

震裕科技 (300953.SZ)

Q2 业绩符合预期，盈利有望持续修复

公司公告：2022年H1实现收入、归上净利润、扣非净利润25.14、1.05、0.98亿元，同比增长131%、43.3%、33%。其中Q2实现收入、归上净利润、扣非净利润12.57、0.49、0.44亿元，环比持平、降低13.5%、降低17%。

- **业绩符合预期。**Q2净利润环比下滑主要系，公司Q2股权激励费用约1200万元，若加回，Q2归母净利润约6100万元，环比增长8%，归母净利率约4.8%，环比上涨约1个百分点。此外Q2受到疫情影响，公司产能利用率有所下滑，规模效应未充分发挥，但铝价下滑对毛利率有一定正向贡献，公司Q2毛利率约14.11，环比略有上涨。
- **结构件业务分析。**21H1，公司结构件业务实现营收13.88亿元，同比增长130%，毛利率约10.9%，同比降低10.5个百分点。其中Q2结构件营收估算约6亿元，环比下滑主要系大客户受疫情影响，订单下滑，现已基本恢复。下半年结构件盈利有望修复主要系：1、2021年年底开始，公司大客户定价结合上季度材料价联动，22Q1、Q2、Q3铝均价分别2.2、2.06、1.83万元/吨，持续下降，若不考虑套保情况，公司可能受益。2、电池结构件业务资产重，人工和制造费用占比较高，Q2受到疫情影响，规模效应未充分发挥，下半年随着第三代自动化产线的迭代，生产效率提升会比较明显。此外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。
- **电机铁芯业务快速成长。**21H1公司电机铁芯业务营收约5.89亿元，同比增长142%，增幅较大主要系，今年以来该业务主要集中在新能源车电机领域，收入中比亚迪占比较大，在海外标杆车企的上海工厂中也有一定份额。同时铁芯产品与原材料实时联动，预计Q2毛利率保持稳定。同时随着新型、高效节能电机的兴起以及电机装配自动化的要求，电机形状、结构、成型工艺已明显呈现多样化、复杂化趋势，这也对于其配套的电机铁芯以及模具提出了更高的要求。这也将充分发挥公司在模具行业的know-how优势，新方案的推出有望带来较高的产品溢价。
- **投资建议：**公司电池结构件、铁芯业务已经形成竞争力，目前处于高速发展阶段，我们认为公司有潜力成长为中等规模的企业，估算2022、2023年净利润3.5、7.2亿元，维持强烈推荐评级并上调公司目标价至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	6639	10433	14143
同比增长	59%	154%	119%	57%	36%
营业利润(百万元)	154	184	392	800	1214
同比增长	76%	19%	113%	104%	52%
归母净利润(百万元)	130	170	351	718	1091
同比增长	68%	31%	106%	105%	52%
每股收益(元)	1.40	1.83	3.77	7.72	11.72
PE	71.0	54.3	26.3	12.9	8.5
PB	12.6	6.2	3.6	2.9	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械

目标估值：120.00 - 130.00 元

当前股价：99.33 元

基础数据

总股本(万股)	9308
已上市流通股(万股)	4558
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	17.0
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	72.2%
主要股东	蒋震林
主要股东持股比例	31.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-27	-7	10
相对表现	-25	5	27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《震裕科技(300953)——电池结构件、铁芯业务高速增长，盈利有望较快修复》2022-06-21
- 《震裕科技(300953)——季报符合预期，Q2盈利能力有望修复》2022-05-11
- 《震裕科技(300953)——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

吴洋 研究助理

✉ wuyang2@cmschina.com.cn

盈利预测

表 1: 收入拆分及盈利预测

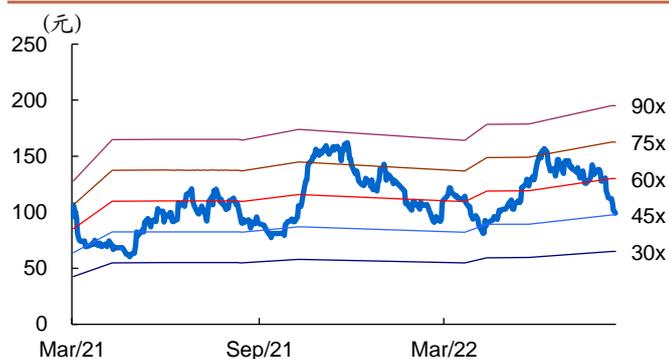
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
模具	收入 (百万元)	265.4	224.3	246.8	259.1	272.0
	YOY	2.2%	-15.5%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	51.4	53.5	56.0	56.0	56.0
锂电结构件	收入 (百万元)	571.2	1,654.4	4,301.4	7,312.4	10,237.4
	YOY	163.5%	189.6%	160.0%	70.0%	40.0%
	毛利率 (%)	22.0	17.5	17.5	20.5	21.5
电机铁芯	收入 (百万元)	247.9	715.6	1,431.1	2,003.5	2,604.6
	YOY	19.9%	188.6%	100.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	17.2	18.7	21.0	21.0	20.5
其他	收入 (百万元)	108.2	439.9	659.8	857.7	1,029.2
	YOY	63.6%	306.4%	50.0%	30.0%	20.0%
	毛利率 (%)	0.5	0.7	3.0	3.0	3.0
合计	收入 (百万元)	1,192.8	3,034.1	6,639.1	10,432.8	14,143.3
	YOY	59.1%	154.4%	118.8%	57.1%	35.6%
	毛利率 (%)	26	18	18%	20%	21%

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

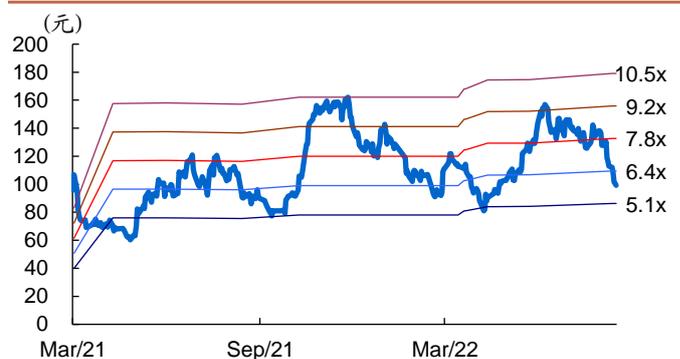
- 1、下游需求不及预期:** 如果受到原材料价格大幅波动、产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素影响, 可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。
- 2、产品价格持续下降:** 动力电池作为新能源汽车核心部件之一, 也不断吸引新进入者通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式参与竞争, 同时现有动力电池及其材料企业亦纷纷扩充产能, 市场竞争日益激烈, 市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩, 导致产品价格持续下降。
- 3、公司产能扩张不及预期:** 公司披露的扩产规模较大, 可能出现产能建设及爬坡不急预期的情况, 影响公司业绩。

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、 点评报告：电池结构件、铁芯业务高速增长，盈利有望较快修复，2022.6.21
- 2、 点评报告：一季报符合预期，盈利能力有望修复，2022.5.11
- 3、 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，2022.4.6

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1133	2556	5719	8617	11306
现金	64	380	797	957	956
交易性投资	0	11	11	11	11
应收票据	44	82	180	283	384
应收款项	406	672	1428	2245	3043
其它应收款	3	6	14	21	29
存货	216	622	1339	2059	2770
其他	400	781	1950	3042	4114
非流动资产	776	1646	2426	2734	3011
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	578	789	1589	1915	2207
无形资产商誉	21	102	91	82	74
其他	177	756	745	737	730
资产总计	1909	4202	8145	11351	14317
流动负债	1157	2426	5265	7822	9841
短期借款	517	721	1808	2583	2829
应付账款	563	1458	3180	4887	6576
预收账款	14	27	60	92	124
其他	63	220	217	261	312
长期负债	19	289	289	289	289
长期借款	0	237	237	237	237
其他	19	52	52	52	52
负债合计	1176	2715	5553	8111	10130
股本	70	93	103	103	103
资本公积金	296	870	1660	1660	1660
留存收益	367	525	829	1478	2425
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	733	1487	2592	3240	4187
负债及权益合计	1909	4202	8145	11351	14317

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(79)	(316)	(389)	7	448
净利润	130	170	351	718	1091
折旧摊销	65	91	104	185	217
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)	(597)	(924)	(989)	(950)
其它	2	(11)	49	40	39
投资活动现金流	(132)	(446)	(892)	(492)	(492)
资本支出	(136)	(437)	(900)	(500)	(500)
其他投资	3	(9)	8	8	8
筹资活动现金流	172	950	1697	644	43
借款变动	187	366	984	775	247
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)	(70)	(144)
其他	(12)	1	(40)	(60)	(60)
现金净增加额	(40)	188	417	159	(1)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1193	3034	6639	10433	14143
营业成本	888	2488	5428	8342	11225
营业税金及附加	4	8	18	29	39
营业费用	11	19	51	81	110
管理费用	66	137	332	522	707
研发费用	42	133	332	532	721
财务费用	19	31	40	60	60
资产减值损失	(14)	(42)	(54)	(76)	(76)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	8	8	8	8
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	154	184	392	800	1214
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	153	182	390	798	1212
所得税	23	12	39	80	121
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	130	170	351	718	1091

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	59%	154%	119%	57%	36%
营业利润	76%	19%	113%	104%	52%
归母净利润	68%	31%	106%	105%	52%
获利能力					
毛利率	25.6%	18.0%	18.2%	20.0%	20.6%
净利率	10.9%	5.6%	5.3%	6.9%	7.7%
ROE	19.5%	15.3%	17.2%	24.6%	29.4%
ROIC	13.6%	10.6%	10.8%	14.5%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	61.6%	64.6%	68.2%	71.5%	70.8%
净负债比率	27.1%	25.2%	25.1%	24.8%	21.4%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	4.7	5.9	5.5	4.9	4.6
应收账款周转率	3.4	5.0	5.6	5.0	4.8
应付账款周转率	2.2	2.5	2.3	2.1	2.0
每股资料(元)					
EPS	1.40	1.83	3.77	7.72	11.72
每股经营净现金	-0.85	-3.39	-4.18	0.07	4.81
每股净资产	7.88	15.98	27.84	34.81	44.99
每股股利	0.15	0.50	0.75	1.54	2.34
估值比率					
PE	71.0	54.3	26.3	12.9	8.5
PB	12.6	6.2	3.6	2.9	2.2
EV/EBITDA	67.0	52.1	27.9	14.3	10.0

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。

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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。

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。