

投资评级 优于大市 维持

## 22H1 归母净利润 1.05 亿元，同比+43%

### 股票数据

09月06日收盘价(元)	101.25
52周股价波动(元)	77.22-168.20
总股本/流通A股(百万股)	93/46
总市值/流通市值(百万元)	9424/4615

### 相关研究

《Q1 净利同比+36%，环比+7%》2022.05.01  
《2021 年成本承压，收入高增》2022.04.08  
《Q3 净利同比+28%，环比+41%》2021.10.27

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-20.3	-25.8	-19.0
相对涨幅 (%)	-17.8	-17.4	-16.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:张磊

Tel:(021)23212001

Email:zl10996@htsec.com

证书:S0850517070006

联系人:姚望洲

Tel:(021)23154184

Email:ywz13822@htsec.com

### 投资要点:

- 22H1 归母净利润 1.05 亿元，同比+43%。**22H1 公司收入 25.14 亿元，同比+131.03%；归母净利润 1.05 亿元，同比+43.30%；毛利率同比下降 8.11pct 至 13.99%；净利率同比下降 2.55pct 至 4.16%。22Q2 公司收入 12.57 亿元，同比+118.17%，环比持平；归母净利润 0.49 亿元，同比+53.48%，环比-13.53%；毛利率同比下降 7.1pct，环比上升 0.23pct 至 14.11%；净利率同比下降 1.63pct，环比下降 0.6pct 至 3.86%。
- 锂电精密结构件行业技术壁垒高，新进入者少。**锂电池精密结构件的制造工艺、质量控制等方面需要积累深厚的行业经验后才能和下游客户进行良好的对接和配合。公司拥有以大型三列、多列为代表的、数千套中高端精密级进冲压模具开发实践经验，构建了中高端精密级进冲压模具开发系统，为持续开发和生产出高质量中高端精密级进冲压模具提供了保障。新入企业难以在短期内实现多学科的交叉整合并掌握行业核心工艺和关键技术，因此较高的综合技术积淀要求造就了较高的行业技术壁垒。
- 公司伴随新能源汽车产业得到快速发展。**动力锂电池及驱动电机是新能源汽车的核心部件之一，公司作为电机铁芯和动力锂电池结构件制造的领先企业，紧紧把握行业发展的大趋势。22H1 锂电池精密结构件业务收入 13.88 亿元，同比+130%，电机铁芯业务收入 5.89 亿元，同比+143%，两项业务占总收入 79%。
- 盈利预测和估值。**中长期，我们认为，公司持续拓展优质客户，不断实现潜在客户的转化，未来营业收入会进一步增加。假设未来两年公司所需原材料价格稳定，我们预计公司 2022-23 年实现归母净利润 3.06、5.17 亿元，对应 EPS 为 3.29、5.56 元/股。考虑到公司模具和电机铁芯的行业地位，结合可比公司 PE 估值，给予公司 2023 年 19-23X PE，合理价值区间为 105.64-127.88 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**(1) 客户集中度较高。(2) 原材料价格波动。(3) 新能源汽车销量不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1193	3034	5842	7964	9264
(+/-)YoY(%)	59.1%	154.4%	92.5%	36.3%	16.3%
净利润(百万元)	130	170	306	517	594
(+/-)YoY(%)	68.2%	30.7%	79.9%	68.9%	14.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.40	1.83	3.29	5.56	6.38
毛利率(%)	25.6%	18.0%	14.3%	15.4%	15.4%
净资产收益率(%)	17.8%	11.4%	17.1%	22.4%	20.4%

资料来源：公司年报 (2020-2021)，海通证券研究所  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

(1) **锂电池精密结构件:** 公司 2022H1 该业务收入同比+130%，我们假设 22-24 年锂电精密结构件收入增速分别为 135%、47%、19%，同时假设 22-24 年该业务毛利率分别为 12%、14%、14%。

(2) **电机铁芯:** 我们假设 22-24 年电机铁芯收入增速分别为 80%、24%、13%，同时考虑到 2022H1 该业务毛利率为 20%，我们假设 22-24 年该业务毛利率均为 20%。

(3) **模具、其他业务:** 我们保守假设模具业务毛利率 50%，收入未来三年都与 2021 持平；其他业务不贡献利润。

**表 1 震裕科技分产品盈利预测 (亿元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>锂电池精密结构件</b>						
收入	2.17	5.71	16.54	38.88	57.00	68.00
YOY(%)	37.34	163.13	189.67	135.07	46.60	19.30
成本	1.88	4.46	13.65	34.21	49.02	58.48
毛利	0.28	1.26	2.89	4.67	7.98	9.52
毛利率(%)	13.07	21.98	17.47	12.00	14.00	14.00
<b>电机铁芯</b>						
收入	2.07	2.48	7.16	12.90	16.00	18.00
YOY(%)	31.85	19.81	188.51	80.29	24.03	12.50
成本	1.79	2.05	5.82	10.32	12.80	14.40
毛利	0.28	0.43	1.34	2.58	3.20	3.60
毛利率(%)	13.53	17.34	18.66	20.00	20.00	20.00
<b>模具</b>						
收入	2.60	2.65	2.24	2.24	2.24	2.24
YOY(%)	9.24	1.92	-15.47	0.00	0.00	0.00
成本	1.16	1.29	1.04	1.12	1.12	1.12
毛利	1.44	1.37	1.20	1.12	1.12	1.12
毛利率(%)	55.36	51.43	53.39	50.00	50.00	50.00
<b>其他</b>						
收入	0.66	1.08	4.40	4.40	4.40	4.40
YOY(%)	50.00	63.64	307.41	0.00	0.00	0.00
成本	0.66	1.08	4.37	4.40	4.40	4.40
毛利	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	0.06	0.46	0.77	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>						
收入	7.50	11.93	30.34	58.42	79.64	92.64
YOY(%)	25.63	59.07	154.33	92.54	36.32	16.32
成本	5.50	8.88	24.88	50.05	67.34	78.40
毛利	2.00	3.05	5.46	8.37	12.30	14.24
毛利率(%)	27%	26%	18%	14%	15%	15%

资料来源: 公司年报 (2019-2021), 海通证券研究所

表 2 可比公司市盈率 (倍)

可比公司	PE(TTM)	PE(2022E)	PE(2023E)
科达利	40	25	15
斯莱克	90	68	43
长盈精密	-15	95	23
平均	<b>38</b>	<b>63</b>	<b>27</b>

资料来源: wind 一致预期 (2022/9/6), 海通证券研究所。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3034</b>	<b>5842</b>	<b>7964</b>	<b>9264</b>
每股收益	1.83	3.29	5.56	6.38	营业成本	2488	5005	6734	7840
每股净资产	15.98	19.27	24.82	31.20	毛利率%	18.0%	14.3%	15.4%	15.4%
每股经营现金流	-3.39	3.71	7.47	7.24	营业税金及附加	8	16	22	25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	19	37	50	58
P/E	55.37	30.79	18.22	15.87	营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	6.34	5.25	4.08	3.24	管理费用	137	204	279	324
P/S	3.11	1.61	1.18	1.02	管理费用率%	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	36.73	27.57	17.31	15.30	EBIT	249	357	601	692
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	31	40	64	73
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%
毛利率	18.0%	14.3%	15.4%	15.4%	资产减值损失	-35	0	0	0
净利率	5.6%	5.2%	6.5%	6.4%	投资收益	0	0	1	1
净资产收益率	11.4%	17.1%	22.4%	20.4%	<b>营业利润</b>	<b>184</b>	<b>336</b>	<b>561</b>	<b>648</b>
资产回报率	4.1%	3.9%	5.3%	5.2%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	9.1%	7.3%	10.5%	10.5%	<b>利润总额</b>	<b>182</b>	<b>336</b>	<b>561</b>	<b>648</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	350	412	658	748
营业收入增长率	154.4%	92.5%	36.3%	16.3%	所得税	12	30	44	54
EBIT 增长率	36.4%	43.8%	68.1%	15.2%	有效所得税率%	6.5%	9.0%	7.8%	8.4%
净利润增长率	30.7%	79.9%	68.9%	14.8%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>170</b>	<b>306</b>	<b>517</b>	<b>594</b>
资产负债率	64.6%	77.2%	76.4%	74.4%					
流动比率	1.05	0.86	0.92	0.95	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.72	0.57	0.59	0.61	货币资金	380	700	1000	1100
现金比率	0.16	0.13	0.15	0.15	应收账款及应收票据	754	1830	2237	2752
<b>经营效率指标</b>					存货	622	1234	1672	1940
应收帐款周转天数	80.85	102.58	91.71	97.14	其它流动资产	799	972	1124	1199
存货周转天数	91.25	89.98	90.61	90.30	流动资产合计	2556	4736	6033	6991
总资产周转率	0.72	0.74	0.81	0.82	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.85	3.37	4.02	4.16	固定资产	789	1736	1980	2226
					在建工程	538	1038	1338	1638
					无形资产	102	142	203	254
					非流动资产合计	1646	3134	3740	4336
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4202</b>	<b>7870</b>	<b>9773</b>	<b>11327</b>
净利润	170	306	517	594	短期借款	721	1980	2014	1970
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1458	3052	4026	4734
非现金支出	141	55	58	56	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	22	42	67	77	其它流动负债	247	456	534	630
营运资金变动	-650	-57	54	-53	流动负债合计	2426	5488	6573	7334
<b>经营活动现金流</b>	<b>-316</b>	<b>346</b>	<b>695</b>	<b>674</b>	长期借款	237	537	837	1037
资产	-435	-1542	-663	-653	其它长期负债	52	52	52	52
投资	-11	0	0	0	非流动负债合计	289	589	889	1089
其他	0	0	1	1	<b>负债总计</b>	<b>2715</b>	<b>6077</b>	<b>7462</b>	<b>8422</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-446</b>	<b>-1542</b>	<b>-662</b>	<b>-652</b>	实收资本	93	93	93	93
债权募资	1262	1558	335	156	归属于母公司所有者权益	1487	1793	2311	2904
股权募资	629	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-941	-42	-67	-77	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4202</b>	<b>7870</b>	<b>9773</b>	<b>11327</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>950</b>	<b>1516</b>	<b>267</b>	<b>78</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>188</b>	<b>320</b>	<b>300</b>	<b>100</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 06 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业  
张磊 电力设备及新能源行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：思源电气,许继电气,中伟股份,天顺风能,当升科技,恩捷股份,宁德时代,信捷电气,科达利,隆基绿能,炬华科技,阳光电源,震裕科技,芳源股份,中科电气,汇川技术,运达股份,容百科技,宏力达,璞泰来,厦钨新能,国电南瑞,威胜信息,派能科技,通威股份,宏发股份,麦格米特

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。