

珠海冠宇（688772）深度研究

消费锂电龙头，动力潜力新星

2021年09月22日

【投资要点】

- ◆ 公司深耕消费锂电领域，全球笔电电池排名第二，智能手机电池排名前五。公司成立于2007年，主营聚合物软包锂电电芯、PACK。公司是国内消费锂电领先企业，产品打入全球一线消费电子供应链体系。
- ◆ 消费锂电稳定增长，软包占比不断提升。目前笔电、平板及智能手机市场进入平稳增长期，新兴消费锂电市场将成为市场需求最重要的增长点。同时，消费电子产品向长续航、差异化需求提升，软包电池能量密度高、形状可塑性强成为最优解。预测2025年全球其中软包电池装机194.3GWh，软包电池复合增速可达21%。
- ◆ 格局高度集中，优质国产电池迎来发展机会。笔电及手机锂电池CR5高达85%和75%。未来日韩企业的战略重心转向动力电池、国内消费电子品牌平衡供应商等因素，国内优质电池企业将迎来发展机会。
- ◆ 公司扩产消费电芯，开拓动力市场。公司研发实力强劲，兼顾量产电芯及下一代技术储备。客户方面稳定五大笔电客户的同时，手机突破新客户，IPO募资扩产夯实增长基础，此外积极开拓动力等增量市场。

【投资建议】

- ◆ 我们给予珠海冠宇“买入”评级。我们预计2021-2023年营业收入分别为104.83/124.74/141.81亿元，归母净利润分别为11.65/15.95/20.07亿元。A股可比上市公司包括宁德时代、亿纬锂能、欣旺达，对应2022年PE分别为65、36、30倍，取平均数40倍作为珠海冠宇2022年对应合理估值，则公司发行后合理市值638亿元，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6964.15	10483.02	12474.79	14181.86
增长率(%)	30.63%	50.53%	19.00%	13.68%
EBITDA(百万元)	460.63	1916.70	2522.37	3154.74
归属母公司净利润(百万元)	817.03	1165.89	1595.80	2007.05
增长率(%)	89.87%	42.70%	36.87%	25.77%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：陈栋熙

电话：021-23586473

1、关键假设

1.1 行业需求：消费电子下游需求持续增长，软包技术路线渗透率持续提升，市场规模 2020-2025 年 GAGR 值保持 16%。

1.2 竞争格局：海外电池企业未来更多将战略重心向动力电池领域转移；小米等国产智能手机厂商全球竞争力不断提升；消费电池技术成熟后，品牌商出于平衡供应链角度引入二供；综合以上背景，国产优质电池企业迎来发展机会，市场份额有望提升。

1.3 公司优势：公司深耕消费锂电领域，技术水平、产能、交付能力等处于国内领先地位，募资扩产后市场份额将有望提升；公司卡位动力、储能等领域，有望开拓新市场。

2、创新之处

市场认为公司所在的笔电、智能手机等消费电子市场需求增长放缓，已经进入了存量时代。我们认为在整体市场稳态增长时仍存在结构性的机会，主要来自以下方面：1) 新兴领域消费电子产品崛起，将成为未来消费电子领域主要增长点；2) 消费电子电池能量密度向高能密度和高定制化的方向发展，软包电池在笔电、智能手机及可穿戴设备等市场渗透率会不断提升；3) 随着海外企业重心转移、国产品牌商崛起以及一线品牌商平衡供应链，包括珠海冠宇在内的优质国产消费电池厂商将会迎来发展机会。

3、要事前瞻

3.1 智能手机电池持续突破新客户，在进入小米、华为后，拿到 OPPO 供应商代码；

3.2 公司在上市之后融资能力加强，产能扩张能力以及产线自动化设备的升级将带来公司产品良率提高及一致性的提高，在加上公司成本优势，在智能手机国产供应链中有望提升；

【风险提示】

- ◆ 消费电子产品市场增长不及预期；
- ◆ 公司产能扩张进度不及预期；
- ◆ 二线消费电池企业竞争加剧

正文目录

1 老牌消费锂电企业，业绩稳定增长	5
1.1 消费锂电主力供应商，逐步切入动力赛道	5
1.2 股权结构稳定，管理层产业背景深厚	6
1.3 营收稳步增长，降本增效提升盈利能力	8
2 消费锂电稳定增长，国内优质企业迎发展良机	10
2.1 需求：消费锂电稳定增长，软包占比不断提升	10
2.1.1 传统领域稳步增长，新兴市场快速爆发	10
2.1.2 高能密度+高定制性，软包方案渗透率不断提升	12
2.1.3 预计行业保持稳定增长，截至 2025 年 GAGR 值可达 16%	13
2.2 格局：高度集中，优质国产电池迎来发展机会	15
2.2.1 细分市场高度集中，海外企业占比较高	15
2.2.2 存量竞争下，国产优质电池企业迎头追赶	15
3 扩产消费电芯，开拓动力领域	18
3.1 研发兼顾量产电池性能提升及下一代电池技术储备	18
3.1.1 公司研发管理体系完善，研发投入持续增长	18
3.1.2 面向锂电池技术升级方向持续迭代研发平台	19
3.1.3 完成动力电池及固态、锂硫等下一代电池技术储备	20
3.2 五大笔电客户合计占比提升，手机突破新客户 OPPO	20
3.3 产能利用率持续高企，积极扩产贡献增量	22
3.4 开拓动力市场，掘金万亿赛道	23
4 盈利预测及投资建议	24
5 风险提示	25

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司产品线布局	6
图表 3：公司股权结构	7
图表 4：公司高管背景介绍	7
图表 5：公司营业收入情况	8
图表 6：公司归母净利润情况	8
图表 7：公司分产品营业收入	9
图表 8：公司分产品毛利率	9
图表 9：公司分地域营业收入	9
图表 10：公司海外收入区域结构	9
图表 11：公司费用率情况	10
图表 12：公司盈利情况	10
图表 13：消费电子下游领域分类	10
图表 14：全球笔记本电脑出货量	11
图表 15：全球平板电脑出货量	11
图表 16：智能手机市场出货量	11
图表 17：全球可穿戴设备出货量	12
图表 18：全球无人机出货量	12
图表 19：三种技术路线性能比较	12
图表 20：笔记本电脑锂离子电池类别	13
图表 21：手机市场锂离子电池类别	13
图表 22：市场空间测算关键假设	14

图表 23: 软包电池市场空间测算	14
图表 24: 2020 年全球笔电及平板电池企业竞争格局	15
图表 25: 2020 年全球手机电池企业竞争格局	15
图表 26: 不同电池企业竞争力对比	16
图表 27: 消费锂电主要企业盈利能力对比	16
图表 28: 珠海冠宇主要供应商	16
图表 29: 日韩电池企业动力产能规划 (GWh)	17
图表 30: 珠海冠宇产能规划 (亿只)	17
图表 31: 全球智能手机企业市场份额	18
图表 32: 主流消费电子品牌供应链	18
图表 33: 主流锂电池公司研发投入情况	19
图表 34: 重点研发项目及进展	19
图表 35: 动力电池及固态、锂硫电池核心技术储备	20
图表 36: 2018-2020 年前五大直接客户	21
图表 37: 直接客户与终端客户对应情况	21
图表 38: 小米手机出货量及公司向小米销售金额情况	22
图表 39: 公司产能及利用情况	22
图表 40: 公司产能及利用情况	23
图表 41: 公司动力电池业务情况	23
图表 42: 可比公司估值比较 (截至 2021-09-17)	24

1 老牌消费锂电企业，业绩稳定增长

1.1 消费锂电主力供应商，逐步切入动力赛道

公司成立于2007年，目前是全球消费锂电主力供应商。公司从1998年开始锂电池的研发，2007年哈光宇电源和哈光宇国际联合成立公司前身珠海光宇；2010年公司通过排名第一的笔记本厂商的认证，并在当年开始供货；2011年公司率先为竞速电动摩托车提供电池方案；2013年公司通过了全球前三大笔记本认证；2014年公司全自动产线投产，成为全球主要3C品牌的电池主力供应商；2015年公司成为全球前五的聚合物锂电池供应商，并开始向全球知名无人机企业大疆供货；2017年公司从哈光宇中独立；2018年公司在重庆建立生产基地；2019年公司进行了股份制改革并正式更名为珠海冠宇。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司消费领域卡位全球顶级客户，逐步切入动力领域。公司自成立以来一直专注于聚合物软包锂离子电池，消费类锂离子电池是公司主要的收入来源，占比达到99%以上。公司消费类电池主要产品包括电芯、PACK，下游主要应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备、消费类无人机等。公司经过10多年的发展成为众多国际和国内一线消费电子厂商的电池产品主力供应商，客户包括华为、小米、苹果、中兴、惠普、联想、戴尔、大疆、亚马逊等国内外一线手机、笔记本电脑等消费电子品牌厂商。2020年公司在笔电及平板电脑领域电池出货量排名全市场第二，智能手机领域的电池出货量达到全市场第五的水平。2019年公司成立了冠宇动力电池及冠宇动力电源两家企业开始布局动力电池领域，公司动力电池业务已进入豪爵、康明斯、中华汽车等厂商的供应链体系，目前主要应用于汽车启停系统。

图表 2：公司产品线布局

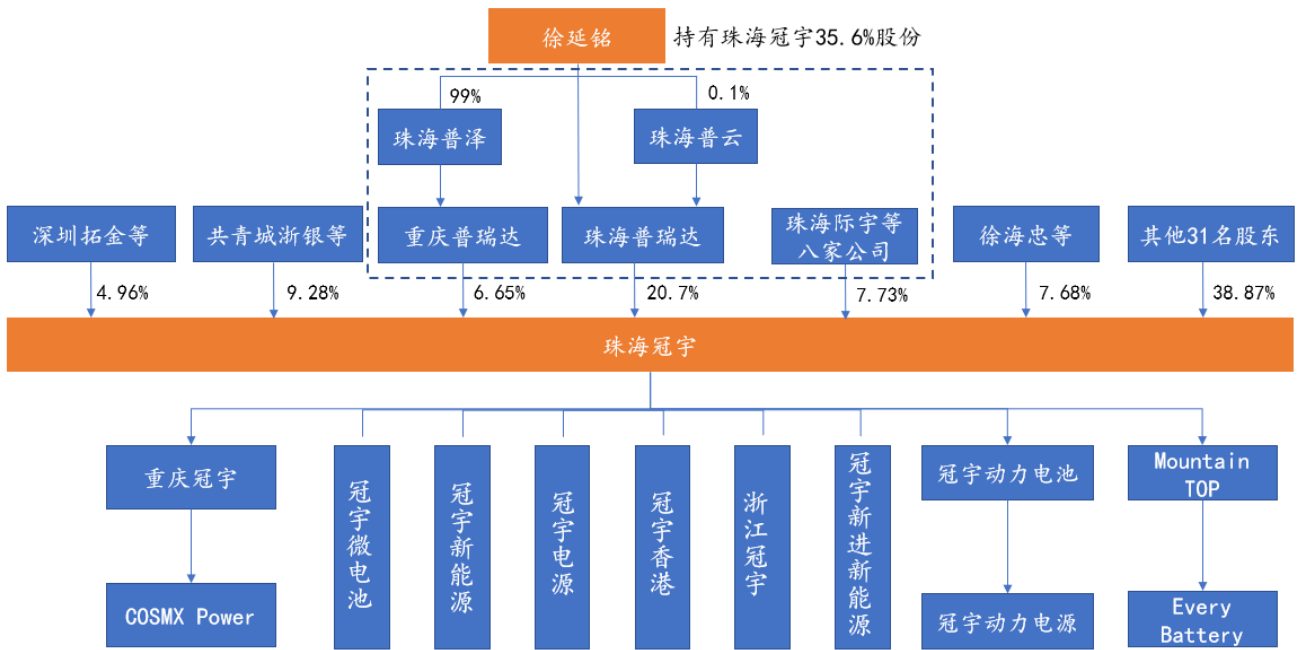


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理层产业背景深厚

公司股权结构集中，实际控制人为徐延铭。公司股权结构集中，最大股东徐延铭持有公司股份 35.07%。2017 年公司原控股股东由于自身业务发展考虑，决定转让公司股权。公司当时总经理徐延铭通过珠海普瑞达取得公司股权，后通过珠海欧瑞达、重庆普瑞达及一系列管理层持股平台持有公司 35.07% 股权。另外，公司旗下拥有十家一级子公司、两家二级子公司、一家境外办事处。其中，重庆冠宇是公司除珠海母公司外的第二大生产基地，主要负责消费类锂离子电池的生产。浙江冠宇和 COSMX Power 也均为公司消费电池生产基地，COSMX Power 未来将主要作为印度生产基地，其电池生产后由公司子公司 Everup Battery 进行封装，封装业务，配套小米、富士康在印度的手机生产业务。旗下冠宇动力电池和冠宇动力电源分别负责公司动力电池的电芯生产以及 PACK、模组的封装。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司管理层产业背景丰富，团队成熟稳健。公司董事长及总经理徐延铭从2007年开始管理公司，对公司业务理解透彻、经验丰富，董事长曾就职于比克电池、哈光宇电源，产业经验丰富。另外，公司研发部分及产品开发部门负责人均工科出身、具有丰富产业背景，锂电池基础理论研究及产品开发经验丰富。另外，公司具有比较好的高效激励机制，目前设立了9个员工持股平台，合计持有公司28.4%的股份。公司目前已经建立成熟管理团队，共拥有1.47万人。

图表 4：公司高管背景介绍

姓名	职位	性别	出生时间	学历	个人履历
徐延铭	董事长 总经理	男	55	硕士	1989年起，先后任职于哈尔滨无线电九厂、哈尔滨圣日电池、哈尔滨光宇电源、杭州金色能源科技、深圳市比克电池、哈尔滨佳泰科技等；2007年5月至今，任本公司董事长、总经理。同时担任珠海市智能制造联合会会长、重庆市通信智能终端产业协会副会长、广东省电池行业协会名誉会长，2020年入选科技部科技创新创业人才
付小虎	董事 项目管理人	男	47	专科	1996年起，先后任职东莞新科磁电厂、东莞新能源科技、深圳比克电池、曙鹏科技等；2011年至今，任本公司项目管理中心总负责人
李俊义	董事 总工程师	男	46	本科	1998年起，任职哈尔滨光宇电源、杭州金色能源科技、珠海光宇电子科技等；2007年至今，任公司研发中心总工程师
牛育红	副总经理 董秘	男	56	硕士	1988年起，先后任职于黑龙江省社科院、黑龙江北亚实业股份、哈尔滨圣日电池、哈光宇电源、深圳市力可兴电池、上海光宇睿芯微电子等；2017年至今，担任公司副总经理、董秘。
谢斌	副总经理	男	48	本科	1995年起，先后任职于东莞新科磁电厂、东莞库柏电子、赛尔康技术、东莞沃能科技、东莞新能源科技等；2018年6月，历任公司首席运营官、副总经理
李涛	技术总监	男	41	博士	2009-2014年，任职于比克电池、联想。2014年至今，担任公司技术总监。
郭志华	产品开发部 经理	男	34	硕士	2013年至今，先后担任本公司研发部研发工程师、主任工程师、高级工程师、产品开发部经理。

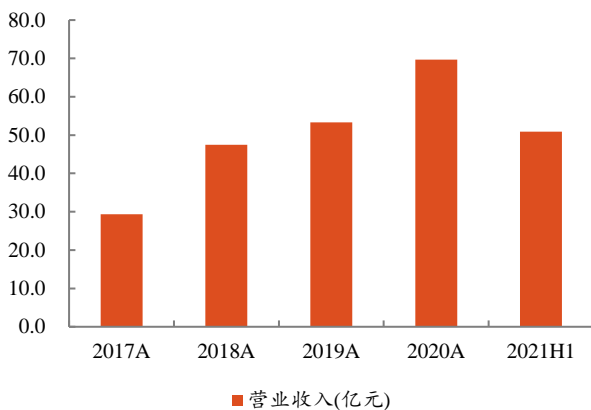
方双柱	产品开发部 总监	男	43	硕士	1999-2016年，先后任职于上海祥明仪表机箱、江阴三良化工、东莞新能源、联想移动通信和三星SDI
彭冲	平台开发部 经理	女	35	博士	2012年7-11月，任职于中科院西安光学精密机械研究所。2012年至今，历任公司研发部工程师、研发中心平台开发部副经理、经理等职位。
李素丽	基础研发部 高级经理	女	38	博士	2011-2015年，任职于东莞新能源科技。2015年至今，担任公司研发中心基础研发部经理、高级经理。

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

1.3 营收稳步增长，降本增效提升盈利能力

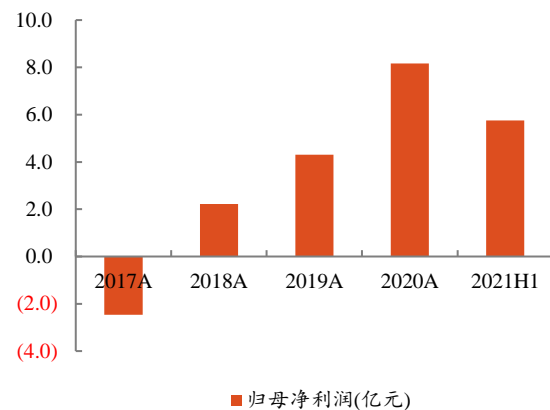
公司近年营收稳步增长，盈利能力不断提升。近年来，公司收入一直保持稳定增长的趋势，公司营业收入2017年为29.35亿元，2020年为69.64亿元，复合增速达到44%。2021年上半年营业收入增长50.9亿元，表现亮眼。公司营业收入的增长主要源于：软包电池市占率的不断提升、单位电池容量的不断提升以及公司自身产能及生产效率的不断增长。同时公司盈利能力也不断增长，从2018年开始扭亏为盈，此后归母净利润不断增长，2021年上半年归母净利润达到5.76亿元。

图表 5：公司营业收入情况



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

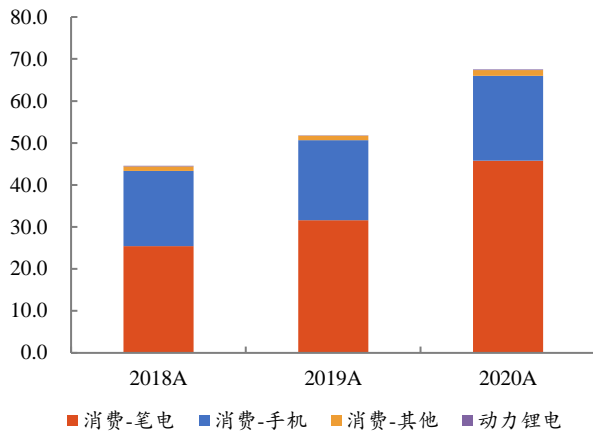
图表 6：公司归母净利润情况



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

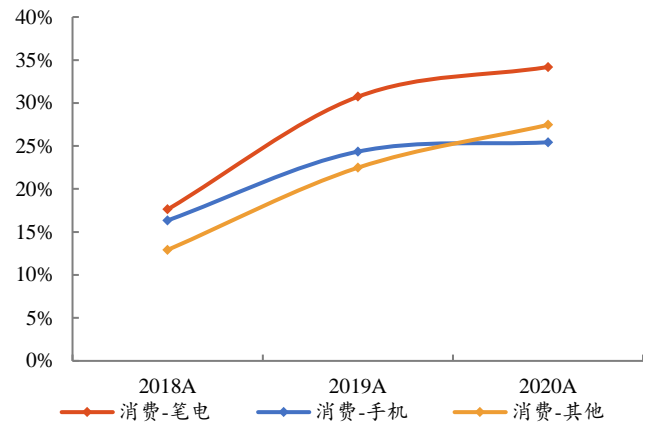
分产品看，笔电类及智能手机消费电池是公司最重要的收入来源。消费类电池是公司主要业务，贡献收入占比达到99%以上，其中笔电类电池对公司功效最高，且占比不断提升，从2018年57%提升至2020年68%。同时公司各产品毛利率也在不断提升，2020年笔电、手机、其他消费锂电池毛利率分别为34.2%、25.4%、27.5%，公司毛利稳步增长主要源于原材料价格下降、生产效率提升以及规模效应带来的成本下降。

图表 7: 公司分产品营业收入



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

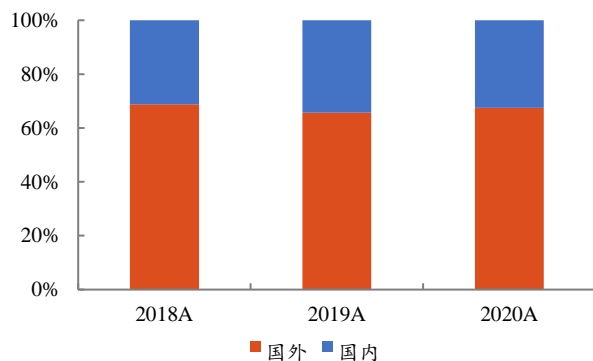
图表 8: 公司分产品毛利率



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

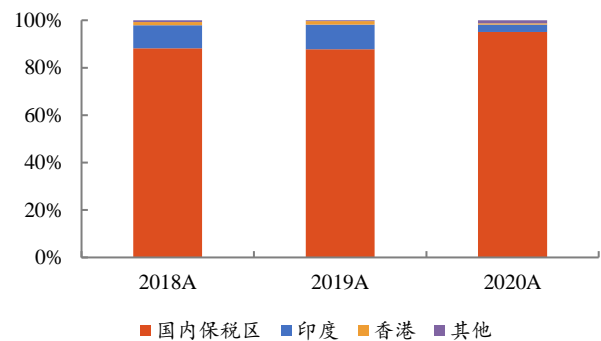
分地域看, 公司收入以国外为主, 主要面向国内保税区。2018-2020 年公司产品以外销为主, 国外收入占比接近 70%。从外销收入分布情况来看, 主要面向国内保税区, 外销产品一般为电芯产品, 由终端客户指定的电池组装 PACK 厂或代工厂将其组装, 最终销往全球, 主要客户为新普科技、加百裕、顺达、HP、华硕等。2018-2020 年国内保税区的收入占外销收入的比例分别为 88.12%、87.81%和 95.05%。

图表 9: 公司分地域营业收入



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

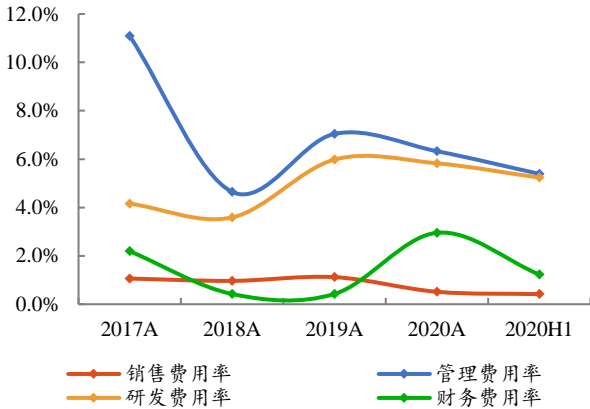
图表 10: 公司海外收入区域结构



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

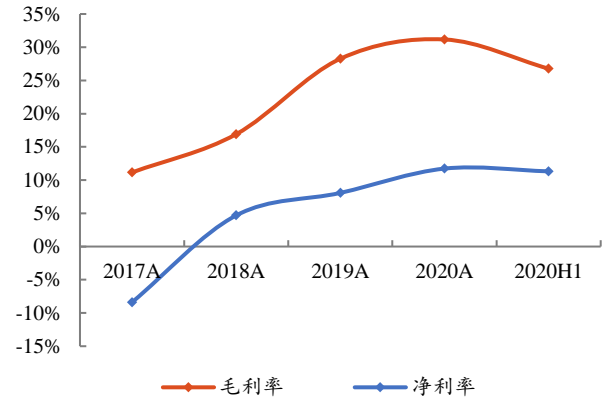
公司期间费用稳中有降, 盈利能力稳步提升。报告期内, 由于公司规模的增长, 期间费用率整体保持下降的趋势。公司销售费用率从 2017 年 1.1%降低至 2021 年上半年 0.4%, 核心由于公司的产品在通过终端客户的认证之后, 即可与客户建立比较稳定的长期合作关系, 无需投入大量的市场开拓费用; 公司管理费用率波动较大, 主要受到股权支付费用的影响, 另外由于公司子公司数量不断增加, 行政管理人员薪酬增加; 公司财务费用主要受到汇兑损益的影响, 2020 年下半年美元兑人民币汇率快速下降, 而公司外销收入比例达到 65%, 因此受到一定的影响; 研发费用上, 公司基本保持稳定。2017-2020 年公司由于技术水平的提升及成本的下降, 毛利及净利均稳步提升, 2021 年受到原材料涨价的影响, 利润率阶段性下降。

图表 11：公司费用率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：公司盈利情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

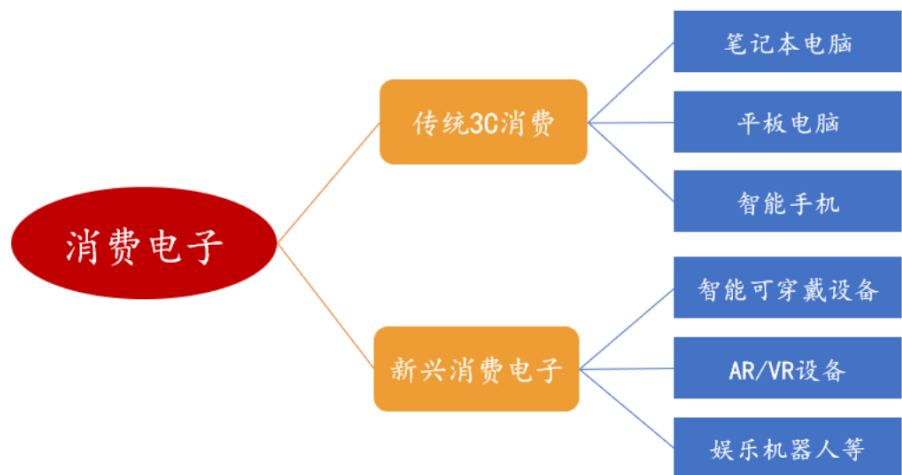
2 消费锂电稳定增长，国内优质企业迎发展良机

2.1 需求：消费锂电稳定增长，软包占比不断提升

2.1.1 传统领域稳步增长，新兴市场快速爆发

消费电子锂电主要包括传统消费类领域和新兴消费类电子产品。其中传统 3C 消费产品主要包括笔记本电脑、平板电脑、智能手机等；新兴消费类电子产品主要包括以智能手表、智能手环为代表的智能可穿戴设备、AR/VR 设备、娱乐机器人等新兴产品。总体来看，在传统消费类领域，锂离子电池市场规模较为稳定，新兴电子领域，呈现出较快的发展态势。另外，随着 5G 技术的普及，基础设施的逐步成熟也会后续应用场景的持续拓展打开空间。消费电子市场的不断扩容也将给锂离子电池市场带来更多机遇。

图表 13：消费电子下游领域分类

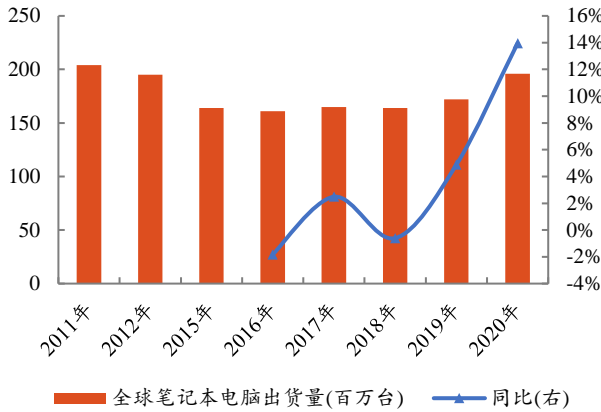


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

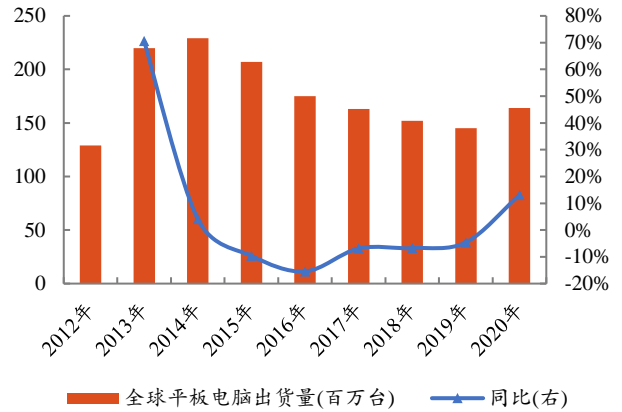
笔电及平板市场需求稳定，疫情居家办公带来阶段性反弹。全球笔记本电脑及平板电脑处于行业发展成熟阶段，每年需求基本保持稳定。其中，笔记本电脑市场发展较早，2010 年全球笔记本电脑市场进入饱和阶段，2013 年以后

基本维持在 1.6 亿台水平。2010 年苹果发布首款 iPad，凭借优良的外观设计和流畅的系统，激发了消费者对于平板电脑的购买意愿。随后由于智能手机的崛起，平板电脑出货量不断下滑。2020 年由于疫情，居家办公及网课的需求带动了笔电及平板市场的阶段性反弹，笔记本电脑出货量同比增长 14%，平板电脑同比增长 13%。

图表 14：全球笔记本电脑出货量



图表 15：全球平板电脑出货量

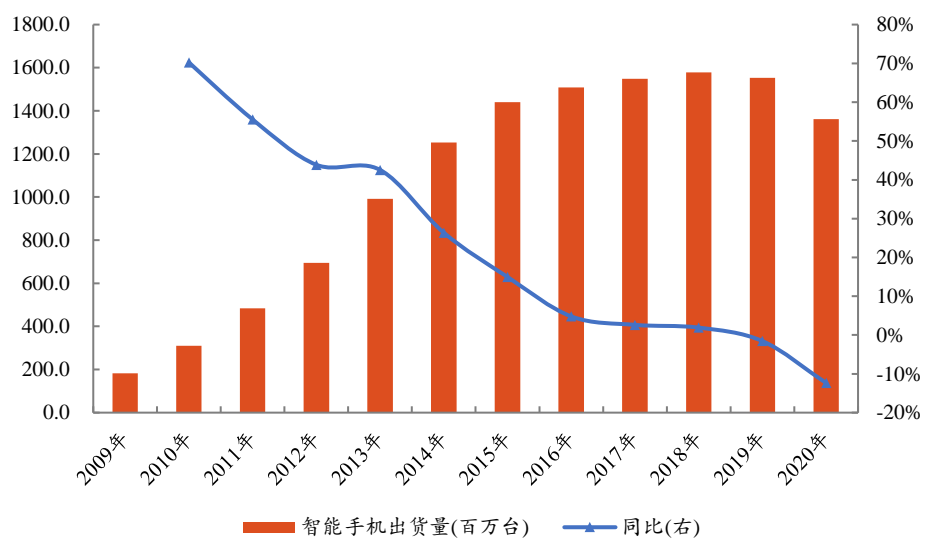


资料来源：IDC、招股说明书，东方财富证券研究所

资料来源：IDC、招股说明书，东方财富证券研究所

智能手机进入存量时代，2020 年受疫情影响显著下滑。2010 年开始，智能手机取代传统功能机逐步开始成为主流。根据 IDC 数据，2009 年全球智能机出货量 1.8 亿部，到 2018 年智能机市场规模已经达到 15.8 亿部，复合增速达到 28%。2018 年后全球智能手机市场开始触顶回落，2019 年行业出货量稳定微降，2020 年在疫情的影响下，全球智能手机消费同比下滑 12%。未来 5G 等技术的发展将加速智能手机产品的更新换代速度，增强下游消费终端的换机需求。

图表 16：智能手机市场出货量



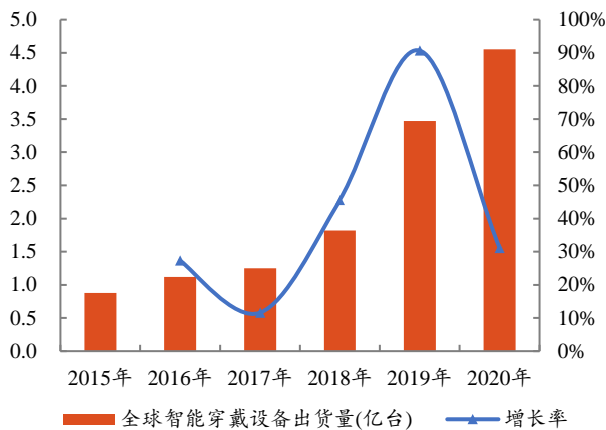
资料来源：IDC、招股说明书，东方财富证券研究所

智能手机未来增量需求或来自 5G 技术或新兴市场。5G 技术相对于 4G 而言具有更大带宽、更高的传输速率，数据高速传输的客观需求将推动手机由 4G 向 5G 切换。根据 Canalys 预测，2023 年全球 5G 手机出货量将达到 8 亿部，占全球智能手机出货量 50% 以上。2020 年度，国内市场 5G 手机累计出货量 1.63

亿部，上市新机型累计 218 款，占智能手机出货量和新上市机型数量比例分别为 55.04%和 60.06%。5G 手机的换机潮将成为未来几年手机行业重要的增长点。此外，非洲、东南亚、南亚等新兴市场目前智能机渗透率仍处于较低水平，随着这些地区经济的发展及基础设施的成熟，智能机增长潜力将极大释放。

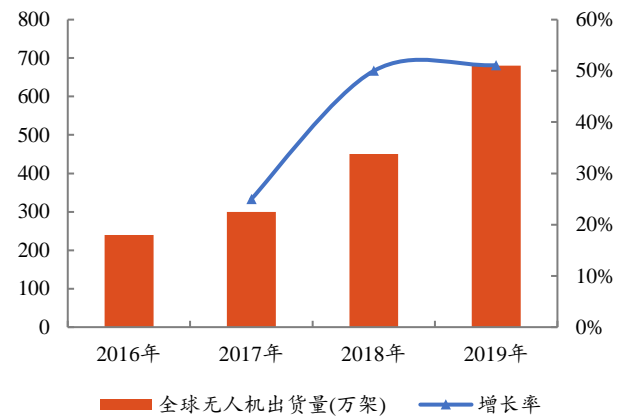
可穿戴设备及无人机等新兴领域快速发展。随着技术进一步成熟，在消费电子领域也涌现出一批包括以智能手表、智能手环为代表的智能可穿戴设备、娱乐机器人、AR/VR 设备等新兴产品，功能多元化、品种多样化，成为消费电子行业新的增长点。全球可穿戴设备从 2015 年 0.88 亿部增长至 2020 年 4.55 亿部，复合增速达到 39%。无人机是智能制造领域的重要组成部分，众多发达国家及新兴工业国家都将无人机作为发展重点。目前，我国无人机产业较为完善，部分技术达到国际先进水平。全球无人机出货量从 2016 年 240 万架增长至 2019 年 690 万架，复合增速达到 42%。随着无人机产业的蓬勃发展，对应锂离子电池需求也将迎来较高的增长态势。

图表 17：全球可穿戴设备出货量



资料来源：Canalys、招股说明书，东方财富证券研究所

图表 18：全球无人机出货量



资料来源：SPIR，东方财富证券研究所

2.1.2 高能密度+高定制性，软包方案渗透率不断提升

软包电池具有更高的能量密度及可定制性，更适应消费电子轻薄化+个性化的趋势。锂电池根据工艺与形状可以分为圆柱电池、方形电池和软包电池。其中，圆柱电池的优势在于标准化程度高、良率高，对工艺要求较低，但能量密度、充放电倍率等性能表现略弱；方形电池外观设计较为固定，安全性高；软包电池采用铝塑膜作为包装材料，标准化程度低，对工艺要求高，但质量较轻，安全性较高；外形设计较为灵活，可根据客户需求定制电池外形；能量密度较高，在保持一定电池容量的条件下，聚合物软包锂离子电池的体积更小；且其循环寿命较长，散热性较好。目前消费电子产品朝着轻薄化和个性化方向不断发展，并且由于。在此背景下，消费类锂离子电池经历了从圆柱电池、方形电池向聚合物软包锂离子电池的转变。

图表 19：三种技术路线性能比较

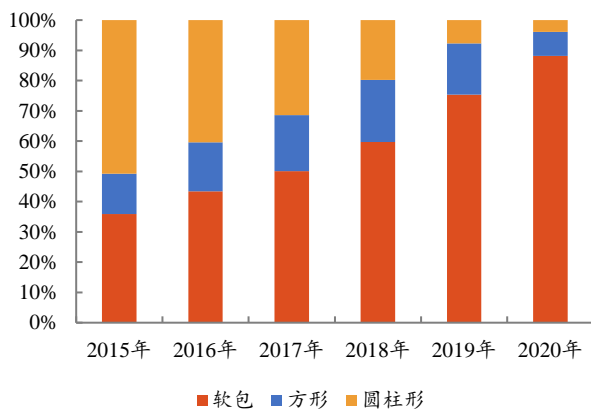
类别	能量密度	安全性	重量	标准化	工艺要求	充放电倍率
圆柱电池	中	低	较重	高	低	低
方形电池	中	高	轻	低	中	中

软包电池	高	高	轻	低	高	高
------	---	---	---	---	---	---

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

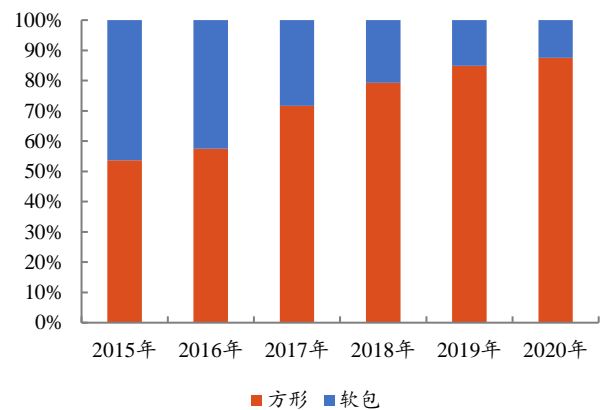
在消费电子领域，软包方案占比不断提升。从笔记本电脑市场来看，便携性已成为消费者选购笔记本电脑的首要考虑因素之一，而锂离子电池作为笔记本电脑重量最大的零件之一，也必然往更轻、更薄的方向发展。根据 Techno Systems Research 数据显示，2015 年软包电池在笔记本电脑锂电池中占比仅为 35.82%，2020 年软包电池占比已提升至 88.18%，预计 2021 年软包电池将普遍应用于笔记本电脑中，其市场占比预计将增至 95.29%。平板电脑市场来看，受制于平板电脑厚度要求，平板电脑自推出以来，其锂离子电池就以软包电池为主，2020 年平板电脑软包电池出货占比就已高达 99.60%。智能手机市场来看，手机电池主要分为软包电池和方形电池两种。今年由于手机产品射频频段扩张、像素密度提升、处理器性能增强的背景下，消费类电子产品的能耗和发热问题也日益凸显，其对重量轻、体积小、容量大、能量密度高、尺寸可定制、安全性能好、可快充的锂离子电池需求不断增加。手机锂电池主要向软包电池方向发展，市场占比逐年提高。根据 Techno Systems Research 数据统计，2015 年软包电池在手机锂电池中占比为 53.72%，2020 年软包电池占比已提升至 87.53%，预计 2021 年软包电池将普遍应用于手机中，其市场占比预计将增至 89.74%。

图表 20：笔记本电脑锂离子电池类别



资料来源：Canalys、招股说明书，东方财富证券研究所

图表 21：手机市场锂离子电池类别



资料来源：SPIR、招股说明书，东方财富证券研究所

2.1.3 预计行业保持稳定增长，截至 2025 年 GAGR 值可达 16%

从出货量看，笔电及平板市场已经入成熟期，短期疫情影响下需求阶段性提升，后恢复稳定增长；智能手机走出疫情影响后在 5G 技术带动的换机潮下，需求稳定增长；其他消费电子领域主要包括以智能手表、智能手环为代表的智能可穿戴设备、AR/VR 设备、娱乐机器人等新兴产品。2018 年全球可穿戴设备市场规模高达 1.82 亿件，预计 2024 年全球可穿戴设备市场规模达到 5.16 亿件，期间复合增长率预计为 19.01%；2016 年全球无人机市场规模就已突破 120.0 亿美元大关，预计 2025 年市场规模保持高速增长到 740 亿美元，复合增长率可达到 22.40%。从单价带电量看，笔电及平板市场技术产品成熟，变化较小，带电量微幅提升；智能手机性能提升，对续航要求提升，带电量每年都显著提升；其他消费电子带电量稳步提升。从软包渗透率来看，三大细分市场均不断提升。电池售价来看，技术降本带来售价稳步下降。

图表 22：市场空间测算关键假设

项目	下游应用	核心假设
出货量	笔电&平板	笔电&平板市场进入成熟期，2021 年疫情影响弱化，笔电&平板需求增速放缓分别为 12%和 10%，2022 年需求将回落至前期稳态水平
	智能手机	2021 年智能手机市场逐步走出疫情影响，且受到基数效应影响呈现 12%高增速；2022 年在 5G 技术带来的换机潮下，同比实现 5%增长
	其他消费电子	随着应用场景的创新、体验及功能的不断成熟，呈现快速发展趋势
单机带电量	笔电&平板	目前笔电及平板锂电池技术较为成熟，预计未来维持稳步提升状态
	智能手机	5G 手机功耗增加，对手机续航不断提升的需求将带来单机等待电量的明显提升
	其他消费电子	对续航要求不断提升，带来单机带电量标准不断提升
软包渗透率		消费者对电子产品轻薄、便携、个性化的要求决定了软包渗透率会持续提升。
电池售价		2019 年消费锂电平均价格 0.15 美元/Wh，预计技术进步及生产效率提升带来的降本，电池价格每年下降

资料来源：东方财富证券研究所

我们预测 2025 年全球消费锂电装机量为 203GWh，对比 2020 年复合增速可达 16%，其中软包电池装机 194.3GWh，渗透率达到 96%，软包电池复合增速可达 21%。2025 年全球软包电池市场规模可到 242 亿美元。

图表 23：软包电池市场空间测算

下游应用	项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
笔记本电脑	出货量	亿部	1.7	2.0	2.2	2.2	2.3	2.3	2.4
	单机容量	Wh	54	56	58	60	61	61.5	62
	装机量	GWh	9.3	11.0	12.5	13.3	13.9	14.3	14.8
	软包渗透率	%	75.3%	88.2%	95.3%	98.0%	99.0%	99.5%	100.0%
	软包装机量	GWh	7.0	9.7	11.9	13.1	13.7	14.3	14.8
平板电脑	出货量	亿部	1.5	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
	单机容量	Wh	33.5	33.9	34.3	34.5	34.7	34.9	35.1
	装机量	GWh	4.9	5.6	6.1	6.3	6.4	6.6	6.7
	软包渗透率	%	99.3%	99.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	软包装机量	GWh	4.8	5.5	6.1	6.3	6.4	6.6	6.7
智能手机	出货量	亿部	15.5	13.6	15.2	16.0	16.6	17.1	17.7
	单机容量	Wh	17.2	17.6	18.0	18.5	18.7	18.9	19.2
	装机量	GWh	26.7	24.0	27.5	29.6	31.1	32.5	33.8
	软包渗透率	%	85.0%	87.0%	89.0%	90.0%	92.4%	94.7%	97.1%
	软包装机量	GWh	22.7	20.8	24.5	26.6	28.8	30.7	32.8
其他消费电子	装机量	GWh	33.8	42.5	63.4	91.8	125.0	132.1	147.3
	软包渗透率	%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	软包装机量	GWh	32.1	40.4	60.3	87.2	118.8	140.7	149.4
合计	总装机量	GWh	74.6	96.4	109.6	141.0	176.5	185.5	202.6
	软包电池装机量	GWh	66.5	76.5	102.8	133.2	167.7	177.1	194.3

单位售价	美元/Wh	0.15	0.15	0.14	0.14	0.13	0.13	0.12
市场规模	亿美元	102.7	114.2	148.4	185.6	225.4	229.2	241.7

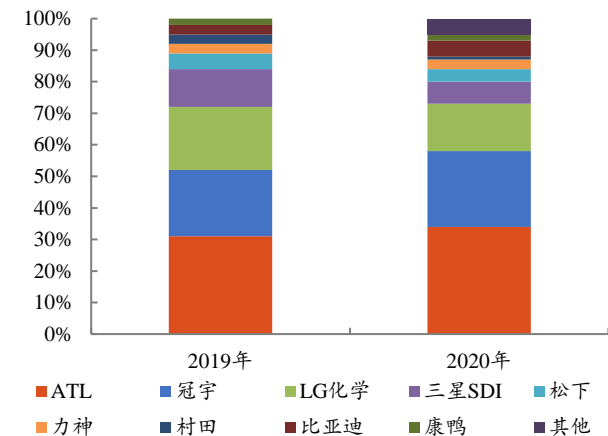
资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

2.2 格局：高度集中，优质国产电池迎来发展机会

2.2.1 细分市场高度集中，海外企业占比较高

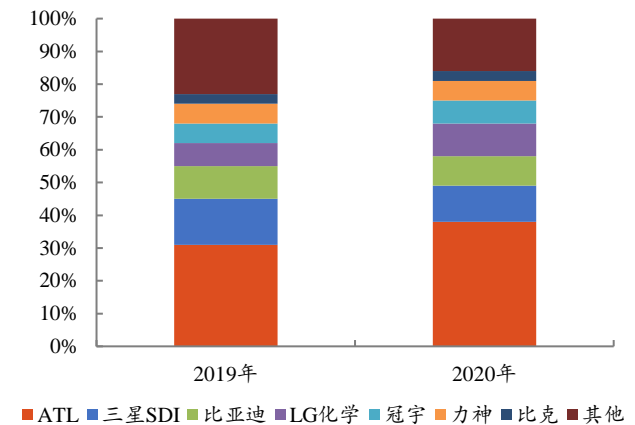
全球消费锂电市场格局集中，冠宇是笔电&平板市场龙头企业。根据 Techno Systems Research 数据，2020 年全球笔电&平板电池企业 CR5 占比达到 85%，其中第一名 ATL 占比达到 34%，珠海冠宇紧随其后，市占率达到 24%，第 3-5 名分别为 LG 化学、三星 SDI、松下等日韩系电池企业，市占率分别为 15%、7%、4%，较 2019 年下滑 5pct、5pct、1pct；2020 年全球手机电池企业 CR5 市占率为 75%，第一名 ATL 市占率达到 38% 体现出绝对优势，其余 4 家份额在 10% 左右，其中冠宇市占率 7%，基本稳定在前五水准。综合来看，冠宇在笔电市场的竞争优势相对明显，智能手机亦进入全球前五，属于第二梯队。

图表 24：2020 年全球笔电及平板电池企业竞争格局



资料来源：Techno Systems Research，东方财富证券研究所

图表 25：2020 年全球手机电池企业竞争格局



资料来源：Techno Systems Research，东方财富证券研究所

ATL、三星 SDI、LG 化学处于领先地位，冠宇笔电领域优势突出，属于国内一线消费锂电企业。技术上主要电池企业对比来看，ATL 在技术、产能、研发投入、交付能力、客户口碑均处于领先地位，行业龙头地位稳固；LG 化学、三星 SDI 等日韩企业起步较早，技术方面积累深厚，产能、交付能力、客户响应上略逊 ATL 一筹。冠宇属于国内龙头消费锂电企业，技术积累上略逊于日韩电池企业，但通过追赶部分产品性能可以接近 ATL 水平；客户口碑上，珠海冠宇由于其进入笔电锂电池市场较早，服务于惠普、华硕、联想等大客户时间已久，因此在笔电厂商中口碑较好、能够迅速满足客户型号变动和技术升级的需求。公司的优势在于价格，对比日韩企业低 5% 左右。前期公司产能扩张较慢，本次募资之后产能扩张速度及交付能力将进一步加快。

2.2.2 存量竞争下，国产优质电池企业迎头追赶

目前来看，消费锂电是一个较为成熟的市场，但并不意味着格局已经稳固，我们认为未来日韩企业的战略中心转移、国内消费电子品牌平衡供应商等因素，国内二线消费电池企业将迎来发展机会。

技术参数上，国内优质电池企业与日韩企业已经较为接近。在技术上由于日韩企业起步较早，技术积累较为深刻，产品参数上较为领先。近年行业消费电池技术路线趋于成熟，国内企业在对基础原理的理解及工艺生产上差距逐步缩小。目前珠海光宇在部分产品性能参数上已经可以做到接近 ATL。

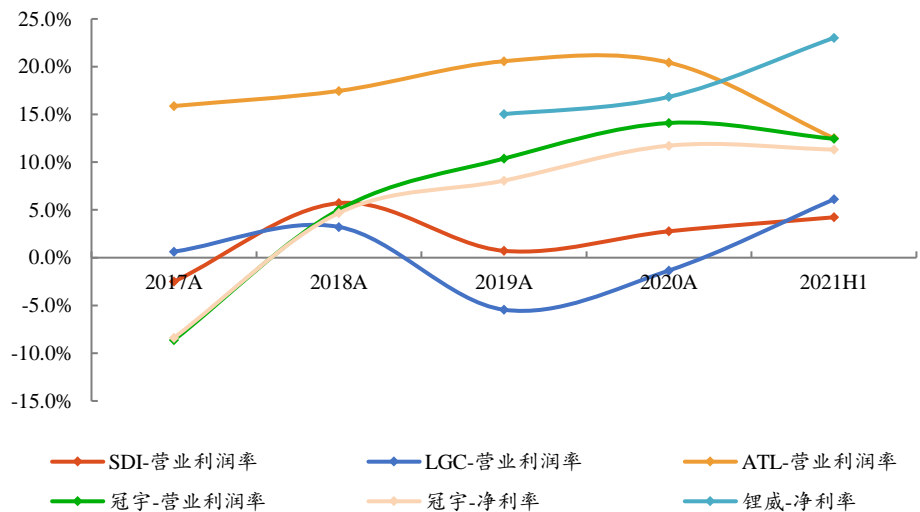
图表 26：不同电池企业竞争力对比

项目	珠海光宇	ATL	LG	锂威
能量密度	高 (750wh/L)	高 (750wh/L)	中等 (690wh/L)	偏低 (650-680wh/L)
循环寿命	800-1000 次	800-1000 次	800-1000 次	600-800 次
高温存储	极佳	极佳	一般	较差
最大充电倍率	3C 快充	3C 快充	3C 快充	1.5~2C 快充
电池平台	4.45V LCO+Gr	4.45V LCO+Gr	4.4V LCO+Gr.	4.4V LCO+Gr
产品质量	未发生过大批量召回	未发生过大批量召回	手机、笔电均大批量召回	-

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

盈利能力上，国内建立了完整的供应链体系，成本优势铸就盈利能力的优势。从各大消费锂电企业盈利能力对比来看，LG 化学和三星 SDI 普遍低于国内企业，核心原因就在于目前国内已经拥有完善的锂电供应链体系，成本端具备较强优势。以珠海冠宇为例，核心原材料供应商基本源于国内：钴酸锂正极主要源于亨通集团、厦门钨业、天津巴莫，石墨负极主要来自璞泰来，电解液等主要源于杉杉股份等。

图表 27：消费锂电主要企业盈利能力对比



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

图表 28：珠海冠宇主要供应商

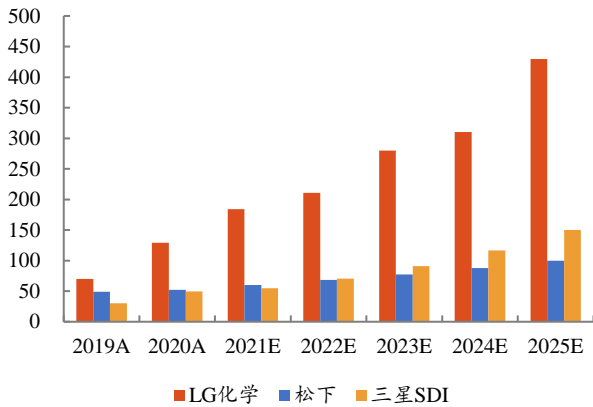
2020 年		2019 年		2018 年	
原材料	企业	原材料	企业	原材料	企业
钴酸锂/三元	亨通集团	钴酸锂/三元	亨通集团	钴酸锂/三元	亨通集团

钴酸锂/三元	厦门厦钨	钴酸锂/三元	天津巴莫	委外电芯/保护板/电缆	光宇国际
石墨/机器设备类/隔膜	璞泰来	石墨/隔膜/机器设备类	璞泰来	钴酸锂/三元	天津巴莫
石墨/钴酸锂/电解液	杉杉股份	保护板/机器设备类	德赛集团	石墨/隔膜/机器设备类	璞泰来
机器设备类/备品备件	赢合科技	钴酸锂	厦门厦钨	钴酸锂/石墨/电解液	杉杉股份

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

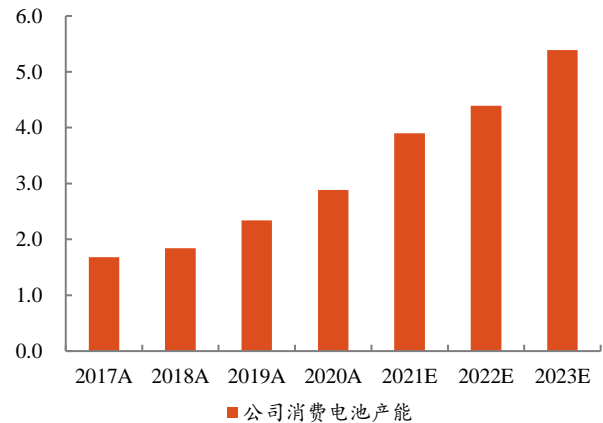
海外企业战略中心转向动力电池，国内企业高速扩产。目前消费锂电领域领先日韩企业主要有三星 SDI 和 LG 化学，目前整体呈现收缩态势。三星 SDI 体系较为封闭，在内部不属于核心业务部门，相应的投入也非常有限，在客户响应及产能投放上有一定瓶颈。在 2016 年爆炸发生后，市占率更是显著下滑；LG 化学目前则将战略重心放在市场空间更大的动力电池领域，公司 2020 年动力电池产能 120GWh，规划 2023 年产能达到 260GWh，2025 年达到 430GWh。于此同时，国内优质电池企业加大消费领域产能布局，上市募资加速扩产。珠海冠宇 2021 年进行 IPO，拟募资 20 亿元在珠海建设聚合物锂电池生产基地，年产能为 1.55 亿只。截至 2020 年底，公司拥有锂电池产能 2.9 亿只，预计到 2023 年公司 will 拥有 5.4 亿只产能。

图表 29：日韩电池企业动力产能规划（GWh）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 30：珠海冠宇产能规划（亿只）

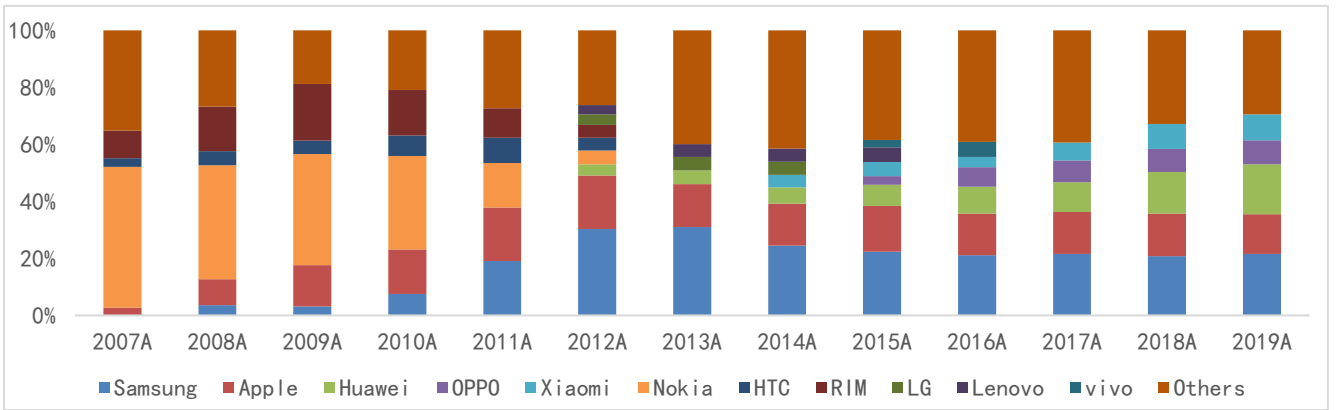


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

智能手机领域国产品牌崛起，国内优质电池企业迎来窗口。从终端品牌的竞争格局来看，智能手机的国产品牌占比持续提升，2019 年 HOVM 全球市占率合计已经超过 40%。从供应链关系来看，三星 SDI、LG 化学在海外供应链中占比较高，国内电池企业在国产智能手机品牌中更具机会。终端品牌加速国产化，本身有利于国内锂电企业的需求增长，进而好于行业。

存量时代，品牌商欲平衡供应链，国内优质电池企业有望渗透。目前消费锂电行业高度集中，ATL 目前在各大供应链中份额过高，而伴随行业进入存量市场，注重成本控制，导入二供成为合理的商业逻辑。

图表 31：全球智能手机企业市场份额



资料来源：IDC，东方财富证券研究所

图表 32：主流消费电子品牌供应链

品牌/供应商	ATL	三星 SDI	LG 化学	村田	冠宇	锂威
苹果	✓	✓	✓			
华为	✓		✓	✓	✓	
VIVO	✓	✓				✓
OPPO	✓	✓			✓	✓
小米	✓				✓	✓

资料来源：公司公告、招股说明书，东方财富证券研究所

3 扩产消费电芯，开拓动力领域

3.1 研发兼顾量产电池性能提升及下一代电池技术储备

3.1.1 公司研发管理体系完善，研发投入持续增长

报告期间，公司研发人员由 2018 年 889 人增长至 2020 年 1576 人，研发人员占总员工人数维持在 11% 左右。研发体系由基础材料、平台开发、产品开发、测试中心、实验室构成，其中，基础研究主要基于基础理论攻关新一代电池材料技术，并指导后续的平台及产品开发工作；平台开发关注未来产品技术的开发，为产品设计提供高可靠性、高性能、易扩展的设计体系；产品开发依据目标产品的应用场景、性能需求、使用模式等向客户及市场提供定制化电芯及 PACK 解决方案。

报告期内，公司研发费用自 2018 年 1.7 亿元增长至 2020 年 4.1 亿元，2020 年研发费用占营收比重为 5.83%，接近行业平均。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已获取专利 329 项，其中发明专利 43 项，实用新型专利 280 项，外观设计专利 6 项，人均专利数量与亿纬锂能接近，高于欣旺达及鹏辉能源。

图表 33：主流锂电池公司研发投入情况

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 (万元)	研发费用占营 收比重
ATL	1,195	约 1,200	-	-	-
三星 SDI	1,487	约 2,300	-	-	-
LG Chem	1,821	约 5,300	2.04%	782,988	4.55%
比亚迪锂电池	1,399	-	-	-	-
欣旺达	426	5,972	21.72%	180,629	6.08%
亿纬锂能	319	1,751	18.11%	68,436	8.38%
鹏辉能源	101	716	9.13%	13,032	3.58%
珠海冠宇	329	1,576	10.82%	40,577	5.83%

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

3.1.2 面向锂电池技术升级方向持续迭代研发平台

面向锂电池发展趋势持续进行研发投入。报告期内，公司针对消费锂电池电压及能量密度提升、快充性能、三元材料降本等下一步技术发展趋势持续增加研发投入，目前高能量密度平台和 1.5C 快充平台研发已经进入第五代，并致力于 2C 及以上更高倍率快充技术的持续迭代。公司已完成动力电池及固态电池开发，并形成相应核心技术与专利。

图表 34：重点研发项目及进展

领域	项目名称	2018-2020 年合计研发费用 (万元)	实施进度
高性能材料	高性能材料开发研究	1,235.91	已结项
	锂离子电池高电压高容量材料研发	1,757.06	已结项
高能量密度平台	第五代高能量密度平台的研究	5,087.53	未结项
	第五代 1.5C 快充平台的研究	1,836.00	未结项
快充	第三代 3C 快充平台的研究	2,270.82	未结项
	第二代 2C 快充平台的研究	3,918.45	已结项
	第一代 5C 快充电池的研究	1,664.59	已结项
三元电池	三元低成本平台的研究	1,043.65	未结项
	30%NCM 低成本电池的研究	1,169.92	已结项
动力电池	LFP HEV 第一代电池的研究	1,556.82	已结项
	WED250~WED270NCM EV 电池的研究	1,064.15	已结项
固态电池	高比能固态电池的开发	2,202.78	已结项

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

3.1.3 完成动力电池及固态、锂硫等下一代电池技术储备

动力电池领域完成动力电池电解液、车用 7,000W/kg 高功率技术及 12V 磷酸铁锂启停电芯技术开发。车用 7,000W/kg 高功率技术通过正负极配方和高电导率电解液开发、超薄面密度设计、制程优化等措施，大幅度提高了混合动力电池的功率性能、低温冷启动性能及循环寿命。目前公司最新一代产品的 50% SOC 常温放电 10s 极限功率可达 7,700W/kg。公司立足行业发展及市场需求，深耕 12V 磷酸铁锂启停电芯技术研发，在正负极材料及配方、高功率隔膜、高低温兼顾型电解液等方面取得突破，成功开发出性能优异的 12V 磷酸铁锂启停电芯产品，可满足汽车对启停电池高功率输出的要求。动力电池的循环寿命、日历寿命与电解液密切相关。公司自主研发的动力电池电解液技术包括电解液添加剂和使用该添加剂的电解液配方，采用该技术的动力电池具有较长的高温环境日历寿命，工况使用寿命可达 10 年以上。

固态电池、锂硫电池等下一代电池技术已完成样品开发。目前公司已自主开发出兼具高室温离子电导率、高离子迁移数和宽化学窗口的新型固态电解质膜关键材料。公司同时开发了固态电池专用正极材料，有效解决了固态电池正极与电解质界面相容性差的问题，并运用该固态电解质膜和专用正极材料制备出了能量密度高达 350Wh/kg 的固态电池样品。锂硫电池能量密度高，且成本低廉，是较具潜力的新一代电池。目前公司已经开发出锂硫电池正极材料相关技术，在高性能电解液、功能隔膜和锂金属负极方面获得关键进展，并基于以上技术制备出了能量密度高达 460Wh/kg 的锂硫电池样品。

图表 35：动力电池及固态、锂硫电池核心技术储备

技术名称	应用产品	相关专利	授权/申请专利数量
固态金属锂电池	动力电池	全固态聚合物锂电池制备方法、锂负极及其制备方法和应用、复合固态电解质膜及其制备方法等	14
动力电池电解液		一种拓宽锂离子电池使用温度的电解液	4
锂硫电池	消费类无人机及工业类无人机电池	锂硫电池正极、负极、隔膜材料及制备方法	8
车用 7,000W/Kg 高功率技术	混合动力汽车电池	负极粘结剂及其制备方法和负极极片的制备方法、锂离子电池配组方法	2
12V 磷酸铁锂启停电芯技术	汽车启停电池	一种锂离子电池正极及其制备方法及含有该正极的锂离子电池电芯等	3

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

3.2 五大笔电客户合计占比提升，手机突破新客户 OPPO

公司下游直接客户分为两类：1) 小米、HP 等终端客户；2) 由终端客户指定的 PACK 厂，如新普科技、加百裕、顺达、飞毛腿等。报告期内，公司前五大直接客户收入占比稳定，第一大直接客户新普科技为供应 HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁五家笔电终端客户的 PACK 厂商，营收占比自 2018 年 20.61% 提升至 2020 年 27.56%。

图表 36：2018-2020 年前五大直接客户

年份	序号	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比例
2020 年	1	新普科技	191,954.72	27.56%
	2	小米	77,655.92	11.15%
	3	德赛集团	75,319.37	10.82%
	4	HP	72,370.41	10.39%
	5	欣旺达	69,408.88	9.97%
		合计	486,709.30	69.89%
2019 年	1	新普科技	129,140.12	24.22%
	2	小米	74,269.66	13.93%
	3	飞毛腿	56,972.75	10.69%
	4	加百裕	52,469.77	9.84%
	5	顺达	51,906.40	9.74%
		合计	364,758.70	68.42%
2018 年	1	新普科技	97,845.06	20.61%
	2	加百裕	66,839.89	14.08%
	3	小米	55,188.56	11.63%
	4	顺达	52,259.55	11.01%
	5	飞毛腿	50,526.58	10.64%
		合计	322,659.64	67.97%

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

图表 37：直接客户与终端客户对应情况

年份	序号	客户名称	主要销售产品	终端客户
2020 年	1	新普科技	电芯	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	2	小米	PACK	不适用
	3	德赛集团	电芯	华为、OPPO、大疆、亚马逊、谷歌
	4	HP	PACK	不适用
	5	欣旺达	电芯	联想、华为、OPPO、DELL、亚马逊、Facebook、谷歌、大疆、苹果
2019 年	1	新普科技	电芯	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	2	小米	PACK	不适用
	3	飞毛腿	电芯	华为、联想
	4	加百裕	电芯	联想、华硕、小米
	5	顺达	电芯	HP、华硕、微软、华为
2018 年	1	新普科技	电芯	HP、联想、DELL、微软、华硕、宏碁
	2	加百裕	电芯	联想、华硕、小米

3	小米	PACK	不适用
4	顺达	电芯	HP、华硕、微软
5	飞毛腿	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，东方财富证券研究所

手机电池在稳定供应小米、华为后突破 OPPO。小米为公司第一大手机终端客户及公司战略股东，截至 2020 年 5 月持有公司 4.3% 股份，与公司形成深入稳定合作。公司向小米在中国、印度市场供应电芯+PACK，报告期内对应销售金额持续增长，2019 年和 2020 年分别增长 35% 和 5%。公司 2019 年取得手机类终端客户 OPPO 的供应商代码后于 2020 年开始批量供应 OPPO 手机电芯，当年实现销量增长 2,022.60 万只。公司目前已进入苹果、三星、VIVO 等厂商的供应链体系，未来产能扩张后有望突破新客户订单。

图表 38：小米手机出货量及公司向小米销售金额情况

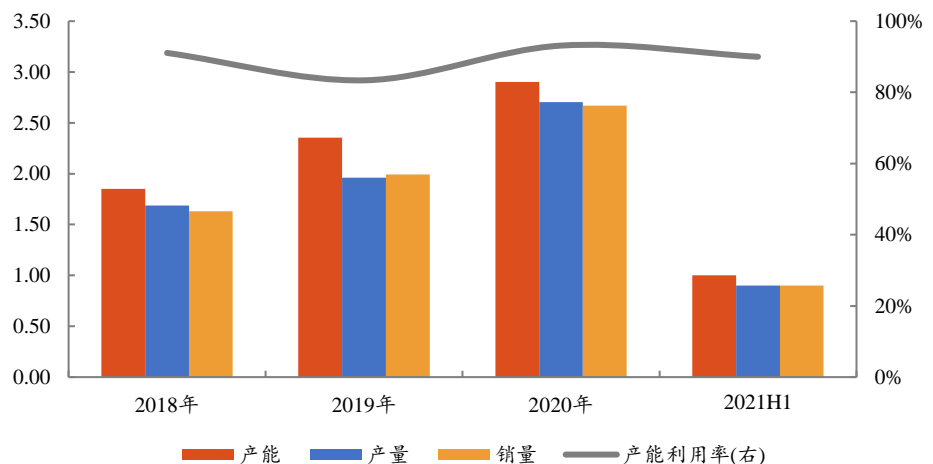
	2018 年	2019 年	2020 年
小米手机出货量 (亿台)	1.19	1.25	1.46
Yoy%	-	5%	17%
公司向小米销售金额 (万元)	55,188.56	74,269.66	77,655.92
Yoy%		35%	5%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.3 产能利用率持续高企，积极扩产贡献增量

公司产能利用率持续高企，产能成为限制公司规模扩张瓶颈。公司 2018 年产能 1.85 亿只，2020 年产能 2.9 亿只，在两年时间内增长近 50%。但随着公司技术水平的提升、新客户的不断开拓，产能扩张速度仍无法满足公司下游需求，公司 2018-2020 年产能利用率分别为 91%、83%、93%，产能成为限制公司成长的瓶颈。

图表 39：公司产能及利用情况



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

公司上市融资，加大扩产步伐。公司募投产能保障订单交付。2021 年公司 IPO 募投 209 亿元，扩产 1.55 亿只消费类锂电池产品，计划三年投产。2020 年公司现有消费类电池总产能为 2.88 亿只；伴随重庆工厂及珠海募投项目陆续投产，2021-2023 年产能有望分别提升至 4.4、4.9、5.4 亿只。

图表 40：公司产能及利用情况

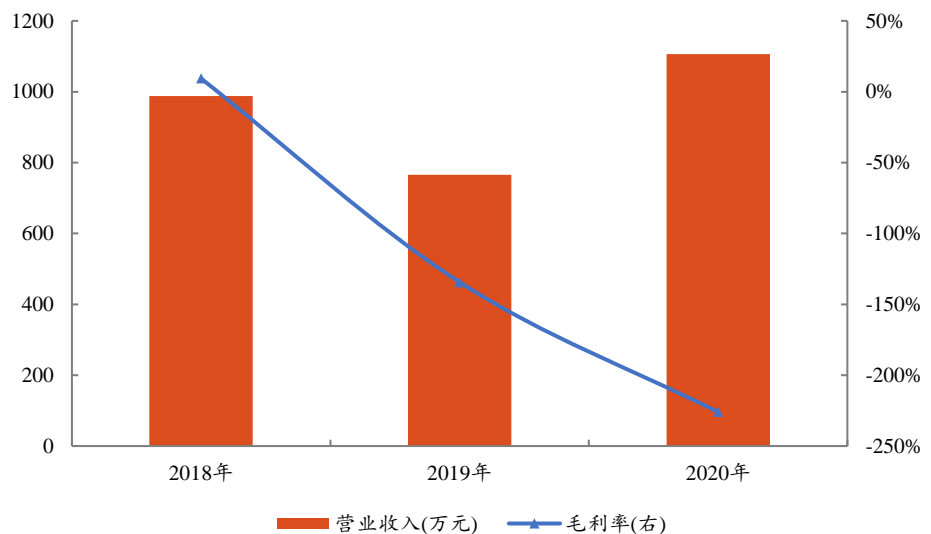
项目	项目总投资 (亿元)	项目情况
珠海聚合物锂电池生产基地建设项目	21	建设期 3 年，建设年产 15,500 万只的高自动化、智能化的聚合物锂离子电池生产基地
重庆锂电池电芯封装生产线项目	4	建设期 2 年，建设年产能 11150 万个手机类和穿戴类锂电池封装基地，从而有效提高公司封装自供比例
研发中心升级建设项目	4	项目拟开展消费类锂电池、车用动力锂电池、储能锂电池和下一代电池等方向的研究
补充流动资金项目	4	缓解生产经营的资金压力，提高资金实力，为公司可持续发展奠定坚实基础

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

3.4 开拓动力市场，掘金万亿赛道

公司动力类电池业务起步初期，占总收入成本较低。公司动力类锂离子电池处于研发及试产阶段，尚未形成大批量产。2018-2020 年，公司动力类锂离子电池的销售收入分别为 988 万元、765 万元、1107 万元，占当期主营业务收入的比例分别为 0.22%、0.15%、0.16%，毛利率分别为 9.29%、-134.40%以及 -225.98%，2019 年毛利率转负的核心原因是 2019 年下半年起，公司将动力类与消费类锂离子电池产线分开，且动力类锂离子电池独立产线尚未形成规模效应，分摊的固定成本较多。

图表 41：公司动力电池业务情况



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

轻型动力电池已搭载电摩、无人机实现量产交付，未来将跟随下游市场增量成长。公司自 2020 年开始批量供应大疆无人机电池，并于 2017 年完成成为豪

爵、康明斯等两轮摩托车品牌电摩电池的定制开发，该产品具有较高的能量密度，同时低温性能大幅提升，适应各类严苛气候条件，同时可通过严苛的针刺、挤压、过充等各安全认证，确保终端用户使用过程中无安全隐患。

车用动力电池及储能电池处于样品阶段，上市募投研发及扩产将发力订单拓展。在新能源汽车领域，公司成功开发了应用于纯电动汽车的 270Wh/kg 高比能电池；在功率型混动 HEV 电池领域，新一代产品在-30℃下 10C 倍率放电电压>2.0V，性能较优异。在储能领域，公司成功开发了 175Wh/kg 的磷酸铁锂体系并且针对性地提升了产品的寿命及高、低温适应性。

4 盈利预测及投资建议

出货量方面：考虑到我们预计公司 2021-2023 年有效产能有望分别提升至 4.4、4.9、5.4 亿只，假设公司产能利用率保持 95%以上并实现满产满销，2021-2023 年出货量分别为 3.9、4.6、5.4 亿只，同比增长 48%、17%、16%；**盈利方面：**公司采取成本加成的定价模式，考虑到 2021、2022 年原材料价格的上涨，预计公司 2021 年单价上涨同时毛利率出现一定下滑，2022 年单价上涨同时毛利率水平有所回升。2023 年随着原材料价格回落，单价出现回落同时盈利能力得到改善。

图表 42：公司主要产品业绩预测

拆分	单位	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
出货量	亿颗	1.63	1.99	2.67	3.95	4.61	5.35
YOY	%		22%	34%	48%	17%	16%
单价	元/颗	27.3	26.0	25.3	26.5	27.1	26.5
收入	亿元	44.5	51.8	67.5	104.8	124.7	141.8
毛利率	%	18.0%	29.1%	32.2%	26.5%	27.0%	28.0%

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

我们给予珠海冠宇“买入”评级。我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 104.83/124.74/141.81 亿元，归母净利润分别为 11.65/15.95/20.07 亿元。A 股可比上市公司包括宁德时代、亿纬锂能、欣旺达，对应 2022 年 PE 分别为 65、36、30 倍，取平均数 40 倍作为珠海冠宇合理估值，则公司发行后合理市值 638 亿元，给予“买入”评级。

图表 43：可比公司估值比较（截至 2021-09-17）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300750	宁德时代	11715	2.49	4.64	7.78	11.02	146.49	108.51	64.53	45.52
300014	亿纬锂能	1723	0.89	1.74	2.52	3.44	93.18	52.13	36.06	26.38
300207	欣旺达	537	0.52	0.80	1.11	1.47	60.31	41.45	29.64	22.5
	行业平均	4658	1.30	2.39	3.80	5.31	99.99	67.36	43.41	31.47

资料来源：Choice，东方财富证券研究所，可比公司数据来自 Choice 一致预期

5 风险提示

消费电子产品市场增长不及预期；

公司产能扩张进度不及预期；

二线消费电池企业竞争加剧

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4933.95	9412.12	11058.52	12729.50
货币资金	1147.89	4049.98	4839.99	5831.99
应收及预付	2400.09	3517.03	4118.62	4605.45
存货	1047.89	1488.77	1721.22	1894.21
其他流动资产	338.08	356.34	378.69	397.84
非流动资产	3648.55	5083.15	5875.74	6889.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2848.78	3903.38	4435.98	5120.08
在建工程	193.94	493.94	693.94	943.94
无形资产	180.60	260.60	320.60	400.60
其他长期资产	425.23	425.23	425.23	425.23
资产总计	8582.49	14495.27	16934.26	19619.34
流动负债	4334.71	5987.19	6830.22	7508.05
短期借款	424.80	418.43	690.50	1087.62
应付及预收	3215.89	4749.67	5239.41	5455.16
其他流动负债	694.01	819.09	900.31	965.26
非流动负债	1002.25	1002.25	1002.25	1002.25
长期借款	579.43	579.43	579.43	579.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	422.82	422.82	422.82	422.82
负债合计	5336.96	6989.44	7832.47	8510.29
实收资本	966.14	966.14	966.14	966.14
资本公积	1483.10	4577.39	4577.39	4577.39
留存收益	796.86	1962.76	3558.56	5565.62
归属母公司股东权益	3246.08	7506.26	9102.06	11109.12
少数股东权益	-0.54	-0.43	-0.27	-0.07
负债和股东权益	8582.49	14495.27	16934.26	19619.34

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6964.15	10483.02	12474.79	14181.86
营业成本	4793.69	7705.02	9106.60	10210.94
税金及附加	43.59	65.62	78.09	88.77
销售费用	35.84	53.95	64.20	72.98
管理费用	440.65	550.81	634.53	704.00
研发费用	405.78	535.62	617.04	684.59
财务费用	205.71	31.18	20.69	31.85
资产减值损失	-119.41	-200.00	-150.00	-120.00
公允价值变动收益	-0.36	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.87	28.41	33.81	38.44
资产处置收益	0.23	1.05	1.25	1.42
其他收益	55.56	31.45	62.37	70.91
营业利润	982.14	1391.73	1891.08	2369.49
营业外收入	6.88	7.57	8.32	9.16
营业外支出	53.69	59.06	64.96	71.46
利润总额	935.33	1340.24	1834.44	2307.19
所得税	118.52	174.23	238.48	299.93
净利润	816.81	1166.01	1595.96	2007.26
少数股东损益	-0.22	0.12	0.16	0.20
归属母公司净利润	817.03	1165.89	1595.80	2007.05
EBITDA	460.63	1916.70	2522.37	3154.74

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1876.22	1873.37	2064.66	2532.54
净利润	816.81	1166.01	1595.96	2007.26
折旧摊销	460.63	545.40	667.40	815.90
营运资金变动	297.72	-127.24	-445.42	-528.27
其它	301.06	289.20	246.72	237.66
投资活动现金流	-1629.78	-2002.03	-1481.58	-1852.45
资本支出	-1650.47	-2030.44	-1515.39	-1890.89
投资变动	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.69	28.41	33.81	38.44
筹资活动现金流	534.56	3030.75	206.93	311.90
银行借款	1612.47	-6.37	272.07	397.12
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	405.37	3094.29	0.00	0.00
其他	-1483.28	-57.17	-65.14	-85.21
现金净增加额	747.54	2902.09	790.01	992.00
期初现金余额	119.93	1147.89	4049.98	4839.99
期末现金余额	867.47	4049.98	4839.99	5831.99

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	30.63%	50.53%	19.00%	13.68%
营业利润增长	77.60%	41.70%	35.88%	25.30%
归属母公司净利润增长	89.87%	42.70%	36.87%	25.77%
获利能力 (%)				
毛利率	31.17%	26.50%	27.00%	28.00%
净利率	11.73%	11.12%	12.79%	14.15%
ROE	25.17%	15.53%	17.53%	18.07%
ROIC	0.00%	13.58%	15.14%	15.58%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.18%	48.22%	46.25%	43.38%
净负债比率	4.35%	-	-	-
流动比率	1.14	1.57	1.62	1.70
速动比率	0.88	1.31	1.36	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.72	0.74	0.72
应收账款周转率	2.97	3.05	3.10	3.15
存货周转率	6.65	7.04	7.25	7.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.21	1.65	2.08
每股经营现金流	1.94	1.94	2.14	2.62
每股净资产	3.36	7.77	9.42	11.50
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.31	-1.44	-1.30	-1.23

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。