

## 震裕科技 (300953.SZ)

强烈推荐-A (维持)

### 一季报符合预期, Q2 盈利能力有望修复

公司公告: 2022 年 Q1 实现收入、归上净利润、扣非净利润 12.57、0.56、0.53 亿元, 同比增长 145.5%、35.52%、28.89%。环比增长 14.3%、17%、9%, 符合预期。

- **业绩符合预期。**公司 22Q1 毛利率约 13.88%, 环比下滑 2 个百分点, 主要系 Q1 铝价上行, Q1 均价约 2.2 万元/吨, 环比上涨约 10%。但公司 Q1 净利率约 4.46%, 环比保持稳定主要系规模效应带来的四费成本的摊薄。同时公司 Q1 计提资产减值约 1177 万元, 主要系存货规模增加, 相应的跌价损失增加所致, 公司 21 年底、Q1 存货分别约 6.2、7.6 亿元。
- **结构件业务快速增长, 盈利能力有望修复。**2021 年年底开始, 公司大客户定价结合上季度材料价联动, 预计今年 Q2 之后受材料涨价影响会减弱。电池结构件业务资产重, 人工和制造费用占比较高, 公司在快速扩张中, 规模效应未充分发挥, 良率还有较大提升空间, 预计随着在建产能和人员充分发挥效益, 公司结构件盈利水平可能有显著改善。
- **开始加速产能扩张。**2021 年公司电机铁芯业务营收 7.16 亿元 (188%YoY), 毛利率从 2016 的 9% 上升到 2021 年 18.8%。预计 22Q1 公司电机铁芯毛利率约 19%, 环比继续增长, 主要系 Q1 硅钢价格环比下滑 6%。公司电机铁芯有较好的节能、静音性能, 近几年业务逐步聚焦到新能源车驱动电机的铁芯市场, 已成为比亚迪系、汇川系、联合汽车电子系供应商, 并成为海外电车标杆企业的重要供应商。在电动车市场公司铁芯收入规模与盈利能力均领先。
- **投资建议:** 公司在电机铁芯、电池结构件业务均取得突破, 目前正在快速扩张阶段, 下游客户需求也比较确定, 预计公司有望保持高成长。随着定价模式优化、规模效应发挥, 公司盈利能力也将有所好转。看好公司成长潜力, 预计 2022、2023 年归上净利润约 3.3、6 亿元。维持“强烈推荐-A”, 调整目标价 120-130 元。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、产品价格持续下降、产能扩张不及预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1193	3034	5565	8271	11148
同比增长	59%	154%	83%	49%	35%
营业利润(百万元)	154	184	371	677	1012
同比增长	76%	19%	102%	83%	49%
归母净利润(百万元)	130	170	332	608	910
同比增长	68%	31%	95%	83%	50%
每股收益(元)	1.40	1.83	3.57	6.53	9.77
PE	70.0	53.6	27.4	15.0	10.0
PB	12.4	6.1	3.5	2.9	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/机械  
目标估值: 120.00 - 130.00 元  
当前股价: 97.93 元

#### 基础数据

总股本(万股)	9308
已上市流通股(万)	4558
总市值(亿元)	91
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	16.6
ROE(TTM)	12.0
资产负债率	68.7%
主要股东	蒋震林
主要股东持股比例	31.52%

#### 股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《震裕科技 (300953) 一电池结构件与电机铁芯齐头并进, 有望保持强劲增长》2022-04-06

游家训 S1090515050001  
youjx@cmschina.com.cn  
刘荣 S1090511040001  
liur@cmschina.com.cn  
刘珺涵 S1090519040004  
liujunhan@cmschina.com.cn  
吴洋 研究助理  
wuyang2@cmschina.com.cn

表 1: 年度业绩摘要

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021Q1	2022Q1	同比变化
营业收入	597.17	749.53	1192.78	3034.12	511.98	1256.91	145.50
营业成本	423.01	549.77	887.59	2488.09	393.75	1082.45	174.90
毛利润	174.16	199.76	305.19	546.03	118.23	174.46	47.56
销售税金	3.83	3.69	4.45	8.31	0.89	1.56	75.10
毛利润 (扣除销售税金)	170.33	196.07	300.75	537.72	117.33	172.90	47.35
销售费用	14.32	16.81	10.98	19.07	6.09	5.31	-12.86
管理费用	33.70	50.01	65.83	137.32	30.66	34.29	11.83
研发费用	20.55	25.52	41.72	132.81	23.13	44.01	90.28
经营利润	101.76	103.73	182.22	248.53	57.45	89.29	55.42
资产和信用减值损失	(26.95)	-6.88	-13.76	-39.96	-0.48	-19.37	3927.65
财务费用	10.83	12.69	18.60	31.46	7.02	18.97	170.15
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.30	0.00	0.14	
资产处置收益	(0.64)	0.00	-0.46	-1.80	0.00	0.04	
公允价值变动净收益							
其他收益	1.89	3.40	4.56	8.12	1.30	3.45	166.55
营业外收入	0.07	0.10	0.04	0.07	0.05	0.02	-52.67
营业外支出	0.33	0.60	1.00	1.66	1.12	0.44	-60.82
利润总额	64.96	87.06	153.00	182.12	50.17	54.17	7.96
所得税	9.79	9.61	22.74	11.92	8.78	-1.93	-122.00
税后净利润	55.17	77.46	130.26	170.20	41.39	56.10	35.52
少数股东损益							
归母净利润	55.17	77.46	130.26	170.20	41.39	56.10	35.52
非经常性损益	0.17	2.43	3.07	4.22	-0.02	2.72	-11767.38
扣非归母净利润	55.00	75.03	127.20	165.98	41.42	53.38	28.89
%							百分点变化
毛利率	29.16	26.65	25.59	18.00	23.09	13.88	-9.21
销售费用率	2.40	2.24	0.92	0.63	1.19	0.42	-0.77
管理费用率	5.64	6.67	5.52	4.53	5.99	2.73	-3.26
研发费用率	3.44	3.40	3.50	4.38	4.52	3.50	-1.02
财务费用率	1.81	1.69	1.56	1.04	1.37	1.51	0.14
经营利润率	17.04	13.84	15.28	8.19	11.22	7.10	-4.12
所得税率	15.07	11.03	14.86	6.56	17.50	-3.57	-21.07
净利率	9.24	10.33	10.92	5.61	8.08	4.46	-3.62
扣非净利率	9.21	10.01	10.66	5.47	8.09	4.25	-3.84

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q1 同比 (%)	22Q1 环比 (%)
营业收入	489.15	511.98	576.20	846.23	1099.71	1256.91	145.50	14.29
营业成本	367.14	393.75	453.97	715.42	924.94	1082.45	174.90	17.03
毛利润	122.01	118.23	122.22	130.81	174.77	174.46	47.56	-0.18
销售费用	-1.10	6.09	3.19	4.45	5.33	5.31	-12.86	-0.45
管理费用	24.77	30.66	33.57	34.87	38.22	34.29	11.83	-10.28
研发费用	16.12	23.13	35.94	30.71	43.03	44.01	90.28	2.29
财务费用	6.48	7.02	7.58	6.92	9.94	18.97	170.15	90.81
所得税	14.34	8.78	-4.52	1.16	6.50	-1.93	-122.00	-129.70
归母净利润	62.40	41.39	31.61	44.61	52.60	56.10	35.52	6.66
非经常性损益	3.07	-0.02	-0.47	1.04	3.67	2.72	-11767.38	-25.91
扣非归母净利润	59.33	41.42	32.07	43.57	48.93	53.38	28.89	9.10

百万元	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q1 同比 (%)	22Q1 环比 (%)
%							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	24.94	23.09	21.21	15.46	15.89	13.88	-9.21	-2.01
销售费用率	-0.22	1.19	0.55	0.53	0.48	0.42	-0.77	-0.06
管理费用率	5.06	5.99	5.83	4.12	3.48	2.73	-3.26	-0.75
研发费用率	3.29	4.52	6.24	3.63	3.91	3.50	-1.02	-0.41
财务费用率	1.33	1.37	1.32	0.82	0.90	1.51	0.14	0.61
所得税率	18.68	17.50	-16.67	2.53	11.06	-3.57	-21.07	-14.63
净利率	12.76	8.08	5.49	5.27	4.78	4.46	-3.62	-0.32
扣非净利率	12.13	8.09	5.57	5.15	4.45	4.25	-3.84	-0.20

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 现金流情况

%	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1	百分点变化 (%)
赊销比	55.40	53.42	32.80	37.78	24.86	73.21	75.21	2.00
存货营收比	33.32	21.89	21.49	18.09	20.50	64.77	60.47	-4.29
销售商品、劳务获现金/营收	74.17	63.85	68.55	42.58	50.01	49.18	71.42	22.23
经营现金流净额/税后净利润	-71.14	57.74	0.64	-60.86	-185.48	-87.43	-213.02	-125.59

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 负债情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1	同比变化 (%)
负债率%	49.79	55.74	50.17	61.59	64.60	51.45	68.66	33.44
短期借款 (百万元)	131.50	187.36	311.93	517.44	721.18	616.20	1,262.28	104.85
一年内到期的非流动负债 (百万元)	17.50	25.00			102.90		28.19	
长期借款 (百万元)	25.00				236.53		289.00	
应付债券 (百万元)								
长期应付款 (百万元)								
在手现金 (百万元)	27.74	32.39	94.39	64.30	380.46	689.30	581.38	-15.66

资料来源：公司公告，招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1	同比变化 (%)
固定资产	244.41	272.59	342.22	578.38	788.89	547.75	836.58	52.73
在建工程	46.09	17.95	174.44	96.69	538.20	188.06	683.06	263.21

资料来源：公司公告，招商证券

表 6: 资产回报率情况

%	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1	2022Q1	百分点变化 (%)
ROE	6.41	15.62	14.21	19.50	13.53	5.49	3.70	-1.79
ROA	3.34	7.33	7.48	8.35	5.57	1.73	1.23	-0.50
ROIC	6.07	11.81	11.74	13.39	10.37	2.89	2.55	-0.34

资料来源：公司公告，招商证券

## 盈利预测

表 7: 收入拆分及盈利预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
模具	收入 (百万元)	265.4	224.3	246.8	259.1	272.0
	YOY	2.2%	-15.5%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	51.4	53.5	53.0	53.0	53.0
锂电结构件	收入 (百万元)	571.2	1,654.4	3,639.7	5,823.5	8,152.9
	YOY	163.5%	189.6%	120.0%	60.0%	40.0%
	毛利率 (%)	22.0	17.5	20.5	22.3	23.0
电机铁芯	收入 (百万元)	247.9	715.6	1,216.4	1,703.0	2,213.9
	YOY	19.9%	188.6%	70.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	17.2	18.7	19.0	19.0	19.0
其他	收入 (百万元)	108.2	439.9	461.8	484.9	509.2
	YOY	63.6%	306.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0
合计	收入 (百万元)	1,192.8	3,034.1	5,564.7	8,270.5	11,148.0
	YOY	59.1%	154.4%	83.4%	48.6%	34.8%
	毛利率 (%)	26%	18%	20%	21%	22%

资料来源: 公司公告、招商证券

### 风险提示

- 1、**下游需求不及预期：**如果受到原材料价格大幅波动、产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素影响，可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。
- 2、**产品价格持续下降：**动力电池作为新能源汽车核心部件之一，也不断吸引新进入者通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式参与竞争，同时现有动力电池及其材料企业亦纷纷扩充产能，市场竞争日益激烈，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩，导致产品价格持续下降。
- 2、**公司产能扩张不及预期：**公司披露的扩产规模较大，可能出现产能建设及爬坡不急预期的情况，影响公司业绩。

图 1：震裕科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：震裕科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

### 参考报告：

- 1、深度报告：电池结构件与电机铁芯齐头并进，有望保持强劲增长，20220406

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1133	2556	4722	6792	8871
现金	64	380	630	756	763
交易性投资	0	11	11	11	11
应收票据	44	82	151	224	302
应收款项	406	672	1197	1779	2398
其它应收款	3	6	11	17	23
存货	216	622	1099	1606	2148
其他	400	781	1623	2399	3225
<b>非流动资产</b>	776	1646	2414	2701	2955
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	578	789	1578	1882	2151
无形资产商誉	21	102	91	82	74
其他	177	756	745	737	730
<b>资产总计</b>	<b>1909</b>	<b>4202</b>	<b>7136</b>	<b>9493</b>	<b>11826</b>
<b>流动负债</b>	1157	2426	4275	6090	7635
短期借款	517	721	1401	1948	2130
应付账款	563	1458	2608	3811	5098
预收账款	14	27	49	72	96
其他	63	220	217	259	310
<b>长期负债</b>	19	289	289	289	289
长期借款	0	237	237	237	237
其他	19	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>1176</b>	<b>2715</b>	<b>4564</b>	<b>6379</b>	<b>7924</b>
股本	70	93	103	103	103
资本公积金	296	870	1660	1660	1660
留存收益	367	525	810	1352	2140
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	733	1487	2573	3114	3902
<b>负债及权益合计</b>	<b>1909</b>	<b>4202</b>	<b>7136</b>	<b>9493</b>	<b>11826</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(79)	(316)	(149)	198	498
净利润	130	170	332	608	910
折旧摊销	65	101	115	207	240
财务费用	18	31	40	60	60
投资收益	0	(0)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(295)	(607)	(667)	(699)	(735)
其它	2	(11)	38	30	31
<b>投资活动现金流</b>	(132)	(446)	(892)	(492)	(492)
资本支出	(136)	(437)	(900)	(500)	(500)
其他投资	3	(9)	8	8	8
<b>筹资活动现金流</b>	172	950	1290	420	1
借款变动	187	366	577	546	182
普通股增加	0	23	10	0	0
资本公积增加	0	574	790	0	0
股利分配	(3)	(14)	(47)	(66)	(122)
其他	(12)	1	(40)	(60)	(60)
<b>现金净增加额</b>	<b>(40)</b>	<b>188</b>	<b>250</b>	<b>126</b>	<b>7</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1193	3034	5565	8271	11148
营业成本	888	2488	4452	6506	8703
营业税金及附加	4	8	15	23	31
营业费用	11	19	43	64	86
管理费用	66	137	311	462	623
研发费用	42	133	299	445	599
财务费用	19	31	40	60	60
资产减值损失	(14)	(42)	(42)	(42)	(42)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	5	8	8	8	8
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	154	184	371	677	1012
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	153	182	369	676	1011
所得税	23	12	37	68	101
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	130	170	332	608	910

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	59%	154%	83%	49%	35%
营业利润	76%	19%	102%	83%	49%
归母净利润	68%	31%	95%	83%	50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.6%	18.0%	20.0%	21.3%	21.9%
净利率	10.9%	5.6%	6.0%	7.4%	8.2%
ROE	19.5%	15.3%	16.4%	21.4%	25.9%
ROIC	13.6%	10.6%	10.9%	14.0%	16.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.6%	64.6%	64.0%	67.2%	67.0%
净负债比率	27.1%	25.2%	23.0%	23.0%	20.0%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	4.7	5.9	5.2	4.8	4.6
应收账款周转率	3.4	5.0	5.3	4.9	4.7
应付账款周转率	2.2	2.5	2.2	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.40	1.83	3.57	6.53	9.77
每股经营净现	-0.85	-3.39	-1.60	2.12	5.35
每股净资产	7.88	15.98	27.64	33.46	41.92
每股股利	0.15	0.50	0.71	1.31	1.95
<b>估值比率</b>					
PE	70.0	53.6	27.4	15.0	10.0
PB	12.4	6.1	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	62.6	47.1	26.6	14.8	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商电新团队：

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

### 招商机械团队：

7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。