



2021-12-29

公司深度报告

买入/首次

珠海冠宇 (688772)

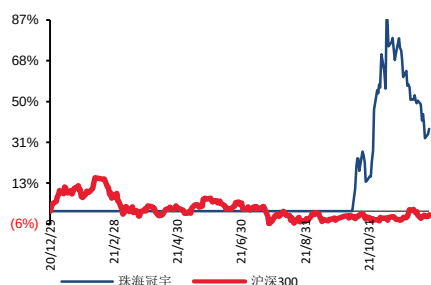
目标价: 71.2

昨收盘: 46.21

电子 其他电子

消费电子行业龙头，多维度拓延开启全新篇章

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,122/1,122
总市值/流通(百万元)	51,841/51,841
12 个月最高/最低(元)	62.80/33.65

相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

报告摘要

深耕锂电二十余年，全球消费锂电龙头。公司成立于 2007 年，凭借其 25 年的锂离子电池技术沉淀、产业经验和客户基础，已处于全球消费锂电池行业的领先地位。珠海冠宇的主营产品为消费类锂离子电池产品，其中包括电芯及 PACK，下游应用涵盖笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备、消费类无人机等。根据 2020 年全球软包消费锂离子电池出货量排名，公司排名全球第四，是唯一挤入前五的中国厂商。从下游应用领域的出货量份额来看，公司的笔记本电脑、平板电脑锂离子电池出货量排名第二，智能手机锂离子电池出货量排名第五。随着国产替代加速以及智能设备应用场景不断拓宽，将驱动公司消费锂离子电池板块业绩快速增长。

电芯+电池 PACK 全产业链覆盖，市场份额持续提升。电芯作为锂离子电池最关键、价值含量最高的零部件，其制造工艺复杂，进入门槛颇高；而电池 PACK 相对来说工艺简单，附加值较低。但是珠海冠宇由电芯向下游电池 PACK 延伸，难度显然低于 PACK 厂向上游电芯延伸。通过全产业链整合，公司既可以保障产品品质、提升良率、降本增效，又能为终端客户提供一体化完善的服务，增强客户粘性。未来公司将持续完善电芯+PACK 的全产业链布局，同时加强自动化生产水平，进一步提升公司的市场份额。

巩固传统消费电子市场份额，新兴市场遍地开花。锂离子电池市场按下游应用可划分为消费电子、动力领域和储能领域，目前消费类电池和动力电池占主要份额，分别为 31%和 48%。即使传统消费电子产品如手机、笔电出货趋缓，但 5G 普及、智能设备的技术更新迭代，相关的应用场景逐渐打开，为消费锂电产业带来了诸多机会。据 GGII 预测，全球消费锂离子电池的出货量到 2023 年约为 95 GWh，2018-23 年复合增速约为 7%。珠海冠宇作为消费锂电池龙头企业，无疑是新兴终端设备厂商的供应商首选之一。公司目前已与大疆、BOSE、Facebook 等品牌建立了长期稳定合作关系，未来将重点布局智能穿戴、无人机等高速增长领域。

切入动力电池供应链，开启下一个增量空间。全球低碳节能的大背景下，受新能源汽车行业高景气度的驱动，动力锂离子电池进入快速增长通道。特别是我国加大力度推进新能源汽车全产业链的发展，国产锂电品牌已在国际市场上抢占先机。据 GGII 统计，2020 年我国动力锂离子电池出货量约 84.5GWh，占全球动力锂离子电池出货量的 53%，同比 2019 年增长 19%，

2015-2020 的年复合增速为 38%。公司积极研发动力锂离子电池，目前产品主要应用于电动摩托车、汽车启停系统，已与豪爵、康明斯、中华汽车达成合作关系，动力类锂离子电池为公司未来发展的重要战略，预计将在五年以内迈上一个新的台阶，为公司带来业绩增量。

盈利预测与评级：首次覆盖，予以买入评级。珠海冠宇是我们非常看好的锂电池企业，在电芯能力上，它在国内仅次于 ATL，比起国内其他做 pack 封装起家的电池厂商，其技术积淀与竞争力更有保障。在横向渠道领域，它在大尺寸的笔记本与 pad 类产品领域取得了相当不错的份额和市场认可，并且已经快速地在向手机、可穿戴、动力、储能等方向展开切入与布局，应用领域的可复制性与扩展赋予公司充足的成长空间。而在纵向领域，公司上市前后已经在 pack 封装等领域展开布局，未来既会继续维持与后端重要 pack 厂的合作，也会在部分领域实现自身 cell + pack 的一体化切入。结合当下市场对于充电性能（快速充电）、新能源所带动的动力与储能等全新需求增量，公司未来的成长是多维度、多方向、复合体量的，再叠加以电池行业本身的安规护城河，接下来几年都将是持续成长的良好年景，我们预估公司 2021-2023 年利润将有望达到 10.72、14.92、19.46 亿元，当前市值对应估值分别为 48.35、34.74、26.64 倍，予以公司买入评级。

风险提示：（1）全球经济下滑，进而导致下游消费电子出货量不及预期；（2）新建产线投产不及预期，新产品开发不及预期；（3）原材料价格剧烈波动风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6964	10480	14210	20730
(+/-%)	30.63	50.49	35.59	45.88
净利润(百万元)	775	1072	1492	1946
(+/-%)	87.60	38.50	39.20	30.40
摊薄每股收益(元)	0.69	0.96	1.33	1.73
市盈率(PE)	66.86	48.35	34.74	26.64

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、基本情况	6
1.1、深耕锂电二十余年，全球消费锂电龙头	6
1.2、营收规模加速扩大，盈利能力显著提升	10
2、专注软包消费锂电优质赛道，积极开拓千亿美元新兴市场	18
2.1、电芯+电池 PACK 全产业链覆盖，市场份额持续提升	18
2.2、巩固传统消费电子市场份额，新兴市场遍地开花	28
3、切入动力电池供应链，开启下一个增量空间	31
4、国产替代加速，锂电优质企业迎来发展机会	35
4.1、我国锂离子电池全产业链国产化率提升	35
4.2、同业比较	37
5、盈利预测与估值	39
6、风险提示	40

图表目录

图表 1: 珠海冠宇发展历程	6
图表 2: 珠海冠宇全球锂电市场份额及排名	7
图表 3: 珠海冠宇研发人员及占比情况	7
图表 4: 可比公司研发费用率	7
图表 5: 可比公司 2020 年研发情况一览	8
图表 6: 珠海冠宇股权结构	9
图表 7: IPO 募集资金项目规划	10
图表 8: 总营收及成本情况	11
图表 9: 综合盈利水平	11
图表 10: 历年产销情况	11
图表 11: 产品单价及单位成本	11
图表 12: 公司历年产销情况	12
图表 13: 主营业务收入, 按下游应用拆分	12
图表 14: 营收增速, 按下游应用拆分	12
图表 15: 主营业务收入, 按产品拆分	13
图表 16: 2020 年电芯及 PACK 产品营收占比	13
图表 17: 各产品毛利润	13
图表 18: 各产品毛利率	13
图表 19: 竞争对手相关业务毛利率情况	14
图表 20: 珠海冠宇期间费用情况	14
图表 21: 期间费用率同业对比	15
图表 22: 珠海冠宇各费用率情况	15
图表 23: 管理费用率同业对比	15
图表 24: 销售费用率同业对比	15
图表 25: 研发费用率同业对比	16
图表 26: 财务费用率同业对比	16
图表 27: 境内外营业收入情况	16
图表 28: 汇兑损益情况	16
图表 29: 应收帐款周转率同业对比	17
图表 30: 存货周转率同业对比	17
图表 31: 资产负债率同业对比	17
图表 32: 流动比率同业对比	18
图表 33: 速动比率同业对比	18
图表 34: 锂离子电池产业链	19
图表 35: 锂离子电池产业链各环节价值分布	19
图表 36: 珠海冠宇原材料采购额情况	20
图表 37: 核心原材料价格走势	20
图表 38: 电芯制作主要的工艺流程	21
图表 39: 三类锂离子电池对比	21
图表 40: 锂离子电池不同形态	22
图表 41: 全球笔记本电脑锂离子电池类别占比	23
图表 42: 全球手机锂离子电池类别占比	23
图表 43: 中国轻薄笔电出货量逐年提升	24
图表 44: 全球软包消费锂电市场份额	24
图表 45: 公司直接客户与终端客户销售情况	25
图表 46: 电池模组及 PACK 制作主要工艺流程	27

图表 47: 全球锂离子电池市场规模	28
图表 48: 全球消费类锂离子电池出货量	28
图表 49: 全球消费锂电市场结构	29
图表 50: 全球笔记本电脑出货量及增速	29
图表 51: 全球智能手机出货量及增速	29
图表 52: 全球平板电脑出货量及增速	29
图表 53: 全球智能穿戴类设备出货量	30
图表 54: 全球无人机市场规模	30
图表 55: 全球笔电及平板锂离子电池制造企业市场份额	31
图表 56: 全球手机锂离子电池制造企业市场份额	31
图表 57: 全球不同国家新能源汽车布局	32
图表 58: 全球新能源汽车市场规模	33
图表 59: 中国新能源汽车产销量	33
图表 60: 中国动力类锂离子电池出货量	33
图表 61: 中国动力电池竞争格局	33
图表 62: 动力电池主要工艺流程	34
图表 63: 珠海冠宇动力类锂离子电池核心技术	34
图表 64: 预计 2030 年全球电池需求约 2623 GWh	35
图表 65: 2020 H1 全球电动车电池供应商销售额排名	36
图表 66: 我国锂离子电池进出口情况	36
图表 67: 手机品牌 Top5 出货量情况	36
图表 68: 消费电子锂离子电池主要企业供应情况	37
图表 69: 全球主要电池厂商主营业务和行业地位详情	38

1、基本情况

1.1、深耕锂电二十余年，全球消费锂电龙头

珠海冠宇依托超 25 年锂离子电池产业经验积累，形成了从基础研发成果向下游应用快速转化的技术能力体系，开发了具备高能量密度、循环寿命长、高安全性能、快充快放能力较强、低温性能显著等技术优势的聚合物软包锂离子电池产品，并广泛应用于多个国内外主流消费类和动力类产品中。其中消费类锂离子电池产品包括电芯及 PACK，下游应用广泛，涵盖笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备、消费类无人机等。公司电芯产品为核心产品，主要终端客户包括 HP、OPPO、联想、小米、华为、微软、DELL、华硕等国际知名消费电子品牌。另外，公司动力类锂离子电池产品包括电芯、模组及 PACK，主要应用于汽车启停系统和电动摩托；公司动力类锂离子电池起步较晚，目前已进入中华汽车、康明斯、豪爵等厂商供应链体系，主要应用于汽车起停系统。

图表 1：珠海冠宇发展历程



资料来源：公司官网，招股书，太平洋研究院整理

早在 1998 年公司已经开始研发锂离子电池，后由哈光宇电源、佳运科技和光宇国际于 2007 年投资成立珠海光宇（公司的前身）。2010 年公司已经成为当时笔记本电脑第一品牌的供应商；2011 年公司业务由电芯扩展至电池 PACK 领域，次年便开始向小米直接供应 PACK 产品，2018 年进入 HP 的 PACK 供应链。经过多年锂离子电池量产经验积累，公司已成为全球消费锂电行业龙头之一，其 2020 年出货量在全球软包消费

锂电市场中占比 5%，排名第四，系唯一挤入前五的中国厂商。根据下游应用划分，公司全球笔记本电脑、平板电脑的锂离子电池出货量排名第二，智能手机锂离子电池出货量排名第五。

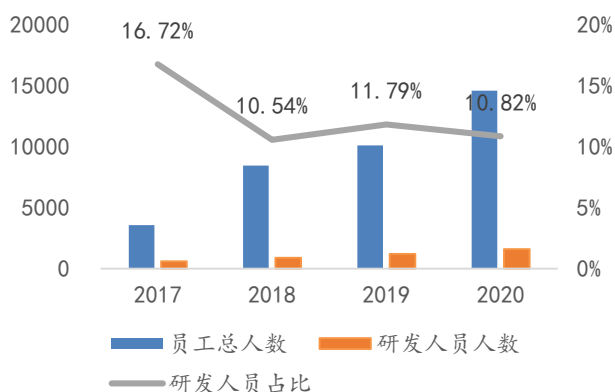
图表 2：珠海冠宇全球锂电市场份额及排名

	市场份额	排名
全球软包消费锂离子电池	5.0%	4
全球笔电及平板锂电份额	23.7%	2
全球手机锂电份额	7.0%	5

资料来源：Techno Systems Research, EV Tank, 太平洋研究院整理

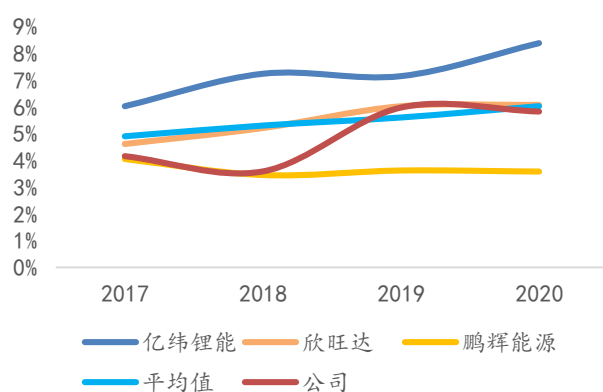
珠海冠宇管理团队具备强大技术背景，创始股东哈光宇电源系国内动力类锂离子电池主要供应厂商之一，2017 年哈光宇为重点发展动力电池业务，开始转让公司股权，直至 2018 年彻底退出。当时的总经理徐延铭通过珠海普瑞达取得公司股权，成为控股股东。目前，实控人在发行前通过珠海普瑞达、重庆普瑞达等持股主体合计控制公司 35.0717% 股份的表决权，股权结构集中。徐延铭自 1989 年起进入电池行业，先后就职于多家电池厂商，在国内智能制造领域、电池行业积累了较高声望，因此徐延铭也为公司的核心技术人员。其他核心管理层人员大多具备强大的技术背景和产业经验，曾就职于比克电池、哈光宇电源等知名电池厂商。

图表 3：珠海冠宇研发人员及占比情况



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

图表 4：可比公司研发费用率



资料来源：Wind, 太平洋研究院整理

同行业相比，公司的研发能力处于行业中等水平，2020 年境内专利数量为 329 项，研发人员共 1576，占总员工比例为 10.82%，研发费用 4.06 亿元，研发费率约为 5.83%。首先，由于公司在电池生产规模上低于 ATL、三星 SDI、LG Chem 等国际大厂。另外，

除 ATL 消费锂电龙头外，业内其他企业几乎均涉足消费和动力电池两大领域，而动力电池需投入较大的研发资金和人才。过去几年公司在动力电池领域投入较小，预计未来会加大相应的技术研发和客户开拓。

图表 5：可比公司 2020 年研发情况一览

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）
ATL	1,195	约 1,200	—	—
三星 SDI	1,487	约 2,300	—	—
LG Chem	1,821	约 5,300	2.04%	78.30
比亚迪锂离子电池（1）	1,399	—	—	—
欣旺达	426	5,972	21.72%	18.06
亿纬锂能	319	1,751	18.11%	6.84
鹏辉能源	101	716	9.13%	11.30
珠海冠宇	329	1,576	10.82%	4.06

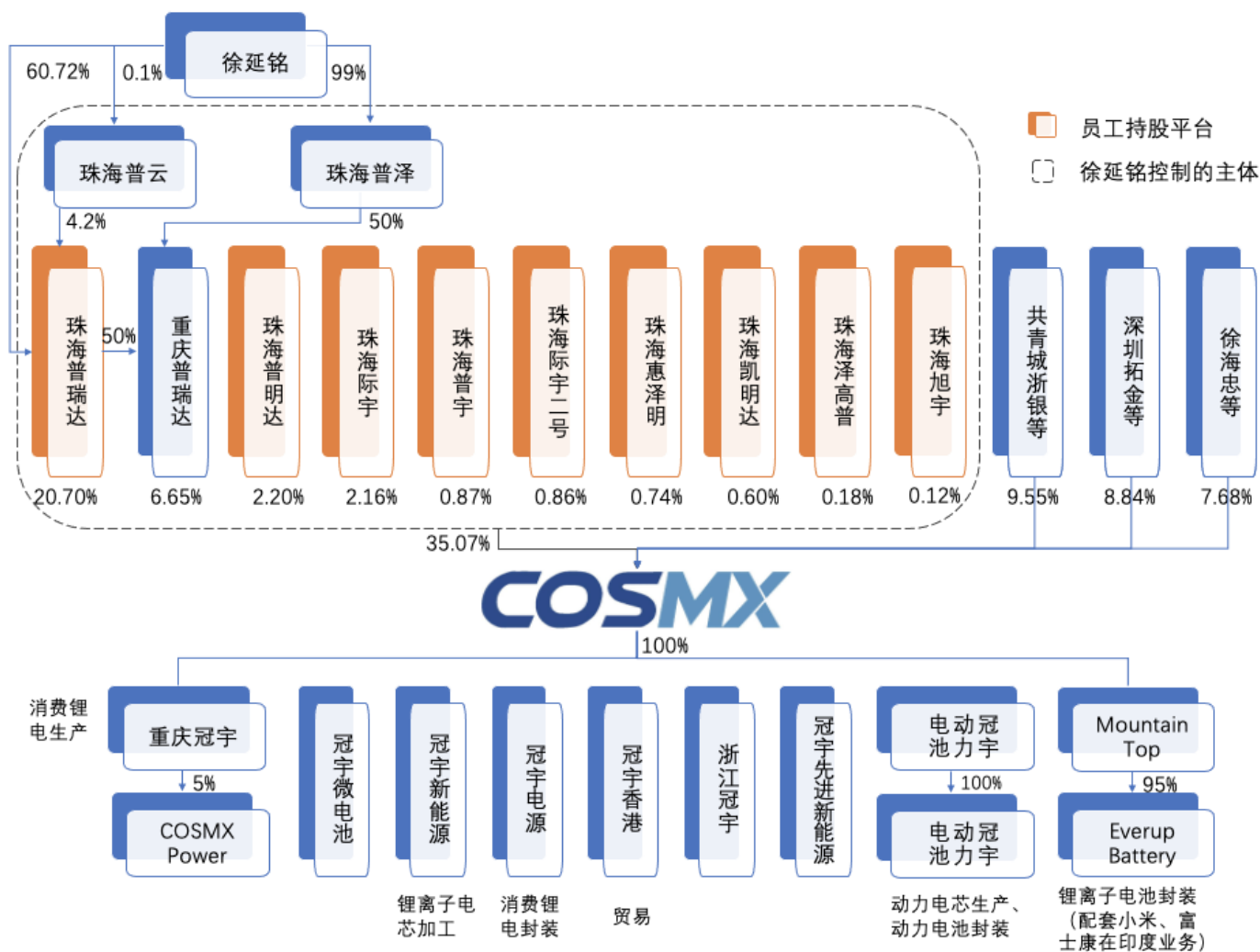
资料来源：incoPat，招股书，太平洋研究院整理。注：上述数据统计截至 2020/12/31；统计口径包含消费类电池和动力类电池业务；

（1）比亚迪电池的专利数量来源于其主体上市公司比亚迪股份有限公司数据。

目前公司主要两大生产基地分别为珠海冠宇和重庆冠宇，同时在印度设有工厂，未来还会开拓浙江冠宇作为生产基地。冠宇在海外的产业链布局采取近下游客户生产基地的降本增效策略，于印度配套小米、富士康的手机生产业务，由 COSMX 负责锂离子电池生产工作，由子公司 Everup Battery 进行封装。另外，公司动力电池业务将逐步完善产业链布局，设有冠宇动力电池和冠宇动力电源，分别负责动力电池电芯的生产和动力电池的封装。



图表 6：珠海冠宇股权结构



资料来源：招股书，太平洋研究院整理

高效的股权激励机制,充分调动员工的积极性和创造性,同时回报员工对公司的贡献。目前,公司已设立 9 个员工持股平台,合计持有公司股份 28.423%,并于 2017 年至 2019 年确认股份支付累计超 4 亿元。公司持股平台中公司高层管理人员及核心技术人员持股比例占优,深度绑定了公司与员工的利益,构建团队共赢的体制,为公司未来长期稳定发展奠定了坚实的基础。

图表 7：IPO 募集资金项目规划

项目	项目总投资 资（万元）	拟使用募集资 金（万元）	产能详情	建设期
珠海聚合物锂离子电池生产基地建设项目	209,000	209,000	增加 15500 万只聚合物锂离子电池（消费类） 年产能	3 年
重庆锂离子电池电芯封装生产线项目	40,230	40,230	达到 11150 万个手机类和穿戴类锂离子电池 封装生产能力	2 年
研发中心升级建设项目	40,670	40,670	开展消费类锂离子电池、车用动力锂离子电 池、储能锂离子电池和下一代电池等方向的研 究	3 年
补充流动资金项目	35,000	35,000		
合计	324,900	324,900		

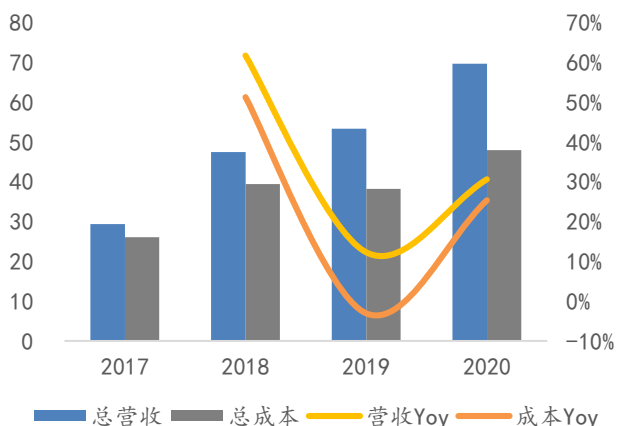
资料来源：招股书，太平洋研究院整理

扩大消费类电池产销规模，巩固并提升行业竞争力。重庆冠宇是公司第二大生产基地，于 2018 年开始建设，2020 年二厂、三厂新产线投入使用，总产能和产能利用率得到明显提升，同年实现营业收入 21.37 亿元，净利润 4.71 亿元。2020 年公司锂离子电池出货量已经达到 2.7 亿只，未来珠海项目达产后将增加 1.55 亿只消费类锂离子电池产能；重庆锂离子电池电芯封装生产线建设完成后，将达到 1.12 亿个手机及穿戴类锂离子电池封装的生产服务能力。可见公司未来消费类电池的产能将得到显著增加，同时封装的自供率也将得到有效提高，进而为客户提供更完善的一站式服务，逐步提升公司的行业地位。

1.2、营收规模加速扩大，盈利能力显著提升

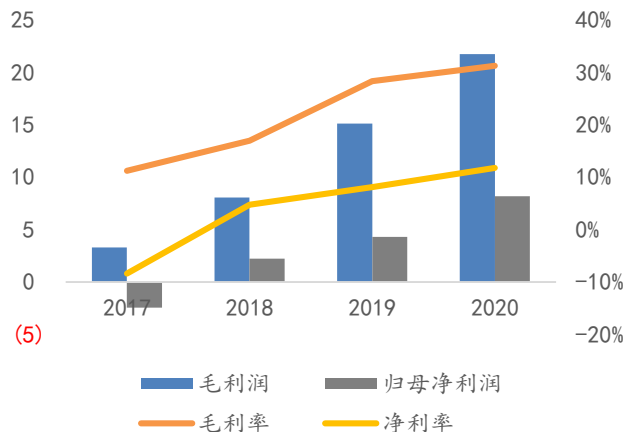
产销两旺，盈利能力显著提升。珠海冠宇的营收规模由 2017 年的 28 亿元增长至 2020 年的 67 亿元，年复合增速约为 35%，毛利率及净利率 2017-2020 年均提升了 20 个百分点；其中主要原因系过去几年公司产能规模的持续扩张，以及产能利用率的显著提升。2018 年公司营收同比增速高达 62%，主要因为新产线投入使用，总产能同比上升 28%；产品的销售单价上涨幅度也明显超越单位成本的上涨幅度，分别上升 14.34%、6.39%。2019 年受下游消费电子出货趋缓及疫情的双重影响，公司营收增速略有下滑；但在公司生产效率持续改善的助力下，毛利率仍维持上升趋势。

图表 8：总营收及成本情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：亿元。

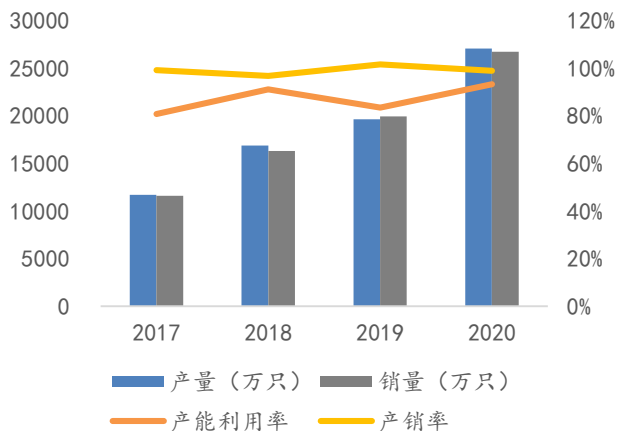
图表 9：综合盈利水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：亿元。

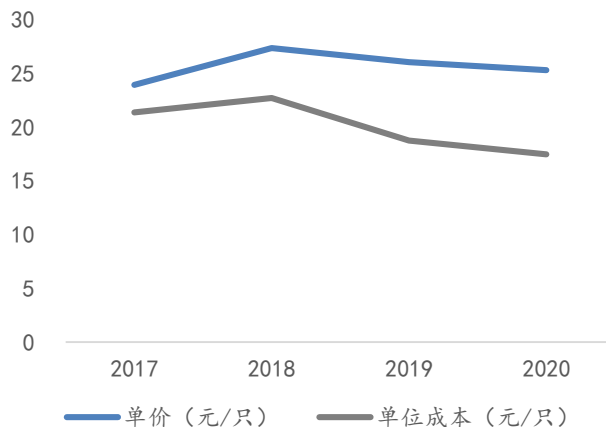
2020 年随着疫情带来的居家办公需求等因素，行业景气度回升，尤其是笔电及平板出货量增长明显。同时，重庆冠宇的产线投产使得总产能再度得到 23% 的提升，产能利用率提升约 10 个百分点。因为产销量的进一步提升，公司主营业务收入同比增长 30.31%，净利润同比增长 89.87%，净利率上升约 4 个百分点。

图表 10：历年产销情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：产品单价及单位成本



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

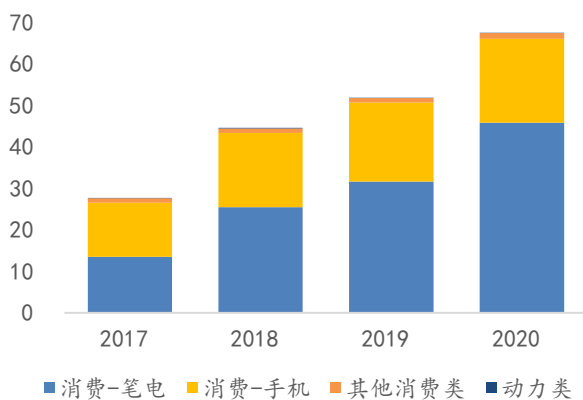
图表 12：公司历年产销情况

	2018	2019	2020
总销量（万只）	16,300.32	19,917.32	26,700.81
总销量 yoy		22%	34%
销量-消费（万只）	16,287.56	19,907.90	26,689.34
消费 yoy		22%	34%
销量-动力（万只）	12.76	9.42	11.47
动力 yoy		-26%	22%

资料来源：招股书，太平洋研究院整理

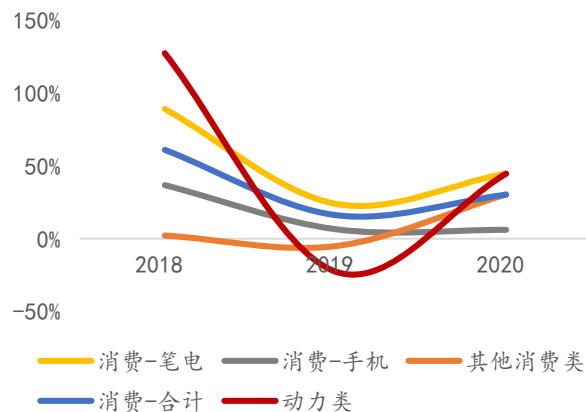
按下游应用拆分，公司 2020 年营收主要来源于消费电子类产品，占比 99.84%；动力电池营收占比仅为 0.16%。其中消费类以笔电为核心业务，2020 年营收约为 45.77 亿元，占比约 67.82%；手机类营收为 20.23 亿元，占比约 29.97%。2020 年其他消费类及动力类营收增速加快，说明公司的产品扩张已得到成效，未来有望加速智能设备及动力类电池的研发和产能布局。

图表 13：主营业务收入，按下游应用拆分



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：亿元。

图表 14：营收增速，按下游应用拆分



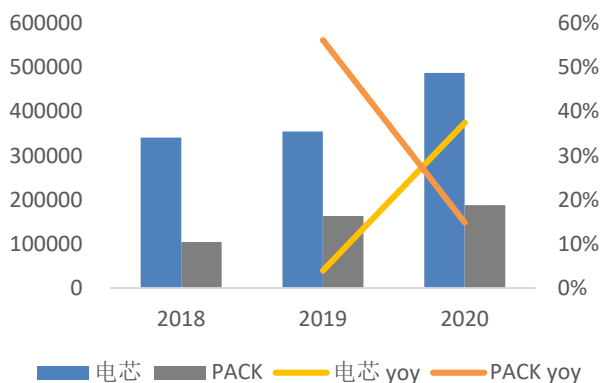
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

电芯产品是公司收入增长的基石。珠海冠宇 2020 年电芯产品营收为 48.71 亿元，同比增长 37.45%，占营收比例为 72.18%；其中笔电类及手机类电芯产品销量额均实现 38.17% 的高速增长。笔电类电芯占电芯产品的主要份额，由 2018 年的 70% 增长至 2020 年的 76%；冠宇的主要终端客户 HP、华硕、DELL 的笔电类电芯销量 2020 年分别增长了 1395.28 万只、993.36 万只、980.23 万只。同时，公司向新客户 OPPO 销售的手机类电芯增长 2022.6 万只。

2020 年 PACK 产品营收为 18.78 亿元，同比增长 14.84%，占营收比例为 27.82%。PACK

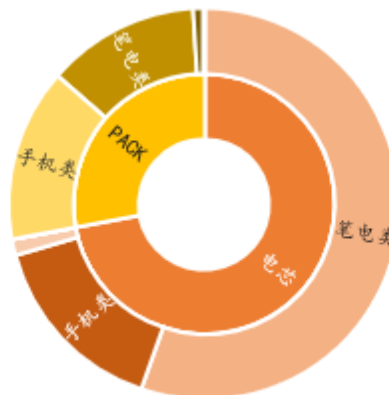
产品中手机类和笔电类分布较为均匀，2020 年笔电类 PACK 产品销售额增长 83.32%，主要系受益于疫情期间居家办公带来的旺盛需求。而手机类 PACK 产品销售额下降 15.39%，主要系受印度疫情影响，公司对小米的销售下降。

图表 15：主营业务收入，按产品拆分



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：万元。

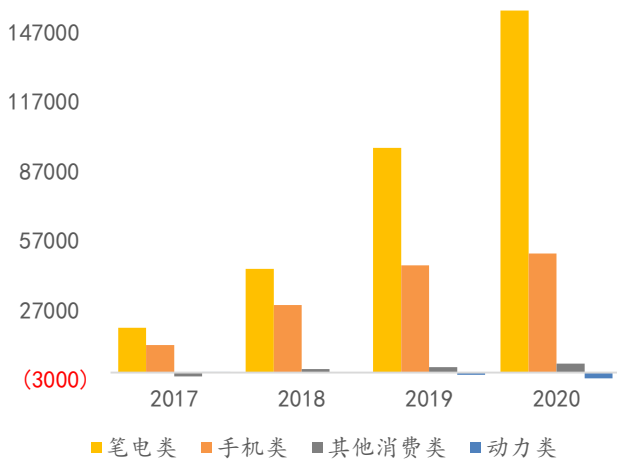
图表 16：2020 年电芯及 PACK 产品营收占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

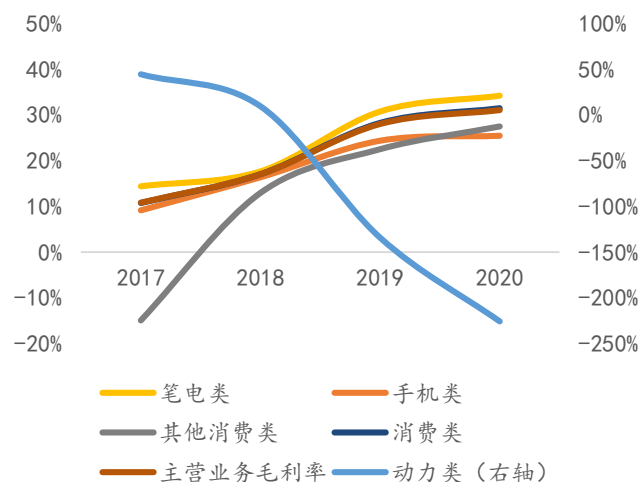
毛利率稳步攀升，笔电及手机为主要利润来源。消费类电池的毛利率持续攀升，由 2017 年的 10.71% 上升至 2020 年的 31.41%；其中笔电、手机及其他消费类 2020 年的毛利率分别为 34.18%、25.43%、27.45%。动力类电池处于亏损状态，主要是因为产品仍在研发阶段且规模尚小，未来公司逐渐扩产并进入车厂供应链后有望扭亏为盈。

图表 17：各产品毛利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：万元。

图表 18：各产品毛利率

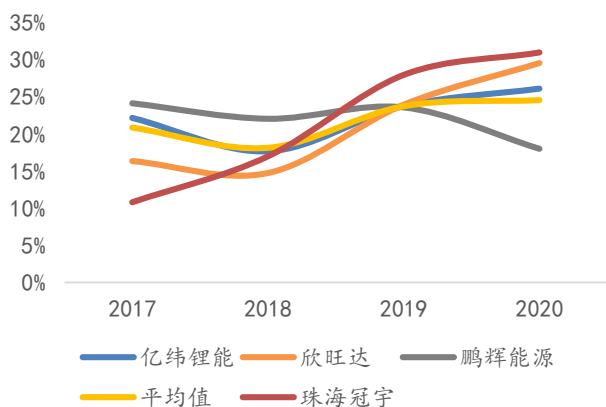


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

与行业内主要锂离子电池企业相关业务比较，公司的毛利率处于较高水平，且在过几

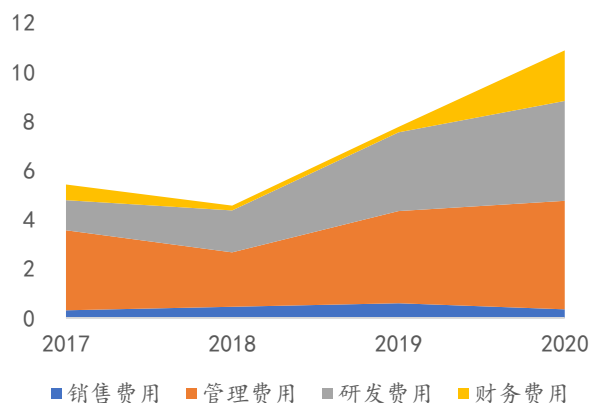
年中加速上升。2020 年，亿纬锂能的锂离子电池业务、欣旺达的消费类锂离子电池业务、鹏辉能源二次锂离子电池业务的毛利率分别为 26.13%、29.57%、18.01%，据测算珠海冠宇的毛利率比行业均值高出 6.42 个百分点。珠海冠宇的毛利率较高的主要原因是公司所涉及的电芯产品为电池产业链中毛利最高的环节之一；二是公司近两年新产线的陆续投产，规模效应逐渐释放。

图表 19：竞争对手相关业务毛利率情况



资料来源：招股书，Wind，太平洋研究院整理。注：毛利率非公司综合毛利率，分别为亿纬锂能锂离子电池业务，欣旺达消费类锂离子电池业务，鹏辉能源二次锂离子电池业务。

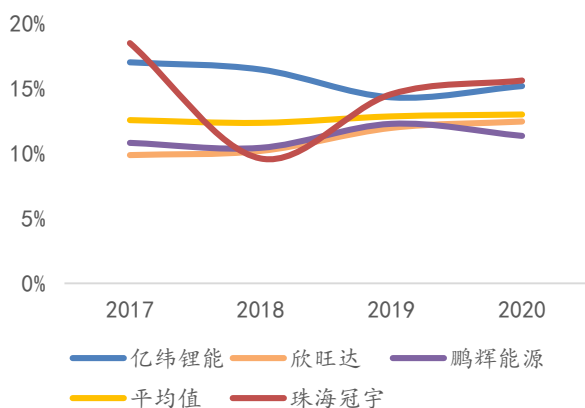
图表 20：珠海冠宇期间费用情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：亿元。

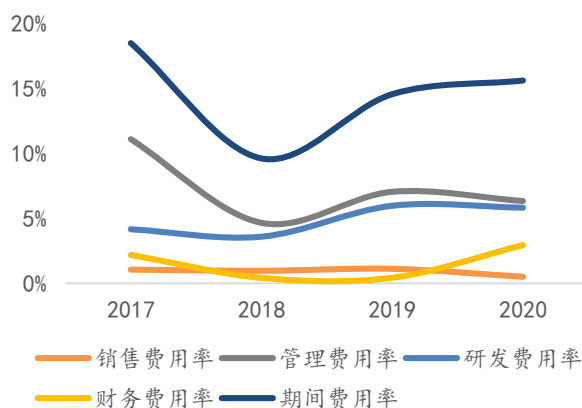
管理及研发费用为主要期间费用。随着公司经营规模逐年扩大、且子公司逐渐增加，公司的管理费用同向增加；其中以职工薪酬占比最大，2020 年管理费用中产生职工薪酬约 3.18 亿元，占比约 72%。另外，2017 年至 2019 年期间公司股份支付费用对管理费用的波动影响较大，分别占比约 72%、26%、14%。与同行企业相比，珠海冠宇的管理费用偏高，主要是随着子公司和产线的增加，行政管理人员数量及薪酬相应增加。

图表 21：期间费用率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

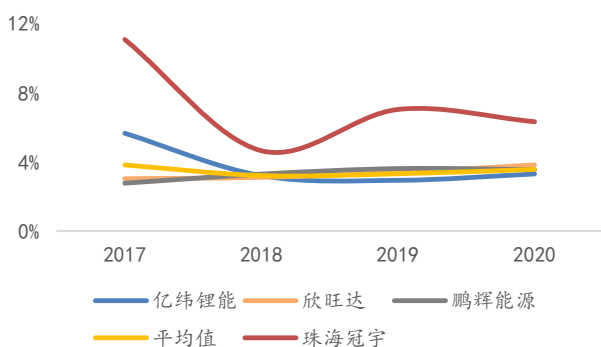
图表 22：珠海冠宇各费用率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

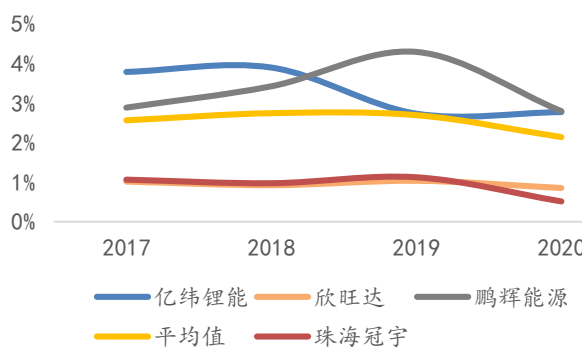
公司的销售费率在行业平均水平之下，2020 年销售费率为 0.51%，同比下降 0.61 个百分点，主要因为公司与客户建立了长期稳定的合作关系，投入市场开拓的资本开支较小。在开拓新客方面，公司 2018 年及 2019 年分别进入了 HP 笔电电池 PACK 供应链和 OPPO 手机电池供应链。在消费类电池市场中，公司有望继续挖掘新老客户的市场份额；而随着公司未来加大力度研发动力电池，预计未来销售费用将有所上升。

图表 23：管理费用率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

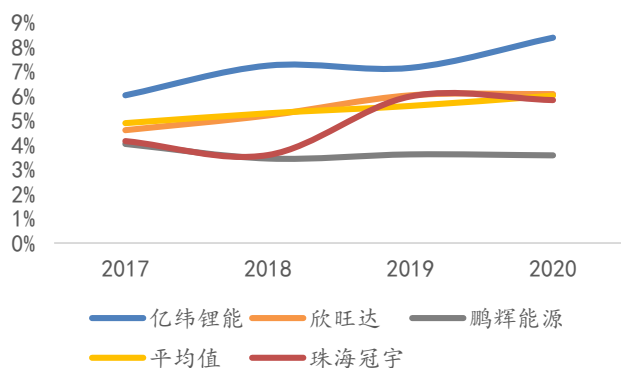
图表 24：销售费用率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

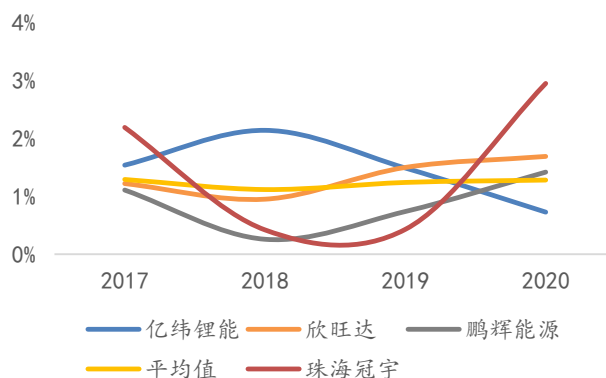
研发费用方面，为保持技术领先，公司持续引进技术人才、提高研发人员的薪酬、加大研发项目的投入，整体研发费率呈增长趋势。而相比同行，公司研发费率较低，主要是因为公司营收增速高于研发费用增速，整体而言公司研发费用与经营规模扩张维持较稳定态势。

图表 25：研发费用率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 26：财务费用率同业对比

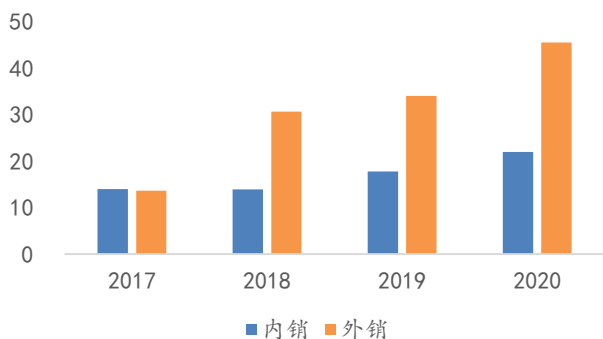


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

外销占比较高，主要为国内保税区。2020 年公司外销营收为 45.52 亿元，同比增长 133.86%，近三年的占比均超 65%。2017-20 外销和内销营收的年复合增速分别为 49.32%、16.25%，可见公司外销增速明显高于内销。外销主要面向国内保税区，客户包括新普科技、加百裕、顺达、HP、华硕等。

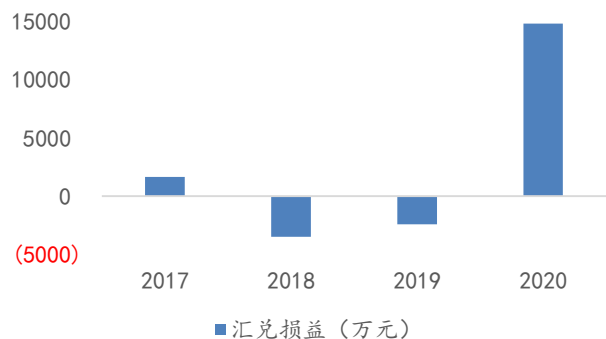
受汇率影响，财务费用波动较大。由于公司外销主要以美元结算，2020 年下半年受美元兑人民币汇率快速下降影响，公司形成较大的汇兑损失，约 1.48 亿元。因此，2020 年财务费用率提升至 2.95%，高出行业均值水平 1.67 个百分点。随着国际外贸环境回暖，且 2021 年以来人民币走势稳定，预计将有一定的改善。

图表 27：境内外营业收入情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理。单位：亿元。

图表 28：汇兑损益情况

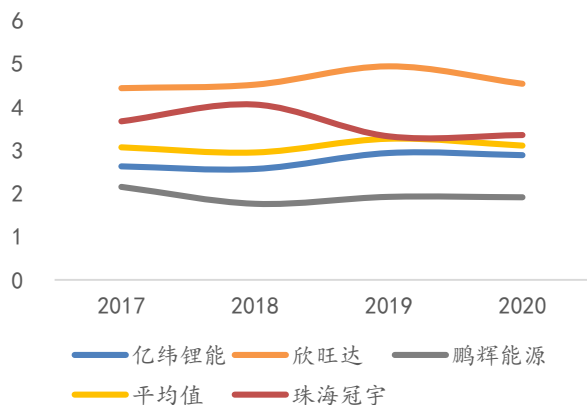


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

营运能力较强，资本结构有望得到改善。公司应收账款周转率整体稳定且高于行业平均水平，其中 99% 以上的应收帐款账龄为 6 个月以内，整体应收帐款质量较高。另外，2020 年存货余额同比增长 46%，存货周转率也有所上升；一是因为随着公司规模增长，

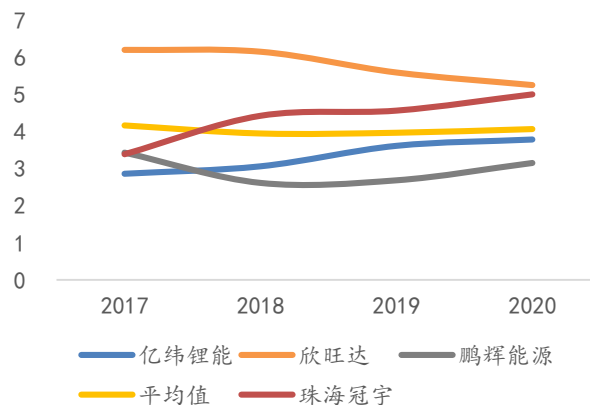
产品成品余额增加；二是考虑到原材料价格上涨，相应的备货增加了 51%。公司具备完善的库存管理体系，以保证客户订单交货的及时性产线的高效性。

图表 29：应收帐款周转率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

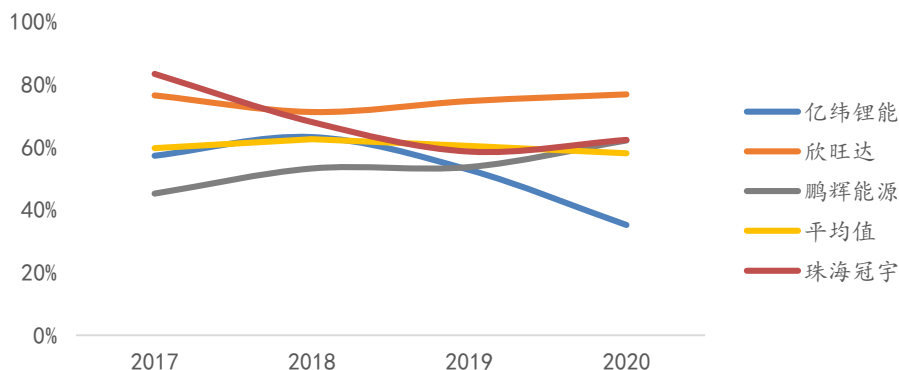
图表 30：存货周转率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

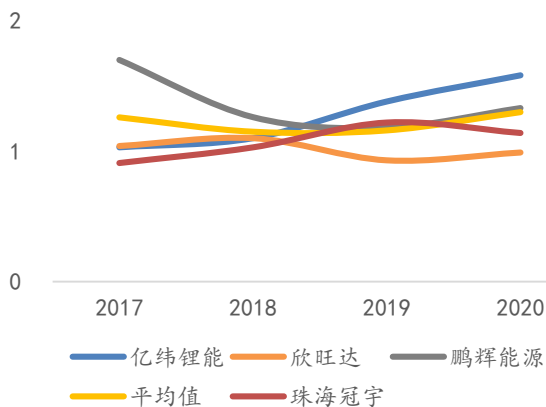
珠海冠宇 2020 年资产负债率为 62.18%，率高于行业均值水平；流动比率及速动比率分别为 1.14 倍、0.90 倍，整体来看偿债能力在行业中等水平。随着公司首次公开上市融资，资本结构有望得到改善。

图表 31：资产负债率同业对比



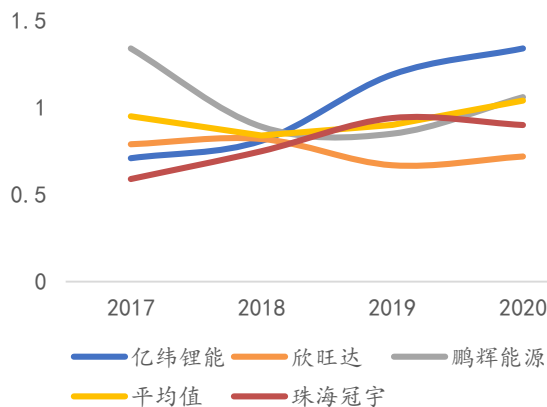
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：流动比率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 33：速动比率同业对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

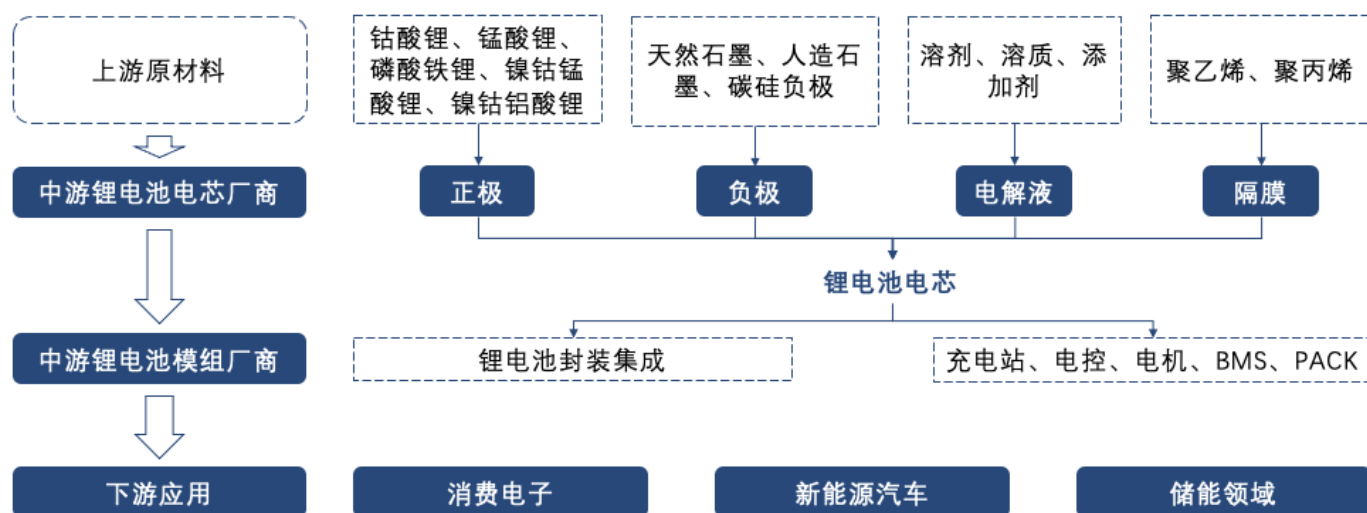
2、专注软包消费锂电优质赛道，积极开拓千亿美元新兴市场

2.1、电芯+电池 PACK 全产业链覆盖，市场份额持续提升

2.1.1、掌握锂离子电池电芯关键技术，软包锂电渗透率有望持续提升

电芯是由正极材料、负极材料、电解液、隔膜等通过电芯生产工艺制成的最小充放电单元，是 PACK 的核心部件。PACK 是由一只或多只电芯按照特定使用要求进行串联或并联，并集成电源管理系统、热管理系统和结构件的电池或电池包。电芯为锂离子电池制造中最关键、价值含量最高的环节。在锂电产业链中，仅电芯环节已占比约 60%-70% 左右，其次是电池 PACK 环节中的电池管理系统，占比约 8%。据 Yole 机构预测，电芯市场规模将由 2019 年的 190 亿美元增长至 2025 年的 920 亿美元，年复合增速约 30%。

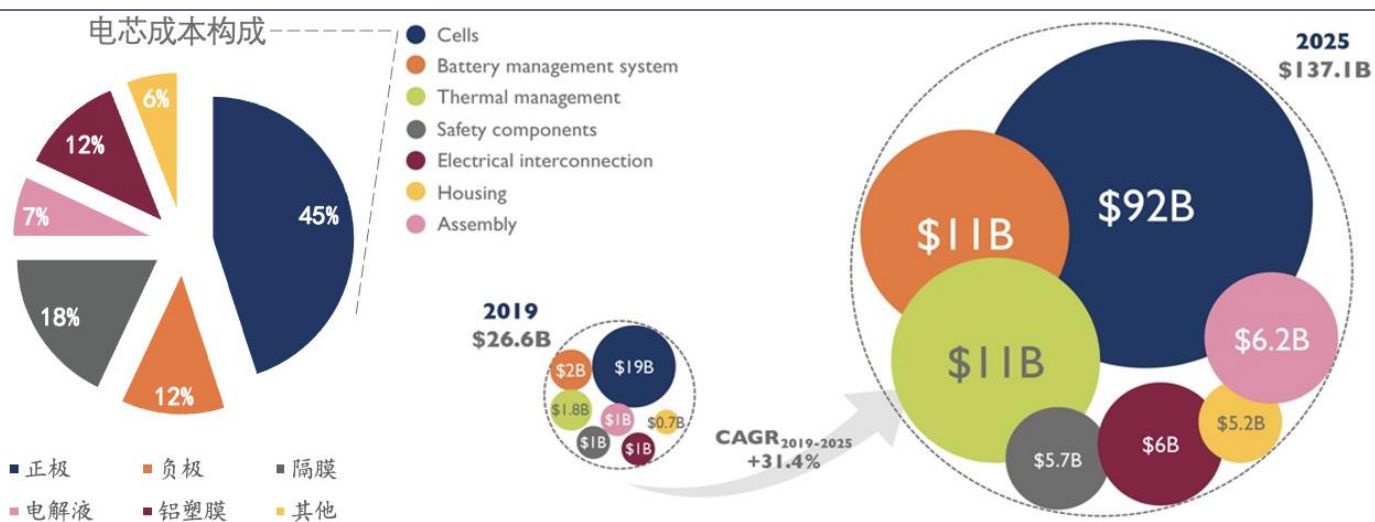
图表 34：锂离子电池产业链



资料来源：太平洋研究院整理

锂离子电池生产中约 70%左右成本为原材料，人工及制造费用占比分别为 10%、20%。其中上游原材料中以钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂等正极材料占比较高，约 45%；其次为隔膜、负极、铝塑膜、电解液材料，分别占比 18%、12%、12%、7%。因此，锂离子电池的原材料价格波动对电池厂商的生产成本有着较大影响，这就要求电池企业具备强势的供应链管理能力和对上游的议价能力。

图表 35：锂离子电池产业链各环节价值分布

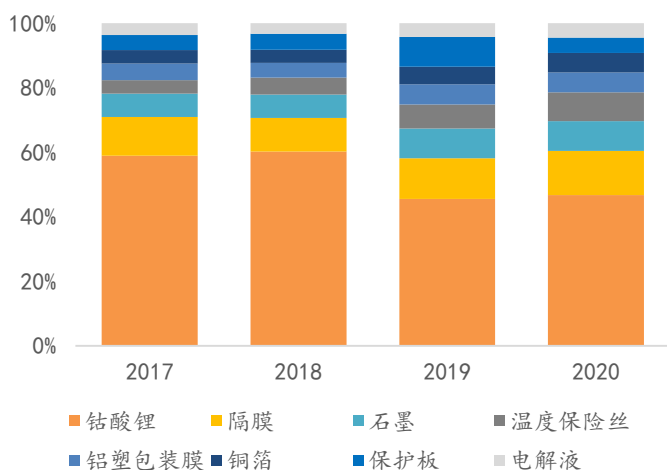


资料来源：Yole，智研咨询，太平洋研究院整理

珠海冠宇的电池产品正极核心材料为钴酸锂，2018 年至 2020 年钴酸锂的采购额占总

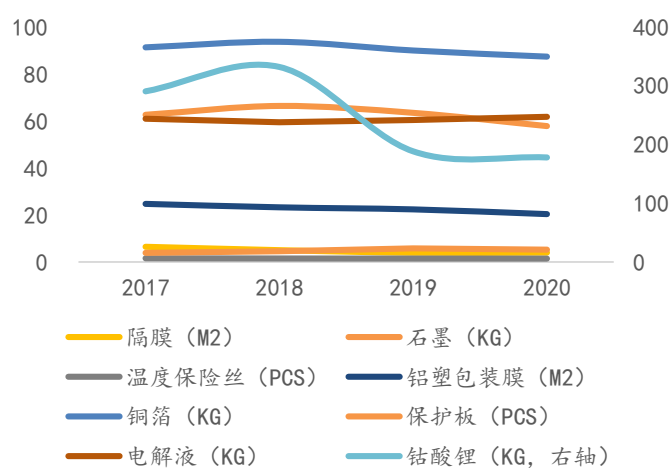
采购额的比例分别为 44.5%、36.95%、36.74%。其次是隔膜材料、石墨、温度保险丝、铝塑包装膜、铜箔、保护板和电解液。相较这些原材料价格，钴酸锂的价格波动较大，尤其是 2018 年由于部分大型钴矿停产叠加下游动力锂离子电池需求旺盛，供不应求，钴酸锂大幅涨价。2019 年以来全球钴原料供给增加，并且下游技术进步使得钴原料用量减少，供给缓和后市场价格随之下滑。珠海冠宇因与供应商长期紧密合作，且采购量较大，公司所采购的平均价格低于市场价格的 4%至 8%左右。

图表 36：珠海冠宇原材料采购额情况



资料来源：招股书，太平洋研究院整理

图表 37：核心原材料价格走势

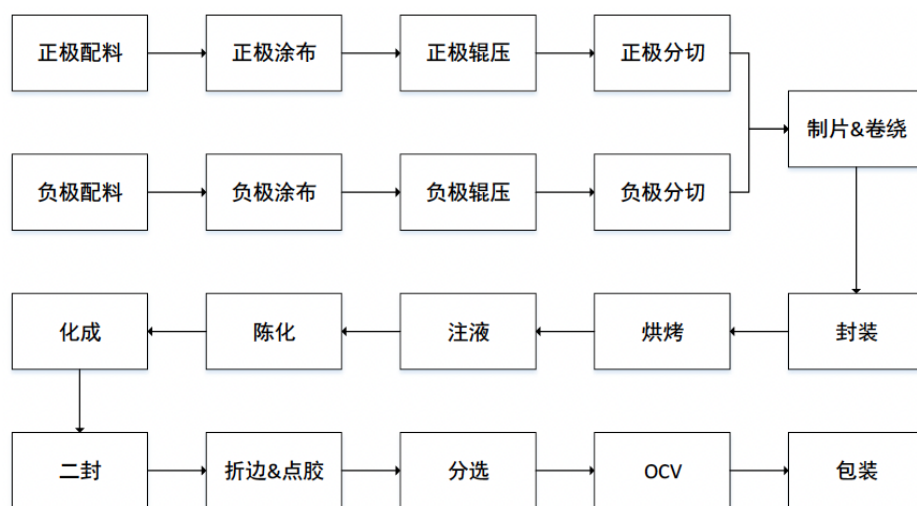


资料来源：招股书，太平洋研究院整理

电芯制造工艺复杂、要求严格，进入壁垒高。电芯生产线的制造环境粉尘和温湿度均需要严格控制，(1) 首先由生产部门对来料进行检测，合格后按照规定的比例调制搅拌成浆料，将正极材料涂覆在铝箔上，负极材料涂覆在铜箔上制成极片。(2) 之后进行辊压和分切，将正负极片焊上极耳，并按设计贴好各类胶纸，再通过隔膜分隔，卷绕成一定大小和形状的卷芯，然后入铝塑膜壳并进行封装。(3) 将处理好的卷芯进行真空烘烤，合格后进行注液、陈化，然后进行化成、二次封口、折边和点胶、分选。(4) 再进行自放电测试等一系列出货前检验，最后包装入库。

动力类电芯工艺流程与消费类相似，区别在于极片分切完成后，会被模切成对应尺寸和形状的小片，正负极小片间通过隔膜进行分隔，堆叠成一定厚度的叠芯，之后对极耳软连接并焊接，将处理好的叠芯封装入铝塑膜壳进行流水线生产。

图表 38：电芯制作主要的工艺流程



资料来源：招股书，太平洋研究院整理

锂离子电池电芯根据其外形和包装材料又可以分为圆柱、方形和聚合物软包锂离子电池。圆柱锂离子电池制造工艺为圆柱卷绕，发展较早因此工艺成熟，且因为其尺寸较小、成本低廉、成组灵活等优点，被特斯拉所青睐。方形电池也是动力电池的主流方案之一，其安全性、散热性及重量优于圆柱。软包电池在体积小、重量轻、容量大、能量密度高、尺寸可定制、安全性能好、可快充等方面均脱颖而出，满足了消费电子的轻薄化、个性化需求。

图表 39：三类锂离子电池对比

类别	能量密度	安全性	重量	标准化程度	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	中	轻	低	中	中
软包电池	高	高	轻	低	高	高

资料来源：招股书，太平洋研究院整理

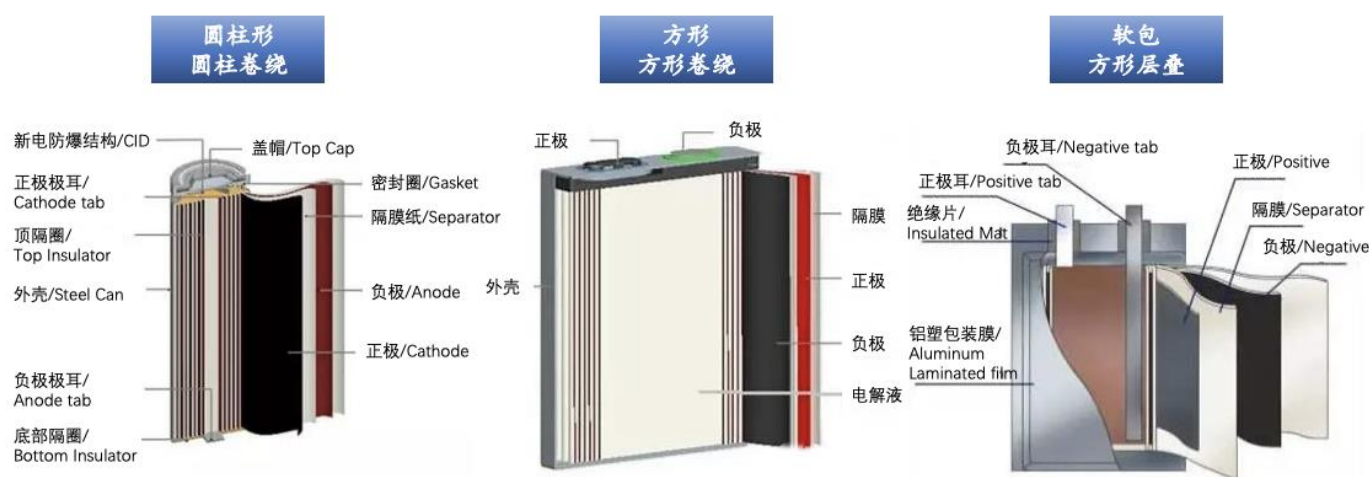
聚合物软包锂离子电池采用铝塑膜作为包装材料，具备极高的阻隔性、良好的热封性能、耐电解液及强酸腐蚀、良好的延展性、柔韧性和机械强度。相比圆柱和方形的金属材料外壳，铝塑膜安全性高，一旦发生热失控问题，可通过胀气释放能量从而避免爆炸。另外，铝塑膜质量更轻，使得在同等电池容量的条件下，软包方案体积更小。

软包电池采用叠片式工艺，内阻显著下降，进而降低了电池自耗电，可延长电池寿命。

珠海冠宇自主研发的“全自动异形叠片技术”通过整合高精度切模设备、高精度 CCD

视觉系统和高精度机器人，使得模切精度提升 50%-60%、叠片精度提升 40%-60%，且可同时实现平面异形、立体异形结构，可以根据客户的需求灵活定制产品结构和外形。聚合物软包锂离子电池对传统的圆柱及方形锂电池替代趋势明显，随着消费锂电池产能向中国转移，且新型智能硬件产品蓬勃发展的背景下，消费锂离子电池产业增长空间广阔。据 Techno Systems 和 Mordor Intelligence 的数据统计，2019 年消费类锂离子电池中软包电池市场规模约为 96.9 亿美元，到 2025 年将达到 252.34 亿美元，年复合增速约为 17.3%；对应的市占率由 83.68% 增长至 92.33%。

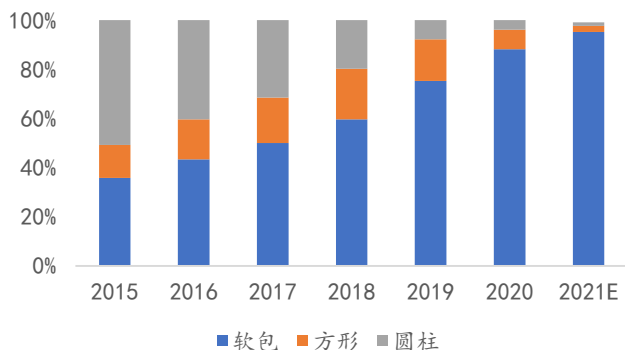
图表 40：锂离子电池不同形态



资料来源：Yole，太平洋研究院整理

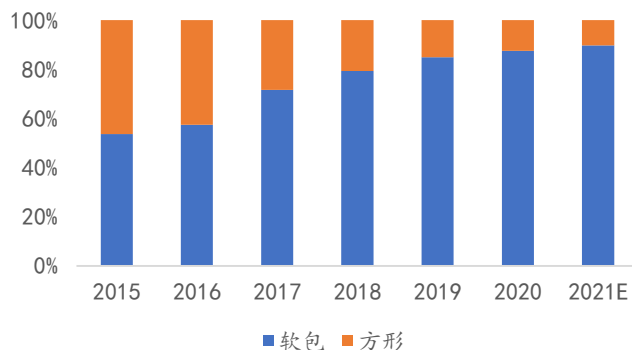
消费电子轻薄化和定制化的趋势催化，软包电池需求不断增加。笔记本电脑的轻薄度、便携性、及续航能力目前是消费者选购产品的首要考虑条件，因此作为笔电内部较大的零部件，外形超薄、容量更大、使用寿命长且安全性高的软包电池更具有优势。据智研咨询统计，2020 年中国极致轻薄本渗透率已经超 50%，同比提升 13 个百分点，而传统笔记本的市占率仅 7%。据 Techno Systems Research 公布，全球笔记本电脑软包锂离子电池份额由 2015 年的 35.82% 上涨至 2020 年的 88.18%，且将持续向上，2021 年有望增至 95.29%。而平板电脑受限于厚度要求，一直以来都使用软包电池，2020 年软包电池的渗透率基本达到 100%。

图表 41：全球笔记本电脑锂离子电池类别占比



资料来源：Techno Systems Research, 太平洋研究院整理

图表 42：全球手机锂离子电池类别占比

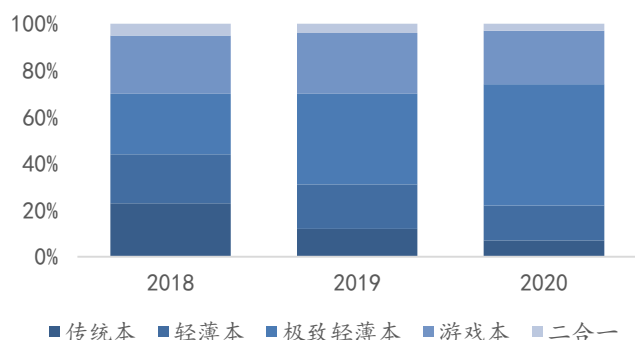


资料来源：Techno Systems Research, 太平洋研究院整理

智能手机软包电池容量及设计不断优化，带来附加值提升。由于 5G 手机添加了 5G 射频和天线新模块，内部空间被进一步挤压；同时手机的功能扩展、性能提升又加大了手机的功耗，因此对电池的空间利用率、能量密度和充电效率都提出了更高的要求。为了解决容量提升必然导致体积更大、重量增加的问题，苹果历代手机的电池也经历了较大变化。iPhone 8 开始导入快充功能，沿用至今，并同时掀起了全球快充风潮。电池容量也由第 7 代手机的 2000 mAh 水平提升到第 13 代的 3095 mAh，iPhone 13 Pro Max 更是达到 4352 MAh，较上一代续航能力显著提升。2017 年上市的 iPhone X 首次使用了 L 形电池设计，在保持手机外形设计的美观和轻薄的同时，明显提升了手机内部空间的利用率和续航时间。

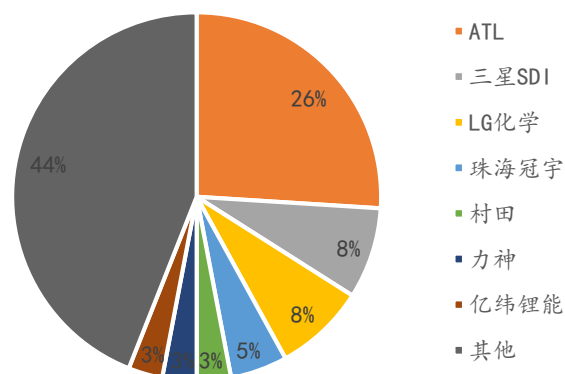
聚合物锂离子电池凭借轻薄、能量密度高、安全性能好和循环寿命长等优势，更加贴近现代智能手机对锂离子电池的需求。据 Techno Systems Research 统计，手机软包锂离子电池 2020 年占比为 87.5%，软包电池将持续挤压方形电池的份额，2021 年将达 90%。另外，容量提升和异形设计无疑加大了锂离子电池的工艺难度，手机电池的附加值也随之增加。终端厂商将愈发重视供应商的选择，具有优秀的研发能力和稳定产能的消费锂离子电池头部企业迎来抢占市场份额的绝佳机遇。

图表 43：中国轻薄笔电出货量逐年提升



资料来源：智研咨询，太平洋研究院整理

图表 44：全球软包消费锂电市场份额



资料来源：Statista，太平洋研究院整理。单位：亿美元。

全球消费锂电供应厂商主要分布于中日韩。软包消费锂离子电池行业集中度较高，新能源科技 ATL 作为全球龙头供应商，2020 年出货量占全球消费锂电出货量的 26%；韩国厂商三星 SDI 和 LG 化学并列第二，市占率均为 8%；珠海冠宇的锂离子电池出货量全球占比约为 5%，排名第三，中国出货量排名第一。珠海冠宇的主要供应产品为消费电芯，直接客户主要为新普科技、德赛集团和欣旺达，为国际知名消费电子品牌供应电芯，包括了 HP、联想、DELL、微软、华硕、苹果、华为、OPPO 等。

图表 45：公司直接客户与终端客户销售情况

年份	直接客户名称	销售产品	销售金额（亿元）	占营业收入比例	主要对应终端品牌
2017	新普科技	电芯	4.84	16.49%	HP、联想、DELL、微软、华硕
	小米	PACK	4.81	16.40%	不适用
	光宇国际集团科技	电芯	3.51	11.96%	华为、中兴
	顺达	电芯	3.23	11.00%	HP、微软、华硕
	加百裕	电芯	2.50	8.52%	联想、华硕、小米
	合计		18.89	64.38%	
2018	新普科技	电芯	9.78	20.61%	HP、联想、DELL、微软、华硕、宏碁
	加百裕	电芯	6.68	14.08%	联想、华硕、小米
	小米	PACK	5.52	11.63%	不适用
	顺达	电芯	5.23	11.01%	HP、华硕、微软
	飞毛腿	电芯	5.05	10.64%	联想、华为、富士康、亚马逊、华硕
	合计		32.27	67.97%	
2019	新普科技	电芯	12.91	24.22%	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	小米	PACK	7.43	13.93%	不适用
	飞毛腿	电芯	5.70	10.69%	华为、联想
	加百裕	电芯	5.25	9.84%	联想、华硕、小米
	顺达	电芯	5.19	9.74%	HP、华硕、微软、华为
	合计		36.48	68.42%	
2020	新普科技	电芯	19.20	27.56%	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	小米	PACK	7.77	11.15%	不适用
	德赛集团	电芯	7.53	10.82%	华为、OPPO、大疆、亚马逊、谷歌
	HP	PACK	7.24	10.39%	不适用
	欣旺达	电芯	6.94	9.97%	联想、华为、OPPO、DELL、亚马逊、Facebook、谷歌、大疆、苹果
	合计		48.67	69.89%	

资料来源：招股书，太平洋研究院整理

从客户覆盖上看，冠宇在笔记本等领域已经有通过后端 pack 厂进入谷歌、亚马逊、大疆、苹果等一线客户体系，尤其是对于一些特定客户，冠宇的导入能够很好地降低后端品牌对于单一电池大厂的依赖或份额过高风险，站在国内消费电子品牌的角度，冠宇可以说是 ATL 之外电芯最切实的选择。考虑到目前冠宇还有部分手机品牌客户没有开拓，我们判断后续实现安卓和苹果、从手机到 Pad 到笔记本全覆盖的趋势将较为明确，而这也为后续几年的持续成长奠定了坚实的基础。

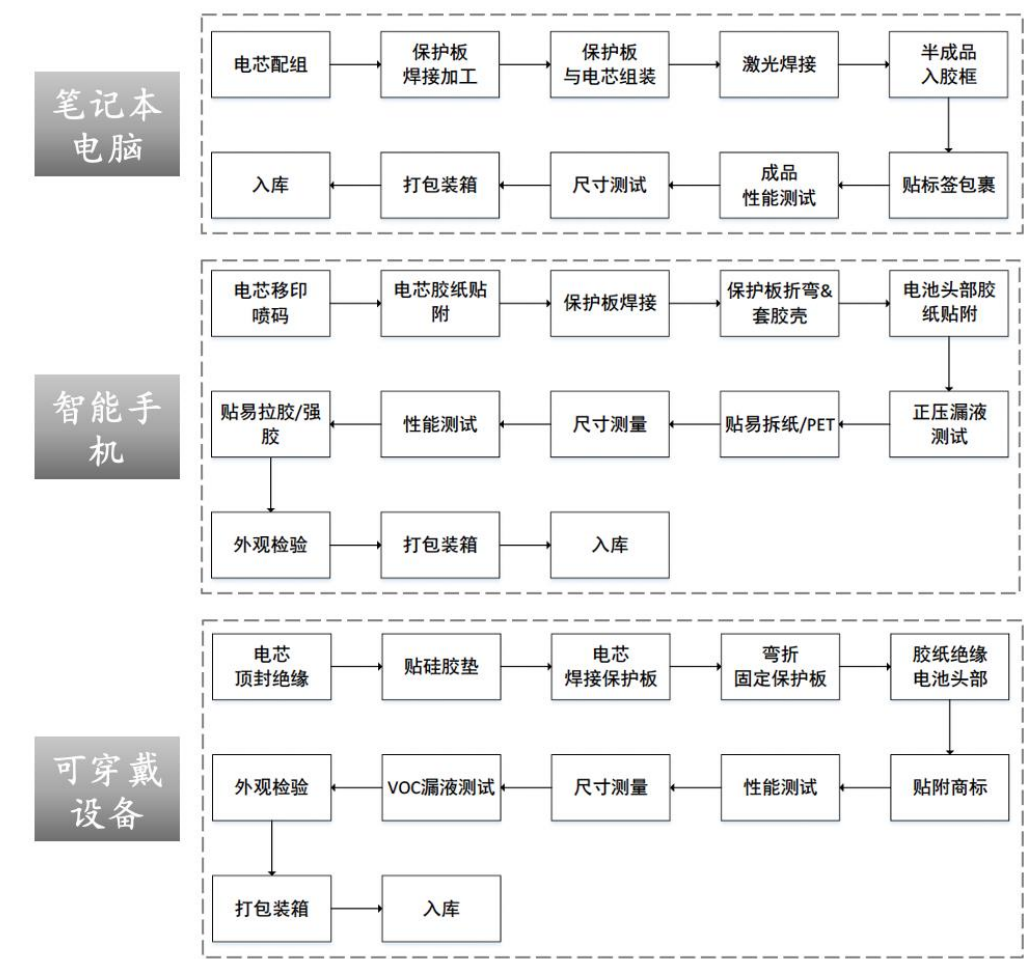
另一方面，从前述分析以及客户列表来看，冠宇的下游商务模式的特点非常鲜明：当

下产品出货仍以电芯为主，因此后端占比较大的客户以电池 pack 封装厂居多，这一结构决定了冠宇未来如在 pack 封装加大投入的话，顺延的规模扩张其实难度不大，而这也是我们下一章即将提及的重要内容。

2.1.2、全产业链布局，自动化升级，提升核心竞争力

在电芯制作完成后，生产部门会对电芯进行性能测试配组，将电芯以串联方式焊接组合便形成了电池模组。电池模组进入 PACK 产线，安装电池管理系统，进行模块组装、充放电循环测试等环节，将成品封装入库。最终，电池包销售至下游消费电子、整车厂和储能等终端客户。锂离子电池模组及 PACK 环节的毛利率偏低，因此近年许多电池封装 PACK 企业纷纷布局上游电芯领域，以实现全产业链协同，既可以保障品质、提升良率、降本增效，又能为终端客户提供一体化服务及完善的售后服务，以增强客户粘性。电芯+电池 PACK 产业链布局为行业大势所趋，目前大部分厂商原本业务以 PACK 为主，近年开始扩展电芯，技术研发门槛难度较大。而珠海冠宇以电芯为核心产品，早期已经实现了从产品结构、原材料、电芯、PACK 的全产业链的完善布局，在智能化生产线建设方面也走在时代前沿，引进了业内先进的自动化生产及检测设备，是国内少有的全产业链布局的优质锂离子电池企业。

图表 46：电池模组及 PACK 制作主要工艺流程



资料来源：招股书，太平洋研究院整理

自动化水平提升，构建长期竞争力。公司 2019 年新扩充的重庆场区投产，使得公司的自动化程度得到了显著提升，笔电类和手机类电池单位直接人工分别减少约 17%、23%。公司 2020 年重庆二厂和三厂投入使用，不仅总产能提升了 23%，产能利用率也提升了 10 个百分点至 93.14%。随着未来项目逐渐落地，产线自动化水平提高，有助于公司行业地位进一步提升。

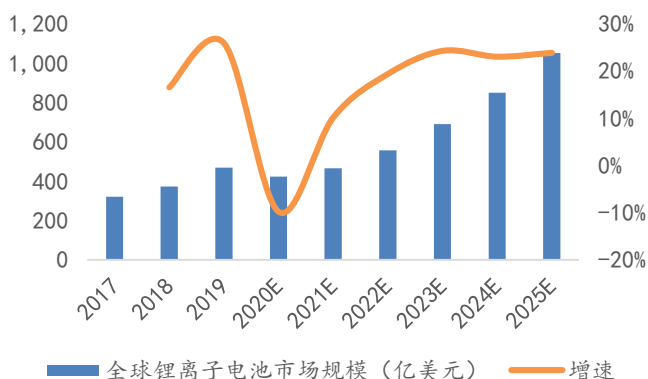
客观而言，当下 pack 的投建并不需要特别大的资金投入，而且自动化工艺的引入与普及，使 pack 行业后入者反而更有较佳的用工与制程优势。另一方面，现在消费电子下游终端应用普遍使用快速充电技术，这对于 pack 制程有相当程度的改变，新建的 pack，在与传统 pack 工厂的竞争中未必不占优势。我们看好冠宇从电芯向 pack 的全面延展，这种发展顺乎产业链的延伸逻辑，是公司未来发展的重要输出与保障。

2.2、巩固传统消费电子市场份额，新兴市场遍地开花

消费类锂离子电池为第二大细分领域，可穿戴、无人机等后起之秀市场空间巨大，增长态势迅猛。从整体上来看，虽然因 2020 年疫情原因经历了较大下滑，但在物联网和新能源汽车的旺盛需求催化下，全球锂离子电池市场规模迅速反弹，延续高速增长态势，2022-2025 年复合增速超 23%。据 Modor Intelligence 预计全球锂离子电池市场规模将由 2019 年的 468.5 亿美元增长至 2025 年的 554.9 亿美元，2019-2025 年 CAGR 约 14.39%。

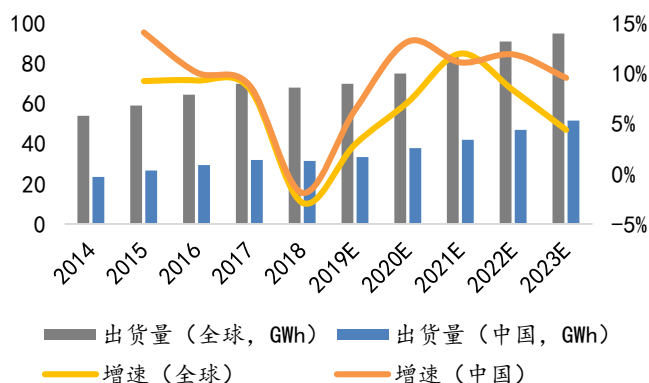
锂离子电池市场按下下游应用可划分为消费电子、动力领域和储能领域，目前消费类电池和动力电池占主要份额，分别为 31%和 48%。早期锂离子电池因其轻薄高效率的特点率先被广泛应用于手机、笔记本电脑等消费电子产品中，且多年以来全球锂离子电池过半份额的出货量均来源于消费类锂离子电池。即使现在传统的消费电子产品出货增速趋缓，但随着 5G 普及、智能设备的技术更新迭代，相关的应用场景逐渐打开，为消费锂电产业带来了诸多机会。据 GGI 预测，全球消费锂离子电池的出货量到 2023 年约为 95 GWh，2018-23 年复合增速约为 7%，消费锂离子电池市场将维持稳定增长趋势。

图表 47：全球锂离子电池市场规模



资料来源：招股书，Modor Intelligence，太平洋研究院整理

图表 48：全球消费类锂离子电池出货量

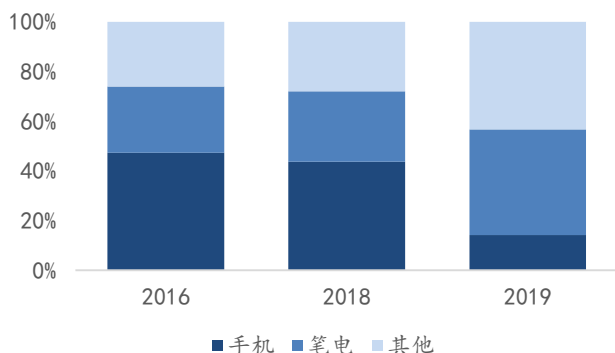


资料来源：GGI，太平洋研究院整理

笔电年出货量有望维持在 2 亿台以上。全球笔记本电脑自 2013 年以来维持在每年出货 1.6 亿台左右，但由疫情引起的居家网课及居家办公带动了笔记本电脑的需求增长。2020 年全球笔电出货量突破 2 亿台，达到 2.23 亿台水平，同比增长 28.9%。因疫情反复，且后疫情阶段教学及办公习惯的改变，预计未来 3 至 4 年笔电需求将持续在 2.6 亿台上下。平板电脑的出货量也因疫情得到了阶段性的需求爆发，2020 年全球平

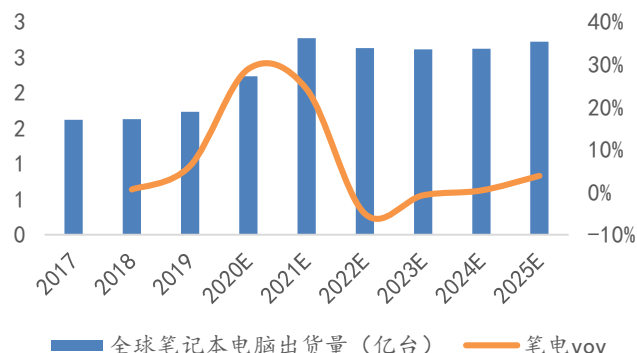
平板电脑出货量约 1.64 亿台，同比增长 13%。

图表 49：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》，太平洋研究院整理

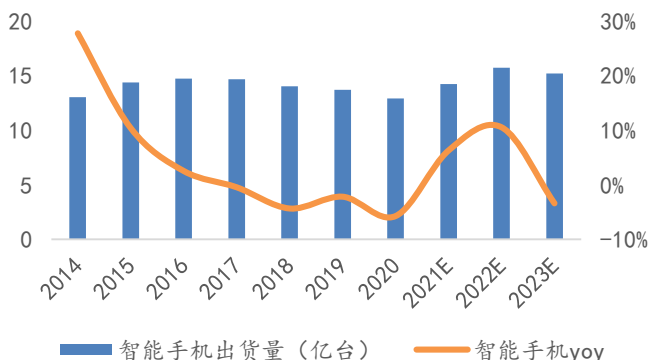
图表 50：全球笔记本电脑出货量及增速



资料来源：Omdia, Statista, 太平洋研究院整理

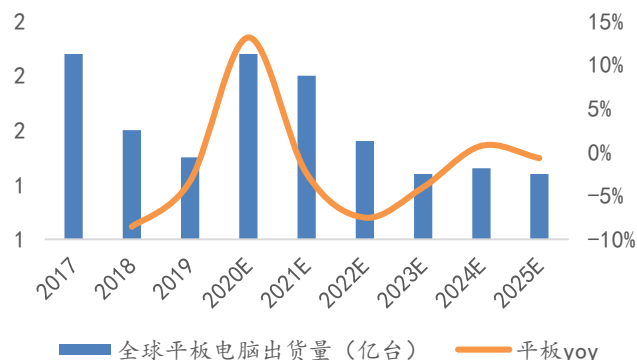
疫情恢复带动短期销量，5G 换机需求是智能手机中长期增长的主要来源。全球智能手机销量自 2010 年其进入高速增长阶段，直至 2016 年达到峰值 14.37 亿台后触顶回落，出货量维持在 14 亿台左右。2020 年因疫情全球供应链停滞和国际贸易环境不稳定等因素影响，全球智能手机出货量大幅缩减，同比下滑 5.76%。疫情后全球经济逐渐恢复将带动手机市场需求回暖，预计全球智能手机出货量将于 2022 年突破 15 亿台，2020-23 年复合增速约为 5.57%。同时，随着 5G 手机加速渗透，未来 5 年的市场的换机需求迫切，将显著推动手机市场回暖。据 IDC 预估，2023 年全球 5G 智能手机出货量将达 19 亿台，2019-2023 年 CAGR 高达 180%，而 5G 手机的渗透率将在 2025 年超 70%。

图表 51：全球智能手机出货量及增速



资料来源：IDC, 太平洋研究院整理

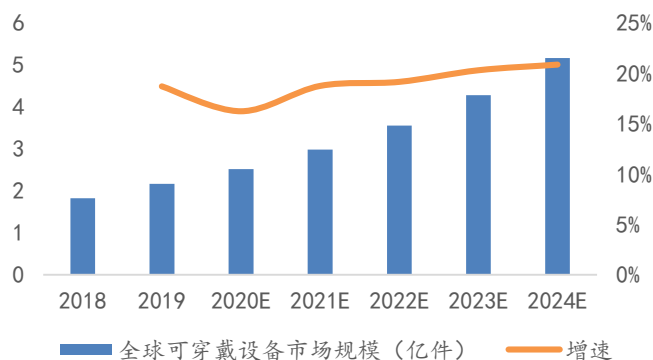
图表 52：全球平板电脑出货量及增速



资料来源：Omdia, Statista, 太平洋研究院整理

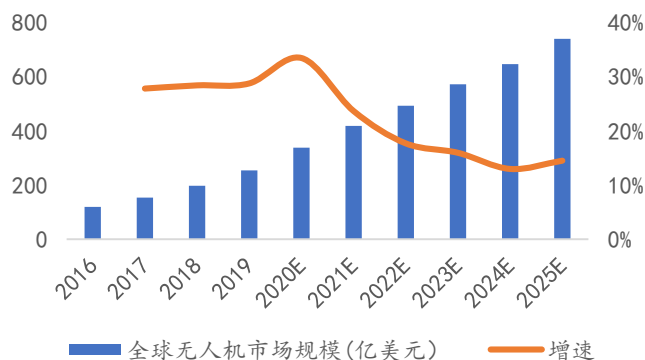
传统消费电子进入存量博弈时代，但新兴消费电子市场持续扩容，将成为锂电行业重要增长动能。新兴消费电子领域，以智能手表、ARVR 眼镜、蓝牙耳机等为代表的可穿戴设备发展势头迅猛，据 Modor Intelligence 预测其市场规模由 2018 年的 1.82 亿件增长至 2024 年的 5.16 亿件，年复合增速约为 19.01%。另一方面，智能制造领域中的无人机也为欧美、日本等发达国家的重点布局领域，全球无人机出货量到 2025 年将达 740.1 亿美元，2016-2025 年复合增速约 22.4%。中国对民用无人机产业扶持也逐年加大，工信部发布的《关于促进和规范民用无人机制造业发展的指导意见》明确指出到 2025 年民用无人机产值达 1800 亿元。锂离子电池下游的产品越来越多样化，市场规模加速扩大，锂离子电池产业前景广阔。

图表 53：全球智能穿戴类设备出货量



资料来源：Modor Intelligence，太平洋研究院整理

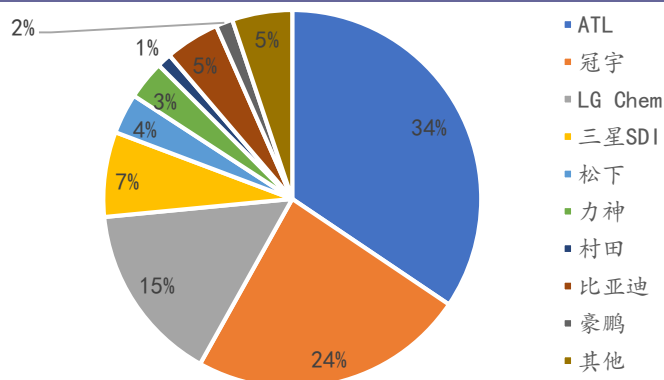
图表 54：全球无人机市场规模



资料来源：Modor Intelligence，太平洋研究院整理

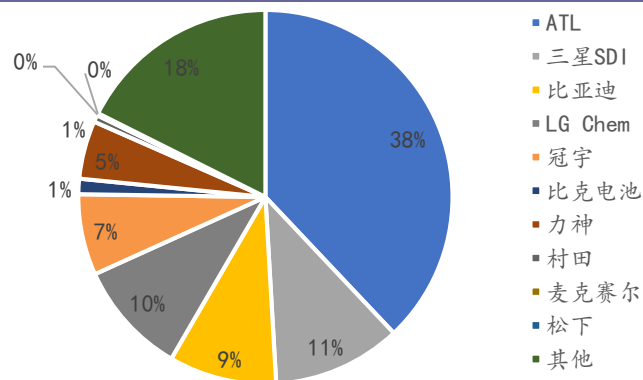
珠海冠宇在全球锂离子电池消费电子细分领域排名靠前，其中笔记本及平板电脑电池细分领域出货量仅次于 ATL，全球市占率为 24%；全球手机锂离子电池领域排名第 5，市占率为 7%。作为国内消费锂离子电池龙头企业，公司在巩固传统笔电、平板和智能手机业务的同时，积极扩宽产品品类，重点布局智能穿戴、无人机，与大疆、BOSE、Facebook 等品牌已建立了长期稳定合作关系。随着新兴产业的蓬勃发展，公司将充分利用消费锂离子电池的技术协同性，持续扩宽产品线，例如医疗设备、智能家居、电子书等，未来这些领域的高速增长将为公司业务发展形成强有力的增长点。

图表 55: 全球笔电及平板锂离子电池制造企业市场份额



资料来源: Techno Systems Research, 太平洋研究院整理

图表 56: 全球手机锂离子电池制造企业市场份额



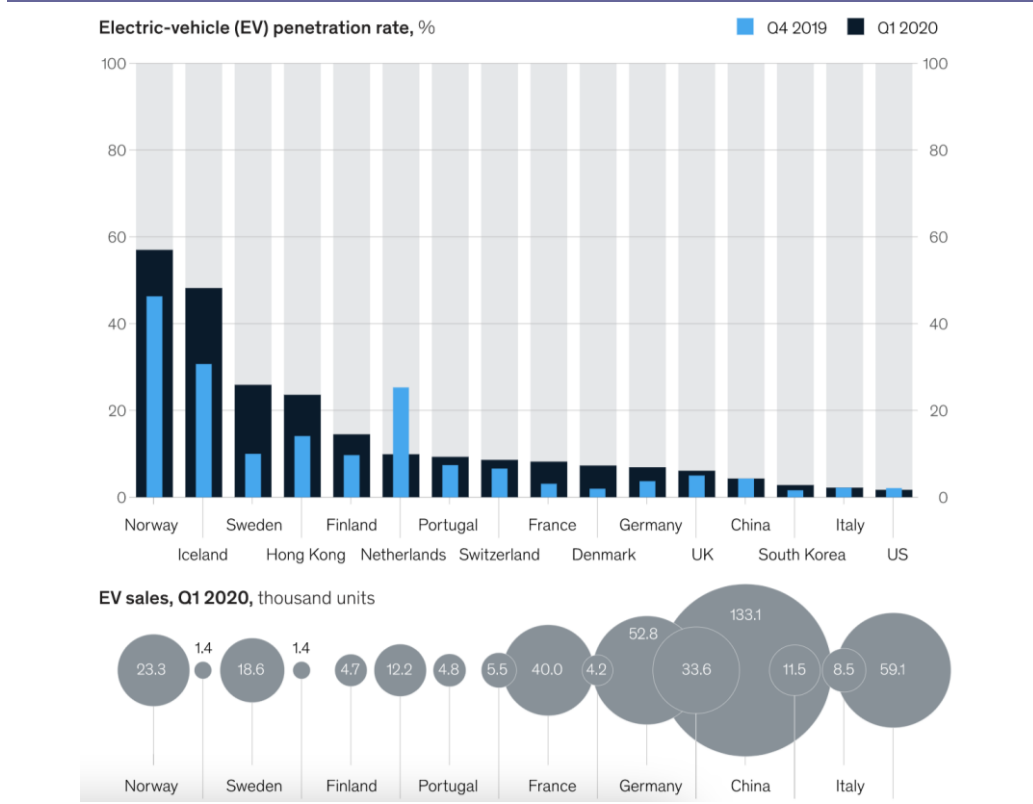
资料来源: Techno Systems Research, 太平洋研究院整理

3、切入动力电池供应链，开启下一个增量空间

全球低碳节能的大背景下，新能源汽车进入快速增长通道。2020 年尽管在疫情的不良影响下，全球新能源汽车销售量仍旧实现了超 324 万辆的成绩，比上年同期大幅增长 43%，远超此前预测的数据；其中以欧洲和中国作为新能源汽车发展的主力军。从新能源乘用车的登记情况来看，欧洲市场实现了 136.7 万辆的销售量，同比增长 142%；中国市场实现 124.6 万辆的销售量，同比增长 14.6%。

2021 年全球各个国家纷纷设立了更激进的汽车减排目标，欧盟就将原本 2050 年实现汽车的零排放大幅提前至 2035 年。我国承诺“力争 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和”的双碳目标，从政策和市场双重方向助力新能源汽车市场的发展。根据 Marklines 预测，到 2025 年全球新能源汽车出货量将达 923 万辆，2018-25 年 CAGR 高达 23%。

图表 57：全球不同国家新能源汽车布局

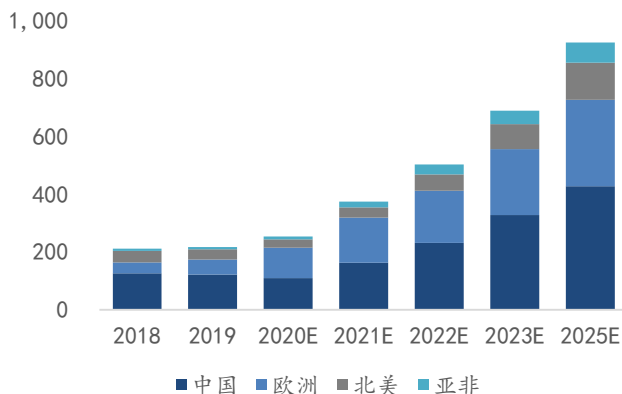


资料来源：McKinsey，太平洋研究院整理

尽管中国的新能源汽车销量远超其他国家，但是从新能源汽车的渗透率来看，中国市场与其他市场还有较大差距。2020 年一季度的纯电动汽车渗透率前十除中国香港以外全为欧洲国家，挪威排首位为 37.6%，而我国的纯电动汽车渗透率仅为 4.4%，向上空间巨大。因而近年传统整车厂、新型电动车企、消费电子巨头等均是新能源汽车市场的活跃参与者，有利于全产业链蓬勃发展。

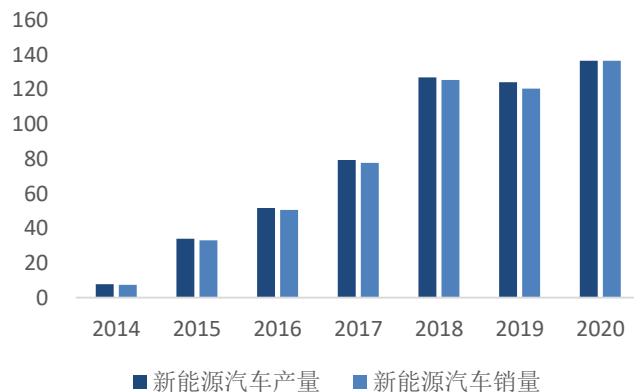
锂离子电池作为替代传统燃油车的发动机的核心部件，在电动车产业链价值含量最高，成本占比约 40%左右。据 GGII 统计，2020 年我国动力锂离子电池出货量约 84.5GWh，占全球动力锂离子电池出货量的 53%，同比 2019 年增长 19%，2015-2020 的年复合增速为 38%。

图表 58：全球新能源汽车市场规模



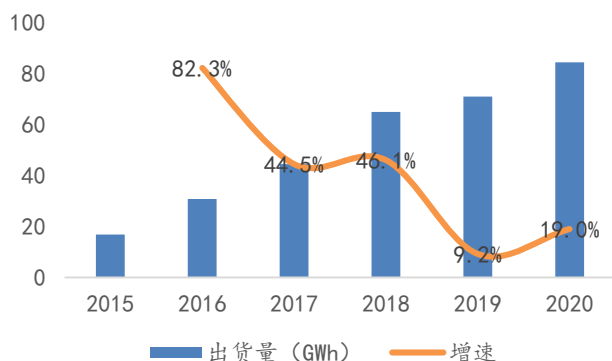
资料来源：Marklines，太平洋研究院整理。单位：万辆

图表 59：中国新能源汽车产销量



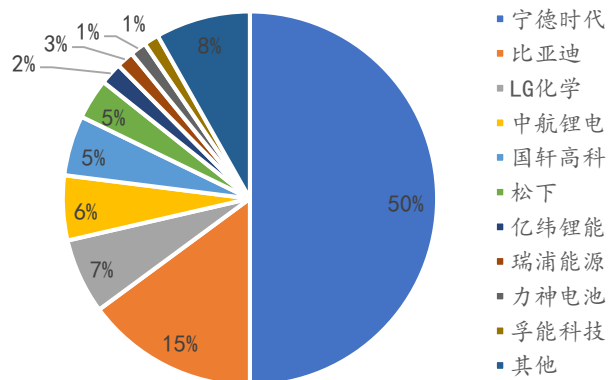
资料来源：工信部，中汽协，太平洋研究院整理。单位：万辆

图表 60：中国动力类锂离子电池出货量



资料来源：GGII，EVTank，太平洋研究院整理

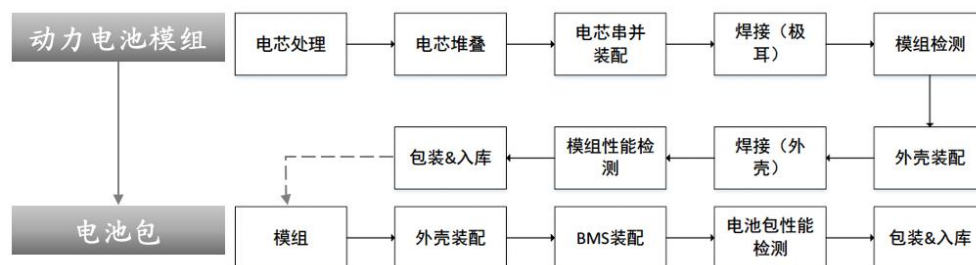
图表 61：中国动力电池竞争格局



资料来源：中汽协，前瞻产业研究，太平洋研究院整理

在动力电池领域，圆形电池的主要厂商包括松下和三洋；方形电池的主要厂商有三星SDI、宁德时代、比亚迪、力神等，应用方形电池的车厂包含蔚来、理想、比亚迪、丰田等。而软包电池的主要参与者为LG化学及公司，奔驰、保时捷、奥迪等知名品牌均有车型采用软包方案。随着新能源汽车和电动摩托车对性能及安全性的要求提高，软包电池相较圆柱和方形的金属外壳而言，凭借其可靠性更高、外观设计等灵活、重量较轻等优势，已成为未来动力电池发展的重要方向。

图表 62：动力电池主要工艺流程



资料来源：招股书，太平洋研究院整理

目前珠海冠宇的动力类电池尚处于开发阶段，但是公司积极研发动力锂离子电池核心技术，从上游的电解液、中游动力电芯至动力电池拥有相关专利 31 项。目前的动力类电池主要应用于电动摩托车、汽车启停系统，下游客户主要有豪爵、康明斯以及中华汽车。并且，公司已经为知名两轮摩托车品牌定制开发了电摩电池，产品能量密度高，低温性能大幅提升，可适应各类严苛气候条件，同时通过针刺、挤压、过充等安全认证，确保终端用户的使用安全性。

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的提高了产品的寿命及高、低温适应性。未来珠海冠宇将加大 PHEV 动力电池、BEV 动力电池等领域和储能电池的研究开发力度，凭借公司在软包锂离子电池多的研发技术优势，有望在动力锂离子电池领域实现五年以内迈上一个新的台阶的目标。

图表 63：珠海冠宇动力类锂离子电池核心技术

技术名称	应用产品	相关专利	授权/申请专利数量
固态金属锂离子电池	动力电池	全固态聚合物锂离子电池制备方法、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电极片的制备方法、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

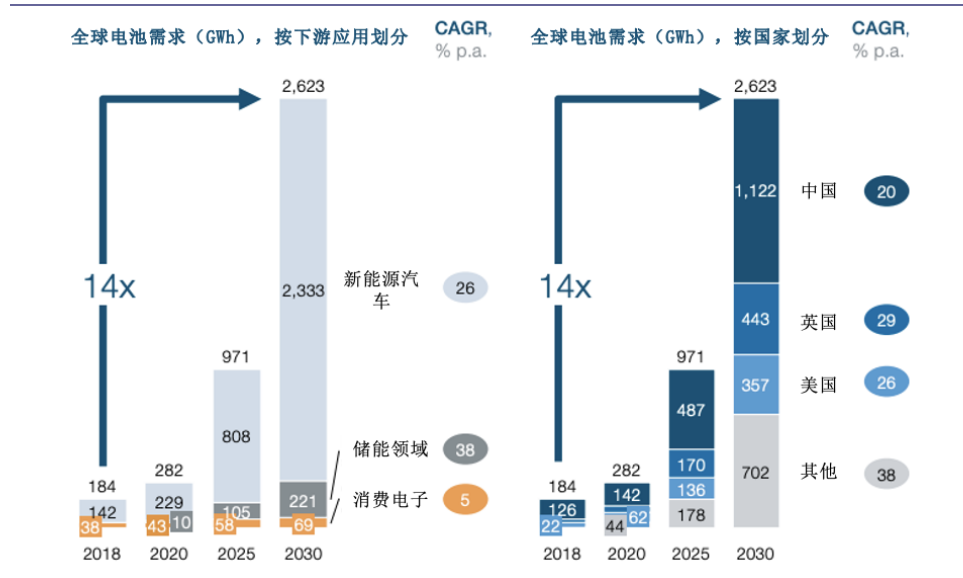
资料来源：招股书，太平洋研究院整理

4、国产替代加速，锂电优质企业迎来发展机会

4.1、我国锂离子电池全产业链国产化率提升

不管是锂离子电池下游的消费电子、新能源汽车还是储能领域，中国都是全球锂离子电池的消费大国。从消费电子端来看，国内智能手机品牌在国际上均具有极高的知名度和市占率，按全球手机出货量排名，中国品牌占据了4个名额，合计市占率约42%。近年我国新能源汽车品牌也如雨后春笋般涌现，如知名新兴品牌蔚来、比亚迪、理想等。从2020年一季度电动车锂电池出货量来看，前十的厂商集中在中、日、韩，市占率分别为32.9%、26.4%、34.5%。WEF预计2018年至2030年，全球电池的需求量将以每年25%的速度增长，到2030年全球电池需求量约2623 GWh。其中，中国电池需求量约1122 GWh，占全球总需求的43%；其次是英国、美国，分别占比17%、14%。

图表 64：预计 2030 年全球电池需求约 2623 GWh



资料来源: World Economic Forum, 太平洋研究院整理

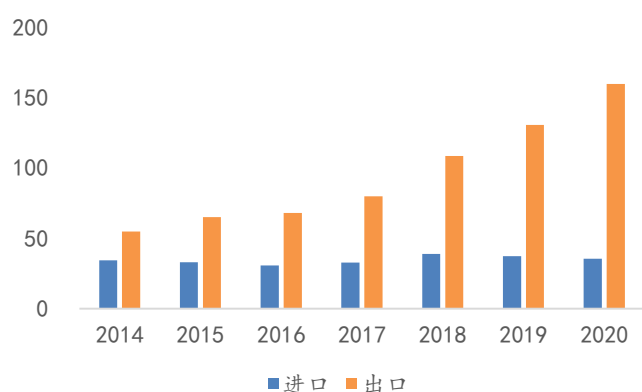
图表 65：2020 H1 全球电动车电池供应商销售额排名

公司	总部	市占率 (%)	YoY 增速 (%)
LG Chem	韩国	24.6	82.8
CATL	中国	23.5	-28.1
Panasonic	日本	20.4	-31.5
Samsung SDI	韩国	6	34.9
BYD	中国	6	-65.7
SK Innovation	韩国	3.9	66
AESC	日本	3.9	-10.5
PEVE	日本	2.1	-19.1
CALB	中国	1.8	53.7
Guoxuan	中国	1.6	-62.3

资料来源：SNE Research，太平洋研究院整理

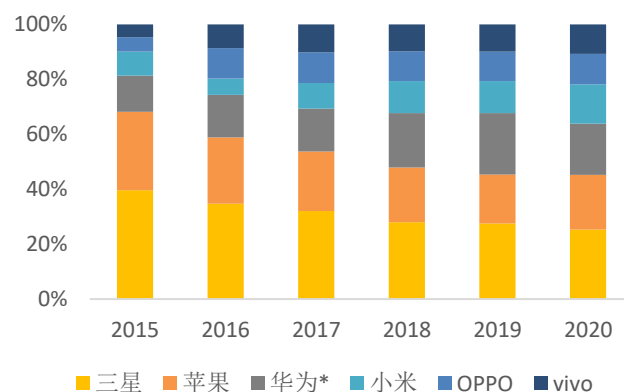
锂离子电池全产业链国产化加速。从上游原材料来看，中国具备得天独厚的优势，是全球最大的石墨生产国，占全球石墨总产量的 69% 左右；同时拥有丰富的镍、锂等多种稀有资源。锂电设备的国产化率也不断提升，已覆盖电池生产全工序；尤其是后端工艺设备化成、分容、检测基本完成国产化，中端工艺的卷绕设备国产化率已超 90%，前端设备整体国产化率约 88% 左右。同时，我国优质锂电企业宁德时代、国轩高科、比亚迪、欣旺达、珠海冠宇等充分发挥电池制造优势，与锂电产业链的相关企业共同成长，促进锂电池技术工艺的创新，进一步提升中国锂电企业在全全球锂电行业的竞争力。

图表 66：我国锂离子电池进出口情况



资料来源：《中国轻工统计年鉴》，中国海关总署，太平洋研究院整理。单位：亿美元

图表 67：手机品牌 Top 5 出货量情况



资料来源：Counterpoint，太平洋研究院整理。注：华为包含了荣耀系列，单位：百万台。

4.2、同业比较

在消费锂离子电池领域，珠海冠宇可与国际三巨头 ATL、三星 SDI、LG 化学齐名。从 2020 年全球锂离子出货量排名来看，以上三家企业与公司的笔电类电池排名分别为 1、4、3、2；手机类电池排名排名分别为 1、2、3、5。珠海冠宇的终端客户覆盖范围广，且客户均为消费电子龙头企业，电芯方面包括华为、OPPO、惠普、戴尔、华硕、联想、微软、宏基等，电池 PACK 客户有小米、惠普等。公司与下游企业已经形成了长期稳定的合作，可充分受益于客户的增长红利及品牌影响力。同时，珠海冠宇通过为客户提供从电芯到 PACK 的全产业链服务，有效的缩短了生产周期，提高了生产效率，进而增加了客户的粘性。

图表 68：消费电子锂离子电池主要企业供应情况

品牌	冠宇	ATL	三星 SDI	LG 化学	欣旺达	比亚迪
三星	√	√	√	√		√
苹果	√	√	√	√	√	
华为	√	√	√	√	√	√
小米	√	√	√	√	√	
VIVO	√	√	√		√	
OPPO	√	√	√		√	
联想	√	√		√	√	
戴尔	√		√	√	√	√
惠普	√	√	√	√		
华硕	√		√	√		√
宏基	√					

资料来源：公司官网，公告，太平洋研究院整理

- 与欣旺达比较：**二者所制造的产品在下游应用方面相似，消费类锂电池占主要份额，均在 99%上下；而动力电池尚在研发中，欣旺达动力类电池已实现批量生产。虽同为消费锂离子电池供应商，欣旺达的手机电池产品占比更大，其次为智能硬件类电池；而珠海冠宇笔电和平板的份额更大，约 68%。第二大区别为产品结构，欣旺达以电池 PACK 为主营产品，电芯占比较小，仅 9%；但珠海冠宇以电芯产品为主，电池 PACK 为辅，占比分别为 72%和 28%。珠海冠宇具备更完善的全产业链布局，且掌握更核心、毛利更高的电芯环节，所以即使公司在产能及营收规模上与欣旺达还有所差距，但珠海冠宇的净利率却比欣旺达高出 9 个百分点。随着未来 2-3 年募投项目的投产，规模效应逐

渐释放，公司营收规模和盈利能力方面都将得到跨越式提升。

- **与亿纬锂能比较：**亿纬锂能的下游应用分别为消费电子和动力电池，营收规模占比各一半；其消费电池包含锂原电池、小型锂离子电池，动力电池包括新能源汽车电池、电池系统和储能电池。仅从锂离子电池业务上看，公司的毛利率为 31%，高出亿纬锂能锂离子电池业务毛利率 5 个百分点。一个原因是亿纬锂能的动力类毛利率较低。第二是从下游客户结构上来看，亿纬锂能的消费类客户主要为可穿戴设备、蓝牙设备、电动工具、电子雾化器等，相比公司涉及的手机、笔电和平板类领域，客户相对分散、规模效应较弱。

图表 69：全球主要电池厂商主营业务和行业地位详情

公司	主要产品	主要应用	行业地位	产量
ATL	锂离子电池和电池组	智能手机、平板、笔电、无人机、穿戴、家居	2020 年全球锂离子电池出货量：笔电及平板、手机均排名第一	
三星 SDI	小型锂离子电池、汽车电池、电子材料	消费、动力	2020 年全球锂离子电池出货量：笔电及平板排名第四，手机排名第二。	
LG Chem	石油化学、电池（41%）、尖端材料、生命科技	消费、动力	2020 年全球锂离子电池出货量：笔电及平板排名第三，手机排名第三。	
比亚迪锂电池	锂离子电芯、电池 PACK	手机、笔记本、数码产品、后备电源、UPS、EV/HEV	2020 年全球锂离子电池出货量：笔电及平板排名第五，手机排名第四。	
欣旺达	锂离子电池模组（55%），电芯（9%）和电源管理系统	手机（55.25%）、智能硬件（21.45%）、笔记本电脑（13.98%）、动力（1.44%）	国内消费电池模组领域龙头企业，在手机和笔记本电池领域拥有丰富的客户资源和技术优势；2019 年国内方形动力电池装机量排名第八。	9.16 亿个
亿纬锂能	锂原电池（18.27%）、锂离子电池（81.73%）、动力电池、电池系统	消费电池（50%）、动力电池（50%）、储能电池	国内锂原电池龙头和锂离子电池优质企业，2020 年国内方形动力电池装机量排名第五。	8.28 亿只
鹏辉能源	一次锂离子电池（3.84%）、二次锂离子电池（88.25%）、镍氢电池（2.04）	消费数码、新能源汽车、轻型动力和储能领域	国内较大的电池生产厂家之一，2020 年国内方形动力电池装机量排名第十三。	5.74 亿个
珠海冠宇	聚合物软包锂离子电芯（72.18%），电池 PACK（27.82%）	消费类（99.84%），动力（0.16%）	2020 年全球锂离子电池出货量：笔电及平板排名第二，手机排名第五。	2.7 亿只

资料来源：公司官网，公告，太平洋研究院整理。注：数据来源于各公司 2020 年年报，括号内为 2020 年该项目占总营收比例。

珠海冠宇的核心竞争力在于其掌握电芯核心工艺，并且具备较大电芯+模组及 PACK 的全产业链产能。随着上市后融资能力得到提升，凭借原本强势的低采购成本和优质大客户的优势，未来有望加速扩产并且丰富产品结构。公司未来将持续扩大消费类锂离子电池的产能以进一步抢占市场份额，同时加大新兴智能设备和动力类锂离子电池的研发和投资，提升公司在全球锂离子电池上的行业地位。

5、盈利预测与估值

珠海冠宇是我们非常看好的锂电池企业，在电芯能力上，它在国内仅次于 ATL，比起国内其他做 pack 封装起家的电池厂商，其技术积淀与竞争力更有保障。在横向渠道领域，它在大尺寸的笔记本与 pad 类产品领域取得了相当不错的份额和市场认可，并且已经快速地在向手机、可穿戴、动力、储能等方向展开切入与布局，应用领域的可复制性与扩展赋予公司充足的成长空间。而在纵向领域，公司上市前后已经在 pack 封装等领域展开布局，未来既会继续维持与后端重要 pack 厂的合作，也会在部分领域实现自身 cell + pack 的一体化切入。结合当下市场对于充电性能（快速充电）、新能源所带动的动力与储能等全新需求增量，公司未来的成长是多维度、多方向、复合体量的，再叠加以电池行业本身的安规护城河，接下来几年都将是持续成长的良好年景，我们预估公司 2021-2023 年利润将有望达到 10.72、14.92、19.46 亿元，当前市值对应估值分别为 48.35、34.74、26.64 倍，予以公司买入评级。

6、风险提示

(1) 全球经济下滑，进而导致下游消费电子出货量不及预期；(2) 新建产线投产不及预期，新产品开发不及预期；(3) 原材料价格剧烈波动风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	(16)	703	3,605	6,117	8,739	营业收入	5,331	6,964	10,480	14,210	20,730
应收和预付款项	1,815	2,474	3,692	4,013	4,594	营业成本	3,824	4,794	7,690	10,604	15,843
存货	701	1,048	1,149	1,502	2,019	营业税金及附加	34	44	66	89	130
其他流动资产	231	239	239	239	239	销售费用	60	36	95	115	147
流动资产合计	2,731	4,464	8,685	11,870	15,590	管理费用	376	441	1,024	1,279	1,866
长期股权投资	0	0	0	5	15	财务费用	23	206	342	350	420
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(95)	(119)	10	30	50
固定资产	1,637	2,849	2,620	2,177	1,759	投资收益	(6)	19	0	5	10
在建工程	217	194	50	100	100	公允价值变动	3	(0)	0	0	0
无形资产	120	190	201	228	221	营业利润	529	926	1,253	1,749	2,285
长期待摊费用	117	262	131	0	0	其他非经营损益	(71)	(47)	10	8	5
其他非流动资产	116	65	65	65	65	利润总额	459	880	1,263	1,757	2,290
资产总计	4,939	8,023	11,751	14,446	17,751	所得税	46	104	189	263	342
短期借款	303	425	525	675	875	净利润	413	775	1,073	1,494	1,948
应付和预收款项	1,629	3,280	4,587	5,373	6,302	少数股东损益	2	(0)	1	2	2
长期借款	222	579	729	829	929	归母股东净利润	412	775	1,072	1,492	1,946
其他负债	626	477	851	901	1,131	预测指标					
负债合计	2,779	4,761	6,693	7,778	9,237		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	905	966	966	966	966	毛利率	28.3%	31.2%	26.6%	25.4%	23.6%
资本公积	933	1,483	2,483	2,983	3,383	销售净利率	7.7%	11.1%	10.2%	10.5%	9.4%
留存收益	383	797	1,592	2,700	4,144	销售收入增长率	12.3%	30.6%	50.5%	35.6%	45.9%
归母公司股东权益	2,221	3,246	5,042	6,649	8,493	EBIT 增长率	70.1%	88.6%	38.3%	34.6%	28.4%
少数股东权益	1	(1)	1	2	5	净利润增长率	87.7%	87.6%	38.5%	39.2%	30.4%
股东权益合计	2,222	3,246	5,042	6,652	8,498	ROE	0.19	0.24	0.21	0.22	0.23
负债和股东权益	5,001	8,007	11,735	14,429	17,735	ROA	0.10	0.12	0.11	0.12	0.12
现金流量表(百万)						ROIC	0.28	0.31	0.30	0.52	0.86
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(X)	0.37	0.69	0.96	1.33	1.73
经营性现金流	273	2,025	1,917	2,206	2,362	PE(X)	125.96	66.86	48.35	34.74	26.64
投资性现金流	(816)	(1,630)	29	(93)	(16)	PB(X)	23.34	15.97	10.28	7.80	6.10
融资性现金流	311	535	956	399	276	PS(X)	9.72	7.44	4.95	3.65	2.50
现金增加额	(226)	896	2,902	2,512	2,622	EV/EBITDA(X)	53.06	32.48	23.01	17.55	14.27

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。