



评级 推荐（首次覆盖）

## 转型锂电赛道、开启成长新征程 ——科力远（600478.SH）首次覆盖报告

### 核心观点

公司深耕镍氢领域，业绩创历史新高。公司深耕镍氢领域二十余年，目前已构建一条从电池材料、电池、汽车动力电池能量包到油电混合动力汽车总成系统的完整产业链。公司是丰田 HEV 车载动力电池在华唯一供应商，也是国内搭载 HEV 车型最多的动力电池关键材料供应商。截至 2021 年末，公司具备 48 万台套/年的 HEV 车用泡沫镍和极片产能。随着公司产能的逐步释放，2022 年前三季度公司业绩大幅提升，实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 323.3%。

HEV 动力电池装机量快速提升，带动公司 HEV 动力电池用材料销量大幅提升。在双碳背景下，节能和新能源汽车迎来发展机遇。2016-2021 年，我国 HEV 节能乘用车销量从 8 万辆增长至 58.6 万辆，2022H1 销量为 37.1 万辆，同比增长 50.0%。HEV 汽车销量稳步增长带动 HEV 动力电池装机量快速提升。2021 年我国 HEV 动力电池装机量约为 0.79GWh，同比增长 46%，其中科力美装机量占比达 57%；2022H1 装机量约为 0.54GWh，同比增长 64%，带动公司 HEV 动力电池用材料销量大幅提升，2021 年公司 HEV 动力电池用正、负极片销量分别为 8219.15 万枚、1113.28 万米，分别同比增长 70.3%、43.1%。

公司积极布局锂电全产业链，业绩增长可期。一方面，公司控股子公司 CHS 公司增资认购鼎盛新材，布局锂矿资源，鼎盛新材控股子公司东联公司旗下具有四个采矿权，可采储量合计达 204.92 万吨。此外，公司控股孙公司金丰锂业已购买鼎盛新材持有的金属锂卤水相关资产，有助于公司进一步布局碳酸锂业务。另一方面，公司相继拟投资建设年产 3 万吨电池级碳酸锂材料项目、年产 6 万吨高功率磷酸铁锂正极材料项目以及年产 3GWh 数字化芯材项目，有利于公司抓住新能源汽车与储能市场机遇，提升公司在锂电行业的核心竞争力。未来随着公司锂电产业链项目逐渐落地，业绩有望打开第二增长级。

### 投资建议

基于公司在 HEV 动力电池用泡沫镍、正负极片产能的逐步释放以及公司在锂电材料领域的布局，未来公司有望打开业绩增长空间。我们预期 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 36.44/62.00/88.66 亿元，归母净利润分别为 2.51/10.28/15.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.62/0.91 元/股，以 2022 年 11 月 14 日收盘价 9.97 元为基准，对应的 PE 分别为 66.09、16.13、10.99 倍。结合公司在锂电产业链的布局，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧、项目进展不及预期、国内外疫情反复等。

### 盈利预测

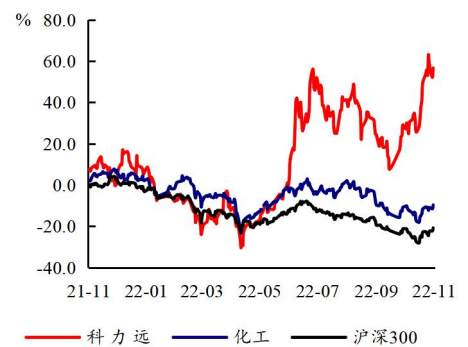
项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3058.57	3643.94	6199.59	8866.29
增长率 (%)	20.14	19.14	70.13	43.01
归母净利润	42.18	250.77	1027.84	1507.48
增长率 (%)	-23.95	494.51	309.87	46.66
EPS (元/股)	0.03	0.15	0.62	0.91
市盈率 (P/E)	274.23	66.09	16.13	10.99
市净率 (P/B)	4.52	5.79	4.26	3.07

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为 2022 年 11 月 14 日收盘价 9.97 元

### 报告作者

作者姓名 李子卓  
资格证书 S1710521020003  
电子邮箱 lizz@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

总股本(百万股)	1662.42
流通 A 股/B 股(百万股)	1662.42/0.00
资产负债率(%)	53.86
每股净资产(元)	1.67
市净率(倍)	6.13
净资产收益率(加权)	6.31
12 个月内最高/最低价	10.68/4.56

### 相关研究

## 正文目录

1. 公司：聚焦镍氢领域，业绩大幅提升	4
1.1. 扎实镍氢地位稳固，转型锂电布局储能	4
1.2. 产能逐步扩张，销量增长明显	6
1.3. 业绩创历史新高，盈利能力增强	8
2. 行业：乘碳中和东风，行业景气提升	10
2.1. 镍氢电池：性能良好，需求稳增	10
2.2. 锂电池：方兴未艾，出货高增	13
2.2.1. 动力锂电池：转向市场驱动，行业景气延续	13
2.2.2. 储能锂电池：规模持续提升，政策驱动增长	15
2.3. 储能：赛道迎来高景气，成长空间广阔	18
3. 优势：镍氢奠定业绩基石，锂电打开成长空间	20
3.1. 镍氢全产业链，客户资源优质	20
3.2. 构建锂电强链，抢占行业机遇	21
3.3. 前瞻布局混储，创新引领发展	23
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	25

## 图表目录

图表 1. 公司主营产品情况	4
图表 2. 公司发展历程	5
图表 3. 截至 2022 年 11 月 8 日公司股权结构图	5
图表 4. 股票期权激励计划业绩考核目标	6
图表 5. 2017-2021 年公司泡沫镍产销量情况	7
图表 6. 2017-2021 年公司钢带产销量情况	7
图表 7. 2017-2021 年公司正极片产销量情况	8
图表 8. 2017-2021 年公司负极片产销量情况	8
图表 9. 2017-2022 年 1-9 月公司营业收入情况	8
图表 10. 2017-2022 年 1-9 月公司归母净利润情况	8
图表 11. 2017-2021 年公司营业收入结构	9
图表 12. 2017-2021 年公司毛利润结构	9
图表 13. 2017-2022 年 1-9 月公司毛利率、净利率情况	9
图表 14. 2017-2021 年公司毛利润结构	9
图表 15. 2017-2022 年 1-9 月公司期间费用率情况	10
图表 16. 2017-2022 年 1-9 月公司细分费用率情况	10
图表 17. 镍氢电池充放电过程	10
图表 18. 镍氢电池位于产业链中游	11
图表 19. 2021 年我国 HEV 节能乘用车电池装机量占比	11
图表 20. 2021 年我国 HEV 节能乘用车电池企业装机量占比	11
图表 21. 2016-2022H1 我国 HEV 节能乘用车销量	12
图表 22. 2016-2021 年我国 HEV 节能乘用车销量占比	12
图表 23. 2021-2025E 我国乘用车燃料消耗量	12
图表 24. 2017-2020 年我国车联网市场规模	13
图表 25. 2017-2020 年我国 T-BOX 市场规模	13
图表 26. 2012-2021 年全球新能源汽车销量	13
图表 27. 2012-2021 年全球新能源车渗透率发展情况	13
图表 28. 2021 年全球各地区新能源汽车渗透率	14

图表 29. 2012-2022.1-9 我国新能源汽车销量 .....	14
图表 30. 2012-2022.1-9 我国新能源汽车渗透率 .....	14
图表 31. 2015-2022.1-8 我国公共充电桩保有量 .....	15
图表 32. 2011-2021 年我国换电站保有量 .....	15
图表 33. 2014-2022E 中国动力锂电池出货量 .....	15
图表 34. 2019-2021 年全球已投运储能项目累计装机规模 .....	16
图表 35. 2013-2021 年全球电化学储能项目装机规模 .....	16
图表 36. 2014 至 2021 年全球新增投运电化学储能项目锂电池装机占比 .....	16
图表 37. 2016-2022E 我国储能锂电池出货量 .....	17
图表 38. 2022 年以来省级配储政策 .....	18
图表 39. 新型储能优势突出 .....	19
图表 40. 2017-2022 年 9 月我国风力发电累计装机容量 .....	19
图表 41. 2017-2022 年 9 月我国太阳能发电累计装机容量 .....	19
图表 42. “十四五”以来国内新型储能相关政策 .....	20
图表 43. 公司在 HEV 动力电池产业链布局 .....	21
图表 44. 公司与鼎盛新材新材料科技有限公司股权合作关系（截至 2022 年 11 月 8 日） .....	22
图表 45. 截至 2022 年 2 月 28 日东联公司旗下四个采矿权情况 .....	22
图表 46. 公司拟建设锂电项目情况一览 .....	23
图表 47. 2018-2022H1 公司累计授权专利 .....	24
图表 48. 公司主营业务收入预测（亿元） .....	25

## 1. 公司：聚焦镍氢领域，业绩大幅提升

### 1.1. 扎实镍氢地位稳固，转型锂电布局储能

公司是集设计、开发、生产、销售、服务于一体的节能与新能源电池及系统服务商。公司主要从事 HEV 动力电池、轨道交通电池、消费类电池、储能电池及其他电池材料业务，主营产品包括泡沫镍、合金粉、钢带、正负极片、镍氢电池等产品。公司镍氢电池可划分为动力电池和民用电池，其中动力电池主要应用于混合动力汽车、轨道交通、航空冷链等领域；民用电池主要应用于玩具、工具和游戏机等领域。在 HEV 动力电池领域，公司为国内搭载 HEV 车型最多的动力电池关键材料供应商，行业地位领先。

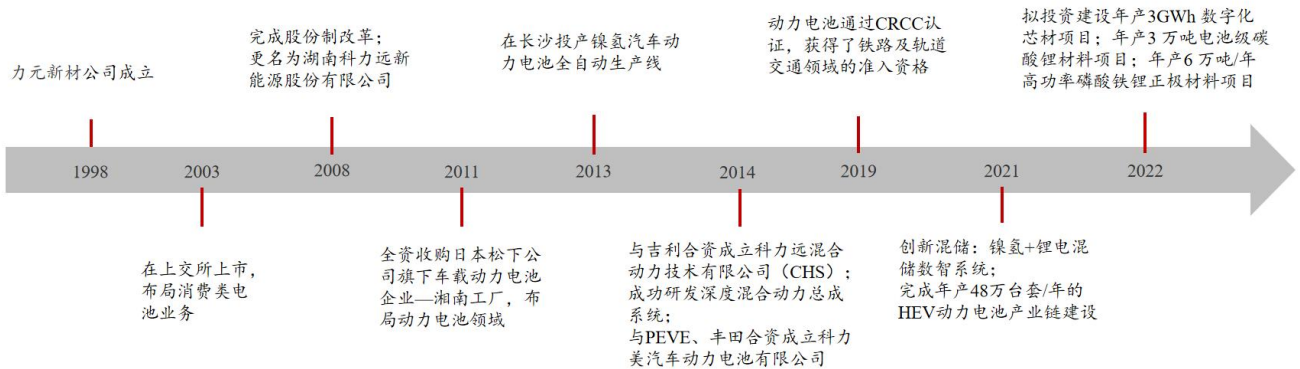
图表 1. 公司主营产品情况

产品分类	产品	应用领域
电池材料	泡沫镍	电池正极基材、电磁屏蔽材料等
	钢带	电池负极基材
	合金粉	电池负极材料
动力电池	动力电池正、负极片	动力电池
	镍氢动力电池	混合动力汽车、轨道交通、航空冷链
消费类电池	锂电池	共享单车、共享充电柜、智能电器
	镍氢电池	玩具、工具、游戏机
储能电池	镍氢电池	分布式微网储能系统
	锂电池	便携式储能电源

资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

**公司稳步拓展镍氢领域，加大布局锂电领域。**公司成立于 1998 年，并于 2003 年在上交所上市，深耕镍氢领域二十余年。公司于 2011 年全资收购日本松下旗下车载动力电池企业，布局镍氢动力电池领域，并于 2013 年在长沙投产镍氢汽车动力电池全自动生产线。2014 年公司与吉利合资成立科力远混合动力技术有限公司（CHS）并成功研发深度混合动力总成系统，构建了一条从电池材料、电池、汽车动力电池能量包到油电混合动力汽车总成系统的完整产业链。2019 年动力电池通过 CRCC 认证，获得了铁路及轨道交通领域的准入资格。2021 年公司创新了镍氢+锂电混储数智系统，并完成年产 48 万台套/年的 HEV 动力电池产业链建设。2022 年公司布局锂电全产业链，包括电池级碳酸锂、磷酸铁锂以及数字化芯材项目。

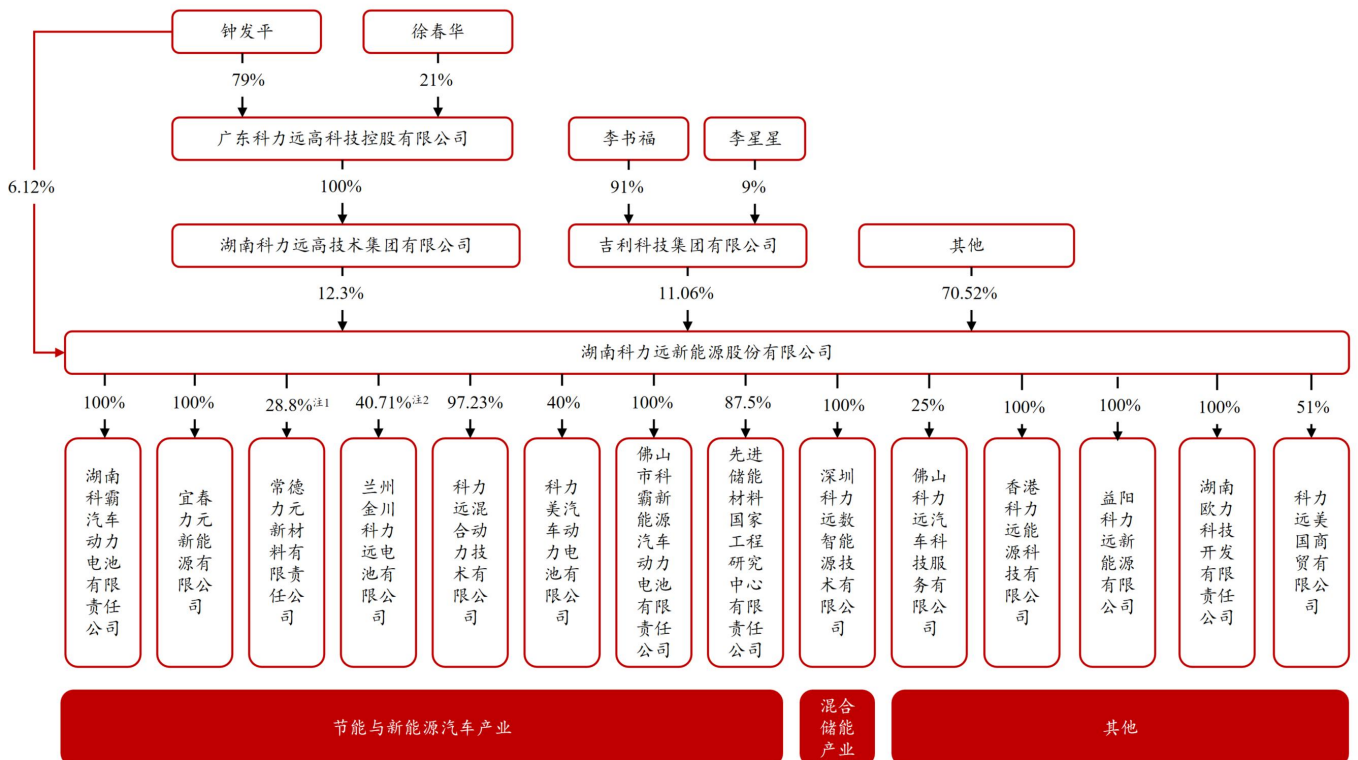
图表 2. 公司发展历程



资料来源：科力远公司官网、科力远公司公告，东亚前海证券研究所

公司实际控制人为钟发平。截至2022年11月8日，公司的前三大股东分别为湖南科力远高技术集团有限公司、吉利科技集团有限公司和钟发平，上述三者直接持有公司的股权比例分别为12.3%、11.06%和6.12%。其中钟发平通过湖南科力远高技术集团有限公司间接持有公司的股权比例为9.72%，合计持有公司15.84%的股权，为公司实际控制人。

图表 3. 截至2022年11月8日公司股权结构图



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注1：公司分别通过先进储能材料国家工程研究中心有限责任公司、湖南欧力科技开发有限责任公司、佛山市科霸新能源汽车动力电池有限责任公司间接持有常德力元26.33%、21.11%、20%的股权比例，合计达67.44%，即公司直接和间接持有常德力元的股权比例为96.24%。

注2：公司通过湖南欧力科技开发有限责任公司间接持有兰州金科10.29%的股权比例，即公司直接和间接持有兰州金科的股权比例为51%。

公司实施股权激励，推进长期激励机制建设。公司于2022年11月发

布《2022年股票期权激励计划（草案）摘要公告》，指出拟授予的股票期权数量为1.2亿份，占该激励计划草案公告时公司总股本总额的7.22%。该激励计划的考核年度为2023-2025年，对公司层面业绩考核目标为：2023年公司营业收入不低于60亿元；2023-2024年两年的营业收入累计值不低于150亿元；2023-2025年三年的营业收入累计值不低于280亿元。实施股权激励计划有利于公司持续推进长期激励机制建设，吸引和留住优秀人才。

图表 4. 股票期权激励计划业绩考核目标

时间	业绩考核
2023年	营业收入值不低于60亿元
2023-2024年	两年的营业收入累计值不低于150亿元
2023-2025年	三年的营业收入累计值不低于280亿元

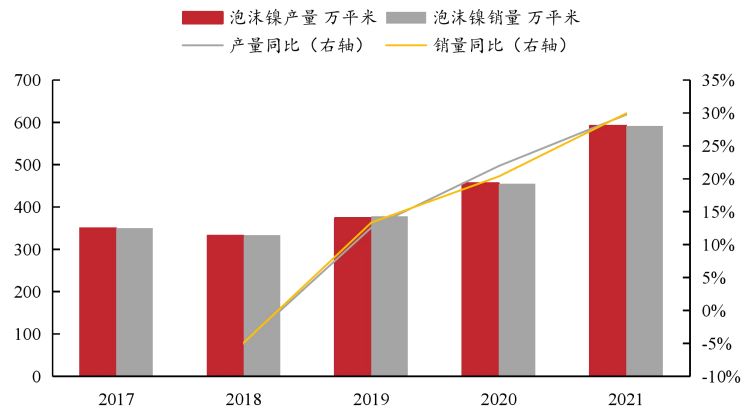
资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

## 1.2. 产能逐步扩张，销量增长明显

**公司快速推进 HEV 配套产业链项目，产能逐步扩张。**公司控股子公司常德力元与全资子公司湖南科霸持续推进 HEV 用泡沫镍项目和 HEV 用正负极板项目建设。其中常德力元于 2020 年完成累计 24 万台套/年的 HEV 用泡沫镍项目能增扩产计划，并于 2021 年完成累计 48 万台套/年的 HEV 用泡沫镍项目能增扩产项目，且实现全面量产；湖南科霸于 2020 年完成累计 36 万台套/年的 HEV 用正负极板项目能增扩产项目，并于 2021 年完成累计 48 万台套/年的 HEV 用正负极板项目能增项目，其中第四期已于 2021 年实现批量供货。此外，合资公司科力美于 2021 年 8 月启动第四工厂，标志着公司 HEV 动力电池产业链年产量正式达 48 万台套。

**泡沫镍产销量逐年增长。**公司控股子公司常德力元为全球最大的泡沫镍制造商，主要应用于 HEV 动力电池和消费电池领域，其在消费类泡沫镍市场占有率处于领先地位。2019 年以来，随着公司泡沫镍产能的持续扩张以及下游需求向好，公司泡沫镍产销量逐年提升，其中产量从 2019 年的 374.22 万平米增长至 2021 年的 592.21 万平米，年均复合增长率为 25.8%；销量从 2019 年的 378.08 万平米增长至 2021 年的 591.49 万平米，年均复合增长率为 25.1%。

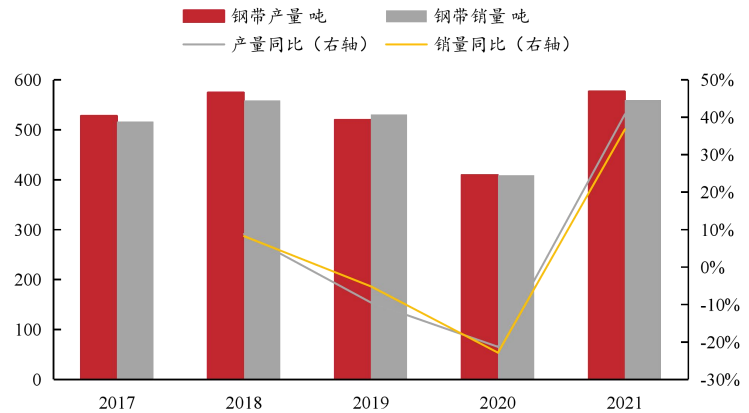
图表 5. 2017-2021 年公司泡沫镍产销量情况



资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

2021 年公司钢带产销量有所回升。2019 年和 2020 年公司钢带产销量持续回落，其产量从 2018 年的 574.62 吨下降至 2020 年的 409.61 吨，下降 165.01 吨；销量从 2018 年的 559.17 吨下降至 2020 年的 409.3 吨，下降 149.87 吨。2021 年公司钢带产量、销量分别为 576.84 吨、559.92 吨，分别同比增长 40.8%、36.8%。此外，根据公司公告，2022H1 公司钢带销量为 326.63 吨，同比增长 10%。

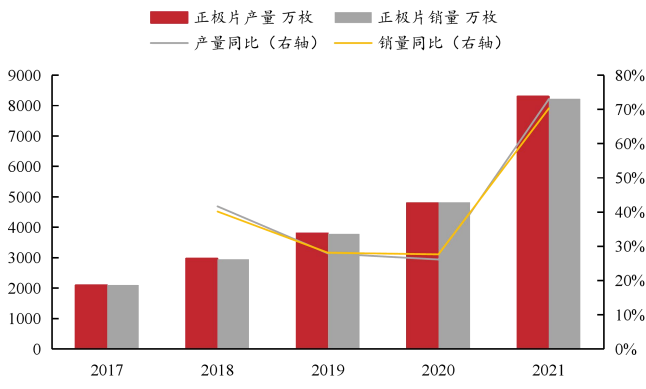
图表 6. 2017-2021 年公司钢带产销量情况



资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

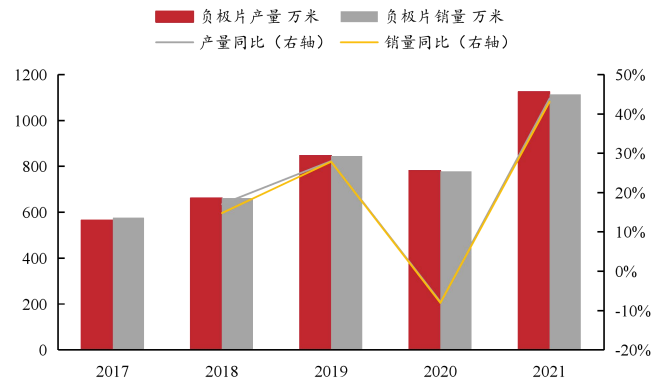
2021 年公司正负极片产销量实现大幅增长。随着公司 HEV 动力电池产业链项目逐渐投产以及产能的逐步释放，2021 年公司正极片产量、销量分别为 8299.98 万枚、8219.15 万枚，分别同比增长 73.0%、70.3%；负极片产量、销量分别为 1124.61 万米、1113.28 万米，分别同比增长 44.0%、43.1%。

图表 7. 2017-2021 年公司正极片产销量情况



资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

图表 8. 2017-2021 年公司负极片产销量情况

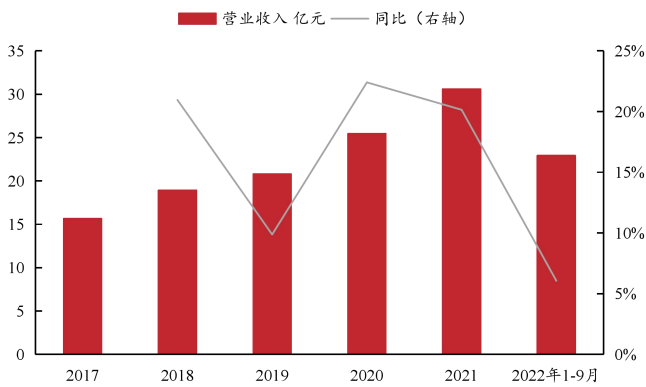


资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

### 1.3. 业绩创历史新高，盈利能力增强

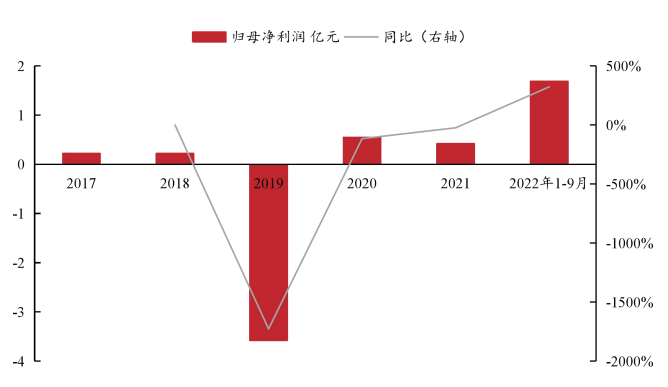
2017 年以来公司营业收入稳步提升，2022 前三季度归母净利润实现大幅增长。2017-2021 年公司营业收入从 15.65 亿元增长至 30.59 亿元，年均复合增长率为 18.2%；2022 前三季度公司营业收入为 22.92 亿元，同比增长 6.1%。2022 年前三季度公司实现归母净利润 1.69 亿元，同比增长 323.3%，创历史新高。2022 年前三季度公司归母净利润实现大幅增长的主要原因为公司产能提升、订单充足，推动公司产品营业收入及毛利润同比增长，叠加公司资产摊销同比下降，推动公司盈利能力大幅提升。

图表 9. 2017-2022 年 1-9 月公司营业收入情况



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2017-2022 年 1-9 月公司归母净利润情况

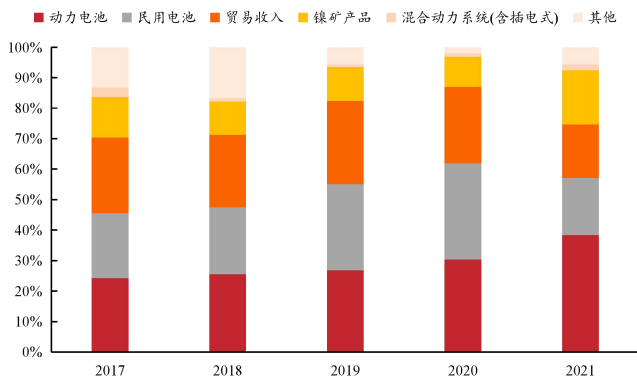


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

电池产品为公司主要业绩来源。营业收入方面，2019-2021 年，公司电池产品营业收入占总营业收入的比例均维持在 55% 以上，其中 2021 年动力电池营业收入占比为 38.4%，民用电池营业收入占比为 18.7%。其次为镍矿产品和贸易收入，2021 年营业收入占比分别为 17.8%、17.6%。毛利润方面，2021 年公司电池毛利润占总毛利润的比例为 63.6%，其中动力电池毛利润占比为 56%；其次为镍矿产品，毛利润占比为 31.9%。

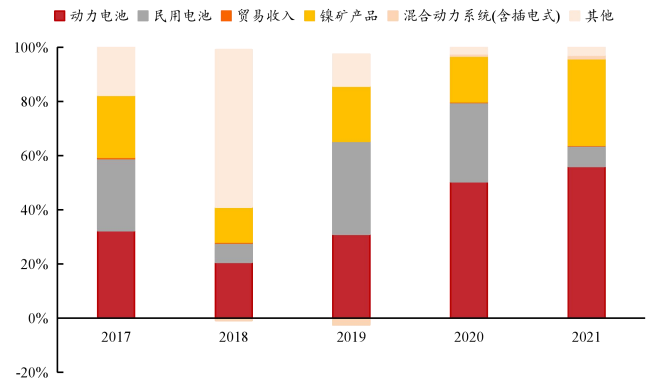


图表 11. 2017-2021 年公司营业收入结构



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

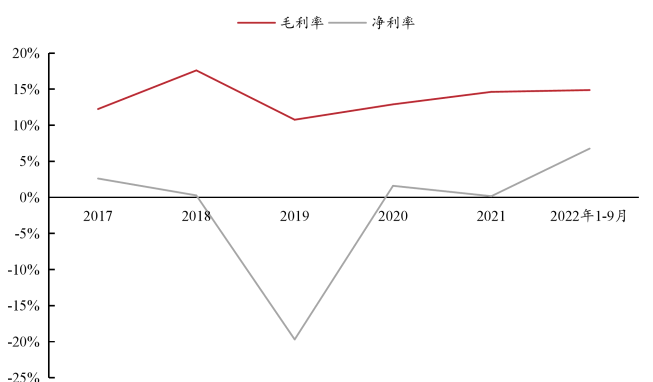
图表 12. 2017-2021 年公司毛利润结构



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

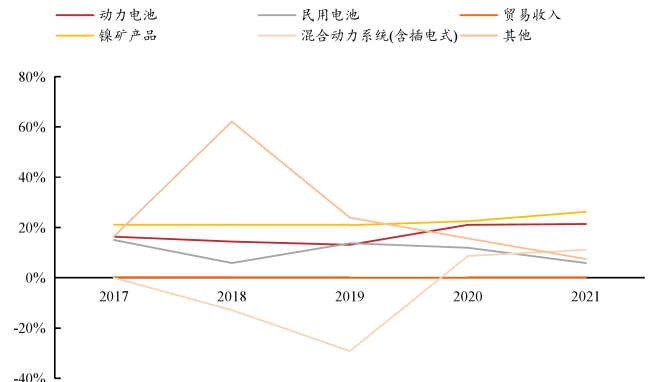
2021 年以来公司盈利能力有所改善。2021 年公司毛利率、净利率分别为 14.63%、0.17%，其中毛利率同比提升 1.73pct。2021 年公司综合毛利率提高主要系公司动力电池、镍矿产品毛利率提升所致。2021 年公司动力电池、镍矿产品毛利率分别为 21.4%、26.24%，分别同比提升 0.3pct、3.7pct。2022 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 14.88%、6.77%，分别同比提升 0.3pct、6.3pct。

图表 13. 2017-2022 年 1-9 月公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

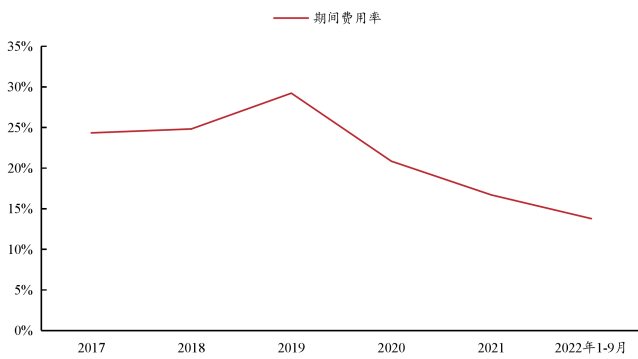
图表 14. 2017-2021 年公司毛利润结构



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

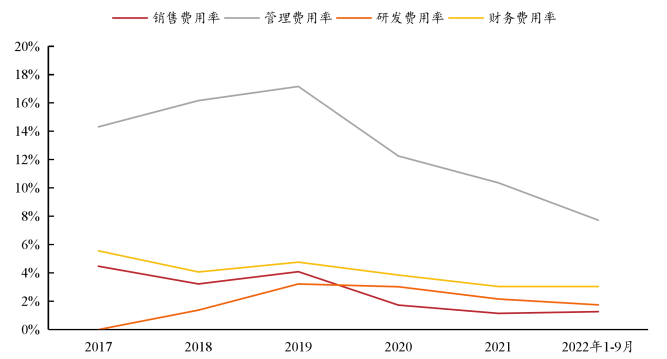
2019 年以来公司期间费用率持续下降。2019-2021 年公司期间费用率从 29.2%下降至 16.7%，下降 12.5pct；2022 年前三季度公司期间费用率为 13.79%。细分来看，2019 年以来公司管理费用率实现较大幅度的下降，从 2019 年的 17.2%下降至 10.4%，下降 6.8pct。2022 年前三季度公司管理费用率为 7.72%，较 2021 年下降 2.6pct。

图表 15. 2017-2022 年 1-9 月公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 16. 2017-2022 年 1-9 月公司细分费用率情况



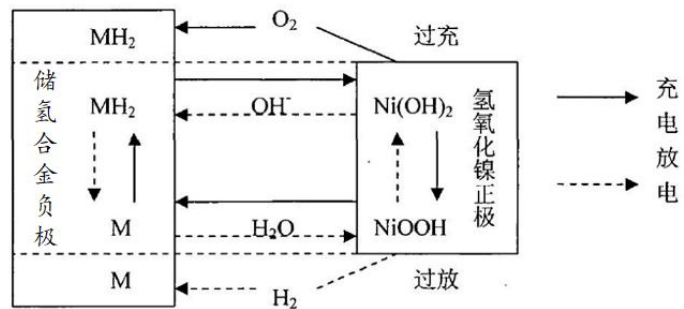
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 2. 行业：乘碳中和东风，行业景气提升

### 2.1. 镍氢电池：性能良好，需求稳增

镍氢电池为性能良好的二次电池。镍氢电池为可充电电池，基于镍镉电池发展而来，其环保性、能量密度、循环寿命等性能显著高于镍镉电池。镍氢电池正极材料主要为氢氧化镍，负极材料主要为储氢合金，电解液一般为氢氧化钾。镍氢电池一般通过电位变化时储氢合金的吸氢、放氢功能来实现充放电过程。

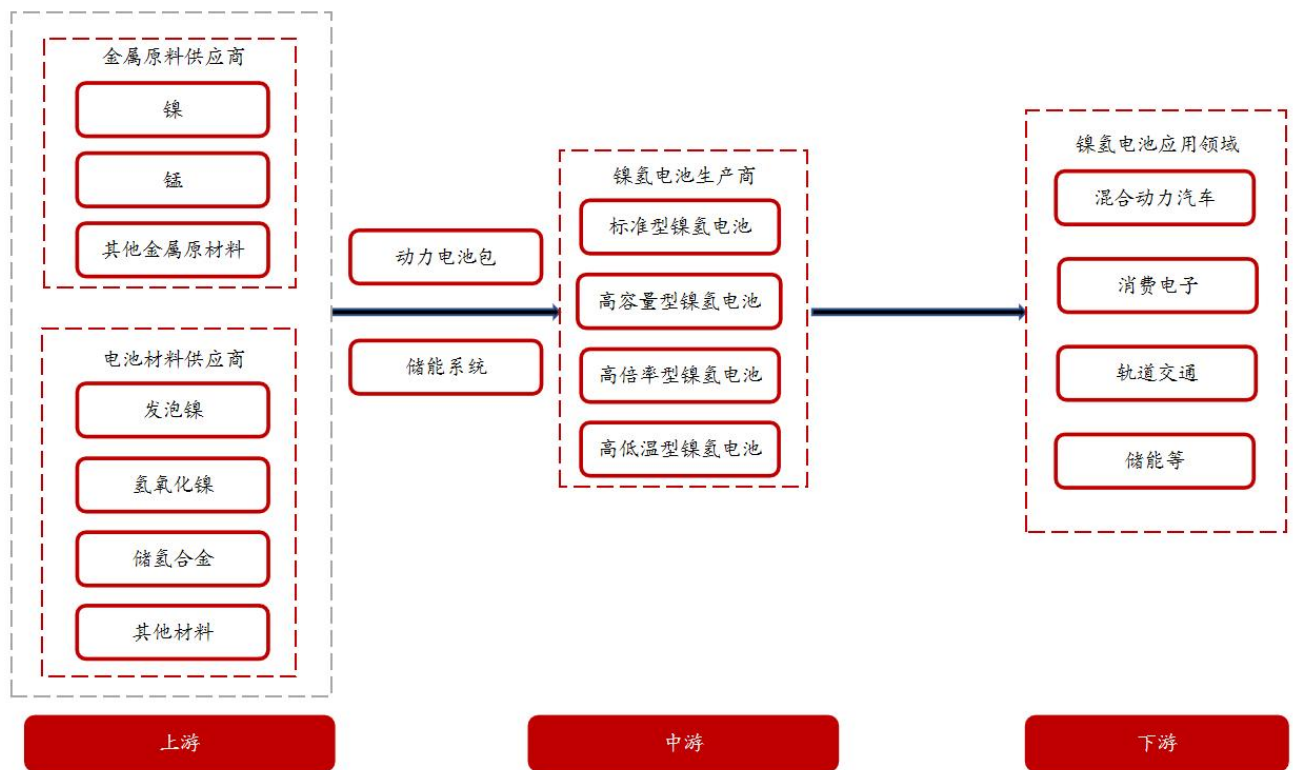
图表 17. 镍氢电池充放电过程



资料来源: 《电极材料及装配方式对新能源汽车用镍氢动力电池性能影响研究》(尹亮亮), 东亚前海证券研究所

镍氢电池位于产业链中游，下游主要应用于混合动力汽车、消费电子等领域。镍氢电池上游主要为金属原料和电池材料，其中金属原料主要包括镍、锰等，电池材料主要包括发泡镍、氢氧化镍、储氢合金等。镍氢电池下游主要应用于消费电子、混合动力汽车、轨道交通、储能等领域。此外，随着智能网联车兴起，镍氢电池可作为车载 T-Box/E-call 电源的主流方案。

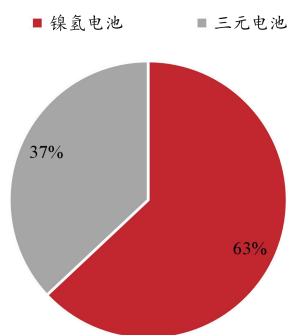
图表 18. 镍氢电池位于产业链中游



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

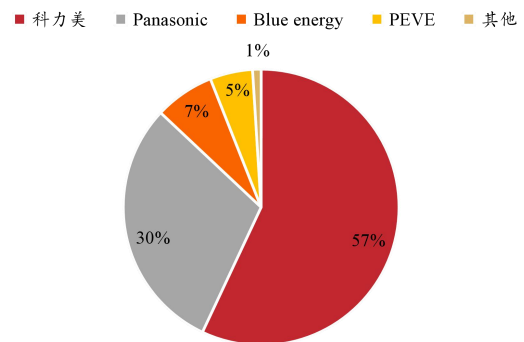
在 HEV 电池领域中，镍氢电池占据较大的市场份额。混合动力汽车领域采用的电池主要包括镍氢电池和三元电池，2021 年镍氢电池、三元电池在我国 HEV 节能乘用车装机量占总装机量的比例分别为 63%、37%。此外，我国 HEV 节能乘用车电池行业呈现出寡头垄断格局，其中 2021 年科力美、Panasonic、Blue energy、PEVE 在我国 HEV 节能乘用车领域电池装机量占比分别为 57%、30%、7%、5%，合计达 99%。其中科力美主要从事镍氢电池的开发、制造和销售。

图表 19. 2021 年我国 HEV 节能乘用车电池装机量占比



资料来源：GGII，东亚前海证券研究所

图表 20. 2021 我国 HEV 节能乘用车电池企业装机量占比

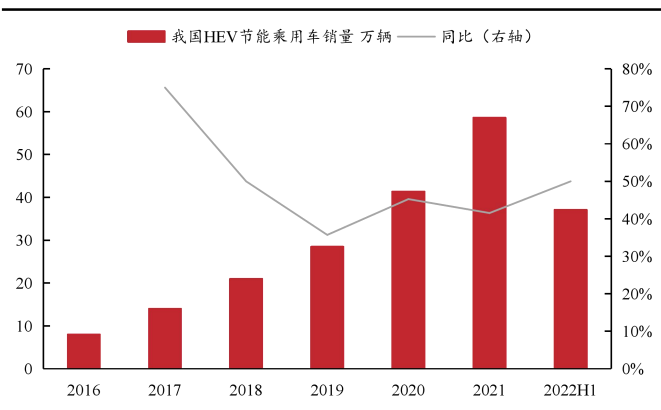


资料来源：GGII，东亚前海证券研究所

HEV 节能乘用车销量稳步增长，带动 HEV 电池装机量稳步提升。

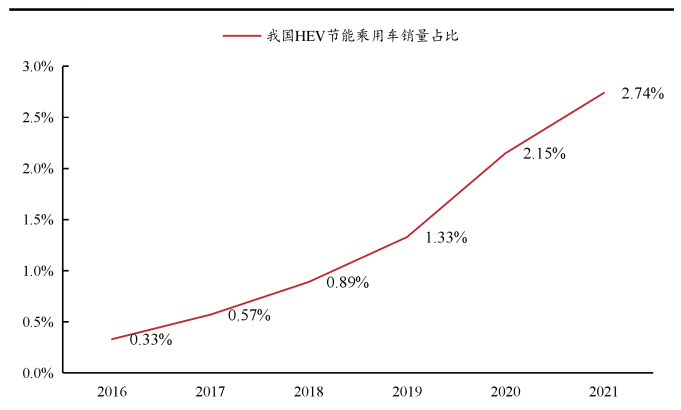
2016-2021年，我国HEV节能乘用车销量从8万辆增长至58.6万辆，年均复合增长率为48.9%。在双碳背景下，2022年上半年我国HEV节能乘用车销量进一步提升，为37.1万辆，同比增长50.0%。HEV节能乘用车销量持续增长带动HEV电池装机量提升，2021年我国HEV电池装机量约为0.79GWh，同比增长46%，其中镍氢电池装机量为0.5GWh，同比增长61%；2022H1我国HEV电池装机量约为0.54GWh，同比增长64%。近年来，我国HEV节能乘用车渗透率持续提升，从2016年的0.33%上升至2021年的2.74%，提升2.4pct。

图表 21. 2016-2022H1 我国 HEV 节能乘用车销量



资料来源：GII，东亚前海证券研究所

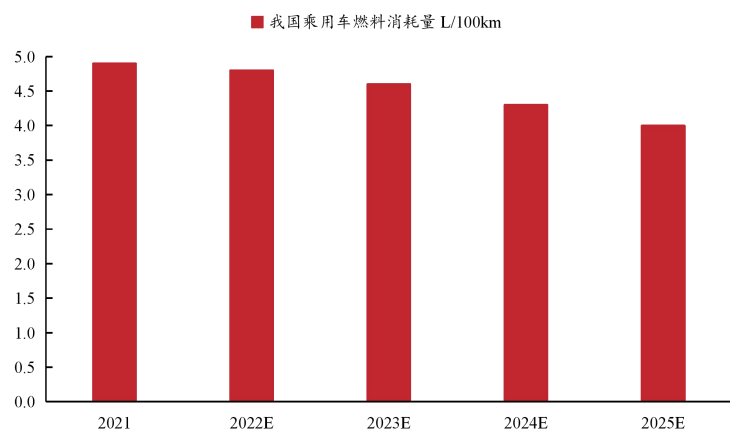
图表 22. 2016-2021 年我国 HEV 节能乘用车销量占比



资料来源：中国汽车工业协会，东亚前海证券研究所

未来 HEV 节能乘用车渗透率有望进一步提升，进而带动镍氢电池需求增长。国家标准化委员会于 2019 年 12 月发布《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》标准，自 2021 年 1 月 1 日起开始实施。该标准规定了 2021-2025 年我国乘用车平均燃料消耗量，其中 2021 年为 4.9L/100km，到 2025 年下降至 4.0L/100km。未来我国乘用车燃料消耗量持续下降，有望带动 HEV 节能乘用车以及新能源汽车快速发展，进而带动镍氢电池需求上行。

图表 23. 2021-2025E 我国乘用车燃料消耗量

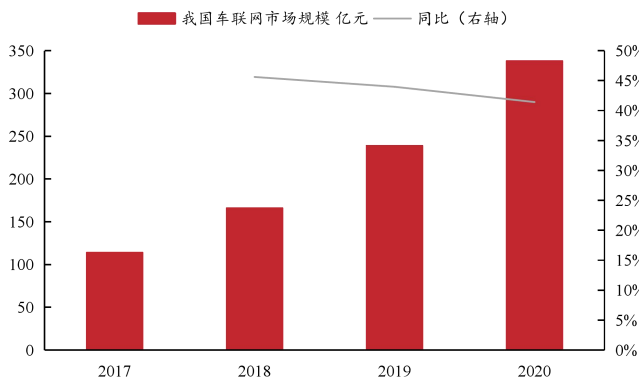


资料来源：《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》（2019），东亚前海证券研究所

乘用车 T-BOX 装配率上行有望贡献镍氢电池新增量。T-BOX 又称车联

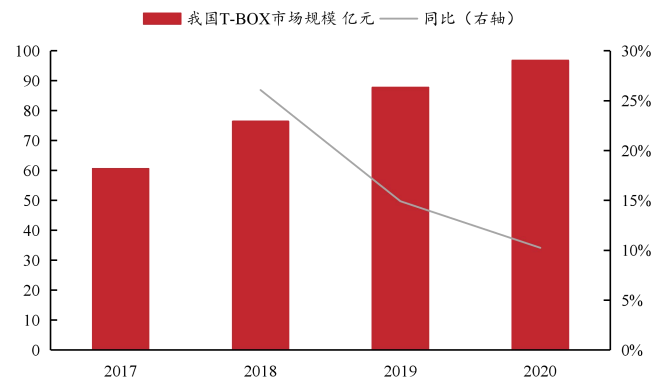
网控制单元，用于控制跟踪汽车的嵌入式系统，可提供车辆故障监控、安防服务等功能。近年来，我国车联网市场规模持续增长，从2017年的114亿元增长至2020年的338亿元，年均复合增长率为43.7%。车联网市场规模持续增长带动T-BOX市场规模同步提升，T-BOX市场规模从2017年的60.6亿元增长至2020年的96.8亿元，年均复合增长率为16.9%。镍氢电池凭借其良好的宽温特性、较长的循环寿命以及安全性被应用于T-BOX领域，未来有望受益于T-BOX市场规模的持续增长。

图表 24. 2017-2020 年我国车联网市场规模



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 25. 2017-2020 年我国 T-BOX 市场规模



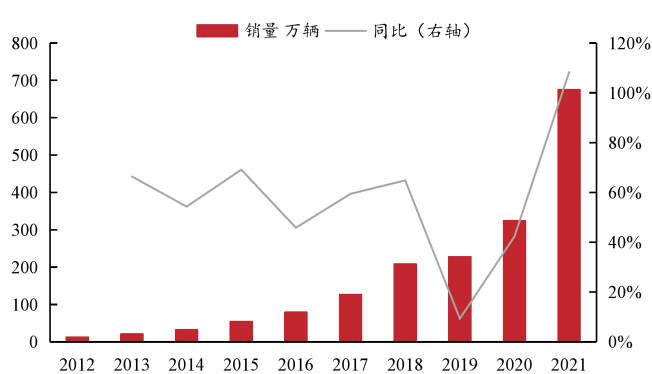
资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

## 2.2. 锂电池：方兴未艾，出货高增

### 2.2.1. 动力锂电池：转向市场驱动，行业景气延续

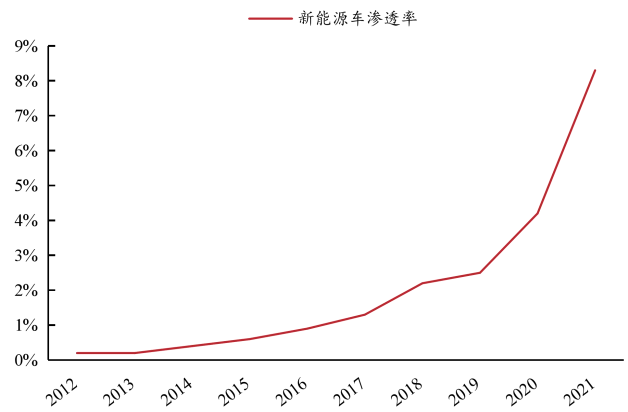
全球新能源汽车市场方兴未艾。据 EV VOLUMES 数据，2012 到 2021 年，全球新能源汽车销量从 12.5 万辆增长到 675 万辆，年均复合增长率达 55.8%，其中 2021 年同比增长 108.3%。随着新能源车销量的高速增长，新能源车渗透率持续提升，从 2012 年的 0.2% 提升到 2021 年的 8.3%。据中创新航招股说明书，到 2026 年，预计全球新能源乘用车渗透率将达到 30.1%。

图表 26. 2012-2021 年全球新能源汽车销量



资料来源：EV VOLUMES，东亚前海证券研究所

图表 27. 2012-2021 年全球新能源车渗透率发展情况

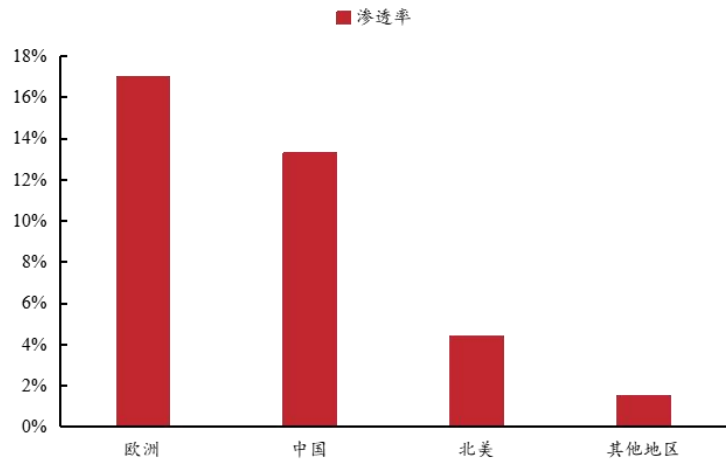


资料来源：EV VOLUMES，东亚前海证券研究所

新能源汽车市场地区发展并不均衡，市场空间依然宽广。根据 EV

VOLUMES 数据，2021 年，新能源汽车渗透率最高的地区是欧洲，渗透率达 17%；其次为中国，渗透率为 13.4%；北美为 4.4%；而其余国家合计新能源车渗透率仅为 1.5%，市场空间依然宽广。

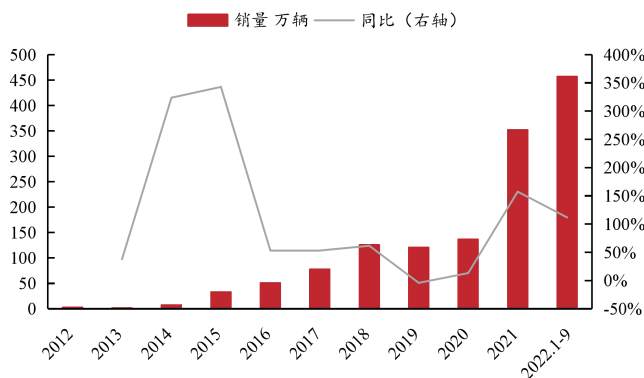
图表 28. 2021 年全球各地区新能源汽车渗透率



资料来源：EV VOLUMES，东亚前海证券研究所

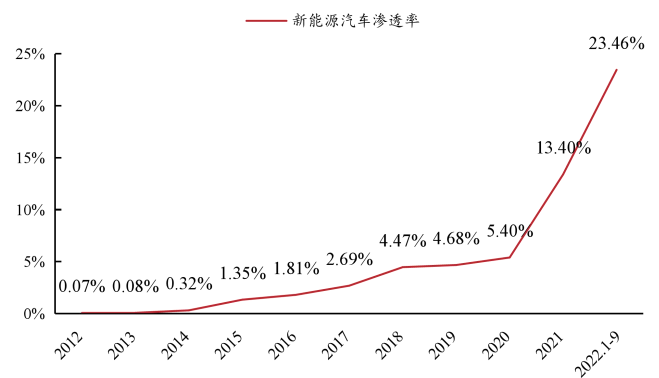
我国新能源汽车销量高速增长，行业逐步转为市场驱动。2012-2021 年，我国新能源车销量从 1.28 万辆增长到 352.1 万辆，年均复合增长率为 86.7%，其中 2021 年同比增长 157.5%；2022 年 1-9 月我国新能源车销量为 456.68 万辆，同比增长 111.76%。新能源车渗透率则从 2012 年的 0.07% 增长到 2021 年的 13.4%，2022 年 1-9 月更是高达 23.46%。在政策补贴逐渐退坡的当下，新能源车市场渗透率大幅增长表明我国新能源车行业发展已逐步由政策驱动转为市场驱动，实现良性发展。

图表 29. 2012-2022.1-9 我国新能源汽车销量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 30. 2012-2022.1-9 我国新能源汽车渗透率

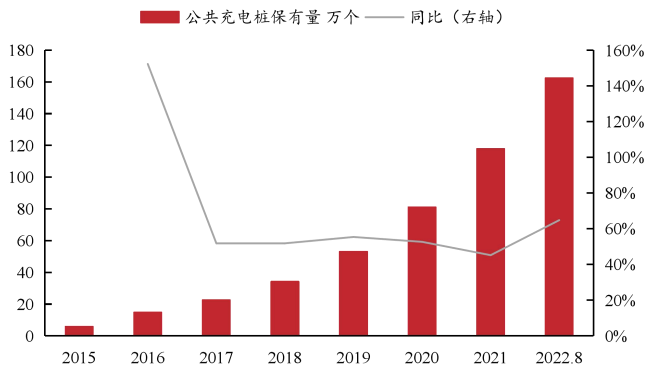


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

我国新型基础设施持续完善，为新能源车市场高速发展提供支撑。充电方面，根据 Wind 数据，2015 至 2021 年，我国公共充电桩保有量从 4.9 万个增长到 114.7 万个，年均复合增长率达 41.8%。2022 年初国家发改委、国家能源局等十部门印发《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》，明确到“十四五”末，我国电动汽车充电基础设施体系需要能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。换电方面，据艾瑞咨

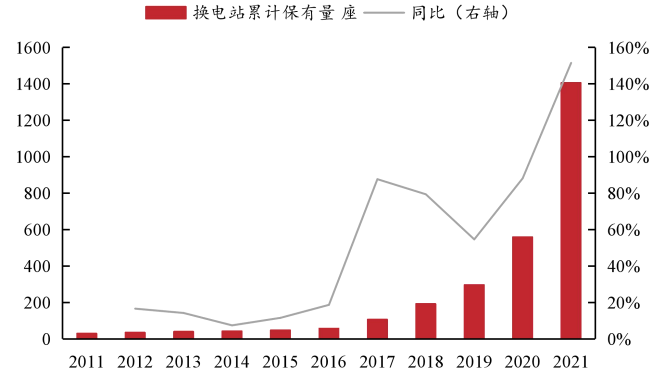
询数据, 2011至2021年我国换电站累计保有量从30座增长到1406座, 年均复合增长率达46.9%。换电技术能在几分钟内满足纯电动车用户补能需求, 是解决电动汽车充电时间长的理想方案之一。换电站数量的高速增长或将为新能源车市场高速发展提供保障。

图表 31. 2015-2022.1-8 我国公共充电桩保有量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

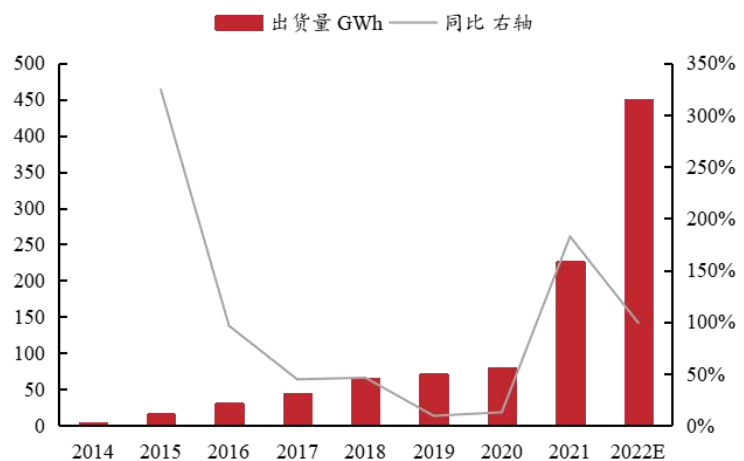
图表 32. 2011-2021 年我国换电站保有量



资料来源: 艾瑞咨询, 东亚前海证券研究所

**新能源汽车行业高景气带动我国动力锂电池出货量快速增长。** 2014-2021年, 我国动力锂电池出货量从3.7GWh增长到226GWh, 年均复合增长率为79.9%; 2022年上半年我国动力锂电池出货量超200GWh, 同比增长超150%。高工锂电预计2022年全年我国动力锂电池出货量可达450GWh。随着中国动力锂电池出货量的高速增长, 中国已成为全球动力锂电池行业的主导, 2021年全球装机TOP15榜单中, 中国电池企业占据了11席, 这11家企业合计占全球累计装机量的51%。

图表 33. 2014-2022E 中国动力锂电池出货量



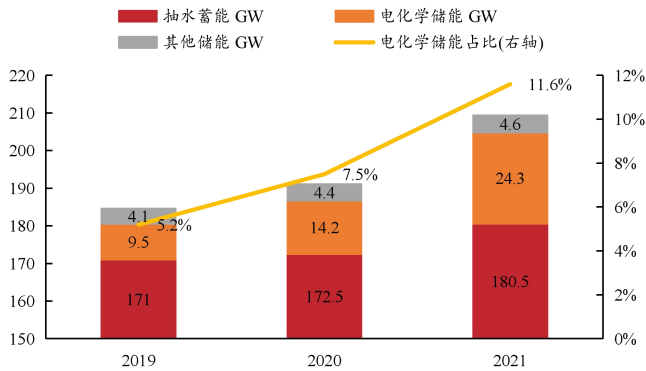
资料来源: 高工锂电, 东亚前海证券研究所

### 2.2.2. 储能锂电池: 规模持续提升, 政策驱动增长

**电化学储能市场高速发展, 占比持续提升。** 2013-2021年, 全球电化学储能累计装机规模从0.7GW增长到24.3GW, 其中2021年同比增长70.7%;

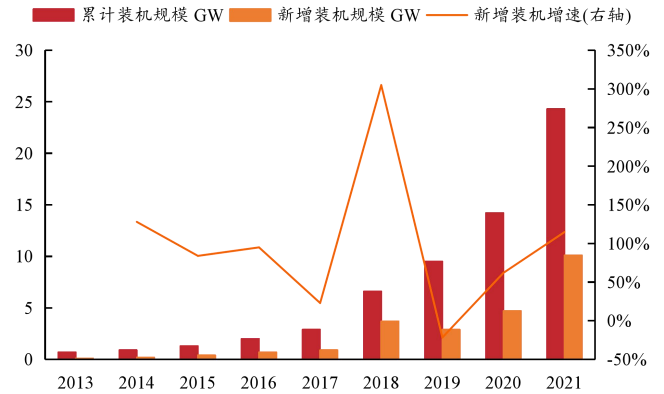
新增装机规模从 0.1GW 增长到 10.1GW，年均复合增长率达 78.0%。随着电化学储能装机规模的提升，其占比也不断提高，2019-2021 年，全球电化学储能占已投运储能项目累计装机规模的比例从 5.2% 提升到 11.6%，提升 6.4pct，而抽水蓄能占比于 2021 年首次低于 90%。

图表 34. 2019-2021 年全球已投运储能项目累计装机规模



资料来源：派能科技招股说明书，东亚前海证券研究所

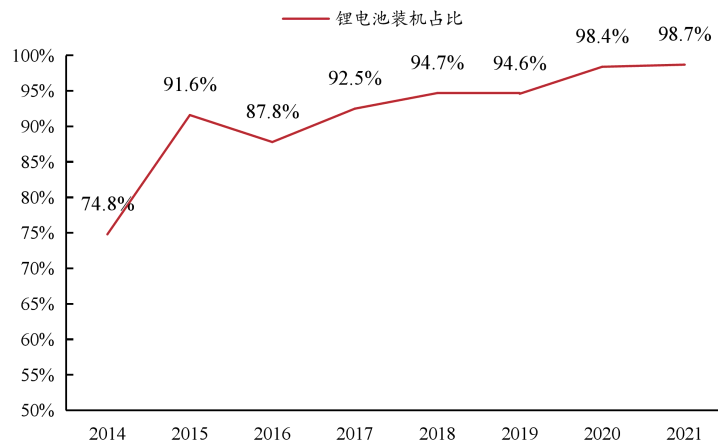
图表 35. 2013-2021 年全球电化学储能项目装机规模



资料来源：派能科技招股说明书，东亚前海证券研究所

锂电池在电化学储能中占据主导地位。电化学储能技术包括锂电池储能、铅蓄电池储能、全钒液流电池储能等，其中锂电池寿命长、能量密度高、环境适应性强，发展潜力较大。2014-2021 年，全球新增投运电化学储能项目中，锂电池装机占比从 74.8% 提升到 98.7%，增长了 23.9pct，占据绝对主导地位。

图表 36. 2014 至 2021 年全球新增投运电化学储能项目锂电池装机占比

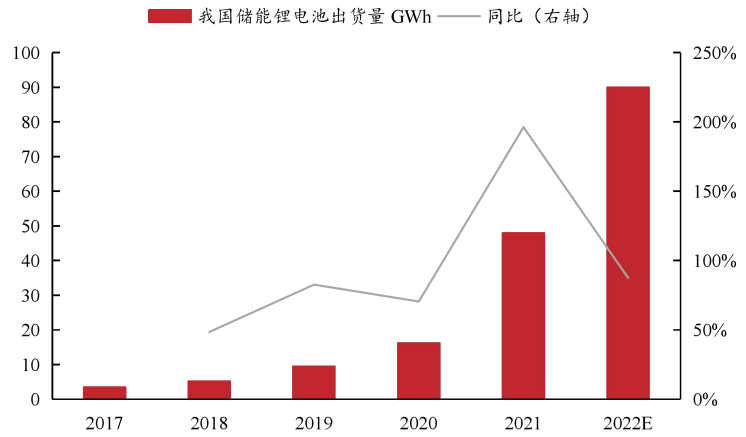


资料来源：派能科技招股说明书，东亚前海证券研究所

随着电化学储能占比的提升，我国储能锂电池出货量持续增长。2016-2021 年，我国储能锂电池出货量从 3.1GWh 增长到 48GWh，年均复合增长率达 73.0%；2022 年上半年我国储能锂电池出货量为 44.5GWh，整体规模已接近 2021 年全年水平。高工锂电预计 2022 年我国储能锂电池出货量在 90GWh 以上，同比增长超 87%。



图表 37. 2016-2022E 我国储能锂电池出货量



资料来源：高工锂电，东亚前海证券研究所

配储政策推动下，储能锂电池市场有望继续保持高速增长。2021年国家发改委和国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，指出到2025年新型储能的装机规模达30GW以上。近年来多地发布配储相关政策，据中国储能网统计，截至2022年9月末，已有24省区发布新能源配储政策。其中，内蒙古和辽宁新能源配置储能比例达到15%，储能时长分别达到4小时和3小时；上海金山海上风电场配置储能比例则达到了20%，储能时长达4小时。国家与各地方配储政策的落地有望推动锂电池储能高速发展。

图表 38. 2022 年以来省级配储政策

时间	省份	政策文件	储能配置比例	储能配置时间 (h)
2022 年 10 月 20 日	福建	《2022 年集中式光伏电站试点项目名单的通知》	试点项目同步配套 10%未按要求 15%	2~4
2022 年 8 月 11 日	山东	《风电、光伏发电项目并网保障实施办法(试行)》征求意见稿	-	-
2022 年 5 月 13 日	辽宁	《辽宁省 2022 年光伏发电示范项目建设方案》公开征求意见的公告	15%	3
2022 年 3 月 29 日	安徽	《关于征求 2022 年第一批次光伏发电和风电项目并网规模竞争性配置方案意见的函》	5%	2
2022 年 3 月 22 日	内蒙古	《关于征求工业园区可再生能源替代、全额自发自用两类市场化并网新能源项目实施细则意见的公告》	光伏 15%	4
2022 年 3 月 17 日	辽宁	省发改委关于征求《辽宁省 2022 年光伏发电示范项目建设方案》(征求意见稿)	10%以上	
2022 年 3 月 16 日	河北	《屋顶分布式光伏建设指导规范(试行)》	-	-
2022 年 1 月 13 日	宁夏	自治区发展改革委关于征求《2022 年光伏发电项目竞争性配置方案》意见的函	10%	2
2022 年 1 月 11 日	上海	《上海市发展改革委关于公布金山海上风电场一期项目竞争配置工作方案的通知》	20%	4
2022 年 1 月 5 日	海南	《海南省发展和改革委员会关于开展 2022 年度海南省集中式光伏发电平价上网项目工作的通知》	10%	-

资料来源：中国储能网，东亚前海证券研究所

## 2.3. 储能：赛道迎来高景气，成长空间广阔

**新型储能技术百花齐放，性能优势突出。**新型储能技术是指抽水蓄能以外的储能技术，包括锂电储能技术、全钒液流储能技术、钠电储能技术、压缩空气储能技术等。新型储能具有建设周期短、选址灵活、反应速度快等优势。新型储能中电化学储能建设周期最长 3-6 个月、压缩空气储能建设周期 1.5-2 年，远低于抽水蓄能建设周期 6-8 年。新型储能环境适应性强，能够灵活部署电源、电网和用户侧等各类应用场景。此外，新型电化学储能可以做到毫秒至秒级的响应。

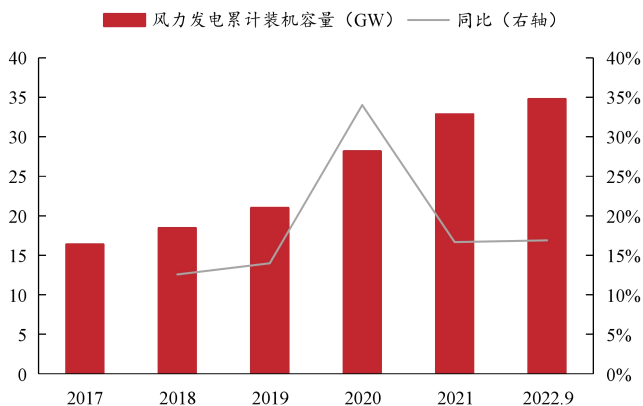
图表 39. 新型储能优势突出

优势	抽水储能	新型储能
建设周期	6-8 年	电化学储能最长 3-6 个月;新型压缩空气储能建设周期 1.5-2 年
选址	地势落差比较大的地方,单站规模大	单站体量可大可小,环境适应性强
反应速度	分钟级	电化学储能可以做到毫秒级
技术水平	基本成熟	锂电池、液流电池、压缩空气储能等接近技术成熟
成长空间	规划到 2025 年较“十三五”翻一番,规划到 2025 年新型储能装机容量达到 3000 万千瓦 达到 6200 万千瓦	以上
应用领域	电网侧	电网侧、电源侧、用户侧

资料来源:国家能源局,东亚前海证券研究所

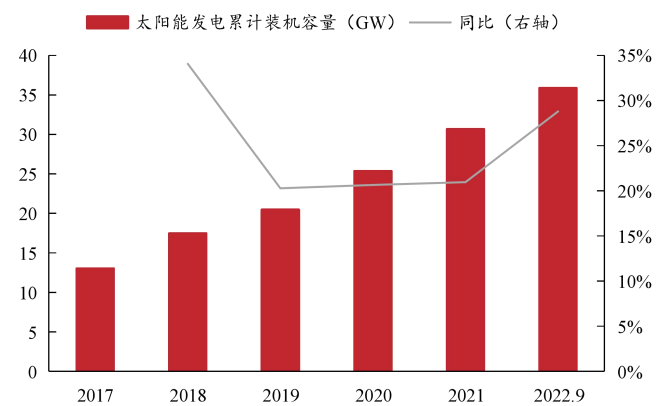
新能源装机容量稳步提升为新型储能行业发展提供机遇。风力发电方面,2017-2021 年,我国风力发电累计装机容量从 16.37GW 增长至 32.85GW,年均复合增长率 19%,其中 2021 年同比增长 16.7%;截至 2022 年 9 月,我国风力发电累计装机容量 34.77GW。太阳能发电方面,2017-2021 年,我国太阳能发电累计装机容量从 13.03GW 增长至 30.66GW,年均复合增长率 23.9%,其中 2021 年同比增长 21%;截至 2022 年 9 月,我国太阳能发电累计装机容量 35.86GW。

图表 40. 2017-2022 年 9 月我国风力发电累计装机容量



资料来源:国家能源局,东亚前海证券研究所

图表 41. 2017-2022 年 9 月我国太阳能发电累计装机容量



资料来源:国家能源局,东亚前海证券研究所

未来新型储能成长空间广阔。国内风电、光电装机规模持续增长,带动新型储能装机量持续提升,根据高工锂电数据,2022H1 我国新型储能新增装机量为 12.7GW,较 2021 年的 3.4GW 增长 3.7 倍。此外,2021 年 7 月国家发改委和国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》,指出“十四五”时期加快发展新型储能,到 2025 年国内新型储能的装机规模达 30GW 以上,推动新型储能由商业化初期阶段转入规模化发展阶段。

**国家出台系列政策助力新型储能行业发展。**2022年3月国家发改委和国家能源局发布《“十四五”新型储能发展实施方案》，指出到2025年使新型储能具备大规模商业化应用条件，并到2030年实现新型储能全面市场化发展。同年6月国家发改委、国家能源局等九部门发布《“十四五”可再生能源发展规划》，指出明确新型储能独立市场主体地位，创新储能发展商业模式，明确其价格形成机制。同年8月国家发改委和国家能源局发布《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》，指出鼓励发电企业通过自建或购买调峰储能能力的方式增加新能源发电装机规模。

图表 42. “十四五”以来国内新型储能相关政策

时间	部门	政策	具体内容
2022年3月	国家发改委和国家能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到2025年使新型储能具备大规模商业化应用条件，并到2030年实现新型储能全面市场化发展
2022年4月	国家能源局和科学技术部	《“十四五”能源领域科技创新规划》	引领新型电力系统建设，推动新能源发电占比逐步提高
2022年6月	国家发改委、国家能源局等九部门	《“十四五”可再生能源发展规划》	明确新型储能独立市场主体地位，创新储能发展商业模式，明确其价格形成机制
2022年8月	国家发改委和国家能源局	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》	鼓励发电企业通过自建或购买调峰储能能力的方式增加新能源发电装机规模

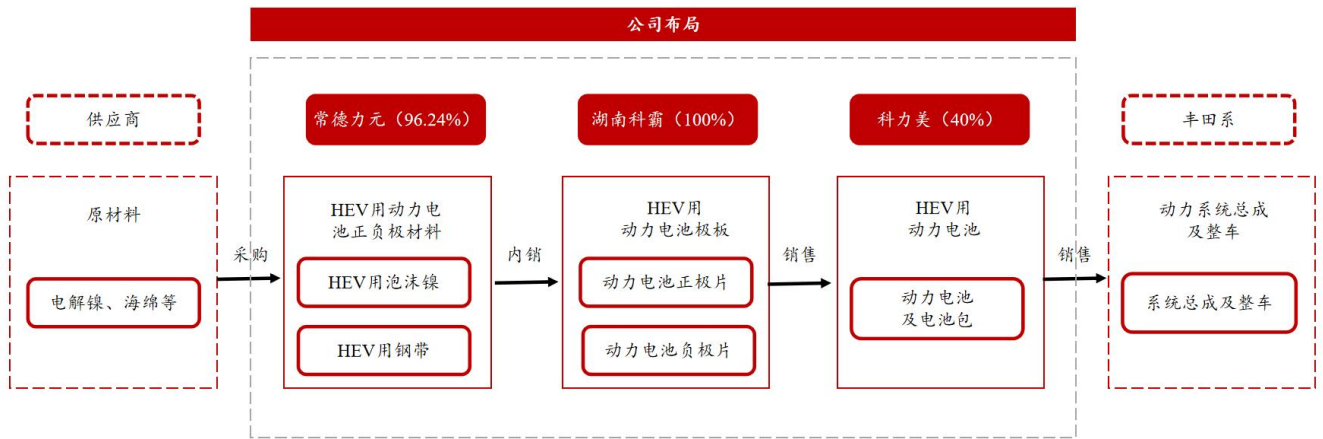
资料来源：国家发改委，国家能源局，东亚前海证券研究所

### 3. 优势：镍氢奠定业绩基石，锂电打开成长空间

#### 3.1. 镍氢全产业链，客户资源优质

公司在 HEV 动力电池领域已形成配套产业链。公司旗下控股子公司常德力元新材料有限责任公司（简称“常德力元”）与全资子公司湖南科霸汽车动力电池有限责任公司（简称“湖南科霸”）分别布局 HEV 镍氢动力电池上游领域，其中常德力元主营业务为正极基础材料泡沫镍，湖南科霸主营业务为正负极板。上述两个公司与科力远合资公司科力美汽车动力电池有限公司（简称“科力美”）的 HEV 动力电池形成了良好的协同关系，产生了“1+1+1>3”的价值效应。截至 2021 年末，公司已具备 48 万台套/年的 HEV 车用泡沫镍和极片产能，相较于 2020 年增长 2 倍。此外，公司正致力于提升钢带和合金粉的产品品质与产能，以期进入 HEV 镍氢动力电池产业链。

图表 43. 公司在 HEV 动力电池产业链布局



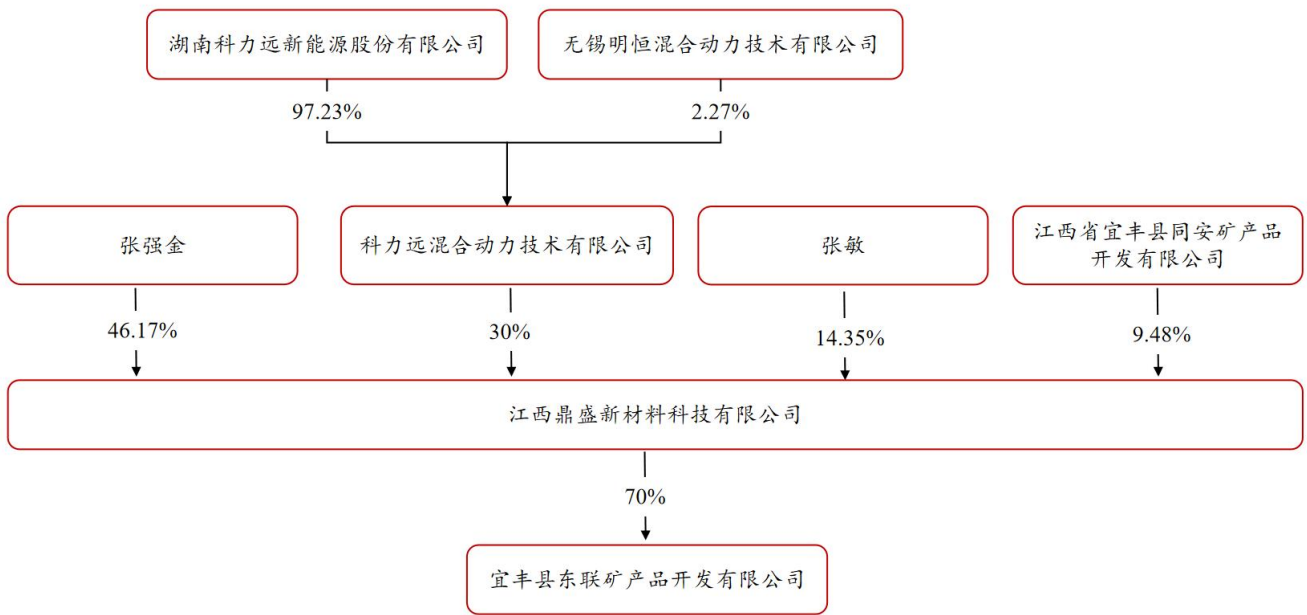
资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

公司是丰田 HEV 车载动力电池在华唯一供应商，未来有望受益于丰田全球电动化战略。根据科力远公司公告，丰田计划到 2025 年在全球 HEV 新车销量达 450 万台，到 2030 年达 600 万台。丰田在中国的 HEV 汽车销量有望在近十年内保持高增长，以广汽丰田为例，2022 年广汽丰田计划实现混动车销量为 30.1 万台，相较于 2021 年的 17.6 万台增长超 70%。公司作为丰田 HEV 车载动力电池在华唯一供应商，未来有望受益于丰田 HEV 汽车销量增长。

### 3.2. 构建锂电强链，抢占行业机遇

公司控股子公司增资认购鼎盛新材，布局锂矿资源。2022 年 6 月公司控股子公司科力远混合动力技术有限公司（简称“CHS 公司”）与张强金、张敏、江西省宜丰县同安矿产品开发有限公司（简称“江西安同”）签订《增资认购协议》，其中 CHS 公司拟以混合动力系统相关技术所有权增资鼎盛新材新材料科技有限公司（简称“鼎盛新材”）；江西安同拟以其持有 70% 股权的宜丰县东联矿产品开发有限公司（简称“东联公司”）进行增资，此外，公司将四个采矿权权证登记在东联公司名下。交易完成后，CHS 公司将持有鼎盛新材 30% 的股权，有利于公司向锂电产业链上游延伸。

图表 44. 公司与鼎盛新材新材料科技有限公司股权合作关系（截至 2022 年 11 月 8 日）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

鼎盛新材具有锂云母生产线及锂矿资源。一方面，根据科力远公司公告，截至 2021 年末，鼎盛新材已拥有日产 100 余吨的锂云母熟料焙烧生产线，在建日产 500 余吨的锂云母熟料焙烧生产线，目前已给多家碳酸锂生产企业供货。另一方面，鼎盛新材控股子公司东联公司旗下具有四个采矿权，截至 2022 年 2 月 28 日，可采储量合计达 204.92 万吨。

图表 45. 截至 2022 年 2 月 28 日东联公司旗下四个采矿权情况

项目	保有资源储量 (万吨)	利用资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	伴生氧化锂平均地质品位
宜丰县同安乡同安瓷矿(含锂)采矿权	154.24	107.97	78.01	1.29%
宜丰县同安乡党田瓷矿(含锂)采矿权	153.603	107.52	77.68	1.29%
宜丰县第一瓷矿(含锂)采矿权	65.222	45.66	32.98	1.78%
宜丰县同安乡鹤颈瓷矿(含锂)采矿权	32.145	22.50	16.25	2.10%
合计	405.21	283.65	204.92	-

资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

为实现构建锂电全产业链目标，公司控股孙公司金丰锂业购买鼎盛新材持有的金属锂卤水相关资产。2022 年 9 月公司全资子公司宜春力元新能源公司收购鼎盛新材持有的宜丰县金丰锂业有限公司（简称“金丰锂业”）51%的股权。目前相关手续已完成，金丰锂业成为科力远控股孙公司。2022 年 10 月 10 日，公司发布的《关于孙公司购买资产的公告》指出金丰锂业拟出资 25371.61 万元购买鼎盛新材持有的生产设备、辅助设备、车辆等资产，用于生产金属锂卤水，同时规定除双方另行协商一致外，上述资产的交付应于协议签署后 10 个工作日内完成，有助于公司进一步布局碳酸锂业务。

此外，公司积极扩大碳酸锂产能并向下游延伸布局。2022年6月，公司相继与宜春经济技术开发区管委会、宜丰县政府签订投资合同书。其中公司拟投资5亿元在宜春经开区建设年产3GWh数字化芯材项目，拟投资不低于25亿元在江西省宜丰县建设年产3万吨电池级碳酸锂材料项目和年产6万吨高功率磷酸铁锂正极材料项目。同时公司在投资者互动平台表示，在锂电池回收方面，公司与金川集团成立的合资公司兰州金川金科资源循环科技有限公司5000吨/年废旧锂电池资源循环利用项目已投产，截至2022年8月26日，正在申报国家工信部“新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范企业”（白名单）。目前公司正在积极推进锂电产业项目的实施与落地，有利于公司抓住新能源汽车与储能市场机遇，提升公司在锂电行业的核心竞争力。

图表 46. 公司拟建设锂电项目情况一览

项目	建设地点	总投资额 (亿元)	预计投产时间
3GWh/年数字化芯材项目	宜春经开区	5	-
3万吨/年电池级碳酸锂材料项目	江西省宜丰县	不低于35	2023年底
6万吨/年高功率磷酸铁锂正极材料项目			-

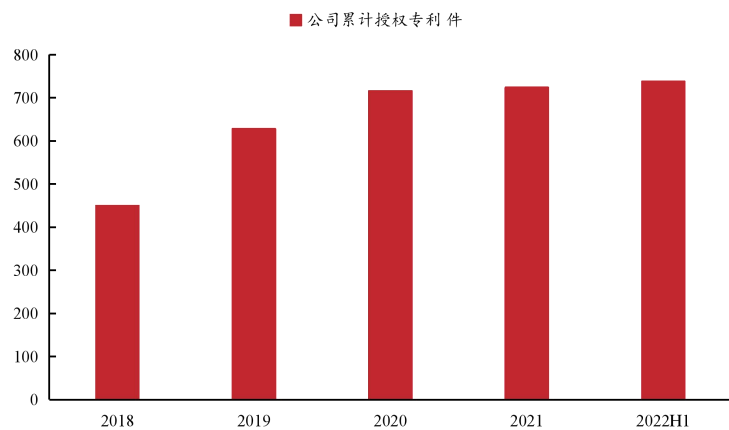
资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

### 3.3. 前瞻布局混储，创新引领发展

公司积极布局混储领域，已中标英利集团的光伏配套储能项目。2022年1月公司与广东科力远高科技控股有限公司（简称“科力远控股”）共同投资设立深圳科力远数智能源技术有限公司（简称“科力远数智能源”），其中公司持股比例为25%。科力远数智能源将融合公司储能电池技术以及科力远控股大数据+数字孪生技术，开发“镍氢锂电池混储数智能源系统”。目前公司“镍氢锂电混储数智能源系统”已成功中标英利集团的光伏配套储能项目，有利于带动公司镍氢电池和锂电池拓展储能市场。

公司坚持研发创新，创新成果显著。公司持续开展技术研发，增强核心竞争力。2018-2021年公司累计授权专利从450件增长至724件，年均复合增长率为17.2%。截至2022年上半年，公司累计授权专利为738件，包括发明专利317件。公司持续推进专利、技术转化与产业化，其“高均一性泡沫金属材料数字化制造关键技术与应用”已在HEV动力电池、储能、制氢等多个领域实现应用。

图表 47. 2018-2022H1 公司累计授权专利



资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测

基于公司在 HEV 动力电池用泡沫镍、正负极片产能的逐步释放以及公司在锂电材料领域的布局，未来公司有望打开业绩增长空间。我们预期 2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 36.44/62.00/88.66 亿元，归母净利润分别为 2.51/10.28/15.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.15/0.62/0.91 元/股，以 2022 年 11 月 14 日收盘价 9.97 元为基准，对应的 PE 分别为 66.09、16.13、10.99 倍。结合公司在锂电产业链的布局，看好公司未来发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。



图表 48. 公司主营业务收入预测 (亿元)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>动力电池极片</b>					
收入	7.73	11.74	16.05	16.05	16.05
YOY	38.9%	51.8%	36.7%	0.0%	0.0%
收入占比	30.4%	38.4%	44.1%	25.9%	18.1%
<b>民用电池</b>					
收入	8.02	5.73	4.26	4.26	4.26
YOY	36.3%	-28.6%	-25.7%	0.0%	0.0%
收入占比	31.5%	18.7%	11.7%	6.9%	4.8%
<b>镍矿产品</b>					
收入	2.52	5.43	6.23	6.08	6.08
YOY	9.1%	115.8%	14.7%	-2.4%	0.0%
收入占比	9.9%	17.8%	17.1%	9.8%	6.9%
<b>贸易收入</b>					
收入	6.38	5.38	5.38	5.38	5.38
YOY	12.2%	-15.6%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	25.0%	17.6%	14.8%	8.7%	6.1%
<b>混合动力系统 (含插电式)</b>					
收入	0.30	0.57	0.57	0.57	0.57
YOY	54.4%	91.4%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	1.2%	1.9%	1.6%	0.9%	0.6%
<b>碳酸锂</b>					
收入				27.92	54.59
YOY					95.5%
收入占比				45.0%	61.6%
<b>其他</b>					
收入	0.51	1.74	1.74	1.74	1.74
YOY	-16.1%	240.6%	0.0%	0.0%	0.0%
收入占比	2.0%	5.7%	4.8%	2.8%	2.0%

资料来源：科力远公司公告，东亚前海证券研究所预测

## 5. 风险提示

市场竞争加剧、项目进展不及预期、国内外疫情反复等。

**1) 市场竞争加剧:** 目前混合动力汽车行业迎来快速增长, 全球知名零部件生产商积极布局节能与新能源汽车行业, 或将导致市场竞争更为激烈。

**2) 项目进展不及预期:** 目前公司正在积极布局锂电全产业链, 已有相关在建及拟建设项目, 受国内疫情、气候等因素的影响, 或将导致公司项目进展不及预期, 进而对公司经营业绩产生影响。

**3) 国内疫情反复:** 目前国内疫情尚未稳定, 由此导致的内外部不确定性增加, 或将对公司的经营活动产生不确定性的影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3058.57	3643.94	6199.59	8866.29
%同比增速	20.14%	19.14%	70.13%	43.01%
营业成本	2610.98	2837.07	4243.99	6326.24
毛利	447.59	806.87	1955.60	2540.05
%营业收入	14.63%	22.14%	31.54%	28.65%
税金及附加	19.53	24.56	33.93	44.03
%营业收入	0.64%	0.67%	0.55%	0.50%
销售费用	34.69	84.24	106.78	152.74
%营业收入	1.13%	2.31%	1.72%	1.72%
管理费用	316.91	460.92	749.05	856.25
%营业收入	10.36%	12.65%	12.08%	9.66%
研发费用	65.82	95.45	127.56	107.19
%营业收入	2.15%	2.62%	2.06%	1.21%
财务费用	92.71	37.49	35.33	26.62
%营业收入	3.03%	1.03%	0.57%	0.30%
资产减值损失	-5.36	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-18.20	0.00	0.00	0.00
其他收益	43.70	52.06	88.57	126.67
投资收益	101.78	117.54	202.08	288.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.69	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.46	-0.55	-0.94	-1.34
<b>营业利润</b>	<b>43.08</b>	<b>273.25</b>	<b>1192.67</b>	<b>1766.54</b>
%营业收入	1.41%	7.50%	19.24%	19.92%
营业外收支	1.66	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>44.74</b>	<b>273.25</b>	<b>1192.67</b>	<b>1766.54</b>
%营业收入	1.46%	7.50%	19.24%	19.92%
所得税费用	39.58	42.38	184.98	273.99
净利润	5.17	230.87	1007.68	1492.55
%营业收入	0.17%	6.34%	16.25%	16.83%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>42.18</b>	<b>250.77</b>	<b>1027.84</b>	<b>1507.48</b>
%同比增速	-23.95%	494.51%	309.87%	46.66%
少数股东损益	-37.02	-19.90	-20.15	-14.93
EPS (元/股)	0.03	0.15	0.62	0.91

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.03	0.15	0.62	0.91
BVPS	1.58	1.72	2.34	3.25
PE	274.23	66.09	16.13	10.99
PEG	—	0.13	0.05	0.24
PB	4.52	5.79	4.26	3.07
EV/EBITDA	37.39	31.18	11.74	7.80
ROE	2%	9%	26%	28%
ROIC	0%	3%	15%	17%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	856.62	1077.07	1736.92	3579.08
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及应收票据	464.91	462.34	1115.10	1140.93
存货	279.86	370.00	571.03	832.71
预付账款	85.90	73.04	112.12	172.54
其他流动资产	223.47	133.78	367.69	295.44
流动资产合计	1910.76	2116.22	3902.87	6020.69
长期股权投资	684.98	836.23	967.38	1013.75
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	1863.02	1858.77	1836.11	1694.88
无形资产	1033.37	951.30	873.19	810.66
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	21.95	21.95	21.95	21.95
其他非流动资产	813.92	776.06	757.13	747.66
<b>资产总计</b>	<b>6328.00</b>	<b>6560.54</b>	<b>8358.62</b>	<b>10309.60</b>
短期借款	937.55	973.77	1013.77	1053.40
应付票据及应付账款	561.29	506.24	1090.68	1289.74
预收账款	1.98	2.20	3.83	5.44
应付职工薪酬	20.55	22.33	33.41	49.80
应交税费	51.75	58.42	101.23	143.89
其他流动负债	209.64	221.47	331.92	490.99
流动负债合计	1782.77	1784.43	2574.83	3033.26
长期借款	476.64	476.64	476.64	476.64
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	18.13	18.13	18.13	18.13
其他非流动负债	992.17	992.17	992.17	992.17
<b>负债合计</b>	<b>3269.70</b>	<b>3271.37</b>	<b>4061.77</b>	<b>4520.20</b>
归属于母公司的所有者权益	2609.43	2860.21	3888.04	5395.52
少数股东权益	448.87	428.96	408.81	393.88
<b>股东权益</b>	<b>3058.30</b>	<b>3289.17</b>	<b>4296.85</b>	<b>5789.41</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>6328.00</b>	<b>6560.54</b>	<b>8358.62</b>	<b>10309.60</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>219.14</b>	<b>494.57</b>	<b>846.09</b>	<b>1758.54</b>
投资	52.18	-151.25	-131.15	-46.37
资本性支出	-181.76	-226.29	-245.68	-144.97
其他	81.26	117.54	202.08	288.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-48.33</b>	<b>-260.00</b>	<b>-174.75</b>	<b>96.66</b>
债权融资	-1266.87	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	1277.60	36.22	40.00	39.63
筹资成本	-103.31	-50.34	-51.48	-52.68
其他	-20.68	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-113.26</b>	<b>-14.12</b>	<b>-11.48</b>	<b>-13.04</b>
<b>现金净流量</b>	<b>52.93</b>	<b>220.45</b>	<b>659.86</b>	<b>1842.16</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**李子卓**，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>