

## 珠海冠宇 (688772.SH) 消费电芯头部企业，转型动储赋能新增长

2022年10月12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	2022/10/12
当前股价(元)	22.45
一年最高最低(元)	64.60/19.01
总市值(亿元)	251.86
流通市值(亿元)	24.71
总股本(亿股)	11.22
流通股本(亿股)	1.10
近3个月换手率(%)	281.11

### ● 深耕软包消费锂电，向动储电池赛道进军

公司自2007年成立以来就专注于软包消费电芯赛道，凭借优秀的产品力抓住软包替代趋势，在笔电电池领域市占率扩展到行业第二。考虑到公司优秀的研发能力和产品力，未来公司有望在消费电芯行业市占率扩大的同时顺利完成从消费到动力储能电池的转型。我们预计公司2022-2024年归母净利润为3.80、11.50、14.42亿元，EPS为0.34、1.02、1.29元/股。对应当前股价2022-2024PE为66.35、21.91、17.47倍，低于可比公司估值平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 新兴消费电子成为增长新动力，日韩电池厂商战略收缩格局优化

笔记本电脑及智能手机行业已进入成熟期，未来出货量预计将保持稳定。而智能穿戴设备、无人机等应用领域进入高景气度区间，有望形成消费电子新的增长动力。在供给格局方面，三星SDI、LG等日韩的消费电池头部企业专注布局动力板块，消费电子市场供给格局持续优化，以珠海冠宇为代表的国产企业市场份额持续扩大。

### ● 布局高端叠片电池同时提升电芯自封率，有望拉动销售单价快速提升

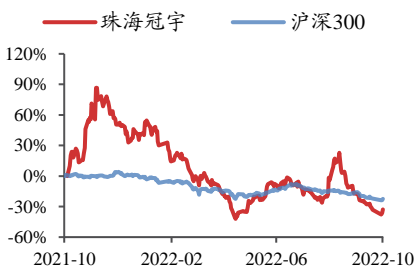
叠片电池在能量密度、内阻、安全性方面相比现有的卷绕电池具有明显优势，但成本相比卷绕电池较高，未来有望在高端消费电子领域逐步渗透。2022年4月公司发布可转债预案规划建设年产3600万只叠片产能切入高端电池赛道。同时未来公司自封率有望快速提升，将拉动电芯销售单价不断提升。

### ● 动力研发及产能布局在先，储能有望在家储领域率先形成突破

公司先后在浙江及重庆规划合计25GWh产能切入动储电池领域。在动力电池领域，公司形成电动摩托、汽车启停电池、HEV、PHEV、农业无人机的客户谱系；在储能电池领域，公司已与Sonnen、大秦新能源等家储客户以及中兴等通讯备电客户建立合作关系，未来有望逐步延伸至工商业储能等领域，实现储能电池的全面发展。

**风险提示：**储能客户订单不及预期风险、消费电子景气度下滑风险、原材料价格波动风险

### 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)	6,964	10,340	12,144	17,823	21,289
YOY(%)	30.6	48.5	17.4	46.8	19.4
归母净利润(百万元)	817	946	380	1,150	1,442
YOY(%)	89.9	15.8	-59.9	202.8	25.4
毛利率(%)	31.2	25.1	19.9	21.7	21.1
净利率(%)	11.7	9.1	3.1	6.4	6.8
ROE(%)	25.2	15.0	5.9	15.2	16.1
EPS(摊薄/元)	0.73	0.84	0.34	1.02	1.29
P/E(倍)	30.8	26.6	66.4	21.9	17.5
P/B(倍)	7.8	4.0	3.9	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、深耕软包锂电，消费电池行业领先 .....	4
2、消费锂电池：软包成为主流，日韩企业战略收缩格局优化 .....	9
2.1、消费锂电池主流市场进入成熟期，新兴市场为出货量增长赋能 .....	9
2.2、软包电池成为消费电池主流，日韩厂商战略收缩格局优化 .....	11
3、公司基本面：消费电芯客户结构优质，未来户储有望贡献新增量 .....	13
3.1、消费电池产品性能领先，客户结构优质 .....	13
3.2、提升电芯自封率叠加向叠片高端产品切入，产品单价有望不断提升 .....	16
3.3、布局动力储能，在家储领域率先完成客户突破 .....	18
3.4、技术为本，打造核心竞争力 .....	19
4、盈利预测与投资建议 .....	23
5、风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1：珠海冠宇深耕消费锂电 .....	4
图 2：公司股权较为集中，业务结构清晰（截止 2022 年中报） .....	5
图 3：营收规模稳步扩大 .....	6
图 4：净利润持续增长 .....	6
图 5：笔记本电脑电池为主要收入来源 .....	7
图 6：毛利率整体呈上升趋势 .....	7
图 7：公司毛利率行业领先 .....	7
图 8：研发费用逐年增长 .....	7
图 9：经营性现金流净额随业务规模的扩大而提升 .....	8
图 10：新兴消费电池在消费锂电池占比快速提升 .....	9
图 11：全球笔记本电脑出货预计将进入平稳期 .....	9
图 12：5G 技术拉动智能手机需求预计将恢复式提升 .....	10
图 13：2021 年全球平板电脑出货增长态势有所延续 .....	10
图 14：全球智能穿戴设备出货量有望保持高速增长 .....	11
图 15：全球无人机市场规模有望保持高速增长 .....	11
图 16：全球笔电锂电市场软包份额有望不断提升 .....	11
图 17：全球手机锂电市场软包份额有望不断提升 .....	11
图 18：笔电电池国产企业份额快速提升 .....	12
图 19：手机电池竞争格局保持稳定 .....	12
图 20：2021 年戴尔、惠普等终端市场份额排名前列 .....	14
图 21：2021 年小米市占率排名全球第三 .....	14
图 22：公司客户矩阵布局完善 .....	15
图 23：2022 年上半年公司电芯自封率提升至 29% .....	16
图 24：叠片电池（右）相比卷绕电池（左）空间利用效率更高 .....	17
图 25：公司已与动力电池多类型客户取得合作关系 .....	18
图 26：预计全球储能电池出货量将达到 661GWh .....	19
图 27：2019 年起公司研发费用率提升至 6%左右 .....	20

图 28: 公司极耳中置电池营收占比不断提升.....	22
表 1: 公司主营消费类锂电池, 并向动力电池拓展.....	4
表 2: 公司高管电池行业经验丰富 .....	6
表 3: 聚合物软包锂电池性能优异 .....	11
表 4: 珠海冠宇产品在能量密度和充电倍率性能上都已接近国际顶尖水平 .....	13
表 5: 2018 年-2020 年相继进入主流客户供应体系 .....	13
表 6: 公司前五大客户营收占比保持在 60%左右 .....	14
表 7: 公司是少数同时进入手机、笔电、可穿戴设备头部供应商的电池企业之一 .....	15
表 8: 公司积极扩产, 产能稳步提升(单位: 万只) .....	15
表 9: 叠片工艺生产工艺复杂, 技术壁垒较高.....	17
表 10: 12V 及 48V 轻混电池是汽车尾气减排的重要解决方案 .....	18
表 11: 公司核心技术储备充分 .....	20
表 12: 极耳中置电池性能优秀、成本适中.....	21
表 13: 公司营收拆分与预测 .....	23
表 14: 公司 PE 估值与 PEG 估值低于可比公司 .....	24

## 1、深耕软包锂电，消费电池行业领先

专注消费锂电，打造行业龙头。公司成立于2007年，专注于消费类聚合物软包锂离子电池的研发、生产与销售。公司自1998年开始研发锂电池，深耕消费锂电行业已有25年。2010年公司成为笔记本电脑第一供货品牌，2011年公司在行业中率先为竞速电动摩托车提供电池，2015年公司成为全球前五名聚合物锂电池供应商。2018年公司在重庆建立新的生产基地，产能大幅提升。2019年公司正式更名为珠海冠宇，并开始布局动力电池。2021年公司在科创板上市。

图1：珠海冠宇深耕消费锂电







开始研发 锂电池	在珠海建 立工厂	成为笔记 本电脑第 一品牌	率先为竞速 电动摩托 车提供电 池	成为全球前 5的聚合 物锂电 供应 商	在重庆建 立新的生 产基地	更名珠海 冠宇，布 局动力电 池	首次公开 发行在科 创板上市
1998	2007	2010	2011	2015	2018	2019	2021

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主营消费类聚合物软包锂电池产品的开发、生产及销售，同时积极拓展动力电池板块。公司经营重心主要在消费类锂电池业务，公司所生产的消费锂电池可广泛应用于笔记本电脑、平板电脑、手机、智能穿戴设备、消费类无人机等。公司在发展消费锂电池的同时也进行了动力电池的布局。公司生产的动力电池主要应用于汽车启停系统。公司凭借先进的研发能力及优异的产品性能，取得与联想、华为、谷歌、大疆等海内外知名品牌的长期合作关系，同时进入了苹果、三星、VIVO等公司的供应链体系，是消费类锂电池行业全球领先企业。

表1：公司主营消费类锂电池，并向动力电池拓展

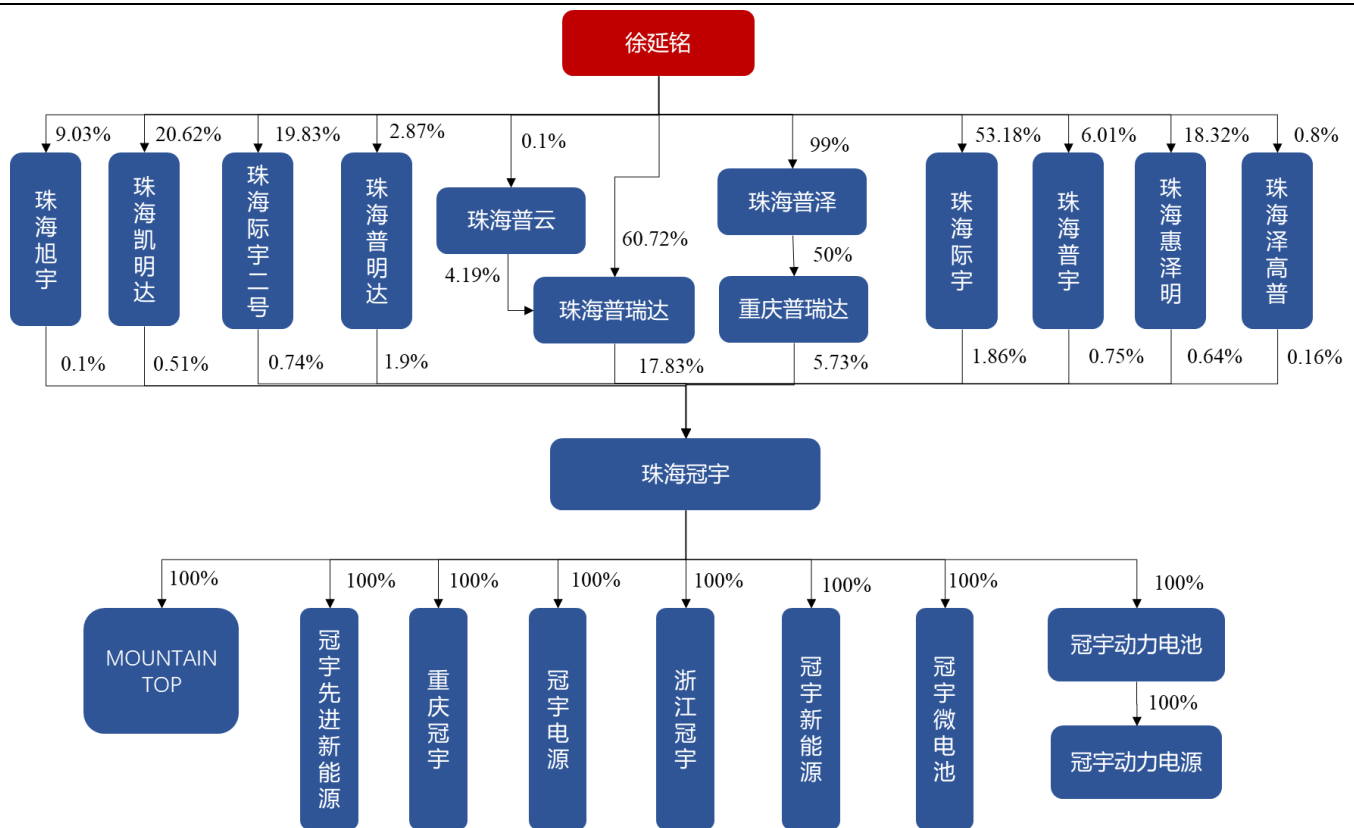
电池类型	应用领域	主要指标	电芯	pack
消费类电池	笔记本电脑	能量密度：700-750Wh/l 容量范围：1.5-6.0Ah 循环寿命：700-1200次 充放性能：0.5-3C/0.5-2C		
	平板电脑	能量密度：600-750Wh/l 容量范围：2-5.2Ah 循环寿命：500-1000次 充放性能：0.5-3C/0.2-1C		
	智能手机	能量密度：620-740Wh/l 容量范围：2-5.17Ah 循环寿命：500-1000次 充放性能：0.5-5C/0.2-1C		
	智能穿戴设备	能量密度：450-600Wh/l 容量范围：0.071-2Ah 循环寿命：350-700次 充放性能：0.5-5C/0.2-6.5C		

消费类无人机	能量密度: 240-255Wh/l			
	容量范围: 2-6Ah			
	循环寿命: 300-500次			
动力类电池	汽车启停电池	能量密度: 1300Wh/kg		
	电动摩托车	能量密度: 130Wh/kg		

资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

公司股权结构相对集中, 实际控制人为徐延铭。公司整体结构稳定, 徐延铭为实际控制人。珠海冠宇、重庆冠宇、浙江冠宇为公司三大生产基地。公司主要参股控股公司中, 冠宇动力电源主营电源系统、通讯和储能电池、动力电池及启停电池业务, 冠宇新能源主营锂电池业务, 布局结构清晰完整。

图2: 公司股权较为集中, 业务结构清晰 (截止 2022 年中报)



资料来源: Wind、开源证券研究所

公司管理层从事锂电行业多年, 行业经验丰富。公司董事长徐延铭自 1989 年起先后任职于哈尔滨圣日电池实业公司、杭州金色能源科技有限公司, 深圳比克电池有限公司等多家电池企业, 自 2007 年以来一直担任珠海冠宇董事长、总经理。公司副总经理林文德曾就职于宜电电池股份有限公司, 自 2008 年至今担任珠海冠宇副总经理、董事及营销中心总负责人。公司副总经理、董事长秘书牛育红曾就职于哈尔滨圣日电池实业公司、哈光宇电源、深圳市力可兴电池有限公司等, 公司核心管理团队在电池行业产业经验丰富。

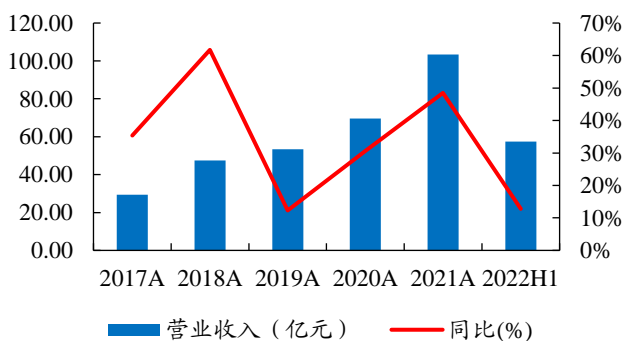
**表2: 公司高管电池行业经验丰富**

高管	职位	简介
徐延铭	董事长、总经理	先后任职于哈尔滨无线电九厂、哈尔滨圣日电池实业公司、哈尔滨光宇电源有限公司、杭州金色能源科技有限公司、深圳市比克电池有限公司、哈尔滨佳泰科技开发有限公司等；2007年5月至今任珠海冠宇董事长、总经理。
牛育红	副总经理、董事会秘书	1988年9月起先后任职于黑龙江省社科院、黑龙江省北亚实业股份有限公司、哈尔滨圣日电池实业公司、哈光宇电源、深圳市力可兴电池有限公司、上海光宇睿芯微电子有限公司等；2017年12月加入珠海冠宇，现任公司副总经理、董事会秘书。
林文德	副总经理、董事、营销中心总负责人	1997年11月起，其先后任职于大众计算机股份有限公司、茂永科技股份有限公司和宜电电池股份有限公司等；2008年10月至今，历任珠海冠宇营销中心总负责人、副总经理、董事。
谢斌	副总经理	1995年7月起先后任职于东莞新科磁电厂、东莞库柏电子有限公司、赛尔康技术(深圳)有限公司、东莞沃能科技有限公司、东莞新能源科技有限公司等；2018年6月加入珠海冠宇，历任公司首席运营官、副总经理，兼任冠宇微电池执行董事、冠宇动力电源监事和冠宇动力电池监事。
刘铭卓	副总经理、财务负责人	1998年9月起先后任职于华峰集团有限公司合成树脂分公司、广东华美集团有限公司、冠日通讯科技(深圳)有限公司、宇龙计算机通信科技(深圳)有限公司等公司；2019年8月加入公司，现任公司副总经理、财务负责人。

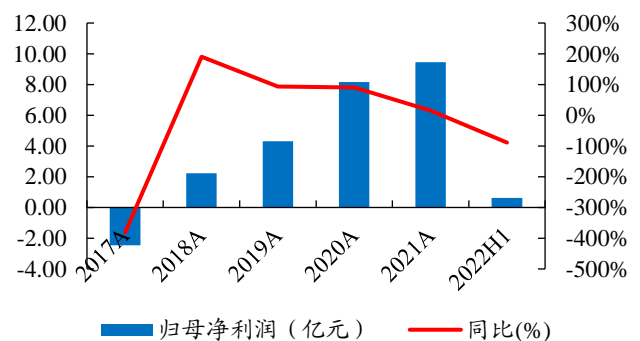
资料来源: Wind、开源证券研究所

**消费电池发展迅速，营收及净利润逐年攀升。**2017年到2021年，公司营业收入从29.35亿逐年攀升至103.4亿，CAGR 37%，归母净利润从-2.46亿增长至9.46亿。公司消费电池业务发展迅速，市场份额不断提升，同时公司产能规模及消费电池下游市场规模持续扩大，营收及净利润逐年攀升。

**2022H1 营收稳步增长，归母净利润有所下降。**2022H1 公司实现营收57.37亿，整体稳步增长，归母净利润0.62亿，同比有所下降。营收增长主要系产品 pack 自封率及产品价格上升，净利润下降主要原因为出货量受疫情影响有所下降、原材料价格上涨导致成本上升。

**图3: 营收规模稳步扩大**


数据来源: Wind、开源证券研究所

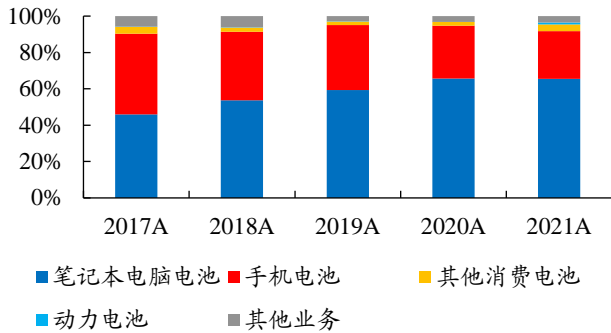
**图4: 净利润持续增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**笔记本电脑电池业务占比持续提升，动力电池布局逐步推进。**公司自成立以来深耕锂电池业务，消费类锂电池为公司长期经营重心及主要收入来源，2021年消费电池总体营收占比达到95.4%。2017年至2021年，公司笔记本电脑电池业务营收快速增长，从2017年的13.46亿提升至2021年的67.69亿。2019年公司开始推进动力电池业务，2021年动力电池进展迅速，实现0.94亿营收，营收占比从2020年的0.15%提升至0.91%。

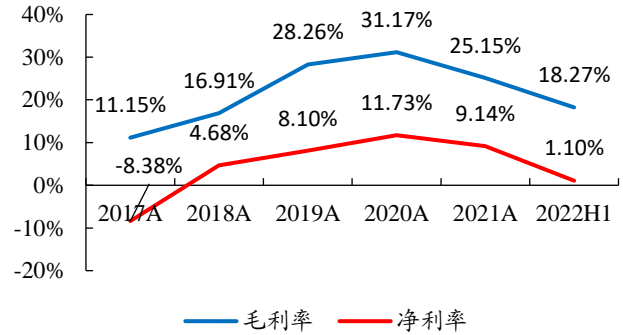
毛利率整体呈上升趋势,2021年小幅下降。2017A-2022H1年公司毛利率从11.15%提升至18.27%,整体水平良好。2021年及2022H1毛利率、净利率小幅下滑,主要由于消费类电子市场规模增长趋势减缓导致公司产品需求增长承压,供应端上游原材料价格大幅上涨导致成本增加。

图5: 笔记本电脑电池为主要收入来源



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 毛利率整体呈上升趋势

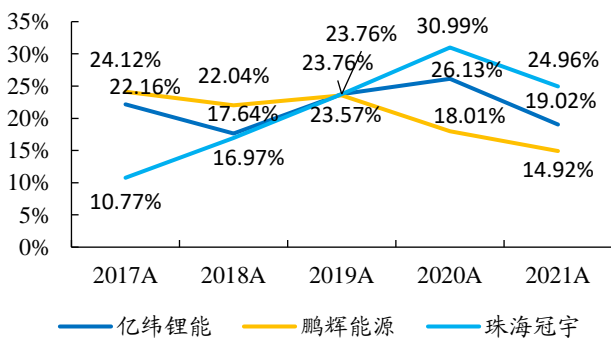


数据来源: Wind、开源证券研究所

消费电芯为主,毛利率在行业内处于领先地位。公司主供消费电池市场,由于产品技术及成本控制能力过硬,同时出货量快速提升带来规模效应增加,公司毛利率逐年递增,从2017年的10.77%攀升至2020年的30.99%,反超同行业亿纬锂能、鹏辉能源等公司成为行业领先,2021年公司毛利率小幅下降,但仍处于行业领先地位。

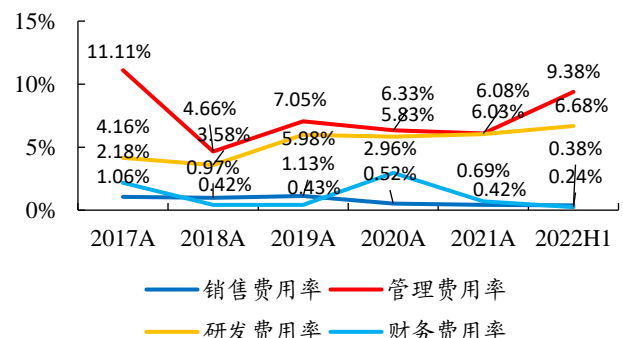
管理费用率呈下降趋势,研发费用率持续增长。2017年至2021年,公司管理费用率从11.1%下降至6.08%,2022H1有所回升,主要由于公司上半年计提股权激励费用1.5亿元,剔除后管理费用率在6.5%左右;公司注重技术提升及产品开发,大力投入研发,研发费用率逐年提升,从2017A的4.16%提升至2021H1的6.68%;公司销售费用率较低,长期低于1.2%;2017A到2022H1公司财务费用率整体处于下降趋势,从2.18%下降至0.2%。

图7: 公司毛利率行业领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

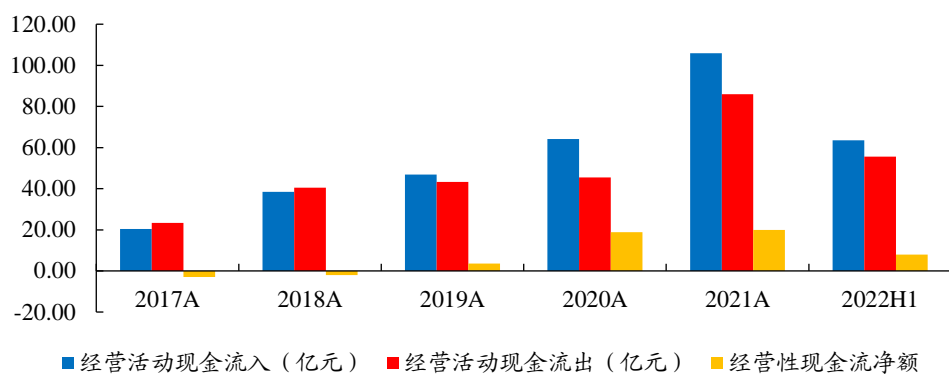
图8: 研发费用率逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司现金流健康,业务规模扩大稳中有进。2017年至2021年公司经营性现金流净额从-2.93亿快速提升至19.88亿,现金流扎实。账面现金从2017年的1.71亿元提升至2021年的29.16亿元,预收款项从2017年的0.15亿元提升至2021年底的1.42亿元,充分反映了公司在消费电芯领域扎实的产品力以及在产业链中的议价权。充裕的账面现金也为公司向动力储能电池领域扩展提供了支撑。

图9：经营性现金流净额随业务规模的扩大而提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

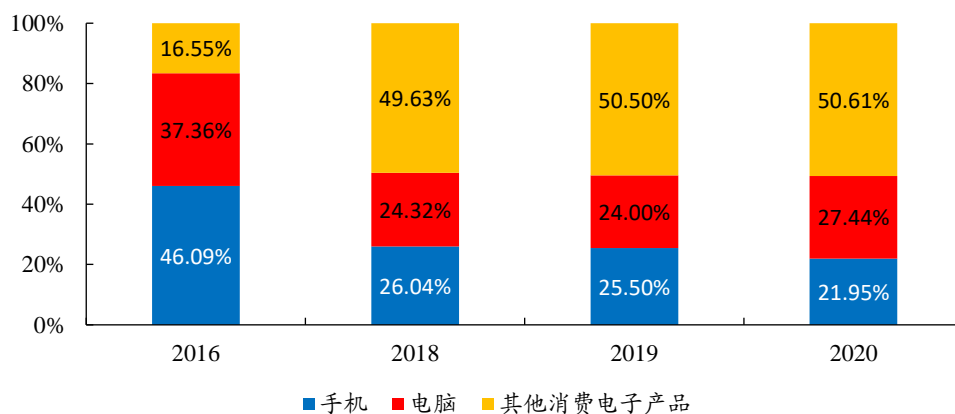
## 2、消费锂电池：软包成为主流，日韩企业战略收缩格局优化

### 2.1、消费锂电池主流市场进入成熟期，新兴市场为出货量增长赋能

**锂电池性能优势突出，下游应用广泛。**锂电池是一类由锂金属或锂合金为正/负极材料、使用非水电解质溶液的电池，具有体积小、工作电压高、可工作温度范围宽、安全性高、充电速度快及循环寿命长等优点，可广泛应用于储能系统、消费电子设备、交通运输、军事武装、航空航天等多个领域，正在逐步取代传统的铅酸电池。

**消费电池下游应用领域分为手机、电脑及新兴消费电子，新兴市场快速发展占比不断提升。**2016至2020年间，由于手机及电脑市场已趋于成熟，手机电池在全球消费锂电池出货量中的占比从46.09%逐年降低至21.95%，电脑电池整体呈下降趋势，同时由于电子科技水平的不断进步和大众日益增长的娱乐需求，以可穿戴设备、无人机等为主的新兴消费电子市场正在迅速发展，占比从2016年的16.55%提升至2020年的50.61%，成为消费锂电池产业出货量增长的第一大动力。

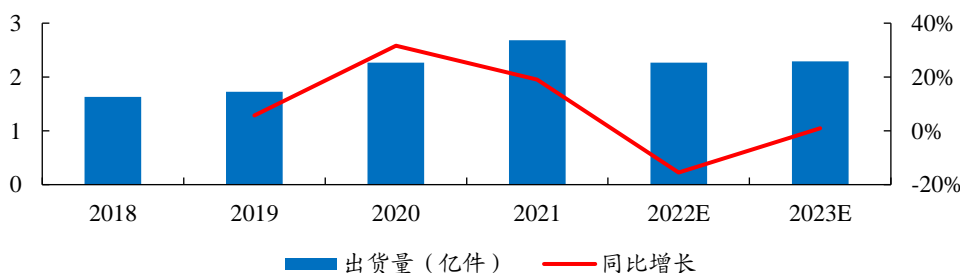
**图10：新兴消费电子在消费锂电池占比快速提升**



数据来源：《锂离子电池产业发展白皮书》、开源证券研究所

**笔记本出货量疫情后快速增长后进入平稳期。**2018至2019年间，笔记本电脑市场已进入发展成熟期，出货量增长速率逐渐放缓，2019至2021年，受疫情期间居家办公及网课模式的影响，笔记本电脑的需求有明显增长，出货量从1.63亿件增长至2.68亿件，推动锂电池出货量高增。2022年市场进入平稳期，据Omdia预测，2022-2023年笔记本电脑出货量预计分别为2.27、2.29亿台。

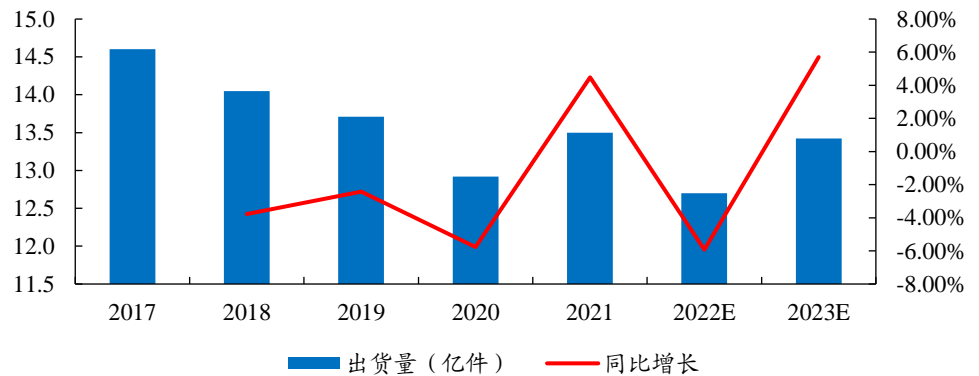
**图11：全球笔记本电脑出货预计将进入平稳期**



数据来源：公司招股书、IDC、Omdia、开源证券研究所

**5G 技术拉动智能手机需求恢复式提升。**2017 至 2020 年间，智能手机市场发展成熟增速下滑。2020 年受疫情影响，作为智能手机主要市场的各大经济发达城市受到管控，导致智能手机需求量减少。随着 5G 技术的高速发展，大众换机需求提升，2021 年智能手机销量低潮后需求量出现恢复性增长。2022 年智能手机出货量受到全球通货膨胀及地缘紧张局势受到短期压制，2023 年有望恢复。据 IDC 预测，2022-2023 年全球智能手机出货量预计分别为 12.7、13.4 亿台。

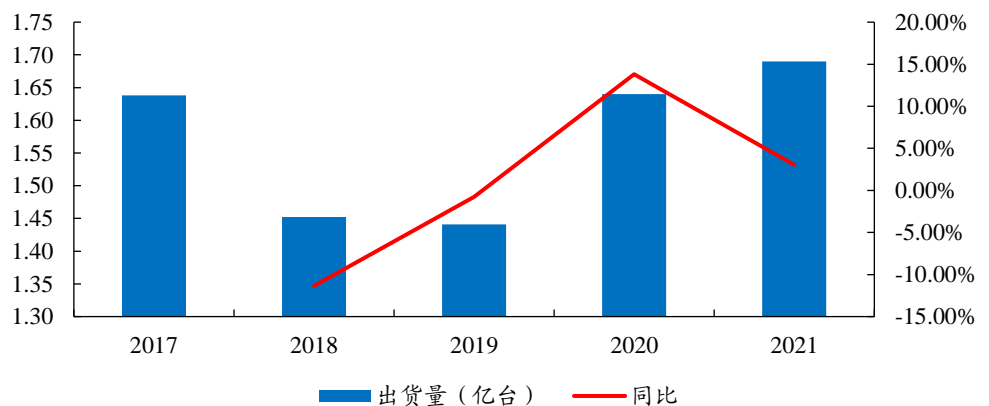
**图12: 5G 技术拉动智能手机需求预计将恢复式提升**



数据来源：IDC、开源证券研究所

**线上授课带动平板电脑出货量回升，娱乐需求加强上升趋势。**2017 年至 2019 年平板电脑市场趋于平稳，需求衰减，出货量持续下降。2020 至 2021 年受疫情影响，线上授课模式拉动平板电脑需求量快速上升，出货量从 2019 年的 1.44 亿台回升至 1.64 亿台。随着平板电脑产品的不断进步，平板电脑逐渐成为大众娱乐的重要产品，同时疫情期间平板电脑用户的使用习惯逐渐养成，预计平板电脑出货量增长趋势将有所延续。

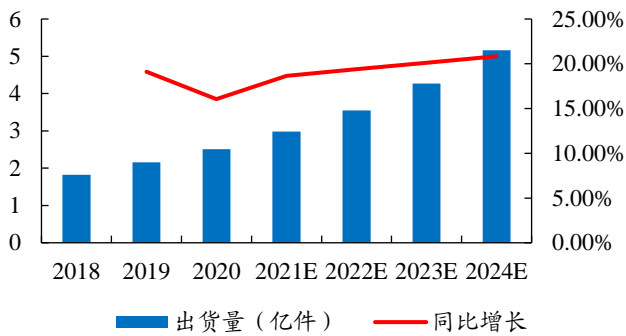
**图13: 2021 年全球平板电脑出货增长态势有所延续**



数据来源：IDC、开源证券研究所

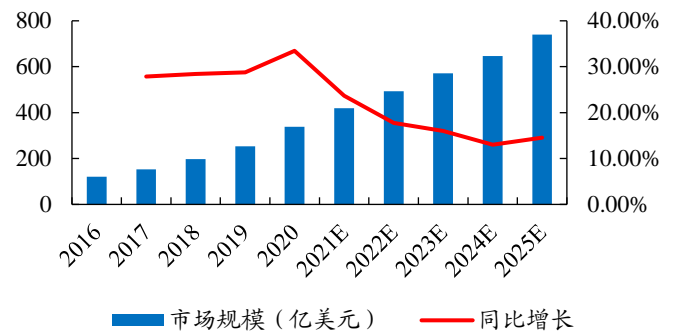
**新兴电子市场快速兴起，拉动相应消费电子需求高增。**随着电子科技产业的不断发展及大众消费水平的日益提高，各领域对智能设备的需求不断提升，以智能穿戴设备及无人机为代表的新兴消费电子设备受到广泛欢迎。2018 年到 2020 年全球智能穿戴设备出货量持续增长，2024 年出货量预计达到 5.16 亿件，2020 年全球无人机市场规模为 338.6 亿美元，2025 年预计达到 740.1 亿美元，新型消费电子市场蒸蒸日上，有望带动配套的锂电池产业高速发展。

图14: 全球智能穿戴设备出货量有望保持高速增长



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

图15: 全球无人机市场规模有望保持高速增长



数据来源: 公司招股书、开源证券研究所

## 2.2、软包电池成为消费电池主流，日韩厂商战略收缩格局优化

**软包锂电池满足市场需求，未来趋势明显。** 锂电池按照外形和外包材料可分为方形电池、圆柱电池和聚合物软包电池。相较于方形锂电池和圆柱锂电池，聚合物软包锂电池能量密度更高、安全性能好、重量更轻、充放电倍率更高、循环性能好且自耗电较少，与消费电子市场对锂电池轻便、安全性高、充放电倍率高的需求相契合，日益成为更多消费电子厂商的选择。

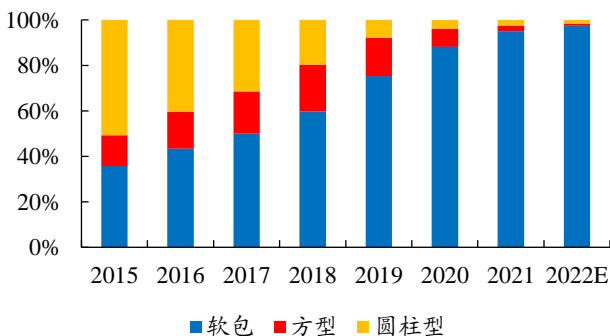
表3: 聚合物软包锂电池性能优异

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: 公司招股书、开源证券研究所

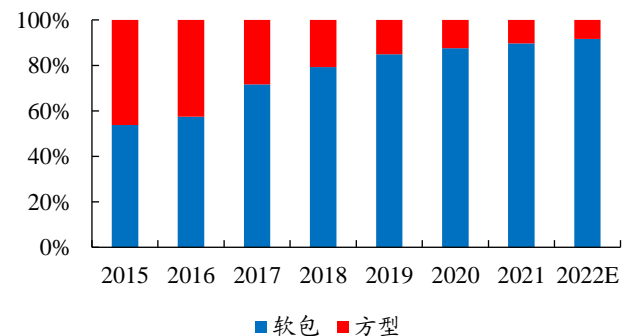
**手机、笔记本电脑领域软包锂电池已成为主流技术路线。** 聚合物软包锂电池的优异性能契合了笔记本电脑及手机对轻薄、高充放电倍率、自耗电少等高性能的追求，已在消费电子市场中逐渐取代方形锂电池和圆柱锂电池。2015年至2021年全球笔记本电脑软包锂电池占比从35.82%上升至94.98%，取代圆柱锂电池成为笔记本电脑使用占比最多的锂电池，2015年至2021年全球手机软包锂电池占比从53.72%提升升至89.7%，成为主流技术路线。

图16: 全球笔电锂电市场软包份额有望不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 全球手机锂电市场软包份额有望不断提升



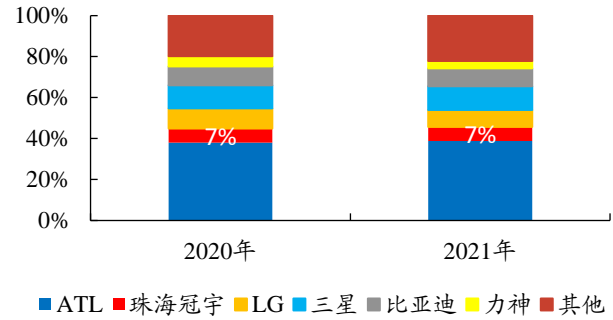
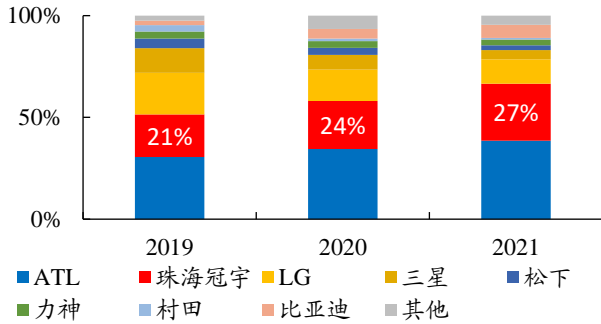
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**日韩厂商份额缩减，竞争格局优化。** 全球消费类锂电池龙头厂商多为日韩锂电

池企业,日韩锂电池行业起步较早,拥有更丰富的行业经验,ATL、三星 SDI、LG Chem 等日韩企业占据较大市场份额。近年来日韩企业纷纷专注布局动力电池板块,在笔电的市场份额有所缩减,以珠海冠宇为代表的国产企业乘机扩大份额,2019年至2021年珠海冠宇笔记本电脑电池市场份额从 21%提升至 27%。手机电池领域竞争格局近年来保持稳定,国产企业仍有较大的份额提升空间。

图18: 笔电电池国产企业份额快速提升

图19: 手机电池竞争格局保持稳定



数据来源: Techno Systems Research、公司公告、开源证券研究所

数据来源: Techno Systems Research、公司公告、开源证券研究所

### 3、公司基本面：消费电子客户结构优质，未来户储有望贡献新增量

#### 3.1、消费电池产品性能领先，客户结构优质

品质远超行业标准，产品性能优势明显。公司拥有多年锂离子电池产业经验，锂电池产品品质过硬，远超行业标准。公司电芯产品的能量密度及循环寿命均远超国家标准要求，并与全球锂电池领先企业 ATL 处于同一水准，安全性达到国标要求，充电倍率可达 1C，高于 ATL 产品 0.7C 的充电倍率，产品性能优异，品质位于行业领先地位。

表4：珠海冠宇产品在能量密度和充电倍率性能上都已接近国际顶尖水平

性能指标	珠海冠宇	ATL	国家标准要求
能量密度	大于等于 700Wh/L	大于等于 700Wh/L	-
充电倍率	1C→4.2V, 0.5C→4.4V	0.7C→4.4V	按照制造商要求充电
安全性	国标要求	国标要求	需要通过短路、过充电、强制放电等电安全试验，及低气压，振动，挤压，热滥用等环境安全试验
循环寿命	容量保持率大于等于 80%，循环寿命大于等于 800 次	容量保持率大于等于 80%，循环寿命大于等于 800 次	循环寿命不低于 400 次

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

电芯产品质量同时获得头部 pack 厂商及头部终端客户认可。公司与新普科技、德赛集团等头部电池 pack 企业长期合作，2020 年新进欣旺达，并通过头部 pack 厂商进入 HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁等知名品牌终端客户供应体系，其中 DELL 和宏碁的电脑市场份额均位于行业前列，小米 2021 年智能手机市场份额为 14.1%。同时公司已通过小米、HP 等头部终端客户的认证体系，向其直接出售 pack 产品，未来公司 pack 自封率有望不断提升。

表5：2018 年-2020 年相继进入主流客户供应体系

年份	客户名称	主要销售产品	主要对应终端
2020 年	新普科技	电芯	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	小米	pack	小米
	德赛集团	电芯	华为、OPPO、大疆、亚马逊、谷歌
	HP	pack	HP
	欣旺达	电芯	联想、华为、OPPO、DELL、亚马逊、Facebook、谷歌、大疆、苹果
2019 年	新普科技	电芯	HP、DELL、华硕、联想、微软、宏碁
	小米	pack	小米
	飞毛腿	电芯	华为、联想
	加百裕	电芯	联想、华硕、小米
	顺达	电芯	HP、华硕、微软、华为
2018 年	新普科技	电芯	HP、联想、华硕、联想、微软、宏碁
	加百裕	电芯	联想、华硕、小米
	小米	pack	小米
	顺达	电芯	HP、华硕、微软

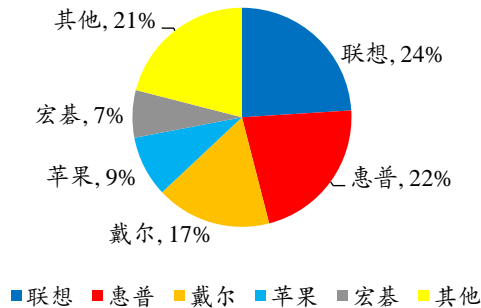
飞毛腿

电芯

联想、华为、富士康、亚马逊、华硕

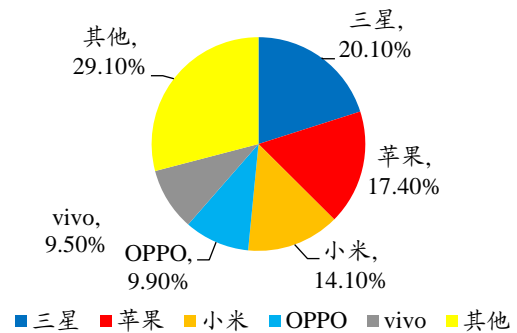
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图20：2021年戴尔、惠普等终端市场份额排名前列



数据来源：Strategy Analytics、开源证券研究所

图21：2021年小米市占率排名全球第三



数据来源：IDC、开源证券研究所

**占领头部客户，业务规模稳步扩大。**消费锂电池下游终端市场行业集中度高、下游头部厂商占据大部分份额，导致消费锂电池供货商客户结构也较为集中。公司2020年到2022年上半年前五大客户占比维持在60%左右，客户集中度较高，销售渠道稳定，前五大客户销售金额逐年稳定增长，业务规模稳步扩大。

表6：公司前五大客户营收占比保持在60%左右

年份	客户名称	销售金额（亿元）	营收占比
2022H1	新普科技	14.01	24.41%
	小米	6.37	11.10%
	欣旺达	5.63	9.82%
	HP	4.55	7.93%
	顺达	3.37	5.88%
	<b>合计</b>	<b>33.93</b>	<b>59.15%</b>
2021年	新普科技	26.50	25.63%
	HP	12.45	12.04%
	欣旺达	11.35	10.98%
	德赛电池	10.44	10.10%
	小米	10.09	9.76%
<b>合计</b>	<b>70.82</b>	<b>68.50%</b>	
2020年	新普科技	19.20	27.56%
	小米	7.77	11.15%
	德赛集团	7.53	10.82%
	HP	7.24	10.39%
	欣旺达	6.94	9.97%
<b>合计</b>	<b>48.67</b>	<b>69.89%</b>	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司是少数同时进入手机、笔电、可穿戴设备头部供应商的企业之一。在笔电领域，公司已供货惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁，形成了主流笔电品牌全覆盖；在手机领域，公司已供货华为、小米、OPPO、VIVO、苹果，未来有望凭借在OPPO、VIVO等国产品牌的占有率提升不断扩张市场份额；在新兴消费电子领域，公司已发

展大疆无人机、Meta 等厂商，是行业内少数几家同时进入手机、笔电和可穿戴设备头部客户的电池企业之一。

表7: 公司是少数同时进入手机、笔电、可穿戴设备头部供应商的电池企业之一

公司名称	下游终端应用	客户
欣旺达	手机、数码产品	小米、Vivo、华为、传音、OPPO、MOTO、谷歌
	笔记本电脑	微软、小米、华为、联想
	音响	哈曼
鹏辉能源	耳机	嘉禾、JBL、小米
	ETC	金逸科技、万集科技
	智能穿戴设备、蓝牙设备	三星
亿纬锂能	电动工具	TTI、百得
	电子雾化器	麦克维尔
	笔记本电脑	惠普、联想、戴尔、微软、亚马逊、华硕、宏碁
珠海冠宇	手机	华为、小米、OPPO、摩托罗拉、中兴、荣耀、VIVO、三星、苹果
	无人机、可穿戴设备	大疆、BOSE、Meta

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图22: 公司客户矩阵布局完善



资料来源：公司公告、开源证券研究所

扩产应对订单增长，多个产能规划提升规模效应。随着供货份额的不断提高和新客户的开拓，公司订单量持续增长，积极进行产能建设。其中重庆冠宇基地共规划年产 4.4 亿只电芯产能于 2019 年开始投产，有望在 2022 年全部投产。年产 15500 万只锂电池的珠海 IPO 募投项目及年产 3600 万只软包叠片可转债募投项目有望于 2023 年逐渐投产，2024 年底公司消费电芯年产能有望达到 8.2 亿只。

表8: 公司积极扩产，产能稳步提升（单位：万只）

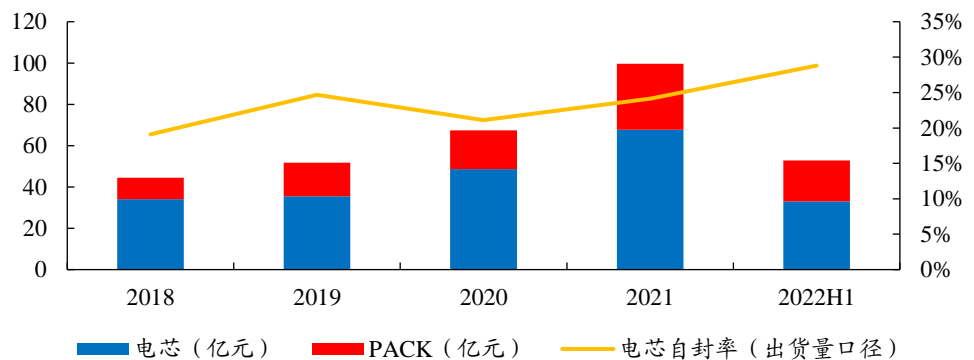
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
珠海工厂	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416
重庆一期		4970	10423	28731	44400	44400	44400	44400
珠海 IPO 募投项目						3875	15500	15500
可转债叠片产能						3600	3600	3600
电芯产能合计		23386	28839	47147	62816	70291	81916	81916

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、提升电芯自封率叠加向叠片高端产品切入，产品单价有望不断提升

提供 pack 一体化解决方案，电芯自封率不断提升。公司不断提升 pack 产能，持续提高锂离子电芯的封装自供率，既提升了产品平均销售单价，又满足了下游客户的一站式采购需求，提升了下游服务能力及自身竞争力。2022 年上半年公司电芯自封率已经达到 29%，由于 pack 环节技术壁垒降低，公司 pack 产品已进入主流厂商体系，未来电芯自供率有望快速提升至 60%，而根据公司招股书数据，2018-2020 年间公司以 pack 形式销售的产品平均在电芯销售单价的 1.5 倍。自封率的快速提升有望形成拉动营收增长的新动力。

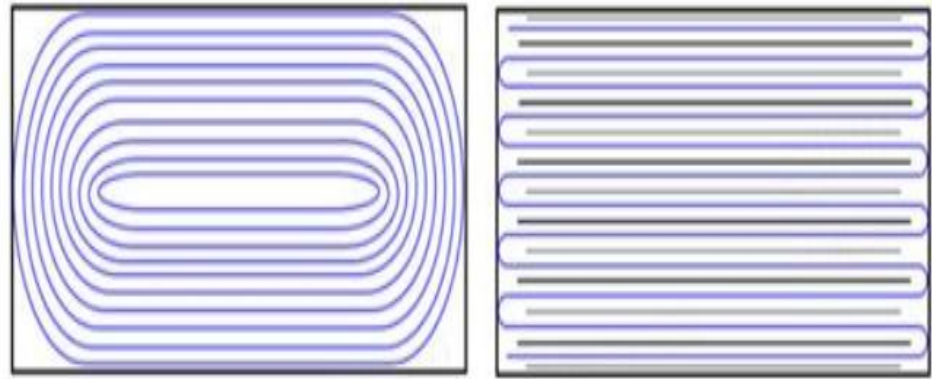
图23：2022年上半年公司电芯自封率提升至29%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

消费类叠片电池在能量密度、内阻、安全性方面相比现有的卷绕电池具有明显优势：

- (1) **能量密度高：**叠片结构可充分利用电池的边角空间，空间利用率较高；同时，叠片电池反应界面均匀一致，极片和隔膜的接触优良，活性物质的容量得以充分发挥，叠片电池的能量密度高且循环性能佳，电池续航功能突出；
- (2) **内阻低：**叠片电池采用多极片并联的方式，内阻较低，在进行快充时，能有效缓解电池发热，提高电池化学系统整体稳定性并延长电池使用寿命；同时，低阻抗促使叠片电池可在短时间内完成大电流的充放电，电池的倍率性能较高，对当前下游消费电子产品追求的快充功能具有较强的适应性；
- (3) **安全性好：**在电池的循环使用过程中，随着锂离子的嵌入，正负极片均会有膨胀。叠片工艺下电芯结构不存在卷芯拐角，应力分布更为一致，在电池的循环往复使用中，每层膨胀力均匀，电池可保持界面平整，性能稳定性更高，安全风险较低。

**图24: 叠片电池(右)相比卷绕电池(左)空间利用效率更高**


资料来源: 公司公告

**叠片电池生产工艺复杂, 技术壁垒高。**叠片工艺在负极清洗、制片、焊接、单折边点胶等工序的生产难度明显高于卷绕工艺。卷绕工艺的负极清洗环节属于小幅清洗, 相对简单, 而叠片工艺需对负极极耳边整幅清洗, 且多层堆叠极片, 清洗次数更多; 制片环节中卷绕工艺只需卷绕后将分条后的极片、隔膜压制成型, 叠片工艺则需经过分切、冲切、堆叠、分隔、切割等步骤, 制作难度更高; 焊接环节中卷绕工艺可在同一台设备完成卷绕和焊接, 叠片工艺则需完成叠片后额外使用焊接极耳工序设备进行极耳焊接; 点胶过程中卷绕工艺为 2 条直边点胶, 而叠片工艺需经过切边、包胶、点胶、折边等多项处理, 对技术工艺、设备精度和兼容能力要求较高。**目前只有 ATL 及 LG 具备了消费叠片电池规模化生产能力, 叠片电池市场竞争格局优越。**

**表9: 叠片工艺生产工艺复杂, 技术壁垒较高**

工序名称	常规卷绕工艺	叠片工艺
负极清洗	属于小幅清洗, 清洗环节简单	负极清洗环节更加复杂, 每条线均需要配置 1 台叠片大卷负极清洗机, 按照工艺要求进行负极极耳边的整幅清洗, 同时因多层堆叠极片, 所需清洗次数也随之增加
制片	通过固定卷针的卷绕, 将分条后的正极极片、隔膜、负极极片按照顺序卷绕挤压成特定形状	需在极片分切后通过模切将极片冲切成对应的尺寸和形状的小片, 将正负极片堆叠成一定厚度的叠芯并确保堆叠误差在要求的较高精度内, 同时在正负极小片间通过隔膜进行分隔, 并对堆叠后的多余电芯隔膜进行切割, 工序更加复杂, 制作难度更高
焊接	没有单独的焊接工序和设备, 在同一台设备先后完成卷绕和焊接	在完成叠片后方可进行极耳的焊接, 因此额外增加了焊接极耳工序设备进行处理
点胶	传统卷绕工艺为 2 条直边点胶, 工序较为简单	需进行切边、包胶、点胶、折边等多项处理, 对技术工艺、设备精度和兼容能力要求较高

资料来源: 公司可转债募集说明书、开源证券研究所

**叠片电池认证时间长, 公司通过可转债募资建设叠片产线率先切入高端消费电子市场。**叠片电池的性能优势不断凸显, 当前手机市场苹果手机已率先使用叠片电池, 未来叠片电池在高端手机市场的渗透率有望不断扩大。而叠片产线的客户验证周期普遍在一年左右, 认证壁垒较高。公司已通过头部客户认证, 正在协商签订框架协议, 具备一定的先发优势。同时 2022 年 4 月公司发布可转债预案, 拟规划建设年产 3600 万只叠片产能, 有望在 2023 年建成, 为公司切入高端电池市场奠基。

### 3.3、布局动力储能，在家储领域率先完成客户突破

动力电池研发及产能布局在先。动力电池由于客户认证要求高，公司研发及产能布局，有望带动客户认证及出货需求增长。研发方面，公司已建立涵盖技术路线研究、材料研究、电池性能测试等全流程的电池研发中心，并建立了多条研发试验线；在产能方面，公司在珠海已有 0.5GWh 产能，在浙江 2.5GWh 的产线已于 2022 年上半年投产，有望在提升规模效应改善盈利能力的同时提升公司电池生产精益化水平。

动力电池形成电动摩托、汽车启停电池、HEV、PHEV、农业无人机的客户谱系。公司电动摩托车电池客户包括豪爵、康明斯、雅迪等，目前已实现批量供货；农业无人机电池产品持续为大疆等主流客户供货；在汽车启停电池方面，公司已进入上汽和通用等厂商的供应链，后期将根据客户订单和产线规划情况有望在 2022 年实现批量供货；在汽车动力电池方面，公司已为中华汽车少批量供应 HEV 动力电池，同时获得柳州五菱 PHEV 动力电池系统等定点供应商资格。

图25：公司已与动力电池多类型客户取得合作关系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

环保政策趋严，启停系统市场有望加速。2022 年 4 月 27 日，国家环保总局公布汽车尾气排放新标准，新标准下尾气污染物排放限值比原有限值降低 30%，降低碳排放成为各车企的一大难题，12V/48V 汽车启停电池可自动熄火、启动，可大幅减少无必要的燃油消耗从而降低排放，在环保政策下成为众多车企的选择，带动了汽车启停动力电池产业的发展。根据 Technavio 预测，2020 年至 2024 年期间全球汽车启停电池市场空间预计增长 78.5 亿美元，CAGR 高达 22.12%，市场空间广阔。

表10：12V 及 48V 轻混电池是汽车尾气减排的重要解决方案

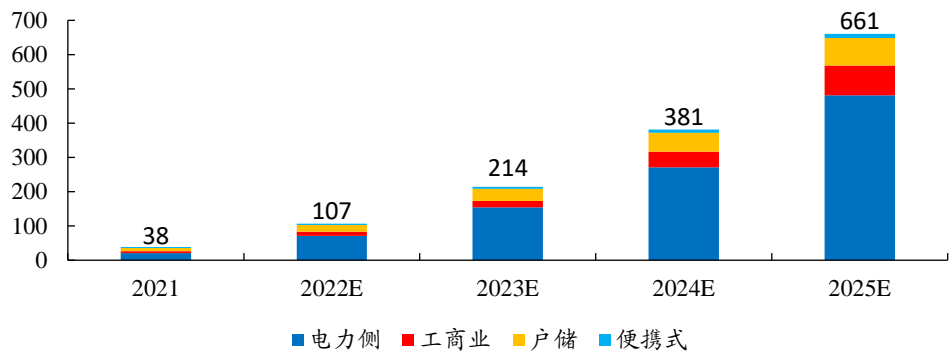
类别	产品特点	电池功能	优点	缺点	节油率
12V 轻混	以铅酸电池为主	启停电池	价格便宜	无法参与动力输出	3%
48V 轻混	锂离子电池，0.4-1.0KWh	启停、辅助动力、能量回收	电压低较为安全	成本较高	10%
普通油电混合动力	锂离子电池，	可单独作为动力输出，	动力性能提升	需要高压保护，成本较	35%

类别	产品特点	电池功能	优点	缺点	节油率
(HEV)	1.5-3.5KWh	能量回收、纯电行驶		高	
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: 欣旺达发布会资料、汽车驱动视界、开源证券研究所

**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, 未来 4 年 CAGR 83%。**

**图 26: 预计全球储能电池出货量将达到 661GWh**



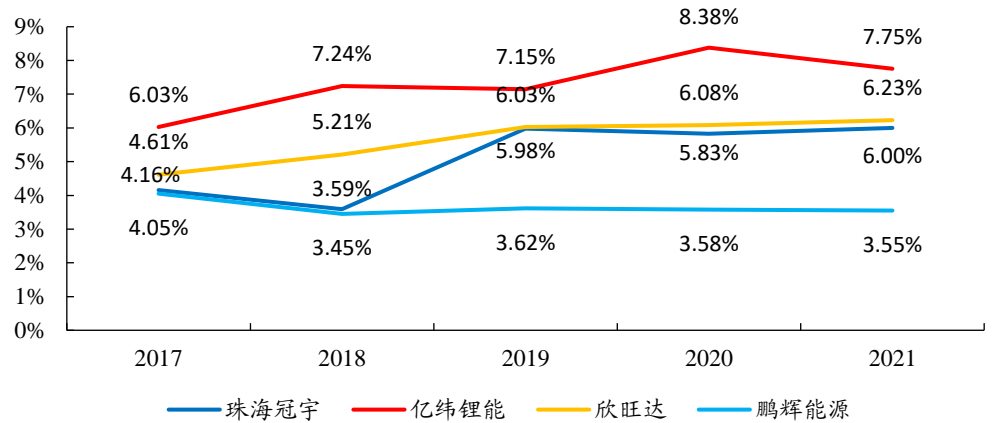
数据来源: GGII、开源证券研究所

**储能领域公司从家储及通信储能入局, 有望逐步逐步打开市场。**2022 年 3 月公司投资 40 亿元在重庆建设 6 条高性能电池, 主要面向储能领域, 产能规模达到 15GWh。同时公司通过几年来的技术研发, 已与全球领先的家用电池储能系统制造商 Sonnen 以及国内家储客户大秦新能源达成合作, 以家庭储能及通信储能电池作为入局点, 同时, 公司也与中兴建立了稳定的合作关系。未来公司有望从家庭储能、通讯备用电源逐步延伸至工商业储能等领域, 实现储能电池的全面发展。

**下游客户 Sonnen 为欧洲头部储能集成商, 公司有望迅速起量。**根据国际市场调研机构 EuPD Research 的数据, 2021 年 Sonnen 占据德国国家储 20% 市场份额, 市占率排名德国第一, 公司作为 sonnen 公司供货商有望快速打开储能市场, 稳步提升市场份额。

### 3.4、技术为本, 打造核心竞争力

**公司研发费用率不断上升, 注重专利保护。**公司注重自主研发, 持续加大研发投入, 2017 年到 2021 年研发费用率整体呈上升趋势, 2019 年开始布局动力电池业务以来, 公司研发费用率中枢提升至 6%。未来公司预计将持续加大在自主研发方面的投入, 通过产品持续创新形成核心竞争力。同时公司高度重视技术保护工作, 截至 2022 年 7 月, 公司已申请 1386 个发明专利, 获得 261 个, 研发进展顺利。

**图27: 2019年起公司研发费用率提升至6%左右**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**多项先进技术助力产品升级。**公司研发成果显著,拥有众多核心技术,目前公司共拥有 12 项消费电池核心技术、4 项动力电池核心技术及 1 项生产核心技术。12 项消费类核心技术分别提升了公司消费电池的使用寿命、低温性能、能量密度、充电速度、安全性、充放电倍率等性能及电池生产效率,4 项动力类核心技术有效提升了公司动力电池的能量密度、循环及日历寿命、低温性能、放电功率等性能,助力公司产品品质及产品结构的优化,1 项电芯和 pack 生产技术可对生产过程进行质量监控、数据分析与反馈,帮助公司实现高效智能化生产。

**表11: 公司核心技术储备充分**

技术名称	应用产品	技术优势
高温电池技术	笔记本电脑电池	适用于高温高 SOC 使用环境,使用寿命可达 3 年以上
数码电池电解液技术	消费类锂离子电池	电池循环寿命可提升 30% 以上(循环寿命大于 1,000 次),低温(-20°C)环境下放电容量保持率可提升 50% 以上
高能量密度电池关键材料应用技术	消费类锂离子电池	大幅提升了电池的能量密度,可显著延长消费类电子产品的待机时间,新产品较上一代电池产品能量密度提升 5% 以上,循环寿命可达 1000 次以上
快充电池关键材料应用技术	手机及笔记本电脑电池	开发出可支持 1.5C/3C/5C 充电的快充电池,充电速度分别可达到 30 分钟充入 70% 电量、30 分钟充入 90% 电量及 15 分钟充入 85% 电量。
高安全电池关键材料应用技术	手机及笔记本电脑电池	优化安全涂层配方,提升正极材料稳定性,降低电池的厚度,极大提升电池的安全性能
蓝牙电池自动制造技术	穿戴消费类锂离子电池	实现了蓝牙小电池的高效率、高品质生产,整线自动化生产效率可提升 50%-70%。
STP 技术	手机及笔记本电脑电池	可提升电池的功率性能,实现更快的充电速度,使电池内阻降低 40-45%、2C 充电温升降低 4-5°C、2C 充电恒流充入比提升 25-30%。
全自动异形叠片技术	手机及笔记本电脑电池	可使模切精度提升 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,实现了产品结构及外形的多样化。
多极耳卷绕技术	手机及笔记本电脑电池	使电池内阻降低 60-80%、3C 充电温升降低 6-8°C、5C 充电恒流充入比提升 30-40%。
柔性自动线	手机及笔记本电脑电池	单机换型时间≤2h,单机换型效率可提升 200-350%,自动采集整线控制层信息,信息采集率达到 95%,信息利用率达到 80%。
高性能硅材料粘结剂技术	手机及笔记本电脑电池	公司自主开发的硅材料专用高性能粘结剂,具备优异的粘结强度,在提升电池能量密度的同时,大幅提升了电池的循环寿命。
工业无人机用快充及高功	工业无人机电池	可有效提高工业无人机电池的快速充电能力和高功率放电能力,同时兼顾高能量

技术名称	应用产品	技术优势
率技术		密度、长循环寿命以及高安全可靠性的。
固态金属锂电池技术	动力类锂离子电池	有效解决了固态电池正极与电解质界面兼容性差的问题，并运用该固态电解质膜和专用正极材料制备出能量密度高达 350Wh/kg 的固态电池样品
动力电池电解液技术	动力类锂离子电池	使动力电池产品具备低温冷启动、超高功率、超长循环寿命以及 15 年以上日历寿命等特性。
车用 7,000W/kg 高功率技术	混合动力汽车电池	大幅度提高混合动力电池的功率性能、低温冷启动性能及循环寿命，最新一代产品的 50% SOC 常温放电 10s 极限功率可达 7,700W/kg
12V 磷酸铁锂启停电芯技术	汽车启停电池	开发出性能优异的 12V 磷酸铁锂启停电芯产品，可满足汽车对启停电池高功率输出的要求。
MES 系统（制造执行系统）	生产精益化	对生产过程进行质量监控、数据分析与反馈，实现了高效率智能化生产

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

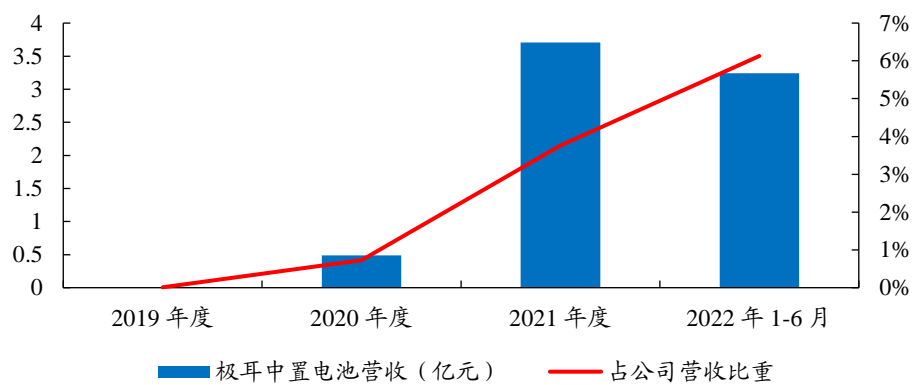
**公司拥有 CTP 核心技术，产品性价比高。**公司拥有极耳中置技术的卷绕技术，能使产品的综合性能得到大幅提升。其中叠片工艺电池能量密度最高，可使电池的续航时间更久，同时内阻低更适应快充，但其成本较高，据公司可转债募集说明书测算，叠片电池单位成本 34.36 元/只，接近卷绕电池的两倍。而公司应用的 CTP 结构可以使电池内阻降低 40-45%、2C 充电温升降低 4-5℃、2C 充电恒流充入比提升 25-30%，性能指标处于行业领先水平且成本适中，拥有较高的性价比。目前仅有 ATL、珠海冠宇、欣旺达等少数厂商实现了应用极耳中置技术的消费类卷绕电池的量产交付。

**表12: 极耳中置电池性能优秀、成本适中**

指标名称	常规卷绕工艺	采用极耳中置技术的卷绕工艺（CTP）	叠片工艺
充电速率	较低	较高	较高
能量密度	较低	适中	较高
是否支持异形电池	否	否	是
综合成本	较低	适中	较高

资料来源：公司可转债募集说明书、开源证券研究所

**CTP 产品营收快速提升，随着公司可转债募投产能投放未来有望继续快速增长。**受下游快充需求影响，CTP 产品已逐步从高端产品中低端产品延伸，公司已为华为、小米、OPPO、联想、戴尔、惠普、华硕等头部品牌供应 CTP 产品，CTP 营收占比从 2019 年的 0.01% 快速提升至 2022H1 的 6.13%。未来随着可转债募投项目对珠海产线进行 CTP 工艺改造升级，CTP 卷绕电池产品有望从年产 2313 万只提升至 4048 万只，支撑对应营收体量进一步增长。

**图28: 公司极耳中置电池营收占比不断提升**


数据来源: 公司可转债募集说明书、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，但公司切入叠片电池高端市场，同时未来电芯自封率有望快速提升，销售单价有望不断拉升。我们预计未来保持稳定增长趋势，2022-2024 年营收分别为 108.61、151.05、154.56 亿元，毛利率 2022-2024 年预计分别为 21.2%、23.4%、23.1%。

**动力储能电池业务：**浙江 2.5GWh 产线已于 2022 年上半年投产，公司已与德国储能集成头部客户 Sonnen 达成合作，未来有望快速放量。我们预计 2022-2024 年营收分别为 3.67、17.10、47.25 亿元，毛利率受益于规模效应提升预计分别为-14.1%、8.0%、15.0%。

**核心盈利预测假设：**(1) 2022-2024 年笔电电池出货 2.43、2.91、2.91 亿只，手机电池出货 0.86、1.10、1.10 亿只；(2) 消费电池自封率未来快速提升，2022-2024 年分别为 31.3%、40.9%、50.5%；(3) 2022-2024 年动力电池出货量分别为 0.4、1.8、5.3GWh，毛利率分别为-14.1%、8.0%、15.0%。

表13: 公司营收拆分与预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
1.消费类电池	收入(亿元)	51.71	67.38	98.73	108.61	151.05	154.56
	YOY		30%	47%	10%	39%	2%
	成本(亿元)	37.13	46.21	73.69	85.56	115.73	118.87
	毛利(亿元)	14.58	21.17	25.04	23.05	35.32	35.69
	毛利率(%)	28.2%	31.4%	25.4%	21.2%	23.4%	23.1%
	自封率(%)	24.7%	21.1%	24.1%	31.3%	40.9%	50.5%
2.动力储能电池	收入(亿元)	0.08	0.11	0.94	3.67	17.10	47.25
	YOY		38%	755%	291%	366%	176%
	成本(亿元)	0.18	0.36	1.10	4.19	15.73	40.16
	毛利(亿元)	-0.10	-0.25	-0.16	-0.52	1.37	7.09
	毛利率(%)	-125.0%	-227.3%	-17.0%	-14.1%	8.0%	15.0%
3.其他业务	收入(亿元)	1.52	2.15	3.73	9.16	10.07	11.08
	YOY		42%	73%	146%	10%	10%
	成本(亿元)	0.93	1.37	2.60	7.51	8.06	8.87
	毛利(亿元)	0.59	0.78	1.12	1.65	2.01	2.22
	毛利率(%)	38.7%	36.5%	30.2%	18.0%	20.0%	20.0%
总计	收入(亿元)	53.3	69.6	103.4	121.4	178.2	212.9
	YOY		31%	48%	17%	47%	19%
	成本(亿元)	38.2	47.9	77.4	97.3	139.5	167.9
	毛利(亿元)	15.1	21.7	26.0	24.2	38.7	45.0
	毛利率(%)	28.3%	31.2%	25.1%	19.9%	21.7%	21.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.80、11.50、14.42 亿元，EPS 为 0.34、1.02、1.29 元/股。我们选取欣旺达、鹏辉能源、亿纬锂能三家可比公司，珠海冠宇对应当前股价 2022-2024 PE 为 66.35、21.91、17.47 倍，2023 年 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，未来有望在消费电子行业市占率扩大的同时顺利完成从消费到动力储能电池的转型，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表14: 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
300207.SZ	欣旺达	24.65	0.34	1.02	1.29	72.85	24.06	19.18	0.12
300438.SZ	鹏辉能源	74.74	1.40	2.39	3.45	53.39	31.27	21.66	0.44
300014.SZ	亿纬锂能	93.13	1.92	3.62	5.96	48.38	25.76	15.64	0.29
	平均					58.21	27.03	18.83	0.28
688772.SH	珠海冠宇	22.45	0.34	1.02	1.29	66.35	21.91	17.47	0.11

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：欣旺达、亿纬锂能、珠海冠宇盈利预测与估值数据来自于开源证券研究所，鹏辉能源来自 Wind 一致预期，收盘价选取 2022 年 10 月 12 日

## 5、风险提示

储能客户订单不及预期风险、消费电子景气度下滑风险、原材料价格波动风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4934	8756	6203	12767	9339
现金	1148	2916	2879	4871	5526
应收票据及应收账款	2384	2939	2006	4051	2162
其他应收款	74	186	120	329	207
预付账款	16	85	34	141	67
存货	1048	2353	889	3097	1100
其他流动资产	264	277	277	277	277
<b>非流动资产</b>	3699	7580	7795	9462	10003
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2855	4281	4685	6241	6833
无形资产	181	263	309	365	418
其他非流动资产	664	3036	2800	2856	2752
<b>资产总计</b>	8633	16336	13999	22229	19342
<b>流动负债</b>	4343	8066	5785	13003	8978
短期借款	425	910	910	910	910
应付票据及应付账款	3216	6266	4082	11182	7150
其他流动负债	702	890	793	911	918
<b>非流动负债</b>	1045	1974	1739	1653	1411
长期借款	579	1262	1028	941	700
其他非流动负债	465	711	711	711	711
<b>负债合计</b>	5388	10039	7524	14655	10390
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1
股本	966	1122	1122	1122	1122
资本公积	1483	3433	3433	3433	3433
留存收益	797	1743	2102	3175	4496
<b>归属母公司股东权益</b>	3246	6298	6476	7575	8953
<b>负债和股东权益</b>	8633	16336	13999	22229	19342

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1876	1988	1430	4784	2798
净利润	817	945	380	1150	1442
折旧摊销	461	829	710	940	1213
财务费用	206	71	127	111	120
投资损失	-19	-23	-21	-22	-21
营运资金变动	298	-209	245	2611	55
其他经营现金流	114	374	-9	-6	-11
<b>投资活动现金流</b>	-1630	-3937	-904	-2585	-1733
资本支出	1659	3716	925	2607	1754
长期投资	0	-250	0	0	0
其他投资现金流	29	29	21	22	21
<b>筹资活动现金流</b>	535	3146	-564	-206	-410
短期借款	122	485	0	0	0
长期借款	357	683	-234	-87	-241
普通股增加	61	156	0	0	0
资本公积增加	550	1950	0	0	0
其他筹资现金流	-556	-127	-330	-119	-169
<b>现金净增加额</b>	748	1188	-37	1993	654

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6964	10340	12144	17823	21289
营业成本	4794	7739	9726	13952	16789
营业税金及附加	44	32	38	56	67
营业费用	36	43	51	74	89
管理费用	441	629	789	980	1064
研发费用	406	623	789	1034	1171
财务费用	206	71	127	111	120
资产减值损失	-119	-252	-252	-402	-461
其他收益	56	51	53	52	53
公允价值变动收益	-0	-2	-0	-0	-1
投资净收益	19	23	21	22	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	982	1023	437	1281	1589
营业外收入	7	12	11	10	10
营业外支出	54	10	37	45	37
<b>利润总额</b>	935	1024	411	1246	1562
所得税	119	79	32	96	121
<b>净利润</b>	817	945	380	1150	1442
少数股东损益	-0	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	817	946	380	1150	1442
EBITDA	1426	1905	1138	2168	2713
EPS(元)	0.73	0.84	0.34	1.02	1.29

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.6	48.5	17.4	46.8	19.4
营业利润(%)	77.6	4.1	-57.3	193.4	24.0
归属于母公司净利润(%)	89.9	15.8	-59.9	202.8	25.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.2	25.1	19.9	21.7	21.1
净利率(%)	11.7	9.1	3.1	6.4	6.8
ROE(%)	25.2	15.0	5.9	15.2	16.1
ROIC(%)	18.1	11.2	4.5	11.5	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.4	61.5	53.7	65.9	53.7
净负债比率(%)	8.1	-5.7	-8.6	-34.3	-38.8
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	3.4	3.9	5.0	6.0	7.0
应付账款周转率	2.5	2.3	2.4	2.3	2.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.84	0.34	1.02	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	1.77	1.28	4.26	2.49
每股净资产(最新摊薄)	2.89	5.61	5.77	6.75	7.98
<b>估值比率</b>					
P/E	30.8	26.6	66.4	21.9	17.5
P/B	7.8	4.0	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.9	13.0	21.6	10.4	8.0

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