

## 震裕科技 (300953.SZ)

### 电池结构件、铁芯业务高速增长，盈利有望较快修复

公司结构件业务在制造效率、产品良率以及客户结构上都在持续优化，规模效应正在体现。同时，公司过去盈利能力受铝价影响较大，去年公司大客户定价模式有所优化，定价频次提高，近期铝价显著下行，预计公司盈利能力将会有所恢复。此外，公司铁芯业务也具备竞争力，成为国内国际客户的核心供应商，规模在国内领先。我们认为，公司有潜力成长为中等规模的企业，估算 2022、2023 年净利润 3.9、7.2 亿元，维持强烈推荐评级并调升目标价至 180-200 元。

- **电池结构件业务处于高速发展状态，盈利水平有望好转。**公司电池结构件业务已经有较大体量，规模跻身国内第二。随着在建的新产能投运及新客户开拓，电池结构件业务未来几年有望保持强劲增长。公司毛利率略低，主要系客户结构较单一，同时原有定价模式下铝材涨价影响大。公司过去通过自动化改造人均产值大幅提升，产品良率也在持续提升，综合制造效率提升比较显著并将继续提升。同时，2021Q4 开始，公司大客户定价结合上季度材料价联动，随着近期铝价下行，公司结构件业务盈利能力将会有所恢复。
- **电机铁芯业务保持强成长。**公司电机铁芯业务主要集中在新能源车驱动电机领域，比亚迪等国内国际客户占比较高。在电动车市场，公司铁芯收入规模与盈利能力在行业内均领先，湖南等基地产能扩张也已启动，预计未来有望保持高速增长。
- **经营管理能力正在提升和进步。**公司在原有汽车模具业务基础上向下游延伸，经过较长的积累，2013 和 2015 年分别成功培育出电机铁芯、锂电池结构件业务。随着公司多条线业务的并行发展和壮大，未来管理挑战也更大。公司一方面进行管理体系的同步提升，生产制造自动化、流程化水平也不断提高，2021 年公司人均产值大幅增长 70% 实现赶超。另一方面，也比较重视激励，2021 年公司人均税前薪酬福利达 17.7 万元增长超 80%，2022 年 3 月并推出股权激励计划，同时公司大股东还全额认购不超过 8 亿元的增发。
- **投资建议：**公司电池结构件、铁芯业务已经形成竞争力，目前处于高速发展阶段，我们认为公司有潜力成长为中等规模的企业，估算 2022、2023 年净利润 3.9、7.2 亿元，维持强烈推荐评级并上调公司目标价至 180-200 元。
- **风险提示：**下游需求不及预期、产品价格持续下降、产能扩张不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1193	3034	6441	10060	13623
同比增长	59%	154%	112%	56%	35%
营业利润(百万元)	154	184	436	802	1168
同比增长	76%	19%	138%	84%	46%
归母净利润(百万元)	130	170	391	720	1050
同比增长	68%	31%	130%	84%	46%
每股收益(元)	1.40	1.83	4.20	7.74	11.28
PE	108.6	83.1	36.2	19.6	13.5
PB	19.3	9.5	5.4	4.3	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (维持)

中游制造/机械

目标估值：180.00 - 200.00 元

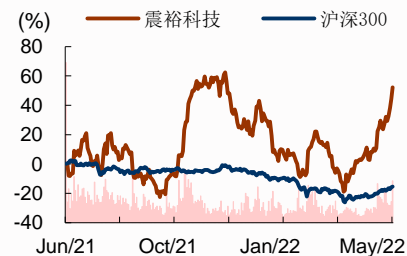
当前股价：152.0 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	9308
已上市流通股 (万股)	4558
总市值 (亿元)	141
流通市值 (亿元)	69
每股净资产 (MRQ)	16.6
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	68.7%
主要股东	蒋震林
主要股东持股比例	31.52%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	44	7	59
相对表现	38	18	74



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《震裕科技 (300953) —— 季报符合预期，Q2 盈利能力有望修复》2022-05-11
- 《震裕科技 (300953) —— 电池结构件与电机铁芯齐头并进，有望保持强劲增长》2022-04-06

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

刘荣 S1090511040001

✉ liur@cmschina.com.cn

刘珺涵 S1090519040004

✉ liujunhan@cmschina.com.cn

吴洋 研究助理

✉ wuyang2@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、电池结构件业务强成长，盈利有望好转。 .....	3
二、电机铁芯业务快速成长，为比亚迪核心供应商。 .....	5
盈利预测 .....	5
风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1: 震裕科技与科达利对宁德销售情况.....	3
图 2: 2021 年全球动力电池装机占比 .....	3
图 3: 人均产值对比 (万元) .....	4
图 4: 人均薪酬对比 (万元) .....	4
图 5: 长江有色铝价.....	5
图 6: 震裕科技历史 PE Band .....	6
图 7: 震裕科技历史 PB Band .....	6
表 1: 公司锂电结构件项目扩产公告 .....	4
表 2: 公司与同行的电机铁芯业务收入情况对比.....	5
表 3: 收入拆分及盈利预测.....	6
附: 财务预测表 .....	8

## 一、电池结构件业务强成长，盈利有望好转。

电池结构件业务强成长，盈利有望好转。公司的电池结构件业务已经有较大体量，规模跻身国内第二。业务在各个层次上都在逐步优化：

**1、制造效率提升。**公司目前已迭代至第三代自动化产线，2021 年人均产值超过 90 万元，同比增长 70%，实现赶超。公司目前正在研发第四代自动化产线，今年有望再提升 30-40%；同时，公司壳体、顶盖产品的良率也在持续提升。

**2、客户结构优化。**核心的目标客户验证与迭代基本完成，都有一定的量级。之前电池结构件第一大客户占比 90%，随着其余客户逐步放量，预计第一大客户的占比今年有望下降至 8 成左右，未来几年年有望达 6 成左右或者更低。

**3、产能快速扩张。**公司目前仍处于产能快速扩张期，2021 年底公司固定资产、在建工程分别扩张至 7.9、5.4 亿元，同比增长 36.4%、456.6%，产能保持强劲扩张。未来伴随着原有大客户的成长，以及新的大客户开拓，公司销售规模有望保持快速增长。

**4、定价模式优化。**公司部分大客户定价模式从 1 年议价改成 1 季度一次，铝价格波动的影响减少，去年到今年 Q1，铝价吃亏比较多，利润率后面会较快好转。Q2 铝价下行较多，公司有望受益。

Q2 受疫情影响，部分基地开工率有所降低，目前已基本恢复，考虑到铝价下行，预计整体 Q2 营收、盈利能力环比都将继续增长。

图 1：震裕科技与科达利对宁德销售情况

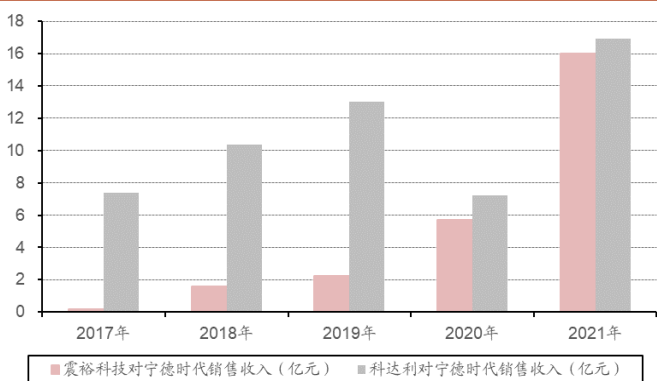
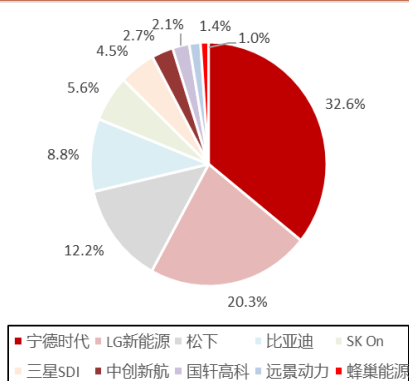


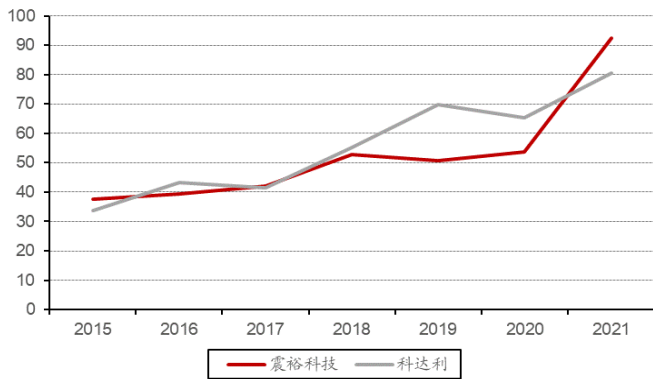
图 2：2021 年全球动力电池装机占比



资料来源：公司公告、招商证券

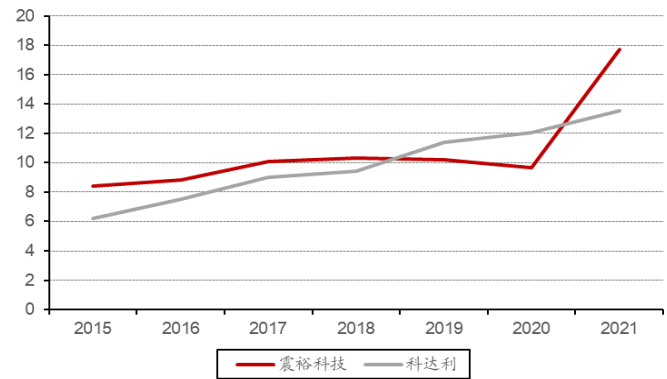
资料来源：SNE、招商证券

图 3: 人均产值对比 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 人均薪酬对比 (万元)



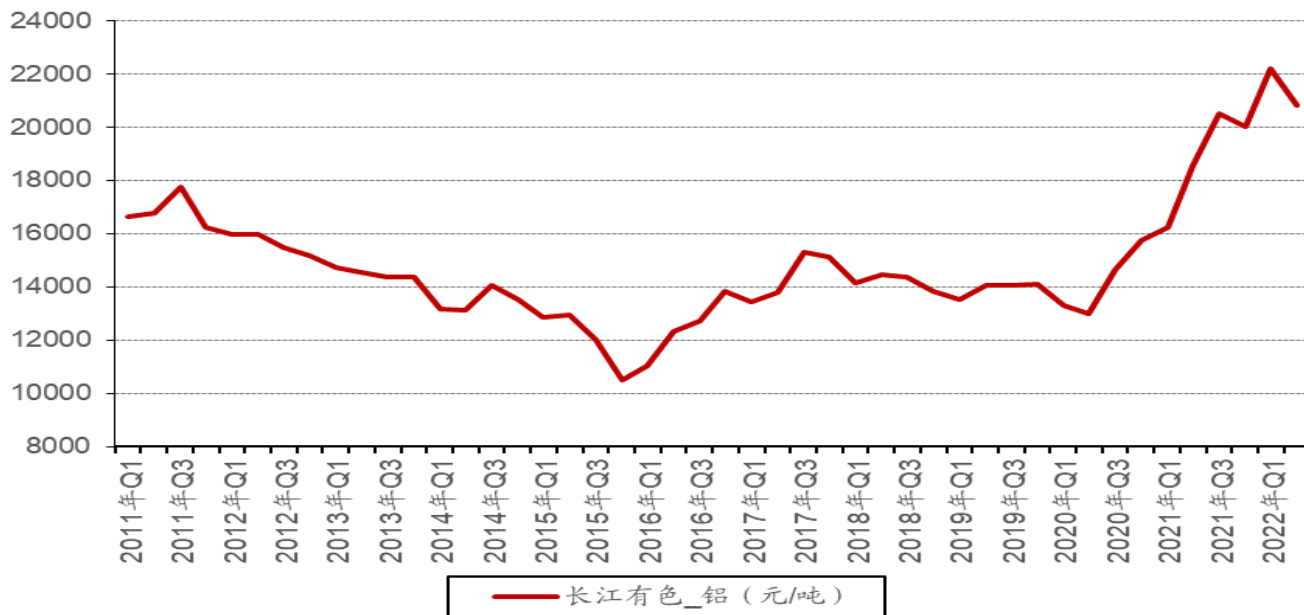
资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司锂电结构件项目扩产公告

时间	项目名称	实施主体	总投资额 (万元)
2021 年 3 月	宁波南部滨海经济开发区-年产 9 亿件新能源动力锂电池顶盖项目	宁德震裕	不超过人民币 16 亿元
2021 年 4 月	江苏溧阳-高端动力电池结构件项目	常州范斯特	项目一期拟投资额为人民币 6.5 亿元, 建设期为 2021 年 6 月前开工, 2022 年 12 月竣工; 项目二期拟投资额为人民币 9.5 亿, 建设期限为 2023 年 1 月至 2025 年 12 月; 项目三期将根据前两期投资项目的落地情况和运营情况进行投资建设。
2021 年 4 月	宁德福安-宁德震裕汽车部件有限公司锂电池外壳 (机械结构件) 项目	宁德震裕	拟投资总额为人民币 4 亿元
2021 年 4 月	四川宜宾-震裕新能源电池结构件项目	宜宾震裕	一期项目拟投资额为人民币 5 亿元, 建设期为 3 年
2022 年 1 月	四川宜宾-震裕新能源电池结构件二期项目	宜宾震裕	项目拟投资额为人民币 5 亿元
2022 年 1 月	湖南城陵矶新港区-电机铁芯及部件生产制造项目	苏州范斯特新设全资子公司	项目拟投资总额为人民币 12 亿元, 项目投资建设期限拟分为三期, 一期项目拟投资额为人民币 1.4 亿元, 计划于 2022 年 5 月前实施; 二期项目拟投资额为人民币 6 亿元, 计划于 2023 年 1 月 6 日前实施, 三期项目拟投资额为人民币 4.6 亿元。

资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 长江有色铝价



资料来源: 长江有色、招商证券

## 二、电机铁芯业务快速成长，为国内外标杆客户供应商

**电机铁芯业务快速成长。**公司电机铁芯有较好的节能、静音性能，近几年业务逐步聚焦到新能源车驱动电机的铁芯市场，已成为比亚迪系、汇川系、联合汽车电子系供应商，其中比亚迪是公司重要客户，预计占比较高。此外公司在海外标杆车企的份额也较大。在电动车市场公司铁芯收入规模与盈利能力均领先。湖南等基地产能扩张也已启动，预计未来有望保持高速增长。

表 2: 公司与同行的电机铁芯业务收入情况对比

震裕科技	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
电机铁芯营收 (亿元)	0.48	1.02	1.57	2.07	2.48	7.16
毛利率	9.0%	8.6%	11.5%	13.3%	17.2%	18.7%
隆盛科技	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
电机铁芯营收 (亿元)					0.17	0.75
毛利率					4.69%	12.39%
通达动力	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 H1
定转子冲片和铁芯 (亿元)	3.84	5.49	6.7	7.71	9.79	5.90
毛利率	13.77%	14.18%	12.53%	14.35%	16.81%	18.39%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 盈利预测

公司结构件业务在制造效率、产品良率以及客户结构上都在持续优化，规模效应正在体现。同时，公司过去盈利能力受铝价影响较大，去年公司大客户定价模式有所优化，定价频次提高，近期铝价显著下行，预计公司盈利能力将会有所恢复。此外，公司铁芯业务也具备竞争力，成为国内国际客户的核心供应商，规模在国内领先。我们认为，公司有潜力成长为中等规模的企业，估算 2022、2023 年净利润 3.9、7.2 亿元，维持强烈推荐评级并调升



目标价至 180-200 元。

表 3: 收入拆分及盈利预测

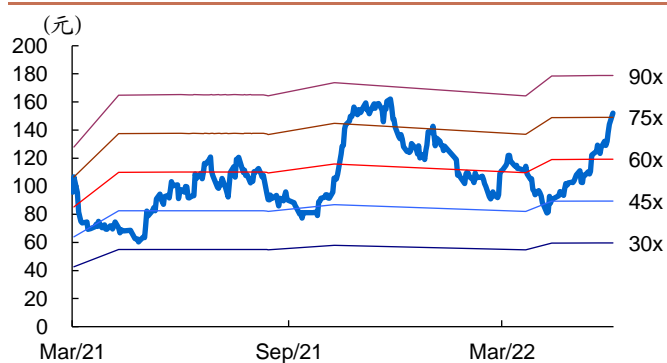
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
模具	收入 (百万元)	265.4	224.3	246.8	259.1	272.0
	YOY	2.2%	-15.5%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	51.4	53.5	53.0	53.0	53.0
锂电结构件	收入 (百万元)	571.2	1,654.4	4,301.4	7,312.4	10,237.4
	YOY	163.5%	189.6%	160.0%	70.0%	40.0%
	毛利率 (%)	22.0	17.5	21.0	22.8	23.0
电机铁芯	收入 (百万元)	247.9	715.6	1,431.1	2,003.5	2,604.6
	YOY	19.9%	188.6%	100.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	17.2	18.7	18.0	18.0	18.0
其他	收入 (百万元)	108.2	439.9	461.8	484.9	509.2
	YOY	63.6%	306.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0
合计	收入 (百万元)	1,192.8	3,034.1	6,441.1	10,060.0	13,623.3
	YOY	59.1%	154.4%	112.3%	56.2%	35.4%
	毛利率 (%)	26	18	20	22	22

资料来源: 公司公告、招商证券

## 风险提示

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

图 6: 震裕科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 7: 震裕科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

---

- 1、 点评报告：一季报符合预期，盈利能力有望修复，2022.5.11
- 2、 深度报告：电池结构件与电机铁芯齐头并进，有望保持强劲增长，2022.4.6

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1133	2556	5498	8252	10847
现金	64	380	766	920	936
交易性投资	0	11	11	11	11
应收票据	44	82	175	273	369
应收款项	406	672	1386	2164	2931
其它应收款	3	6	13	21	28
存货	216	622	1270	1948	2628
其他	400	781	1877	2915	3943
<b>非流动资产</b>	776	1646	2414	2701	2955
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	578	789	1578	1882	2151
无形资产商誉	21	102	91	82	74
其他	177	756	745	737	730
<b>资产总计</b>	<b>1909</b>	<b>4202</b>	<b>7912</b>	<b>10953</b>	<b>13802</b>
<b>流动负债</b>	1157	2426	4992	7390	9333
短期借款	517	721	1704	2419	2665
应付账款	563	1458	3014	4624	6239
预收账款	14	27	57	87	118
其他	63	220	217	260	312
<b>长期负债</b>	19	289	289	289	289
长期借款	0	237	237	237	237
其他	19	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>1176</b>	<b>2715</b>	<b>5280</b>	<b>7679</b>	<b>9622</b>
股本	70	93	103	103	103
资本公积金	296	870	1660	1660	1660
留存收益	367	525	869	1511	2417
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	733	1487	2632	3274	4180
<b>负债及权益合计</b>	<b>1909</b>	<b>4202</b>	<b>7912</b>	<b>10953</b>	<b>13802</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(79)	(316)	(316)	68	466
净利润	130	170	391	720	1050
折旧摊销	65	101	115	207	240
财务费用	18	31	40	60	60
投资收益	0	(0)	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(295)	(607)	(900)	(948)	(913)
其它	2	(11)	46	38	37
<b>投资活动现金流</b>	(132)	(446)	(892)	(492)	(492)
资本支出	(136)	(437)	(900)	(500)	(500)
其他投资	3	(9)	8	8	8
<b>筹资活动现金流</b>	172	950	1593	576	42
借款变动	187	366	880	715	246
普通股增加	0	23	10	0	0
资本公积增加	0	574	790	0	0
股利分配	(3)	(14)	(47)	(78)	(144)
其他	(12)	1	(40)	(60)	(60)
<b>现金净增加额</b>	<b>(40)</b>	<b>188</b>	<b>386</b>	<b>153</b>	<b>16</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	1193	3034	6441	10060	13623
营业成本	888	2488	5145	7894	10651
营业税金及附加	4	8	18	28	37
营业费用	11	19	50	78	106
管理费用	66	137	360	583	790
研发费用	42	133	346	553	749
财务费用	19	31	40	60	60
资产减值损失	(14)	(42)	(54)	(71)	(71)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	8	8	8	8
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	154	184	436	802	1168
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	153	182	435	800	1167
所得税	23	12	43	80	117
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	130	170	391	720	1050

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	59%	154%	112%	56%	35%
营业利润	76%	19%	138%	84%	46%
归母净利润	68%	31%	130%	84%	46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.6%	18.0%	20.1%	21.5%	21.8%
净利率	10.9%	5.6%	6.1%	7.2%	7.7%
ROE	19.5%	15.3%	19.0%	24.4%	28.2%
ROIC	13.6%	10.6%	12.0%	14.8%	17.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.6%	64.6%	66.7%	70.1%	69.7%
净负债比率	27.1%	25.2%	24.5%	24.2%	21.0%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	4.7	5.9	5.4	4.9	4.7
应收账款周转率	3.4	5.0	5.6	5.0	4.7
应付账款周转率	2.2	2.5	2.3	2.1	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.40	1.83	4.20	7.74	11.28
每股经营净现金	-0.85	-3.39	-3.39	0.73	5.00
每股净资产	7.88	15.98	28.27	35.17	44.91
每股股利	0.15	0.50	0.84	1.55	2.26
<b>估值比率</b>					
PE	108.6	83.1	36.2	19.6	13.5
PB	19.3	9.5	5.4	4.3	3.4
EV/EBITDA	90.1	67.7	34.0	18.8	13.7

资料来源：公司数据、招商证券



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商电新团队：

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘珺涵：**美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

**招商机械团队：**7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2019 年获 WIND 和金牛最佳分析师第一名。2020 年获 WIND 最佳分析师第四名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队第二名。

## 评级说明

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

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。