

和胜股份(002824)深度研究报告

麒麟电池提升托盘壁垒，储能结构件打开第二成长曲线

- ❖ **麒麟电池盒竞争壁垒提升，电池盒 ASP 加速成长。**麒麟电池作为下一代 CTP 电池，在结构设计和性能上实现了全新突破。从第一性原理驱动看，电池 Pack 在不断追求能量密度提升、空间利用率提升，同时需要平衡电芯密度增加带来的散热需求。麒麟电池凭借创新的结构设计和多功能夹层实现了能量密度提升及更大的散热面积，预计量产后有望成为市场主流电池方案之一。其官方宣传空间利用率超 70%，取消了横梁纵梁，对电池盒提出更高结构强度要求，气密性测试、边框防撞保护等级更高，电池盒加工工艺更加复杂，制造难度较上一代产品进一步提升。22 年传统电池盒领域已经呈现竞争加剧，扩产厂商大幅增加，叠加大客户降本压力，旧产品价格利润率持续承压，和胜份额小幅下降，伴随麒麟电池进入量产，和胜有望凭借先发优势和技术良率占据新产品更高份额。从制造工艺看，麒麟电池盒融合了多种工艺，工序较上一代 CTP 更加复杂，但受材料成本减少影响整体价格仍有增长，预计平均单价超 3000 元，较现有平均价格显著提升。随着麒麟电池渗透率提升，公司高端电池盒出货占比将进一步提升，目前行业竞争对手产能仍主要以传统托盘/FSW 为主，盈利能力一般，公司凭借前期投入和早期研发引领工艺变革，单车价值量和盈利水平显著优于同行，公司有望凭借麒麟电池巩固电池盒竞争优势。
- ❖ **储能电池前景广阔，挤压工艺结构件打开第二成长曲线。**新能源发电占比持续提升，配套储能需求迎来快速增长，电池储能凭借工艺成熟、投资周期短等优点逐步成为主流路线，全球电池龙头宁德的储能电池增速超过动力电池。根据储能电池的需求特点，大电芯逐步成为未来发展路线，与之配套的电芯结构件需要兼具安全性和成本，和胜擅长的挤压型材工艺在大型结构件中更具相对优势，凭借与 C 客户的战略合作顺势切入储能结构件，公司新能源业务有望打开新增量，考虑储能业务增速更快，公司业绩有望再次迎来加速。
- ❖ **消费业务持续开拓，下游复苏有望带动传统业务重回增长。**22 年受消费电子下游衰退及地产链拖累，公司传统消费电子+五金类业务下滑。23 年伴随下游消费市场好转，金属中框在消费电子终端渗透提升，公司消费电子业务有望复苏，公司 22 年积极开拓新客户，目前已基本覆盖主流手机品牌。此外公司消费业务产业链配套完善，上游材料产能充沛，通过灵活调整产能，为汽车业务提供部分工序外协加工。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**考虑麒麟电池推出有望提升电池盒制造壁垒，和胜竞争优势更加显著，储能结构件业务开启第二成长曲线，综合考虑传统业务复苏进程和新能源车渗透率，我们将 2022-2024 年盈利预测由 3/5/6.55 亿调整为 2.2/4.53/6.26 亿，公司股权激励定下高增目标，考虑到公司业务量价齐升和可比公司估值，参考可比公司铭利达、科达利、祥鑫科技以及公司历史估值，我们给予 2023 年目标 PE 估值 30 倍，目标价 68.1 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**项目推进不及预期、新能源汽车销量低于预期、竞争加剧。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	2,410	3,019	5,345	7,908
同比增速(%)	62.4%	25.2%	77.0%	48.0%
归母净利润(百万)	206	220	453	626
同比增速(%)	173.4%	6.8%	105.7%	38.3%
每股盈利(元)	1.12	1.10	2.27	3.14
市盈率(倍)	37	37	18	13
市净率(倍)	6.9	6.5	4.8	3.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价

强推 (维持)

目标价：68.1 元

当前价：40.84 元

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859
邮箱：gengchen@hcyjs.com
执业编号：S0360517100004

证券分析师：熊翊宇

邮箱：xiongyiyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520060001

联系人：高远

邮箱：gaoyuan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	19,971.30
已上市流通股(万股)	13,063.92
总市值(亿元)	81.56
流通市值(亿元)	53.35
资产负债率(%)	45.99
每股净资产(元)	7.51
12 个月内最高/最低价	63.49/21.83

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《和胜股份(002824)深度研究报告：CTP 渗透加快带动电池盒量价齐升，垂直一体化布局构筑竞争壁垒》

2022-05-18

《和胜股份(002824)2021 年报点评：业绩符合预期，托盘盒业务开启第二成长曲线》

2022-04-27

《和胜股份(002824)跟踪分析报告：磷酸铁锂复兴衍生 CTP 产业趋势，重视 CTP 结构创新重大投资机会》

2022-02-07

投资主题

报告亮点

本报告从底层业务逻辑出发，突出公司的竞争优势，强调在市场担忧竞争加剧的进程中依然有公司自身阿尔法，产品迭代会改变公司的竞争低位，过去随着竞争加剧和下游客户降本压力大，公司主营业务电池盒发展受阻，份额和毛利率均有所下降，23年电池行业有望伴随4680电池和麒麟电池量产进入新一轮产品周期，公司有望凭借新一代麒麟电池重新获得较高市场份额和较高利润率，同时公司新切入储能电芯结构件业务，从托盘大件走向电芯小件，业务空间进一步打开，叠加传统消费电子业务有复苏预期，公司23、24年业绩有望重回增长通道。

投资逻辑

本篇报告主要从三个部分阐述公司逻辑。首先阐明公司核心成长业务电池盒有望在麒麟电池带动下重回高份额高利润率，再通过分析储能业务为公司打开新增量空间，最后通过分析传统业务的周期变化预期公司盈利有望实现增长。

关键假设、估值与盈利预测

考虑麒麟电池推出有望提升电池盒制造壁垒，和胜竞争优势更加显著，储能结构件业务开启第二成长曲线，综合考虑传统业务复苏进程和新能源车渗透率，我们将2022-2024年盈利预测由3/5/6.55亿调整为2.2/4.53/6.26亿，公司股权激励定下高增目标，考虑到公司业务量价齐升和可比公司估值，参考可比公司铭利达、科达利、祥鑫科技以及公司历史估值，我们给予2023年目标PE估值30倍，目标价68.1元，维持“强推”评级。

目 录

一、麒麟电池推动电池革新，托盘盒迎来重大升级.....	6
（一）需求创新驱动电动车渗透率提升，动力电池需求持续高增.....	6
（二）动力电池方案持续迭代，麒麟电池系统集成度全球新高具备竞争优势.....	8
（三）麒麟电池电池盒功能升级，难度提升和胜股份具备更大优势.....	10
（四）公司加快扩产步伐，全产业链布局构筑成本优势.....	12
二、储能需求持续高增，有望进一步打开公司成长空间.....	15
（一）可再生能源发电存在波动性，驱动储能需求快速增长.....	15
（二）电化学储能承担重要角色，行业集中度相对较高头部玩家占据主要份额..	18
（三）定点大客户储能项目，打造公司新的业绩增长点.....	20
三、传统消费电子平稳发展，市场复苏有望带来增量.....	21
（一）金属中框渗透率稳步上升，智能手机市场需求见底或有望触底反弹.....	21
（二）公司消费电子产品种类丰富，业务或有望伴随终端需求反弹贡献增量.....	23
四、盈利预测与估值.....	24
五、风险提示.....	24

图表目录

图表 1	当前全球已明确立法或在政策文件提出碳中和目标时点国家和地区情况	6
图表 2	中国新能源购置税补贴政策与电动车销量情况（辆）	6
图表 3	购置税补贴政策三次延期	7
图表 4	全球新能源汽车销量及同比增速/万辆	7
图表 5	新能源汽车三电系统	8
图表 6	宁德时代麒麟电池	8
图表 7	特斯拉 4680 电池	8
图表 8	宁德时代 CTP 技术示意图	9
图表 9	宁德时代和比亚迪 CTP 排布方式示意图	9
图表 10	蜂巢能源 CTP 技术示意图	9
图表 11	麒麟电池性能显著提升	10
图表 12	麒麟电池将水冷功能件置于电芯之间	10
图表 13	麒麟电池与 4680 电池对比	10
图表 14	动力电池结构示意图	11
图表 15	传统电池盒和 CTP 电池盒（右）的对比	11
图表 16	2021 年项目投资情况	12
图表 17	宁德时代 22 年毛利率承压	13
图表 18	和胜股份 22 年因行业竞争加剧毛利率下滑	13
图表 19	主要公司电池盒产能情况	13
图表 20	和胜股份参控公司分布情况概览	14
图表 21	公司及主要竞争对手净利率情况	14
图表 22	全球光伏新增装机量及预测/GW	15
图表 23	全球风电新增装机量及预测/GW	15
图表 24	国内各省市主要新型储能规划	15
图表 25	美国主要储能相关政策	17
图表 26	欧洲主要储能相关政策	17
图表 27	全球储能新增装机需求测算	18
图表 28	储能技术分类	19
图表 29	各类储能技术基本原理与主要优缺点对比	19
图表 30	中国厂商 2021 年全球储能电池出货量排行/MWh	20
图表 31	CATL 储能电芯方案	20
图表 32	挤压工艺和冲压对比	21
图表 33	各品牌主要机型中框材质情况	21

图表 34	不同金属中框对比	22
图表 35	全球智能手机出货量及增速/百万部	23
图表 36	国内智能手机出货量及增速/亿部	23
图表 37	公司手机用铝挤压材	23
图表 38	公司消费电子类营收情况/亿元	24

一、麒麟电池推动电池革新，托盘盒迎来重大升级

（一）需求创新驱动电动车渗透率提升，动力电池需求持续高增

碳中和大背景下，新能源汽车发展趋势明确。自2016年197个国家签署《巴黎协定》以来，碳中和已成为全球性的趋势。根据ENERGY & CLIMATE INTELLIGENCE UNIT数据，当前已有42个国家和地区通过立法或政策文件明确提出碳中和目标时点，且另有数十个国家通过声明提出碳中和目标时点，基本覆盖全球主要国家。传统燃油汽车碳排放较高，在碳中和背景下，新能源汽车发展趋势较为明确。

图表 1 当前全球已明确立法或在政策文件提出碳中和目标时点国家和地区情况

碳中和时点	国家/地区
2030	马尔代夫、巴巴多斯
2035	芬兰
2040	奥地利、冰岛、安提瓜和巴布达
2045	德国、瑞典、葡萄牙
2050	美国、日本、法国、英国、韩国、加拿大、西班牙、爱尔兰、丹麦、匈牙利、新西兰、意大利、智利、希腊、俄国多尔、巴拿马、克罗地亚、立陶宛、哥斯达黎加、斯洛文尼亚、乌拉圭、卢森堡、拉脱维亚、马耳他、斐济、伯利兹、马绍尔群岛、摩纳哥
2053	土耳其
2060	中国、巴西、乌克兰、斯里兰卡

资料来源：ENERGY & CLIMATE INTELLIGENCE UNIT，华创证券

市场驱动逐步取代政策驱动，国补退坡影响在减小。2020年以来补贴退坡有序推进，车企规模化生产、全产业链趋于成熟、基础设施配套逐步完善，政策依赖性明显降低，中国新能源市场从政策驱动向市场驱动转移。根据历史退坡时间及销量，退坡后短期内电动车销量及渗透率受影响但修复速度快，2021及2022年退坡后三个月恢复到原有水平。

图表 2 中国新能源购置税补贴政策与电动车销量情况（辆）



资料来源：marklines、乘联会，华创证券

免征购置税再延期。2022年8月国务院常务会议决定，对新能源汽车免征购置税政策延至2023年底。此次免征购置税为历史上第三次延期，国补政策取消背景下，免征新能源

车购置税将缓解购置成本的上涨，助力国补退坡“软着陆”。

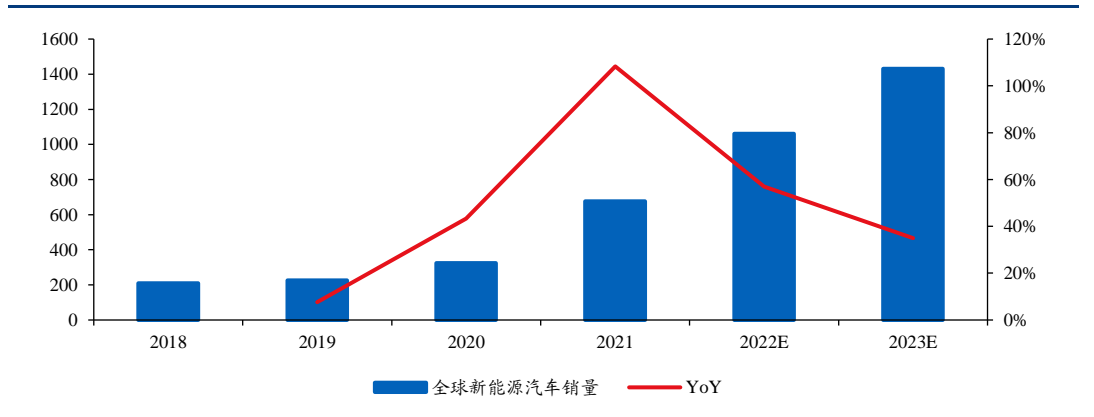
图表 3 购置税补贴政策三次延期

发布时间	生效时间	政策内容
2014年8月6日	2014年9月1日-2017年12月31日	对购置的新能源汽车免征车辆购置税
2017年12月26日	2018年1月1日-2020年12月31日	对购置的新能源汽车免征车辆购置税
2020年4月28日	2021年1月1日-2022年12月31日	完善新能源汽车购置相关财税支持政策，将新能源汽车购置补贴政策延续至2022年底
2022年9月18日	2023年1月1日-2023年12月31日	对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日日期内的新能源汽车，免征车辆购置税

资料来源：财政部、国家税务总局、工信部、国家发改委，华创证券

全球新能源汽车销量快速增长，预计2023年销量可达1431万辆/+35%。根据瑞典咨询机构EV-Volumes数据，2021年全球新能源汽车销量达到675万辆/+108%，预计2022年全球新能源汽车销量可达到1060万辆/+57%。我们对全球新能源汽车发展持乐观预期，预计2023年全球销量有望达到1431万辆/+35%，其中中国900万辆/+40%、欧洲280万辆/+15%、美国179.5万辆/+80%。

图表 4 全球新能源汽车销量及同比增速/万辆



资料来源：EV-Volumes，华创证券测算

动力电池为新能源汽车三电系统核心组成部分，受益于新能源汽车销量增长。新能源汽车相较于传统燃油汽车主要区别在于三电系统。具体而言，新能源汽车三电系统包括电机、电驱和动力电池。在全球新能源汽车销量高增的背景下，动力电池作为新能源汽车的核心三电系统组成部分之一，需求有望迎来较快增长。

图表 5 新能源汽车三电系统



资料来源：海克斯康制造智能搜狐号

(二) 动力电池方案持续迭代，麒麟电池系统集成度全球新高具备竞争优势

麒麟电池与 4680 方案均有望于 23 年量产，动力电池行业进入新一轮创新周期。动力电池作为新能源汽车的核心组成部分之一，对整车的续航里程起到决定性作用。在新能源汽车续航不断提升的趋势下，优化电池结构成为动力电池技术迭代的主要方向之一，当前主要厂商均发布了其新的动力电池方案，例如宁德时代的麒麟电池和特斯拉的 4680 电池。根据宁德时代互动平台信息与特斯拉业绩会披露口径，麒麟电池和 4680 电池均有望在 2023 年实现大规模量产，我们认为这标志着动力电池行业进入新一轮的创新周期。

图表 6 宁德时代麒麟电池



资料来源：宁德时代麒麟电池发布会

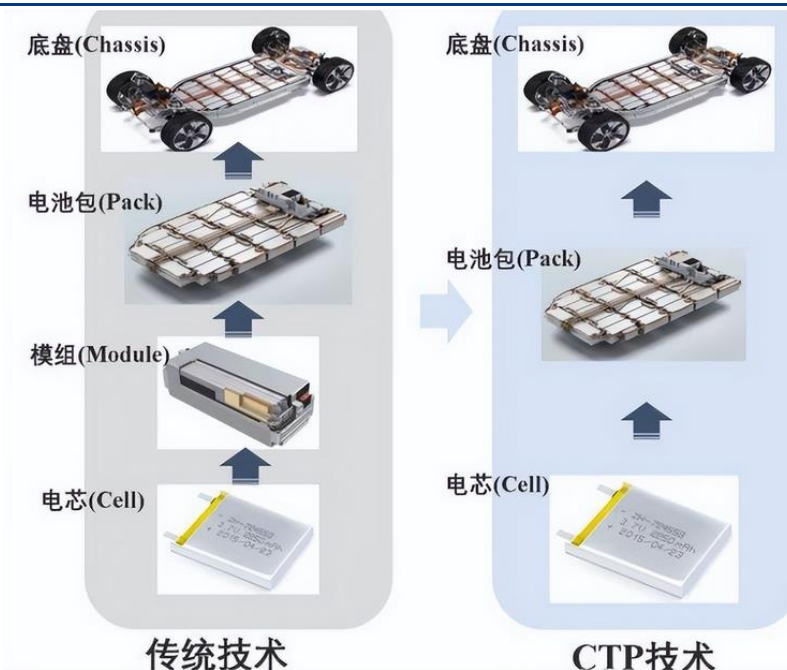
图表 7 特斯拉 4680 电池



资料来源：特斯拉电池日

CTP 技术精简电池包模组环节，“无模组理念”提升集成效率。宁德时代在 2019 年于法兰克福展提出 CTP（Cell to Pack）技术。相比于传统的电池包“电芯-模组-PACK”三重的结构，CTP 技术通过“完全无模组”或“大模组替代小模组”两种方式提高了电池的集成效率，从而起到提升电池包能量密度，提升整车续航里程的功能。

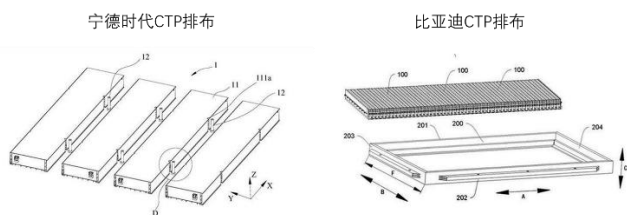
图表 8 宁德时代 CTP 技术示意图



资料来源: 太平洋汽车网

精简模组环节思路不变, 主要电池厂商均公布 CTP 相关差异化技术。当前除宁德时代外, 比亚迪、蜂巢能源等主要电池厂商均公布了自身的 CTP 技术。各家厂商的 CTP 技术主要区别在于电芯的排布和固定的方式, 总体而言核心思路保持一致, 均为通过减少或者取消模组, 节省模组的结构件 (以端板和侧板为主), 提升电池包集成度, 进而提升电池包能量密度。

图表 9 宁德时代和比亚迪 CTP 排布方式示意图



资料来源: 电动邦

图表 10 蜂巢能源 CTP 技术示意图



资料来源: 爱集微

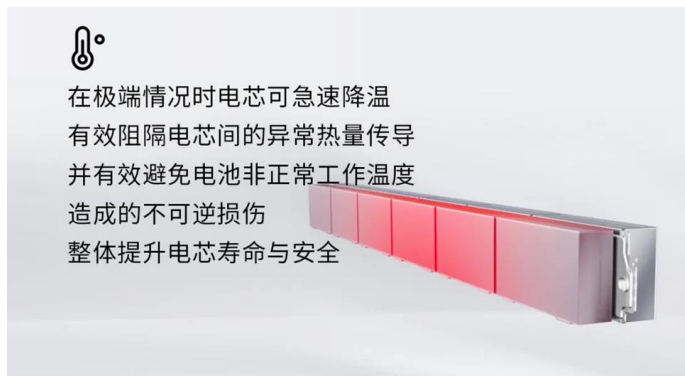
2022 年宁德时代 CTP 迭代发布麒麟电池, 系统集成度创全球新高。2022 年 6 月 23 日, 宁德时代发布第三代 CTP——麒麟电池, 系统集成度创全球新高, 体积利用率突破 72%, 能量密度可达 225Wh/kg, 比大圆柱电池的能量密度高 13%, 能够实现整车 1000 公里续航, 且具备 4C 快充能力。在散热方面, 麒麟电池运用了全球首创的电芯大面冷却技术, 基于电芯的变化, 将水冷功能置于电芯之间, 使换热面积扩大四倍, 从而使得麒麟电池的电芯控温时间缩短至原来的一半。

图表 11 麒麟电池性能显著提升



资料来源：宁德时代麒麟电池发布会

图表 12 麒麟电池将水冷功能件置于电芯之间



资料来源：宁德时代麒麟电池发布会

CTP 3.0 技术将电池包体积利用率提升至 72%，相对其他方案具备一定优势。根据宁德时代数据，基于 CTP 3.0 的电池 PACK 由于进一步减少了模组的结构件，可将体积利用率由 CTP 1.0 的 55% 提升至 72%，为业内当前最高。更高的体积利用率可以带来更高的能量密度，进一步提升新能源汽车的续航里程，具备一定的竞争优势。

图表 13 麒麟电池与 4680 电池对比

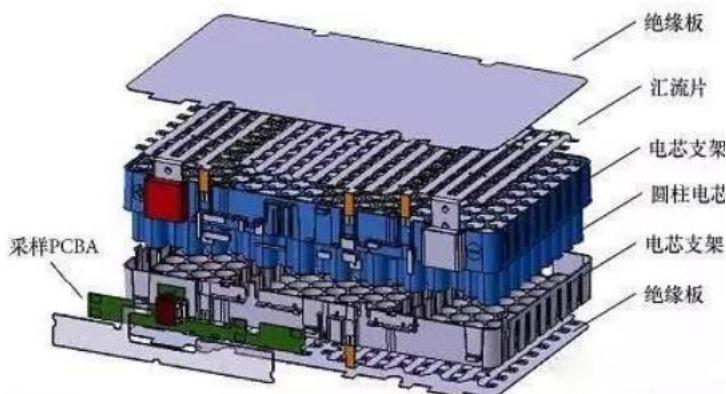


资料来源：宁德时代麒麟电池发布会

（三）麒麟电池电池盒功能升级，难度提升和胜股份具备更大优势

作为动力电池 PACK 的核心组成部分之一，电池盒对电池安全性起到至关重要的作用。汽车动力电池系统主要包括动力电池盒、电芯和电源管理系统（BMS）等。其中电芯作为动力电池的能量存储单元，电池管理系统用于动力电池电芯的管理和监控，而动力电池盒作为动力电池系统载体的同时，对于电池各个相关的子系统的安全性、密封性、防冲撞能力以及集成效应起到了至关重要的作用。

图表 14 动力电池结构示意图

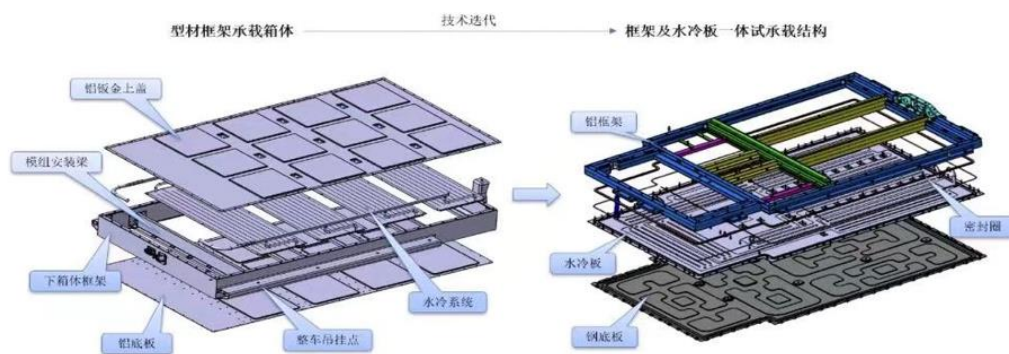


资料来源：长先新材维科号

CTP 技术提升电池盒集成度和复杂度，单车价值量有望增长。基于 CTP 技术的电池包由于减少或取消了模组环节，部分原本模组所承担的功能需由电池盒承担，对电池盒的性能提出了更高的要求，电池盒价值量也随之提升。具体而言主要提升在以下几个方面：

- **电池盒强度要求提升。** 在传统电池包结构中，电池模组对电芯起到支撑、固定和保护作用，电池盒则主要承受来自外部的挤压力；但在 CTP 结构中，由于减少或取消了模组环节，电池盒在承担外部的挤压力之外，还需承担原本由模组承担的来自电芯的膨胀力，电池盒强度要求提升。
- **电池盒还需满足保暖、绝缘、散热等方面的需求。** CTP 电池盒结构在底盘承载式结构箱体的基础上，把底板型材更改为水冷板，其不仅承载电芯重量而且为电池提供冷却及加热等功能。

图表 15 传统电池盒和 CTP 电池盒（右）的对比



资料来源：李承波《高端铝型材在新能源汽车上的应用》转引自 SMM，华创证券

麒麟电池采用无模组结构，结构更精简制造难度更高。CTP 方案包含“完全无模组”、“大模组替代小模组”两种解决思路，由于模组本身起到的是对电芯支撑、固定和保护作用。CTP 方案的设计首先需要解决如何在减少模组的情况下，达到物理支撑/防护强度的问题，针对这个主要问题，CTP 方案持续迭代升级，从第一代 CTP 的大模组方案迭代到第三代 CTP——麒麟电池取消横纵梁的无模组方案。由于麒麟电池采用无模组结构，则其对于托盘强度的要求更高，相对而言具备更大的制造难度。

公司在 CTP 领域具备较强积累，CTP 持续迭代难度提升公司有望充分受益。受益于 CTP 技术带来的集成度提升和焊接工艺变动，我们预计电池盒单车价值量由前期的非 CTP 方案下的 2000 元左右提升至 3000-4000 元，单车价值量迎来较大增长。公司于 2019 年切入宁德时代供应链，为较早切入宁德时代供应链进行电池盒供应的企业，另外公司 22 年 12 月公告与宁德时代签订战略合作协议，双方合作关系进一步增强。公司通过多年与宁德时代的合作，在 CTP 电池盒领域具备较强的储备，且参与了客户 CTP 电池盒的研发过程，随着 CTP 方案由 1.0 向 3.0（麒麟电池）方案的迭代，电池盒难度持续上升，公司后续有望充分受益。

（四）公司加快扩产步伐，全产业链布局构筑成本优势

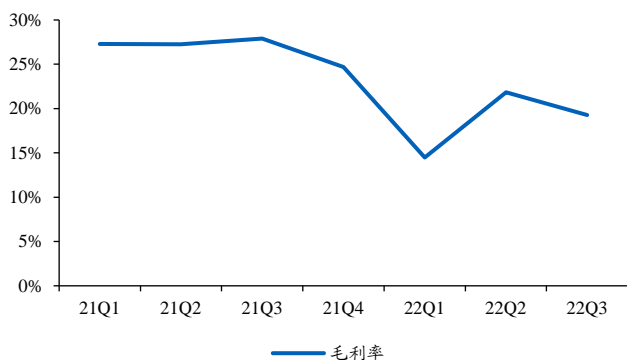
新能源汽车市场需求强劲，公司加快扩产步伐。近年新能源汽车市场需求呈现爆发式增长，公司积极把握行业红利期，加速新能源业务产能建设，满足下游客户需求。公司于 2021 年年底与安徽当涂经开区签订投资合同，投建新能源汽车高端部件项目；2022 年又和中山市三乡镇政府达成投资扩产协议。随着扩建产能的逐步释放，公司规模效应或进一步突显。

图表 16 2021 年项目投资情况

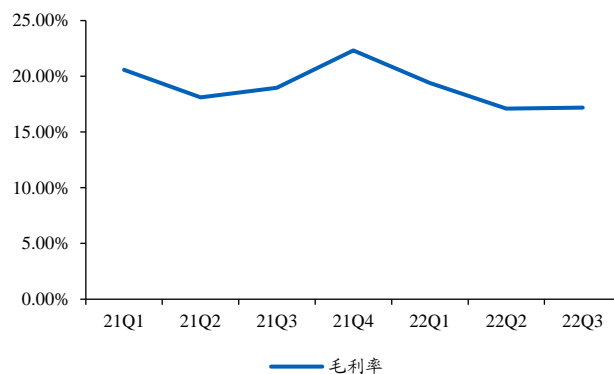
项目名称	项目投资总额	项目内容	项目建设投产周期
和胜新能源汽车高端部件项目	10 亿元	前期租赁约 15,000 平方米过渡厂房，新增电池箱体和铝壳生产线，后期供地约 171 亩，新增电池箱体、铝壳、车身部件生产线等，建设年产 100 万套电池箱体、车身部件和电芯、模组零件研发制造基地。项目全部建成达产后：预计可实现年销售收入 17 亿元。	前期租赁厂房产于 2021 年 3 月底前投产；供地项目于 2022 年 9 月底前拿地，2023 年开始陆续投产。

资料来源：公司公告，华创证券

行业竞争加剧叠加客户降本压力加大，成本控制能力成为电池盒企业重要考虑因素。随着动力电池行业的持续发展，电池盒行业迎来了量价齐升，这也吸引大量厂商投资电池盒产能，导致行业竞争加剧。另外，电池盒行业下游客户集中度较高，22 年受原材料涨价等因素影响，下游客户毛利率承压，存在向上游降本的压力，进一步压缩了电池盒行业企业的利润空间。在这样的背景下，电池盒厂商的成本控制能力愈发重要。

图表 17 宁德时代 22 年毛利率承压


资料来源: wind, 华创证券

图表 18 和胜股份 22 年因行业竞争加剧毛利率下滑


资料来源: wind, 华创证券

电池盒市场需求提升，厂商集中提高产能。目前新能源汽车发展的瓶颈集中在能耗上，电池铝托盘替代其他材料的托盘降低了整车质量，进而节省能耗。传统铝材加工制造企业数量众多，电池托盘业务领域竞争激烈。和胜依托公司强大的新材料研发实力，凭借成熟的挤压成型技术和先进的成型工艺，提前布局了新一代电池箱体技术，占据配套先机，快速抢占市场份额。随着市场需求提升，各个厂商纷纷规划扩产计划以满足市场需求，抢占市场份额。

图表 19 主要公司电池盒产能情况

企业名称	主营业务	生产工艺	产能情况	未来规划	核心客户
和胜股份	专注铝合金及其制品研究开发和生产加工	型材挤压	2022 年电池盒现有产能约 86 万套/年	预计 2026 年将达到 300 万套/年供货	宁德时代
敏实集团	汽车零部件和工装模具的研发、生产和销售	型材挤压	2020 年铝电池盒件产能为 43.17 万件，产能利用率为 16.68%	计划总投入 27.23 亿元进行新能源汽车电池盒生产建设	大众、宝马、戴勒姆、本田、沃尔沃等
凌云股份	主导产品为高强度、轻量化汽车安全防撞系统和车身结构件系统，新能源汽车电池系统配套产品	铝合金挤压型材、高强度钢、复合材料	----	2021 年定增募资 13.8 亿元，用于投建多个新能源电池盒组件项目，预计 2023 年量产	宝马、奔驰、奥迪、丰田
华达科技	乘用车冲压焊接总成件、发动机管类件及相关模具的开发、生产与销售	压铸、冲压、型材挤压均有涉猎	2022 年加大投资旗下公司江苏恒义生产以扩充新能源电池盒至 120 万台	计划 2025 年电池托盘销量达到 100 万只	宁德时代
祥鑫科技	汽车零部件、通信设备结构件和其他精密金属结构件的研发、生产、销售与服务	型材挤压与冲压	2022 年底产能大概扩展至 50-60 亿	计划募资 18.38 亿，产品主要包括电池箱体、车身结构件、光储结构件。	比亚迪、宁德时代

资料来源: 相关公司官网、相关公司公告, 华创证券

得益于贯穿上下游的产业链布局，公司综合竞争力日渐凸显。目前，公司已经形成了和胜股份母公司、新马精密、广东和胜新能源、江苏和胜新能源和安徽和胜五大生产基地。公司产能主要集中于汽车行业上下游企业聚集的长三角和珠三角地区，这不仅能就近配套客户交付产品，也有助于降低采购成本，有效整合上下游供应链资源，同时借助当地的政策及产业配套优势，扩大先进产能规模力。

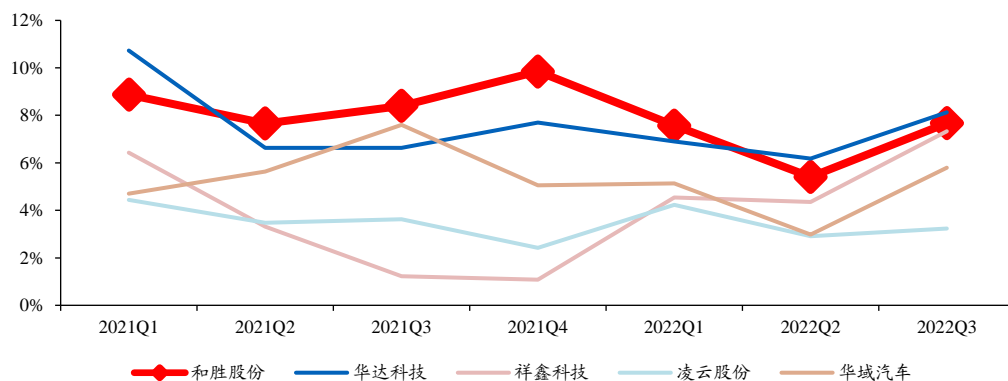
图表 20 和胜股份参控公司分布情况概览



资料来源：公司官网、公司公告、wind，华创证券

公司布局电池托盘业务具有先发优势，全产业链布局维持较强盈利能力。公司于 2017 年开始布局电池托盘业务，公司作为国内最早进行电池托盘研发产生的一批企业，拥有从铝挤压型材到弯曲成型到焊接的电池托盘一体化生产能力和技术储备，具有质量稳定的量产能力和有效交付能力，一体化布局也使得公司可以较同行维持较高的盈利能力。且公司在 2018 年大幅投入研发，先发性布局了诸多技术，为之后取得宁德时代的 CTP 电池盒订单奠定基础，高研发投入也使得公司盈利能力大幅增长。

图表 21 公司及主要竞争对手净利率情况



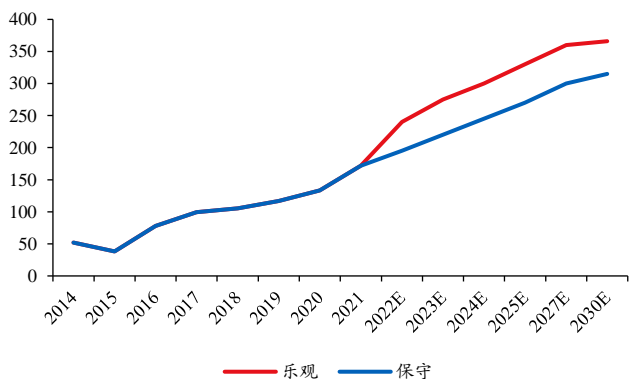
资料来源：wind，华创证券

二、储能需求持续高增，有望进一步打开公司成长空间

（一）可再生能源发电存在波动性，驱动储能需求快速增长

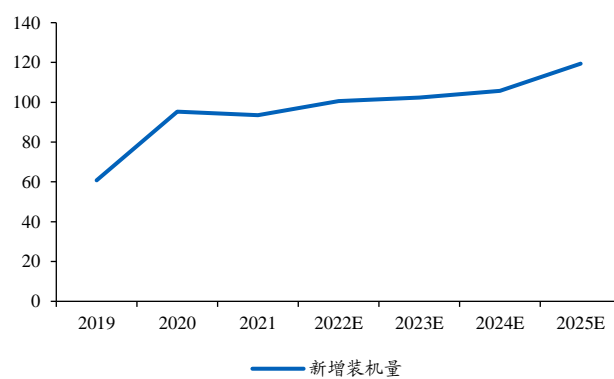
碳中和推动风光等清洁能源装机量快速增长，清洁能源发电存在波动性储能重要性凸显。全球各主要国际均推出碳中和相关政策，且基本给出了明确的时间节点。受益于碳中和的推动，风电、光伏等清洁能源迎来了快速的发展，新增装机量逐年增长。

图表 22 全球光伏新增装机量及预测/GW



资料来源：IEA、CPIA，华创证券

图表 23 全球风电新增装机量及预测/GW



资料来源：GWEC、CWEA，华创证券

国内市场：各省基本均发布“十四五”储能规划，大储明年装机增速确定性高。在市场空间方面，各省份响应“十四五”规划使得国内大储存在较大空间，各省已发布的“十四五”新型储能装机规划已超 50GW，而 21 年底我国累计新型储能装机仅 5.7GW。规划保证我国储能高增速具备高确定性。从政策上看，作为重塑能源结构的关键一环，储能“正外部性”显著，近期政策频出体现出该行业初期需要政府站在推进新能源发电的高度进行引导的趋势。从需求上看，储能刚需特性显著。风光发电量占比提升，将使得电网面临较大消纳压力，若储能配套建设不充分，后续或将反向抑制风光装机。因此，我们认为国内大储在政策和需求的推动下增速具备较高确定性。

图表 24 国内各省市主要新型储能规划

省份	政策	具体目标 (1GW=100 万 KW)
安徽省	《安徽省能源发展“十四五”规划》	到 2025 年全省抽水蓄能电站装机达 468 万千瓦，新型储能电站装机达 300 万千瓦
北京市	《北京市“十四五”时期能源发展规划》	到 2025 年，本地可再生能源新增发电装机容量 217 万千瓦左右，累计达到 435 万千瓦左右；本市天然气应急储备能力达到 14 亿立方米左右
福建省	《福建省推进绿色经济发展行动计划(2022-2025)》	到 2025 年新型储能装机容量达到 60 万千瓦以上
甘肃省	《甘肃省“十四五”能源发展规划》	到 2025 年，全省能源生产总量达到 12447 万吨标准煤，电力装机规模达到 12680 万千瓦，全省储能装机规模达到 600 万千瓦
广东省	《广东省能源发展“十四五”规划》	2025 年新型储能装机规模达 200 万千瓦
广西省	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	到 2025 年，建设一批抽水蓄能电站和新型储能项目，集中式新型储能并网装机规模达到 2GW/4GWh

贵州省	《贵州省碳达峰实施方案》	到 2025 年新型储能装机容量不低于 100 万千瓦，到 2030 年新型储能装机容量提高到 400 万千瓦左右，抽水蓄能电站装机规模达到 500 万千瓦
海南省	《海南省碳达峰实施方案》	到 2025 年，新增光伏发电装机 400 万千瓦，投产风电装机约 200 万千瓦
河北省	《河北省“十四五”新型储能发展规划》	到 2025 年全省布局建设新型储能规模 400 万千瓦以上
河南省	《河南省“十四五”现代能源体系和碳达峰碳中和规划》	2025 年全省能源综合生产能力达到 1.1 亿吨标准煤以上，电力装机达到 1.3 亿千瓦，可再生能源发电装机达 5000 万千瓦以上；力争新型储能装机规模达到 220 万千瓦
黑龙江省	《建立健全绿色低碳循环发展经济体系实施方案》	到 2025 年可再生能源装机达 30GW
湖北省	《湖北省能源发展“十四五”规划》	到 2025 年新型储能装机达 2GW
湖南省	《湖南省推动能源绿色低碳转型做好碳达峰工作的实施方案》	加快新型储能规模化应用到 2030 年抽水蓄能电站装机规模达到 20000MW。
吉林省	《吉林市能源发展“十四五”规划（征求意见稿）》	到 2025 年底，全市建成投产的发电总装机容量规模达到 1000 万千瓦左右。另外，“十四五”期间，全市新增装机 328 万千瓦，年均增长 8%
江苏省	《江苏省“十四五”新型储能发展实施方案》	到 2025 年，新型储能装机规模达到 260 万千瓦左右
江西省	《江西省碳达峰实施方案》	到 2025 年，新型储能装机容量达到 100 万千瓦。到 2030 年，抽水蓄能电站装机容量力争达到 1000 万千瓦
辽宁省	《辽宁省“十四五”能源发展规划》	到 2025 年，抽水蓄能、新型储能规模分别达到 300 万千瓦、100 万千瓦。
内蒙古	《内蒙古自治区“十四五”电力发展规划》	到 2025 年，全区新型储能规模达到 500 万千瓦以上；新能源装机规模达 1.35 亿千瓦以上
宁夏	《宁夏回族自治区空气质量改善“十四五”规划》	到 2025 年，全区新能源电力装机力争达到 4500 万千瓦以上
青海省	《青海省“十四五”能源发展规划》	2025 年,全省电力总装机 0.93 亿千瓦左右,其中水电装机容量 1643 万千瓦左右,力争建成电化学等新型储能 600 万千瓦
山东省	《山东省人民政府发布基础设施“七网”建设行动计划的通知》	到 2025 年，新型储能设施规模达到 500 万千瓦
山西省	《山西可再生能源发展“十四五”规划》	到 2025 年新型储能装机达到 600 万千瓦左右
四川省	《四川省“十四五”能源发展规划》	2025 年,全省电力总装机 1.5 亿千瓦左右
天津市	《天津市能源发展“十四五”规划》	到 2025 年，全市煤电装机容量控制在 1250 万千瓦以内，清洁能源装机超过 1300 万千瓦；全市非化石能源装机超过 800 万千瓦，占总装机比重达到 30% 左右
西藏自治区	《今冬明春及“十四五”期间电力保供方案》	计划新增储能规模共 1.52GWh
新疆省	《关于建立新能源开发管理工作机制的通知》	储能与新能源同步规划投运，发挥价格信号促进储能规模化发展
云南省	《关于加快推进“十四五”规划新能源项目配套接网工程有关工作的通知》	云南省“十四五”规划新能源项目清单中，2022 年-2024 年共计 5450 万千瓦新能源项目。其中 2022 年 2102 万千瓦；2023 年 1792 万千瓦；2024 年 1557 万千瓦。
浙江省	《浙江省“十四五”新型储能发展规划》	根据《规划》，浙江省“十四五”期间将建成新型储能装机规模 300 万千瓦左右。而截至 2021 年底，浙江省累计建有电化学储能电站 31 个，总装机规模约 7.6 万千瓦
重庆市	《重庆市“十四五”可再生能源发展规划》	到 2025 年可再生能源装机新增不低于 383 万千瓦，总装机规模达到 1361 万千瓦以上，占全市发电装机 37.3% 以上

资料来源：各省能源局官网，各省政府官网，华创证券整理

美国市场：IRA 法案+SGIP+NEM3.0 共同驱动储能增长，大储+户储基本盘持续高增。2022 年 8 月，美国总统拜登签署了 IRA（Inflation Reduction Act）法案，其中对 ITC 政策进行了更新。从边际变化看，23 年开始 ITC 政策的有效期限得到延长、税收抵免力度进一步加强，美国光伏、储能等项目的经济性有望进一步增强。加州另有 SGIP 政策补贴，可与 ITC 政策同享。加州 SGIP（自我发电激励计划）政策根据设备装机容量进行补贴“度电补贴”。现阶段的 SGIP 补贴由普通预算、平衡预算及平衡弹性预算三大独立部分构成。12 月加州 CPUC 针对户用光伏补贴的 NEM3.0 获得投票通过，将于 23 年 4 月正式生效，预计余量上网电价将下降，户用光伏配套建设储能的经济性有望凸显，NEM 3.0 的实施，将有望进一步刺激加州户用储能的装机需求。

图表 25 美国主要储能相关政策

政策名称	具体政策
IRA(Inflation Reduction Act)法案	补贴将持续至 2033 年而后开始退坡，ITC 抵免划分为基础抵免和额外抵免，独立储能首次纳入 ITC 范围
SGIP（自我发电激励计划）	根据设备装机容量进行补贴，现阶段的 SGIP 补贴由普通预算、平衡预算及平衡弹性预算
NEM3.0 提案	降低余电上网电价，余电上网价格=用户余电上网实际可减少公用事业的发电成本+额外电价-额外收取费用

资料来源：IRA、SGIP、SEDA，华创证券整理

欧洲市场：欧洲户储仍具高经济性，REPower EU 或带来大储放量。22 年 12 月，欧盟能源部长会议最终通过 180 欧元/MWh 的天然气价格上限，此决议将在 23 年 2 月 15 日起实施。22 年 11 月，德国联邦经济部公布天然气和电力价格刹车机制法律草案，草案已获德国上议院表决通过并正式生效，下一步该机制将于 23 年 3 月 1 日启动，持续至 24 年 4 月 30 日。虽然控制电价相关政策出台，但由于政策的时滞性，23 年居民电价或仍在高位。在限价政策下，配置户用光储系统将体现经济型。在行业高景气度发展下，我们认为已在欧美出货的中国集成商及相关供应链有望充分受益于海外储能的快速增长。

图表 26 欧洲主要储能相关政策

发布主体	政策	具体政策
欧盟	天然气价格上限	价格上限的触发要求为：连续 3 天 TTF 天然气期货价格超过 180 欧元/MWh
	欧盟太阳能战略	到 2025 年光伏装机容量达到 320GW，到 2030 年达到 600GW
	Repower EU	将欧盟“减碳 55%”政策组合中 2030 年可再生能源的总体目标从 40%提高到 45%
德国	天然气和电力价格刹车机制法律草案	德国政府计划耗资 2000 亿欧元用于抵抗能源危机，将来自对非天然气机组征收的暴利税

资料来源：欧盟官网、德国联盟经济部，华创证券整理

风电、光伏装机量快速增长，推动全球储能需求高增。随着全球风电和光伏装机量的快速增长，储能需求也迎来快速的提升。根据我们测算 2021-2025 年全球新增储能装机需求将从 10.4GW 增长至 72.2GW，期间 CAGR 可达 62.18%。主要假设如下：

- **全球新增风电、光伏装机量：**参考 IEA、CPIA、GWEC、CWEA 的数据，其中光伏新增装机量取乐观与保守的预测的中值，并考虑分布式光伏占比；
- **储能配套渗透率、容配比：**假设随着行业发展，逐年递增。

图表 27 全球储能新增装机需求测算

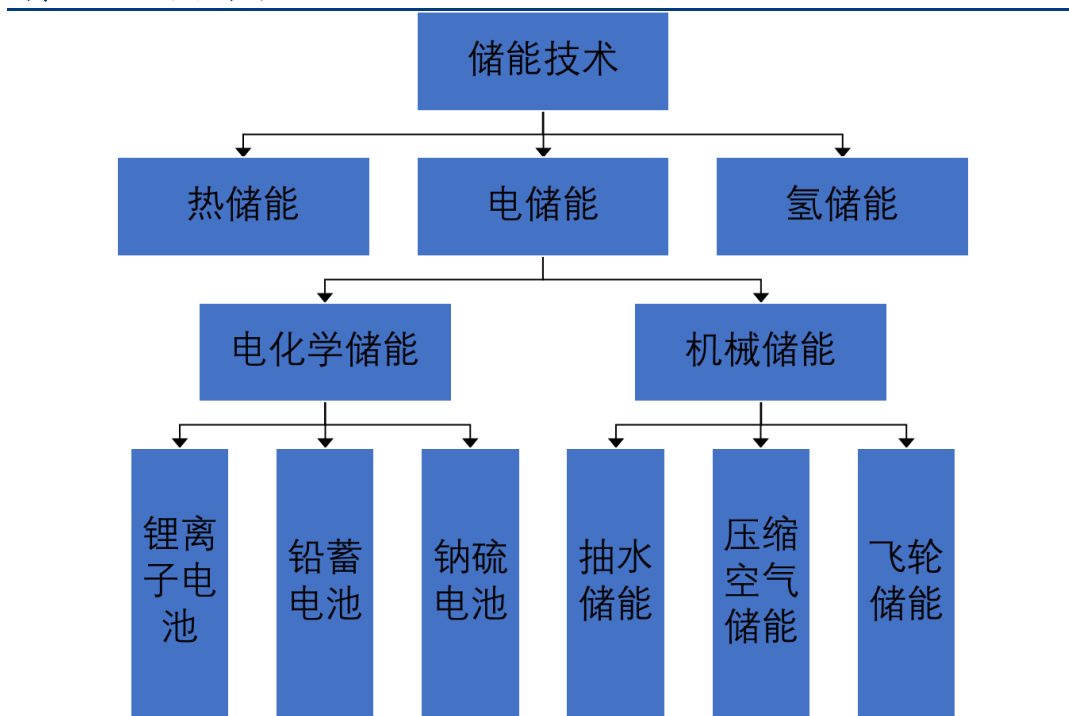
电力系统表后：户用+工商业	2021	2022	2023	2024	2025
全球光伏新增装机/GW	172	218	248	273	300
分布式占比	41%	42%	43%	44%	45%
分布式光伏新增装机/GW	71	91	106	120	135
储能配套渗透率	5%	7%	9%	12%	15%
容量配置比例	70%	80%	90%	90%	90%
用户侧的储能装机/GW	2.5	5.1	8.6	12.9	18.2
电力系统表前	2021	2022	2023	2024	2025
全球光伏新增装机/GW	172	218	248	273	300
集中式新增占比	59%	58%	57%	56%	55%
集中式新增光伏装机/GW	101	126	141	153	165
风电新增装机/GW	94	101	102	106	119
风光合计新增装机/GW	195	227	243	258	284
储能配置渗透率	16%	24%	32%	40%	50%
容量配置比例	22%	24%	26%	28%	30%
发电侧的储能装机/GW	6.9	13.1	20.3	28.9	42.7
电网新增自建储能/GW	1.1	1.9	3.5	6.3	11.3
合计储能新增装机/GW	10.4	20.1	32.4	48.2	72.2

资料来源：IEA、CPIA、GWEC、CWEA，华创证券测算

（二）电化学储能承担重要角色，行业集中度相对较高头部玩家占据主要份额

储能可分为多种形式，**电化学储能和机械储能占据重要地位**。储能即能量的存储。根据能量存储形式的不同，广义储能包括电储能、热储能和氢储能三类。电储能是最主要的储能方式，按照存储原理的不同又分为电化学储能和机械储能两种技术类型。其中，电化学储能是指各种二次电池储能，主要包括锂离子电池、铅蓄电池和钠硫电池等；机械储能主要包括抽水蓄能、压缩空气储能和飞轮储能等。

图表 28 储能技术分类



资料来源：派能科技招股说明书，华创证券

电化学储能应用范围相对更广，具备一定竞争优势。相比抽水蓄能，电化学储能受地理条件影响较小，建设周期短，可灵活运用于电力系统各环节及其他各类场景中。同时，随着成本持续下降、商业化应用日益成熟，电化学储能技术优势愈发明显，逐渐成为储能新增装机的主流。未来随着锂电池产业规模效应进一步显现，成本仍有较大下降空间，发展前景广阔。

图表 29 各类储能技术基本原理与主要优缺点对比

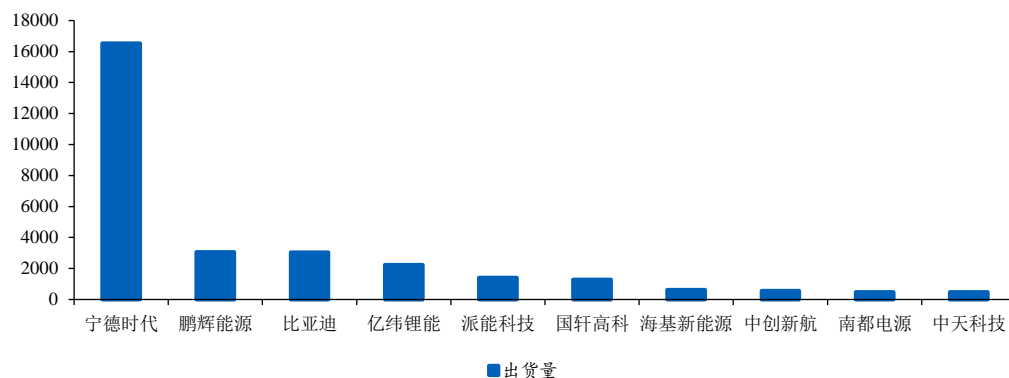
技术类型	基本原理	主要优点	主要缺点	
电化学储能	锂离子电池	正负电极由两种不同的锂离子嵌入化合物构成。充电时，Li+从正极脱嵌经过电解质嵌入负极；放电时则相反，Li+从负极脱嵌，经过电解质嵌入正极。	长寿命、高能量密度、高效率、响应速度快、环境适应性强	价格依然偏高，存在一定安全风险
	铅蓄电池	铅蓄电池的正极二氧化铅和负极纯铅浸到电解液中，两极间会产生 2V 的电势。	技术成熟、结构简单、价格低廉、维护方便	能量密度低、寿命短，不宜深度充放电和大功率放电
	钠硫电池	正极由液态的硫组成，负极由液态的钠组成，电池运行温度需保持在 300 摄氏度以上，以使电极处于熔融状态。	能量密度高、循环寿命长、功率特性好、响应速度快	阳极的金属钠是易燃物，且运行在高温下，因而存在一定的安全风险
机械储能	抽水蓄能	电网低谷时利用过剩电力将水从低标高的水库抽到高标高的水库，电网峰荷时高标高水库中的水回流到下水库推动水轮发电机发电。	技术成熟、功率和容量较大、寿命长、运行成本低	受地理资源条件的限制，能量密度较低，总投资较高
	压缩空气储能	利用过剩电力将空气压缩并储存，当需要时再将压缩空气与天然气混合，燃烧膨胀以推动燃气轮机发电。	容量大、工作时长、充放电循环次数多、寿命长	效率相对较低、建站条件较为苛刻

飞轮储能	利用电能将一个放在真空外壳内的转子加速，将电能以动能形式储存起来。	功率密度高、寿命长、环境友好	能量密度低、充放电时间短、自放电率较高
------	-----------------------------------	----------------	---------------------

资料来源：派能科技招股说明书，华创证券

行业集中度相对较高，宁德时代占据较高份额。具体到电化学储能的储能电池领域来看，行业整体集中度相对较高，宁德时代 2021 年出货量居国内厂商第一名，且与第二名存在较大差距。另外宁德时代在储能领域具备较多布局，其 2022 年 11 月成立宁德时代储能发展有限公司，后续其储能领域出货量亦有望具备较高增长。

图表 30 中国厂商 2021 年全球储能电池出货量排行/MWh



资料来源：CNESA，华创证券

（三）定点大客户储能项目，打造公司新的业绩增长点

通过大客户储能电池壳验证，打造公司新的业绩增长点。公司于 2019 年切入宁德时代供应链，为较早切入宁德时代供应链进行电池盒等金属结构件供应的企业，另外公司 22 年 12 月公告与宁德时代签订战略合作协议，双方合作关系进一步增强。公司通过前期多年与宁德时代在电池盒领域的合作，与客户建立了深厚的合作关系，可配合客户进行前期的项目预研发。储能作为宁德时代业务的重要布局之一，公司亦在前期配合客户进行了储能电池外壳的研发，当前已成功通过验证，后续有望实现批量供货。

图表 31 CATL 储能电芯方案



资料来源：宁德时代官网，华创证券

储能强调成本与安全性兼具，挤压工艺较冲压工艺具备相对优势。电化学储能本质上为大量电池的堆叠，因此安全性成为其重要的指标。另外储能行业竞争较为激烈，成本亦

是终端客户考虑的主要因素。储能电池壳作为电池的主要结构件，其加工方式主要可分为冲压和挤压两种，其中挤压方式相对冲压强度更高，具备更高的安全性，且在成本方面亦具备一定优势，后续有望成为储能电池壳的主要工艺。

图表 32 挤压工艺和冲压对比

工艺名称	挤压	冲压
优势	工艺成熟；挤出成型模具成本低；结构强度高，抗挤压、抗震动性能强	工艺简单；成本较低
劣势	底部抗石击性能相对较差；对空间包络要求高	抗挤压性能较弱

资料来源：王付才《纯电动汽车电池包壳体轻量化材料应用及研究进展》，谭锦红《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》，华创证券

公司深耕挤压工艺多年，具备较强竞争优势。和胜股份深耕挤压工艺多年，在挤压成型和挤压型材领域具备较深的技术积累，后续有望充分受益挤压工艺在储能电池壳的用量提升趋势。

三、传统消费电子平稳发展，市场复苏有望带来增量

（一）金属中框渗透率稳步上升，智能手机市场需求见底或有望触底反弹

金属中框在性能上较塑料中框具备优势，价格持续下探渗透率稳步上升。智能手机中框主要为金属和塑料两种材质，其中金属中框在强度等性能上具备相对优势，但由于要使用 CNC 进行加工相对成本较高，往往只使用在中高端机型。随着 2018 年智能手机行业渗透率见顶，行业进入存量竞争时代，各品牌新机之间的竞争逐渐加剧，高速快充、指纹识别、高像素摄像头、OLED 屏等先前在较高价格机型搭载的配置，开始向下渗透至中低端价位机型。具体到金属中框来看，其已渗透至千元机级别，售价 1699 起的华为 NOVA10 系列与售价 1429 起的 Redmi note 12 系列均搭载了铝合金中框，金属中框渗透率稳步提升。

图表 33 各品牌主要机型中框材质情况

品牌	型号	中框材质	具体材质	价格
苹果	iPhone 14	金属	铝合金	5999 起
	iPhone 14 Plus	金属	铝合金	6999 起
	iPhone 14 Pro	金属	不锈钢	7999 起
	iPhone 14 Pro Max	金属	不锈钢	8999 起
华为	Mate 50 系列	金属	钛合金	4999 起
	P50 系列	金属	铝合金	4488 起
	NOVA10 系列	金属	铝合金	1699 起
	畅享 50 系列	塑料	---	1299 起
小米	Xiaomi 13 系列	金属	铝合金	4599 起
	Xiaomi civi 2	塑料	---	2399 起
	Redmi K60 系列	塑料	---	2499 起
	Redmi note 12 系列	金属	铝合金	1429 起
OPPO	OPPO Reno 8 系列	金属	铝合金	2499 起

	OPPO Find N 系列	金属	铝合金	7699 起
vivo	vivo X90 系列	金属	铝合金	4999 起
	vivo S15 系列	金属	铝合金	2699 起
	vivo IQOO11 系列	金属	铝合金	3799 起

资料来源：各公司官网，华创证券

金属中框材质种类较多，铝合金中框具备成本优势短期内为中低端手机主流选择。随着 3D 玻璃与陶瓷盖板的崛起，手机厂商对中框强度等各方面要求越来越高，除了铝合金外，其他如不锈钢、钢铝复合材料、钛合金等高强度金属逐渐火了起来。在手机中框的加工方面，钢铝复合压铸相比于传统不锈钢加工来说，加工较为灵活，不锈钢传统加工中框做不到复合压铸的效果。而铝合金中框由于在成本、重量、加工良率等方面明显占优，故成为了非旗舰手机的主要选择。

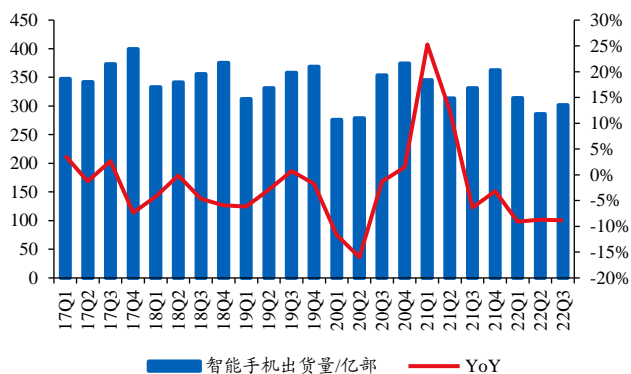
图表 34 不同金属中框对比

	铝合金	不锈钢	钢铝复合压铸	钛合金
成本	低	较高	较低	高
重量	轻	重	较轻	较重
强度（硬度）	弱	较强	较强	强
耐疲劳度	一级	三级	二级	四级
环保性	一级	二级	一级	四级
阳极氧化（成熟度）	成熟	不能	较成熟	不能
电镀（成熟度）	一级	四级	三级	二级
加工难度	低	较高	较低	高
良率	80%	30-40%	70%	30-40%
外观效果	差	优	较差	优
工艺成熟度	四级	二级	三级	一级
加工方式	多样化加工	锻压+CNC、纯 CNC	压铸+CNC	锻压+CNC、纯 CNC

资料来源：艾邦高分子《手机金属中框四大材质大比拼》，华创证券

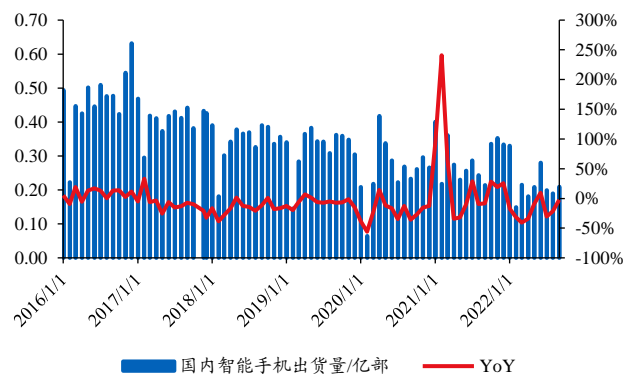
手机等消费电子产品出货量持续低迷，23 年随着疫情恢复或有望触底反弹。手机等消费电子产品的出货量一方面受行业创新周期的影响，另外其出货量也与宏观经济形势挂钩。自 2018 年智能手机渗透率见顶行业进入存量竞争阶段，智能手机的创新停滞使得终端增速趋缓，另外受到 20 年以来的新冠疫情影响，智能手机出货量持续低迷，当前已处于行业底部。后续若疫情等影响因素产生好转，需求或将迎来恢复，出货量有望触底反弹。

图表 35 全球智能手机出货量及增速/百万部



资料来源：IDC，华创证券

图表 36 国内智能手机出货量及增速/亿部

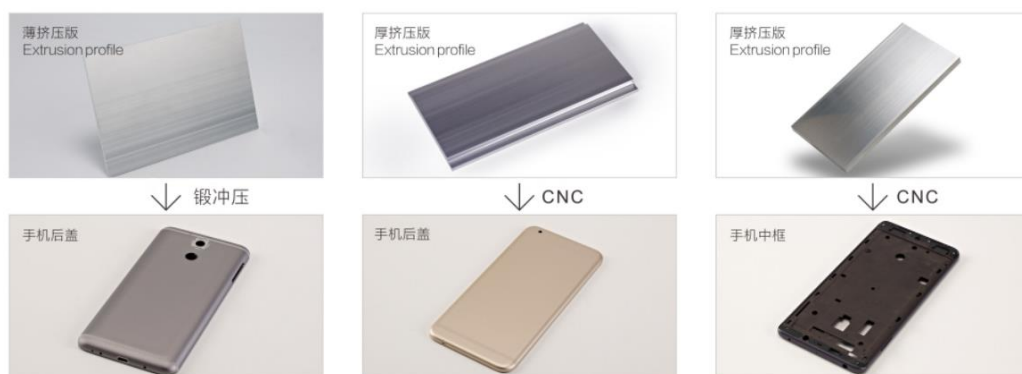


资料来源：信通院，华创证券

（二）公司消费电子产品种类丰富，业务或有望伴随终端需求反弹贡献增量

铝挤压材消费电子应用广泛，受益于消费电子金属件渗透率提升。公司消费类电子领域的产品包括电脑硬盘用 HDE 铝挤压材、电视机边框用铝、移动电源外壳、手机用铝挤压材，布局全面。其中公司生产的 3C 电子产品用铝挤压材尺寸精度高，经加工和表面处理，无花斑、砂眼、异色等缺陷，产品质量优秀，受到下游客户认可。

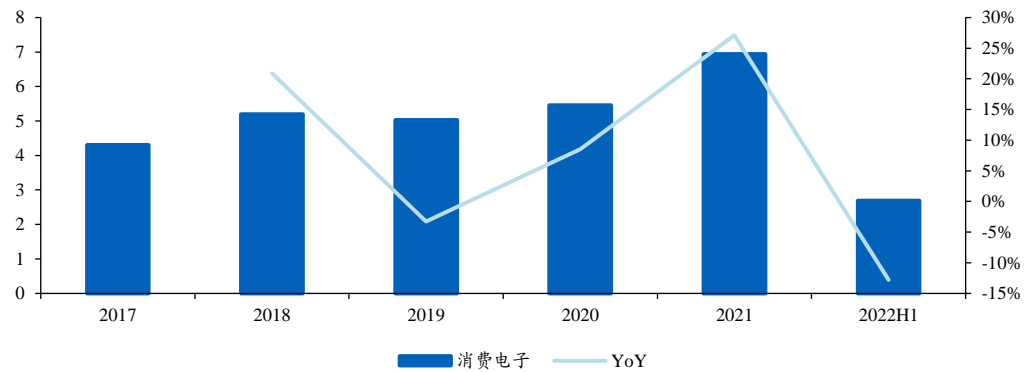
图表 37 公司手机用铝挤压材



资料来源：公司官网

消费电子需求 2023 年有望触底反弹，公司消费电子业务或可贡献增量。公司消费电子业务员与消费电子行业需求高度相关，自上市以来，除 2019 年和 2022H1 公司消费电子业务因终端需求下滑出现下滑外，其他各期均维持了增长。2022 年手机等消费电子产品因疫情等因素影响出货量持续低迷，后续若疫情等影响因素产生好转，需求或将迎来恢复，出货量有望触底反弹，公司消费电子业务亦有望贡献增量。

图表 38 公司消费电子类营收情况/亿元



资料来源：公司公告，wind，华创证券

四、盈利预测与估值

预计公司 2022-2024 年营收分别为 30.19 亿元、53.44 亿元、79.07 亿元，同比+25%、+77%、+48%；公司已经是 C 客户电池托盘核心供应商，预计麒麟电池量产后份额将进一步提升。下游新能源汽车渗透率仍在提升，公司 21 年以来陆续打开 CATL 以外的新客户。消费电子、耐用消费品业务有望伴随下游复苏重回增长。我们预计公司 2022-2024 年电池托盘业务出货量为 57、108、149 万套。

毛利率 2022-2024 年预期 20%、20.6%、19.6%：2023 年是公司新能源乘用车电池托盘业务结构升级的重要时期，伴随新订单量产、产能利用率提升，产品结构优化，公司产品盈利能力有望得到支撑，预计汽车业务毛利率有望超 20%。虽然 22 年以来传统消费业务有拖累，电池盒业务受竞争加剧和大客户降本压力影响毛利率略有下降，预计随着麒麟电池占比提升公司电池盒盈利能力有望逐步回升，未来随着行业增速放缓及公司储能业务占比提升，毛利率将略有回落。

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿、4.53 亿、6.26 亿，同比+6.8%、+105.7%、+38.3%。

投资建议：我们预期随着公司储能业务占比提升，未来业绩增长天花板将打开，伴随麒麟电池量产催化，公司有望迎来业绩估值双击，参考可比公司铭利达、科达利、祥鑫科技以及公司历史估值，我们给予 2023 年目标 PE 估值 30 倍，目标价 68.1 元，维持“强推”评级。

五、风险提示

- 1、项目推进不及预期。公司在大客户新项目中份额较高，若项目推进不及预期，则可能对公司未来业绩造成不利影响。
- 2、新能源车销量不及预期。公司产品主要应用于新能源车，销量直接影响汽车业务的成长。
- 3、竞争格局恶化。公司主要业务为铝材深加工，行业竞争者众多，目前有较多潜在玩家进入电池盒领域，若未来竞争格局恶化，公司的产品份额和盈利能力有下降风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	129	389	441	668
应收票据	23	30	53	79
应收账款	843	1,031	1,773	2,546
预付账款	10	16	26	40
存货	330	404	747	1,085
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	62	101	175	249
流动资产合计	1,397	1,971	3,215	4,667
其他长期投资	1	2	3	5
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	570	756	1,021	1,337
在建工程	80	130	180	200
无形资产	82	74	66	60
其他非流动资产	142	140	140	138
非流动资产合计	875	1,102	1,410	1,740
资产合计	2,272	3,073	4,625	6,407
短期借款	264	334	424	574
应付票据	51	72	159	192
应付账款	425	555	1,061	1,589
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2	2	4	6
其他应付款	43	43	43	43
一年内到期的非流动负债	36	36	36	36
其他流动负债	120	147	269	387
流动负债合计	941	1,189	1,996	2,827
长期借款	74	454	754	1,104
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	96	96	96	96
非流动负债合计	170	550	850	1,200
负债合计	1,111	1,739	2,846	4,027
归属母公司所有者权益	1,089	1,255	1,686	2,267
少数股东权益	72	79	93	113
所有者权益合计	1,161	1,334	1,779	2,380
负债和股东权益	2,272	3,073	4,625	6,407

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	125	175	20	164
现金收益	291	315	575	782
存货影响	-127	-74	-343	-338
经营性应收影响	-377	-199	-774	-811
经营性应付影响	256	151	592	562
其他影响	82	-17	-30	-30
投资活动现金流	-186	-301	-401	-451
资本支出	-162	-301	-401	-451
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-24	0	0	0
融资活动现金流	79	386	433	514
借款增加	102	450	390	500
股利及利息支付	-21	-36	-60	-77
股东融资	25	25	25	25
其他影响	-27	-53	78	66

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,410	3,019	5,345	7,908
营业成本	1,922	2,415	4,244	6,358
税金及附加	11	15	24	36
销售费用	18	27	48	63
管理费用	110	144	257	368
研发费用	101	152	264	391
财务费用	12	14	14	13
信用减值损失	-6	-5	-4	-3
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	-9	-9	-5	-3
其他收益	4	1	5	5
营业利润	224	239	490	678
营业外收入	0	0	1	0
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	223	238	490	677
所得税	10	11	23	31
净利润	213	227	467	646
少数股东损益	7	7	14	20
归属母公司净利润	206	220	453	626
NOPLAT	225	241	481	659
EPS(摊薄) (元)	1.12	1.10	2.27	3.14

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	62.4%	25.2%	77.0%	48.0%
EBIT 增长率	132.6%	7.0%	99.9%	37.1%
归母净利润增长率	173.4%	6.8%	105.7%	38.3%
获利能力				
毛利率	20.2%	20.0%	20.6%	19.6%
净利率	8.8%	7.5%	8.7%	8.2%
ROE	17.8%	16.5%	25.5%	26.3%
ROIC	14.5%	11.1%	15.8%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	56.6%	61.5%	62.9%
债务权益比	40.5%	69.0%	73.6%	76.1%
流动比率	1.5	1.7	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.3	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.2
应收账款周转天数	98	112	94	98
应付账款周转天数	60	73	69	75
存货周转天数	50	55	49	52
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.10	2.27	3.14
每股经营现金流	0.63	0.88	0.10	0.82
每股净资产	5.45	6.28	8.44	11.35
估值比率				
P/E	37	37	18	13
P/B	7	7	5	4
EV/EBITDA	19	18	10	7

电子组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王帅

西南财经大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：姚德昌

同济大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：吴鑫

复旦大学资产评估硕士，1 年买方研究经验。2022 年加入华创证券研究所。

研究员：高远

西南财经大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522