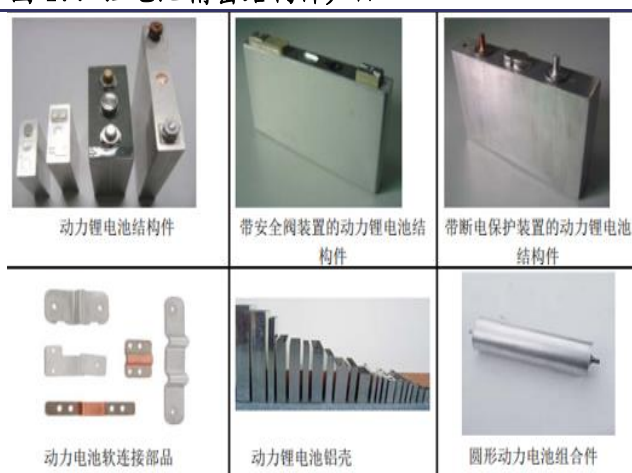
硬壳类电池封装结构基本相似，均由壳体和盖板组成。按照电池封装技术路线的不同，主要有方形、圆柱、软包三种形状，对应的结构件分别为方形结构件、圆柱结构件和铝塑膜。圆柱和方形属于硬壳，封装结构相似，均由壳体和盖板组成。

图 16、常见的锂电池结构示意图



资料来源：《便携式电子产品用锂离子电池和电池组安全要求》，兴业证券经济与金融研究院整理

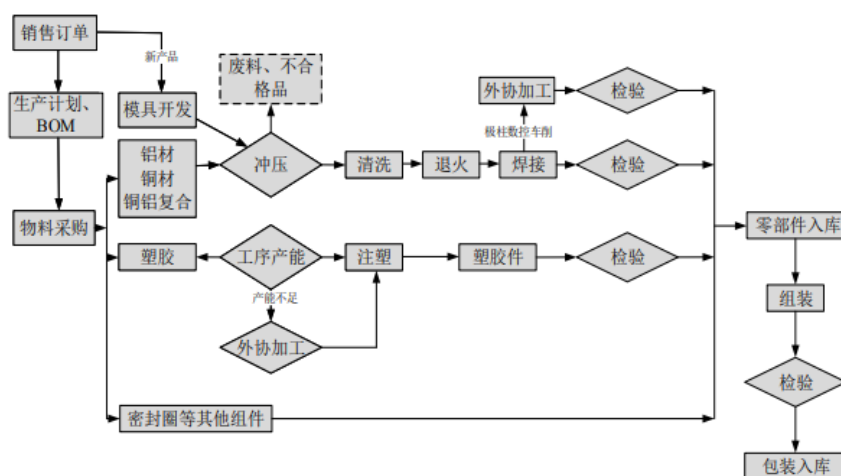
图 17、锂电池精密结构件产品



资料来源：科达利招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

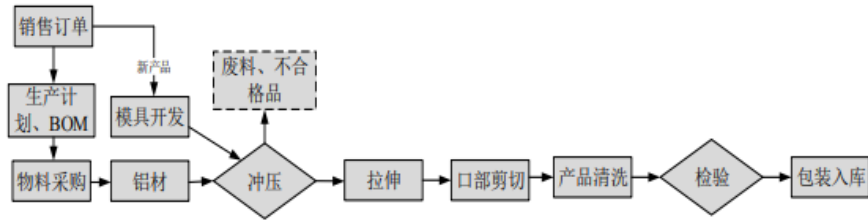
精密结构件的生产须经过精密模具设计及制造、精密冲压、精密拉伸和注塑成型等主要工艺和流程。动力锂电池精密结构件盖板由众多部件组装而成，各部件主要通过冲压、注塑制造，其后附加清洗、退火、摩擦焊接、激光焊接、数控车削、组装等环节最终完成成品。壳体的主要工艺则为冲压、拉伸、修剪、清洗等。

图 18、动力锂电池盖板主要生产工艺及模式



资料来源：震裕科技招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、动力锂电池壳体主要生产工艺及模式



资料来源：震裕科技招股说明书、兴业证券经济与金融研究院整理

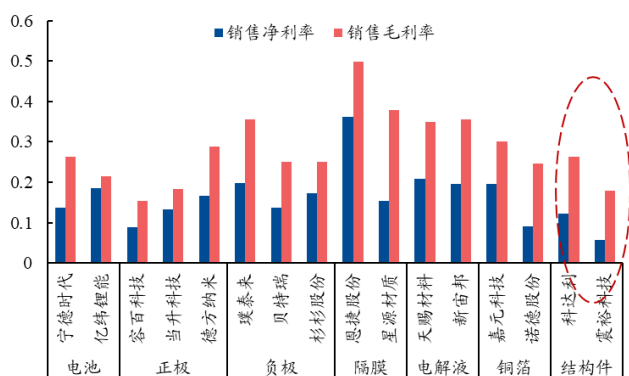
盖板是提高锂电池安全性的必备设备，拥有电流疏通、熔断保护、泄压防爆等特点。盖板拥有耐高温、高绝缘、高密封、安全性能好的特性。锂电池的安全防护有两个层次，一是防止电池滥用造成的电池自身功能的损坏，二是防止电池爆炸而引起的安全危害。因此为防止锂电池爆炸，通常的做法是在盖板上集成断路防护和泄压防护两种功能装置，当电池内部压力过大时，防爆装置会自动打开泄压装置，以防止出现爆炸的现象。目前多用铜铝复合材质进行制造。

壳体作为电池模块的承载体，对电池模块起到固定和密封的作用。壳体的可固定、可密封的特性主要体现在保护锂电池在受到外界碰撞、挤压时不会损坏。传统采用钢板，目前普遍使用铝合金等材料制造，铝合金材料具有易加工成型、高温耐腐蚀性、良好的传热性和导电性的特点。

2.2 结构件行业重资产，盈利能力处于锂电产业链中游

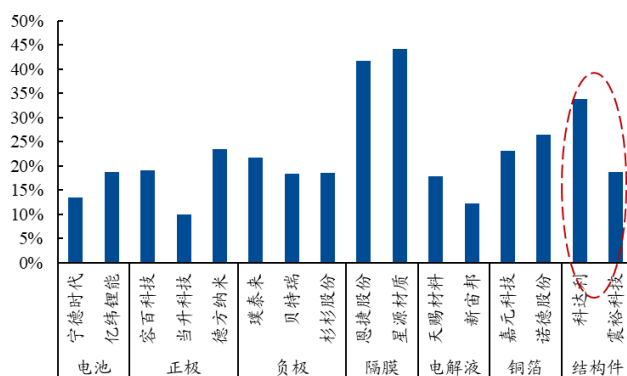
从毛利率来看，结构件环节盈利能力处于锂电行业中游偏上。在锂电产业链中，结构件环节与电池、负极等环节接近，约为 30%。低于产品附加值较高的隔膜环节，高于采取成本加成模式的正极等环节。

图 20、结构件环节盈利能力处于中游



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、结构件环节固定资产占比较高



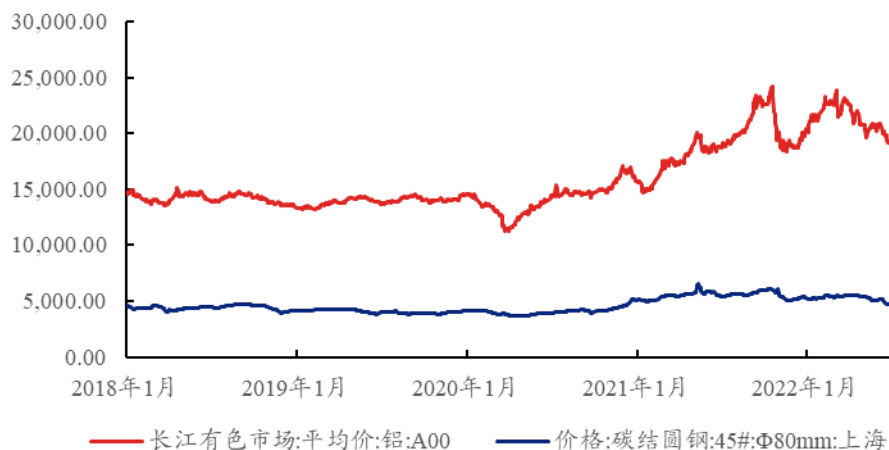
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

结构件制造成本占比较高，原因在于设备投资额相对较大，折旧摊销成本占比高。从固定资产占比来看，结构件环节固定资产占比较高，仅次于隔膜环节。这构成一定的行业进入壁垒，同时高的经营杠杆意味着生产规模扩大，开工率和良率提升能够显著摊薄刚性成本，从而提升产品毛利率，行业龙头将更加具备竞争优势。

2.3 上游价格波动频繁，下游需求持续旺盛

精密结构件制造业的上游行业是金属、塑料等行业，主要原材料为铝材、铜材、钢材等。前述原材料属于完全竞争市场，价格波动较为频繁。根据长江有色金属市场，今年3月初以来，铝均价已由2.3万元/吨下降至1.8万元/吨，有利于结构件成本下降。

图 22、今年以来3月初以来，铝价出现下降（元/吨）

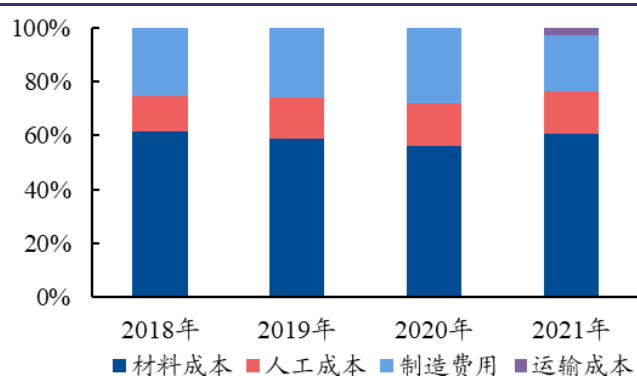


资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

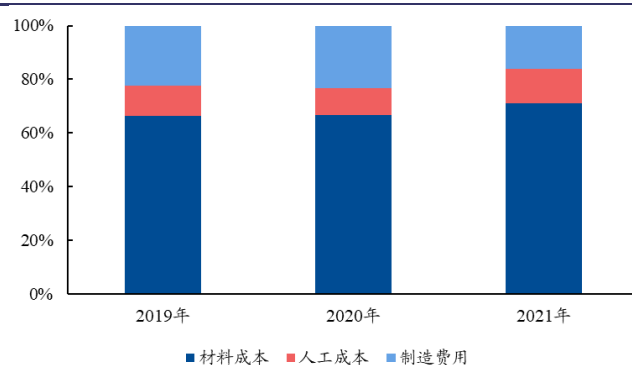
目前行业内 2 家上市公司中精密结构件业务成本构成均以材料成本为主，主要为铝材、铜材、钢材等直接原材料。震裕科技招股书显示，2017-2020H1 在动力锂电池精密结构件业务主营业务成本中，铝成本占比波动较大，但基本超 50% 以上，而铜成本占比则是逐年下降，其占直接材料的比重则从 19.17% 下降至 8.21%，下降趋势明显。

图 23、科达利材料成本维持在 55% 以上



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、震裕科技成本结构相对稳定

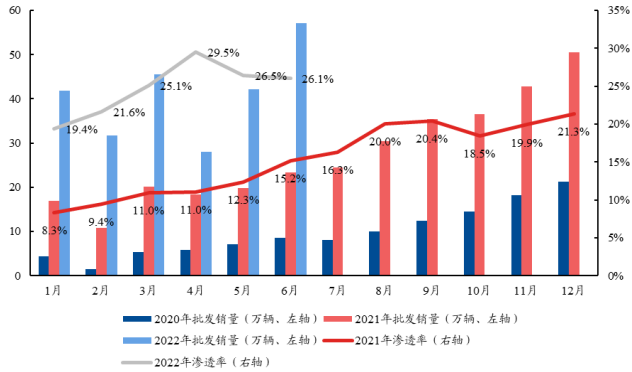


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

精密结构件制造业的下游为锂电池生产企业，下游需求持续扩大，动力锂电池市场扩张迅猛。据乘联会发布数据显示，2022 年 1-6 月新能源乘用车批发销量达 246.7 万辆，同比+122.9%。尽管今年以来市场面临补贴退坡、价格上涨、供应链中断等问题，但疫情后车市供需回暖趋势明显。6 月新冠疫情得到有效遏制，进口零部件短缺问题改善，国产供应体系畅通稳定，上海主要汽车产能恢复至疫情前正常水平，促进车辆供给迅速恢复，车市库存恢复到中高水位水平，有力支撑后续需求放量。同时，政策扶持引发销量爆发增长。工信部自 6 月起开展新能源汽车下乡活动，深圳、上海、湖北、山西、山东等地新能源车补贴及以旧换新政策陆续出台，重点支持新能源车消费。燃油车购置税减半政策未对新能源车市场产生影响。

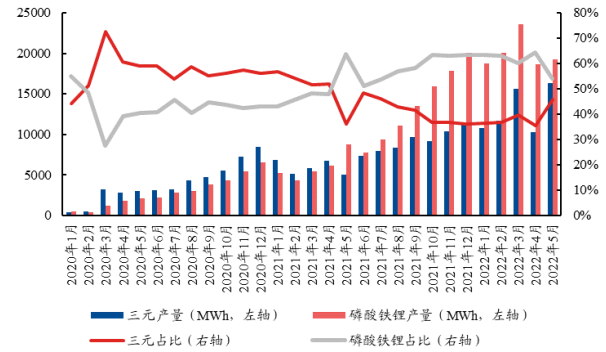
全球电气化进程加速推进，带动全球新能源产业链进一步发展，拉高动力锂电池市场规模的扩张。根据 marklines 数据，2021 年全球新能源车型累计销量为 643.55 万辆，较去年同期增长 118%，动力电池装机量约 296.8GWh，同比增长 102.2%，在能源价格高企的背景下，新能源车及动力电池需求旺盛。结构件作为电池重要环节，预计未来需求将与新能源车及动力电池一样将保持高速增长。

图 25、中国新能源汽车 6 月销量达 57.1 万辆



资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

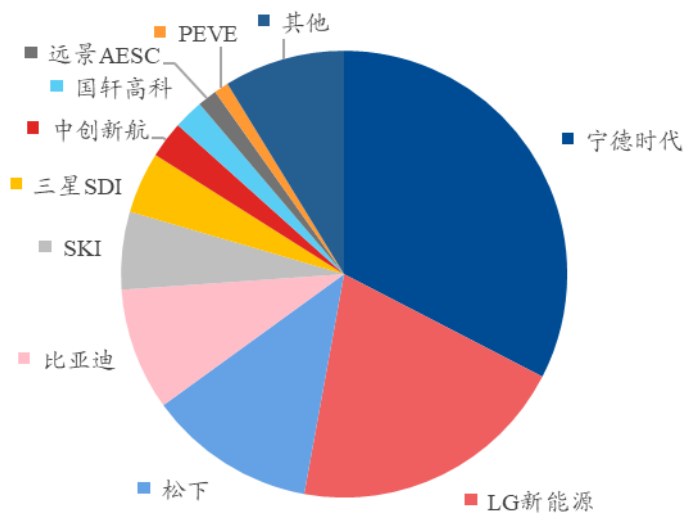
图 26、中国动力锂电池 5 月产量达 35.6 GWh



资料来源：创新联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

全球动力锂电池企业头部集中趋势明显，产业链内话语权较强。全球动力电池竞争格局前 10 大企业共装机 270.8GWh，占全球比例 91%，行业集中度高。2021 年宁德时代全球装机龙头地位稳固，以 96.7GWh 的装机量独占全球 32.6% 的市场份额，市占率同比增长 8pct，领先第二名 LG 化学市占率 12%。LG、松下占比较 2020 年有所下降，行业格局向好。目前来看动力电池行业中头部企业掌握核心技术，瓜分较大市场份额，产业链内话语权较强。

图 27、2021 年宁德时代全球动力锂电池装机市占率达 32.6%



资料来源：SNE Research，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于新能源汽车及动力电池行业高景气度，锂电结构件行业市场空间可期。结构件作为动力电池重要部分，目前 GWh 价值量约 4000-4500 万元。根据封装形式的不同，动力电池可分为方形、圆柱和软包。其中圆柱和方形电池使用硬壳，封装结构较为相似，软包电池使用铝塑膜。将硬壳结构件作为公司所处行业进行测算，我们预计到 2025 年行业市场规模接近 300 亿元，从 2021 年-2025 年 CAGR 为 28.6%，行业高成长趋势确定。

表 2、结构件市场规模快速增长，预计到 2025 年接近 300 亿元

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E	2025 年 E
全球动力电池装机量 (GWh)	118.0	146.8	298.6	428.5	565.9	778.9	995.5
方形装机量 (GWh)	67.1	72.3	175.9	217.6	303.4	465.0	621.6
圆柱装机量 (GWh)	32.0	34.0	48.5	68.3	115.1	204.0	313.6
软包装量 (GWh)	18.9	40.5	74.2	73.7	104.6	146.8	184.8
方形占比	57%	49%	59%	51%	54%	60%	62%
圆柱占比	27%	23%	16%	16%	20%	26%	32%
软包占比	16%	28%	25%	17%	18%	19%	19%
国内动力电池装机量 (GWh)	62.4	62.9	140.0	248.6	304.4	371.0	435.5
方形装机量 (GWh)	52.9	50.8	121.0	152.9	209.2	314.1	414.4
圆柱装机量 (GWh)	4.6	6.1	8.7	14.4	28.8	57.1	100.8
软包装量 (GWh)	4.9	6.0	10.3	12.6	23.5	36.7	44.8
方形占比	85%	81%	86%	85%	80%	77%	74%
圆柱占比	7%	10%	6%	8%	11%	14%	18%
软包占比	8%	10%	7%	7%	9%	9%	8%
海外动力电池装机量 (GWh)	55.6	83.9	158.6	179.8	261.5	407.9	560.0
方形装机量 (GWh)	14.2	21.5	54.9	64.7	94.1	150.9	207.2
圆柱装机量 (GWh)	27.4	27.9	39.8	54.0	86.3	146.8	212.8
软包装量 (GWh)	14.0	34.5	63.9	61.1	81.1	110.1	140.0
方形占比	26%	26%	35%	36%	36%	37%	37%
圆柱占比	49%	33%	25%	30%	33%	36%	38%
软包占比	25%	41%	40%	34%	31%	27%	25%
结构件平均价值量 (亿元/GWh)	0.55	0.52	0.48	0.43	0.39	0.35	0.31
市场规模 (亿元)	54.5	55.3	107.7	123.5	162.7	234.1	294.5
同比增速	-	1%	95%	15%	32%	44%	26%
方形市场规模 (亿元)	36.9	37.6	84.4	94.0	117.9	162.7	195.8
圆柱市场规模 (亿元)	17.6	17.7	23.3	29.5	44.7	71.4	98.8

资料来源：GGII、SNE Research，兴业证券经济与金融研究院整理及测算

3. 产能加速扩张，4680 先发优势显著

3.1 积极扩张产能，加快海外布局

公司产能加速扩张，今年有望翻番。受益于新能源汽车及动力电池行业高速增长，公司加快产能扩张步伐，其中今年惠州基地产值有望超 30 亿元、江苏基地产值有望超 20 亿元，为公司业绩打下坚实基础；同时福建、四川基地陆续投产，今年分别有望实现 10 亿元产值；大连、西安等工厂产能逐步爬坡，湖北、江西基地已提上筹备计划，有望分别在明后年投产运行；海外基地加快建设，匈牙利、德国、瑞典工厂逐步投产，全年产值近 10 亿元，助力公司加快海外市场扩张。

表 3、公司产能扩建加快，预计产值同步上升

单位：亿元	满产	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
惠州 1-2 期	24	20	24	24	24	24
惠州 3 期	5			2	5	5
惠州定增	19			10	15	18
江苏溧阳 1-2 期	25	15	15	25	25	25
江苏溧阳 3 期	20					8
总部及研发基地	10					7
大连工厂	8	2	3	5	6	8
福建工厂 1 期	7		4	7	7	7
福建工厂 2 期	6			3	6	6
宜宾工厂	20			10	15	20
湖北工厂	20				5	20
江西南昌一期	20					10
德国工厂	7			4	7	7
瑞典工厂	8			5	8	8
匈牙利工厂	5		2	3	5	5
合计	204	37	48	98	128	178

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 大圆柱电池 4680 放量在即，公司又一业务增长点

海内外企业布局 4680 电池，开启动力电池新路径。4680 电池即直径 46 mm、高 80 mm 的圆柱电池。2020 年 9 月 22 日，特斯拉在电池日上发布了该款产品，据马斯克介绍，全新 4680 电池在改善成本的同时，能量密度方面提高 5 倍，续航里程提高 16%，动力方面提高 6 倍。松下和 LG 圆柱技术存储充足，是特斯拉 18650 和 2170 电池的主要供应商，预计 2022 年松下和 LG 4680 即可实现量产。国内主流电池公司宁德时代、亿纬锂能和比克在特斯拉电池日后纷纷发布 4680 电池规划，但受限于国内企业过去几年研发重点集中在方型电池，圆柱技术储备和生产制造经验较少，所以国内企业预计 2024 年才能量产。

表 4、电池企业大圆柱研发进展

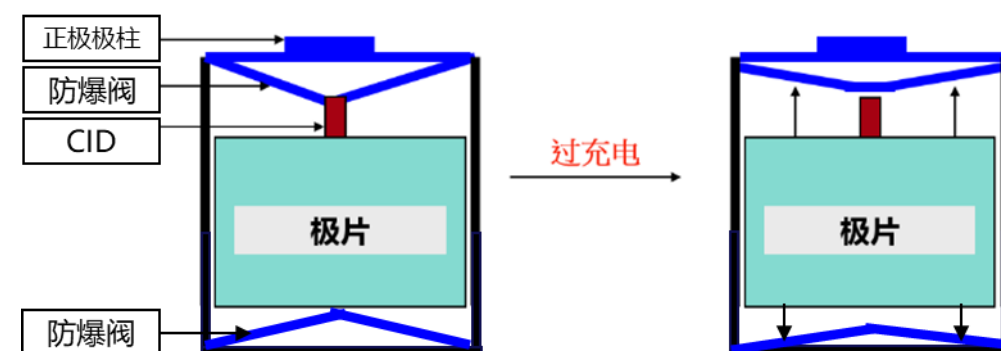
企业	计划
特斯拉	4680 良率逐步提升，截至 2022 年 2 月中旬已经量产 100 万支 4680 电池。
松下	已交付新款 4680 圆柱电芯样品给特斯拉，并已开启大规模原型生产
LG	投资 5820 亿韩元建设 9GWh 的 4680 产能
比克	正在同客户合作进行大圆柱电池的应用开发，4680 电芯样品预计年内实现批量下线
宁德时代	加快研发节奏，规划 12GWh 产能，计划 2024 年实现量产
亿纬锂能	布局 4680 和 4695 电池，计划建设 20GWh 圆柱产能
三星 SDI	计划建设 4680 产线，相关建设年底完工，最快将在 2023 年进入量产阶段

资料来源：公司公告、起点锂电、The Elec，兴业证券经济与金融研究院整理

4680 结构件复杂，制造门槛提升。当前 4680 电池没有标准件，方案全新且各个公司的型号、结构均有差异，开发成本较高，对公司的产品开发能力、技术经验积累有较高要求。4680 和 2170 结构件区别如下：

- 承载电流变大、取消模组结构，对于壳体结构机械强度设计和绝缘设计要求更加严格；
- 尺寸变大、厚度变厚（2170 壁厚为 0.2mm，4680 为 0.6mm）、原材料升级，2170 原材料为铝合金，而 4680 为强度更高的预镀镍钢，镀镍钢加工精度更难控制；
- 4680 底部和顶部分别设计防爆阀，正极集流盘与极柱直接焊接连接，且带有 CID 设计，与 18650、2170 完全不同。

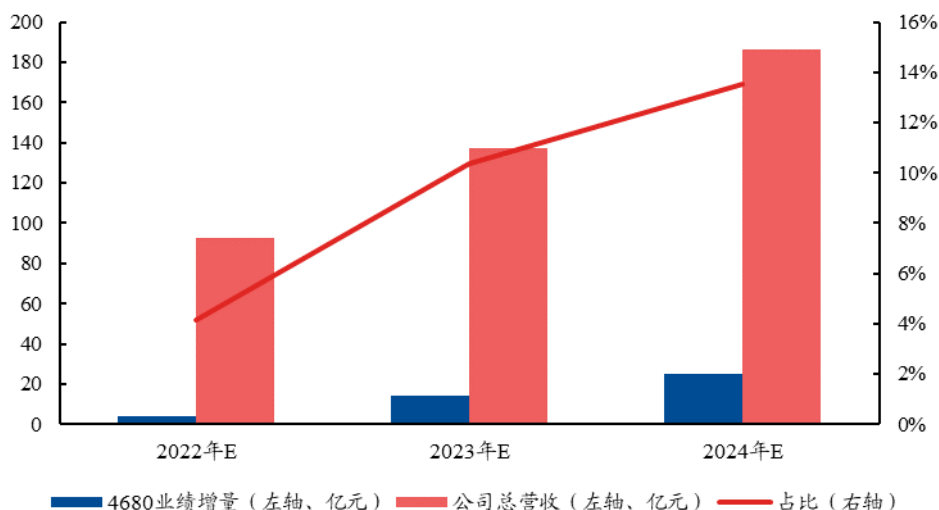
图 28、4680 防爆阀设计示意图



资料来源：钜大锂电，兴业证券经济与金融研究院整理

公司技术优势领先，4680 带来新增量。公司在结构件领域技术优势明显，可优先获得客户认证，具有先发优势，现已进入特斯拉、LG、松下、宁德时代、亿纬锂能等 4680 供应链，将为公司业绩带来新增量。根据我们测算，预计今年特斯拉等海外电池厂 4680 电池产量将达 11.4GWh，将为公司带来超 3 亿元收入占比达 4%，预计到 2024 年 4680 结构件业务占比将超 14%。

图 29、预计 4680 将为公司带来新的业绩增量



资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

4. 盈利预测与投资建议

公司是锂电结构件行业龙头，随着产能扩张步伐加快，4680 放量在即，客户结构持续优化，未来量利齐升下龙头地位稳固。

投资建议：调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.10、17.57、24.84 亿元，对应 EPS 分别为 4.74、7.51、10.61 元，对应 7 月 8 日收盘价的 PE 分别为 35.8、22.6、16.0 倍，维持审慎增持评级。

5. 风险提示

- **下游需求不及预期：**下游需求是产业链增长的支撑，若下游需求减弱，则整个产业链的盈利将受到影响。
- **原材料价格持续上行：**原材料价格持续上行将增加中游成本，挤压下游利润，从而影响整体行业需求。
- **宏观经济波动：**若宏观经济波动较大，终端需求大幅下滑，将影响下游需求，整体行业面临业绩下滑的风险。
- **行业政策变化：**若产业政策变动较大，政策支持力度下降，则行业规模增速变缓，将直接影响行业内企业业绩。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3527	5642	7168	8467
货币资金	496	264	215	15
交易性金融资产	321	256	231	208
应收票据及应收账款	1558	3130	4175	5099
预付款项	15	29	38	46
存货	660	1382	1812	2194
其他	477	579	697	905
非流动资产	3800	4934	6632	9425
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2481	3347	4535	6398
在建工程	601	651	850	1265
无形资产	284	422	628	957
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	38	48	63	87
其他	395	467	557	718
资产总计	7326	10576	13800	17892
流动负债	2497	4350	5729	7203
短期借款	460	598	837	1256
应付票据及应付账款	1851	3527	4622	5597
其他	186	224	270	351
非流动负债	189	250	328	447
长期借款	80	120	171	243
其他	109	130	156	203
负债合计	2686	4600	6057	7650
股本	233	234	234	234
资本公积	2793	3026	3026	3026
未分配利润	1459	2474	4162	6557
少数股东权益	86	92	103	118
股东权益合计	4641	5976	7744	10242
负债及权益合计	7326	10576	13800	17892

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	542	1110	1757	2484
折旧和摊销	261	310	451	663
资产减值准备	83	-184	0	0
资产处置损失	-2	-3	-4	-5
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	22	46	66	97
投资损失	-16	12	11	9
少数股东损益	4	6	10	15
营运资金的变动	-595	-457	-399	-351
经营活动产生现金流量	335	793	1835	2809
投资活动产生现金流量	-937	-1309	-2030	-3261
融资活动产生现金流量	142	284	146	252
现金净变动	-462	-232	-49	-200
现金的期初余额	717	496	264	215
现金的期末余额	255	264	215	15

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4468	9268	13736	18641
营业成本	3295	6976	10157	13665
税金及附加	32	70	103	140
销售费用	14	102	159	226
管理费用	147	287	447	637
研发费用	275	438	700	910
财务费用	19	46	66	97
其他收益	18	28	36	47
投资收益	-15	-12	-11	-9
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-43	-34	-31	-28
资产减值损失	-40	-32	-29	-26
资产处置收益	2	3	4	5
营业利润	608	1302	2074	2954
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	8	6	5	5
利润总额	601	1296	2069	2949
所得税	56	180	301	451
净利润	546	1117	1768	2498
少数股东损益	4	6	10	15
归属母公司净利润	542	1110	1757	2484
EPS(元)	2.31	4.74	7.51	10.61

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	125.1%	107.5%	48.2%	35.7%
营业利润增长率	203.7%	114.0%	59.2%	42.4%
归母净利润增长率	203.2%	105.0%	58.3%	41.3%
盈利能力				
毛利率	26.2%	24.7%	26.1%	26.7%
净利率	8.9%	12.2%	12.0%	12.9%
ROE	11.9%	18.9%	23.0%	24.5%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	43.5%	43.9%	42.8%
流动比率	1.41	1.30	1.25	1.18
速动比率	1.12	0.98	0.93	0.87
营运能力				
资产周转率	69.8%	103.5%	112.7%	117.6%
应收账款周转率	350.1%	387.4%	377.8%	403.8%
存货周转率	581.9%	661.8%	636.0%	682.4%
每股资料(元)				
每股收益	2.31	4.74	7.51	10.61
每股经营现金	1.43	3.39	7.84	12.00
每股净资产	19.46	25.13	32.64	43.25
估值比率(倍)				
PE	73.5	35.8	22.6	16.0
PB	8.7	6.8	5.2	3.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn