

欣旺达 (300207.SZ)

消费 pack 龙头，动储电池新星

2022 年 10 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

殷晟路 (分析师)

yinshenglu@kysec.cn

证书编号: S0790522080001

日期	2022/10/11
当前股价(元)	23.30
一年最高最低(元)	55.00/18.32
总市值(亿元)	400.44
流通市值(亿元)	366.00
总股本(亿股)	17.19
流通股本(亿股)	15.71
近 3 个月换手率(%)	131.94

● 消费电池龙头，动储电池新星

公司是全球消费 pack 龙头企业，动力储能电池业务成为第二增长曲线。公司 1997 年起开始深耕锂电池赛道，逐步发展成为全球消费电池模组的龙头企业，并凭借优异的产品研发能力顺利完成了向动力储能电池业务的延伸，业务布局不断完善。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.94、26.36、35.77 亿元，EPS 为 0.64、1.53、2.08 元/股。对应当前股价 2022-2024 PE 为 36.6、15.2、11.2 倍，低于可比公司平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 纯电混动齐发力，动力储能电池业务进入业绩收获期

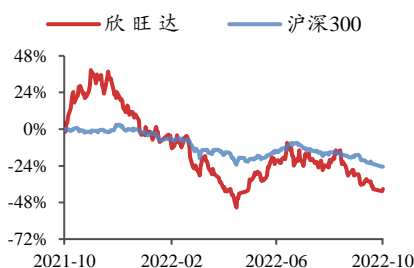
公司陆续获得吉利、雷诺、日产、上汽通用五菱、东风柳汽等大型车厂定点，在 HEV 领域公司产品已迭代至第三代，功率、低温启动、使用寿命等性能领先市场，客户吉利完成雷神混动系统突破，有望带来混动电池配套需求新增量；BEV 领域公司主打长续航及超级快充差异化产品，2025 年远期产能规划达到 198GWh，配套的极氪等车型销量增长态势良好。储能领域公司已获得发电侧储能及华为通信储能订单，未来有望凭借优异的产品研发能力开拓户储客户，实现储能领域全面开花。

● 消费电池电芯自供率快速提升增厚利润

公司以消费 pack 产品起家，积累了大量消费电子一线厂商客户资源，公司 2014 年收购惠州锂威后开始向上游电芯端延伸，并在 2013-2018 年陆续完成主流客户的电芯认证。电芯作为消费电池最大的成本项，据我们测算电芯自供率每提升 30% 可以提升消费 pack 3% 的毛利率。公司通过多轮融资在浙江兰溪规划消费电芯产能，预计未来公司消费电芯的自供率有望不断提升，将持续增厚公司利润。

● 风险提示：储能客户扩展不及预期风险、消费电池景气度下滑风险

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	29,692	37,359	47,545	60,549	76,780
YOY(%)	17.6	25.8	27.3	27.4	26.8
归母净利润(百万元)	802	916	1,094	2,636	3,577
YOY(%)	6.8	14.2	19.5	140.8	35.7
毛利率(%)	14.6	14.7	13.9	17.0	18.0
净利率(%)	2.7	2.3	2.2	4.6	5.3
ROE(%)	11.3	6.2	7.1	16.0	19.2
EPS(摊薄/元)	0.47	0.53	0.64	1.53	2.08
P/E(倍)	49.9	43.7	36.6	15.2	11.2
P/B(倍)	6.0	3.1	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、公司概况：从消费模组龙头到动力电池新势力.....	4
2、动力纯电混动双拳出击，储能电池业务放量在即.....	9
2.1、动力电池布局迎来收获期，上游战略布局缓解原材料压力.....	9
2.2、BEV 市场：主打快充和安全性，绑定易捷特和吉利放量在即.....	10
2.3、HEV 车型：第三代产品推出，预计未来将贡献稳定盈利.....	14
2.4、储能市场：并行发力，有望成为新的增长动力.....	20
3、消费电池：掌握消费电子一线客户资源，未来电芯自供率提升增厚公司利润.....	22
4、盈利预测与投资建议.....	26
5、风险提示.....	28
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

图 1：从消费 pack 到动力电芯，公司业务布局不断扩展.....	4
图 2：公司股权结构稳定，业务布局完整（截止 2022 年中报）.....	5
图 3：动力电池业务驱动 2021 年营收增速进一步提升.....	6
图 4：归母净利润 2022H1 有所下滑.....	6
图 5：2018 年起动力及储能电池业务成为增长新动力.....	7
图 6：毛净利率整体保持良好.....	7
图 7：公司费用率保持较低水平.....	7
图 8：2017-2021 年公司现金回流状态总体向好.....	8
图 9：产业链一体化降低原材料压力.....	10
图 10：2022H1 欣旺达装机以三元为主.....	11
图 11：欣旺达发布 SFC480 超级快充电池.....	11
图 12：欣旺达“五层安全设计”保障电池安全.....	12
图 13：极氪 001 汽车在 2021 年 10 月推出后在国内热销（单位：辆）.....	13
图 14：2021 年欣旺达占国内动力电池装机量份额 1.33%.....	13
图 15：2022H1 欣旺达占国内动力电池装机份额 2.23%.....	13
图 16：HEV 车型可以用少量电池实现更好的减排效果.....	15
图 17：欧洲 HEV 体量大，国内 HEV 销量加速增长（单位：万辆）.....	15
图 18：2021 年 HEV 电池以镍氢电池为主.....	16
图 19：科力美电池价格及净利率稳定性高于宁德时代（单位元/Wh，%）.....	18
图 20：欣旺达 HEV 电池倍率达到 100C.....	18
图 21：欣旺达 HEV 电池寿命达到 6 万周.....	18
图 22：公司第三代 HEV 产品优势明显.....	19
图 23：2022 年吉利混动车型（PHEV+HEV）销量同比快速增长.....	19
图 24：预计 2025 年全球储能电池出货量将达到 661GWh.....	20
图 25：公司消费电池客户矩阵完整.....	22
图 26：锂威三条产品路线并进的规划蓝图.....	23
图 27：公司消费电芯自给率逐步提升.....	23
图 28：全球 3C 消费软包电芯市场集中度高.....	23
图 29：锂威电芯客户不断扩展.....	24

图 30: 电芯为消费电池最大的成本项	25
表 1: 公司主营消费和动力电池产品, 产品谱系全面	4
表 2: 欣旺达管理层财务及管理背景居多	5
表 3: 公司产能扩张加速	9
表 4: 公司客户不断扩容	9
表 5: Dacia Spring 是法国 22 年 1-5 月最畅销车型	12
表 6: 欣旺达动储电池有望快速扩产 (单位: GWh)	13
表 7: 上下游企业集中入股欣旺达电动汽车电池	14
表 8: HEV 车型是推动汽车电动化的重要解决方案	15
表 9: 2022 年以来国内车企相继发布多个 HEV 车型	16
表 10: 2022H1 HEV 装机量欣旺达排名国内第四	16
表 11: HEV 电池对放电倍率及循环寿命要求较高	17
表 12: 公司混动电池配套产能快速扩张 (单位: 万套)	19
表 13: 各储能领域全面进攻	20
表 14: 公司在户储、工商业、大储均推出集成产品	21
表 15: 公司电芯产能自供率有望快速提升 (亿只)	24
表 16: 电芯自供率每提升 30% 可以提升 pack 毛利率 3-4% (以营收为单位 1)	25
表 17: 公司营收拆分与预测	26
表 18: 公司 PE 估值与 PEG 估值低于可比公司	27

1、公司概况：从消费模组龙头到动力电池新势力

以消费 pack 起家，业务布局不断完善。公司成立于 1998 年，以消费电池的 pack 业务起家，逐渐发展成为全球领先的消费模组厂商，积累了电池模组相关技术的同时也成为公司稳定的现金流来源。2008 年公司借助在消费电池模组的技术，率先开始动力电池 pack 产品相关的研发。2014 年公司收购东莞锂威，完成向更为核心的上游电芯环节的延伸。2015 年起公司开始正式布局动力电池电芯产线，并于 2018 年正式投产，2021 年获得吉利、广汽、东风等大型车企的定点，成为动力电池赛道的新势力，形成了完整的锂电池产业链布局。

图1：从消费 pack 到动力电芯，公司业务布局不断扩展

以消费电 池pack业 务起家	开始动力 电池pack 研发	在深交所 上市	收购东莞锂威 向上游延伸至 电芯业务	布局动力 电池电芯 业务	动力电芯 正式投产	获得吉利、 广汽、东 风等客户 定点
1998	2008	2011	2014	2015	2018	2021

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主营消费及动力电池产品，还拥有智能硬件、精密结构件等消费电池相关业务作为现金流支撑。其中公司的消费锂电池应用领域涵盖手机、笔电、平板、电动工具等，现已成为国内锂电能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一，还以向客户提供消费类锂电池为契机，为满足客户的一站式采购需求，扩宽了智能硬件、精密结构件等业务。公司的动力电池涵盖三元及磷酸铁锂系列，聚焦方形铝壳电芯，覆盖了 BEV、HEV、48V 等应用市场。

表1：公司主营消费和动力电池产品，产品谱系全面

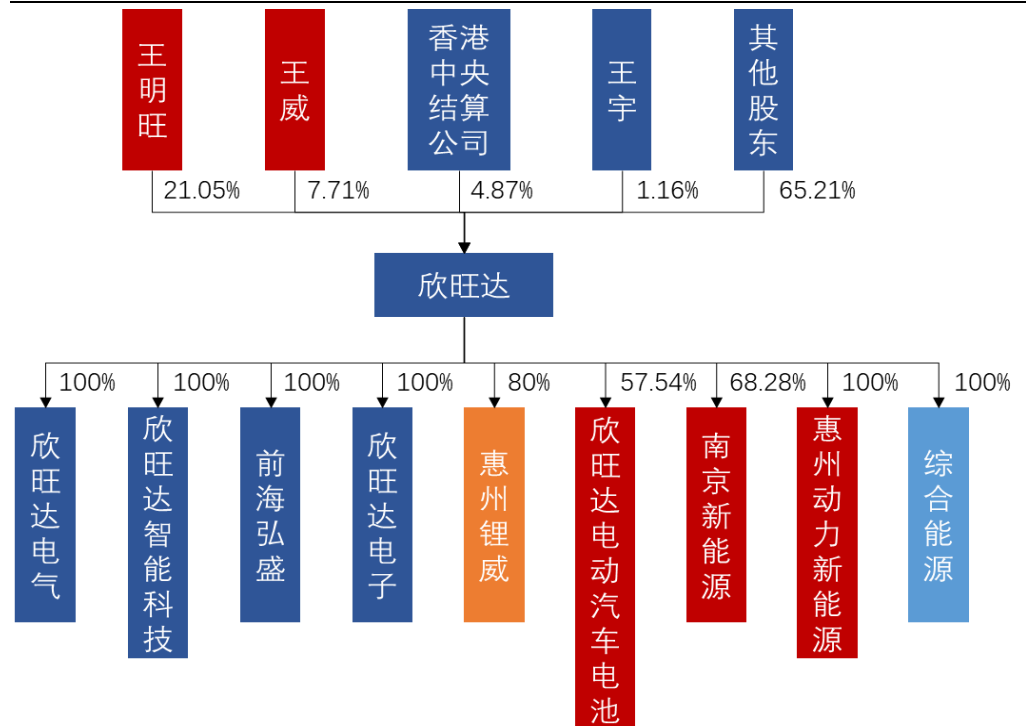
应用领域	相关产品	具体介绍	产品图片
消费类电池	手机类电池	工作电压 3.8V-3.87V 电池容量 2.82Ah-5.85Ah	
	电脑类电池	工作电压 3.82V-3.85V 电池容量 5.10Ah-8.02Ah	
	电动工具	\	
	智能硬件电池	包括 TWS 耳机电池、无人机电 池、扫地机器人电池	
动力类电池	磷酸铁锂电池	包括电芯和电池模组，电池容量 142Ah-172Ah	
	三元电池	包括电芯和电池模组，电池容量 153-246Ah	
	健康个护	电动牙刷、智能化妆镜、智能手 表、电子烟等	
智能硬件	智能家居	扫地机、智能门锁、智能开关等	
	智能出行	滑板车、行车记录仪等	

应用领域	相关产品	具体介绍	产品图片
精密结构件	手机电脑相关注塑件、模具、 电池盖		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

王明旺、王威两兄弟为公司实控人，子公司业务布局完整。王明旺、王威系兄弟关系，2022年半年报合计持股28.76%，为公司控股股东和实际控制人，公司股权结构稳定。公司主要参股控股公司中，其中欣旺达电子等4家公司主营电池模组相关产品，惠州锂威主营锂电池电芯，欣旺达电动汽车电池等3家公司主营动力电池相关业务，综合能源主营储能电池及设备相关业务，业务布局完整。

图2：公司股权结构稳定，业务布局完整（截止2022年中报）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司管理层深耕锂电池业务，财务及管理背景居多。公司董事长王威自1997年创建欣旺达以来一直在公司深耕锂电池业务，先后担任公司营销总监、副总经理、总经理、董事长等职位。公司副总经理梁锐在天津力神工作17年，先后担任董秘、总经理助理、执行副总裁等职位，拥有丰富的动力电池从业经验，同时公司管理层均具有管理学背景，学历较高。

表2：欣旺达管理层财务及管理背景居多

高管	职位	简介
王威	董事长、总经理	清华大学高级工商管理硕士课程研修班结业。1994年9月至1997年12月，任佳利达电子加工厂副总经理；1997年12月与王明旺先生共同创办欣旺达，任欣旺达营销总监；2008年8月至2014年9月，任欣旺达董事、副总经理；2016年10月17日至今任欣旺达董事长、总经理。
梁锐	副总经理	南开大学工商管理硕士毕业。1999年8月至2016年10月，在天津力神电池股份有限公司工作，历任董事会秘书、总经理助理、执行副总裁、常务副总裁等职务。
曾均	副总经理、董事会秘书	西南财经大学金融学硕士学位。先后任职于一创摩根投行部，瑞信方正企业融资部。2016年起任公司发展部总经理、董事会秘书

高管	职位	简介
肖光昱	副总经理、财务总监	中山大学财务总监研修班结业,会计学硕士,在读国际金融博士。正高级经济师,中级会计师,高级理财规划师,澳洲注册会计师。2004年起任公司财务总监。

资料来源:公司公告、开源证券研究所

动力电池业务驱动公司 2021 年业绩增速反弹。2017 年到 2020 年,公司营业收入从 140.45 亿元增加至 296.92 亿元, CAGR 28.34%, 归母净利润从 5.44 亿元增长至 8.02 亿元, CAGR 13.81%。公司凭借在消费锂电池 pack 及电芯领域的产品竞争力, 抓住了行业软包替代的市场机会, 市占率逐步提升, 营收利润持续增厚。2021 年公司动力电池业务产品成熟度和稳定性进一步得到市场批量应用验证, 动力电池业务实现收入 29.33 亿元, 同比 584.67%。动力电池高增驱动公司 2021 年业绩增速进一步增长, 公司 2021 年营收 373.59 亿元, 同比 25.82%, 归母净利润 9.16 亿元, 同比 14.18%。

2022H1 营收增速进一步提升, 但是利润同比下滑。2022H1 公司实现营收 106.21 亿元, 同比增长 35.11%, 相比 2021 年的增速 25.82%进一步提升, 反映了行业保持高景气度。但是归母净利润为 3.72 亿元, 同比下降 39.72%。我们认为有两方面原因。

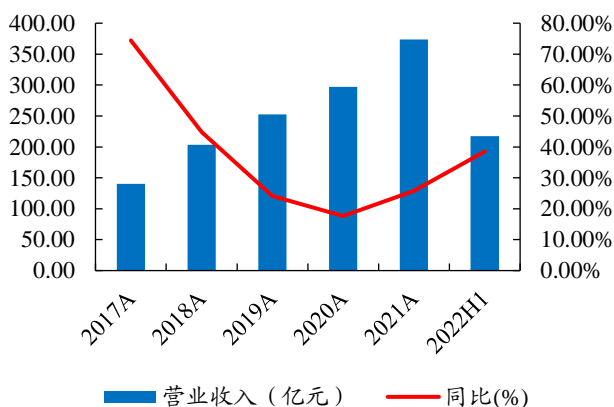
(1)传统消费电子行业需求呈现下滑趋势。受制于消费电子产品行业需求下滑, 行业供需平衡移动导致公司 2022H1 笔电和手机锂电产品出货价格承压。

笔电: 根据 IDC 数据, 2022Q2 全球 PC 出货量 8050 万台, 同比-5.1%, 2022Q2 全球 PC 出货量 7130 万台, 同比-15.3%。

手机: 根据 IDC 数据, 2022Q1 国内智能手机出货 7500 万台, 同比-13.7%, 2022Q2 国内智能手机出货 6720 万台, 同比-14.7%。

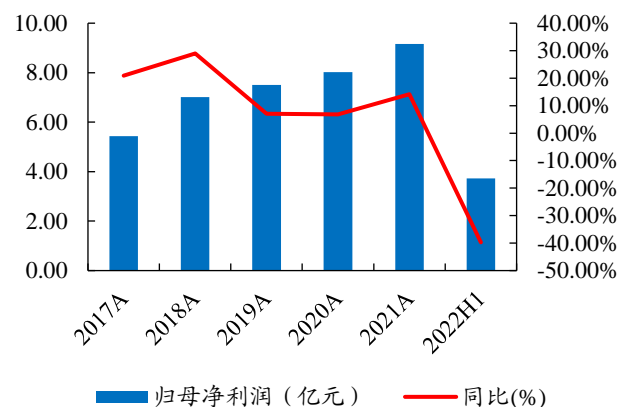
(2)原材料价格上涨导致利润端承压。受到锂电池原材料大幅涨价影响, 公司成本端价格上涨。而动力电池业务顺价机制不顺畅, 消费电池价格受到与客户谈价周期等限制, 成本上涨的压力没有得到释放, 导致利润端承压。

图3: 动力电池业务驱动 2021 年营收增速进一步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 归母净利润 2022H1 有所下滑



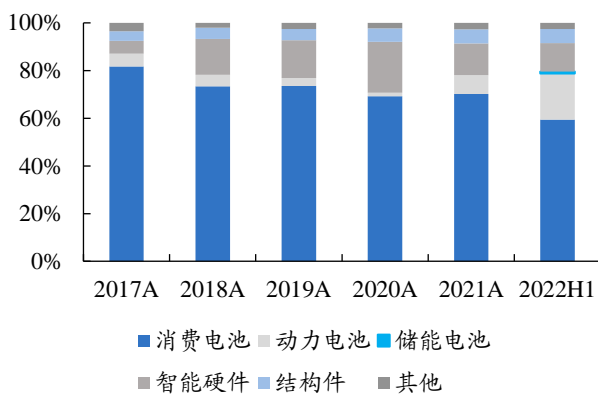
数据来源: Wind、开源证券研究所

手机电池业务占比下降, 智能硬件、动力电池业务为增长动力续能。2010 年以来公司抓住智能手机高速增长红利, 手机锂电池业务实现快速扩张, 至 2017 年提升至 104 亿元, 占比 74%, 成为公司主要收入来源。2017 年以来由于手机行业景气度下降, 公司凭借多年的智能终端产品经验, 以向客户提供消费类锂电池为契机, 为

其组装生产智能手表、耳机等产品，带来智能硬件产品的新增量，2017-2020年智能硬件产品的营收占比不断提升。进入2021年公司动力电池业务开始发力，占比从2020年的1.4%增长至2021年的19.3%。2022年公司新增储能电池业务，2022H1占比0.8%，下半年随着南昌电芯产能投产占比有望快速提升。

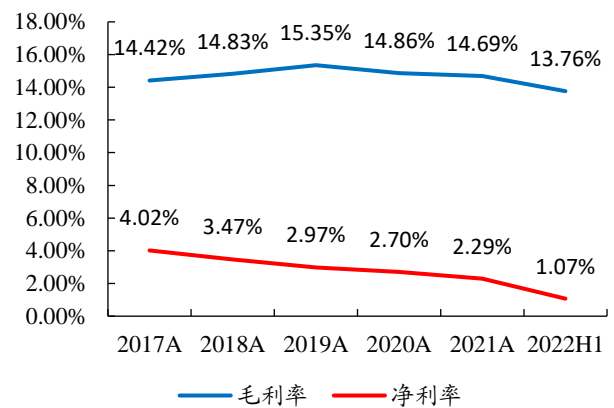
公司毛净利率整体保持良好。2017-2021年公司毛利率保持良好，保持在15%中枢上下。由于公司2015年起开始布局动力电池业务，研发投入不断加大，研发费用率从2017年的4.61%增长至2021年的6.23%，因此公司净利率呈现下降趋势，从2017年的4.02%下降至2021年的2.29%。2022H1受到锂电池原材料大幅涨价影响，而动力电池业务顺价机制不健全，消费电子价格受到与客户谈价周期等限制，成本上涨的压力没有得到释放，利润端承压，毛利率下降至13.76%，净利率下降至1.07%。

图5：2018年起动力及储能电池业务成为增长新动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

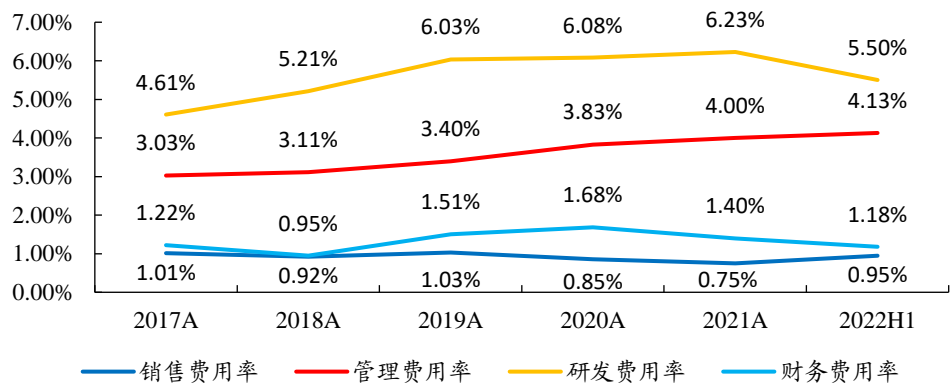
图6：毛净利率整体保持良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

大力投入研发，销售、财务费用率保持较低水平。公司自开始开拓动力电池业务以来大力投入研发，研发费用率不断上升，从2017年的4.61%上升至2021年的6.23%；公司目前主要采用进入客户供应商体系进行直接销售的销售模式，财务费用率也保持良好，销售和财务费用率均维持在1%左右；公司管理费用率从2017年的3.03%上升至2022H1的4.13%，处于上升态势，但整体仍处于较低区间。

图7：公司费用率保持较低水平

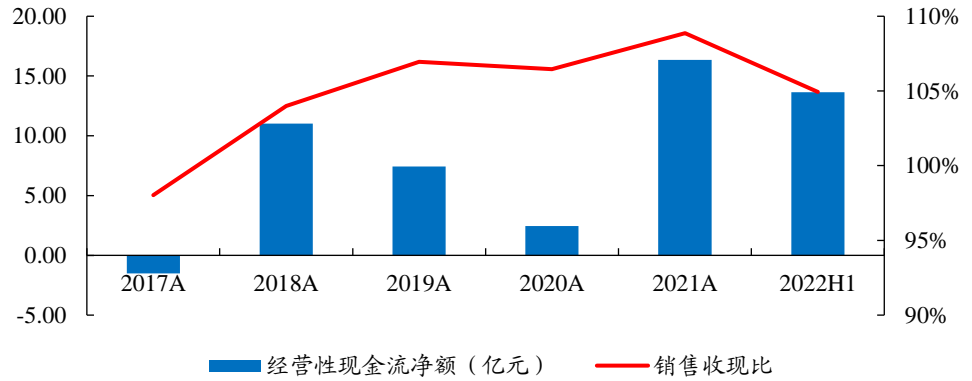


数据来源：Wind、开源证券研究所

销售收现比不断提升，现金流回流情况总体向好。公司大力研发投入带来的技术壁垒和产品性能提升帮助公司开拓优质客户，同时向下游的议价权持续提升，销

售收现比从 2017 年的 98% 持续上升至 2021 年的 109%，公司的预收款也从 2017 年的 0.51 亿元上升至 2022H1 年的 4.58 亿元，充分反映了公司产品竞争力的提升和在手订单的景气度。现金流持续向好，公司货币资金从 2017 年的 18.73 亿元上升至 2022H1 的 95.04 亿元，充分反映了公司的良好的现金流，同时充裕的账面资金以及消费电池业务丰厚的现金流为公司扩展动力电池业务提供了有力支撑。

图8：2017-2021 年公司现金回流状态总体向好



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、动力纯电混动双拳出击，储能电池业务放量在即

2.1、动力电池布局迎来收获期，上游战略布局缓解原材料压力

聚焦方形铝壳，产能扩产加速。公司动力电池聚焦方形铝壳电芯，覆盖 BEV、HEV、48V 轻混等车型。公司在惠州和南京陆续规划多条 BEV 及 HEV 产线，截止 2021 年底，公司 BEV 年产能达到 10GWh。公司在南昌、枣庄、什邡、宜昌、义乌等地大力扩张产能，已披露的到 2025 年产能远期规划预计将达到 198GWh。

表3: 公司产能扩张加速

基地	产能类型	产能	投产时间
惠州博罗产业园一期	2 条 BEV 产线	2GWh 电芯, 6GWh PACK	2018 年
	1 条 HEV 产线	配套 7 万辆	2018 年
	1 条 BEV 产线	2GWh 电芯	2019 年底
南京一期	1 条 BEV 产线	2GWh	2020Q1
	两条 HEV 产线	配套 14 万辆	2020Q1
	2 条 BEV 产线	4GWh	2021 年底
	1 条 BEV 产线	2GWh	2022 年
南京二、三期	BEV	22GWh	2023 年
	4 条 HEV 产线	配套 28 万辆	2023 年
南昌一期	储能	4GWh	2022H2
南昌二期	动力储能	10GWh	2023 年
吉利欣旺达	1 条 BEV 产线	2GWh	2022 年底
	2 条 HEV 产线	配套 30 万辆	2022 年底
	4 条 HEV 产线	配套 50 万辆	2023 年
枣庄高新区	动力储能	30GWh	2023 年
四川什邡基地	动力储能	20GWh	2023 年
宜昌基地	动力	20GWh	2023 年
珠海金湾区	动力储能	20GWh	2024 年
南昌三期	动力储能	16GWh	2025 年
义乌一期	动力储能	30GWh	2025 年

资料来源：公司公告、起点锂电、电池中国网、开源证券研究所

HEV 及 BEV 车型相继突破，2021 年公司客户扩容加速。公司凭借优异的产品性价比率先，在 BEV 及 HEV 领域客户不断取得突破，相继取得日产、东风柳汽、东风乘用车、广汽乘用车等大型车企的定点。进入 2021 年公司客户扩容提速，并相继取得吉利、上汽通用五菱纯电动车型电芯供应定点突破，未来有望随着配套车型上市迎来业绩的放量，其中公司 2019 年定点的易捷特 Dacia Spring 车型于 2021 年 3 月上市，在欧洲多个国家销量排名前列，未来随着配套新车型的投放公司装机量增长弹性可观。

表4: 公司客户不断扩容

公告时间	车企	车型	具体
2019.4	雷诺-日产联盟	\	相关车型 2020-2026 预计需求 115.7 万台
2019.5	易捷特（雷诺、日产、东风合资公司）	Dacia Spring（BEV 车型）	相关车型 2020-2026 预计需求 36.6 万台

公告时间	车企	车型	具体
2020.6	日产	e-POWER (HEV 车型)	预计 23 年 HEV 及 BEV 合计销量超过 100 万辆
2020.8		HEV 车型	\
2020.9		换电项目	\
2021.2	东风柳汽	菱智 CM5EV (BEV 车型)	\
2021.9		T5EV (BEV 车型)	\
2021.2	东风乘用车	E70 (BEV 车型)	\
2021.4	广汽乘用车	A9E (HEV 车型)	\
2021.4	吉利汽车	PMA 平台 (BEV 车型)	包括极氪、smart、VOLVO、几何等品牌
2021.5	上汽通用五菱	E50 (BEV 车型)	142Ah 磷酸铁锂电芯
2021.8		CN220M (HEV 车型)	\

资料来源：公司公告、开源证券研究所

向产业链上游延伸，提升供应链管理能力。在锂矿环节，公司拥有东台吉乃尔盐湖锂矿项目探矿权，并与金圆中科、川恒股份合资购买阿根廷 Laguna Caro 矿权，预估锂资源含量为 50 万吨-100 万吨；在正极材料环节，公司与川恒化工合资建设了年产 60 万吨磷酸铁产线，预计到 2025 年能基本实现磷酸铁锂前驱体的自供；在铜箔环节，公司入股惠科新材料，现有铜箔产能 1.2 万吨，2022 年及 2024 年各投产 1.5 万吨。

图9：产业链一体化降低原材料压力



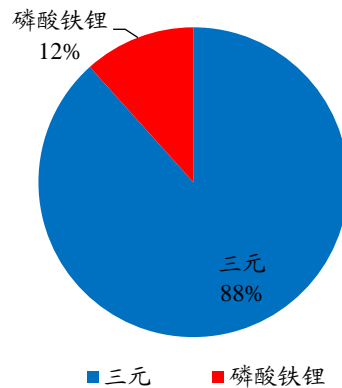
资料来源：公司公告、天眼查、中国经济新闻网、开源证券研究所

2.2、BEV 市场：主打快充和安全性，绑定易捷特和吉利放量在即

主打方形铝壳三元，针对续航焦虑推出长续航和超级快充两种解决方案。公司动力电池聚焦方形铝壳路线，在材料体系上以三元为主，2022 年上半年三元装机量达到 2.2GWh，占比 88%。针对电动车的续航焦虑，公司推出了长续航和超级快充两种解决方案，长续航电芯能量密度最高达到 210Wh/kg，续航里程达到 1000 公里；2022 年 9 月 3 日公司发布新一代快充电池产品 SFC480，最大充电功率达到 480kW，

针对续航里程 700KM 的车型，充电 5min 可以实现续航 200KM，在充电速度、空间利用、低温性能和安全性方面具有明显优势。

图10: 2022H1 欣旺达装机以三元为主



数据来源: CABIA、开源证券研究所

SFC480 超级快充电池在工艺、材料、结构实现重大创新，有望在年内实现量产。 2022年9月3日公司发布新一代快充电池产品 SFC480。在工艺创新方面，产品通过复合多孔电极技术，电芯电极厚度增加约 15%基础上，获得更高的能量密度；在结构创新方面，系统实现了 3D 液冷技术，达到更高的加热和散热效率，同时也降低成本、实现更高集成度；电芯有叠片和无连接片连接的两项结构创新技术加持，实现卷芯 100%CT 检测，0 不良流出，电芯内阻下降 3%，超充温升下降 2℃；在材料创新方面，公司正极采用高电压低钴产品，通过复合包覆和 R 元素掺杂改善表面稳定性，提升电池安全性能。公司新产品有望在 2022 年内实现量产，拉升公司平均盈利水平。

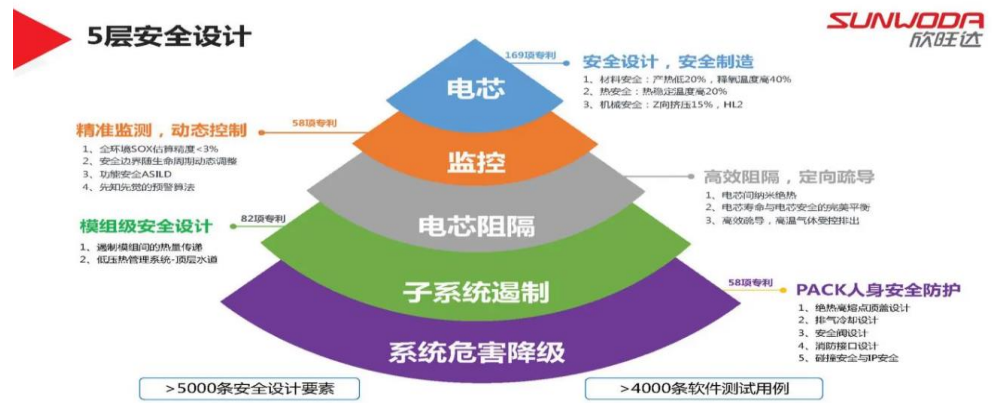
图11: 欣旺达发布 SFC480 超级快充电池



资料来源: 欣旺达发布会材料

“五层安全设计”保障电池安全，缓解新能源车安全焦虑。公司高度重视电池产品的安全性，建立了五层安全设计：第一层在电芯产品层次保障材料安全、热安全、机械安全；第二层在 BMS 系统层次提供主动安全防护；第三四层次在模组层次进行阻隔、遏制、疏导系统设计；第五层是针对人身安全防护设计，在电池上盖板采用耐高温材料，并首创性地应用消防接口设计，能够第一时间给电池系统降温。

图12: 欣旺达“五层安全设计”保障电池安全



资料来源: 盖世汽车

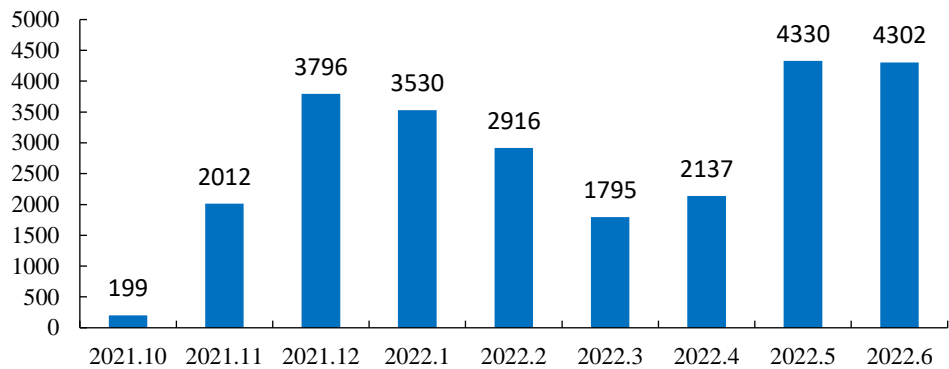
2019年开始配套 Dacia Spring 车型, 2021年3月上市后迅速放量。2019年5月公司与易捷特合作, 为 Dacia Spring 车型提供电池配套, Dacia Spring 车型配套 26.8KWh 电池, 定价 21,790 欧元, 21年3月上市后就在欧洲热销, 21年在欧洲销售 27876 辆, 在欧洲多个国家销量排名前列。22年 Dacia Spring 继续热销, 1-5月在法国销量 7878 辆, 排名第一, 驱动公司电池装机放量。

表5: Dacia Spring 是法国 22 年 1-5 月最畅销车型

车型	销量(辆)
Dacia Spring	7878
Fiat 500	7109
Peugeot e-208	6852
Tesla Model 3	6600
Renault ZOE	6076

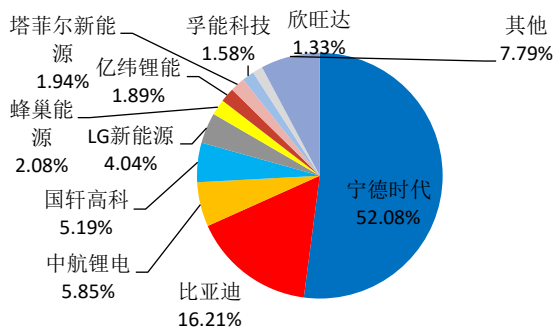
数据来源: INSIDEEVs、开源证券研究所

公司产品安全性能优势凸显, 供货吉利 PMA 平台切入高端乘用车型。2021年公司与吉利子公司威睿电动达成合作, 为吉利 PMA 平台(包括极氪、smart、VOLVO、几何等品牌)供应电芯产品。其中吉利旗下高端品牌极氪汽车于 2021 年发布了由欣旺达定向开发的极氪 001 电池包针刺试验视频, 试验中被刺电芯温度高达 801.4°C 也未起火、未爆炸, 公司产品安全性能优势凸显, 当前已为极氪 001 汽车配套电芯, 后者在 21 年 10 月推出后销量迅速上涨, 月度交付量已超过 4000 辆, 一方面为公司动力电池放量提供支撑, 另一方面也为公司提供高端车型的信用背书。

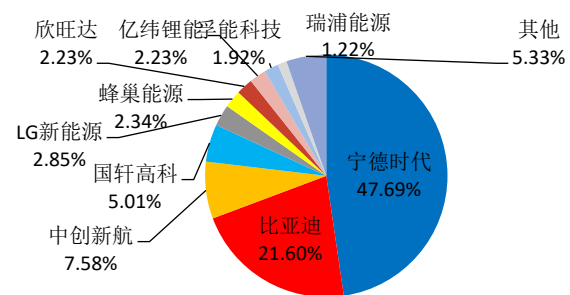
图13: 极氪 001 汽车在 2021 年 10 月推出后在国内热销 (单位: 辆)


数据来源: 极氪公众号、开源证券研究所

公司完成低中高端车型全覆盖, 在 BEV 电池配套领域进入快速成长期。经过多年的产能布局和产品联合开发, 公司 2019 年通过 Dacia Spring 低端车型切入乘用车市场并迅速放量形成规模效应; 2020 年起公司开始与东风柳汽达成深度合作, 开始大量供应景逸 S50、风行 S500 等多款单车带电量在 50 度左右的中端车型; 2021 年公司凭借优秀的产品安全性能切入吉利极氪汽车高端车型, 完成低中高车型的全覆盖, 进入快速成长期。2021 年公司国内装机量份额达到 1.33%, 进入前十名; 2022 年上半年公司国内装机量份额进一步上升至 2.23%, 前进到第七位, 全球装机量份额达到 1.50%, 进入全球前十名。

图14: 2021 年欣旺达占国内动力电池装机量份额 1.33%


数据来源: CABIA、开源证券研究所

图15: 2022H1 欣旺达占国内动力电池装机份额 2.23%


数据来源: CABIA、开源证券研究所

吉利、柳汽、易捷特、零跑等客户放量, 2025 年产能规划达 168GWh。惠州基地产能在 2019 年全部投产, 主供吉利及东风柳汽; 南京一期从 2020 年起开始逐步放量, 主供易捷特及上通五; 南昌基地一期 4GWh 有望在 2022 年下半年投产, 为进军储能市场提供产能保障; 2023 年南京二三期将陆续投产, 有望释放动储产能共 22GWh, 2023 年底公司动储电池产能有望达到 53GWh。同时公司相继在枣庄、珠海、什邡、宜昌等基地大力扩产, 已公布的产能规划中, 到 2025 年公司动储电池产能预计将达到 198GWh, 进入行业第一梯队。

表6: 欣旺达动储电池有望快速扩产 (单位: GWh)

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	下游客户
惠州博罗产业园	2	4	4	4	4	4	4	4	吉利、东风柳汽
南京一期			2	6	8	8	8	8	易捷特、上通五等
南京二期						10	10	10	零跑、雷诺等动力客户

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	下游客户
南京三期							12	12	\
南昌一期					4	4	4	4	储能
南昌二期						5	10	10	\
南昌三期								8	\
枣庄吉利欣旺达（持股 30%）					2	2	2	2	吉利
枣庄高新区						10	20	30	\
珠海金湾区							15	30	\
四川什邡基地						10	20	20	\
宜昌基地（持股 51%）						10	20	30	东风柳汽
义乌一期								30	\
合计产能	2	4	6	10	18	53	125	198	\

资料来源：公司公告、开源证券研究所

“蔚小理”集中投资看好公司研发，未来公司有望成为动力电池市场重要一极。

2022 年 2 月欣旺达子公司欣旺达电动汽车电池发布新一轮的融资方案，“蔚小理”、华友钴业、上汽、东风等多家上下游企业注资看好公司研发及未来发展。电池作为电动车的核心部件，当前各车企出于保障供应和提升议价权的需求需要提升深度绑定的电池企业份额，公司的研发能力以及产品能力已获得众多车企认可，未来随着战略合作车企更多订单的导入规模效应提升，有望发展成为动力电池市场的重要一极。

表7：上下游企业集中入股欣旺达电动汽车电池

欣旺达电动汽车电池股东	投资额（万元）	持股比例	相关方
重庆车之轅创业投资有限公司	20,354.67	2.41%	理想汽车
Sky Top LLC	17,810.33	2.11%	小鹏汽车
苏州蔚瑞创业投资合伙企业（有限合伙）	12,721.67	1.51%	蔚来汽车
巡星投资（重庆）有限公司	10,177.33	1.20%	OPPO
浙江华友控股集团有限公司	5,088.67	0.60%	华友钴业
无锡上汽金石创新产业基金合伙企业（有限合伙）	5,088.67	0.60%	上汽汽车
广州广祺欣电合伙企业（有限合伙）	4,070.93	0.48%	广汽汽车
东风交银轅汽车产业股权投资基金（武汉）合伙企业（有限合伙）	2,544.33	0.30%	东风汽车
信之风（武汉）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2,544.33	0.30%	东风汽车
广州小鹏汽车投资咨询合伙企业（有限合伙）	2,544.33	0.30%	小鹏汽车

资料来源：天眼查、开源证券研究所

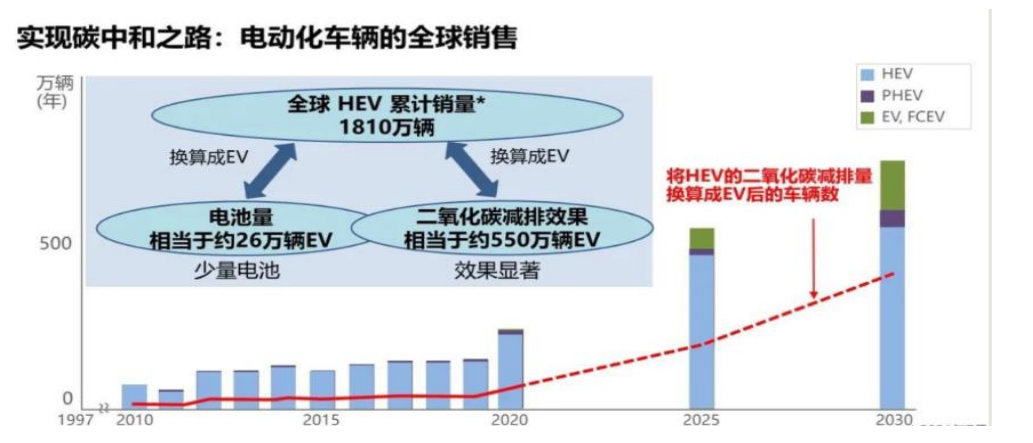
2.3、HEV 车型：第三代产品推出，预计未来将贡献稳定盈利

HEV 车型可以用少量电池实现更好的减排效果，是电池产能持续紧缺背景下推动汽车电动化的重要解决方案。相比其他类型电动化汽车，HEV 车型的电池安装需要对现有燃油车平台进行较大改动，因此需要和下游车企从研发端开始紧密合作，**客户粘性强，技术壁垒高**。同时据丰田汽车发布会公布数据，当前丰田 HEV 全球累计销量 1810 万辆，相当于用 26 万辆的 BEV 对应电池实现了相当于 550 万辆 BEV 的减排效果，是当前电池产能持续紧缺背景下，替代燃油车推动汽车电动化的重要解决方案。

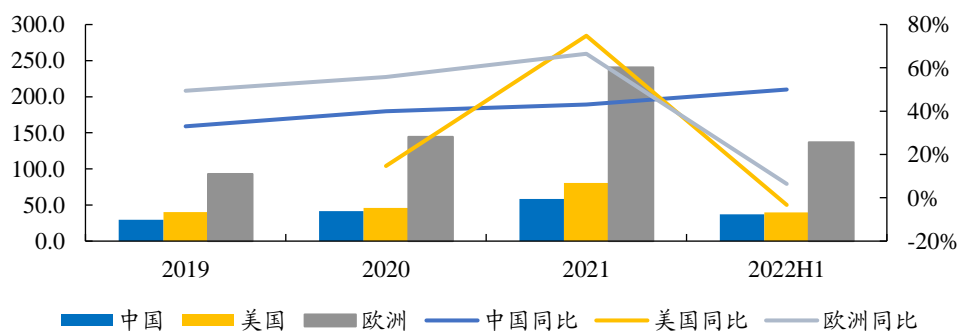
表8: HEV 车型是推动汽车电动化的重要解决方案

类别	产品特点	电池功能	优点	缺点	节油率
12V 轻混	以铅酸电池为主	启停电池	价格便宜	无法参与动力输出	3%
48V 轻混	锂离子电池, 0.4-1.0KWh	启停、辅助动力、能量回收	电压低较为安全	成本较高	10%
普通油电混合动力 (HEV)	锂离子电池, 1.5-3.5KWh	可单独作为动力输出, 能量回收、纯电行驶	动力性能提升	需要高压保护, 成本较高	35%
插电式混合动力 (PHEV)	锂离子电池, 7-12KWh	集成两套动力系统, 能量回收、纯电行驶	节油率高效、政策优惠补贴	需要充电, 成本高	40%
纯电动 (BEV)	锂离子电池, 50KWh 左右	唯一动力系统	无污染、政策优惠补贴	续航焦虑, 成本高	100%

资料来源: 欣旺达发布会材料、开源证券研究所

图16: HEV 车型可以用少量电池实现更好的减排效果


欧洲 HEV 车型销量大，国内 HEV 车型销量加速增长。2020 年欧洲碳排放目标降至 96g/km，车企碳积分压力加大，HEV 作为降低碳排放的高性价比方案开始被各品牌车企大量采用。中欧美三个地区的 HEV 车型销量均快速增长。其中中国销量从 2019 年的 29.6 万辆上升至 2021 年的 58.6 万辆，CAGR 40.8%；美国从 2019 年的 40.2 万辆上升至 2021 年的 80.6 万辆，CAGR 41.6%；欧洲从 2019 年的 92.8 万辆上升至 2021 年的 240.8 万辆，CAGR 61.1%。2022 年上半年欧美地区增速减缓；而国内增速进一步上升到 50%，未来有望成为 HEV 车型销量新的增长动力。

图17: 欧洲 HEV 体量大，国内 HEV 销量加速增长（单位：万辆）


2022 年以来国内车企混动布局加速。2022 年以来吉利汽车、长城汽车相继发布多个 HEV 车型，其中吉利星越 L 于 2022 年 3 月上市，截止 8 月 31 日销量已经突破 1.4 万辆，未来吉利博越 L、长城哈弗 H6、坦克 300 交付放量，有望助力国内 HEV 市场增长。

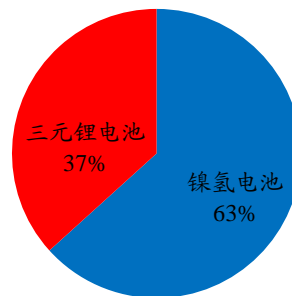
表9：2022 年以来国内车企相继发布多个 HEV 车型

时间	车企	发布平台	详细信息
2022.3	吉利汽车	星越 L	最大功率 110kW，电池容量为 1.8kWh，3 月份上市至今销量已突破 1.4 万辆
2022.8		博越 L	综合续航里程可达 1300km，销量目标为 165 万辆
2022.8	长城汽车	哈弗 H6	电池能量为 1.7KWh，电池组质保达 8 年或 15 万公里，纯电综合续航有 55km 和 110km 两种选择
2022.8.		坦克 300	最大功率 224kW，电池容量约 1.7kWh

资料来源：太平洋汽车、开源证券研究所

2021 年 HEV 电池以镍氢电池为主，锂电池渗透率有望提升。2021 全年 HEV 电池装机量约 0.79GWh，同比增长 46%。其中，镍氢电池装机量约 0.50GWh，占比 63%；三元锂电池装机量约 0.29GWh，占比 37%。而据 GGII 统计，2022 年一汽丰田凌放 RAV4 已经由镍氢电池切换为三元锂电池，随着三元锂电池与镍氢电池成本差异的缩小及电池技术、性能指标的提升，锂电池的渗透率有望进一步提升。

图18：2021 年 HEV 电池以镍氢电池为主



数据来源：GGII、开源证券研究所

HEV 市场格局好，2022H1 欣旺达 HEV 装车数量排名国内第 4，未来吉利放量有望进一步提升。据 GGII 数据，2022 年上半年国内 HEV 销量 37.1 万辆，相应配套的电池装机量约为 0.54GWh，同比增长 64%，其中科力美和松下分别占据 63.6%和 20.4%的份额，竞争格局较好。欣旺达凭借配套东风日产的轩逸车型，装机数量在国内排名第四。随着 HEV 领域锂电池渗透率提升以及未来吉利 HEV 车型放量，欣旺达在 HEV 的市占率有望进一步提升。

表10：2022H1 HEV 装机量欣旺达排名国内第四

电池企业	装机数量(台)	装机量(MWh)
科力美	221876	338.4
松下	86396	108.5
蓝色能源	26422	29.1
欣旺达	11744	17.6

电池企业	装机数量(台)	装机量(MWh)
宁德时代	10161	17.7
PEVE	9476	16.4
比亚迪	3931	6.6
捷威动力	921	1.7
LGES	414	0.6
盟固利	26	0.05
合计	371367	536.6

数据来源：GGII、开源证券研究所

HEV 电池相比 BEV 电池在放电倍率及浅充放循环寿命上有较高的技术壁垒。 HEV 车型可以利用汽车自身制动系统将动能转换为电能，对电池容量及能量密度要求更低，但是对电池浅充浅放次数及放电倍率要求更高，相比 BEV 电池要求的循环 1500 次以上、放电倍率 1-3C，HEV 电池要求循环 10000 次以上、放电倍率需要达到约 30C，技术壁垒明显高于 BEV 电池。

表11: HEV 电池对放电倍率及循环寿命要求较高

	HEV 电池	PHEV 电池	BEV 电池
电力驱动方式	通过汽车自身制动系统将动能转换为电能	通过再生制动和插入外部电源为电池充电	纯电力驱动,通过可充电电池充电
电池容量	1-10KWh	约 20KWh	50-100KWh
单次循环里程	50-70 km	50-80 km	约 400 km
电池寿命	5-10 年	5-10 年	10-20 年
循环寿命	10000 次以上	1000-2000 次以上	1500 次以上
放电倍率	约 30C	低于 6C	1-3C

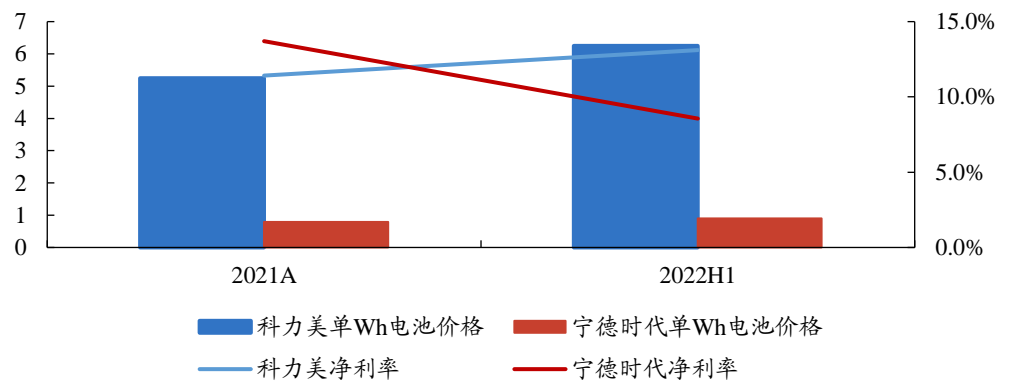
资料来源：易车网、开源证券研究所

相比 BEV 电池市场，HEV 市场空间较小。欣旺达在 HEV 市场扩张的战略意义在于：

- HEV 技术壁垒高，市场格局比 BEV 市场更好，作为从消费电子切入动力电池的企业可以在扩张规模的同时快速实现盈利。**

分别以 BEV 及 HEV 的代表企业科力美和宁德时代为例。HEV 厂商由于技术要求高，同时规模效应较小，单 Wh 电池价格在 BEV 电池的 5 倍以上。同时由于 HEV 电池行业玩家数量少，供给格局及对下游的议价权高于 BEV 行业，因此当 2022 年碳酸锂等原材料大幅上升时，宁德时代等 BEV 行业企业净利率下滑明显，而 HEV 行业向下游顺价顺利，净利率不降反升。

图19: 科力美电池价格及净利率稳定性高于宁德时代 (单位元/Wh, %)

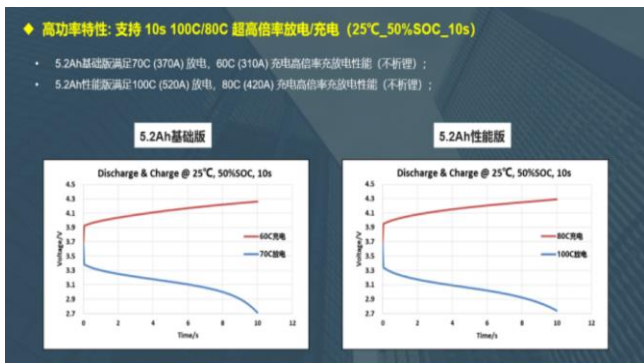


数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 经营 HEV 电池赋能了欣旺达在快充及长循环寿命电池的研发进展, 有望帮助公司在研发长寿命储能电池上占领先机。

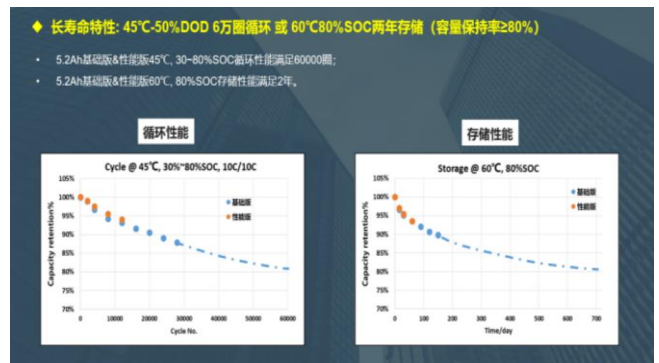
由于 HEV 电池对充放电倍率及循环寿命要求高, 欣旺达在 HEV 的主流产品倍率性能已经达到 80C, 可以实现 10 秒释放 30% 的电量; 50% DOD 的充放条件下循环次数达到 6 万次。而欣旺达 2022 年 9 月在行业内率先发布充电功率达到 480kW 的超级快充电池产品, 技术正是源于 HEV 电池的大功率充放电技术。公司在长寿命 HEV 电池的多年研发经验, 有望帮助公司在研发储能领域使用的长寿命电池上抢占先机。

图20: 欣旺达 HEV 电池倍率达到 100C



资料来源: 欣旺达发布会材料

图21: 欣旺达 HEV 电池寿命达到 6 万周



资料来源: 欣旺达发布会材料

第三代产品竞争优势显著, 研发及产品能力是支撑后续放量的核心。公司第三代 HEV 电芯产品是 5.2Ah 的三元电芯, 在充放电功率、低温启动、寿命方面均具有明显优势: 采用 SWD 永不析锂技术, 创新性地解决了锂电池在高放电倍率下析锂的问题, 放电倍率达到 70C, 脉冲回冲倍率达到 60C; 采用独创的 H-Power 先进材料体系, 浅充放次数达到 6 万次, 能在 -30°C 的环境下启动。产品优势显著, 已完成国内半数以上客户定点, 也进入了国外多家头部车企的供应体系。

图22: 公司第三代 HEV 产品优势明显



资料来源: 欣旺达发布会材料

从雷诺到日产再到吉利, 混动电池产能快速增长, 2022 年底预计将达到 79 万套。2019 年 4 月公司获得雷诺定点并开始战略合作, 预计 2020 年-2026 年电池需求共配套 115.7 万辆 HEV, 2020 年南京一期 14 万辆产能投产提供放量支撑; 2020 年 6 月公司获得日产 e-POWER 车型定点, 在南京二三期规划 4 条产线共 28 万辆产能为其提供产能保障。2021 年 9 月山东吉利欣旺达成立, 投资超 50 亿元在枣庄规划共 80 万套产能, 为吉利将来混动车型提供电池, 其中一期 30 万套于 2022 年 8 月开工, 计划于 2022 年底建成。

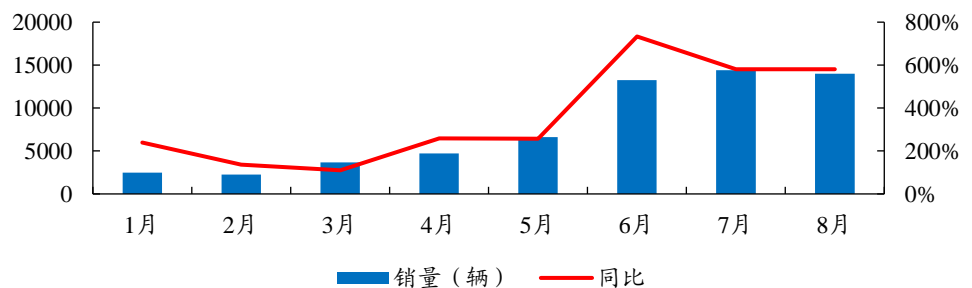
表12: 公司混动电池配套产能快速扩张 (单位: 万套)

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	下游客户
惠州博罗产业园	7	7	7	7	7	7	7	7	雷诺
南京一期			14	14	14	14	14	14	雷诺、日产
南京二三期					28	28	28	28	日产
枣庄吉利欣旺达(持股 30%)					30	80	80	80	吉利
合计产能	7	7	21	21	79	129	129	129	\

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

吉利完成雷神混动系统突破, 2022 年混动月度销量同比快速增长。2021 年 10 月吉利发布雷神动力系统, 在动力性、可靠性、平顺性、NVH 表现、尾气排放和油耗水平上等六个方面达到了行业领先。2022 年 4 月首款搭载雷神动力系统的星越 L 上市, 上市 5 个月销量突破 1.4 万辆, 支撑吉利混动销量从 4 月的 4707 辆上升至 8 月的 1.4 万辆。2022 年 1-8 月吉利混动销量达到 6.1 万辆, 同比增长 397%。2022 年吉利预计将发布 8 款以上雷神混动车型, 有望支撑 2023 年混动车型大幅放量, 公司新建成混动电池产能有望得到快速消化。

图23: 2022 年吉利混动车型 (PHEV+HEV) 销量同比快速增长

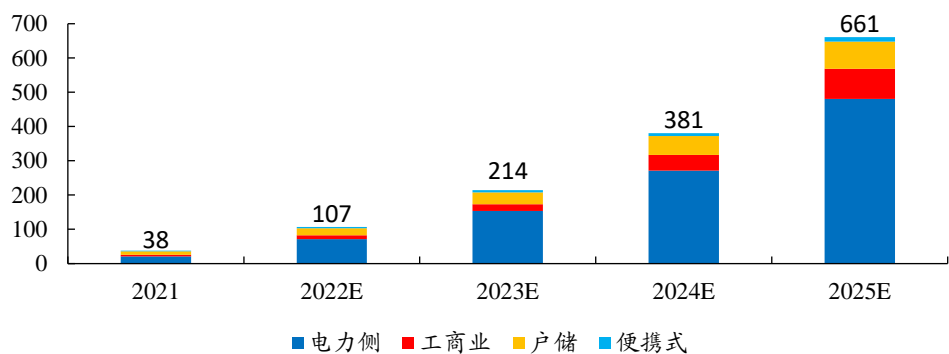


数据来源: 吉利汽车公司公告、开源证券研究所

2.4、储能市场：并行发力，有望成为新的增长动力

海外家储及电力侧储能齐放量，2022-2025 年储能电池出货复合增速有望达到 83%。2022 年储能电池进入高景气区间，上半年储能锂电池出货量达到 44.5GWh，已接近 2021 年全年水平，一方面是由于欧洲能源危机刺激欧洲的光伏和家庭储能市场放量，一方面是国内共享储能+独立储能模式在政策引导下超预期放量，美国 ITC 退税补贴、日本光伏 FIT 转变为 FIP 政策鼓励、能源危机下储能项目经济性进一步提升，上半年电力储能电芯出货达到 30GWh。**我们认为储能装机已经进入高景气度区间，预计到 2025 年储能电池出货量将达到 661GWh，2021-2025 年 CAGR 83%。**

图24：预计 2025 年全球储能电池出货量将达到 661GWh



数据来源：GGII、开源证券研究所

储能客户全面进攻，发电侧及通信储能率先订单突破。公司在储能业务对发电侧储能、电网侧、用户侧储能等多类型客户同时进行开拓。在发电侧，2022 年 1 月公司与中能电气在光伏发电储能领域达成战略合作，中标了非洲地区 13.3MWh、山西大同 30MWh、河北新河 24MWh 等大型储能项目；在通信储能方面，公司与欧洲、南亚、非洲等区域的电信运营商达成战略合作，为多家通信集成商及数据中心大客户供基站锂电产品；在电网侧，公司 2021 年 4 月已完成“多能互补集成优化的分布式能源系统示范”的国家智能电网重大专项，有望形成示范效应加速客户渗透；在用户侧，公司聚焦电池模组业务，为多个头部品牌商、渠道商提供整机 ODM 服务，目前已经实现批量出货。


表13：各储能领域全面进攻

储能市场	开发进度
发电侧储能	已取得了非洲地区 13.3MWh、山西大同 30MWh、河北新河 24MWh 等 10MWh 规模以上的储能项目
家庭储能	与国内外新能源头部品牌商、渠道商合作，目前主要出 pack，产品已广泛应用于美洲、欧洲、非洲、东南亚等地区
便携式储能	为头部品牌商及渠道商提供整机 ODM 服务，多款产品已批量出货
电网侧储能	2021 年 4 月已完成“多能互补集成优化的分布式能源系统示范”的国家智能电网重大专项
数据中心和通信电源	与客户建立了全产业链的网络能源、商用电力储能业务关系，为多个知名数据中心客户提供定制化备电储能解决方案，分布在欧洲、南亚、非洲等区域

资料来源：公司公告、开源证券研究所

大储及通信储能在南昌一期产能投放后将提升电芯自供比率，户储及便携式有望从集成切入电芯。公司在户储、工商业、大储均推出了集成产品，南昌一期产能投放后有望逐步实现发电侧和通信储能的电芯自供。同时公司的 SunESS 产品采用堆叠模块化设计，叠放即可使用，无需接线，公司已经与头部品牌商达成合作，便携式储能领域也已经为头部品牌商提供批量 OEM 服务，未来有望从集成切入电芯。

表14: 公司在户储、工商业、大储均推出集成产品

公司产品	应用领域	单模块容量	系统容量	产品图片
SunESS 堆叠系列	户储	5 kWh	单套最大 20 kWh, 可扩展至 60 kWh	
Atrix 机架式	工商业	5 kWh	最大 40 kWh	
大储储能系统	发电侧	\	3337kWh	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3、消费电池：掌握消费电子一线客户资源，未来电芯自供率提升增厚公司利润

消费 pack 产品出色，积累了消费电子一线厂商客户资源。公司作为国内第一批从事锂电池模组生产企业，通过自主研发掌握了基本充放电保护、电池参数智能管理、电池保护模块温度调节、数据传输、电池安全保护监控和多电芯平衡等方面的核心技术，还率先推出双电芯串联式的快充电池，提升电池容量的同时支持 65W 超级快充，15 分钟充可至 60% 以上。公司 pack 产品技术积累深厚，性能出色，得到国内外一流消费电子客户一致认可，目前已完成认证进入多家知名客户的供应体系，帮助公司积累了大量终端消费电子厂商客户资源，也为公司智能硬件业务形成了支撑。

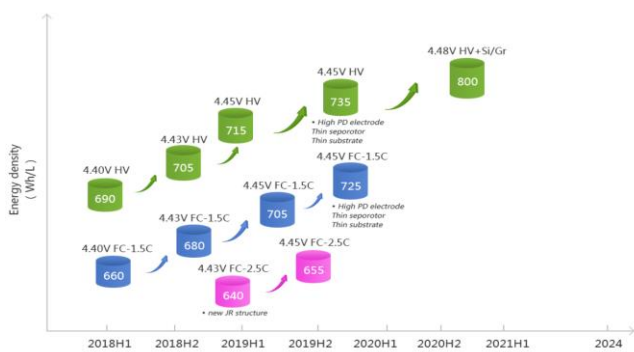
图25：公司消费电池客户矩阵完整



资料来源：公司公告、开源证券研究所

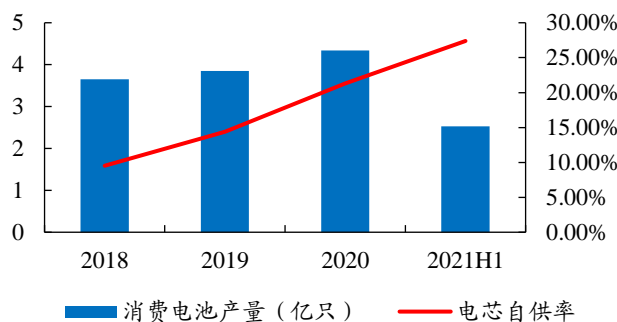
向上游延伸自产电芯，电芯自供率稳步提升。公司 2014 年收购惠州锂威后大力投入电芯产品研发，现已形成高电压电池、1.5C 快充电池、2.5C 快充电池三条路线并进的研发规划，在核心技术自研以及持续的研发投入保障下，公司的消费电芯业务发展顺利，2018-2021H1 公司消费电芯产量分别达到 0.62、0.74、1.37、0.89 亿只，自供率从 2018 年的 9.52% 提升至 2021H1 的 27.39%，核心部件电芯的自供率稳步提升有望帮助公司在成本端竞争占据主动。

图26: 锂威三条产品路线并进的规划蓝图



资料来源: 公司官网

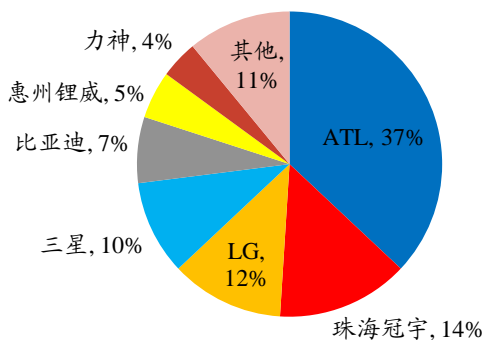
图27: 公司消费电芯自给率逐步提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

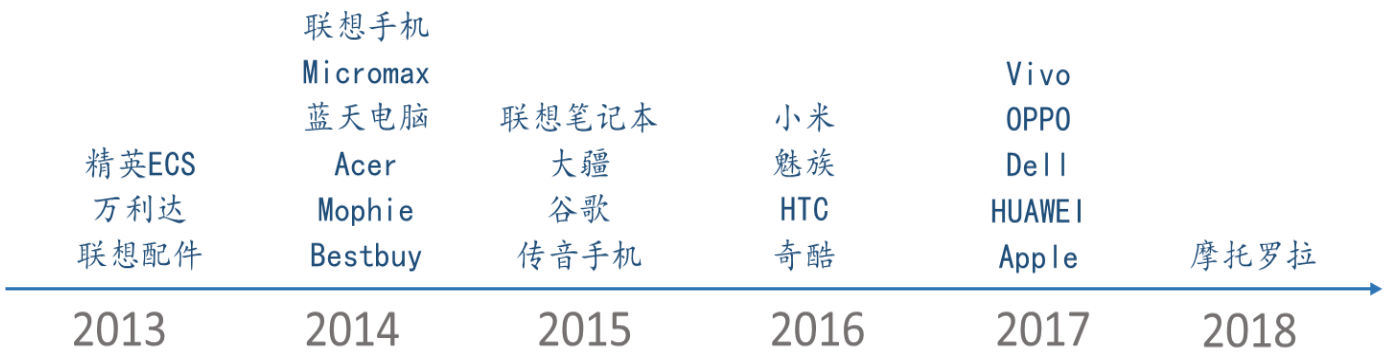
软包消费锂电池行业市场集中度高，格局好。软包消费电池头部化趋势明显，2020年ATL、珠海冠宇、LG、三星、比亚迪、锂威分别占比37%、14%、12%、10%、7%、5%，CR6达到85%，市场集中度高，由于消费电池产品定制化程度高，头部企业在中高端产品技术储备充分，与下游头部厂商均建立了稳定持续的合作关系，占据了大部分的市场份额，市场竞争格局好。

图28: 全球3C消费软包电芯市场集中度高



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

消费电芯产品性能领先，已进入各大客户供应链体系。公司高电压产品进展顺利，2019年已实现4.45V高电压产品量产，当前公司4.48V掺硅/铬高电压系列产品能量密度已达到800Wh/L，处于消费电芯行业内领先地位。公司1.5C、2.5C快充系列产品性能也不断突破，目前1.5C快充产品能量密度已达725Wh/L，2.5C快充产品能量密度已达655Wh/L。公司自产消费电芯性能出色，已完成中国赛西、德国TUV莱茵、美国UL、韩国KTR等多家国际知名检测机构认证，并陆续已进入各大主流消费电池厂商供应体系，有望随着公司电芯产能的投放迅速放量。

图29: 锂威电芯客户不断扩展


资料来源: 公司官网、开源证券研究所

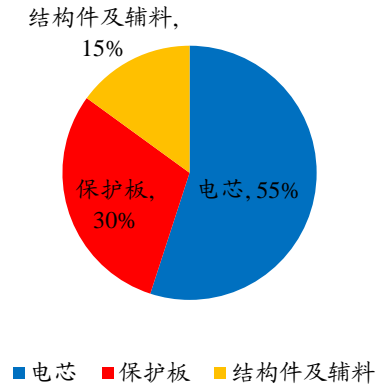
产能迅速扩容, 未来自供率有望不断提升。在行业终端需求稳步提升及集中化趋势下, 公司不断扩展高端客户, 消费电池订单需求快速提升。浙江兰溪年产 2.4 亿只消费电芯及模组产线已于 2021 年 8 月正式投产; 年产 0.94 亿只消费电芯可转债项目预计将于 2022 年全部投产; 定增项目规划的年产 1.25 亿只消费电芯以及 1.65 亿只消费模组产线预计将于 2024 年投产。2022 年 5 月公司公告在兰溪规划 3.1 亿只小圆柱电芯产能, 一期 1 亿只预计将于 2023 年底投产。预计到 2025 年公司电芯产能将达到 8.4 亿只, 模组产能达到 9.1 亿只, 产能权益自供率将提升到 82.6%, 持续增厚公司利润。

表15: 公司电芯产能自供率有望快速提升 (亿只)

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
东莞锂威	0.8	1.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
浙江兰溪项目				0.6	2.4	2.4	2.4	2.4
可转债募投项目					0.9	0.9	0.9	0.9
定增募投项目							1.3	1.3
兰溪小圆柱项目						1.0	2.0	2.0
电芯合计	0.8	1.1	1.5	2.4	5.1	6.1	8.4	8.4
电芯权益产能	0.7	1.0	1.4	2.2	4.6	5.5	7.5	7.5
深圳总部	3.6	3.8	4.3	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
浙江兰溪项目				0.6	2.4	2.4	2.4	2.4
定增募投项目							1.7	1.7
模组合计	3.6	3.8	4.3	5.7	7.5	7.5	9.1	9.1
权益产能自供率	20%	26%	32%	38%	62%	74%	83%	83%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

电芯是占消费电池总成本 55%, 电芯自供率每提升 30% 可以提升 pack 毛利率 3-4%。消费电池由电芯、保护板、精密结构件及辅料构成, 其中保护板主要起到安全保护、防止过充过放等作用, 精密结构件主要起到支撑和防护作用, 而电芯是电池中负责蓄电放电的模块, 电芯的质量直接决定了电池充放电质量和电池容量, 因此电芯占据消费锂电池成本达到 55%, 是消费电池最大的成本项。据我们测算, 电芯自供率每提升 30% 可以提升 pack 毛利率 3-4%。

图30: 电芯为消费电池最大的成本项


数据来源: 智研资讯、开源证券研究所

表16: 电芯自供率每提升 30% 可以提升 pack 毛利率 3-4% (以营收为单位 1)

	自供率 0% 场景	自供率 30% 场景	自供率 60% 场景	自供率 90% 场景
pack 营收	1	1	1	1
pack 端毛利	0.13	0.13	0.13	0.13
pack 其他制造成本	0.13	0.13	0.13	0.13
精密结构件等辅料成本	0.33	0.33	0.33	0.33
电芯外购部分成本	0.41	0.28	0.16	0.04
电芯加工毛利率	30%	30%	30%	30%
电芯自产部分成本	0	0.09	0.17	0.26
电芯总成本	0.41	0.37	0.33	0.30
pack 营业成本	0.87	0.83	0.80	0.76
pack 毛利率	13%	17%	20%	24%

数据来源: Wind、智研资讯、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

消费电池业务：终端需求有所回落，但受益于公司在笔电电池领域市占率快速提升，以及电池产品销售单价的提升，我们预计未来保持稳定增长趋势，2022-2024年营收分别为 2.69、3.11、3.51 亿元，毛利率受益于公司电芯自供率快速提升，2022-2024 年预计分别为 15.9%、19.5%、19.4%。

动力电池业务：公司在 BEV 及 HEV 领域都已进入放量阶段，我们预计未来营收保持快速增长，2022-2024 年营收分别为 104.05、172.12、263.08 亿元，毛利率受益于规模效应提升预计分别为 10.4%、14.6%、18.2%。

储能电池业务：公司在 2022 年上半年主要提供集成业务，南昌产线投产后将逐步实现电芯自供，行业需求高景气，未来有望快速放量，我们预计 2022-2024 年营收分别为 13.49、27.00、51.00，毛利率分别为 11.1%、15.0%、18.0%。

表17: 公司营收拆分与预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
消费类电池	收入 (亿元)	185.46	205.54	262.14	268.52	310.71	351.28
	YOY		11%	28%	2%	16%	13%
	成本 (亿元)	155.46	171.68	219.29	225.92	250.13	283.14
	毛利 (亿元)	30.00	33.86	42.85	42.61	60.58	68.14
	毛利率(%)	16.2%	16.5%	16.3%	15.9%	19.5%	19.4%
动力电池	收入 (亿元)	8.49	4.28	29.33	104.05	172.12	263.08
	YOY		-50%	585%	255%	65%	53%
	成本 (亿元)	7.53	4.92	29.59	93.18	146.94	215.27
	毛利 (亿元)	0.96	-0.64	-0.26	10.87	25.18	47.80
	毛利率(%)	11.3%	-14.8%	-0.9%	10.4%	14.6%	18.2%
储能电池	收入 (亿元)				13.49	27.00	51.00
	YOY					100%	89%
	成本 (亿元)				11.99	22.95	41.82
	毛利 (亿元)				1.50	4.05	9.18
	毛利率(%)				11.1%	15.0%	18.0%
智能硬件类	收入 (亿元)	40.03	63.68	50.07	53.08	55.73	58.52
	YOY		59%	-21%	6%	5%	5%
	成本 (亿元)	35.43	57.30	45.26	48.86	50.16	52.67
	毛利 (亿元)	4.60	6.38	4.81	4.22	5.57	5.85
	毛利率(%)	11.5%	10.0%	9.6%	8.0%	10.0%	10.0%
精密结构件	收入 (亿元)	12.03	16.50	21.80	24.74	27.21	29.94
	YOY		37%	32%	13%	10%	10%
	成本 (亿元)	9.90	14.51	17.72	19.65	21.77	24.55
	毛利 (亿元)	2.12	1.99	4.07	5.09	5.44	5.39
	毛利率(%)	17.7%	12.1%	18.7%	20.6%	20.0%	18.0%
其他业务	收入 (亿元)	6.40	6.92	10.25	11.56	12.72	13.99
	YOY		8%	48%	13%	10%	10%
	成本 (亿元)	5.34	5.13	6.86	9.61	10.81	11.89
	毛利 (亿元)	1.06	1.79	3.39	1.95	1.91	2.10

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率(%)	16.5%	25.9%	33.0%	16.9%	15.0%	15.0%
收入(亿元)	252.4	296.9	373.6	475.4	605.5	767.8
YOY		18%	26%	27%	27%	27%
成本(亿元)	213.7	253.5	318.7	409.2	502.8	629.3
毛利(亿元)	38.7	43.4	54.9	66.2	102.7	138.5
毛利率(%)	15.3%	14.6%	14.7%	13.9%	17.0%	18.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

综上,我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 475.45、605.49、767.80 亿元,归母净利润为 10.94、26.36、35.77 亿元, EPS 为 0.64、1.53、2.08 元/股。我们选取亿纬锂能、宁德时代、国轩高科三家可比公司,欣旺达对应当前股价 2022-2024 PE 为 36.6、15.2、11.2 倍, PE 估值低于可比公司估值平均。对应当前股价 2023 年的 PEG 为 0.11, 低于可比公司平均。综合采取 PE 与 PEG 估值方法, 考虑到公司优秀的研发能力和产品力, 在动力和储能都已进入业绩收获期, 未来随着产能投放盈利能力有望迅速提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表18: 公司 PE 估值与 PEG 估值低于可比公司

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS			PE			PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
300014.SZ	亿纬锂能	87.16	1.92	3.62	5.96	45.40	24.08	14.62	0.27
300750.SZ	宁德时代	416.30	11.08	17.10	25.30	37.57	24.35	16.45	0.45
002074.SZ	国轩高科	31.32	0.33	0.74	1.07	94.91	42.32	29.27	0.34
	平均					59.29	30.25	20.12	0.35
300207.SZ	欣旺达	23.30	0.64	1.53	2.08	36.59	15.19	11.20	0.11

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 盈利预测与估值数据均来自于开源证券研究所, 收盘价选取 2022 年 10 月 11 日

5、风险提示

储能客户扩展不及预期风险、消费电子景气度下滑风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18677	26483	34249	42237	48853
现金	4595	8368	10649	13562	17197
应收票据及应收账款	7508	8552	12891	15012	15438
其他应收款	323	241	477	437	722
预付账款	67	389	191	547	388
存货	5121	7635	8743	11380	13809
其他流动资产	1063	1299	1299	1299	1299
非流动资产	12486	16145	17973	20340	23257
长期投资	316	216	156	115	53
固定资产	5936	8428	10123	12270	14893
无形资产	750	648	689	741	803
其他非流动资产	5484	6852	7005	7213	7507
资产总计	31163	42628	52222	62577	72110
流动负债	18883	24057	32991	41003	46883
短期借款	6151	6296	12232	16812	16328
应付票据及应付账款	9793	13366	16642	20308	25532
其他流动负债	2939	4395	4117	3883	5023
非流动负债	5169	4823	4561	4284	3990
长期借款	3659	3199	2937	2661	2366
其他非流动负债	1510	1624	1624	1624	1624
负债合计	24052	28880	37552	45287	50873
少数股东权益	323	718	666	796	1293
股本	1575	1719	1719	1719	1719
资本公积	2228	7453	7453	7453	7453
留存收益	3279	4084	4943	7301	10772
归属母公司股东权益	6788	13030	14004	16494	19943
负债和股东权益	31163	42628	52222	62577	72110

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	244	1634	782	2876	9551
净利润	800	855	1042	2766	4074
折旧摊销	665	1057	955	1197	1490
财务费用	500	522	594	878	959
投资损失	-46	-37	-61	-73	-54
营运资金变动	-1793	-994	-1586	-1675	3372
其他经营现金流	119	231	-161	-216	-289
投资活动现金流	-3362	-3746	-2615	-3357	-4189
资本支出	3360	3860	2843	3605	4468
长期投资	-84	-264	60	41	62
其他投资现金流	82	379	168	206	217
筹资活动现金流	3743	5194	-1822	-1186	-1242
短期借款	592	146	5936	4580	-485
长期借款	2846	-459	-262	-277	-295
普通股增加	6	144	0	0	0
资本公积增加	354	5225	0	0	0
其他筹资现金流	-55	139	-7495	-5490	-463
现金净增加额	575	3079	-3654	-1667	4120

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	29692	37359	47545	60549	76780
营业成本	25354	31872	40921	50276	62934
营业税金及附加	104	118	152	208	255
营业费用	179	280	393	486	572
管理费用	1137	1494	1704	2242	2901
研发费用	1806	2327	2758	3512	4453
财务费用	500	522	594	878	959
资产减值损失	-212	-165	-152	-129	-341
其他收益	171	249	210	230	220
公允价值变动收益	436	-24	107	134	163
投资净收益	46	37	61	73	54
资产处置收益	-12	159	0	0	0
营业利润	977	987	1194	3172	4675
营业外收入	47	57	37	41	46
营业外支出	57	26	34	34	38
利润总额	967	1018	1198	3179	4683
所得税	167	163	156	413	609
净利润	800	855	1042	2766	4074
少数股东损益	-2	-61	-52	130	497
归属母公司净利润	802	916	1094	2636	3577
EBITDA	2108	2416	2601	5057	6869
EPS(元)	0.47	0.53	0.64	1.53	2.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	17.6	25.8	27.3	27.4	26.8
营业利润(%)	20.8	1.0	21.0	165.6	47.4
归属于母公司净利润(%)	6.8	14.2	19.5	140.8	35.7
获利能力					
毛利率(%)	14.6	14.7	13.9	17.0	18.0
净利率(%)	2.7	2.3	2.2	4.6	5.3
ROE(%)	11.3	6.2	7.1	16.0	19.2
ROIC(%)	6.5	4.6	4.7	8.9	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.2	67.7	71.9	72.4	70.5
净负债比率(%)	98.2	25.8	41.6	44.0	15.7
流动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	4.7	4.7	5.0	6.0	7.0
应付账款周转率	4.0	3.8	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.53	0.64	1.53	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.95	0.46	1.67	5.56
每股净资产(最新摊薄)	3.91	7.58	8.15	9.60	11.60
估值比率					
P/E	49.9	43.7	36.6	15.2	11.2
P/B	6.0	3.1	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	22.5	18.3	18.0	9.6	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn