

斯莱克 (300382)

拟在美国建设电池结构件产能，看好公司充分受益于 4680 扩产【勘误版】

增持 (首次)

2025 年 02 月 18 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书: S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1731	1651	1818	2618	4468
同比 (%)	72.53	(4.61)	10.08	44.01	70.65
归母净利润 (百万元)	225.92	129.07	(145.43)	130.41	255.99
同比 (%)	110.30	(42.87)	(212.68)	189.67	96.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.21	(0.23)	0.21	0.41
P/E (现价&最新摊薄)	37.87	66.29	(58.83)	65.61	33.42

投资要点

- **事件:** 公司公告拟在美国开展电池结构件业务，将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线，供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂 (60-70GWh)，与客户深度绑定，从而规避供应链及政策等风险。
- **4680 量产技术突破，大规模量产在即:** (1) 特斯拉: 已完成 9 系正极和干法电极的批量生产，4680 产能有望 2025 年开始大规模放量，优先供应 Cybertruck; (2) LG: 梧仓工厂已开始 4680 量产，目前产能爬坡中，其良率已达到特斯拉要求，预计 2025 年将在美国进行大规模扩产; (3) 松下: 已为 4680 量产做好准备，后续将在美国超级工厂生产，并将部分日本本土产能改为 4680 产线; (4) 三星: 已开始 4680 小规模量产，进入批量试验阶段，后续产能有望加速放量。
- **4680 大圆柱电池壳体对一致性及散热有高要求，公司 DWI 生产工艺适配:** 4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质电池壳体，与小圆柱电池壳相比，大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、自动化程度及生产速度方面具有优势。(1) 壳体一致性高: 传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节，而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术，熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题; (2) 材料利用率高: 斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%，而单机生产的电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%，因此该生产线能够显著降低电池壳成本; (3) 自动化程度高: 产线自动化程度高，非常适合人效低的美国市场; (4) 产能高: 斯莱克采用生产线模式，应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍，目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-1.5/1.3/2.6 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 66/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 客户需求不及预期，政策调整风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.72
一年最低/最高价	4.88/15.59
市净率(倍)	4.07
流通 A 股市值(百万元)	8,553.82
总市值(百万元)	8,556.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.37
资产负债率(% ,LF)	53.88
总股本(百万股)	623.65
流通 A 股(百万股)	623.46

相关研究

- 《斯莱克(300382): 2023 年三季度报点评: 业绩短期承压，电池壳需求后续有望回升》
2023-10-28
- 《斯莱克(300382): 易拉罐设备龙头，切入新能源电池壳产品迎第二成长曲线》
2023-09-25

1. 事件

公司公告拟在美国开展电池结构件业务，将通过美国子公司 OKL Engineering Inc 投资建设相关圆柱、方形电池壳产线，供应北美头部大客户。预计将在客户基地内建设厂中厂（60-70GWh），与客户深度绑定，从而规避供应链及政策等风险。

2. 4680 量产技术突破，大规模量产在即

(1) 特斯拉：已完成 9 系正极和干法电极的批量生产，4680 产能有望 2025 年开始大规模放量，优先供应 Cybertruck；

(2) LG：梧仓工厂已开始 4680 量产，目前产能爬坡中，其良率已达到特斯拉要求，预计 2025 年将在美国进行大规模扩产；

(3) 松下：已为 4680 量产做好准备，后续将在美国超级工厂生产，并将部分日本本土产能改为 4680 产线；

(4) 三星：已开始 4680 小规模量产，进入批量试验阶段，后续产能有望加速放量。

图1：全球主要企业大圆柱电池规划及产业化进展

车企/电池厂商	项目地点	产能规划 (GWh)	客户	布局进展	车企/电池厂商	项目地点	产能规划 (GWh)	客户	布局进展
特斯拉	美国德克萨斯	100	自供	共四条4680生产线	亿纬锂能	湖北荆门	20	宝马、大运、江淮等	一期于2024年2月投产
	美国内华达	100		建设中		辽宁沈阳	40		公司预计2026年投产
	美国加州福利蒙特	10		试生产		四川成都	21		公司预计2025年投产
松下	日本	10	特斯拉	公司预计2024年H2量产	国轩高科	云南曲靖	23	宝马	公司预计2025年投产
	美国	30	特斯拉	计划2031年前新建2家或以上工厂		匈牙利	30		公司预计2026年投产
LG新能源	韩国	9	特斯拉	公司预计2024年Q3末或Q4量产	比克电池	安徽合肥	10	戴姆勒、宝马等	公司预计2025年投产
	美国	43	-	2025年完成基建		河南郑州	30		2024年产量2.5GWh，2026年达产15GWh，2028年达产30GWh
三星SDI	韩国	1	特斯拉	计划后续扩建至8-12GWh	远景动力	美国	30	宝马	公司预计2026年投产
	美国	30	通用	公司预计2026年投产		蔚来	安徽合肥		40
	匈牙利	-	宝马	未披露	兰钧新能源	浙江嘉兴	77	兰钧新能源位于嘉善的一期项目于2022年6月正式通电,二期项目于2023年1月28日完成签约,预计建成后总产能可提升至32GWh;2023年3月,兰钧新能源45GWh扩产项目在嘉善正式签约,计划建设16条电芯生产线,将实现77GWh总产能。	
宁德时代	中国/欧洲	40	宝马	公司预计2025年投产					

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

3. 4680 大圆柱电池壳体对一致性及散热有高要求，公司 DWI 生产工艺适配

4680 大圆柱电池通常采用高精度、低成本且能够适应更长尺寸的钢质电池壳体，与小圆柱电池壳相比，大圆柱钢壳对尺寸一致性和热扩散的要求更高。公司的 DWI 电池壳生产线在壳体一致性、材料利用率、自动化程度及生产速度方面具有优势。

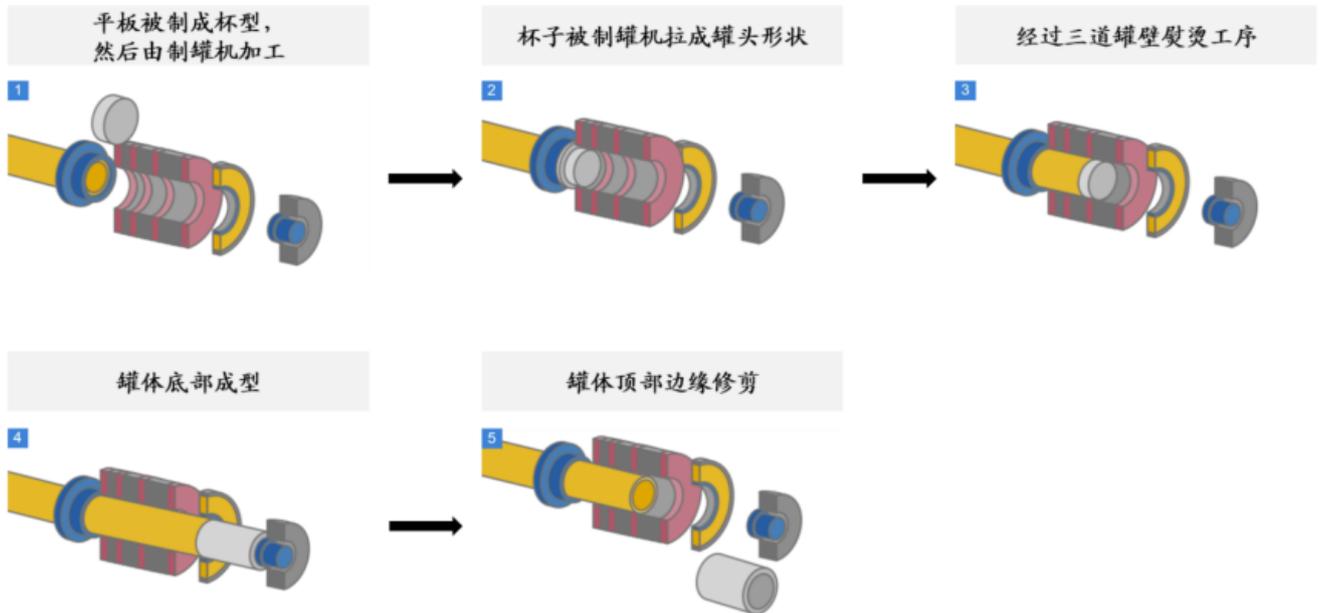
(1) 壳体一致性高：传统的金属拉伸工艺仅有 Drawing 拉伸环节，而 DWI 工艺增加了 Wall 和 Ironing 技术，熨平过程能够有效解决壳体一致性和良率问题；

(2) 材料利用率高：斯莱克的 DWI 生产线材料利用率可达 80-90%，而单机生产的电池壳材料利用率仅约 60%。由于材料成本在电池壳的成本结构中占比约 50%，因此该生产线能够显著降低电池壳成本；

(3) 自动化程度高：产线自动化程度高，非常适合人效低的美国市场；

(4) 产能高：斯莱克采用生产线模式，应用 DWI 高效工艺的生产线产能是单机的 10 倍，目前其生产线产能已达到每分钟 1000 个。

图2: DWI 工艺制罐流程



数据来源：Toyo Seikan 官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-1.5/1.3/2.6 亿元，2025-2026 年 PE 分别为 66/33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

客户需求不及预期，政策调整风险等。

斯莱克三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,512	2,360	2,626	3,399	营业总收入	1,651	1,818	2,618	4,468
货币资金及交易性金融资产	750	247	1,012	1,359	营业成本(含金融类)	1,200	1,590	2,187	3,723
经营性应收款项	916	962	827	1,144	税金及附加	13	13	13	22
存货	794	1,089	719	816	销售费用	29	91	79	134
合同资产	0	0	0	0	管理费用	165	291	131	223
其他流动资产	52	62	68	80	研发费用	70	91	79	89
非流动资产	1,852	2,119	2,149	2,066	财务费用	35	6	8	8
长期股权投资	60	66	69	75	加:其他收益	9	27	39	58
固定资产及使用权资产	946	1,340	1,467	1,459	投资净收益	2	2	0	0
在建工程	528	364	232	120	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	173	213	253	293	减值损失	(35)	21	0	0
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	17	17	17	17	营业利润	123	(214)	161	326
其他非流动资产	112	104	95	86	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,363	4,479	4,774	5,464	利润总额	123	(214)	161	326
流动负债	935	1,071	1,172	1,612	减:所得税	28	(43)	37	75
短期借款及一年内到期的非流动负债	502	468	378	268	净利润	95	(171)	124	251
经营性应付款项	262	371	488	840	减:少数股东损益	(34)	(26)	(6)	(5)
合同负债	75	99	136	232	归属母公司净利润	129	(145)	130	256
其他流动负债	96	134	170	272	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	(0.23)	0.21	0.41
非流动负债	1,128	1,278	1,348	1,348	EBIT	152	(258)	130	276
长期借款	758	908	978	978	EBITDA	239	(79)	343	511
应付债券	236	236	236	236	毛利率(%)	27.35	12.51	16.47	16.68
租赁负债	32	32	32	32	归母净利率(%)	7.82	(8.00)	4.98	5.73
其他非流动负债	102	102	102	102	收入增长率(%)	(4.61)	10.08	44.01	70.65
负债合计	2,062	2,349	2,520	2,959	归母净利润增长率(%)	(42.87)	(212.68)	189.67	96.30
归属母公司股东权益	2,269	2,123	2,254	2,510					
少数股东权益	32	7	1	(5)					
所有者权益合计	2,301	2,130	2,254	2,505					
负债和股东权益	4,363	4,479	4,774	5,464					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(9)	(175)	1,027	609	每股净资产(元)	3.55	3.32	3.52	3.93
投资活动现金流	(273)	(444)	(242)	(152)	最新发行在外股份(百万股)	624	624	624	624
筹资活动现金流	158	116	(20)	(110)	ROIC(%)	3.22	(5.43)	2.62	5.38
现金净增加额	(121)	(503)	764	347	ROE-摊薄(%)	5.69	(6.85)	5.79	10.20
折旧和摊销	86	179	213	235	资产负债率(%)	47.27	52.45	52.79	54.16
资本开支	(332)	(445)	(245)	(153)	P/E (现价&最新股本摊薄)	66.29	(58.83)	65.61	33.42
营运资本变动	(247)	(159)	690	123	P/B (现价)	3.87	4.14	3.89	3.49

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>