

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

新能源

珠海冠宇(688772)
买入

合理估值: 37-41 元

(首次评级)

2021年09月19日

股票数据

总股本/流通(百万股)

总市值/流通(百万元)

上证综指/深圳成指

3,614/14,359

12个月最高/最低(元)

深度报告

专注软包消费锂电，享国产替代红利

证券分析师：王蔚祺

电话：

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人：万里明

电话: 010-88005329

E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

● 消费锂电全球领先企业，全球笔电类榜眼、手机类第五

公司是全球消费电子锂电领先企业，主营聚合物软包锂电电芯、PACK等。公司前身珠海光宇 2007 年成立，2019 年更名为珠海冠宇，聚焦于软包技术领域，由于市占率和盈利能力提升，近三年盈利复合增速超 100%，2020 年公司笔电类锂电池出货全球第二，市占率 23.7%，手机类锂电池全球第五，国产替代红利下公司有望高速增长。

● 新型消费电子贡献主要增量，软包电池大势所趋

随着传统消费锂电行业增速逐步放缓，5G、新兴消费电子、带电量增加推动市场增长。高容量、便携化需求提高，软包电池渗透率有望提升。我们预计 2025 年全球消费软包锂电出货量约为 157GWh，CAGR 达 14%。LG、三星等日韩锂电企业重心转移至动力电池领域，伴随华为、小米等国产消费电子崛起，冠宇等国产锂电领先企业有望持续扩产抢占市场份额。

● 大客户战略成效显著，募投项目打开产能瓶颈

公司聚焦于软包锂电领域，研发投入和产品性能全球领先，绑定消费电子龙头大客户充分受益于市场集中，公司笔记本电脑领域覆盖全球主流大厂，手机领域产与小米、华为、三星等大客户长期合作。2020 年公司产能 2.9 亿只，预计伴随重庆和珠海基地扩产，2025 年产能有望提高到 5.6 亿只。2018-2020 年上游原料降价和产品升级，盈利能力显著提高。2021 年上游原材料出现涨价压力，公司计划通过智能化产线提高效率以及规模效应控制成本，推进新品迭代稳定盈利能力。

● 投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

公司专注消费电子锂电赛道，技术领先、盈利能力稳定，随着产能扩张和份额提升，有望实现较高增速。我们预计公司 21-23 年归母净利润 12.1/15.7/21.1 亿元，同增 48/30/34%，EPS 分别为 1.07/1.40/1.88 元。结合绝对和相对估值方法，我们认为公司合理估值区间为 37-41 元之间，对应 22 年动态 PE 为 26-29 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：需求不及预期；新产能投产缓慢；原材料上涨超预期。
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,964	11,383	13,384	16,295
(+/-%)	30.6%	63.4%	17.6%	21.8%
净利润(百万元)	817	1206	1572	2105
(+/-%)	89.9%	47.6%	30.3%	33.9%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.07	1.40	1.88
EBIT Margin	17.9%	13.3%	14.7%	15.8%
净资产收益率(ROE)	25.2%	29.1%	29.5%	30.5%
市盈率(PE)	24.7	19.4	14.9	11.1
EV/EBITDA	15.3	17.4	13.9	11.1
市净率(PB)	6.2	5.6	4.4	3.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测。注：摊薄每股收益按最新总股本计算，股价按照公司拟募资 32.49 亿元，拟发行股票数 15571.3578 万股假设，对应股价为 20.9 元。

投资摘要

估值与投资建议

传统消费锂电增速放缓，5G、新兴消费电子以及单体电芯电量提升推动消费锂电稳步增长。高容量、便携化需求下，软包电池渗透率有望提升，我们预计 2025 年全球消费软包锂电池出货量为 157GWh，21-25 年均复合增速达 14%。海外 LG、三星等消费电池龙头战略转向动力电池领域，逐步撤出消费锂电赛道；加上华为、小米等国产消费电子品牌崛起利好国产配套锂电池需求。公司等国内消费锂电池领军企业有望获得更广阔的发展空间，凭借渠道和产能优势提高市占率。

公司是全球领先、国内排名第一的消费软包锂电池厂商，产品专业性强、质量标准高，有望充分受益消费电子领域软包电池市场的发展；下游客户覆盖惠普、联想、小米、华为等全球消费电子龙头。公司一方面拓展新客户，另一方面产能和封装能力不断提升，市占率有望稳步提升。我们预计，公司 21-23 年归母净利润 12.1/15.7/21.1 亿元，净利润同比增速 48/30/34%。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票价值在 37-41 元之间，对应 22 年动态 PE 区间为 26-29 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

消费电子产品迭代创新，单品带电量提升推动消费锂电池市场稳定增长，软包电池凭借能量密度高、设计灵活的特点渗透率有望进一步提升。未来五年消费软包锂电需求增速预计为 14%。海外消费锂电池龙头三星、LG 等纷纷战略转型动力电池赛道，同时华为、联想等国产品牌逐步崛起，国内消费锂电池迎来国产替代机遇。公司作为全球消费锂电池领先企业，在技术上具有一定先发优势，客户资源与服务能力较强，未来随着扩产和完善封装环节布局，有望提升市占率，业绩实现稳定成长。5G、创新型消费电子产品等及单品带电量提升能够给予消费锂电池行业高于消费电子的增速；同时，软包电池渗透率的提升能够给予细分赛道高于行业平均的增速。

公司的技术优势、多样化服务能力和优质客户资源铸就了较高的竞争壁垒，市占率有望稳定提升；长期来看，公司尝试涉足动力电池领域，有希望依托消费电池稳定现金流、成熟的服务和销售体系，探索新市场。

股价变化的催化因素

- 第一，软包电池渗透率提高带动行业需求增长；
- 第二，公司产能快速扩张，市占率将进一步提升，手机锂电业务有望高增；
- 第三，公司布局电池封装产能，降低外协加工占比，提高个性化服务能力，增厚盈利。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、软包电池渗透率不及预期；
- 2、公司产能扩张进度不达预期；
- 3、原材料价格上涨超预期，毛利率存在下行风险；
- 4、未来新型技术的发展可能改变消费产业的前景。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 39-44 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 35-41 元.....	7
投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级.....	7
国内消费电子锂电龙头, 伴随行业高速增长.....	8
深耕消费电子多年, 布局动力锂电谋求突破.....	8
降本增效推动毛利率上行, 营收利润高速增长.....	9
公司主业为消费电子锂电, 产品以外销为主.....	10
SWOT 分析: 专精聚合物软包锂电池打造核心壁垒.....	11
消费电子市场稳步增长, 软包电池大势所趋.....	13
传统消费电子进入存量市场, 新兴市场带来增长动能.....	13
消费电子走向高容量&轻薄化, 推动软包电池渗透率提升.....	15
市场测算: 25 年全球消费软包锂电 157GWh, CAGR 达 14%.....	18
消费锂电海外放缓市场集中, 优质国产企业崛起正当时.....	20
产能扩张+应用拓展, 持续保持高质量盈利.....	24
忆往昔: 超前布局聚合物软包路线, 以技术铸就成长之路.....	24
看今朝: 专注于软包电池赛道, 充分受益于大客户战略.....	28
展未来: 募投扩产缓解产能瓶颈, 产线产品优化推动盈利提升.....	31
盈利预测.....	36
假设前提.....	36
未来 3 年盈利预测.....	37
风险提示.....	38
附表: 财务预测与估值.....	39
国信证券投资评级.....	40
分析师承诺.....	40
风险提示.....	40
证券投资咨询业务的说明.....	40

图表目录

图 1: 珠海冠宇发展历程.....	8
图 2: 珠海冠宇股权结构和控股公司.....	8
图 3: 公司营业收入及增速 (亿元、%).....	9
图 4: 公司归母净利润及增速 (亿元、%).....	9
图 5: 公司期间费率变化.....	10
图 6: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化.....	10
图 7: 公司应收账款、存货周转情况.....	10
图 8: 公司短期偿债能力稳中向好.....	10
图 9: 公司历年分产品营收占比.....	11
图 10: 公司消费锂电历年毛利率.....	11
图 11: 公司历年国内外销售情况.....	11
图 12: 公司历年海外销售区域.....	11
图 13: 全球锂离子电池出货量 (GWh).....	13
图 14: 全球智能手机分季度出货量 (百万台).....	13
图 15: 全球 5G 手机出货量及渗透率 (百万台、%).....	13
图 16: 全球平板电脑出货量情况.....	14
图 17: 全球笔记本电脑出货量情况.....	14
图 18: 全球可穿戴设备出货量.....	14
图 19: 全球无人机市场规模.....	14
图 20: 全球 VR/AR 出货量及预测.....	15
图 21: 全球消费锂电市场结构.....	15
图 22: 全球手机锂离子电池类型占比.....	16
图 23: 中国笔记本电脑出货结构.....	17
图 24: 全球笔记本电脑锂离子电池类型占比.....	17
图 25: 全球消费电子锂电市场规模 (GWh、%).....	19
图 26: 全球笔记本电脑锂电池市场规模 (GWh、%).....	19
图 27: 全球手机锂电市场规模 (GWh、%).....	19
图 28: 全球新兴消费电子锂电池市场规模 (GWh、%).....	19
图 29: 2020 年全球软包消费锂电池市场份额 (按出货量).....	20
图 30: 2020 年全球 3C 锂电池竞争格局 (按出货量).....	20
图 31: 2020 年全球笔记本及平板电脑锂电池竞争格局.....	20
图 32: 2020 年全球手机锂电池竞争格局.....	20
图 33: 全球消费电子细分行业集中度情况.....	21
图 34: ATL 等消费锂电龙头发展历程.....	21
图 35: LG 化学产能结构 (GWh).....	22
图 36: 珠海冠宇、欣旺达年产能 (亿只).....	22
图 37: 全球笔记本电脑竞争格局.....	23
图 38: 全球智能手机竞争格局.....	23
图 39: 软包聚合物锂电市场各厂商出货情况 (百万只).....	23
图 40: 公司主要产品及应用领域.....	24

图 41: 公司软包电池发展历程	24
图 42: 国内 3C 锂电市场规模及软包电池渗透率	25
图 43: 公司聚合物软包电池年产能 (亿颗)	26
图 44: 公司与同行业上市公司研发费用率情况	27
图 45: 公司研发团队人数及占比	27
图 46: 公司前五大客户营收及占比 (亿元、%)	30
图 47: 公司全球化服务网络	30
图 48: 公司产能、产量、销量情况 (亿只)	31
图 49: 公司产能利用率、产销率情况	31
图 50: 公司锂电池产能增长情况预测 (亿只)	32
图 51: 公司主营业务成本情况	33
图 52: 笔记本电脑、平板电脑电池单位成本情况 (元/只)	33
图 53: 手机电池单位成本情况 (元/只)	33
图 54: 封装厂综合毛利率情况	34
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 4: 可比公司估值表 (2021.9.19)	7
表 5: 公司 SWOT 分析	12
表 6: 主流手机型号电池容量情况 (mAh)	15
表 7: 各类型电池性能对比	16
表 8: 全球消费锂电市场及软包消费锂电市场情况	18
表 9: 三星 SDI、LG 化学扩产计划	22
表 10: 消费电池厂商与国内品牌合作情况	22
表 11: 公司部分核心技术情况	26
表 12: 2020 年行业内主要企业研发投入对比	27
表 13: 公司合作项目列表	27
表 14: 消费锂电产品主要参数对比	28
表 15: 公司下游主要客户及进入供应链时间	28
表 16: 消费电子领域主要厂商及电池供应情况	29
表 17: 公司历年前五大客户及其对应终端情况	29
表 18: 公司消费锂电领域市占率及排名情况	31
表 19: 公司募资项目建设规划	32
表 20: 公司募资拟建项目情况	32
表 21: 公司产品主要应用机型	34
表 22: 公司在研项目	35
表 23: 公司各主要业务营收及毛利率预测 (单位: 亿元)	36
表 24: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	37

估值与投资建议

绝对估值：39-44 元

公司主攻聚合物软包锂电池，专业性强、产品质量高，有望充分受益软包电池在消费电子领域的渗透率提升。公司重视绑定下游优质客户，已与惠普、联想等全球笔记本电脑龙头，小米、华为、OPPO 等手机行业领军者展开密切合作，客户优势大壁垒高。近些年海外电池龙头企业更多聚焦于动力电池领域，公司伴随着产能扩张，有望不断抢占市场份额，实现进口替代。我们持续看好公司在消费软包锂电逐步渗透过程中占得先机，不断围绕消费锂电深入绑定核心客户，扩充产能和封装能力，保持销量高速增长。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	61.73%	12.30%	30.63%	63.45%	17.58%	21.75%	9.61%	13.98%
营业成本/营业收入	83.09%	71.74%	68.83%	73.59%	72.72%	71.61%	71.52%	71.53%
管理+研发费用/营业收入	4.64%	6.97%	6.26%	12.00%	11.50%	11.50%	10.00%	10.00%
销售费用/销售收入	1.0%	1.1%	0.5%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
营业税及附加/营业收入	0.29%	0.64%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
所得税税率	11.99%	10.49%	12.67%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	3.95%	5.38%	29.86%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	9.40%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.22
公司股价（元）	20.9	Ke	10.12%
发行在外股数（百万）	1122	E/(D+E)	88.67%
股票市值(E, 百万元)	23447	D/(D+E)	11.33%
债务总额(D, 百万元)	2997	WACC	9.45%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 39-44 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 Ke 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，得出公司绝对估值的股价区间在 39-44 元。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	41.01	Ke 变化				
		9.1%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%
永续增长率变化	2.6%	47.66	45.72	43.89	42.17	40.56
	2.4%	46.48	44.62	42.88	41.23	39.68
	2.2%	45.37	43.59	41.92	40.34	38.85
	2.0%	44.32	42.62	41.01	39.49	38.06
	1.8%	43.33	41.69	40.15	38.69	37.31
	1.6%	42.39	40.82	39.33	37.93	36.59
	1.4%	41.50	39.99	38.56	37.20	35.91

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：35-41 元

我们选取了两类可比公司进行对比：

1) 一类是业务与公司都包含有消费类锂电池的亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源，亿纬锂能中消费电池业务主要是圆柱动力工具、TWS 等电池，鹏辉能源消费类电池主要是音响、ETC 和耳机等锂电池，与公司消费电子软包电池重合度较低。欣旺达和公司下游客户重合度高，主要都是笔记本和手机锂电池，二者业务最为相近。

2) 另一类我们选择了同为消费锂电赛道的蔚蓝锂芯作为对比，蔚蓝锂芯主营为电动工具锂电，一方面和公司一样都为消费锂电赛道，另一方面业务较为单一，同时核心逻辑也是扩产、国产替代和市占率提升，可比性较强。

当前市场更多关注 22 年估值，可比公司 22 年平均 PE 约为 27 倍，第一类可比公司拥有动力类业务，市场给予较高的估值溢价，蔚蓝锂芯这种单一消费电池业务的公司与公司可比性较强，公司聚焦于消费电池软包电池，该部分体量和盈利能力也在可比公司前列，我们给予公司 22 年 25-29 倍 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间为 35-41 元。

表 4：可比公司估值表（2021.9.19）

股票代码	股票简称	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)	最新股价
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
300014	亿纬锂能	0.87	1.77	2.81	104.4	51.3	32.3	10.9	1,723	90.8
300438	鹏辉能源	0.13	0.81	1.12	206.9	33.2	24.0	5.2	115	26.9
300207	欣旺达	0.51	0.80	1.10	64.7	41.2	30.0	7.2	537	33.0
002245	蔚蓝锂芯	0.28	0.70	1.03	75.0	30.0	20.4	7.1	217	21.0
	均值	0.50	1.02	1.52	112.7	38.9	26.7	7.6		
688772	珠海冠宇	0.85	1.07	1.40	24.7	19.4	14.9	5.6	234	20.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测与整理、鹏辉能源和欣旺达选取 Wind 一致性预测值；

注：珠海冠宇股价按照公司拟募资 32.49 亿元，拟发行股票数 15571.3578 万股假设，对应股价为 20.9 元。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

综合上述绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理价值在 37-41 元之间，对应 22 年动态 PE 区间为 26-29 倍。我们认为，公司专注消费电子赛道，技术优势显著，同时盈利能力出众，伴随扩产市占率有望快速提升，业绩有望持续高速增长，我们预计公司 21-23 年归母净利润 12.1/15.7/21.1 亿元，同增 48/30/34%，EPS 分别为 1.07/1.40/1.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

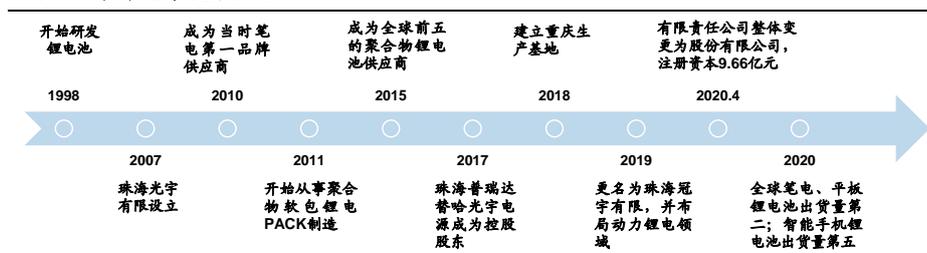
国内消费电子锂电龙头，伴随行业高速增长

深耕消费锂电多年，布局动力锂电谋求突破

珠海冠宇是全球消费锂电池领域龙头企业。公司前身珠海光宇在 2007 年由哈光宇电源、光宇国际等联合设立，其设立之初就聚焦于聚合物软包锂离子电池业务。2010 年，公司成为了笔记本电脑锂电第一品牌供应商；2015 年公司成为了全球前五的聚合物锂电池供应商。2019 年，公司更名为珠海冠宇；2020 年设立股份有限公司。公司创始股东哈光宇电源成立于 1998 年，主营业务为锂离子电池，其产品广泛应用于电动汽车、通讯用备用电池、电动二轮车等。哈光宇电源在 2015、2016 年国内动力市场市占率位居第五、第九。

珠海冠宇产品主要为聚合物软包锂离子电芯、PACK 等，产品主要应用于消费电子、汽车和电动摩托等领域。2020 年，公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池合计出货量排名全球第二，智能手机锂离子电池出货量排名全球第五。2019 年公司成立了冠宇动力电池、冠宇动力电源两家子公司，开始布局动力类电池领域，目前尚处于研发及试产阶段。

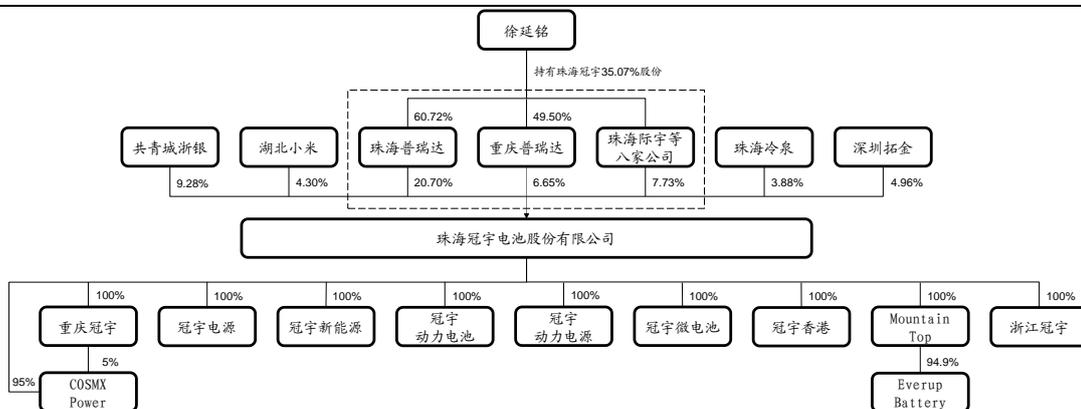
图 1：珠海冠宇发展历程



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司股权结构较为稳定，管理层多为技术出身。2017 年，原控股股东哈光宇电源为改善其集团现金流并发展动力电池业务，拟转让珠海冠宇股权；总经理徐延铭看好公司发展前景，通过珠海普瑞达取得公司股权，此后成为控股股东。目前，公司实控人为徐延铭，通过珠海普瑞达、重庆普瑞达等主体持有公司 35.07% 股份。董事长徐延铭曾先后就职于比克电池、哈光宇电源，自公司成立以来一直担任董事长、总经理，管理和技术经验丰富。其他核心高管大多是工程技术出身，拥有丰富的锂电池研发经验；部分核心技术人员曾就职于主要客户联想等企业，对客户需求熟悉度高。

图 2：珠海冠宇股权结构和控股公司



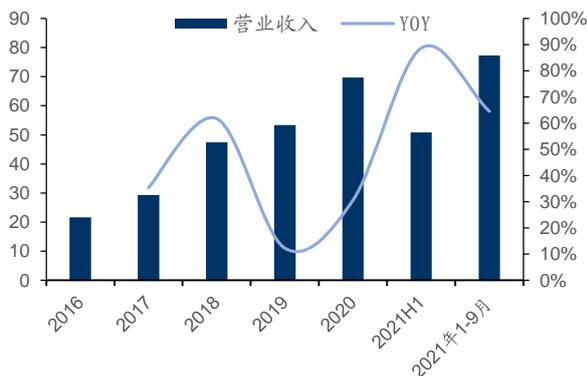
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理；注：股权结构为招股说明书披露的拟上市前结构

降本增效推动毛利率上行，营收利润高速增长

公司营收稳步增长，毛利率增加带动利润高增。2016-2020 年公司营业收入由 21.68 亿元增加至 69.64 亿元，年复合增速 33.88%；2020 年营收同比增长 30.63%，主要系疫情居家办公带动笔记本电脑及平板电脑需求增加。2016-2020 年，公司实现归母净利润由 0.88 亿元增加至 8.17 亿元，年复合增速 74.56%。2017 年受公司管理层变更、钴酸锂原料涨价和拓展其他业务分摊成本较多影响，公司有所亏损；此后每年由于原材料价格持续下行和自动化产线的不断应用，公司毛利率不断上行，业绩持续高增长。

21H1 公司业绩亮眼，全年有望高增长。21H1 公司实现营收 50.86 亿元，同比 +88.635%；归母净利润 8.32 亿元，同比 +126.77%；公司预告 21 年 1-9 月营收为 76.26-78.26 亿元，同比 +62.41%-66.67%；归母净利润 8.12-8.51 亿元，同比 +41.14%-47.77%。全年来看，公司重庆新厂有望持续贡献产能、下游客户需求旺盛，营收有望实现高增。公司采用成本加成定价法，价格大幅上涨时可与下游客户协商调价；2020 年底以来锂电原材料价格上涨持续超预期，公司原材料成本压力短期传导或将不完全，预计 21 年盈利能力将承压。

图 3：公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理
注：公司 21 年 1-9 月业绩按照公司预告区间平均值给出

图 4：公司归母净利润及增速（亿元、%）



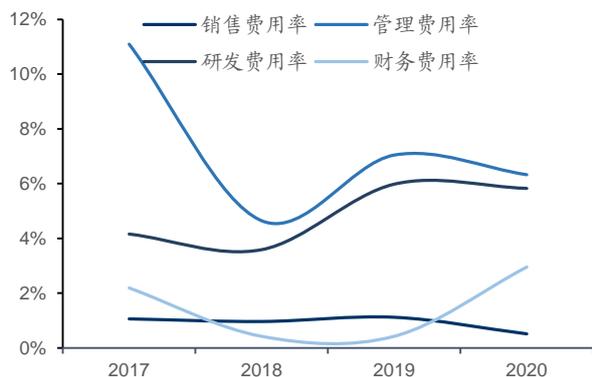
资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理
注：公司 21 年 1-9 月业绩按照公司预告区间平均值给出

受研发增加、薪酬提升、汇兑损益等影响，公司期间费用率逐步上升。2018-2020 年，公司期间费用率由 9.62% 提升至 15.62%，呈现明显上升态势。

管理费用方面，公司 18-19 年股份支付费用高；剔除股份支付费用后，公司管理费用由 18 年的 3.45% 提升至 20 年的 6.33%，主要系规模扩大管理人员增多影响。**财务费用方面**，公司外销占比超 60%，美元汇率波动对营收影响大，2020 年美元贬值造成公司汇兑损失增加，财务费用率提升至 2.95%。**销售费用方面**，公司深入绑定大客户且保持长期合作，无需大量市场开拓费用，18-20 年销售费用率稳定在 1% 左右。**研发费用方面**，公司持续增加科研投入，研发费用率由 2018 年的 3.59% 提升至 2020 年的 5.83%。

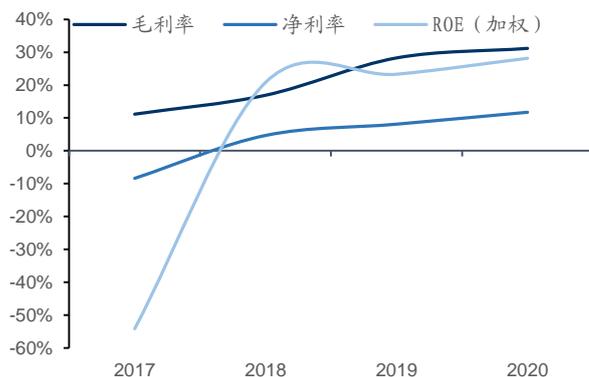
公司 2021 年期间费用率或将稳中有升。2021 年随着公司产能不断扩张和 IPO 推进，预计管理费用率有望略有增长；在募投项目不断落地后，研发将逐步加码，研发费用率将进一步提升。同时，公司持续秉持大客户战略，深入绑定下游龙头，销售费用率有望维持稳定。

图 5: 公司期间费率变化



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

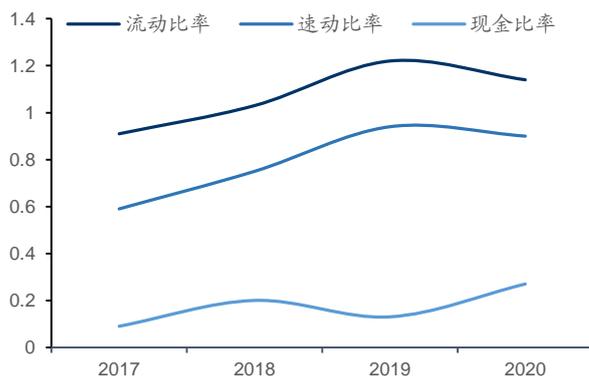
公司周转能力持续向好, 短期偿债能力略有改善。2020 年, 公司应收账款周转率为 3.35, 同比略有提升; 存货周转率为 5.01, 呈现持续上升态势, 公司存货周转速度不断提升。2020 年, 公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.14、0.90、0.27, 近三年呈现稳中向好势头。

图 7: 公司应收账款、存货周转情况



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司短期偿债能力稳中向好



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司主业为消费电子锂电, 产品以外销为主

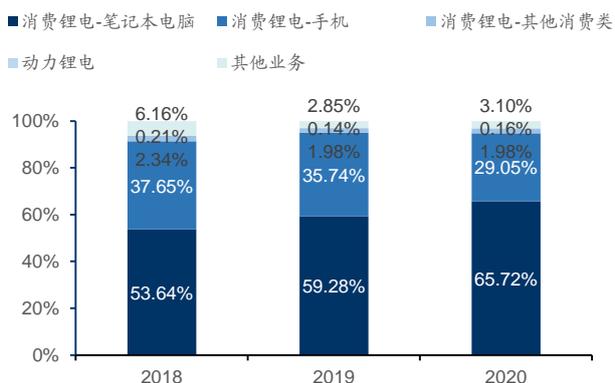
公司业务主要分为两大部分:

- 1) 消费类锂离子电池: 产品主要为电芯、PACK, 主要应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手机、可穿戴设备、消费类无人机等领域;
- 2) 动力类锂离子电池: 产品主要为电芯、模组、PACK, 主要应用于汽车启停系统和电动摩托车

公司消费电子锂电是绝对主业, 营收占比达到 96.75%。2020 年, 公司消费类锂电池营收实现 67.38 亿元 (+30.29%), 营收占比为 96.75%, 与 19 年基本持平。2020 年消费类锂电池毛利率为 31.41%, 近三年呈现逐年上升态势, 主要系笔电毛利率升高且营收占比提升所致。从细分结构看, 笔记本电脑电池 2020 年实现营收 45.77 亿元 (+44.82%), 在总营收占比持续提升至 65.72%, 主要系笔记本电脑中软包电池渗透率上升带动出货增加。

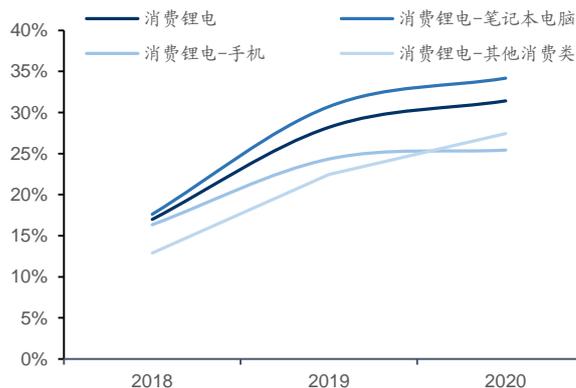
2020 年, 公司动力电池营收实现 0.11 亿元 (+44.62%), 营收占比为 0.16%; 动力电池业务处于研发和试产阶段, 尚未实现盈利。公司其他业务主要是废品、废料及原材料销售, 2020 年实现营收 2.16 亿元 (+41.69%), 营收占比为 3.10%。

图 9：公司历年分产品营收占比



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

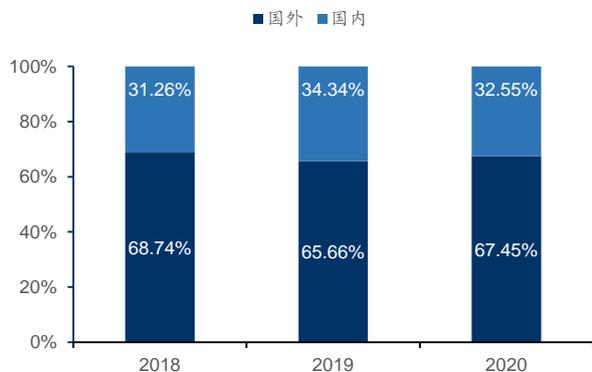
图 10：公司消费锂电历年毛利率



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司产品外销为主，主要销往国内保税区。2020 年，公司主营业务实现海外营收 45.52 亿元，占总营收的 67.45%，占比略有提升。公司外销主要销往国内保税区，2020 年保税区收入占总外销收入的 95.05%。受疫情影响，公司在印度的工厂在 2020 年并未实现完全复工复产，仅实现营收 1.72 亿元，同比下降 51.37%，进而造成公司海外营收中印度地区占比下降明显。公司目前产品销售以电芯为主（2020 年占比 72.18%），需海外 PACK 厂组装，预计短期内海外营收占比仍将稳中有升；预计 2 年后随着募投的封装产线投产，PACK 产品出货占比或将提高，销售结构有望向国内倾斜。

图 11：公司历年国内外销售情况



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 12：公司历年海外销售区域



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

SWOT 分析：专精聚合物软包锂电池打造核心壁垒

公司致力于成为“人们生活的最佳动力伙伴”。公司秉持着“追求零缺陷”的终极目标，在聚合物锂离子电池领域持续加大产能投入、提升产品性能、严抓产品质量。在业务布局方面，公司秉持 3C 锂电主业不断扩张产能，并布局动力类电池扩大市场空间；在研发方面，公司持续布局高能量密度、快充等高性能产品增厚利润；在客户方面，公司持续奉行大客户原则，深入绑定下游客户巩固提升市场占有率。

SWOT 分析：公司最大的优势在于专注聚合物锂电带来的专业性和产品高质量，和个性化服务带来的客户资源和认证壁垒；当前存在的劣势主要是公司起步晚、规模较小，以及产品主要为消费类锂电池、结构较为单一。对行业来讲，5G 等

技术拉动 3C 锂电池需求增长，新兴消费产品蓬勃发展助推需求，国内外新能源车政策支持力度持续高位；市场带来的挑战主要是产业政策变化、新型电池有可能取代锂电池。

表 5: 公司 SWOT 分析

优势	弱势
<ul style="list-style-type: none"> ■ 专精聚合物锂电，产品专业性高 ■ 产品种类全，个性化定制能力强 ■ 客户资源丰富，行业认证壁垒高 ■ 售后服务能力突出，客户响应速度快 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司规模较小，产能有限 ■ 产品主要为消费类锂电池，较为单一
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> ■ 国内新能源汽车政策规划和支持 ■ 5G 带动 3C 领域锂电需求增加 ■ 新兴消费产品贡献消费锂电增量 ■ 便携化、轻薄化下软包电池渗透率提升 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 锂离子电池受产业政策影响较大 ■ 锂电池受钠离子/氢燃料电池等替代

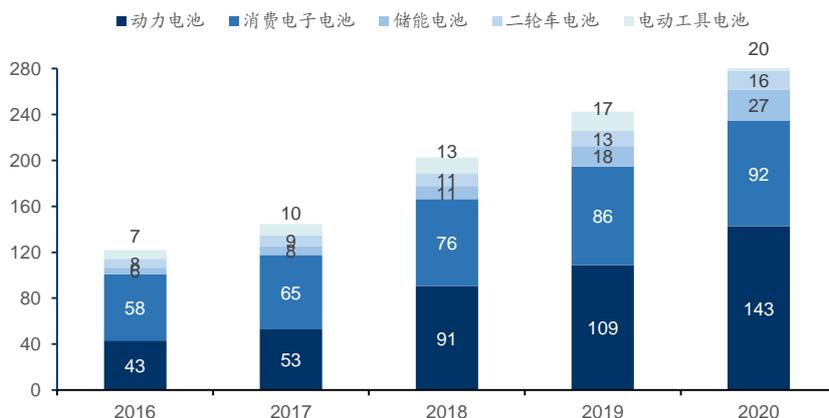
资料来源:国信证券经济研究所整理

消费电子市场稳步增长，软包电池大势所趋

传统消费电子进入存量市场，新兴市场带来增长动能

全球锂离子电池按应用领域可分为动力电池、消费电子电池、电动二轮车电池、电动工具电池和储能电池。根据起点研究院数据，20 年全球锂离子电池出货量为 298GWh，同比增长 23%；其中消费电子电池出货量 92GWh，同比增长 7%，占比下滑至 31%；动力电池出货量 143GWh，同比增长 31%；储能电池出货量为 27GWh，同比增长 53%。

图 13: 全球锂离子电池出货量 (GWh)

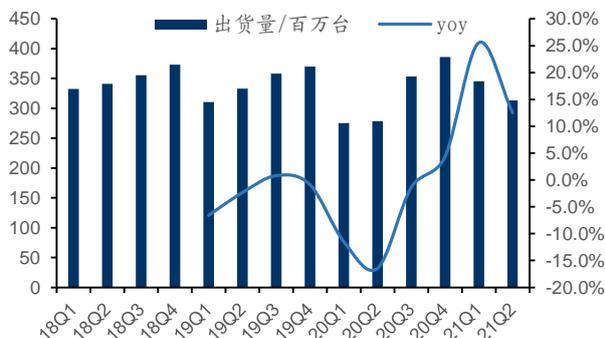


资料来源:起点研究院, 国信证券经济研究所整理

消费电子锂电主要包括: 传统消费 3C 类领域 (笔记本电脑、手机、平板电脑等) 和新兴消费电子领域 (可穿戴设备、AR/VR 设备、无人机等)。

疫情后手机市场回暖, 5G 引领换机需求。17-20 年智能手机出货量连年下降, 年复合增速为 -4.3%; 20Q1/Q2 受疫情影响需求抑制更为明显, 出货量同比 -11.5%/-16.5%。随着防疫形式积极向好, 智能手机市场积压的需求开始体现, 21Q1/21Q2 全球智能手机出货量分别为 3.46/3.13 亿台, 同比+25.6%/12.5%。19 年华为、小米、OPPO 等国内手机厂商率先发布了 5G 手机, 20 年全球 5G 手机出货量为 2.55 亿台, 渗透率已达 19.9%; 我们预计 5G 市场将持续扩张, 到 25 年 5G 手机渗透率有望达到 73.0%。在疫情后需求回暖和 5G 换机的引领下, 21-23 年全球手机市场有望实现正增长, 预计年平均增速约为 3.2%。

图 14: 全球智能手机分季度出货量 (百万台)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 15: 全球 5G 手机出货量及渗透率 (百万台、%)



资料来源: IDC、招股说明书、国信证券经济研究所整理

受疫情影响，居家办公、线上授课带动笔记本电脑、平板电脑需求增加。15-19年，笔记本电脑销量增长缓慢、年复合增速为1.2%；15-19年平板电脑出货量持续下行，年复合增速为-8.6%。20年疫情影响下居家办公和在线教学带动笔记本电脑、平板电脑出货量分别达到2.21/1.64亿台，同比分别增长28.4%/13.6%。短期来看，21年疫情影响持续需求依旧向好，笔记本电脑和平板电脑仍将维持10%左右的增速；但是长期来看，下游3C消费电子步入存量竞争时代。

图 16: 全球平板电脑出货量情况



资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

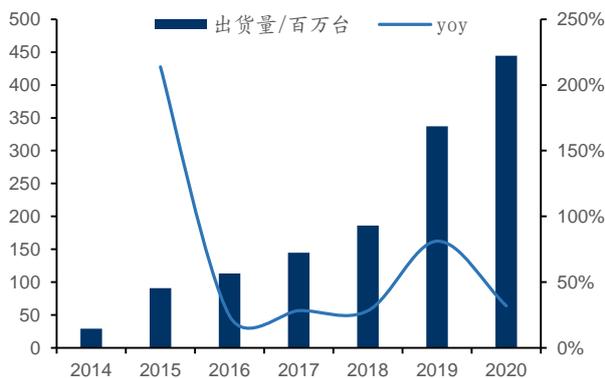
图 17: 全球笔记本电脑出货量情况



资料来源:Omdia, IDC, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

新兴消费电子占比逐年提升，将是消费电子市场增长的重要保证。随着技术不断创新，以智能手表、智能手环、TWS为代表的智能可穿戴设备、无人机、AR/VR、蓝牙音箱、移动电源等发展迅猛。20年全球移动电源出货量为1.23亿台，17-20年均复合增速为17.9%；14-20年全球可穿戴设备出货高增，年复合增速为57.6%；16-20年全球无人机市场规模持续扩张，年复合增速为29.6%；20年VR/AR出货量约为706万台，同比增长23.6%。根据IDC、Mordor Intelligence等机构预测，21-24年可穿戴设备/无人机/VR&AR市场年复合平均增速分别为20.0%/15.6%/40.8%，这将有利助推消费电子市场规模持续扩大。

图 18: 全球可穿戴设备出货量



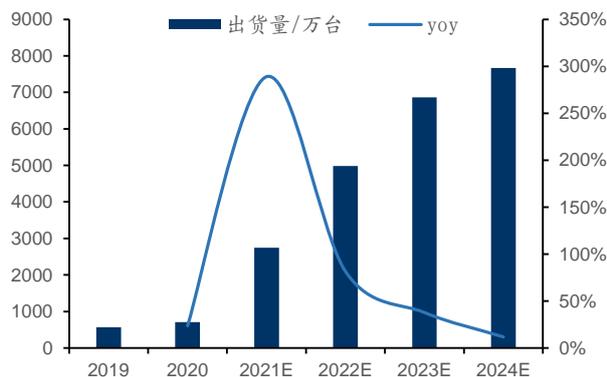
资料来源:IDC, 国信证券经济研究所整理

图 19: 全球无人机市场规模



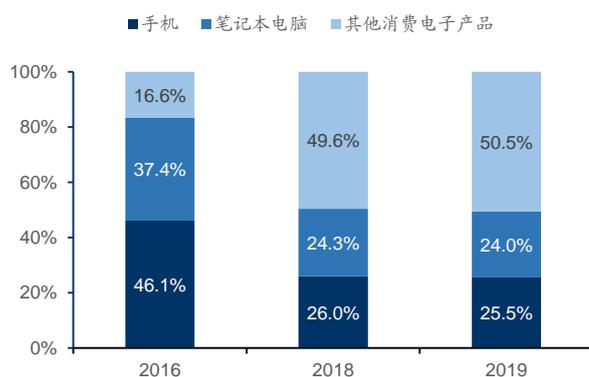
资料来源:Mordor Intelligence, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 20: 全球 VR/AR 出货量及预测



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 21: 全球消费锂电市场结构



资料来源: 《中国锂离子电池行业发展白皮书》、国信证券经济研究所整理

消费电子多功能、高续航要求下，电池容量不断提升。随着消费电子产品不断发展，其功能日益丰富、能耗也逐步提升；而主流厂家的产品也在向多功能、高续航方向发展。我们测算，主流型号手机 21 年电池平均容量达到了 4563mAh，16-21 年均复合增速达到 7.70%。根据珠海冠宇招股说明书，20 年笔电类电池平均容量为 3.81Ah，17-20 年均复合增速在 1.62%；同时新兴消费电子电池容量也在 20 年提升了 40%以上。

表 6: 主流手机型号电池容量情况 (mAh)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
华为	Mate P	4000	4000	4200	4200	4200	4500
	nova	3000	3200	3400	3650	3800	4100
	畅享	3020	3340	3740	4100	4000	4500
	畅享	3020	3020	3700	4000	5000	5200
	平均	3260	3390	3760	3988	4250	4575
苹果	iphone	1960	2716	2942	3110	2815	3095
	iphone plus/pro	2900	2716	3174	3190	3687	4352
	平均	2430	2716	3058	3150	3251	3724
三星	Galaxy Note	3500	3300	4000	4300	4500	5000
	Galaxy S	3300	3500	3167	3600	4000	5000
	Galaxy A	3733	3150	3418	4000	4500	4500
	平均	3511	3317	3528	3967	4333	4833
vivo	X	3357	3476	3383	4000	4350	4800
	Y	3000	3225	3315	4500	5000	5000
	S				4100	4050	4000
	平均	3179	3351	3349	4200	4467	4600
小米	小米	3000	3350	3400	3457	4780	4600
	小米 pro/s	3200	4000	4000	4000	4780	5000
	平均	3100	3675	3700	3728.5	4780	4800
平均		3149	3333	3539	3862	4283	4563
	yoy		5.85%	6.15%	9.15%	10.89%	6.55%

资料来源:各公司官网, ZOL, 国信证券经济研究所整理; 注: 部分手机型号暂未公布 21 年新款容量, 具体数值为国信证券经济研究所测算

消费电子走向高容量&轻薄化，推动软包电池渗透率提升

锂离子电池根据外形和包装材料可分为圆柱、方形、聚合物软包三种，软包锂离子电池在能量密度、循环寿命、灵活性等方面具有明显优势，更适用于具有高容量、轻薄化发展趋势的消费电子产品中：

(1) 安全性高：结构上采用铝塑膜包装，发生热失控问题时，一般会胀气释放

能量。而方形、圆柱电池等多采用硬壳包装，热量无法释放情况下或引起爆炸。

(2) 内阻低、循环寿命高：软包电池叠片式工艺等价于多极片并联，内阻较其他形状电池显著下降，能够明显降低电池自耗电，并且使得电池拥有了良好的循环寿命和倍率特性。软包电池每 100 次循环较铝壳方形电池衰减少 4%-7%。

(3) 电池容量大：软包锂电采用铝塑膜后减少了结构件的应用，因而较钢壳锂电池减轻质量约 40%。相同尺寸下，软包电池较钢壳电池容量提升 10%-15%，较铝壳电池提升 5%-10%。

(4) 设计灵活性高：厚度、形状等可以根据客户需求进行定制。

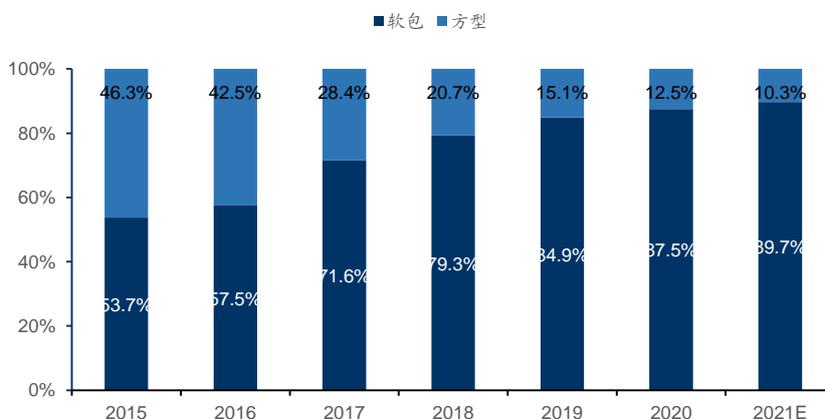
表 7：各类型电池性能对比

性能参数	圆柱电池	方形电池	软包电池
能量密度	中	中	高；已有 300Wh/kg 以上的样品
安全性	安全性低；钢壳封装，发生安全问题时易发生爆炸。	安全性低；铝壳或钢壳封装，发生安全问题时易发生爆炸。	安全性高；发生安全问题时软包会鼓气裂开而不会爆炸。
重量	较重	轻	轻；相同容量下，较钢壳方形轻 40%，较铝壳方形轻 20%
标准化程度	高	低	低
工艺要求	低	中	高
充放电倍率	多极耳焊接，倍率性能低	中	高
优势	设备和工艺成熟，生产效率高，成本低，一致性好，单体力学性能好	结构简单，循环寿命长，生产效率高，易形成规模效应，产品合格率高	安全性好，容量高，重量轻，循环寿命长，内阻小，散热性好，设计灵活
劣势	成组能量效率低，充电功率不足，循环寿命短	设计外观固定，单体密度低，成本较高，边角处化学活性低长期使用电池性能下降明显，PACK 散热效果较差	生产效率低，一致性差，成本高，机械强度低

资料来源：北极星储能网、《锂离子动力电池技术现状及发展趋势》、国信证券经济研究所整理

手机功能扩展、性能提升对电池容量、定制性提出更高要求，软包电池优势显著、渗透率明显提升。5G 手机新增了 5G 射频和天线模块，且大多外挂基带芯片，手机内部净空间得到了明显的压缩，性能提升的同时也带来了功耗较 4G 手机增加了 20%，因而对电池的能量密度、充电倍率提出了更高的要求。此外，为了充分利用手机空间，iPhone X 推出了 L 形电池增加空间利用率。软包电池的高能量密度、高倍率特性以及设计灵活性能够充分满足智能手机发展的需求，其渗透率也在逐步提升。20 年，手机锂电池中聚合物软包电池占比为 87.53%，较 19 年增加 2.59pct；我们预计在大容量、高倍率的电池要求下，其渗透率有望进一步提升。

图 22：全球手机锂离子电池类型占比



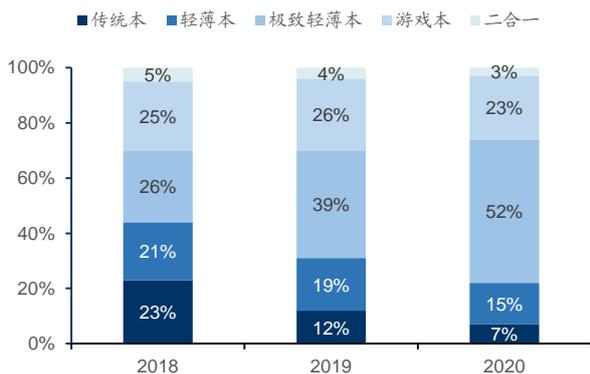
资料来源：Techno Systems Research、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

轻薄化、便携化推动笔记本电脑软包电池渗透率提升。笔记本电脑轻薄化、便携性已经成为发展的趋势，20 年中国市场中轻薄本和极致轻薄本出货占比达到

了75%，较19年提升10pct。当前热销的联想小新 Air 14/华为 Matebook 14等产品厚度已达到16-17mm，传统的18650圆形电芯直径为18mm难以满足其需求；轻薄化的趋势使得圆柱形电池逐渐被软包电池所取代。20年软包电池占比已经达到88.18%，预计21年随着轻薄本占比逐步提升，其市场占有率有望达到95.29%。

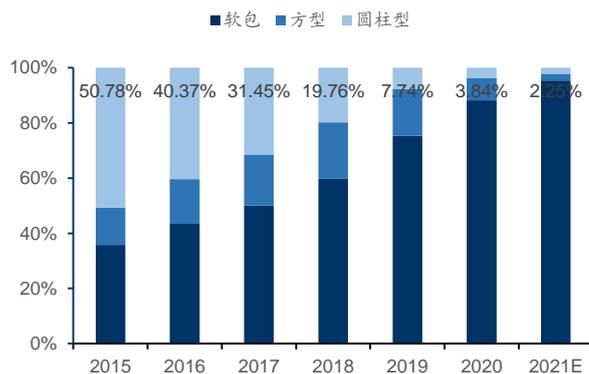
平板电脑由于其厚度限制，长期以来以软包电池为主；20年平板电脑中软包电池的渗透率已经达到99.6%。

图 23: 中国笔记本电脑出货结构



资料来源:智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 24: 全球笔记本电脑锂离子电池类型占比



资料来源: Techno Systems Research、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

软包电池凭借其高容量、设计灵活的特点，将不断拓展在新兴消费电子领域应用。可穿戴设备、VR/AR等产品设计不规则、内部空间有限，往往需要电池能够具有更高的灵活性和能量密度，软包电池优势明显。同时，客户对消费电子产品续航能力和便携度具有更高要求，能量密度更高的软包电池渗透率有望逐步提升。

市场测算：25 年全球消费软包锂电 157GWh，CAGR 达 14%

我们认为 5G、新兴消费电子等将有望带动全球消费电子市场稳定增长，手机、新兴消费电子等容量提升有望推动消费锂电市场快速增长，便携化、轻薄化、高容量的需求将使得软包电池渗透率不断提升。

我们假设：

1) **出货量**：笔记本电脑&平板电脑 21 年受疫情影响需求延续，预计增速分别达到 17%/7%；22 年后需求将明显回落，出货量将平稳下行。5G 引领手机增长，21-25 平均增速预计维持在 3%。新兴消费电子蓬勃发展，年平均复合增速预计为 15%。

2) **电池容量**：笔记本电脑&平板电脑预计无较大技术变革，受续航需求影响电池容量稳中有升；手机性能不断扩展、5G 产品电量需求增高，21-25 年容量年复合增速有望在 7% 左右。

3) **软包电池渗透率**：轻薄化、便携化、高容量的需求将有望推动软包电池渗透率提升；特别的新兴消费电子对电池灵活性要求高，渗透率提升显著。

我们预计，25 年全球消费电子锂电池出货量为 171GWh，21-25 年平均复合增速为 11.6%；25 年全球消费软包锂电池出货量为 157GWh，21-25 年平均复合增速为 14.1%，渗透率有望达到 92%。

表 8：全球消费锂电市场及软包消费锂电市场情况

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
笔记本电脑	出货量 (亿台)	1.7	1.6	1.7	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
	平均电量 (Wh)	53.7	55.2	56.4	56.4	56.5	56.5	57.0	57.0	57.0
	电池容量 (GWh)	8.9	9.0	9.7	12.5	14.6	14.7	15.0	15.0	14.7
	软包电池渗透率	50.0%	59.7%	75.3%	88.2%	94.0%	95.0%	96.0%	97.0%	98.0%
	软包电池总需求 (GWh)	4.4	5.4	7.3	11.0	13.7	14.0	14.4	14.6	14.4
平板电脑	出货量 (亿台)	1.6	1.5	1.4	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
	平均电量 (Wh)	32.9	32.4	32.9	32.9	33.4	33.4	34.0	34.0	34.0
	电池容量 (GWh)	5.4	4.7	4.8	5.4	5.9	5.9	6.1	6.1	6.0
	软包电池总需求 (GWh)	5.3	4.7	4.7	5.4	5.8	5.9	6.1	6.1	6.0
手机	出货量 (亿台)	14.7	14.0	13.7	12.9	13.8	14.4	14.7	15.1	15.4
	平均电量 (Wh)	11.4	12.2	13.0	16.5	19.0	20.9	22.9	24.1	25.3
	电池容量 (GWh)	16.8	17.1	17.8	21.3	26.2	30.0	33.7	36.3	39.0
	软包电池渗透率	71.6%	79.3%	84.9%	87.5%	89.7%	91.5%	93.0%	94.0%	95.0%
	软包电池总需求 (GWh)	12.0	13.6	15.1	18.7	23.5	27.4	31.4	34.1	37.0
新兴消费电子	电池容量 (GWh)	26.0	37.2	40.7	52.9	63.5	73.1	84.0	96.6	111.1
	软包电池渗透率	68.0%	70.0%	72.0%	75.0%	78.0%	82.0%	85.0%	87.0%	90.0%
	软包电池总需求 (GWh)	17.7	26.0	29.3	39.7	49.6	59.9	71.4	84.1	100.0
消费锂电合计	消费锂电需求 (GWh)	57.0	68.0	73.0	92.1	110.2	123.7	138.9	154.1	170.8
	yoy		19.3%	7.4%	26.2%	19.6%	12.3%	12.3%	11.0%	10.9%
	软包电池渗透率	69.2%	73.0%	77.4%	81.1%	84.1%	86.7%	88.8%	90.1%	92.2%
	软包锂电池容量 (GWh)	39.4	49.6	56.5	74.7	92.6	107.2	123.3	138.9	157.4
yoy		25.9%	13.8%	32.3%	23.9%	15.8%	14.9%	12.6%	13.4%	

资料来源：IDC, Techno Systems Research, Counterpoint research, Gartner, 国信证券经济研究所测算

图 25: 全球消费电子锂电市场规模 (GWh、%)



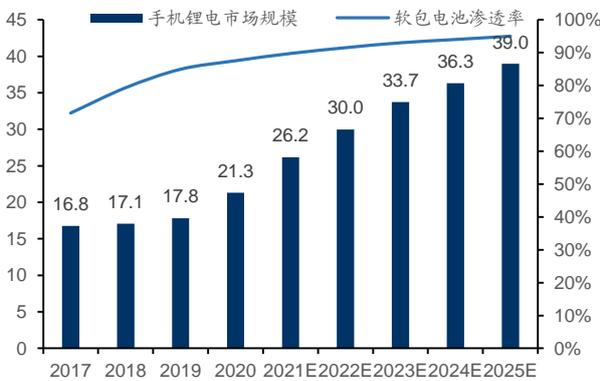
资料来源: IDC, Gartner, 国信证券经济研究所测算

图 26: 全球笔记本电脑锂电池市场规模 (GWh、%)



资料来源: IDC, Gartner, 国信证券经济研究所测算

图 27: 全球手机锂电市场规模 (GWh、%)



资料来源: IDC, Gartner, 国信证券经济研究所测算

图 28: 全球新兴消费电子锂电池市场规模 (GWh、%)



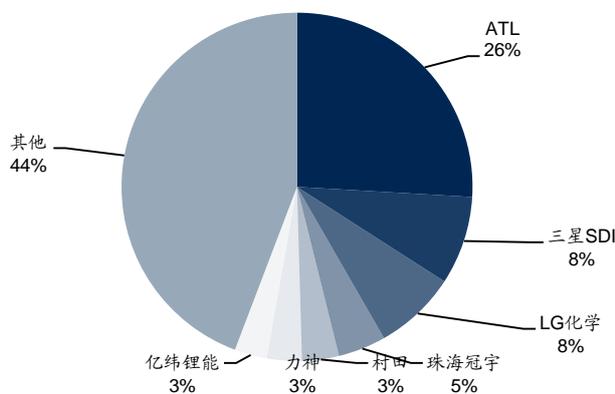
资料来源: IDC, Gartner, 国信证券经济研究所测算

消费锂电海外放缓市场集中，优质国产企业崛起正当时

消费锂电细分赛道高集中度，海外龙头市占率高。20 年全球软包消费电池出货量为 55.2 亿只，同比增加 19.2%；其中 ATL、三星 SDI、LG 化学分列全球前三名，占据了 26/8/8% 的市场份额；前五大厂商市占率合计约 50%，其中仅有珠海冠宇一家国内厂商位列其中。

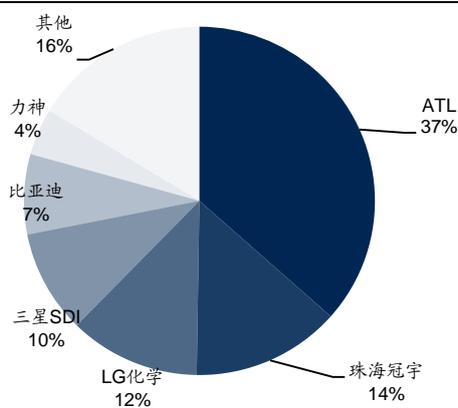
细分市场来看，20 年预计全球 3C 消费电子锂电池领域前五大厂商市占率为 79.33%，其中 ATL 位居第一市占率为 36.54%，珠海冠宇紧随其后市占率达到 13.71%；20 年全球笔电及平板锂电池市场中，前五厂商市占率 84.20%，ATL 全球第一，份额为 34.44%；2) 20 年全球手机锂电池市场中，前五厂商市占率 75.24%，ATL 全球第一，占比 37.96%，行业头部化特征明显。

图 29：2020 年全球软包消费锂电池市场份额（按出货量）



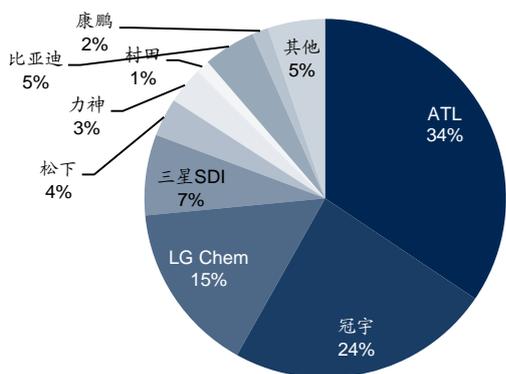
资料来源：EV Tanks，国信证券经济研究所整理

图 30：2020 年全球 3C 锂电池竞争格局（按出货量）



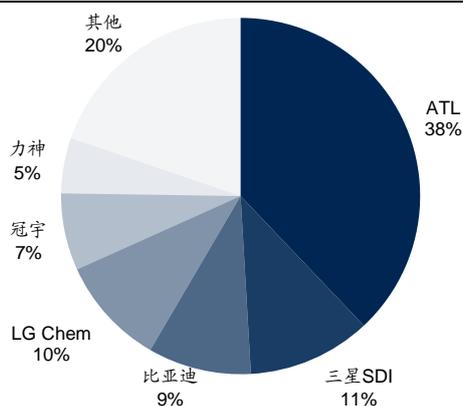
资料来源：Techno Systems Research，国信证券经济研究所整理和预测

图 31：2020 年全球笔记本及平板电脑锂电池竞争格局



资料来源：Techno Systems Research、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 32：2020 年全球手机锂电池竞争格局

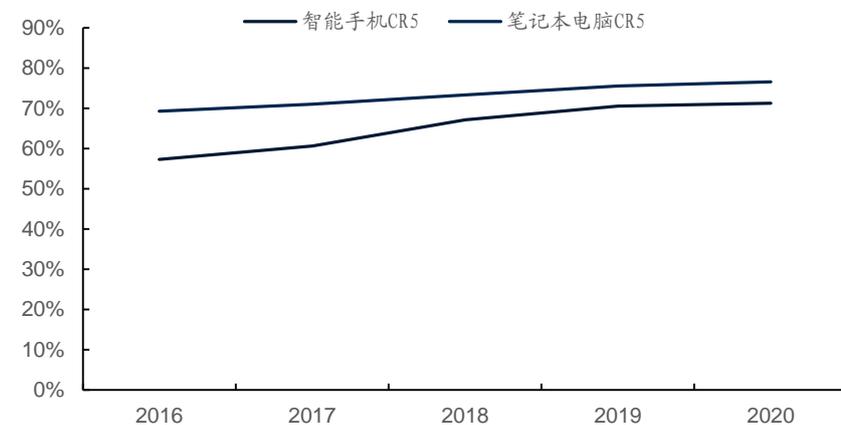


资料来源：Techno Systems Research、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

技术、渠道是行业中龙头企业的护城河。1) 消费锂电对能量密度、安全性、倍率性能要求高，技术难度大、定制化要求高。前期消费锂电赛道为索尼、LG 化学、三星 SDI 齐头并进；ATL 则率先布局软包路线并购买贝尔实验室软包专利，解决软包电池膨胀问题，以此切入苹果供应链，实现市场份额激增。目前，LG 化学、三星 SDI 布局软包电池、圆柱电池、方形电池满足客户多样化需求；珠海冠宇布局电芯、模组、PACK 全流程，提供个性化服务。2) 下游认证周期长、头部效应强。消费锂电认证周期在 1-3 年，进入壁垒高。下游手机、笔记本电

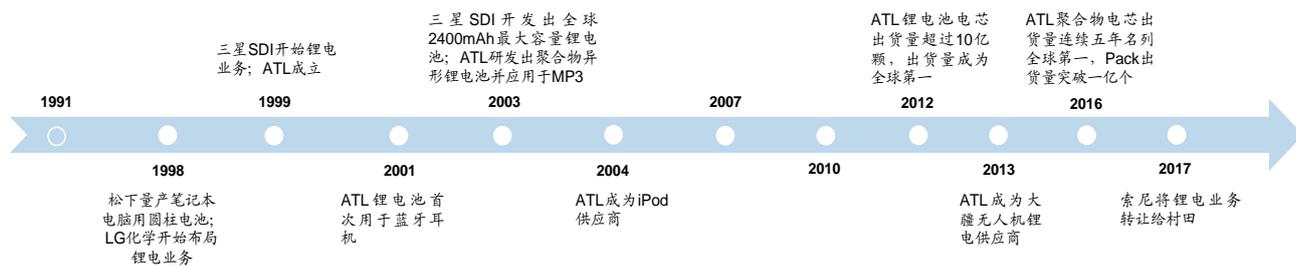
脑市场头部化明显，CR5 分别达到 71.3%/76.6%。龙头企业通过绑定消费电子领军品牌，巩固其市场份额，如 ATL 深入绑定华为、苹果、三星，LG 化学捆绑 LG 电子，三星 SDI 携手三星、苹果等。索尼因其自身消费电子产品出货逐年下降，从而导致电池业务亏损严重而将其出售。

图 33: 全球消费电子细分行业集中度情况



资料来源: IDC、Counterpoint Research、Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 34: ATL 等消费锂电龙头发展历程

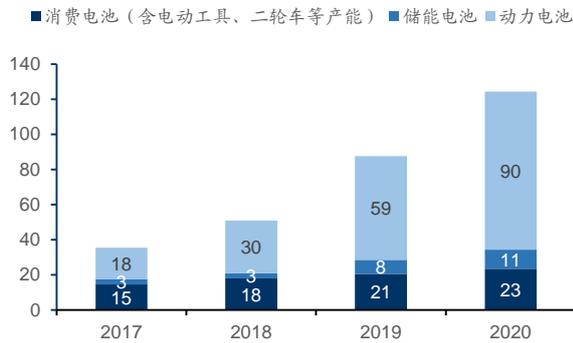


资料来源: 各公司官网、国信证券经济研究所整理

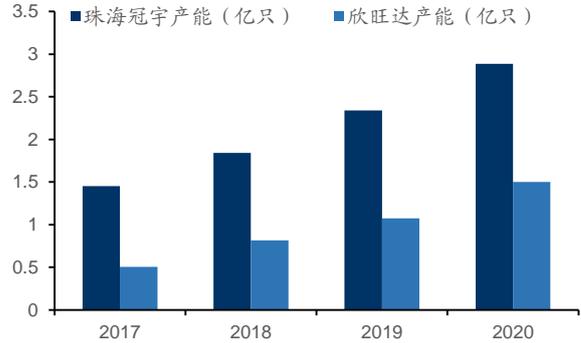
海外龙头战略转移消费电子电池布局放缓，国内厂商凭借渠道、扩产优势加速国产替代。

1) 海外企业转向动力电池，国内厂商高速扩产。全球前几大消费锂电池厂商中：ATL、珠海冠宇依旧坚持消费电子为发展重点；索尼因集团消费电子产品衰落叠加成本控制不佳，电池业务连续亏损，并在 17 年将业务出售给村田；后者将其产能主要用于储能与电动工具领域。LG 化学、三星 SDI 战略重心转移至动力电池。LG 化学 20 年动力电池产能规划超过 90GWh，是其 17 年的五倍；而其消费电子产能扩张投入小，新增扩产多用于电动工具或电动二轮车。三星 SDI 在 2016 年电池爆炸后，市占率显著下滑，同时其也注重动力电池发展，逐步放缓消费电子锂电投入。

国内珠海冠宇、欣旺达等深耕消费锂电多年，近年来扩产步伐加速，有望快速形成规模效应，推进国产替代进程。20 年欣旺达投资 52 亿元在浙江兰溪新建电芯产能，该项目已于 21 年 8 月底量产；21 年 2 月欣旺达发布定增公告，扩产 1.25 亿只消费类锂电池电芯和 1.25 亿只模组产能；预计新增产能爬坡后公司 21 年底产能有望突破 2 亿只。21 年珠海冠宇进行 IPO，拟投资 20 亿元新建 1.55 亿只消费类电芯产能，预计其 23 年产能有望突破 5 亿只。

图 35: LG 化学产能结构 (GWh)


资料来源: LG 化学公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 珠海冠宇、欣旺达年产能 (亿只)


资料来源: 公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 9: 三星 SDI、LG 化学扩产计划

厂商	扩产计划	规划产能
三星 SDI	2020, 匈牙利锂电池制造厂展开扩建, 电动汽车电池产能达到 20GWh。 2021, 斥资 2000 亿韩元 (约合人民币 11.45 亿元) 扩大其在马来西亚圆柱形电池产能, 月产 100 万个。(动力电池) 计划在 2021 年向其匈牙利电池厂投资 8.49 亿美元, 扩大该地首座电池厂的产能 (增加到 40GWh), 并在匈牙利建设其第二座电池工厂。(动力电池)	计划在 2021 年形成 56GWh 年生产产能
LG 化学	2021.06 三星 SDI 总裁, 公司正在考虑进军美国动力电池市场。 LG 化学已经在韩国梧仓、美国霍兰德、中国南京、波兰弗罗茨瓦夫拥有 4 座动力电池工厂, 计划在欧洲建设新的电池工厂。 2020, 计划将特斯拉等公司使用的圆柱电池的产能提高两倍, 并考虑在欧洲和北美扩张 其已在俄亥俄州洛兹敦 (Lordstown) 建设的一座投资 23 亿美元的电池工厂, 此外, LG 新能源还正与通用汽车一起, 寻求建设美国的第二座工厂。	计划到 2023 年产量将扩大至 260 GWh

资料来源: 电车汇, 高工锂电, 国信证券经济研究所整理

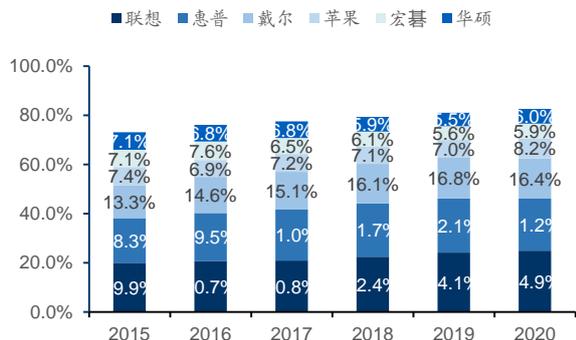
2) 国内消费电子本土供应链优势持续强化, 伴随国产消费电子企业崛起, 消费锂电企业有望顺势突围。中国消费电子厂商市占率持续提升, 华为、小米、VIVO、OPPO 智能手机全球市占率由 16 年的 25.19% 提升至 20 年的 42.71%, 联想笔记本电脑全球市占率由 16 年的 20.71% 提升至 20 年的 24.90%。此外, 由于全球大多锂电材料由国内供应, 本土厂商的上游供应和采购更便捷, 特别是在贸易战和海外疫情严重背景下本土电池厂商原料供应优势更显著。在国内消费电子厂商崛起和锂电材料国产化背景下, 国内消费锂电厂商欣旺达、珠海冠宇等重点布局中高端产品、与国内领军企业合作密切、有望顺势突围。

表 10: 消费电池厂商与国内品牌合作情况

	ATL	LG 化学	三星 SDI	欣旺达	珠海冠宇	比亚迪
华为	✓	✓	✓	✓	✓	✓
小米	✓	✓	✓	✓	✓	
OPPO	✓			✓	✓	
联想	✓	✓		✓	✓	

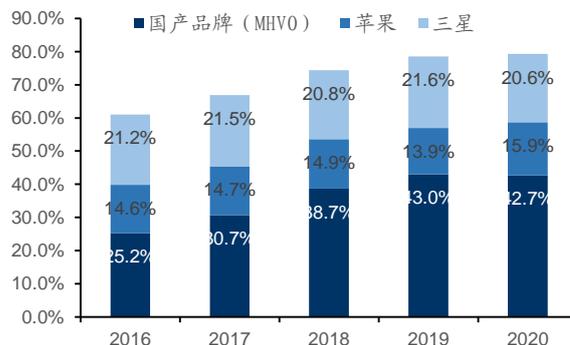
资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 全球笔记本电脑竞争格局



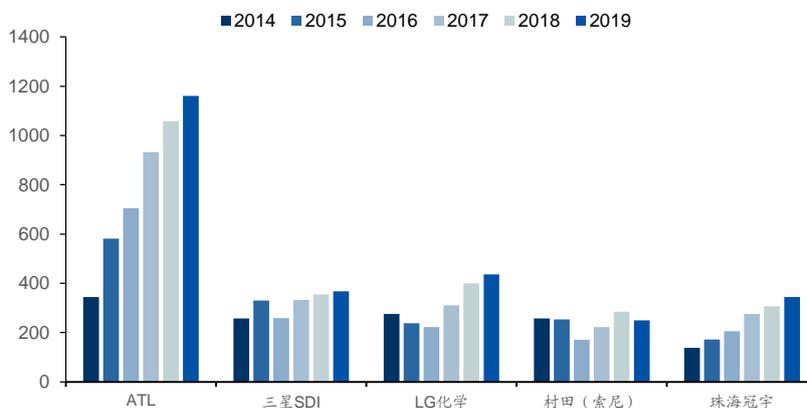
资料来源:Gartner, 国信证券经济研究所整理

图 38: 全球智能手机竞争格局



资料来源: IDC、Counterpoint research, 国信证券经济研究所整理

图 39: 软包聚合物锂电市场各厂商出货情况 (百万只)



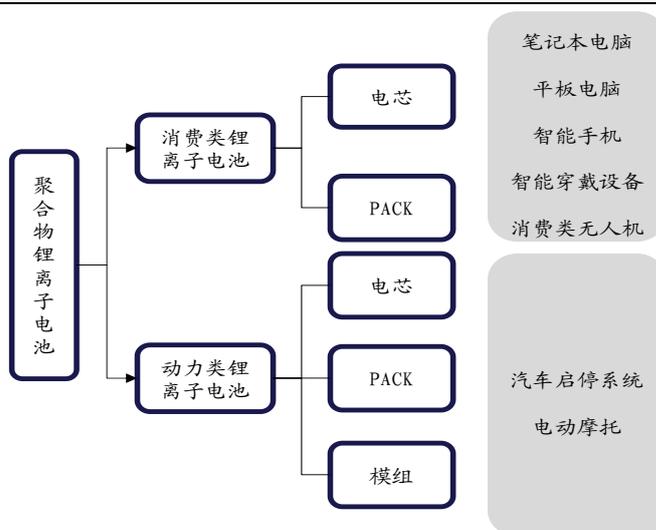
资料来源:ATL 官网, 国信证券经济研究所整理

产能扩张+应用拓展，持续保持高质量盈利

忆往昔：超前布局聚合物软包路线，以技术铸就成长之路

公司是国内最早从事软包锂电池电芯研发和制造的企业之一。目前，公司具有电芯、模组、PACK 三类产品。公司消费电池是绝对主业，产品已能够全方位覆盖消费电子各领域。此外，公司还积极布局动力类电池发展，19 年先后成立两家子公司专注动力类电池研究。目前，公司量产动力类电池产品主要应用于汽车启停系统和电动摩托车，整体产能产量规模较小；而纯电动车电池等技术仍处在实验室研发阶段。

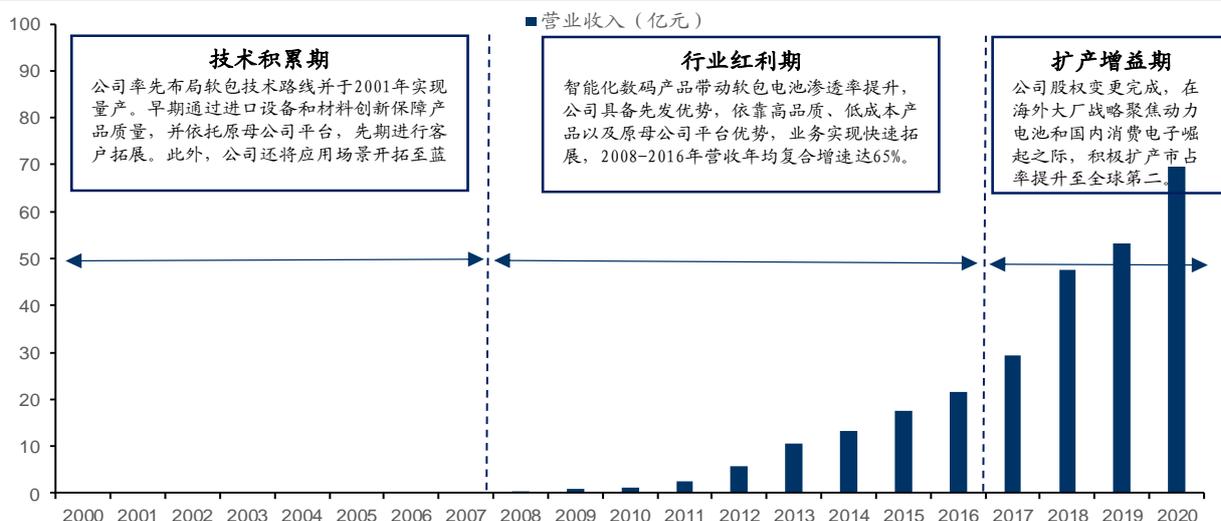
图 40：公司主要产品及应用领域



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

复盘公司消费电池发展历程，其先后经历了技术突破、行业变革、所有权变更、客户结构调整等诸多影响公司业绩的事件。公司整体发展可分为三个阶段：技术积累期、行业红利期、扩产增益突破期。

图 41：公司软包电池发展历程



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

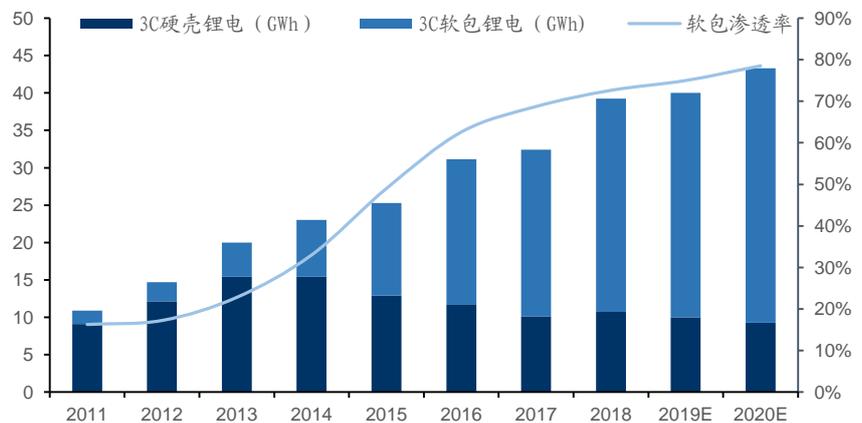
1) 技术积累期 (2000-2007 年): 公司尚未成立, 但原母公司哈光宇电源已完成技术和客户积累。1998 年哈光宇电源开始从事锂电池研发, 并于 2001 年实现锂离子聚合物电池的量产。2000-2002 年间, 哈光宇电源先后实现钴酸锂性能突破、进口设备引进, 使得当时电池质量与日本厂商相近, 达到国际一流水平。2002 年, 公司锂离子聚合物日产能已达 1 万颗, 笔记本电脑产品已送样国际厂商。2006 年起, 公司重点开拓聚合物电池, 并开拓其应用场景至蓝牙耳机、MP3、GPS 等。

2) 行业红利期 (2008-2016 年): 智能化 3C 产品拓展带动软包渗透率飙升, 公司专精聚合物软包赛道充分受益行业发展。2007 年, 公司正式成立, 聚焦于聚合物软包锂电池领域。凭借技术、成本和平台优势, 公司持续突破, 17 年在消费锂电领域位居第五。

供应端: 公司凭借先进的软包技术、进口设备和人工成本优势, 造就了与日韩厂商质量齐平但成本低的锂电池产品。同时, 公司相继推出笔记本电脑、蓝牙耳机电池产品, 15 年开发出 4.4V 高电压产品和无人机电池, 充分满足下游市场多样化需求。11 年公司开始布局锂电 PACK 领域, 自此具备了提供一站式解决方案的能力。面对下游旺盛需求, 公司也积极进行扩产, 17 年公司月产能已达到 1300 万颗, 较 10 年提升 4.4 倍。

需求端: 11-16 年间数码电子产品智能化不断推出带动软包渗透率提升; 据智研咨询数据, 软包电池渗透率由 2011 年的 16% 提升至 2016 年的 63%。公司作为软包电池先行者充分享受行业红利实现快速增长。公司依托母公司平台快速切入中兴、华为、诺基亚等手机厂, 并在 12 年以后与惠普、联想等品牌在笔记本电脑电池领域合作。公司 2008 年锂聚合物电池营收为 0.40 亿元, 到 2016 年营收达到 21.68 亿元, 年均复合增速为 65%。

图 42: 国内 3C 锂电市场规模及软包电池渗透率



资料来源: 智研咨询、Avicenne Energy、国信证券经济研究所整理

3) 扩产增益期 (2017 年至今): 海外电池大厂战略转移、消费电子国产替代双轮驱动, 公司所有权变更后扩产、增益, 市占率稳步提升。2017 年公司完成所有权变更, 管理层完成股权收购, 总经理徐延铭成为实控人继续推进公司发展。16-17 年海外消费电子大厂问题不断以及国内华为、联想、小米等市占率快速提升背景下, 公司依托优势客户资源, 积极扩产抢占市场份额。2021 年公司产能有望达到 2.88 亿只左右, 较 17 年产能实现翻倍。在行业结构变革和公司产能扩张助推下, 公司 20 年在消费锂电中市占率提升至全球第二。

图 43: 公司聚合物软包电池年产能 (亿颗)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

目前, 公司自主研发 18 项核心技术, 在高能量密度、高温、快充、高安全性领域实现关键突破, 铸就技术优势。

(1) 高温电池技术: 公司的高温电池技术适用于高温高 SOC 使用环境, 使用寿命可达 3 年以上。该技术获得了下游众多客户认可, 带动公司笔电出货量持续攀升。

(2) 快充电池技术: 公司开发出 1.5C/3C/5C 充电的快充电池, 充电速度分别可达 30min 充入 70%电量、30min 充入 90%电量及 15min 充入 85%电量; 与 ATL 1.5C 充电 33min 充入 80%电量、5C 10min 充入 80%电量水平相近。

(3) 高能量密度电池技术: 公司最新一代产品能量密度可达 780Wh/L, 较上一代提升 5%以上。冠宇量产的笔电、手机电池能量密度在略优于三星 SDI 软包电池, 与 ATL 持平; 平板电池能量密度优于欣旺达、三星 SDI 软包电池。

(4) 数码电池电解液技术: 公司针对消费电子产品开发了电解液技术, 使得电池循环寿命提升 30%达到 1000 次以上, 低温 (-20℃) 环境下放电容量保持率可提升 50%以上。

表 11: 公司部分核心技术情况

技术名称	应用产品	技术来源	技术先进性
高温电池技术	笔记本电脑	自主研发	针对电池处于高温使用状态时易产生气体使电池发生鼓胀的问题, 公司开发出的高温电池技术适用于高温高 SOC 使用环境, 使用寿命可达 3 年以上。
数码电池电解液技术	消费类锂电池	自主研发	针对消费电子产品开发的数码电池电解液技术能明显改善电池性能, 尤其是循环寿命和低温性能: 电池循环寿命可提升 30%以上 (寿命大于 1000 次), 低温 (-20℃) 环境下放电容量保持率可提升 50%以上
高能量密度关键材料应用技术	消费类锂电池	自主研发	公司研发并实现量产的新一代高能量密度锂离子电池较上一代产品能量密度提升 5%以上, 支持 15 分钟充入 35%电量、60 分钟充入 85%电量, 循环寿命可达 1000 次以上。
快充电池关键材料应用技术	手机及笔记本电脑电池	自主研发	通过整合具备快充能力的正负极材料、高离子导电率电解液、新型低阻抗电池结构, 公司开发出可支持 1.5C/3C/5C 充电的快充电池, 充电速度分别可达到 30 分钟充入 70%电量、30 分钟充入 90%电量及 15 分钟充入 85%电量。
高安全电池关键材料应用技术	手机及笔记本电脑电池	自主研发	高安全电池关键材料应用技术使用了安全涂层、高强度隔膜、高热稳定性正极材料等技术元素, 制造出在电、热及机械滥用测试下表现出极佳安全性能的锂电池。
STP 技术	手机及笔记本电脑电池	自主研发	极耳中置技术可以使电池内阻降低 40-45%、2C 充电温升降低 4-5℃、2C 充电恒流充入比提升 25-30%。
多极耳卷绕技术	手机及笔记本电脑电池	自主研发	多极耳卷绕技术可以使电池内阻降低 60-80%、3C 充电温升降低 6-8℃、5C 充电恒流充入比提升 30-40%。
柔性自动线	手机及笔记本电脑电池	自主研发	柔性自动线换型无需人工调整夹具, 单机换型时间 ≤ 2h, 单机换型效率可提升 200-350%; 柔性自动线采用 AGV 替代人工完成物流周转, 自动采集整线控制层信息, 信息采集率达到 95%, 信息利用率达到 80%。

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司持续加码研发, 夯实软包先发优势。2020 年公司研发费用为 4.06 亿元, 同比增长 27.19%; 18-20 年公司研发费用年平均增速为 54.32%, 高于亿纬锂能 (+47.44%)、欣旺达 (+34.01%)、鹏辉能源 (+21.25%)。2020 年公司研

发费用率为 5.83%，近三年整体呈现增长态势，与同行业上市公司均值基本持平。2020 年公司研发团队人数为 1576 人，同比增加 32.77%，在公司员工总数中占比达到 10.82%，研发团队规模不断扩大。

图 44: 公司与同行业上市公司研发费用率情况



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 45: 公司研发团队人数及占比



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 12: 2020 年行业内主要企业研发投入对比

公司名称	境内专利数量/项	研发人员数量/名	研发人员占比	研发费用/亿元	研发费用率
ATL	1195	约 1200			
三星 SDI	1487	约 2300			
LG Chem	1821	约 5300	2.04%	78.30	4.55%
欣旺达	426	5927	21.72%	18.06	6.08%
亿纬锂能	319	1751	18.11%	6.84	8.38%
鹏辉能源	101	716	9.13%	1.30	3.58%
珠海冠宇	329	1576	10.82%	4.06	5.83%

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司紧跟科技前沿和客户需求，力图解决行业热点、难点。公司与北卡罗来纳大学、哈尔滨工业大学、华南理工大学、武汉大学等院所在高效正极材料、聚合物锂离子动力电池等课题上共同合作，通过行业技术动态预计产品发展趋势，并尝试率先实现突破。同时，公司与华为、通用汽车等产业客户进行合作，推出配套产品满足终端需求。此外，公司以企业为主体，各级工程技术中心为平台，联合供应商、高校和行业协会，有效整合社会资源，促进研发成果产业化。

表 13: 公司合作项目列表

项目名称	项目类型	合作单位	起止时间
石墨烯包覆钴酸锂正极材料的应用研究	工信部重大科研项目——工信部石墨烯“一条龙”应用计划	宁夏汉尧石墨烯储能材料科技有限公司	2019-2022
绿色电池技术研发与检测服务、行业管理公共服务平台——高能量密度聚合物锂离子电池的研发	工信部重大科研项目——工业转型升级强基工程	工业和信息化部电子工业标准化研究院	2016-2018
PHEV/EV 汽车用软包聚合物锂离子电池研发与产业化	广东省科技厅“2016 年省应用型科技研发专项资金项目”	广东工业大学	2016-2018
准固态动力锂电池的研发与产业化应用	广东省科技厅 2019-2020 年度省重点领域研发计划“新能源汽车”重大专项	哈尔滨工业大学、上海空间电源研究所、中国科学院青岛生物能源与过程研究所、广东工业大学	2019-2023
第一代含硅电池技术合作项目	-	华为	2019-2021
CAB 技术	-	通用汽车	2018-2021
锂离子电池用负极颗粒材料的点连接用胶黏剂的基础研究	-	无锡海特新材料研究院有限公司	2020-2021
关于高体积比能量密度锂离子电池及其失效机制合作研发的合作协议	-	天目湖先进储能技术研究院有限公司	2019-2021
锂离子电池析锂数值计算模型开发	-	北卡罗来纳大学夏洛特分校	2019-2020

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

看今朝：专注于软包电池赛道，充分受益于大客户战略

与行业其他领先公司相比，公司的核心竞争优势在于：

- 专精聚合物软包锂离子电池，专业性强、技术过硬、产品质量高；
- 大客户战略，全面绑定联想、惠普、戴尔、华为、小米等消费电子龙头；
- 销售和售后团队优秀，能提供个性化方案及优质售后服务。

1) 专注性：相较于 LG 化学、三星 SDI，公司长期专注于聚合物软包锂离子电池领域，更主要聚焦于消费电子领域的应用，在快充、高能量密度、高安全性等领域形成了深厚的技术实力，产品性能方面也已达到国际一流水平。

在循环性能方面，公司部分产品循环寿命能够达到 1000 次以上，而 ATL 标品一般在 800 次以上；在快充性能方面，公司与 ATL 均开发了 5C 产品，充电速度相近；在能量密度方面，公司笔电能量密度在 700-750Wh/L、优于三星 SDI 的 390-530Wh/L，手机电池能量密度在 620-740Wh/L，与欣旺达的 570-720Wh/L、ATL 的 700Wh/L 以上基本持平，平板电池能量密度在 600-750Wh/L，略优于欣旺达的 540-650Wh/L 以及三星的 400-500Wh/L。

表 14：消费锂电产品主要参数对比

应用领域	公司	能量密度 Wh/L	容量 Ah
笔记本电脑	珠海冠宇	700-750	1.5-6.0
	三星 SDI	390-530	1.2-5.1
	ATL	700+	2.18+
平板电脑	珠海冠宇	600-750	2-5.2
	三星 SDI	400-500	2.0-5.0
	欣旺达	540-650	5.1-8.0
智能手机	珠海冠宇	620-740	2-5.17
	欣旺达	570-720	2.0-5.9
	三星 SDI	440-560	1.3-3.0
	ATL	700+	2.18+

资料来源：各公司官网、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

2) 大客户战略：大客户减缓业绩波动，充分享受龙头增长红利。在笔记本和平板电脑领域，公司在 12-16 年间相继进入惠普、联想、戴尔、华硕、鸿基等全球笔记本电脑前五大厂商供应链，并成为联想一供。在智能手机领域，公司于 12 年进入小米供应链并成为其主要电池供应商，而后逐步突破三星、华为、OPPO 等厂商。在无人机及智能穿戴领域，公司自 14 年相继与 BOSE、苹果、大疆展开合作。在动力类车企领域，公司 16 年进入康明斯供应链，19 年先后与豪爵、中华汽车展开合作。公司客户布局与 ATL 相近，较欣旺达、三星 SDI、LG 化学等厂商而言更为全面。

表 15：公司下游主要客户及进入供应链时间

客户类型							
笔电&平板客户	惠普	宏碁	华硕	戴尔	联想	微软	亚马逊
开始合作时间	2012	2013	2013	2014	2015	2015	2016
手机客户	小米	三星	摩托罗拉	OPPO	中兴	华为	
开始合作时间	2012	2016	2017	2019	2019	2019	
无人机及智能穿戴客户	苹果	BOSE	大疆	Facebook	VIVO		
开始合作时间	2014	2014	2015	2019	2020		
动力类电池客户	康明斯	中华汽车	豪爵				
开始合作时间	2016	2019	2019				

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 16: 消费电子领域主要厂商及电池供应情况

	ATL	LG 化学	三星 SDI	欣旺达	珠海冠宇	比亚迪
三星	✓	✓	✓		✓	✓
苹果	✓	✓	✓		✓	
华为	✓	✓	✓	✓	✓	✓
小米	✓	✓	✓	✓	✓	
OPPO	✓			✓	✓	
联想	✓	✓		✓	✓	
戴尔	未知	✓	✓	✓	✓	✓
惠普	✓	✓	✓	✓	✓	
华硕	未知	✓	✓	✓	✓	✓
宏碁	未知				✓	

资料来源:公司官网,公司公告,国信证券经济研究所整理

公司持续奉行大客户战略,前五大客户营收占比已达 70%左右。公司直接客户主要分为两类:一是终端客户指定的 PACK 厂;二是终端客户。公司在向下游客户重点销售电芯产品的同时,也在积极推进 PACK 产品在终端客户的认证,公司先后在 12 年、14 年、18 年通过小米、中兴、惠普的 PACK 认证。

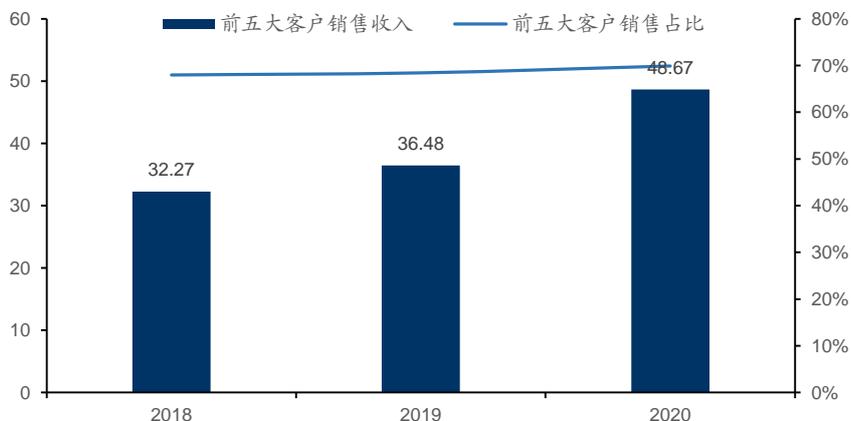
- 2020 年公司笔记本电脑类电池营收中,电芯类产品占比 81.3%,PACK 产品占比 18.7%;手机类电池营收中,电芯类占比为 52.4%,PACK 产品占比为 47.6%。由于公司 PACK 产能不断释放,公司 PACK 产品出货占比在不断提升。
- 公司下游销售仍以 PACK 厂为主,2020 年前五大 PACK 厂客户营收占总营收的 65.46%,前五大终端客户占总营收的 23.11%。我们预计,公司在大客户战略下将与下游龙头企业绑定愈发深入,充分受益其增长红利。

表 17: 公司历年前五大客户及其对应终端情况

年份	序号	客户名称	占营收比例	主要销售产品	主要对应终端
2020	1	新普科技	27.56%	电芯	惠普、戴尔、华硕、联想、微软、宏碁
	2	小米	11.15%	PACK	不适用
	3	德赛集团	10.82%	电芯	华为、OPPO、大疆、亚马逊、谷歌
	4	惠普	10.39%	PACK	不适用
	5	欣旺达	9.97%	电芯	联想、华为、OPPO、戴尔、亚马逊、Facebook、谷歌、大疆、苹果
2019	1	新普科技	24.22%	电芯	惠普、戴尔、华硕、联想、微软、宏碁
	2	小米	13.93%	PACK	不适用
	3	飞毛腿	10.69%	电芯	华为、联想
	4	加百裕	9.84%	电芯	联想、华硕、小米
	5	顺达	9.74%	电芯	惠普、华硕、微软、华为
2018	1	新普科技	20.61%	电芯	惠普、戴尔、华硕、联想、微软、宏碁
	2	加百裕	14.08%	电芯	联想、华硕、小米
	3	小米	11.63%	PACK	不适用
	4	顺达	11.01%	电芯	惠普、华硕、微软
	5	飞毛腿	10.64%	电芯	联想、华为、富士康、亚马逊、华硕

资料来源:公司招股说明书,国信证券经济研究所整理

图 46: 公司前五大客户营收及占比 (亿元、%)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

3) 个性化服务: 增加客户粘性, 全方位解决方案、快速响应保证客户满意度。公司产品门类全且具有从电芯到 PACK 全生产能力, 能够为下游终端客户提供类型更为丰富的解决方案。公司采用灵活快速的服务方式提高效率, 从技术规格确认到样品开发、批量生产仅需 3-4 个月, 有效满足客户需求也是公司从一众厂商中脱颖而出。同时, 公司在日本京都、智利圣地亚哥、美国旧金山等海外 14 个国家和地区建立了贴近客户的销售和售后网点, 网点布局与欣旺达 (全球 14 个技术服务网点) 相近。此外, 公司还提供 7*24 小时的全天候服务, 保障实时响应客户需求。

图 47: 公司全球化服务网络



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司突出的技术、渠道和服务优势, 充分在市占率上得到验证。在笔记本电脑 & 平板电脑电池领域, 公司市占率由 17 年的 11.33% 提升至 20 年的 23.67%;

智能手机锂电领域，市占率由 17 年的 5.45% 提升至 20 年 7.00%，发展势头迅猛。

表 18: 公司消费锂电领域市占率及排名情况

年份/项目	2017	2018	2019	2020
笔记本电脑&平板电脑	11.33%	16.54%	20.87%	23.67%
锂电池	5	3	2	2
智能手机锂电池	5.45%	5.36%	7.27%	7.00%
	6	5	4	5

资料来源:公司官网,公司公告,国信证券经济研究所整理

展未来:募投扩产缓解产能瓶颈,产线产品优化推动盈利提升

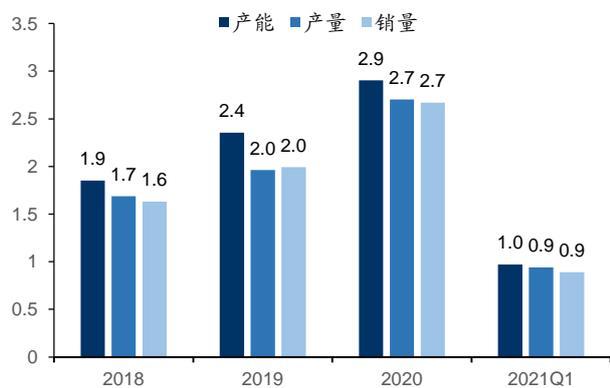
公司业绩持续增长主要体现在:1)量增:传统电池大厂战略转移与国产消费电子崛起双轮驱动,公司积极扩张产能、依托技术、服务、渠道优势拓展市占率;2)利增:规模效应和自动化产线降低生产成本;封装产能增加、PACK 认证推进、高能量密度&快充产品推出,产品结构与性能优化增厚利润。

1)量的逻辑:客户突破叠加产能扩张贡献增量

传统电池大厂战略转移叠加国产消费电子崛起,公司持续取得客户突破,需求向好下扩产势在必行。三星 SDI、LG 化学等厂商重点布局动力电池,消费电池投入放缓;国内华为、联想等厂商市占率持续突破,公司作为全球第二消费锂电厂商有望实现市占率提升。公司自 19 年开始与 OPPO、豪爵等厂商合作,并再获中兴、华为的独立供应资格,订单数量充足、产品供不应求。此前,因产能问题,公司与三星等厂商合作也被迫中止;产能瓶颈限制公司发展,大举扩张势在必行。

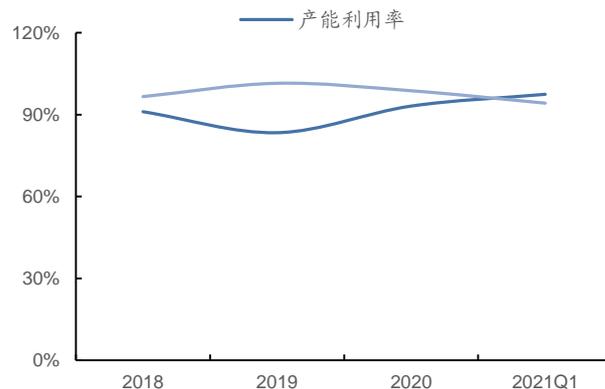
20 年公司消费&动力类产品销量 2.67 亿只,同比+34%,21Q1 销量为 0.89 亿只,同比+125%。需求向好下,公司于 19 年扩产投运了重庆新厂区;20 年公司产能已达到 2.88 亿只,21Q1 年化产能提升至 3.86 亿只,产能利用率提升至 97.46%。

图 48: 公司产能、产量、销量情况 (亿只)



资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 49: 公司产能利用率、产销率情况



资料来源:公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司募投产能保障订单交付,现有规划产能将扩至 5.59 亿只,较现有产能增长约一倍。21 年公司 IPO 募投 20.9 亿元,扩产 1.55 亿只消费类锂电池产品,计划 3 年投产,建成后有效解决产能无法满足所有订单问题。

20 年公司现有消费类电池总产能为 2.88 亿只；21 年重庆二三厂逐步达产、四厂建成投产，有效产能有望提升至 3.90 亿只；22 年重庆四厂达产，重庆五厂及珠海募投项目建成投产，有效产能或将提高至 4.39 亿只；23 年珠海募投项目产能利用率或将持续提升，有效产能将增至 5.19 亿只；预计 24 年现有规划 5.59 亿只产能将全部达产。

表 19: 公司募投资项目建设规划

阶段/时间 (月)	T+36							
	1-3	4-10	11-16	17-18	19-28	29-33	34-35	36
初步设计	✓							
建筑工程		✓	✓	✓				
设备购置与安装			✓	✓	✓			
人员招聘及培训				✓	✓	✓		
系统调试及验证				✓	✓	✓	✓	
试运营					✓	✓	✓	✓

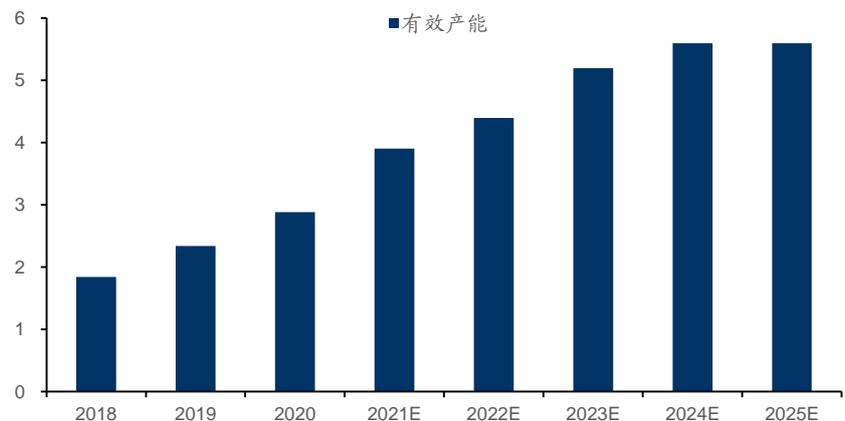
资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

表 20: 公司募投资拟建项目情况

项目	项目总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	项目规划
珠海聚合物锂电池生产基地建设项目	20.90	20.90	本项目建设期 3 年；拟建设高自动化、智能化的聚合物锂离子电池生产基地。建设完成后，项目将形成年产 15,500 万只消费类聚合物锂离子电池的生产能力，进一步扩大产销规模。
重庆锂电池电芯封装生产线项目	4.02	4.02	本项目建设期 2 年。项目建设完成后，达产年将形成 11150 万个手机类和穿戴类锂电池封装的生产服务能力，从而有效提高公司封装自供比例，为客户提供一站式服务。
研发中心升级建设项目	4.07	4.07	本项目总投资 4.07 亿元，建设期 3 年。项目拟开展消费类锂电池、车用动力电池、储能锂电池和下一代电池等方向的研究。
补充流动资金项目	3.50	3.50	通过使用部分募集资金补充流动资金，从而有效降低资产负债率，优化资本结构，并增强公司的抗风险能力和盈利能力，助力公司稳健发展。
合计	32.49	32.49	

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司产能扩张后有望充分满足原有客户与新开拓客户的需求。同时，公司计划于 21 年重启与三星的相关合作事宜，扩产保障下有望贡献新业绩增量。我们预计，公司 21 年电池产品销量有望达到 3.6 亿只，同比提升 30% 以上。

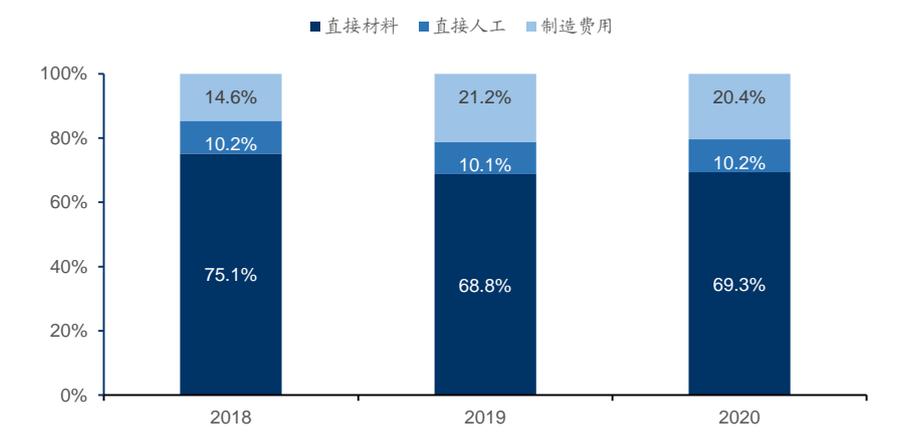
图 50: 公司锂电池产能增长情况预测 (亿只)


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理和预测
 注: 按照公司已公告的产能规划测算。

2) 利的逻辑：产线产品优化增厚利润

规模化和新产线效率提升降低生产成本。公司 18 年以来投运的珠海五部产线、重庆冠宇产线，自动化、智能化程度高，带动产品单位人工成本下行 15%-20%。此次 IPO 公司新募投高智能化、高自动化产线，产品成本有望持续稳步下降。同时随着产能利用率持续提升，单位折旧摊销降低有望带动制造费用显著下行。

图 51：公司主营业务成本情况



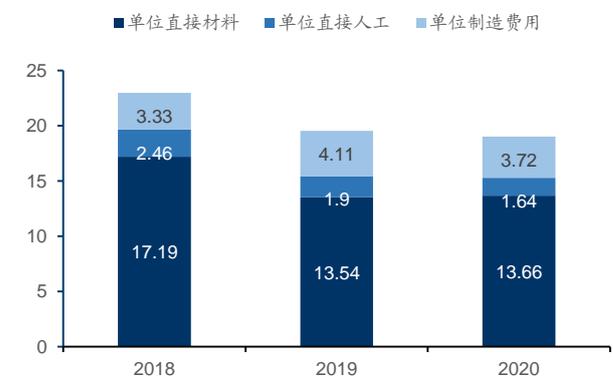
资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 52：笔记本电脑、平板电脑电池单位成本情况（元/只）



资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 53：手机电池单位成本情况（元/只）



资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司募投封装产能，有效提高自给比例，降低产品成本。公司 IPO 募投 4.02 亿元，新建年封装 1.15 亿个手机和穿戴类锂电池电芯生产线，计划 2 年内投产。根据子公司冠宇能源和欣旺达数据，封装厂商毛利率平均在 15%左右；公司新建封装产能后将进一步提高自给比例，降低产品成本。同时，新封装厂将有望提升公司一体化解决方案提供能力，并为其 PACK 产品在下游认证，以及产品结构优化奠定基础。

图 54: 封装厂综合毛利率情况



资料来源:各公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司产品定位中高端, 持续推出高能量密度、快充等高附加值产品稳价保利。公司凭借技术和服务优势, 布局了下游消费电子主要领军品牌, 并且产品主要供给于相应终端客户的中高端品牌、毛利率较高。针对行业痛点, 公司相继推出了新型号和高附加值(快充、高能量密度)的产品, 在成本大幅下行下保障产品售价相对稳定。目前, 公司在高能量密度电池、10C 快充技术、三元低成本平台、高电压材料及配方研究等领域广泛布局。预计未来凭借高附加值中高端产品的不断推出, 公司产品售价将得到坚定支撑。

表 21: 公司产品主要应用机型

供货类型	终端客户名称	19 年在总营收中比重	主要机型	产品定位	是否为主流机型
笔记本及平板电池	惠普	23.67%	Chromebook、Elitebook、Essential、Ome、Pro 系列	中高	是
	联想	14.65%	Chromebook、Thinkpad、Yoga 系列	中高	是
	华硕	7.16%	Chromebook、ROG、UX、X、Zenfone 系列	中高	是
	宏碁	1.36%	Aspire、liquid、Predator、Swift 系列	中高	是
	微软	3.08%	Surface 系列	中高	部分为主流机型
	亚马逊	2.57%	Kindle 系列	中高	是
手机锂电池	华为	14.48%	Matebook、M、S、畅享、荣耀系列	中高	是
	OPPO	0.19%	A 系列	中高	是
	小米	21.02%	小米、红米系列	中高	是
	摩托罗拉	2.73%	Rio H、SurfNA 等	高	是
	中兴	0.48%	axon、mono 系列; 无线 ufi、投影仪成品	高	部分为主流机型
	三星	-	C7 系列	高	是
无人机锂电池	大疆	0.32%	Mavic、Phantom 系列	中高	是
智能穿戴锂电池	苹果	0.42%	iPod 系列	高	是
	BOSE	0.00%	无线降噪耳机	中	是
	Facebook	0.01%	VR 一体机	中	是
	VIVO	-	试样阶段	-	-
动力类电池	豪爵	0.01%	电动摩托车	高	是
	康明斯	0.12%	电动摩托车、机场穿梭巴士	高	是
	中华汽车	0.00%	Delica 系列	中	否

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表 22: 公司在研项目

项目名称	研发阶段	预算投入 (万元)	拟达到目标	技术水平
第五代高能量密度平台的研究	转量产阶段	2031.83	能量密度进一步提升, 并满足常、高温寿命及高低温放电、存储等要求	能量密度提升 5%以上
第六代高能量密度电	开发阶段	2109.45	超前布局更高能量密度材料及技术, 在第五代基础上进一步提升体积能量密度	能量密度在第 5 代基础上可继续提升 3.5%以上
5C 快充第二代平台的研究	开发阶段	516.98	能量密度进一步提升, 并满足常、高温寿命及高低温放电、存储等要求	15 分钟可充入 85%电量的 5C 快充的基础上, 能量密度提升 5%以上
三元低成本平台的研究	开发阶段	1791.02	能量密度适中, 成本具有竞争力, 循环寿命及高温特性可达到钴酸锂电池水平	率先将纯三元电池应用于高端消费电子产品
高电压高容量材料研发	样品阶段	948.8	研发高电压正极、高比容量负极、超薄隔膜及耐氧化高电导率电解液材料	可以满足未来 1-2 年公司高能量密度快充电池的开发需求
超高能量密度半固态电池开发	实验室研究阶段	1400	提升功率密度及低温冷启动性能, 并增强高温及安全性能	功率性能提升 25%, 低温放电电压可提升 0.1V
LFP EV 第四代电池的研究	开发阶段	1155.94	进一步提升 LFP EV 电池的能量密度并符合动力电池循环寿命、安全要求、性能要求等国家标准	能量密度可提升 5%以上
300Wh/Kg NCM EV 第四代电池研究	试产阶段	736.7	单电芯重量能量密度达到 300Wh/kg; 并满足国标各项要求	本项目开发的单电芯重量能量密度可达到 300Wh/kg, 能够实现国家战略性目标。

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

1、消费类锂电池

产能：公司在重庆的生产基地正在分期建设、产能不断扩张；我们预计 21-23 年公司消费电子锂电池产能将明显提升，有效产能分别达到 3.9/4.4/5.2 亿只。公司下游客户取得新突破、原有客户市占率不断提升，产能扩张保障下订单数量将稳步提升，进而带动市占率提高。

销量：我们按照公司笔记本和手机锂电池市场需求和公司市占率进行测算，我们预计伴随公司产能扩张，公司市占率有望提升，预计公司 21-23 年笔记本电池销量 2.4/2.77/3.16 亿只，手机电池销量 1.08/1.35/1.73 亿只，再加上其他消费类产品电池，预计公司 21-23 年消费电子电池销量 3.57/4.24/5.05 亿只。

营收：公司定价策略为成本加成定价，21 年钴酸锂等原材料成本上涨叠加技改推动单体容量提升，电池产品售价均有明显增加，我们预计公司产品售价可以传导部分上游原料涨跌。我们预计 21-23 年笔电类锂电池售价分别为 30.4/28.8/28.8 元/只，21-23 年手机类锂电池售价分别为 33.4/35.6/37.2 元/只，消费类电池合计营收 111/130/159 亿元。

毛利率：21 年钴酸锂、电解液等原材料上涨明显，其中钴酸锂 21 年均价较 20 年已上涨近 50%。公司采用成本加成定价，在 21 年原材料价格上涨超预期情况下，公司难以迅速对下游调价。22-23 年原材料价格有望回复及成本压力完全传导的背景下，毛利率有望回复。我们预计公司 21 年直接材料成本上涨 38%，人工和制造成本略有下降。预计 21-23 年消费类电池毛利率分别为 26.3%/27.2%/28.3%。

2、动力类锂电池

公司当前动力类电池主要用于汽车启停系统、电动摩托车等领域，我们预计，动力类电池业务在前期铺垫下有望实现迅速增长，21-23 年营收增速有望达到 80%；对应营收分别为 0.2/0.4/0.7 亿元，毛利率预计分别为 5%/10%/15%。

按照假设前提，我们预测公司 21-23 年归母净利润 12.1/15.7/21.1 亿元，每股收益 1.07/1.40/1.88 元

表 23：公司各主要业务营收及毛利率预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
消费类锂电池						
营收（亿元）	44.45	51.71	67.38	111.04	130.37	158.58
yoy		16.3%	30.3%	64.8%	17.4%	21.6%
销量	1.63	1.99	2.67	3.57	4.24	5.05
成本（亿元）	36.90	37.13	46.21	81.89	94.98	113.72
毛利（亿元）	7.55	14.58	21.17	29.15	35.39	44.86
毛利率	17.0%	28.2%	31.4%	26.2%	27.1%	28.3%
动力类电池						
营收（亿元）	0.10	0.08	0.11	0.20	0.36	0.65
YOY		-22.6%	44.6%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利率	9.3%	-134.4%	-226.0%	5.0%	10.0%	15.0%
合计						
营收（亿元）	47.47	53.31	69.64	113.40	132.89	161.38
yoy		12.3%	30.6%	62.8%	17.2%	21.4%
成本（亿元）	39.44	38.24	47.94	83.59	96.70	115.67
毛利（亿元）	8.03	15.07	21.70	29.80	36.18	45.71
毛利率	16.9%	28.3%	31.2%	26.3%	27.2%	28.3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理与预测；
注：公司其他业务未列在表内

未来 3 年盈利预测

根据以上的假设条件，我们对公司未来 3 年的盈利情况做出了假设，

表 24: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6964	11383	13384	16295
营业成本	4794	8376	9732	11669
销售费用	36	57	67	81
管理费用	846	1378	1551	1886
财务费用	206	158	178	157
营业利润	982	1458	1888	2516
利润总额	935	1418	1848	2476
归属于母公司净利润	817	1206	1572	2105
EPS	0.85	1.07	1.40	1.88
ROE	25%	29%	29%	30%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议: 按上述假设条件，我们预计公司 21-23 年归母净利润 12.1/15.7/21.1 亿元，净利润同比增速 48/30/34%，EPS 分别为 1.07/1.40/1.88 元，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 37-41 元之间，对应 22 年动态 PE 区间为 26-29 倍。我们认为，公司专注定位消费电子锂电赛道，技术优势显著盈利能力出众，伴随扩产和国产替代市占率有望持续提升，业绩有望持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司的合理估值在 37-41 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

我们采用 FCFF 绝对估值方法计算得到公司的合理估值在 39-44 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来。特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资金成本 WACC 的计算、永续增长率的假定等参数的选定都加入了很多个人的判断：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资金成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 2.80%、股票风险溢价 6.0% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的锂离子电池行业下游应用多，市场前景巨大，主攻的消费电子领域发展速度快、需求变动明显。钠离子电池或其他新型电池技术进步，有可能取代锂电池，带来行业的需求增长停滞甚至萎缩，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值法下主要关注公司 22 年估值，得到公司 22 年合理的 PE 在 25-29 倍之间，目标价格为 35-41 元。相对估值存在以下风险：选取的可比公司与公司业务相似度较低，各公司对下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，存在可比公司平均估值可比性不高的风险。

盈利预测的风险

- 1、软包电池渗透率不及预期；
- 2、公司产能扩张不达预期；
- 3、原材料价格上涨超预期，毛利率存在下行风险；
- 4、未来新型技术的发展可能改变消费产业的前景。

经营风险

公司产能扩张风险、动力类电池开发缓慢风险等存在业绩不达预期的风险；

政策风险和市场风险

未来存在贸易摩擦、出口政策等可能对公司海外拓展产生影响，进而导致公司经营上存在不确定的风险。

其它风险

新冠肺炎疫情海外再次爆发，导致全球下游需求和进出口受到较大影响的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1148	1500	1500	1500	营业收入	6964	11383	13384	16295
应收款项	2458	3742	4400	5357	营业成本	4794	8376	9732	11669
存货净额	1048	1664	1920	2294	营业税金及附加	44	72	84	103
其他流动资产	239	341	402	489	销售费用	36	57	67	81
流动资产合计	4934	7288	8262	9681	管理费用	846	1378	1551	1886
固定资产	3043	5264	6847	8293	财务费用	206	158	178	157
无形资产及其他	181	169	157	144	投资收益	19	5	5	5
投资性房地产	425	425	425	425	资产减值及公允价值变动	119	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(195)	12	12	12
资产总计	8582	13146	15691	18544	营业利润	982	1458	1888	2516
短期借款及交易性金融负债	710	2418	2902	2896	营业外净收支	(47)	(40)	(40)	(40)
应付款项	3216	4880	5633	6730	利润总额	935	1418	1848	2476
其他流动负债	409	666	767	918	所得税费用	119	213	277	371
流动负债合计	4335	7964	9301	10545	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
长期借款及应付债券	579	579	579	579	归属于母公司净利润	817	1206	1572	2105
其他长期负债	423	453	483	513					
长期负债合计	1002	1032	1062	1092	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5337	8996	10363	11637	净利润	817	1206	1572	2105
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	24	12	46	49
股东权益	3246	4151	5329	6908	折旧摊销	421	364	483	618
负债和股东权益总计	8582	13146	15691	18544	公允价值变动损失	(119)	(100)	(100)	(100)
					财务费用	206	158	178	157
关键财务与估值指标					营运资本变动	709	(24)	(46)	(91)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(25)	(12)	(46)	(49)
每股收益	0.85	1.07	1.40	1.88	经营活动现金流	1828	1445	1909	2532
每股红利	0.25	0.27	0.35	0.47	资本开支	(1748)	(2500)	(2000)	(2000)
每股净资产	3.36	3.70	4.75	6.16	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROIC	38%	22%	21%	23%	投资活动现金流	(1748)	(2500)	(2000)	(2000)
ROE	25%	29%	29%	30%	权益性融资	405	0	0	0
毛利率	31%	26%	27%	28%	负债净变化	357	0	0	0
EBIT Margin	18%	13%	15%	16%	支付股利、利息	(244)	(301)	(393)	(526)
EBITDA Margin	24%	16%	18%	19%	其它融资现金流	184	1708	484	(5)
收入增长	31%	63%	18%	22%	融资活动现金流	817	1407	91	(532)
净利润增长率	90%	48%	30%	34%	现金净变动	897	352	0	0
资产负债率	62%	68%	66%	63%	货币资金的期初余额	251	1148	1500	1500
息率	1.2%	1.5%	1.9%	2.6%	货币资金的期末余额	1148	1500	1500	1500
P/E	24.7	19.4	14.9	11.1	企业自由现金流	469	(875)	105	710
P/B	6.2	5.65	4.4	3.4	权益自由现金流	1011	783	506	613
EV/EBITDA	15.3	17.4	13.9	11.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032