

如何理解电芯结构件市场格局

华泰研究

2024 年 3 月 28 日 | 中国内地

专题研究

电力设备与新能源

增持 (维持)

研究员 申建国
SAC No. S0570522020002 shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员 边文姣
SAC No. S0570518110004 bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399 +(86) 755 8277 6411

联系人 连楷昇
SAC No. S0570122050061 liankaisheng@htsc.com
SFC No. BUK484 +(86) 21 2897 2228

结构件龙头优势显著，22 年以来市占率持续提升

18-22 年电池结构件长期为锂电产业链盈利能力较低环节，限制了产能扩张及强竞争力的新进入者进入，形成一超多强格局。大客户曾尝试多元化供应商，但结构件直接关系电池安全，龙头科达利凭借技术优势以及品质稳定性，2022 年起市场份额回升，且盈利能力优势显著。经过拆分，我们认为行业内企业盈利能力的差距主要源于产品及客户结构优质带来的价格优势，及自动化程度较高带来的成本优势。我们看好科达利凭借长期积累的技术实力及生产管理能力，市场份额持续提升。

电芯结构件格局一超多强，22 年来科达利市场份额仍在提升

方形电池结构件市场随方形动力电池需求快速增长，我们预计 2023 年国内方形电池结构件市场规模或超 390 亿元。电芯结构件市场呈现一超多强局势，科达利为行业龙头，2020-2021 年由于大客户多元化供应商，其市场份额有所下滑；2022 年至今，受益于新客户拓展以及大客户处份额企稳，其市占率重新回升。横向对比锂电产业链各环节，结构件环节格局相对清晰，龙头市占率虽低于湿法隔膜、电池等环节，但为少数龙头市占率优势仍在扩大环节。

龙头盈利能力优势明显，韧性较强

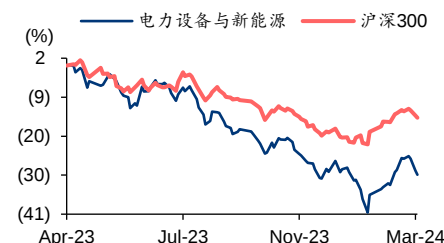
2020-2021 年震裕科技市场份额快速提升，但科达利凭借新客户拓展以及在大客户处的份额企稳，1H23 成长性反超震裕科技。盈利能力方面，龙头科达利优势明显，结构件业务毛利率长期保持优势，费用结构更为健康，2021 年以来净利率保持领先，且优势仍在扩大。拓展到锂电产业链横向比较，2018-2022 年结构件环节盈利能力长期处于产业链较低水平，约束了产能扩张速度及强竞争力的新进入者进入，有助龙头维持领先地位，并且在行业景气开始下行后依然保持盈利能力的相对韧性。

公司间盈利能力差距主要来源于产品与客户结构，其次为成本控制

电芯结构件中，盖板的技术壁垒与毛利率较高，为科达利与震裕科技的主要产品。以盖板为例，科达利毛利率高于震裕科技，源于其更高的单价及更低的单位成本，其中前者为主要因素。其更高单价来源于 1) 产品结构上，结构简单的极简顶盖市场竞争激烈，科达利凭借对摩擦焊工艺及设备的长期积累，使其在高毛利率的传统顶盖市场竞争力强；2) 客户结构上，相较于震裕科技对议价能力较强的大客户宁德时代高度依赖，科达利较早实现客户多元化。成本上，科达利优势主要在于高度自动化带来的人力成本及非折旧制造费用优势。

风险提示：新能源汽车需求增长不及预期，产品价格降幅高于预期，技术扩散导致龙头技术研发以及成本控制优势缩小。

行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
科达利	002850 CH	82.71	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



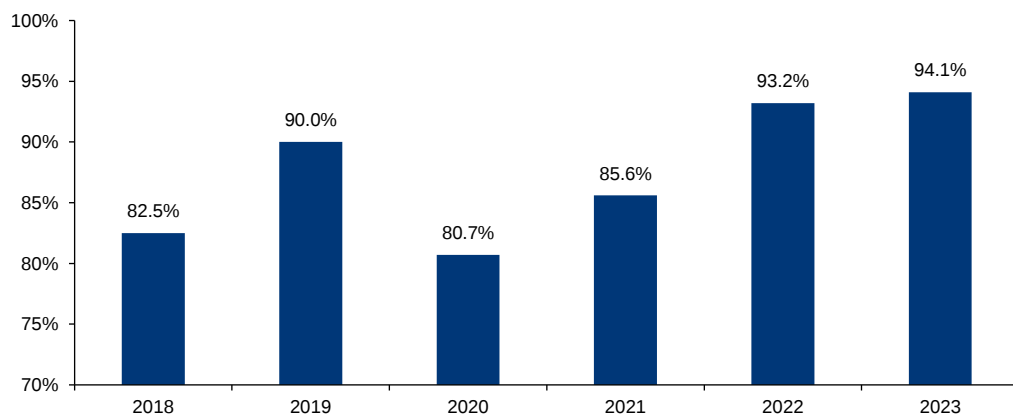
正文目录

方形电池结构件市场规模高增，企业格局一超多强.....	3
龙头份额回升，盈利能力优势较大	5
科达利 1H23 收入增速反超震裕科技	5
龙头盈利能力优势明显	5
横向对比，结构件龙头盈利能力韧性较强	9
行业内企业盈利能力差距主要源于产品与客户结构.....	11
产品结构趋同，龙头盖板毛利率优势明显	11
龙头盖板产品档次更高，客户更为多元化	12
传统顶盖技术难度高，利润率高，极简顶盖竞争激烈	12
客户结构集中度影响盈利能力	14
企业成本差距主要体现在人工以及制造费用	15
风险提示.....	17

方形电池结构件市场规模高增，企业格局一超多强

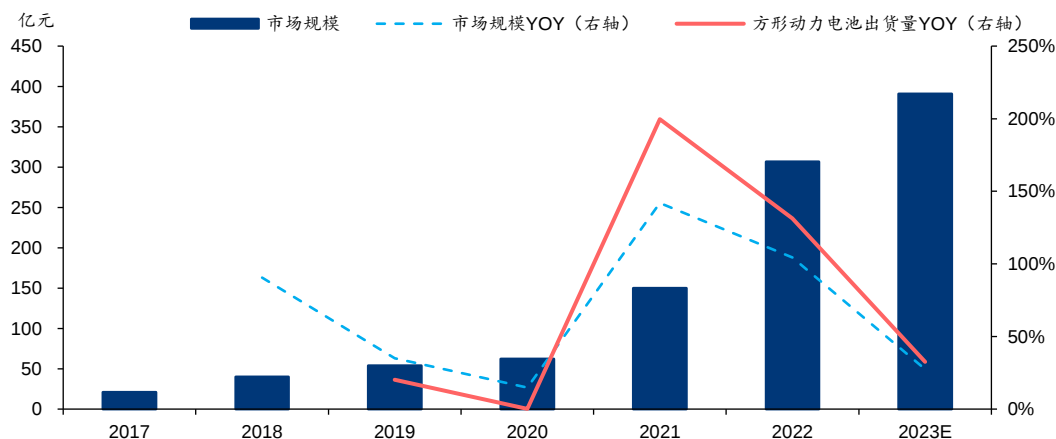
方形电池结构件市场规模与方形动力电池增长基本同频。按结构划分，锂电池分为方形、圆柱与软包三类，其中国内市场以方形为主流，根据 GGII，2023 年国内动力电池市场，方形电池占比提升至 94.1%。方形电池结构件 21 年以来伴随下游动力电池市场快速增长，增速与方形电池出货量增速趋势相近，根据 GGII，22 年我国方形电池结构件市场规模约 307 亿元，我们预计 23 年或超 390 亿元。考虑国内市场方形电池占比已较高，圆柱电池在高端市场仍有一定优势，方形占比进一步提升空间有限，因此未来方形结构件市场或随锂电池整体出货量增长而增长。

图表1：2018-2023 年我国动力电池市场方形电池占比



资料来源：GGII，乘联会，华泰研究

图表2：2017-2023 年我国方形电池结构件市场规模



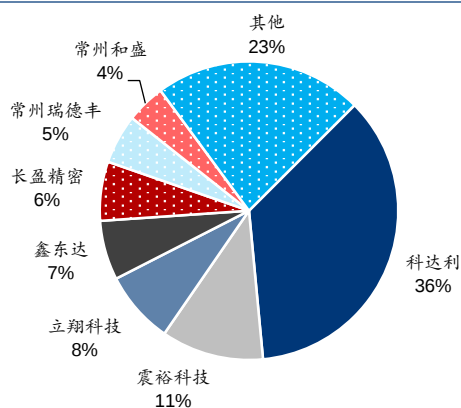
注：2023 年方形结构件市场规模增速按方形动力电池出货量增速减去 5% 价格年降假设

资料来源：GGII，乘联会，华泰研究预测

从市场竞争格局来看，呈现一超多强态势。客观而言，电芯结构件业务技术门槛并不高，因此行业参与者较多，除科达利外，市场结构相对分散，总体呈现一超多强态势。但电芯结构件是影响电池安全性能的核心零部件之一，科达利深耕电芯结构件业务多年，沉淀了优秀的精益制造管理与成本控制能力，与国内外头部客户保持长期稳定合作，市占率长期领先。2020-2021 年，由于大客户多元化供应商，导致科达利市场份额下滑；2022 年至今，由于科达利新客户拓展以及竞争对手份额下滑，科达利市占率重新回升。

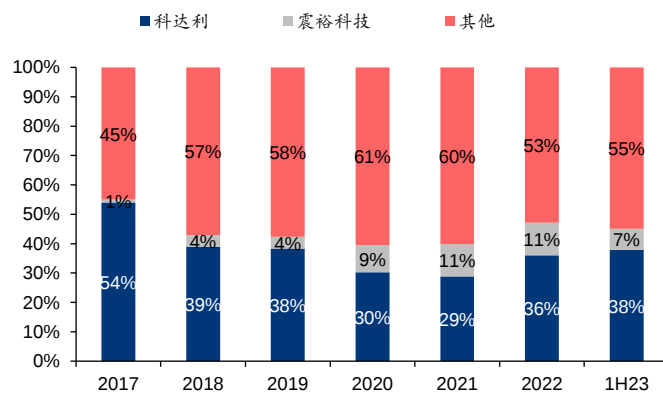
横向对比锂电各环节，结构件环节格局较为清晰，为少数龙头优势仍在扩大环节。锂电各环节中，湿法隔膜与动力电池 CR1 最高，但呈现逐渐下滑趋势，电芯结构件与电解液 CR1 次之，但呈现逐渐提升趋势。从行业前两大厂商市占率差距来看，电芯结构件与湿法隔膜的第一大厂商优势最为显著，且电芯结构件第一大厂商科达利的优势仍在扩大。整体来看，电芯结构件为少数市场集中度较高且龙头优势仍在逐渐扩大环节。

图表3：2022年中国方形电池结构件市场格局



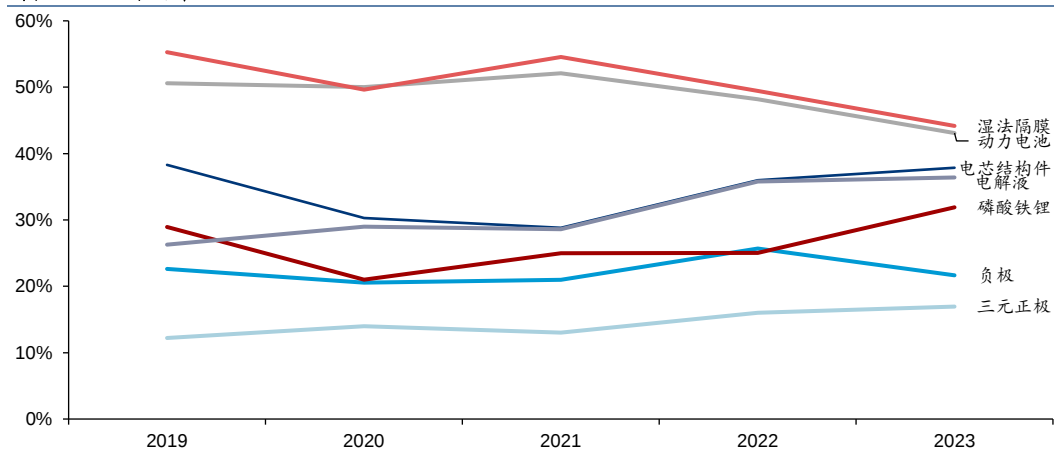
资料来源：GGII，华泰研究

图表4：2017-1H23年中国锂电池结构件市场格局变化



资料来源：EVTank，GGII，华泰研究

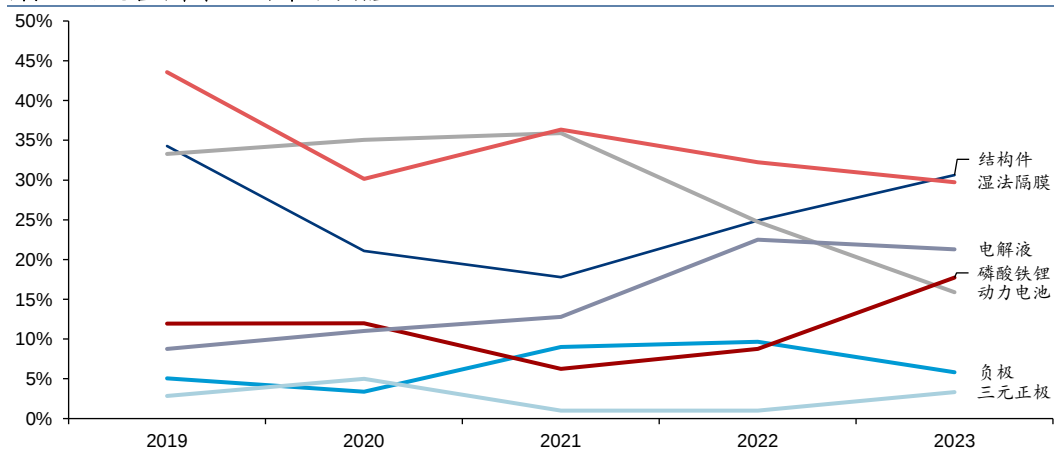
图表5：锂电各环节 CR1



注：结构件 2023 年数据为 1H23

资料来源：GGII，鑫锂锂电，EVTank，华泰研究

图表6：锂电各环节第一二名市场份额差



注：结构件 2023 年数据为 1H23

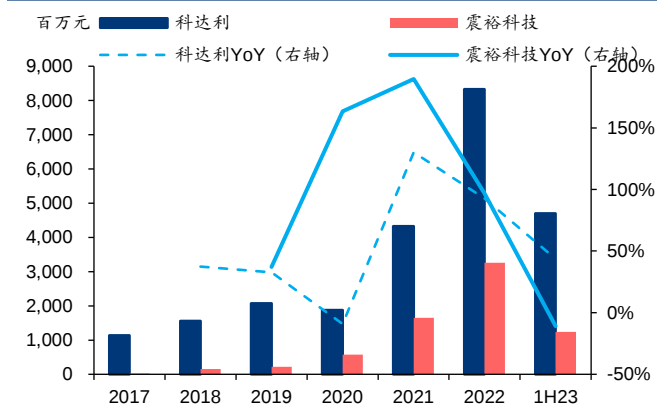
资料来源：GGII，鑫锂锂电，EVTank，华泰研究

龙头份额回升，盈利能力优势较大

科达利 1H23 收入增速反超震裕科技

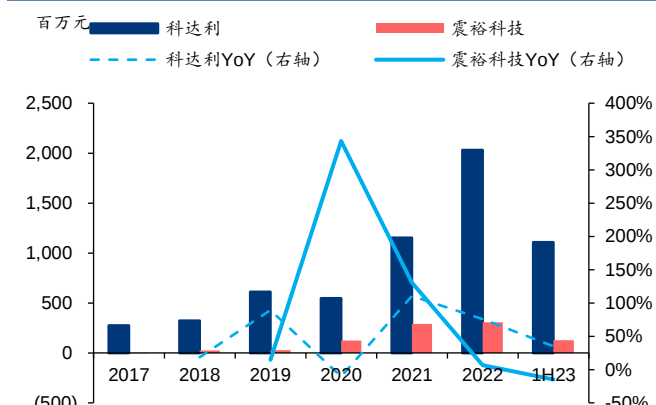
震裕科技 20 年收入快速起量，科达利收入增长更具韧性，21 年后保持较快增长。受益于大客户多元化供应商，2020-2021 年震裕科技锂电池结构件业务营业收入与毛利快速增长，科达利因在大客户的份额下滑，2020 年结构件业务收入同比负增长。2021 年收入与毛利增速也慢于震裕科技。2022 年-1H23，随着科达利新客户拓展以及大客户处份额企稳，科达利结构件业务收入与毛利增速与震裕科技差距缩小，甚至反超。

图表7：科达利与震裕科技电池结构件收入及增速对比



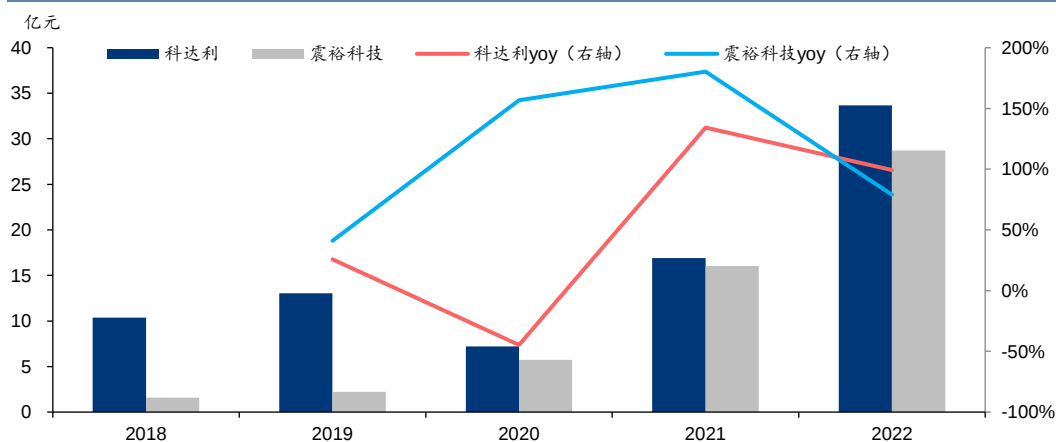
资料来源：，华泰研究

图表8：科达利与震裕科技电池结构件毛利及增速对比



资料来源：，华泰研究

图表9：科达利与震裕科技对宁德时代营收对比

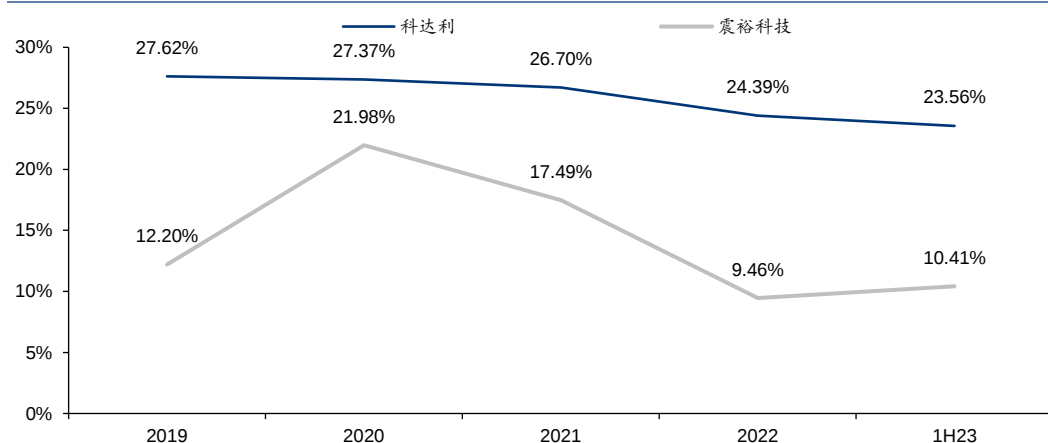


资料来源：，华泰研究

龙头盈利能力优势明显

行业内盈利能力分化明显，龙头公司科达利优势较大。从历史情况看，科达利结构件业务毛利率波动相对较小，优势明显，而震裕 21-22 年毛利率呈下降趋势。20 年震裕科技结构件业务快速起量，规模效应体现，毛利率快速提升；21 年由于竞争加剧，震裕科技产品单价下降，尤其是磷酸铁锂极简顶盖产品毛利率较低，以及人工成本提升，导致毛利率大幅下滑，而科达利毛利率下滑幅度较小。22 年，一方面，上半年铝价处于高位，而产品价格传导存在一定滞后性；另一方面，科达利叠加四川以及福建等新基地爬坡拖累成本，震裕科技则由于出现产品品质问题，单价对原材料成本上涨传导更为受限，毛利率下降幅度更大。1H23，行业降价压力增大，科达利毛利率略有下降，而震裕科技由于自动化设备降低人力成本以及原材料价格下降，毛利率略有修复，但与科达利差距仍较为明显。

图表10：科达利与震裕科技锂电池结构件业务毛利率对比

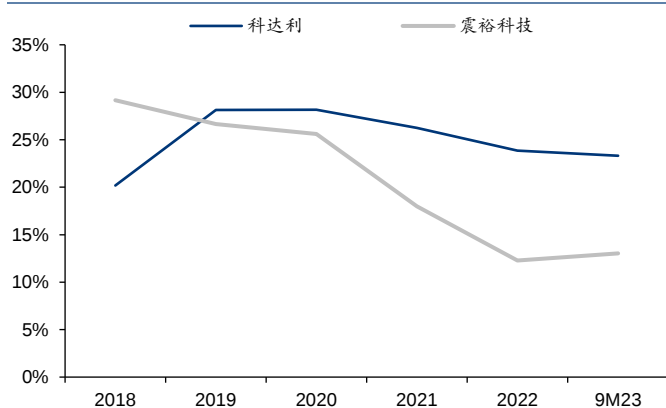


注：因会计准则调整，19-20年将销售费用中运输费用按业务收入占比分摊入业务成本，保持前后口径可比

资料来源：，华泰研究

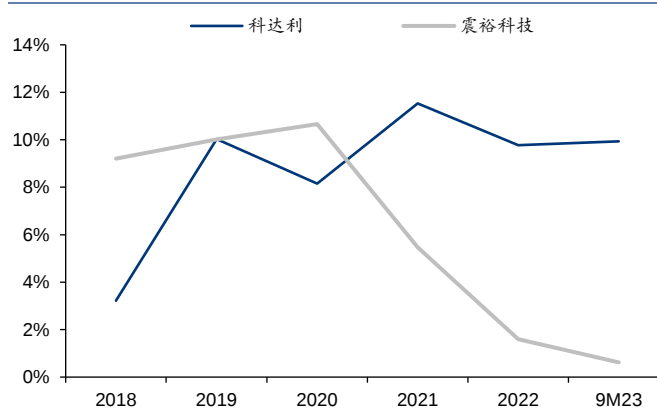
科达利与震裕科技业务结构趋同，科达利净利率优势彰显。从利润率角度看，2018年震裕科技模具业务毛利率较高，因此公司整体毛利率以及扣非净利率相对领先。随着其电池结构件业务占比提升，收入结构向科达利趋同后，震裕科技净利率持续下行，科达利净利率端优势逐渐体现，双方扣非净利率差距逐渐拉大，2021/2022/9M23，科达利扣非净利率相较震裕科技分别高6.1/8.2/9.3pct。

图表11：科达利与震裕科技整体毛利率对比



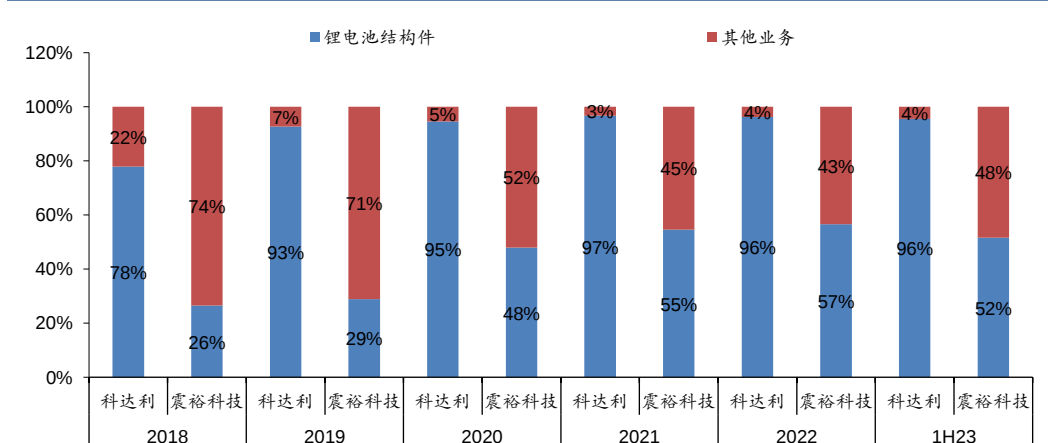
资料来源：，华泰研究

图表12：科达利与震裕科技整体扣非净利率对比



资料来源：，华泰研究

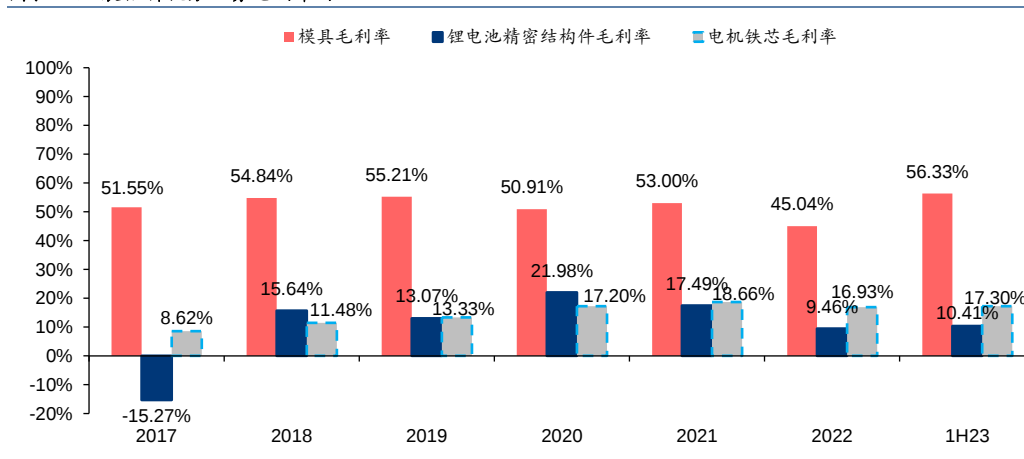
图表13：科达利与震裕科技总营收业务结构对比



注：科达利其他业务主要为汽车结构件；震裕科技其他业务主要为模具，其次为电机铁芯

资料来源：，华泰研究

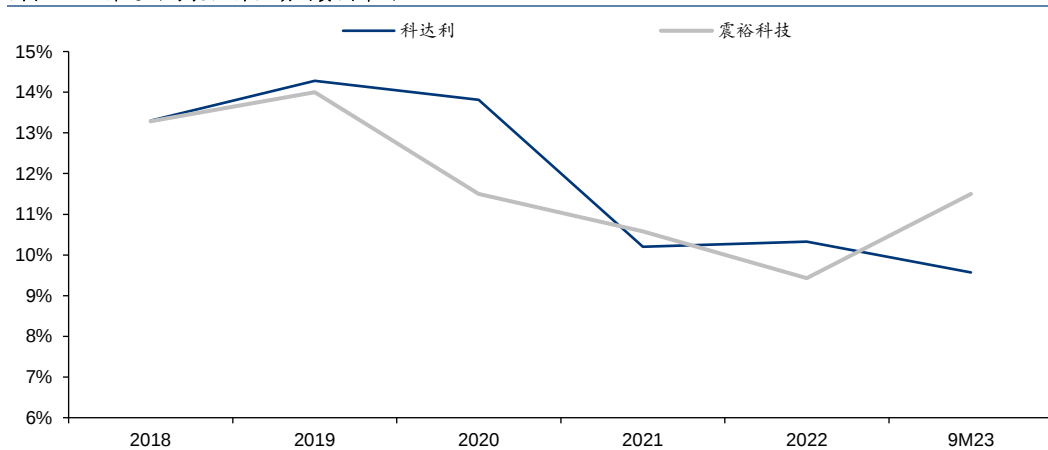
图表14：震裕科技分业务毛利率对比



资料来源：，华泰研究

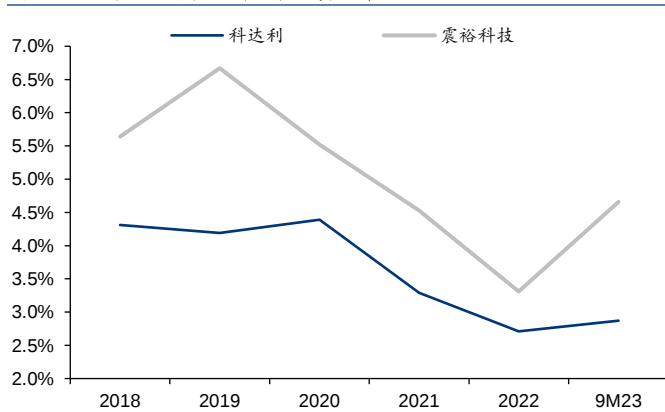
龙头研发投入较高，管理费用控制较好。科达利与震裕科技费用率差距相对较小，不同年份互有高低，因此双方净利率差距主要来自毛利率的差异。虽然总体费用率接近，但双方期间费用结构差异明显，科达利研发费用率较高，长期保持5%以上水平，主要为研发投入的物料费用较高；管理费用控制优异，基本随营收增长呈逐渐下滑趋势，9M23为2.9%，低于震裕科技的4.7%，双方差异主要在于职工薪酬。

图表15：科达利与震裕科技期间费用率对比



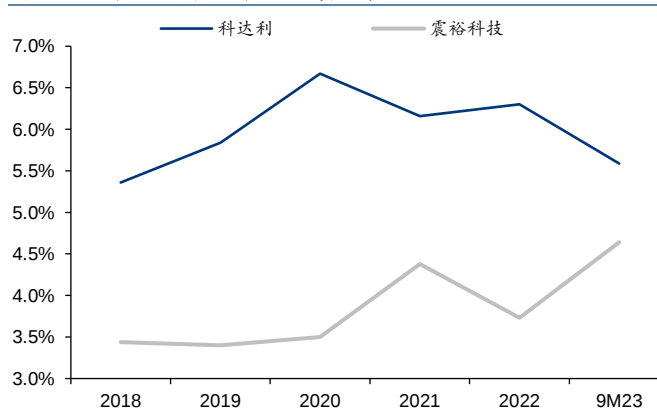
资料来源：，华泰研究

图表16：科达利与震裕科技管理费用率对比



资料来源：，华泰研究

图表17：科达利与震裕科技研发费用率对比



资料来源：，华泰研究

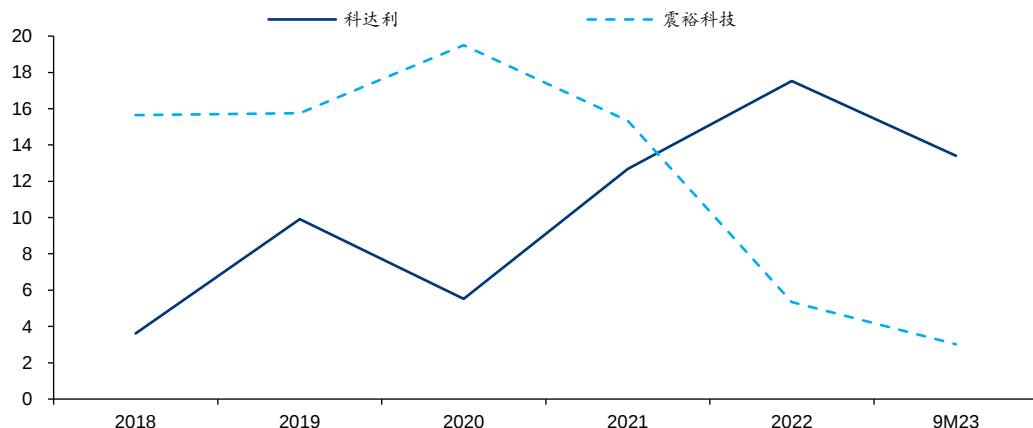
图表18: 1H23 科达利与震裕科技管理费用与研发费用率拆分

管理费用	科达利	震裕科技	研发费用	科达利	震裕科技
职工薪酬	1.1%	3.0%	直接材料	2.8%	1.4%
折旧摊销	0.9%	0.7%	职工薪酬	1.4%	2.6%
股权激励	0.1%	0.2%	股权激励	0.1%	0.2%
业务招待和差旅费	0.2%	0.2%	其他	1.0%	0.7%
其他	0.7%	1.2%			
合计	3.0%	5.3%	合计	5.2%	4.8%

资料来源: , 华泰研究

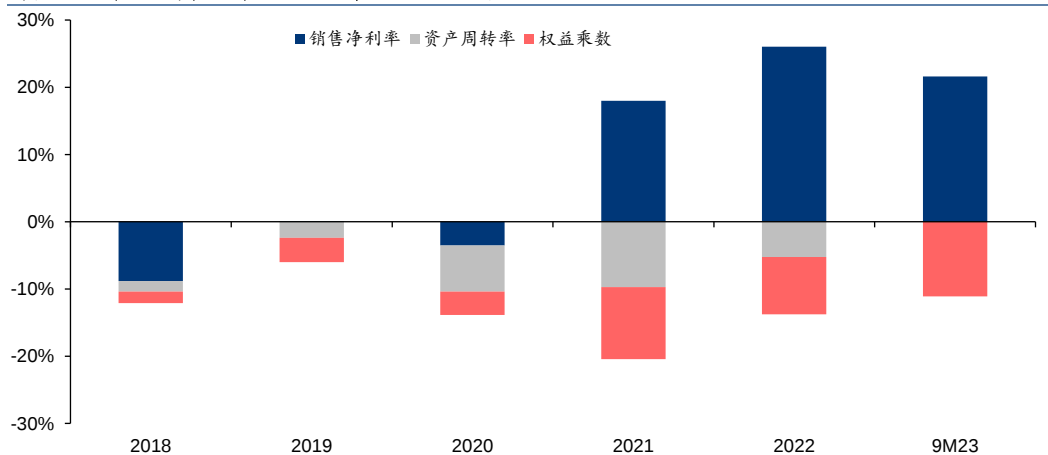
22年起龙头 ROE 优势扩大, 主要源于净利率优势。2018-2019 年, 科达利 ROE 低于震裕科技, 主要系两者业务结构差异, 震裕科技模具业务利润率较高。2020 年, 科达利市场份额下降, 收入同比下降, 拖累产能利用率, 净利率与资产周转率大幅下滑, 导致 ROE 在 20 年大幅下降, 震裕科技 ROE 则受益于结构件业务快速起量, ROE 提升。21-9M23, 科达利收入重新恢复高增, 销售净利率与震裕科技优势拉大, 资产周转率劣势收窄, 维持较保守的资本结构, 凭借净利率优势 ROE 逐渐追赶继而反超震裕科技。2021-9M23 科达利平均 ROE 14.5%, 较 2018-2020 年的均值 6.35%显著抬升。

图表19: 科达利与震裕科技 ROE (年化)



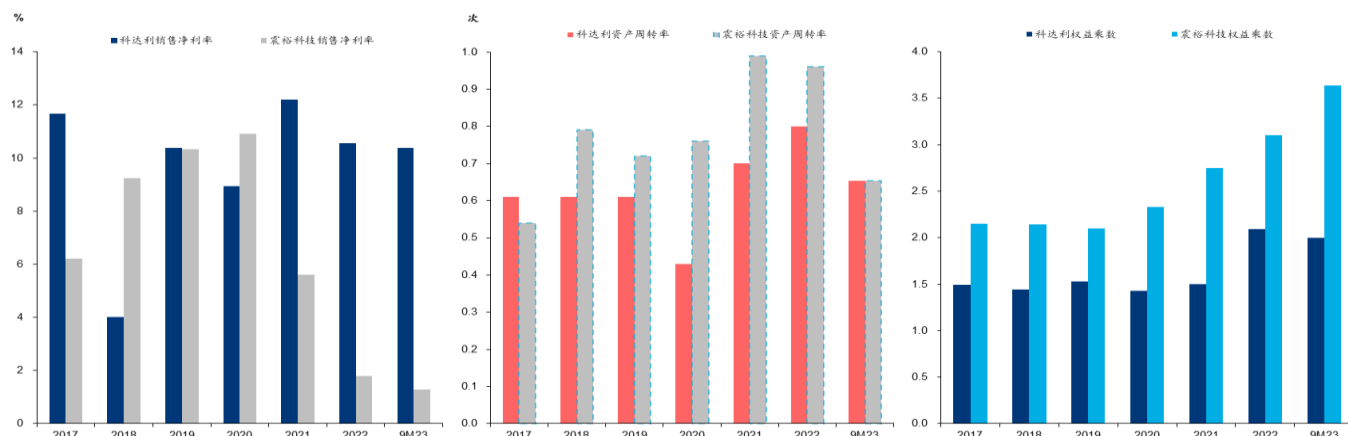
资料来源: , 华泰研究

图表20: 科达利与震裕科技 ROE (年化) 差距归因



资料来源: , 华泰研究

图表21：科达利与震裕科技 ROE（年化）拆分对比

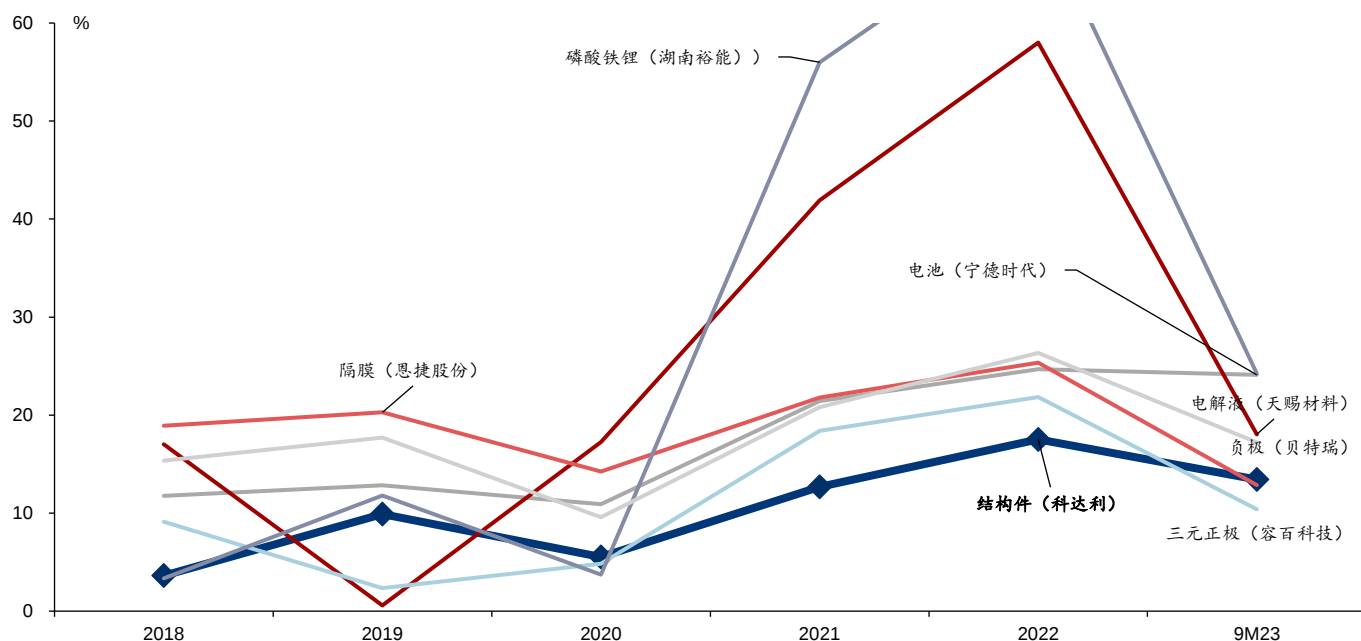


资料来源：，华泰研究

横向对比，结构件龙头盈利能力韧性较强

结构件环节盈利能力周期性弱，历史上盈利能力为锂电产业链中较低环节，但韧性较强。从历史上看，电解液、正极环节等与上游锂资源挂钩的环节盈利能力周期性强，波动较大；电池与隔膜环节格局良好，龙头领先地位稳固，长期保持较高 ROE，但隔膜环节龙头盈利能力 23 年开始下滑；负极环节虽然集中度不高，但差异化较强，龙头各有生态位，盈利能力一般也保持在产业链中上游水平。2018-2022 年结构件环节盈利能力长期处于产业链较低水平，尤其是 2021-2022 年行业上行周期中，其 ROE 虽然也有所抬升，但盈利能力相对排名反而下滑，显著落后于其他环节。我们认为，结构件环节在行业景气阶段，较低的投资回报率，反而约束了行业产能扩张速度以及降低新进入者热情，客观上，有利于龙头维持领先地位，以及在行业景气开始下行的 2023 年，依然保持盈利能力的相对韧性。

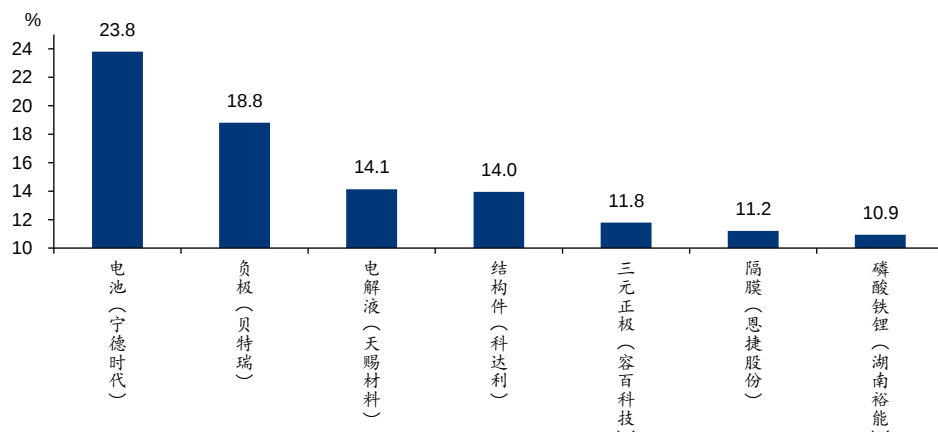
图表22：锂电各环节 ROE 对比（年化）



资料来源：，华泰研究

考虑结构件龙头盈利能力目前或已升至产业链中上水平，长期保持或有挑战。2023 年锂电产业链产能过剩，除壁垒较高的电池环节外，其他环节盈利能力都快速下降。3Q23，结构件龙头盈利能力已上升至产业链中游水平，考虑电解液以及负极产品单价与盈利能力去年四季度以来仍处于下降通道，横向看，结构件龙头盈利能力或已提升至产业链中上水平（或高于同样偏机械加工属性的湿法隔膜龙头），纵向看，也处于自身历史较高水平。诚然，如前文所述，结构件龙头与行业二线企业相比优势较大，二线企业盈利微薄，但考虑到技术扩散以及利润率提升的吸引力，长期看，结构件龙头若想保持现有盈利能力具有一定挑战性。

图表23：科达利与震裕科技 3Q23 ROE 对比



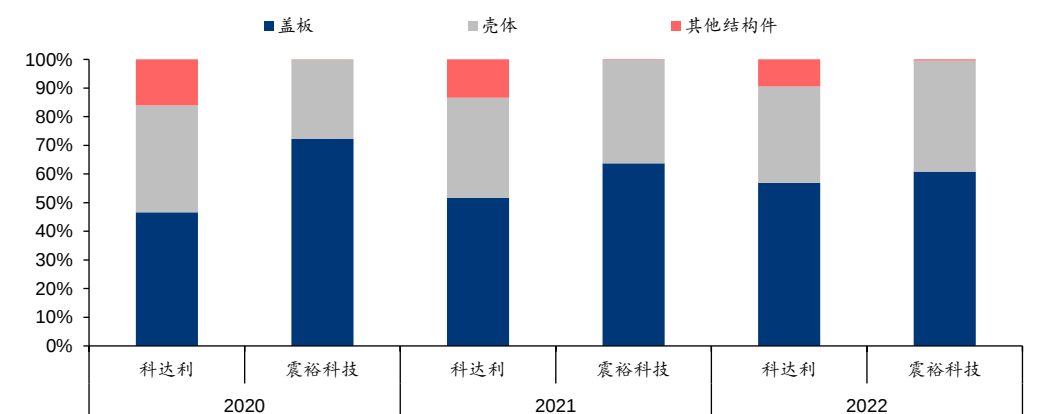
资料来源：，华泰研究

行业内企业盈利能力差距主要源于产品与客户结构

产品结构趋同，龙头盖板毛利率优势明显

科达利毛利率较高的盖板产品占比逐渐提升，与震裕科技产品结构趋同。盖板产品结构与制造工艺较壳体复杂，直接影响电池产品安全性，技术壁垒更高，毛利率一般高于壳体产品。近年来，科达利盖板产品占结构件产品收入比例逐年提升，由 2020 年的 47% 提升至 2022 年的 57%；与此同时，震裕科技壳体产品比重增加，而盖板产品比重下降，从 2020 年的 72% 降至 2022 年的 61%。两家公司在产品结构逐渐趋同，表明两者毛利率的差异主要来自盖板与壳体产品各自毛利率的差异。

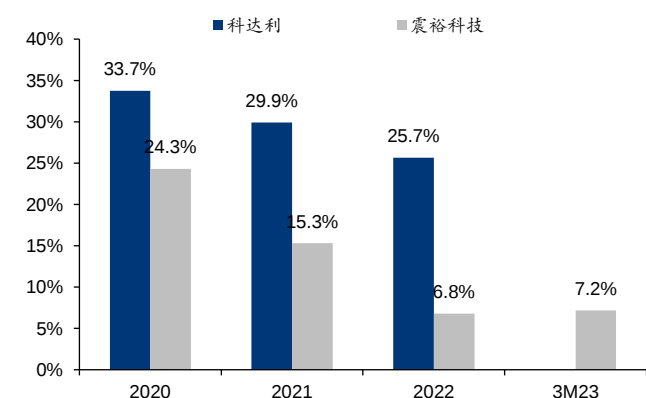
图表24：科达利和震裕科技产品结构对比（收入口径）



资料来源：，华泰研究

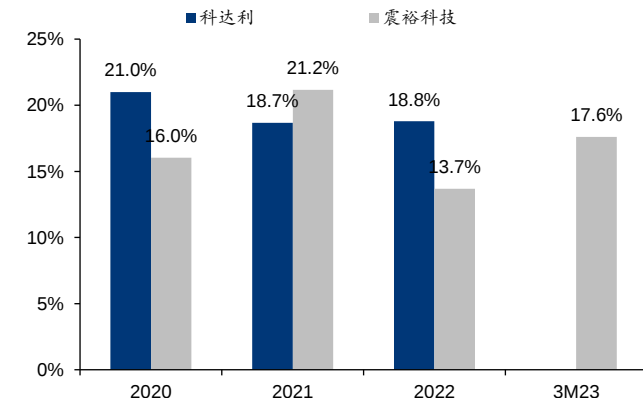
盖板产品技术难度较高，龙头优势更为明显。从结构件细分产品来看，无论盖板或者壳体，科达利毛利率大都高于震裕科技（21 年震裕科技壳体毛利率反超主要系产能利用率提升）。但壳体产品上双方差距较小，盖板产品差距较大。以 22 年为例，科达利盖板与壳体毛利率分别较震裕科技高 18.9/5.1pct，反映壳体产品技术难度较低，产品差异化较小，盖板产品为结构件企业盈利能力差异的主要来源。

图表25：科达利与震裕科技盖板毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

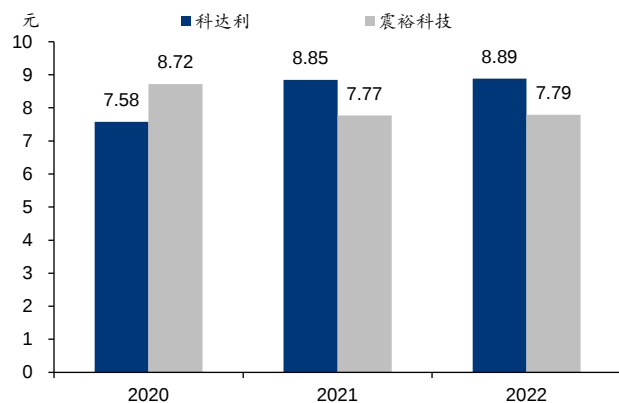
图表26：科达利与震裕科技壳体毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

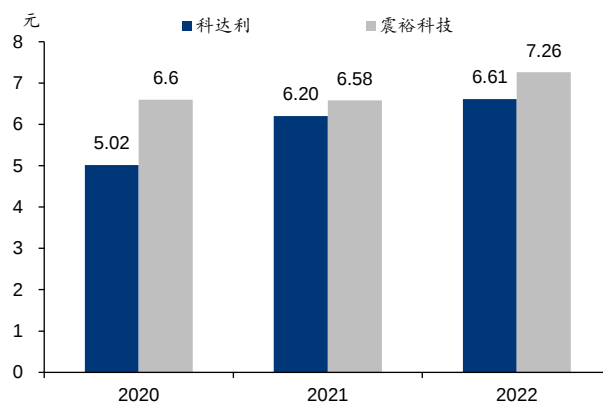
21-22 年龙头盖板产品单价更高，单位成本更低，单价优势贡献较大。横向对比科达利与震裕科技盖板产品，可以发现 21-22 年，科达利产品盖板单价比震裕科技高大约 1.1 元，以 22 年为例，科达利盖板单价较震裕科技高 14%。成本控制方面，科达利依然占优，受原材料价格波动影响，双方单位成本波动向上，但 2020-2022 年科达利盖板单位成本均低于震裕科技，以 21/22 年为例，科达利盖板单位成本较震裕科技低 0.38/0.65 元。两公司盖板产品毛利率的较大差距，主要源于科达利更高的单价与更低的成本，其中 21 年后单价差距影响更为主导。

图表27：科达利与震裕科技盖板产品单价对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表28：科达利与震裕科技盖板产品单位成本对比



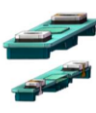
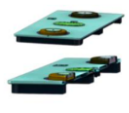
资料来源：公司公告，华泰研究

龙头盖板产品档次更高，客户更为多元化

传统顶盖技术难度高，利润率高，极简顶盖竞争激烈

传统顶盖较极简顶盖结构与工艺更为复杂。盖板产品可分为极简顶盖与传统顶盖两类。传统电池顶盖结构件可分为注塑顶盖和铆接顶盖，注塑顶盖是通过注塑工艺生产，即将熔化的材料注入模具中形成产品；而铆接顶盖则是通过铆接工艺连接，使用紧固件将零件连接在一起。而极简顶盖在负极采取铜铝复合材料，减少了传统顶盖生产过程中摩擦焊接对原材料的损耗，且简化了顶盖组件的结构，采取冲压成型技术。

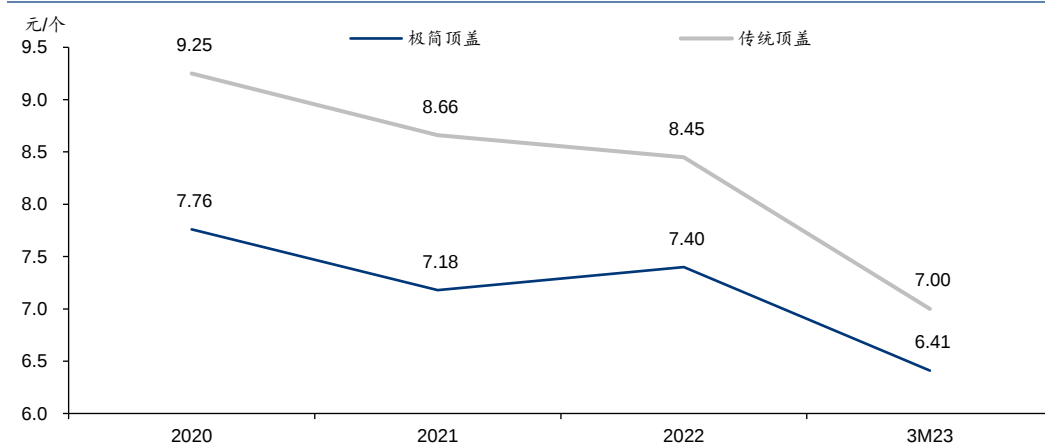
图表29：传统顶盖与极简顶盖对比

	传统系列		极简系列
	注塑顶盖	铆接顶盖	极简顶盖
产品			
产品工艺	负极柱采取摩擦焊/正负极柱机加成正负极柱冷墩成型，取消陶瓷柱与翻转型（极柱有带螺纹与无螺纹）		负极采取铜铝复合材料/冲压成型
应用领域	动力电池		动力电池、储能电池
原材料	铝带、铜带、塑料粒子		铝带、铜铝复合材料、塑料粒子
设备	冲压冲床、激光焊机、摩擦焊机、注塑机、组装装配线设备、全自动视觉自塑机、全自动注塑机抓手、全自动极简动检测设备等		核心设备为冲压冲床、激光焊接机、注塑机、组装装配线、全自动视觉自塑机、全自动注塑总成装配线、全自动视觉自动检测设备等

资料来源：震裕科技公司公告，华泰研究

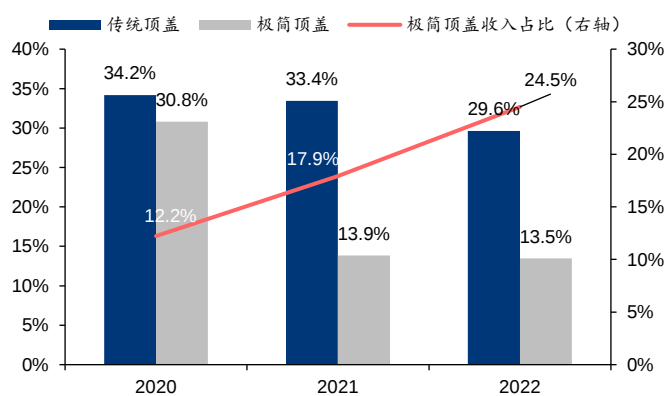
高毛利率的传统顶盖产品上，龙头优势突出，产品结构更优。极简顶盖产品结构与工艺简单，单价与毛利率水平也相应较低。科达利产品定位相对高端，极简顶盖产品占比较低，以2022年为例，科达利极简顶盖在盖板收入中占比24.5%，而震裕科技占比高达56.9%。而且，在同一类型顶盖产品中，科达利毛利率依然具有明显优势，尤其是在传统顶盖产品上，反映了其在传统顶盖产品上较强的议价能力以及成本控制能力。

图表30：震裕科技极简顶盖与传统顶盖单价对比



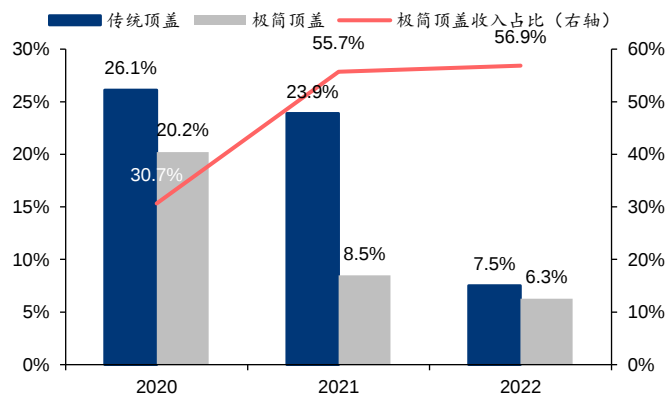
资料来源：公司公告，华泰研究

图表31：科达利盖板细分产品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

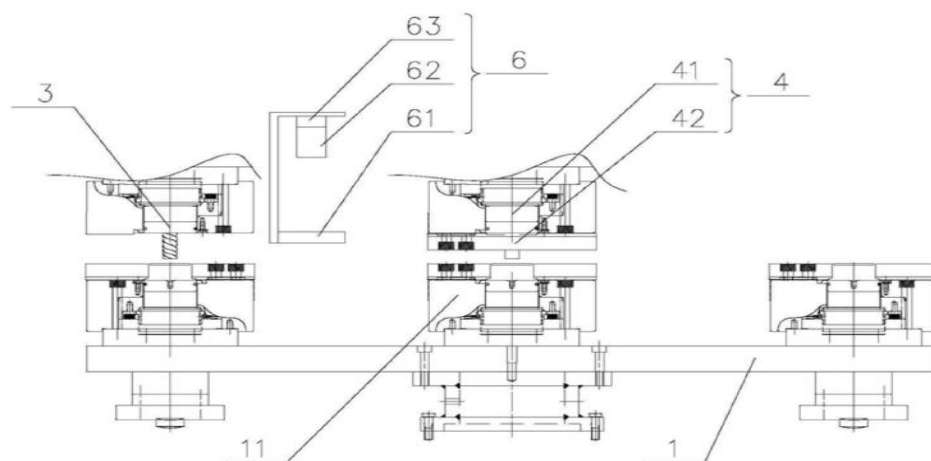
图表32：震裕科技盖板细分产品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

传统顶盖的主要技术难点在于摩擦焊技术。摩擦焊接为传统顶盖的重要工序，其原理为以旋转的搅拌针以及轴肩与母材摩擦产生的热为热源，通过搅拌针的旋转搅拌和轴肩的轴向力实现对母材的塑化流动来得到焊接接头，具有焊接变形小、无裂纹及气孔等缺陷、焊接接头强度高、密封性好的优点。该工序主要难点在于避免待焊工件在铣刀加工等过程中沾染油污影响摩擦焊接牢固度。科达利 2016 年便已申请相关专利在焊接前采用图像识别自动检测油污，有效减低不良率。

图表33：科达利摩擦焊工艺



资料来源：科达利 2016 年专利《一种具有表面检测的摩擦焊装置》，华泰研究

龙头较早布局摩擦焊设备国产化，节约设备成本。摩擦焊设备技术难度高，早期主要依靠进口德国与韩国设备，设备单价与维护成本较高。2019 年起，科达利引入沈阳机床厂作为摩擦焊设备供应商（2019 年科达利为沈阳机床厂第二大客户，销售额达 4414 万元），根据沈阳机床厂 2019 年年报，该产品达到德国同类进口设备的水平。根据科达利招股说明书，其采购的韩国进口摩擦焊设备单台价格 200 万元，而沈阳机床厂设备单价仅约 120 万元（2020 年沈阳机床厂销售 99 台，总额 1.2 亿元）。沈阳机床厂 2019 年年报指出，摩擦焊设备为其与电池结构件龙头合作开发，而 2019 年其向科达利出售摩擦焊设备估计约 37 台（按当年其向科达利销售额 4414 万元，以及单价 120 万元/台估算），为当年其摩擦焊设备主要客户（当年其总销售台数 40 余台），我们推测沈阳机床厂的摩擦焊设备或为其与科达利共同研发。

图表34：沈阳机床铜铝复合电池极柱摩擦焊



资料来源：通用技术集团公众号，华泰研究

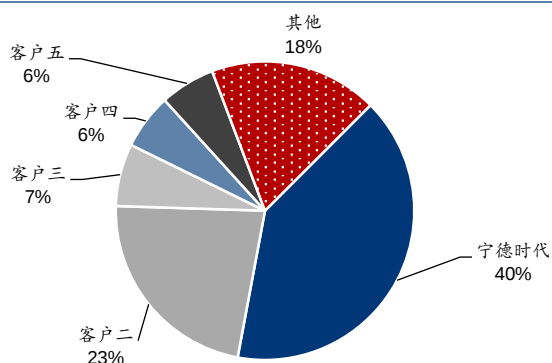
客户结构集中度影响盈利能力

震裕科技高度依赖大客户宁德时代。震裕科技在客户结构上相对单一，深度绑定宁德时代，22 年宁德时代占震裕科技结构件收入 88%。科达利客户结构更为多元，以大客户战略为主，吸引了国内外众多动力电池高端优质客户，涵盖宁德时代、中创新航、LG 等多家主流电池厂。其中，宁德时代虽也为科达利的第一大客户，但 22 年占科达利结构件收入比重仅 40%。事实上，根据中国汽车动力电池产业创新联盟，2022 年宁德时代在国内动力电池市占率为 48%，说明科达利在国内非宁德时代客户的份额或高于在宁德时代的份额。

我们简化假设 22 年科达利结构件均销往国内市场（2022 年科达利国内收入占比 97%），根据前文所述其 2022 年国内市占率 36%以及宁德时代在国内电池市场市占率约 48%，我们估算 2022 年其在宁德时代处份额约 30%，其在非宁德时代处份额约 42%。不过，以上估算假设不同电池企业单 GWh 电池结构件价值量相同，但考虑到宁德时代议价能力较强，结构件单价估计低于其他电池企业，因此可能低估科达利在宁德时代处市场份额，而高估其在非宁德时代份额。

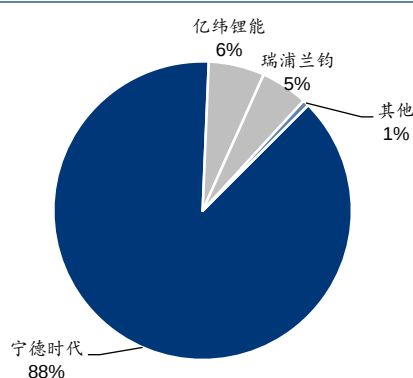
客户结构多元化有助提升盈利能力。宁德时代作为全球锂电池龙头，市场份额较高，具有较强的议价能力。震裕科技对宁德时代依赖度较高，进一步压缩其议价能力，压制其毛利率。而科达利客户结构相对多元，在宁德时代以外客户，也占据较高市场份额，在单价与毛利率上占优。

图表35：2022年科达利结构件客户结构



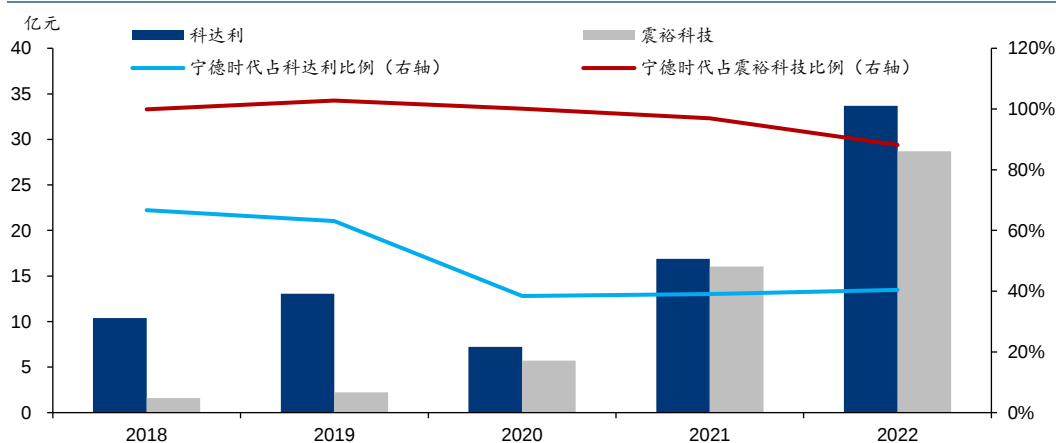
资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：2022年震裕科技结构件客户结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表37：科达利与震裕科技对宁德时代收入对比



资料来源：公司公告，华泰研究

22年起科达利在宁德时代的市场份额企稳。宁德时代此前引入震裕科技以实现供应商多元化，导致科达利份额下滑。但科达利凭借稳定可靠的产品品质，重新稳定在大客户处份额，22年12月，宁德时代与科达利签订《战略合作协议》，约定至2026年底，优先选择科达利作为电芯机械件供应商，份额不低于40%。本次合作稳定了科达利未来数年的在大客户处市场份额，有利于科达利市占率提升，反映了科达利较强的产品竞争力。

企业成本差距主要体现在人工以及制造费用

人工成本为科达利与震裕科技最大成本差别项。我们对科达利与震裕科技的结构件业务成本进行拆分，以各部分细分成本与收入的比值得到单位收入下的成本结构。从二者成本差距的角度而言，人工成本>非折旧制造费用>原料成本，折旧成本上震裕科技反而占优。

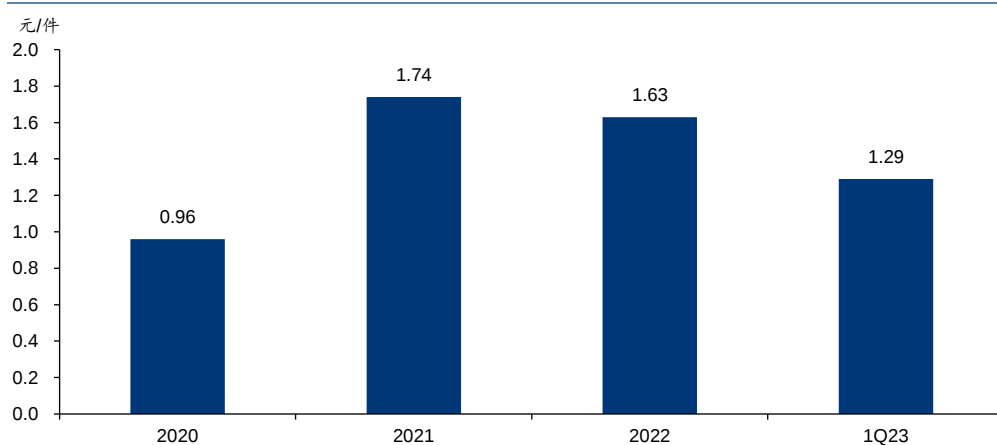
人力成本与非折旧制造费用差距与自动化水平相关。科达利持续对公司生产线进行改造，加大全自动化生产线的投入，提升人效以及良品率水平，从而降本。例如其锂电池盖板自动装配机采用日本、德国进口机器，集自动装配、铆接、检测等功能于一体，公司估计该设备可节省80%-85%人力，产品合格率≥99.8%，可使产品精度更高，一致性更好。此外，为提升公司自动化生产线的运营管理效率，科达利开发出新一代的自动线MES系统，实现了自动化生产线的各工作站点状态及报警等消息的即时反映。先进设备与自动化产线使科达利的生产效率大幅提升，产品不良率明显降低。

图表38：科达利与震裕科技结构件成本结构对比（2021年）

	科达利	占比	震裕科技	占比
原材料成本	0.44	60%	0.46	56%
折旧成本	0.06	8%	0.04	5%
产能利用率	87.62%		87.93%	
满产折旧成本	0.05		0.03	
非折旧制造费用	0.11	15%	0.15	18%
人工成本	0.12	16%	0.17	21%
合计成本	0.73	100%	0.83	100%

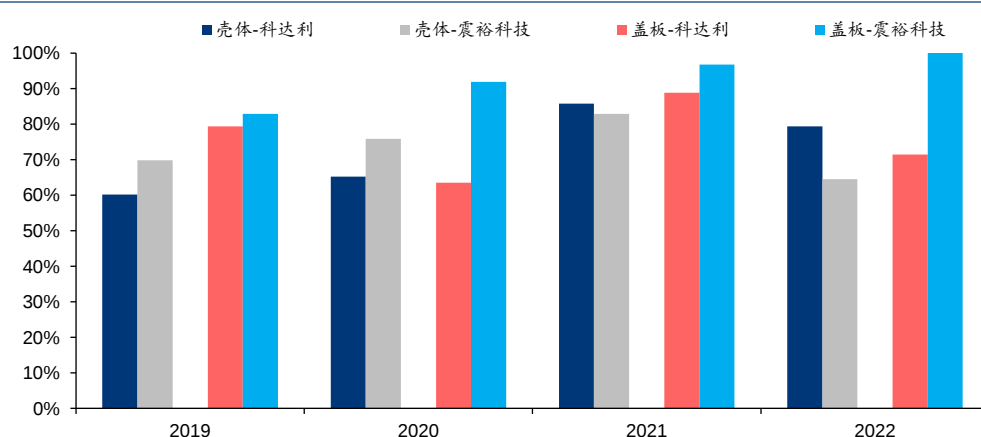
注：2022年震裕因质量问题，成本结构可比性差，因此使用2021年数据。以各细项成本值/收入，计算单位收入的成本结构
 资料来源：公司公告，华泰研究

公司间人力成本差距有望收窄。21年震裕科技人均薪酬增加，以及清洗、检测等工序自动化程度较低，导致人力成本快速提升。震裕科技也逐渐引入自动化产线，减少清洗、检测等人力，公司测算单线人员可由手动产线的17名降至5名。1Q23，公司盖板单件人力成本已较21年下降26%。

图表39：震裕科技盖板单件人工成本

资料来源：公司公告，华泰研究

各公司材料与折旧成本差距较小，震裕科技新投建项目投资强度较低，盖板产品产能利用率高，折旧成本甚至具有一定优势。结构件产品的主要原材料为钢材、铝材等金属材料，成本占比较高，但是两者差距相对较小。结构件环节投资强度较高，折旧成本占比也较高，震裕科技受益于客户结构与产品品类相对集中，其盖板产品产能利用率高于科达利；而且其主打的极简产品无需摩擦焊等设备，投资强度也较低，因此震裕科技单位折旧成本略低于科达利。

图表40：科达利与震裕科技产能利用率对比

资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：科达利资本开支强度

募投项目	2020 年定增	2022 年可转债			2023 年定增		
	惠州项目	四川项目	江苏项目（二期）	江西项目	湖北项目	江苏项目（三期）	江门项目
单位产值固投	0.38	0.37	0.38	0.44	0.39	0.34	0.43
单位产值设备投入	0.22	0.26	0.28	0.29	0.29	0.25	0.26

资料来源：公司公告，华泰研究

图表42：震裕科技资本开支强度

募投项目	2019 年 IPO		2023 年可转债	
	新能源动力电池顶盖及壳体项目	新能源汽车锂电池壳体项目	9 亿件新能源动力电池顶盖项目	3.6 亿件新能源汽车锂电池壳体项目
单位产值固投	0.46	0.24	0.23	0.18
单位产值设备投入	0.36		0.14	0.11

资料来源：公司公告，华泰研究

图表43：报告涉及公司

公司名称	公司代码	公司名称	公司代码	公司名称	公司代码
科达利	002850 CH	瑞浦兰钧	0666 HK	亿纬锂能	300014 CH
震裕科技	300953 CH	贝特瑞	835185 CH	湖南裕能	301358 CH
宁德时代	300750 CH	容百科技	688005 CH	天赐材料	002709 CH
恩捷股份	002812 CH	沈阳机床	000410 CH	中创新航	3931 HK
LGES	373220 KS				

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

新能源汽车需求增长不及预期

若终端新能源汽车以及储能系统需求增长不及预期，可能导致公司电池结构件产品需求低于预期。

产品价格降幅高于预期

结构件行业格局较为分散，竞争者为了抢占市场份额可能选择低价策略。未来若行业竞争加剧，产品单价下降，公司盈利能力或将低于预期。

技术扩散导致龙头技术研发以及成本控制优势缩小

行业龙头经过长期生产经验积累以及研发投入，在技术研发以及成本控制上具有一定优势，若因人员流动等原因导致技术扩散，龙头竞争优势或收窄。

图表44：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
科达利	002850 CH	买入	81.02	82.71	21,857	3.34	4.34	4.59	5.43	24.26	18.67	17.65	14.92

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表45：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
科达利 (002850 CH)	2023 归母净利润同比维持较快增长 公司预告 2023 年归母净利润 10.8-12.8 亿元，同比增长 20%-42%，逆势实现较快增长。考虑下游需求增速放缓，产业链降本压力传导，公司产品降价影响，我们下调 24-25 年公司收入以及毛利率假设，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 4.34/4.59/5.43 元（前值 4.09/5.68/7.01 元），参考可比公司 24 年一致预期下平均 PE 13 倍，考虑公司成本优势明确，盈利能力更具韧性，给予公司 24 年合理 PE 18 倍，对应目标价 82.71 元（前值 90.89 元），维持“买入”评级。 风险提示：降价压力超预期，从而导致公司毛利率低于预期；动力电池的需求增长不及预期；公司新建产能建设进度不及预期。 报告发布日期：2024 年 01 月 27 日 点击下载全文：科达利(002850 CH,买入)：结构件龙头盈利能力韧性强

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，申建国、边文姣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司