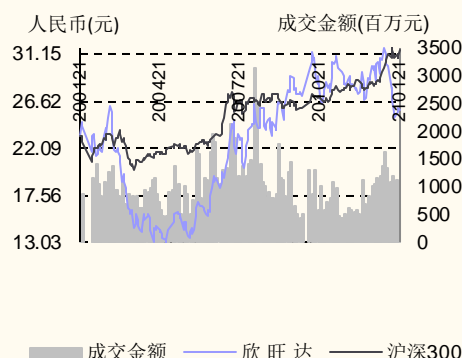


市场价格(人民币): 25.87元
 目标价格(人民币): 38.00-38.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.75
已上市流通A股(亿股)	13.93
总市值(亿元)	407.45
年内股价最高最低(元)	31.74/13.03
沪深300指数	5565
创业板指	3284



相关报告

1.《业务多点开花,空间可期-欣旺达2019年业绩快报点评》,2020.2.29

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
 (8621)61357595
 yaoy@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

消费电子电芯高增,动力电池贡献弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,338	25,241	29,422	36,839	43,833
营业收入增长率	44.81%	24.10%	16.56%	25.21%	18.99%
归母净利润(百万元)	701	751	773	1,378	2,063
归母净利润增长率	28.99%	7.06%	2.89%	78.36%	49.66%
摊薄每股收益(元)	0.453	0.485	0.492	0.864	1.272
每股经营性现金流净额	0.71	0.43	0.89	1.68	2.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.09%	13.02%	12.58%	19.36%	23.72%
P/E	18.96	40.23	52.13	29.71	20.18
P/B	2.48	5.24	6.56	5.75	4.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **多点驱动,消费电子电池业务稳健增长。** 1) 消费电子电池是公司的重要利润来源,2019 年为公司贡献了 73% 的收入、77% 的毛利。公司兼具较强的研发优势、制造优势及快速响应能力,是消费电子电池的行业龙头,市占率高达 20%。2) 伴随电池电量进一步提升,双电芯、异形电芯占比提升,预计手机电池单机价值量稳健提升。3) 考虑电池成本在 TWS 耳机的物料成本占比较高,叠加 TWS 耳机的快速增长,预计 2022 年 TWS 耳机电池市场达 320 亿元。4) 全球平板、笔电电池市场规模超 400 亿元。公司在 TWS 耳机、笔记本、平板电脑领域市占率还较低,目前发展速度较快,市占率不断提升,研判消费电子电池业务会继续保持稳健增长。
- **大力扩产,消费电子电芯业务高速增长。** 锂离子电芯占电池 Pack 成本高、且利润率高,垂直一体化增厚公司利润。2019 年欣旺达电芯产能达 1.08 亿只、自给率达 16%,电芯业务净利润达 1.85 亿元。2020 年 H1 公司电芯业务净利润达 1.6 亿元,预计 2020 年全年电芯业务业绩超 3 亿元,预计未来伴随公司电芯产能逐步释放、未来 3 年公司电芯业务将持续高速增长。
- **新能源车快速发展,动力电池业务趋势向好,带来长期增长动能。** 1) 公司目前动力电池板块仍处于亏损阶段,预计 2020 年动力电池业务亏损超 4 亿。2) 2020 年中国新能源车、HEV 渗透率仅为 5%、2%,随着新能源汽车的技术成熟及成本下降,新能源车、HEV 渗透率有望快速提升。3) 我们认为对整车厂而言,随着需求量的增加,无论是从供应链安全的角度、还是从提高议价能力的角度,扶持二供迫在眉睫,公司率先卡位 HEV (混合动力汽车)、稳步推进 BEV (纯电动汽车),兼具技术优势、客户优势(日产、雷诺、易捷特),有望在二线厂商中脱颖而出。

盈利估值与估值:

- 预计 2020~2022 年公司营收为 294、368、438 亿元,同增 17%、25%、19%;业绩为 7.7、13.8、20.6 亿元,同增 3%、78%、50%。给予公司买入评级,目标价 38 元 (30*2022EPS)。

风险:

- 疫情反复、政策波动风险、客户集中风险、限售股解禁风险。

内容目录

一、锂离子电池模组龙头，立体式业务结构迎多点开花	4
二、消费类电池：手机电池 ASP 提升，TWS 带来新市场需求	6
1.5G 及其他新功能带来更高续航要求，手机电池容量提升	6
2.TWS 耳机为消费类电池市场注入新动力	9
3.笔记本电脑：公司进入一流大客户供应链，笔电业务规模持续提升	10
4.欣旺达是消费电池 Pack 龙头，市占率、盈利能力远超同业	12
三、消费类电芯：受益自供率提升，盈利能力持续提升	13
四、动力电池：千亿级市场蓬勃发展，BEV+HEV 齐头并进	15
1.全球动力电池需求蓬勃，二线企业格局待定	15
2.公司兼具客户优势、技术优势，动力电池厚积薄发	17
五、盈利预测与投资建议	19
1.盈利预测：预计公司 2020-2022 年业绩为 8、14、21 亿元	19
2.估值：给予公司目标价 38 元	20
六、风险提示	20

图表目录

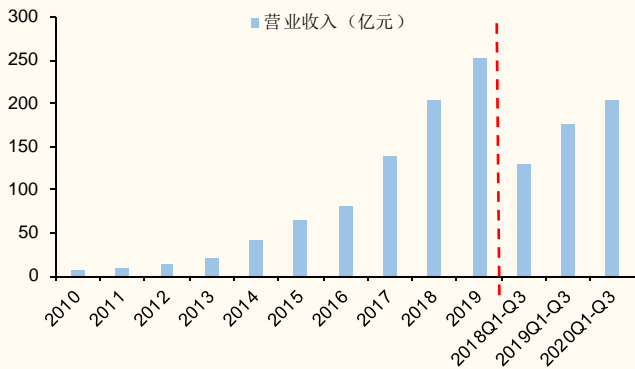
图表 1：公司历史营收情况	4
图表 2：公司历史归母净利润情况	4
图表 3：公司主要产品	4
图表 4：公司营收结构	5
图表 5：公司毛利结构	5
图表 6：公司研发费率逐年提升	5
图表 7：公司产业布局及客户开拓情况	6
图表 8：公司近三年前五大客户销售额稳健增长（亿元）	6
图表 9：iPhone12/Pro 在 4G/5G 下的续航时间表现	7
图表 10：多款机型在 60Hz/120Hz 下的续航时间表现	7
图表 11：iPhone12 pro max 电量较 iPhone 11 pro max 提升 19%	7
图表 12：2019、2020 年 HOVM 平均电量提升 12%、	7
图表 13：iPhone 的单电芯、双电芯和 L 形双电池设计	8
图表 14：华为 mate X 双电芯设计	8
图表 15：iPhone 部分机型电池单机价值量	8
图表 16：预计智能手机电池 PACK 市场稳健增长	8
图表 17：公司手机电池市占率持续提升	9
图表 18：公司手机电池 ASP 总体增长	9
图表 19：全球 TWS 耳机出货量情况	9
图表 20：Airpods 全球出货量情况	9
图表 21：Airpods Pro 纽扣电池	10

图表 22: AirPods Pro 充电盒电池.....	10
图表 23: 预计 TWS 耳机电池市场快速增长.....	10
图表 24: 全球笔电市场出货量趋于平稳.....	11
图表 25: 软包电池在重量、尺寸、容量等参数上均具优势.....	11
图表 26: 2020 版 Macbook Pro 厚度仅有 1.6cm.....	11
图表 27: Macbook Pro 软包电池结构图.....	11
图表 28: 全球笔记本电脑市场软包电池渗透率快速提升.....	12
图表 29: 全球平板、笔电电池市场规模超 400 亿元, 整体需求保持平稳.....	12
图表 30: 公司笔电业务 ASP 快速增长.....	12
图表 31: 公司笔电业务市占率持续提升.....	12
图表 32: 2019 年全球消费电池 Pack 竞争格局.....	13
图表 33: 大陆厂商营收规模快速增长.....	13
图表 34: 欣旺达研发费率远超同业.....	13
图表 35: 欣旺达盈利能力远超同业.....	13
图表 36: 2020 年全球手机电芯竞争格局.....	14
图表 37: 公司消费电子电池毛利率自 2014 年持续提升.....	14
图表 38: 公司消费类锂离子电芯整体自供率持续上升.....	14
图表 39: 消费类电芯扩产计划.....	14
图表 40: 全球锂电池市场出货结构.....	15
图表 41: 全球动力电池出货量快速增长.....	15
图表 42: 中国是全球最大动力电池出货市场.....	15
图表 43: 中国动力电池出货量增速超越全球增速.....	15
图表 44: 新能源车增长稳定, HEV 渗透率持续攀升.....	16
图表 45: 根据路线规划, 中国 2035 年新能源车和混动车各占 50%.....	16
图表 46: 全球各国家、地区燃油车禁售计划汇总.....	16
图表 47: 全球部分整车企业新能源汽车战略.....	16
图表 48: 2020 年 1~11 月全球动力电池出货量市场份额.....	17
图表 49: 公司近三年同多家国际知名汽车厂商签订合作协议.....	17
图表 50: 公司近三年同多家国际知名汽车厂商签订合作协议.....	18
图表 51: 公司与其他动力电池企业技术实力对比.....	18
图表 52: 公司动力电池/电芯产能扩充计划.....	19
图表 53: 公司收入预测.....	19
图表 54: 采取 PE 估值, 给予目标价 38 元.....	20

一、锂离子电池模组龙头，立体式业务结构迎多点开花

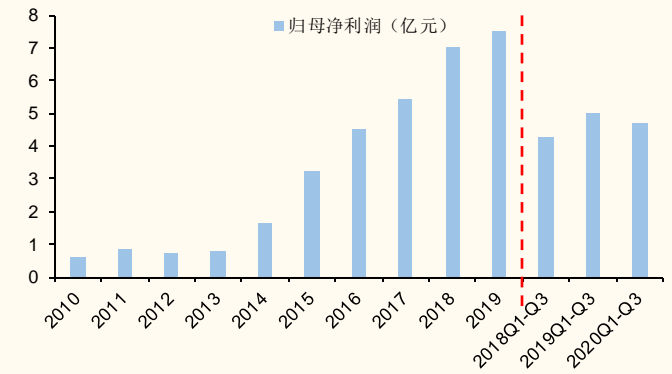
- 欣旺达创立于 1997 年，在锂离子电池领域深耕二十余年。上市以来公司营收、业绩持续增长，2010~2019 年公司营收复合增速达 47%、净利复合增速达 32%。
- 公司主营业务具体可分为手机数码类电池模组、笔记本电脑类电池模组、智能硬件类、汽车及动力电池类和精密结构件类等五大门类，其 2019 年的营收占比分别为 62%、11%、16%、3%、4%，毛利占比为 69%、9%、12%、2%、5%。其中，消费电子电池模组为公司主要业务，贡献营收、毛利比例达 73%、77%。

图表 1：公司历史营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司历史归母净利润情况



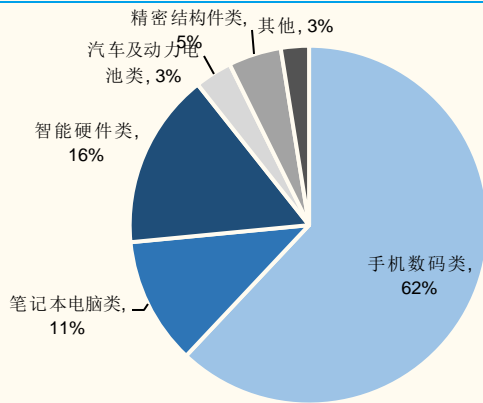
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司主要产品

手机数码类 (62%)	笔记本电脑类 (11%)	智能硬件类 (16%)		
		电子笔和配件	VR穿戴类	健康与个护类

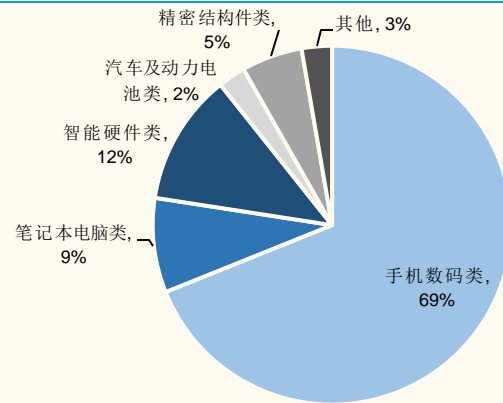
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 公司营收结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

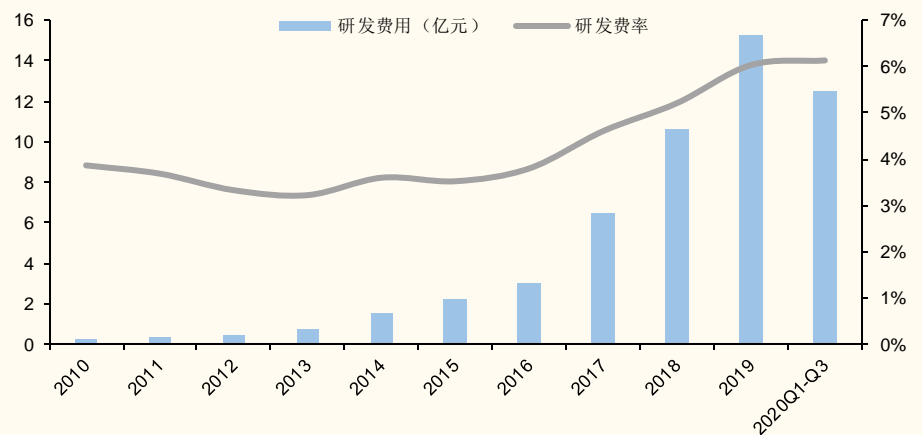
图表 5: 公司毛利结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司自成立以来积累了技术研发、纵横布局、客户资源、快速响应等多项优势并行的核心竞争力。
- 公司历经多年技术沉淀, 技术积累雄厚。1) 公司目前拥有自主产品的核心技术和知识产权, 发明专利、实用新型专利及外观设计专利超过千项, 能够充分满足客户的定制化需求; 2) 2019 年, 公司投入研发费用 15.23 亿元, 同比增长 44%、研发费率达 6%。

图表 6: 公司研发费率逐年提升

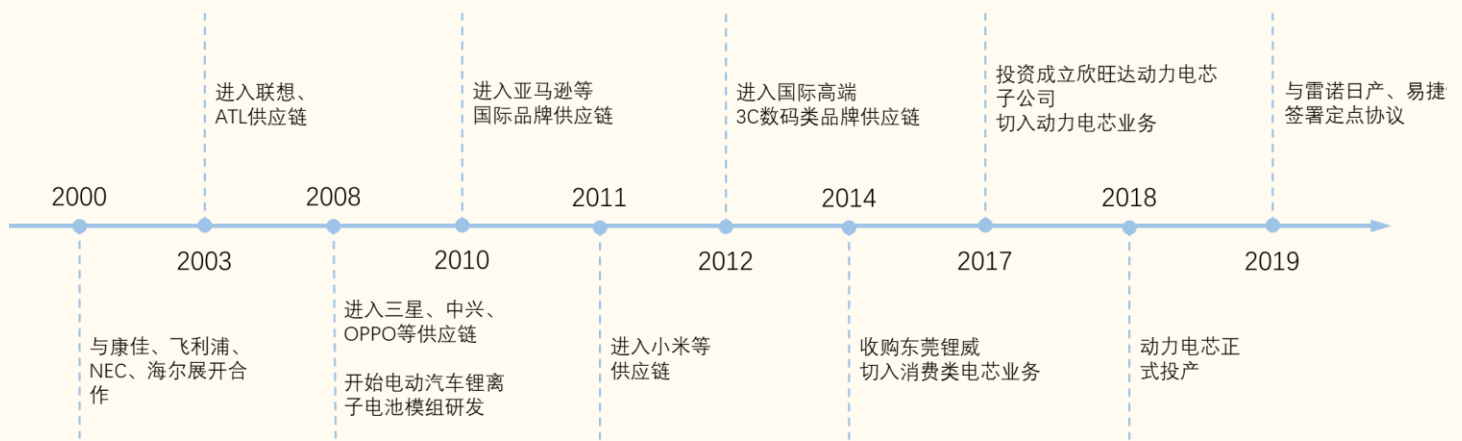


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司具备纵横式的产业链布局。公司自成立以来不断在产业链上进行横向与纵向的拓展, 目前已形成消费类锂电池、动力电池、智能硬件、储能系统与能源互联网、自动化与智能制造、第三方检测为主的六大业务格局: 1) 针对自身所在产业链位置, 公司在巩固现有手机数码类锂离子电池、笔记本电脑类锂离子电池业务领先地位的同时, 不断夯实在电动汽车电池、储能电池、智能电网等领域的研发与创新; 2) 公司于 2014 年通过成功收购东莞锂威进军锂电池电芯行业, 进行锂电池电芯的布局, 顺利实现锂电池模组产业链的向上延伸, 将锂电池电芯纳入公司自身的生产制造体系。
- 锂电池行业客户进入壁垒较高, 公司拥有大量的优质客户资源。

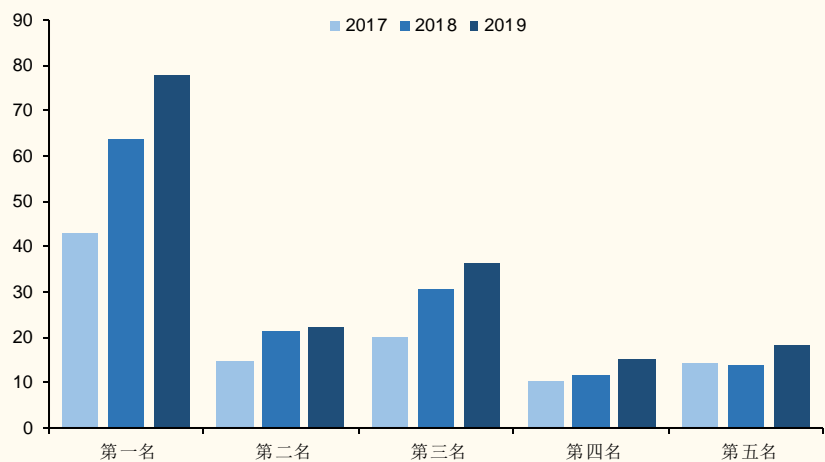
- 1) 锂电行业下游客户高安规要求对新进入者构成壁垒。在锂离子电池生产领域，由于下游客户对安全性和一致性要求较高，对锂离子电池供应商的选择会非常慎重，通常供应商会经过 6-24 个月的较长认证周期，且下游客户不会轻易更换供应商，对新进入者构成了较高的壁垒。
- 2) 公司经过多年发展，积累了大量的各领域优质客户资源。智能手机方面，公司重点客户包括苹果、华为、OPPO、小米等国内外主流手机厂商；笔记本电脑方面，公司已进入华为、联想等一流制造商供应链；智能硬件方面，公司与小米及其生态系统内各公司展开了深度合作。近三年来，公司前五大客户销售额持续增长，2019 年其合计营收占比高达 67%，是公司营收的主要贡献力量。

图表 7: 公司产业布局及客户开拓情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8: 公司近三年前五大客户销售额稳健增长 (亿元)



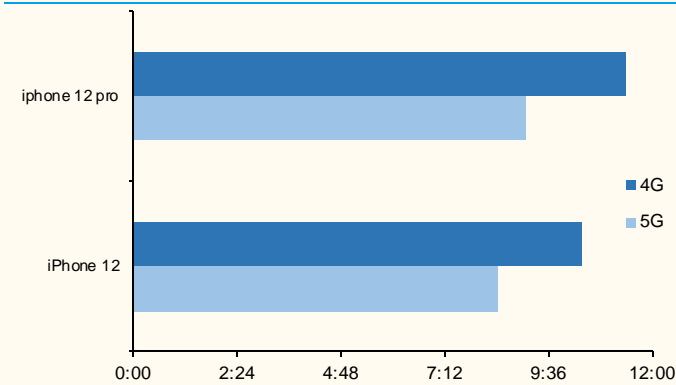
来源：公司公告，国金证券研究所

二、消费类电池：手机电池 ASP 提升，TWS 带来新市场需求

1.5G 及其他新功能带来更高续航要求，手机电池容量提升

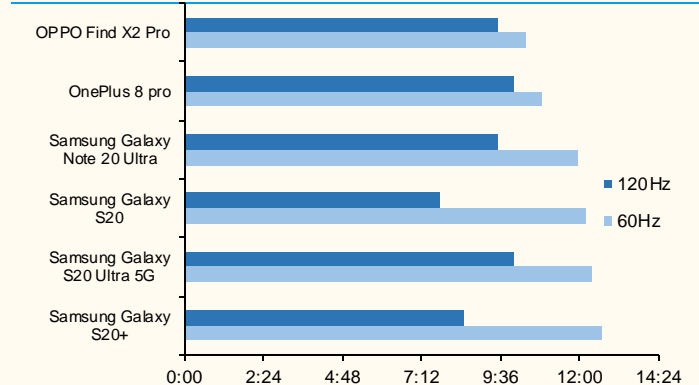
- **5G、高刷新率等新功能对手机续航时间提出更高要求：**1) 根据 Tom's Guide 测试得到的数据，iPhone12/Pro 在 4G 状态下的续航时间分别为 10h 23 min/11h 24 min，在 5G 状态下则分别为 8h 25 min/9h 6 min，续航时间均降低了 20%左右；2) 根据 Phone Arena 的对三星、OPPO 等不同机型的评测数据，在使用 120Hz 高刷新率时的续航时间均比使用 60Hz 刷新率情况下的续航时间短，降低幅度则在 20-30%左右。

图表 9: iPhone12/Pro 在 4G/5G 下的续航时间表现



来源: 'sGuide, 国金证券研究所

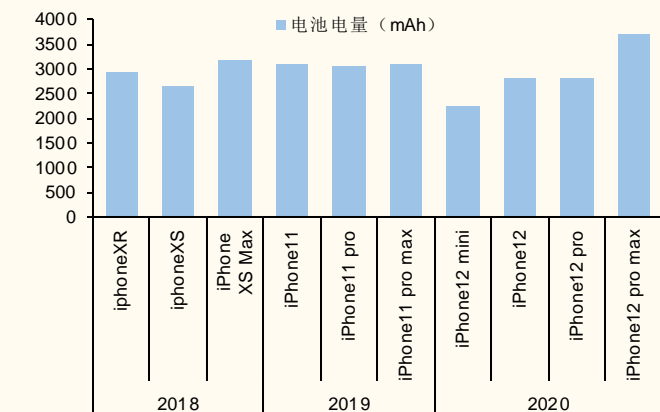
图表 10: 多款机型在 60Hz/120Hz 下的续航时间表现



来源: Phone Arena, 国金证券研究所

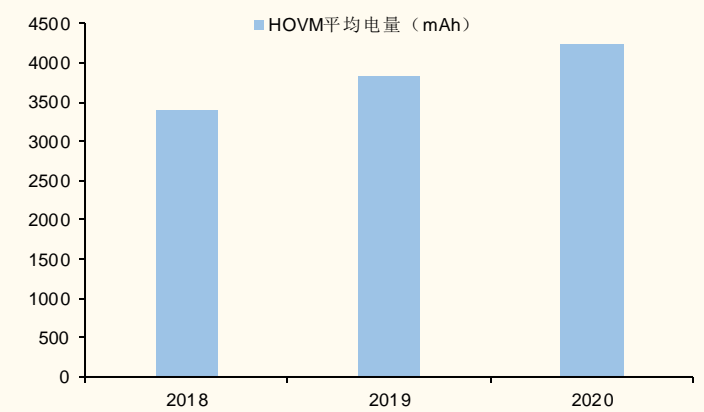
- **手机电池容量持续提升。**1) 安卓阵营: 根据我们的测算, 2019、2020 年 HOVM 机型平均电量分别为 3833mAh、4255 mAh, 同比提升 12%, 11%。2) 苹果阵营: 2020 年 iPhone 12 pro max 电量达 3687mAh, 较 iPhone 11 pro max 提升 19%, 而 iPhone 12、12 pro 电量均为 2815mAh, 较 11、11pro 下滑了 9%、8%, 高端机电池容量持续提升。

图表 11: iPhone12 pro max 电量较 iPhone 11 pro max 提升 19%



来源: 公司官网, 国金证券研究所

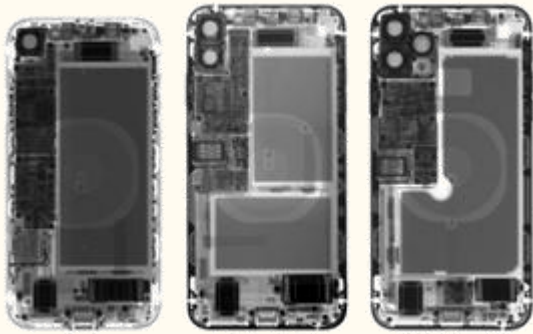
图表 12: 2019、2020 年 HOVM 平均电量提升 12%、11%



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **双电芯、异形电池方案带动手机电池价值量提升。**近年来, 双电芯凭借其充电功率更高、快充下更高的安全性等特性成为苹果、华为等主流手机品牌厂商使用的技术方案; 异形电池则凭借其更好的空间利用率、更高的安全性成为 iPhone XS、iPhone 11 Pro Max 使用的电池技术方案。双电芯和异形电池的采用直接推动了手机价值量的提升, 采用双电芯设计的 iPhone X 电池价值量比 iPhone 8 (单电芯) 提升 62%, 采用异形单电芯电池的 iPhone 11 Pro Max 电池价值量比上一代双电芯电池更高, 提升约 17%。

图表 13: iPhone 的单电芯、双电芯和 L 形双电池设计



来源: iFixit, 国金证券研究所

备注, 从左至右依次是 iPhone XR、XS Max 和 11 Pro Max

图表 14: 华为 mate X 双电芯设计



来源: ZOL, 国金证券研究所

图表 15: iPhone 部分机型电池单机价值量

机型	电池类型	单机价值量 (美元)
iPhone 8	单电芯	4.0
iPhone X	双电芯	6.5
iPhone XS Max	双电芯	9.0
iPhone 11 Pro Max	异形单电芯电池	10.5

来源: Tech Insight, ifixit, 国金证券研究所

- 预计伴随疫情缓解、消费复苏, 2021 年手机销量恢复增长; 伴随电量提升, 双电芯、异形电芯占比提升, 2020~2022 年单机电池价值逐年提升 10%。预计 2020~2022 年智能手机电池 Pack 市场规模达 526、654、755 亿元, 同增 2%、24%、16%。

图表 16: 预计智能手机电池 PACK 市场稳健增长

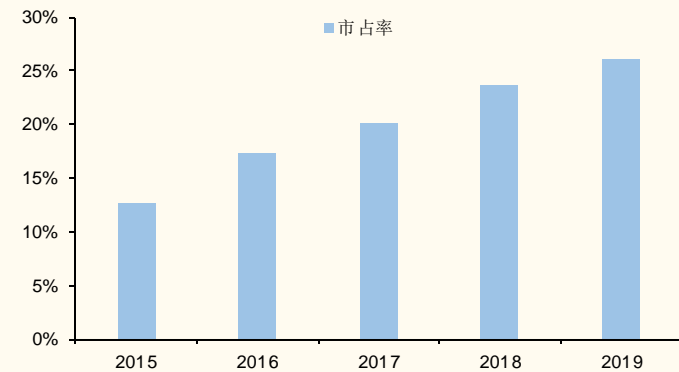
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
iPhone 电池 Pack					
iPhone 出货量 (亿部)	2.09	1.9	1.96	2.34	2.45
单价 (元)	77	91	100	110	121
市场 (亿元)	160	173	196	257	297
安卓电池 Pack					
安卓机出货量 (亿部)	11.96	11.80	10.38	11.35	11.91
单价 (元)	26	29	32	35	38
市场 (亿元)	310	341	330	397	458
智能手机电池 Pack					
市场 (亿元)	470	514	526	654	755

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YOY		9%	2%	24%	16%

来源：IDC，公司公告，国金证券研究所

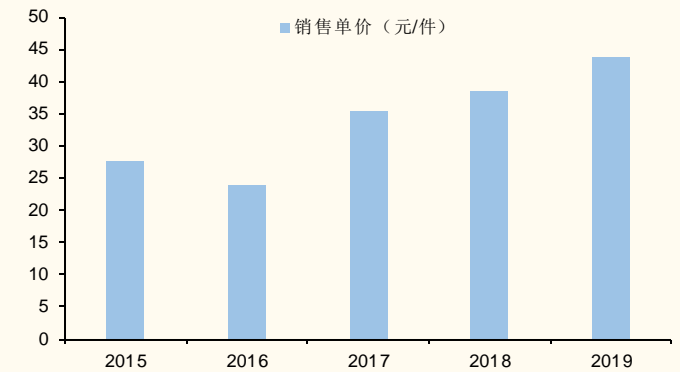
- 近年来公司手机电池业务稳步增长，市场龙头地位稳固。公司手机电池市占率从2015年的12.6%提升13.5pct至2019年的26.1%，保持稳步增长趋势；ASP从2015年的27.7元/件提升至2019年的43.8元/件，CAGR为12%，得益于公司手机电池龙头地位，公司ASP总体提升。

图表 17：公司手机电池市占率持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：公司手机电池 ASP 总体增长

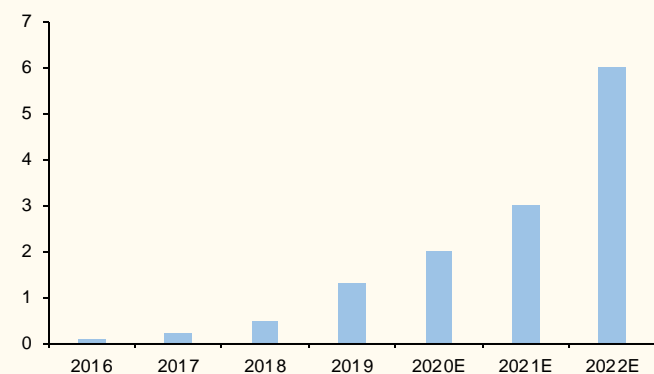


来源：公司公告，国金证券研究所

2.TWS 耳机为消费类电池市场注入新动力

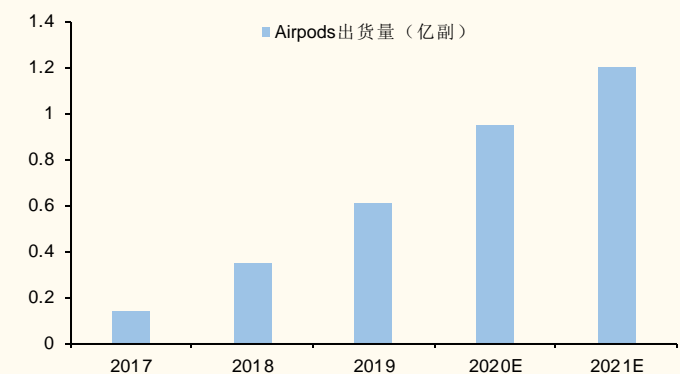
- TWS 耳机快速崛起，全球市场增长迅速。随着 2016 年 9 月苹果推出第一代 AirPods，TWS 耳机市场正式引爆。根据 Counterpoint 数据，2016 年全球 TWS 耳机市场出货量仅为 0.1 亿部，到 2019 年，全球 TWS 耳机市场出货量增长至 1.3 亿部，CAGR 为 142%，预计到 2022 年全球出货量将增至 6 亿部，CAGR 为 66%。2017 年 AirPods 全球出货量为 0.14 亿部，2019 年，AirPods 全球出货量达到 0.6 亿部，CAGR 为 108%，预计 2020~2022 年 AirPods 全球出货量将增至 0.9、1.15、1.4 亿部。

图表 19：全球 TWS 耳机出货量情况



来源：Counterpoint，国金证券研究所

图表 20：AirPods 全球出货量情况



来源：Counterpoint，国金证券研究所

- TWS 耳机电池包括一对耳机的纽扣电池和充电盒的锂电池，预计 2022 年 TWS 耳机市场达 320 亿元、三年 CAGR 达 53%。1) AirPods：根据 Techinsights 估算，AirPods Pro 耳机纽扣电池价格约为 11.4 美元，充电盒电池价格约为 10 美元，电池价格约占售价的 8.6%，假设 AirPods 电池单

价为 17 美元（折合人民币 119 元），2020 年 AirPods 出货量为 0.9 亿部，对应 2020~2022 年 AirPods 电池市场达 107、137、167 亿元。2) 其他 TWS 耳机：假设其他 TWS 耳机电池单价为 25 元，对应 2020~2022 年市场规模达 36、76、153 亿元。

图表 21: AirPods Pro 纽扣电池



来源: iFixit, 国金证券研究所

图表 22: AirPods Pro 充电盒电池



来源: iFixit, 国金证券研究所

图表 23: 预计 TWS 耳机电池市场快速增长

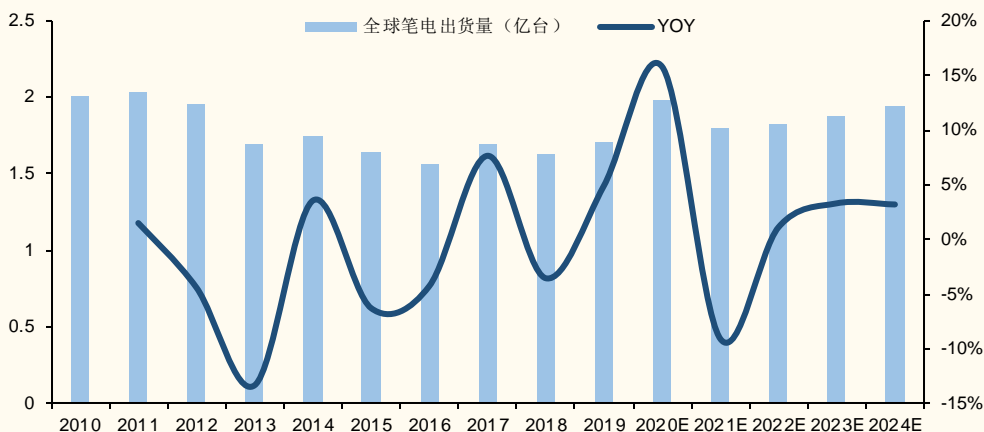
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Airpods 电池					
Airpods 出货量 (亿部)	0.35	0.60	0.90	1.15	1.40
单价 (元)	119	119	119	119	119
市场 (亿元)	42	71	107	137	167
其他 TWS 耳机电池					
出货量 (亿部)	0.11	0.69	1.42	3.03	6.12
单价 (元)	24	25	25	25	25
市场 (亿元)	3	17	36	76	153
TWS 耳机电池 Pack					
市场 (亿元)	44	89	143	213	320
YOY		100%	61%	49%	50%

来源: counterpoint, 公司公告, 国金证券研究所

3. 笔记本电脑: 公司进入一流大客户供应链, 笔电业务规模持续提升

- 全球笔电出货量已趋于稳定, 抢占存量市场成为产业链上游企业主要战略。根据 IDC 数据, 2019 年全球笔电市场出货量为 1.71 亿台, 同比去年增长 5%, 预计 2024 年出货量将增至 1.94 亿台, CAGR 仅有 3%, 增长缓慢。笔电产业链上游各企业只能通过抢占存量市场的更多份额来实现自身成长。

图表 24: 全球笔电市场出货量趋于平稳



来源: IDC, TrendForce, 国金证券研究所

备注: 2013-2018 年出货量数据来源为 TrendForce

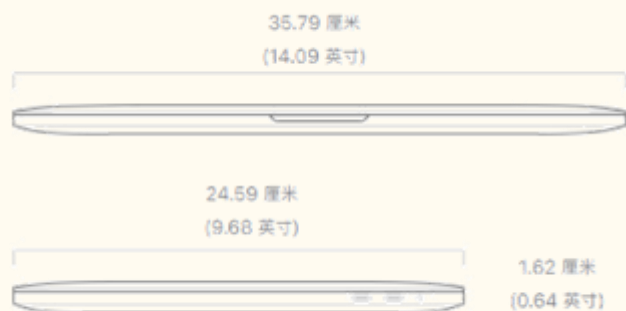
- **软包电池渗透率达七成，笔记本电脑标配化大势所趋。**近年来，便携性成为各大笔记本电脑厂商主流发展趋势，苹果的 2020 款 Macbook Pro 机身厚度仅为 16.2mm，已小于 18650 圆柱电池的直径 (18mm)，因此软包电池成为替代方案。根据 TSR 数据，2019 年全球笔记本电脑市场软包电池渗透率为 75%，预计 2021 年将提升 15pct 至 90%。在软包电池标配化的趋势下，竞争优势明显，面临较好的市场机会。

图表 25: 软包电池在重量、尺寸、容量等参数上均具优势

软包电池性能	优势
安全性能好	发生安全问题时，铝塑膜一般会鼓气裂开，由于机械性能不强，不会爆炸
重量轻	较同等容量的钢壳锂电轻 40%，较铝壳锂电轻 20%
尺寸小	可根据需求定制外形，可以做到 0.5mm，普通铝壳只能做到 4mm
容量高	较同等规格尺寸的钢壳电池容量高 50%，较铝壳电池高 20-30%
内阻小	最小可做到 35mΩ 以下
循环寿命长	100 次循环衰减比铝壳少 4%-7%，寿命更长

来源: 电子发烧友, 国金证券研究所

图表 26: 2020 版 Macbook Pro 厚度仅有 1.6cm



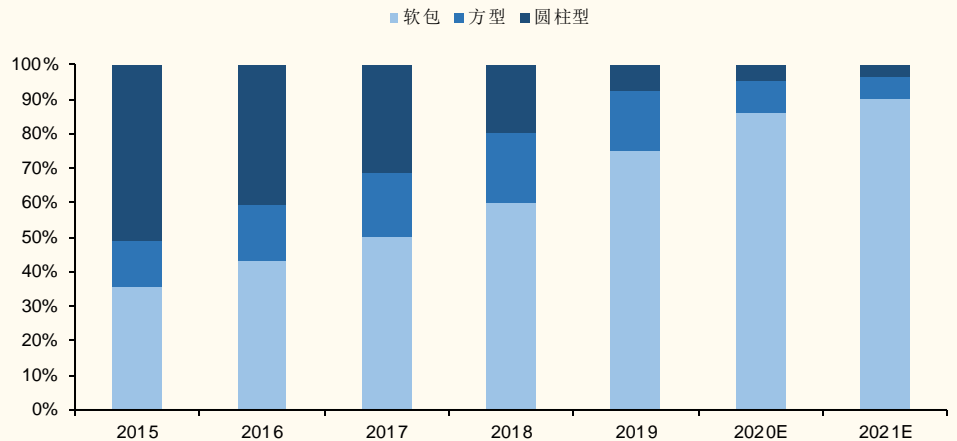
来源: 苹果官网, 国金证券研究所

图表 27: Macbook Pro 软包电池结构图



来源: 苹果官网, 国金证券研究所

图表 28: 全球笔记本电脑市场软包电池渗透率快速提升



来源: TSR, 国金证券研究所

- 根据欣旺达年报, 2019 年欣旺达笔记本电脑类电池营收为 29 亿元、销量为 0.22 亿台, 笔记本电脑电池单价约为 132 元, 据此估算全球平板、笔电电池市场规模超 400 亿元, 整体需求保持平稳。

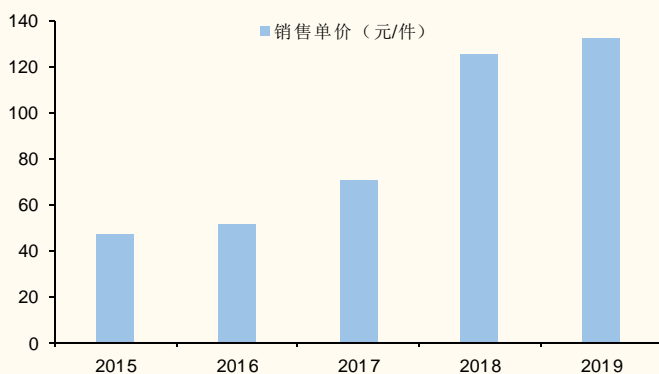
图表 29: 全球平板、笔电电池市场规模超 400 亿元, 整体需求保持平稳

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
平板、笔电出货量 (亿部)	3.09	3.15	3.47	3.08	3.07
单价 (元)	125	132	132	132	132
市场 (亿元)	387	417	460	408	407

来源: IDC, 公司公告, 国金证券研究所

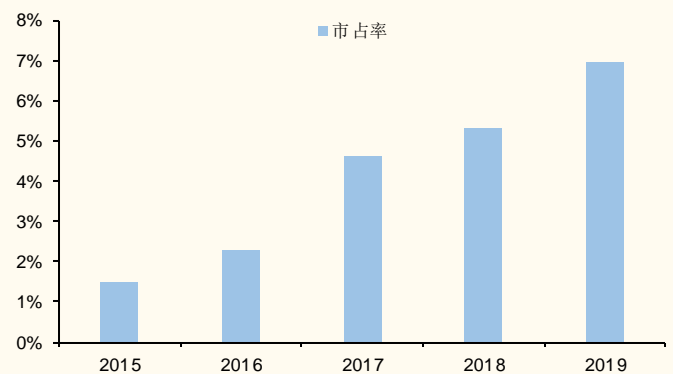
- 公司秉持技术、客户资源等优势, 持续提升 ASP 和市占率。公司笔电业务 ASP 从 2015 年的 46.7 元/件增长至 2019 年的 132.5 元/件, CAGR 为 30%, 增长迅速; 得益于公司进入华为、联想等一流大客户供应链, 公司笔电业务市占率从 2015 年的 1.5% 提升 5.4pct 至 6.9%。

图表 30: 公司笔电业务 ASP 快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 公司笔电业务市占率持续提升

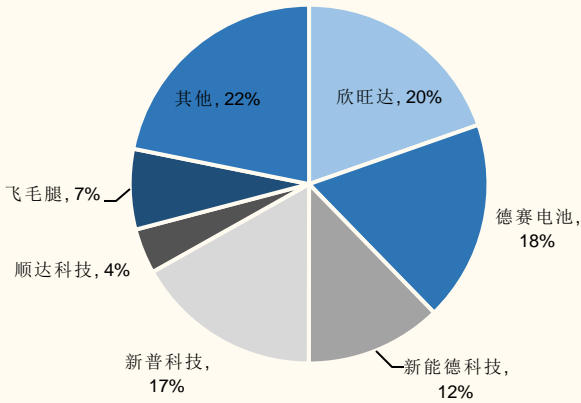


来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.欣旺达是消费电池 Pack 龙头, 市占率、盈利能力远超同业

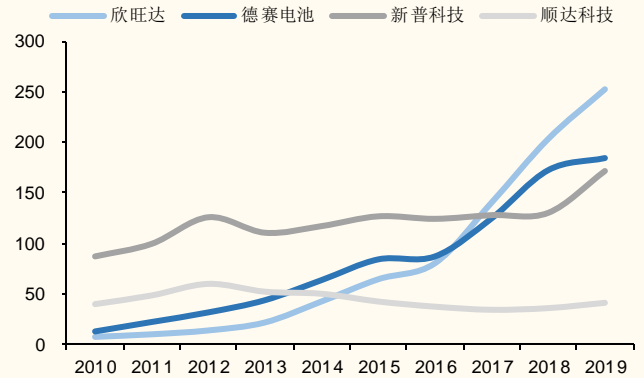
- 得益于公司领先的 BMS 研发能力、模组制造能力、快速响应能力，公司市占率持续提升、且盈利能力远超同业。2019 年欣旺达在消费电子电池领域市占率达 20%，2010~2019 年营收 CAGR 达 47%，远超同业。

图表 32: 2019 年全球消费电子电池 Pack 竞争格局



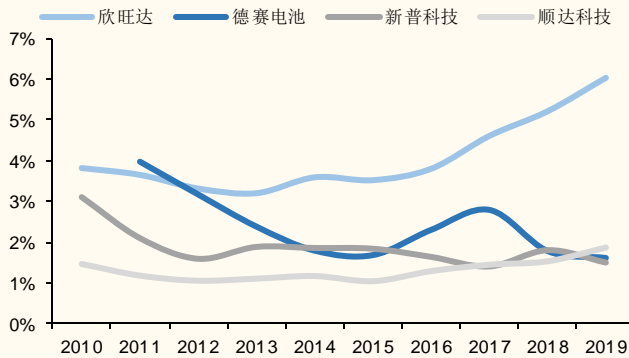
来源: wind, 国金证券研究所

图表 33: 大陆厂商营收规模快速增长



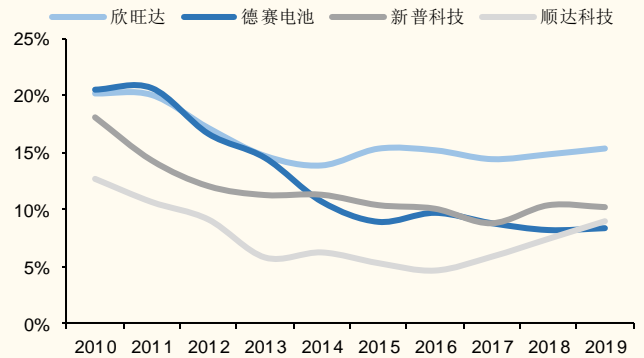
来源: wind, 国金证券研究所

图表 34: 欣旺达研发费率远超同业



来源: wind, 国金证券研究所

图表 35: 欣旺达盈利能力远超同业

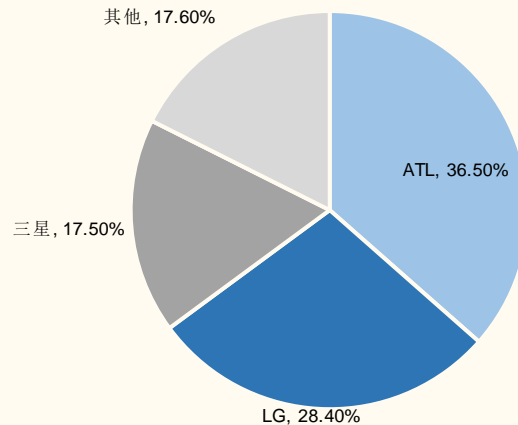


来源: wind, 国金证券研究所

三、消费类电芯: 受益自供率提升, 盈利能力持续提升

- 消费电芯成本占比高、且盈利能力强。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；且电芯业务盈利能力远高于 Pack 业务，电芯业务毛利率达 20%，电池 Pack 业务毛利率约为 10%。
- 目前国内全球手机电池电芯市场集中度较高。其中 ATL、LG、三星市占率为 36.5%、28.4%、17.5%。2018 年消费电芯龙头 ATL 营业利润率达 19%。

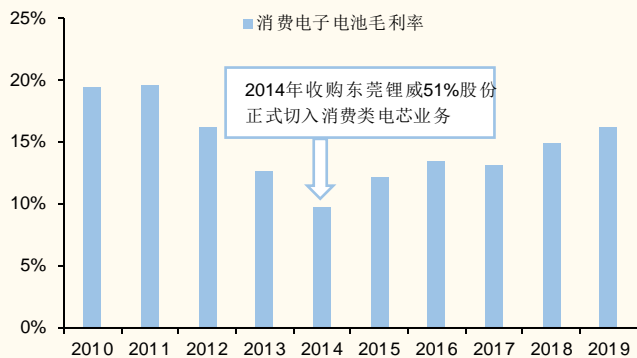
图表 36: 2020 年全球手机电芯竞争格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

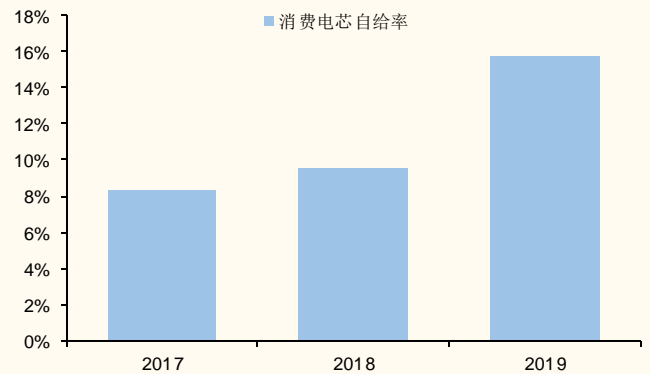
- 伴随电芯自给率提升, 公司消费电子电池毛利率持续提升。1) 2014 年公司通过收购东莞锂威 51% 股权, 正式切入消费类电芯业务, 2018 年公司收购东莞锂威剩余的 49% 股权。伴随锂威产能逐步释放, 欣旺达电芯自给率持续提升, 公司消费类电池, 2019 年欣旺达电芯产能达 1.08 亿只、自给率达 16%, 电芯业务净利润达 1.85 亿元。
- 预计 2020 年公司消费电芯业务净利润超 3 亿元, 未来 3 年维持高速增长。1) 2020 年欣旺达发行可转债用于扩产消费类锂离子电芯, 预计可转债项目达产后将新增产能 0.94 亿只/年, 新增年收入 17 亿元、净利润 1.2 亿元。2) 2020 年 H1 公司电芯业务净利润达 1.6 亿元, 预计 2020 年全年电芯业务业绩超 3 亿元, 伴随公司产能逐步释放, 未来 3 年公司电芯业务将持续高速增长。

图表 37: 公司消费电子电池毛利率自 2014 年持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 公司消费类锂离子电芯整体自供率持续上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 消费类电芯扩产计划

项目名称	投资总额 (亿元)	建设周期 (年)	现有年产能	新增年产能	新增年收入 (亿元)	新增净利润 (亿元)	项目毛利率	项目净利率
消费类锂离子电芯扩产项目	8.24	2.5	1.036 亿只	0.936 亿只	16.85	1.17	17.20%	6.97%

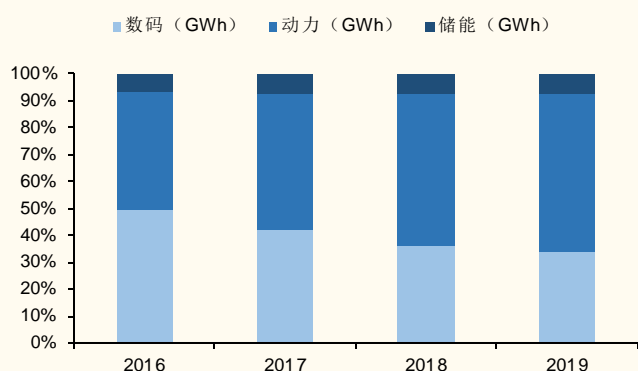
来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、动力电池：千亿级市场蓬勃发展，BEV+HEV 齐头并进

1.全球动力电池需求蓬勃，二线企业格局待定

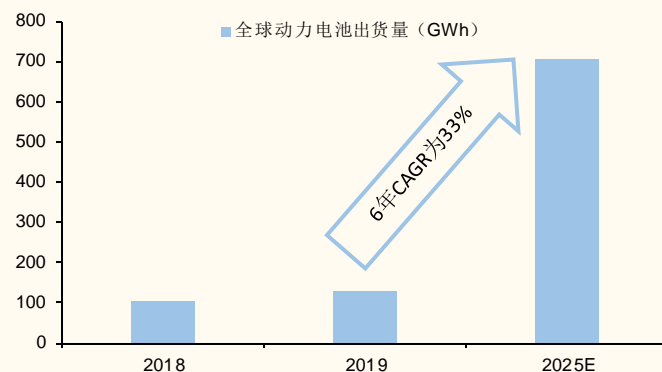
- 动力电池占据锂电市场大半份额。2016 年全球动力电池出货量为 49GWh，占全球锂电出货量的 45%，数码类电池占全球锂电出货量的 49%；2019 年全球动力电池出货量为 128GWh，占比提升至 59%，成为全球锂电第一大细分市场。
- 未来全球动力电池市场将维持增长。2019 年全球动力电池出货量为 128GWh，预计到 2025 年将增至 708GWh，六年 CAGR 为 33%。
- 中国动力电池出货量占比全球第一。2019 年中国动力电池出货量为 65GWh，占全球出货量的 55%，预计到 2025 年将增至 385GWh，六年 CAGR 为 35%，超过全球增速。

图表 40：全球锂电池市场出货结构



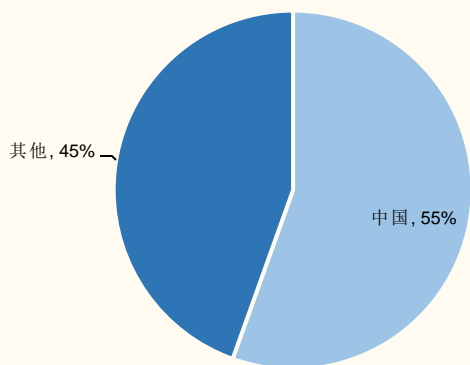
来源：GGII，国金证券研究所

图表 41：全球动力电池出货量快速增长



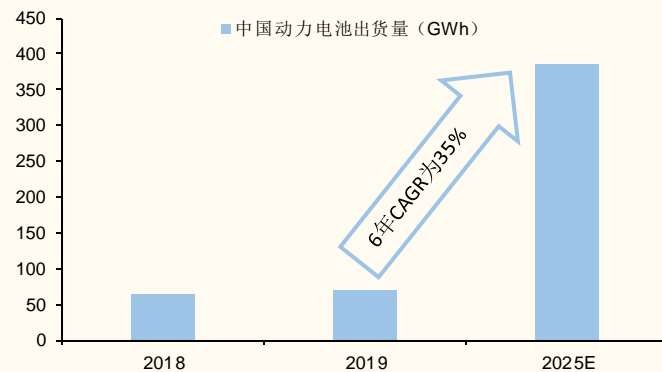
来源：GGII，国金证券研究所

图表 42：中国是全球最大动力电池出货市场



来源：GGII，国金证券研究所

图表 43：中国动力电池出货量增速超越全球增速

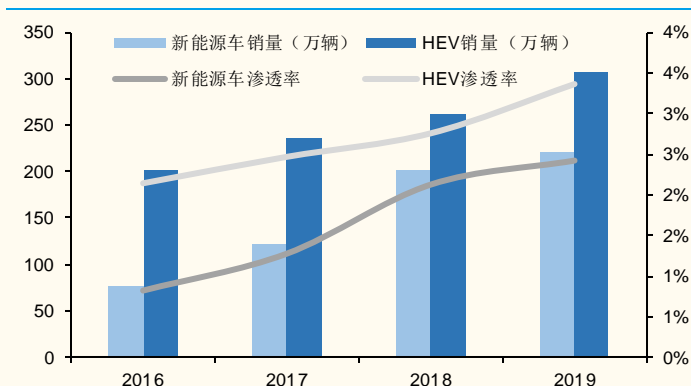


来源：GGII，国金证券研究所

- 新能源车、混动车大势所趋，未来空间广阔。1) 近年来，全球各国政府纷纷颁布燃油车禁售计划，要求在 2030-2040 禁售汽油、柴油等传统燃油车，近年来戴姆勒、大众、通用等全球知名整车生产厂商纷纷发布新能源汽车战略，预计到 2025 年左右，新能源汽车销量将占到自身的 15-35%。2) 2020 年 10 月，中国汽车工程师学会正式发布《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》，根据规划，到 2025 年新能源车渗透率将达到 20%，混动车新车占传统能源乘用车 50%以上，渗透率约 40%；到 2035 年停售传统能源车，新能源车和混动车各占 50%。3) 2019 年全球新能源车、HEV

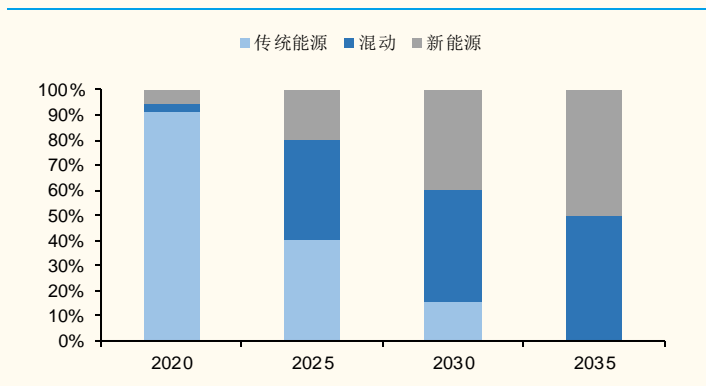
渗透率仅为 2%、3%，中国新能源车、HEV 渗透率仅为 5%、1%，预计在政策驱动下，新能源车、混动车未来空间广阔。

图表 44: 新能源车增长稳定, HEV 渗透率持续攀升



来源: EV sales, 国金证券研究所

图表 45: 根据路线规划, 中国 2035 年新能源车和混动车各占 50%



来源: 《节能与新能源汽车技术路线图(2.0版)》, 国金证券研究所

图表 46: 全球各国家、地区燃油车禁售计划汇总

国家/地区	政策提出时间	禁售时间	禁售范围
德国	2016 年	2030 年	内燃机车
荷兰	2016 年	2030 年	汽油、柴油乘用车
挪威	2016 年	2025 年	汽车、柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥城	2016 年	2025 年	柴油车
美国加州	2018 年	2029 年	燃油公交车
法国	2017 年	2040 年	汽油、柴油车
英国	2020 年	2035 年	汽油、柴油车
印度	2017 年	2030 年	汽油、柴油车
爱尔兰	2018 年	2030 年	汽油、柴油车
以色列	2018 年	2030 年	进口汽油、柴油乘用车
意大利罗马	2018 年	2024 年	柴油车

来源: ICET, 国金证券研究所

备注: 英国政府于 2020 年 2 月 4 日发布更新政策, 将禁售时间由 2040 年提前至 2035 年

图表 47: 全球部分整车企业新能源汽车战略

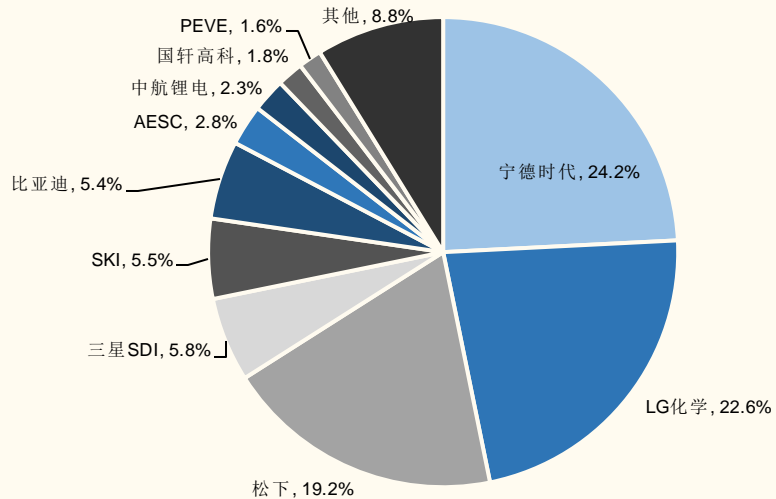
整车企业	新能源汽车战略
戴姆勒	2020 年前, 发布超过 50 款新能源车型, 其中超过 10 款为纯电动汽车; 2022 年前, 为所有车型提供电动版本; 2025 年左右, 实现奔驰纯电动汽车销量占到总销量的 15-25%。
大众	2025 年前, 在中国推出 30 款新能源汽车产品占比至少 35%, 2025 年销量达到 150 万辆; 2029 年前, 为全球市场带来共计 75 款纯电动产品, 累计销量将达到 2600 万辆, 其中基于 MEB 平台的纯电动销量将达到 2000 万辆, PPE 平台的高端电动车车型将达到 600 万辆。
通用	2020 年和 2023 年之前在中国市场推出 10 款和 20 款新能源汽车产品; 2020 年与 2025 年在中国新能源汽车销量将分别达到 15 万辆和 50 万辆。
宝马	2025 年前, 推出 25 款电动车和插电式混合动力汽车, 将其全球电动车和插电式混合动力车的销量比例提升到 15-25%。
福特	2020 年, 全球新能源车销量将占总销量的 10%-25%, 并将推出 13 款电动汽车产品; 2025 年前, 在中国市场销售的产品中 70% 为混合动力、插电式混合动力与纯电动汽车。
日产	在日本和欧洲销售的电动汽车, 到 2022 年, 将占该地区总销量的 40%, 到 2025 年达到 50%; 在美国销售的电动汽车, 到 2025 年将占该地区总销量的 20-30%; 在中国销售的电动汽车, 到 2025 年, 将占该地区总销量的 35-40%。计划推出 8 款纯电动产品, 并加速旗下豪华品牌英菲尼迪的电动化进程, 2025 年, 英菲尼

迪旗下的电动汽车将会占到其总销量的 50%。

来源: ICET, 国金证券研究所

- **全球动力电池三足鼎立。**2020 年宁德时代、LG 化学、松下占全球动力电池的 66%，行业集中度高，三星 SDI、SKI、比亚迪的份额分别为 5%。其他企业市占率均低于 3%。

图表 48: 2020 年 1~11 月全球动力电池出货量市场份额



来源: SNE Research, 国金证券研究所

- **国内动力电池二线企业格局待定。**1) 2020 年宁德时代占据国内电池出货量的 50%，比亚迪以自供电池为主、占据国内电池出货量的 15%，二线电池格局多变。我们认为对整车厂而言，无论是从供应链安全的角度、还是从提高议价能力的角度，扶持二供必不可少，我们认为兼具技术优势、客户优势的二线企业有望脱颖而出。2) 相较于 BEV 电池，HEV 电池能量更低、能量密度更高、单价更低，HEV 市场参与者较少，目前市场参与者仅有蜂巢能源、科力远、亿纬锂能。

图表 49: 公司近三年同多家国际知名汽车厂商签订合作协议

公司名称	2018		公司名称	2019		公司名称	2020	
	装机电量 (GWh)	市占率		装机电量 (GWh)	市占率		装机电量 (GWh)	市占率
宁德时代	23.52	41.28%	宁德时代	32.31	51.79%	宁德时代	31.79	49.98%
比亚迪	11.44	20.07%	比亚迪	10.78	17.28%	比亚迪	9.48	14.91%
国轩高科	3.09	5.43%	国轩高科	3.22	5.15%	LG化学	4.13	6.49%
力神	2.07	3.63%	力神	1.95	3.13%	中航锂电	3.55	5.58%
孚能科技	1.90	3.34%	亿纬锂能	1.84	2.94%	国轩高科	3.32	5.22%
比克电池	1.74	3.05%	中航锂电	1.49	2.39%	松下	2.24	3.52%
亿纬锂能	1.27	2.24%	孚能科技	1.21	1.95%	亿纬锂能	1.18	1.86%
国能电池	0.82	1.43%	时代上汽	0.74	1.19%	瑞浦能源	0.95	1.49%
中航锂电	0.72	1.26%	比克电池	0.69	1.11%	力神电池	0.92	1.45%
卡耐新能源	0.64	1.11%	欣旺达	0.65	1.04%	孚能科技	0.85	1.34%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

备注: 标红处为当年排名发生变动的动力电池企业。

2.公司兼具客户优势、技术优势，动力电池厚积薄发

- 公司于 2017 年开始重点投入动力电池领域，已同多家知名车厂达成合作。公司近三年动力电池业务营收分别为 7.6/9.8/8.5 亿元，毛利率分别为 22%/13%/11%，盈利能力在行业内仍处于较低水平。公司 2017 年才开始重点投入动力电池领域，但公司是消费类锂电池老牌龙头，且从 2008 年起就开始布局电动汽车锂离子电池模组，在技术和市场开拓上都具备一定优势：
 - 市场开拓方面，目前公司已与来自欧美、亚洲的国际优质高端汽车厂商和国内众多知名汽车厂商建立了合作关系，主要客户包括吉利英伦、雷诺日产、东风柳汽。截至 2020 年 H1，公司动力电池业务新增 8 款车型进入推广目录，累计已有 26 款车型进入推广目录。2019 年公司与雷诺日产和易捷特签署定点协议，预计相关车型在 2020~2026 年累计带来超 150 万台汽车的订单，2020 年受疫情影响、公司量产放缓、预计 2021 年边际改善明显；2020 年公司与日产签署协议、拟联合开发 e-POWER 电池，目前国内 HEV 市场主要由丰田、本田分享，e-POWER 系列作为日产 HEV 的王牌车型（2018 年在日本销量超 13 万辆）、叠加日产在国内的品牌力，2021 年 e-POWER 系列放量可期。
 - 技术方面，截至 2019 年底，公司动力电池共有 331 项知识产权相关申请，其中发明型专利申请 78 项、已取得授权专利 6 项，实用新型专利申请 192 项、已取得授权专利 84 项，外观专利申请 3 项，已取得授权专利 2 项，软件著作权申请 33 项、已取得授权软件著作权 30 项；对关键材料和工艺的设计拥有自主知识产权和专利。具体技术方面，公司可生产 240WH/kg 高能量密度的动力电芯，寿命超过 2000 次，高功率密度动力电芯产品功率达到 5400W/kg，处于行业领先水平。

图表 50：公司近三年同多家国际知名汽车厂商签订合作协议

合作车厂	公布日期	合作状态
吉利英伦	2018.08	被指定为吉利英伦全新 TX 车型的电池系统服务商，项目于 2020 年 4 月正式进行批量生产
雷诺-日产联盟	2019.04	收到供应商定点通知书，相关车型未来七年（2020-2026）的需求预计达 116 万台
易捷特	2019.05	收到供应商定点通知书，被指定为易捷特 X 项目待开发的动力电池的供应商，相关车型未来六年（2020-2025）的需求预计达 37 万台
日产	2020.06	签署《谅解备忘录》，拟联合研发下一代日产电动汽车 e-POWER 电池
东风柳汽	2020.08	收到供应商选定结果通知函，入选零件同步开发供应商，为其换电项目供应动力电池总成产品
	2020.09	收到供应商选定结果通知函，入选零件同步开发供应商，为其供应 HEV 动力电池总成产品
沃尔沃	2020.10	通过资质审核

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：公司与其他动力电池企业技术实力对比

	主要技术路线	能量密度 (Wh/kg)	循环寿命 (次)
欣旺达	三元方形、软包、磷酸铁锂	240	2000
宁德时代	三元	163-240	
松下	三元圆柱	245-260	500-1000
LGC	三元软包	250	2000
SDI	三元方形	210-230	1500
AESC	三元软包	224-300	
SKI	三元软包	260	1500-2000
亿纬锂能	三元圆柱、方形、软包、磷酸铁锂方形	170-230	
国轩高科	磷酸铁锂方形、圆柱	150-177	
桑顿新能源	三元软包	221	2500

多氟新能源

三元软包

230

2000

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司共投资超过 160 亿元，稳步扩建动力电池、电芯产能。近三年来公司持续扩充产能，三年合计投资超过 160 亿元，新增 30GWh/年以上的动力电池/电芯产能，新增 25 万只/天的智能出行电池、小动力电池、小储能电池及相应的电池系统等，其中，“动力类锂电池生产线建设项目”及“浙江欣动能源科技有限公司生产基地项目”将合计为公司增加 132 亿元的年收入。

图表 52：公司动力电池/电芯产能扩充计划

项目名称	发布日期	投资总额（亿元）	新增产能	新增年收入（亿元）
动力类锂电池生产线建设项目	2017.09.09	24	6GWh/年（含 4GWh/年的动力电池电芯）	97.2
欣旺达动力电池项目	2019.03.27	120	30GWh/年电芯和 30GWh/年电池系统	
浙江欣动能源科技有限公司生产基地项目	2020.09.24	20	25 万只/天智能出行电池、小动力电池、小储能电池及相应的电池系统等	35

来源：公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测：预计公司 2020~2022 年业绩为 8、14、21 亿元

- 预计 2020~2022 年公司营收为 294、368、438 亿元，同增 17%、25%、19%；业绩为 7.7、13.8、20.6 亿元，同增 3%、78%、50%。1) 预计伴随疫情缓解、消费复苏，2021 年手机销量恢复增长；叠加 AirPods Pro 放量，公司手机数码类业务稳健增长。得益于电芯自给率提升，预计公司手机数码类业务毛利率稳步提升。2) 预计 2021 年伴随公司 BEV、HEV 车型逐步放量，公司电动汽车电池业务快速增长，伴随产能利润率提升、电动汽车电池业务盈利能力提升。3) 考虑 2020~2022 年股权激励计提的管理费用为 2.63/1.67/0.73 亿元，预计未来 2020~2022 年管理费逐年下降。

图表 53：公司收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
手机数码类						
收入	103.94	128.64	156.51	181.10	214.77	235.20
YOY	69%	24%	22%	16%	19%	10%
成本	90.17	108.89	129.81	148.65	174.11	189.09
毛利	13.77	19.75	26.70	32.44	40.66	46.11
毛利率(%)	13.3%	15.4%	17.1%	17.9%	18.9%	19.6%
笔记本电脑类						
收入	10.86	20.60	28.95	36.73	41.33	45.92
YOY	180%	90%	41%	27%	13%	11%
成本	9.56	18.02	25.65	32.51	36.57	40.64
毛利	1.29	2.58	3.30	4.22	4.75	5.28
毛利率(%)	11.9%	12.5%	11.4%	11.50%	11.50%	11.50%
电动汽车电池						
收入	7.59	9.88	8.49	4.00	20.00	40.00
YOY	48%	30%	-14%	-53%	400%	100%
成本	5.90	8.55	7.53	3.60	17.00	32.00
毛利	1.69	1.33	0.96	0.40	3.00	8.00

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率(%)	22.3%	13.4%	11.3%	10.00%	15.00%	20.00%
精密结构件						
收入	5.59	9.52	12.03	12.03	13.83	15.22
YOY	39%	70%	26%	0%	15%	10%
成本	4.47	7.74	9.90	9.98	11.48	12.63
毛利	1.12	1.78	2.12	2.04	2.35	2.59
毛利率(%)	20.0%	18.7%	17.7%	17.00%	17.00%	17.00%
智能硬件类						
收入	7.51	30.62	40.03	52.04	67.65	87.95
YOY	316%	308%	31%	30%	30%	30%
成本	6.76	27.15	35.43	45.80	59.54	77.40
毛利	0.75	3.47	4.60	6.25	8.12	10.55
毛利率(%)	10.0%	11.3%	11.5%	12.00%	12.00%	12.00%
其他						
收入	4.96	4.13	6.40	8.31	10.81	14.05
YOY	932%	-17%	55%	30%	30%	30%
成本	3.35	2.87	5.34	7.07	9.19	11.94
毛利	1.61	1.26	1.06	1.25	1.62	2.11
毛利率(%)	32.6%	30.5%	16.5%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.估值：给予公司目标价 38 元

- 采取 PE 估值，给予目标价 38 元。我们选取立讯精密、歌尔股份、宁德时代、孚能科技为可比公司，给予公司 2022 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 38 元，给予买入评级。

图表 54：采取 PE 估值，给予目标价 38 元

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300207.SZ	欣旺达	25.67	404	0.48	0.49	0.86	1.27	53.6	52.8	29.9	20.3
002475.SZ	立讯精密	59.82	4187	0.88	1.03	1.44	1.86	67.9	58.3	41.4	32.1
002241.SZ	歌尔股份	42.90	1405	0.39	0.86	1.23	1.60	108.7	50.0	34.9	26.7
300750.SZ	宁德时代	369.01	8596	2.07	2.24	3.18	4.09	178.7	164.5	116.2	90.2
688567.SH	孚能科技	37.45	401	0.15	-0.30	0.23	0.67	244.5	-124.6	162.6	56.1
平均值								149.9	37.0	88.8	51.3

来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- **疫情反复风险：**公司 2020 年 H1 受疫情影响，归母业绩下滑 97%，若未来出现新冠疫情反复的情况，可能导致公司经营业绩下滑甚至出现亏损的风险。
- **市场波动风险：**近年来，锂离子电池及其下游行业在国家政策的支持下，继续保持较快增长，但是如果外部经济环境、政策环境出现不利变化，都将对锂离子电池行业产生较大影响，导致公司经营业绩发生波动。
- **客户相对集中风险：**最近三年，公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比例分别为 73%、70%、67%。报告期内，公司对前五大客户的销售占营业收入的比例相对较高，主要系由于公司客户多为国内外知名消费电子厂商，市场占有率高。若未来公司主要客户经营情况不利，降低对公司产

品的采购，出现贷款回收逾期、销售毛利率降低等问题，将会对公司经营产生不利影响。

■ 限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	14,045	20,338	25,241	29,422	36,839	43,833	货币资金	1,873	3,544	4,674	5,572	6,883	8,116
增长率		44.8%	24.1%	16.6%	25.2%	19.0%	应收款项	4,380	5,327	5,387	6,295	7,670	8,946
主营业务成本	-12,020	-17,321	-21,367	-24,761	-30,789	-36,370	存货	2,149	3,296	4,061	4,274	5,314	6,277
%销售收入	85.6%	85.2%	84.7%	84.2%	83.6%	83.0%	其他流动资产	391	532	710	1,175	1,343	1,510
毛利	2,025	3,017	3,874	4,661	6,050	7,464	流动资产	8,793	12,699	14,831	17,315	21,210	24,849
%销售收入	14.4%	14.8%	15.3%	15.8%	16.4%	17.0%	%总资产	67.3%	68.0%	62.9%	60.5%	62.2%	63.3%
营业税金及附加	-45	-47	-98	-118	-147	-175	长期投资	239	227	572	972	972	972
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	2,925	4,308	5,427	7,451	8,875	10,199
销售费用	-142	-187	-260	-294	-368	-438	%总资产	22.4%	23.1%	23.0%	26.0%	26.0%	26.0%
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	627	999	1,522	1,564	1,603	1,639
管理费用	-1,072	-633	-857	-1,236	-1,400	-1,490	非流动资产	4,265	5,977	8,758	11,326	12,909	14,390
%销售收入	7.6%	3.1%	3.4%	4.2%	3.8%	3.4%	%总资产	32.7%	32.0%	37.1%	39.5%	37.8%	36.7%
研发费用	0	-1,060	-1,523	-1,912	-2,210	-2,630	资产总计	13,059	18,677	23,589	28,642	34,120	39,238
%销售收入	0.0%	5.2%	6.0%	6.5%	6.0%	6.0%	短期借款	2,040	2,813	6,671	7,066	7,363	8,077
息税前利润 (EBIT)	765	1,090	1,136	1,101	1,924	2,730	应付款项	6,133	8,248	8,856	9,994	12,422	14,673
%销售收入	5.4%	5.4%	4.5%	3.7%	5.2%	6.2%	其他流动负债	255	436	490	526	692	863
财务费用	-172	-193	-380	-558	-364	-405	流动负债	8,429	11,497	16,017	17,586	20,477	23,612
%销售收入	-1.2%	-0.9%	-1.5%	-1.9%	-1.0%	-0.9%	长期贷款	294	707	813	1,613	2,013	2,213
资产减值损失	-120	-192	-135	-224	-268	-274	其他长期负债	1,251	1,079	766	3,079	4,287	4,494
公允价值变动收益	0	0	15	400	100	100	负债	9,974	13,283	17,595	22,278	26,776	30,319
投资收益	113	15	147	20	20	20	普通股股东权益	2,906	5,359	5,770	6,140	7,119	8,695
%税前利润	17.8%	2.0%	18.0%	2.3%	1.3%	0.9%	其中：股本	1,292	1,548	1,569	1,569	1,595	1,621
营业利润	628	782	809	859	1,531	2,292	未分配利润	1,469	1,764	2,227	2,686	3,665	5,241
营业利润率	4.5%	3.8%	3.2%	2.9%	4.2%	5.2%	少数股东权益	179	35	224	224	224	224
营业外收支	6	-11	5	0	0	0	负债股东权益合计	13,059	18,677	23,589	28,642	34,120	39,238
税前利润	634	771	814	859	1,531	2,292	比率分析						
利润率	4.5%	3.8%	3.2%	2.9%	4.2%	5.2%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-70	-65	-64	-86	-153	-229	每股指标						
所得税率	11.0%	8.4%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.421	0.453	0.485	0.492	0.864	1.272
净利润	565	706	750	773	1,378	2,063	每股净资产	2.249	3.462	3.728	3.913	4.463	5.364
少数股东损益	21	4	-1	0	0	0	每股经营现金流	-0.116	0.711	0.429	0.892	1.679	2.195
归属于母公司的净利润	544	701	751	773	1,378	2,063	每股股利	0.350	0.200	0.130	0.200	0.250	0.300
净利率	3.9%	3.4%	3.0%	2.6%	3.7%	4.7%	回报率						
				3%	78%	50%	净资产收益率	18.71%	13.09%	13.02%	12.58%	19.36%	23.72%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.16%	3.76%	3.18%	2.70%	4.04%	5.26%
净利润	565	706	750	773	1,378	2,063	投入资本收益率	10.68%	10.30%	7.74%	5.79%	8.76%	11.04%
少数股东损益	21	4	-1	0	0	0	增长率						
非现金支出	337	530	691	773	920	1,028	主营业务收入增长率	74.43%	44.81%	24.10%	16.56%	25.21%	18.99%
非经营收益	15	176	99	77	493	570	EBIT增长率	47.47%	42.49%	4.25%	-3.14%	74.82%	41.88%
营运资金变动	-1,068	-311	-876	-241	-150	-151	净利润增长率	20.86%	28.99%	7.06%	2.89%	78.36%	49.66%
经营活动现金净流	-150	1,101	664	1,381	2,642	3,510	总资产增长率	56.79%	43.02%	26.30%	21.42%	19.13%	15.00%
资本开支	-1,592	-2,077	-3,050	-2,701	-2,215	-2,215	资产管理能力						
投资	-100	-204	171	-400	0	0	应收账款周转天数	81.3	78.9	71.2	75.0	75.0	75.0
其他	-3	2	-5	20	20	20	存货周转天数	56.9	57.4	62.8	63.0	63.0	63.0
投资活动现金净流	-1,695	-2,279	-2,883	-3,081	-2,195	-2,195	应付账款周转天数	93.7	88.9	86.6	87.0	87.0	87.0
股权募资	0	2,534	683	-89	0	0	固定资产周转天数	54.5	65.7	61.6	59.4	51.6	46.1
债权募资	2,181	980	3,029	3,504	1,897	1,114	偿债能力						
其他	-95	-900	-2,361	-818	-1,032	-1,196	净负债/股东权益	45.76%	13.90%	46.86%	73.95%	67.97%	51.26%
筹资活动现金净流	2,087	2,614	1,351	2,598	865	-82	EBIT利息保障倍数	4.5	5.7	3.0	2.0	5.3	6.7
现金净流量	241	1,436	-868	898	1,312	1,232	资产负债率	76.38%	71.12%	74.59%	77.78%	78.48%	77.27%

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
买入	0	6	11	19	35
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.17	1.00

来源：朝阳永续

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。

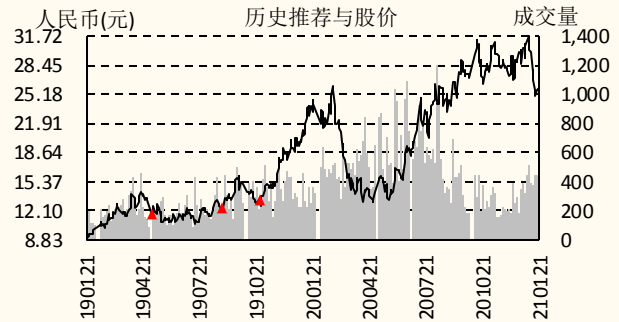
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-09	买入	11.96	17.61 ~ 17.61
2	2019-07-14	买入	11.64	N/A
3	2019-08-30	买入	12.38	N/A
4	2019-10-30	买入	12.82	N/A
5	2020-02-29	买入	22.00	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402