

欣旺达(300207.SZ)

消费龙头欣欣向荣，动力新星旺势可达

推荐(首次)

现价: 38.86元

主要数据

行业	电气设备
公司网址	www.sunwoda.com
大股东/持股	王明旺/25.08%
实际控制人	王明旺,王威
总股本(百万股)	1,626
流通A股(百万股)	1,459
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	632
流通A股市值(亿元)	567
每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	73.1

行情走势图



证券分析师

朱栋	投资咨询资格编号 S1060516080002 021-20661645 ZHUDONG615@pingan.com.cn
皮秀	投资咨询资格编号 S1060517070004 010-56800184 PIXIU809@pingan.com.cn
王霖	投资咨询资格编号 S1060520120002 WANGLIN272@pingan.com.cn

研究助理

王子越	一般证券从业资格编号 S1060120090038 WANGZIYUE395@pingan.com.cn
-----	------------------------------------------------------------



平安观点:

- **二十年耕耘，成为全球消费电池模组龙头：**公司成立于1997年，以消费电池 Pack 业务起家，抓住全球消费电池高速增长的红利实现快速增长，超越竞争对手成为全球消费电池模组龙头；2008年公司凭借良好的模组研发和量产基因进入动力电池 Pack 行业，2014年通过收购东莞锂威布局消费电芯；2015年成立动力电芯研究院，18年动力电芯正式投产，完成消费电池龙头到动力电池新星的转型。2020年公司实现营收297亿元，同比增长18%，归母净利润8亿元，同比增长6.8%，手机/笔电/动力/智能硬件四大核心业务营收占比分别为55%/14%/1.4%/21%，近五年营收和归母复合增速分别为38.5%/15.5%，体现出良好的成长性。
- **消费类业务稳定增长，部分环节仍有亮点可寻：**手机和笔电等传统消费行业进入成熟期，市场增量空间有限，但公司消费类业务仍具备良好的成长性，未来的主要亮点有：1)手机业务方面，5G手机对电池容量和充电速度的要求提高，快充电池、双电芯、异型电芯等新产品将提升单只模组的价值量；2)笔电业务方面，受益于软包电芯渗透率的提升，公司近年来笔电类业务的增速较快，20年全球市占率约为16%，对标手机业务近30%的市场份额仍有翻倍的提升空间；3)智能硬件业务方面，行业处于较快的增长期，细分领域众多，公司主要为下游终端厂商提供代工服务，产品涵盖扫地机器人、TWS耳机等，作为小米生态链的核心供应商，随着产品品类不断拓展，有望继续实现高增长。
- **电芯自给率不断提升，盈利能力持续改善：**公司电芯覆盖模组产品所涉及各个领域，目前手机电芯渗透速度更快，主要客户包括小米、华为、OPPO等国内主流厂商，并积极开拓苹果、三星等海外客户。在笔电电芯方面，小米、联想等先后开始出货，惠普、戴尔等海外企业也取得积极进展。消费类电芯的产能基地主要在惠州和兰溪，预计21年年末产能达到100万只/天。从自供率来看，18年消费电芯自供率为10%左右，19年提升至10%-15%，20年15%-20%，目前自供率在25%左右，未来三年有望提升至50%；我们测算电芯自供率每提升10%，消费类模组毛利率增加1.5pct，若公司电芯实现完全自供，则毛利率将提升至28%以上。布局消费电芯是公司经营史上一次重要转型，盈利能力有望显著改善。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,241	29,692	39,157	50,135	61,456
YOY(%)	24.1	17.6	31.9	28.0	22.6
净利润(百万元)	751	802	1,325	1,872	2,555
YOY(%)	7.1	6.8	65.2	41.3	36.5
毛利率(%)	15.3	14.9	16.1	16.6	17.4
净利率(%)	3.0	2.7	3.4	3.7	4.2
ROE(%)	13.0	11.8	14.6	17.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.46	0.49	0.81	1.15	1.57
P/E(倍)	84.2	78.8	47.7	33.8	24.7
P/B(倍)	11.0	9.4	7.0	5.9	4.9

- **动力电池蓄势待发，打造下一个增长极：**2025 年全球动力电池行业将正式进入 TWh 时代，海外主流车企率先打破原有供应格局，通过合资、入股、签订长协等方式与国内的二线电池厂商进行更加深入的绑定，具备技术研发以及产能规模优势的企业有望得到海外客户的认可和订单机会。公司动力电池业务具备以下优势：1) 拥有现金牛业务为动力电池“输血”；2) 具备消费电池领域长期的技术积累；3) 核心团队来自于全球消费电池龙头企业，研发支出、研发人员占比高于同行。公司规划动力电池产能超过 80GWh，预计 21 年年末产能达到 10GWh，与雷诺日产、东风、吉利、广汽、五菱等国内外主机厂达成定点合作协议，随着客户车型的陆续放量，动力电池出货量有望实现爆发式增长，公司动力类业务将成为下一个增长极。
- **投资建议：**公司是全球消费锂电模组龙头，经过 20 多年发展，公司积累了大量的生产经验和广泛的客户渠道，受益于 5G 手机市场的兴起、笔记本软包电池渗透率的提升、智能硬件行业的起量，公司消费类业务快速增长，同时抓住时机进入消费电子领域，提升产品附加值，实现从规模做大到利润增厚的转型。公司稳扎稳打的经营风格、在锂电池领域长期的大规模投入以及良好的战略眼光有助于其在动力电池新的赛道上站稳脚跟并实现长足的发展。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 13.25/18.72/25.55 亿元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 47.7/33.8/24.7 倍，首次覆盖给予“**推荐**”评级。
- **风险提示：**1) **新能源汽车以及动力电池市场增速不及预期的风险。**当前新能源汽车的发展仍然离不开政策的支持；若后续政策支持力度不及预期，产品升级以及电池技术的发展不及预期，将对新能源汽车的推广和动力电池的需求造成负面影响。2) **原材料价格大幅上涨的风险。**由于下游需求旺盛，产业链上游和中游多个环节出现了产能不足导致价格持续上涨的现象，若后续原材料价格上涨的幅度和时间超出预期，将影响电池厂的盈利能力甚至带来持续亏损。3) **客户拓展不及预期的风险。**公司动力电池产品已获得多家主机厂的定点，新的客户也在持续开拓当中，若后续客户放量的节奏慢于预期或者新客户的开拓不及预期，将对公司的出货量和正常经营产生负面影响。

正文目录

一、 消费模组龙头，动力电池新星	6
1.1 二十年耕耘锂电行业	6
1.2 业绩高增长，新业务有望贡献增量	7
二、 消费类业务快速成长：从规模做大到利润增厚	9
2.1 后来居上，终成模组龙头.....	9
2.2 手机业务稳定增长，单机价值量仍有提升空间.....	11
2.3 笔记本业务强势反弹，抓住软包替代机会实现市占率提升.....	14
2.4 收购锂威布局电芯，纵向延伸增厚利润.....	16
2.5 智能硬件尚处成长期，有望成为公司新的增长点	18
三、 动力电池蓄势待发：打造下一个增长极	20
3.1 动力电池迎来 TWh 时代，主机厂争夺优质资源.....	20
3.2 积极布局动力市场，有望实现二线突围.....	21
3.3 客户即将放量，产能有序推进.....	24
3.4 电化学储能兴起，公司积极布局.....	27
四、 盈利预测与估值分析	29
4.1 分业务盈利预测	29
4.2 估值分析与投资建议	32
五、 风险提示	32

图表目录

图表 1	欣旺达的横向拓展和纵向布局	6
图表 2	欣旺达生产园区布局	6
图表 3	欣旺达股权结构及重要子公司股权关系（1H21）	7
图表 4	欣旺达 2019 年股权激励考核指标	7
图表 5	欣旺达营收情况 单位：亿元	8
图表 6	欣旺达净利润情况 单位：亿元	8
图表 7	欣旺达营收结构	8
图表 8	欣旺达近三年期间费用率上升	9
图表 9	欣旺达模组类业务超越竞争对手成为全球第一 单位：亿元	9
图表 10	欣旺达模组业务分产品结构	10
图表 11	欣旺达模组业务毛利率高于竞争对手	10
图表 12	一般销售模式计算毛利率通常低于客供电芯模式	11
图表 13	全球智能手机出货量 单位：百万台	11
图表 14	2015 年全球智能手机厂商市场份额	12
图表 15	2020 年全球智能手机厂商市场份额	12
图表 16	欣旺达手机业务营收和毛利率 单位：亿元	12
图表 17	欣旺达手机业务量价齐升	12
图表 18	2023 年全球 5G 手机出货量接近 8 亿部	13
图表 19	双电芯和异型电芯技术渐成趋势	13
图表 20	全球笔记本电脑出货量 单位：亿台	14
图表 21	2020 年全球笔记本电脑厂商市场份额	14
图表 22	全球笔记本市场集中度提升	14
图表 23	欣旺达笔电业务营收和毛利率 单位：亿元	15
图表 24	欣旺达笔电业务销量和均价	15
图表 25	全球笔电锂电池类别占比	15
图表 26	全球手机锂电池类别占比	15
图表 27	2020 年全球手机锂电池企业出货份额	16
图表 28	2020 年全球笔电锂电池企业出货份额	16
图表 29	欣旺达消费电芯收入 单位：亿元	17
图表 30	欣旺达消费电芯净利润 单位：亿元	17
图表 31	欣旺达消费电芯产能情况 单位：万只/天	17
图表 32	欣旺达消费电池模组毛利率测算 单位：元/只	18
图表 33	智能硬件定义与分类	18
图表 34	国内智能硬件市场规模 单位：亿元	19
图表 35	2020 年国内智能硬件市场结构	19
图表 36	欣旺达智能硬件产品	19

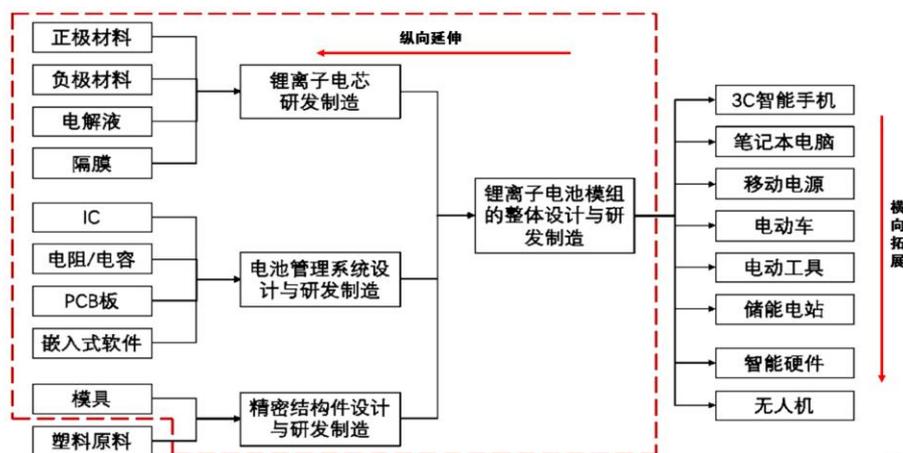
图表 37	米家扫地机器人 1S.....	20
图表 38	小米 IoT 与生活消费产品营收 单位：亿元.....	20
图表 39	欣旺达智能硬件营收和毛利率 单位：亿元.....	20
图表 40	欣旺达智能硬件销量和单价.....	20
图表 41	全球新能源汽车销量预测 单位：万辆.....	21
图表 42	全球动力电池装机量预测 单位：GWh.....	21
图表 43	电池厂-海外主机厂供应关系.....	21
图表 44	欣旺达动力电池营收情况 单位：百万元.....	22
图表 45	电池企业经营性现金流对比 单位：亿元.....	22
图表 46	电池企业应收款周转天数对比 单位：天.....	22
图表 47	部分锂电池企业发展历史.....	23
图表 48	电池企业研发投入对比 单位：亿元.....	23
图表 49	电池企业研发人员占员工总数比例对比.....	23
图表 50	欣旺达动力电池及消费电芯核心团队简介.....	24
图表 51	欣旺达与国内外多家车企达成动力电池合作协议.....	24
图表 52	2020 年吉利新能源乘用车电池供应商份额.....	25
图表 53	2020 年上通五菱新能源乘用车电池供应商份额.....	25
图表 54	极氪 001 与汉 EV 对比.....	25
图表 55	雷诺新能源汽车全球销量情况 单位：台.....	26
图表 56	欣旺达 EV 动力电池产能分布 单位：GWh.....	27
图表 57	全球电化学储能装机累计规模 单位：GW.....	28
图表 58	中国电化学储能装机累计规模 单位：GW.....	28
图表 59	2020 年全球储能市场累计装机结构.....	28
图表 60	2020 年全球电化学储能累计装机结构.....	28
图表 61	欣旺达储能管理业务情况 单位：百万元.....	29
图表 62	欣旺达电网储能产品.....	29
图表 63	欣旺达钠离子电池相关专利.....	29
图表 64	欣旺达盈利预测 单位：百万元.....	31
图表 65	可比公司估值情况.....	32

一、消费模组龙头，动力电池新星

1.1 二十年耕耘锂电行业

从模组到电芯，从消费到动力，抓住时代机遇顺势而为。公司成立于 1997 年，以消费电池 Pack 业务起家，抓住全球消费电池高速增长的红利实现快速增长，超越竞争对手成为全球消费电池模组龙头；2008 年公司凭借良好的模组研发和量产基因进入动力电池 Pack 行业，在新能源汽车发展之初抢先布局；2011 年上市后，公司借助资本市场快速发展，2014 年开始布局纵向一体化，通过收购东莞锂威布局消费电芯；2015 年成立动力电芯研究院，18 年动力电芯正式投产，完成消费电池龙头到动力电池新星的转型。

图表1 欣旺达的横向拓展和纵向布局



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

公司坐拥六大生产基地+六大产业群。公司打造出深圳宝安、深圳光明、惠州博罗、南京溧水、浙江兰溪、印度新德里六大产业基地，提出“PPS”战略，从单一电池模组业务发展为智能终端产品（消费电池、智能硬件）、能源类产品（动力电池、储能系统及综合能源）、系统化解决方案（智能化与智能制造、第三方检测服务）三大战略目标和六大产业群。

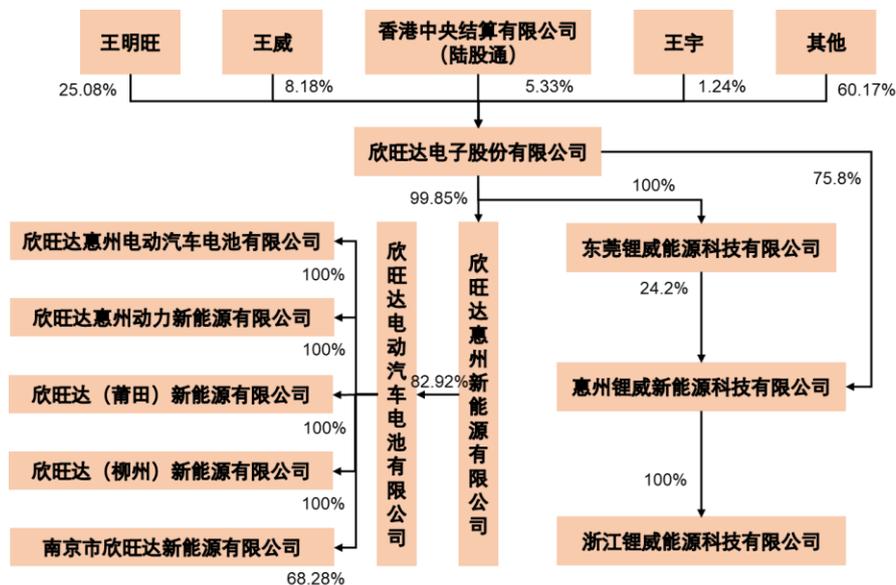
图表2 欣旺达生产园区布局



资料来源：公司官网、平安证券研究所

王氏兄弟为公司核心人物，兼收并蓄广纳人才。王威、王明旺兄弟为公司控股股东、实际控制人和一致行动人，合计持股比例为 33.26%，前十大股东持股合计 45.62%，股权结构比较集中。王氏兄弟为公司管理层核心，曾合力创办佳利达电子，后于 1997 年共同创办欣旺达进入电池 Pack 行业，企业管理和营销经验丰富。公司广泛吸纳各领域顶尖人才，为公司的技术创新和战略决策保驾护航。

图表3 欣旺达股权结构及重要子公司股权关系 (1H21)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

股权激励彰显公司发展信心。2019年 11 月公司发布最新一期的股权激励计划，拟向包括副总、核心及中层管理人员、核心业务骨干人员在内的 1499 人发行限制性股票，共计 4500 万股，占总股本的比例为 2.9%。首次授予的部分在授予完成日满 12 个月后的 36 个月内分三期解除限售解除，条件为 2019、2019-2020、2019-2021 年累计营收分别不低于 240、528、874 亿元。公司 2019 和 2020 年营收分别为 252/297 亿元，已顺利实现目标，21 年营收底线为 325 亿元，同比增长 10% 以上，实现难度较低。

图表4 欣旺达 2019 年股权激励考核指标

锁定期	解除限售安排	解除限售时间	业绩考核条件	解除限售比例
自首次授予的限制性股票授予日后的 12 个月	第一期	首次限制性股票授予日 12 个月后至 24 个月内	2019 年度营业收入不低于 240 亿元	30%
	第二期	首次限制性股票授予日 24 个月后至 36 个月内	2019-2020 年两年的累计营业收入不低于 528 亿元	30%
	第三期	首次限制性股票授予日 36 个月后至 48 个月内	2019-2021 年三年的累计营业收入不低于 874 亿元	40%

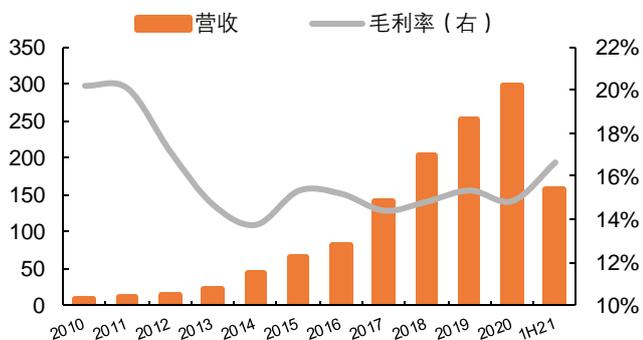
资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 业绩高增长，新业务有望贡献增量

十年黄金发展期，营收净利润快速增长。公司 2010 年之后业绩迎来快速增长，营收从 10 年的 7.8 亿元增长至 20 年的 297 亿元，复合增速 44%，同期归母净利润从 0.6 亿元增长至 8 亿元，复合增速 29%。从营收端来看，2010-2015 年手机业务对公司整体的营收增长贡献较大，15 年最高占比接近 80%；2016 年之后，笔电和智能硬件业务增长较快，在营收端的占比

不断提升；进入新的十年周期，预计动力电池将成为公司下一个业绩增长点。从利润端来看，在模组行业激烈竞争的背景下，公司通过产业链延伸等方式维持稳定且高于同行的毛利率，但由于动力电池处于亏损状态，且前期研发投入和财务开支较大，导致净利率有一定承压。未来公司有望继续深入一体化布局，并通过降本增效提升净利率。

图表5 欣旺达营收情况 单位：亿元



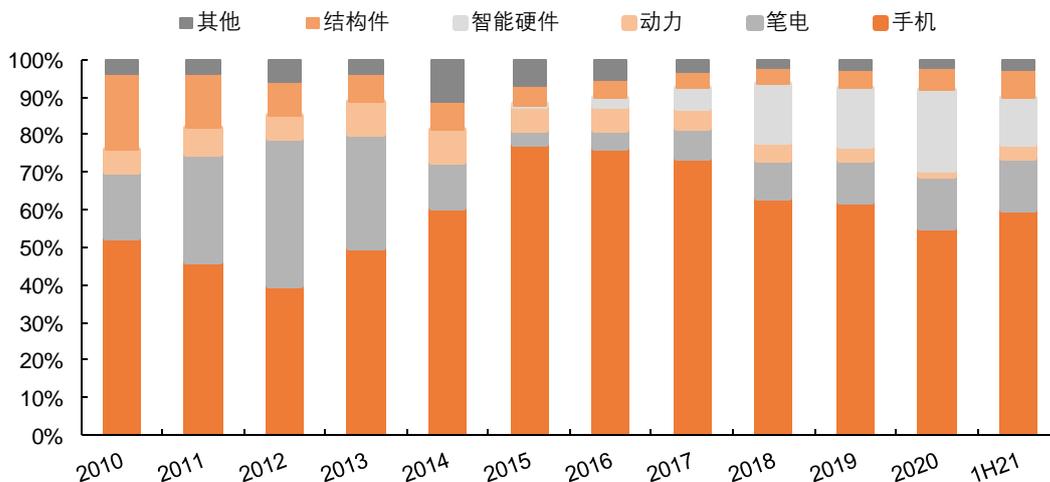
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 欣旺达净利润情况 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

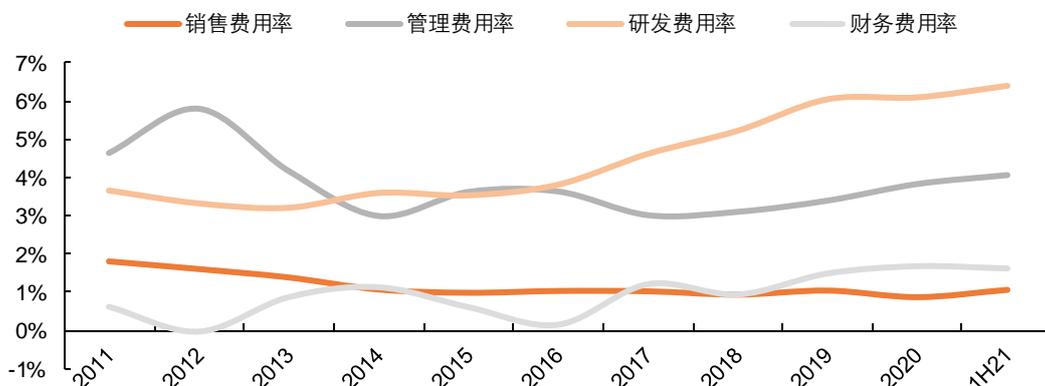
图表7 欣旺达营收结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

股权激励抬升管理费用率，研发费用率持续提升。2020 年公司管理费用 11.37 亿元，费用率较 19 年提升 0.43pct，其中新增股权激励费用摊销 2.78 亿元；财务费用 2.53 亿元，其中包含印度子公司卢比贬值导致的汇兑损失 1.19 亿元，我们认为股权激励费用对利润的影响将边际减弱。在研发方面，公司持续加大投入，21 年上半年近 6.4%，研发费用率的持续增加将有助于公司竞争力的提升。

图表8 欣旺达近三年期间费用率上升



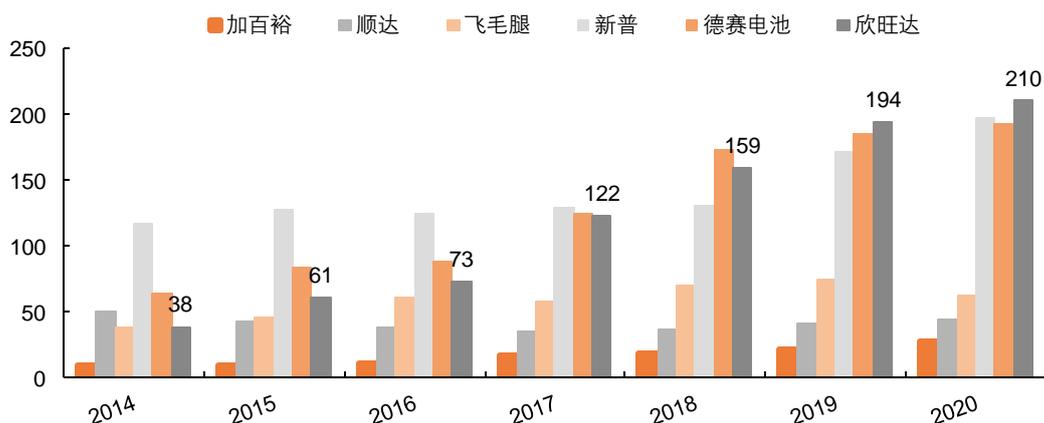
资料来源:公司公告、平安证券研究所

二、消费类业务快速成长：从规模做大到利润增厚

2.1 后来居上，终成模组龙头

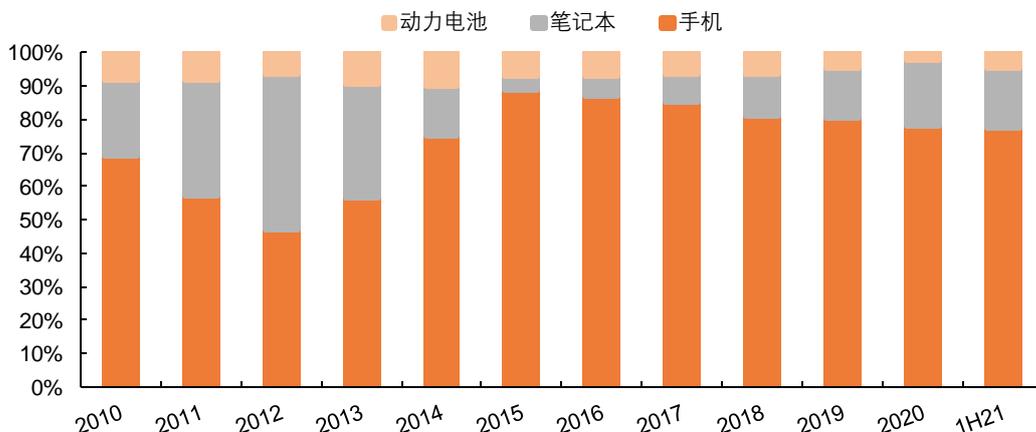
公司模组业务实现跨越式增长，转型速度领先同行。公司模组类业务从 2008 年的 3.1 亿元增长至 2020 年的 209.8 亿元，期间年复合增速达到 42%，相继超越新普、德赛等竞争对手成为全球模组龙头。公司在发展过程中抓住 2010 年之后智能手机高速成长的红利以及 2015 年之后笔记本市场软包替代的机会，借助客户的不断开拓做大做强，实现跨越式增长；在新能源汽车快速发展的大背景下，动力类模组有望成为公司下一阶段的主要增长点。

图表9 欣旺达模组类业务超越竞争对手成为全球第一 单位：亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

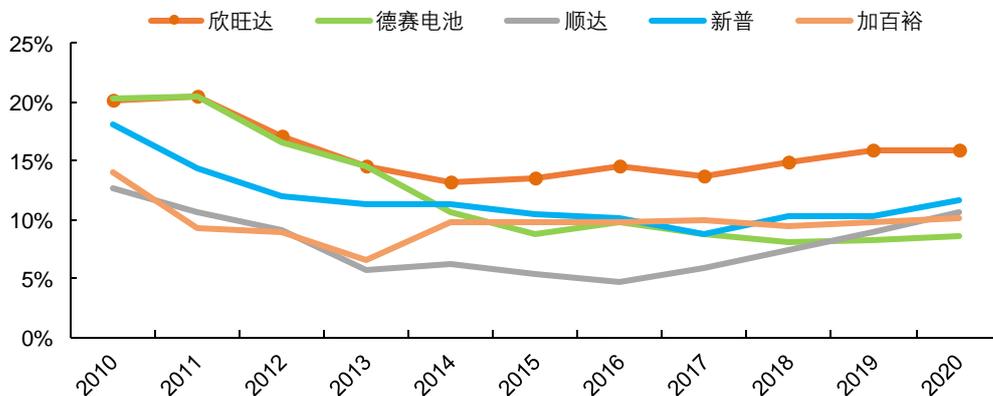
图表10 欣旺达模组业务分产品结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

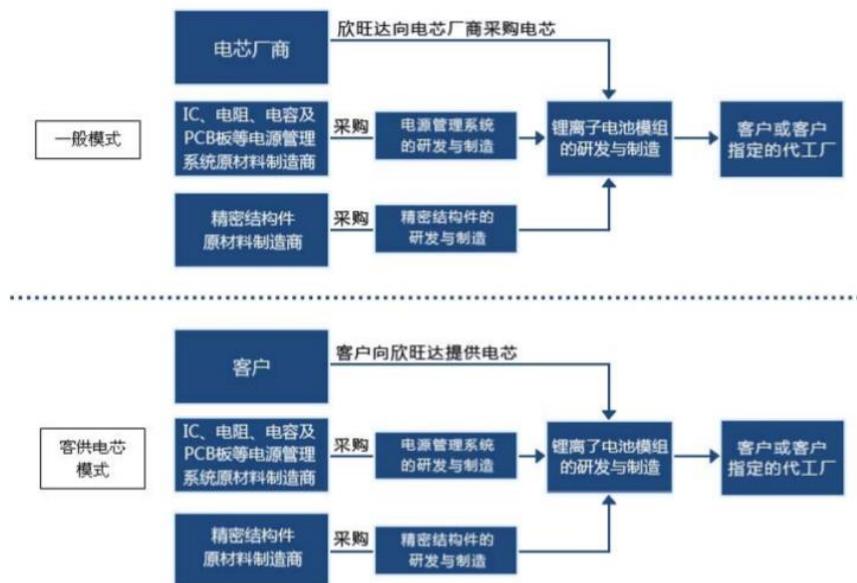
盈利能力高于同行，从规模做大到利润增厚。2010年之后消费电池模组行业毛利率整体处于下滑状态，首先是因为行业扁平化带来竞争加剧，其次是由于厂商采用一般销售模式的业务占比提升，而采用客供电芯模式的业务占比下降。近年来盈利水平基本维持稳定，大多数厂商毛利率在10%左右。欣旺达从2014年开始通过收购锂威进入电芯领域，实现从规模做大到利润增厚的转变，毛利率触底反弹，产品附加值提升，与同行的差距进一步拉大。目前公司模组业务的毛利率接近16%，随着电芯自供率的提升，利润率有望继续改善。

图表11 欣旺达模组业务毛利率高于竞争对手



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 一般销售模式计算毛利率通常低于客供电芯模式

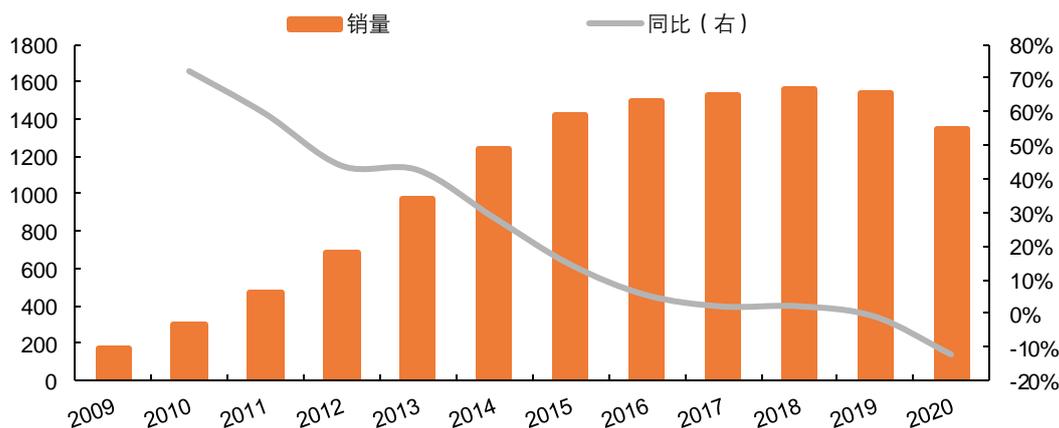


资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

2.2 手机业务稳定增长，单机价值量仍有提升空间

手机市场进入存量博弈时代，行业竞争加剧。2010年之后，智能手机替代传统功能机成为主流，智能手机市场迎来爆发，09-18年行业复合增速达到28%；18年触及销量高点，行业达到饱和状态；20年受到疫情影响，全球智能机销量下滑超过12%。手机市场已进入存量博弈时代，行业竞争加剧，对手机厂商的技术研发和产品迭代能力提出了更高的要求。

图表13 全球智能手机出货量 单位：百万台

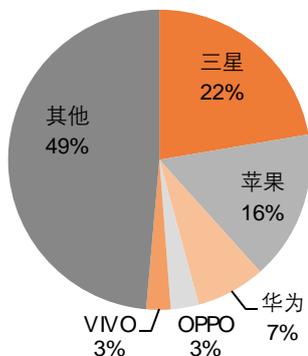


资料来源：Gartner、平安证券研究所

行业集中度大幅提升，国产厂商抢占市场。根据IDC数据，2020年全球智能手机CR5占比71%，较15年大幅提升20pct，三星和苹果的市场份额基本稳定，华为、小米等国产厂商的市占率显著提升。未来手机市场研发实力和品牌形象的作用将更

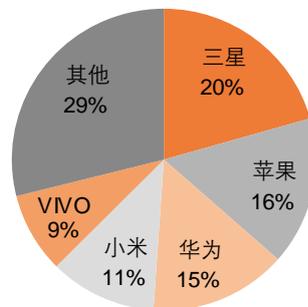
加凸显，行业集中度有望进一步提升。公司智能手机业务重点客户包括苹果、华为、OPPO、VIVO、小米国内外主流智能手机厂商，与头部客户深度绑定，在手机行业集中度提升的大背景下，公司模组出货量有望继续稳定增长。

图表14 2015年全球智能手机厂商市场份额



资料来源：IDC、平安证券研究所

图表15 2020年全球智能手机厂商市场份额



资料来源：IDC、平安证券研究所

公司出货增速超过行业，单位价值量显著提升。从2009年开始，公司手机模组业务已连续11年实现正增长，期间复合增速45%。手机业务的增长主要来源于两方面：**1) 模组出货量的增长**。20年手机模组出货量3.8亿只，是09年的0.2亿只的16倍，期间复合增速29%，高于全球手机出货增速，全球市占率由14%提升至29%（假设一台手机配套一只模组）。**2) 单位价值量的提升**。20年手机模组均价42.8元/只，是09年11.2元/只的3.8倍；单位价值量提升主要由于电池容量的增加、快充及双电芯方案等新技术的应用带来产品均价的上涨。随着产品附加值以及电芯自供比例的提升，公司手机业务毛利率显著改善，20年超过18%。

图表16 欣旺达手机业务营收和毛利率 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

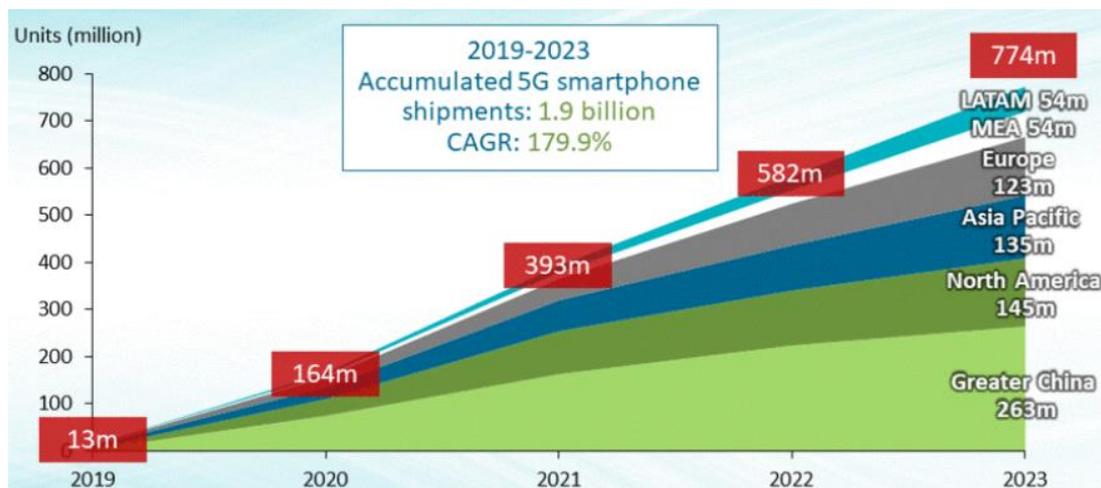
图表17 欣旺达手机业务量价齐升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

5G手机将成为手机行业结构性增长点。数据高速传输客观需求将推动智能手机由4G向5G切换，存量更新下5G手机将迎来快速增长。根据Canalys预测，2023年全球5G手机的出货量将达到近8亿部，占全部智能手机出货总量的51.4%，年复合增速达到180%。得益于政府的科技路线，以及运营商的财务实力，5G智能手机将在中国迅速普及，23年出货接近3亿部，全球占比34%，渗透率由2020年的18%提升至2023年的63%。5G手机将成为未来5年手机行业结构性增长点，推动相关产品和技术的更新迭代。

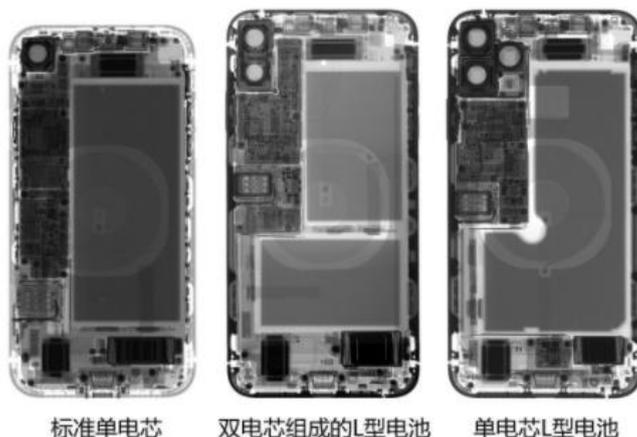
图表18 2023 年全球 5G 手机出货量接近 8 亿部



资料来源: Canalsy、平安证券研究所

5G 高功耗带来电池容量增加，快充和双电芯方案渐成趋势。 5G 手机需要增加 5G 射频和天线，导致功耗大幅提高，需要增加手机电池容量以保证续航时间。一方面，手机电池需要在有限的体积空间内提升容量，因此多电芯和异型电芯技术得到发展；另一方面，大容量电池需要匹配更大的充电功率来压缩充电时间，快充技术在中高端机型中的占比将不断提升。多电芯模组方案较复杂，而快充技术也对电池模组技术提出了更高的要求，利好研发实力较强的龙头企业；两者都增加了 PACK 环节价值量，将推动公司智能手机电池模组产品的 ASP 持续上升，实现以价补量。

图表19 双电芯和异型电芯技术渐成趋势



资料来源: iPhone、平安证券研究所

2.3 笔记本业务强势反弹，抓住软包替代机会实现市占率提升

笔记本电脑走出低谷，20年销量大增。全球笔记本销量在2010年左右达到阶段饱和，13年之后维持在1.6亿台左右；20年由于疫情带来远程办公和网络教学的需求，笔记本电脑销量大增，出货量再次突破2亿台创下新高，预计未来3年销量仍将维持在2亿台左右。

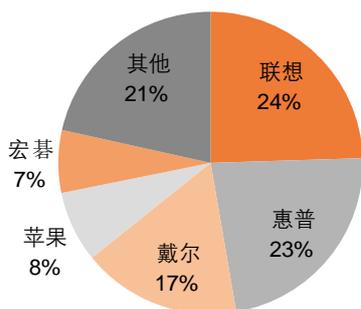
图表20 全球笔记本电脑出货量 单位：亿台



资料来源：IDC、平安证券研究所

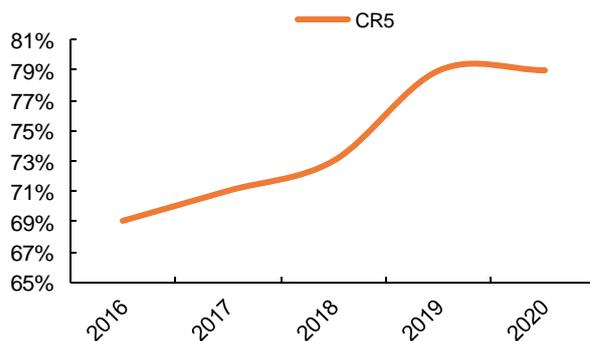
行业集中度提升，国产品牌崛起。根据Gartner数据，2020年全球笔记本电脑CR5占比79%，较16年提升10pct，联想、惠普、戴尔、苹果等主流厂商份额稳定。一些新兴的国产厂商如小米和华为凭借在智能手机领域的成功所打造的品牌力，近年来发力笔记本市场，在国内笔电市场的份额显著提升。与手机行业类似，笔电行业集中度提升将有利于头部电池企业的出货增长。

图表21 2020年全球笔记本电脑厂商市场份额



资料来源：Gartner、平安证券研究所

图表22 全球笔记本市场集中度提升



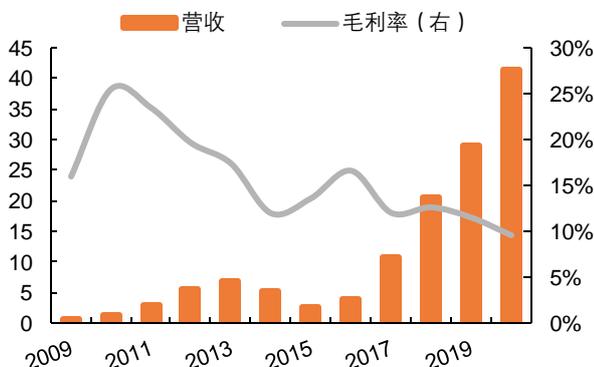
资料来源：Gartner、平安证券研究所

抓住软包替代机会，公司抢占台商份额实现业绩高增。从2008年开始，公司笔电模组业务经历了三个发展阶段：

- **2009-2013年：量增价减。**2009-2013年，公司笔电模组出货量增长30倍，单价下降超60%，营收增长11倍。在此期间，公司加大笔电模组的研发及市场开拓，开发出价格更低的上网本、平板电脑电池模组新产品，导致出货量快速增长的同时，产品均价处于下滑状态。

➤ **2013-2015年：量减价增。**受到笔记本行业需求下滑以及可替代产品增加的影响，公司主动缩减笔电模組的产能规模，出货量从1645万只下滑至553万只；同时调整产品结构，高端产品占比提升带来均价的提升。

图表23 欣旺达笔电业务营收和毛利率 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

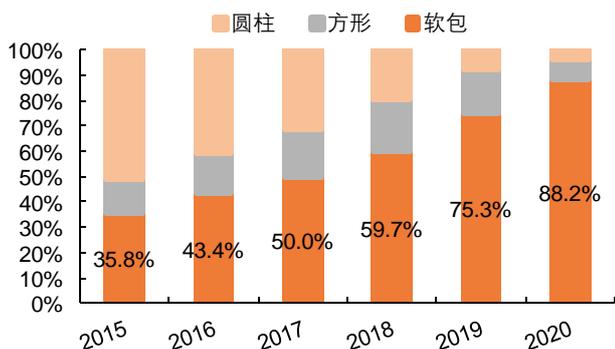
图表24 欣旺达笔电业务销量和均价



资料来源：公司公告、平安证券研究所

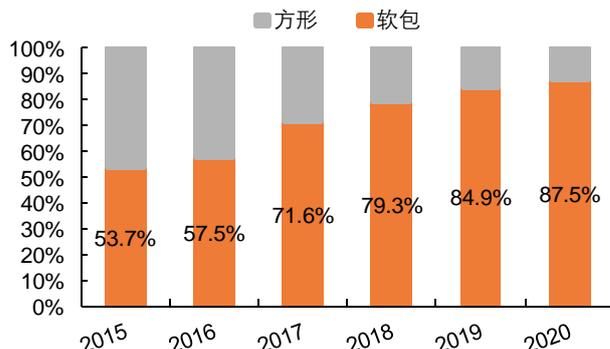
➤ **2015年之后：量价齐升。**2015年是公司笔电业务发展中的转折点。从行业趋势上看，笔记本产品的轻薄化带来电池封装路线的变化，由18650圆柱电池逐步切换为软包电池；目前软包电池在笔电产品中的渗透率已超过80%，未来还有继续提升的空间。从出货量方面看，公司借助早期对软包电池的大力研发带来的先发优势，抓住软包替换的契机，率先突破苹果、联想、微软等企业的供应链体系，并不断开拓惠普、小米等客户，全球市场份额由15年的不足4%提升至20年的16%左右，不断侵蚀顺达、新普、加百裕等以圆柱封装产品为主的台商份额，实现出货量的5倍增长。从价格方面看，软包电池的替换和产品升级带来了模组产品价格的提升，公司产品均价由15年的47元/只上涨至20年的122元/只，单价是手机模组的3倍左右，带动营收规模更快速度的上涨。

图表25 全球笔电锂电池类别占比



资料来源：Techo Systems Research、平安证券研究所

图表26 全球手机锂电池类别占比



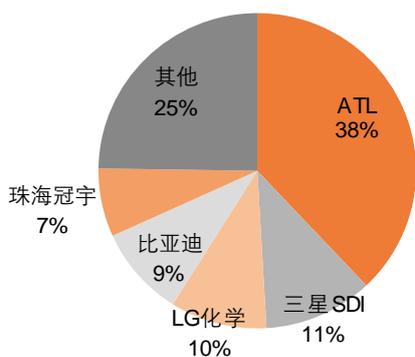
资料来源：Techo Systems Research、平安证券研究所

对标手机业务，笔电市占率、毛利率皆有提升空间。目前公司笔电业务的市占率低于手机业务，预计随着软包电池的继续渗透以及公司对客户的持续开拓，笔电市场份额有望进一步提升。在存量市场的前提下，假设产品价格不变，若市占率对标手机业务的水平（30%以上），则远期笔电营收规模还有翻倍空间。在盈利能力方面，由于新产品试产项目多，前期投入较大，再加上行业竞争较为激烈，公司通过让利的方式争取更多的客户，导致毛利率不断下滑，20年不足10%；随着电芯自供率的提升，笔电业务毛利率有望持续改善，远期利润规模还有翻倍以上空间。

2.4 收购锂威布局电芯，纵向延伸增厚利润

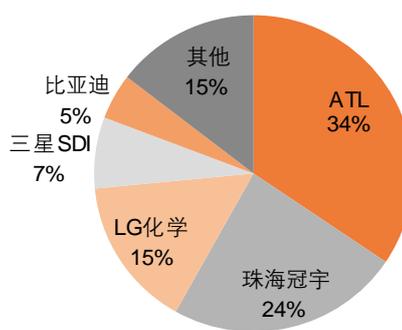
消费电池市场格局稳定,行业集中度较高。消费电池行业经过近 30 年的发展,目前行业格局已基本稳定。根据 Techo Systems 统计,2020 年手机锂电池 CR5 占比 75%,笔电 CR5 占比 85%,行业集中度较高,ATL、比亚迪、珠海冠宇、三星 SDI、LG 化学为主要头部玩家。

图表 27 2020 年全球手机锂电池企业出货份额



资料来源: Techo Systems Research、平安证券研究所

图表 28 2020 年全球笔电锂电池企业出货份额



资料来源: Techo Systems Research、平安证券研究所

电芯和模组一体化为趋势,欣旺达收购锂威发挥协同效应。按照消费锂电池内部和厂商之间分工情况的不同,可以将锂电池企业分为四类,我们认为未来同时具备电芯和模组产能的电池厂具备更大的利润空间:

- **拥有模组产能的电芯企业:** 这类企业以生产锂离子电芯为主业,附有锂离子电池模组制造业务。目前全球主流的消费电池厂商基本上都有部分模组产能,剩下的部分就交由第三方模组厂商进行 pack 组装,在 pack 厂面前拥有较强的话语权,如:ATL、三星 SDI、LG 化学、村田、松下、比亚迪、力神、比克、冠宇等。
- **拥有电芯产能的模组企业:** 这类企业最早只做模组业务,而后延伸至上游电芯领域,如欣旺达、飞毛腿等。
- **没有电芯产能的模组企业:** 这类企业封装业务所用电芯均从外部采购,毛利率普遍较低,主要有德赛电池以及新普、顺达、加百裕、新盛力等台湾企业。
- **没有模组产能的电芯企业:** 这类企业规模普遍较小,行业话语权较弱,如深圳鼎力源电池等中小企业。

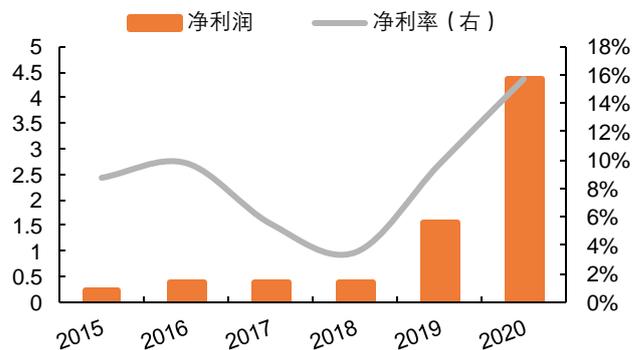
欣旺达于 2014 年 11 月出资 2 亿元收购东莞锂威 51%的股权,2018 年 7 月出资 7.3 亿元收购剩余 49%的股权。对于锂威来说,当前营收规模与行业龙头存在较大差距,但增速更快,通过欣旺达多年积累的客户资源,有望在稳定的行业格局下实现突围。对于欣旺达来说,通过上游延伸可弥补传统主业的利润短板,实现由规模做大到利润增厚的转型。2020 年公司消费电芯业务营收 27.8 亿元,同比增长 76%,净利润 4.4 亿元,同比增长 184%,规模快速增长的同时利润率提升明显。

图表29 欣旺达消费电子收入 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 欣旺达消费电子净利润 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

消费电子逐步渗透，海外客户有望突破。公司电芯覆盖模组产品所涉及的各个领域，目前手机电芯渗透速度更快，主要客户包括小米、联想、华为、OPPO、VIVO 等国内主流厂商，并积极开拓苹果、三星等海外客户。在笔电电芯方面，小米、联想等先后开始出货，惠普、戴尔等海外企业也取得积极进展。我们认为凭借在 PACK 方面积累的客户资源和技术实力，电芯的渗透将较为顺利，海外客户有望陆续突破。

电芯扩产激进，加速一体化布局。公司主要在惠州和兰溪进行手机和笔记本等消费电子的扩产。惠州锂威于 2016 年开始建设，四期工程+技改能够实现 70 万只/天的产能，预计 21 年年末达产。2020 年 3 月，公司与浙江兰溪市政府合资建设浙江锂威，总共投资 52 亿元分三期建设消费电池产能（电芯+模组），建成后产能合计 80 万只/天，年产能约 2.4 亿只，兰溪基地于 20 年 7 月开工，预计 21 年末产能将达到 30 万只/天。此外，锂威原东莞基地目前主要生产 TWS 耳机电池等小型电芯，产能 20 万只/天。从自供率来看，18 年消费电子自供率为 10%左右，19 年提升至 10%-15%，20 年 15%-20%，目前自供率在 25%左右，未来三年有望提升至 50%。

图表31 欣旺达消费电子产能情况 单位：万只/天

基地	投资 (亿元)	规划产能	2016	2017	2018	2019	2020	2021
东莞	小电芯		10	10	10	10	10	20
	一期	2.3		10	10	10	10	10
	二期	2			10	10	10	10
	三期	4.1	20			10	20	20
惠州	四期	4.1					10	20
	技改							10
兰溪	一期	16						20
	二期	18						10
	三期	18						
合计			10	20	30	40	60	120

资料来源：公司公告、平安证券研究所

自供率每提升 10%，毛利率或增加 1.5pct。在消费电池生产成本当中，原材料成本占比超过 80%，原材料成本当中，电芯占比约为 70%，其余材料包括 IC、PCB 板、结构件及辅料等。为测算电芯自供率的变化对消费电池业务毛利率的影响，我们假设：1) 参考 2020 年公司相关数据，电芯价格 25 元/只，电芯毛利率 30%，电芯自供率 20%左右；2) 除电芯自供率外，其他因素保持不变。可以测算得出结果：电芯自供率每提升 10%，消费类模组毛利率增加 1.5pct，对应 23-24 年 50% 的自供率，毛利率有望超过 20%；若公司电芯实现完全自供，则毛利率将提升至 28%以上。

图表32 欣旺达消费电池模组毛利率测算 单位：元/只

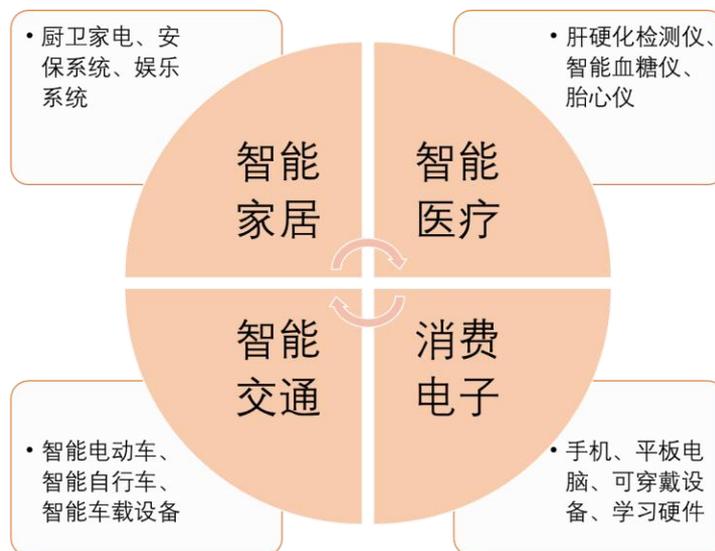
项目	2020	2021	2022	2023	2025~
假设 1：电芯价格	25	25	25	25	25
假设 2：电芯毛利率	30%	30%	30%	30%	30%
假设 3：电芯自供率	20%	30%	40%	50%	100%
原材料	34.1	33.3	32.6	31.8	28.1
电芯成本	23.3	23.5	22.8	22.0	21.3
IC	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
PCB 板	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
结构件及辅料	4.5	4.3	4.3	4.3	4.3
直接人工	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
制造费用	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
总成本	41.1	40.3	39.6	38.8	35.1
模组价格	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
毛利率	16.5%	18.0%	19.6%	21.1%	28.7%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.5 智能硬件尚处成长期，有望成为公司新的增长点

智能硬件通过将硬件和软件相结合，对传统设备进行智能化改造。智能硬件产品具备信息采集、处理和连接能力，可实现智能感知、交互、大数据服务等功能，是“互联网+”人工智能的重要载体，主要应用于消费电子、智能家居、智能交通、智能工业、智能医疗等领域。随着 5G 的商用落地，智能网联技术的进一步升级，智能硬件市场发展将迎来加速期。

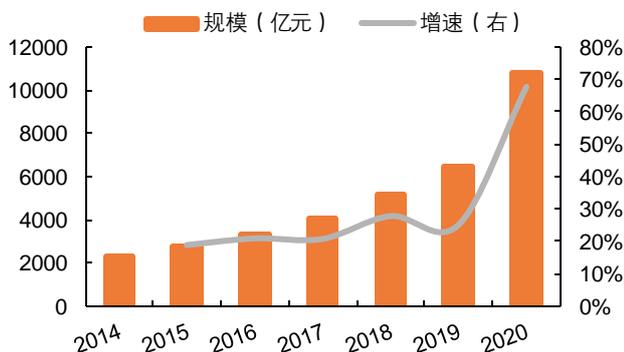
图表33 智能硬件定义与分类



资料来源：艾媒咨询、平安证券研究所

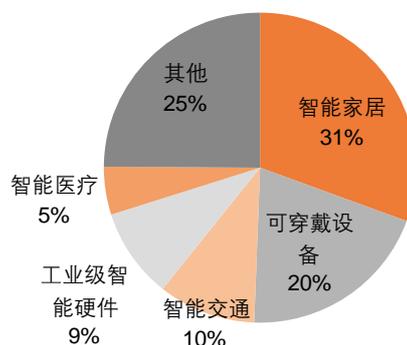
智能硬件为万亿级市场，智能家居、可穿戴设备占据半数份额。根据前瞻产业研究院统计，2019 年国内智能硬件行业市场规模达到 6430 亿元，同比增长 25%；2020 年疫情的爆发使得催生智能硬件终端设备的需求达到高点，预计 2020 年国内智能硬件设备市场规模达到 10767 亿元，智能硬件行业成为又一个万亿级市场。2020 年，中国智能硬件行业以主打 C 端市场的智能家居和可穿戴设备为主，两者合计占比超过一半。我们预计未来三年智能硬件行业仍将维持 20%-30% 的快速增长。

图表34 国内智能硬件市场规模 单位：亿元



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表35 2020年国内智能硬件市场结构



资料来源：前瞻产业研究院、平安证券研究所

智能硬件产品全面铺开，产品体系丰富。在智能硬件领域，公司以向客户提供消费类锂电池为契机，为满足客户的一站式采购需求，增强客户粘性，进一步深入开展全产业链客户的多领域合作。公司目前智能硬件产品拥有八大类超 30 种，客户包括暴风、掌网、大朋乐相、小米、石头科技、纳恩伯、大疆、唯见、Ximmerse 等。扫地机器人方面，公司为小米、石头科技、纳恩伯等客户做整机代工，供货占比较高；无人机业务方面，公司已与大疆等展开深度合作；电子笔方面，公司已经与微软公司签署了智能电子笔技术授权合同。公司目前智能硬件板块第一大客户为小米供应链系统，为其扫地机器人、无人机等产品代工生产；小米在智能产品领域广泛布局，2020 年 IoT 与生活消费产品营收 674 亿元，15-20 年复合增速超 50%，公司有望凭借与小米的深度合作实现业绩的快速增长。

图表36 欣旺达智能硬件产品

门类	产品
智能商用产品	BT3L 模组、WiFi 模组、智能验钞机
电子笔和配件	电子币、氮化镓充电器、电子手写板
健康与个护类产品	电动牙刷、智能化妆镜、舒缓仪、姿势调整仪、智能手表、吹风筒、电子烟、额温枪
AI 音视听类产品	绘本机器人、故事机、智能摄像头、云台摄像机、智能音箱、录音笔、TWS 耳机
智能机器人产品	服务机器人、水下机器人、仿生机器人
智能家居类产品	空调伴侣、扫地机、智能门锁、智能网关、智能墙壁开关、智能场景面板开关
VR 穿戴类产品	VR 眼镜、VR 手柄、VR 盒子
智能出行类产品	滑板车、行车记录仪、自行车行车记录仪

资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表37 米家扫地机器人 1S



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表38 小米 IoT 与生活消费产品营收 单位：亿元



资料来源：公司年报、平安证券研究所

智能硬件业务高速增长，年均复合增速有望维持 30%。2020 年公司智能硬件业务实现营收 63.7 亿元，同比增长 59%；出货量 0.6 亿只，同比增长 133%，销售均价 106 元/只，同比下降 32%。2020 年摄像头等单价和盈利相对较低的产品销量占比提高，导致智能硬件产品销量大幅上升、均价和毛利率下降。公司从 20 年开始调整业务结构，将两轮车等小动力类电池并入智能硬件类业务，2020 年 9 月，公司公告在兰溪经开委辖区内投资建设欣动能源项目，计划新增 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。我们预计随着公司产品体系的不断丰富以及客户的持续开拓，未来三年智能硬件业务有望维持 30%左右的增速。

图表39 欣旺达智能硬件营收和毛利率 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表40 欣旺达智能硬件销量和单价



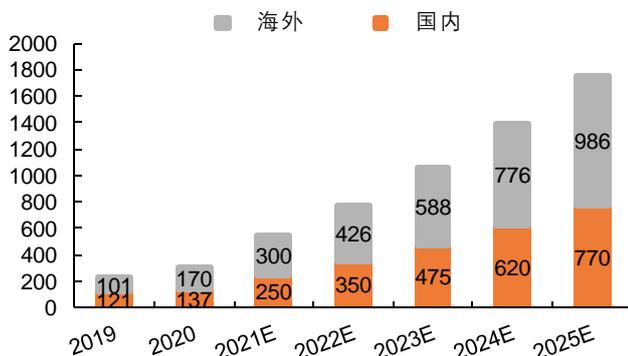
资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、动力电池蓄势待发：打造下一个增长极

3.1 动力电池迎来 TWh 时代，主机厂争夺优质资源

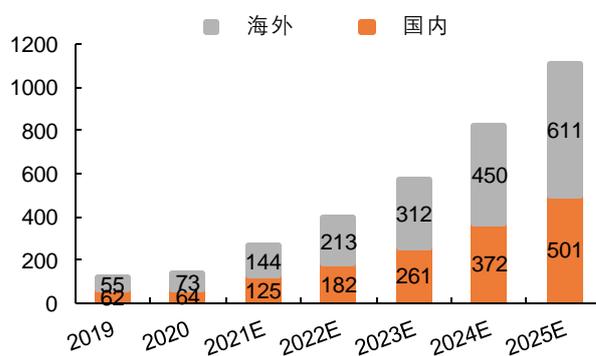
预计 2025 年全球动力电池规模超 1TWh。在各国大力推广新能源汽车的背景下，各大车企加快电动化转型。2020 年全球电动车销量超 300 万辆，动力电池装机量超 130GWh；预计到 2025 年，全球电动车规模超 1700 万辆，动力电池规模超 1000GWh，行业将正式进入 TWh 时代。

图表41 全球新能源汽车销量预测 单位：万辆



资料来源：中汽协、Marklines、平安证券研究所

图表42 全球动力电池装机量预测 单位：GWh



资料来源：中汽协、Marklines、平安证券研究所

海外主机厂争夺优质电池资源，国内二线厂商迎来发展良机。为保障大规模电动化计划顺利实施和供应链的安全稳定以及提升议价权，海外主流车企率先打破原有的单点或 AB 点的供应格局，逐渐向多点供应拓展，并通过合资、入股、签订长协等方式与国内的二线电池厂商进行更加深入的绑定。全球车企对优质资源的争夺为二线电池厂商带来了良好的发展机会，具备技术研发以及产能规模优势的企业有望得到海外客户的认可和订单机会。

图表43 电池厂-海外主机厂供应关系

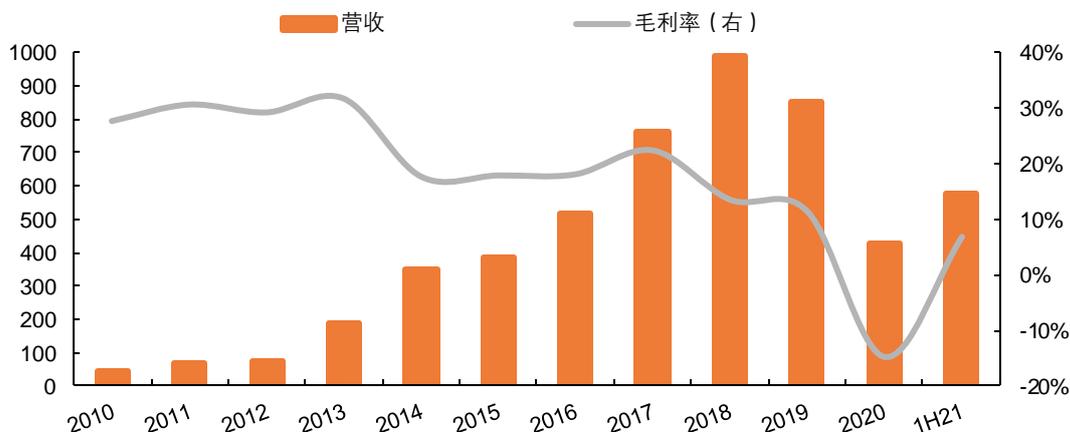
	特斯拉	通用	福特	大众	戴姆勒	宝马	雷诺日产	丰田	现代起亚	STELLANTIS
松下	合资							合资		
LG 化学		合资							合资	
三星 SDI						长协				
SKI			合资							
AESC										
Northvolt				入股		长协				
宁德时代	长协					长协				
比亚迪										
国轩高科				入股						
亿纬锂能					供应商合资	定点			供应商合资	
孚能科技					入股长协					
欣旺达							长协			
蜂巢能源										长协

资料来源：公司公告、高工锂电、平安证券研究所

3.2 积极布局动力市场，有望实现二线突围

动力电池业务迎来拐点。2018 年之前公司动力类业务出货以 Pack 产品为主，随着国内新能源汽车市场的快速增长，动力电池规模达到 10 亿元级别；2018 年之后，电芯产品的出货开始提升，但受到国内电动车增速放缓、疫情影响带来的客户需求延后以及小动力类电池重分类进入智能硬件板块，19-20 年连续两年营收下滑，再加上前期研发和资本投入较大，动力电池业务尚未实现盈利。随着雷诺、吉利等重点客户进入产品放量期，以及新客户的大量开拓，21 年上半年动力电池业务实现营收 5.74 亿元，同比增长 344%；22 年利润端有望扭亏，拐点向上的趋势较为明确。

图表44 欣旺达动力电池营收情况 单位：百万元

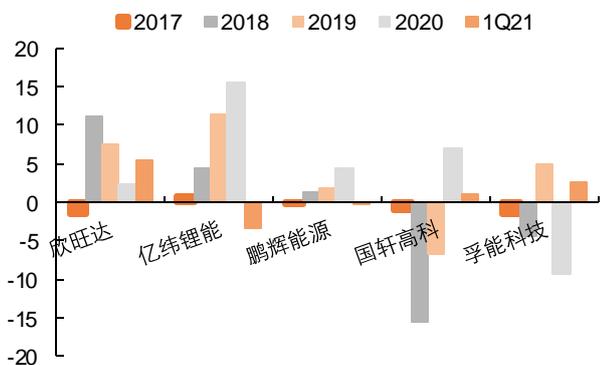


资料来源：公司公告、平安证券研究所

我们认为公司动力电池有望从二线厂商当中实现突围，主要基于以下原因：

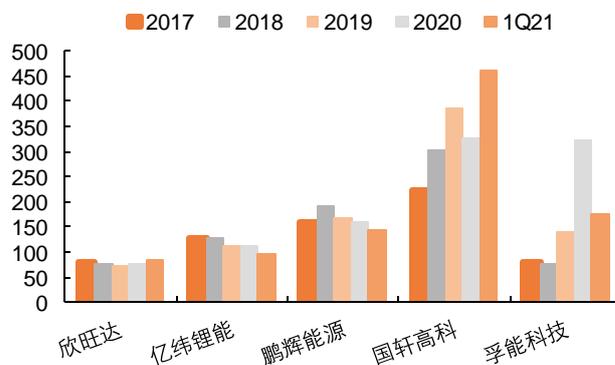
- **原因一：现金牛业务为动力电池“输血”。**动力电池行业资金壁垒较高，前期的产能建设和研发投入需要大量的资金，除头部企业外，其他厂商可能承担较长时间内亏损的风险，因此具有现金牛业务的企业能够更好地抵御业绩波动，实现长期成长。在二线动力电池企业中，欣旺达、亿纬锂能都有消费类的现金牛业务，两家企业的经营性现金流表现良好，应收账款周转天数控制在较低水平，也为动力类业务的持续“输血”提供了保障。

图表45 电池企业经营性现金流对比 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表46 电池企业应收款周转天数对比 单位：天



资料来源：Wind、平安证券研究所

- **原因二：消费电池领域长期的技术积累。**纵观锂电行业的发展，目前全球前五大动力电池厂商都是早期的消费电池巨头，在推动锂电池商业化和规模化生产的进程中扮演关键角色，印证了成熟的锂电池产品需要长期的技术积累、生产经验和产业链整合。欣旺达早期布局消费锂电模组，并于14年收购成熟的电芯企业，逐步培养一体化的锂电核心技术和生产经验；在动力电池领域首先布局模组和 Pack 业务积累客户资源，然后自研自产电芯。公司已具备足够的技术积累，保证优质电池的研发和生产。

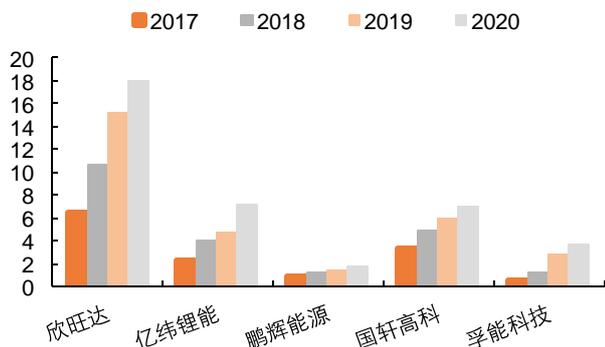
图表47 部分锂电池企业发展历史



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

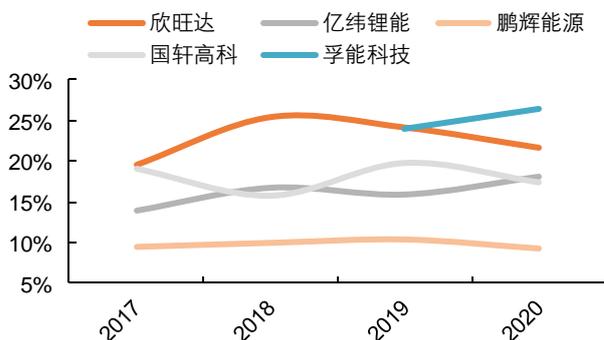
- 原因三: 研发支出、研发人员占比高于同行。公司从2008年就开始动力电池的研发, 于2015年成立动力电芯研究院, 动力项目技术团队由国内外主流电池厂的核心工程师组建, 通过大量自主研发取得一系列技术成果和技术突破。公司注重产学研项目, 和多所国内知名高校在电动汽车电池、石墨烯、电池材料等多领域开展科研合作, 自主研发正极、负极、电解液等核心工艺。2020年公司研发支出18亿元, 远超其他二线厂商, 研发支出和研发费用率皆处于持续提升的状态; 研发人员数量接近6000人, 占比超过20%, 处于行业领先水平; 开发的高能量密度动力电芯产品能量密度达到240Wh/kg, 寿命超过2000次。公司在研发领域持续大规模投入, 并且通过良好的机制保证研发效率, 我们看好公司动力电池业务的成长性。

图表48 电池企业研发投入对比 单位: 亿元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表49 电池企业研发人员占员工总数比例对比



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表50 欣旺达动力电池及消费电芯核心团队简介

姓名	职务	履历
梁锐	副总经理	曾任天津力神电池股份有限公司董事会秘书、总经理助理、执行副总裁、常务副总裁等职务；曾兼任力神电池（苏州）有限公司法定代表人、执行董事、总经理，力神国际公司（美国）董事、公司秘书；天津清源电动车辆有限公司董事
郑伟伟	动力电池技术总工程师	毕业于江西大学半导体物理专业；曾从事消费通信设备研究与开发；2010年加入欣旺达，建立汽车电池系统研发团队，涵盖BMS及主/被动均衡、圆柱/软包/方形电芯模块、自冷/风冷/液冷热管理系统、钣金/铝挤/铝铸/复合增强箱体、电气与安全系统部件等电池系统集成技术领域，历任欣旺达研发二部总监、电动汽车电池常务副总和总工程师职务
张耀	电芯研究院院长	华南理工大学材料加工工程博士，行业资深专家
夏林威	电芯研究院副总经理	曾就职于某核心锂电池企业，行业资深专家
陈杰	东莞锂威研发负责人	曾就职于某核心锂电池企业，行业资深专家

资料来源：公司公告、公司官网、平安证券研究所

3.3 客户即将放量，产能有序推进

客户不断壮大，21年有望放量。2018年电芯正式投产后，当年的客户车型主要包括东风柳汽景逸S50EV、云度π1/π3、吉利帝豪PHEV等，装机电量约0.26GWh；2019年主要客户吉利放量，带动公司国内装机量达到0.65GWh，首次跻身行业前十，BEV产品出货量约1.11GWh；2020年受到疫情影响，部分客户减少或推迟订单导致公司动力电池业务营收下滑且未能实现盈亏平衡，但与日产、东风、沃尔沃等新老客户在多个产品方面达成合作协议，客户开拓取得良好进展；2021年先后收到广汽、五菱、吉利等新客户或者新车型定点函，并且与吉利合资建设电池产能，客户拓展持续突破。2021年开始公司主要客户旗下产品将陆续放量，出货有望加速增长。

图表51 欣旺达与国内外多家车企达成动力电池合作协议

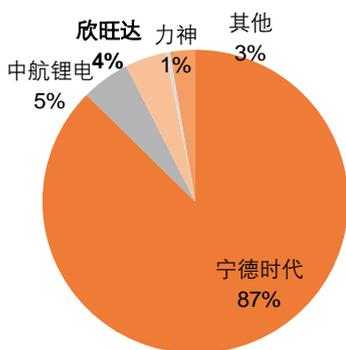
车企	公告日期	预计出货时间	车型	合作协议
雷诺日产	2019年4月	21年一季度	HEV车型	收到供应商定点通知书，相关车型未来七年（2020-2026）的需求预计达115.7万台
日产	2020年6月	21年下半年	e-POWER	与日产签订《谅解备忘录》，拟联合研发下一代日产电动汽车e-POWER的电池
易捷特	2019年5月	20年四季度	Dacia Spring	收到供应商定点通知书，被指定为X项目待开发的动力电池供应商，相关车型未来六年（2020-2025）的需求预计达36.6万台
沃尔沃	2020年10月			通过沃尔沃汽车资质审核
吉利	2018年8月	2020年4月	全球鹰、帝豪EV、帝豪	指定为吉利英伦全新TX车型电池系统服务商
	2021年4月	21年下半年	PHEV、几何A、极氪、Smart等	收到威睿动力开发意向书，为PMA平台项目供应动力电池电芯产品
	2021年7月		全系HEV	与吉利集团、浙江吉润共同投资设立合资公司山东吉利欣旺达（公司占30%），建设电芯、模组及电池包产线，主要配套HEV（含48V）动力电池包
东风乘用车	2021年2月		E70	收到零件定点供应商选择确定的通知函，为其E70供应动力电池总成产品
东风柳汽	2020年8月			收到供应商选定结果通知函，为其供应HEV动力电池总成产品
	2020年9月		S50EV	收到电池包供应商选择确定的通知函，为其换电项目供应动力电池总成产品
	2021年2月			收到电池包供应商选择确定的通知函，为其磷酸铁锂菱智

				CM5EV 供应动力电池总成产品
广汽乘用车	2021 年 4 月	22 年上半年	A9E	收到零部件开发试制通知书，为其 HEV 平台 A9E 车型提供动力电池系统产品
上通五菱	2021 年 5 月	21 年下半年	宏光 MINI EV	收到华霆动力定点函，为其 E50 项目供应 142Ah 磷酸铁锂动力电池电芯产品
	2021 年 8 月		CN220MHEV	收到华霆动力定点函，为五菱 CN220MHEV 项目供应动力电池电芯产品

资料来源：公司公告、平安证券研究所

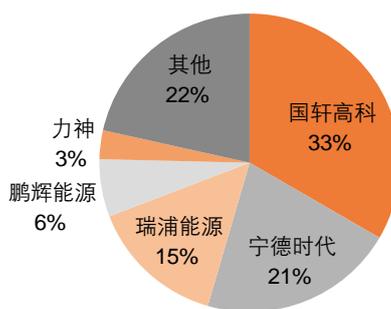
► **吉利高端车型受热捧，五菱有望贡献增量。**国内客户方面，吉利和五菱或将成为公司 21 年的主力客户。吉利 20 年新能源汽车销量约 3 万台左右，其供应商包括宁德时代、中航锂电、欣旺达、力神等；21 年 4 月，欣旺达与吉利达成供货协议，将为后者 PMA 平台项目供应电芯，预计 21 年年底或 22 年年初公司将开始为 PMA 平台车型供货。吉利于今年推出的高端车型极氪 001 在性能和价格方面对标畅销车型比亚迪汉，自该车发布以来，市场反馈远超预期，官方证实 21 年可交付订单 1 万辆已经售罄，10 月起开启交付。上汽通用五菱方面，欣旺达于 21 年 5 月收到定点函，预计将于下半年配套 2-3 万套 MINI EV 的电芯产品。

图表 52 2020 年吉利新能源乘用车电池供应商份额



资料来源：合格证、平安证券研究所

图表 53 2020 年上通五菱新能源乘用车电池供应商份额



资料来源：合格证、平安证券研究所

图表 54 极氪 001 与汉 EV 对比

参数	汉 EV			极氪 001		
	低续航前驱版	长续航前驱版	长续航四驱版	四驱长续航 WE 版	后驱长续航 WE 版	四驱长续航 YOU 版
补贴后售价 (万元)		22.98/25.58	27.95	28.1	28.1	36
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	三元	三元	三元
电池供应商		比亚迪			宁德时代/欣旺达	
长度 (mm)	4980	4980	4980	4970	4970	4970
轴距 (mm)	2920	2920	2920	3005	3005	3005
整备质量 (kg)	1940	2020	2170	2225	2290	2350
续航里程 (km)	506	605	550	526	712	606
带电量 (kWh)	70	85	85	86	100	100
系统能量密度 (Wh/kg)	140	140	140	175	175	175
百公里耗电量 (kWh)	13.9	14.1	15.4	16.3	14.0	16.5
最高车速 (km/h)	185	185	185	200	200	200
最大功率 (kW)	163	163	163+200	200+200	200	200+200

最大扭矩 (Nm)	330	330	330+350	384+384	384	384+384
百公里加速 (s)	7.9	7.9	3.9	3.8	6.9	3.8
快充性能	充电 10 分钟续航 120 公里, 最高支持 100 千瓦快充功率			充电 5 分钟续航 120 公里, 2.2C 的高充电倍率, 最大充电电流可达到 600A		
风阻系数 (cd)	0.233			0.23		
电池质保	电芯终身免费保修			首任车主终身免费质保		
辅助驾驶硬件	5 个摄像头、3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达			Mobileye EyeQ5 双芯片, 15 个高清摄像头、1 个长距毫米波雷达、12 个短距超声波雷达		
销量	累计 6.2 万辆, 月均 0.6 万辆					

资料来源: 汽车之家、平安证券研究所

- **雷诺日产广泛合作, 分享欧洲市场红利。**海外客户方面, 公司与雷诺日产联盟达成广泛合作, 欣旺达主供车型雷诺 Dacia Spring 于 20 年年末开始出口欧洲。Dacia Spring 是雷诺 e 诺同平台欧洲姊妹版车型, 由雷诺日产与东风的合资公司易捷特生产, 单车带电量 26.8kWh, WLTP 工况下续航里程 230km。2020 年雷诺 EV 全球销量超过 11 万辆, ZOE 为绝对主力; 21 年 1-5 月 ZOE 表现平淡, Dacia Spring 增速亮眼, 累计销量近 7000 台, 为雷诺第二大 EV 车型。Spring 是欧洲最便宜的 EV 车型之一, 补贴后售价仅为 1 万欧元左右, 并且小型 SUV 较为符合欧洲人的消费习惯, 因此有望成为继 ZOE 之后雷诺下一款爆款车型。在混合动力方面, 20 年雷诺 HEV 车型总销量超过 9000 台, 21 年 1-5 月接近 1.6 万台, 考虑到 HEV 车型兼顾长续航和低油耗的特点, 混动车型在欧洲具备较大的市场空间。我们认为欣旺达已经顺利进入欧洲传统主机厂核心产品的供应链, 动力电池产品放量在即; 同时有望借此拓展其他欧洲客户, 分享欧洲市场电动化转型的红利。

图表55 雷诺新能源汽车全球销量情况 单位: 台

燃料	车型	2020	21 年 1-5 月
EV	Twingo	3428	5466
	e 诺	135	57
	Kangoo	1805	912
	SM3	857	0
	Dacia Spring	5792	6956
	Twizy	862	280
	ZOE	101103	23735
	其他	29	19
	合计	114011	37425
PHEV	Megane	1660	2674
	Captur	8213	8468
	其他	7	21
	合计	9880	11163
HEV	Clio	9066	12364
	Arkana	0	3512
	合计	9066	15876

资料来源: Marklines、平安证券研究所

公司动力电池产能扩张有序推进。公司动力电池生产基地主要位于惠州和南京, 并新增南昌基地, 其中光明工业园设有动力电芯研究院和动力电池系统研究院; 2018 年 6 月, 惠州博罗工业园 2GWh 电芯产线投产; 2019 年 3 月, 公司联合南京溧水经济开发区管理委员会、南京鼎通园区建设发展有限公司, 成立合资公司南京欣旺达, 计划总投资 120 亿元, 分三期建设动力电池产能, 总规划产能达 30GWh; 2021 年 8 月, 公司与南昌经开委合资建设南昌欣旺达, 计划总投资 200 亿元, 分四期建设动力电池产能, 总规划产能达 50GWh, 并于 2021-2026 年分阶段实施。截至 2020 年底, 公司拥有 6GWh 动力电

芯产能，其中惠州 4GWh (三元)，南京 2GWh (兼容三元和铁锂)，公司计划 21 年新增 4GWh 产能，年末总产能将达到 10GWh。

HEV 产品方面，公司目前有 3 条 HEV 产线，其中惠州 1 条，南京 2 条，单线产能 0.2-0.3GWh，同时计划在南京再扩 4 条线，预计 21 年年底完成；此外，公司与吉利在山东设立动力电池合资工厂，合资公司建成量产后，一期峰值年产能配套不低于 60 万套 HEV (含 48V) 动力电池包，二期通过新增产线将峰值年产能提升至配套不低于 80 万套 HEV (含 48V) 动力电池包。公司电池产能稳步扩张，动力电池业务即将迎来爆发期。

图表 56 欣旺达 EV 动力电池产能分布 单位: GWh

电芯类型	投资额	产品	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023
惠州博罗工业园	三元	电芯	4	2	2	4	4	4	4
		PACK	6	3	3	6	6	6	6
南京欣旺达一期	三元+铁锂	电芯	8			2	6	8	8
		PACK	8			2	6	8	8
南京欣旺达二期	三元+铁锂	电芯	10					3	7
		PACK	10					3	7
南京欣旺达三期	三元+铁锂	电芯	12						
		PACK	12						
南昌欣旺达一期	16 亿元	电芯	4					4	4
		PACK	4					4	4
南昌欣旺达二期	40 亿元	电芯	10						
		PACK	10						
南昌欣旺达三期	64 亿元	电芯	16						
		PACK	16						
南昌欣旺达四期	80 亿元	电芯	20						
		PACK	20						
合计	三元+铁锂	电芯	84	2	2	6	10	19	23
		PACK	86	3	3	8	12	21	25

资料来源：公司公告、平安证券研究所

布局上游原材料，继续一体化延伸。21 年 6 月，欣旺达子公司浙江锂威能源与兰溪经开发签订项目投资协议，总投资 7.5 亿元年产 1.15 亿平方米基膜涂覆项目落户浙江兰溪，产品包括电池材料、隔离膜、铜箔、铝箔，主要为锂威兰溪锂电池项目生产配套；厂房预计 2022 年 7 月投入使用。此次投资意味着公司开始着手上游关键原材料的自产，有利于降低生产成本、保障供应链稳定。此外，公司在南昌与当地政府合作，围绕电池终端产品布局上下游产能，适度开发当地新能源矿产资源，生产电池正极材料、电池结构件，设置锂离子电池研发机构和检测机构，建设新能源电池回收基地，开发新能源动力电池相关项目，服务核心产品供应和配套，全面布局新能源电池全产业链。

3.4 电化学储能兴起，公司积极布局

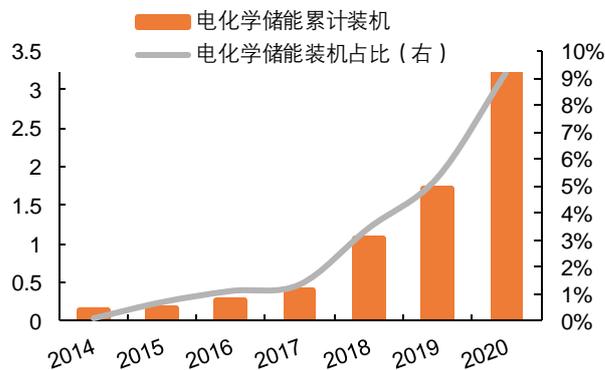
电化学储能兴起，近三年占比快速提升。根据 CNESA 数据，2020 年全球电化学储能累计装机达到 14.25GW，占储能市场比重提升至 7.5%；中国市场受益于电池技术进步和成本下降，电化学储能累计装机达到 3.27GW，占全球电化学储能的 23%，占国内储能装机的 9.2%，高于全球水平。尽管目前绝对占比较小，但在碳中和和国家大力发展新型储能的大背景下，电化学储能有望通过技术的持续改进、制造成本和维护成本不断下降、储能设备容量及寿命不断提高，在储能市场将实现大规模应用，成为储能产业新的发展趋势。

图表57 全球电化学储能装机累计规模 单位：GW



资料来源：CNESA、平安证券研究所

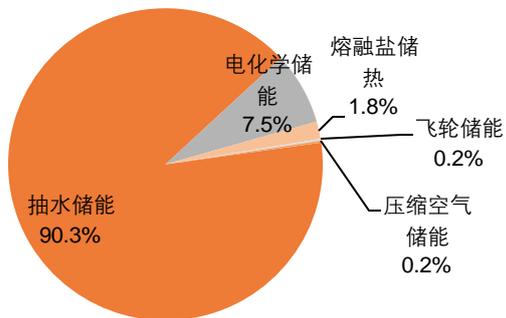
图表58 中国电化学储能装机累计规模 单位：GW



资料来源：CNESA、平安证券研究所

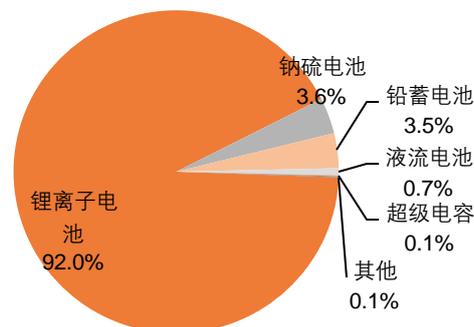
锂电池占据电化学储能主导地位，钠离子电池有望逐步渗透。20年电化学储能装机中，锂电池占比达到92%，处于绝对主导地位；其他主要的技术路线还包括铅蓄电池、液流电池、钠硫电池、超级电容等。此外，钠离子电池凭借较低的理论生产成本、较高的安全性、优异的高低温性能，有望成为下一代电化学储能技术。

图表59 2020年全球储能市场累计装机结构



资料来源：CNESA、平安证券研究所

图表60 2020年全球电化学储能累计装机结构



资料来源：CNESA、平安证券研究所

储能业务体量较小，但增长迅速。公司于2015年成立储能事业部，以锂电池储能集成及应用技术为核心，专注于电网储能、工商业储能、家庭储能、网络能源以及综合能源服务业务，为客户提供储能系统及整体解决方案。在电力储能领域，公司以国内外新能源开发商、EPC 厂家为开拓重点，在国内外新能源侧都取得了较大的突破；在数据中心和通信电源领域，随着5G 市场的快速发展，公司为多家通信集成商客户提供基站锂电产品、为数据中心大客户定制化锂电池解决方案；在家庭储能领域，公司提供家储标准锂电模块，家储系统产品广泛应用于全球多个国家。2020年公司储能管理业务实现营收1.81亿元，16-20年复合增速99%，总装机量达到800MWh；21年上半年储能装机554MWh。与其他传统业务相比，公司储能业务体量较小，但增长潜力较大。

图表61 欣旺达储能管理业务情况 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表62 欣旺达电网储能产品



资料来源：公司官网、平安证券研究所

钠离子电池专利聚焦于负极补钠。2017-2019 年公司有多个钠离子电池相关专利公开，大多数专利聚焦于将金属钠或者钠盐以液态的形式添加到负极极片上实现负极补钠，改进后的钠离子电池在倍率性能、循环稳定性、首次库伦效率和能量密度等指标方面有部分的性能改善。未来钠离子电池技术有望率先应用于公司的储能业务中。

图表63 欣旺达钠离子电池相关专利

专利	工艺	优点
钠离子电池碳负极材料及制备方法	用含有氮、磷、硼等杂原子的离子液体将初始生物质碳源溶解，再将溶解物在高温下焙烧制备得到高含量杂原子掺杂碳负极材料	掺杂了更高含量的杂原子，使其具有更高的倍率性能和循环稳定性
钠离子电池负极补钠方法及钠离子电池	在惰性气氛中，将固态金属钠在一定温度下熔融，得到液态金属钠，再将液态钠均匀添加于负极片的表面，使其渗入负极材料之间的空隙中，然后干燥所述负极片	简单高效地实现对钠离子电池进行补钠，解决钠离子电池首次库伦效率低的问题，提高其整体的能量密度，同时无负面影响
钠离子电池及其负极补钠方法	在惰性气氛中，将有机钠溶液喷洒或滴加于负极片表面，使有机钠溶液中的钠离子渗入负极片中，然后干燥负极片	解决了钠离子电池首效低的问题，可以将首效提高到 80% 以上，性能提升 20% 以上，提高电池的能量密度
钠离子电池补钠的方法及钠离子电池	将金属单质与钠盐混合，作为添加剂加入到正极活性材料中，制备正极极片，并组装成电池；在电池化成阶段，控制首次充电电压范围使金属单质与钠盐完全反应，释放所述正极添加剂中的钠离子到负极极片，参与形成 SEI 膜	减少正极材料中活性钠离子的损失，提高钠离子电池首次库伦效率，安全、实用，且操作方便
钠离子电池及其制备方法	对预设的负极极片进行补钠处理，得到富钠的负极极片；将预设的正极极片和所述富钠的负极极片与隔膜组配成电芯，注入指定电解液，静置一定时间后化成得到电池	首次效率可以大幅提高，同时提高了电池活性材料的利用率和整体的能量密度

资料来源：国家知识产权局、平安证券研究所

四、盈利预测与估值分析

4.1 分业务盈利预测

手机业务：5G 浪潮下单机价值量提升。1) 在 5G 更新需求下，全球手机市场保持每年 10% 的出货增速；2) 公司手机模组市场率已达到相对高位，未来有望维持在 30% 左右的水平；3) 5G 手机对电池容量和充电速度的要求更高，单只模组的价值量继续提升；4) 电芯自供率提升带动毛利率持续改善。基于以上假设，我们预计公司 21-23 年手机模组业务出货量分别

为 4.4/4.8/5 亿只，单价分别为 49.2/54.1/57.4 元/只，手机业务总营收 218/259/289 亿元，同比增长 33%/19%/11%；21-23 年手机业务毛利率分别达到 19.4%/20.6%/21.8%。

笔电业务：存量市场下市占率提升。1) 笔记本电脑市场进入存量市场，未来出货将保持每年 2 亿台左右的稳态；2) 公司凭借在软包模组领域的优势持续提升市占率，对标手机业务；3) 电芯自供率提升显著改善笔电业务的毛利率。基于以上假设，我们预计公司 21-23 年笔电模组出货量分别为 3990/4830/5670 万只，单价为 128/133/137 元/只，笔电业务总营收分别为 51/64/78 亿元，同比增长 23%/26%/21%；21-23 年笔电业务毛利率分别为 11.5%/13.5%/15.5%。

智能硬件业务：增量市场下拓展产品品类。智能硬件为增量市场，细分领域较多；公司智能硬件业务主要为下游终端厂商提供代工服务，并与自身电芯业务形成协同，随着产品品类不断拓展，有望成为头部 EMS 厂商。预计 21-23 年智能硬件业务实现营收 72/98/127 亿元，同比增长 14%/35%/30%，毛利率维持在 10%左右。

动力电池业务：客户放量迎来爆发期。公司大力引进技术团队和研发人员，积极布局动力电池业务，目前已进入雷诺-日产等海外客户体系，与吉利、东风、广汽、五菱等多家国内主机厂达成合作协议；随着下游客户的放量以及新客户的持续开拓，预计 21-23 年动力电池营收分别为 20/45/80 亿元，同比增长 367%/125%/78%；随着产能的不断释放，规模效应逐步显现，盈利能力不断改善，预计 21-23 年毛利率分别为 8%/11%/15%。

图表64 欣旺达盈利预测 单位：百万元

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂离子电池模组——手机数码类						
收入	12864.04	15651.33	16403.80	21835.59	25940.68	28871.97
销量（百万只）	332.92	357.28	383.48	443.88	479.39	503.36
单价（元/只）	38.64	43.81	42.78	49.19	54.11	57.36
成本	10888.90	12981.47	13411.09	17589.87	20585.48	22565.18
毛利	1975.14	2669.86	2992.72	4245.71	5355.19	6306.80
毛利率(%)	15.35	17.06	18.24	19.44	20.64	21.84
锂离子电池模组——笔记本电脑类						
收入	2059.76	2894.58	4150.35	5102.08	6423.25	7766.55
销量（百万只）	16.44	21.85	34.08	39.90	48.30	56.70
单价（元/只）	125.29	132.48	121.78	127.87	132.99	136.98
成本	1801.99	2564.52	3757.32	4516.88	5558.05	6565.08
毛利	257.76	330.06	393.03	585.20	865.20	1201.47
毛利率(%)	12.51	11.40	9.47	11.47	13.47	15.47
锂离子电池模组——动力类						
收入	987.68	849.04	428.37	2000.00	4500.00	8000.00
成本	854.89	753.03	491.98	1840.00	4005.00	6800.00
毛利	132.79	96.01	(63.61)	160.00	495.00	1200.00
毛利率(%)	13.44	11.31	(14.85)	8.00	11.00	15.00
智能硬件类						
收入	3062.23	4003.25	6367.52	7230.00	9760.50	12688.65
成本	2714.74	3543.46	5729.91	6470.85	8784.45	11419.79
毛利	347.49	459.78	637.61	759.15	976.05	1268.87
毛利率(%)	11.35	11.49	10.01	10.50	10.00	10.00
结构件						
收入	951.83	1202.87	1650.06	2227.58	2673.10	3207.72
成本	773.59	990.44	1450.65	1893.44	2298.86	2790.71
毛利	178.23	212.43	199.41	334.14	374.23	417.00
毛利率(%)	18.73	17.66	12.09	15.00	14.00	13.00
其他						
收入	412.77	639.59	692.20	761.42	837.56	921.32
成本	287.02	533.78	439.07	532.99	586.29	644.92
毛利	125.75	105.81	253.12	228.43	251.27	276.40
毛利率(%)	30.46	16.54	36.57	30.00	30.00	30.00
合计						
收入	20338.31	25240.66	29692.31	39156.67	50135.09	61456.21
成本	17321.14	21366.71	25280.02	32844.04	41818.14	50785.68
毛利	3017.16	3873.94	4412.28	6312.62	8316.95	10670.53
毛利率(%)	14.83	15.35	14.86	16.12	16.59	17.36

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

欣旺达是全球消费锂电模组龙头，经过 20 多年发展，公司积累了大量的生产经验和广泛的客户渠道，受益于 5G 手机市场的兴起、笔记本软包电池渗透率的提升、智能硬件行业的起量，公司消费类业务快速增长，同时抓住时机进入消费电子领域，提升产品附加值，实现从规模做大到利润增厚的转型。公司稳扎稳打的经营风格、在锂电池领域长期的大规模投入以及良好的战略眼光有助于其在动力电池新的赛道上站稳脚跟并实现长足的发展。我们预计公司 21-23 年归母净利润为 13.25/18.72/25.55 亿元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 47.7/33.8/24.7 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 65 可比公司估值情况

股票名称	股票代码	股价		EPS			P/E			
		2021/8/30	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
宁德时代	300750	505.24	2.40	4.03	5.56	7.25	210.8	125.3	90.9	69.7
鹏辉能源	300438	33.41	0.12	0.81	1.28	1.92	267.5	41.1	26.2	17.4
亿纬锂能*	300014	105.00	0.87	1.73	2.51	3.41	120.5	60.8	41.9	30.8
国轩高科*	002074	56.60	0.12	0.39	0.65	0.87	484.2	145.8	86.5	64.7
孚能科技*	688567	39.84	-0.31	-0.21	0.45	1.03	-128.9	-187.8	89.3	38.8
德赛电池*	000049	38.43	2.23	2.78	3.32	3.59	17.2	13.8	11.6	10.7
欣旺达	300207	38.86	0.49	0.81	1.15	1.57	78.8	47.7	33.8	24.7

注：标*数据为 Wind 一致预期
资料来源：Wind、平安证券研究所

五、风险提示

- 1、新能源汽车以及动力电池市场增速不及预期的风险。**当前新能源汽车的发展仍然离不开政策的支持；若后续政策支持力度不及预期，产品升级以及电池技术的发展不及预期，将对新能源汽车的推广和动力电池的需求造成负面影响。
- 2、原材料价格大幅上涨的风险。**由于下游需求旺盛，产业链上游和中游多个环节出现了产能不足导致价格持续上涨的现象，若后续原材料价格上涨的幅度和时间超出预期，将影响电池厂的盈利能力甚至带来持续亏损。
- 3、客户拓展不及预期的风险。**公司动力电池产品已获得多家主机厂的定点，新的客户也在持续开拓当中，若后续客户放量的节奏慢于预期或者新客户的开拓不及预期，将对公司的出货量和正常经营产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18,677	21,419	28,208	35,851
现金	4,595	3,133	4,011	4,916
应收票据及应收账款	7,830	10,317	13,469	17,187
其他应收款	323	602	770	944
预付账款	67	95	121	149
存货	5,121	6,299	8,593	11,131
其他流动资产	742	974	1,245	1,523
非流动资产	11,996	12,842	13,621	14,367
长期投资	316	416	501	571
固定资产	5,936	6,120	6,710	7,717
无形资产	750	765	905	1,110
其他非流动资产	4,994	5,541	5,504	4,968
资产总计	30,672	34,261	41,829	50,217
流动负债	18,787	20,126	25,407	30,867
短期借款	6,151	5,269	7,525	10,118
应付票据及应付账款	9,793	11,788	13,978	16,001
其他流动负债	2,843	3,069	3,905	4,748
非流动负债	4,738	4,738	5,395	6,098
长期借款	3,659	3,659	4,316	5,019
其他非流动负债	1,079	1,079	1,079	1,079
负债合计	23,525	24,864	30,802	36,965
少数股东权益	328	330	332	334
股本	1,575	1,626	1,626	1,626
资本公积	2,228	3,272	3,272	3,272
留存收益	3,016	4,169	5,797	8,020
归属母公司股东权益	6,819	9,067	10,696	12,918
负债和股东权益	30,672	34,261	41,829	50,217

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	244	748	919	1,082
净利润	800	1,326	1,874	2,557
折旧摊销	665	1,254	1,506	1,824
财务费用	500	432	480	619
投资损失	-46	0	-25	-50
营运资金变动	-1,793	-1,984	-2,886	-3,870
其他经营现金流	119	-279	-30	1
投资活动现金流	-3,362	-1,821	-2,230	-2,521
资本支出	3,047	2,000	2,200	2,500
长期投资	-84	0	0	0
其他投资现金流	-6,324	-3,821	-4,430	-5,021
筹资活动现金流	3,743	-390	2,189	2,345
短期借款	592	-882	2,256	2,593
长期借款	2,846	0	657	704
其他筹资现金流	305	492	-723	-951
现金净增加额	575	-1,463	878	906

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	29,692	39,157	50,135	61,456
营业成本	25,280	32,844	41,818	50,786
税金及附加	104	149	191	234
营业费用	253	411	501	615
管理费用	1,137	1,566	1,955	2,397
研发费用	1,806	2,428	3,008	3,687
财务费用	500	432	480	619
资产减值损失	-212	-333	-351	-430
信用减值损失	-63	-47	-50	-61
其他收益	171	200	220	150
公允价值变动收益	436	0	0	0
投资净收益	46	0	25	50
资产处置收益	-12	232	0	0
营业利润	977	1,379	2,026	2,828
营业外收入	47	131	94	57
营业外支出	57	36	37	44
利润总额	967	1,474	2,082	2,841
所得税	167	147	208	284
净利润	800	1,326	1,874	2,557
少数股东损益	-2	1	2	3
归属母公司净利润	802	1,325	1,872	2,555
EBITDA	2,132	3,159	4,068	5,285
EPS (元)	0.49	0.81	1.15	1.57

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	17.6	31.9	28.0	22.6
营业利润(%)	20.8	41.1	46.9	39.6
归属于母公司净利润(%)	6.8	65.2	41.3	36.5
获利能力				
毛利率(%)	14.9	16.1	16.6	17.4
净利率(%)	2.7	3.4	3.7	4.2
ROE(%)	11.8	14.6	17.5	19.8
ROIC(%)	9.2	10.2	12.8	14.0
偿债能力				
资产负债率(%)	76.7	72.6	73.6	73.6
净负债比率(%)	73.0	61.7	71.0	77.1
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	3.8	3.8	3.7	3.6
应付账款周转率	3.6	3.8	4.0	4.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.81	1.15	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.46	0.57	0.67
每股净资产(最新摊薄)	4.15	5.53	6.53	7.90
估值比率				
P/E	78.8	47.7	33.8	24.7
P/B	9.4	7.0	5.9	4.9
EV/EBITDA	26.0	22.7	18.3	14.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033