科达利（002850）三季报点评

业绩加速恢复，Q4 将持续改善

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,230	2,575	3,679	4,893
同比（%）	11.5%	15.5%	42.9%	33.0%
归母净利润（百万元）	237	181	381	527
同比（%）	188.4%	-23.9%	111.1%	38.1%
每股收益（元/股）	1.13	0.86	1.82	2.51
P/E（倍）	69.64	91.51	43.35	31.39

投资要点

- **1-3Q 业绩降幅缩窄，业绩基本符合预期。**2020 年前三季度公司营收 12.21 亿元，同比下滑 28.2%；归母净利润 0.98 亿元，同比下滑 32.9%；扣非净利润 0.91 亿元，同比下滑 33.8%；20Q1-3 毛利率为 23.28%，同比下滑 2.4pct；净利率为 7.84%，同比下滑 0.63pct。

- **Q3 收入恢复至去年同期水平，毛利率同一口径下基本持平，基本符合预期：**20Q3 公司实现营收 5.33 亿元，同比增加 1.15%，环比增长 36.43%；归母净利润 0.52 亿元，同比下滑 22.21%，环比增长 63.56%，扣非归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 19.26%，环比增长 77.45%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 25.41%，同比下滑 3.4pct，环比增长 5.05pct，实际 20 年开始销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点若加回，则 20Q3 毛利率 28%，同比基本持平。净利率 9.59%，同比下滑 2.82pct，环比增长 1.73pct；Q3 扣非净利率 9.35%，同比下滑 2.37pct，环比提升 2.16pct。

- **锁定全球一线电池企业、车企，客户结构逐步多样化，并拓展新产品品类。**今年 LG、中航锂电、亿纬锂能、特斯拉、松下等份额逐步提升，且公司已经锁定全球一线企业订单，逐步减少对单一客户依赖。其次，公司配套 LG-国产特斯拉的圆柱结构件，份额 80%+，Q4 宁德配套特斯拉铁锂版，公司同样大份额配套。此外，公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将爆发，长期成长空间确定。同时公司向消费类电池结构件、电池 pack 连接件等领域拓展。

- **研发费用增加，Q3 三费整体稳定。**2020 年前三季度公司三费合计 1.89 亿元，同比下滑 15.04%，费用率为 15.46%，同比增长 2.39pct。Q3 单季度三费合计 0.74 亿，同比增长 6.5%，环比增长 22.5%。20Q3 销售费用 181 万元，销售费用率 0.3%，同比下滑 2.2pct；管理费用 0.2 亿元，同比降 6%，管理费用率 3.6%，同比下滑 0.3pct；财务费用 0.1 亿元，财务费用率 1.6%，同比持平；研发费用 0.4 亿元，同比增长 60%，环比增长 35%，研发费用率 8.4%，同比增 3.1pct。

- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利 1.8/3.8/5.3 亿，同比增长 -24%/111%/38%，EPS 为 0.86/1.82/2.51 元，对应 PE 为 92x/43x/31x，给予 2021 年 53 倍 PE，目标价 96 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.70
一年最低/最高价	28.71/89.55
市净率(倍)	6.49
流通 A 股市值(百万元)	10231.97

基础数据

每股净资产(元)	12.13
资产负债率(%)	31.63
总股本(百万股)	210.00
流通 A 股(百万股)	130.01

相关研究

1、《科达利（002850）中报点评：短期承压，Q3 拐点已至》2020-08-31

2、《科达利（002850）一季报点评：静待行业回暖》2020-04-29

3、《科达利（002850）年报点评：龙头回归，业绩高增长》2020-04-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1-3Q 业绩降幅缩窄，业绩基本符合预期。2020 年前三季度公司营收 12.21 亿元，同比下滑 28.2%；归母净利润 0.98 亿元，同比下滑 32.9%；扣非净利润 0.91 亿元，同比下滑 33.8%；20Q1-3 毛利率为 23.28%，同比下滑 2.4pct；净利率为 7.84%，同比下滑 0.63pct。

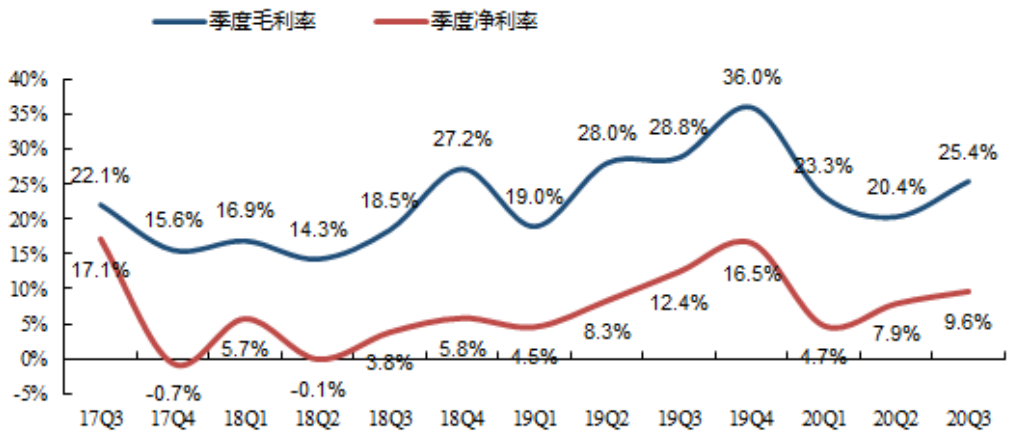
Q3 收入恢复至去年同期水平，毛利率同一口径下基本持平，基本符合预期：20Q3 公司实现营收 5.33 亿元，同比增加 1.15%，环比增长 36.43%；归母净利润 0.52 亿元，同比下滑 22.21%，环比增长 63.56%，扣非归母净利润 0.5 亿元，同比下滑 19.26%，环比增长 77.45%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 25.41%，同比下滑 3.4pct，环比增长 5.05pct，**实际 20 年开始销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点若加回，则 20Q3 毛利率 28%，同比基本持平。**净利率 9.59%，同比下滑 2.82pct，环比增长 1.73pct；Q3 扣非净利率 9.35%，同比下滑 2.37pct，环比提升 2.16pct。

表 1：科达利分季度经营情况

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	533.3	390.9	296.4	530.1	527.2	688.4	484.3
-同比	1.15%	-43.21%	-38.79%	-19.06%	-3.43%	68.22%	24.07%
毛利率	25.41%	20.36%	23.31%	35.99%	28.81%	28.01%	18.97%
归母净利润(百万)	51.6	31.5	15.3	90.7	66.3	57.6	22.6
-同比	-22.21%	-45.25%	-32.66%	135.68%	209.29%	93303.28%	1.64%
净利率	9.59%	7.85%	4.70%	16.49%	12.41%	8.26%	4.51%
扣非归母净利润（百万）	49.88	28.11	12.58	86.86	61.78	56.85	18.21
-同比	-19.26%	-50.56%	-30.93%	140.03%	279.35%	1226.66%	7.11%
扣非归母净利率	9.35%	7.19%	4.24%	16.39%	11.72%	8.26%	3.76%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：科达利分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大客户需求恢复、新客户持续放量，公司结构件业绩恢复，Q4 有望进一步向上。Q3 国内动力电池装机电量 16.7gwh，同比增长 36%，环比增长 41%，需求明显恢复。公司第一大客户 C 3Q 电池产量约 14gwh，环比增 25%，占公司份额近 50%；第二大客户 L 主要配套国产特斯拉，Q3 国产特斯拉销 3.4 万辆，环比增 15%，占公司份额 15-20%；此外，公司的其他产品如消费电池结构件、电池连接件等均有增量。因此公司 Q3 收入 5.3 亿，环比增 36%。按行业趋势，我们判断 Q4 国内电动车销量 45 万+辆左右，同比增长 45%，环比增长 40%，因此预计公司 Q4 收入有望达到 13.6 亿左右，环比提升 155%，全年营收有望达到 25 亿+，同比下降 15%。盈利方面，Q3 公司毛利率 25.4%，环比增长 5.1pct，若考虑运输费用计入成本的因素，毛利率预计 28%左右，较去年同期基本持平，主要得益于产能利用率提升。

锁定全球一线电池企业、车企，客户结构逐步多样化，并拓展新产品品类。今年 LG、中航锂电、亿纬锂能、特斯拉、松下等份额逐步提升，且公司已经锁定全球一线企业订单，逐步减少对单一客户依赖。其次，公司配套 LG-国产特斯拉的圆柱结构件，份额 80%+，Q4 宁德配套特斯拉铁锂版，公司同样大份额配套。此外，公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将爆发，长期成长空间确定。同时公司向消费类电池结构件、电池 pack 连接件等领域拓展。

研发费用增加，Q3 三费整体稳定。2020 年前三季度公司三费合计 1.89 亿元，同比下滑 15.04%，费用率为 15.46%，同比增长 2.39pct。Q3 单季度三费合计 0.74 亿，同比增长 6.5%，环比增长 22.5%。20Q3 销售费用 181 万元，销售费用率 0.3%，同比下滑 2.2pct；管理费用 0.2 亿元，同比降 6%，管理费用率 3.6%，同比下滑 0.3pct；财务费用 0.1 亿元，财务费用率 1.6%，同比持平；研发费用 0.4 亿元，同比增长 60%，环比增长 35%，研发费用率 8.4%，同比增 3.1pct。

表 2：科达利分季度费用情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	9.80	14.23	13.31	14.74	7.26	-3.52	1.81
-销售费用率	2.02%	2.07%	2.52%	2.78%	2.45%	-0.90%	0.34%
管理费用	22.43	31.20	20.14	19.65	18.09	22.77	19.01
-管理费用率	4.63%	4.53%	3.82%	3.71%	6.10%	5.82%	3.57%
研发费用	21.66	29.68	27.96	50.82	21.14	33.17	44.87
-研发费用率	4.47%	4.31%	5.30%	9.59%	7.13%	8.49%	8.41%
财务费用	10.82	12.80	8.10	10.94	7.76	8.03	8.34
-财务费用率	2.23%	1.86%	1.54%	2.06%	2.62%	2.05%	1.56%
期间费用	64.71	87.91	69.50	96.15	54.25	60.45	74.03
-期间费用率	13.36%	12.77%	13.18%	18.14%	18.30%	15.46%	13.88%
资产减值损失	-	-19.36	2.16	0.95	-	-1.64	4.87
信用减值损失	0.00	-1.17	0.12	-11.02	1.79	3.98	-9.46

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

应收款较年中增加 41%，Q3 经营现金流环比大幅下降。2020 年前三季度公司存货为 3.44 亿，较年初增加 8.42%，与年中持平；应收账款 6.31 亿，较年初增长 6.97%，较年中增加 41%。20Q1-3 公司经营活动净现金流为 0.54 亿，同比下降 74.52%，其中 Q3 单季度经营净现金流 0.09 亿，环比大幅下降 87%；投资活动净现金流为-1.95 亿。账面现金为 1.42 亿，较年初下降 30.61%，短期借款 3.7 亿元，较年初增长 42.31%。期末固定资产 17.9 亿，较年中增加 1.35 亿元，较去年同期增加 2.8 亿；期末在建工程 3.34 亿，较年中减少 0.7 亿，较去年同期减少 0.15 亿。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利 1.8/3.8/5.3 亿，同比增长-24%/111%/38%，EPS 为 0.86/1.82/2.51 元，对应 PE 为 92x/43x/31x，给予 2021 年 53 倍 PE，目标价 96 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

科达利三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,583**	**2,110**	**2,792**	**3,583**
现金	204	257	368	489
应收账款	590	972	1,388	1,847
存货	317	397	539	730
其他流动资产	468	478	489	508
非流动资产	2,191	2,544	2,915	3,104
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,645	2,005	2,333	2,629
无形资产	166	166	210	204
其他非流动资产	2,023	2,017	2,016	1,914
资产总计	**3,774**	**4,654**	**5,707**	**6,686**
流动负债	**1,156**	**1,908**	**2,683**	**3,278**
短期借款	260	861	1,276	1,401
应付账款	508	634	850	1,133
其他流动负债	388	413	557	743
非流动负债	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
负债合计	**1,206**	**1,957**	**2,732**	**3,327**
少数股东权益	77	74	74	74
归属母公司股东权益	2,491	2,622	2,901	3,285
负债和股东权益	**3,774**	**4,654**	**5,707**	**6,686**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	454	48	396	582
投资活动现金流	-457	-499	-549	-399
筹资活动现金流	11	505	263	-62
现金净增加额	8	54	110	121
折旧和摊销	171	147	179	211
资本开支	503	500	550	400
营运资本变动	9	-326	-244	-234

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,230**	**2,575**	**3,679**	**4,893**
减:营业成本	1,603	1,999	2,679	3,574
营业税金及附加	24	28	40	53
营业费用	52	39	81	108
管理费用	224	257	353	460
财务费用	43	47	49	45
资产减值损失	31	3	32	34
加:投资净收益	1	1	1	1
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**273**	**213**	**456**	**631**
加:营业外净收支	2	2	2	4
利润总额	**271**	**211**	**454**	**627**
减:所得税费用	39	34	73	100
少数股东损益	-6	-4	0	0
归属母公司净利润	**237**	**181**	**381**	**527**
EBITDA	486	407	684	887

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.13	0.86	1.82	2.51
每股净资产(元)	11.86	12.49	13.81	15.64
发行在外股份(百万股)	210	210	210	210
ROIC(%)	9.8%	6.3%	10.1%	12.1%
ROE(%)	9.5%	6.9%	13.1%	16.0%
毛利率(%)	28.1%	22.4%	27.2%	27.0%
销售净利率(%)	10.4%	6.9%	10.4%	10.8%
资产负债率(%)	32.0%	42.1%	47.9%	49.8%
收入增长率(%)	11.5%	15.5%	42.9%	33.0%
净利润增长率(%)	188.4%	-23.9%	111.1%	38.1%
P/E	69.64	91.51	43.35	31.39
P/B	6.64	6.30	5.70	5.03
EV/EBITDA	35	41	25	19

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn