

科达利 (002850.SZ)

锂电池结构件行业龙头，受益于大圆柱电池量产趋势

增持

核心观点

公司是锂电池结构件行业龙头。结构件影响电池安全性能，起到保护作用，2024年结构件价值量约为0.3亿元/GWh，在锂电池成本中占比约10%，我们测算2024年全球锂电结构件市场规模约为404亿元。公司目前为锂电池结构件龙头企业，约占全球市场份额28-33%。2023年公司实现营业收入105.1亿元，同比增长21.5%，2020-2023年公司营收复合增长率为74.3%。2023年公司实现归母净利润12.01亿元，同比增长33.5%，2020-2023年公司归母净利润复合增长率88.6%，整体营收与利润整体呈现高速增长。

锂电结构件2028年市场空间529亿元。伴随新能源汽车动力电池及储能电池需求的高速增长，我们预计2028年全球锂电结构件市场空间为529亿元，2024-2028CAGR为5.6%。从市场竞争结构来看，科达利作为锂电结构件龙头企业，市场份额领先，根据高工锂电数据，2022年科达利方形结构件市场份额约36%，圆柱电池结构件方面市场份额约9%。

公司成本管控与客户结构优势显著：1) **成本管控：**公司2022年结构件顶盖产品毛利率25.66%，壳体产品毛利率18.79%，均领先于同行其他企业，主要在于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，提升产品良率和生产效率，同时随着公司生产的规模效应显现，单位生产成本得以有效降低；2) **客户结构：**公司下游客户基本涵盖全球主要锂电池厂商，国内客户包括宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、中创新航、国轩高科等，海外企业包括LG新能源、松下、SKN、三星SDI、Northvolt等。近年来公司前五大客户营收占比基本保持在75%-85%左右，第一大客户营收占比近年来基本保持在35%以上，整体而言客户结构优异。

受益于大圆柱电池量产趋势。大圆柱电池采用全极耳技术，有助于提升电池安全性、倍率性能，同时在电池包结构设计方面，部分大圆柱电池采用CTC（电芯集成到汽车底盘）设计，推动电池单Wh成本下降约7%。目前特斯拉、松下、亿纬锂能、宁德时代等跟随客户需求积极布局大圆柱产品。结构件方面，相较于传统圆柱电池，大圆柱电池结构件强度、抗拉要求更高，结构复杂度高且精密度要求高，同时产品认证周期较长、客户粘性较强，因而作为头部结构件企业的科达利有望凭借工艺和客户优势，快速抢占大圆柱结构件市场份额。

盈利预测与估值：我们预计公司2024-2026年实现归母净利润12.9/14.0/14.83亿元，同比增长7%/9%/6%，对应估值18/17/16倍，结合绝对和相对估值法，我们认为公司股价的合理估值区间为95.6-100.59元，较当前股价有10%-15%溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游行业需求增速不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,654	10,511	11,902	13,008	13,887
(+/-%)	93.7%	21.5%	13.2%	9.3%	6.8%
净利润(百万元)	901	1201	1290	1400	1483
(+/-%)	66.4%	33.3%	7.4%	8.5%	5.9%
每股收益(元)	3.84	4.45	4.78	5.19	5.49
EBIT Margin	14.0%	13.8%	12.8%	12.8%	12.8%
净资产收益率(ROE)	17.5%	14.8%	11.6%	11.4%	11.1%
市盈率(PE)	22.7	19.6	18.3	16.8	15.9
EV/EBITDA	18.2	14.6	12.7	11.3	10.4
市净率(PB)	3.51	2.24	1.99	1.84	1.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：徐文辉

010-88005313

021-60375426

wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn

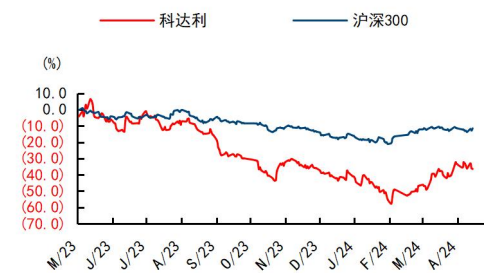
S0980520080003

S0980524030001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	95.60 - 100.59元
收盘价	87.25元
总市值/流通市值	23558/16770百万元
52周最高价/最低价	147.00/56.00元
近3个月日均成交额	299.99百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

深耕锂电池结构件近三十年	5
公司稳居锂电池结构件行业龙头	5
公司主营锂电池结构件和汽车结构件	6
公司业绩呈现高速增长	7
公司历年分红较为稳定	8
锂电结构件：影响电池安全性能的重要部件	10
锂电结构件基本概况	10
锂电结构件市场空间与市场竞争格局	13
公司成本管控与客户优势显著	14
大圆柱量产，有望成为公司新的业务增长点	15
财务分析	19
营收利润分析	19
期间费用分析	20
营运能力分析	21
偿债能力分析	22
盈利预测	23
未来三年业绩预测	24
盈利预测的敏感性分析	25
估值与投资建议	26
绝对估值：90.45-100.59 元	26
相对估值：95.6-105.16 元	26
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	27
风险提示	28
附表：财务预测与估值	30

图表目录

图 1: 科达利发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年报)	5
图 3: 科达利营业收入及增速 (亿元, %)	7
图 4: 科达利归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 5: 科达利 2020-2023 年营收结构 (亿元)	8
图 6: 科达利 2020-2023 年毛利率与净利率趋势 (%)	8
图 7: 科达利 2020-2023 年各业务毛利率 (%)	8
图 8: 科达利 2020-2023 年各项费用率 (%)	8
图 9: 科达利现金分红与股利支付率情况	9
图 10: 公司融资情况	9
图 11: 锂电池结构件	10
图 12: 不同种类的锂电池结构件	10
图 13: 结构件电池成本占比约 10% (磷酸铁锂电池)	11
图 14: 不同类型电池市场份额 (2022 年)	11
图 15: 锂电结构件成本拆分 (2022 年)	12
图 16: LME 铝价与科达利毛利率走势	12
图 17: 方形电池结构件市场份额 (2022)	13
图 18: 圆柱电池结构件市场份额 (2022)	13
图 19: 公司全自动铝壳生产线	14
图 20: 公司日本进口国内独家精密高速冲压设备	14
图 21: 公司主要客户营收占比	15
图 22: 全极耳示意图	15
图 23: 全极耳设计使得产热更均匀且各部分产热率更低	15
图 24: 干电极与湿法电极容量循环周次图	16
图 25: 干电极与湿法电极容量循环周次以及库伦效率对比	16
图 26: 特斯拉大圆柱电池 CTC 设计	16
图 27: 大圆柱电池结构爆炸图	18
图 28: 比克电池大圆柱电池顶盖结构示意图	18
图 29: 亿纬锂能大圆柱电池结构示意图	18
图 30: 比克电池大圆柱电池顶盖结构示意图	18
图 31: 公司与部分同行企业营业收入对比 (亿元)	19
图 32: 公司与部分同行企业归母净利润对比 (亿元)	19
图 33: 公司与部分同行企业毛利率对比 (%)	19
图 34: 公司与部分同行企业净利率对比 (%)	19
图 35: 行业内各家企业期间费用率比较 (%)	20
图 36: 行业内各家企业管理费用率比较 (%)	20
图 37: 行业内各家企业销售费用率比较 (%)	20

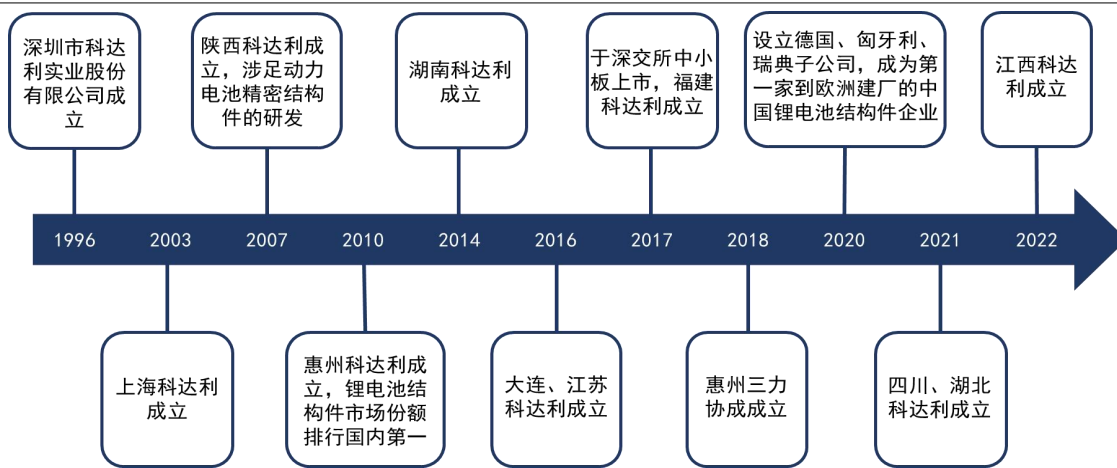
图 38: 行业内各家企业研发费用率比较 (%)	20
图 39: 行业内各家企业存货周转率比较 (%)	21
图 40: 行业内各家企业固定资产周转率比较 (%)	21
图 41: 行业内各家企业应收账款周转率比较 (%)	21
图 42: 经营性现金流净流量比较 (亿元)	21
图 43: 资产负债率比较 (%)	22
图 44: 流动比率比较 (%)	22
表 1: 科达利核心管理人员	6
表 2: 科达利主要产品矩阵	6
表 3: 不同封装形态电池特点	11
表 4: 锂电结构件全球市场空间测算 (亿元)	13
表 5: 锂电结构件各公司产品毛利率对比	14
表 6: 结构件供应商与对应客户	14
表 7: 部分电池企业在动力大圆柱电池布局情况	17
表 8: 公司业务拆分	23
表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 10: 公司未来三年业绩预测	24
表 11: 盈利预测的敏感性分析	25
表 12: 资本成本假设	26
表 13: 公司 FCFF 估值表 (百万元, 元/股, %)	26
表 14: 绝对估值的敏感性分析 (元)	26
表 15: 同类公司估值比较 (2024 年 4 月 17 日)	27

深耕锂电池结构件近三十年

公司稳居锂电池结构件行业龙头

公司深耕精密结构件研发及制造领域近 30 年，发展为国内行业龙头企业。公司自 1996 年成立以来一直专注于精密结构件研发及制造领域。1999 年与比亚迪展开业务合作，进入手机锂电池领域。2007 年敏锐把握市场变化，转变发展方向，开始涉足动力电池精密结构件的研发。2010 年，公司锂电池结构件市场份额排行国内第一。2017 年公司上市，并逐步实现产品出海。

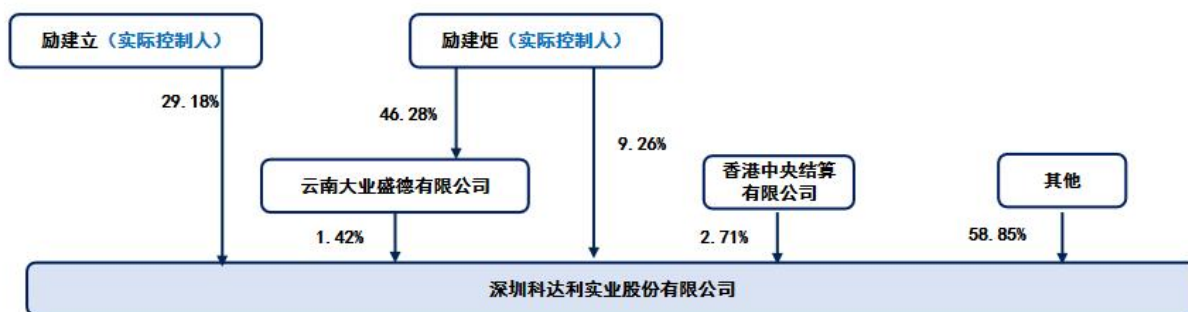
图1: 科达利发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰，实控人为励建立、励建炬兄弟。截至 2023 年报，公司第一大股东为励建立，持有公司 29.18% 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，同为公司实际控制人，合计持股 38.44%。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。

图2: 公司股权结构（截至 2023 年报）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司管理层产业经验丰富。公司董事长励建立及总裁励建炬自公司创立之初至今，从事产业活动近三十年，产业经验丰富。其他高管在证券、财务方面亦有较为丰富的经验。

表1: 科达利核心管理人员

姓名	学历	现职位	个人简历
励建立	硕士	董事长	1972 年出生，1996 年创立科达利并担任总经理，现任深圳市科达利实业股份有限公司董事长
励建炬	本科	总裁	1976 年出生，1996 年起进入科达利，现任深圳市科达利实业股份有限公司董事、总经理
罗丽娇	硕士	副总裁，董事会秘书	1984 年出生，2015 年进入科达利，曾任深圳市科达利实业股份有限公司证券事务代表，现任深圳市科达利实业股份有限公司副总裁、董事会秘书。
石会峰	硕士	副总裁，财务总监	1978 年出生，中国注册会计师。曾任职于天津国信倚天会计师事务所、利安达会计师事务所，现任深圳市科达利实业股份有限公司董事、副总裁及财务总监


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主营锂电池结构件和汽车结构件

从公司产品矩阵来看，主要包括锂电池结构件和汽车结构件。其中锂电池结构件产品包含电池壳体、电池极柱、电池盖板、电池软连接等。公司锂电池结构件主要供应宁德时代、中创新航、LG 新能源、松下 Northvolt、三星、亿纬锂能、欣旺达、蜂巢能源、力神等全球知名锂电池制造企业。

汽车结构件方面，公司产品包含汽车中控仪表部件、汽车座椅部件、EPB 电机驱动总成部件、汽车车锁部件、机油盖、胎压传感器等。公司汽车结构件产品主要供应特斯拉、广汽等全球知名汽车制造厂商。

表2: 科达利主要产品矩阵

产品类别	产品图示	主要客户
锂电池结构件		宁德时代、中创新航、LG 新能源、松下 Northvolt、三星、亿纬锂能、欣旺达、蜂巢能源、力神等
电池壳体		
电池极柱		
电池盖板		
电池软连接		

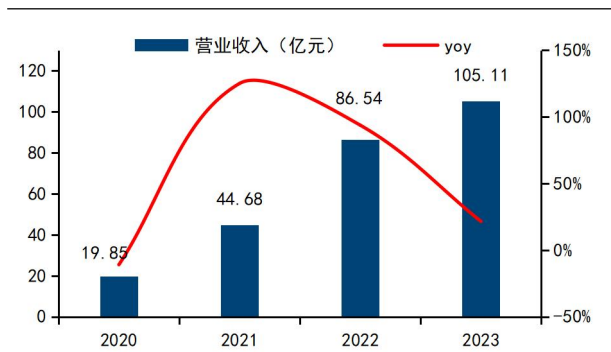


资料来源：科达利官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业绩呈现高速增长

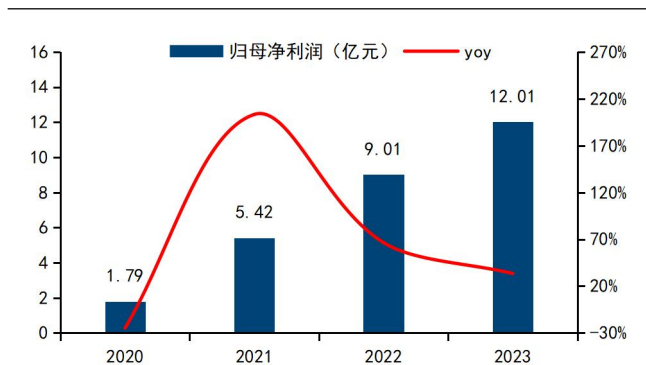
科达利股份营收、归母净利润呈现高速增长。2023 年公司实现营业收入 105.1 亿元，同比增长 21.5%，2023 年实现归母净利润 12.01 亿元，同比增长 33.5%。2020-2023 年公司营收复合增长率 74.3%，2020-2023 年公司归母净利润复合增长率 88.6%，整体营收与利润整体呈现高速增长。

图3：科达利营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：科达利归母净利润及增速（亿元，%）



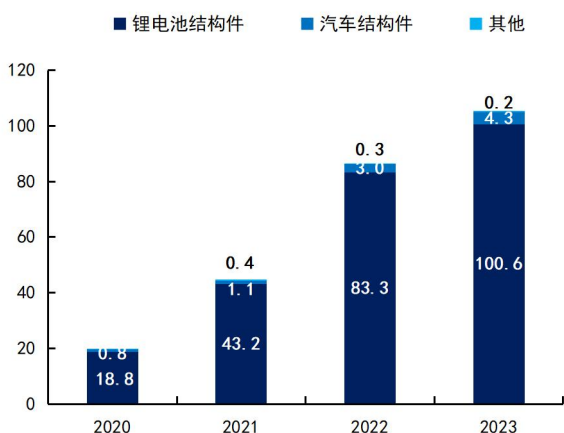
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营收结构来看，锂电池结构件业务方面，2020 年至 2023 年营收由 18.8 亿元增长至 100.6 亿元，年均复合增长率 75%，2023 年锂电结构件营收占比达到 95.7%，为公司第一大业务。汽车结构件方面，2020-2023 年营收由 0.8 亿元增长至 4.3 亿元，年均复合增长率 73%，2023 年汽车结构件营收占比达到 4.2%。

公司毛利率与净利率较为稳定。公司 2020 年整体毛利率为 28.16%，受到结构件价格下降，原材料价格上涨，海运费价格波动影响，2021-2023 年毛利率下降较为明显，分别为 26.25%/23.86%/23.58%，分业务来看，公司核心业务锂电池结构件 2023 年毛利率为 24.14%，汽车结构件业务产品规模效应逐渐，毛利率攀升，2023 年该业务毛利率达到 9.86%。公司净利率方面整体保持稳定，2023 年公司净

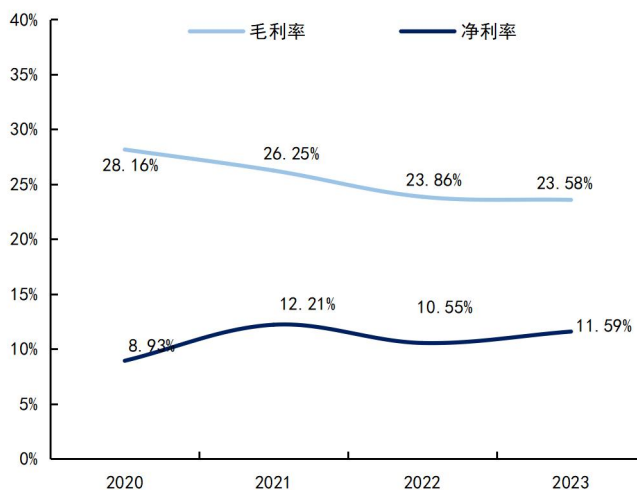
利率为 11.59%。

图5: 科达利 2020-2023 年营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

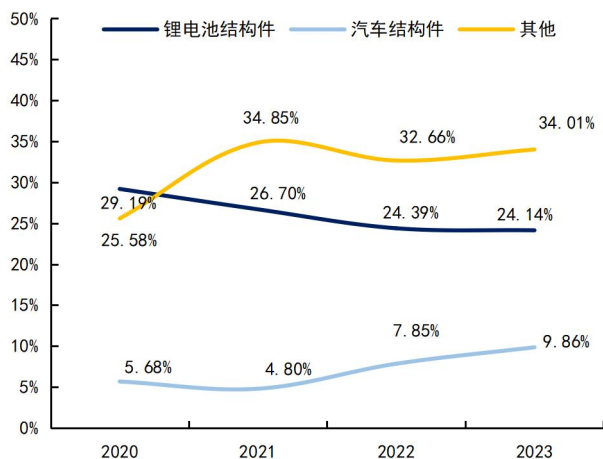
图6: 科达利 2020-2023 年毛利率与净利率趋势 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

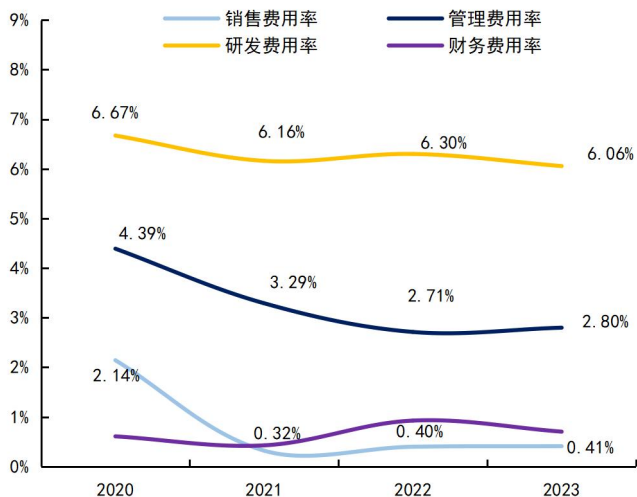
费用端方面整体控制较好, 2023 年公司费用率合计 9.96%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.41%/2.80%/6.06%/0.7%, 合计期间费用率同比 2022 年费用率下降 0.37pct。

图7: 科达利 2020-2023 年各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 科达利 2020-2023 年各项费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

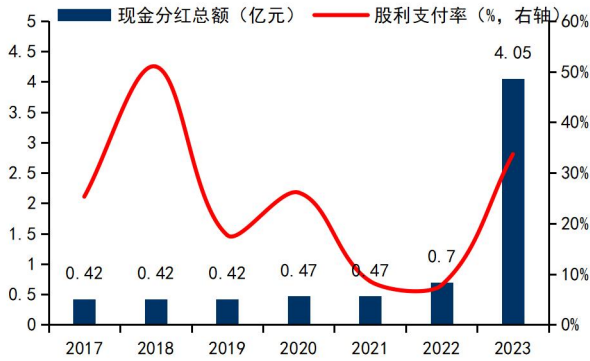
公司历年分红较为稳定

公司分红方面, 上市至今公司现金分红呈现递增态势, 累计分红 6.95 亿, 其中 2023 年公司分红 4.05 亿, 股利支付率为 33.69%。

公司融资方面, 公司上市至今直接融资约 77.5 元。其中, 2017 年 3 月首发上市募集资金 13.2 亿元用于投建动力电池精密结构件和新能源汽车结构件产线; 2020 年 11 月定向增发募集资金 13.9 亿元, 主要用于投建惠州和福建动力电池精密结

构件项目；2022年7月和2023年8月公司公开发行可转债以及定向增发分别募集资金15.3/35.1亿元，均用于锂电池精密结构件项目建设。其中定向增发项目指出公司规划投入40亿元建设江西、湖北、江苏（三期）和江门项目，合计供应锂电池产能247.17GWh，据此计算锂电池结构件资本开支为0.162亿元/GWh。

图9：科达利现金分红与股利支付率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司融资情况

公告日期	融资方式	募资总额(亿元)	发行日至今涨跌幅
2023-08	定向增发	35.1	-30.25%
2022-07	可转债	15.3	-50.31%
2020-11	定向增发	13.9	31.6%
2017-03	首发上市	13.2	210.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

锂电结构件：影响电池安全性能的重要部件

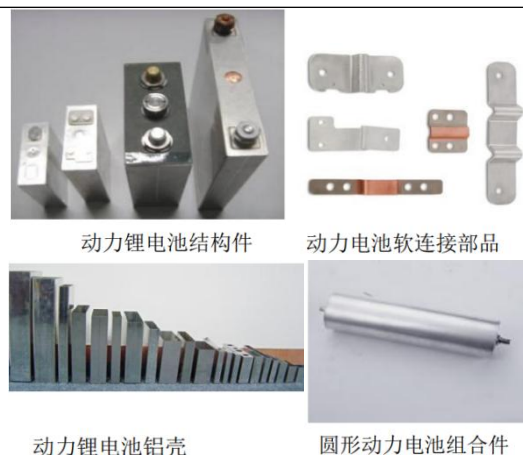
锂电结构件基本概况

电池结构件影响电池安全性、密封性等性能。锂电池主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜及结构件等部分组成，其中结构件主要包括壳体、盖板、连接片、安全阀等。电池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、防腐性防干扰性等特定功能。电池结构件直接影响电池的安全性、密封性、一致性、能量密度等性能，随着锂电池等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功能越来越重要。

图11：锂电池结构件



图12：不同种类的锂电池结构件




资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

锂电池封装形态包含圆柱、方形、软包三种。根据锂电池封装形式技术路线不同，可以将锂电池分为方形、软包、圆柱三类。

- 1) 方形电池：多采用卷绕或叠片工艺制造，封装材料采用方形铝壳或钢壳制得的电池。方形电池具有强度高、内阻小、寿命长、空间利用率高等优点；但其生产工艺难以统一、且散热难度大。
- 2) 软包电池：使用铝塑膜作为封装材料的聚合物锂电池。软包电池具有形状灵活、能量密度高、安全性高等优势；但其制造难度较大、一致性相对较低。
- 3) 圆柱电池：多采用圆柱钢壳来进行封装的电池。圆柱电池起步较早、技术成熟度高、成本低、产品一致性高；但其能量密度较低、产品的成组效率较低。

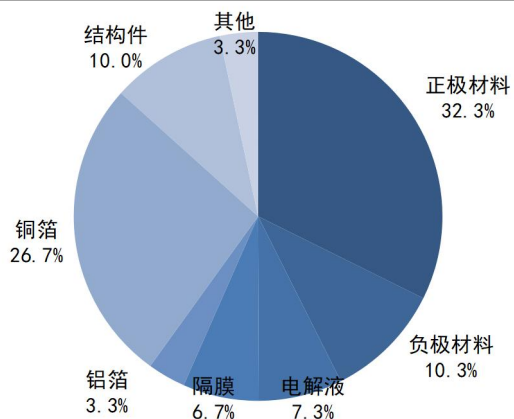
表3: 不同封装形态电池特点

	方形电池	圆柱电池	软包电池
电芯样式			
壳体	钢壳或者铝壳	钢壳或者铝壳	铝塑膜
制造工艺	叠片或卷绕	卷绕	叠片或卷绕
能量密度	中	中	高
充放电倍率	中	低	高
成组效率	高	中	中
安全性	低	中	高
生产效率	中	高	低
标准化程度	低	高	低
散热性	高	中	高
一致性	低	高	低
优点	对电芯保护作用强、成组效率高	生产工艺成熟、电池包成本低、一致性高	能量密度高、安全性能好、重量轻、设计灵活性好
不足	设计外观固定，单体密度低，成本较高，边角处化学活性低，长期使用电池性能下降明显，PACK 散热效果较差	成组能量效率低，充电功率不足，循环寿命短	生产效率低，一致性差，成本高，机械强度低

资料来源：金杨股份招股说明书，中瑞股份招股说明书，中国汽车技术研究中心，国信证券经济研究所整理

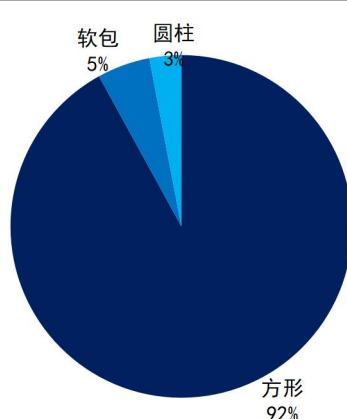
结构件约占电池成本 10%，方形结构件占据市场主导地位。在磷酸铁锂电池成本中，根据科达利测算，假设每 GWh 锂电池对应 0.3 亿元结构件价值量，参考目前行业内其他材料市场价格及锂电池企业成本水平，估算得结构件成本占比约为 10%。电池封装类型方面，根据高工锂电数据统计，2022 年方形电池市场份额约为 92%，软包电池占比为 5%，圆柱电池占比 3%

图13: 结构件电池成本占比约 10% (磷酸铁锂电池)



资料来源：SMM，公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

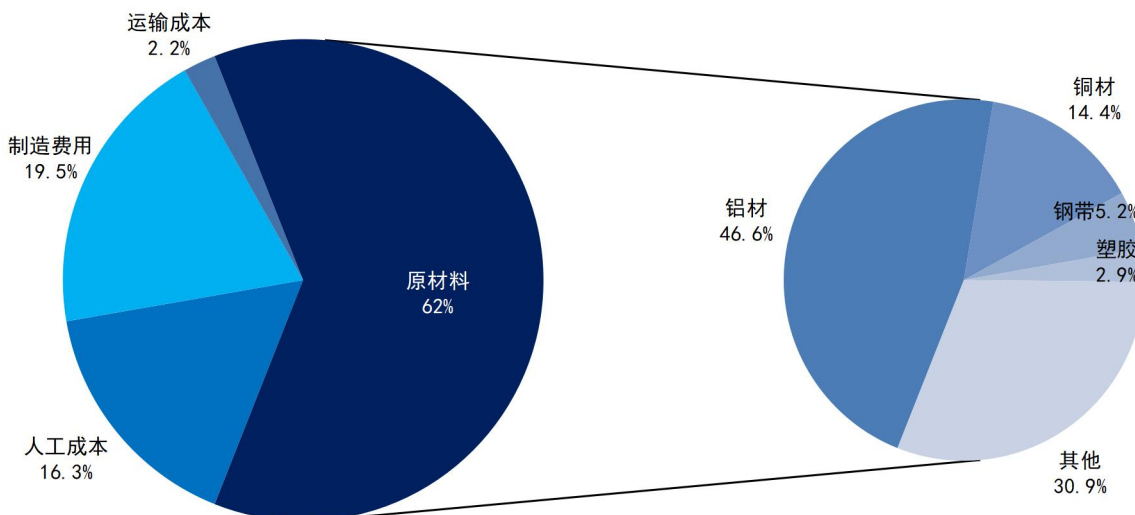
图14: 不同类型电池市场份额 (2022 年)



资料来源：高工锂电 (GGII)，国信证券经济研究所整理

锂电结构件原材料成本占比约 62%。根据科达利公司公告，公司 2022 年锂电结构件成本方面，原材料占比为 62%，人工成本/制造费用/运输费用分别占 16.3%/19.5%/2.2%。锂电池结构件的原材料主要为铝材、铜材、钢带、塑胶等，其中铝材占原材料成本 46.6%，铜材/钢带/塑胶分别占比 14.4%/5.2%/2.9%。

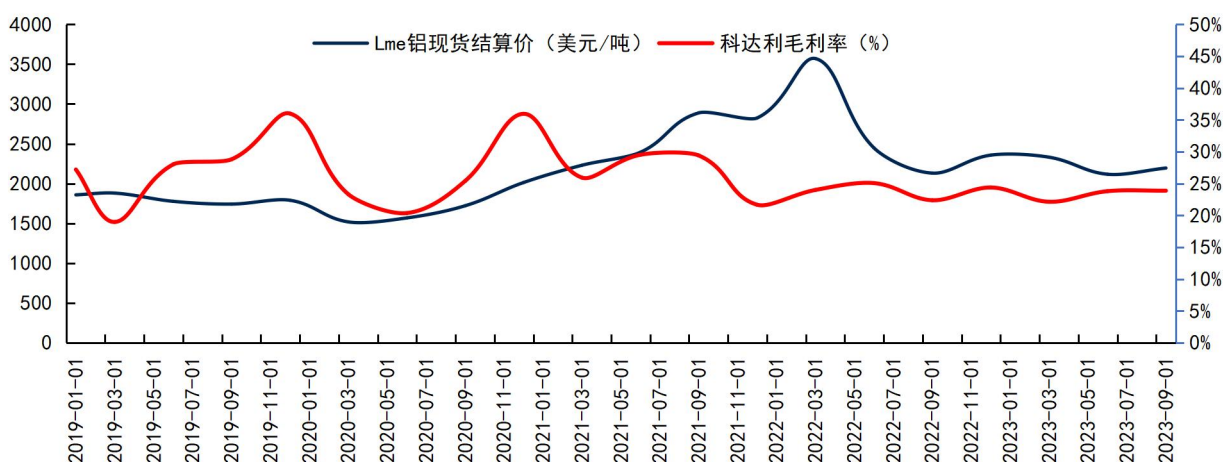
图15: 锂电结构件成本拆分 (2022 年)



资料来源：科达利公司公告，国信证券经济研究所整理及测算，注：原材料成本占比（右图）为公司披露的原材料采购金额成本占比

公司毛利率受到原材料价格变动影响明显。2021 年铝价出现明显上升，公司毛利率震荡下滑，2022-2023 年铝价下降后企稳，公司毛利率呈现回升后走平趋势。整体而言，当原材料价格呈现明显变动时，由于产品价格传导相对原材料价格变动存在滞后性，因而原材料价格变动会明显影响公司当期毛利率。除原材料价格变动外，公司毛利率还受到产能爬坡，规模效应、航运成本、市场竞争等因素影响。

图16: LME 铝价与科达利毛利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锂电结构件市场空间与市场竞争格局

2028 年全球锂电结构件市场空间约 529 亿元。全球锂电池出货量方面，我们预计 2024/2028 年分别达到 1346/2117GWh。其中全球动力电池 2024/2028 年出货量分别为 998/1594GWh，全球消费电池 2024/2028 年出货量分别为 127/153GWh，全球储能电池 2024/2028 年出货量分别为 220/370GWh，我们假设 2024 年锂电结构件价值量为 0.3 亿元/GWh，2025-2028 年分别为 0.28/0.26/0.26/0.25（亿元/GWh），我们测算得 2024/2028 全球锂电结构件市场空间约为 404/529 亿元。2024-2028CAGR 为 5.6%。

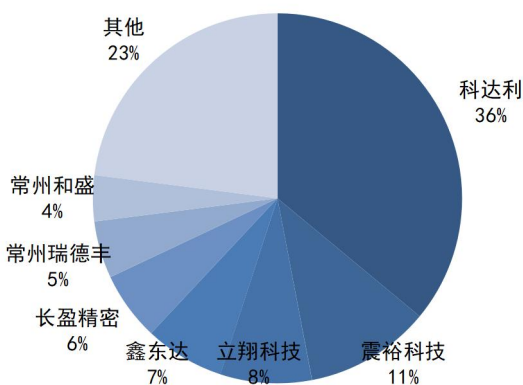
表4: 锂电结构件全球市场空间测算（亿元）

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球锂电池出货量（GWh）	540.2	883.6	1151.6	1345.5	1568.1	1779.1	1963.0	2116.8
其中：全球动力电池出货量（GWh）	371.0	647.4	846.6	998.4	1173.4	1337.6	1475.8	1593.8
其中：全球消费电池出货量（GWh）	125.2	114.2	119.9	127.1	134.7	141.5	147.1	153.0
其中：全球储能电池出货量（GWh）	44	122	185	220	260	300	340	370
锂电结构件单位价值量（亿元/GWh）	0.4	0.35	0.33	0.3	0.28	0.26	0.26	0.25
全球锂电结构件全球市场空间（亿元）	216.1	309.3	380.0	403.7	439.1	462.6	500.6	529.2
yoy		43.1%	22.9%	6.2%	8.8%	5.4%	8.2%	5.7%

资料来源：SNE research，公司公告，国信证券经济研究所整理及测算。

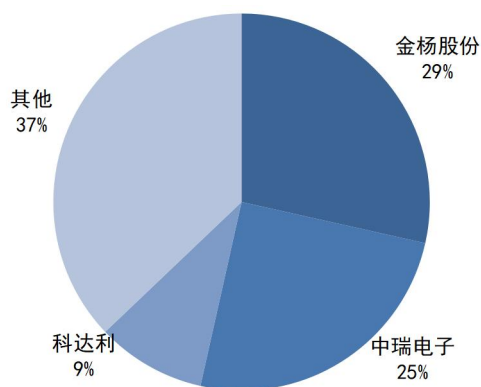
锂电结构件市场格局稳固，科达利市场份额领先。从方形电池结构件市场竞争格局来看，基本呈现一超多强局面，根据高工锂电数据，2022 年科达利方形结构件市场份额为 36%，震裕科技/立翔科技/鑫东达/长盈精密分别为 11%/8%/7%/6%。圆柱电池结构件方面，科达利市场份额为 9%，竞争对手主要为金杨股份和中瑞电子，市场份额分别为 29%/25%。因方形电池占据电池市场份额约 92%，我们估算科达利约占结构件市场份额 28%-33%。

图17: 方形电池结构件市场份额（2022）



资料来源：高工锂电（GGII），国信证券经济研究所整理

图18: 圆柱电池结构件市场份额（2022）



资料来源：高工锂电（GGII），国信证券经济研究所整理

公司成本管控与客户优势显著

科达利产品毛利率领先于同行企业。从各家公司产品毛利率对比来看，科达利产品成本管控能力领先于同行企业，主要在于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，提升产品良率和生产效率，同时随着公司生产的规模效应显现，单位生产成本得以有效降低。

表5: 锂电结构件各公司产品毛利率对比

公司	结构件类型	2020	2021	2022
科达利	顶盖	33.75%	29.92%	25.66%
	壳体	21%	18.68%	18.79%
震裕科技	顶盖	24.24%	15.34%	6.76%
	壳体	16.07%	21.27%	13.68%
金杨股份	壳体	22.27%	24.89%	17.21%

资料来源：科达利、震裕科技公司公告，金杨股份招股说明书，国信证券经济研究所整理。

图19: 公司全自动铝壳生产线



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图20: 公司日本进口国内独家精密高速冲压设备



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

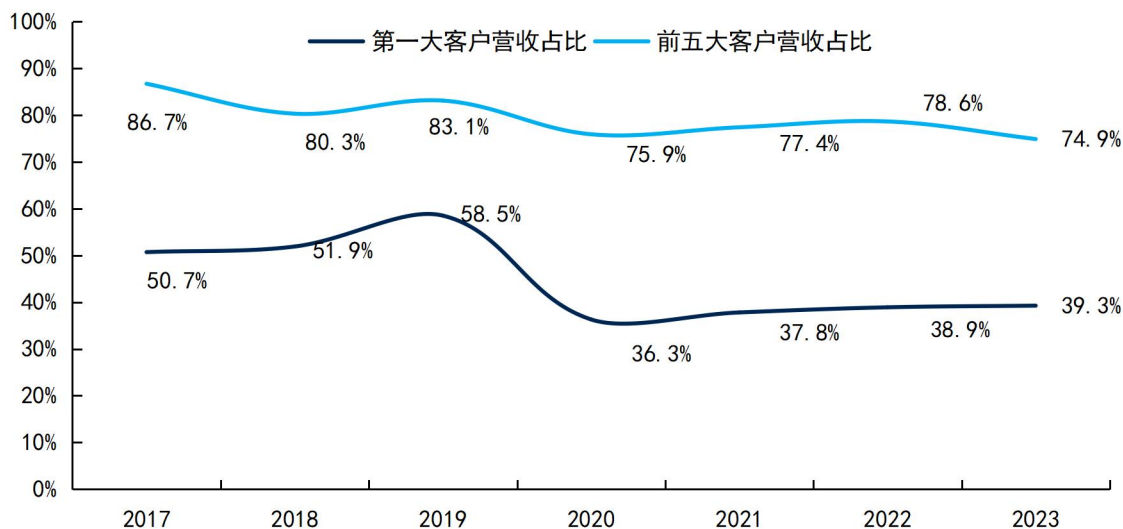
公司客户结构优异，前五大客户营收占比高。公司下游客户基本涵盖全球主要锂电池厂商，国内客户包括宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、中创新航、国轩高科等，海外企业包括LG新能源、松下、SKON、三星SDI、Northvolt等。近年来，公司前五大客户营收占比基本保持在75%-85%左右，第一大客户营收占比近年来基本保持在35%以上，整体而言客户结构优异，大客户营收占比较高。

表6: 结构件供应商与对应客户

结构件供应商	电池客户
科达利	宁德时代、LG新能源、比亚迪、松下、SKON、三星SDI、中创新航、国轩高科、欣旺达、孚能科技、亿纬锂能、瑞浦能源、蜂巢能源、Northvolt等
震裕科技	宁德时代、亿纬锂能、瑞浦能源、海辰储能、蜂巢能源、欣旺达等
金杨股份	宁德时代、LG新能源、比亚迪、松下、SKON、三星SDI、亿纬锂能、比克电池、力神电池、欣旺达、天能股份、野马电池等
中瑞电子	LG新能源、比克电池、力神电池、能元科技等

资料来源：科达利、震裕科技公司公告，金杨股份招股说明书，中瑞股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

图21: 公司主要客户营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

大圆柱量产, 有望成为公司新的业务增长点

大圆柱电池采用全极耳技术提升快充性能、增大散热面积。极耳是从圆柱电芯中将正负极引出的金属导体, 主要成分为铝和铜, 是电池充放电的接触点。全极耳技术是将电子的传输路径从沿极耳到集流盘的横向传输变为集流体纵向传输。

全极耳技术优势在于: 1) 提高安全性: 电子流通路径缩短, 电池发热量有望明显下降。同时全极耳设计增大了极耳端面的散热面积, 增强电池的热稳定性。2) 提升倍率性能: 全极耳设计降低电池内阻, 提高电子流动速度, 提高快充性能。

图22: 全极耳示意图

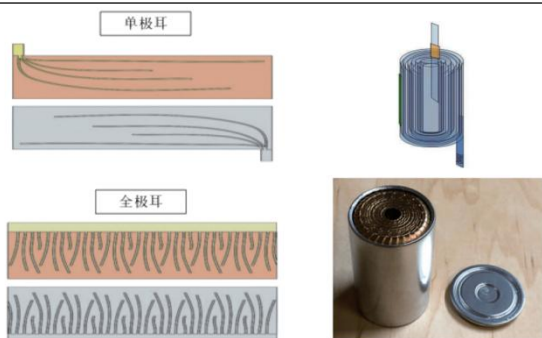
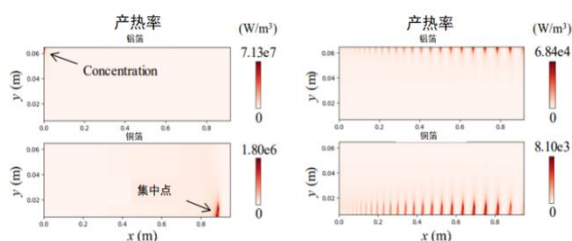


图23: 全极耳设计使得产热更均匀且各部分产热率更低



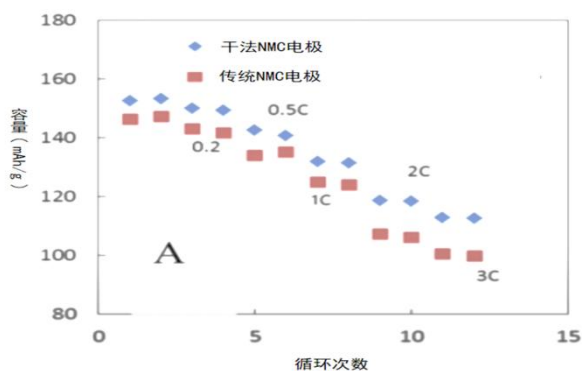
资料来源: 赵宇龙. 动力电池 4680 全极耳技术扫描[J]. 汽车工艺师, 2022 年 1-2 期 12-15 页, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Li S, Kirkaldy N, et al. Optimal cell tab design and cooling strategy for cylindrical lithium-ion batteries. Journal of Power Sources. 2021; 国信证券经济研究所整理

特斯拉提出干电极技术, 简化工艺、降低成本。干电极技术是指将 PTFE (聚四氟乙烯) 粘合剂与正极/负极活性材料混合, 再通过喷涂或者高温挤压等方式形成材料带, 然后将电极材料带层压到集流体上形成电极。

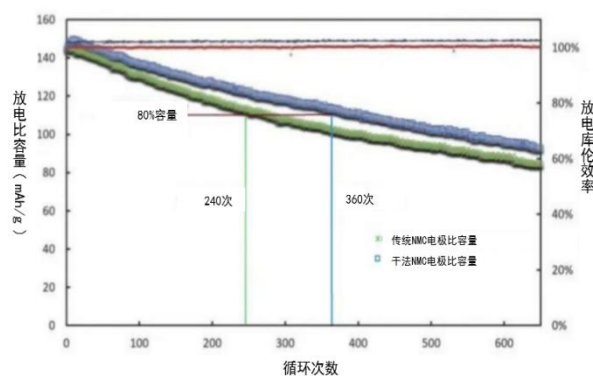
干电极技术优势在于：1) **简化工艺**：省却了传统湿法工艺中将具有粘合剂的溶剂与正极/负极粉末混合后，将浆料涂在集流体上干燥的环节。2) **降低成本**：节省了溶剂的原料成本与溶剂使用、蒸发、回收的设备成本。3) **电极性能好**：粘合剂以纤维状存在，使得电极活性物质与导电剂颗粒接触更为紧密，电极的导电性好、容量高、充放电速度快。4) **兼容负极补锂工艺**：干电极技术无需使用有机溶剂，因而负极补锂时可以直接使用锂粉，以此优化首效低的问题。

图24：干电极与湿法电极容量循环周次图



资料来源：Liang Z, Zhang W, et al. Solvent-Free Manufacturing of Lithium-ion Battery Electrodes via Cold Plasma. Energy and Environmental Materials. January 2023, 国信证券经济研究所整理

图25：干电极与湿法电极容量循环周次以及库伦效率对比



资料来源：Liang Z, Zhang W, et al. Solvent-Free Manufacturing of Lithium-ion Battery Electrodes via Cold Plasma. Energy and Environmental Materials. January 2023, 国信证券经济研究所整理

电池包结构设计方面，部分大圆柱电池采用 CTC（电芯集成到汽车底盘）设计。圆柱电池壳体可提供一定的结构刚性，因而能够在受到外部冲击后更好防止形变影响电芯内部结构，与 CTC 设计具有更高契合度。特斯拉取消了大圆柱电池阵列的电池盖板，电池上表面零件与车身结构连接集成而后发挥了座椅固定及车身横梁的功能，进而提高了空间利用率。根据特斯拉研究，采用 CTC 与一体化压铸技术后，电池单 Wh 成本能够下降 7%左右。

图26：特斯拉大圆柱电池 CTC 设计



资料来源：特斯拉官网，国信证券经济研究所整理

电池企业方面，特斯拉、松下、亿纬锂能、宁德时代等亦跟随客户需求积极布局大圆柱产品。特斯拉 2023 年 6 月宣布美国得克萨斯州超级工厂 4680 电池电芯累计产量突破 1000 万颗。松下 2024 年开始大规模量产大圆柱电池，初步规划年产能 10GWh。宁德时代规划 8 条 12GWh 的 4680 电池产线，并为宝马在中国和欧洲各建设 20GWh 产能配套产能。亿纬锂能于 2023 年 8 月表示已经取得 5 年客户意向性订单合计约 472.31GWh。LG 新能源于 2024 年 2 月宣布韩国工厂开始量产 4680 圆柱形三元锂电池，预计将供应给特斯拉 Model Y 和 Cybertruck 车系，此外，美国德州工厂预计将于 2025 年开始量产 4680 锂电池。

表7: 部分电池企业在动力大圆柱电池布局情况

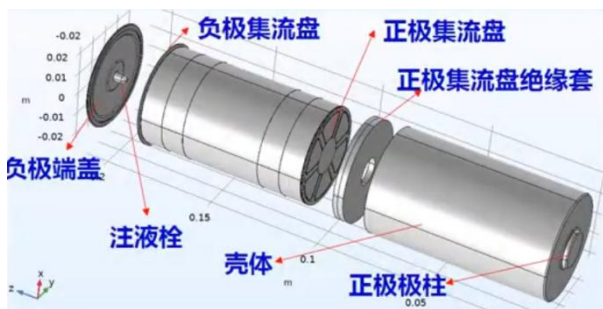
企业	布局进展
特斯拉	2020 年，特斯拉在弗里蒙特工厂建设了试验线用以生产 4680 电池。2022 年 4 月，特斯拉在奥斯汀工厂开始生产 4680 电池。2022 年 12 月，弗里蒙特工厂 4680 电池周产量达到了 86.8 万颗，对应年化产量约 4GWh。2023 年 1 月公司宣布扩建内华达州工厂，规划产能达到 100GWh。2023 年 6 月，公司宣布美国得克萨斯州超级工厂 4680 电池电芯累计产量突破 1000 万颗。
宁德时代	宁德时代已规划 8 条产线 12GWh 的大圆柱电池产能，并 2022 年 9 月与宝马达成合作，将于中国和欧洲各建 20GWh 产能，公司计划 2024 年开始量产并于 2025 年为宝马批量供应圆柱电池。
亿纬锂能	2021 年公司与以色列 StoreDot 合作开发 4680 和 4695 电池。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；2023 年 6 月公司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。2023 年 8 月，公司表示 46 系列大圆柱电池已经取得未来 5 年客户意向性订单合计约 472.31GWh。
中创新航	2023 年 4 月，公司发布“顶流”圆柱电池。该电池能量密度可达 300Wh/kg，能实现 6C+快充
欣旺达	2023 年公司展出两个系列大圆柱电池，4695-Gen1 电池能量密度 270Wh/kg，20min 充满；4695-Gen2 电池能量密度 290Wh/kg，20min 充满。
国轩高科	公司有 4695/46120 等尺寸产品，能量密度在 310Wh/kg 以上，18min 充电至 80%。
比克电池	2021 年 3 月，公司正式推出新一代的大圆柱电池。2023 年 1 月，公司官宣其将在常州建设 30GWh 大圆柱电池产线。公司预计产品于 2024 年开始量产。公司 4680 电池能量密度 278Wh/kg 以上，循环寿命超 1000 次。
松下	2021 年，松下在美国内华达州超级工厂建立 4680 电池新生产线并进行量产。2022 年 2 月，松下宣布在日本和歌山工厂新建两条生产线，预计年产能 10GWh。2022 年 5 月，松下小量试产 4680 电池芯。2022 年 11 月，松下在美国堪萨斯州 30GWh 动力电池工厂正式动工，将为特斯拉生产 4680 圆柱电池。2023 年 5 月，松下宣布推迟其 4680 电池的商业化生产时间，由原定的 2023 年 4 月至 2024 年 3 月推迟至 2024 年 4 月-9 月；同月公司宣布 2031 年前在美国新建两家或以上工厂提高 4680 电池产能。
三星 SDI	2022 年 7 月，三星 SDI 建设 4680 电池试产线，产能接近 1GWh，后续预计扩增至 8-12GWh。2023 年 3 月三星 SDI 与通用汽车签署协议，在美国新建电池合资工厂（约 30GWh），主要生产大圆柱电池。
LG 新能源	2022 年 6 月，LG 新能源宣布，在韩国梧仓工厂，新建约 9GWh 的 4680 电池生产线。2024 年 2 月宣布韩国工厂开始量产 4680 圆柱形三元锂电池，预计将供应给特斯拉 Model Y 和 Cybertruck 车系。此外，美国德州工厂预计将于 2025 年开始量产 4680 锂电池。

资料来源：各公司官网，宁德时代公司公告，亿纬锂能公司公告，欣旺达公司公告，国轩高科公司公告，国信证券经济研究所整理

大圆柱结构件性能要求高，且不同企业设计方案存在差异。大圆柱电池与传统圆柱电池结构的差别在于：

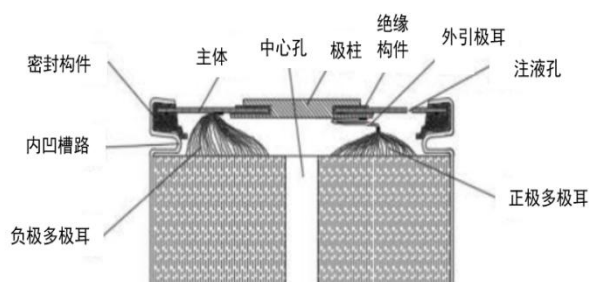
- 壳体增厚：**部分大圆柱电池设计采用无模组结构，需要发挥更多的结构支撑等作用，部分企业大圆柱产品壁厚由 21700 电池的 0.12-0.25mm 增厚至 0.5-0.6mm。
- 正负极各新增一个集流盘：**21700 电池卷芯两侧防止正负极绝缘片，极耳焊接到正极顶盖和负极底盖上；而大圆柱电池采用全极耳设计，两侧直接焊接在集流盘上。
- 热电分离、防爆阀置于电芯底部：**21700 电池防爆阀位于电芯顶部，与汽车电气连接区域相连，电芯热失控时喷发物容易对电气区域产生二次危害。大圆柱电池则是将防爆阀设计在电芯底部，实现热电分离。

图27: 大圆柱电池结构爆炸图



资料来源: 锂想生活, 国信证券经济研究所整理

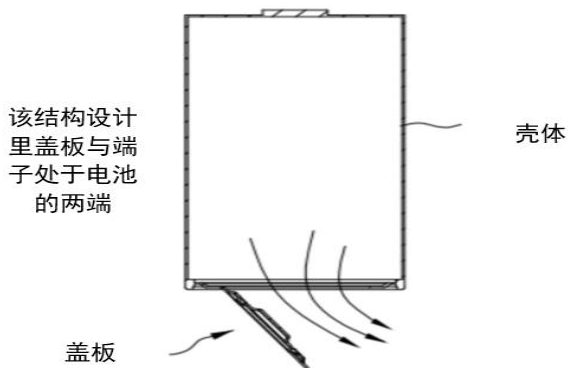
图28: 比克电池大圆柱电池顶盖结构示意图



资料来源: 国家知识产权局中国专利信息中心《比克电池专利“一种新型圆柱锂电池结构”》, 国信证券经济研究所整理

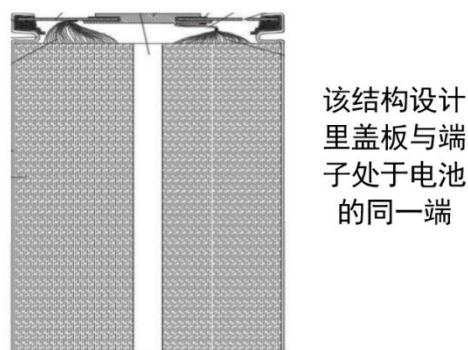
性能方面, 大圆柱电池的结构件强度、抗拉要求更高, 结构复杂度高且精密度要求高。同时, 不同企业针对大圆柱电池的结构设计, 如盖帽位置、集流盘设计等存在差异, 进而使得结构件产品需要针对各家企业方案灵活生产。

图29: 亿纬锂能大圆柱电池结构示意图



资料来源: 国家知识产权局中国专利信息中心《亿纬锂能专利“一种定向泄压的电芯及电池模组”》, 国信证券经济研究所整理

图30: 比克电池大圆柱电池顶盖结构示意图



资料来源: 国家知识产权局中国专利信息中心《比克电池专利“一种新型圆柱锂电池结构”》, 国信证券经济研究所整理

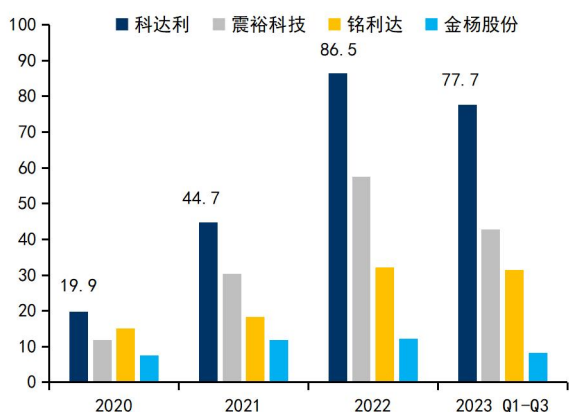
头部结构件企业有望受益大圆柱电池量产。与现有圆柱产品相比, 大圆柱电池在结构、工艺等设计上均有明显变化, 需要企业进行重新研发。同时, 结构件环节产品认证周期较长、客户粘性较强, 因而头部企业特别是有圆柱电池结构件生产经验的企业来说, 有望凭借工艺和客户优势, 快速抢占大圆柱结构件市场份额。目前科达利表示公司 4680 电池结构件目前处于批量生产阶段, 将根据客户的实际需求规划产能, 配套生产。

财务分析

营收利润分析

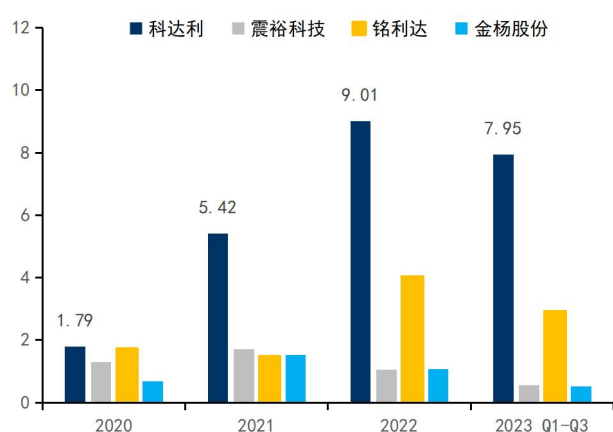
2020-2022 年公司营业收入由 19.9 亿增至 86.5 亿，CAGR 为 109%，公司 2023 年前三季度营收 77.7 亿元（同比+30.1%）。2020-2022 年公司归母净利润由 1.79 亿增至 9.01 亿，CAGR 为 124%，公司 2023 年前三季度实现归母净利润 7.95 亿元（同比+34%），从规模来看，公司营收与利润领先于同行业企业。

图31：公司与部分同行企业营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

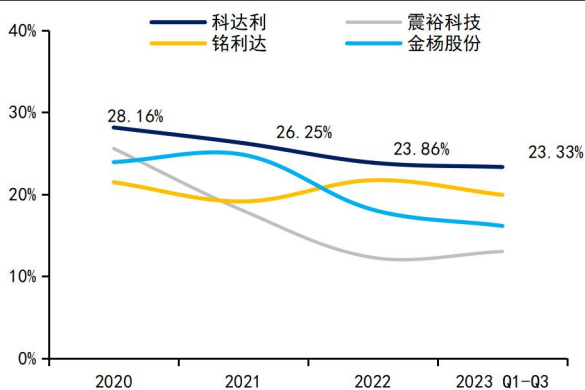
图32：公司与部分同行企业归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

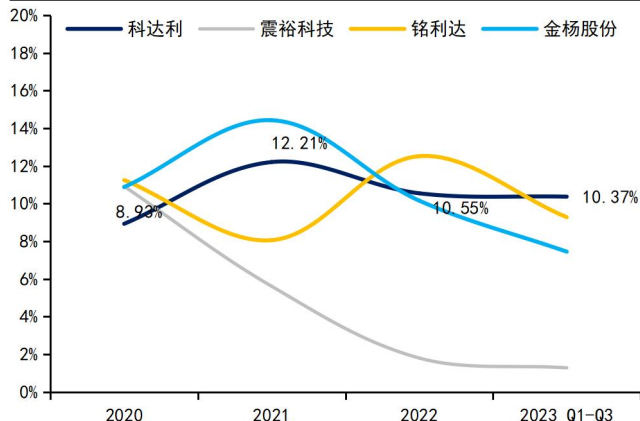
盈利能力方面，公司 2020-2022 年毛利率分别为 28.2%/26.3%/23.9%，2023 年前三季度毛利率 23.3%。公司 2020-2022 年净利率分别为 8.9%/12.2%/10.6%，2023 年前三季度净利率 10.4%。公司毛利率与净利率均领先于同行业企业。净利率方面整体较为稳定，表明公司费用整体控制较为显著。

图33：公司与部分同行企业毛利率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司与部分同行企业净利率对比（%）

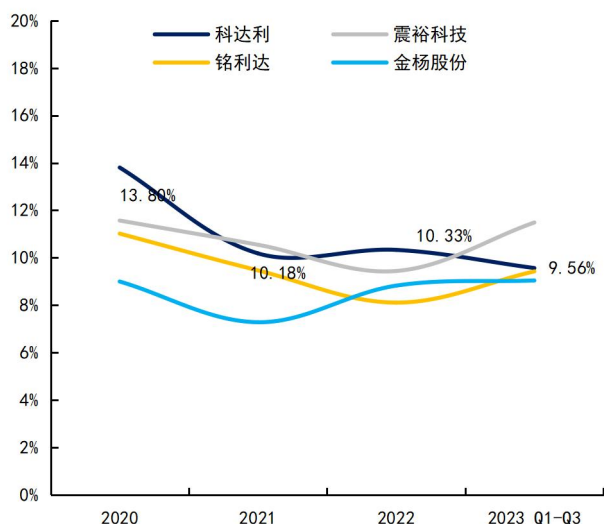


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用分析

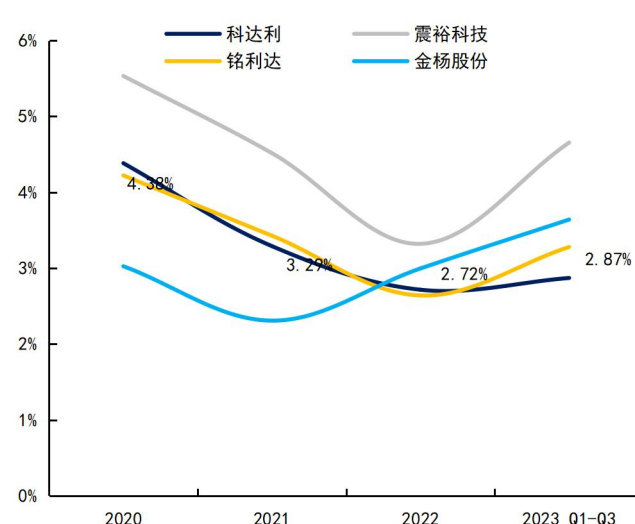
2023 年前三季度公司期间费用率为 9.56%，处于行业内中等水平，近年来公司期间费用率整体稳中有降，其中 2023 年前三季度公司管理费用率 2.87%，处于行业内较低水平；2023 年前三季度公司销售费用率 0.41%，在行业内处于较低水平；公司研发费用较高，公司 2023 年前三季度研发费用率为 5.59%，高于同行业其他企业。伴随公司营收规模逐步扩大，公司经营杠杆将有效释放，我们预计期间费用率有望得到进一步控制。

图35：行业内各家企业期间费用率比较（%）



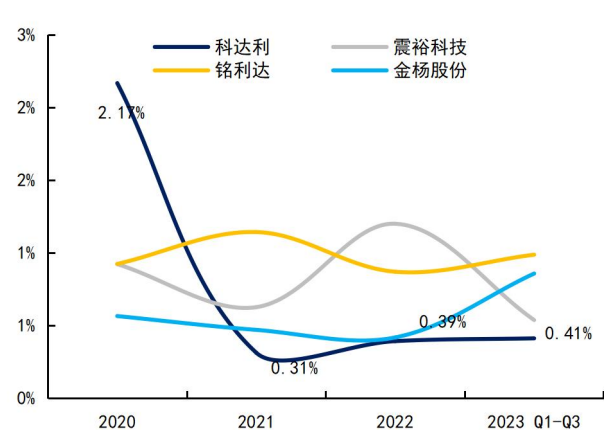
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图36：行业内各家企业管理费用率比较（%）



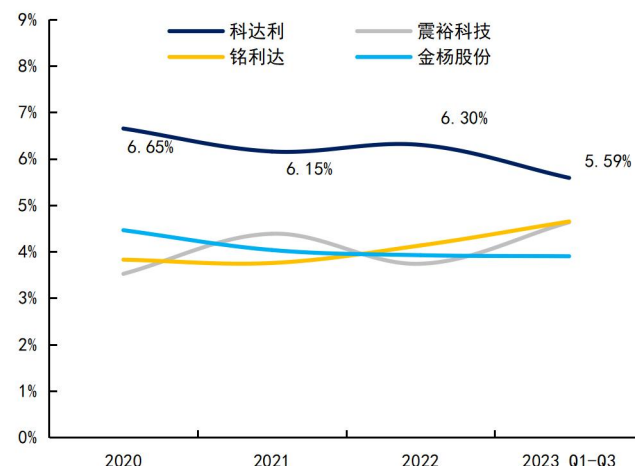
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图37：行业内各家企业销售费用率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图38：行业内各家企业研发费用率比较（%）

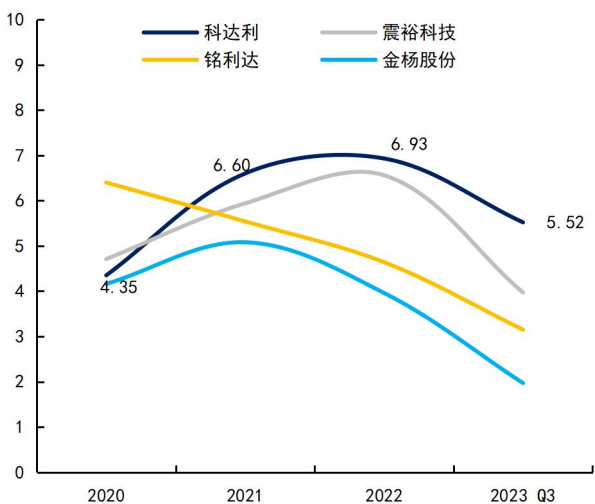


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营运能力分析

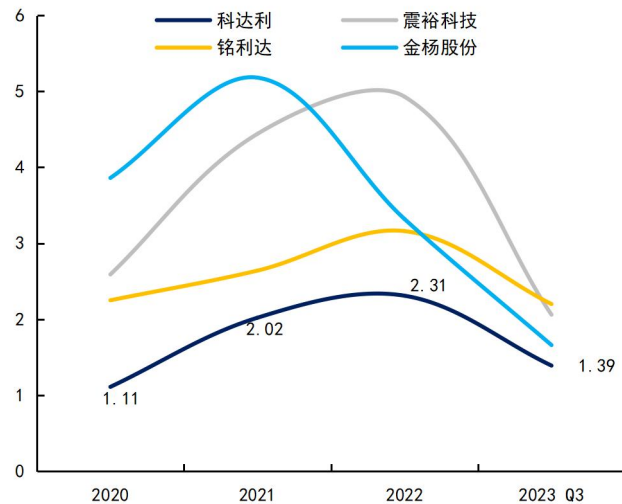
营运周转方面，公司存货周转率处于同行业较高水平，同时固定资产周转率与应收账款周转率均处于行业较低水平，由于公司锂电池结构件产品下游客户主要为锂电池头部生产厂商，因此公司信用账期相对较长。现金流方面，公司整体经营较为稳健，在同行业企业中表现较好。

图39：行业内各家企业存货周转率比较（%）



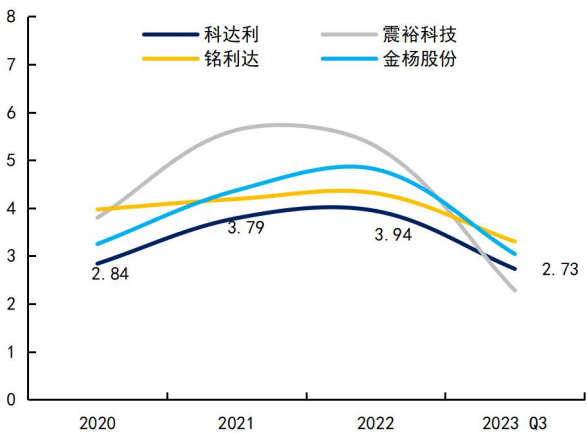
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图40：行业内各家企业固定资产周转率比较（%）



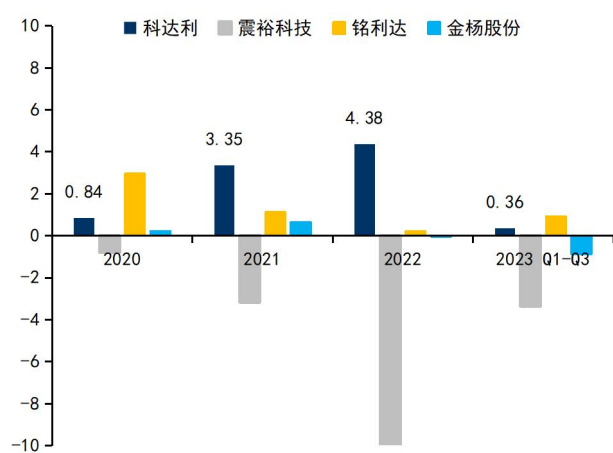
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：行业内各家企业应收账款周转率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图42：经营性现金流净流量比较（亿元）

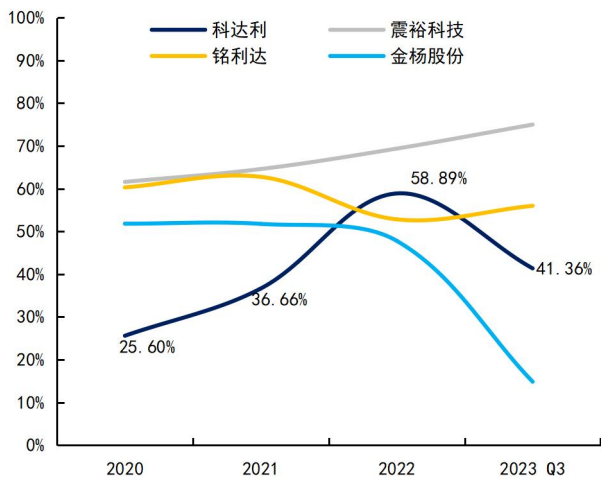


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

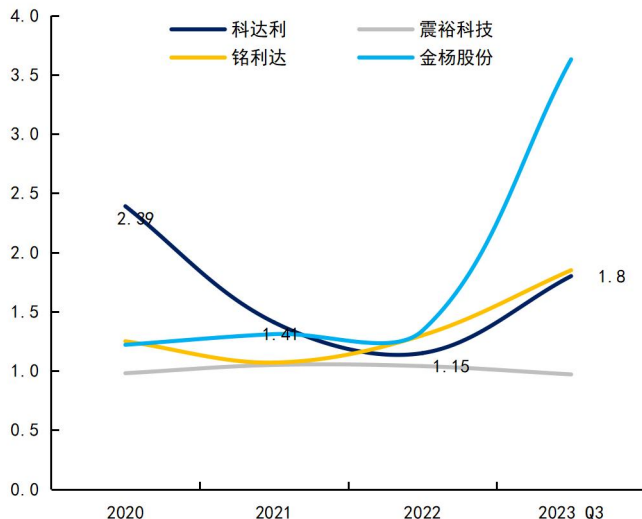
长期偿债能力方面，公司整体资产负债率低于同行业企业，2023Q3 公司资产负债率为 41.36%，较 2022 年负债端整体得到有效下降。短期偿债指标来看，2020 年至今公司速动比率、流动比率均处于行业内领先地位

图43: 资产负债率比较 (%)



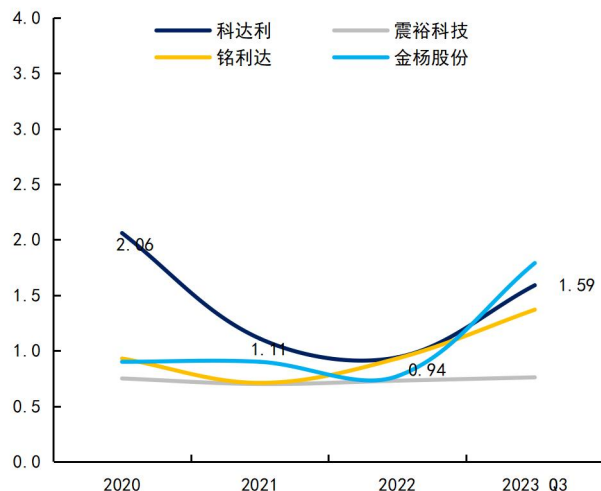
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 金杨股份于 2023 年 Q3 上市, 短期现金资产充足

图44: 流动比率比较 (%)



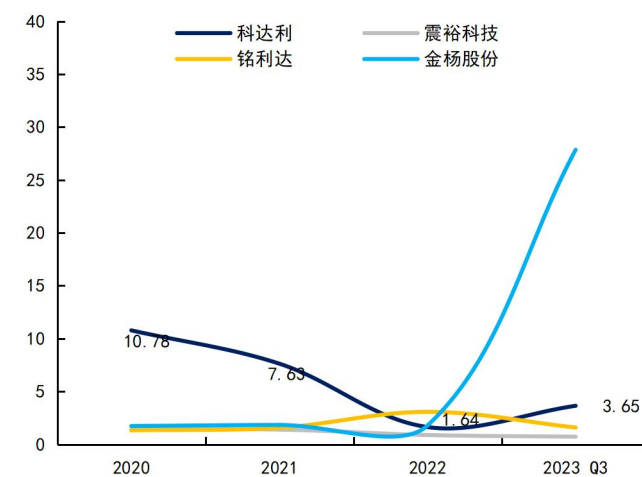
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 注: 金杨股份于 2023 年 Q3 上市, 短期现金资产充足

图45: 公司与可比公司速动比率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 注: 金杨股份于 2023 年 Q3 上市, 短期现金资产充足

图46: 可比公司归属母公司股东的权益/有息负债



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理, 注: 金杨股份于 2023 年 Q3 上市, 短期现金资产充足

盈利预测

按假设前提，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.90/14.00/14.83 亿元，同比增长 7%/9%/6%，EPS 分别为 4.78/5.19/5.49 元。

假设条件

1. 锂电池结构件

受益于全球储能和动力电池需求提升，公司作为锂电池结构件全球龙头企业有望迎来业绩增长。同时，在大圆柱电池量产时代，公司有望凭借工艺和客户优势，快速抢占大圆柱结构件市场份额，为公司提供新的业绩增长点。

营收：考虑 2024-2026 年全球锂电池出货量 1345/1568/1779GWh，同比 +17%/17%/13%，同时考虑锂电池结构件价值量为 0.3/0.28/0.26(亿元/Gwh)，同比 -9%/-7%/-7%。我们预计公司 2024-2026 年锂电池结构件营收为 113.5/123.7/131.7 亿元，2024-2026 年营收增速分别为 12.8%/9.0%/6.5%。

毛利率：考虑 2024-2026 锂电池结构件价值量分别为 0.3/0.28/0.26(亿元/Gwh)，同比 -9%/-7%/-7%，同时公司通过提升自动化水平以提升产品良率，通过规模效应降低单位成本对冲产品价格下降风险，我们预计公司 2024-2026 年锂电池结构件业务毛利率为 22.6%/22.3%/22.0%。

2. 汽车结构件

营收：我们预计公司 2024-2026 年汽车结构件营收为 5.3/6.1/6.9 亿元，2024-2026 年营收增速分别为 24%/16%/12%。

毛利率：我们预计公司 2024-2026 年汽车结构件业务毛利率为 9.0%/9.0%/9.0%。

3. 其他结构件（如散件等）

营收：我们预计公司 2024-2026 年其他结构件营收为 0.09/0.1/0.1 亿元，2024-2026 年营收增速分别为 7.6%/5.3%/5%。

毛利率：我们预计公司 2024-2026 年其他结构件毛利率为 22%/22%/22%。

表8：公司业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
锂电池结构件				
营业收入（亿元）	100.6	113.5	123.7	131.7
Yoy	20.9%	12.8%	9.0%	6.5%
营业成本（亿元）	76.4	87.8	96.1	102.8
毛利率（%）	24.1%	22.6%	22.3%	22.0%
汽车结构件				
营业收入（亿元）	4.3	5.3	6.1	6.9
Yoy	45.1%	24.0%	16.0%	12.0%
营业成本（亿元）	3.9	4.8	5.6	6.3
毛利率（%）	9.9%	9.0%	9.0%	9.0%
其他结构件				
营业收入（亿元）	0.09	0.09	0.1	0.1
Yoy	-61.6%	7.6%	5.3%	5.0%
营业成本（亿元）	0.07	0.07	0.08	0.08
毛利率（%）	21.6%	22.0%	22.0%	22.0%
其他				
营业收入（亿元）	0.11	0.12	0.12	0.12
营业成本（亿元）	0.06	0.07	0.07	0.07
毛利率（%）	45.7%	45.0%	45.0%	45.0%
合计				
营业收入（亿元）	105.1	119.0	130.1	138.9
Yoy	21.5%	13.2%	9.3%	6.8%
营业成本（亿元）	80.32	92.79	101.87	109.18
毛利率（%）	23.6%	22.0%	21.7%	21.4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 119/130.1/138.9 亿元，同比增长 13.2%/9.3%/6.8%，2024-2026 年公司毛利率分别为 22%/21.7%/21.4%。

费用率方面，我们假设 2024-2026 年销售费用率为 0.4%/0.4%/0.4%，管理费用率为 2.7%/2.6%/2.5%，研发费用率为 5.7%/5.4%/5.2%，所得税税率为 15%/15%/15%，股利分配比率为 30%/30%/30%。

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	125.1%	93.7%	21.5%	13.2%	9.3%	6.8%	6.0%	5.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%
营业成本/营业收入	73.8%	76.1%	76.4%	78.0%	78.3%	78.6%	79.5%	79.5%	79.5%	79.5%	79.5%	79.5%
销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	3.3%	2.7%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用率	6.2%	6.3%	6.1%	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%	5.0%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
营业税金及附加/营业收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	9.2%	11.3%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	8.6%	7.8%	33.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

未来三年业绩预测

表10：公司未来三年业绩预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	105.11	119.02	130.08	138.87
营业成本（亿元）	80.33	92.79	101.87	109.18
销售费用（亿元）	0.43	0.48	0.49	0.51
管理费用（亿元）	2.94	3.21	3.38	3.47
研发费用（亿元）	6.36	6.66	7.02	7.22
财务费用（亿元）	0.74	0.63	0.73	0.77
营业利润（亿元）	13.71	15.34	16.64	17.61
利润总额（亿元）	13.58	15.29	16.59	17.56
归属于母公司净利润（亿元）	12.01	12.90	14.00	14.83
EPS（元）	4.45	4.78	5.19	5.49
ROE	15%	12%	11%	11%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.90/14.00/14.83 亿元，同比增长 7%/9%/6%，EPS 分别为 4.78/5.19/5.49 元。

盈利预测的敏感性分析

对盈利预测结果做敏感性分析，其中 24/25/26 年乐观场景下营收增速提高 2%，毛利率提升 1pct；悲观情况下营收增速降低 2%，毛利率分别降低 1pct，敏感性测试结果如下表所示。

表11：盈利预测的敏感性分析

	2024E	2025E	2026E
乐观预测			
营业收入（亿元）	121.1	132.5	141.5
YoY	15.2%	11.3%	8.8%
归母净利润（亿元）	14.16	15.39	16.32
YoY	18%	19%	17%
摊薄 EPS（元）	5.24	5.7	6.05
中性预测			
营业收入（亿元）	119.0	130.1	138.9
YoY	13.2%	9.3%	6.8%
归母净利润（亿元）	12.9	14.0	14.83
YoY	7%	9%	6%
摊薄 EPS（元）	4.78	5.19	5.49
悲观预测			
营业收入（亿元）	116.9	127.7	136.3
YoY	11.2%	7.3%	4.8%
归母净利润（亿元）	11.67	12.66	13.39
YoY	-3%	-2%	-4%
摊薄 EPS（元）	4.32	4.69	4.96

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 95.6-100.59 元,首次覆盖,给予增持评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 95.6-100.59 元。

绝对估值: 90.45-100.59 元

无风险利率取 2.7%, 股票风险溢价取 6.2%, 由此计算得出的 WACC 为 9.54%。

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.7%	Ka	9.52%
股票风险溢价	6.2%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价 (元)	87.25	Ke	10.13%
发行在外股数 (百万)	270	E/(D+E)	90%
股票市值 (E, 百万元)	23558	D/(D+E)	10%
债务总额 (D, 百万元)	2483	WACC	9.54%
Kd	5%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值法, 得出公司价值区间为 90.45-100.59 元。

表13: 公司 FCFF 估值表 (百万元, 元/股, %)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1527	1667	1778	1805	1901	2016	2109	2162	2205	2249	
所得税税率	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EBIT*(1-所得税税率)	1298	1417	1511	1534	1616	1713	1793	1837	1874	1912	
折旧与摊销	894	1025	1135	1210	1248	1260	1260	1260	1260	1260	
营运资金的净变动	(214)	(977)	(56)	(226)	17	(136)	(120)	(103)	(85)	(86)	
资本性投资	(1800)	(1500)	(1150)	(600)	(300)	0	0	0	0	0	
FCFF	178	(35)	1441	1919	2581	2838	2933	2995	3050	3086	41729
PV(FCFF)	163	(29)	1096	1332	1636	1643	1550	1444	1343	1240	16772
核心企业价值 (百万元)	28191										
减: 净债务 (百万元)	2483										
股票价值 (百万元)	25708										
每股价值 (元/股)	95.21										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值的敏感性分析 (元)

	95.21	WACC 变化				
		9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%
永续增长率变化	2.4%	106.52	102.65	98.95	95.55	92.29
	2.2%	104.30	100.59	97.03	93.76	90.62
	2.0%	102.20	98.63	95.21	92.06	89.03
	1.8%	100.21	96.78	93.49	90.45	87.53
	1.6%	98.33	95.03	91.85	88.92	86.09

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 95.6-105.16 元

公司为锂电池结构件龙头企业，同时具有汽车结构件业务。我们选取震裕科技，铭利达和祥鑫科技为可比公司，其中震裕科技主营业务电机铁芯和锂电池精密结构件等，其中锂电池结构件产品包括盖板和外壳，与科达利主营业务相同，可比性强。铭利达主营业务包括精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件，主要应用于汽车、锂电池和光储逆变器中，与科达利的结构件业务相似，可比性强。祥鑫科技主要产品包括汽车精密冲压模具和金属结构件，储能设备精密冲压模具和金属结构件等，与科达利的业务近似，具备可比性。我们选取 PE 可比估值方法对公司进行估值，可比公司 2023/2024/2025 年对应平均估值为 30/15/11 倍，PE(TTM) 平均估值为 26 倍，考虑到公司为锂电池结构件龙头企业，具有稳定市场份额，且公司盈利能力较为稳定，业绩增长确定性较强，我们给予公司 2024 年 20-22 倍估值，相对估值区间为 95.6-105.16 元。

表 15: 同类公司估值比较 (2024 年 4 月 17 日)

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)			PE			评级	
		4 月 17 日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E TTM (23Q3)		
300953.SZ	震裕科技	63.46	1.1	2.8	4.0	57	23	16	269	未评级
301268.SZ	铭利达	20.58	1.3	1.8	2.3	16	12	9	24	未评级
002965.SZ	祥鑫科技	37.06	2.3	3.6	5.2	16	10	7	28	未评级
平均						30	15	11	26*	
002850.SZ	科达利	87.25	4.5	4.8	5.2	20	18	17	24	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理与预测, 注: 震裕科技、铭利达、祥鑫科技盈利预测取自 Wind 一致预期, 注*: 可比公司 PE TTM 平均值取铭利达与祥鑫科技平均值

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述绝对估值与相对估值的结果，我们认为公司股票合理估值区间在 95.6-100.59 元之间，对应 2024 年动态市盈率 20-21 倍，相对于公司目前股价有 10%-15% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.90/14.00/14.83 亿元，同比增长 7%/9%/6%，对应当前 PE 为 18/17/16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 95.6-100.59 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资本成本 K_e 对公司估值影响较大,我们在计算 K_e 时采用的无风险利率为 2.7%、股票风险溢价 6.2% 的取值都有可能偏低、导致 K_e 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处锂电池结构件、汽车结构件行业当前保持稳健增长,但是远期可能面临行业增长减慢甚至下滑的可能,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了震裕科技、铭利达、祥鑫科技为可比公司进行比较,选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司为锂电池结构件行业龙头企业,具有稳定市场份额,最终给予公司 2024 年 20-22 倍估值,相对当下股价有 10%-15% 溢价空间,上述估值存在以下风险:选取的可比公司下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,可能存在给予目标公司估值过高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2024-2026 年我们预计实现营收 119/130.1/138.9 亿元,同比增长 13.2%/9.3%/6.8%,可能存在对公司产品销量及行业需求预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2024-2026 年毛利率 22%/21.7%/21.4%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若新能源汽车、锂电池等行业下游需求不及预期,可能也存在未来几年业绩高估的风险。

经营风险

原材料价格波动的风险: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,将会对公司毛利率水平产生一定影响;另一方面,若未来公司在生产经营及新增产能投产过程中,下游新能源行业增长不及预期,将出现新增产能无法有效消化情形,导致公司固定成本分摊增加,公司毛利率存在持续下滑的风险。

客户集中的风险: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。

宏观经济变动与产业政策风险

公司产品目前主要服务于下游动力电池及新能源汽车等行业，与宏观经济的整体运行密切相关。目前国内外宏观经济存在一定的不确定性，宏观经济形势变化及突发性事件仍有可能对公司生产经营产生一定的影响，若未来经济景气度低迷甚至下滑，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。此外，公司主营业务的开展与下游动力锂电池及新能源汽车产业政策密切相关，未来如果相关产业政策发生调整或产业政策推动力度不达预期，导致下游行业对于公司产品的需求增速放缓，将对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2242	1899	2219	2000	2694	营业收入	8654	10511	11902	13008	13887
应收款项	2841	2684	3098	3208	3234	营业成本	6589	8033	9279	10187	10918
存货净额	1240	921	1017	1116	1197	营业税金及附加	43	56	60	65	69
其他流动资产	1155	3060	2969	3056	3276	销售费用	34	43	48	49	51
流动资产合计	7501	9184	9903	9980	11000	管理费用	235	294	321	338	347
固定资产	5678	7240	8163	8654	8685	研发费用	545	636	666	702	722
无形资产及其他	408	410	393	377	360	财务费用	80	74	63	73	77
其他长期资产	588	389	595	650	694	投资收益	(32)	(59)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(121)	(61)	(40)	(40)	(50)
资产总计	14174	17222	19055	19661	20739	其他收入	177	178	170	170	180
短期借款及交易性金融负债	1938	653	1000	1265	1000	营业利润	1032	1371	1534	1664	1761
应付款项	4283	3987	4068	3349	3590	营业外净收支	(3)	(13)	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	293	271	386	423	453	利润总额	1029	1358	1529	1659	1756
流动负债合计	6519	4921	5454	5037	5042	所得税费用	116	140	229	249	263
长期借款及应付债券	1557	1483	1483	1483	1483	少数股东损益	12	17	10	10	10
其他长期负债	270	307	307	307	307	归属于母公司净利润	901	1201	1290	1400	1483
长期负债合计	1827	1790	1790	1790	1790	现金流量表（百万元）					
负债合计	8347	6711	7243	6827	6832	净利润	901	1201	1290	1400	1483
少数股东权益	98	13	23	33	43	资产减值准备	(58)	(69)	(50)	(50)	(50)
股东权益	5730	10498	11788	12802	13865	折旧摊销	379	619	894	1025	1135
负债和股东权益总计	14174	17222	19055	19661	20739	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	80	74	63	73	77
关键财务与估值指标						营运资本变动	53	(1740)	(214)	(977)	(56)
每股收益	3.84	4.45	4.78	5.19	5.49	其它	(838)	736	143	153	157
每股红利	0.30	0.00	1.43	1.56	1.65	经营活动现金流	438	748	2063	1551	2669
每股净资产	24.86	38.97	43.74	47.53	51.51	资本开支	(2382)	(2411)	(1800)	(1500)	(1150)
ROIC	14%	12%	10%	10%	10%	其它投资现金流	329	(591)	(227)	(75)	(64)
ROE	18%	15%	12%	11%	11%	投资活动现金流	(2053)	(3002)	(2027)	(1575)	(1214)
毛利率	24%	24%	22%	22%	21%	权益性融资	320	3639	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	13%	13%	13%	负债净变化	2864	(1586)	347	265	(265)
EBITDA Margin	18%	20%	20%	21%	21%	支付股利、利息	(47)	(70)	0	(387)	(420)
收入增长	94%	21%	13%	9%	7%	其它融资现金流	1387	(1513)	347	265	(265)
净利润增长率	66%	33%	7%	9%	6%	融资活动现金流	3057	1909	284	(195)	(762)
资产负债率	59%	39%	38%	35%	33%	现金净变动	1442	(346)	320	(219)	694
息率	0.3%	0.0%	1.6%	1.8%	1.9%	货币资金的期初余额	496	2242	1899	2219	2000
P/E	22.7	19.6	18.3	16.8	15.9	货币资金的期末余额	2242	1899	2219	2000	2694
P/B	3.5	2.2	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	(879)	(2232)	178	(35)	1441
EV/EBITDA	18.2	14.6	12.7	11.3	10.4	权益自由现金流	615	(3938)	472	168	1111

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032