

科达利(002850.SZ)/电新

证券研究报告/研究简报

2024年2月18日

评级：买入（首次）

市场价格：69.93元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

电话：

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

电话：

Email: zhubr@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

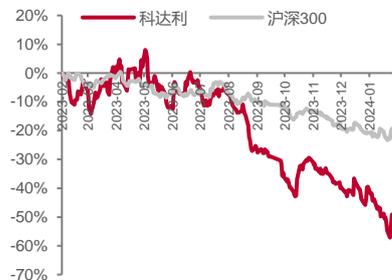
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,468	8,654	10,895	13,515	16,153
增长率 yoy%	125%	94%	26%	24%	20%
净利润(百万元)	542	901	1,160	1,423	1,714
增长率 yoy%	203%	66%	29%	23%	20%
每股收益(元)	2.01	3.34	4.30	5.28	6.35
每股现金流量	1.24	1.62	6.42	7.36	8.34
净资产收益率	12%	15%	17%	17%	17%
P/E	34.8	20.9	16.3	13.3	11.0
PEG	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
P/B	4.1	3.3	2.7	2.3	1.9

备注：股价为2024年2月8日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	270
流通股本(百万股)	159
市价(元)	69.93
市值(百万元)	18,865
流通市值(百万元)	11,084

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 全球结构件龙头企业，客户包含国内外主流电池厂。**公司产品主要分为锂电池精密结构件、汽车结构件两大类。公司凭借先进的技术水平、高品质的生产能力、高效的研发和供应体系，吸引了国内外动力电池优质客户。现已与 CATL、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、力神等国内领先厂商以及松下、LG、Northvolt、佛吉亚等国外知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。
- 预计全球锂电结构件需求维持较快增长。**我们测算得到 2023-2025 年全球锂电池需求分别为 1271、1624、2013 GWh，考虑到随着电芯成本下降和能量密度提升，以及下游需求放缓，行业面临竞争加剧的风险，预计单 GWh 对应结构件价值量每年小幅下滑 5-10%，对应 2023-2025 年全球锂电结构件市场规模分别为 531、645、759 亿元。
- 竞争格局一家独大，市场集中度较高。**根据高工锂电数据，在方形电池结构件领域，科达利市占率接近 40%，远超同行，其他厂家的市占率普遍在 10% 或以下。在圆柱电池结构件领域，科达利位列第三，市占率 10% 左右。由于在锂电池总需求中，方形占比 90% 左右，预计科达利在电池结构件的总体市占率仍接近 40%。
- 大圆柱电池结构件的技术壁垒高，科达利已经实现对客户的批量供应。**46 系列大圆柱电池相对于 2170 圆柱电池等来讲，电池容量及输出功率更高，对安全以及电流输出装置要求更为严格，需要的零件也更多，进而产品结构也更为复杂，制造工艺和制造难度更大。科达利在 2021 年开始布局大圆柱结构件的研发，根据公司披露的交流会信息，公司在 2022 年 2 月具备了 4680 结构件的生产能力，2022 年 10 月已经给客户批量配套供货。
- 盈利预测、估值及投资评级：**预计公司 2023-2025 年营收分别为 109.0、135.1、161.5 亿元，实现归母净利润分别为 11.6、14.2、17.1 亿元。按照 2024 年 2 月 8 日的收盘价，可比公司斯莱克、震裕科技、长盈精密 2024 年平均 PE 为 15 倍；预计科达利 2024 年归母净利润为 14.2 亿元，对应 PE 估值为 13 倍，低于行业平均水平。考虑公司在锂电结构件行业市占率领先且盈利能力稳定，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**结构件价格下降超预期、新建产能进度不及预期、行业规模测算偏差风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

内容目录

1、历史沿革及股权结构.....	- 3 -
2、营收结构及利润来源.....	- 4 -
3、锂电池关键组件之一，行业集中度较高.....	- 6 -
4、锂电结构件龙头，专利和产能布局领先.....	- 10 -
5、盈利预测与估值.....	- 14 -
6、风险提示.....	- 16 -

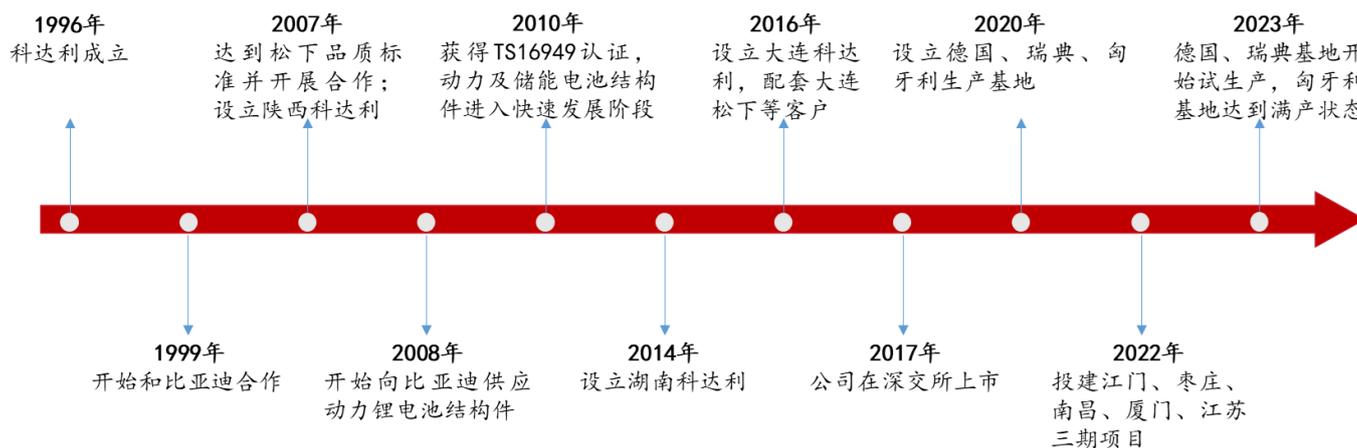
图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 3 -
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年三季度).....	- 4 -
图表 3: 公司历年营业收入变化.....	- 4 -
图表 4: 公司历年归母净利润.....	- 4 -
图表 5: 公司历年分业务营业收入结构.....	- 5 -
图表 6: 公司历年分业务毛利润结构.....	- 5 -
图表 7: 公司历年毛利率.....	- 5 -
图表 8: 公司历年净利率.....	- 5 -
图表 9: 公司历年研发费用及占营收的比例.....	- 6 -
图表 10: 公司历年期间费用率.....	- 6 -
图表 11: 锂离子电池内部结构.....	- 6 -
图表 12: 锂电池精密结构件产品.....	- 7 -
图表 13: 锂电池封装壳体示意图.....	- 7 -
图表 14: 锂电池盖板示意图.....	- 8 -
图表 15: 锂电池结构件市场空间测算.....	- 9 -
图表 16: 2022 年中国锂电结构件市场竞争格局.....	- 9 -
图表 17: 锂电池结构件产品结构情况.....	- 10 -
图表 18: 科达利专利技术功效分类.....	- 11 -
图表 19: 科达利专利价值度分布情况.....	- 11 -
图表 20: 特斯拉 4680 电池相比 21700 电池的性能提升.....	- 12 -
图表 21: 全球主流车企的大圆柱电池布局情况.....	- 12 -
图表 22: 全球主流电池厂的大圆柱产能布局情况.....	- 13 -
图表 23: 科达利锂电池结构件的产能布局情况.....	- 14 -
图表 24: 科达利业绩预测.....	- 15 -
图表 25: 科达利相对估值 (市值选取日期为 2024 年 2 月 8 日).....	- 15 -
图表 26: 三张报表摘要.....	- 17 -

1、历史沿革及股权结构

- 深耕结构件近三十载，拥有国内外优质大客户。科达利创立于 1996 年，于 2017 年 3 月在深交所中小板上市，产品主要分为锂电池精密结构件、汽车结构件两大类。公司凭借先进的技术水平、高品质的生产能力、高效的研发和供应体系，吸引了国内外动力电池优质客户。现已与 CATL、比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、力神等国内领先厂商以及松下、LG、Northvolt、佛吉亚等国外知名客户建立了长期稳定的战略合作关系。
- 公司总部设于深圳市龙华区，先后在上海、西安、惠州、江苏、大连、福建、德国、瑞典、匈牙利成立控股子公司。科达利在国内形成了在华东、华南、华北、东北、西北等锂电行业重点区域的生产基地布局；在海外在德国、瑞典、匈牙利等客户产地附近配套建设生产基地，有效辐射周边客户，稳定供应链合作关系。

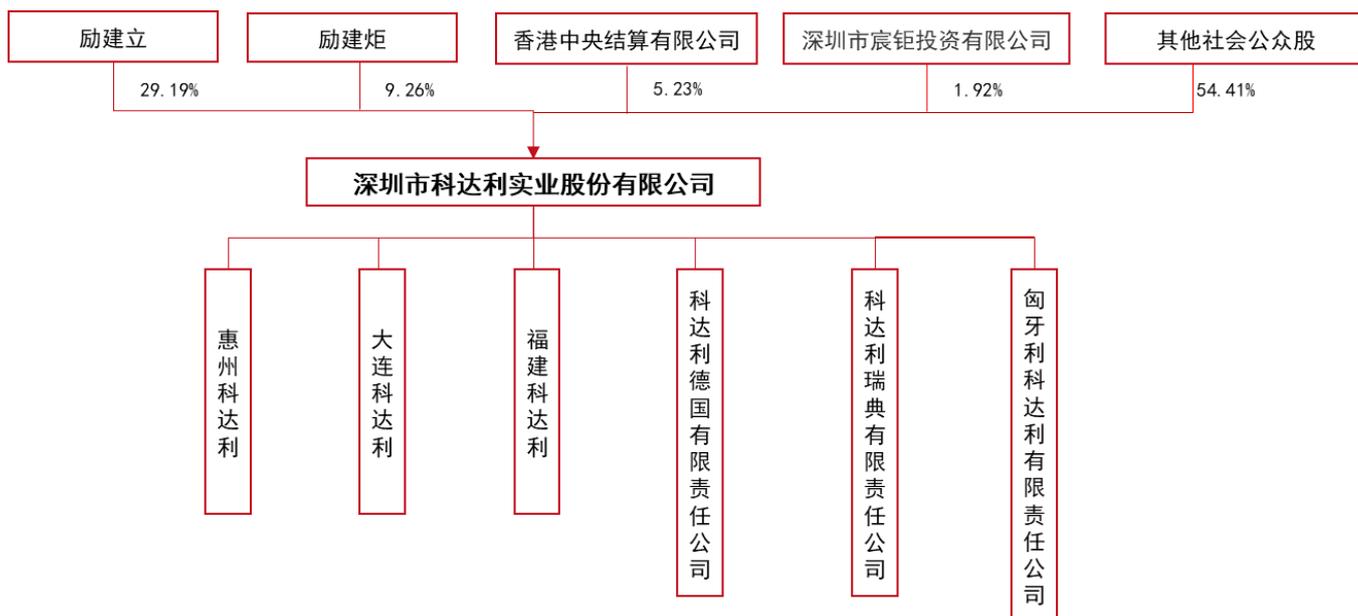
图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **董事长和总经理是实控人，子公司主业均是结构件。**截至 2023 年三季报，董事长励建立持股 29.2%，总经理励建炬持股 9.3%，二者共同为公司的实际控制人。香港中央结算有限公司持股 5.2%；其他股东的持股比例都在 5%以下。公司非常专注于主业，主要子公司的业务都是结构件的生产与销售。
- **高管团队产业经验丰富。**根据公司公告，董事长励建立、总经理励建炬从事动力电池精密结构件及汽车结构件业务均超过 25 年。公司核心团队大部分成员，都是从科达利创立初期就在公司服务，行业经验丰富，在产品研发、生产管理、品质控制、市场开拓等方面具备优势。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年三季度)

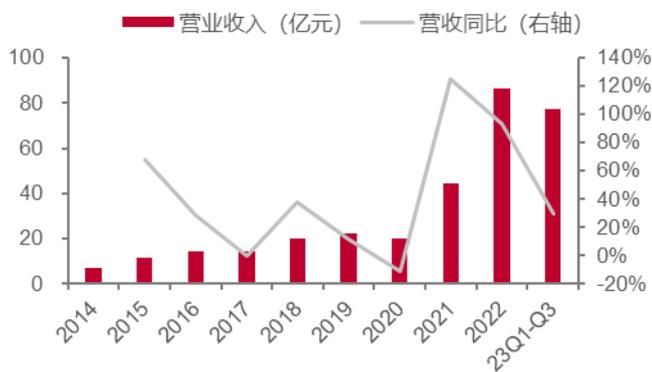


来源: wind, 中泰证券研究所

2、营收结构及利润来源

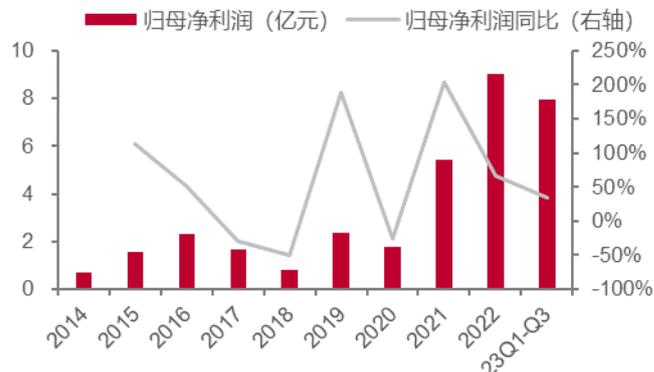
■ **2023Q1-Q3 公司业绩维持快速增长。**根据公司公告, 2022 年公司实现营收 86.5 亿元, 同比增长 93.7%; 归母净利润 9.0 亿元, 同比增长 66.4%; 扣非净利润 8.5 亿元, 同比增长 64.2%。除 2020 年受新冠疫情影响外, 2019、2021、2022 年公司归母净利润的同比增速均超过 50%。2023Q1-Q3 公司实现营收 77.7 亿元, 同比增长 30.1%; 实现归母净利润 8.0 亿元, 同比增长 34.0%; 实现扣非净利润 7.7 亿元, 同比增长 38.5%。

图表 3: 公司历年营业收入变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 公司历年归母净利润

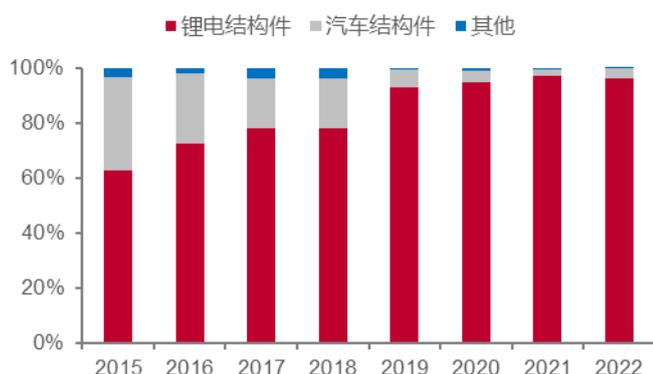


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ 盈利主要来源为锂电结构件业务。

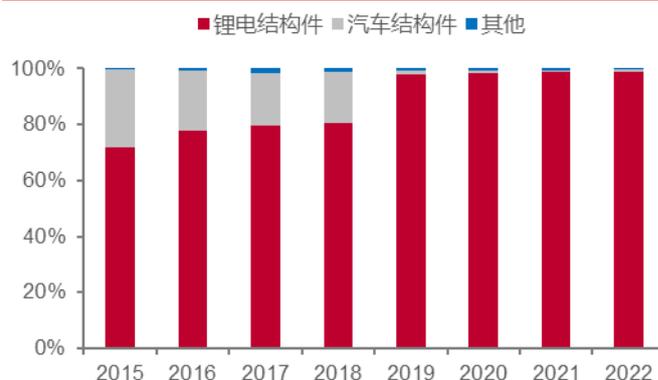
- 从主营收入构成看，2015 年公司锂电结构件收入占比约 62.6%，2016-2019 年占比快速提升，2021-2022 年占比均维持在 95%以上。
- 从毛利润构成看，2015 年公司锂电结构件毛利润占比约 71.7%，2016-2018 年占比小幅提升至 80%左右，2019-2022 年占比均维持在 95%以上。

图表 5：公司历年分业务营业收入结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：公司历年分业务毛利润结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从利润率看，2016-2018 年公司毛利率从 30.5%逐步下降至 20.2%，原因主要是，公司原材料是钢材、铝材、铜材、塑料等，且占营业成本比重重大，2017 年受原材料价格上涨影响，毛利率下滑。2018 年新能源汽车补贴持续退坡、锂电客户降本压力大，叠加公司产能持续扩张，运营成本增加，导致毛利率进一步下滑。2019-2021 年公司毛利率恢复到 25%以上，2022 年和 2023Q1-Q3 毛利率略有下滑，分别为 23.9%和 23.3%，预计主要原因是公司国内外产能大量建设和投产，导致运营成本短期增加较快。公司净利率同样在 2018 年到达低点 4.0%，2021-2023 年已经恢复至 10%以上。

图表 7：公司历年毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

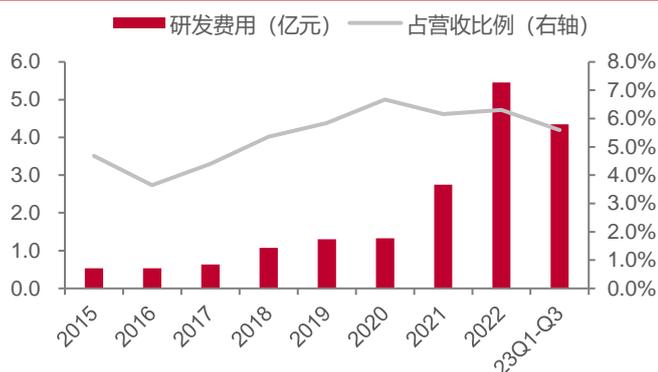
图表 8：公司历年净利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

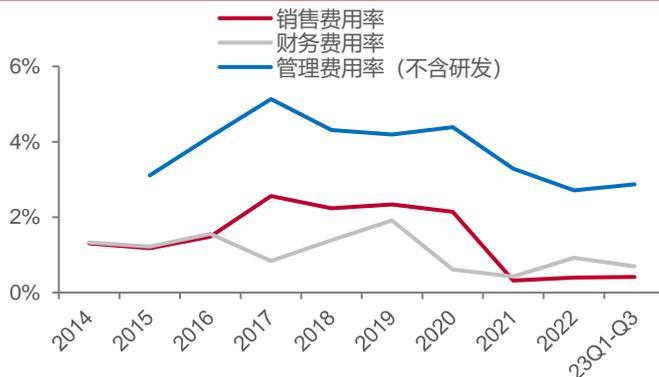
■ **研发投入持续加大，管理费用率趋势下行。**公司一直高度重视研发创新，2022 年研发费用 5.5 亿元，同比增长 98.1%；占营业收入的比例 6.3%，同比提升 0.1 个百分点。公司管理费用率近年来呈现下降趋势。2022 年管理费用率（不含研发）2.7%，同比下降 0.6 个百分点；销售费用率 0.4%，同比提升 0.1 个百分点；财务费用率 0.9%，同比提升 0.5 个百分点。

图表 9：公司历年研发费用及占营收的比例



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：公司历年期间费用率



来源：公司公告，中泰证券研究所

3、锂电池关键组件之一，行业集中度较高

■ **精密结构件是锂电池的关键组件之一，主要包括盖板和壳体两部分。**锂电池主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜及结构件五大部分组成，其中精密结构件主要起到传输能量、承载电解液、保障安全性、固定支承电池等作用。按下游应用，公司锂电池精密结构件主要以动力锂电池结构件为主，包括锂电池盖板和锂电池外壳，根据不同客户的要求，具体型号和规格有所差异。

图表 11：锂离子电池内部结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

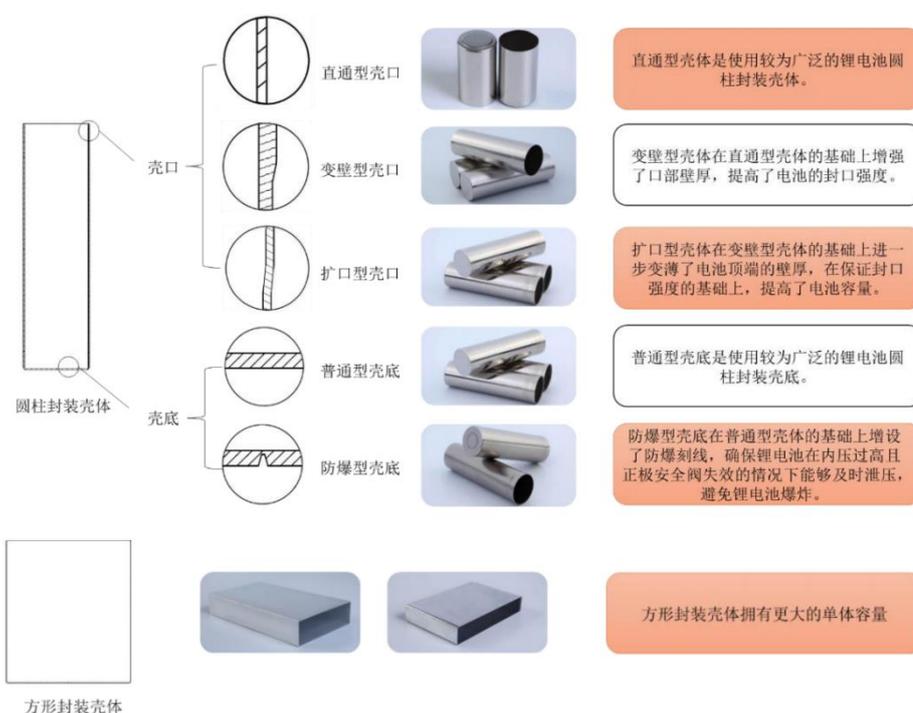
图表 12: 锂电池精密结构件产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **锂电池封装壳体是电芯内活性物质与外界全生命周期的屏障，从外形上可以分为圆柱和方形两种。**早期方形锂电池大多为钢壳，多用于手机电池，后由于钢壳重量比能量低，逐步被铝壳所替代。在圆柱锂电池当中，部分厂商以钢材作为电池外壳材质，因为钢材的物理稳定性、抗压力高于铝壳，并且通过设计结构优化，将安全装置放置在电池芯内部，使钢壳电池的安全性得到提升。

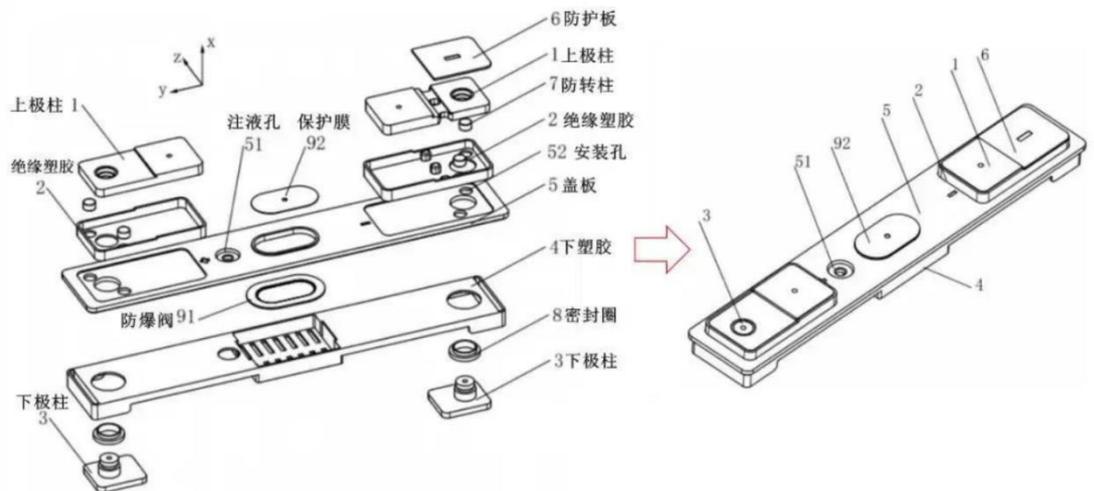
图表 13: 锂电池封装壳体示意图



来源：金杨股份招股说明书，中泰证券研究所

- **锂电池盖板通过与壳体激光焊接，起到固定裸电芯以及密封作用。**盖板的**核心组成部分**包括极柱、防爆片、翻转片等。
- 盖板极柱、转接片和电芯极耳焊接导通，保证电芯充放电电流导通的功能；在模组中，盖板极柱与汇流排激光焊接、螺栓连接，形成串/并联。
- 防爆片主要起到泄压的作用，当电池出现异常，内部气压增大至一定值，盖板防爆阀将开启进行泄压，降低爆炸风险。
- 翻转片主要起到熔断保护功能，当电池出现异常，内部气压增大至一定值，盖板翻转片向上顶起，与负极铆接块接触，使盖板正负极直接短路，同时铝连接片 Fuse 熔断，快速切断电流。

图表 14：锂电池盖板示意图



来源：普天达智能装备，中泰证券研究所

- **预计单 GWh 电池对应结构件的价值量小幅下降，但结构件市场总规模仍维持较快增长。**我们对锂电结构件市场空间进行测算，主要假设如下：
- **动力电池：**根据各国汽车工业协会公布的数据，我们预计 2023 年全球新能源汽车销量同比增长 32%；考虑到 2024 年欧洲和美国补贴减少、2025 年欧洲碳排放政策更加严格，我们预计 2024-2025 年全球销量增速分别为 21%、22%。考虑到电池技术进步带来能量密度提升，进而增加单车带电量，我们预计 2023-2025 年全球动力电池出货量为 929、1171、1454 GWh。
- **储能电池：**1) 根据 CNESA 统计，23 年国内新增装机 46.6GWh，23 年国内新增招标近 70GWh，我们预测 24 年国内新增装机达 70GWh 以上。2) 根据 Wookmac 预测，23 年美国储能新增装机超 20GWh，24 年接近 40GWh。根据 EESA 数据，23H1 美国户储装机 0.7GWh，预计全年 1.5-2GWh。综上，我们预测 23 年美国除户储外，储能新增装机 20GWh，24 年为 35GWh。3) 根据 EVTank 数据，除 22 年受电价上涨导致全球户储装机增速超 100%，19-21 年增速均在 40-60%，

我们预测 23 年户储装机增速回归 50%，24 年之后降至 30%以内。综合上，我们测算 23-25 年全球储能新增出货 189、293、390 GWh。

- **消费电池：**据起点研究预测，后续消费市场增速放缓但维持稳定增长，我们预计 23-25 年需求增速维持在 5%。
- **综上，**我们测算得到 **2023-2025 年全球锂电池需求分别为 1271、1624、2013 GWh**，考虑到随着电芯成本下降和能量密度提升，以及下游需求放缓，行业面临竞争加剧的风险，我们预计单 GWh 对应结构件价值量每年小幅下滑 5-10%，我们预计 **2023-2025 年全球锂电结构件市场规模分别为 531、645、759 亿元**。

图表 15：锂电池结构件市场空间测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球动力电池出货, GWh	392.0	690.0	929.1	1170.6	1454.1
YOY		76%	35%	26%	24%
全球储能电池出货, GWh	44.0	122.0	189.1	293.1	390.2
YOY		177%	55%	55%	33%
全球消费电池出货, GWh	126.4	145.7	153.0	160.6	168.7
YOY		15%	5%	5%	5%
全球锂电池出货, GWh	562.4	957.7	1271.2	1624.3	2012.9
YOY		70%	33%	28%	24%
平均1GWh锂电对应结构件价值, 亿元	0.45	0.45	0.42	0.40	0.38
全球锂电结构件市场规模增速		71%	22%	21%	18%
全球锂电结构件市场规模, 亿元	255.0	434.8	531.0	644.5	758.8

来源：SNE Research, 盖世汽车, 起点研究, 中泰证券研究所测算

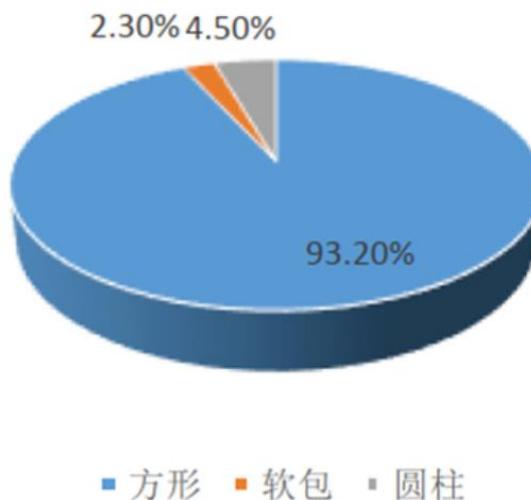
- **竞争格局一家独大，市场集中度较高。**根据高工锂电数据，2022 年在国内方形电池结构件领域，科达利市占率接近 40%，远超同行。在圆柱电池结构件领域，科达利位列第三。根据 ForeceInstitute 数据，2022 年中国电芯封装形式中，方形占比超 90%，则可测算得到科达利在电池结构件市场的总体市占率仍接近 40%。

图表 16：2022 年中国锂电结构件市场竞争格局



来源：高工锂电, 中泰证券研究所

图表 17: 2022 年国内电芯封装形式占比情况

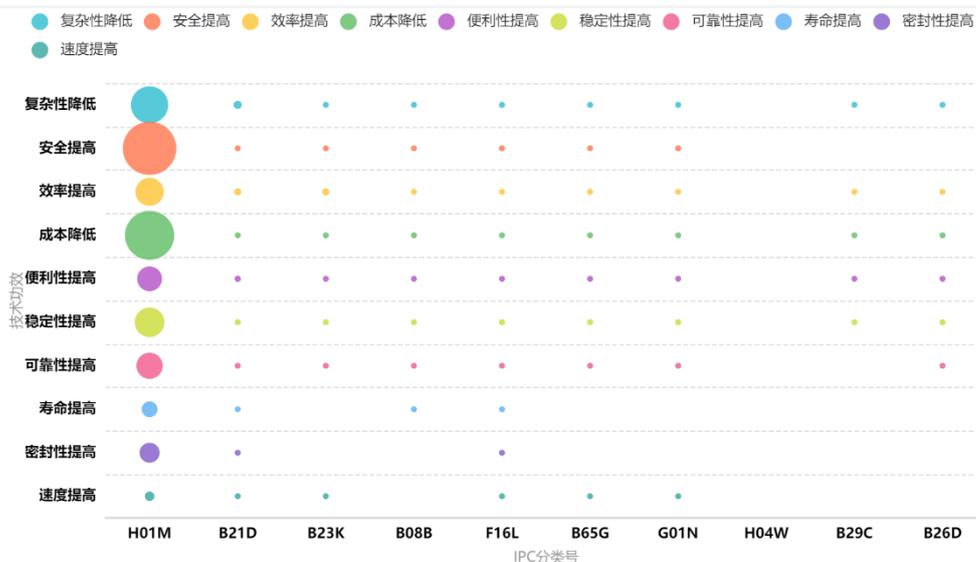


来源: ForeceInstitute, 中泰证券研究所

4、锂电结构件龙头，专利和产能布局领先

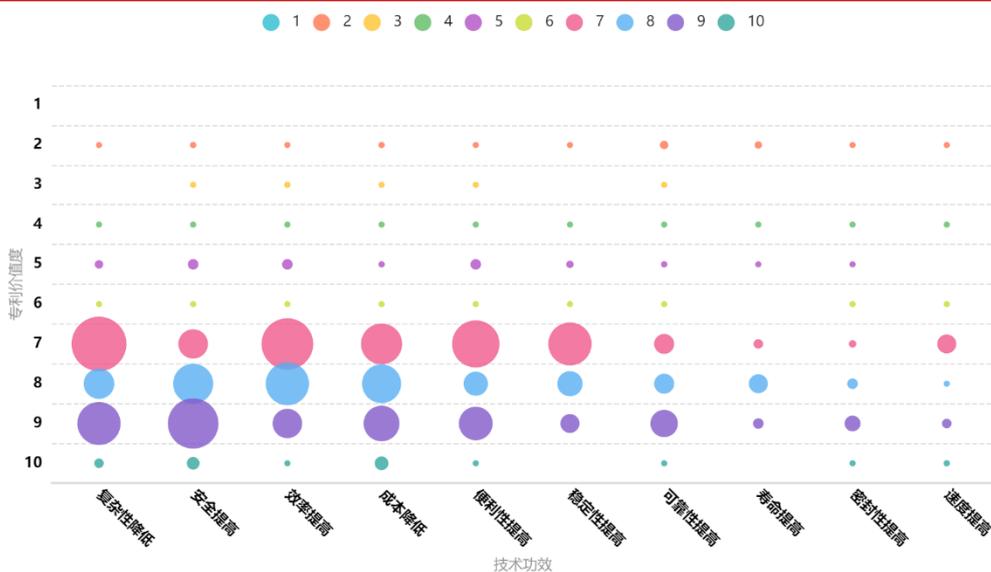
- 公司非常重视研发投入，重点针对提升动力电池精密结构件的可靠性、容量空间、高强度、稳定性、轻量化、安全性等方面，以及在动力电池精密结构件的生产工艺上持续优化。
- 根据科达利 2023 年半年报，截至 2023 年 6 月底，公司及子公司拥有专利 371 项，同比增加 78 项。专利总数中，发明专利 28 项，其中日本专利 3 项、韩国专利 3 项、台湾专利 2 项、美国专利 1 项；实用新型专利 341 项，其中德国专利 10 项、日本专利 6 项、匈牙利 9 项、法国 1 项。
- 根据 incopat 的统计，科达利现有专利在技术功效的排序上，位居前三名的依次为：提升安全性、降低成本、降低产品的复杂性。Incopat 也对专利的价值度进行了打分，最低分为 1，最高分为 10；科达利的专利价值度大多分布在 7-9 分之间，表明对产品某方面性能提升有较显著的作用。

图表 18: 科达利专利技术功效分类



来源: incopat, 中泰证券研究所

图表 19: 科达利专利价值度分布情况



来源: incopat, 中泰证券研究所

- **4680 是圆柱电池升级方向，具备高容量、低成本的优势。**特斯拉在 2020 年 9 月的电池日上发布 4680 大圆柱电池，4680 电池是指的是直径 46mm、高 80mm 的圆柱形电池。特斯拉 4680 电池采用大电芯+全极耳+干电池技术，主要优势在于容量高、生产成本低、功率提升。预计 4680 电池相比 21700 单颗电芯容量提升 5 倍，功率提升 6 倍，在整车层面实现 16% 的续航里程提升，成本降低 14%，在单 GWh 投资成本方面降低 7%。

图表 20: 特斯拉 4680 电池相比 21700 电池的性能提升



来源：特斯拉官网，中泰证券研究所

- 国内外多家主流车企表示，未来将发布搭载大圆柱电池的车型。除特斯拉外，宝马是另一家明确将大圆柱电池视为未来主要技术方向的车企。2022 年 9 月，宝马宣布将从 2025 年起率先在“新世代”车型中使用圆柱电芯，并与宁德时代、亿纬锂能、远景动力达成大圆柱电池采购合同，三家电池供应商将分别在中国、欧洲和北美建立电池工厂，为宝马集团供货。此外，蔚来、江淮、保时捷等多家整车厂也明确表示旗下车型会搭载 4680 大圆柱电池。

图表 21: 全球主流车企的大圆柱电池布局情况

部分整车厂大圆柱电池布局情况	
企业	布局
特斯拉	特斯拉已规划在美国加利福尼亚州、德克萨斯州、内华达州以及德国柏林的四个超级工厂自产4680 电池。按照此前计划，其4680 电池的年产量将在 2022 年达到 100GWh、在 2030 年达到 3TWh。
宝马	2022年9月9日，宝马宣布将从2025年起率先在“新世代”车型中使用全新的46系大圆柱电池并与供应商在中国、欧洲、北美自贸区各建立2家电池工厂，共6座工厂，每厂产能20GWh。
蔚来	蔚来汽车正在自研4680圆柱电池和磷酸锰铁钾电池，并计划量产这两种电池，供给蔚来旗下车型及子品牌阿尔奥斯使用。
江淮	CBAK能源科技宣布，已与江淮汽车签署了一项为期三年的联合产品开发战略协议，联合开发包括4680型号的圆柱形钾电池及电池组。目前江淮汽车正在进行基于46系列的全新平台规划。未来将开发4680/46105系列电芯，并实现整包CTP。
小鹏	研发并由请了大圆柱模组相关专利
Rimac	克罗地亚电动超跑制造商 Rimac 正在开发一种基于46系列电池的电池模组，目标是在 2023 年供应不少于4万电池组，到 2028 年达到不少于20万电池组。

来源：北极星电池网，中泰证券研究所

- 全球主流电池厂均有大圆柱产能布局，合计规划超 600GWh。除了特斯拉有自建 46 系列大圆柱电池的计划外，国内外头部电池厂宁德时代、亿纬锂能、国轩高科、远景动力、比克电池、LG、三星 SDI 等均规划了大圆柱电池产能，合计达 618GWh，其中我们预计 23 年底将会有 84GWh 的产能建成。
- 大圆柱电池结构件的技术壁垒高，科达利已经实现对客户的批量供应。46 系列大圆柱电池相对于 2170 圆柱电池等来讲，电池容量及输出功率更高，对安全以及电流输出装置要求更为严格，需要的零件也更多，进而产品结构也更为复杂，制造工艺和制造难度更大。科达利在 2021 年开始布局大圆柱结构件的研发，根据公司披露的交流会信息，公司在 2022 年 2 月具备了 4680 结构件的生产能力，2022 年 10 月已经给客户批量配套供货。

图表 22: 全球主流电池厂的大圆柱产能布局情况

公司	地址	规划产能, GWh	23年预期产能, GWh
特斯拉	加州弗雷蒙特	10	10
	内华达州	100	
	得克萨斯州	100	25
	德国柏林	100	
	合计	310	35
亿纬锂能	荆门	20	20
	成都	21	
	曲靖（大圆柱铁锂）	23	
	沈阳（预计）	20	
	德布勒森（预计）	30	
	合计	114	20
宁德时代	中国	20	
	欧洲	20	
	合计	40	0
远景动力	美国南卡罗来纳州	30	0
国轩高科	合肥	10	0
比克电池	常州	30	
	郑州	15	15
	合计	45	15
蔚来	合肥	40	0
松下	日本和歌山	10	5
三星SDI	马来西亚	10	0
LG	韩国忠清北道梧仓	9	9
全球主要电池厂合计		618	84

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- 大圆柱电池结构件的技术壁垒高，科达利已经实现对客户的批量供应。公司在国内的华东、华南、华中、东北、西南、西北等锂电行业重点区域都有锂电池结构件生产基地布局，在欧洲也有德国、瑞典、匈牙利三大基地。截至 2022 年底，公司在国内已投产的产值 90.6 亿元/年，在建及规划产值 178.7 亿元/年，合计产值 269.3 亿元/年。在欧洲，匈牙利基地已经在 2022 年投产，产值 0.8 亿欧元/年，另有德国和瑞典基地预计在 2023 年投产，二者合计产值 2.2 亿欧元/年。

图表 23: 科达利锂电池结构件的产能布局情况

产能项目		22年底产值, 亿元	规划新增产值, 亿元	合计产值, 亿元
IPO募投项目	惠州一期	35.0		35.0
	江苏一期	25.0		25.0
	大连项目	2.4	1.2	3.6
	小计	62.4	1.2	63.6
2020年定增项目	惠州二期	0.0	24.3	24.3
	惠州三期	0.0	4.9	4.9
	福建二期	0.0	6.1	6.1
	小计	0.0	35.3	35.3
可转债项目	四川项目	4.8	15.2	19.9
	江苏二期	0.0	20.0	20.0
	小计	4.8	35.2	39.9
2022年定增项目	江西项目	0.0	16.2	16.2
	湖北项目	0.0	18.1	18.1
	江苏二期	0.0	22.6	22.6
	江门项目	0.0	17.2	17.2
	小计	0.0	74.2	74.2
深圳基地项目	小计	0.0	33.0	33.0
公司原有产值	小计	23.4	0.0	23.4
科达利国内产能合计		90.6	178.7	269.3
海外项目	匈牙利基地	0.8亿欧元		0.8亿欧元
	德国基地	0.0	1亿欧元	1亿欧元
	瑞典基地	0.0	1.2亿欧元	1.2亿欧元
	小计	0.8亿欧元	2.2亿欧元	3亿欧元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

5、盈利预测与估值

■ 盈利预测的核心假设:

- **锂电池结构件预测:** 如前文所述, 我们预计 2023-2025 年全球锂电结构件市场规模分别为 531、645、759 亿元, 考虑到过去 3 年公司市占率均有 1-2 个百分点的提升, 我们保守预测 2023-2025 年公司市占率继续同比微增。毛利率方面, 参考 2023 年上半年水平, 以及考虑下游需求增速下滑带来的竞争加剧风险, 我们保守预计 2023-2025 年锂电结构件毛利率有小幅下滑。
- **汽车结构件预测:** 参考 2023 年上半年公司汽车结构件收入的同比增速, 考虑新能源汽车销量仍维持快速增长, 以及公司原有客户订单量增加, 我们预计 2023-2025 年汽车结构件收入增速为 80%、40%、30%, 毛利率稳定在 8%左右。
- **其他业务预测:** 公司其他收入是除锂电池和汽车领域之外, 其他金属结构件业务, 预计年收入维持小幅增长, 毛利率基本稳定。
- **费用率预测:** 考虑公司后续仍有较大产能扩张计划, 新产能投产有爬坡期, 以及会增加人工, 我们保守预计 2023-2025 年管理费用率有小幅提升, 分别为 2.8%、2.9%、2.9%; 预计销售费用率稳定在 0.4%; 参考 2023 年前三季度, 预计研发费用率维持在 5.6%左右。

- 预计公司 2023-2025 年营收分别为 109.0、135.1、161.5 亿元，实现归母净利润分别为 11.6、14.2、17.1 亿元。考虑公司在锂电结构件行业市占率领先且盈利能力稳定，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 24: 科达利业绩预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锂电池结构件收入, 百万元	1878.3	4322.3	8326.6	10354.5	12761.1	15176.0
YOY		130.1%	92.6%	24.4%	23.2%	18.9%
锂电池结构件毛利率	29.2%	26.7%	24.4%	24.0%	23.5%	23.0%
锂电池结构件毛利, 百万元	548.4	1153.9	2030.5	2485.1	2998.9	3490.5
汽车结构件收入, 百万元	82.8	106.0	294.6	530.2	742.3	965.0
YOY		28.0%	177.8%	80.0%	40.0%	30.0%
汽车结构件毛利率	5.7%	4.8%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
汽车结构件毛利, 百万元	4.7	5.1	23.1	42.4	59.4	77.2
其他业务收入, 百万元	5.8	8.0	9.3	10.2	11.3	12.4
YOY		39.3%	16.1%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务毛利率	41.8%	59.1%	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务毛利, 百万元	2.4	4.7	4.7	5.1	5.6	6.2
公司总体收入, 百万元	1985.1	4467.6	8653.5	10895.0	13514.7	16153.4
YOY		125.1%	93.7%	25.9%	24.0%	19.5%
公司总体毛利率	28.2%	26.3%	23.9%	23.2%	22.7%	22.1%
公司毛利润, 百万元	559.0	1172.7	2064.7	2532.6	3063.9	3573.9

来源: WIND, 中泰证券研究所测算

- 我们选择斯莱克、震裕科技、长盈精密作为科达利的可比公司，主要原因：1) 根据高工锂电报道，2021 年斯莱克的圆柱电池壳产线已经批量化试生产，近两年电池壳收入占比持续提升，已超过 40%。2) 震裕科技主营业务收入中，精密结构件占比超 85%，锂电池结构件占比超 50%，跟科达利的业务较类似。3) 长盈精密，根据公司公告，分别在宜宾、常州、宁德建设动力电池结构件产线，近 3 年公司新能源汽车零部件收入占比持续提升。
- 按照 2024 年 2 月 8 日的收盘价，可比公司斯莱克、震裕科技、长盈精密 2024 年平均 PE 为 15 倍。预计科达利 2024 年归母净利润为 14.2 亿元，对应 PE 估值为 13 倍，低于行业平均水平。

图表 25: 科达利相对估值 (市值选取日期为 2024 年 2 月 8 日)

证券简称	代码	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
斯莱克	300382.SZ	46.57	2.26	1.53	3.28	20.61	30.39	14.21
震裕科技	300953.SZ	41.11	1.04	1.14	2.87	39.67	36.06	14.33
长盈精密	300115.SZ	105.69	0.43	1.56	6.07	248.37	67.85	17.42
平均值						102.88	44.77	15.32
科达利	002850.SZ	188.65	9.01	11.60	14.23	20.93	16.26	13.26

来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 可比公司盈利预测为 WIND 一致预期

6、风险提示

- 结构件价格下跌超预期的风险，可能会影响公司的毛利率。
- 新能源汽车销量不及预期。新能源汽车是下游主要应用场景，若新能源汽车需求不及预期，将影响公司产品出货量。
- 市场竞争加剧。市场头部企业积极扩产，若其他企业扩产计划超预期，未来预计竞争有所加剧，产品价格有下行压力。
- 产能释放不及预期。公司规划扩产大，若项目扩产进度不及预期将影响未来公司销量。
- 行业规模测算偏差风险。
- 研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 26: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,242	3,268	4,054	4,919	营业收入	8,654	10,895	13,515	16,153
应收票据	2	2	3	3	营业成本	6,589	8,362	10,451	12,580
应收账款	2,839	3,492	4,230	5,010	税金及附加	43	54	67	80
预付账款	23	30	37	45	销售费用	34	43	54	64
存货	1,240	1,574	1,967	2,368	管理费用	235	300	385	468
合同资产	0	0	0	0	研发费用	545	610	757	905
其他流动资产	1,155	1,454	1,803	2,156	财务费用	80	60	35	19
流动资产合计	7,501	9,821	12,095	14,501	信用减值损失	-63	-63	-63	-63
其他长期投资	24	24	24	24	资产减值损失	-58	-100	-100	-40
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	5,016	4,932	4,917	4,963	投资收益	-32	-32	-32	-32
在建工程	662	762	762	662	其他收益	57	57	57	57
无形资产	408	501	584	660	营业利润	1,032	1,328	1,628	1,960
其他非流动资产	564	611	648	678	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	6,674	6,830	6,936	6,988	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	14,174	16,651	19,031	21,488	利润总额	1,029	1,325	1,625	1,957
短期借款	1,816	1,777	1,177	335	所得税	116	150	183	221
应付票据	1,993	2,530	3,161	3,805	净利润	913	1,175	1,442	1,736
应付账款	2,290	2,907	3,632	4,372	少数股东损益	12	15	19	22
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	901	1,160	1,423	1,714
合同负债	6	7	9	10	NOPLAT	984	1,228	1,473	1,753
其他应付款	9	9	9	9	EPS (按最新股本摊薄)	3.34	4.30	5.28	6.35
一年内到期的非流动负债	121	121	121	121					
其他流动负债	284	321	369	416	主要财务比率				
流动负债合计	6,519	7,671	8,479	9,069	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	258	436	613	791	成长能力				
应付债券	1,299	1,299	1,299	1,299	营业收入增长率	93.7%	25.9%	24.0%	19.5%
其他非流动负债	270	270	270	270	EBIT增长率	78.8%	24.8%	19.9%	19.0%
非流动负债合计	1,827	2,005	2,183	2,361	归母公司净利润增长率	66.4%	28.7%	22.7%	20.4%
负债合计	8,347	9,676	10,661	11,430	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,730	6,862	8,238	9,905	毛利率	23.9%	23.2%	22.7%	22.1%
少数股东权益	98	113	131	154	净利率	10.5%	10.8%	10.7%	10.7%
所有者权益合计	5,828	6,975	8,370	10,059	ROE	15.5%	16.6%	17.0%	17.0%
负债和股东权益	14,174	16,651	19,031	21,488	ROIC	12.3%	13.4%	14.7%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率	58.9%	58.1%	56.0%	53.2%
					债务权益比	64.6%	56.0%	41.6%	28.0%
					流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
					速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
					应收账款周转天数	91	105	103	103
					应付账款周转天数	91	112	113	115
					存货周转天数	52	61	61	62
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.34	4.30	5.28	6.35
					每股经营现金流	1.62	6.42	7.37	8.35
					每股净资产	21.24	25.44	30.54	36.72
					估值比率				
					P/E	21	16	13	11
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	140	110	96	83

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。