

锂电结构件龙头，经营稳步向上

科达利（002850.SZ）深度报告

分析师：张文臣 S0910523020004

申文雯 S0910523110001

周涛 S0910523050001



- ◆ **锂电池精密结构件龙头，规模持续扩张。**公司成立于1996年，2007年转向汽车锂电池结构件，现已成为全球锂电池精密结构件龙头企业。受益于下游需求持续增加，公司规模持续扩张，目前已形成国内13个生产基地+海外3个生产基地的产能布局。
- ◆ **行业空间大，竞争格局较稳定。**结构件为锂电池重要组成部分，影响电池的安全性和一致性等，产品认证周期长、供应商替代成本较高，与电池厂合作较稳定，客户粘性大。根据第三方机构统计，2022年，科达利在方形结构件的市占率约36.4%，圆柱电池结构件的市占率约9.4%。我们预计到2025年，全球结构件市场规模有望超过600亿元。
- ◆ **成本管控优秀，海外增长潜力大。**公司主要有三大优势：1) 技术优势：公司拥有多年的锂电结构件研发和生产经验，产品行业领先。2) 客户优势：公司客户涵盖宁德时代、中创新航、LG、松下等全球知名动力电池制造企业，并多年蝉联宁德时代结构件第一大供应商。另外，公司连续与Northvolt、ACC和Morrow等海外电池制造商签订大额采购合同，并于2020年起接连在德国、匈牙利和瑞典建设产能、配套海外客户，随着海外产能逐步释放，服务全球。3) 成本优势：结构件行业固定资产投资占比大，规模效应明显，公司采用自动化生产线，提升生产效率，降低人力成本。制造费用在成本中的占比显著低于行业均值，人均创收高于行业均值，具有明显的成本优势。
- ◆ **投资建议：**我们认为公司作为锂电池结构件龙头企业，客户结构优异，盈利能力稳定，同时考虑到海外市场未来增长空间巨大，叠加4680大圆柱电池放量可期，预计公司2023-2025年归母净利润分别为11.52/12.74/14.53亿元，对应PE分别为17.1/15.4/13.5，首次覆盖，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济波动及产业政策变化；原材料价格上行；固定资产折旧增加；技术研发风险；产能释放不及预期；海外市场扩展不及预期；其他不可抗因素等。

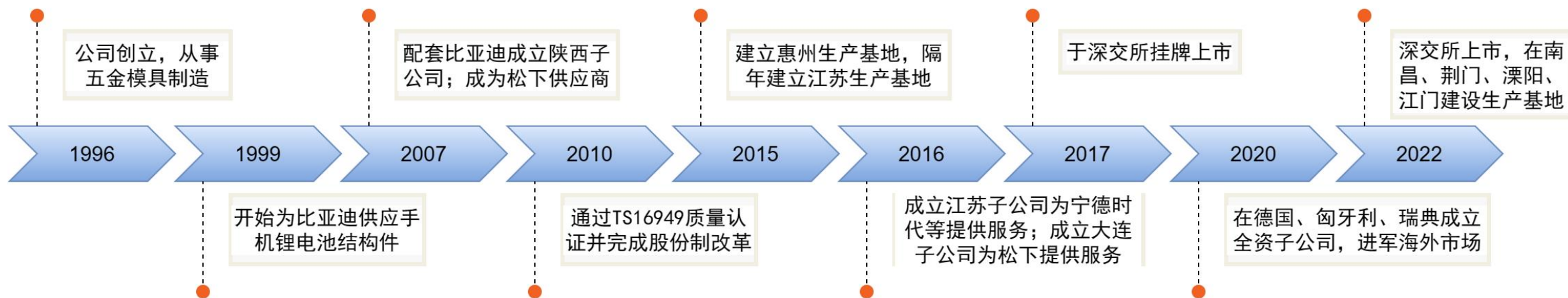
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,468 | 8,654 | 11,089 | 13,562 | 16,729 |
| YoY (%) | 125.1 | 93.7 | 28.2 | 22.3 | 23.4 |
| 归母净利润(百万元) | 542 | 901 | 1,152 | 1,274 | 1,453 |
| YoY (%) | 203.2 | 66.4 | 27.9 | 10.5 | 14.1 |
| 毛利率 (%) | 26.2 | 23.9 | 23.4 | 21.6 | 20.7 |
| EPS (摊薄/元) | 2.01 | 3.34 | 4.27 | 4.72 | 5.39 |
| ROE (%) | 11.8 | 15.7 | 11.0 | 11.0 | 11.2 |
| P/E (倍) | 36.3 | 21.8 | 17.1 | 15.4 | 13.5 |
| P/B (倍) | 4.3 | 3.6 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| 净利率 (%) | 12.1 | 10.4 | 10.4 | 9.4 | 8.7 |

- 01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
- 02 行业空间大，竞争格局较稳定
- 03 成本管控优秀，海外市场潜力大
- 04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
- 05 盈利预测与投资建议
- 06 风险提示

1.1 锂电池精密结构件行业全球领先企业

- ◆ 科达利主营为电池精密结构件和汽车结构件业务，经过27年的发展，现为全球锂电池精密结构件领先企业。
- ◆ 公司成立于1996年，1999年开始为比亚迪供应手机锂电池结构件，2001年、2003年分别开始为力神、比克等国内锂电池厂商供货；2007年毅然决定从手机锂电池结构件转向汽车锂电池结构件，配套比亚迪成立陕西子公司，并成为松下锂电池结构件的供应商；2015年建立惠州生产基地，成为比亚迪、亿纬锂能的供应商，2016年成立江苏子公司为宁德时代、LG和松下等供货，成立大连子公司为松下供货；2017年于深交所挂牌上市；2020年进军海外市场，成立德国、匈牙利和瑞典全资子公司；2022年定增募资用于南昌、荆门、溧阳和江门生产基地建设。

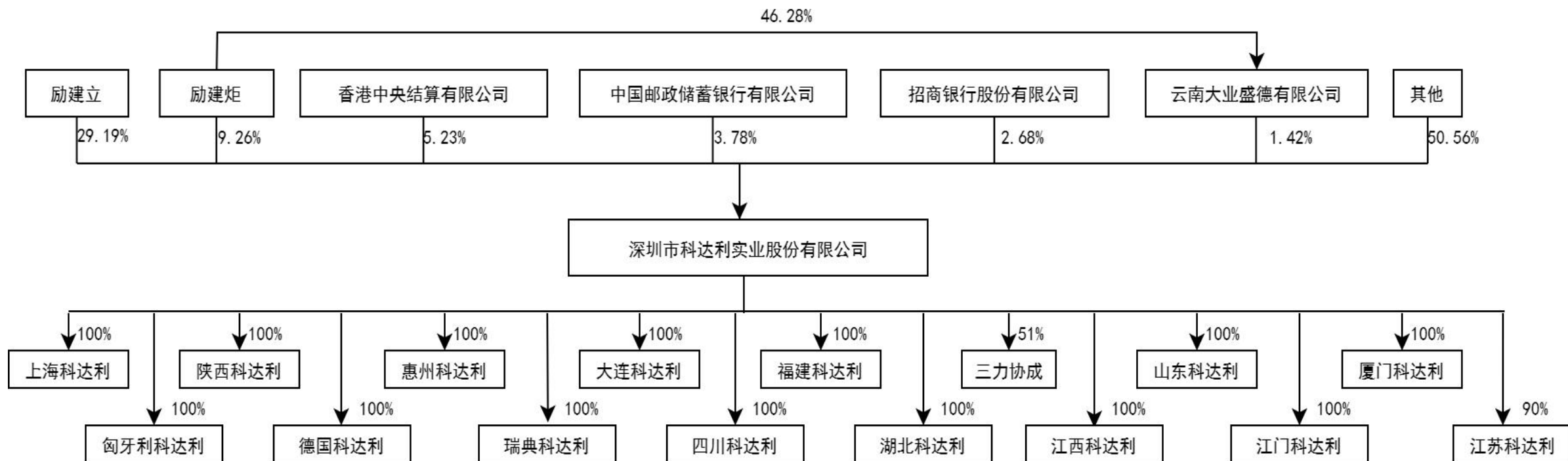
科达利发展历程



1.2 股权结构稳定

- ◆ 截止2023年9月30日，公司第一大股东为励建立，持有公司29.19%的股份，第二大股东为励建炬，持有公司9.26%的股份，两人为亲兄弟关系。励建立和励建炬为公司实际控制人，两人合计持股38.45%。此外，励建炬持有云南大业盛德46.28%的股权，大业盛德持有公司1.42%的股份。

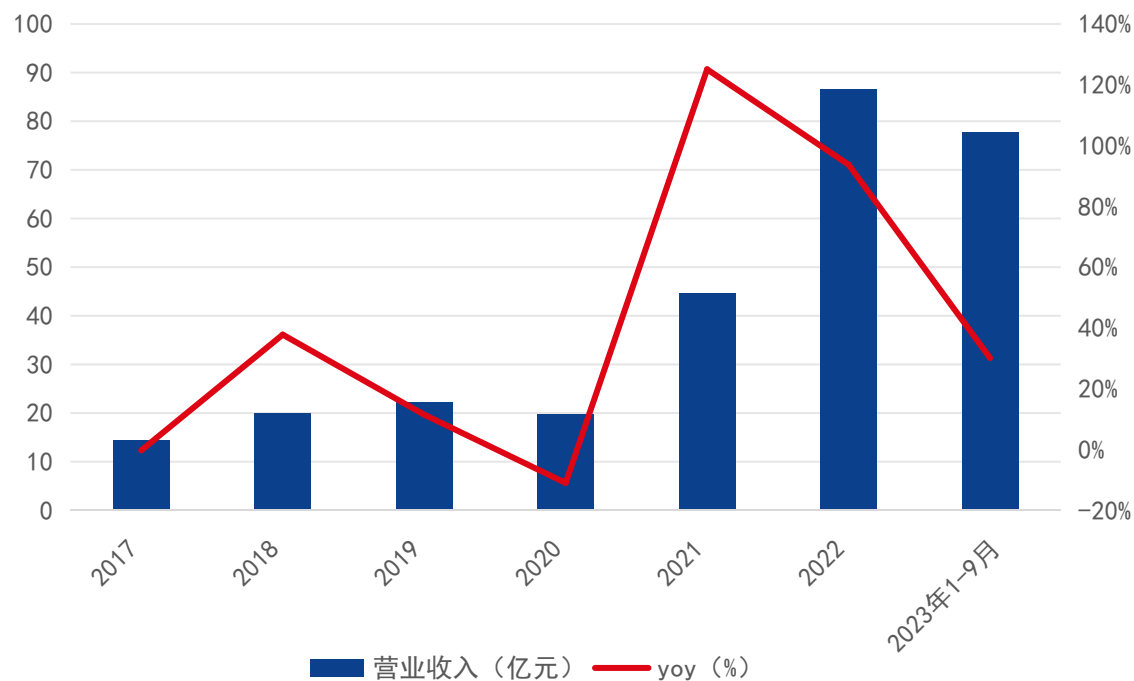
公司股权结构



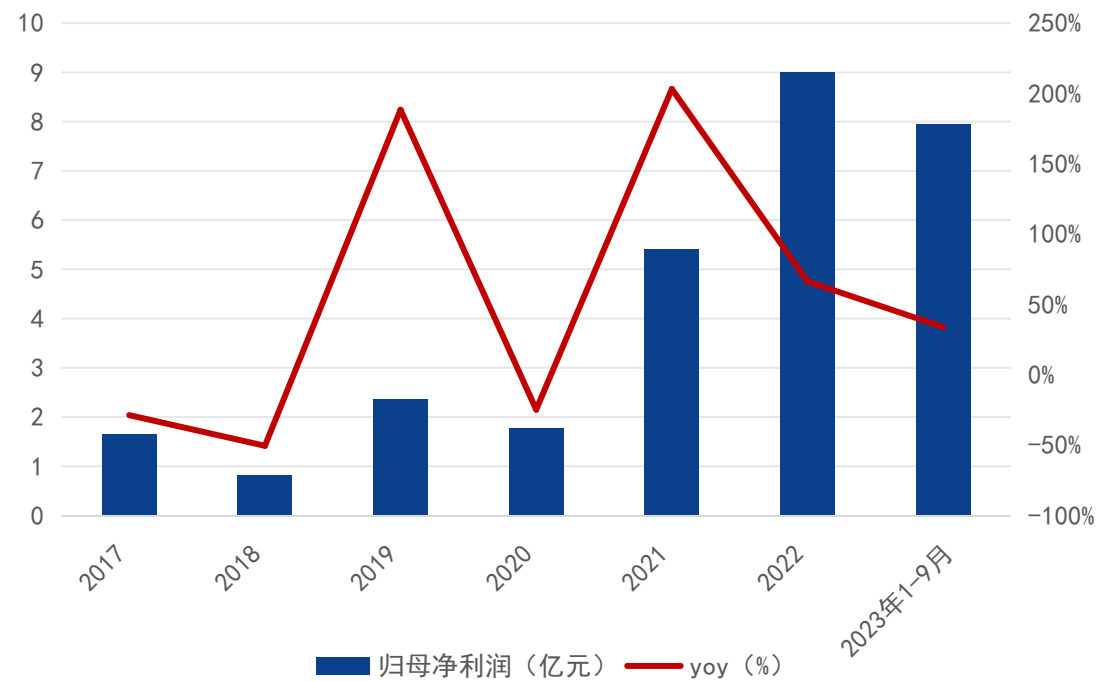
1.3 营收强势增长，归母净利润增长迅猛

◆ 伴随新能源汽车销量的持续增长，公司锂电池结构件订单持续增加，2021年公司营收进入快速上升期。2022年实现营收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前三季度，公司实现营收77.68亿元，同比增长30.12%；归母净利润7.95亿元，同比增长33.95%。

2017-2023Q3公司营业收入及同比



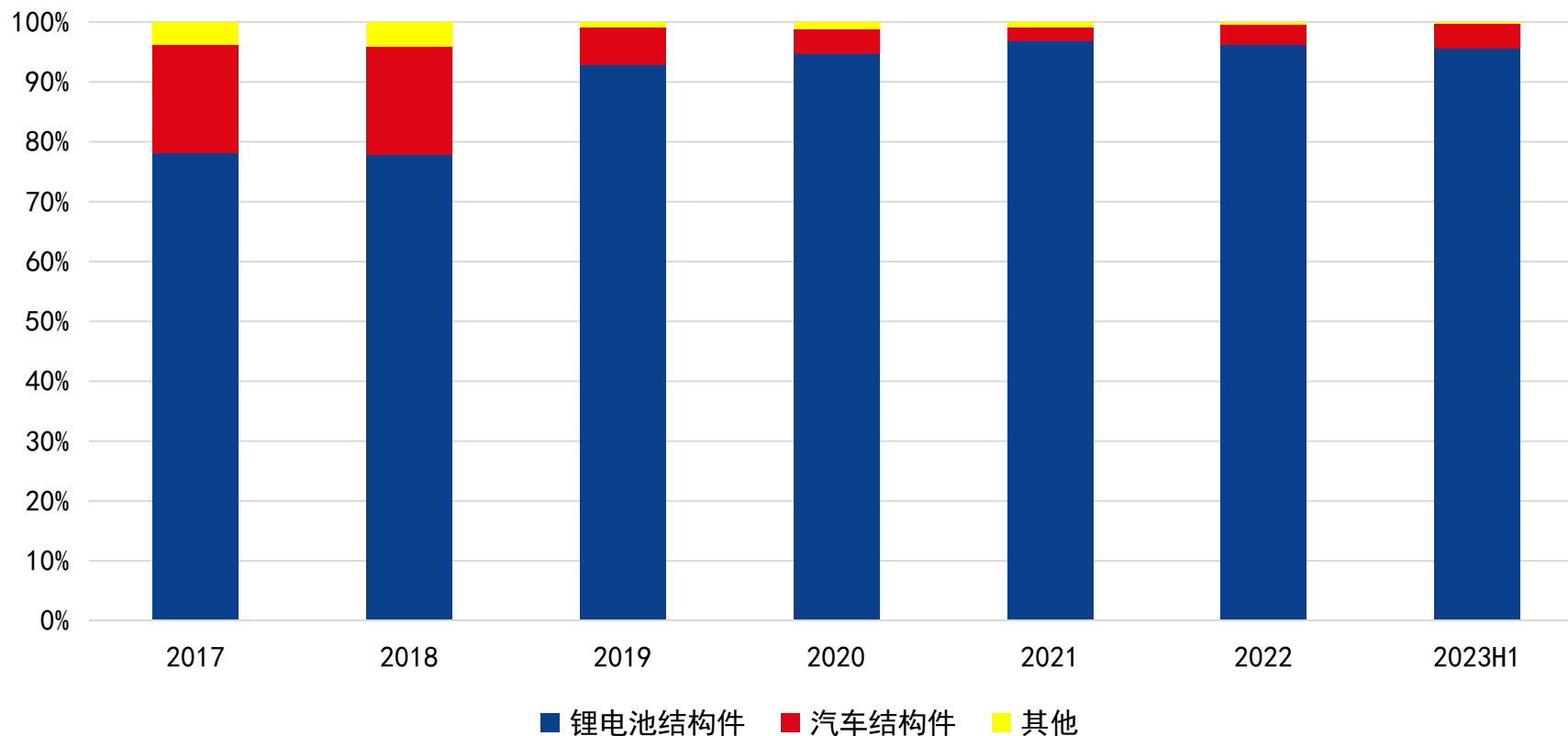
2017-2023Q3公司归母净利润及同比



1.4 锂电池结构件是公司营收的主要来源

- ◆ 公司业务由锂电池结构件、汽车结构件和其他结构件组成，其中锂电池结构件是公司的主营业务。2023H1 锂电池结构件业务营收占据公司营业收入的95.52%，是公司的核心业务。

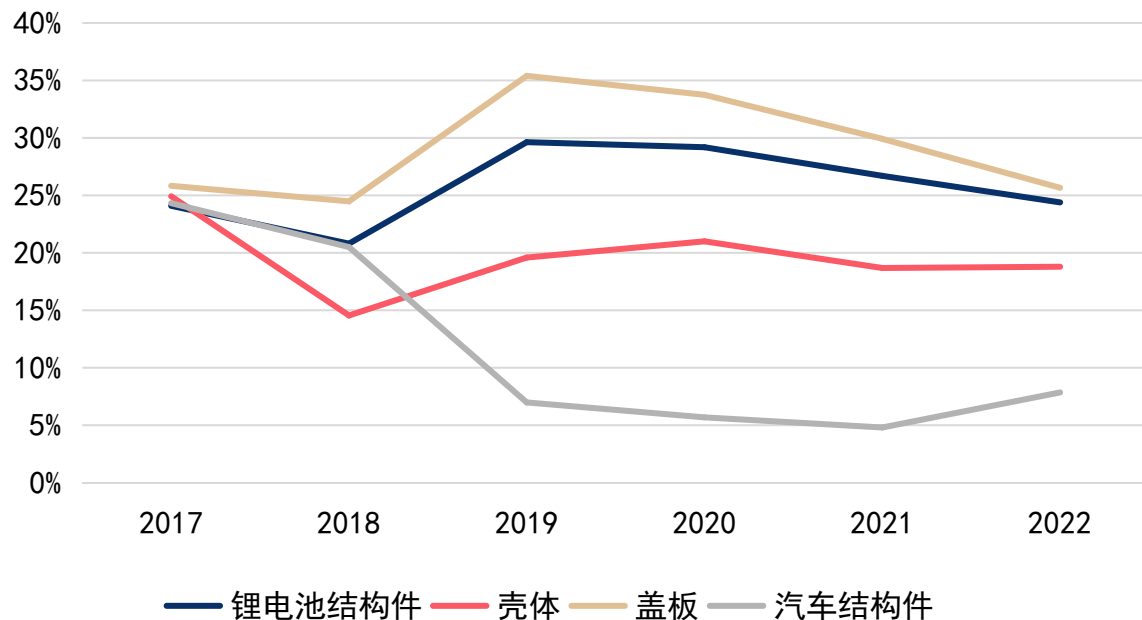
2017-2023H1公司各业务营收占比（%）



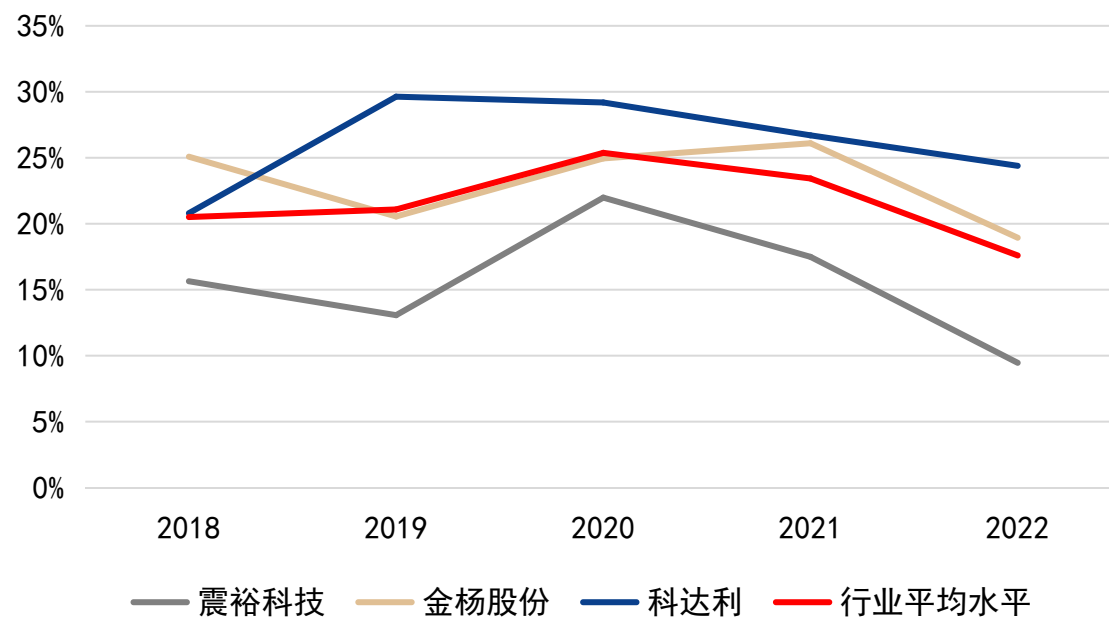
1.5 多重因素影响公司盈利能力，毛利率行业领先

- ◆ 公司锂电池结构件近年毛利率略有下滑，2021年毛利率26.70%，同比-2.49pct，主要是因为将销售运输成本分类至营业成本；还原运输成本后，毛利率同比-0.51pct；2022年毛利率24.39%，同比-2.31pct，毛利率下滑主要系原材料价格上涨、产能爬坡制造费用投入较高、低毛利率的产品收入占比上升。
- ◆ 盖板是公司毛利率水平最高的业务，呈下滑趋势，主要系毛利率较低的极简盖板占比提升；壳体业务毛利率维稳。科达利毛利率略高于行业平均水平，主要系公司自动化水平高、成本管控能力强、客户结构优秀。

2017-2022公司分项目毛利率 (%)



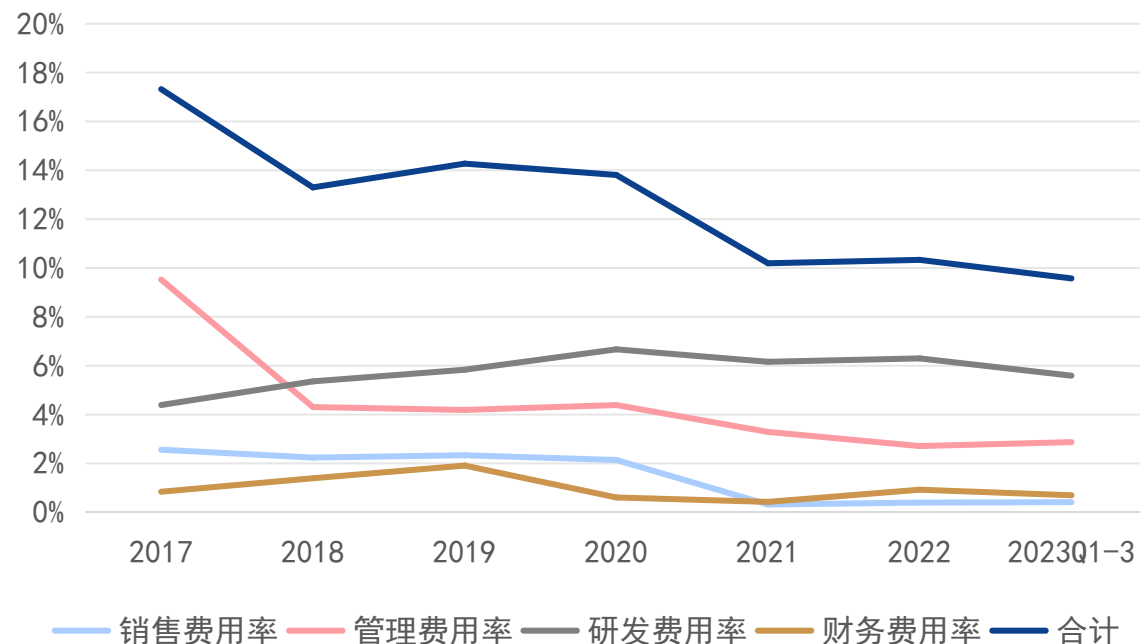
2018-2022公司与同比公司结构件毛利率 (%)



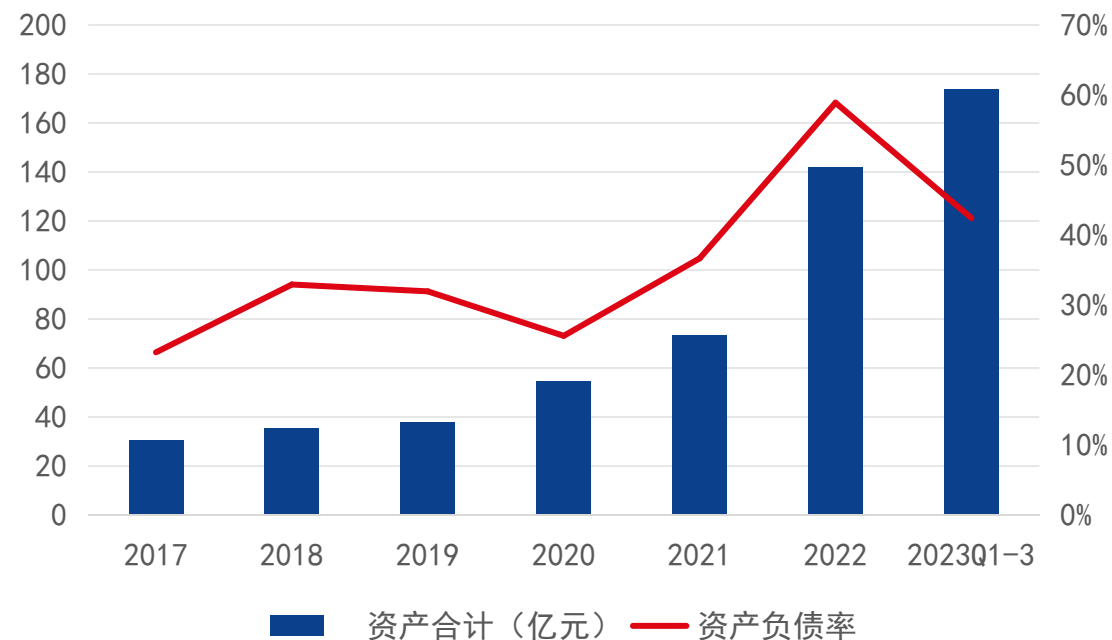
1.6 期间费用率下滑，资产规模迅猛扩大

- ◆ 公司期间费用率管控效果显著，整体费用率从2017年的17.32%下降至2022年的10.33%。公司研发费用率前期不断提升，现在稳定在6%上下，2023年前三季度研发费用率为5.59%。
- ◆ 公司资产规模近两年迅速扩张，2022年资产合计141.74亿元，同比+93.5%。同时公司产能持续扩张，带来了资产负债率的逐年攀升。

2017-2023Q3公司费用率（%）



2017-2023Q3公司资产及资产负债率



1.7 “国内13+海外3” 产能布局，实现重点区域产能覆盖

| 地区 | 项目 | 投资额 | 建设期（月） | 规划产值 | 建设情况 |
|------|--------------------------|------------|--------|---------|-----------------|
| 广东惠州 | 惠州动力锂电池精密结构件一期项目 | 3.46亿元 | 18 | 35亿元 | 全部达产 |
| | 惠州动力锂电池精密结构件新建项目 | 11.87亿元 | 24 | 24.3亿元 | 量产 |
| | 惠州动力锂电池精密结构件三期项目 | 2.25亿元 | 18 | 4.9亿元 | 正在建设中 |
| 福建宁德 | 福建动力锂电池精密结构件一期项目 | 2.5亿元 | 12 | 7亿元 | 全部达产 |
| | 福建动力锂电池精密结构件二期项目 | 2.5亿元 | 18 | 6.09亿元 | 试生产 |
| 江苏溧阳 | 江苏新能源汽车锂电池精密结构件项目（一期） | | | 25亿元 | 全部达产 |
| | 江苏新能源汽车锂电池精密结构件项目（二期） | 10亿元 | 18 | 20亿元 | 量产 |
| | 新能源汽车锂电池精密结构件项目（三期） | 10亿元 | 24 | 17.18亿元 | 建设进度60% |
| 四川宜宾 | 新能源动力电池精密结构件项目（一期） | 9.8亿元 | 18 | 19.9亿元 | 量产 |
| | 新能源动力电池精密结构件项目（二期） | | | | |
| | 新能源汽车动力电池精密结构件三期项目 | 不超过5亿 | | 12亿元 | 正在筹备中 |
| 陕西西安 | 西安动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 0.39亿元 | 18 | | 全部达产 |
| 上海 | 上海动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 1.00亿元 | 18 | | 全部达产 |
| 辽宁大连 | 大连动力锂电池精密结构件项目 | 5.07亿元 | 24 | 3.55亿元 | 已投产，预计2024.12满产 |
| 湖北荆门 | 湖北荆门新能源动力电池精密结构件项目 | 10亿元 | 24 | 18.14亿元 | 项目进度90% |
| 广东深圳 | 锂电池精密结构件产业总部及研发基地项目 | 不超过5.2亿元 | 36 | 10亿元 | 项目进度5%，预计27年满产 |
| | 锂电池精密结构件研发中心建设项目 | 0.73亿元 | 18 | | 全部达产 |
| | 深圳新能源电池精密结构件生产基地项目 | 不超过12亿元 | 30 | 35亿元 | 正在筹备中 |
| 江西南昌 | 江西科达利新能源汽车动力电池精密结构件项目 | 10亿元 | 24 | 16.23亿元 | 项目进度12%，预计27年满产 |
| 广东江门 | 年产7500万件新能源汽车动力电池精密结构件项目 | 10亿元 | 24 | 22.6亿元 | 项目进度20%，预计27年满产 |
| 厦门 | 厦门动力电池精密结构件生产基地项目 | 不超过10 | 24 | 25亿元 | 正在筹备中 |
| 山东枣庄 | 山东枣庄新能源汽车动力电池精密结构件项目一期 | | 24 | | 试生产 |
| 匈牙利 | 科达利匈牙利生产基地一期项目 | 不超过3000万欧元 | 18 | 0.8亿欧元 | 量产 |
| 德国 | 科达利德国生产基地一期项目 | 不超过6000万欧元 | 30 | 1亿欧元 | 试生产 |
| 瑞典 | 科达利瑞典生产基地一期项目 | 不超过5000万欧元 | 24 | 1.2亿欧元 | 试生产 |

1.8 股权激励绑定核心人员

- ◆ 公司近年发布多次股权激励计划，绑定核心人员。2022年10月发布最新股权激励计划，股票期权授予数量为862万份，覆盖中高层管理及技术人员总计758人，考核目标为2022年、2022-2023年、2022-2024年公司营收分别80、180、300亿元。

2021-2022公司股权激励计划

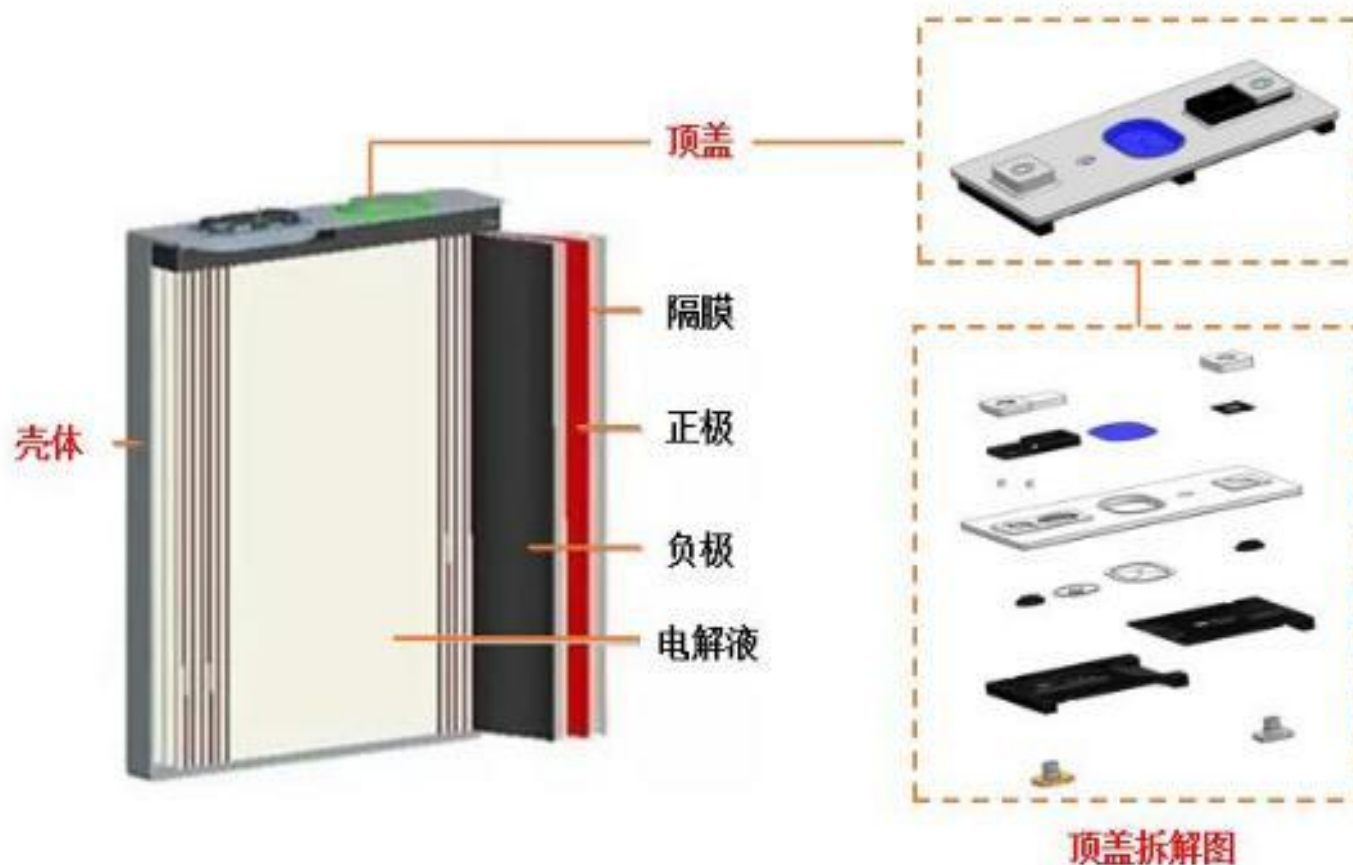
| 时间 | 授予对象 | 授予数量及占比 | 价格 | 行权期 | 行权时间 | 行权比例 | 考核目标 |
|----------|---------------------------------|------------------------|-----------|--------|-------------------------------------|------|------------------------|
| 2022年10月 | 董事、董秘等中高层管理人员、核心技术（业务）人员，总计758人 | 862.0万份，占授予当日总股本的3.68% | 111.71元/股 | 第一个行权期 | 自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日 | 40% | 2022年营收不低于80亿元 |
| | | | | 第二个行权期 | 自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日 | 30% | 2022-2023年累计营收不低于180亿元 |
| | | | | 第三个行权期 | 自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日 | 30% | 2022-2024年累计营收不低于300亿元 |
| 2021年4月 | 董事、董秘等中高层管理人员、核心技术（业务）人员，总计392人 | 538.5万份，占授予当日总股本的2.32% | 63.98元/股 | 第一个行权期 | 自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日 | 30% | 2021年营收不低于35亿元 |
| | | | | 第二个行权期 | 自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日 | 40% | 2021-2022年累计营收不低于75亿元 |
| | | | | 第三个行权期 | 自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日 | 30% | 2021-2023年累计营收不低于120亿元 |

- 01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
- 02 行业空间大，竞争格局较稳定
- 03 成本管控优秀，海外市场潜力大
- 04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
- 05 盈利预测与投资建议
- 06 风险提示

2.1 结构件是锂电池重要组成部分，保障电池安全

- ◆ 锂电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液、结构件等组成，其中结构件主要包括壳体、盖板、连接片、安全阀等。结构件的主要作用是传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支承等，根据应用环境的不同，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐蚀性防干扰性等特定功能。
- ◆ 电池结构件影响电池的安全性、密封性、能量密度和一致性等。随着锂电池为代表的新型电池能量密度不断提升，电池结构件对电池安全性的保障显得愈发重要。

方形锂电池结构示意图



2.2 圆柱、方形、软包长期共存

- ◆ 根据锂电池封装形式技术路线不同，将锂电池分为圆柱、方形、软包三类。受“长续航对应高补贴”政策影响，方形和软包电池凭借PACK模组能量密度高的优势取得快速发展；在特斯拉等车企的带动下，具有高能量密度、高功率密度和成本优势的4680大圆柱电池有望扩大圆柱电池的市占率。方形和圆柱电池各有优劣，长期共存的局面将持续存在。


不同类型锂电池特点对比

| 项目 | 方形电池 | 圆柱电池 | 软包电池 |
|--------|--------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|
| 壳体 | 钢壳或铝壳 | 钢壳或铝壳 | 铝塑膜 |
| 优势 | 电池内阻低；PACK工艺简单 | 生产工艺成熟，良品率较高，一致性高；安全性高；应用领域广泛；单体能量密度高 | 重量轻、内阻低；PACK模组能量密度高；产品薄；充放电倍率高 |
| 劣势 | 一致性差，标准化程度低；安全控制要求高 | PACK模组成本高；对电池连接和管理的要求高 | 机械强度差；制造成本较高 |
| 主要电池企业 | 宁德时代、比亚迪、三星SDI、中创新航、国轩高科 | 松下、LG新能源、三星SDI、比克电池、力神电池、亿纬锂能 | 孚能科技、国能电池、万向A123 |
| 主要应用领域 | 乘用车、商用车、储能 | 乘用车、电动工具、电动自行车、物流车、智能家居、储能 | 3C类产品、乘用车、储能 |
| 代表车型 | 宝马、比亚迪、蔚来、小鹏、理想 | 特斯拉、丰田、Rivian | 戴姆勒、广汽、北汽 |

2.3 结构件不同形态各有优劣，铝壳占主导地位

- ◆ 锂电池不同的封装形式对应不同的工艺制程和锂电池形态，也对应了不同形态的电池精密结构件。锂电池封装形式技术路线主要包括圆柱、方形、软包三种形式，对应三种精密结构件。
- ◆ 方形锂电池早期多采用钢壳，后由于钢壳质量较重且安全性较差，逐渐被铝壳所替代，因而铝壳成为当前壳体的主流；圆柱电池多采用钢材作为外壳材质，随着4680圆柱电池应用，钢壳将会有更大的市场空间。

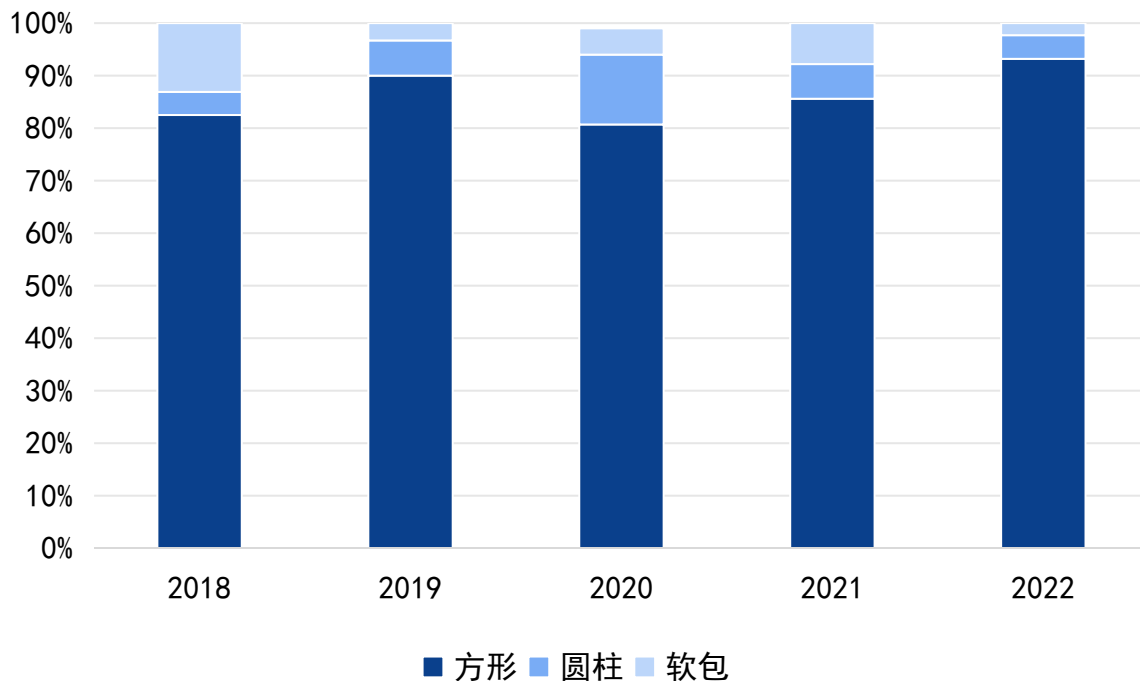
不同锂电池结构件特点对比

| 类型 | 结构件 | 形状 | 优点 | 缺点 |
|----|--|---|---|--------------------------------------|
| 硬壳 | 圆柱 | 壳体和盖板等  | 工艺成熟，一致性高；电池小，散热面积大，成组后散热性能优异；抗内压性能好。 | 电池小，成组工艺复杂，系统能量密度较低；空间利用率较低S。 |
| | 方形 | 壳体和盖板等  | 结构强度高，承受机械载荷能力强；成组结构简单，系统能量密度较高；散热好；方便设置防爆阀，更加安全。 | 制作工艺比较复杂，良品率和一致率较低。 |
| 软包 | 铝塑膜  | | 尺寸变化灵活，成本低，单电芯能量密度高。 | 机械强度差，封口工艺较难；成组结构复杂，散热设计较难；难以添加防爆装置。 |

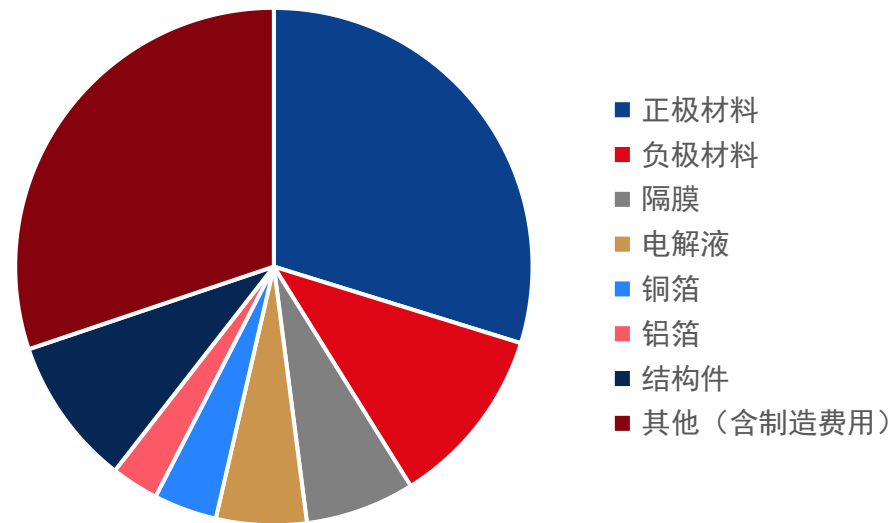
2.4 方形结构件主导地位，结构件占电池总成本约为9.3%

◆ 国内锂电池市场以方形锂电池为主，据乘联会数据，2022年方形电池占据93.2%的市场份额。同样，在锂电池结构件中方形结构件占据主导地位，据GGII统计，2017-2022年，我国方形锂电池结构件市场份额从70.6%上升至90.7%，且这一主导格局仍会持续。根据公司公告，结构件需求预计为0.3亿元/GWh，同时参考宁德时代锂电池的成本数据，测算得到结构件在磷酸铁锂电池成本中占比约为9.3%。

2018-2022年不同类型电池市场份额



磷酸铁锂电池各部分成本占比



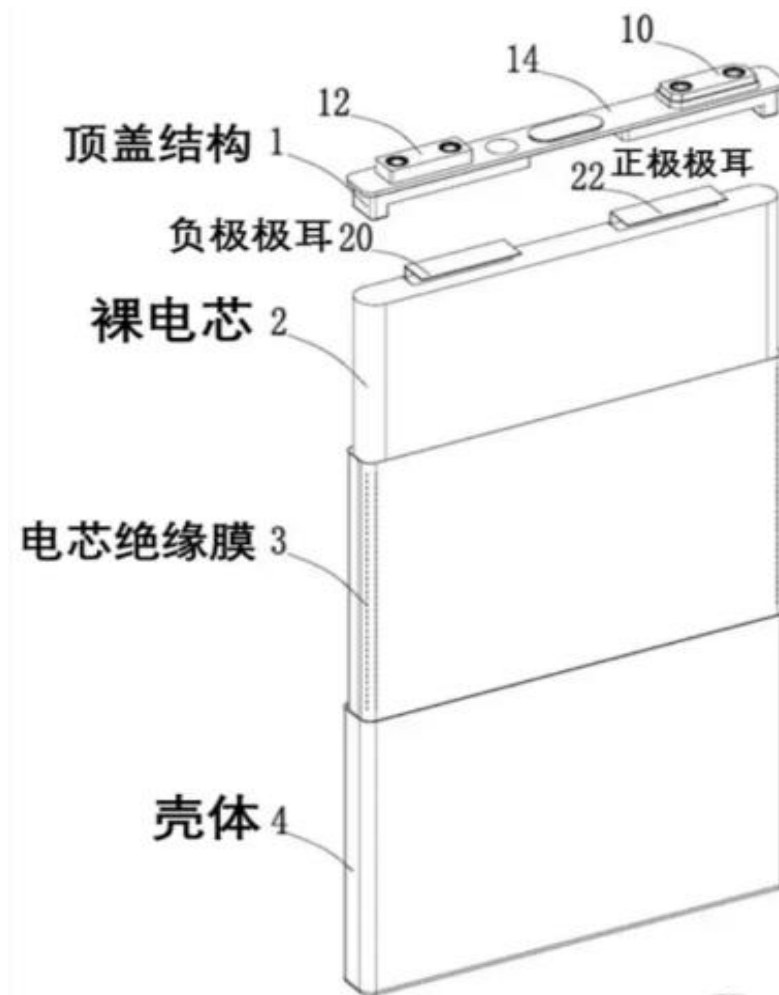
2.5 壳体主要起对电池内部固定和全密封作用

- ◆ 锂电池硬壳结构件主要包括壳体、盖板、连接片等，盖板和壳体通过激光焊接组成一个密封的整体。
- ◆ 壳体作为电池模组的承载体，主要起到对电池内部电化学系统固定和全密封的作用，其结构强度、散热等性能是衡量电池工作能力的重要指标。按材料选择不同，可将壳体分为钢制壳体、铝合金壳体、复合材料壳体。

方形壳体实物图



方形结构件分解图



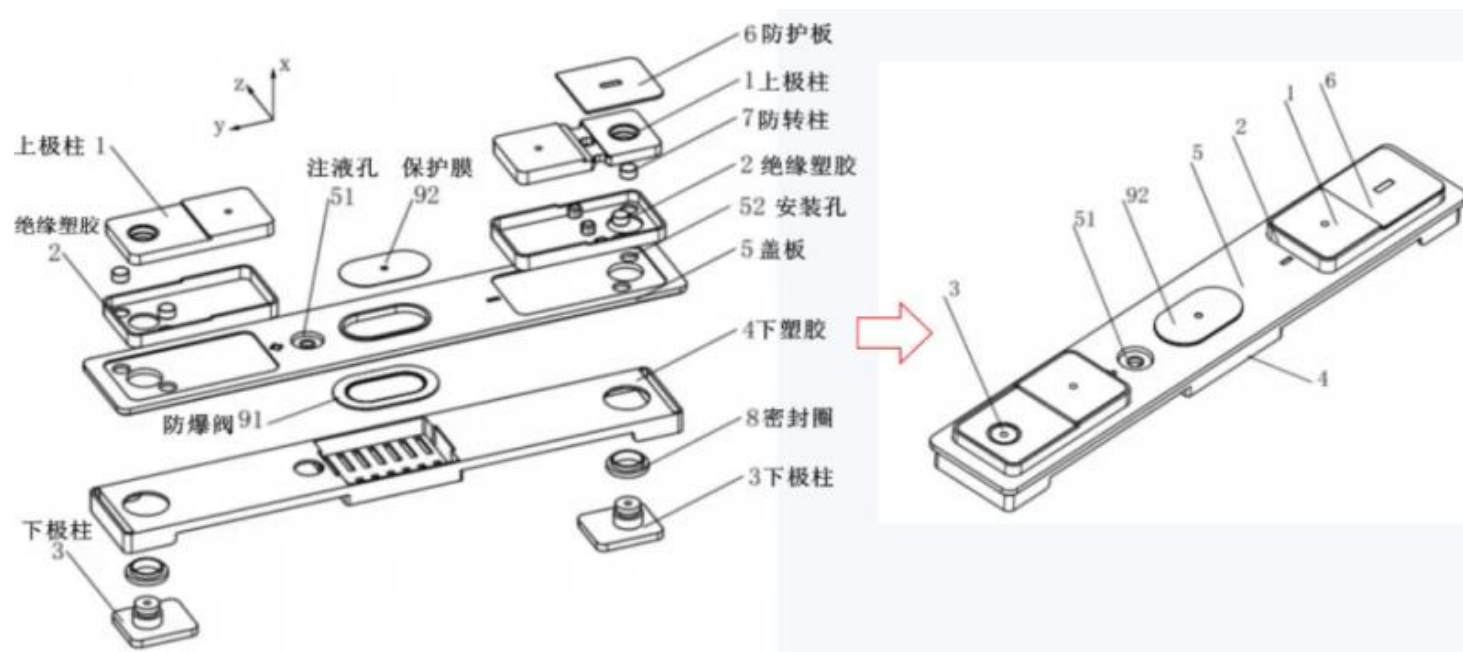
2.6 盖板结构复杂，起密封、电流导通和保护作用

- ◆ 盖板结构复杂，包含许多小零件，主要由顶盖板，正、负极柱，防爆装置，注液孔等组成，一般极柱部分还包括翻转片装置、电流切断结构和短路装置等。盖板主要起到密封、电流导通和保护的作用，当电池出现异常以致内部气压增大时，顶盖防爆阀将开启进行泄压以降低电池爆炸风险，同时顶盖翻转片向上顶起使顶盖正负极直接短路，快速切断电流。

方形盖板实物图



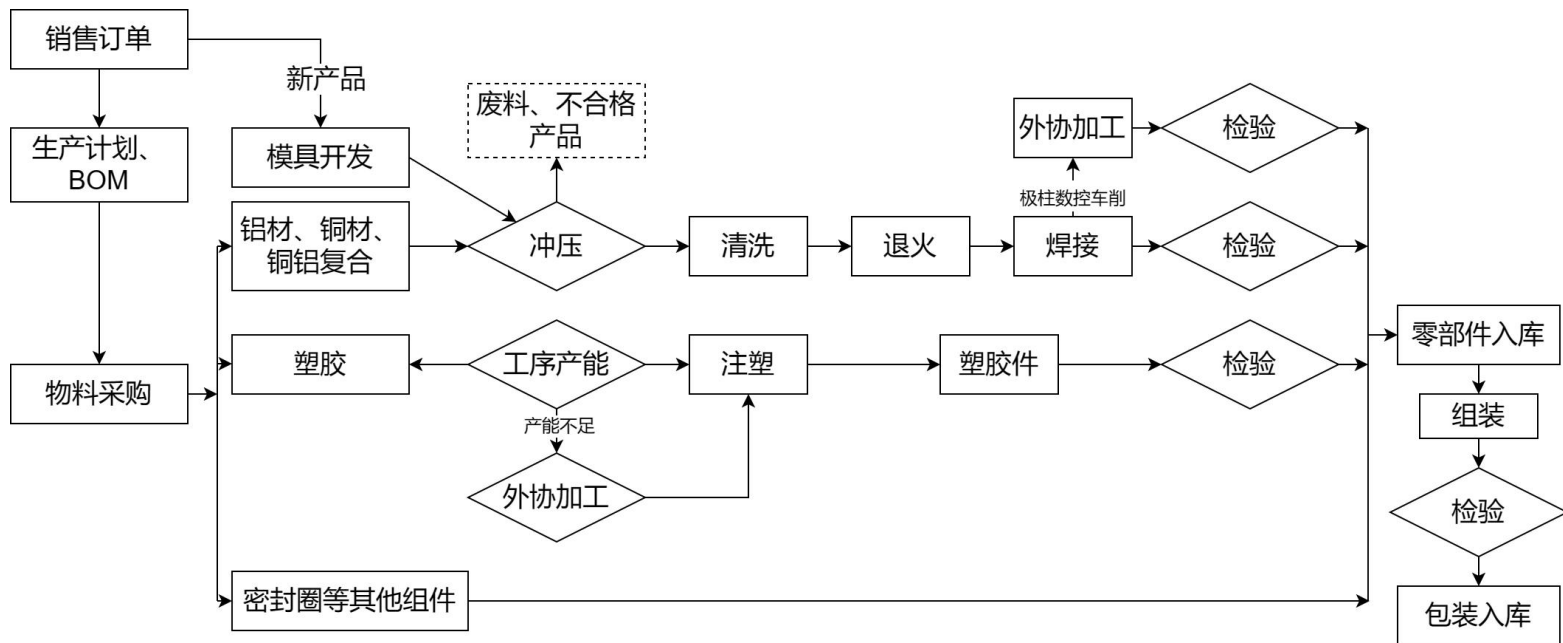
方形盖板分解图



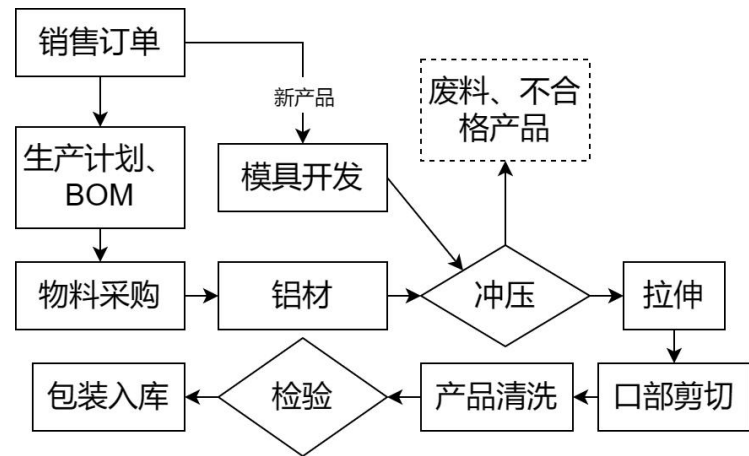
2.7 盖板和壳体制作工艺严谨复杂

- ◆ 盖板和壳体作为锂电池精密结构件，对制作工艺的要求是严谨且复杂的。具体而言，盖板的生产工艺流程较为复杂，主要工艺包括原材料分切、冲压加工、焊接、注塑等；而壳体的流程相较而言更少，工艺也更为简单，主要工艺包括原材料分切、精密连续拉伸、切口等。结构件的主要技术难点在于精密度、安全性要求较高，要求综合提升每个生产环节的技术水平，以保证产品的质量和性能。

盖板制作工艺流程



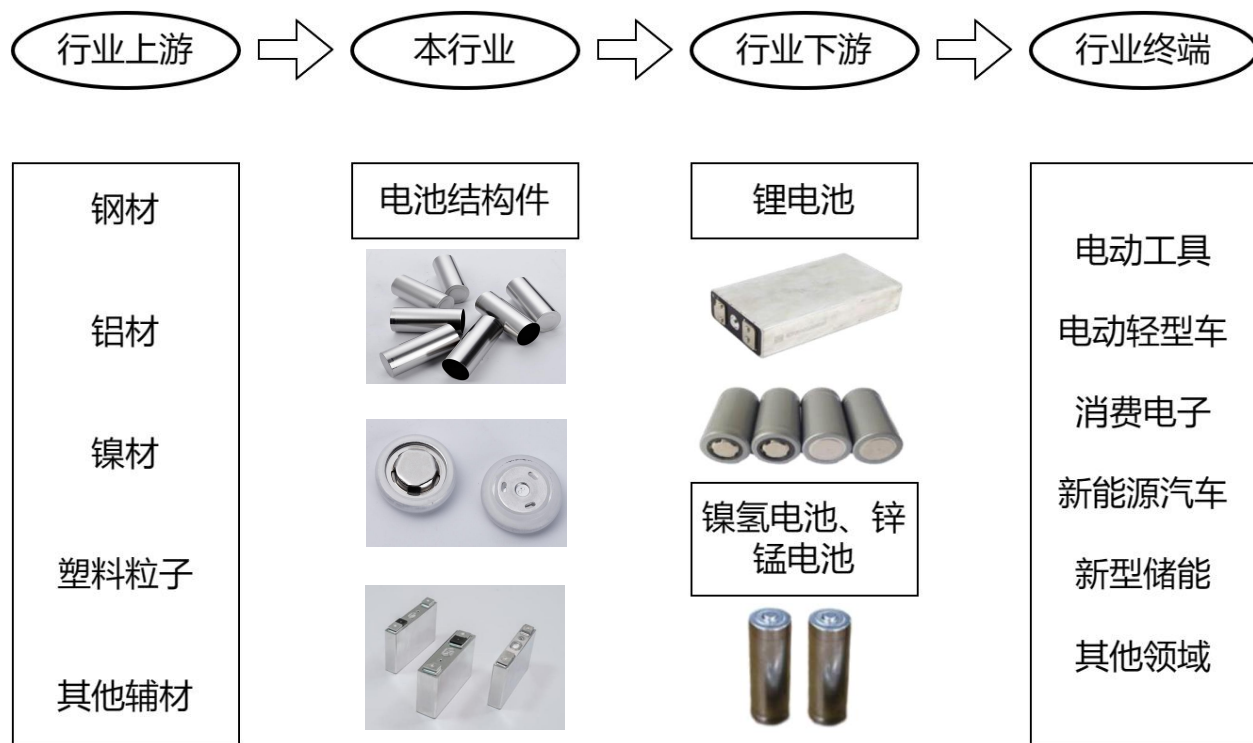
壳体制作工艺流程



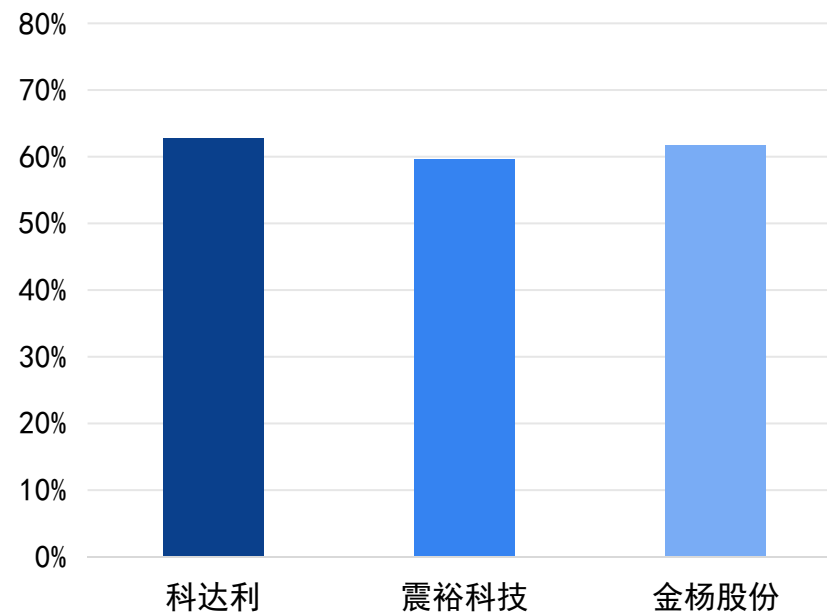
2.8 结构件行业产业链

- ◆ 锂电池结构件的上游行业主要是金属（钢材、铝材、镍材等）、塑料等行业，原材料采购成本占据结构件企业成本的比例约为60%，占比较大；下游行业主要是锂电池。根据终端应用不同，锂电池下游主要可分为动力、消费和储能领域，其中，动力锂电池是当前锂电池的主要应用场景。

结构件产业链情况



各企业2022年结构件业务原材料成本占比



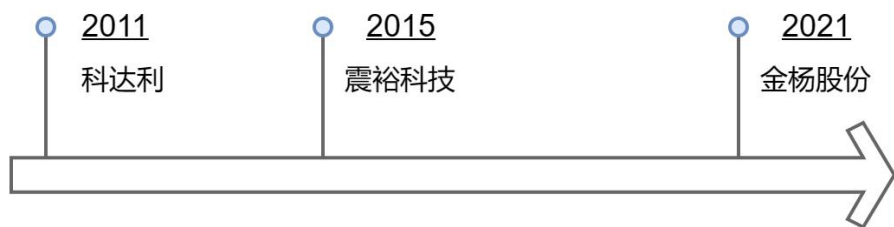
注：金杨股份数据为封装壳体2022H1数据。

2.9 行业准入壁垒高：客户验证周期长，替换成本高

- ◆ 客户壁垒：客户认证程序严格复杂、周期长，替换成本高，粘性大。锂电企业在选择结构件供应商时要经过严格、复杂以及长期的认证过程；同时，由于产品认证周期长、供应商的替代成本较高等，结构件企业和下游锂电企业之间的合作关系比较稳定，行业客户粘性大。
- ◆ 技术壁垒：结构件行业综合了金属材料、机械工程学、模具开发、电子、精密控制等多种学科的技术，对结构件的安全性、一致性要求高；同时要求在制造工艺方面具备丰富的实践经验。

宁德时代结构件供应商加入时间

公司与客户关系对应表



| | 宁德时代 | LG新能源 | 亿纬锂能 | 比克电池 | 中创新航 | 蜂巢能源 | 瑞普能源 | 力神电池 | 欣旺达 |
|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|
| 科达利 | √ | √ | √ | | √ | √ | √ | √ | √ |
| 震裕科技 | √ | | √ | | | | √ | | √ |
| 金杨股份 | √ | √ | √ | √ | | | | √ | √ |
| 中瑞电子 | | √ | | √ | | | | √ | |

2.10 行业准入壁垒高：固定资金投入占比高

- ◆ 资金壁垒：固定资金投入占比高，周转时间较长。结构件行业单套生产设备的资金投入巨大，前期资金投入具有较高要求。根据公司公告，结构件需求预计为0.3亿元/GWh，以公司2022年定增扩产项目为基础测算得，1GWh锂电池需要结构件行业购入0.15亿元设备。新进入企业通常销售规模较小，资金实力不足，难以与先入企业竞争。

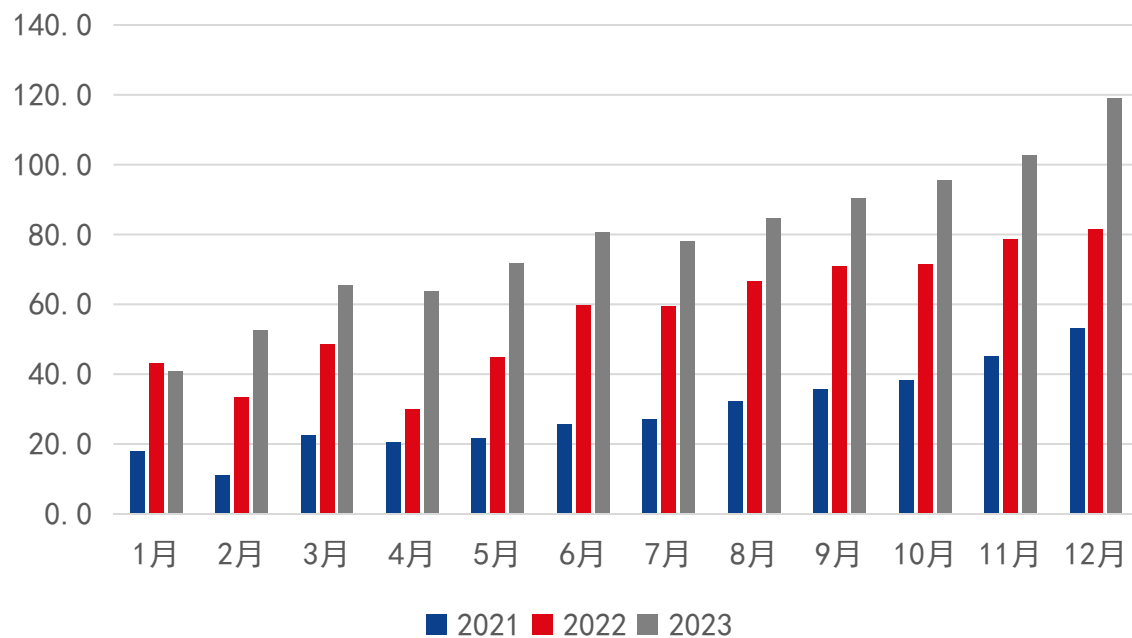
不同行业代表企业部分项目设备购置费用及安装费占比

| 企业 | 项目 | 总投资额（万元） | 设备购置费及安装费用 | 占比 |
|------|-----------------------------|----------|------------|--------|
| 科达利 | 惠州动力锂电池精密结构件三期项目 | 22500 | 14500 | 64.44% |
| | 福建动力锂电池精密结构件二期项目 | 25000 | 17000 | 68.00% |
| 震裕科技 | 年产9亿件新能源动力锂电池顶盖项目 | 160000 | 93985 | 58.74% |
| | 年产3.6亿件新能源汽车锂电池壳体新建项目 | 40000 | 21058 | 52.65% |
| 杉杉股份 | 年产30万吨锂离子电池负极材料一体化基地项目（第一期） | 792711 | 474186 | 59.82% |
| 容百科技 | 仙桃一期年产10万吨锂电正极材料项目 | 442352 | 206886 | 46.77% |
| | 遵义2-2期年产3.4万吨锂电正极材料项目 | 70000 | 38113 | 54.45% |
| 恩捷股份 | 重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（一期） | 150000 | 109500 | 73.00% |
| | 苏州捷力年产锂离子电池涂覆隔膜2亿平方米项目 | 100000 | 59700 | 59.70% |
| 新宙邦 | 荆门新宙邦“年产28.3万吨锂电池材料项目 | 35000 | 13011 | 37.17% |
| | 瀚康电子材料“年产59,600吨锂电添加剂项目 | 80491 | 36790 | 45.71% |

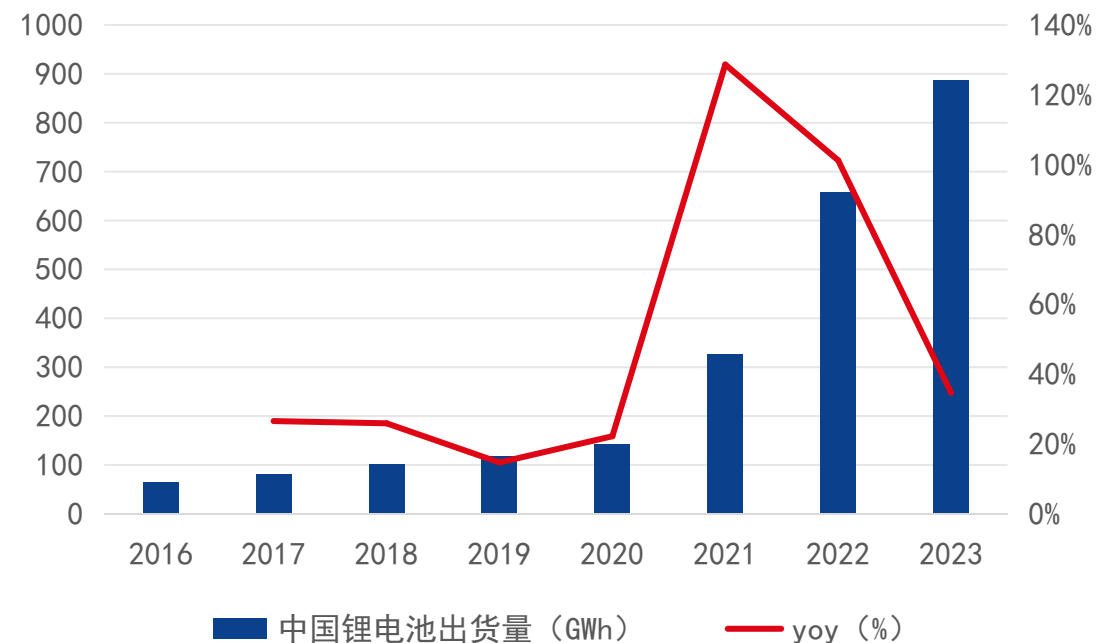
2.11 新能源汽车销量增加驱动锂电池出货量增加

- ◆ 中国新能源汽车月销量不断创新高。据中汽协数据显示，2023年我国新能源汽车产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达到31.6%，高于上年同期5.9个百分点，连续9年位居全球第一。
- ◆ 新能源汽车市场飞速发展带动新能源汽车用锂电池出货量快速增长。据GGII数据，2023年中国锂电池出货量约886GWh，同比增长35%，其中动力/储能电池出货量分别达630/206GWh，同比增长31%/58%。

国内新能源汽车月销量（万辆）



2017-2023中国锂电池出货量及同比



2.12 结构件市场空间预测

- ◆ 考虑到电芯成本下降和体积变大，预计单GWh电池对应结构件价值会逐年下降，假设2023-2025年单GWh对应结构件价值为0.35、0.30、0.27亿元/GWh。
- ◆ 随着下游电池厂商扩产，我们预计2023-2025年全球锂电池结构件市场规模分别为420.9、482.3、602.5亿元，增速分别为-0.4%、14.6%、24.9%。

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 备注 |
|--------|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 动力电池市场 | 中国新能源车销量 | 352 | 689 | 950 | 1,188 | 1,484 | 万辆 |
| | yoy | 158% | 96% | 38% | 25% | 25% | |
| | 欧洲新能源车销量 | 226 | 260 | 301 | 391 | 509 | 万辆 |
| | yoy | 66% | 15% | 16% | 30% | 30% | |
| | 美国新能源车销量 | 61 | 81 | 147 | 221 | 331 | 万辆 |
| | yoy | 105% | 33% | 81% | 50% | 50% | |
| | 其他国家销量 | 31 | 52 | 67 | 150 | 200 | 万辆 |
| | 全球合计 | 670 | 1,082 | 1,465 | 1,949 | 2,524 | 万辆 |
| | yoy | 111% | 61% | 35% | 33% | 29% | |
| | 单车电量 | 55 | 63 | 59 | 60 | 65 | kWh |
| | 动力电池装机量 | 371 | 684 | 865 | 1170 | 1640 | GWh |
| | 储能市场出货量 | 66 | 159 | 224 | 293 | 439 | GWh |
| | 消费市场出货量 | 125 | 114 | 113 | 145 | 152 | GWh |
| | 锂电池出货量合计 | 562.4 | 957.7 | 1202.6 | 1607.6 | 2231.5 | GWh |
| | yoy | 91% | 70% | 26% | 34% | 39% | |
| | 单GWh对应结构件价值 | 0.45 | 0.44 | 0.35 | 0.30 | 0.27 | 亿元/GWh |
| | yoy | - | -2.7% | -20.7% | -14.3% | -10.0% | |
| | 全球锂电池结构件市场规模合计 | 255 | 422.5 | 420.9 | 482.3 | 602.5 | 亿元 |
| | 全球锂电池结构件市场规模增速 | - | 65.7% | -0.4% | 14.6% | 24.9% | |

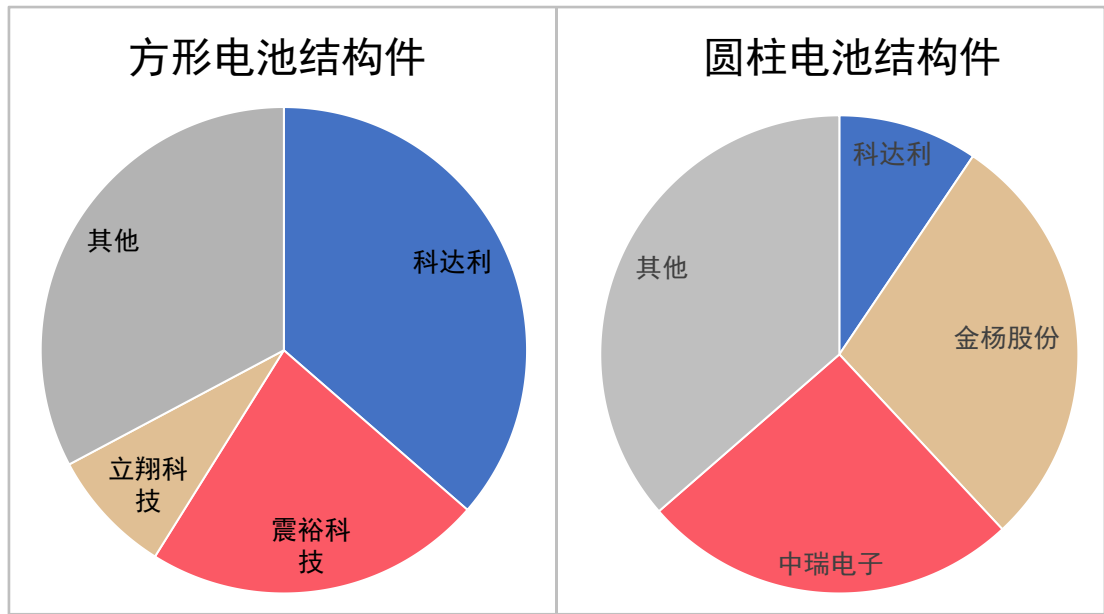
2.13 竞争格局较稳固，科达利市场份额领先

◆ 行业竞争格局比较稳定，公司结构件市场份额居于行业领先地位。据GGII，目前锂电池结构件市场已初步形成科达利一家独大，金杨股份、震裕科技、瑞德丰精密等在各自细分领域占有一席之地市场竞争格局；根据北极星储能网数据测算，在方形结构件领域，公司市场份额为36.4%，拥有绝对领先优势，在圆柱结构件领域也占有9.4%的份额。

行业主要竞争者情况

| 锂电池精密结构件企业 | | 公司业务简介 | 主要客户 |
|------------|----------------|--|--------------------------|
| 国内 | 科达利 | 以锂电池精密结构件业务为核心、汽车结构件业务为重要构成，主要产品为方形锂电池壳体和盖板。 | 宁德时代、中创新航、LG化学、松下等 |
| | 震裕科技 | 主营精密级进冲压模具及下游精密结构件的研发、设计、生产和销售，结构件主要产品为方形锂电池壳体和盖板。 | 宁德时代、江苏时代、时代上汽、亿纬锂能等 |
| | 中瑞电子 | 主营圆柱锂电池精密结构件的研发、制造及销售，主要产品为圆柱锂电池组合盖帽。 | LG新能源、能元科技、比克电池等 |
| | 金杨股份 | 致力于为电池行业提供高性能的电池结构件及材料，主要产品为圆柱电池封装壳体弘融安全阀。 | LG化学、松下、三星SDI、亿纬锂能、力神电池等 |
| 海外 | 韩国SANGSIN EDP | 主营动力锂电池及二次电池配件、OLED及CRT显示器配件等。 | 配套三星SDI约80%的结构件 |
| | 日本FUJI SPRINGS | 主营精密弹簧、精密模具及自动装配机的设计与制造；动力锂电池等部件加工等业务。 | 主要为日本国内电池企业 |

2022年企业结构件市场份额

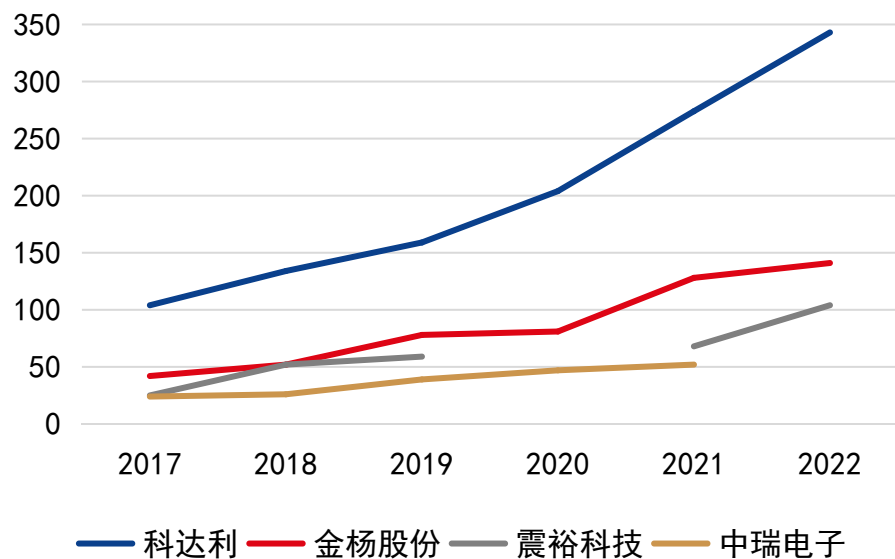


- 01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
- 02 行业空间大，竞争格局较稳定
- 03 成本管控优秀，海外市场潜力大
- 04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
- 05 盈利预测与投资建议
- 06 风险提示

3.1 技术优势：产品和技术经验丰富

- ◆ 自2007年开始研发锂电池结构件，公司已积累了丰富的产品和技术经验，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、断电保护等多项核心技术。
- ◆ 科达利研发重点方向为提升结构件的稳定性、轻量化、安全性等，截止2023年6月31日，科达利拥有专利371项，其中发明专利28项，实用新型专利341项，专利数领先行业。

结构件行业各公司专利数



公司部分专利情况

| 专利名称 | 类型 | 专利申请日 |
|----------------------|------|------------|
| 一种提高散热性能的电池组外壳 | 实用新型 | 2021.06.25 |
| 一种动力电池拉深模具 | 实用新型 | 2020.11.18 |
| 一种新能源动力刀片形电池用铝壳结构 | 实用新型 | 2021.04.26 |
| 一种新能源动力电池结构件盖板一体冲压模具 | 实用新型 | 2021.04.25 |
| 一种锂电池结构件轻量化盖板结构 | 实用新型 | 2021.05.14 |
| 一种用于降低锂电池结构件模具的冷却装置 | 实用新型 | 2021.06.17 |

3.1 技术优势：通过自动化生产线提高效率

- ◆ 公司拥有经国内外客户认证的先进生产平台，以及各种精密测量仪器，使得产品的精度更高、一致性更好。例如，公司盖板自动装配机采用三菱控制系统、日本SMC气动元件以及德国里奇乐真空泵，批量投产后将节省80-85%人力，产品合格率 $\geq 99.8\%$ 。
- ◆ 公司持续加大对生产自动线引入CCD光学检测设备，并研发出新一代的自动线MES系统，实现了对产品整个生命周期的监控和追溯。在仓储管理中，完成供应商和仓储管理WMS系统的数据链接，提升仓储管理效率。

日本全自动铝壳生产线



自行研发的盖板自动装配机



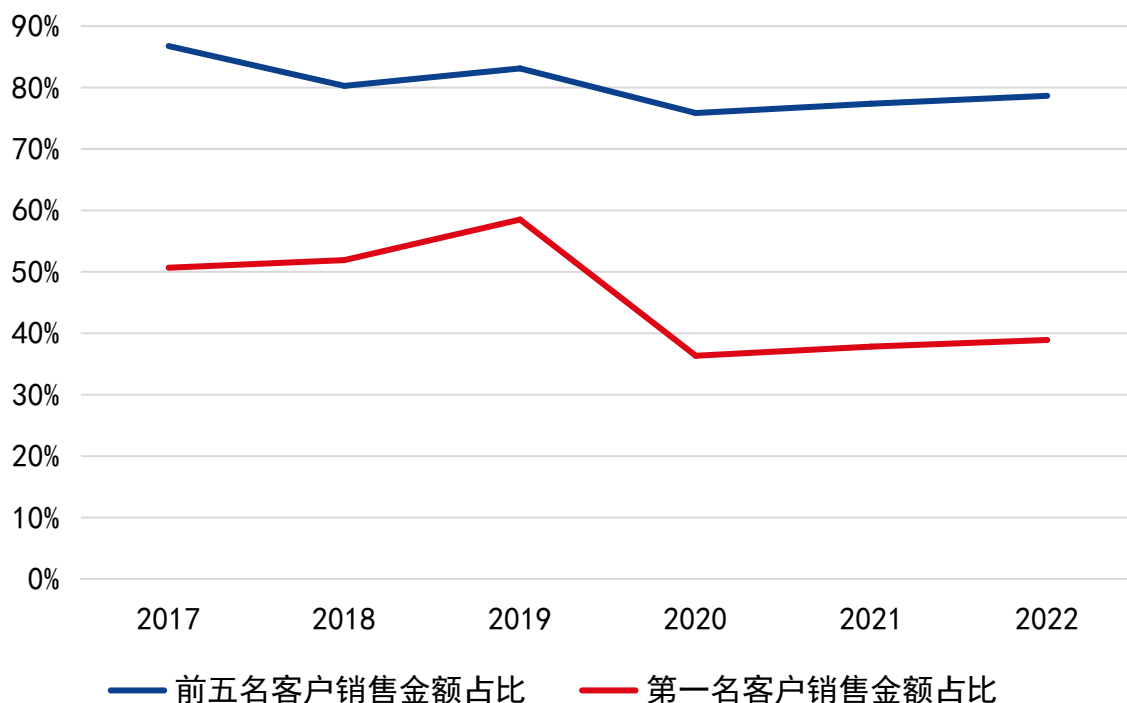
德国IPG激光设备



3.2 客户优势：客户结构优秀，产品议价具有优势

- ◆ 公司客户涵盖全球知名动力电池制造企业，如宁德时代、中创新航、LG化学、松下等，并多年蝉联宁德时代结构件第一大供应商。公司2022年前五名客户销售占比78.65%，相较2017年降低8%，同时对宁德时代的销售占比也逐步下降，降低了客户过于集中的风险，并使公司在产品议价上具有一定优势。

2017-2022公司大客户销售占比（%）



公司与震裕科技对宁德时代销售金额对比

| 企业 | 项目 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|----------------|---------|--------|--------|
| 科达利 | 结构件销售额（亿元） | 18.78 | 43.22 | 83.27 |
| | 对宁德时代销售额（亿元） | 7.21 | 16.90 | 33.67 |
| | 宁德时代在结构件业务占有率 | 38.41% | 39.10% | 40.44% |
| | 宁德时代在公司整体业务占有率 | 36.34% | 37.83% | 38.91% |
| 震裕科技 | 结构件销售额（亿元） | 5.71 | 16.54 | 32.56 |
| | 对宁德时代销售额（亿元） | 5.72 | 16.03 | 28.71 |
| | 宁德时代在结构件业务占有率 | 100.10% | 96.91% | 88.16% |
| | 宁德时代在公司整体业务占有率 | 47.94% | 52.84% | 49.91% |

注：震裕科技2020年对宁德时代销售额占结构件比重超过100%，主要系对宁德时代销售还包含了部分模具产品的销售。

3.2 客户优势：2022年定增计划产能扩张

◆ 公司定增募集资金净额34.8亿元，用于投资建设江西、江苏、江门、湖北生产基地及补充流动资金，定增项目预计2027年达产。本次定增项目发行的股票已于2023年8月15日在深交所上市。

| 募投项目 | 配套客户 | 地点 | 投资规模 (亿元) | 产能规划 (Gwh) | 总投资额 (亿元) | 规划产能 (亿只) | 规划产值 (亿元) |
|--------------|-------|------|--------------|---------------|--------------|--------------------|--------------|
| 江西项目 | 欣旺达 | 江西南昌 | 200 | 50 | 10 | 盖板1.62, 壳体 1.62 | 16.23 |
| | | 湖北宜昌 | 120 | 30 | | | |
| | 宁德时代 | 江西宜春 | 135 | 50 | | | |
| | 蜂巢能源 | 江西上饶 | 100 | 20 | | | |
| 湖北项目 | 亿纬锂能 | 湖北荆门 | 539.21 | 280.61 | 10 | 盖板1.81, 壳体 1.81 | 18.14 |
| | 欣旺达 | 湖北宜昌 | 120 | 30 | | | |
| | 中创新航 | 湖北武汉 | 220 | 50 | | | |
| | 楚能新能源 | 湖北宜昌 | 600 | 150 | | | |
| | | 湖北孝感 | 675 | 150 | | | |
| 江苏项目 (三期) | 宁德时代 | 江苏溧阳 | 415.5 | 115 | 10 | 盖板1.53, 壳体 4.71 | 22.6 |
| | 中创新航 | 江苏常州 | 235 | 48 | | | |
| | 蜂巢能源 | 江苏南京 | 56 | 14.6 | | | |
| | | 江苏盐城 | 100 | 22 | | | |
| | | 江苏常州 | 150 | 47.41 | | | |
| | LG | 江苏南京 | 33亿美元 | 51+ | | | |
| 江门项目 | 中创新航 | 广东江门 | 200 | 60 | 10 | 盖板0.95, 壳体 2.86 | 17.18 |
| | | 广东广州 | 200 | 50 | | | |
| | 欣旺达 | 广东珠海 | 120 | 30 | | | |
| | 宁德时代 | 广东肇庆 | 120 | 30 | | | |
| | 广汽集团 | 广东广州 | 36.9 | 8 | | | |
| | 瑞浦能源 | 广东佛山 | 103 | 30 | | | |

3.2 客户优势：大额采购合同支撑公司稳定发展

- ◆ 公司连续与瑞典电池公司Northvolt、法国电池公司ACC、宁德时代、欧洲某知名锂电池生产商和欧洲电池公司Morrow签订大额采购合同，加速产能释放，服务全球。

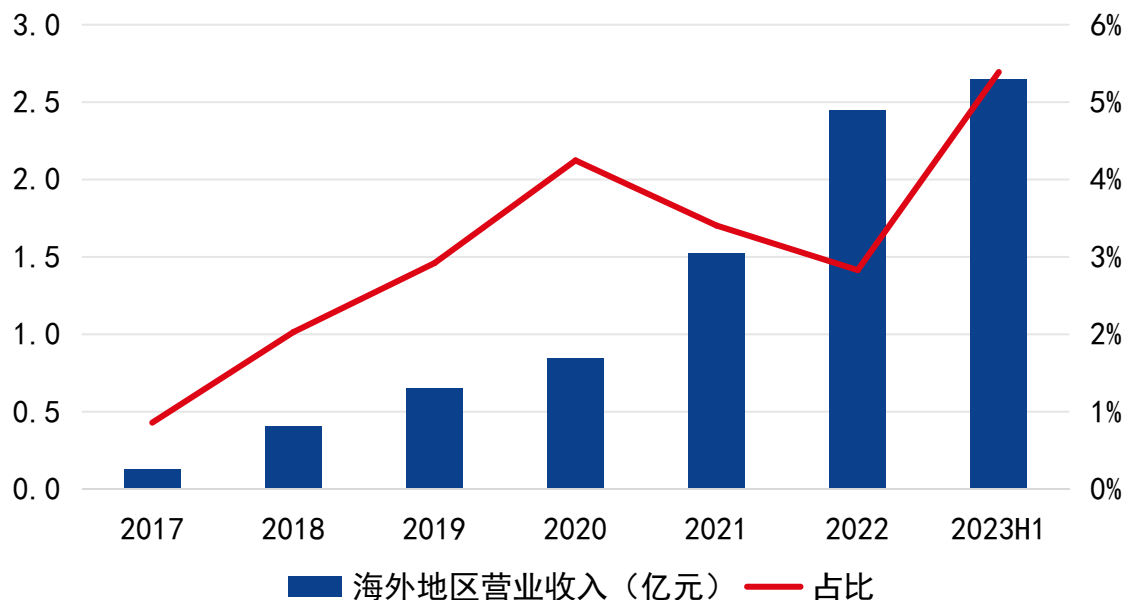
科达利2020-2023年大额采购合同

| 客户 | 产品 | 合作期限 | 主要内容 | 公告日期 |
|-------------------------------|------------|--------------------------------|---|------------|
| Northvolt | 方形锂电池壳体 | 2020-2025年 | 每年供应40GWh方形锂电池所需的全部壳体 | 2020/4/9 |
| ACC | 方形锂电池壳体和盖板 | 2024-2030年 | 向科达利采购约2亿套方形锂电池壳体和盖板 | 2022/12/16 |
| 宁德时代 | 电芯机械件 | 签署之日起至2026年 | 同等条件下，对科达利的采购份额不低于40%，加强绿色低碳，23年全部使用绿色铝，23-25年回收铝导入比例分别达10%/15%/20% | 2022/12/9 |
| 欧洲某知名锂电池生产商 | 方形锂电池盖板 | 签署之日起6年，若无任何一方提出终止则自动续约4年 | 向科达利购买预计约3.5亿套方形锂离子电池所需的盖板，通过透明的成本加利润模型确定价格 | 2023/9/4 |
| Morrow Batteries ASA (Morrow) | 动力电池结构件 | 签署之日起至2026年，Morrow拥有将协议延长2年的权利 | 科达利将作为Morrow全球首家动力电池结构件供应商，向Morrow位于挪威阿伦达尔的量产基地供应动力电池结构件 | 2023/9/19 |

3.2 客户优势：布局海外，服务全球

- ◆ 公司海外地区营收及占比逐年增加，海外市场未来增长潜力巨大。公司2023年上半年海外地区营收2.65亿元、环比+60.42%、同比+232.48%，超过2022年全年海外地区营收，占比5.39%，快速增长、且趋势有望维持。
- ◆ 公司于2020年接连在德国、匈牙利和瑞典配套海外客户，扩建生产基地，当前已开始逐步量产，进一步满足海外客户产能配套需求；近日公司连续宣布两则全球性合作利好消息，加速海外客户和市场扩张。同行业除科达利外，仅震裕科技23年7月宣布将在匈牙利建厂。

公司2018-2023H1海外地区营收及占比



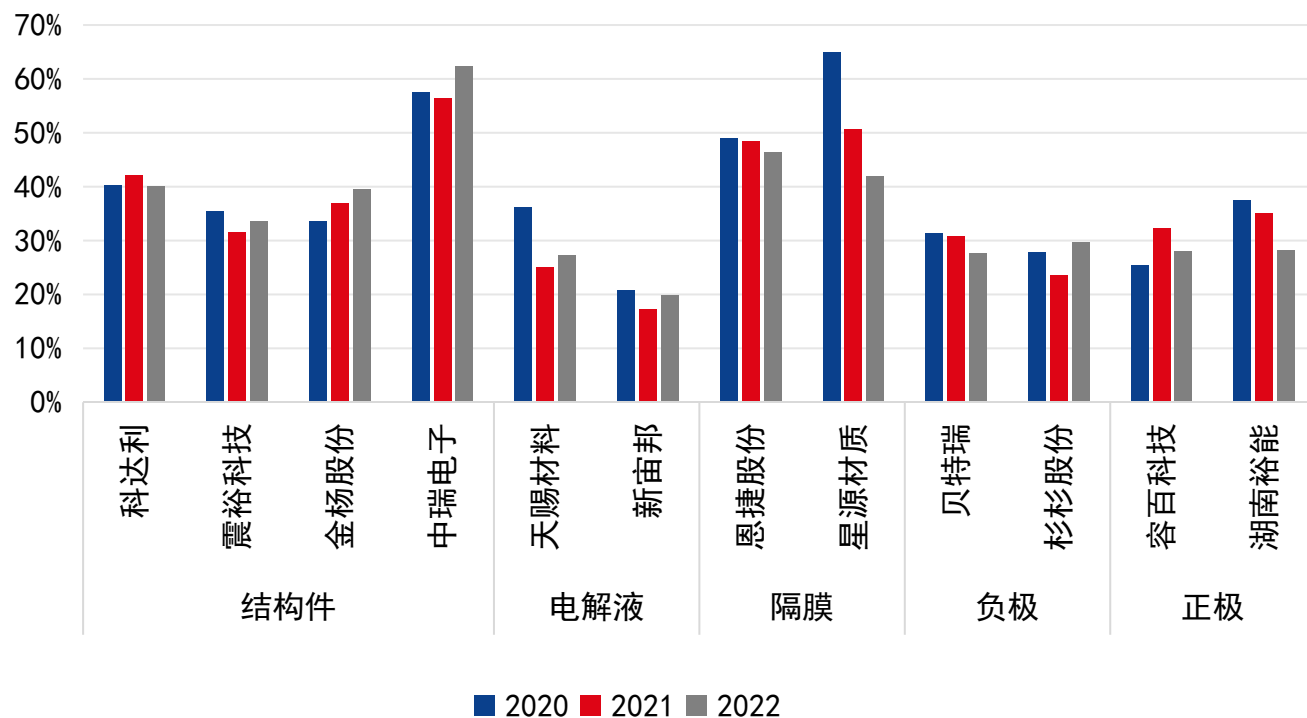
锂电池结构件行业海外布局情况

| 公司 | 地点 | 生产基地 | 投资额 (万欧元) | 预计产值 (万欧元) | 建设期 (月) | 项目进度 | 项目时间 |
|------|-----|------------|-----------|------------|---------|-------|----------|
| 科达利 | 匈牙利 | 匈牙利布达佩斯 | 3000 | 8000 | 18 | 已开始量产 | 2020.1.1 |
| | 德国 | 德国图林根州埃尔福特 | 6000 | 10000 | 30 | 试生产阶段 | 2020.3 |
| | 瑞典 | 瑞典斯德哥尔摩 | 5000 | 12000 | 24 | 试生产阶段 | 2020.1 |
| 震裕科技 | 匈牙利 | 匈牙利德布勒森 | 5870 | | 42 | 筹备阶段 | 2023.7 |

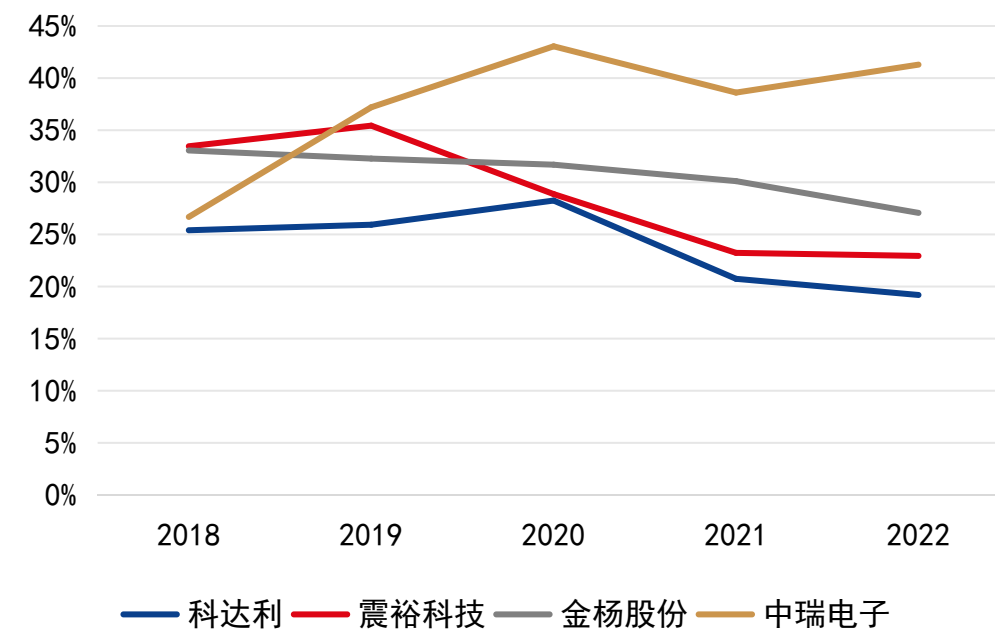
3.3 成本优势：规模效应显著，制造费用占比低

◆ 结构件行业固定资产投资占比大，产能扩张后，规模效应逐步显现，制造费用占比下滑。公司结构件市占率居于行业首位，规模效应明显，制造费用占比显著低于行业平均水平。

2020-2022年锂电池构成代表企业固定资产+在建工程占比



2018-2022年企业结构件业务制造费用占比

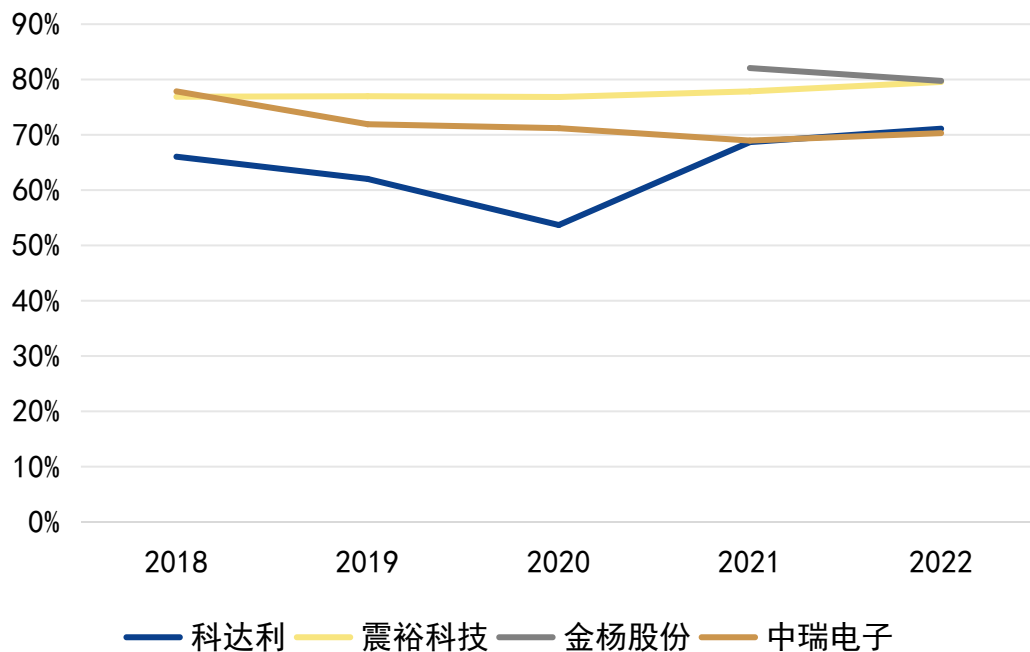


注：金杨股份为封装壳体数据，22年数据为22H1数据，中瑞电子22年数据为#21盖帽数据（#21为盖帽产品名称）

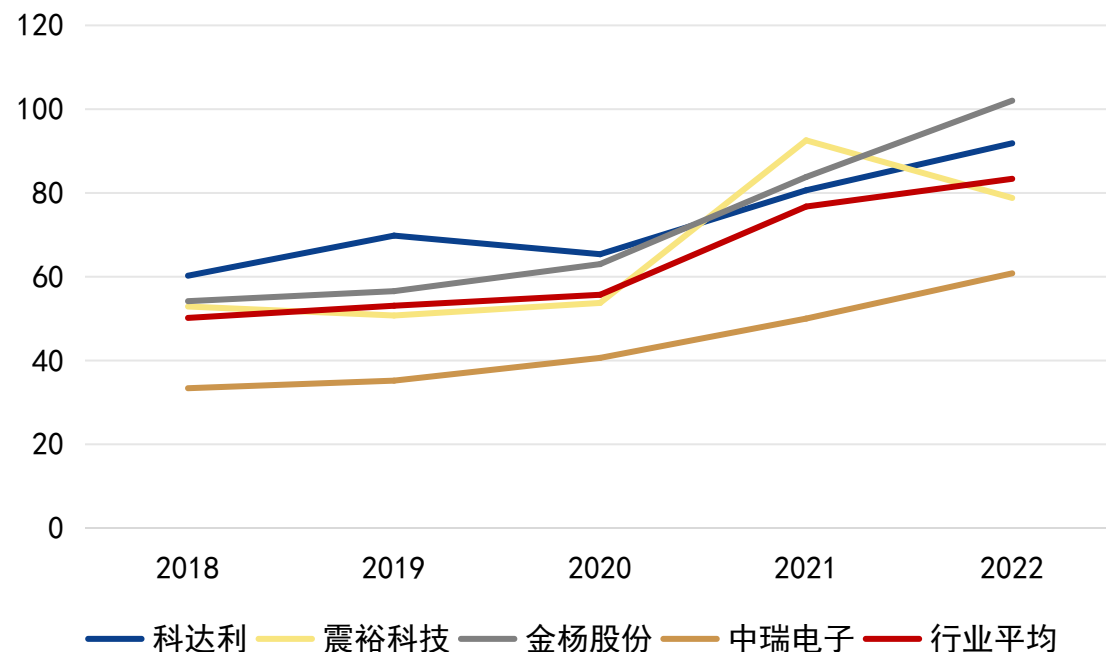
3.3 成本优势：高自动化水平降低制造费用

◆ 公司通过完善自动化生产线、优化生产管理系统，一方面降低了每条生产线需要投入的人员数量并精准监控材料配备情况，降低产品制造费用，另一方面提高了结构件的生产效率、品质和一致性，产品良率明显提升，摊薄固定资产折旧成本。从职工结构来看，科达利生产人员占比在同行业中处于低位，但人均创收高于行业平均水平，数据同样表明科达利自动化生产水平较高，成本优势明显。

各公司生产人员占比 (%)



各公司人均创收 (万元)



3.4 成本管控优秀

- ◆ 公司成本管控优秀，多重因素保障毛利率维持稳定。公司不断提升生产运营的管理效率，提升自动化水平和技术水平，产品良率和生产效率明显提升；同时凭借规模优势和优质的客户资源与结构，在原材料采购和产品议价方面也具有一定优势，公司成本得到有效控制。

各公司结构件单价（元/件）

| 企业 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|----|-------|-------|------|------|------|
| 科达利 | 顶盖 | 12.08 | 12.34 | 7.58 | 8.85 | 8.89 |
| | 壳体 | 6.82 | 5.94 | 1.22 | 1.29 | 1.7 |
| 震裕科技 | 顶盖 | - | 10.39 | 8.72 | 7.77 | - |
| | 壳体 | - | 5.11 | 3.99 | 4.77 | - |
| 金杨股份 | | - | - | 0.19 | 0.22 | 0.27 |
| 中瑞电子 | | 0.33 | 0.33 | 0.36 | 0.36 | - |

注：中瑞电子产品为动力型盖帽，金杨股份产品为封装壳体。

各公司结构件单位成本（元/件）

| 企业 | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|----|------|------|------|------|------|
| 科达利 | 顶盖 | 9.12 | 7.97 | 5.02 | 6.2 | 6.61 |
| | 壳体 | 5.82 | 4.78 | 0.96 | 1.05 | 1.38 |
| 震裕科技 | 顶盖 | - | 8.86 | 6.6 | 6.58 | - |
| | 壳体 | - | 5.17 | 3.35 | 3.76 | - |
| 金杨股份 | | - | - | 0.14 | 0.16 | 0.22 |
| 中瑞电子 | | 0.22 | 0.23 | 0.24 | 0.24 | - |

注：中瑞电子产品为动力型盖帽，金杨股份产品为封装壳体。

- 01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
- 02 行业空间大，竞争格局较稳定
- 03 成本管控优秀，海外市场潜力大
- 04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
- 05 盈利预测与投资建议
- 06 风险提示

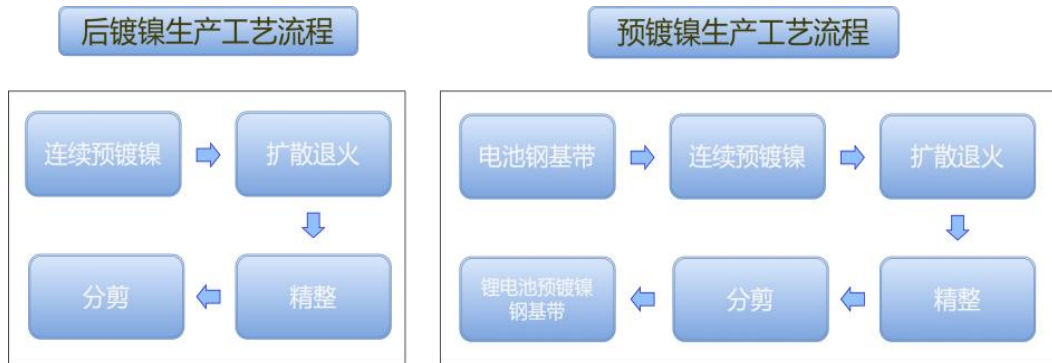
4.1 科达利批量生产46系大圆柱电池钢壳

- ◆ **科达利批量生产46系圆柱电池钢壳。**科达利针对市场需求，提前布局，早在2021年就开展了46系大圆柱电池壳盖研发项目，当前生产工艺接近成熟，已开始批量生产。公司采用预镀镍钢壳工艺，相比于目前国内先拉伸再电镀的工艺，预镀镍工艺对生产厂商的要求更严苛，需要高速连续预镀镍的生产设备、钢带平整技术、电镀液配方等，其优点是：镀层更均匀，并且提高了产品的抗腐蚀性、一致性、安全性和寿命。
- ◆ **4680大圆柱电池的技术壁垒高，相对价值量和毛利率也更高。**据公告称，相比2170电池，4680电池结构件产品结构更为复杂，制造工艺的要求也更高，生产设备的要求也会更高；两者的产线不能共用，4680电池结构件产线均为定制化产线，生产效率、自动化水平、产品良率等方面都更高。

46系圆柱大钢壳研发项目情况

| 研发项目名称 | 项目进展 | 拟达到的目标 |
|---------------------------------|--------------------------|---|
| 动力电池结构件安全性的 大钢壳（φ46）研发 | 目前技术开发基本成熟， 进入批量生产阶段。 | 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，保 证产品表面镀层的一致性，提 高电池的安全性和寿命。 |
| 动力电池结构件 （φ46）系列自动组 装线研发项目 | 目前技术开发基本成熟， 进入批量生产阶段。 | 提升产线自动化水平，降低人 员工作强度，降低产品制造成 本，提升产品品质和工作效率， 满足客户产能需求。 |

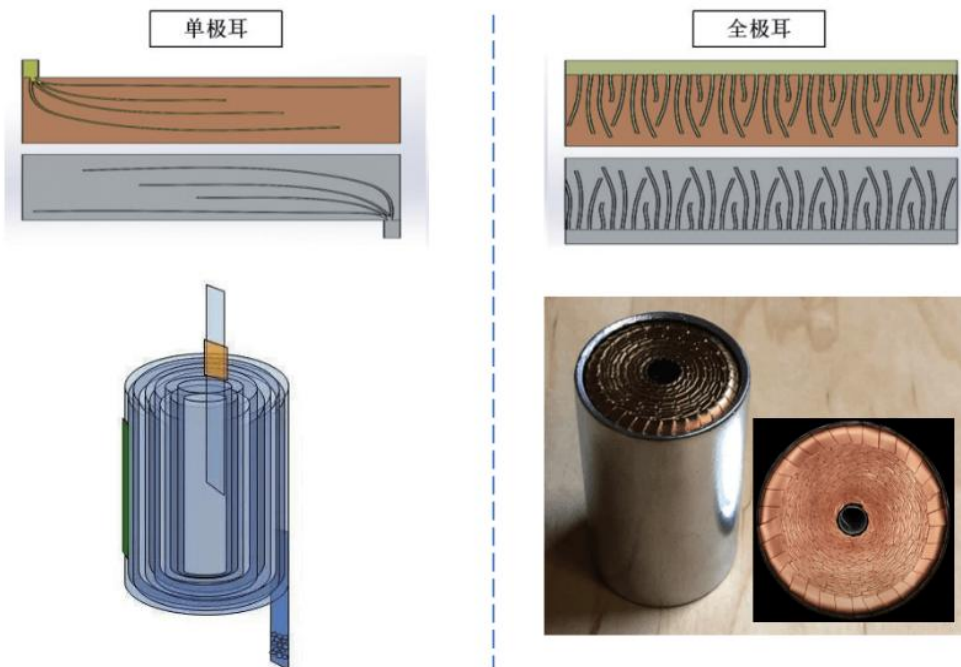
预镀镍技术和后镀镍技术生产流程对比



4.2 46系大圆柱电池性能优

- ◆ 2020年9月，特斯拉正式推出4680圆柱电池。4680电池最大的结构创新是无极耳（又称全极耳）技术，再加上硅基负极、干正极等亮点技术，4680电池能量预计将相较2170电池提升5倍，电池功率提升6倍，整车续航里程提升16%，同时在安全性、电池寿命等性能更好。

单极耳和无极耳（全极耳）构造



单极耳和无极耳（全极耳）对比

| | 电池 | 导电路径长度 (mm) | 电阻 (mΩ) | 内阻消耗 (W) | 发热 | 充放电产热速率 | 焊接技术 |
|-------|-------|-------------|---------|----------|----------------|----------------|------|
| 单极耳技术 | 18650 | 800 | 20 | 2 | 发热不均匀，集中于极耳处发热 | 较高 | 电焊 |
| | 21700 | 1000 | 23 | 2 | | | |
| 无极耳技术 | 4680 | 80 | 2 | 0.2 | 发热均匀 | 低，比单极耳电池低两个数量级 | 面焊 |

4.3 多家厂商迅速布局大圆柱电池，46系电池量产在即

46系大圆柱电池产能布局情况

| 企业 | 布局 |
|-------|--|
| 特斯拉 | 三个主要工厂：德克萨斯州工厂，规划产能100GWh；加州加藤路工厂，规划产能10GWh；内华达工厂，投资超36亿美元，规划产能100GWh，长远规划是500GWh。 |
| 宝马 | 2022年9月，计划在全球建设6个大圆柱电池厂，每个厂的产能为20GWh，总产能120GWh。其中，宁德时代和亿纬锂能将为宝马分别在欧洲、中国建造两个工厂；宝马与其他合作伙伴在北美自由贸易区建造两个工厂。 |
| 松下 | 和歌山工厂扩建两条生产线，预计2024年9月投产，产能10GWh；2022年11月宣布将在堪萨斯州为特斯拉生产全新的4680型圆柱型电池；到2031年3月，松下打算将其电动汽车电池的总产能提高到200GWh，其中约一半将是4680型圆柱形电池。 |
| LG新能源 | 投资5800亿韩元（4.5亿美元）在韩国奥昌工厂建设一条4680试验线，产能9GWh，预计将在23年下半年投产。 |
| 三星SDI | 2022年6月，宣布在韩国天安工厂为特斯拉建造一条4680电池试验线，预计每年的产量略低于1GWh。之后将在马来西亚工厂批量生产4680电池，规划产能8-12GWh。 |
| 宁德时代 | 规划了8条产线12GWh的4680大圆柱电池产能，并于2022年9月与宝马协议，将在中国和欧洲建造两个工厂，每个工厂规划产能20GWh，预计2024年开始量产并于2025年正式交付。 |
| 亿纬锂能 | 2022年9月，受到德国宝马的定点信，将为宝马在中国和欧洲建造工厂，产能20GWh；据亿纬锂能5月业绩说明会，公司已完成46系大圆柱电池的产能布局，在湖北荆门、四川成都、辽宁沈阳等地区规划了产能；其中，四川项目于2022年12月正式成立，总投资52亿元，年产21GWh。2023年6月宣布在匈牙利德布勒森建设46系生产基地，总投资额不超过99.7亿元，建设期4年。截至目前，46系大圆柱电池已取得未来5年客户意向性订单合计约472.31GWh。 |
| 比克电池 | 2021年3月，比克电池正式推出4680电池产品，郑州生产基地同年新建大圆柱电池生产线，规划最大产能为15GWh；今年1月，宣布将斥资130亿元在常州建设4680大圆柱电池生产线，规划产能30GWh。 |

- 01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
- 02 行业准入壁垒高，竞争地位稳固
- 03 成本管控优秀，海外市场潜力大
- 04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
- 05 盈利预测与投资建议
- 06 风险提示

- ◆ 锂电池结构件：如前文所述，我们预计2024-2025年我国新能源汽车销量增速为25%，考虑到公司系锂电池结构件行业龙头企业，同时主要业务在国内，我们预测公司锂电池结构件业务增速跟随新能源汽车销量增速；随着下游电池厂竞争加剧，盈利能力下行，预计锂电池结构件毛利率呈下降趋势，预测锂电池结构件2023-25年实现收入106.58/131.09/162.56亿元，毛利率23.9%/22.0%/21%。
- ◆ 汽车结构件：考虑到汽车结构件业务非公司核心业务，预计缓慢增长，2024-25年给予5%增速，同时盈利能力维持稳定，预测汽车结构件2023-25年实现收入4.0/4.2/4.4亿元，毛利率7.9%/7.0%/7.0%。
- ◆ 其他结构件：公司其他结构件业务收入低，占比小，对公司影响小，业务波动大，因此给予0%增速。预测其他结构件2023-25年收入维持0.23亿元，毛利率维持28%。
- ◆ 其他业务：公司其他业务收入低，占比小，对公司影响小，给予0%增速。预测其他业务2023-25年收入维持0.09亿元，毛利率维持50%。
- ◆ 预计公司2023-2025年整体营收分别为110.9/135.6/167.3亿元，同比增长28.2%/22.3%/23.4%，归母净利润分别为11.5/12.7/14.5亿元，同比增长27.9%/10.5%/14.1%，毛利率分别为23.4%/21.6%/20.7%。

| 日期 | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 备注 |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|----|
| 锂电池结构件 | 收入 | 43.22 | 83.27 | 106.58 | 131.09 | 162.56 | 亿元 |
| | yoy | 130.1% | 92.6% | 28% | 23% | 24% | % |
| | 毛利率 | 26.70% | 24.39% | 23.9% | 22% | 21% | % |
| 汽车结构件 | 收入 | 1.06 | 2.95 | 4 | 4.20 | 4.41 | 亿元 |
| | yoy | 28.0% | 177.8% | 35.8% | 5% | 5% | % |
| | 毛利率 | 4.80% | 7.85% | 7.9% | 7% | 7% | % |
| 其他结构件 | 收入 | 0.31 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 0.23 | 亿元 |
| | yoy | 72.5% | -26.4% | 0% | 0% | 0% | % |
| | 毛利率 | 28.22% | 27.98% | 28.0% | 28.0% | 28.0% | % |
| 其他业务 | 收入 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 0.09 | 亿元 |
| | yoy | 39.3% | 16.1% | 0% | 0% | 0% | % |
| | 毛利率 | 59.10% | 50.82% | 50.5% | 50% | 50% | % |
| 总收入 | | 44.68 | 86.54 | 110.90 | 135.62 | 167.29 | 亿元 |
| yoy | | 125.1% | 93.7% | 28.2% | 22.3% | 23.4% | % |
| 毛利率 | | 26.25% | 23.86% | 23.35% | 21.56% | 20.66% | % |

- ◆ 我们选取业务结构相近的行业龙头企业震裕科技（精密结构件、精密级进冲压模具等）、斯莱克（精密结构件、高速易拉盖等）、长盈精密（精密结构件、电子连接器等）作为可比公司。可比公司2023-25年平均PE估值分别为31.17、15.02、11.95倍，考虑到公司结构件行业龙头地位，客户结构优异，盈利能力稳定，同时海外市场未来增长空间巨大，叠加4680放量可期，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

| | | 市值/亿元 | 归母净利润/亿元 | | | PE | | |
|-----------|------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 300953.SZ | 震裕科技 | 47 | 1.14 | 2.87 | 4.15 | 41.04 | 16.30 | 11.27 |
| 300382.SZ | 斯莱克 | 50 | 1.53 | 3.28 | 4.53 | 32.40 | 15.15 | 10.97 |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 120 | 5.98 | 8.81 | 8.81 | 20.06 | 13.61 | 13.61 |
| 平均 | | | 2.88 | 4.99 | 5.83 | 31.17 | 15.02 | 11.95 |
| 002850.SZ | 科达利 | 197 | 11.52 | 12.74 | 14.53 | 17.07 | 15.44 | 13.54 |

-  01 深耕电池结构件业务，规模持续扩张
-  02 行业空间大，竞争格局较稳定
-  03 成本管控优秀，海外市场潜力大
-  04 大圆柱电池起量，有望形成新业务增长点
-  05 盈利预测与投资建议
-  06 风险提示

- ◆ **宏观经济波动及产业政策变化风险：**若未来经济景气度低迷甚至下滑，或相关产业政策发生调整或产业政策推动力度不达预期，将影响下游动力锂电池及新能源汽车行业的发展，进而对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。
- ◆ **原材料价格上行风险：**公司产品主要原材料中的铝材、铜材等大宗商品，占主营业务成本的比重较大，未来如果上述原材料价格出现大幅上涨，可能导致原材料采购成本上升而影响盈利。
- ◆ **固定资产折旧增加风险：**公司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。
- ◆ **技术研发风险：**如果公司未来不能适时加大研发投入，研发能力减弱，将会面临无法满足客户对新技术、新产品的需求，对公司生产经营造成不利影响。
- ◆ **产能释放不及预期：**公司近年有多个产能扩张项目正在建设，若项目建设不及预期，将对公司经营业绩产生不利影响。
- ◆ **海外市场扩展不及预期：**若国际形势发生诸如经济增长放缓、系统性金融风险等重大不利，将严重制约结构件行业海外市场需求，进而对公司海外市场扩展造成不利影响。
- ◆ **其他不可抗因素。**

财务报表预测与估值数据汇总

科达利 (002850.SZ) 股价 (2024-3-5) : 72.91元 投资评级: 买入-A

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3527 | 7501 | 10025 | 12475 | 11919 |
| 现金 | 496 | 2242 | 4840 | 5323 | 4338 |
| 应收票据及应收账款 | 1558 | 2841 | 2796 | 4098 | 4406 |
| 预付账款 | 15 | 23 | 26 | 34 | 40 |
| 存货 | 660 | 1240 | 1211 | 1857 | 1971 |
| 其他流动资产 | 798 | 1155 | 1152 | 1164 | 1163 |
| 非流动资产 | 3800 | 6674 | 7986 | 9180 | 10724 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2481 | 5016 | 6170 | 7242 | 8602 |
| 无形资产 | 284 | 408 | 454 | 499 | 555 |
| 其他非流动资产 | 1034 | 1250 | 1362 | 1439 | 1567 |
| 资产总计 | 7326 | 14174 | 18011 | 21655 | 22643 |
| 流动负债 | 2497 | 6519 | 6084 | 8742 | 8590 |
| 短期借款 | 460 | 1816 | 1816 | 1816 | 1816 |
| 应付票据及应付账款 | 1851 | 4283 | 3631 | 6274 | 6084 |
| 其他流动负债 | 186 | 420 | 636 | 651 | 690 |
| 非流动负债 | 189 | 1827 | 1510 | 1280 | 1021 |
| 长期借款 | 80 | 1557 | 1304 | 1042 | 799 |
| 其他非流动负债 | 109 | 270 | 206 | 238 | 222 |
| 负债合计 | 2686 | 8347 | 7594 | 10022 | 9611 |
| 少数股东权益 | 86 | 98 | 94 | 97 | 104 |
| 股本 | 233 | 234 | 270 | 270 | 270 |
| 资本公积 | 2793 | 2893 | 6369 | 6369 | 6369 |
| 留存收益 | 1560 | 2415 | 3391 | 4484 | 5777 |
| 归属母公司股东权益 | 4555 | 5730 | 10323 | 11536 | 12927 |
| 负债和股东权益 | 7326 | 14174 | 18011 | 21655 | 22643 |

| 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 4468 | 8654 | 11089 | 13562 | 16729 |
| 营业成本 | 3295 | 6589 | 8500 | 10638 | 13273 |
| 营业税金及附加 | 32 | 43 | 86 | 94 | 112 |
| 营业费用 | 14 | 34 | 44 | 54 | 67 |
| 管理费用 | 147 | 235 | 299 | 367 | 452 |
| 研发费用 | 275 | 545 | 688 | 841 | 1037 |
| 财务费用 | 19 | 80 | 29 | -13 | -34 |
| 资产减值损失 | -83 | -121 | -133 | -136 | -167 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -15 | -32 | -15 | -19 | -20 |
| 营业利润 | 608 | 1032 | 1296 | 1426 | 1635 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 8 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 601 | 1029 | 1291 | 1421 | 1630 |
| 所得税 | 56 | 116 | 142 | 144 | 170 |
| 净利润 | 546 | 913 | 1149 | 1277 | 1460 |
| 少数股东损益 | 4 | 12 | -4 | 3 | 7 |
| 归属母公司净利润 | 542 | 901 | 1152 | 1274 | 1453 |
| EBITDA | 881 | 1580 | 1846 | 2057 | 2392 |

财务报表预测与估值数据汇总

科达利 (002850.SZ) 股价 (2024-3-5) : 72.91元 投资评级: 买入-A

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 335 | 438 | 1129 | 2598 | 1609 |
| 净利润 | 546 | 913 | 1149 | 1277 | 1460 |
| 折旧摊销 | 261 | 406 | 504 | 640 | 767 |
| 财务费用 | 19 | 80 | 29 | -13 | -34 |
| 投资损失 | 15 | 32 | 15 | 19 | 20 |
| 营运资金变动 | -595 | -1221 | -567 | 675 | -604 |
| 其他经营现金流 | 89 | 229 | -0 | -0 | -0 |
| 投资活动现金流 | -937 | -2053 | -1831 | -1854 | -2331 |
| 筹资活动现金流 | 142 | 3057 | 3300 | -262 | -263 |
| | | | | | |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 2.01 | 3.34 | 4.27 | 4.72 | 5.39 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.24 | 1.62 | 4.19 | 9.63 | 5.96 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 16.88 | 20.47 | 37.49 | 41.99 | 47.14 |

| 主要财务比率 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 125.1 | 93.7 | 28.2 | 22.3 | 23.4 |
| 营业利润 (%) | 203.7 | 69.7 | 25.5 | 10.1 | 14.7 |
| 归属于母公司净利润 (%) | 203.2 | 66.4 | 27.9 | 10.5 | 14.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 26.2 | 23.9 | 23.4 | 21.6 | 20.7 |
| 净利率 (%) | 12.1 | 10.4 | 10.4 | 9.4 | 8.7 |
| ROE (%) | 11.8 | 15.7 | 11.0 | 11.0 | 11.2 |
| ROIC (%) | 10.7 | 11.0 | 8.6 | 8.5 | 9.0 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 36.7 | 58.9 | 42.2 | 46.3 | 42.4 |
| 流动比率 | 1.4 | 1.2 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.8 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 3.8 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 |
| 应付账款周转率 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 36.3 | 21.8 | 17.1 | 15.4 | 13.5 |
| P/B | 4.3 | 3.6 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 22.3 | 13.5 | 10.0 | 8.7 | 7.8 |

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn