



## 买入（首次）

所属行业：电气设备/电源设备  
当前价格(元)：116.96

### 证券分析师

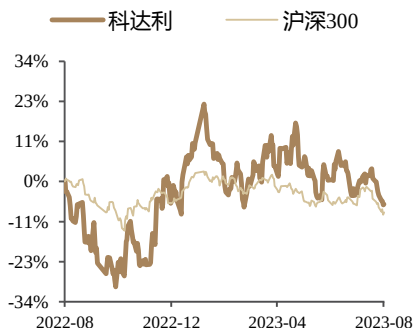
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M    | 3M     |
|-----------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%)   | -2.61 | -6.89 | -10.76 |
| 相对涨幅(%)   | -0.03 | -3.25 | -5.91  |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 科达利（002850.SZ）：锂电池结构件龙头，技术+产能双开花

## 投资要点

- 公司是锂电池精密结构件的龙头企业。**公司成立于 1996 年，经过 20 多年的努力，凭借先进的技术水平、高品质的生产能力吸引众多高端优质客户，并建成稳定且长期的合作关系，近两年锂电池结构件占主营业务 95%以上，其在国内的市占率达 24%以上，通过不断成立全资子公司，增加项目，扩大产能，更好地辐射服务客户。
- 锂电池结构件技术与优势。**1) 技术：公司深耕结构件技术十余年，具有先进的模具，技术先进，安全性高；2) 优势：①客户粘性高，下游对于供应商审核认证流程时间长，优先考虑合作的供应商，科达利始终坚持定位高端市场及大客户战略，拥有众多优质客户资源；②市场份额大，拥有龙头优势，2022 年市占率达 24.6%，是国内第一名，加之结构件市场规模不断增大，科达利可以通过不断扩大产能，更好协同生产；③设备多，固定资产投资量大，生产资本投入大，投资回报期长，初期企业较难承受，对于它们存在资金壁垒；④公司掌握核心技术，拥有多项专利。
- 锂电池结构件未来发展。**积极开展研发项目，加大研发投入和人才吸引，提升自身技术水平。通过在匈牙利、德国、瑞典等国家建厂进行海外布局，更好服务海外客户，扩大海外生产。
- 投资建议：**考虑到公司是锂电池结构件龙头企业，技术积累深厚，产能不断扩大，利润优势明显，客户粘性高。科达利 2022-2024 年营业收入分别为 86.54/133.55/192.90 亿元，归母净利润为 9.01/15.03/22.82 亿元，2022-2024 年对应 EPS 为 3.86/5.58/8.47 元，对应 PE 为 31x/21x/14x，行业 PE 为 142x/22x/13x，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险；行业政策波动风险；新能源汽车销量不及预期风险；产能释放不及预期风险；客户集中度较高风险。

## 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(百万股):     | 269.38       |
| 流通 A 股(百万股):  | 158.14       |
| 52 周内股价区间(元): | 87.56-152.69 |
| 总市值(百万元):     | 31,506.83    |
| 总资产(百万元):     | 13,489.01    |
| 每股净资产(元):     | 23.51        |

资料来源：公司公告

## 主要财务数据及预测

|             | 2021A  | 2022A | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 44.68  | 86.54 | 133.55 | 192.90 | 250.15 |
| (+/-)YOY(%) | 125.1% | 93.7% | 54.3%  | 44.4%  | 29.7%  |
| 净利润(百万元)    | 5.42   | 9.01  | 15.03  | 22.82  | 30.34  |
| (+/-)YOY(%) | 203.2% | 66.4% | 66.7%  | 51.8%  | 33.0%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 2.01   | 3.35  | 5.58   | 8.47   | 11.26  |
| 毛利率(%)      | 26.2%  | 23.9% | 24.3%  | 24.4%  | 24.5%  |
| 净资产收益率(%)   | 11.9%  | 15.7% | 13.9%  | 17.4%  | 18.8%  |

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 锂电池结构件龙头企业 .....             | 4  |
| 1.1. 发展历程：专注结构件，建厂辐射服务地区 .....  | 4  |
| 1.2. 主营业务：产品上始终专一，市场端布局全球 ..... | 5  |
| 1.3. 财务分析：营收稳增，费用率稳定 .....      | 5  |
| 2. 锂电池结构件：下游带动增量提升 .....        | 7  |
| 2.1. 结构件：产品与模式分析 .....          | 7  |
| 2.2. 壁垒：产业存在四大壁垒，公司保持高市占率 ..... | 10 |
| 2.3. 持续发展：研发投入与产能扩张并行 .....     | 12 |
| 3. 盈利预测与投资建议 .....              | 13 |
| 3.1. 盈利预测 .....                 | 13 |
| 3.2. 投资建议 .....                 | 14 |
| 4. 风险提示 .....                   | 14 |

## 图表目录

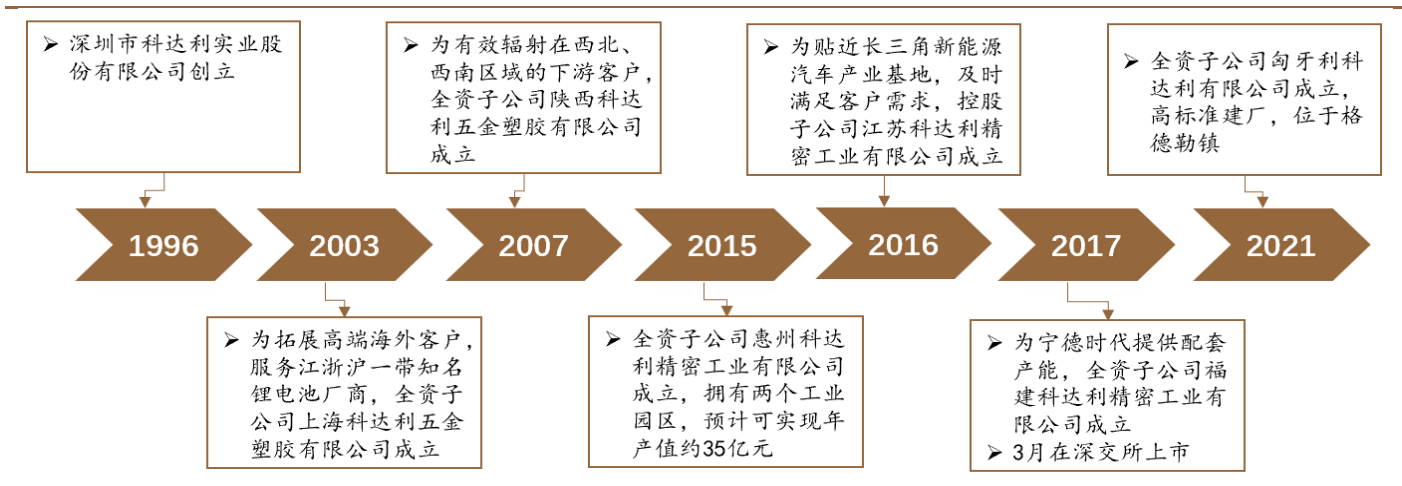
|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程 .....                       | 4  |
| 图 2: 截至 2023 年半年报的公司股权架构情况 .....        | 4  |
| 图 3: 锂电池结构件和汽车结构件 .....                 | 5  |
| 图 4: 产业链上下游 .....                       | 5  |
| 图 5: 公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元) .....         | 6  |
| 图 6: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 亿元) .....        | 6  |
| 图 7: 公司历年毛利率、净利率 .....                  | 6  |
| 图 8: 可比公司的毛利率 .....                     | 6  |
| 图 9: 公司各年费用率情况 .....                    | 7  |
| 图 10: 动力锂电池精密结构件 .....                  | 7  |
| 图 11: 动力锂电池顶盖的主要生产工艺及模式 .....           | 8  |
| 图 12: 动力锂电池壳体的主要生产工艺及模式 .....           | 8  |
| 图 13: 公司营业成本 (单位: 亿元) .....             | 8  |
| 图 14: 公司营业成本构成 .....                    | 8  |
| 图 15: 铝、铜现货价格走势 (单位: 元/千克) .....        | 9  |
| 图 16: 公司经营模式 .....                      | 9  |
| 图 17: 科达利与震裕科技单季度营业收入 (单位: 万元) .....    | 10 |
| 图 18: 科达利与震裕科技净利率 .....                 | 10 |
| 图 19: 宁德时代对上游供应商的审核认证流程 .....           | 10 |
| 图 20: 2022 年锂电池结构件公司营业收入 (单位: 亿元) ..... | 11 |
| 图 21: 2022 年锂电池结构件公司市占率 .....           | 11 |
| 图 22: 公司专利数 .....                       | 11 |
| 图 23: 科达利和震裕科技的研发费用 (单位: 亿元) .....      | 12 |
| 图 24: 科达利和震裕科技的研发人员 .....               | 12 |
| <br>                                    |    |
| 表 1: 科达利项目 .....                        | 11 |
| 表 2: 部分研发项目 .....                       | 12 |
| 表 3: 公司产能情况 .....                       | 13 |
| 表 4: 产品盈利预测 .....                       | 14 |
| 表 5: 可比公司估值 .....                       | 14 |

## 1. 锂电池结构件龙头企业

### 1.1. 发展历程：专注结构件，建厂辐射服务地区

公司深耕结构件领域，积累优质客户，进行技术创新，如今是锂电池结构件的全球龙头企业。1996 年深圳市科达利实业股份有限公司成立，公司持续深耕锂电池精密结构件和汽车结构件，锂电池结构件的市占率达全国第一；2003 年成立上海全资子公司，拓展高端海外客户；2007 年创立陕西全资子公司，更好服务于西北、西南区域的客户；之后逐步建厂提高生产力；2017 年于深交所上市；2021 年开始在海外建厂，进一步满足海外客户产能配套的需求并拓展海外市场。

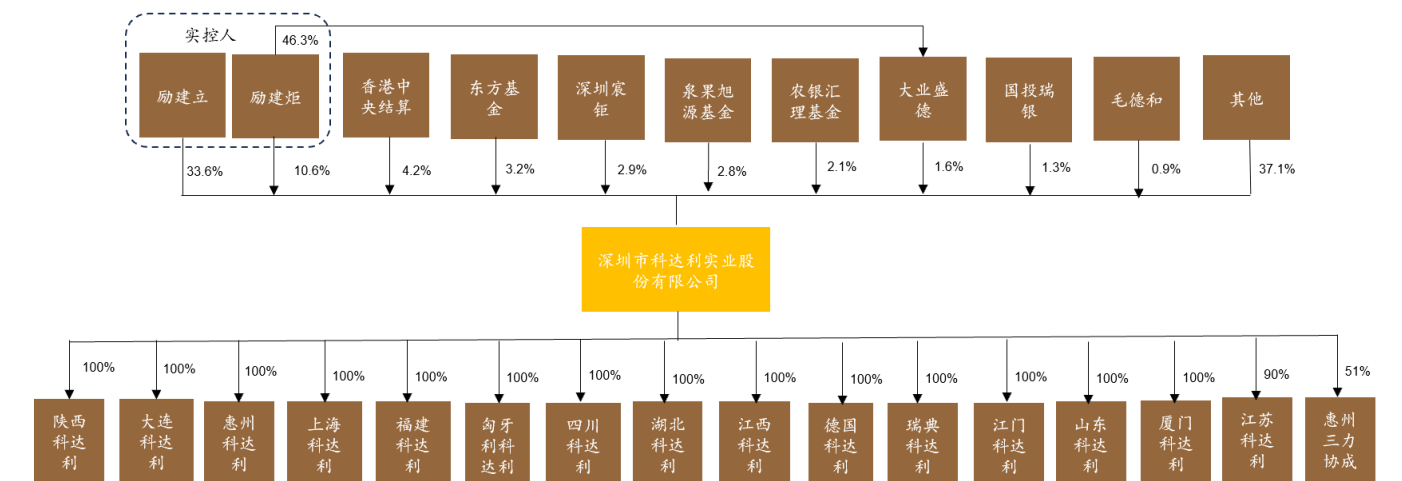
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

公司股权集中，控股股东和实际控制人为励建立和励建炬兄弟。截至 2023 年 6 月 30 日，董事长励建立持有 78,698,885 股，占总股本 33.36%。董事、总经理励建炬持有 24,964,401 股，占总股本 10.58%，同时持有云南大业盛德企业管理有限公司 46.28%。兄弟二人直接和间接控股的比例约为 45.56%，股权结构集中稳定，有利于公司重大决策的敲定与执行。截至公司 2022 年年报，公司控股子公司有 16 家，其中全资控股有 14 家。公司主要管理团队、技术人员均在相关行业服务多年，核心团队大部分从科达利创立初期开始服务，积累丰富的行业经验，更好把握公司发展方向，挖掘新的增长点。

图 2：截至 2023 年半年报的公司股权架构情况

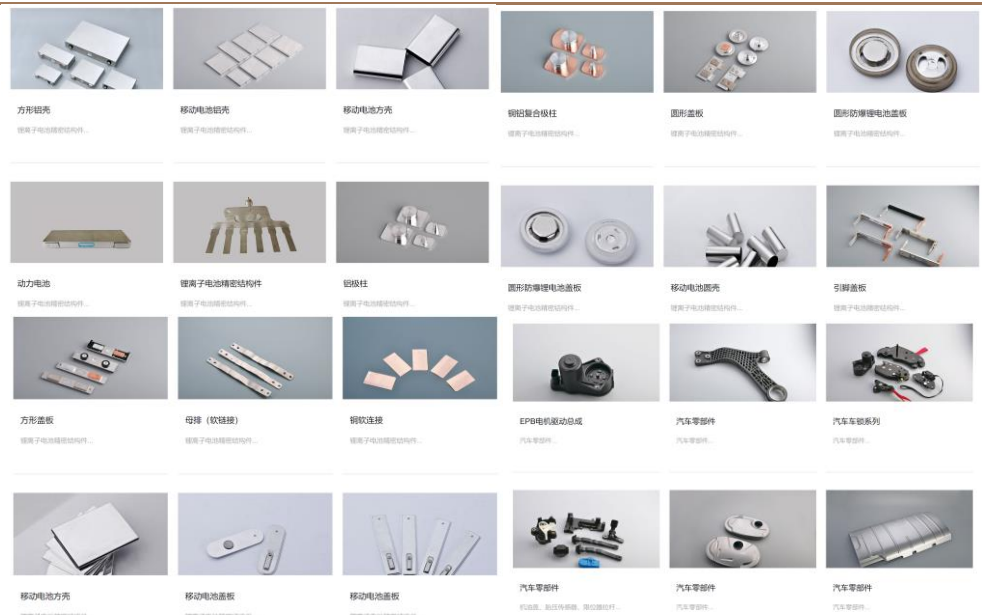


资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

## 1.2. 主营业务: 产品上始终专一, 市场端布局全球

公司的主营业务为锂电池结构件和汽车结构件。精密结构件应用范围广泛, 主要下游行业包括: 锂电池、汽车、储能电站、通讯设备、机电设备、航空器材、高速机车等对结构件精度要求高的领域, 公司目前产品应用在主要包括动力电池、储能电池在内的电池行业及汽车行业。

图 3: 锂电池结构件和汽车结构件



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

公司处于产业链中游。上游是金属、塑料等行业, 原材料价格的变化会影响采购成本, 进而影响短期利润。下游定位于高端市场, 采用重点领域的大客户战略, 持续发展新能源汽车动力电池和消费电子产品便携式锂电池行业的知名客户, 专注于精密结构件研发和制造领域, 客户布局海内外。

图 4: 产业链上下游



资料来源: 公司公告, 公司官网, 德邦研究所

## 1.3. 财务分析: 营收稳增, 费用率稳定

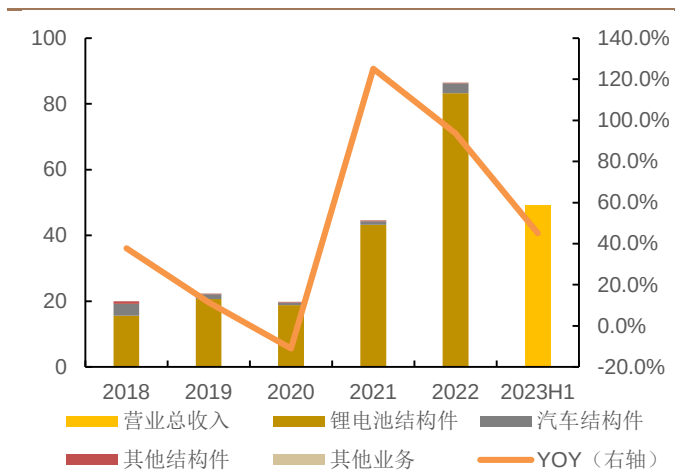
营业收入: 整体稳步增长, 主营业务中锂电池结构件收入占 90%以上。

**(1) 总量上：**2018-2023H1 公司实现营收 20.0/22.3/19.9/44.7/86.5/49.2 亿元，同比增速分别为 37.8%/11.5%/-11.0%/125.1%/93.7%/45.1%。2020 年由于疫情在全球范围蔓延导致经济下行，汽车产业受到较大影响，从而导致动力锂电池装机需求量减少，锂电池结构件需求下降，营收出现下滑。但 2021 年双碳政策利好，全球新能源汽车产业蓬勃发展，公司呈现高于翻倍的营收，整体走势向好。2022 年公司营业收入为 86.5 亿元，同比增长 93.7%；归母净利润为 9.0 亿元，同比增长 66.4%，主要原因系新能源汽车持续爆发式增长带动动力电池产业的迅速发展。

**(2) 分业务：**锂电池结构件对公司营收贡献不断提升。2018 年，锂电池结构件占营收比重为 77.8%，2019 年其营收占比达 92.7%并一直占比 90%以上。主要原因系公司对子公司的布局及定位本地化，在锂电池行业重点区域形成布局，有效辐射下游客户。

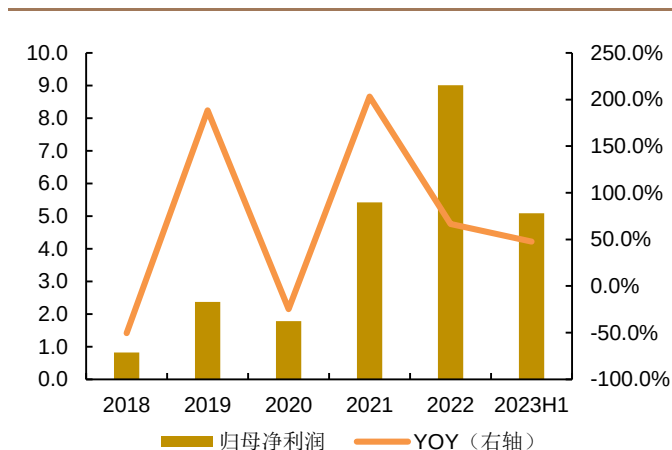
**归母净利润：**2018-2023 年 H1 归母净利润分别为 0.8/2.4/1.8/5.4/9.0/5.1 亿元，同比增速分别为-50.4%/188.4%/-24.7%/203.2%/66.4%/47.8%。

图 5：公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 6：公司归母净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

**毛利率、净利率整体稳定。**2018-2023H1，公司毛利率稳定在 24%左右，净利率 2018 年为 4.02%，2019 年起稳定在 10%左右，近年来毛利率较可比公司处于领先水平。原因系公司市占率高，规模化发挥产能优势，降低成本。

图 7：公司历年毛利率、净利率

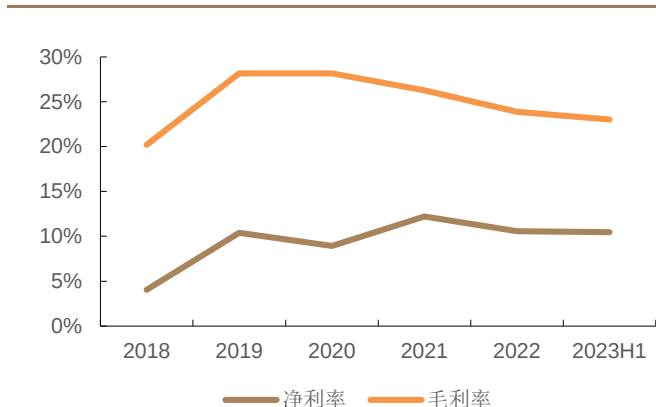
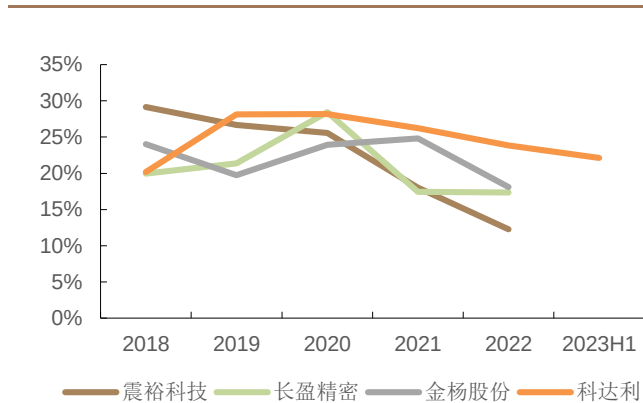


图 8：可比公司的毛利率



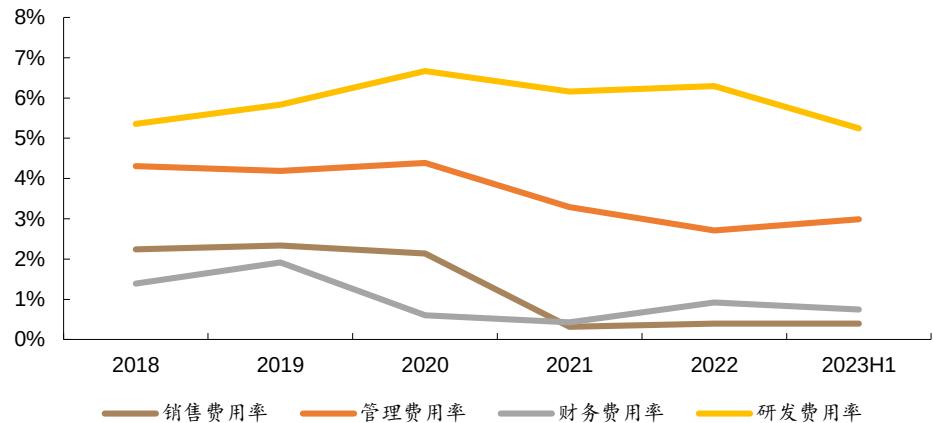


资料来源：公司公告，iFinD，德邦研究所

资料来源：各公司公告，iFinD，德邦研究所

公司期间费用率控制良好，研发费用率保持较高水平。2019-2022 年，公司期间费用率呈下降趋势，表明公司管理效率不断提升，管理团队能力持续增强。四项费用率合计从 2019 年的 14.3% 下降到 2022 年的 10.3%，其中研发费用率占主要部分。2019-2022 年研发费用率分别为 5.8%/6.7%/6.2%/6.3%，持续提升产品力。

图 9：公司各年费用率情况



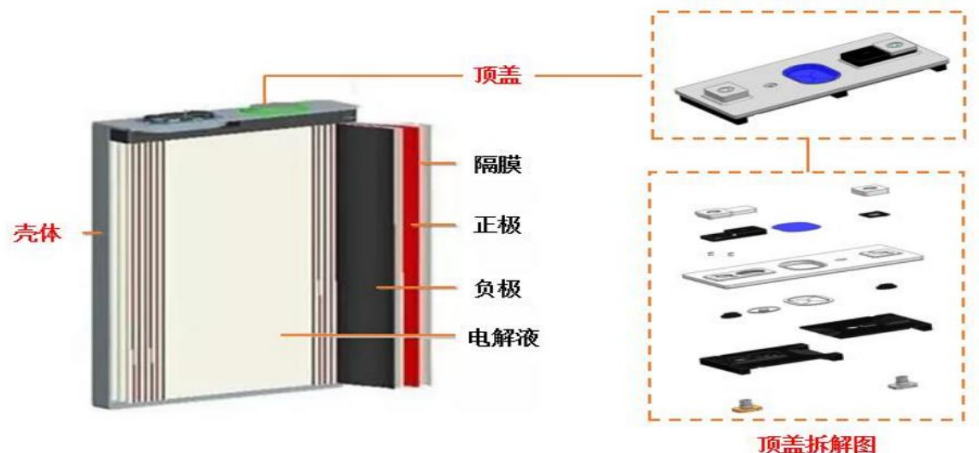
资料来源：公司公告，iFinD，德邦研究所

## 2. 锂电池结构件：下游带动增量提升

### 2.1. 结构件：产品与模式分析

动力锂电池精密结构件作为锂电池外壳，产品主要包括顶盖和壳体。锂电池由正极材料、隔膜、负极材料、电解液、结构件（顶盖、壳体）构成，结构件起到传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支撑电池等作用，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐蚀性、防干扰性、抗静电性等特定功能。

图 10：动力锂电池精密结构件

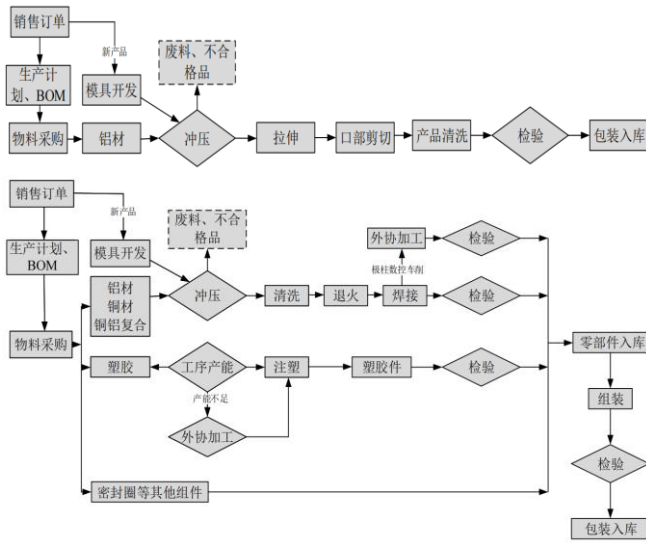


资料来源：震裕科技招股说明书，德邦研究所

顶盖由众多部件组装而成，主要通过冲压、注塑制造，其后附加清晰、退火、摩擦焊接、激光焊接、数控车削、组装等环节最终完成。壳体通过外购铝材使用定

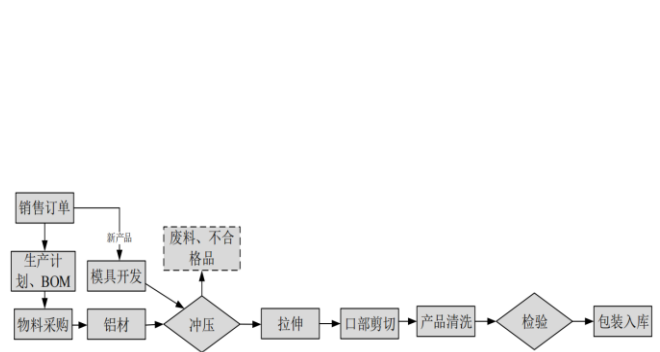
制化模具，由冲床冲压半成品，再开口修剪清洁后包装出厂。

图 11：动力锂电池顶盖的主要生产工艺及模式



资料来源：震裕科技招股说明书，德邦研究所

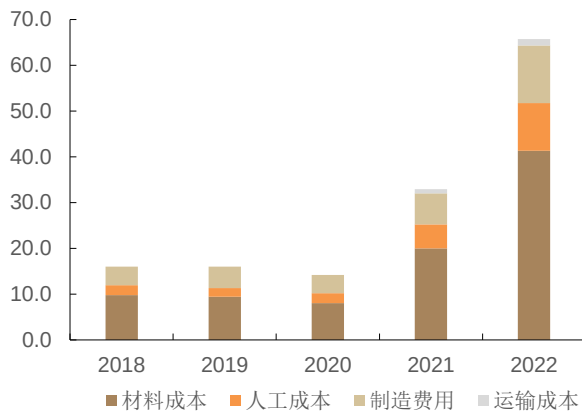
图 12：动力锂电池壳体的主要生产工艺及模式



资料来源：震裕科技招股说明书，德邦研究所

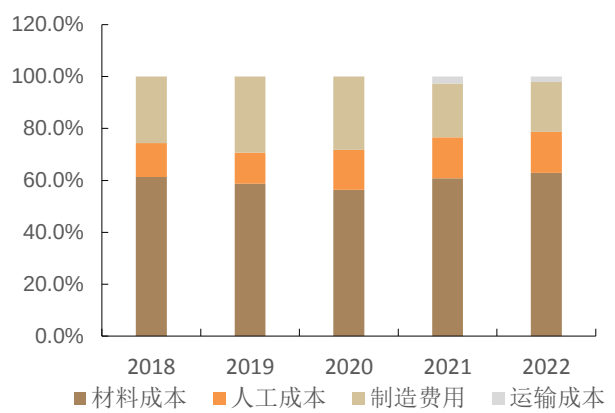
主营业务成本较为稳定，由材料成本、人工成本、制造费用、运输成本构成。其中材料成本占比最大，稳定在 60%左右，材料包括铝材、铜材、钢带和塑料，公司通过对材料集中谈判，签订长期框架协议进行采购，确保产品质量、响应速度和报价的稳定，同时提升产能利用率、效率和良率。但 2020 年起铜原材料价格不断增长，加上产能的扩大，材料成本不断提升。

图 13：公司营业成本（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

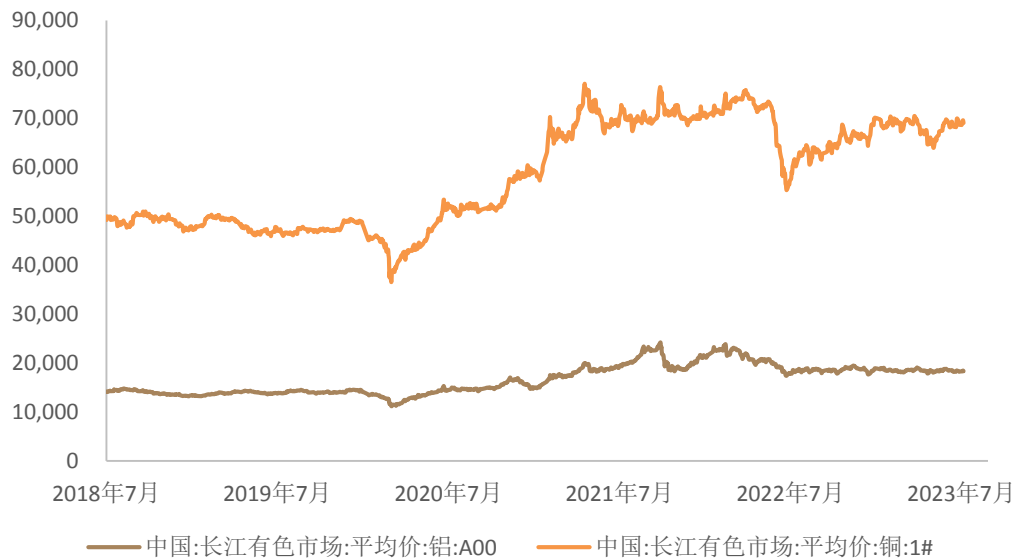
图 14：公司营业成本构成



资料来源：公司公告，德邦研究所



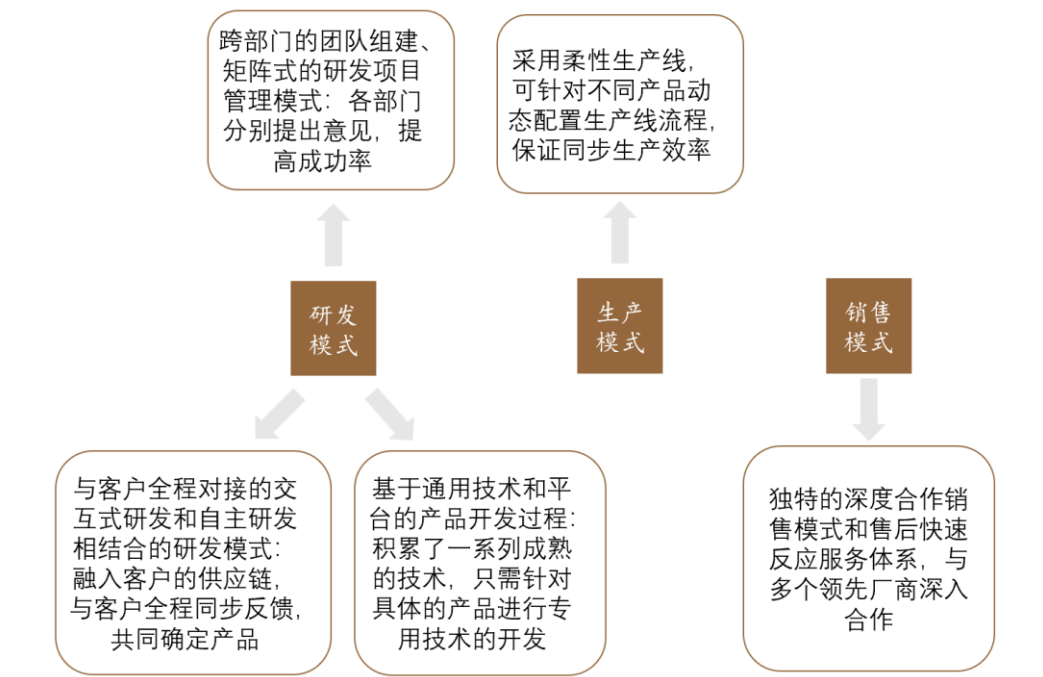
图 15: 铝、铜现货价格走势 (单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 德邦研究所

**主要经营模式互相协同发展。**(1) 研发模式: 以下游客户需求和行业发展趋势为导向, 在与客户的日常合作过程中融入客户的供应链, 深入客户的产品研发、试产、批量生产等全过程, 共同确认产品的方案; 同时前瞻性地把握行业技术发展趋势, 并通过跨部门组件联合开发团队, 更高效地研发。(2) 生产模式: 实行精益化生产, 拥有国际一流厂商认证的先进生产平台, 根据订单量安排产能, 采用柔性生产线, 针对不同产品的工艺特点动态配置生产线流程, 保证同步的生产效率。(3) 销售模式: 公司产品质量高、品类多, 通过交互式研发与客户行程深度合作销售模式, 具有较强的客户粘性, 同时注重售后快速反应服务体系, 提高客户满意度, 维系良好的客户资源。

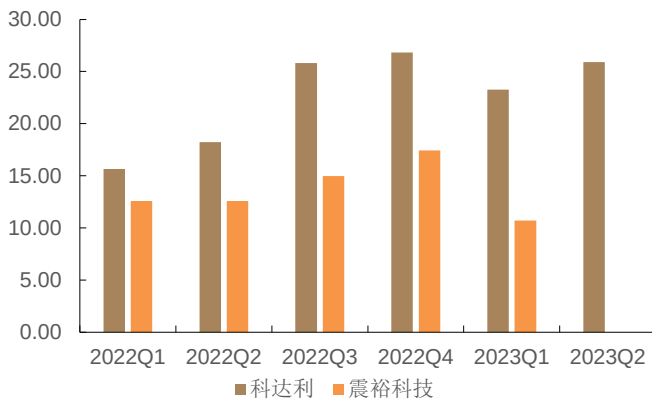
图 16: 公司经营模式



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

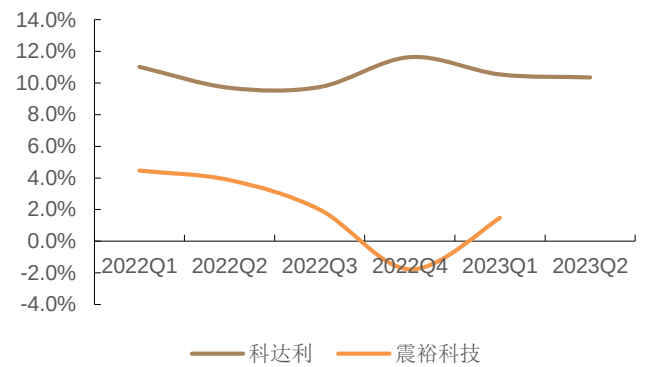
近年仍保持较高的市场份额和净利率。由于疫情导致市场消费力下降，叠加锂电池价格高，下游新能源行业增长不及预期，导致新增产能无法有效消化，因而固定成本分摊增加，毛利率水平受到一定影响，但科达利仍保持较高的市场份额，净利率维持在 11% 左右，与可比公司震裕科技存在明显的盈利差，这是因为科达利的成本控制较好，灵活应对变化。

图 17：科达利与震裕科技单季度营业收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 18：科达利与震裕科技净利率

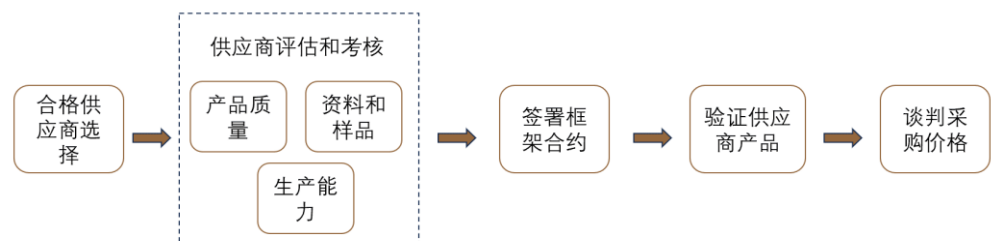


资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2.2. 壁垒：产业存在四大壁垒，公司保持高市占率

(1) 下游审核认证流程时间长。科达利坚持定位高端市场及大客户战略，在 2022 年与宁德时代签署了《战略合作协议》，约定在同等条件下，宁德时代优先选择公司作为供应商并保证份额不低于 40%。下游客户例如宁德时代对上游供应商的审核认证流程较长，通常需要 1-3 年时间，出于供应链与产品质量安全的考虑，双方合作相对稳定，新进入者较难获得客户。同时，客户在进行新产品开发时会优先考虑合作的供应商，省去供应商评估和考核阶段。因此，客户粘性较高，科达利如今拥有的优质客户资源是天然优势。

图 19：宁德时代对上游供应商的审核认证流程

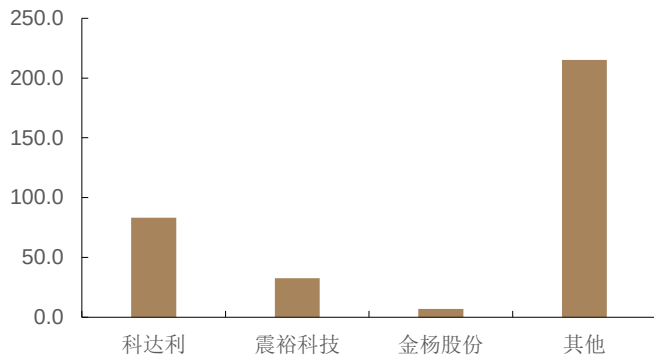


资料来源：宁德时代招股说明书，德邦研究所

(2) 科达利市场份额大，龙头优势显著。2022 年科达利的市场份额为 83.3 亿元，根据高工产研锂电研究所 (GGII) 数据显示，2022 年中国锂电池结构件市场规模同比增长 93.2%，达 338 亿元，根据 GGII 的数据测算科达利的市占率达 24.6%，其他可比公司只有不到 10%，科达利是绝对的龙头企业，且行业的市场规模处于

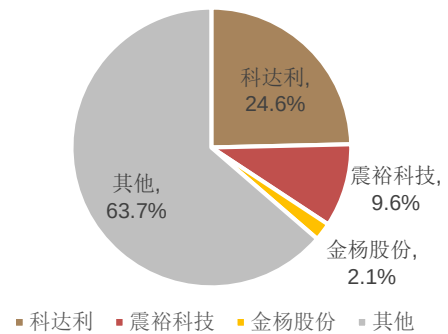
快速增长阶段，据 GGII 预计，到 2025 年我国结构件市场规模有望接近 800 亿元。

图 20：2022 年锂电池结构件公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：GGII, Wind, 德邦研究所

图 21：2022 年锂电池结构件公司市占率



资料来源：Wind, GGII, 德邦研究所测算

**(3) 生产资本投入大，投资回报期较长。**精密结构件项目购置设备多，固定资产投资量大，建设期为 1.5 年左右，税后投资回收期在 4-7 年，新进入者难以快速融资，形成较大规模的产能进行竞争，因此存在较大的资金壁垒。

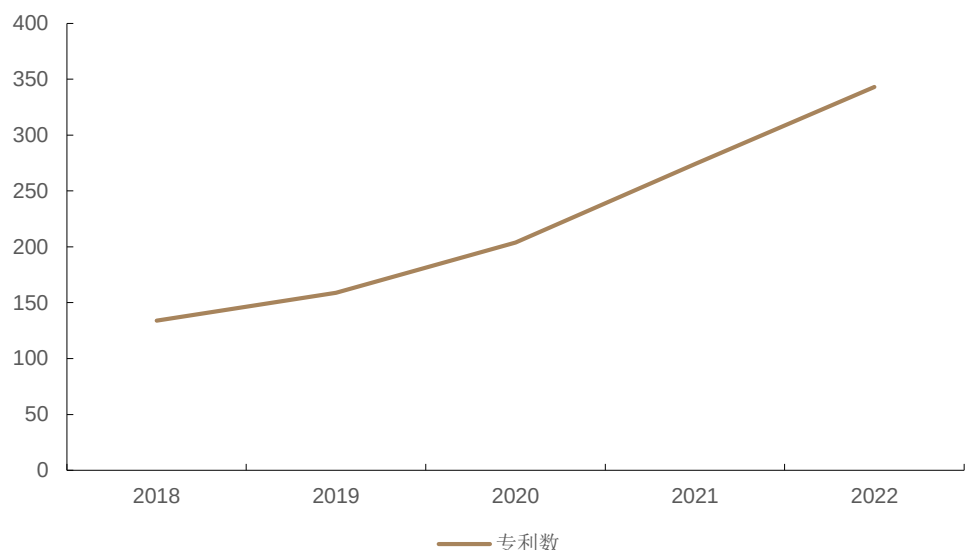
表 1：科达利项目

| 项目                  | 投资额 (万元)  | 税后投资回收期 (年) |
|---------------------|-----------|-------------|
| 惠州动力锂电池精密结构件项目      | 34,558.80 | 5.00        |
| 深圳动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 14,977.16 | 4.35        |
| 西安动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 10,377.18 | 4.21        |
| 上海动力锂电池精密结构件扩产和技改项目 | 9,964.16  | 4.16        |
| 新能源汽车结构件厂房及综合楼项目    | 21,051.90 | 6.88        |

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

**(4) 公司掌握核心技术，拥有多项专利。**公司在研发新项目的同时，加大了国内外专利的布局。近五年专利数不断提升，年复合增长率达到 26.5%。锂电池结构件行业对于稳定性、一致性等要求严格，客户更愿意与工业成熟、技术先进的企业合作。

图 22：公司专利数

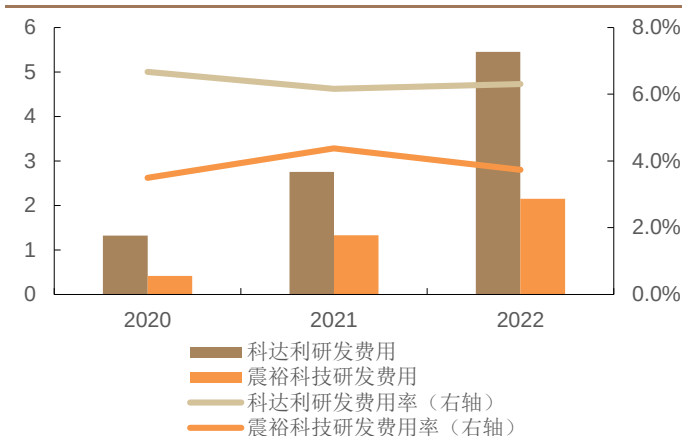


资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.3. 持续发展：研发投入与产能扩张并行

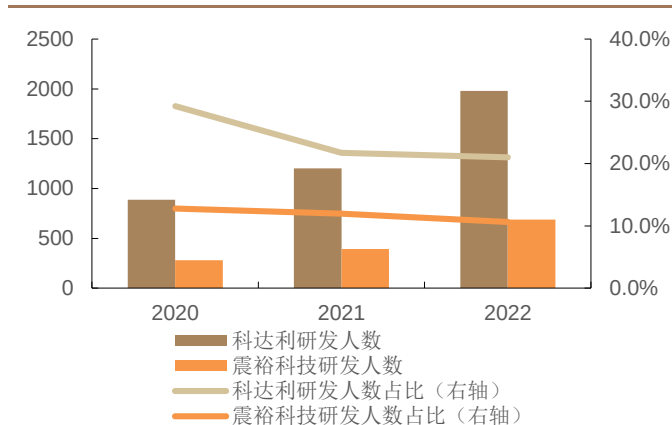
科达利保持较高的研发投入和人才吸引。虽然科达利在精密结构件领域早期布局，但它一直保持高研发投入。目前，我国模具制造业逐渐登上国际舞台，对生产企业专业化、标准化、研发能力、响应速度等提出更高的要求。相比于震裕科技，科达利在研发方面投入的量和比例较大，研发部门完全贴近市场，各部门同时参与和跟踪多个项目，提高研发资源利用率。

图 23：科达利和震裕科技的研发费用（单位：亿元）



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，德邦研究所

图 24：科达利和震裕科技的研发人员



资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，德邦研究所

公司针对市场需求，积极开展研发项目。积极布局薄壁铝壳，轻量化顶盖，加大 46 系研发以增强公司竞争力，大客户粘性，提高生产效率。

表 2：部分研发项目

| 主要研发项目名称                   | 项目目的                               | 项目进展                                      | 预计对公司未来发展的影响                                           |
|----------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 动力电池结构件轻量化的铝壳研发            | 开发薄壁的铝壳，达到电池结构件的轻量化                | 量产的是 0.5mm 壁厚，开发可以达到 0.25mm 壁厚的铝壳，已进入验证阶段 | 在保证产品强度的基础上，提升铝壳容量，实现电池结构件的轻量化，进一步提升公司产品的核心竞争力         |
| 动力电池结构件轻量化的顶盖研发            | 简化零件数量，降低加工成本，提高工艺良品率              | 目前技术开发基本成熟，进入验证阶段                         | 通过对电池盖板结构的优化，实现电池结构件的轻量化，进一步提升公司产品的核心竞争力               |
| 动力电池结构件安全化的铝壳研发            | 对原材料涂覆绝缘材料，在铝壳表面形成绝缘层，提升电池结构件的安全性  | 目前技术开发基本成熟，进入验证阶段                         | 提升电池结构件的安全性，进一步提升公司产品的核心竞争力                            |
| PACK 模组中的过大电流高绝缘性能的软连接母排总成 | 对电池结构件制造工艺的技术创新，提升产品品质             | 开发完成，已经逐步在优化工艺结构                          | 通过对电池结构件制造工艺的技术创新，提升产品品质，总体提升公司核心竞争力，稳固公司市场地位          |
| 动力电池结构件安全性的大钢壳 (Φ46) 研发    | 保证产品表面镀层的一致性，提高电池的安全性以使用寿命等        | 目前技术开发基本成熟，进入批量验证阶段，可实现批量生产               | 符合标准化生产模式，具有良好的发展前景，提升企业国际竞争力                          |
| 动力电池结构件 (Φ46) 系列自动组装线研发项目  | 提升产线自动化水平，转为工厂智能制造，降低人员工作强度，提升工作效率 | 目前技术开发基本成熟，进入试生产阶段                        | 提高生产效率，增强优质大客户粘性，缩短产品制造周期，为产品抢占市场提供时间保证，进一步提高公司在全球的竞争力 |

资料来源：2022 年公司年报，德邦研究所

科达利进行海内外布局，产能逐步释放。在世界汽车电动化的浪潮下，新能源汽车渗透率快速提升，带动动力电池的需求，全球动力电池厂商如 CATL、中创新航、LG、亿纬锂能等扩产进程加快。在国内，公司已在华东、华南、华中、东北、

西南、西北等锂电池行业重点区域布局了 13 个动力电池精密结构件生产基地；在海外，公司在匈牙利、德国、瑞典建厂，通过战略布局，及时服务周边客户，有效节约运输成本，逐渐释放产能。

表 3：公司产能情况

| 项目名称        | 项目进度 | 累计投入金额      | 预计产能      |
|-------------|------|-------------|-----------|
| 福建厂房一期工程    | 100% | 0.73 亿元     | /         |
| 江苏二期厂房工程    | 100% | 2.31 亿元     | 2.46 亿元   |
| 四川厂房工程      | 94%  | 2.10 亿元     | 1.72 亿元   |
| 福建二期厂房工程    | 90%  | 0.84 亿元     | 0.59 亿元   |
| 惠州三期工程      | 85%  | 0.70 亿元     | 0.48 亿元   |
| 惠州新兴产业园基建工程 | 68%  | 2.78 亿元     | 1.91 亿元   |
| 湖北厂房工程      | 55%  | 1.21 亿元     | 1.39 亿元   |
| 江门厂房工程      | 55%  | 0.11 亿元     | 1.03 亿元   |
| 江苏三期厂房工程    | 10%  | 0.12 亿元     | 1.80 亿元   |
| 匈牙利         | 量产   | 不超过 0.4 亿欧元 | 约 0.8 亿欧元 |
| 德国          | 试生产  | 不超过 0.6 亿欧元 | 约 1 亿欧元   |
| 瑞典          | 试生产  | 不超过 0.5 亿欧元 | 约 1.2 亿欧元 |

资料来源：2022 年公司年报，德邦研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

#### 3.1. 盈利预测

对公司2023-2025 年公司经营情况做出如下假设：

- 假设一：锂电池结构件：**锂电池结构件与头部电池厂达成战略合作，电池厂因新能源车市场景气度持续，市场仍在增长，同时，公司市占率领先全球，假设未来增速维持稳健态势，2023-2025 年实现营业收入分别为 129.07/187.15/243.29 亿元，同比增速为 55%/45%/30%。
- 假设二：汽车结构件：**汽车结构件业务体量较小，主要客户相对稳定，增速比较稳定，预计 2023-2025 年营业收入分别为 4.13/5.37/6.44 亿元，同比增速为 40%/30%/20%。
- 假设三： 总体：**2023-2025 年营业收入分别为 133.55/192.90/250.15 亿元。
- 假设四：费用：**2023-2025 年期间费用率整体呈稳中有降的趋势，分别 10.2%/10.0%/9.9%，通过规模化生产更好控制费用。

表 4：产品盈利预测

| 产品     | 指标        | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 锂电池结构件 | 营业收入 (亿元) | 43.22  | 83.27  | 129.07 | 187.15 | 243.29 |
|        | yoy       | 130%   | 93%    | 55%    | 45%    | 30%    |
|        | 毛利率       | 31.68  | 62.96  | 97.32  | 140.92 | 182.96 |
|        | 毛利润 (亿元)  | 26.70% | 24.39% | 24.60% | 24.70% | 24.80% |
| 汽车结构件  | 营业收入 (亿元) | 1.06   | 2.95   | 4.13   | 5.37   | 6.44   |
|        | yoy       | 28%    | 178%   | 40%    | 30%    | 20%    |
|        | 毛利率       | 1.01   | 2.71   | 3.80   | 4.92   | 5.90   |
|        | 毛利润 (亿元)  | 4.72%  | 8.14%  | 8.00%  | 8.30%  | 8.50%  |
| 其他结构件  | 营业收入 (亿元) | 0.31   | 0.23   | 0.25   | 0.27   | 0.29   |
|        | yoy       | 72%    | -26%   | 10%    | 8%     | 6%     |
|        | 毛利率       | 0.22   | 0.17   | 0.19   | 0.20   | 0.21   |
|        | 毛利润 (亿元)  | 29.03% | 26.09% | 26.00% | 26.20% | 26.50% |
| 其他业务   | 营业收入 (亿元) | 0.08   | 0.09   | 0.10   | 0.11   | 0.12   |
|        | yoy       | 33%    | 13%    | 10%    | 11%    | 12%    |
|        | 毛利率       | 0.03   | 0.05   | 0.05   | 0.06   | 0.07   |
|        | 毛利润 (亿元)  | 62.50% | 55.56% | 50.00% | 48.00% | 47.00% |
| 总体     | 营业收入 (亿元) | 44.67  | 86.54  | 133.55 | 192.90 | 250.15 |
|        | yoy       | 125%   | 94%    | 54%    | 44%    | 30%    |
|        | 毛利率       | 25.95% | 23.75% | 24.29% | 24.39% | 24.50% |
|        | 毛利润 (亿元)  | 11.59  | 20.55  | 32.43  | 47.05  | 61.30  |

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

### 3.2. 投资建议

根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)，公司属于制造业中的金属制品业 (代码 C33)，公司最主要业务为锂电池结构件，根据此选取震裕科技、长盈精密、斯莱克等作为可比公司。科达利 2022-2024 年营业收入分别为 86.54/133.55/192.90 亿元，归母净利润为 9.01/15.03/22.82 亿元，2022-2024 年对应 EPS 为 3.86/5.58/8.47 元，对应 PE 为 31x/21x/14x，行业 PE 为 142x/22x/13x，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

| 公司代码      | 公司简称 | 股价 (元) | EPS  |       |       | PE     |       |       |
|-----------|------|--------|------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |        | 2022 | 2023E | 2024E | 2022   | 2023E | 2024E |
| 300953.SZ | 震裕科技 | 58.22  | 1.01 | 2.37  | 3.92  | 81.97  | 24.55 | 14.85 |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 9.46   | 0.04 | 0.40  | 0.76  | 291.56 | 23.47 | 12.48 |
| 301210.SZ | 斯莱克  | 10.63  | 0.36 | 0.56  | 0.90  | 52.36  | 18.90 | 11.83 |
| 可比公司平均估值  |      |        |      |       |       | 141.96 | 22.31 | 13.05 |
| 002850.SZ | 科达利  | 116.96 | 3.86 | 5.58  | 8.47  | 30.78  | 20.97 | 13.81 |

资料来源：Wind，德邦研究所 (股价为 2023 年 08 月 24 日收盘价，数据除科达利外，其他采用为 Wind 一致预期)

## 4. 风险提示

原材料价格波动风险；行业政策波动风险；新能源汽车销量不及预期风险；产能释放不及预期风险；客户集中度较高风险。



## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元)    |       |       |       |       |
| 每股收益       | 3.86  | 5.58  | 8.47  | 11.26 |
| 每股净资产      | 24.44 | 40.12 | 48.59 | 59.85 |
| 每股经营现金流    | 1.87  | 5.24  | 12.12 | 14.99 |
| 每股股利       | 0.30  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 价值评估(倍)    |       |       |       |       |
| P/E        | 30.78 | 20.97 | 13.81 | 10.38 |
| P/B        | 4.86  | 2.92  | 2.41  | 1.95  |
| P/S        | 3.20  | 2.38  | 1.65  | 1.27  |
| EV/EBITDA  | 18.56 | 11.30 | 7.63  | 5.58  |
| 股息率%       | 0.3%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 盈利能力指标(%)  |       |       |       |       |
| 毛利率        | 23.9% | 24.3% | 24.4% | 24.5% |
| 净利润率       | 10.5% | 11.4% | 12.0% | 12.3% |
| 净资产收益率     | 15.7% | 13.9% | 17.4% | 18.8% |
| 资产回报率      | 6.4%  | 6.8%  | 8.1%  | 8.6%  |
| 投资回报率      | 10.8% | 10.8% | 13.5% | 14.7% |
| 盈利增长(%)    |       |       |       |       |
| 营业收入增长率    | 93.7% | 54.3% | 44.4% | 29.7% |
| EBIT 增长率   | 77.5% | 62.1% | 50.9% | 32.8% |
| 净利润增长率     | 66.4% | 66.7% | 51.8% | 33.0% |
| 偿债能力指标     |       |       |       |       |
| 资产负债率      | 58.9% | 50.6% | 53.2% | 53.6% |
| 流动比率       | 1.2   | 1.5   | 1.4   | 1.5   |
| 速动比率       | 0.9   | 1.3   | 1.2   | 1.2   |
| 现金比率       | 0.3   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 经营效率指标     |       |       |       |       |
| 应收帐款周转天数   | 91.3  | 99.9  | 102.9 | 106.4 |
| 存货周转天数     | 51.9  | 57.3  | 58.4  | 60.1  |
| 总资产周转率     | 0.8   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 固定资产周转率    | 2.3   | 2.3   | 2.7   | 3.0   |
|            |       |       |       |       |
|            |       |       |       |       |
| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润        | 9     | 15    | 23    | 30    |
| 少数股东损益     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出      | 5     | 9     | 11    | 14    |
| 非经营收益      | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 营运资金变动     | -11   | -12   | -4    | -7    |
| 经营活动现金流    | 4     | 14    | 33    | 40    |
| 资产         | -24   | -20   | -23   | -23   |
| 投资         | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流    | -21   | -20   | -23   | -23   |
| 债权募资       | 16    | 8     | 9     | 9     |
| 股权募资       | 16    | 36    | 0     | 0     |
| 其他         | -1    | -2    | -2    | -2    |
| 融资活动现金流    | 31    | 42    | 7     | 7     |
| 现金净流量      | 14    | 37    | 16    | 24    |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 08 月 24 日  
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 87    | 134   | 193   | 250   |
| 营业成本        | 66    | 101   | 146   | 189   |
| 毛利率%        | 23.9% | 24.3% | 24.4% | 24.5% |
| 营业税金及附加     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 营业税金率%      | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.4%  |
| 营业费用        | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 营业费用率%      | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  |
| 管理费用        | 2     | 3     | 5     | 6     |
| 管理费用率%      | 2.7%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 研发费用        | 5     | 8     | 12    | 15    |
| 研发费用率%      | 6.3%  | 6.2%  | 6.1%  | 6.0%  |
| EBIT        | 11    | 19    | 28    | 37    |
| 财务费用        | 1     | 1     | 2     | 3     |
| 财务费用率%      | 0.9%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%  |
| 资产减值损失      | -1    | 0     | -1    | -1    |
| 投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润        | 10    | 17    | 26    | 35    |
| 营业外收支       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 10    | 17    | 26    | 35    |
| EBITDA      | 16    | 27    | 38    | 50    |
| 所得税         | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 有效所得税率%     | 11.3% | 11.3% | 11.3% | 11.3% |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司所有者净利润 | 9     | 15    | 23    | 30    |

| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金       | 22    | 59    | 75    | 99    |
| 应收账款及应收票据  | 28    | 46    | 65    | 84    |
| 存货         | 12    | 20    | 28    | 35    |
| 其它流动资产     | 12    | 18    | 24    | 31    |
| 流动资产合计     | 75    | 143   | 191   | 249   |
| 长期股权投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产       | 50    | 65    | 78    | 88    |
| 在建工程       | 7     | 2     | 1     | 1     |
| 无形资产       | 4     | 5     | 6     | 7     |
| 非流动资产合计    | 67    | 79    | 92    | 103   |
| 资产总计       | 142   | 221   | 283   | 352   |
| 短期借款       | 18    | 26    | 34    | 43    |
| 应付票据及应付账款  | 43    | 61    | 90    | 117   |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其它流动负债     | 4     | 7     | 8     | 11    |
| 流动负债合计     | 65    | 94    | 132   | 170   |
| 长期借款       | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 其它长期负债     | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 非流动负债合计    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 负债总计       | 83    | 112   | 150   | 189   |
| 实收资本       | 2     | 3     | 3     | 3     |
| 普通股股东权益    | 57    | 108   | 131   | 161   |
| 少数股东权益     | 1     | 1     | 1     | 2     |
| 负债和所有者权益合计 | 142   | 221   | 283   | 352   |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019 年新财富入围、水晶球第三，2022 年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：                                                             | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；          | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|                                                                              |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|                                                                              |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|                                                                              |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                              |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                              |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。