

欣旺达 (300207)

证券研究报告

2021年10月02日

一半海水，一半火焰，静待动力电池突围

回顾欣旺达发展历程，大致可分成3个阶段：

- ✓ **智能手机行业红利期，PACK 成长为全球龙头 (11-15 年，股价涨 4 倍)：**受益于智能手机行业 β ，行业渗透率 19%→73%，同期公司利润增 4 倍。
- ✓ **传统业务增长疲软期，寻求新的增长曲线 (16-17 年，股价盘整走低)：**智能手机渗透率见顶，传统业务到达第一层利润天花板，努力寻找新的增长极，布局纵向一体化，消费电子业务从低毛利的 PACK 切入高毛利的电芯。
- ✓ **消费电芯和动力电芯双轮驱动期 (18 年至今，股价过山车式涨 3 倍)：**消费电芯持续超预期；动力电芯难度大，且业绩还未兑现，致股价大幅波动。

当前，公司四大业务：PACK+智能硬件做大收入，更旨在绑定客户；消费电芯系消费电子突围纵向一体化，增厚利润；动力则是下一个十年核心增长点。

消费电芯：千亿市场格局重构，锂威从低端走向高端。

- ✓ **行业机遇：**主要源于格局变化，从 ATL、三星、LG 三足鼎立→ATL 一家独大→国内二线崛起。
- ✓ **锂威：**重研发，专利布局深入，且已进入 HOVM 供应链，2-3 年有望做到 20-30% 的份额。盈利持续超预期，预计 23 年锂威收入有望超百亿、贡献利润 15 亿+、相比目前市占不足 10% 空间大。

动力电池：二线电池厂突破，当前时间点，收入重于一切。

- ✓ **战略和战术：**布局 BEV 和 HEV 赛道，实现差异化竞争，只因动力电池竞争壁垒高。而作为二线动力电池企业，公司在 HEV 上凭借技术积累突破雷诺、日产海外客户，国内突破吉利、广汽等。BEV 实现全价格带车型覆盖，往明年看 Dacia Spring 及极氪 001 贡献增量。
- ✓ **产能、客户、量产能力和盈利是判断二线动力电池能否突围成功的重要因素。**当前时间点，由于原材料暴涨+电池龙头不涨价挤压二线巩固龙头地位，二线电池厂面临巨大考虑，因此我们认为短期收入重于一切。我们预计 2021 年欣旺达动力收入实现 26.6 亿元，下半年收入 21 亿元，环比大幅提升，进入拐点；2022 年收入 60 亿元，有望实现翻倍以上增长。

盈利预测：预计 21-22 年扣非归母净利 10、18 亿，同增 263%、89%。我们采用分部估值法：预计 22 年 PACK、智能硬件、消费电芯贡献利润 13、2、11 亿，给予 20、15、30 X PE，对应市值 256、31、341 亿；动力收入 60 亿，给予 6 X PS，对应市值 360 亿。预计 22 年公司市值达 988 亿，当前 608 亿市值，增长空间为 62%，目标价 61 元，给予“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期；下游需求不及预期；材料价格上涨超预期；公司资产负债率相比同行业公司高；测算存在主观性

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 电子/电子制造 |
| 6 个月评级 | 买入 (首次评级) |
| 当前价格 | 37.4 元 |
| 目标价格 | 61 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,626.45 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,462.29 |
| A 股总市值(百万元) | 60,829.29 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 54,689.77 |
| 每股净资产(元) | 5.17 |
| 资产负债率(%) | 73.15 |
| 一年内最高/最低(元) | 45.81/18.60 |

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《欣旺达-季报点评:受动力板块影响业绩承压，盈利能力提升可持续》 2019-10-30
- 《欣旺达-半年报点评:H1 收入符合预期，多因素影响下利润端短期承压》 2019-08-30
- 《欣旺达-季报点评:PPS 战略推进顺利，一季度淡季不淡》 2019-04-26

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 25,240.66 | 29,692.31 | 40,430.81 | 49,422.20 | 59,553.75 |
| 增长率(%) | 24.10 | 17.64 | 36.17 | 22.24 | 20.50 |
| EBITDA(百万元) | 3,402.25 | 4,123.58 | 2,375.14 | 3,254.07 | 4,567.20 |
| 净利润(百万元) | 750.97 | 801.96 | 1,388.38 | 2,292.32 | 3,243.75 |
| 增长率(%) | 7.06 | 6.79 | 73.12 | 65.11 | 41.51 |
| EPS(元/股) | 0.46 | 0.49 | 0.85 | 1.41 | 1.99 |
| 市盈率(P/E) | 81.00 | 75.85 | 43.81 | 26.54 | 18.75 |
| 市净率(P/B) | 10.54 | 8.92 | 7.34 | 5.95 | 4.70 |
| 市销率(P/S) | 2.41 | 2.05 | 1.50 | 1.23 | 1.02 |
| EV/EBITDA | 9.20 | 12.50 | 25.65 | 18.06 | 12.12 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司基本面：从 pack 到消费电子到动力电芯的坚定转型..... | 5 |
| 1.1. 股权结构集中，实控人电池经验丰富..... | 5 |
| 1.2. 复盘股价：11-15 年充分享受智能手机行业红利，18 年至今坚定转型，消费电子+动力电芯实现双轮驱动..... | 5 |
| 1.3. 四大业务布局：PACK+ 智能硬件营收贡献大，消费+动力电芯利润弹性大..... | 6 |
| 2. 消费电子：千亿市场格局重构，锂威从低端走向高端..... | 10 |
| 2.1. 行业空间：千亿市场，保持小幅增长..... | 10 |
| 2.2. 行业机遇：格局重构，国内二线崛起..... | 11 |
| 2.3. 锂威：研发为导向，已进入 HOVM 供应链..... | 11 |
| 3. 动力电池：当前时间点，收入重于一切..... | 15 |
| 3.1. 探究龙头：宁德时代的竞争壁垒如何构建？..... | 15 |
| 3.2. 推演二线：欣旺达能否突出重围？..... | 18 |
| 4. 盈利预测与估值..... | 24 |
| 5. 风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：实控人王氏兄弟持股比例达 33%（截至 21 年 6 月 30 日）..... | 5 |
| 图 2：欣旺达历史股价复盘（11 年 4 月-21 年 9 月，前复权）..... | 6 |
| 图 3：欣旺达收入结构拆分预测（亿元）..... | 7 |
| 图 4：欣旺达利润结构拆分预测（亿元）..... | 7 |
| 图 5：欣旺达 16-20 年 PACK 营收拆分（亿元）..... | 7 |
| 图 6：欣旺达和德赛 PACK 收入对比（亿元）..... | 7 |
| 图 7：欣旺达锂电池 PACK 毛利率..... | 8 |
| 图 8：欣旺达智能硬件营收（亿元）及毛利率..... | 8 |
| 图 9：欣旺达手机数码类毛利率..... | 8 |
| 图 10：动力电池市场空间及增速预测..... | 9 |
| 图 11：欣旺达动力收入空间测算..... | 9 |
| 图 12：消费电子市场空间测算..... | 10 |
| 图 13：2018 年全球消费类锂电池企业竞争格局..... | 11 |
| 图 14：2020 年全球手机锂电池企业竞争格局..... | 11 |
| 图 15：2020 年全球笔记本电脑锂电池企业竞争格局..... | 11 |
| 图 16：锂威与 ATL 研发数据对比..... | 12 |
| 图 17：锂威发明专利拆分（截至 21 年 9 月）..... | 12 |
| 图 18：锂威产品路径图..... | 12 |
| 图 19：锂威客户拓展情况..... | 13 |
| 图 20：锂威客户拆分预测..... | 13 |
| 图 21：锂威 21-23 年产能及产值预测..... | 14 |

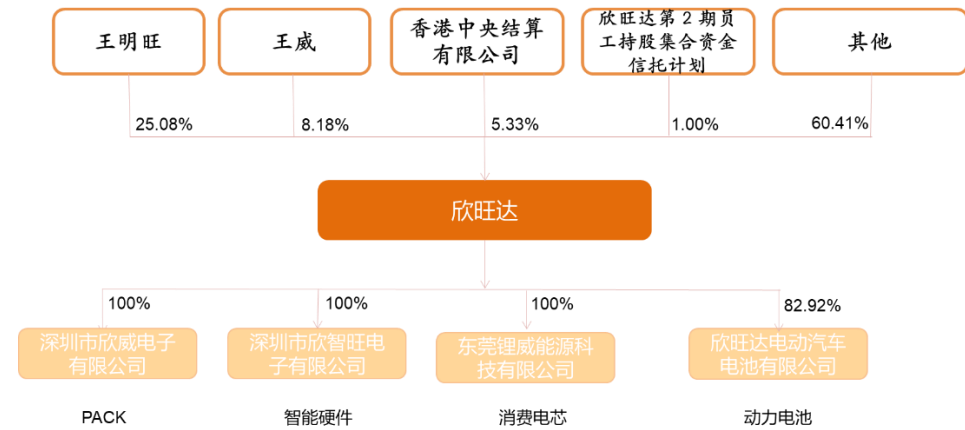
| | |
|---|----|
| 图 22: 锂威收入及利润预测 (亿元) | 14 |
| 图 23: 锂威 17-20 年毛利率、净利率 | 14 |
| 图 24: 宁德时代动力电池能量密度路径图 | 15 |
| 图 25: 宁德时代动力电池产品体系 | 15 |
| 图 26: 宁德时代占国内主流乘用车份额图 | 15 |
| 图 27: 宁德时代与 LG 化学研发费用对比 (亿元) | 16 |
| 图 28: 宁德时代上游材料布局梳理 | 16 |
| 图 29: LG 和欣旺达上游材料布局梳理 | 16 |
| 图 30: 宁德时代动力电池成本结构 | 17 |
| 图 31: 宁德时代产能扩张梳理 | 17 |
| 图 32: 动力电池盈利对比 | 18 |
| 图 33: 欣旺达动力电池产能&产值 | 18 |
| 图 34: 全球 HEV 销量与市场空间测算 | 19 |
| 图 35: 公司 HEV 定点客户情况 | 20 |
| 图 36: 雷诺集团欧洲与全球销量 (万辆) | 20 |
| 图 37: 欧洲 2020 年雷诺集团畅销车型销量及占比 (万辆) | 20 |
| 图 38: e-Power 技术解析 | 20 |
| 图 39: 中国市场日产轩逸销量 (万辆) | 20 |
| 图 40: 公司 BEV 定点客户情况 | 21 |
| 图 41: 极氪 001 车型基本信息 | 21 |
| 图 42: 欣旺达动力业务收入拆分预测 | 22 |
| 图 43: 欣旺达动力业务利润测算 | 23 |
| 图 44: 欣旺达利润预测及市值测算 | 24 |

1. 公司基本面：从 pack 到消费电芯到动力电芯的坚定转型

1.1. 股权结构集中，实控人电池经验丰富

公司实际控制人为王明旺、王威（董事长）兄弟，持股比例达 33%。王氏兄弟合计控制公司 33.26%的股份，对公司具有控制权。

图 1：实控人王氏兄弟持股比例达 33%（截至 21 年 6 月 30 日）



资料来源：欣旺达 2021 年定增说明书，wind 企业库，天风证券研究所

注：子公司为欣旺达直接持股+间接持股比例

实控人拥有二十余年电池领域经验。王明旺先生 1993 年创办佳利达电子加工厂，开始涉足电池模组行业，1997 年与王威先生共同创立欣旺达，至今为止二人在电池领域已深耕二十余年。

1.2. 复盘股价：11-15 年充分享受智能手机行业红利，18 年至今坚定转型，消费电芯+动力电芯实现双轮驱动

我们对欣旺达上市以来的股价进行复盘，大致分为以下 3 个阶段：

智能手机行业红利期，PACK 成长为全球龙头（11-15 年，股价增长 4 倍）：

- ✓ **行业：**11-15 年为智能手机行业黄金期。根据 IDC 数据，10 年全球智能手机出货量 3.1 亿部，15 年 14.4 亿部，年均复合增长率达 36%；同期渗透率从 19% 提升至 73%。
- ✓ **公司：**抓住智能手机红利期，利润 5 年增 4 倍。欣旺达起家于手机电池 PACK 业务，切入苹果、华为、小米等供应链，成功抓住智能手机红利期。11 年欣旺达营收 10 亿元，扣非净利润 0.8 亿元；2015 年欣旺达营收 65 亿元，扣非净利润 3.3 亿元，实现 5 年 4 倍增长。

传统业务增长疲软期，寻求新的增长曲线（16-17 年，股价盘整走低）：

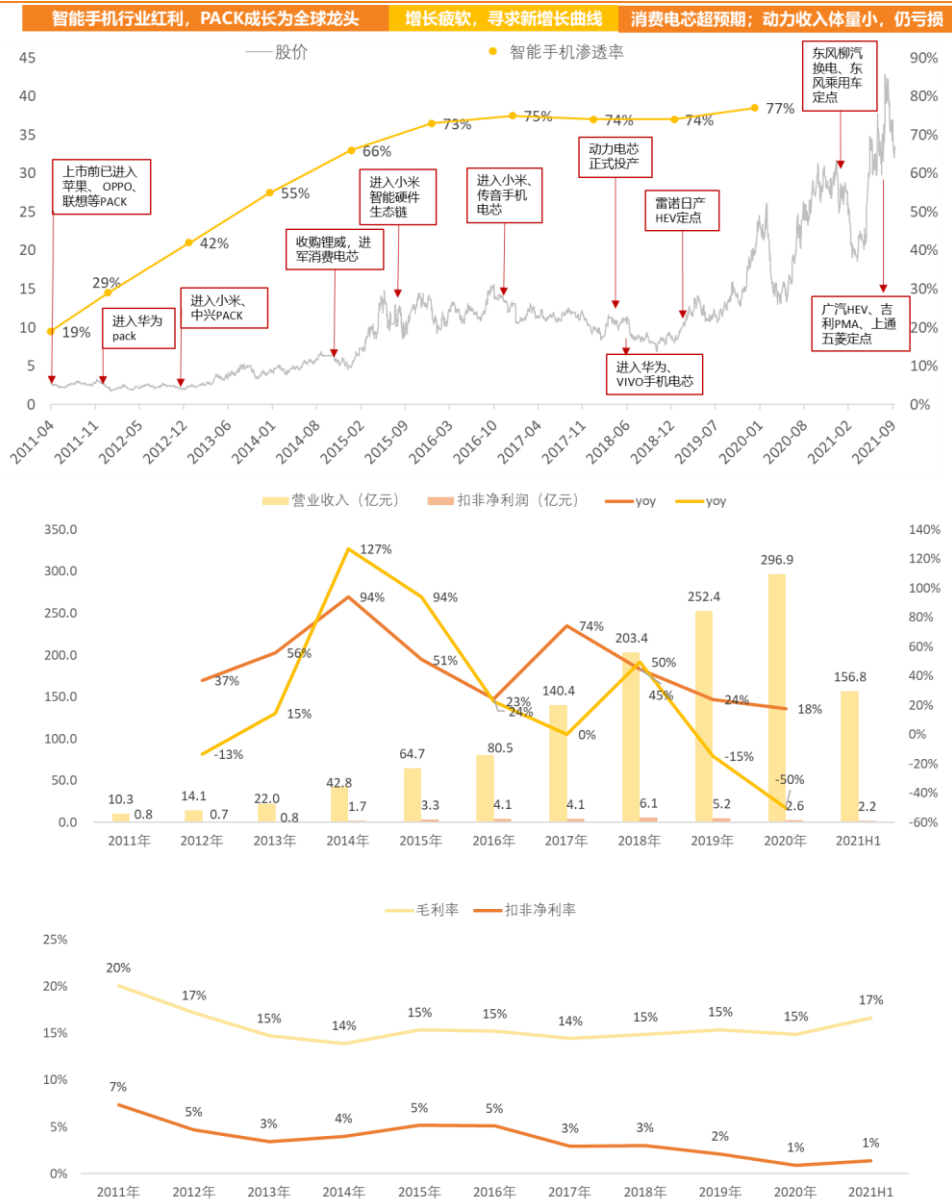
- ✓ **行业：**16 年至今智能手机行业景气度低。根据 IDC 数据，16 年全球手机出货量见顶，达 14.7 亿部，同增 2%，此后 17-20 年均均为负增长；行业渗透率在 75%，已近饱和。
- ✓ **公司：**利润停滞增长，寻求新的增长曲线。16 年后智能手机行业没有增速，欣旺达利润增长停滞。16-17 年欣旺达扣非利润 4.09、4.10 亿元，几乎没有增长。且 17 年扣非净利率只有 3%，同比下降 2.2pct。现有业务基本达到利润天花板，公司需要寻找新的增长极。公司对消费电子业务进行纵向一体化布局，从低毛利 pack 业务转向高毛利电芯业务。

消费电芯和动力电芯双轮驱动期（18 年至今，股价过山车式增长 3 倍）：

- ✓ **行业：**消费及动力电芯市场空间均在千亿级以上，且动力增速高。根据测算（见后文），20 年消费电芯市场约 1050 亿，预计 25 年约 1300 亿元，保持个位数增长。20 年动力电芯市场约 1200 亿，预计 25 年约 7500 亿，复合增长率达 44%。

- ✓ **公司：消费电子持续超预期，但动力电芯收入体量小，而盈利仍处于深度亏损。**欣旺达 14 年底收购锂威，进军消费电子，后进入小米、华为、VIVO 等供应体系，19-20 年锂威净利润 1.5、4.4 亿，同增 317%、184%，进入业绩兑现期。18 年动力电芯正式投产，19 年至今收获多家定点，但盈利仍处于深度亏损，导致股价大幅波动。受动力拖累，19-20 年公司扣非净利润 5.2、2.6 亿元，同增-15%、-50%。

图 2：欣旺达历史股价复盘（11 年 4 月-21 年 9 月，前复权）



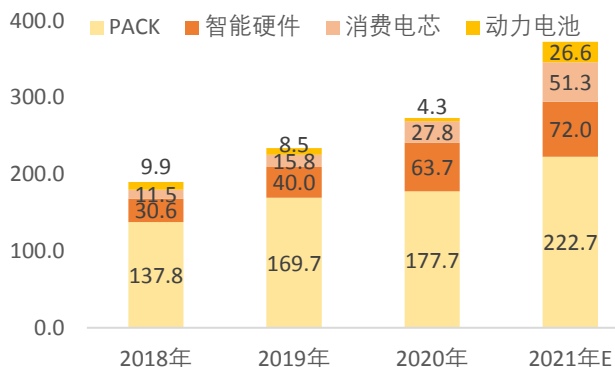
1.3. 四大业务布局：PACK+智能硬件营收贡献大，消费+动力电芯利润弹性大

收入结构：20 年公司总收入 297 亿元，其中纯 PACK 收入 178 亿元，智能硬件 64 亿元，二者占总收入比重 81%，营收贡献大；消费电子+动力电池营收 32 亿元，占比 11%。预计 21 年总收入 404 亿元，消费电子+动力电池营收 78 亿元，占比将提升至 19%。

利润结构：我们预计 20 年公司 PACK+智能硬件贡献利润 11 亿元，消费电子 4.4 亿元，二者收入体量相差 6 倍，但利润只差 2-3 倍；动力电池没有起量，处于亏损状态。预计 21 年 PACK+智能硬件利润 14 亿元，消费电子 8 亿元，动力电池仍亏损，预计 22 年可实现

减亏，23 年实现盈利。

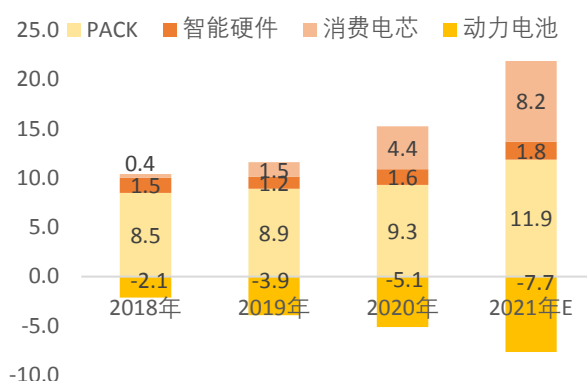
图 3：欣旺达收入结构拆分预测（亿元）



资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

注：此处 PACK 收入=手机数码类+笔记本电脑类-锂威消费电子收入；动力电池包含储能

图 4：欣旺达利润结构拆分预测（亿元）



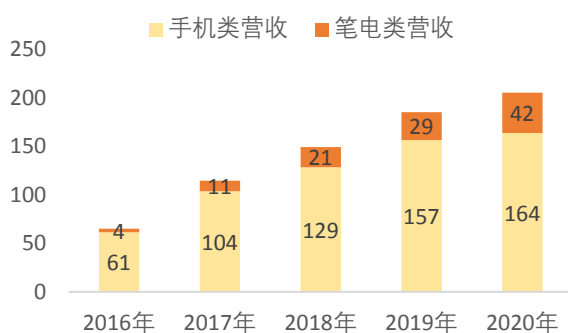
资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

我们认为欣旺达的四大业务布局用意：PACK+智能硬件做大收入，旨在绑定客户；消费电子突围纵向一体化，增厚利润；动力则是公司下一个十年的核心增长点。

- ✓ **PACK：起家业务，目前是行业老大。**欣旺达以消费电子 PACK 业务起家，03 年切入联想与 ATL 供应链，开始涉及手机及笔记本电池模组业务，07-12 年进入苹果、三星、华为、小米、中兴等供应链。充分受益于国产手机崛起，公司消费电子业务快速增长。17 年收入超过德赛，成为行业老大。

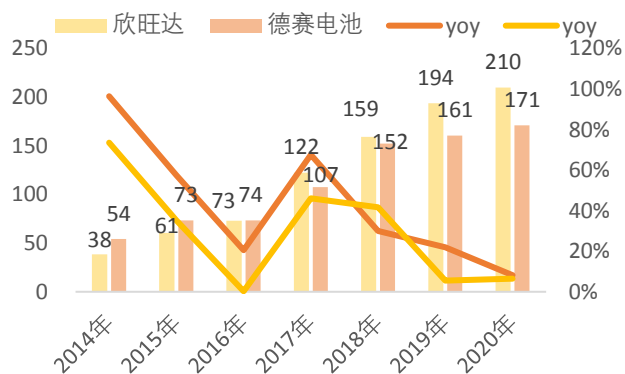
从收入结构看，17-20 年公司手机类营收占比 80%左右，笔电类占比较小。从盈利能力看，由于 PACK 技术壁垒低，其盈利较差，毛利率只有 13-15%。

图 5：欣旺达 16-20 年 PACK 营收拆分（亿元）



资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

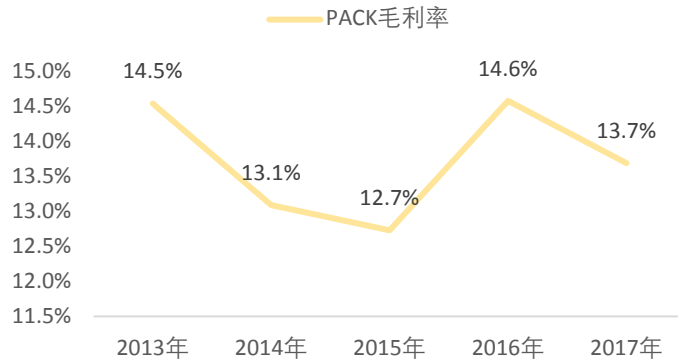
图 6：欣旺达和德赛 PACK 收入对比（亿元）



资料来源：欣旺达年报，德赛电池年报，天风证券研究所

注：此处 PACK 收入为欣旺达锂电池模组收入

图 7：欣旺达锂电池 PACK 毛利率

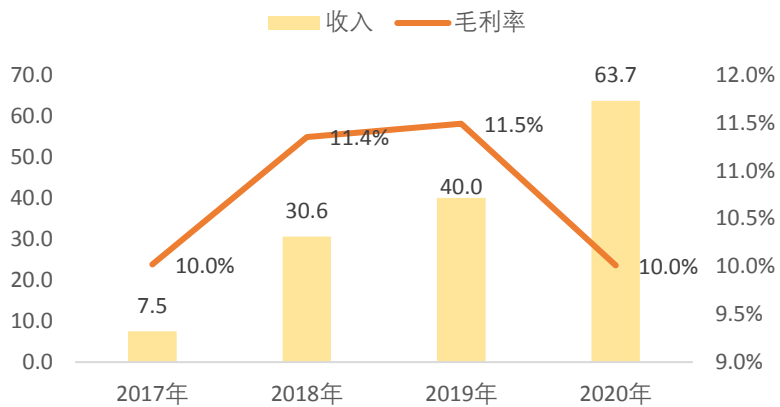


资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

注：18年后消费电子芯放量，将提升PACK端毛利率，故选取13-17年毛利率

- ✓ **智能硬件：进一步绑定 PACK 客户，做大收入。**15 年公司向下游进军智能硬件 ODM 制造，业务涵盖扫地机器人、电子笔、可穿戴设备、无人机、平衡车等。智能硬件本质是代工，盈利较弱，毛利率在 10-11%左右，我们认为公司愿意做的原因在于可以增强现有 PACK 客户的粘性。

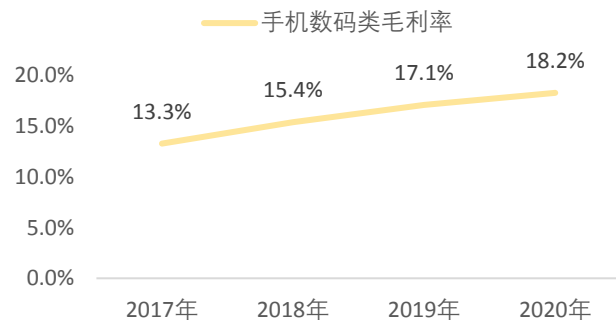
图 8：欣旺达智能硬件营收（亿元）及毛利率



资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

- ✓ **消费电子芯：纵向一体化，提升利润率。**14 年底公司收购锂威，向上游拓展消费电子芯，进入联想笔记本、小米、华为、VIVO 等供应体系，目前以手机电芯为主。自 2018 年以来，受益于消费电子芯放量，欣旺达手机数码类产品毛利率提升约 5pct。

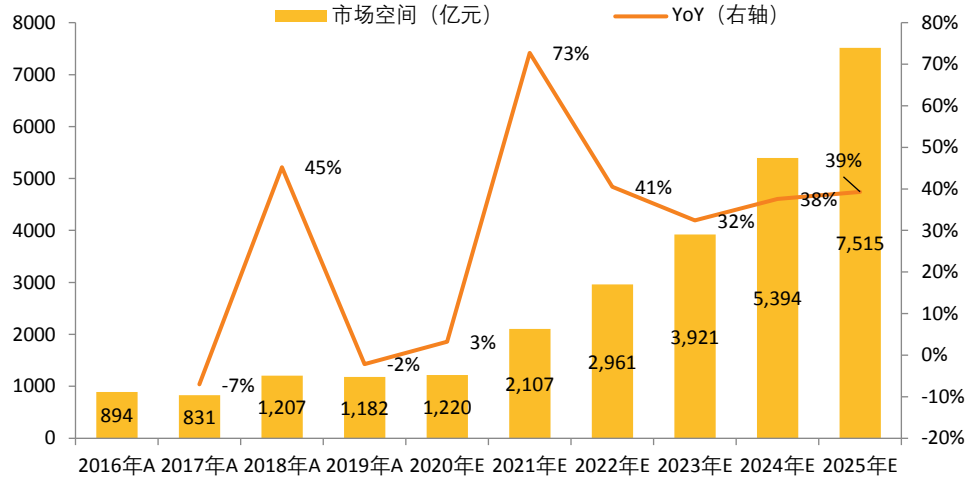
图 9：欣旺达手机数码类毛利率



资料来源：欣旺达年报，天风证券研究所

- ✓ **动力电芯：下一个十年的核心增长点。**虽然目前公司的消费电芯在逐步做大，但消费行业增速慢。公司需要考虑下一个十年的增长来源，动力市场空间大且增速快，是较好的赛道。公司于 15 年成立动力电芯研究院，18 年实现投产，目前仍处于初步阶段，20 年动力营收 4 亿元，预计 21 年达 26.6 亿元。看到 25 年，动力电池市场空间 7515 亿，假设欣旺达占 5%，则 25 年动力营收 376 亿，相比 21 年预测收入至少有 10 倍的空间。

图 10：动力电池市场空间及增速预测



资料来源：GGII，天风证券研究所

图 11：欣旺达动力收入空间测算

| | 单位 | 2020年E | 2021年E | 2025年E |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 全球汽车销量 | 万辆 | 7244 | 7956 | 8900 |
| 电动车渗透率 | % | 4% | 7% | 26% |
| 全球电动车销量 | 万辆 | 304 | 576 | 2316 |
| 单车带电 | Kwh/辆 | 50 | 50 | 56 |
| 动力电池装机量 | Gwh | 152 | 291 | 1303 |
| 动力电池单价 | 元/wh | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 动力电池市场空间 | 亿元 | 1220 | 2107 | 7515 |
| 欣旺达市占率 | % | 0.4% | 1.3% | 5% |
| 欣旺达装机量 | Gwh | 0.5 | 3.7 | 65 |
| 动力电池收入 | 亿元 | 4 | 27 | 376 |

资料来源：GGII，天风证券研究所

2. 消费电子：千亿市场格局重构，锂威从低端走向高端

2.1. 行业空间：千亿市场，保持小幅增长

消费电池的下游主要包括三大类：手机、笔记本电脑（包括平板电脑）、其他（主要是小电芯，包括智能穿戴、电动工具、无人机等），其中手机与笔记本电芯为当前主要市场。

空间测算：20 年市场空间约 1050 亿元，我们预计 25 年约 1300 亿元，市场空间较大，且每年保持 4-5% 的增速。考虑到下游应用领域扩大，远期有可能进入双位数增长。假设如下：

- ✓ **智能手机：**出货量根据 IDC 预测；根据欣旺达公告，假设 4G 电池容量 3800mAh、5G 4500mAh；假设单 Ah 售价 6.5 元，4G、5G 手机电池单价约 24.7、29.9 元。
- ✓ **功能机：**假设出货量年降 15%；电池容量为 2Ah；假设单 Ah 售价 6.5 元，单价年降 5%。
- ✓ **笔记本：**20 年开始出货量恢复增长，假设 PC 与平板电脑年增长 2%；假设笔记本平均电池价格为 120 元/台，平板电脑平均价格为 50 元/台。
- ✓ **电动工具：**出货量年增长 10%；假设单颗电芯售价 13 元。
- ✓ **可穿戴设备：**出货量根据 IDC 预测；假设单颗电芯售价 6.5 元。
- ✓ **其他：**包括无人机等，假设市场年增速 15%。

图 12：消费电子市场空间测算

| 单位：亿台 | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2023年E | 2024年E | 2025年E |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 手机 | 17.3 | 17.5 | 17.4 | 17.4 | 17.2 | 17.4 |
| 功能机 | 4.3 | 3.7 | 3.1 | 2.6 | 2.2 | 1.9 |
| 智能手机-非5G | 10.1 | 7.1 | 6.5 | 5.8 | 4.8 | 4.5 |
| 智能手机-5G | 2.9 | 6.7 | 7.8 | 9 | 10.2 | 11 |
| 笔记本 | 4.6 | 4.7 | 4.8 | 4.9 | 5.0 | 5.1 |
| PC | 3 | 3.1 | 3.1 | 3.2 | 3.2 | 3.3 |
| 平板电脑 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 电动工具（亿颗） | 11.6 | 12.8 | 14.0 | 15.4 | 17.0 | 18.7 |
| 可穿戴设备 | 4.0 | 4.5 | 5.0 | 5.6 | 6.3 | 7.1 |
| 单价：元 | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2023年E | 2024年E | 2025年E |
| 手机 | 22.7 | 24.0 | 24.7 | 25.3 | 25.9 | 26.4 |
| 功能机 | 13.0 | 12.4 | 11.7 | 11.1 | 10.6 | 10.1 |
| 智能手机-非5G | 24.7 | 24.7 | 24.7 | 24.7 | 24.7 | 24.7 |
| 智能手机-5G | 29.9 | 29.9 | 29.9 | 29.9 | 29.9 | 29.9 |
| 笔记本 | 95.7 | 95.7 | 95.7 | 95.7 | 95.7 | 95.7 |
| PC | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 平板电脑 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 电动工具 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 可穿戴设备 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 6.5 |
| 单位：亿元 | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2023年E | 2024年E | 2025年E |
| 手机 | 392 | 421 | 430 | 442 | 447 | 459 |
| 功能机 | 56 | 45 | 36 | 29 | 24 | 19 |
| 智能手机-非5G | 249 | 175 | 161 | 143 | 119 | 111 |
| 智能手机-5G | 87 | 200 | 233 | 269 | 305 | 329 |
| 笔记本 | 440 | 449 | 458 | 467 | 476 | 486 |
| PC | 360 | 367 | 375 | 382 | 390 | 397 |
| 平板电脑 | 80 | 82 | 83 | 85 | 87 | 88 |
| 电动工具 | 151 | 166 | 182 | 201 | 221 | 243 |
| 可穿戴设备 | 26 | 29 | 33 | 37 | 41 | 46 |
| 其他（无人机等） | 40 | 48 | 58 | 69 | 83 | 100 |
| 合计 | 1049 | 1112 | 1161 | 1215 | 1268 | 1334 |
| yoy | | 6.1% | 4.3% | 4.7% | 4.4% | 5.1% |

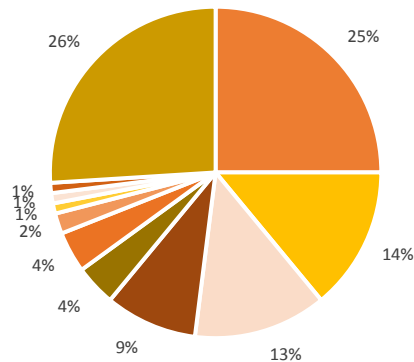
资料来源：IDC，起点研究院，立鼎产业研究院，真锂研究，AVICENNE ENERGY，欣旺达公告，天风证券研究所

2.2. 行业机遇：格局重构，国内二线崛起

行业机遇主要源于格局变化，从 ATL/LG/三星三足鼎立→ATL 一家独大→冠宇/锂威崛起。18 年全球消费类电池 CR3 为 52%，其中 ATL、LG 化学、三星 SDI 分别占比 25%、14%、13%，呈现三足鼎立格局。随着 LG、SDI、比亚迪等重心转向动力，20 年 ATL 在全球手机锂电池份额 38%，第 2-3 名份额在 10%左右；ATL 在笔电锂电池份额 34%，第 2-3 名份额在 24%、15%左右，呈现一家独大的格局。往后看，国内二线企业锂威、珠海冠宇有望崛起。

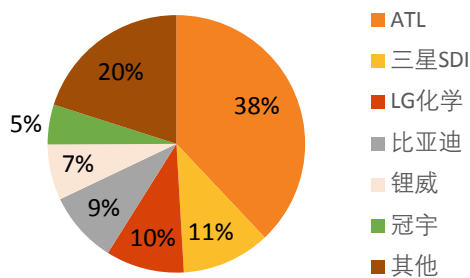
图 13：2018 年全球消费类锂电池企业竞争格局

■ ATL ■ LG ■ SDI ■ 村田 ■ 珠海光宇 ■ 比亚迪 ■ 力神 ■ 卓能 ■ 彭辉 ■ 维科 ■ 其他



资料来源：GGII，天风证券研究所

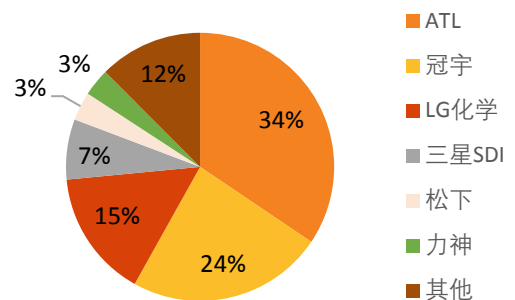
图 14：2020 年全球手机锂电池企业竞争格局



资料来源：珠海冠宇招股书，天风证券研究所

注：锂威、冠宇手机锂电池份额为重新测算值

图 15：2020 年全球笔记本电脑锂电池企业竞争格局



资料来源：珠海冠宇招股书，天风证券研究所

2.3. 锂威：研发为导向，已进入 HOVM 供应链

消费电芯高壁垒，锂威重研发。消费电芯属于高技术壁垒行业，技术研发是公司长远发展的根基。虽然 20 年 ATL 收入（433 亿元）体量是锂威（28 亿元）的 15 倍，但锂威在研发投入方面与 ATL 差距却较小，专利方面，锂威拥有 317 件专利，ATL 是 1923 件，是锂威的 6 倍，锂威拥有 286 名研发人员，ATL 拥有 1200 位，只有锂威的四倍，且锂威的研发人员的硕士生占比高于 ATL，锂威占比达 65%。

图 16: 锂威与 ATL 研发数据对比

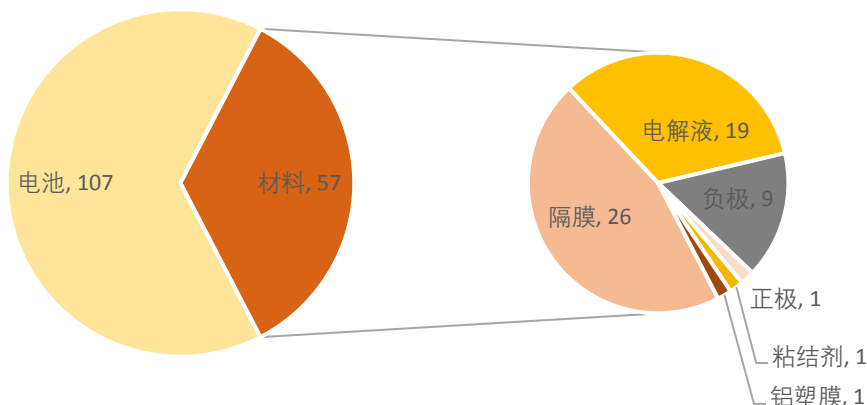
| | 研发人员数量 (名) | 硕士生占比 | 发明专利 | 实用新型专利 | 合计专利 |
|-----|------------|-------|------|--------|------|
| 锂威 | 约286 | 65% | 164 | 153 | 317 |
| ATL | 约1200 | 59% | 1150 | 773 | 1923 |

资料来源: 锂威官网, ATL 官网, 中国专利网, 天风证券研究所

注: 研发人员、硕士生数据来源于官网, 可能滞后; 专利数据截至 21 年 9 月

锂威在电池和材料均有较深的专利布局。以专利价值更高的发明专利数据统计, 目前电池端共有 107 项专利, 其中 2 项为固态电池; 材料端共有 57 项专利, 以隔膜、电解液、负极为主, 分别占比 46%、33%、16%。其中隔膜专利以涂覆改性为主, 电解液专利以高电压型为主, 负极专利以硅碳/硅氧为主。

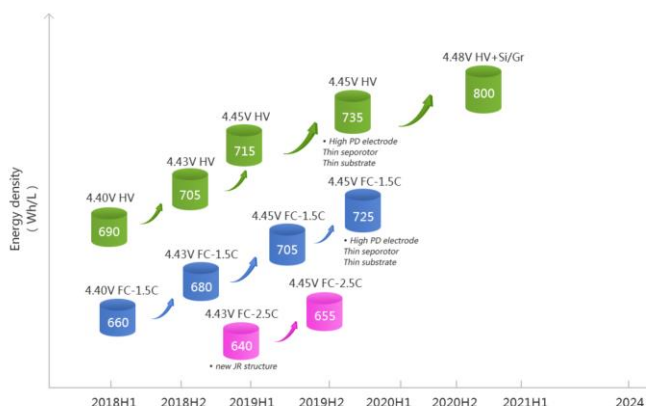
图 17: 锂威发明专利拆分 (截至 21 年 9 月)



资料来源: 中国专利网, 天风证券研究所

锂威对产品研发有清晰的时间图, 能量密度指标处于行业领先地位。12 年锂威 4.35V 高电压体系量产, 19 年 4.45V 量产, 预计 21H1 可以做到 4.48V, 高电压可提升能量密度。19-20 年锂威 HV 高电压系列产品能量密度 715-735Wh/L, 21H1 掺硅/铬产品能量密度能做到 800Wh/L; ATL 官网给出的手机电芯能量密度为 $\geq 700Wh/L$; 冠宇招股书给出的手机和笔记本能量密度上限在 750Wh/L。

图 18: 锂威产品路径图



资料来源: 锂威官网, 天风证券研究所

已进入 HOVM 供应链，预计 21 年锂威的份额分别为 10%、20%、20%、33%。锂威已经逐步突破大客户壁垒，成功进入华为、OPPO、Vivo、小米、MOTO、联想等智能手机供应链以及联想、Acer、Google 等笔记本电脑供应链，苹果以及 Dell 等高端客户也在开发中。

图 19：锂威客户拓展情况



资料来源：锂威官网，天风证券研究所

客户拆分假设如下：

- ✓ 量：合计出货量根据 IDC 预测；21 年各手机品牌出货量根据上半年量预测；22-23 年假设小米、华为、OPPO、VIVO、传音增速分别为 10%、-10%、10%、10%、10%。
- ✓ 价：根据前文，假设锂威手机电芯单价 25 元、笔电类电芯电价 50 元。

图 20：锂威客户拆分预测

| 智能手机出货量（万只） | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2023年E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 小米 | 14780 | 21411 | 23552 | 25907 |
| 华为 | 18900 | 7326 | 6593 | 6264 |
| OPPO | 11225 | 14800 | 16280 | 17908 |
| VIVO | 11170 | 14000 | 15400 | 16940 |
| 传音 | 6072 | 7591 | 8350 | 9185 |
| 其他 | 67073 | 52345 | 50989 | 71796 |
| 手机电芯合计出货 | 129220 | 117473 | 121164 | 148000 |
| 锂威份额 | 2020年E | 2021年E | 2022年E | 2023年E |
| 小米 | 27% | 33% | 40% | 40% |
| 华为 | 5% | 10% | 15% | 20% |
| OPPO | 9% | 20% | 25% | 30% |
| VIVO | 13% | 20% | 25% | 30% |
| 传音 | 25% | 25% | 30% | 30% |
| 锂威电芯出货量（万只） | 2020年E | 2021年E | 2022年E | 2023年E |
| 小米 | 4000 | 7066 | 9421 | 10363 |
| 华为 | 1000 | 733 | 989 | 1253 |
| OPPO | 1020 | 2960 | 4070 | 5372 |
| VIVO | 1500 | 2800 | 3850 | 5082 |
| 传音 | 1500 | 1898 | 2505 | 2755 |
| 其他手机客户 | 980 | 2500 | 6165 | 12175 |
| 手机电芯合计出货 | 10000 | 17956 | 27000 | 37000 |
| 笔电出货 | 600 | 1000 | 1500 | 1960 |
| 合计 | 10600 | 18956 | 28500 | 38960 |
| 单价（元） | 2020年E | 2021年E | 2022年E | 2023年E |
| 手机 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 笔电 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 收入（亿元） | 2020年E | 2021年E | 2022年E | 2023年E |
| 手机 | 25 | 46 | 69 | 91 |
| 笔电 | 3 | 5 | 8 | 10 |
| 合计 | 28 | 51 | 76 | 100 |

资料来源：IDC，天风证券研究所

锂威扩产幅度大，预计 23 年产能 155 万只/天，产值达 100 亿元，较 21 年翻倍增长。预计 21-23 年锂威有效产能为 83、120、155 万只/天，考虑假期及稼动率影响，假设一年有效时间为 265 天，假设惠州、兰溪电芯单价在 25.5 元，东莞小电芯 7 元，则 21-23 年消费电芯产值为 51、76、100 亿元。

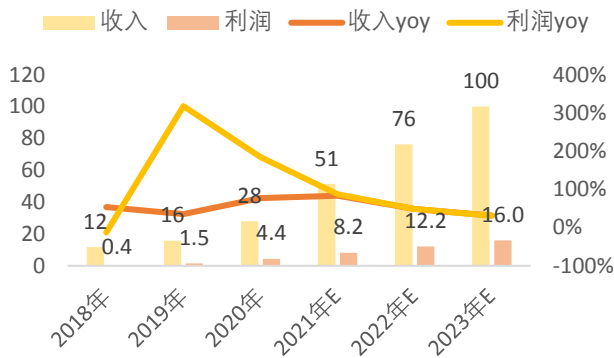
图 21：锂威 21-23 年产能及产值预测

| 有效产能：万只/天 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 惠州 | 65 | 65 | 65 |
| 兰溪 | 8 | 45 | 80 |
| 东莞（小电芯） | 10 | 10 | 10 |
| 合计产能 | 83 | 120 | 155 |
| yoy | | 45% | 29% |
| 产值（亿元） | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
| 惠州 | 44 | 44 | 44 |
| 兰溪 | 5 | 30 | 54 |
| 东莞（小电芯） | 2 | 2 | 2 |
| 合计产值（亿元） | 51 | 76 | 100 |
| yoy | | 49% | 31% |

资料来源：锂威环评，锂威官网，欣旺达定增说明书，天风证券研究所

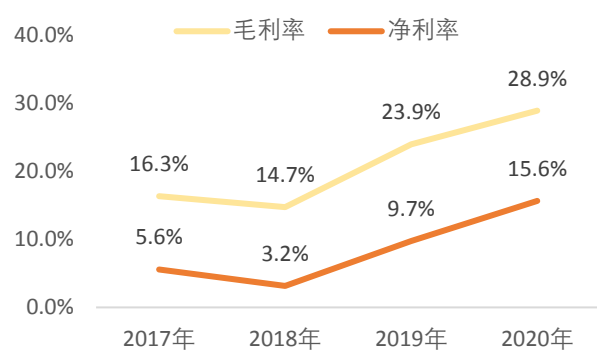
消费电芯盈利持续超预期。19-20 年锂威收入 16、28 亿元；净利润 1.5、4.4 亿元，同增 317%、184%；毛利率 23.9%、28.9%，同增 9pct、5pct；净利率 9.7%、15.6%，同增 7pct、6pct。往后看，预计 23 年锂威收入、利润分别为 100、16 亿元，相比于 21 年有一倍的空间。

图 22：锂威收入及利润预测（亿元）



资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

图 23：锂威 17-20 年毛利率、净利率



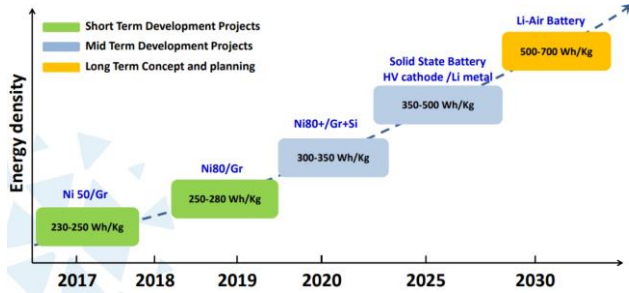
资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

3. 动力电池：当前时间点，收入重于一切

3.1. 探究龙头：宁德时代的竞争壁垒如何构建？

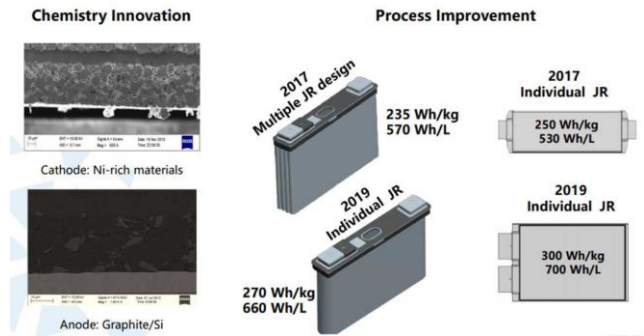
竞争壁垒一：通过不断迭代的产品体系深度绑定下游客户。动力电池比拼的核心能力是产品各项性能的均衡，例如能量密度、充电倍率、循环次数、温度稳定性等，且凭借产品大批量出货的一致性，进而绑定优质客户。从宁德时代的能量密度路径看，5-10年内，动力电池产品仍将不断迭代更新。从客户端看，宁德深度绑定主流车企，在部分国内自主、合资、新势力车企中均处于一供的位置，甚至为某些车企独供。

图 24：宁德时代动力电池能量密度路径图



资料来源：inside evs，天风证券研究所

图 25：宁德时代动力电池产品体系



资料来源：inside evs，天风证券研究所

图 26：宁德时代占国内主流乘用车份额图

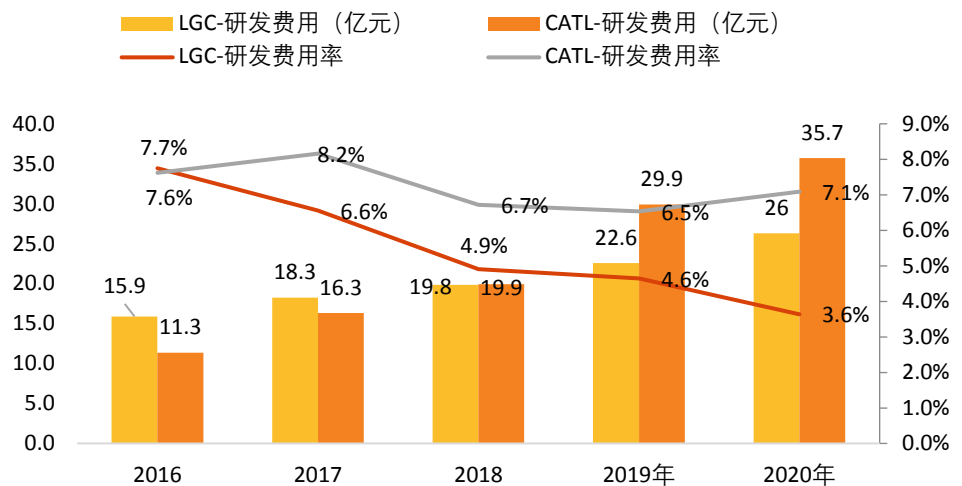
| 乘用车 | 2019年 | 2020年 | 2021H1 |
|------|-------|-------|--------|
| 北汽 | 94% | 68% | 63% |
| 上汽 | 73% | 87% | 89% |
| 广汽 | 72% | 26% | 2% |
| 奇瑞 | 10% | 11% | 9% |
| 华晨宝马 | 100% | 100% | 100% |
| 长安 | 30% | 9% | 25% |
| 吉利 | 91% | 87% | 70% |
| 东风 | 52% | 93% | 80% |
| 一汽 | 51% | 58% | 48% |
| 长城 | 49% | 68% | 49% |
| 蔚来 | 100% | 100% | 100% |
| 小鹏 | 41% | 83% | 77% |
| 理想 | 100% | 100% | 100% |
| 特斯拉 | | 20% | 47% |

资料来源：GGII，天风证券研究所

竞争壁垒二：依靠核心技术优势对材料厂进行反向开发，保证对上游议价能力，具体体现在：

- ✓ **研发投入：**宁德时代技术研发投入已与 LG 化学拉开差距，已连续三年超过 LG 化学，宁德时代或在技术上已开始超越 LG 化学。

图 27：宁德时代与 LG 化学研发费用对比（亿元）



资料来源：宁德时代年报，LG 年报，天风证券研究所

- ✓ **供应链管理：**目前宁德时代对上游材料布局不输于海外巨头 LG 化学，是中游电池中布局上游最深的厂商之一，而目前国内其他厂商在上游布局则较少。宁德时代主要布局方向为核心资源——锂、镍、钴，其次为成本最大的正极，分为三元前驱体与磷酸铁锂。

图 28：宁德时代上游材料布局梳理

| 材料 | 时间 | 合作企业 | 合作方式 |
|----------------|----------|---|--|
| 锂资源 | 2019年9月 | 澳大利亚锂矿企业Pilbara Minerals | 2.6亿人民币认购8.5%股权 |
| | 2018年 | 北美锂业 North American Lithium | 目前持股43.59% |
| | 2018年11月 | 天宜锂业 | 宁德时代天华超净子公司天宜锂业15%股权，优先供应宁德时代 |
| | 2021年4月 | 天华超净 | 投资1.2亿参与天华超净二期氢氧化锂定增项目（天宜锂业），一期已投产2万吨，二期2.5万吨，合计4.5万吨 |
| 镍资源 | 2018年 | 北美镍业 North American Nickel | 持股25.38% |
| | 2018年 | 建设印尼红土镍矿 | 广东邦普、格林美、青山钢铁、印度尼西亚IMIP合资 |
| | 2020年 | 拟投资50亿美金在印尼建厂 | |
| 钴资源 | 2016年10月 | 腾远钴业 | 通过参股公司长江晨道（15.8%）持有腾远6.85%股权，折算宁德时代持股1.1% |
| | 2021年4月 | 洛阳铝业子公司KFM | 4年供货协议，锁定2万吨钴资源 |
| | 2021年4月 | 邦普时代（宁德时代持有70%股权）投资1.375亿美元获得KFM 25%股权，KFM拥有刚果金Kisanfu铜钴矿95%权益，KFM拥有超过310万吨钴金属。 | |
| 冶炼 | 2021年6月 | 蓝天国际 | 收购蓝天国际75%股权，一期四条RKEF生产线全部投产，二期配套镍铁硫化与深加工生产线，延伸布局镍资源冶炼与深加工，抢占未来高镍电池原材料市场。项目全面达产后，可实现年产3.6万吨当量镍金属，年销售收入可达30多亿元人民币。 |
| | 2020年10月 | 普勤时代 | 邦普时代60%/宁波力勤30%/瑞庭投资10%；规划印尼矿山-镍矿冶炼-三元材料-电池全产业链合作。 |
| 三元前驱体 | 2019年9月 | 广东邦普 | 投资36亿元建立宁波邦普，公司直接持股49% |
| | 2019年4月 | 广东邦普 | 总投资91亿元投建三元前驱体10万吨 |
| | 2015年 | 广东邦普 | 收购广东邦普，截至2019年6月合计持股52.88% |
| | 2021年1月 | 曲靖麟铁-四川江安 | 在四川江安县年产8万吨磷酸铁锂，宁德时代持股40% |
| 磷酸铁锂 | 2019年5月 | 曲靖麟铁-云南曲靖 | 2万吨磷酸铁锂，宁德时代持股40% |
| | 2020年12月 | 湖南裕能 | 宁德时代与比亚迪合计对裕能增资6.5亿元 |
| | 2021年1月 | 江西升华 | 富临精工子公司，宁德时代直接增资0.2亿元，18个月内有权增加1亿元投资 |
| 锂电设备/电解液/新型添加剂 | 2020年10月 | 先导智能 | 全额参与先导25亿定增，占先导智能7.3%股份 |
| | 2019年11月 | 时代思康 | 新型锂盐（Lifsi），宁德时代持股66% |
| 负极 | | 尚太科技 | 通过参股公司长江晨道（15.8%）持有尚太14%股权，折算宁德时代持股2.2% |
| 隔膜 | | 厚生新材料 | 通过参股公司长江晨道（15.8%）持有厚生22.2%股权，折算宁德时代持股3.5% |
| | | 无锡东恒 | 通过参股公司长江晨道（15.8%）持有东恒11%股权，折算宁德时代持股1.7% |
| 碳纳米管 | | 无锡东恒 | 宁德时代增资入股（60%），在湖北天门与广东肇庆探索新型储能模式 |
| 储能 | 2021年5月 | 时代永福 | |

资料来源：宁德时代、天华超净、德方纳米、富临精工、先导智能公告，天眼查，天风证券研究所

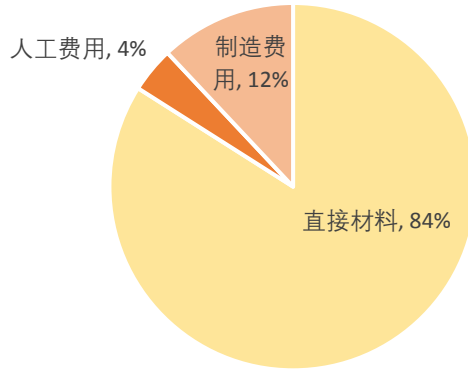
图 29：LG 和欣旺达上游材料布局梳理

| 材料 | 时间 | 合作企业 | 合作方式 |
|-------|------------|-----------------------------|--|
| 镍和钴 | 2021年6月 | 澳洲昆士兰太平洋金属公司 (OPM) | 1) 将以120亿韩元（约合人民币6917万元）的价格收购OPM的7.5%股份；2) 签署了一项为期10年的采购协议，将从2023年底开始每年采购7000吨镍和700吨钴 |
| | 2021年5月 | 加拿大电池回收公司Li-Cycle | 通用汽车与LG新能源成立的合资电池公司Ultium Cells与加拿大电池回收公司Li-Cycle合作回收废旧电池，使用Li-Cycle独特的湿法冶金工艺从废旧电池中提取钴和镍等金属并减少废水废气排放，然后交由Ultium Cells重复使用。 |
| | 2021年5月 | 印尼投资协调委员会 (BKPM) | LG能源将联合LG化学、LG国际、浦项制铁和中国华友钴业在印尼进行投资，投资计划价值98亿美元（约合人民币630亿元），内容包括镍矿投资、提炼到动力电池生产。 |
| 镍资源 | 2017年11月 | Kemco公司 | LG化学向Kemco公司投资10亿美元（约合89.7万美元），获得其10%股份。Kemco将新建硫酸镍工厂，远期规划8万吨产能。 |
| | 2017年11月 | 澳大利亚锂矿企业 Pilbara Minerals公司 | LG化学与Pilbara Minerals公司在韩国合资建锂加工工厂，投资3.09亿美元，年产能高达3万吨氢氧化锂，计划2020年1月投产。 |
| 钴资源 | 2018年 | 澳大利亚Cobaltblue Thackaringa | LG化学投资Cobalt Blue公司在澳大利亚钴项目 |
| 三元前驱体 | 2018年4月 | 华友钴业 | LG化学与华友钴业合资设立华金新能源：1) LG化学投入7791万美元，占股49%；2) 一期项目于2019年8月开工，计划建设年产4万吨高镍型动力电池用三元前驱体新材料。 |
| 正极材料 | 2018年4月 | 华友钴业 | LG化学与华友钴业合资设立乐友新能源：1) LG化学占股51%；2) 投建汽车动力电池正极材料项目，产能规划10万吨，一期规划产能为4万吨/年并于2020年9月竣工。 |
| 电解液 | 2021年4月 | 新宙邦 | 新宙邦引入LG新能源对波兰新宙邦进行增资，其中LG新能源出资1704.5万兹罗提（约2932万元），增资完成后持股15%。 |
| 碳纳米管 | 2020年4月 | 韩国LG化学 | 将在2020年Q1之前投资约650亿韩元（约3.74亿元人民币），将其碳纳米管工厂产能增加1200吨，扩产后总产能达1700吨。 |
| 锂电铜箔 | 2021年5月 | 德福科技 | 1) 投资400亿韩元（约合人民币2.3亿元）获得德福科技部分股权；2) 签署了一份谅解备忘录，双方将在铜箔业务方面建立长期的合作关系；3) 帮助德福科技到2022年将其铜箔产能扩大到7.8万吨/年。 |
| 隔膜 | 2021年8月 | LG电子 | LG化学斥资约4.6亿美元收购LG电子事业本部下属的电子化工材料事业部的全部业务。 |
| 正极材料 | 2021年12月 | | LG化学计划于今年12月开工建设年产6万吨的龟尾工厂。至此，LG化学的正极材料产能将从2020年的4万吨增加至2026年的26万吨，提高近7倍 |
| 材料 | 时间 | 合作企业 | 合作方式 |
| 锂资源 | 2019年1月5日 | 海西粤联达 | 控股公司海西粤联达（持股50.1%）投资3487万元购买东台吉乃尔湖西段深卤水钾矿3年开采权 |
| | 2019年1月26日 | 金藏膜 | 公司出资1500万持有4.69%股权，控股股东（王明旺）持有20.31%股权，主营低品位卤水提锂技术，2018年建设1万吨碳酸锂项目 |
| 涂覆膜 | 2021年6月20日 | 浙江镇威 | 在浙江兰溪投资7.5亿元建设1.15亿平米膜涂覆项目 |
| 铜箔 | 2017年4月 | 嘉元科技 | 持有嘉元科技1.4%股权 |
| 负极 | 2016年9月 | 凯金能源 | 通过参股基金基怡铂新能源持有0.27%股权 |

资料来源：欣旺达公告，高工锂电，钜大锂电，天风证券研究所

- ✓ **动力电池成本构成：**以宁德时代为例，动力电池成本中 80%+ 是材料成本，因此宁德深入布局上游，把核心原材料控制在自己的手中，进而加大对上游的议价能力，同时构筑供应壁垒，在原材料紧张时，其他二线企业会出现原料端供应不上的局面。

图 30：宁德时代动力电池成本结构



资料来源：宁德时代招股书，天风证券研究所

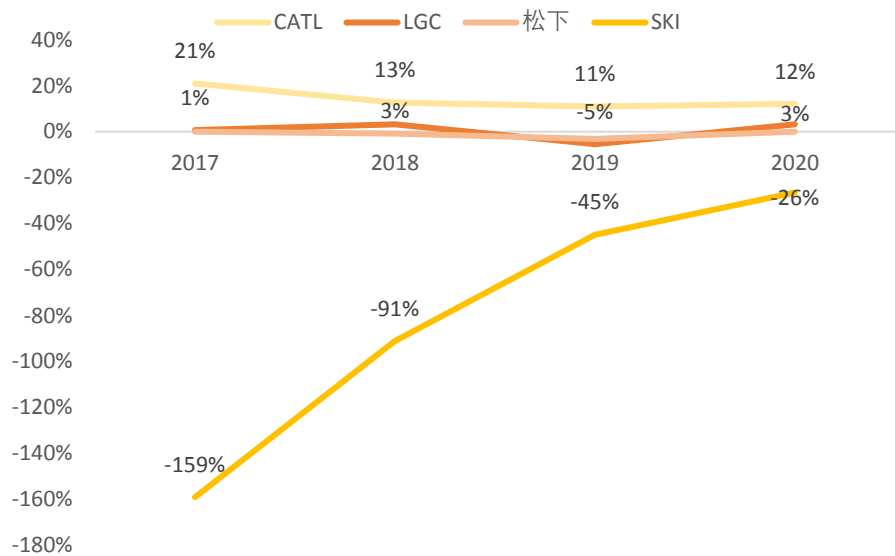
竞争壁垒三：将产能最大程度转化为利润的能力。20 年宁德总产能 69GWh，预计 21-23 年产能达 125、197、398GWh，增速 81%、57%、102%。从利润端看，宁德时代是国内外少有的动力电池实现明显盈利的企业，17-20 年净利率显著高于海外头部电池厂。

图 31：宁德时代产能扩张梳理

| 产能：Gwh | 产能性质 | 已知规划产能 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年E | 2021年E | 2022年E | 2023年E | 总投资额（亿元） | 产能公告日期 |
|------------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|----------|------------|
| 宁德时代总产能 | | 644 | 8 | 17 | 28 | 53 | 69 | 125 | 197 | 398 | 1884 | |
| YoY | | | | | 63% | 91% | 30% | 81% | 57% | 102% | | |
| 自有产能 | | 510 | | | 28 | 49 | 61 | 100 | 148 | 311 | 1789 | |
| YoY | | | | | | 77% | 25% | 64% | 48% | 109% | | |
| 福建宁德 | 福建宁德（原有） | 动力/储能 | 23 | | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 100 | |
| | 宁德湖西（IP0） | 动力 | 24 | | | 12.0 | 20.0 | 24.0 | 24.0 | 24.0 | 99 | 2018/5/29 |
| | 宁德湖西（扩建） | 动力 | 16 | | | | | 5.0 | 10.0 | 16.0 | 46 | 2019/4/25 |
| | 宁德湖西（二期扩建） | 动力 | 32 | | | | | | | 32.0 | 36 | 2021/8/12 |
| | 宁德车里湾 | 动力/储能 | 30 | | | | | | 15.0 | 15.0 | 73.2 | 2021/8/12 |
| | 宁德福鼎 | 动力/储能 | 60 | | | | | | | 30 | 183.7 | 2021/8/12 |
| 青海西宁 | 青海西宁 | 储能 | 6.3 | | 3.0 | 4.0 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 20 | |
| 江苏溧阳（江苏时代） | 溧阳一二期 | 动力/储能 | 10 | | 2.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 100 | 2017年 |
| | 溧阳三期 | 动力/储能 | 24 | | | | 2.0 | 15.0 | 24.0 | 24.0 | 74 | 2018/11/19 |
| | 溧阳四期 | 动力/储能 | 40 | | | | | | | 30.0 | 116.5 | 2021/8/12 |
| 四川宜宾 | 四川宜宾一期 | 动力 | 10 | | | | | 5.0 | 12.0 | 12.0 | 40 | 2019/9/26 |
| | 四川宜宾二三期 | 动力 | 20 | | | | | 5.0 | 10.0 | 10.0 | 60 | 2019/9/26 |
| | 宜宾四期项目 | 动力 | 30 | | | | | | | 10 | 100 | 2020/12/29 |
| | 宜宾五六期 | 动力 | 40 | | | | | | | 13 | 120 | 2021/2/2 |
| 广东肇庆 | 肇庆一期 | 动力/储能 | 30 | | | | | | | 30 | 120 | 2021/8/12 |
| 江西宜春 | 江西宜春 | 动力/储能 | 75 | | | | | | | | 135 | 2021/9/13 |
| 德国图林根 | 德国图林根 | 动力 | 40 | | | | | 7.0 | 14.0 | 25.0 | 18亿欧元 | 2019/6/26 |
| 车企合资 | 上汽时代 | 动力 | | | | | | | | | | 2017/6/8 |
| | 时代上汽 | 动力 | 36 | | | 4.0 | 8.0 | 15.0 | 25.0 | 36.0 | 100 | 2017/6/8 |
| | 时代上汽扩建 | 动力 | 35 | | | | | | 5.0 | 15.0 | 105 | 2021/2/25 |
| | 时代广汽 | 动力 | 3 | | | | | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 10 | 2018/7/19 |
| | 东风时代 | 动力 | 3 | | | | | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 10 | 2018/7/19 |
| | 时代一汽 | 动力 | 15 | | | | | 4.0 | 8.0 | 15.0 | 44 | 2019/4/24 |
| | 时代一汽（扩建） | 动力 | 17 | | | | | | | 6 | 50 | 2021/2/2 |
| 时代吉利（宜宾） | 动力 | 25 | | | | | | | 5 | 10 | 80 | 2020/8/10 |

资料来源：宁德时代公告，天风证券研究所

图 32: 动力电池盈利对比



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

注: CATL 为净利率, LG 化学为二次电池的营业利润率, 松下为 AM 的营业利润率, SKI 为动力电池营业利润率

3.2. 推演二线: 欣旺达能否突出重围?

欣旺达作为二线电池厂和宁德时代的差距是客观存在的, 作为二线电池厂几乎唯一的出路就是发力 BEV 电池的同时积极布局 HEV 赛道, 实现差异化竞争。我们认为产能、客户、量产能力 (背后反应的是收入) 和盈利是判断二线动力电池能否突围成功的要素。

欣旺达动力研发组织架构重塑, 张耀博士为首。公司核心研发人员此前汇集了力神、ATL、CATL 等多利益集团, 组织架构比较混乱, 目前研发以张耀博士为首, 来自于 ATL 动力团队, 现任欣旺达电芯研究院院长, 负责动力电池系统和动力电芯的研制和开发。梁锐现任欣旺达副总裁, 负责动力电池战略规划、动力电池工厂建设、客户开发等工作。

要素一: 产能&产值——公司 HEV+BEV 撑起百亿产值。预计 2020 年公司 HEV 产能 30 万辆, 产值 15 亿; BEV 产能 5GWh, 产值 40 亿, 合计产值 55 亿。21-22 年公司处于加速扩产期, 预计近两年产值将超百亿。

图 33: 欣旺达动力电池产能&产值

| 项目 | 产能类别 | 状态 | 单位 | 产能 |
|--------------|-----------|--------------|---------------|---------------|
| 惠州 | 2条BEV | 投产 | GWh | 4 |
| 惠州 | 1条HEV | 投产 | 万辆 | 7.5 |
| 南京一期 | 1条BEV | 投产 | GWh | 2 |
| 南京一期 | 2条HEV | 投产 | 万辆 | 30 |
| 南京二期 | 2条BEV | 21年底投产 | GWh | 4 |
| 南京二期 | 4条HEV | 21年底投产 | 万辆 | 60 |
| 南京三期 | BEV | 规划 | GWh | 8 |
| 南昌一期 | 储能/BEV | 在建 | GWh | 4 |
| 南昌二期 | 待定 | 2022年建设 | GWh | 10 |
| 南昌三期 | 待定 | 2024年建设 | GWh | 16 |
| 南昌四期 | 待定 | 2026年建设 | GWh | 20 |
| 分车型产能 | 单位 | 2020年 | 2021年E | 2022年E |
| HEV | 万辆 | 30 | 98 | 98 |
| BEV | GWh | 5 | 8 | 14 |
| 单价 | 单位 | 2020年 | 2021年E | 2022年E |
| HEV | 万元/辆 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| BEV | 元/wh | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 分车型产值 | 单位 | 2020年 | 2021年E | 2022年E |
| HEV | 亿元 | 15 | 49 | 49 |
| BEV | 亿元 | 40 | 58 | 81 |
| 合计 | 亿元 | 55 | 107 | 130 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

要素二：客户——HEV 涵盖雷诺日产、吉利、广汽等；BEV 涵盖吉利、易捷特、东风等。

- ✓ **HEV：预计 25 年销量 1440 万辆，市场空间预计 800 亿，年复合增速 20%。** 预计 21 年全球 HEV 销量为 541 万辆，同比增长 42%，其中欧洲 210 万辆，日本 162 万辆，美国 113 万辆，中国 56 万辆。未来几年 HEV 的增量将主要来自欧洲和国内：欧洲在碳减排压力下，预计将保持每年 30%以上的增幅，25 年将达 570 万辆；国内销量根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》预测，25 年混动新车（含 48V）占传统能源乘用车销量 50%以上，则预计 25 年国内 HEV 销量达 400 万辆。预计 25 年全球 HEV 销量 1440 万辆，复合增长率高达 30%。以科力美供应丰田的单车价值量测算，假设年降 8%，预计 21 年 HEV 电池市场空间约 420 亿元，25 年市场空间 800 亿元，复合增长率约 20%。

图 34：全球 HEV 销量与市场空间测算

| 单位：万辆 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2025年E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 欧洲市场 | 63 | 94 | 141 | 210 | 304 | 570 |
| YoY | | 49% | 50% | 49% | 45% | 32% |
| 丰田 | 45 | 51 | 65 | 80 | 100 | 130 |
| 本田 | 18 | 42 | 12 | 20 | 30 | 50 |
| 雷诺 | | | 5 | 15 | 30 | 80 |
| 日产 | | | 10 | 20 | 30 | 70 |
| 福特 | | | 6 | 10 | 14 | 50 |
| 起亚 | | | 10 | 15 | 20 | 50 |
| 其他 | | | 20 | 50 | 80 | 140 |
| 日本市场 | 143 | 147 | 155 | 162 | 170 | 200 |
| 中国市场 | 21 | 28 | 41 | 56 | 84 | 400 |
| 美国市场 | 34 | 38 | 45 | 113 | 170 | 270 |
| 总计 | 261 | 307 | 382 | 541 | 728 | 1,440 |
| YoY (2025年为CAGR) | | 18% | 24% | 42% | 34% | 30% |
| 单车价值 (万元/辆) | 1.14 | 0.92 | 0.85 | 0.78 | 0.72 | 0.56 |
| 市场空间 (亿元) | 297 | 283 | 323 | 421 | 521 | 803 |
| YoY (2025年为CAGR) | | -5% | 14% | 30% | 24% | 20% |

资料来源：AECA, JAMA, AFDC, 中汽协，天风证券研究所

HEV 突破国际客户雷诺日产，国内多点开花。 公司 2019 年收到了雷诺日产 HEV 电池的定点通知，预计车型生命周期配套 115.7 万台，2020 年与日产签订《备忘录》，联合、研发下一代日产 e-Power 电池。凭借 HEV 电池领域的技术积累，公司相继获得东风柳汽，广汽，吉利，上通五菱等国内客户的 HEV 项目定点。

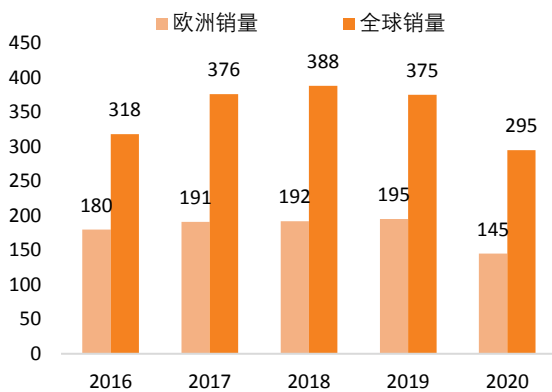
图 35：公司 HEV 定点客户情况

| 日期 | HEV客户 | HEV定点客户公告梳理 |
|--------|-------|--|
| 2019/4 | 雷诺日产 | 雷诺日产HEV汽车电池（相关车型未来七年（2020-2026）的需求预计达115.7万台） |
| 2020/6 | 日产 | 联合研发下一代日产电动汽车e-POWER的电池（HEV） |
| 2020/8 | 东风 | 东风柳汽HEV |
| 2021/4 | 广汽 | 广汽HEV平台系列下A9E项目动力电池 |
| 2021/7 | 吉利 | 与吉利设立合资公司，配套HEV(含48V)动力电池包。吉利方承诺每年采购量不低于其需求量的80% |
| 2021/8 | 上通五菱 | 上汽通用五菱CN220M HEV项目 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

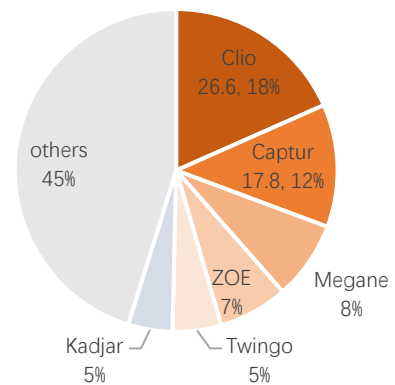
雷诺已推出三款 HEV 车型，欧洲年销量有望达到 15 万辆。雷诺 2020 年为其畅销车型 Clio 推出 E-TECH Hybrid 版本（HEV），搭载 1.2kwh 电池，80%的城市行程由电力驱动，可降低 40%的油耗。2021 年上半年雷诺继续推出旗下另一畅销车型 Captur 的 HEV 版以及首款正向 HEV 车型 Arkana。公司披露 2020 年欧洲地区 E-TECH 销量占所属车型订单的 25%，我们预计年三款 HEV 在欧洲年销量有望达到 15 万辆。

图 36：雷诺集团欧洲与全球销量（万辆）



资料来源：雷诺官网，天风证券研究所

图 37：欧洲 2020 年雷诺集团畅销车型销量及占比（万辆）



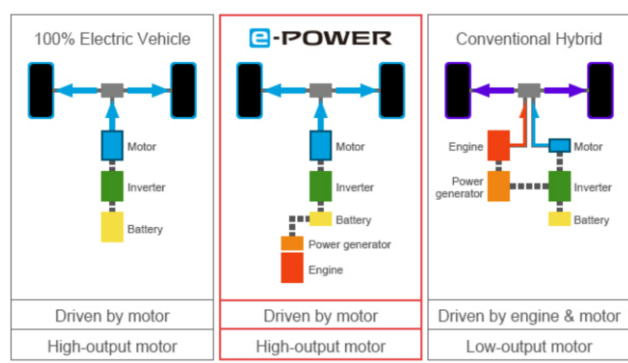
资料来源：雷诺官网，天风证券研究所

日产 e-Power 混动技术成就日本销量冠军。2016 年日产推出 HEV 技术 e-Power，是只有串联模式的 HEV 动力系统，驱动方式只有电动，原理与增程式相近，区别在于电池只有 1.5kwh 且不可通过插电补能。搭载 e-Power 的 Note 车型，在 2017、2018 连续两年夺得日本销量冠军。据日产披露，购买 Note 消费者中，约 7 成购买了 e-Power 版。

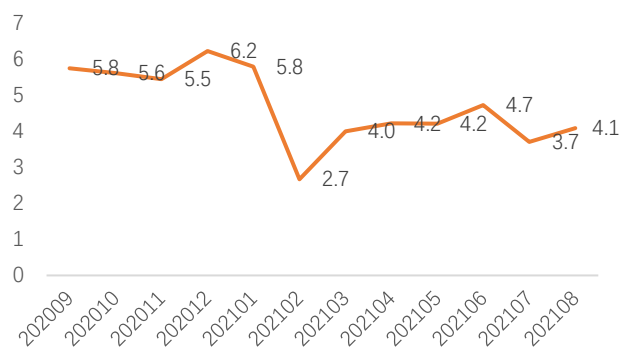
e-Power 版轩逸即将上市，预计年销超 15 万辆。2021 年上海车展东风日产携 e-power 亮相，宣布正式导入中国市场，首搭国内销量冠军车型日产轩逸，将于四季度上市。轩逸燃油版 2020 年销量近 54 万辆，我们预计 HEV 版轩逸稳态销量在 15 万辆以上。到 2025 年中国市场将有六款搭载 e-power 技术的车型。

图 38：e-Power 技术解析

图 39：中国市场日产轩逸销量（万辆）



资料来源：日产官网，天风证券研究所



资料来源：太平洋汽车网，天风证券研究所

- ✓ **BEV：配套车型覆盖高中低全价格带。**公司 2019 年收到易捷特定点通知，为其 X 项目开发动力电池，车型生命周期需求预计达 36.6 万辆。2021 年 4 月吉利定点通知，为其 PMA 平台项目供应动力电芯，吉利 PMA 平台应用于极氪，smart，沃尔沃等产品。公司还陆续拿到东风旗下 S50EV，E70，CM5EV，T5EV 等多款车型的订单，2021 年 5 月成为五菱宏光 mini 磷酸铁锂版的动力电芯供应商。

图 40：公司 BEV 定点客户情况

| 日期 | BEV 客户 | BEV 定点客户公告梳理 |
|--------|--------|---|
| 2019/5 | 易捷特 | 易捷特X项目待开发的动力电池（相关车型未来六年（2020-2025）的需求预计达36.6万台） |
| 2020/9 | 东风 | 东风柳汽换电项目电池包 |
| 2021/2 | 东风 | 东风乘用车E70动力电池 |
| 2021/2 | 东风 | 东风柳汽磷酸铁锂菱智CM5EV电池包 |
| 2021/4 | 吉利 | 吉利全资子公司威睿关于PMA平台项目动力电池电芯 |
| 2021/5 | 上通五菱 | 上通五菱E50项目供应142Ah磷酸铁锂动力电池电芯 |
| 2021/9 | 东风 | 东风柳汽T5EV动力电池包 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

独供欧洲最便宜电动车。易捷特为雷诺日产和东风汽车组建的合资公司，公司独供其出口欧洲的 Dacia Spring 车型，带电量 26.8kwh，WLTP 续航 230km，该车型在中国十堰工厂生产，年设计产能 13 万辆。Dacia Spring 是欧洲最便宜的电动车，德国补贴后起售价约 1 万欧元，有望凭借性价比优势抢占欧洲市场，预计将为公司带来大的出货增量。

公司受益于极氪 001 高端突破。极氪是吉利旗下全新智能纯电品牌，首款车型极氪 001 具备实现全场景智能驾驶辅助能力，通过全自动空气悬架、动态底盘控制系统、感应式自动无框车门、YAMAHA 高保真音响等配置展现豪华科技属性，有望在电动智能化浪潮中实现高端突破。并且极氪 001 带电量为 86 或 100kwh 两种，作为其动力电池供应商之一，预计公司出货量将从中受益。

图 41：极氪 001 车型基本信息

| 基本信息 | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 型号 | 超长续航单电机 WE版 | 长续航双电机 WE版 | 超长续航双电机 YOU版 |
| 价格 (万元) | 28.1 | 28.1 | 36 |
| 车型级别 | 5座中大型车 | 5座中大型车 | 5座中大型车 |
| 长*宽*高 (mm) | 4970*1999*1560 | 4970*1999*1560 | 4970*1999*1548 |
| 轴距 (mm) | 3005 | 3005 | 3005 |
| 动力性能 | | | |
| 驱动方式 | 单电机后驱 | 双电机四驱 | 双电机四驱 |
| 最大输出总功率 (kW) | 200 | 400 | 400 |
| 最大输出总马力 (Ps) | 272 | 544 | 544 |
| 最大输出总扭矩 (N·m) | 384 | 768 | 768 |
| 百公里加速时间 (s) | 6.9 | 3.8 | 3.8 |
| 电池容量 (kwh) | 100 | 86 | 100 |
| 续航里程 (km) | 712 | 526 | 606 |

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

要素三：量产能力——预计 21Q3 是公司动力收入拐点期，中性预期下，全年有望达 26.6 亿；22 年收入 60 亿，有望翻倍增长。21 年公司动力业务 Q1-Q2 分别实现收入 3、2.7 亿元，我们预计 Q3、Q4 分别实现 9、12 亿元收入，环比大幅提升，动力业务进入拐点。预计 22 年动力收入 60 亿元，HEV 收入占比约 25%。中性预测 2022 年动力业务收入 60.0 亿元，其中 BEV 贡献收入 45.2 亿元，HEV 贡献收入 14.8 亿元，占比约 25%。

图 42：欣旺达动力业务收入拆分预测

| BEV车型配套量(万辆) | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3E | 2021Q4E | 2021合计E | 2022中性E | 2022乐观E |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 吉利 | 0.35 | 0.32 | 0.86 | 0.85 | 2.4 | 3.6 | 5.0 |
| 极氪001 | | | 0.05 | 0.50 | 0.6 | 1.5 | 2.0 |
| 东风柳汽 | 0.22 | 0.10 | 0.43 | 0.45 | 1.2 | 1.4 | 3.0 |
| 东风E70 | 0.02 | 0.12 | 0.36 | 0.35 | 0.9 | 1.0 | 1.5 |
| 雷诺 Dacia Spring | 0.18 | 0.08 | 0.30 | 0.30 | 0.9 | 4.0 | 5.0 |
| 宏光mini | | | 1.47 | 1.50 | 3.0 | 4.5 | 6.0 |
| 云度 | 0.18 | 0.20 | 0.13 | 0.15 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| 其他 | | | | | | 1.5 | 5.0 |
| BEV车型配套量合计 | 0.95 | 0.82 | 3.61 | 4.10 | 9.5 | 18.1 | 28.0 |
| BEV单车带电量(kwh) | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3E | 2021Q4E | 2021合计E | 2022中性E | 2022乐观E |
| 吉利 | 53 | 53 | 53 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 极氪001 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 东风柳汽 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 东风E70 | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| 雷诺 Dacia Spring | 26.8 | 26.8 | 26.8 | 26.8 | 26.8 | 26.8 | 26.8 |
| 宏光mini | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 | 13.8 |
| 云度 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 其他 | | | | | | 50 | 50 |
| BEV出货量(GWh) | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3E | 2021Q4E | 2021合计E | 2022中性E | 2022乐观E |
| 吉利 | 0.18 | 0.17 | 0.45 | 0.45 | 1.26 | 1.91 | 2.65 |
| 极氪001 | | | 0.05 | 0.45 | 0.50 | 1.35 | 1.80 |
| 东风柳汽 | 0.12 | 0.06 | 0.24 | 0.26 | 0.68 | 0.80 | 1.71 |
| 东风E70 | 0.01 | 0.06 | 0.19 | 0.18 | 0.44 | 0.52 | 0.78 |
| 雷诺 Dacia Spring | 0.05 | 0.02 | 0.08 | 0.08 | 0.23 | 1.07 | 1.34 |
| 宏光mini | | | 0.20 | 0.21 | 0.41 | 0.62 | 0.83 |
| 云度 | 0.09 | 0.10 | 0.07 | 0.08 | 0.33 | 0.30 | 0.25 |
| 其他 | | | | | | 0.75 | 2.49 |
| BEV出货量合计(GWh) | 0.46 | 0.41 | 1.28 | 1.70 | 3.85 | 7.32 | 11.84 |
| BEV电池单价(元) | 0.65 | 0.65 | 0.65 | 0.65 | 0.65 | 0.62 | 0.65 |
| BEV收入(亿元) | 3.0 | 2.7 | 8.3 | 11.1 | 25.0 | 45.2 | 77.0 |
| HEV车型 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3E | 2021Q4E | 2021合计E | 2022中性E | 2022乐观E |
| HEV配套量(万辆) | | | 1.0 | 1.5 | 2.5 | 25.0 | 30.0 |
| HEV配套价格(万元) | | | 0.62 | 0.62 | 0.62 | 0.59 | 0.62 |
| 混动收入(亿元) | | | 0.6 | 0.9 | 1.6 | 14.8 | 18.7 |
| 合计收入(亿元) | 3.0 | 2.7 | 9.0 | 12.0 | 26.6 | 60.0 | 95.7 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

要素四：盈利能力——预计公司动力业务将从目前的深度亏损→明年大幅减亏。由于公司动力业务整体尚处于客户导入的早期，没有起量，前期大额研发、管理投入及产能建设投入无法得到有效分摊，单位固定成本较高，因而动力业务尚处于亏损状态。预计21年公司动力业务亏损7.6亿元，22年收入翻倍规模效应下，费用摊薄，预计将实现减亏。

图 43：欣旺达动力业务利润测算

| 动力板块(亿元) | 2019年 | 2020年 | 2021年E | 2022年E(中性) |
|------------|-------|--------|--------|------------|
| 合计收入 | 8.5 | 4.3 | 26.6 | 60.0 |
| YOY | -14% | -50% | 522% | 125% |
| 动力电池收入拆分 | 8.5 | 4.3 | 26.6 | 60.0 |
| 代工pack收入 | 3.0 | 1.9 | | |
| 自产BEV电芯收入 | 5.5 | 1.6 | 25.3 | 44.1 |
| 自产HEV电芯收入 | | 0.7 | 1.3 | 16.0 |
| 合计成本 | 7.53 | 4.92 | 24.98 | 51.74 |
| 综合毛利率 | 11.3% | -14.9% | 6.2% | 13.8% |
| 代工Pack毛利率 | 20% | -15% | | |
| 自产BEV电芯毛利率 | 7% | -15% | 6% | 13% |
| 自产HEV电芯毛利率 | | -15% | 10% | 16% |
| 毛利 | 0.96 | -0.64 | 1.65 | 8.28 |
| 税费率 | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 三费率 | 30% | 55% | 12% | 8% |
| 研发费用 | 3 | 3 | 6 | 7.5 |
| 研发费用率 | 35% | 70% | 23% | 12% |
| 估算营业利润 | -3.9 | -5.1 | -7.6 | -4.3 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计 21-22 年欣旺达扣非归母净利润 10、18 亿，同比增长 263%、89%。本文采用分部估值法：

- ✓ PACK：我们预计 21-22 年收入 223、240 亿元，同比增长 30%、8%；利润 11.9、12.8 亿元，同比增长 28%、8%。PACK 对标的公司为德赛电池，近年来其估值在 15-21 X，故给予 20X PE，对应 22 年 256 亿市值。
- ✓ 智能硬件：我们预计 21-22 年收入 72、82 亿元，同比增长 13%、14%；利润 1.8、2.1 亿元，同比增长 13%、14%。智能硬件 ODM 业务即为代工业务，考虑到技术壁垒低、且盈利能力较 PACK 差，故给予 15X PE，对应 22 年 31 亿市值。
- ✓ 消费电子芯：我们预计 21-22 年收入 51、76 亿元，同比增长 85%、48%；利润 8.2、11.4 亿元，同比增长 87%、38%。虽然行业增速在个位数，但行业龙头 ATL 20 年收入 433 亿左右，锂威 20 年收入 28 亿，仅为其 1/15，未来渗透率提升空间大，故给予公司消费电子芯 30 X PE，对应 22 年 341 亿市值。

整个消费电子支撑 628 亿市值，公司当前市值 608 亿，即当前市值不包含任何动力电池的预期，换言之市场对其动力电池发展比较悲观。

- ✓ 动力电池：我们预计 21-22 年收入 26.6、60.0 亿元，同比增长 522%、125%。但由于动力尚未实现盈利，因此采用 PS 估值，目前 CATL 为 15 倍 PS，国轩高科为 8 倍 PS，考虑到 CATL 与国轩高科动力电池业务均实现盈利，因此保守给予其 6 X PS，对应 22 年市值 360 亿。

预计 22 年市值或将达 988 亿，当前 608 亿市值（21 年 9 月 30 日），增长空间为 62%，目标价 61 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 44：欣旺达利润预测及市值测算

| 单位：亿元 | 利润预测 | | | | | 21年估值 | | 22年估值 | |
|-----------|-------|--------|--------|----------|----------|-----------|------|-----------|------|
| | 2020年 | 2021年E | 2022年E | 2021年yoy | 2022年yoy | 目标估值 (PE) | 目标市值 | 目标估值 (PE) | 目标市值 |
| PACK | 9.3 | 11.9 | 12.8 | 28% | 8% | 20 | 238 | 20 | 256 |
| 智能硬件 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 13% | 14% | 15 | 27 | 15 | 31 |
| 消费电子芯 | 4.4 | 8.2 | 11.4 | 87% | 38% | 30 | 246 | 30 | 341 |
| 动力电池 | -5.1 | -7.6 | -4.3 | 50% | -44% | 6 (PS) | 160 | 6 (PS) | 360 |
| 其他一次性损失 | -7.6 | -4.7 | -4.0 | | | | | | |
| 合计扣非归母净利润 | 2.6 | 9.5 | 18.0 | 263% | 89% | 合计 | 671 | | 988 |

资料来源：欣旺达公告，天风证券研究所

5. 风险提示

产能投放不及预期：本文对于公司消费、动力电池业绩预测基于产能顺利投放的前提假设，若出现产能推迟投产，将影响当期业绩。

下游需求不及预期：动力电池业务进展直接与下游需求相关，若下游需求不及预期，则导致公司业绩不及预期。

材料价格上涨超预期：若原材料价格持续上涨，将影响消费、动力电池环节盈利。

公司资产负债率相比同行业公司高：若未来公司盈利不及预期，将发生财务风险。

测算存在主观性：我们对公司的客户拆分、营收拆分、利润拆分以及对未来电池价格的判断存在一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 4,673.51 | 4,595.37 | 7,592.15 | 10,143.18 | 14,317.08 |
| 应收票据及应收账款 | 5,103.57 | 7,508.41 | 9,399.56 | 8,186.60 | 13,004.72 |
| 预付账款 | 40.34 | 66.59 | 140.83 | 71.99 | 184.84 |
| 存货 | 4,060.96 | 5,120.85 | 6,447.44 | 7,970.69 | 9,054.82 |
| 其他 | 918.90 | 1,351.02 | 1,575.70 | 1,245.23 | 1,871.26 |
| 流动资产合计 | 14,797.27 | 18,642.24 | 25,155.68 | 27,617.69 | 38,432.72 |
| 长期股权投资 | 294.97 | 316.36 | 316.36 | 316.36 | 316.36 |
| 固定资产 | 4,261.50 | 5,935.85 | 6,473.29 | 6,701.42 | 6,730.97 |
| 在建工程 | 1,165.68 | 1,915.03 | 1,185.02 | 759.01 | 485.41 |
| 无形资产 | 641.99 | 749.62 | 715.08 | 680.53 | 645.99 |
| 其他 | 2,394.23 | 3,078.65 | 2,404.64 | 2,475.12 | 2,275.11 |
| 非流动资产合计 | 8,758.36 | 11,995.52 | 11,094.39 | 10,932.45 | 10,453.84 |
| 资产总计 | 23,589.11 | 30,672.20 | 36,272.82 | 38,580.36 | 48,915.70 |
| 短期借款 | 5,558.80 | 6,150.95 | 6,250.95 | 6,350.95 | 6,450.95 |
| 应付票据及应付账款 | 8,046.81 | 9,793.06 | 15,750.29 | 14,626.91 | 21,738.93 |
| 其他 | 2,411.56 | 2,842.91 | 2,181.42 | 3,207.45 | 3,046.53 |
| 流动负债合计 | 16,017.17 | 18,786.93 | 24,182.66 | 24,185.31 | 31,236.41 |
| 长期借款 | 812.54 | 1,650.63 | 1,815.70 | 1,997.27 | 2,196.99 |
| 应付债券 | 0.00 | 2,008.19 | 927.47 | 978.55 | 1,304.74 |
| 其他 | 765.71 | 1,079.06 | 716.60 | 853.79 | 883.15 |
| 非流动负债合计 | 1,578.25 | 4,737.88 | 3,459.76 | 3,829.61 | 4,384.87 |
| 负债合计 | 17,595.43 | 23,524.81 | 27,642.42 | 28,014.92 | 35,621.29 |
| 少数股东权益 | 224.13 | 328.38 | 341.29 | 346.15 | 356.48 |
| 股本 | 1,569.14 | 1,574.98 | 1,626.45 | 1,626.45 | 1,626.45 |
| 资本公积 | 1,874.53 | 2,228.17 | 2,228.17 | 2,228.17 | 2,228.17 |
| 留存收益 | 4,492.49 | 5,538.34 | 6,662.66 | 8,592.84 | 11,311.48 |
| 其他 | (2,166.60) | (2,522.47) | (2,228.17) | (2,228.17) | (2,228.17) |
| 股东权益合计 | 5,993.68 | 7,147.40 | 8,630.41 | 10,565.44 | 13,294.41 |
| 负债和股东权益总计 | 23,589.11 | 30,672.20 | 36,272.82 | 38,580.36 | 48,915.70 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 750.12 | 800.26 | 1,388.38 | 2,292.32 | 3,243.75 |
| 折旧摊销 | 556.19 | 664.61 | 287.12 | 312.42 | 328.60 |
| 财务费用 | 323.45 | 441.71 | 366.00 | 255.00 | 399.00 |
| 投资损失 | (146.78) | (43.24) | (55.00) | (64.00) | (48.00) |
| 营运资金变动 | (1,707.80) | (1,193.46) | 2,046.12 | (70.45) | 640.06 |
| 其它 | 968.67 | (425.79) | 13.60 | 3.11 | 1.53 |
| 经营活动现金流 | 743.85 | 244.09 | 4,046.22 | 2,728.40 | 4,564.94 |
| 资本支出 | 1,696.03 | 2,750.87 | 422.46 | (57.19) | 20.64 |
| 长期投资 | 241.53 | 21.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (4,820.97) | (6,133.89) | (378.52) | 32.48 | (22.89) |
| 投资活动现金流 | (2,883.42) | (3,361.63) | 43.94 | (24.72) | (2.25) |
| 债权融资 | 7,483.30 | 10,511.51 | 9,703.10 | 10,167.67 | 10,703.22 |
| 股权融资 | (518.65) | (143.23) | (20.23) | (255.00) | (399.00) |
| 其他 | (5,614.55) | (6,625.25) | (10,776.26) | (10,065.32) | (10,693.01) |
| 筹资活动现金流 | 1,350.11 | 3,743.04 | (1,093.38) | (152.65) | (388.79) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (789.46) | 625.49 | 2,996.78 | 2,551.03 | 4,173.90 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 25,240.66 | 29,692.31 | 40,430.81 | 49,422.20 | 59,553.75 |
| 营业成本 | 21,366.70 | 25,280.02 | 33,961.88 | 41,267.53 | 49,727.38 |
| 营业税金及附加 | 97.58 | 104.11 | 129.38 | 98.84 | 101.24 |
| 营业费用 | 260.23 | 253.04 | 323.45 | 345.96 | 416.88 |
| 管理费用 | 857.31 | 1,137.36 | 1,617.23 | 1,878.04 | 1,786.61 |
| 研发费用 | 1,522.67 | 1,806.29 | 2,425.85 | 2,965.33 | 3,335.01 |
| 财务费用 | 379.80 | 500.49 | 366.00 | 255.00 | 399.00 |
| 资产减值损失 | (134.53) | (212.25) | (60.00) | (13.00) | (13.00) |
| 公允价值变动收益 | 15.18 | 435.72 | 0.00 | (1.83) | (9.03) |
| 投资净收益 | 146.78 | 46.37 | 55.00 | 64.00 | 48.00 |
| 其他 | (80.29) | (636.18) | (110.00) | (124.33) | (77.94) |
| 营业利润 | 809.24 | 977.33 | 1,722.02 | 2,686.65 | 3,839.60 |
| 营业外收入 | 23.00 | 47.39 | 18.00 | 45.00 | 38.00 |
| 营业外支出 | 18.08 | 57.46 | 71.00 | 29.00 | 49.00 |
| 利润总额 | 814.16 | 967.26 | 1,669.02 | 2,702.65 | 3,828.60 |
| 所得税 | 64.04 | 166.99 | 267.04 | 405.40 | 574.29 |
| 净利润 | 750.12 | 800.26 | 1,401.98 | 2,297.26 | 3,254.31 |
| 少数股东损益 | (0.85) | (1.69) | 13.60 | 4.94 | 10.56 |
| 归属于母公司净利润 | 750.97 | 801.96 | 1,388.38 | 2,292.32 | 3,243.75 |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.49 | 0.85 | 1.41 | 1.99 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.10% | 17.64% | 36.17% | 22.24% | 20.50% |
| 营业利润 | 3.47% | 20.77% | 76.20% | 56.02% | 42.91% |
| 归属于母公司净利润 | 7.06% | 6.79% | 73.12% | 65.11% | 41.51% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 15.35% | 14.86% | 16.00% | 16.50% | 16.50% |
| 净利率 | 2.98% | 2.70% | 3.43% | 4.64% | 5.45% |
| ROE | 13.02% | 11.76% | 16.75% | 22.43% | 25.07% |
| ROIC | 22.40% | 18.97% | 17.52% | 29.83% | 44.20% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 资产负债率 | 74.59% | 76.70% | 76.21% | 72.61% | 72.82% |
| 净负债率 | 46.88% | 82.77% | 24.46% | 0.23% | -27.18% |
| 流动比率 | 0.93 | 0.99 | 1.04 | 1.14 | 1.23 |
| 速动比率 | 0.67 | 0.72 | 0.77 | 0.81 | 0.94 |

| 营运能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 5.11 | 4.71 | 4.78 | 5.62 | 5.62 |
| 存货周转率 | 6.86 | 6.47 | 6.99 | 6.86 | 7.00 |
| 总资产周转率 | 1.19 | 1.09 | 1.21 | 1.32 | 1.36 |

| 每股指标(元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.46 | 0.49 | 0.85 | 1.41 | 1.99 |
| 每股经营现金流 | 0.46 | 0.15 | 2.49 | 1.68 | 2.81 |
| 每股净资产 | 3.55 | 4.19 | 5.10 | 6.28 | 7.95 |

| 估值比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 81.00 | 75.85 | 43.81 | 26.54 | 18.75 |
| 市净率 | 10.54 | 8.92 | 7.34 | 5.95 | 4.70 |
| EV/EBITDA | 9.20 | 12.50 | 25.65 | 18.06 | 12.12 |
| EV/EBIT | 10.59 | 14.27 | 29.18 | 19.98 | 13.05 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |