

## 乘时代东风，电池结构件新秀快速崛起 ——震裕科技(300953)公司首次覆盖报告

买入|首次推荐

### 报告要点:

#### ● 精密冲压行业领军企业，一体两翼深度布局

震裕科技是专业从事精密级进冲压模具及下游精密结构件的研发、设计、生产和销售的高科技企业。公司以模具业务为基础，积极拓展产业链下游，向客户提供精密结构件产品，实现战略转型。经过多年发展，形成了以冲压模具为核心，电机铁芯和动力锂电池精密结构件为两翼，深度布局家电、新能源锂电池、汽车、工业工控四大核心领域的“一体两翼四维”战略格局。

#### ● 深耕细作成模具龙头，为下游延伸打下坚实基础

植根于“模具之都”宁波，公司模具业务经过近30年技术积累，密级进冲压模具制造技术精度可以达到0.002mm，达到国际先进水平。公司依托先进的模具开发能力，打造高端产品，为公司向下游延伸，扩展市场份额提供技术支持。

#### ● 动力储能双驱动，公司锂电结构件快速崛起

在CTP、CTC等技术革新背景下，方形铝壳因钢结构强、成组效率高等特点成为行业主流的电池封装方式，21年国内市场份额占比高达86.4%。公司深度绑定宁德时代，就近配套产业基地，结构件业务快速增长。2017年公司结构件营业收入0.2亿元，2021年16.5亿元，CAGR约200%。刀片化、国外方形结构渗透率提升，储能和动力赛道双驱动，将打开锂电结构件的行业市场空间。假设2025年我国新能源汽车销量950万辆、国外市场销量800万辆，储能市场装机量180GWh；则未来方形电池结构件市场规模有望达到300.8亿元，CAGR 35.2%。

#### ● 电机铁芯快速增长，打造新的成长曲线

电机铁芯是新能源车驱动电机的重要组成部分，直接影响电机的工作效率；汽车苛刻的工况条件，促使铁芯定子向薄片化发展，这对模具开发能力提出了更高的要求。公司凭借精湛的模具开发能力，21年新能源电机铁芯配套总量突破80万台，覆盖国内70%以上的中高端客户，为公司业绩持续高增增添新动力。

#### ● 投资建议与盈利预测

在新能源行业相关政策以及市场需求的不断推动下，我们预计2022年至2024年公司实现营收60.98亿元、87.18亿元、115.64亿元，同比增长100.98%、42.96%、32.64%，归母净利润3.76亿元、5.98亿元、9.18亿元，同比增长121.05%、58.9%、53.57%，对应PE分别为27、17、11X。考虑到下游行业景气度高，业绩增长明确，首次覆盖推荐，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

(1) 第一大客户收入占比高；(2) 募投项目扩产不及预期；(3) 上游原材料涨价导致收入利润不及预期；(4) 技术迭代导致方形结构件市占率急剧下降；(5) 定增融资通过后可能会影响每股收益。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1192.78	3034.12	6098.00	8717.92	11563.58
收入同比(%)	59.14	154.37	100.98	42.96	32.64
归母净利润(百万元)	130.26	170.20	376.24	597.85	918.12
归母净利润同比(%)	68.17	30.66	121.05	58.90	53.57
ROE(%)	17.77	11.44	20.19	24.29	27.17
每股收益(元)	1.40	1.83	4.04	6.42	9.86
市盈率(P/E)	77.18	56.34	26.68	16.79	10.93

资料来源：Wind，国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 162.32 / 77.42

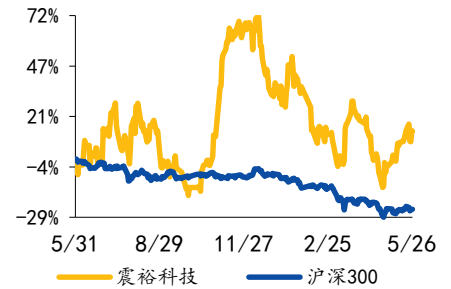
A股流通股(百万股): 45.58

A股总股本(百万股): 93.08

流通市值(百万元): 4914.89

总市值(百万元): 10036.82

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 杜旷舟

执业证书编号 S0020521050002

电话 021-51097188

邮箱 dukuangzhou@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 开拓精密结构件业务，驱动业绩高速增长.....	4
1.1 公司介绍：立足模具行业，布局一体两翼 .....	4
1.2 业务介绍：布局新能源赛道，客户资源优渥.....	5
1.3 公司财务：营业规模高速增长，研发费用占比显著提升 .....	8
2. 深耕细作成模具龙头，为下游开拓打下坚实基础.....	9
2.1 模具技术精湛，达到国际一流水准 .....	9
2.2 模具精度决定产品质量，利于向下游延伸 .....	9
3. 动力储能双驱动，公司锂电结构件业务快速崛起.....	10
3.1 方铝结构占据主流，公司产品质量优异 .....	10
3.2 深度绑定宁德时代，就近配套产业基地 .....	12
3.3 动力和储能双赛道加持，锂电结构件市场前景广阔.....	13
4. 汽车铁芯快速放量，打造第二成长曲线 .....	16
4.1 汽车铁芯占比提升，加大产能建设享时代红利 .....	16
4.2 双电机趋势凸显，高景气赛道打开市场空间.....	17
5. 盈利预测.....	19
5.1 分业务盈利预测.....	19
5.2 可比公司估值 .....	19
6. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1：震裕科技发展历史沿革 .....	4
图 2：公司股权结构 .....	5
图 3：以模具为依托，扩展精密结构件业务 .....	6
图 4：锂电池精密结构件占比持续上升 .....	6
图 5：公司三大业务毛利率情况.....	6
图 6：原材料铝价持续走高 .....	7
图 7：2016-2022Q1 公司营收及增长情况 .....	8
图 8：2016-2022Q1 公司归母净利润及增长情况 .....	8
图 9：公司毛利率及净利率情况.....	8
图 10：费用率逐年降低，研发费用率提升 .....	8
图 11：公司模具市占率.....	9
图 12：公司与同行业上市公司模具业务毛利率对比.....	9
图 13：电机铁芯的生产工艺图 .....	10
图 14：方形铝壳顶盖生产工艺图.....	10
图 15：2021 年国内方形电池市场占比 86.4%.....	11
图 16：方形铝壳锂电池的成本构成 .....	11
图 17：公司新能源汽车锂电池精密结构件产品.....	11
图 18：2019-2022Q1 国内动力电池装机格局 .....	12

图 19: 电池龙头企业对结构件企业销售贡献比例 .....	12
图 20: 震裕科技和科达利对其第一大客户的销售收入 (亿元) .....	13
图 21: 比亚迪刀片电池 .....	14
图 22: 蜂巢能源 L600 短刀片 .....	14
图 23: 2021-2025 年全球新能源汽车销售预测 (万辆) .....	15
图 24: 方铝结构件 2025 年市场空间预测 (亿元) .....	15
图 25: 电机内部构造 .....	16
图 26: 定转子成本占比约 30% .....	16
图 27: 2017-2020H1 公司马达铁芯产品结构分布 .....	17
图 28: 电机铁芯未来市场空间规模 (亿元) .....	18
图 29: 公司上市以来 PE-band .....	20
表 1: 震裕科技股权激励计划 .....	5
表 2: 震裕科技细分业务的客户结构 .....	7
表 3: 精密级进冲压模具技术指标对比 .....	9
表 4: 三种不同结构件类型对比 .....	10
表 5: 精密结构件产品关键技术指标 .....	12
表 6: 公司围绕宁德时代产能规划就近配套生产基地 .....	13
表 7: 海外主要动力电池企业方形电池布局情况 .....	14
表 8: 部分地区储能“十四五”规划 .....	15
表 9: 公司电机铁芯主要产品类型 .....	16
表 10: 新能源汽车销量前 10 以及搭载双电机情况 .....	18
表 11: 盈利预测 .....	19
表 12: 可比公司估值 .....	20

## 1. 开拓精密结构件业务，驱动业绩高速增长

### 1.1 公司介绍：立足模具行业，布局一体两翼

震裕科技专业从事精密级进冲压模具及下游精密结构件研发、设计、生产和销售。1994 年公司以生产冲压模具起家，深耕精密模具行业近 30 年，凭借掌握大量核心技术和丰富的模具开发经验，逐步发展成为模具细分行业的龙头企业。公司围绕模具产业，拓展服务方式，积极向产业链下游延伸，2013 年成立苏州范斯特机械科技有限公司，为客户提供精密结构件马达铁芯，凭借优良的产品质量，与主流电机厂建立了长期稳定的合作关系。2015 年公司把握时代机遇，积极拓展电芯结构件业务，成功进入宁德时代供应链。经过多年发展，逐步形成以冲压模具为核心，以电机铁芯和动力电池精密结构件为两翼，深度布局家电、新能源锂电池、汽车和工业工控四大核心领域的“一体两翼四维”战略格局。

图 1：震裕科技发展历史沿革

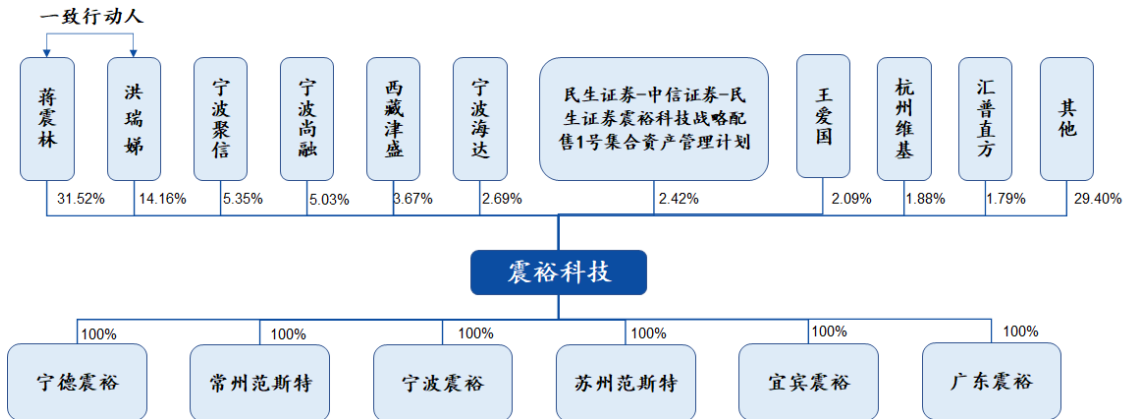


资料来源：招股说明书、国元证券研究所

公司实控人大比例参与定增，股权结构进一步集中。截止 2022 年 3 月，公司控股股东、实际控制人蒋震林先生、洪瑞娣女士直接持有公司 31.52%和 14.16%的股份；蒋震林先生控制的聚信投资持有公司 5.35%的股份；因此，蒋震林先生和洪瑞娣女士以直接持有和间接持股的方式拥有公司 51.03%表决权的股份；根据公司公告的定增方案，蒋震林先生以及其控股的宁波震裕新能源有限公司全额认购 8 亿元股份，其中蒋先生本人认购 3.2 亿元，发行价 82.45 元/股；本次定增方案将来顺利通过后，实际控制人的股份比例将提升至 55.65%；股权结构进一步集中，彰显领导层对公司未来发展的坚定信心。

核心团队技术积淀深厚，股权激励提高团队凝聚力。蒋先生具有二十余年模具设计制造经验，曾任宁海县第九届政协常务委员，现为中国模具工业协会常务理事，宁波市模具行业协会副会长，浙江省模具工业联合会副会长，是“一种定子铁芯及形成该定子铁芯的带状层叠体”等多项专利第一发明人，在行业内颇具影响力。公司领导层多为技术出身，产业经验丰富；公司于今年上半年对管理层和核心技术团队 152 人实施股权激励，共授予 419.95 万股股票；通过建立与员工共享机制，吸引和保留优秀管理团队核心技术骨干，激发创新活力，更有利于促进公司的长期健康发展。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind、国元证券研究所（截止 2022 年 3 月 31 日）

表 1：震裕科技股权激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
解旭	副总经理	35.00	8.33%	0.38%
柴华良	财务总监	14.00	3.33%	0.15%
核心管理人员，核心技术（业务）人员及董事会认为需要激励的其他人员（150人）		348.45	82.97%	3.74%
预留部分		22.50	5.36%	0.24%
合计		419.95	100%	4.51%

资料来源：公司公告、国元证券研究所

## 1.2 业务介绍：布局新能源赛道，客户资源优渥

以模具为依托，业务向下游电池精密结构件和电机铁芯扩展。在精密级进冲压模具方面，产品主要为电机铁芯级进模和锂电池结构件级进模系列；在精密结构件方面，产品分为马达铁芯和动力锂电池精密结构件两大类；马达铁芯包含一个定子和转子，是电机的核心结构件，广泛应用于家用电器、汽车电机和工业工控制造等多个领域；动力锂电池精密结构件为方形铝壳电池的顶盖和外壳，应用于动力电池和电化学储能领域。



图 3：以模具为依托，扩展精密结构件业务

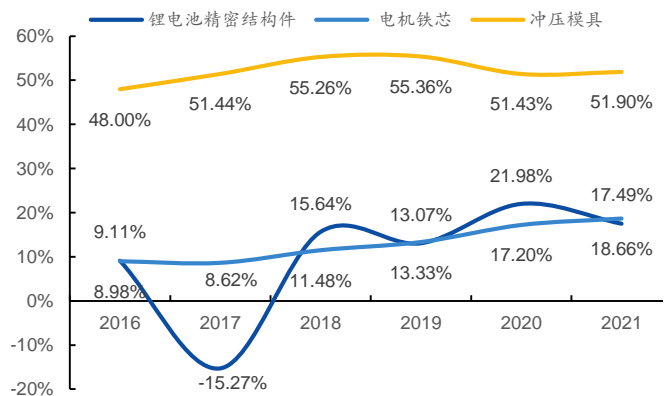
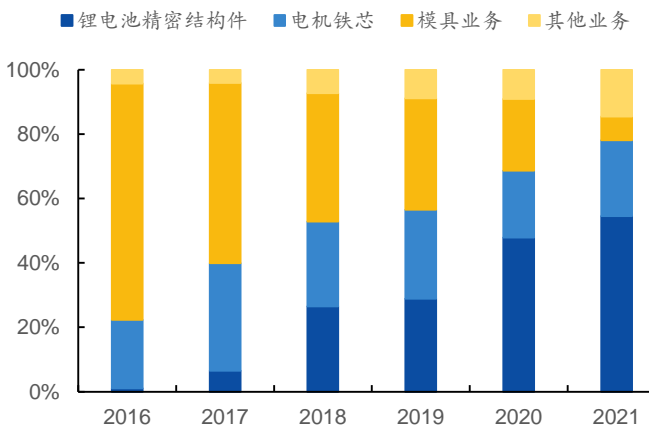


资料来源：招股说明书、国元证券研究所

精密结构件营收快速增长，成为主要收入来源。2016年公司仍以模具收入为主，贡献了73%的份额；随着新能源汽车销量爆发式增长，加上切入宁德时代供应链，电池结构件和电机铁芯业务营收快速增长。2021年，电池结构营业收入16.5亿元，占比55%；电机铁芯收入7.2亿元，占比24%；而模具收入降低至10%以下。

图 4：锂电池精密结构件占比持续上升

图 5：公司三大业务毛利率情况



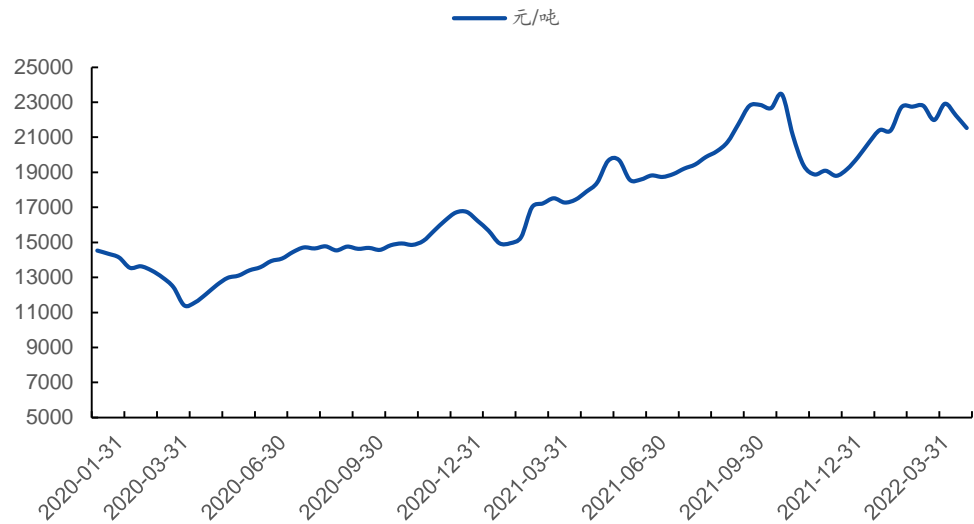
资料来源：wind、国元证券研究所

资料来源：wind、国元证券研究所

模具业务毛利率保持稳定，电机铁芯稳步上升。从2016年至2021年模具业务毛利率高达51%左右，且长期保持稳定。电机铁芯业务采用成本加成的计价方式，上游原材料涨价及时向下游传导，同时受益于产业规模的不断扩大，新能源汽车电机收入占比提高，电机铁芯整体毛利率稳步上升。

铝价上涨影响电池结构件毛利率，计价方式的改变促使拐点到来。公司电池结构件业务之前采用固化的定价方式，需承担上游原材料的涨价；根据招股说明书数据，电池结构件原材料铝的成本占比较高（约 57.26%）；2021 年铝价的大幅度上涨，导致结构件毛利率持续降低。目前计价方式已变更为季度成本加成模式，上游涨价能快速向下游传导，电池结构件的盈利能力有望快速改善。

图 6：原材料铝价持续走高



资料来源：wind、国元证券研究所

公司绑定优质客户，为未来发展提供可靠保障。在精密级进冲压模具方面，凭借优质的产品质量和完善的售后服务体系，震裕科技已与格力系、美的系、海尔系、瑞智系、电产系、海立系、华意压缩、三星、松下、大洋系、长鹰信质等数十家国内外主流家用电器、电机生产厂商形成长期稳定的合作关系。在精密结构件领域，公司通过聚焦高端市场和大客户战略，获得宁德时代、比亚迪、联合汽车系等主流客户的高度认可，为公司未来持续发展提供可靠保障。

表 2：震裕科技细分业务的客户结构

产品/服务	下游行业	主要客户群体
动力锂电池结构件	动力电池	宁德时代、江苏时代、时代上汽
	汽车	法雷奥西门子、联合汽车系、比亚迪系、苏州朗高、大洋系（含上海电驱动）、太仓十速等电机零部件专业生产企业
电机铁芯	家用电器	爱知系、电产系、苏州基研、嘉兴威能等电机零部件专业生产企业
	工业工控	西门子、苏州瑞纳、依必安帕特、合康新能系（含东菱技术）、汇川系等电机零部件专业生产企业
精密级进冲压模具	汽车	长鹰信质、电产系、大洋系（含上海电驱动）等知名新能源汽车厂商或为国际知名汽车及汽车零部件厂商配套电机或铁芯的客户
	家用电器	美的系、海尔系、瑞智系、海立系、电产系、爱知系、三星、松下、大洋系、华意系、格力系等数十家国内外主流家用电器、家电电机生产厂商
	工业工控	万高系、里戈系等知名厂商
	电机配件	浙江宝捷、江苏川电等国内外知名冲压厂商

资料来源：招股说明书、国元证券研究所

### 1.3 公司财务：营业规模高速增长，研发费用占比显著提升

公司凭借技术以及产品优势，营收及归母净利润实现快速增长。过去几年，公司把握住新能源产业高速发展的时代机遇，实现营业收入规模的指数型增长。2016 至 2021 年，公司营业收入从 2.2 亿增长到 30.34 亿元，CAGR 增长为 69%；归母净利润由 0.22 亿增长到 1.7 亿，CAGR 增长为 50%。2022 年 Q1 公司营业收入 12.6 亿元，归母净利润 0.56 亿元，公司毛利率整体呈逐年下滑趋势，主要是由于产品结构变化，毛利率较低的结构件业务占比快速提升，以及 2021 年上游原材料价格大幅度提升导致成本增加所致，随着定价方式的改变，毛利率有望企稳回升。

费用率逐年降低，研发费用率快速提升。随着公司精密结构件业务规模的快速增长，销售费用和管理费用率有明显下降趋势，费用控制能力不断增强。此外，为了保持竞争力，公司高度重视研发工作，持续加大研发投入。2021 年研发费用率提升至 4.4% 左右，相较于 2020 年提升了 0.9pct。

图 7：2016-2022Q1 公司营收及增长情况



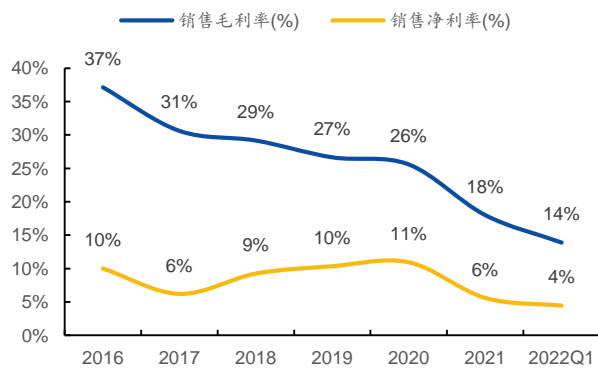
资料来源：wind、国元证券研究所

图 8：2016-2022Q1 公司归母净利润及增长情况



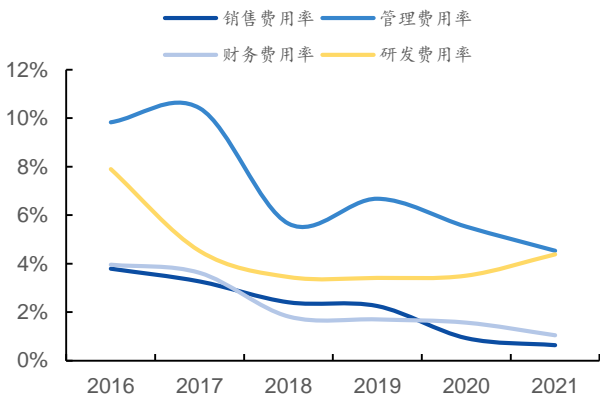
资料来源：wind、国元证券研究所

图 9：公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind、国元证券研究所

图 10：费用率逐年降低，研发费用率提升



资料来源：wind、国元证券研究所



## 2. 深耕细作成模具龙头，为下游开拓打下坚实基础

### 2.1 模具技术精湛，达到国际一流水准

公司以模具发家，技术精度行业领先。素有“模具之乡”美称的浙江宁波是我国模具的主要生产基地之一。震裕科技植根于宁波，繁茂于宁波，成为冲压模具行业领军性企业。公司模具产品的制造精度、综合寿命、冲压次数等可量化质量指标均大幅度超越行业标准；在精度上达到了0.002mm，已接近或达到了日本三井、日本黑田、美国LH CARBIDE等先进电机铁芯模具制造商的模具精度。高精度的开模能力，使公司逐步在高端模具市场占据一席之地。

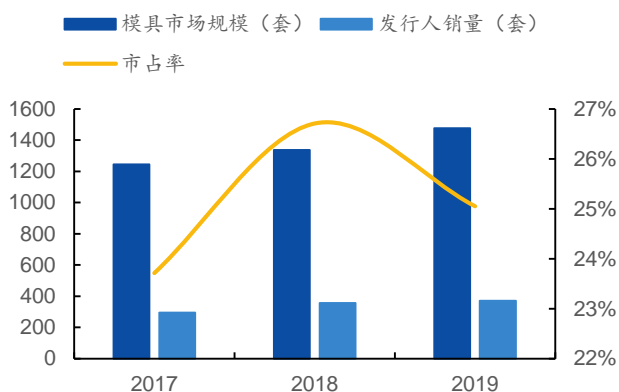
表 3：精密级进冲压模具技术指标对比

指标	公司水平	国外先进水平	行业标准
综合寿命	1.5-2.0	1.5-2.2	1-1.5
冲次（次/分）	250-600	250-600	200-400
生产周期	30-120	25-110	40-130
单次刃磨寿命	200-400 万冲次 /(0.08-0.1)mm	250-400 万冲次/(0.08- 0.1)mm	100-250 万冲次 /(0.08-0.1)mm
精度（mm）	0.002	0.002	0.005

资料来源：招股说明书、国元证券研究所

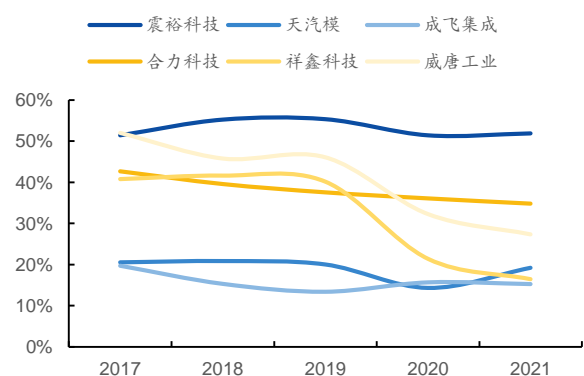
市占率和毛利率均处于领先水平。凭借多年的技术积淀和优异的开模能力，公司模具市场占有率保持行业领先。2017、2018 和 2019 年公司模具市场占有率分别为 23.71%、26.71%、25.05%。中高端精密级进冲压模具市场具有较高的技术壁垒和市场进入门槛，公司模具业务凭借优良的技术能力，常年能够维持较高的毛利润（毛利率大于 50%），远高于行业平均水平。

图 11：公司模具市占率



资料来源：招股说明书、国元证券研究所

图 12：公司与同行业上市公司模具业务毛利率对比



资料来源：招股说明书、wind、国元证券研究所

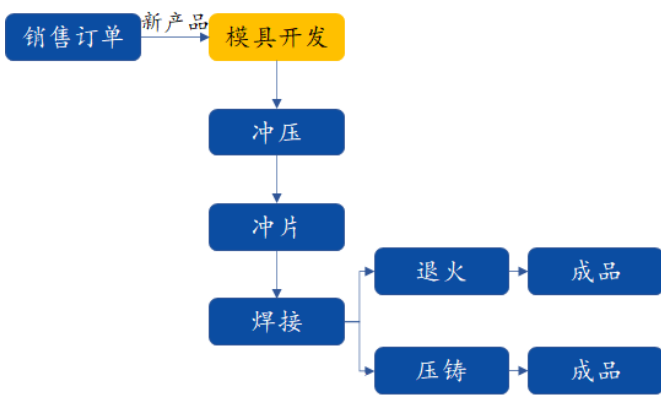
### 2.2 模具精度决定产品质量，利于向下游延伸

模具开发是制作精密结构件的核心所在。电机铁芯与方形铝壳顶盖均属于精密结构件，对产品的尺寸和精度要求较高；开发新产品时，首先通过模具开发，然后将硅

钢片、铝带等原材料冲压成型，因此冲压模具的精度和频率会直接影响冲压件的质量和生产效率，是决定下游产品质量的关键因素。

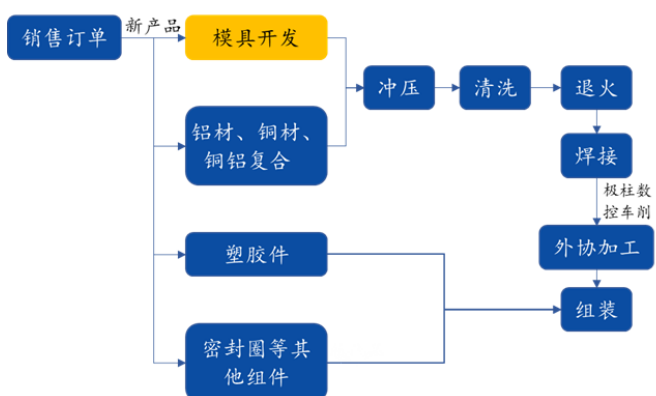
**模具技术是公司向下游扩展的坚实支撑。**公司经过多年精密电机级进冲压模具开发、制造经验积累，拥有以大型三列、多列为代表的数千套中高端精密级进冲压模具开发实践经历，构建了完整的模具自主设计创新体系，制造体系，过程管控体系以及人才队伍建设体系。完备的模具开发体系，快速响应速度以及高精度的开模质量，利于多维度扩展精密结构件新业务，是公司能在下游精密结构件领域开拓市场、绑定优质客户以及分享新能源赛道市场红利的核心所在。

图 13：电机铁芯的生产工艺图



资料来源：招股说明书、国元证券研究所

图 14：方形铝壳顶盖生产工艺图





资料来源：招股说明书、国元证券研究所

### 3. 动力储能双驱动，公司锂电结构件业务快速崛起

#### 3.1 方铝结构占据主流，公司产品质量优异

**电芯封装方式多样，方铝结构优势明显。**电池结构件主要起到密封和导流的作用，同时与电池的安全性能密切相关。根据电芯封装方式的不同，可以分为方形、圆柱和软包三种结构。圆柱电池具有先发优势，技术成熟度高，但由于其能量密度和成组效率较低，需要与高能量密度材料体系相结合来满足电动车长续航的需求，如特斯拉的 21700 电池；软包电池采用铝塑膜封装，质量轻，电芯能量密度高，但由于冲坑导致单体电芯容量偏小，加上铝塑膜没有钢性，因此成组效率偏低；方形铝壳结构较好地克服了这些缺点，单体电芯容量大（最高可达 300Ah）、铝壳结构有一定的钢性，因此 Pack 成组效率高，可最大程度上提高电动汽车的续航里程。

表 4：三种不同结构件类型对比

结构件类型	外观	结构件	主要动力类电池企业	优点	缺点
方形		铝壳	SDI、宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、欣旺达、蜂巢能源	1. 能量密度较高； 2. 成组效率高	电芯结构复杂
圆形		钢壳、铝壳	松下、力神、比克、国轩高科	1. 工艺成熟、良品率和高一致性高； 2. 容量小、温升低	1. 电池管理和 PACK 要求高； 2. 能量密度低



LG 化学、AESC、SKI、孚能科技、天津捷威等

- 1.安全性能好;
- 2.能量密度高;
- 3.循环性能好;
- 4.外形设计灵活

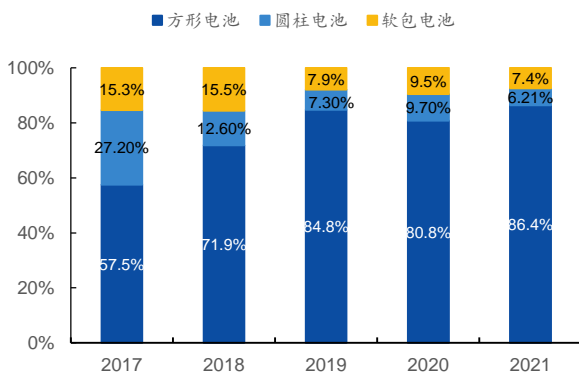
- 1.一致性难度高
- 2.存在漏液风险

资料来源：钜大锂电、国元证券研究所

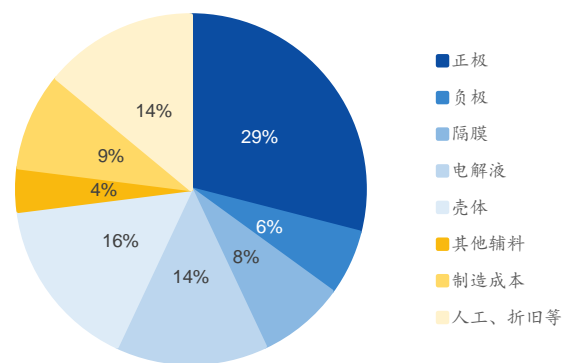
**国内市场方铝结构占据主流，成本占比仅次于正极材料。**除高安全和低成本因素以外，追求长续航是新能源产业发展的主要方向；在结构层面，大容量设计和无模组化是提高成组效率和 Pack 能量密度的关键；方形铝壳电池结构正好切合该路线发展趋势；因此，国内动力电池主流企业如宁德时代、比亚迪、中创新航和欣旺达均选择方形铝壳作为动力电池的主流封装方式。根据高工锂电统计，2021 年国内方形电池装机占比高达 86.4%，占据行业主流位置。此外，作为动力电池的重要组成部分，结构件在成本上占比较高（约 16%），仅次于正极材料。

图 15：2021 年国内方形电池市场占比 86.4%

图 16：方形铝壳锂电池的成本构成



资料来源：GGII、国元证券研究所



资料来源：招股说明书、国元证券研究所

**方形铝壳是由壳体和顶盖两部分组成。**壳体起到封装和安全保护的作用，避免外界异物的侵入和划伤内部电芯；顶盖结构复杂，功能较多，起到导流、密封和安全防护的作用；当电芯内部热失控时，顶盖上的防爆阀及时爆破，泄压和释放热量，避免热失控链式反应的进一步恶化。公司结构件产品包括新能源汽车锂电池精密结构件顶盖、壳体及总成，以配套方形电池为主。

图 17：公司新能源汽车锂电池精密结构件产品



资料来源：公司公告、国元证券研究所

**电池结构件品质优异，远超客户标准。**模具精度决定着结构件的产品质量。公司凭借深厚的模具技术积淀，可快速和高质量地开发出满足客户需求的结构件产品，获

得客户的深度认可。公司结构件产品在防爆阀爆破压力稳定性、翻转片翻转压力稳定性、关键尺寸、制造精度及稳定性等关键技术方面品质优异，具备极强的市场竞争力。例如，在顶盖的防爆阀爆破压力和翻转片翻转压力方面，高端客户要求过程性能指数  $PPK \geq 1.67$ ，公司可达到  $PPK \geq 2.00$  的水平；在顶盖和壳体的关键尺寸、制造精度及稳定性方面，高端客户分别要求  $PPK \geq 1.33$ 、 $\pm 0.05\text{mm}$ ，公司可达到  $PPK \geq 1.67$ ， $\pm 0.02\text{mm}$  的水平。

表 5：精密结构件产品关键技术指标

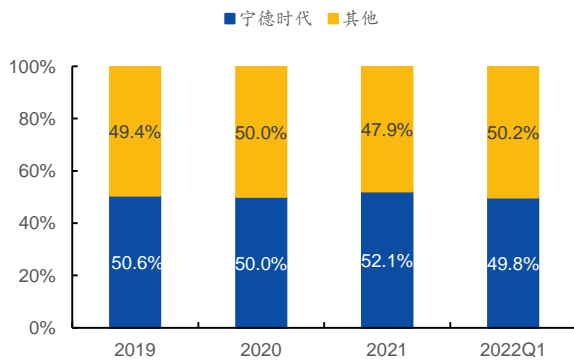
产品名称	主要技术指标	高端客户基本要求	发行人技术能力	
动力电池 精密结构件	顶盖	防爆阀爆破压力稳定性	$PPK \geq 1.67$	$PPK \geq 2.00$
		翻转片翻转压力稳定性	$PPK \geq 1.67$	$PPK \geq 2.00$
		关键尺寸 PPK	$PPK \geq 1.33$	$PPK \geq 1.67$
	壳体	关键尺寸制造精度及稳定性	$\pm 0.05\text{mm}$	$\pm 0.02\text{mm}$
		关键尺寸 PPK	$PPK \geq 1.33$	$PPK \geq 1.67$
		关键尺寸制造精度及稳定性	$\pm 0.05\text{mm}$	$\pm 0.02\text{mm}$

资料来源：招股说明书、国元证券研究所；注：PPK 是指过程性能指数。

### 3.2 深度绑定宁德时代，就近配套产业基地

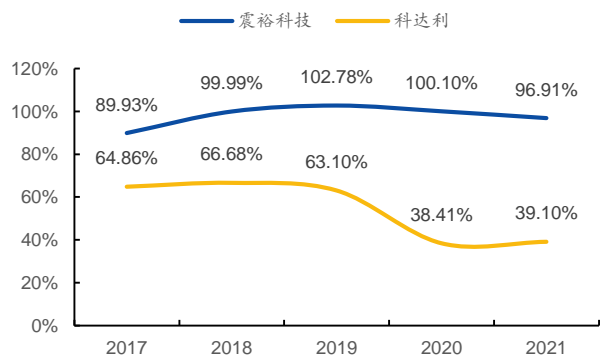
公司电池结构件业务深度绑定宁德时代。国内动力电池行业呈现“一超多强”的格局，宁德时代在国内市场装机占比 50%左右，是名副其实的行业龙头。2015 年公司开始与宁德时代合作，2017 年成为其结构件主要供应商之一。与科达利相比，公司深度绑定宁德时代，结构件客户相对单一；在新客户开拓方面，公司努力开拓其他电池企业，有望逐步优化客户结构，完善客户群布局，确保未来发展的持续稳定。

图 18：2019-2022Q1 国内动力电池装机格局



资料来源：电池联盟、国元证券研究所

图 19：电池龙头企业对结构件企业销售贡献比例



资料来源：招股说明书、公司公告、国元证券研究所

**跟随宁德时代，就近配套建设相关生产基地。**为满足客户产能配套需求、把握新能源行业时代机遇，公司加快产能布局同时降低运输成本，跟随宁德时代产能规划步伐，在宁德福安、江苏溧阳、四川宜宾等地就近配套电池结构件生产基地。其中，公司在上市时募资建设的年产 2500 万件新能源汽车锂电池壳体项目、年产 4940 万件新能源动力锂电池顶盖及 2550 万件动力锂电壳体生产线项目现已建设完成；其他项目建设正在进行，预计未来两年公司产能将陆续释放。就近配套、深度绑定，有助于公司充分受益于龙头企业的规模扩张，为未来公司的高速增长打下坚实基础。

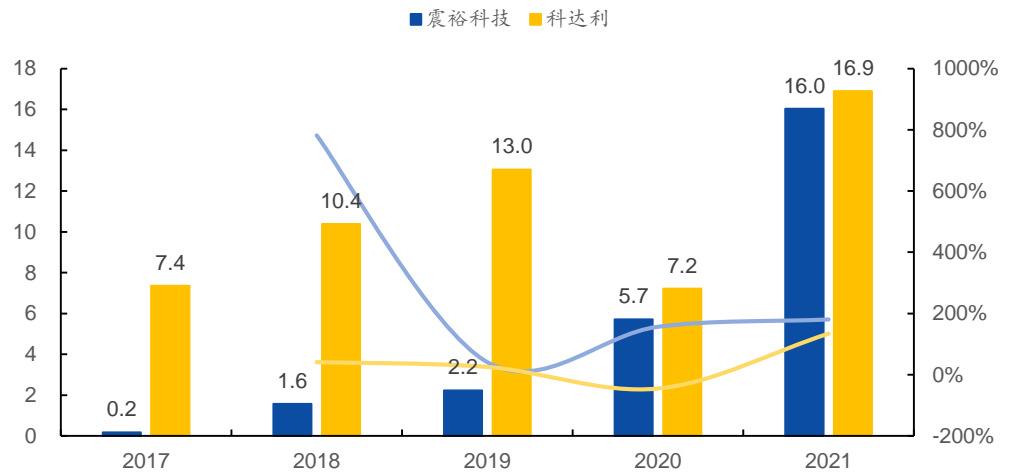
表 6：公司围绕宁德时代产能规划就近配套生产基地

宁德时代产能基地		震裕科技配套基地				
自建基地	规划产能 (GWh)	配套基地	预计投资额 (亿元)	项目名称	实施主体	项目进度 (截至 2021 年年报)
宁德漳湾区湖西基地、车里湾、福鼎基地	162	宁德福安	0.33	年产 2500 万件新能源汽车锂电池壳体项目	宁德震裕	100%
			4	锂电池外壳 (机械结构件) 项目		3.00%
江苏溧阳基地	75	江苏溧阳	16	高端动力电池结构件项目	常州范斯特	1.27%
四川宜宾基地	100	四川宜宾	5	震裕新能源电池结构件二期项目	宜宾震裕	5.00%
		浙江宁波	3.23	年产 4940 万件新能源动力锂电池顶盖及 2550 万件动力锂电池壳体生产线项目	宁波震裕	100%
			16	年产 9 亿件新能源动力锂电池顶盖项目		23.00%
合计	337		44.56			

资料来源：公司公告、高工锂电、国元证券研究所

迎头赶上，公司与科达利对电池龙头企业供应份额基本相平。在龙头电池企业结构件供应体系中，公司从无到有，从小到大，实现质的飞越。2017 年公司结构件出货营业收入 0.2 亿元，2021 年公司营收达到 16.03 亿元，CAGR 达到 200%；科达利 2021 年结构件对其主要客户营业收入 16.9 亿元，两者几乎持平；震裕科技经过多年的发展，凭借高精度的模具技术、先进的壳体和顶盖加工制造能力，与科达利一样成为动力电池结构件供应链体系中非常重要的一员。

图 20：震裕科技和科达利对其第一大客户的销售收入 (亿元)



资料来源：公司公告、国元证券研究所

### 3.3 动力和储能双赛道加持，锂电结构件市场前景广阔

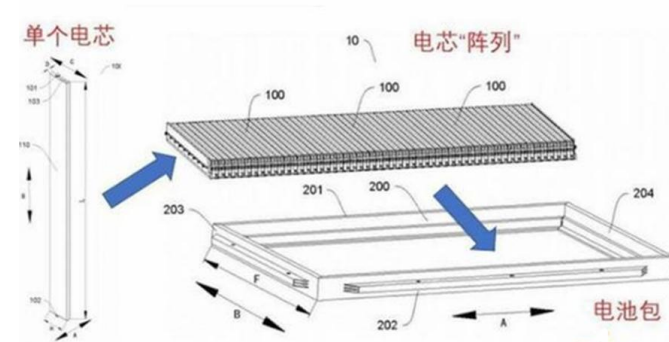
刀片化是方形电池结构发展的重要方向。刀片电池+无模组技术 (CTP) 可大幅度提高电池包的成组效率和空间利用率，增加新能源汽车的续航里程。因此，比亚迪推出了刀片电池解决方案，并且在全系 BEV 车型配备这种电池。蜂巢在电池日上发布了 L600、L300、L400 多尺寸的短刀片，且已在部分车型上量。由此可见，刀片



化是国内电池企业在电池结构革新上一个重要的技术发展方向。与传统的 U 型结构方铝电池相比，刀片电池是由两个顶盖和一个壳体组成；顶盖数量的增加，壳体变长使工艺复杂度增加，在一定程度上会提高单体电芯结构件的价值量。

图 21：比亚迪刀片电池

图 22：蜂巢能源 L600 短刀片



资料来源：易车网、国元证券研究所

资料来源：电动汽车观察家、国元证券研究所

国外市场开始加大对方形电池的布局。无模组技术极大地提高了方形结构的竞争力，当前全球新能源汽车制造商逐渐青睐方形电池。2021 年，大众汽车宣布未来生产的电动汽车，方铝结构封装的锂电池占比将达到 80%。SNE Research 执行副总裁 James Oh 在今年 4 月举办的 NGBS 2022（下一代电池研讨会）上透露，在 2024-2025 年新一轮订单进行谈判的前提下，督促韩国电池合作伙伴，将更多资源和精力投向方形电池的研发与生产中，以取代当前的软包电池。日韩主要动力电池厂商，也从之前专注的圆柱和软包，逐渐开始布局方形电池。

表 7：海外主要动力电池企业方形电池布局情况

企业类型	企业	方形布局情况
韩国电池企业	SDI	具有方形电池生产技术，目前单体能量密度约为 220-250Wh/kg，并计划建设第三座标准方形电芯电池厂。
	SK On	专注于软包电池生产，其已完成方形电池设备及产线调研，公司计划建立中试产线，之后投入大规模量产。
欧洲电池企业	Northvolt	2021 年底，Northvolt 超级工厂项目首块方形电池下线，后续将持续扩大生产规模。
日本电池企业	松下	目前以圆柱路线为主，与丰田汽车成立合资公司泰星能源解决方案有限公司，重点开发车载方形电池。

资料来源：维科号、oFweek、钜大锂电、国元证券研究所

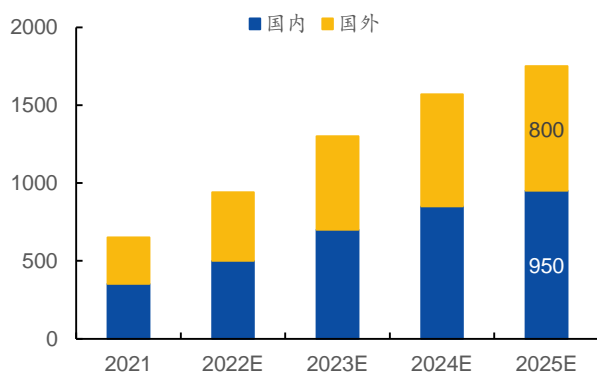
储能市场成为方铝电池的一个重要应用场景。储能市场对电池的安全、寿命和成本要求较高。方形铝壳结构成本低、壳体带电耐腐蚀，以及兼容大容量电芯等特点，满足储能市场对封装结构的要求；比如，目前市场主流的用于大储能领域的 280Ah 电芯，采用方形铝壳结构+磷酸铁锂体系。储能市场方兴未艾，根据中关村储能产业技术联盟统计，2021 年仅青海、山东、湖南、浙江、内蒙古五省以及南方电网的储能规划合计已达到 39GW，且已有 20 多地明确新能源配置储能比例。随着储能市场的快速扩张，将进一步助推方铝结构件行业的蓬勃发展。

**表 8：部分地区储能“十四五”规划**

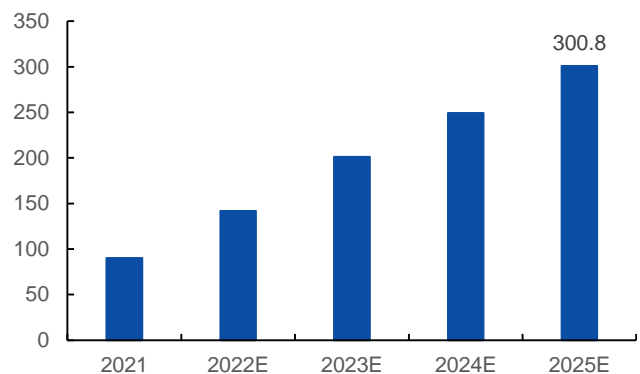
序号	地区	政策名称	发布时间	要点	装机规模 (GW)
1	青海	《青海打造国家清洁能源产业高地行动方案》	2021年7月13日	“十四五”末，青海新型储能装机规模达到 6GW 左右，应用规模位居全国前列。实现电力系统中短周期储能调节。	6
2	山东	《山东省能源发展“十四五”规划》	2021年8月4日	十四五期间：储能发展目标 4.5GW，抽蓄 4GW，需求响应能力达到最高负荷的 2%以上。	4.5
3	湖南	《关于加快推动湖南省电化学储能发展的实施意见》	2021年10月31日	到 2023 年建成电化学储能电站 1.5GW/3GWh 以上	1.5
4	浙江	《关于浙江省加快新型储能示范应用的实施意见》	2021年11月9日	十四五力争实现 2GW 左右新型储能示范项目发展目标。	2
5	南方电网	《南方电网“十四五”电网发展规划》	2021年11月12日	“十四五”期间，南方五省区将新增抽水蓄能 6GW，推动新能源配套储能 20GW	20
6	内蒙古	《关于加快推动新型储能发展的实施意见》	2021年12月31日	到 2025 年建成并网新型储能规模达到 5GW 以上，独立共享储能电站不低于 5 万千瓦，时长不低于 4 小时。	5
合计					39

资料来源：中关村储能产业技术联盟、国元证券研究所

受益于新能源汽车和储能市场的高度景气，方形结构件未来空间广阔。根据高工锂电统计，2021 年国内方形电池装机占比高达 86.4%，我们认为未来国内方形铝壳市场份额仍将占据主流，稳定在 86%附近，国外市场方铝电池渗透率有望进一步提升；假设随着 B、C 级车市占率的提升，2025 年单车均带电量有望提升至 52kWh，以及 2025 年我国新能源汽车销量 950 万辆、国外新能源汽车销量 800 万辆，储能市场装机 180GWh。随着规模效应释放、大容量电芯占比提升，电池结构件单 Wh 成本整体处于下降趋势，我们预测 2025 年方形铝壳结构件成本为 0.39 亿元/GWh。则未来方形电池结构件市场规模有望达到 300.8 亿元，CAGR 35.2%。

**图 23：2021-2025 年全球新能源汽车销售预测（万辆）**
**图 24：方铝结构件 2025 年市场空间预测（亿元）**


资料来源：GGII、EV tank、国元证券研究所



资料来源：GGII、EV Tank、国元证券研究所

## 4. 汽车铁芯快速放量，打造第二成长曲线

### 4.1 汽车铁芯占比提升，加大产能建设享时代红利

铁芯是影响驱动电机性能的核心关键。驱动电机是以磁场为媒介进行机械能和电能相互转换的电磁装置，是驱动电动汽车行驶的动力装置，承担着电能转化和充电的双重功能。电机主要由电机铁芯和其他辅助部分组成，其中电机铁芯包含定子和转子。定子可实现导磁、导电和支撑固定等功能；转子可实现输出转矩，减少启动电流，改善启动特性等功能。定转子对电机产品质量和性能具有至关重要的作用，如定转子冲片材料的同板差、尺寸精度、毛刺的大小和方向的一致性、铁芯叠压系数，直接决定了电机的性能、能效及稳定性。在成本上，定转子合计占比比较高，约 30%。

图 25：电机内部构造

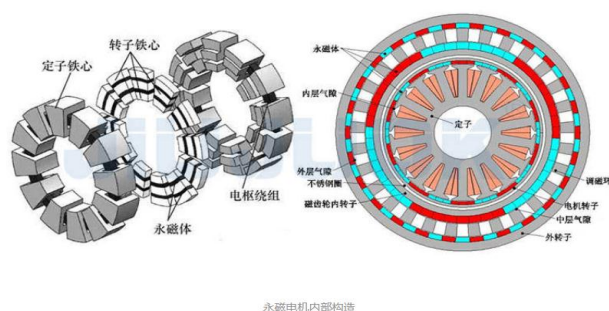
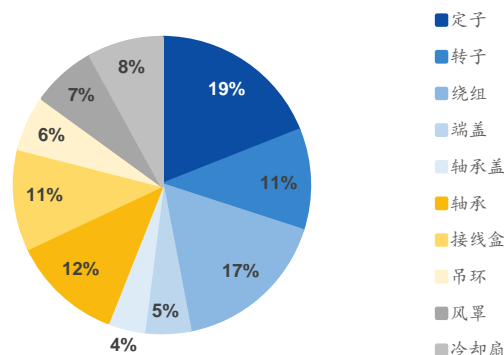


图 26：定转子成本占比约 30%



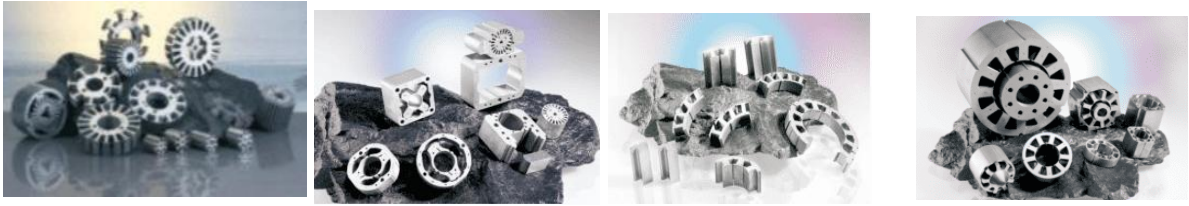
资料来源：久巨自动化、国元证券研究所

资料来源：招股说明书、国元证券研究所

定子薄片化对模具要求更高，公司优势明显。面对复杂的驾驶工况，新能源汽车追求更高的能量转化效率，在同等带电量的条件下，具备更高的续航里程。极薄的铁芯钢材可以提高高速电机的工作效率，降低高频涡流损耗；因此，定子冲片薄片化成为技术发展的主要方向。在定子冲片厚度不断下降的过程中，技术难度显著增加，模具开发能力成为企业竞争的关键。公司凭借模具深厚的积累，是国内电机铁芯模具领域的“单项冠军”，位列全国电机铁芯模具企业首位，同时又是我国电机铁芯级进模具国家标准主要起草单位，具有明显的技术优势。

表 9：公司电机铁芯主要产品类型

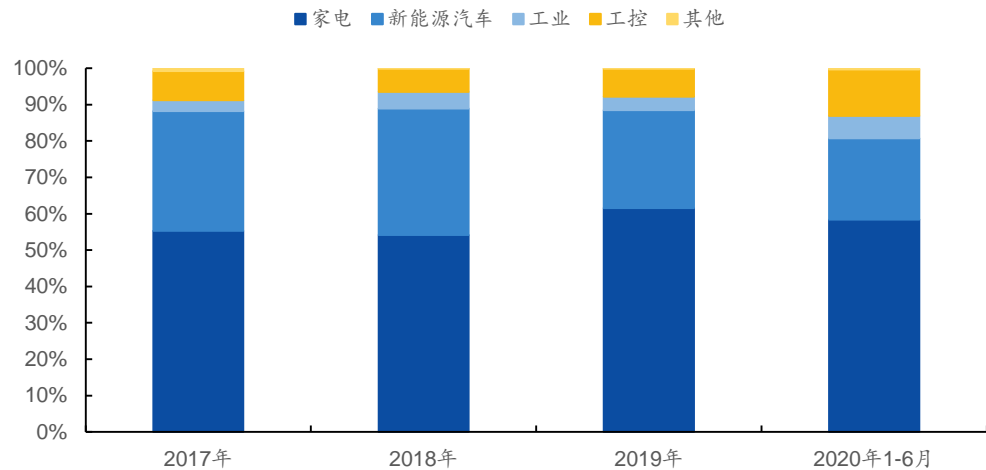
流变频空调压缩机电机铁芯	定频率空调压缩机电机铁芯	发电机电机铁芯	卷绕式轮毂电机铁芯
汽车电机铁芯	单极电机铁芯	拼块式电机铁芯	工业工控电机铁芯



资料来源：招股说明书、国元证券研究所

**新能源汽车电机铁芯业务成为新的增长点。**公司铁芯类型较多，应用于家电、工控、新能源汽车等多种领域。2021 年以前，公司铁芯业务以家电行业为主，占比超过 50%；新能源汽车行业占比偏低，约 22.4%。受益于去年新能源汽车销量爆发式增长，新能源汽车领域的配套铁芯总量突破 80 万台；汽车电机业务在公司铁芯业务中占比大幅度攀升，据我们估算大约达到 45%左右，有望成为公司新的驱动力。

图 27：2017-2020H1 公司马达铁芯产品结构分布



资料来源：招股说明书、国元证券研究所

**马达铁芯业务获高端客户认可，加大投资巩固行业地位。**公司产品在市场上颇受认可，汽车铁芯已覆盖国内 70%以上的中高端客户，已经成为比亚迪系、汇川系、联合汽车电子系供应商；为响应行业快速发展需求，提高市场占有率，巩固行业地位，今年 1 月份全资子公司苏州范斯特拟投资 12 亿元在湖南城陵矶设立新厂，从事电机铁芯及部件生产制造项目。

#### 4.2 双电机趋势凸显，高景气赛道打开市场空间

**驾驶体验更佳，主流新能源车企相继推出双电机版本车型。**双电机动力系统，是使用两台电机，通过运动合成器将两者有机结合起来，不同的电机分别承担低速或高速部分，兼顾低速爬坡和高速续航，大幅提高整车的操控性、稳定性、制动性能和爬坡能力。随着新能源汽车技术不断发展，主流车企对 B 级以上车型均推出双电机版本车型，如特斯拉 Model 3，比亚迪汉 EV 和理想 One。随着未来双电机车型占比的提升，带动电机铁芯销量快速上涨。



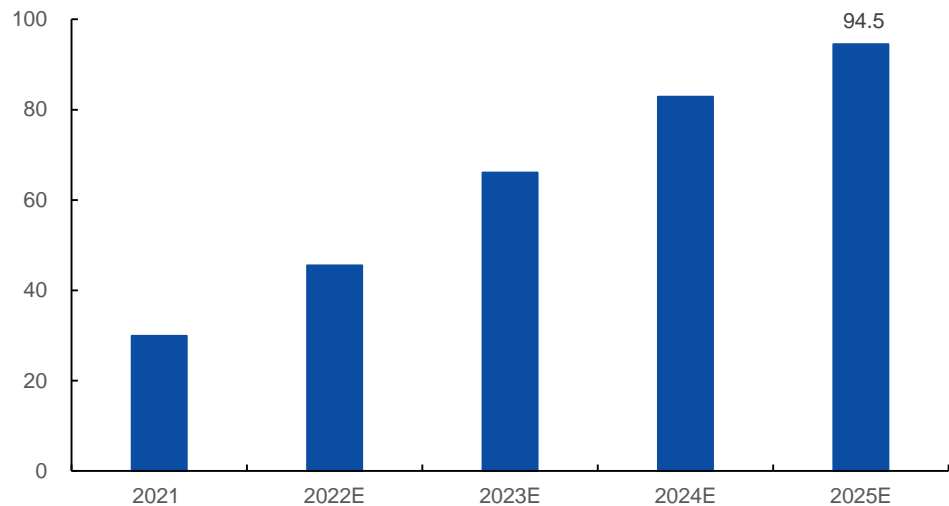
表 10: 新能源汽车销量前 10 以及搭载双电机情况

2021 年新能源汽车前 10 销量				2020 年新能源汽车前 10 销量			
销量排行	汽车品牌	汽车销量	是否有双电机版本	销量排行	汽车品牌	汽车销量	是否有双电机版本
1	宏光 mini	391518	否	1	特斯拉 Model 3	135449	是
2	特斯拉 Model Y	160693	是	2	宏光 mini	119255	否
3	特斯拉 Model 3	151347	是	3	欧拉黑猫	46774	否
4	理想 One	91490	是	4	广汽埃安 AION S	45626	否
5	比亚迪秦 Plus DM-i	81011	否	5	比亚迪秦 EV	41621	否
6	比亚迪汉 EV	79365	是	6	比亚迪汉 EV	40556	是
7	奇瑞小蚂蚁	76238	否	7	奇瑞 EQ1	38249	否
8	奔奔 E-Star	75540	否	8	本田雅阁混动	37865	否
9	广汽埃安 AION S	71939	否	9	丰田亚洲龙混动	34825	否
10	欧拉黑猫	68361	否	10	宝马 5 系新能源	25694	否

资料来源：第一电动、乘联会、国元证券研究所

新能源汽车销量高增，电机铁芯市场未来空间广阔。根据前文描述，我们预测 2025 年全球新能源汽车销量将达到 1750 万辆。新能源汽车销量的大增将带动驱动电机出货量的快速增长。2020 年我国新能源驱动电机装机 146 万台，平均单车电机搭载量为 1.07 台。随着高端双电机新能源汽车销售占比的不断提高，单车电机搭载量比例将不断上升，我们认为 2025 年有望逐步达到 1.35 台/辆。按照单电机铁芯价格 400 元进行测算，预计 2025 年新能源汽车驱动电机的电机铁芯全球市场规模将达到 94.5 亿元。

图 28: 电机铁芯未来市场空间规模 (亿元)



资料来源：GGII、EV tank、国元证券研究所



## 5. 盈利预测

### 5.1 分业务盈利预测

**锂电池精密结构件业务：**根据公司的募投情况，产能有望在 2022 年-2024 年逐步释放。我们预计该业务 2022 年-2024 年营收增速分别为：140%、50%、40%。目前上游原材料铝材价格高企，未来有望回落；随着公司的产品定价模式和客户结构的优化，公司毛利率有望回升。因此，预计 2022 年-2024 年锂电池结构件业务毛利率分别为：18.5%、20.0%、22.0%。

**电机铁芯业务：**根据公司的生产情况，产能有望在未来几年逐步释放。我们预计该业务 2022 年-2024 年营收增速分别为：100%、40%、20%。电机铁芯业务的定价模式是成本加成，随着原材料价格稳定，公司毛利保持平稳。预计 2022 年-2024 年毛利率分别为：19%、19%、19%。

**模具业务：**模具是结构件业务的技术支撑，未来公司生产的模具转为自用为主。因此预计该业务 2022 年-2024 年营收增速平稳，分别为：10%、5%、5%。模具业务长期以来保持着高毛利率水平，预计 2022 年-2024 年毛利率为：53%、53%、53%。

表 11：盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1192.78	3034.12	6098.00	8717.92	11563.58
yoy	59.14%	154.37%	100.98%	42.96%	32.64%
毛利率	25.59%	18.00%	18.71%	19.65%	21.10%
锂电池结构件					
营业收入（百万元）	571.24	1654.40	3969.60	5954.40	8336.16
yoy	163.25%	189.54%	140.00%	50.00%	40.00%
毛利率	21.98%	17.49%	18.50%	20.00%	22.00%
电机铁芯					
营业收入（百万元）	247.90	715.54	1432.00	2004.80	2405.80
yoy	19.90%	189.23%	100.00%	40.00%	20.00%
毛利率	17.20%	18.66%	19.00%	19.00%	19.00%
模具					
营业收入（百万元）	265.41	224.32	246.40	258.72	271.66
yoy	2.15%	-15.60%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	51.43%	51.90%	53.00%	53.00%	53.00%
其他收入（百万元）	108.23	439.85	450.00	500.00	550.00

资料来源：wind、国元证券研究所

### 5.2 可比公司估值

在新能源行业相关政策以及市场需求的不断推动下，我们预计 2022 年至 2024 年公司实现营收 60.98 亿元、87.18 亿元、115.64 亿元，同比增长 100.98%、42.96%、32.64%，归母净利润 3.76 亿元、5.98 亿元、9.18 亿元，同比增长 121.05%、58.9%、53.57%，对应 PE 分别为 27 倍、17 倍、11 倍。在国内的上市公司中，科达利、斯莱克的业务与公司类似，我们选择这两家作为对比。从 PE 角度来看，估值低于同业可比公司，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002850.SZ	科达利	129.7	302	2.33	4.83	7.38	10.17	55.67	26.85	17.57	12.75
300382.SZ	斯莱克	12.72	73.8	0.19	0.37	0.54	0.76	66.95	34.38	23.56	16.74
	平均							61.31	30.62	20.57	14.75
300953.SZ	震裕科技	107.83	100.4	1.83	4.04	6.42	9.86	58.97	26.68	16.79	10.93

资料来源: wind、国元证券研究所

图 29: 公司上市以来 PE-band



资料来源: wind、国元证券研究所

## 6. 风险提示

- 第一大客户收入占比高;** 公司电池结构件客户过于集中, 受主要客户经营情况以及订单量影响较大, 如果客户订单量缩减, 可能会导致公司经营收入出现波动;
- 募投项目扩产不及预期;** 公司披露的扩产规模较大, 可能出现产能建设以及爬坡不及预期的情况, 影响公司业绩。
- 上游原材料涨价导致收入利润不及预期;** 公司盈利能力受上游原材料价格影响较大, 若未来原材料价格持续上涨, 会影响公司的业绩。
- 技术迭代导致方形结构件市占率急剧下降;** 电池封装方式多样, 不同结构封装方式优缺点明显, 若技术迭代较快或者下游客户选用其他类型结构件, 会导致方铝结构件市占率下降的风险。
- 定增融资通过后可能会影响每股收益。** 根据公司公告的定向增发方案, 如该项目在 2022 年通过后, 预计 2022-2024 年 EPS 将变为 3.66、5.82 和 8.94, 分别下降 9.5%、9.4% 和 9.3%。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1132.95	2555.51	4874.93	6896.66	9302.90
现金	64.30	380.46	670.78	784.61	920.91
应收账款	406.20	672.07	1295.95	1852.73	2457.49
其他应收款	2.73	6.23	14.03	20.05	26.60
预付账款	40.26	184.17	396.59	630.45	912.41
存货	215.74	621.99	1201.81	1698.23	2211.97
其他流动资产	403.73	690.59	1295.78	1910.59	2773.52
<b>非流动资产</b>	776.29	1646.36	2505.63	2863.54	3053.50
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	578.38	788.89	1532.74	1870.20	2017.94
无形资产	20.60	101.54	179.04	236.04	272.54
其他非流动资产	177.31	755.93	793.85	757.30	763.02
<b>资产总计</b>	1909.24	4201.88	7380.57	9760.20	12356.40
<b>流动负债</b>	1156.59	2425.81	5173.00	6949.78	8622.87
短期借款	517.44	721.18	1628.82	2000.91	2210.00
应付账款	233.96	664.16	1323.61	1870.34	2436.15
其他流动负债	405.19	1040.47	2220.56	3078.53	3976.72
<b>非流动负债</b>	19.40	288.75	344.01	349.01	354.01
长期借款	0.00	236.53	289.01	289.01	289.01
其他非流动负债	19.40	52.22	55.00	60.00	65.00
<b>负债合计</b>	1175.99	2714.55	5517.01	7298.79	8976.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	69.81	93.08	93.08	93.08	93.08
资本公积	296.05	869.67	869.67	869.67	869.67
留存收益	367.40	524.57	900.81	1498.66	2416.78
归属母公司股东权益	733.25	1487.32	1863.56	2461.41	3379.53
<b>负债和股东权益</b>	1909.24	4201.88	7380.57	9760.20	12356.40

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-79.28	-315.69	-159.76	197.14	406.17
净利润	130.26	170.20	376.24	597.85	918.12
折旧摊销	64.95	91.29	147.75	225.10	278.04
财务费用	18.60	31.46	94.64	136.13	152.66
投资损失	0.00	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
营运资金变动	-306.60	-646.24	-800.00	-780.00	-975.00
其他经营现金流	13.50	37.89	21.91	18.37	32.65
<b>投资活动现金流</b>	-132.42	-445.65	-937.97	-535.20	-420.20
资本支出	135.86	437.13	850.00	450.00	350.00
长期投资	0.00	11.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	3.44	2.48	-87.97	-85.20	-70.20
<b>筹资活动现金流</b>	171.61	949.83	1287.00	576.00	-130.00
短期借款	205.51	203.73	907.65	372.09	209.09
长期借款	0.00	236.53	52.48	0.00	0.00
普通股增加	0.00	23.27	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	573.63	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.91	-87.32	326.87	203.91	-339.09
<b>现金净增加额</b>	-40.43	187.90	290.32	113.83	136.30

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1192.78	3034.12	6098.00	8717.92	11563.58
营业成本	887.59	2488.09	4957.35	7005.01	9124.15
营业税金及附加	4.45	8.31	18.29	26.15	34.69
营业费用	10.98	19.07	36.59	50.56	67.07
管理费用	65.83	137.32	256.12	357.43	474.11
研发费用	41.72	132.81	292.70	444.61	647.56
财务费用	18.60	31.46	94.64	136.13	152.66
资产减值损失	-13.27	-34.85	-20.00	-30.00	-40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.30	0.30	0.30	0.30
<b>营业利润</b>	153.96	183.72	419.60	665.82	1021.64
营业外收入	0.04	0.07	0.10	0.12	0.15
营业外支出	1.00	1.66	1.66	1.66	1.66
<b>利润总额</b>	153.00	182.12	418.04	664.28	1020.13
所得税	22.74	11.92	41.80	66.43	102.01
<b>净利润</b>	130.26	170.20	376.24	597.85	918.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	130.26	170.20	376.24	597.85	918.12
EBITDA	237.51	306.48	661.99	1027.04	1452.34
EPS (元)	1.87	1.83	4.04	6.42	9.86

**主要财务比率**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	59.14	154.37	100.98	42.96	32.64
营业利润(%)	75.83	19.33	128.40	58.68	53.44
归属母公司净利润(%)	68.17	30.66	121.05	58.90	53.57
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.59	18.00	18.71	19.65	21.10
净利率(%)	10.92	5.61	6.17	6.86	7.94
ROE(%)	17.77	11.44	20.19	24.29	27.17
ROIC(%)	17.12	12.71	21.57	29.11	39.13
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.59	64.60	74.75	74.78	72.65
净负债比率(%)	44.00	39.07	36.63	32.79	28.99
流动比率	0.98	1.05	0.94	0.99	1.08
速动比率	0.79	0.79	0.71	0.74	0.82
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.76	0.99	1.05	1.02	1.05
应收账款周转率	3.69	5.41	5.99	5.35	5.18
应付账款周转率	4.82	5.54	4.99	4.39	4.24
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.83	4.04	6.42	9.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.85	-3.39	9.03	9.85	13.50
每股净资产(最新摊薄)	7.88	15.98	20.02	26.44	36.31
<b>估值比率</b>					
P/E	77.05	58.97	26.68	16.79	10.93
P/B	13.69	6.75	5.39	4.08	2.97
EV/EBITDA	44.61	34.57	16.01	10.32	7.30

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188