



珠海冠宇 (688772.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

消费电子翘楚，盈利拐点已现

公司简介

公司深耕锂离子电池领域 20 余年，为消费类锂电池翘楚。2022 年公司营收达 110 亿元，其中消费类、动力类收入占比为 92%、4%。

投资逻辑：

1.消费类电芯稳健增长，公司手机、PACK 份额持续提升。① 2023 年笔电、手机需求疲软，我们预计 2023 年消费电子市场达 773 亿元、同减 12%，伴随需求回暖，2024、2025 年行业恢复 3%的稳健增长。②2022 年公司在笔电、手机电池份额为 31%、7%，位列第二、第五；海外企业转战动力电池、份额持续下行，2022 年三星、LG 份额降至 20%、且未来预计将持续下滑；公司兼具产业链完善、客户结构优、规模效应优势，伴随着公司成功进入苹果、Vivo 供应链，未来手机业务份额有望持续提升至 30%的份额。③公司目前消费类业务的电芯、PACK 成品收入占比约为 70%、30%，锂离子电池在锂电池模组成本约占 60%，公司基于现有客户、积极拓展 PACK 业务，有望进一步增厚公司收入。④预计 2023~2025 年公司消费类业务收入为 109、131、159 亿元，同增 9%、20%、22%。

2.动力储能电池需求广阔，启停电池未来可期。预计 2025 年全球动力储能电池出货量超 2200GWh，目前现有产能为 3GWh、规划产值超百亿。公司客户储备优良，深度受益启停电池锂电渗透率提升，2022 年收入达 4 亿元、同增 3 倍。预计伴随下游需求放量，2023~2025 年收入达 10、30、50 亿元。2022 年动力子公司浙江冠宇亏损 4.5 亿元，考虑动力类前期投资较大、固定成本较高，伴随规模增长，公司有望于 2025 年盈亏平衡。

3.碳酸锂价格下跌、公司利润率拐点已现。2022 年公司归母净利为 0.9 亿元、同减 90%、主要受累于锂价上涨、动力业务亏损。2023 年 Q2 公司归母净利为 2.6~2.9 亿元、大幅扭亏。2022 年钴酸锂占公司营业成本的 34%，2023 年钴酸锂价格均价下降 38%，公司毛利率有望从 17%（2022 年）修复至 22%。

盈利预测、估值和评级

受益手机份额提升、动力电池放量，预计公司 2023 年~2025 年归母净利为 5、10、14.8 亿元，同增 451%、100%、48%。给予 2024 年 30XPE，目标价 26.8 元，给予“买入”评级。

风险提示

下游市场需求疲软；行业竞争加剧；原材料价格波动；股东减持；可转债项目不及预期；限售股解禁；人民币汇率波动等风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

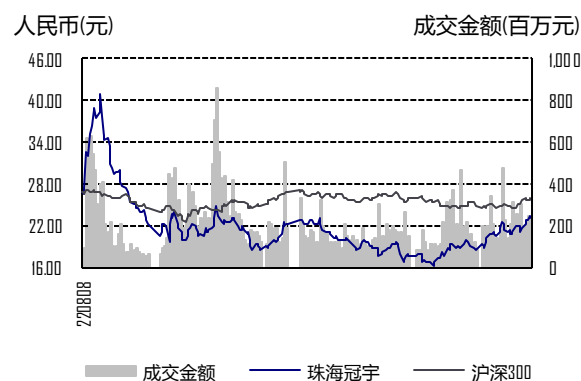
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：刘妍雪 (执业 S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)： 23.01 元

目标价 (人民币)： 26.80 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,340	10,974	12,434	16,586	21,431
营业收入增长率	48.47%	6.14%	13.30%	33.40%	29.21%
归母净利润(百万元)	946	91	502	1,001	1,482
归母净利润增长率	15.76%	-90.38%	451.07%	99.62%	48.05%
摊薄每股收益(元)	0.843	0.081	0.447	0.892	1.321
每股经营性现金流净额	1.77	1.68	1.27	2.71	3.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.02%	1.37%	7.66%	14.01%	18.45%
P/E	57.70	229.78	372.06	186.38	125.89
P/B	8.67	3.15	28.52	26.12	23.23

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、快速成长的锂电新贵，消费+储能布局业务结构更优.....	4
1.消费锂电翘楚，利润率拐点已现.....	4
2.公司兼具产品、研发、客户优势.....	5
二、消费类电池：消费电池需求逐步回暖，珠海冠宇份额不断提升.....	7
1.预计 2023 年消费电芯市场达 773 亿元，24、25 年行业稳健增长.....	7
2.海外企业转战动力电池，公司优势明显、手机类电芯份额有望持续攀升.....	10
三、动力及储能电池：切入启停、储能市场，差异竞争未来可期.....	14
1.公司客户+技术储备良好，动力储能领域有望厚积薄发.....	14
2.动力、储能电池蓬勃发展，公司以启停电池差异化竞争.....	15
四、盈利预测与估值.....	17
1.盈利预测：预计公司 2023 年~2025 年归母净利润为 5.0、10.0、14.8 亿元。.....	17
2.投资建议及估值.....	18
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：2022 年公司营收结构.....	4
图表 2：2022 年公司毛利结构.....	4
图表 3：公司主要产品及收入结构.....	4
图表 4：近年来公司营收稳健增长.....	5
图表 5：2022 年公司归母净利润大幅下滑.....	5
图表 6：2023 年 Q2 公司归母净利润扭亏为盈、拐点出现.....	5
图表 7：受益 2023 年锂价下跌，公司利润率持续改善.....	5
图表 8：公司营业成本构成.....	5
图表 9：公司主要原材料占比.....	5
图表 10：公司产品认证.....	6
图表 11：公司研发费率逐年提升、销售费用稳定低位.....	6
图表 12：公司主要客户群体.....	6
图表 13：全球锂离子电池及小型电池出货量.....	7
图表 14：中国锂离子电池及消费类电池出货量.....	7
图表 15：全球锂离子电池出货结构.....	7
图表 16：中国消费锂离子电池出货结构.....	7
图表 17：全球笔记本电脑出货量（季度）.....	8
图表 18：全球笔记本电脑出货量（年度）.....	8
图表 19：全球主要笔记本电脑品牌出货量变化.....	8
图表 20：全球平板电脑出货量.....	8
图表 21：全球主要平板电脑品牌出货量变化.....	8
图表 22：全球手机出货量.....	9
图表 23：全球主要手机品牌出货量变化.....	9



图表 24: 全球可穿戴设备出货量	9
图表 25: 全球民用无人机出货量	9
图表 26: 公司消费类电芯平均销售单价	9
图表 27: 消费电芯市场规模测算	10
图表 28: 消费电芯生产工艺	10
图表 29: 锂电池行业壁垒	10
图表 30: 全球笔电及平板电脑锂电池电芯各家出货量占比变化	11
图表 31: 全球手机锂电池电芯各家出货量占比变化	11
图表 32: 三星 SDI 小型电池出货量	11
图表 33: LG 新能源出货量	11
图表 34: 公司消费类收入快速增长	12
图表 35: 公司笔电类业务收入增速领先	12
图表 36: 2021、2022 年公司消费类毛利率持续下行	12
图表 37: 公司笔电类业务毛利率较高、且稳定性较强	12
图表 38: 电池公司利润率对比	12
图表 39: 电池公司收入对比	13
图表 40: 电池公司收入增速	13
图表 41: 电池公司研发费率对比	13
图表 42: 电池公司销售费率对比	13
图表 43: 消费电池公司下游及客户一览	13
图表 44: 公司动力类业务收入快速增长	14
图表 45: 公司动力类业务连年亏损	14
图表 46: 公司动力及储能客户累积	14
图表 47: 公司动力及储能核心技术储备	14
图表 48: 公司动力及储能电池产能规划	15
图表 49: 全球锂电池出货量快速增长 (GWh)	15
图表 50: 中国锂电池出货量快速增长 (GWh)	15
图表 51: 2020-2022 全球动力电池竞争格局	15
图表 52: 2020-2022 全球储能电池竞争格局	16
图表 53: 公司收入拆分	17
图表 54: 可比公司估值一览	18



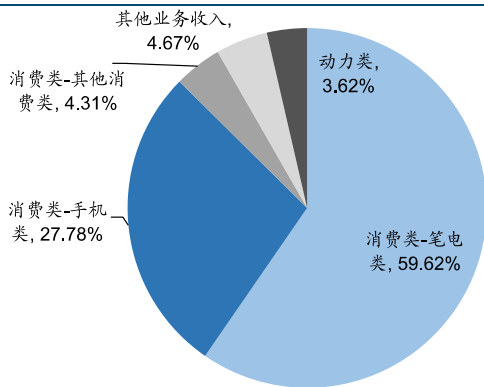
一、快速成长的锂电新贵，消费+储能布局业务结构更优

1. 消费锂电翘楚，利润率拐点已现

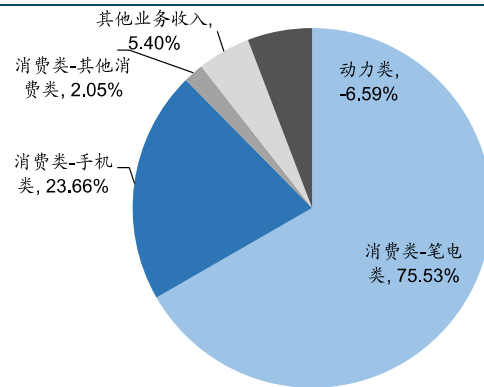
公司成立于 1998 年，深耕锂离子电池领域 20 余年。根据 Techno Systems Research 统计，2022 年公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池的市场占有率为 31%，全球排名第二；公司智能手机锂离子电池的市场占有率为 7%，全球排名第五。

公司的主营业务是消费类和动力类聚合物软包锂离子电芯、模组及 PACK。1) 公司消费类产品可分为笔电类、手机类和其他消费类（包括智能穿戴设备、消费类无人机、智能清洁电器、电动工具等），其 2022 年营收占比分别为 60%、28%、4%，毛利占比为 76%、24%、2%。公司消费类产品营收连续多年占比超 90%，是公司业务持续增长的基本盘。2) 2022 年动力类产品实现营收 3.97 亿元，同比增长 322%，2022 年上半年浙江冠宇 2.5GWh 动力及储能类产线投产，目前共计动力类产能 3GWh，由于初始投资较大，2022 年动力子公司浙江冠宇亏损 4.5 亿元，我们认为未来伴随动力收入放量，有望逐步扭亏。公司动力类产品主要应用于汽车启停系统、电动摩托车、行业无人机和新能源汽车高压等领域；公司储能类电池主要应用于家用储能、通讯备电、电网侧储能、发电侧储能和工商业储能等领域。

图表1：2022 年公司营收结构



图表2：2022 年公司毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司主要产品及收入结构

消费类 (92%)：电芯&PACK		动力类 (4%)：电芯、模组&PACK	
笔记本电脑、平板电脑 (60%)		汽车启停系统	
手机 (28%)		电动摩托	
消费类无人机、智能可穿戴设备 (4%)			

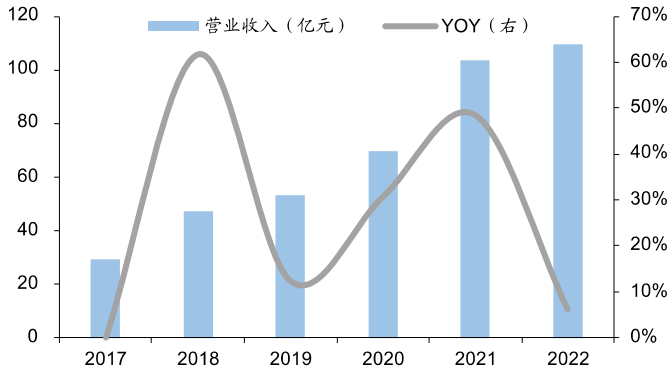
来源：公司公告，国金证券研究所

公司收入稳健增长，碳酸锂下跌，公司利润率拐点已现。1) 近年来公司营收持续增长，2022 年公司营收达 110 亿元、五年 CAGR 达 30%。2022 年公司归母净利为 0.9 亿元、同减 90%、主要受累于锂价上涨、动力业务亏损。2020、2021 年公司毛利率为 31%、25%，伴随碳酸锂价格从 12 万/吨涨至 50 万/吨，公司 2022 年毛利率降至 17%。2023 年 6 月碳酸锂下调至 25 万/吨，我们预计碳酸锂价格已经到达底部，伴随其价格回落，公司毛利率将逐步修复至 23%。2) 2023 年 Q1 公司营收为 24 亿元、同减 24%，主要系笔电行业持续去库；归母净利为-1.4 亿元、亏损加大。Q2 公司营收为 29~32 亿元、同增 7%~18%；归母净利为 2.6~2.9 亿元、大幅扭亏，主要受益于笔电行业补库存、锂电价格下降、美元升值贡献汇兑收益。3) 2022 年公司营业成本中直接材料成本占比达

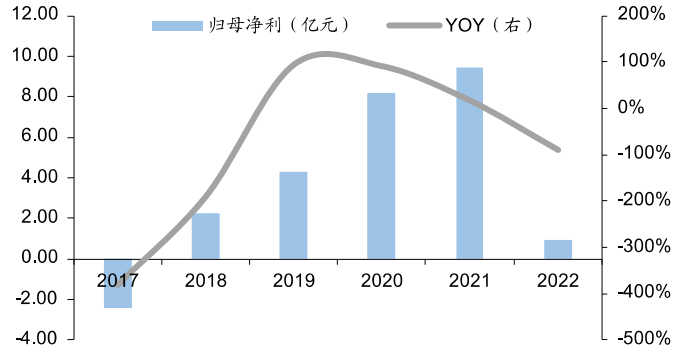


75%，直接材料中钴酸锂占比约为 45%，其次是隔膜、石墨、温度保险丝等材料。碳酸锂价格下跌后，有利于公司毛利率提高，预计未来有望恢复到正常水平（23%），公司盈利改善弹性巨大。

图表4: 近年来公司营收稳健增长



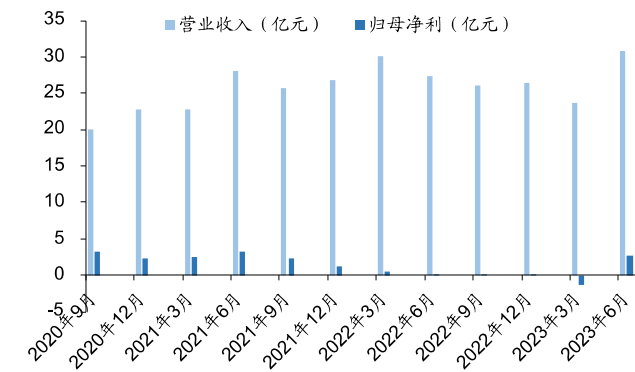
图表5: 2022 年公司归母净利润大幅下滑



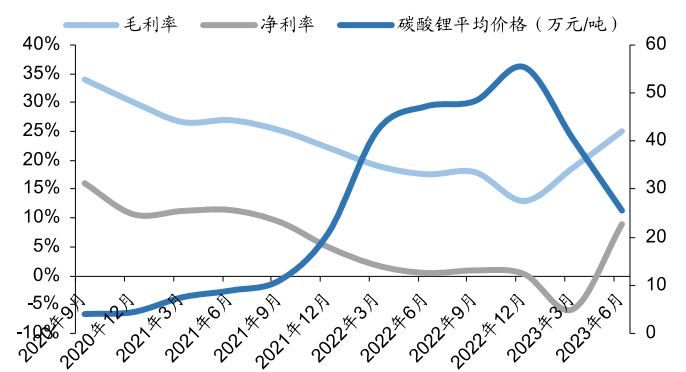
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 2023 年 Q2 公司归母净利润扭亏为盈、拐点出现



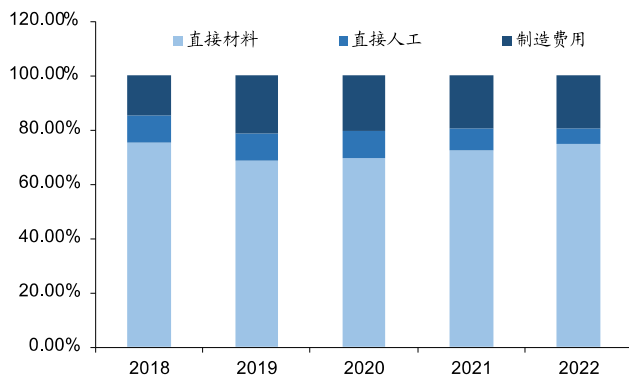
图表7: 受益 2023 年锂价下跌, 公司利润率持续改善



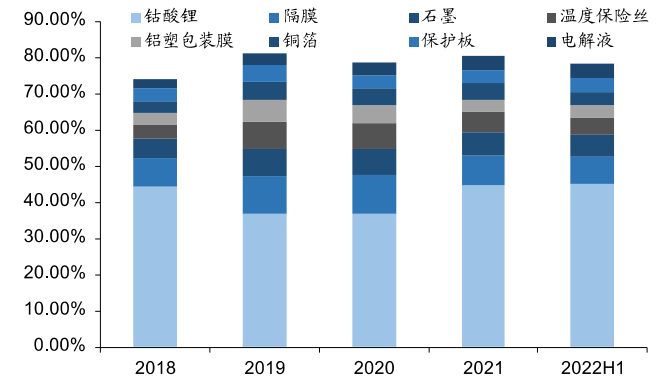
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

图表8: 公司营业成本构成



图表9: 公司主要原材料占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 公司兼具产品、研发、客户优势

公司建立了严格的产品质量管理体系，已通过 ISO9001 质量体系、IATF16949 质量管理体系等多项认证。公司根据客户的需求申请全球范围内不同市场的电池产品认证高达 18 项，其中 8 项认证与头部企业的认证标准重合，并且公司产品已通过多家知名品牌商资格认证，其一致性、安全性、稳定性等多方面均处于行业先进水平。



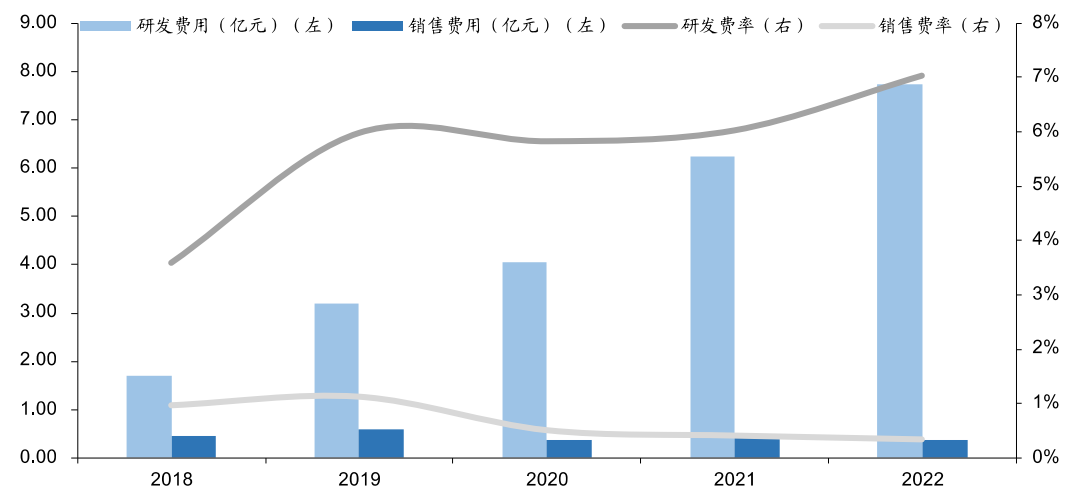
图表10: 公司产品认证



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司研发费率逐年提升, 销售费用稳定低位。 1) 公司目前拥有自主产品的核心技术和知识产权 1182 项, 其中发明专利 348 项, 实用新型专利 822 项, 外观设计专利 12 项 (截止于 2022 年底), 能够充分满足客户的定制化需求; 2) 2022 年, 公司投入研发费用 7.72 亿元, 同比增长 24%、研发费率达 7%、较去年同期提升 1pct。公司拥有研发人员 2198 人, 占总人数的 15%, 较 2021 年增长 2 个 pct; 3) 公司销售费率一直维持低位, 2022 年销售费率仅 0.3%。

图表11: 公司研发费率逐年提升、销售费用稳定低位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司利用优质的产品和服务及与下游行业头部客户建立合作的市场效应不断提升品牌影响力、市场份额和行业地位。早在 2011 年成为笔电第一品牌供应商, 凭借在消费锂电领域积累的技术成果、电池制造经验、客户口碑及产品的卓越性能, 公司已与一批优质客户建立了稳定的合作关系: 无人机领域的大疆; 汽车厂商领域的上汽、通用、捷豹路虎; 通信储能领域的中兴; 家庭储能领域的 Sonnen、南网科技等。截至目前, 公司已进入手机领域苹果、Vivo 供应链体系。

公司 2022 年 10 月 24 日发行 3089 万张可转债, 面值 100 元, 初始转股价格为 23.68 元, 分红后调整为 23.59 元, 于 2023 年 4 月 28 日开始转股, 已转 673 股, 占发行总额的 0.0001%, 募集资金净额 30.6 亿元拟用于锂离子电池产线建设、搬迁和改造升级。项目预计 2023 年四季度完成, 可实现产能 3,600 万只/年, 预计带来 15.8 亿营收。

图表12: 公司主要客户群体

产品	客户
笔记本电脑类	惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊
手机数码类	华为、OPPO、小米、联想、中兴
无人机、可穿戴设备类	大疆、BOSE、Meta、Google
动力领域	上汽、通用、捷豹路虎



储能领域

中兴、Sonnen、南网科技

来源：公司公告，国金证券研究所

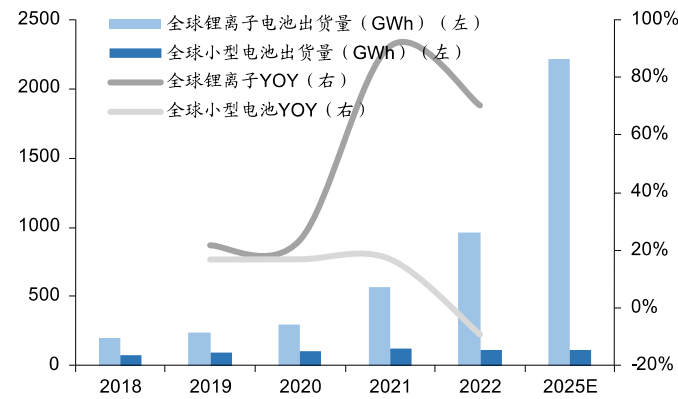
二、消费类电池：消费电池需求逐步回暖，珠海冠宇份额不断提升

1. 预计 2023 年消费电子市场达 773 亿元，24、25 年行业稳健增长

根据 EVtank，2022 年全球锂离子电池出货量达 958GWh、同增 70%，其中全球小型锂离子电池（通常指消费类电池）出货量达 114GWh、同减 9%。根据 GGII，2022 年中国锂离子电池出货量达 658GWh、同增 101%、全球占比 69%，受益于动力、储能电池的快速成长，未来三年行业快速扩容。

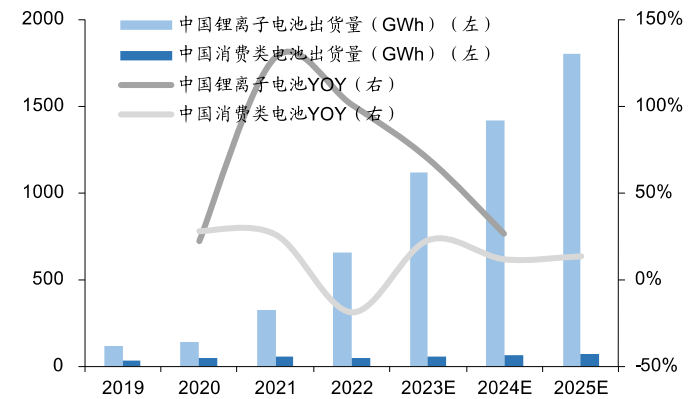
根据 GGII，2022 年中国消费类锂电池出货量达 48GWh、同减 19%，预计 2023 年出货量达 59GWh、同增 23%，预计 2025 年出货量将达到 75GWh。从下游分布来看，手机和电脑在中国消费锂电池下游应用中占比分别为 22%和 27%，是消费锂电重要的细分市场。

图表 13：全球锂离子电池及小型电池出货量



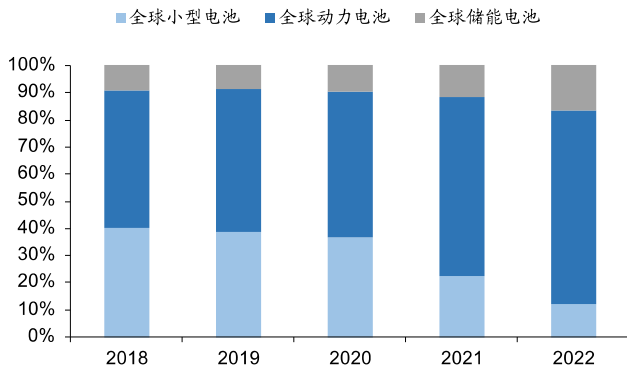
来源：EVTank, GGII, 起点研究, 国金证券研究所

图表 14：中国锂离子电池及消费类电池出货量



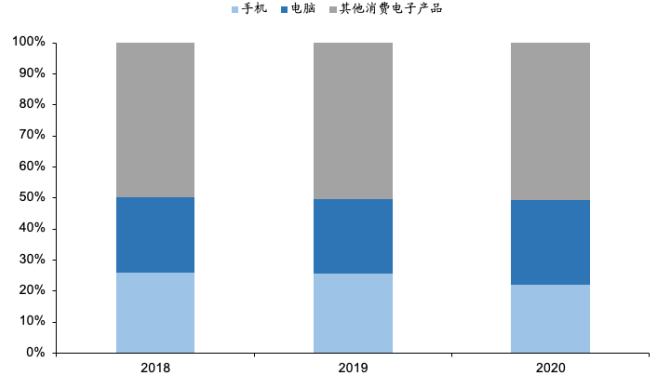
来源：GGII, 起点研究, 中商情报网, 国金证券研究所

图表 15：全球锂离子电池出货结构



来源：EVTank, 国金证券研究所

图表 16：中国消费锂离子电池出货结构



来源：观研报告网, 国金证券研究所

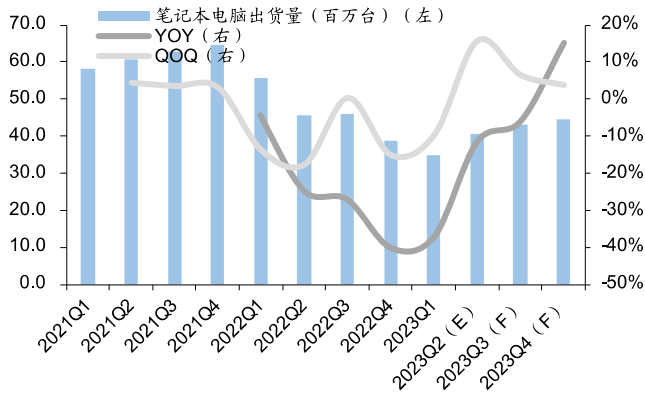
根据 TrendForce 集邦咨询，Q2 全球笔记本电脑出货量达 4045 万台，同减 11%、环增 16%，Q3 预计全球笔记本电脑出货量达 4308 万台、同减 6%、环增 6%，Q4 预计全球笔记本电脑出货量达 4470 万台、同增 15%、环增 4%，在经历 7 个季度的下行之后，Q4 全球笔记本电脑需求有望同比转正。

根据 IDC，2023 年全球笔记本电脑出货量达 1.8 亿台、同减 15%，预计 2024、2025 年全球笔记本电脑出货量达 1.9、2 亿台，同增 7%、8%。

近几年全球笔记本电脑市场玩家主要由联想、惠普、戴尔、苹果和宏碁构成，CR5 达 80%，除苹果逆势增长外，其余品牌 2022 年出货量均有不同程度的下滑。

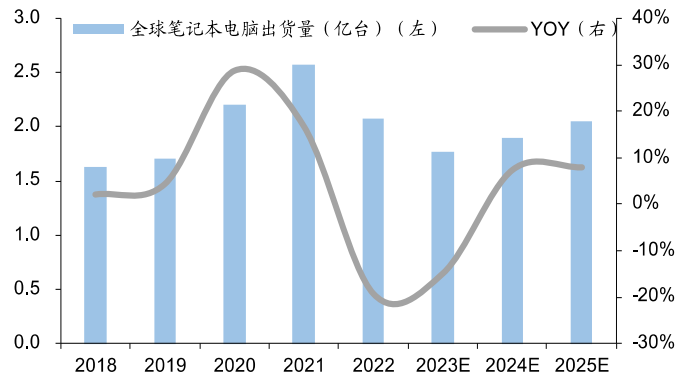


图表17: 全球笔记本电脑出货量(季度)



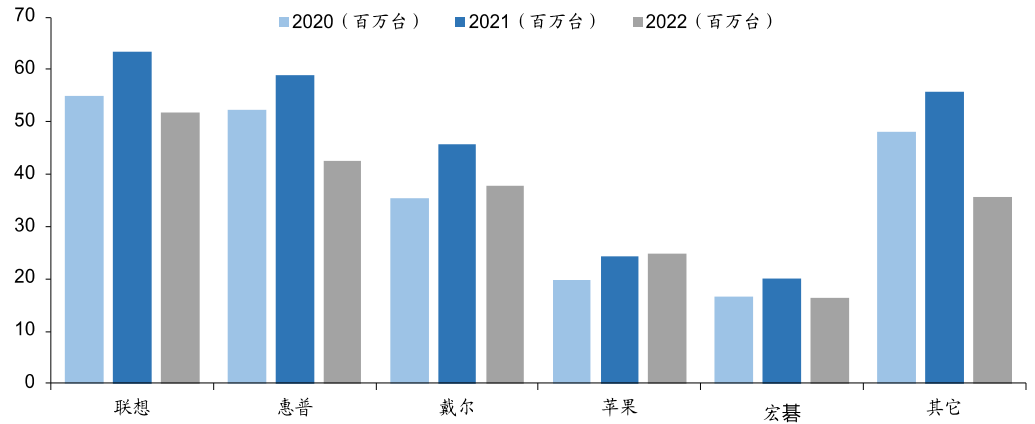
来源: Trendforce, 国金证券研究所

图表18: 全球笔记本电脑出货量(年度)



来源: IDC, 国金证券研究所

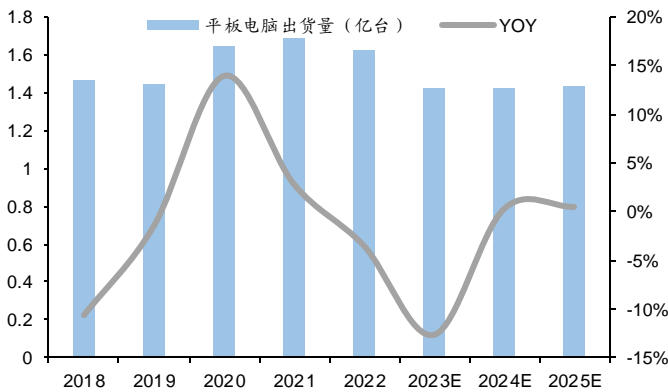
图表19: 全球主要笔记本电脑品牌出货量变化



来源: Strategy Analytics, 国金证券研究所

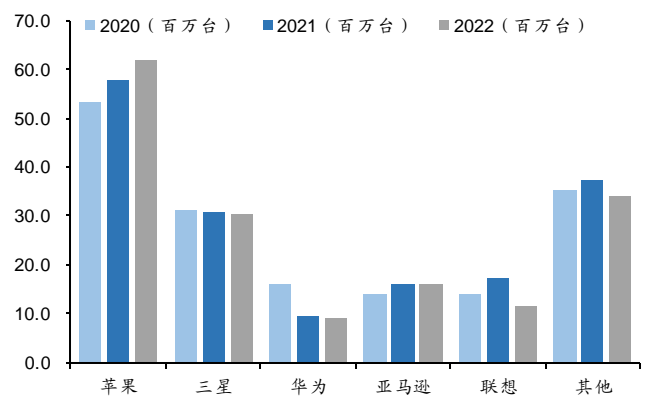
根据 IDC, 预计 2023 年平板电脑出货量 1.4 亿台, 同比-12%, 受益需求复苏, 2024、2025 年出货量微增 0.5%, 市场玩家主要由苹果、三星、华为、亚马逊、联想构成, CR5 达 80%, 除苹果逆势增长外, 其余品牌 2022 年出货量均有不同程度的下滑。

图表20: 全球平板电脑出货量



来源: IDC, 国金证券研究所

图表21: 全球主要平板电脑品牌出货量变化

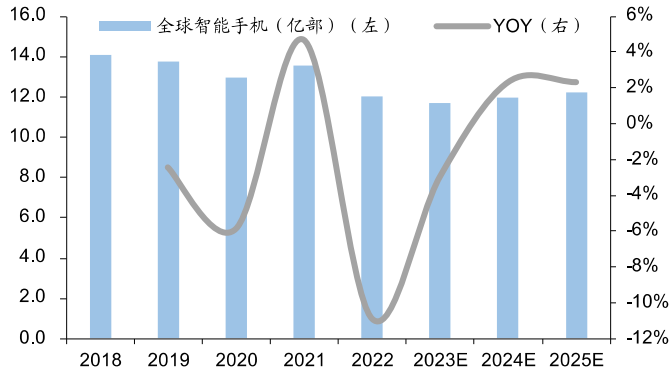


来源: IDC, 国金证券研究所

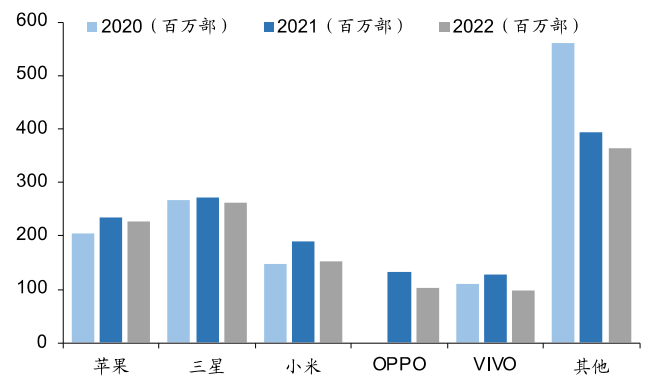
根据 IDC, 2023 年全球智能手机出货量达 11.7 亿部, 同减 3.2%, 伴随需求复苏、新兴国家智能机渗透率提升, 2024~2027 年行业维持在 2%左右的增速稳健增长。近几年全球智能手机出货量三星市场份额最高, 苹果紧跟其后, CR5 达 70%, 市场份额不断向头部企业靠拢, 竞争格局趋于稳定。



图表22: 全球手机出货量



图表23: 全球主要手机品牌出货量变化



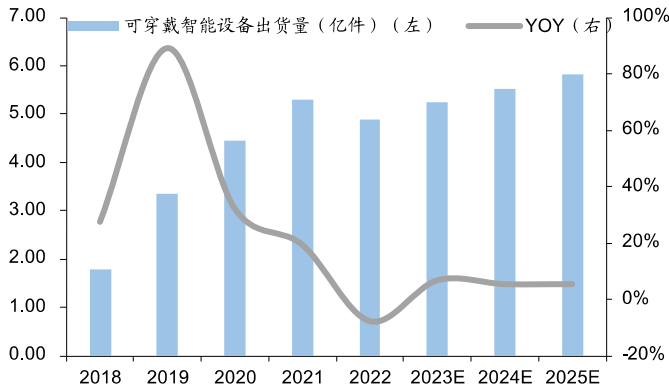
来源: IDC, Statista, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

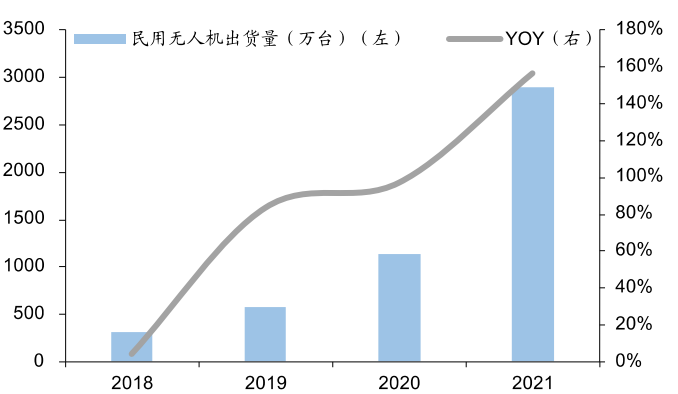
近年来, 智能可穿戴设备如智能手表、智能手环、智能手环以及 AR/VR 设备等新兴产品迅速发展, 市场需求向多功能化、便携化、健康化、医疗设备穿戴化以及去手机化发展, 是消费电子新兴市场领域。根据 IDC, 2022 年全球可穿戴设备出货量达 4.9 亿件, 同比 -8%, 出现首次萎缩之后, 因更换周期的到来有望在 2023 年复苏和反弹达到 5.23 亿件, 同增 7%, 并且保持持续增长趋势。

全球无人机市场也呈现蓬勃发展态势, 2021 年出货量近 3 千万台。

图表24: 全球可穿戴设备出货量



图表25: 全球民用无人机出货量

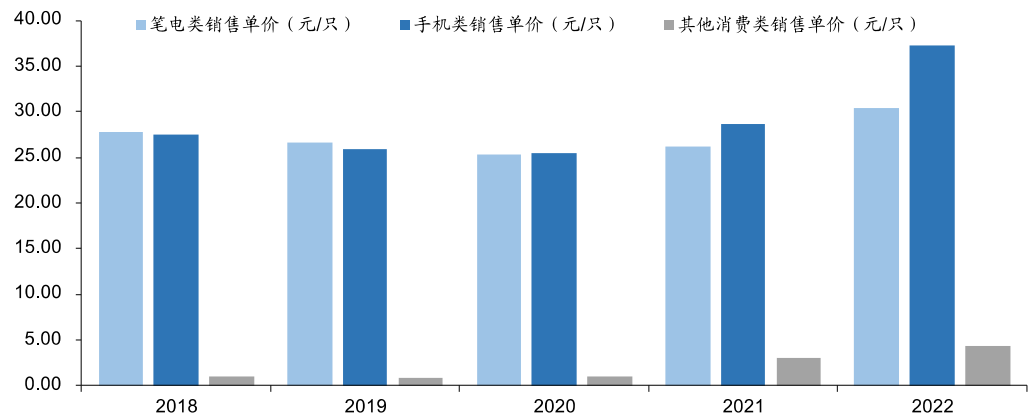


来源: IDC, 国金证券研究所

来源: Gartner, EVtank, 国金证券研究所

预计消费电子市场规模 2024、2025 年保持 3% 的稳健增长, 2025 年市场规模达 850 亿元。 1) 消费电子应用领域主要由笔记本电脑、平板电脑、手机和可穿戴设备构成, 参考 IDC 出货量预测, 假设平均笔记本电脑需要 4 只电芯、平板电脑 3 只、手机 1 只和其他消费类产品 1.6 只 (耳机 2 只, 2022 年出货量占比 62%、其余设备 1 只); 参考珠海冠宇各类消费电芯的平均销售单价, 考虑伴随带电量提升、锂电原材料价格下降, 假设电芯价格 2023 年略微下降, 2024、2025 年与 2022 年一致。2) 我们预计 2023 年消费电子市场达 773 亿元、同减 12%, 2024、2025 年行业恢复 3% 的稳健增长。

图表26: 公司消费类电芯平均销售单价





来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：消费电子市场规模测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
笔记本电脑电池						
笔记本电脑出货量(亿台)	2.2	2.6	2.1	1.8	1.9	2
电芯个数	4	4	4	4	4	4
电芯单价	25	26	30	29	30	30
电池单价	100	104	120	116	120	120
市场(亿元)	220	270	252	209	228	240
平板电脑电池						
平板电脑出货量(亿台)	1.6	1.7	1.6	1.4	1.4	1.4
电芯个数	3	3	3	3	3	3
电芯单价	25	26	30	29	30	30
电池单价	75	78	90	87	90	90
市场(亿元)	120	133	144	122	126	126
手机电池						
手机出货量(亿部)	12.9	13.5	12.1	11.7	12	12.2
电芯个数	1	1	1	1	1	1
电芯单价	26	29	37	35	37	37
电池单价	26	29	37	35	37	37
市场(亿元)	335	392	448	410	444	451
可穿戴设备电池						
可穿戴设备出货量(亿台)	4.4	2	4.9	5.2	5.5	5.8
电芯个数	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
电芯单价	1	3	4	4	4	4
电池单价	1.6	4.8	6.4	6.4	6.4	6.4
市场(亿元)	7	10	31	33	35	37
合计						
市场(亿元)	682	804	875	773	833	855

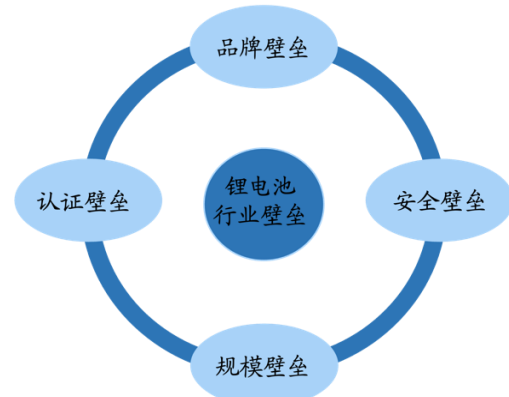
来源：IDC，Statista，公司公告，国金证券研究所

2.海外企业转战动力电池，公司优势明显、手机类电芯份额有望持续攀升

消费电子生产工艺复杂，行业壁垒较高。电芯制造涉及搅拌、涂布、冲切/分切、叠片/卷绕、焊接、注液、预化、成型、封测等十余项工艺环节，制造工艺复杂，每个环节均需保证良率，技术壁垒较高。电池安全对于消费电子终端厂商十分重要，电芯、模组厂商往往需要具有较长的经营年限和合作历史，产品验证周期较长。同时，消费类电子产品更新周期较短，因此消费类锂电池的设计和工艺要不断升级完善，对工艺要求较高。

图表28：消费电子生产工艺

图表29：锂电池行业壁垒



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

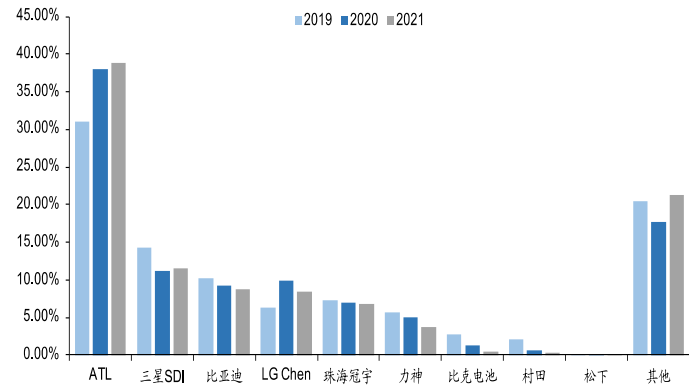
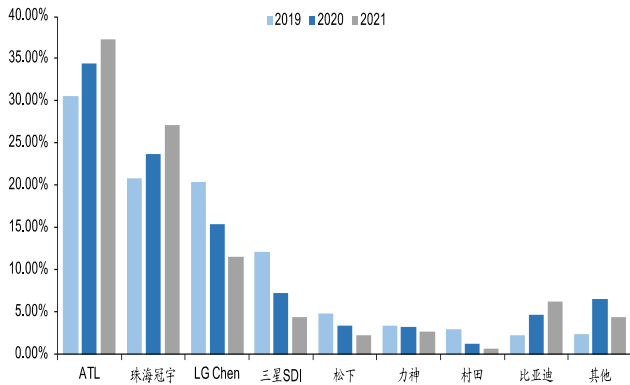
公司笔电类电芯排名第二，手机类电芯排名第五，份额持续提升；海外企业转战动力电



池、份额持续下行。1) 根据 Techno Systems Research, 近几年公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池出货量连续全球排名第二, 仅次于 ATL, 并呈上升趋势。2022 年公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池的市场占有率为 31%, 较 2019 年提高了近 10 个 pct。除公司、ATL 和比亚迪外, 其余企业笔电及平板市场份额呈现逐年下降趋势。2) 2022 年公司智能手机锂离子电池的市场占有率为 7%, 全球排名第五, 较 2021 年提升 0.56pct。2019-2021 年, 除 ATL 外, 各家企业手机锂电市场份额均有不同程度的下降。公司消费类锂电池已进入苹果、Vivo 供应链体系, 得益于全产业链、规模优势, 公司未来在手机电池领域份额有望持续提升。3) 随着动力电池市场的爆发, 三星 SDI 和 LG Chem 等日韩厂商业务重心开始转移, 重点布局动力电池。2021 年, 三星 SDI 和 LG Chem 在手机和笔电电芯上的市占率均开始呈现下降趋势。三星 SDI 和 LG 新能源小型电池出货量都趋于稳定, 份额持续下行。

图表30: 全球笔电及平板电脑锂电池电芯各家出货量占比变化

图表31: 全球手机锂电池电芯各家出货量占比变化

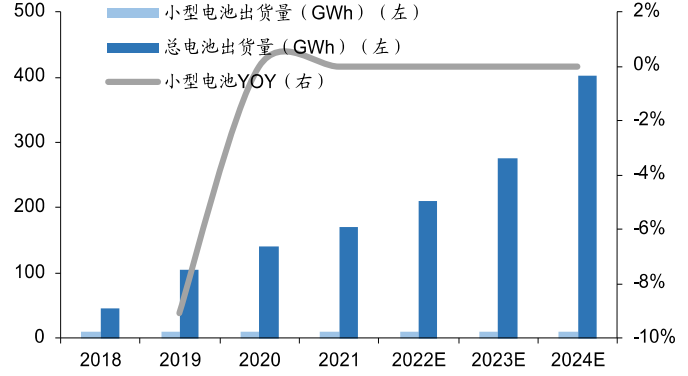
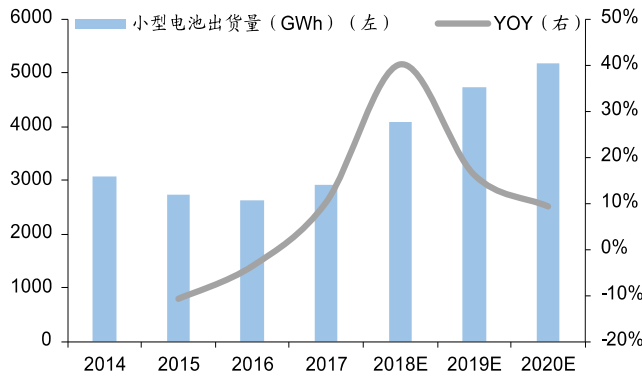


来源: Techno Systems Research, 国金证券研究所

来源: Techno Systems Research, 国金证券研究所

图表32: 三星 SDI 小型电池出货量

图表33: LG 新能源出货量



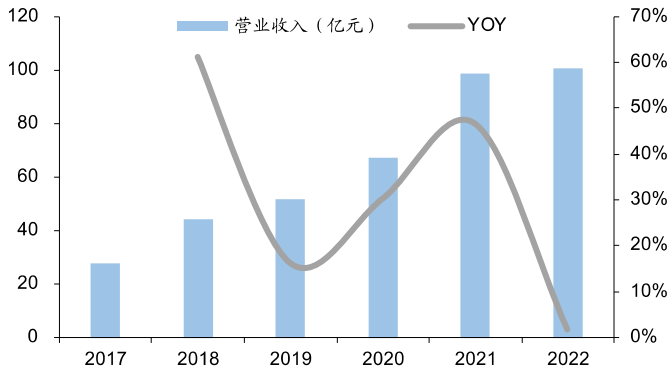
来源: 三星 SDI 公告, Citi Research, 国金证券研究所

来源: LG 新能源公告, Citi Research, 国金证券研究所

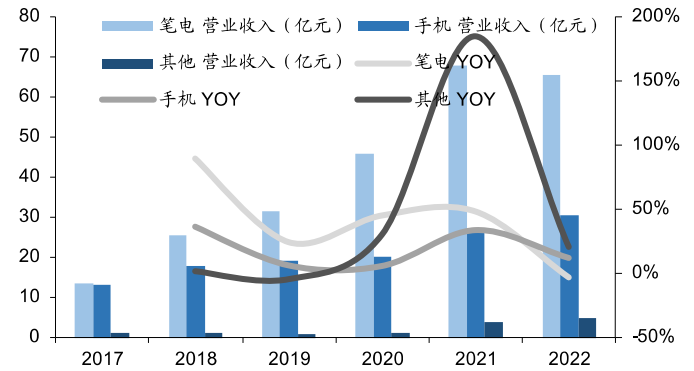
2022 年公司消费类业务收入达 101 亿元、同增 2%, 五年 CAGR 达 30%, 毛利率为 19%、连续 2 年下滑, 毛利率下降主要系原材料价格上涨。分产品来看, 2022 年笔电、手机、其他类收入为 65、30、5 亿元, 五年 CAGR 为 37%、18%、34%; 笔电盈利能力较高、稳定性较强。



图表34: 公司消费类收入快速增长



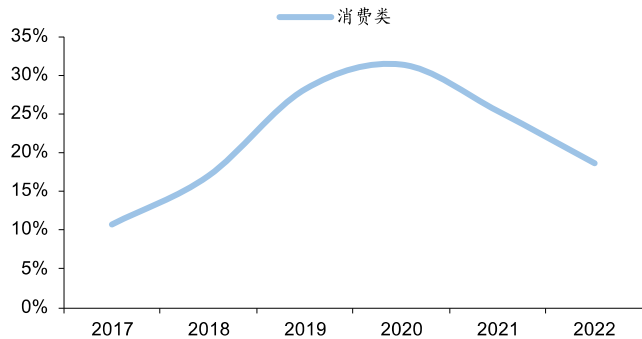
图表35: 公司笔电类业务收入增速领先



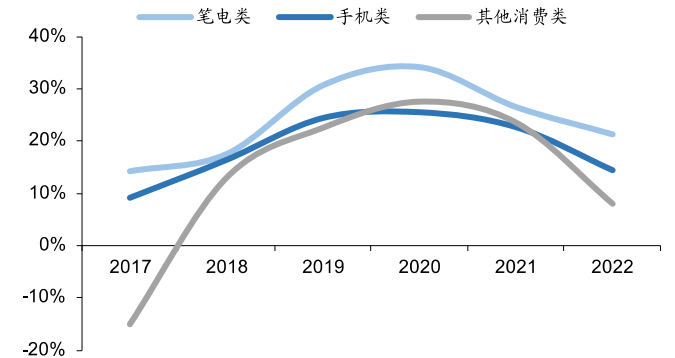
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: 2021、2022 年公司消费类毛利率持续下行



图表37: 公司笔电类业务毛利率较高, 且稳定性较强



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司兼具产业链完善、客户结构优、规模效应优势, 未来份额有望持续提升。1) 公司通过多年自主研发和技术创新, 已掌握从产品结构、原材料、电芯、模组、PACK、生产工艺到自动化、智能化生产设备的全产业链核心技术, 能够为客户提供一站式服务。公司研发经验丰富, 可根据客户需求定制化设计与生产; 对于锂电池多设备和多参数的生产, 公司质量把控与精细化控制能力强。2) 公司已通过部分行业龙头供应商资格认证, 认证的要求严格且周期较长对市场竞争者形成较高的进入壁垒。公司持续关注下游产品变化, 产品更替即时满足市场趋势和客户需求。在笔电领域, 公司长期为惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊等全球知名笔记本电脑和平板电脑品牌提供笔记本锂离子电池产品。在智能手机领域, 公司已与华为、小米和 OPPO 等客户建立稳定的合作关系, 并进入苹果、Vivo 供应链体系。3) 公司规模优势突出, 对上游供应商材料、设备有较好的议价能力, 且供应商较为分散。虽然公司营业成本受原材料价格影响, 但当原材料价格波动时, 其成本变动幅度较小, 体现公司较好的成本管理能力。

积极拓展 PACK 业务, 有望进一步增厚收入。公司目前消费类业务的电芯、PACK 成品收入占比约为 70%、30%, 锂离子电芯在锂电池模组成本构成中占比较高, 一般占总生产成本的 60%左右, 公司基于现有客户、积极拓展 PACK 业务, 有望进一步增厚公司收入。

从盈利能力来看, 公司低于 ATL。2022 年 ATL 收入达 258 亿元, 近年来营业利润率稳定在 20%左右。公司消费类产品运营利率低于 ATL, 我们认为盈利能力的差异主要系产品结构、客户结构的区别, 未来伴随公司苹果业务收入占比提升, 有望进一步提升其盈利能力。

从收入规模来看, 公司目前收入体量低于 ATL、亿纬锂能、欣旺达等可比公司; 但是研发费率高于同业, 销售费率低于同业。

图表38: 电池公司利润率对比

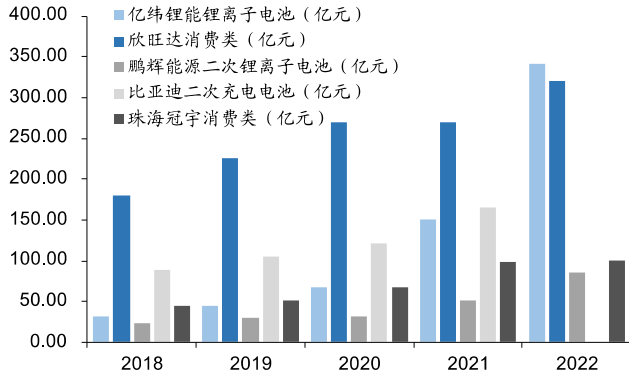
		2018	2019	2020	2021	2022
ATL	综合营业利率	0.92%	32.60%	10.32%	20.75%	20.19%
珠海冠宇	消费类电池营业利率	10.96%	19.37%	21.19%	17.77%	10.86%



		2018	2019	2020	2021	2022
欣旺达	消费类锂离子电芯营业利率	9.75%	18.02%	22.54%	18.19%	9.60%
鹏辉能源	二次锂离子电池营业利率	15.05%	14.91%	10.23%	7.81%	12.98%
比亚迪	二次充电电池营业利率	10.37%	10.04%	10.36%	4.75%	-

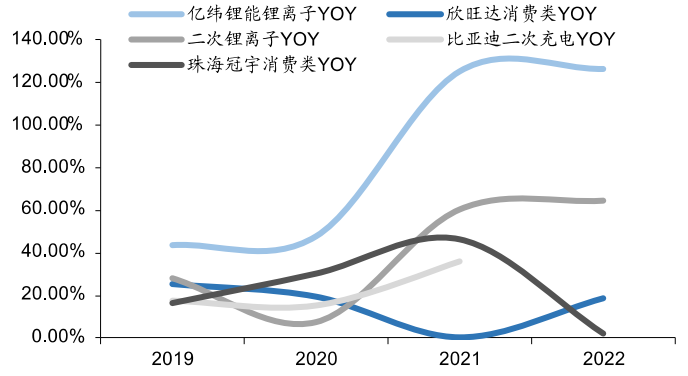
来源：公司公告，国金证券研究所

图表39: 电池公司收入对比



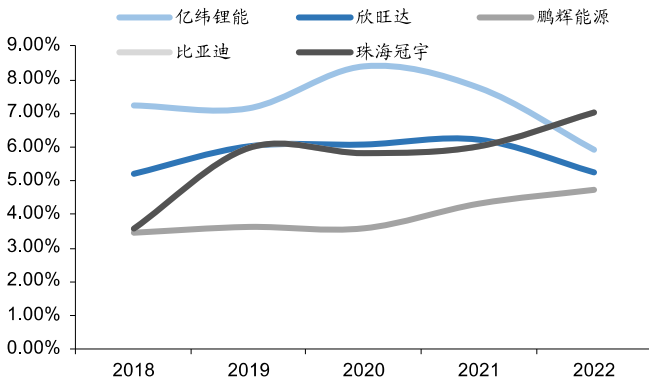
来源：公司公告，国金证券研究所

图表40: 电池公司收入增速



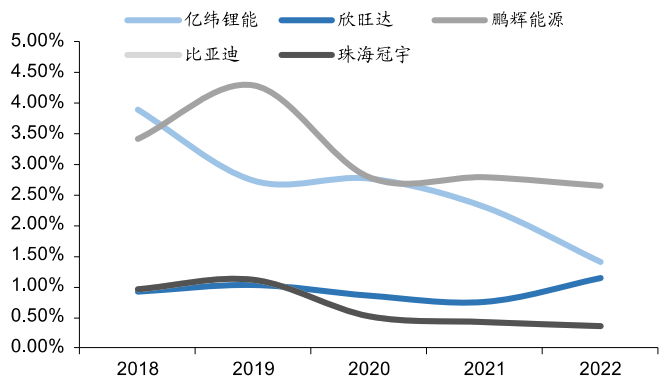
来源：公司公告，国金证券研究所

图表41: 电池公司研发费率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表42: 电池公司销售费率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表43: 消费电池公司下游及客户一览

公司名称	消费类营收占比	电池类型	产品应用领域	客户群体
ATL	-	聚合物锂离子电池	笔记本电脑、平板电脑等	苹果、华为、三星、OPPO、小米
珠海冠宇	92%	聚合物软包电池	笔记本电脑、平板电脑类	惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊
			手机数码类 无人机、可穿戴设备	华为、OPPO、小米、摩托罗拉、中兴 大疆、BOSE、Meta、Google
欣旺达	61%	圆柱电池、聚合物锂离子电池 (消费类以模组为主)	手机数码类	苹果、华为、OPPO、vivo、小米
			笔记本电脑类	华为、联想、戴尔、惠普
			智能硬件类	小米及其生态系统内各公司
鹏辉能源	43%	圆柱电池、扣式电池	蓝牙音响	哈曼
			ETC	金溢科技、万集科技
比亚迪	23%	手机部件及组装	无线耳机	JBL、佳禾、小米
			手机数码类	华为、三星、苹果、小米、iRobot、vivo

来源：公司公告，国金证券研究所



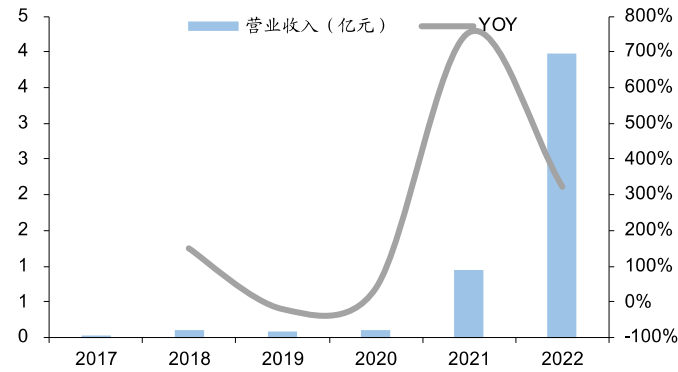
备注：鹏辉能源消费类营收占比为 2020 年公告数据。

三、动力及储能电池：切入启停、储能市场，差异竞争未来可期

1. 公司客户+技术储备良好，动力储能领域有望厚积薄发

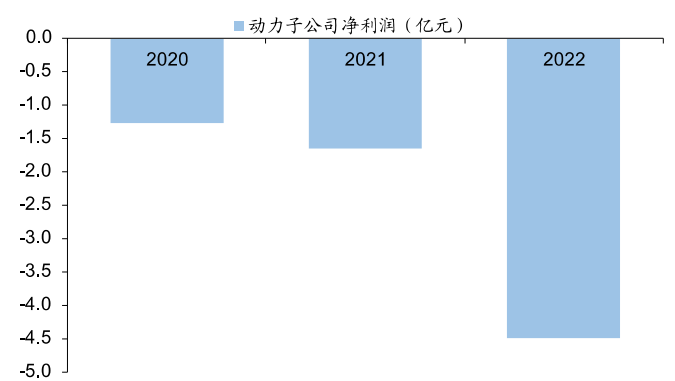
公司动力及储能电池主要面向汽车启停系统、电动摩托、无人机、家庭储能、通讯备电等领域，2022 年公司动力储能类业务收入为 4 亿元、同增 3 倍，由于初始投资较大、毛利率为-31%，2022 年动力子公司浙江冠宇亏损 4.5 亿元，亏损进一步扩大。

图表44：公司动力类业务收入快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：公司动力类业务连年亏损



来源：公司公告，国金证券研究所

深耕锂电 20 余年，客户资源丰富稳定。公司早在 2011 年，率先为竞速电动摩托提供电池方案，进入动力电池领域。公司汽车低压启停电池已收到通用、上汽、捷豹路虎等主机厂定点通知，其中为上汽开发的智己 LS7 车型的 12V 启停电池已于 2022 量产供货，公司汽车低压启停电池的技术能力已得到众多国内外一线主机厂的认可。同年 6 月，公司获得柳州五菱 PHEV 动力电池系统的定点供应商资格，动力电池业务不断取得突破。电动摩托车电池客户包括豪爵、康明斯、雅迪等，目前已实现批量供货。公司家庭储能电池产品客户包括 Sonnen、南网科技等和通讯储能电池产品客户包括中兴等，于 2022 年已陆续供货。公司持续积极拓展动力电池与储能电池市场下游其他优质客户。

图表46：公司动力及储能客户累积

应用领域	客户
启停电池	上汽、通用、捷豹路虎、
电动摩托车	豪爵、康明斯、雅迪
动力电池	PHEV 柳州五菱
家庭储能	Sonnen、南网科技
通讯储能	中兴

来源：公司公告，国金证券研究所

公司启停、动力电池技术储备充足，研发投入不断扩大。公司重视技术创新，不断进行技术研发，储备多项启停电池和动力电池技术，铸就技术壁垒，提高公司产品竞争力。目前，公司已经制备出能量密度高达 350Wh/kg 的固态电池样品，在电解液等方面也有所突破。此外，公司引进了大量动力和储能电池等相关领域的技术及管理人才，2020 年末、2021 年末、2022 年末和 2023 年 3 月末，动力及储能类业务子公司员工总人数分别为 498 人、776 人、1982 人和 2538 人。未来公司依托高技术壁垒，产品竞争力有望进一步增强。

图表47：公司动力及储能核心技术储备

技术名称	应用产品	核心技术描述
固态金属锂电池技术	动力类电池	开发出兼具高室温离子电导率、高离子迁移数和宽电化学窗口的新型固态电解质膜关键材料。同时开发了固态电池专用正极材料，有效解决了固态电池正极与电解质界面兼容性问题。
动力电池电解液技术	动力类电池	具备低温冷启动、超高功率、超长循环寿命以及 15 年以上日历寿命等特性
工业无人机电快充及高功率技术	工业无人电池	可有效提高工业无人机电的快速充电能力和高功率放电能力，同时兼顾高能量密度、长循环寿命以及高安全可靠。
12V 磷酸铁锂启停电芯技术	汽车低压启停电池	可满足汽车对启停电池高功率输出的要求。第二代启停电池，目标达到 30-



技术名称	应用产品	核心技术描述
高精度寿命预测技术	全部产品	50%的低温功率性能的提升。 实现了市场端不同工况下的高精度寿命预测。
电子产品功能安全技术	汽车低压启停电池	BMS 产品的功能安全开发满足 ISO26262: 2018 版标准, 并达到该标准认证体系下功能安全最高等级“ASILD”级别汽车安全完整性认证。同时, 所开发产品对应的功能安全目标满足 ASILB 的各项指标要求。
非对称加密和压缩功能技术	汽车低压启停电池	完成了基于非对称加密和压缩功能的 Bootloader, 实现非对称加密对 App 程序的刷写, 可有效避免 App 程序被篡改, 是实现信息安全的关键模块。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司加快设备调试、工艺优化和产能爬坡以提升有效产能和良品率, 循序渐进推动产能落地, 实现规模化生产, 降低平均制造成本。前期公司动力类产能规模小, 只有珠海产区的 0.5GWh/年, 2022 年上半年浙江冠宇产线投产后, 公司的产能达到了 3GWh/年。此外公司不断扩充产能, 在浙江另规划建设年产 10GWh 的动力类锂电池产线。重庆冠宇预计投资 40 亿元, 规划建设 6 条高性能锂离子智能化产线, 形成年产 15GWh 产能, 主要配套储能电池。德阳冠宇拟投资 103 亿元, 规划建设 10 条动力及储能电池生产线, 形成年产 25GWh。

图表48: 公司动力及储能电池产能规划

项目地点	产能	用途	进展
珠海	0.5GWh	-	已投产
浙江	2.5GWh	动力及储能电池	已投产
浙江	10GWh	动力及储能电池	建设中
重庆	15GWh	储能电池	规划中
德阳	25GWh	动力及储能	规划中

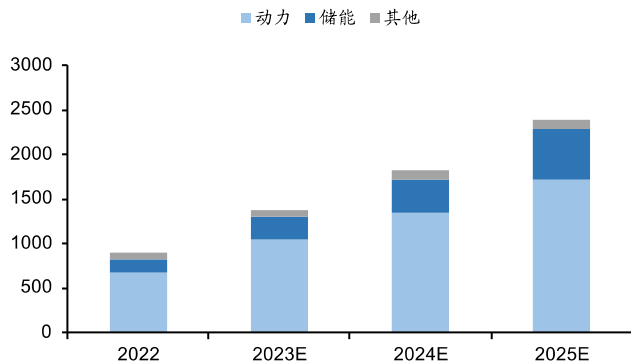
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2. 动力、储能电池蓬勃发展, 公司以启停电池差异化竞争

动力电池占据锂电市场大半份额, 预计未来维持增长, 中国占比全球第一。根据 GGII, 2022 年全球动力电池出货量为 680GWh、同增超 80%, 占全球锂电出货量的 75%, 储能类电池出货量为 150GWh、同增超 110%。中国动力电池、储能电池出货量达 480、130GWh, 占全球出货量的 71%、87%。预计 2025 年全球动力电池、储能电池出货量达 1730、560GWh, 三年 CAGR 达 37%、55%, 2025 年中国动力电池、储能电池出货量达 1250、430GWh, 三年 CAGR 达 38%、49%。

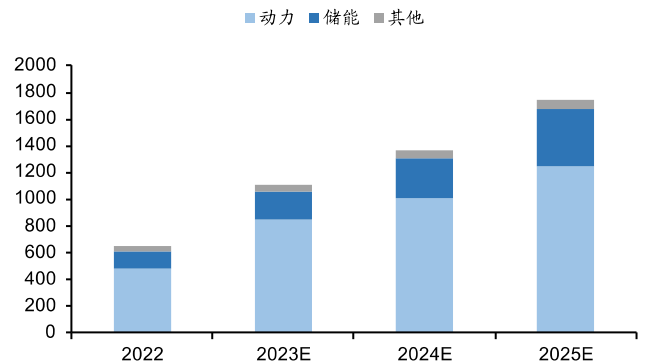
分下游来看, 储能电池可分为电力、户用、通信、便携式四大领域, 2022 年出货量达 92、25、9、4GWh, 同比 216%、355%、-25%、208%, 占比为 71%、19%、7%、3%。

图表49: 全球锂电池出货量快速增长 (GWh)



来源: GGII, 国金证券研究所

图表50: 中国锂电池出货量快速增长 (GWh)



来源: EVtank, 国金证券研究所

经过 2021 年的洗牌之后, 动力电池行业竞争格局逐步趋于稳定, 行业集中度高, 2022 年宁德时代市占率达 37%, LG 新能源、比亚迪紧随其后, CR3 达 64%。

图表51: 2020-2022 全球动力电池竞争格局

2020			2021			2022		
公司名称	装机电量	市占率	公司名称	装机电量	市占率	公司名称	装机电量	市占率



2020			2021			2022		
(GWh)			(GWh)			(GWh)		
宁德时代	31.79	50.0%	宁德时代	99.5	33.0%	宁德时代	191.6	37.0%
比亚迪	9.48	14.9%	LG 新能源*	59.4	19.7%	LG 新能源	70.4	13.6%
LG 化学	4.13	6.5%	松下*	36.3	12.0%	比亚迪*	70.4	13.6%
中航锂电	3.55	5.6%	比亚迪*	26.4	8.7%	松下*	38	7.3%
国轩高科	3.32	5.2%	SK On*	27.8	5.7%	SK On	27.8	5.4%
松下	2.24	3.5%	三星 SDI*	24.3	4.8%	三星 SDI	24.3	4.7%
亿纬锂能	1.18	1.9%	中创新航*	20	2.6%	中创新航	20	3.9%
瑞浦能源	0.95	1.5%	国轩高科*	14.1	2.2%	国轩高科	14.1	2.7%
力神电池	0.92	1.5%	欣旺达*	9.2	0.9%	欣旺达	9.2	1.8%
孚能科技	0.85	1.3%	孚能科技	7.4	0.8%	孚能科技	7.4	1.4%

来源：SNE Research，国金证券研究所

备注：*处为当年排名发生变动的动力电池企业

储能行业处于快速发展阶段，行业竞争格局变动较大，2022 年宁德时代市占率超 43%、位居第一，比亚迪、亿纬锂能紧随其后，2022 年 CR3 达 62%。

图表 52：2020-2022 全球储能电池竞争格局

2020			2021			2022		
公司名称	装机电量 (GWh)	市占率	公司名称	装机电量 (GWh)	市占率	公司名称	装机电量 (GWh)	市占率
三星 SDI	6.2	31.0%	宁德时代	17	38.3%	宁德时代	53	43.4%
LG 新能源	4.8	24.0%	三星 SDI*	8.2	18.5%	比亚迪*	14	11.5%
宁德时代	2.8	14.0%	LG 新能源*	7.9	17.8%	亿纬锂能*	9.5	7.8%
松下	2.1	10.5%	比亚迪*	4.5	7.7%	LG 新能源*	9.2	7.5%
比亚迪	1.1	5.5%	亿纬锂能*	1	3.2%	三星 SDI*	8.9	7.3%
中航锂电	0.2	1.0%	瑞浦兰钧*	1.4	2.3%	瑞浦兰钧	7.5	6.1%
国轩高科	0.1	0.5%	鹏辉能源*	0.5	1.1%	鹏辉能源	5.8	4.7%
			国轩高科*	0.5	1.1%	国轩高科	5.5	4.5%
其他	2.7	13.5%	其他	3.4	7.7%	其他	8.8	7.2%
总计	20	100%	总计	44.4	100%	总计	122.2	100%

来源：SNE Research，国金证券研究所

备注：*处为当年排名发生变动的储能电池企业

启停电池百亿市场稳健增长，锂电方案渗透率有望持续攀升。1) 启停系统能自动控制发动机熄火、点火，使得在短暂地停车情况下，能使发动机自动“休眠”，以达到节能减排的目的。2) 根据 Future Market Insights 预测，全球启停电池市场规模在 2022 年为 71 亿美元，2032 年市场规模达 273 亿美元，CAGR 达 15%。3) 启停电池当前以铅酸蓄电池为主，根据灼识咨询，2021 年启停电池铅蓄电池出货量达 108GWh、五年 CAGR 达 9%。较于目前汽车低压启停电池常见的铅酸方案，锂电池优势突出：①倍率性能佳、能量密度高、亏电风险低；②更长的循环寿命及更佳的使用性能，促使其全生命周期成本相较铅酸电池低；③对电池状态可进行更加精确的管理；④无铅使用更利于环境保护。

电动两轮车稳健增长，中国锂电渗透率为 20%。1) 2022 年，中国电动两轮车总体产量达到 5904 万辆、同增 8.5%，其中锂电版电动两轮车的产量为 1151 万辆，同减 12.6%，总体渗透率由 2021 年的 24.2% 下滑至 2022 年的 19.5%，碳酸锂价格上涨导致下游企业倾向于采用更为便宜的铅酸电池。2022 年中国电动两轮车锂电池出货量为 11.7GWh，同减 10.7%。参考博力威招股说明书，以平均价格 1000 元/KWh 为单价，对应市场规模为 117 亿元。根据 Research and Markets 预测，2022 年全球电动两轮车市场规模为 497 亿美元，2027 年增至 806 亿美元，CAGR 达 10.2%。2) 从竞争格局来看，2022 年星恒依然是中国最大的电动两轮车锂电池企业供应商，其市场份额接近 40%，其次分别为天能股份、新能安、亿纬锂能和比克动力。



四、盈利预测与估值

1.盈利预测：预计公司 2023 年~2025 年归母净利润为 5.0、10.0、14.8 亿元。

预计 2023-2025 年公司分别实现营收 124、166、214 亿元，同比增长 13%、33%、29%，公司收入增长主要系手机类电芯份额提升、PACK 业务占比提升、动力业务快速放量；毛利率为 21.6%、22.7%、22.9%，短期利润率改善主要受益原材料下降，2022 年公司营业成本中直接材料成本占比达 75%，直接材料中钴酸锂占比约为 45%，其次是隔膜、石墨、温度保险丝等材料。在碳酸锂价格下跌后，有利于公司毛利率提高，预计未来有望恢复到正常水平（23%）。原材料价格下降，公司盈利改善弹性巨大；中长期毛利率改善主要取决于动力类业务的扭亏。

1) 消费类-笔电类：①伴随着消费电子更换周期的到来，笔记本电脑的需求逐步改善，IDC 预计笔记本电脑的出货量 2024 年可恢复 7% 的增长。公司连续多年在全球笔电市场排名第二，且市场份额还呈现扩张趋势，但公司与龙头企业 ATL 竞争还有一定差距，我们预计其行业地位稳步提升，预计 2023~2025 年营收为 65、70、74 亿元，同增 0%、7%、7%。②2019~2021 年公司平均毛利率为 30%，2022 年由于碳酸锂原材料价格大幅波动，公司毛利率降至 21%，我们认为伴随原材料价格稳步回落，公司毛利率将逐步修复至历史正常水平（30%）。

2) 消费类-手机类：①公司 2022 年在笔电领域市占率为 31%，手机业务市占率为 7%，我们认为公司兼具产业链完善、客户结构优、规模效应优势，伴随着公司成功进入苹果、Vivo 供应链，未来手机业务份额有望持续提升至 30% 的份额，伴随大客户放量，我们预测 2023~2025 年手机类营业收入将达到 38、53、75 亿元，同增 25%、40%、40%。②2019~2021 年公司平均毛利率为 24%，2022 年由于碳酸锂原材料价格大幅波动，公司毛利率降至 14%，历史上公司手机类业务毛利率低于笔电类、且公司处于开拓阶段，预计手机类毛利率低于笔电类，考虑原材料价格回落，预计公司毛利率逐步恢复至历史正常水平（23%）。

3) 消费类-其他消费类：①由于智能可穿戴设备是消费电子市场新兴领域，行业需求稳健增长，目前公司其他消费类营收占比小、增速快，2022 年占比 4%、5 年 CAGR 为 34%，我们预计 2023~2025 年其他消费类业务收入为 6、7、10 亿元，同增 20%、30%、30%。②考虑原材料价格回落，预计公司毛利率逐步恢复至 20%。

4) 动力类：动力储能电池需求广阔，预计 2025 年全球动力储能电池出货量超 2200GWh，目前现有产能为 3GWh、扩建产能达 25GWh，按单 0.5 元/Wh 单价测算，规划产值超百亿。公司客户储备优良，深度受益启停电池锂电渗透率提升，2022 年产品从供货完成走向量产，收入达 4 亿元、同增 3 倍。预计伴随下游需求放量，2023~2025 年收入达 10、30、50 亿元，考虑动力类前期投资较大、固定成本较高，伴随规模增长，公司毛利率有望逐步改善，预计 2023~2025 年公司毛利率修复至 -10%、6%、13%。

预计公司 2023 年~2025 年归母净利润为 5.0、10.0、14.8 亿元，同比增长 451%、100%、48%。考虑到公司的股权激励计划（2023）预计 2023~2026 年的费用摊销为 0.9、0.7、0.3、0.1 亿元，伴随规模效应，预计 2023~2025 年公司管理费率逐步回落，为 7%、6.5%、6%，预计公司注重研发、研发费率维持 7%，预计销售费率维持低位、在 0.5%。

图表53：公司收入拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
总计							
营业收入（亿元）	69.64	103.40	109.74	124.34	165.86	214.31	272.30
YOY	31%	48%	6%	13%	33%	29%	27%
毛利率	31%	25%	17%	22%	23%	23%	23%
一、消费领域：							
营业收入（亿元）	67.38	98.73	100.65	109	131	159	197
YOY	30%	47%	2%	9%	20%	22%	24%
毛利率	31%	25%	19%	25%	27%	26%	26%
1.消费类-笔电类							
营业收入（亿元）	45.77	67.69	65.43	65.43	70.01	74.91	80.15
YOY	45%	48%	-3%	0%	7%	7%	7%
毛利率	34%	27%	21%	28%	30%	30%	30%



2.消费类-手机类							
营业收入(亿元)	20.23	27.12	30.48	38.10	53.34	74.68	104.55
YOY	6%	34%	12%	25%	40%	40%	40%
毛利率	25%	23%	14%	20%	23%	23%	23%
3.消费类-其他消费类							
营业收入(亿元)	1.38	3.92	4.73	5.68	7.38	9.59	12.47
YOY	30%	184%	21%	20%	30%	30%	30%
毛利率	27%	23%	8%	15%	20%	20%	20%
二、动力类:							
营业收入(亿元)	0.11	0.94	3.97	10	30	50	70
YOY	38%	755%	322%	152%	200%	67%	40%
毛利率	-226%	-17%	-31%	-10%	6%	13%	15%
三、其他业务:							
营业收入(亿元)	2.16	3.73	5.13	5.13	5.13	5.13	5.13
YOY	42%	73%	38%	0%	0%	0%	0%
毛利率	37%	30%	19%	20%	20%	20%	20%

来源: Wind, 国金证券研究所

2.投资建议及估值

采取 PE 估值法, 给予公司目标价 26.8 元/股。我们选取行业可比公司欣旺达、鹏辉能源、亿纬锂能。考虑公司消费类电池占比高、行业地位优, 手机类增量空间明确和动力储能顺利扩产, 给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值、目标市值 300 亿元, 对应目标价为 26.8 元/股, 给予买入评级。

图表54: 可比公司估值一览

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)					PE						
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
欣旺达	16	296	0.53	0.57	0.53	0.96	1.28	31	29	31	17	13		
鹏辉能源	46	212	0.42	1.36	2.81	4.12	5.68	110	34	17	11	8		
亿纬锂能	58	1194	1.53	1.72	2.95	4.43	5.85	39	35	20	14	10		
			平均值							60	33	23	14	10
珠海冠宇	21	238	0.84	0.08	0.45	0.89	1.32	27	284	51	26	17		

来源: Wind, 国金证券研究所; 数据截至 2023 年 8 月 6 日

五、风险提示

- 1.下游市场需求疲软风险: 公司营收消费类占比高, 若未来笔记本电脑、智能手机市场需求不及预期, 则可能导致公司主营业务收入和利润下降。
- 2.行业竞争加剧风险: 锂离子电池行业头部企业竞争优势较为明显, 且市场份额大且稳定, 随着其产品质量及技术实力的不断提高, 行业竞争持续加剧。公司存在竞争力下降、业绩下滑的风险。
- 3.原材料价格波动风险: 公司营业成本中原材料占比较高, 我们预计碳酸锂价格已经达到底部, 若未来原材料如碳酸锂价格上涨, 公司毛利率将受到较大影响, 利润可能下降。
- 4.启停电池需求不及预期风险: 公司正积极生产启停电池, 若锂电替代铅酸电池渗透率不及预期, 生产规模不及预期, 可能导致动力类业务持续亏损。
- 5.动力和储能电池进展不及预期风险: 公司目前正积极扩产动力和储能电池, 若未来扩产进展有所延迟, 可能会影响公司发展。
- 7.股东减持风险: 股东徐海忠及其一致行动人拟通过集中竞价方式减持公司股份 0.1 亿股, 不超过总股本的 1% (减持前 6.61%), 23 年 7 月 24 日减持已过半。
- 8.可转债项目不及预期风险: 2022 年公司发行 31 亿元可转债, 已于 2023 年 4 月 28 日开启转股, 转股价为 23.59 元, 如转股期间较短时间内发生大规模转股, 可能导致公司当期每股收益和净资产收益率被摊薄。



9.限售股解禁风险：2023年10月16日有804万股限售股解禁。

10.人民币汇率波动风险：公司海外收入占比6成以上，汇率波动对销售毛利率、汇兑损益具有一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,964	10,340	10,974	12,434	16,586	21,431
增长率		48.5%	6.1%	13.3%	33.4%	29.2%
主营业务成本	-4,794	-7,739	-9,123	-9,752	-12,829	-16,522
%销售收入	68.8%	74.9%	83.1%	78.4%	77.3%	77.1%
毛利	2,170	2,600	1,851	2,682	3,757	4,909
%销售收入	31.2%	25.1%	16.9%	21.6%	22.7%	22.9%
营业税金及附加	-44	-32	-33	-37	-50	-64
%销售收入	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-36	-43	-38	-62	-83	-107
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-441	-629	-792	-870	-1,078	-1,286
%销售收入	6.3%	6.1%	7.2%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-406	-623	-772	-870	-1,161	-1,500
%销售收入	5.8%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,245	1,273	217	842	1,386	1,952
%销售收入	17.9%	12.3%	2.0%	6.8%	8.4%	9.1%
财务费用	-206	-71	-22	-32	-27	-25
%销售收入	3.0%	0.7%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-131	-251	-306	-229	-201	-213
公允价值变动收益	0	-2	1	0	0	0
投资收益	19	23	-79	0	0	0
%税前利润	2.0%	2.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	982	1,023	-98	580	1,157	1,714
营业利润率	14.1%	9.9%	n.a	4.7%	7.0%	8.0%
营业外收支	-47	2	-8	0	0	0
税前利润	935	1,024	-106	580	1,157	1,714
利润率	13.4%	9.9%	n.a	4.7%	7.0%	8.0%
所得税	-119	-79	164	-78	-156	-231
所得税率	12.7%	7.7%	n.a	13.5%	13.5%	13.5%
净利润	817	945	58	502	1,001	1,482
少数股东损益	0	-1	-33	0	0	0
归属于母公司的净利润	817	946	91	502	1,001	1,482
净利率	11.7%	9.1%	0.8%	4.0%	6.0%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	817	945	58	502	1,001	1,482
少数股东损益	0	-1	-33	0	0	0
非现金支出	592	1,116	1,633	1,615	2,028	2,483
非经营收益	170	136	-38	159	220	219
营运资金变动	298	-209	228	-850	-212	-267
经营活动现金净流	1,876	1,988	1,881	1,424	3,037	3,917
资本开支	-1,650	-3,711	-3,154	-2,091	-2,430	-2,430
投资	0	-250	-431	-70	0	0
其他	21	24	-78	0	0	0
投资活动现金净流	-1,630	-3,937	-3,663	-2,161	-2,430	-2,430
股权募资	405	2,132	3,175	-389	0	0
债权募资	555	1,228	478	-299	371	129
其他	-426	-213	-478	-451	-620	-812
筹资活动现金净流	535	3,146	3,175	-1,140	-249	-683
现金净流量	748	1,188	1,423	-1,876	358	804

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,148	2,916	4,249	2,359	2,707	3,504
应收款项	2,483	3,183	3,195	3,607	4,652	5,923
存货	1,048	2,353	2,047	2,462	3,272	4,214
其他流动资产	255	304	511	510	528	550
流动资产	4,934	8,756	10,002	8,937	11,160	14,192
%总资产	57.5%	53.6%	50.5%	45.7%	49.9%	55.5%
长期投资	12	0	123	123	123	123
固定资产	3,043	6,042	7,570	8,429	8,847	8,825
%总资产	35.5%	37.0%	38.2%	43.1%	39.6%	34.5%
无形资产	451	794	921	1,108	1,298	1,486
非流动资产	3,649	7,580	9,806	10,602	11,204	11,365
%总资产	42.5%	46.4%	49.5%	54.3%	50.1%	44.5%
资产总计	8,582	16,336	19,808	19,539	22,364	25,556
短期借款	710	1,168	1,636	1,500	1,871	2,000
应付款项	3,280	6,351	5,799	5,904	7,638	9,670
其他流动负债	345	547	757	871	1,000	1,149
流动负债	4,335	8,066	8,192	8,275	10,509	12,819
长期贷款	579	1,262	1,403	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	423	711	3,545	3,255	3,246	3,239
负债	5,337	10,039	13,140	12,960	15,184	17,487
普通股股东权益	3,246	6,298	6,632	6,543	7,144	8,033
其中：股本	966	1,122	1,122	1,122	1,122	1,122
未分配利润	736	1,637	1,525	1,826	2,426	3,316
少数股东权益	-1	-1	36	36	36	36
负债股东权益合计	8,582	16,336	19,808	19,539	22,364	25,556

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.846	0.843	0.081	0.447	0.892	1.321
每股净资产	3.360	5.614	5.911	5.832	6.368	7.160
每股经营现金净流	1.942	1.772	1.676	1.270	2.707	3.492
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.179	0.357	0.528
回报率						
净资产收益率	25.17%	15.02%	1.37%	7.66%	14.01%	18.45%
总资产收益率	9.52%	5.79%	0.46%	2.57%	4.48%	5.80%
投入资本收益率	22.84%	12.83%	-0.92%	5.72%	8.75%	11.47%
增长率						
主营业务收入增长率	30.63%	48.47%	6.14%	13.30%	33.40%	29.21%
EBIT增长率	73.22%	2.28%	-82.99%	288.59%	64.63%	40.88%
净利润增长率	89.87%	15.76%	-90.38%	451.07%	99.62%	48.05%
总资产增长率	60.48%	90.35%	21.25%	-1.36%	14.46%	14.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	106.6	93.3	95.3	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	66.6	80.2	88.0	95.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	146.8	161.3	165.9	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	149.3	151.1	191.5	193.3	153.5	117.9
偿债能力						
净负债/股东权益	4.27%	-8.20%	18.13%	45.44%	41.96%	29.05%
EBIT利息保障倍数	6.1	17.9	10.1	26.0	50.8	78.6
资产负债率	62.18%	61.45%	66.34%	66.33%	67.90%	68.43%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%;

中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究