

碱电业务稳定增长，高倍率锂电打造第二成长极

锂电业务：高倍率锂电行业领先，扩产+拓客快速放量。

受益于下游小动力锂电市场需求增长，公司通过并购长虹三杰重点发力锂电业务。2021年公司锂电产能1.7亿只，随绵阳和泰兴项目投产后，预计2022-2024年产能将增至4.1/5.0/6.6亿只，且21700占比快速上升，产品结构持续优化。

公司存量客户资源稳定的同时拓展新客户，凭借在高倍率性能逐步进入TTI、百得、比亚迪等国际一流客户供应链体系。需求端持续扩张叠加产品力优势，公司锂电业务有望打造为业绩第二增长极。

碱电业务：国内碱电OEM头部厂商，业务规模稳定增长。

公司深耕碱电多年，下游应用领域广泛，需求量稳定增长，竞争格局相对稳固。公司2021年碱电产能超20亿只，采取OEM模式与劲量、金霸王、东芝、三菱、松下等主流客户建立稳定合作关系，产销率常年维持在97%以上。

盈利预测

公司作为国内碱电OEM头部厂商，产品性能优异、客户结构稳健，业务规模稳定增长；锂电业务高倍率技术行业领先，叠加产能高速扩张、产品结构优化、客户版图拓展。预计公司2022-2024年实现归母净利润2.0、2.7、3.8亿元，对应PE 15.6、11.5、8.1倍。

风险提示

下游市场需求不及预期；原材料价格上涨超预期；公司重点项目推进不及预期。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1952	3071	3565	4257	5022
增长率(%)	38%	57%	16%	19%	18%
净利润(百万元)	162	253	201	272	384
增长率(%)	55%	56%	-21%	36%	41%
ROE(%)	26.4%	25.8%	18.3%	20.9%	24.0%
EPS(元/股, 摊薄)	1.24	1.94	1.54	2.09	2.95
P/E(倍)	19.27	12.34	15.56	11.47	8.13
P/B(倍)	5.09	3.19	2.84	2.39	1.95

长虹能源(836239)

首次评级

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号: S1440521100008

发布日期: 2022年11月15日

当前股价: 23.99元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
7.53/5.49	-32.73/-26.94	-75.52/-62.76

12月最高/最低价(元) 158.8/21.22

总股本(万股) 13,005.3

流通A股(万股) 4,941.18

总市值(亿元) 31.2

流通市值(亿元) 11.85

近3月日均成交量(万股) 52.23

主要股东

四川长虹电子控股集团有限公司 60.28%

股价表现



相关研究报告

1、公司：“锂电+碱电”双线并行，迎来快速发展期

1.1 公司以碱电起家，先后于新三板和北交所上市

公司成立于 2006 年，2016 年挂牌新三板，2021 年 2 月登陆精选层公开发行，同年 11 月于北交所上市。

公司主营全系列碱性锌锰电池以及小动力锂电池的研发、制造、销售，和众多世界 500 强企业结成战略合作伙伴关系，公司产品已经直接或间接销往世界 100 多个国家和地区。

图表1： 公司碱电起家，先后于新三板和北交所上市

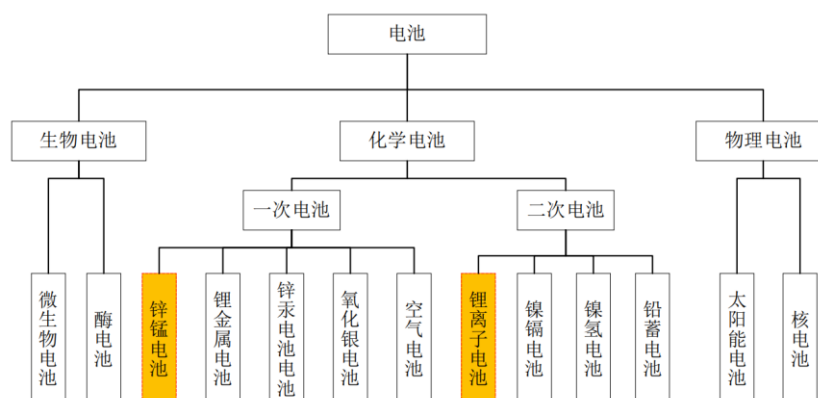


资料来源：公司公告，中信建投

1.2 当前已形成“碱电+锂电”双产品体系，双线并行发展

公司同时布局锂一次电池和锂二次电池，主营碱性锌锰电池、小动力锂电池的研发、制造和销售。当前公司已形成“碱电+锂电”的双产品体系，其中碱电业务稳定增长、锂电业务高速扩张。

图表2： 公司已形成“碱电+锂电”双产品体系

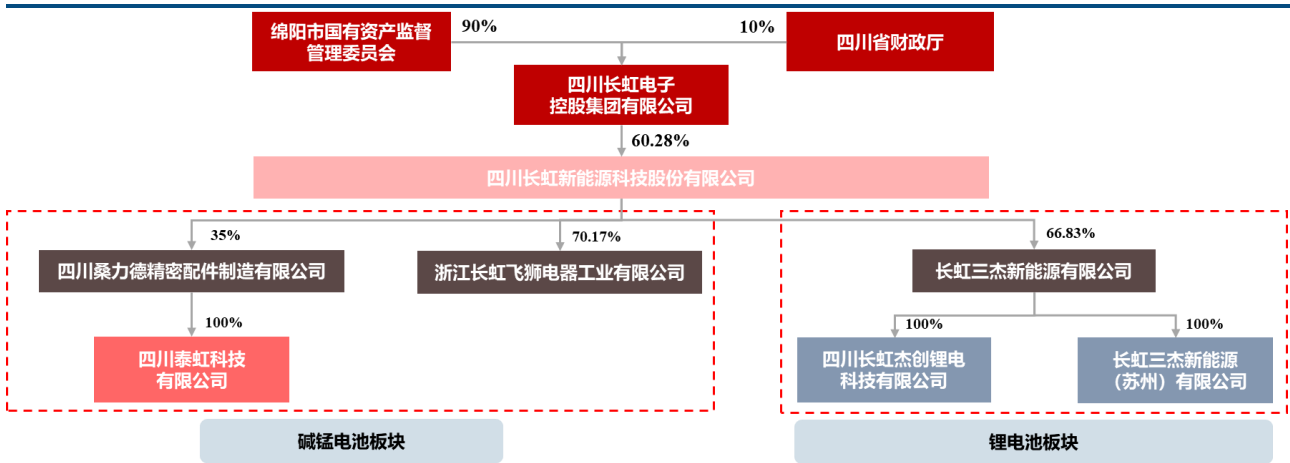


资料来源：公司公告，中信建投

1.3 股权结构稳定，子公司分管碱电和锂电业务

公司大股东是四川长虹电子控股集团有限公司，股权占比 60.28%，由绵阳市国资委和四川省财政厅分别持股，整体股权结构稳健。公司通过设立子公司分管碱电和锂电业务，同时参股桑力德 35% 股份实现钢壳、密封圈、集电针等碱电配件供应。

图表3： 公司股权结构稳定，子公司分管碱电和锂电业务

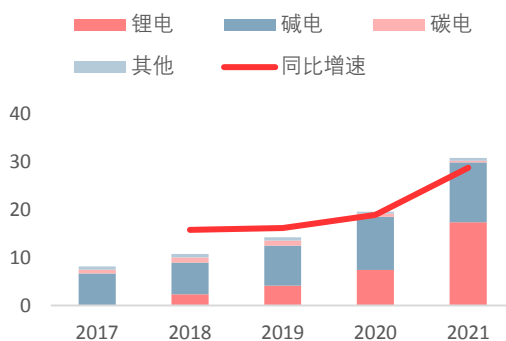


资料来源：公司公告，企查查，中信建投

1.4 2021 年营收同比增速超 50%，锂电超碱电成为营收贡献最大业务

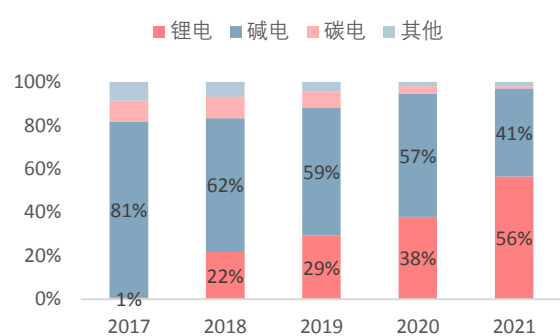
2021 年公司实现营收 30.7 亿元，同比+57%，2017-2021 年 CAGR 达 39%。其中锂电业务营收 17.3 亿元，同比+134%，占比 56%，同比+18pct，超过碱电成为营收贡献最大的业务，带动公司营收同比快速增长；碱电、碳电、其他业务分别占比 41%、1%、2%。

图表4： 2021 年公司实现营收 30.7 亿元，同比+57%（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 锂电业务规模快速扩张，2021 年锂电营收占比 56%

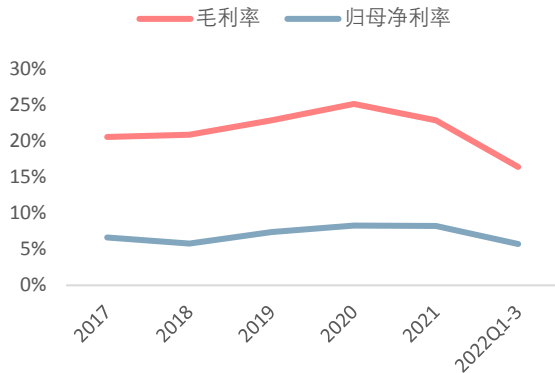


资料来源：公司公告，中信建投

1.5 盈利能力在原材料涨价+新增产线折旧影响下短期承压

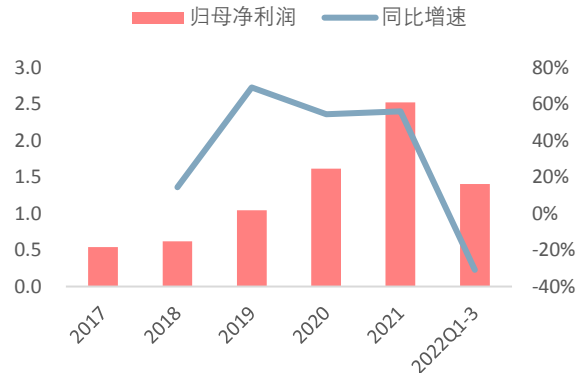
2017-2020 年受益于业务扩张规模效应显现、锂电高毛利率带动，公司毛利率由 20.6% 提升至 25.2%，呈上升趋势；2021、2022Q1-3 受上游原材料涨价、新增产线固定资产折旧增加影响，公司锂电业务毛利率有所下滑，带动公司整体毛利率降至 22.9%、16.4%。

图表6： 22Q1-3 毛利率/归母净利率 16.4%/5.7%



资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 22Q1-3 归母净利润 1.41 亿元，归母净利率 5.7%

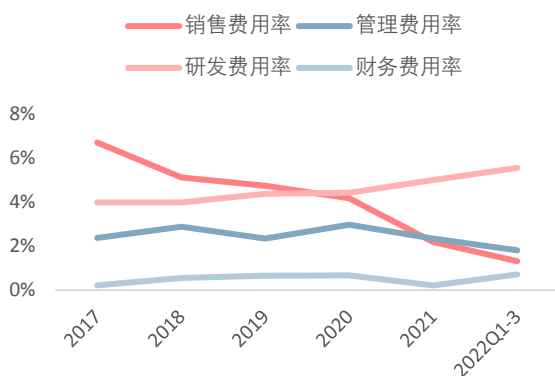


资料来源：公司公告，中信建投

1.6 规模效应下销售费用率持续下行，研发费用维持高投入

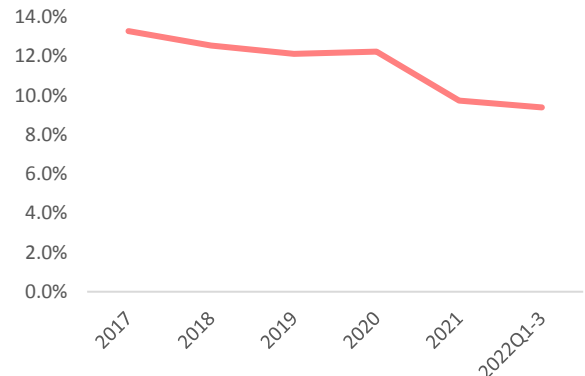
随公司业务扩张、规模效应显现，销售费用率由 6.7% 显著下降至 1.3%，带动公司期间费用率持续下行；公司研发费用率稳定维持在 4%-5%，研发投入绝对值持续增长；2021、2022Q1-3 公司期间费用率 9.7%、9.4%，处于行业较低水平。

图表8： 销售费用率下降明显,17-22Q1-3 由 6.7% 降至 1.3%



资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 22Q1-3 期间费用率 9.4%，处于行业较低水平





资料来源：公司公告，中信建投

2、锂电业务：高倍率锂电行业领先，扩产+拓客快速快速放量

2.1 锂电产品主打高倍率 18650 和 21700，性能比肩国际企业

长虹能源于 2018 年 4 月控股收购长虹三杰后正式进军锂电行业，目前公司锂离子电池核心产品为高倍率 18650 和 21700 系列电池电芯，是国内首批批量生产 21700 型电池的企业之一，同时公司的 18650 型电池的技术水平和性能已经与三星等国际知名企业的产品相当。

图表10： 此处录入标题

锂电型号	产品照片	外径 (mm)	高度 (mm)	容量 (mAh)	放电电压 (V)	平均重量 (g)	电化学系统	下游应用
INR18650		18.2-18.4	65±0.3	1300-3000	2.5-2.75	42-47	NCM	电动工具、园林工具、吸尘器、智能家居等
INR21700		21.8	71±0.3	1300-5000	2.75	71.5-72	NCM	电动工具、园林工具、吸尘器、智能家居等

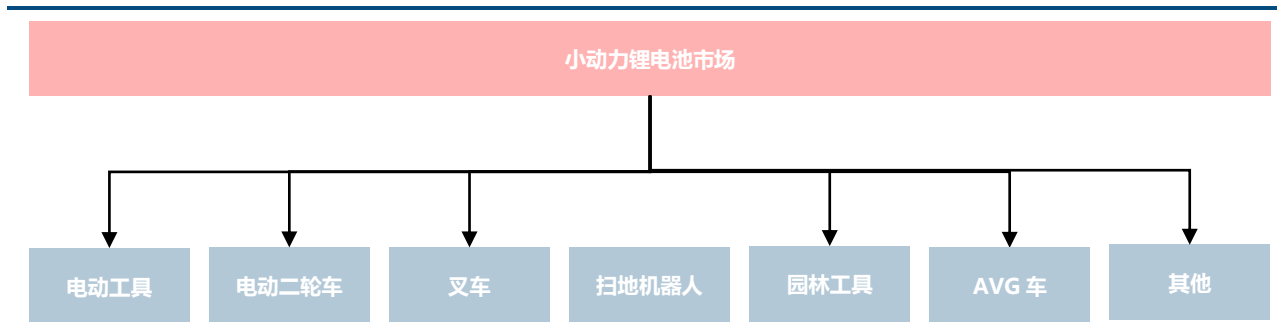
资料来源：公司招股说明书、公司官网，中信建投

2.2 锂电业务下游应用领域广泛

区别于应用于新能源车的动力电池，小动力电池主要是提供各细分产品的动力系统，主要应用领域有电动工具、电动二轮车、园林工具、扫地机器人等。

根据 GGII 数据，2017-2019 年中国小动力锂电池市场保持着高速增长趋势，2019 年，我国小动力锂电池出货量为 14.7GWh，已连续 2 年以超 50% 的同比增速增长。

图表11： 小动力锂电下游应用领域广泛



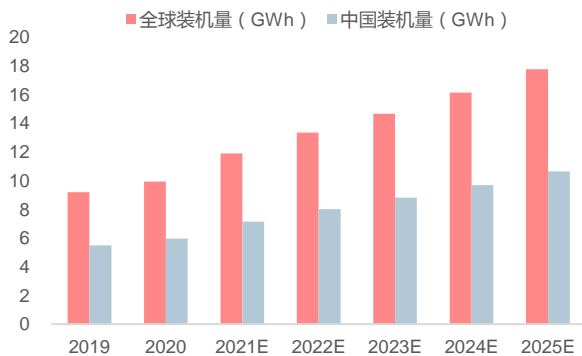
资料来源：未来智库，中信建投

2.3 无绳化、锂电化及续航需求催生电动工具锂电需求

小动力主要市场之一电动工具市场受益于无绳化、锂电化趋势以及对于续航需求的提升，对应锂电需求量快速增长。据华经产业研究院统计，2020 年全球/中国电动工具用锂电池装机量分别为 9.9/6.0GWh，预计到 2025 年将分别达到 17.8/10.7GWh。

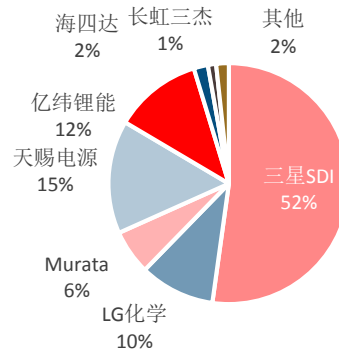
公司进入锂电业务三年后长虹三杰便以 1.1% 市占率位列全球第七。

图表12： 2019-2025 年全球及中国电动工具用锂电需求稳定增长，CAGR12%



资料来源：华经产业研究院，中信建投

图表13： 2020 年长虹三杰全球市占率 1.1% 位列第七



资料来源：华经产业研究院，中信建投

2.4 锂电产能加速扩张，产品结构持续优化

长虹三杰目前年产能 1.66 亿只，在绵阳和泰兴扩能项目于 2024 年投产后，公司产能将达到 6.64 亿只，CAGR 达 59%，扩产节奏正在加速推进中。

随着电动工具类产品无绳化特征的普及，下游客户对电池放电倍率、电池容量和循环寿命等方面的技术都提出了更高的要求，21700 电池应运而生。截止到 2021 年，长虹三杰在泰兴的 4 条产线中仅一条可以生产 21700 电池，产能只占不足 4%。后续在绵阳和泰兴扩能项目投产后，21700 产能占比将达到 20%，产品结构持续优化。

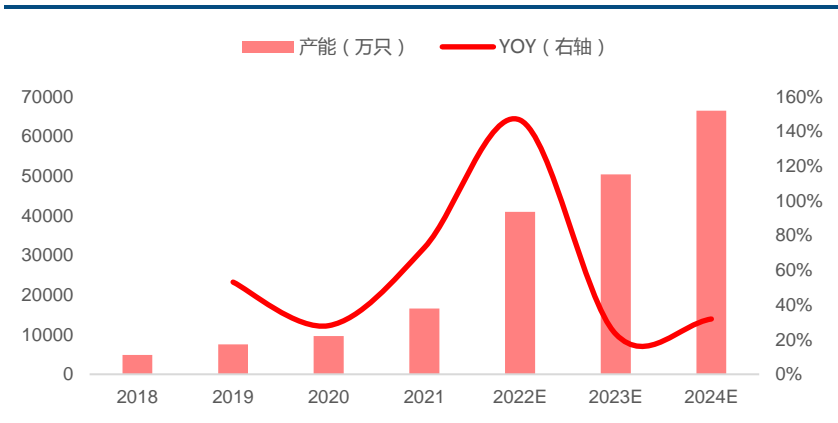
图表14： 预计 2024 年公司锂电产能将扩张至 6.6 亿只

位置	型号	投产时间	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
泰兴	21700	2019 年	600	600	600	600
	18650	2015 年	4500	4500	4500	4500
	18650	2019 年	4500	4500	4500	4500
	18650	2021 年 1 月	6000	6000	6000	6000
绵阳	21700	2021 年 11 月	-	6325	6325	6325

	18650	2021 年 11 月	-	6325	6325	6325
	18650	2021 年 10 月	500	6325	6325	6325
	18650	2021 年 10 月	500	6325	6325	6325
泰兴扩能项目	18650	2022 年 12 月	-	-	6325	6325
	18650	2024 年	-	-	-	6325
	18650	2024 年	-	-	-	6325
	21700	2023 年 7 月	-	-	3162	6325
合计			16600	40900	50387	66430

资料来源：公司招股说明书、公司重组问询函回复公告，中信建投

图表15： 2021-2024 年公司锂电产能扩产增速达 59%



资料来源：公司招股说明书、公司重组问询函回复公告，中信建投

2.6 存量客户资源稳定，逐步进入国际一流客户供应链

目前国内大型的电动工具企业包括江苏大艺机电工具有限公司、宁波汉浦工具有限公司、苏州川欧电器有限公司等企业，均与长虹三杰建立了长期的合作关系，且存量客户资源较为稳定。

长虹三杰与主要客户的销售形式为“框架合同+业务订单”，单个订单的金额不大。目前公司已与 Generac、美的（东芝）、朗科新能源、苏泊尔、海尔等公司建立供货关系。

同时，凭借领先的生产工艺装备、严格的流程控制、过硬的产品质量，长虹三杰逐步进入国际一流客户的供应链体系，如 TTI、百得、比亚迪、飞利浦等公司，为未来收入奠定了良好的市场基础。

图表16：公司客户结构相对分散，对客户没有依赖性

序号	客户	销售收入 (万元)	占锂电业务 收入比
1	江苏大艺机电工具有限公司	4610.60	19.8%
2	苏州川欧电器有限公司	1900.07	8.2%
3	宁波汉浦工具有限公司	1119.56	4.8%
4	浙江动一新能源动力科技股份 有限公司	1034.62	4.5%
5	绿格逻新能源科技(浙江)有 限责任公司	903.16	3.9%

资料来源：公司招股说明书、公司重组问询函回复公告，公司年报，
中信建投

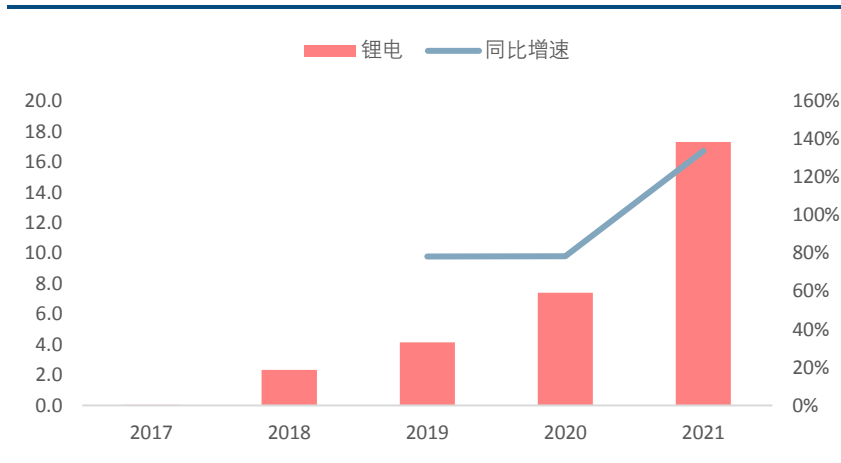
图表17：公司将逐步打入 TTI 等国际一流客户供应链

现有客户	未来客户
Generac、LIDL、大艺、东成、JS、 金鼎、美的(东芝)、朗科新能源、 明美新能源、翔智达、傲基、苏 泊尔、海尔、明磊、翠丰、泉峰 (德朔)等	TTI、百得、比亚迪、上海器外、 飞利浦、科沃斯、安克创新等

资料来源：公司招股说明书、公司重组问询函回复公告，公司年报，
中信建投

2.7 21 年营收规模快速增长，22 年受下游需求影响短期承压

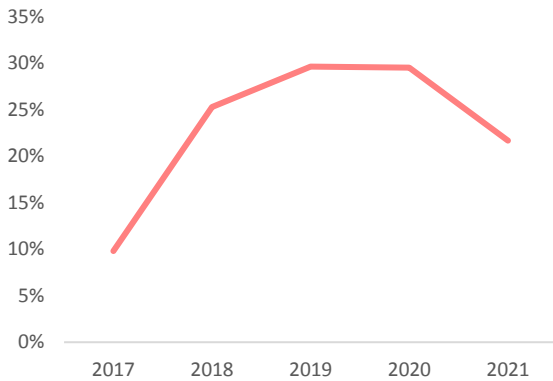
2019-2021 年长虹能源锂电业务收入规模高速增长，2021 年营业收入 17.3 亿元，同比+134%，主要受益于小动力电池市场需求旺盛；公司产能持续扩张，客户开拓进展加速，产品技术优势明显。2022 年 Q3 受下游消费电子需求疲软影响，产销短期承压。

图表18：2021 年公司锂电业务营收 17.3 亿元，同比+134%


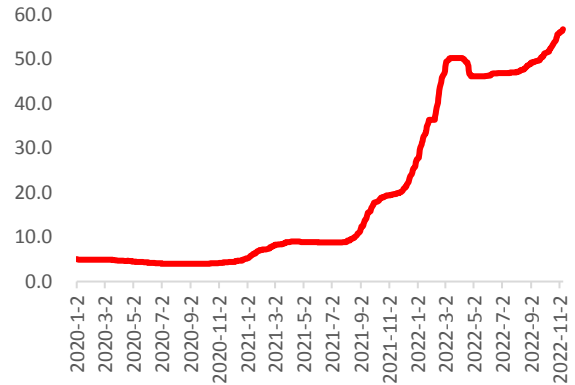
资料来源：公司年报，公司招股说明书中信建投

2.8 原材料涨价+新增产线固定资产折旧导致毛利率短期承压

2021 年公司锂电业务毛利率 21.7%，同比下降 7.8pct，2022 年 Q1-3 公司整体毛利率 16.4%，继续呈下降趋势，主要系原材料价格的快速上行以及新增产线固定资产折旧所致。以主要原材料碳酸锂为例，从 2021 年 7 月的 8.9 万元/吨涨至当前 56.75 万元/吨，当前同比年初增长 538%。

图表19： 原材料涨价+新产线折旧，锂电毛利率短期承压


资料来源：公司公告、百川盈孚，中信建投

图表20： 2021Q4 起碳酸锂价格大幅上涨至 50 万元/吨


资料来源：公司公告，wind，中信建投

2.9 高倍率性能行业领先，技术达到国际先进水平

长虹三杰深耕于三元高倍率动力电池领域多年，通过多年的技术研发和创新，公司在高倍率细分领域的技术水平在行业中相对靠前，处于第一梯队，部分技术已经达到了国际先进水平。

图表21： 长虹能源锂电产品性能与国标、行业平均水平比较情况

电池型号	性能分类	指标	长虹三杰	行业水平
INR18650-20H	最大充电电流	≥1C	7C	1-2C
	最大持续放电电流	≥10C	15C	10C
	循环性能（6A 充电 30A 放电）	循环 200 次容量保持率≥70%	循环 300 次容量保持率≥70%	循环 30-100 次容量保持率<60%。
INR18650-22H	最大持续放电电流	≥5C	13.6C	5-8C
	循环性能（2C 充电 10C 放电）	循环 300 次容量保持率≥60%	循环 300 次容量保持率≥80%	循环 50-100 次容量保持率<60%。
	60℃高温储存 7 天（满电态）	容量保持率≥85%，容量恢复率≥95%	容量保持率≥92%，容量恢复率≥98%	容量保持率 85-90%，容量恢复率 95-98%
INR18650-25R	最大持续放电电流	≥5C	10C	5-8C
	循环性能（2C 充电 10C 放电）	循环 200 次容量保持率≥60%	循环 200 次容量保持率≥80%	循环 50-100 次容量保持率<60%。
	60℃高温储存 7 天（满电态）	容量保持率≥85%，容量恢复率≥95%	容量保持率≥92%，容量恢复率≥98%	容量保持率 85-90%，容量恢复率 93-96%
INR18650-30L	最大持续放电电流	≥1C	3.3C	1-2C
	-20℃低温放电性能（0.2C 放电至 2.50V）	容量≥2000mAh	容量 2500-2700mAh	容量 1800-2000mAh

	-40℃低温放电性能（0.2C 放电至 2.50V）	容量≥1500mAh	容量 2000-2200mAh	不支持-40℃放电
INR21700-40S	最大持续放电电流	≥30A	40A	10-35A
	-20℃低温放电性能（0.2C 放电至 2.50V）	容量≥2750mAh	容量 3500-3600mAh	容量 2800-3000mAh
	60℃高温储存 7 天（满电态）	容量保持率≥85%，容量恢复率≥95%	容量保持率≥91%，容量恢复率≥98%	容量保持率 85-90%，容量恢复率 93-96%

资料来源：公司招股说明书，中信建投

3、碱电业务：国内碱电 OEM 头部厂商，业务规模稳定增长

3.1 碱电产品布局清晰，具备稳定市场需求

锌锰电池按照电解液与工艺的不同，主要分为碳性锌锰电池和碱性锌锰电池。

碱性锌锰电池具有高功率、重负荷、放电性能好、电池容量高、储存寿命长、结构简单、携带方便、受温度湿度等环境因素影响小等优点，具有广阔的应用空间。

碳性锌锰电池相对寿命短、稳定性差，在生产过程中对环境的污染较高，其业务规模占比逐年降低。

图表22： 锌锰电池具体产品及用途

产品类型	型号	产品图片	主要参数	主要用途
碱性锌锰电池	LR6 (AA、5号)		外径：13.7-14.5mm 高度：49.5-50.5mm 标称电压：1.5V 平均重量：23g	中、高电流用电器设备，如： 电子血压计、电子指纹锁、闪光灯、电动玩具等
	LR03 (AAA、7号)		外径：9.8-10.5mm 高度：43.5-44.5mm 标称电压：1.5V 平均重量：11.5g	中、高电流用电器设备，如： 无线鼠标、电动牙刷、电动美容仪、电动玩具等
	LR20 (D、1号)		外径：32.3-34.2mm 高度：59.5-61.5mm 标称电压：1.5V 平均重量：135g	中、高电流用电器设备，如： 影音设备、玩具、露营设备、点火设备等
	LR14 (C、2号)		外径：24.9-26.2mm 高度：48.6-50.0mm 标称电压：1.5V 平均重量：65g	中、高电流用电器设备，如： 影音设备、玩具、露营设备、点火设备等
	6LR61 (9V)		长度：24.5-26.5mm 宽度：15.5-17.5mm 高度：46.5-48.5mm 标称电压：9V 平均重量：46g	中、高电流用电器设备，如玩具遥控器、烟雾感应器、无线麦克风、电子仪表等

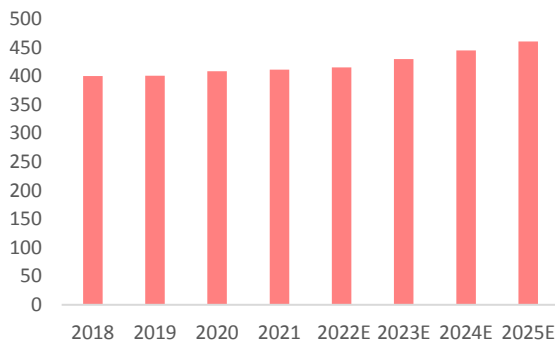
资料来源：公开发行说明书，中信建投

3.2 锌锰电池产量稳定增长，行业竞争格局集中稳固

工信部数据显示，中国原电池及原电池组（干电池）产量由 2018 年的 400.3 亿只变化至 2021 年的 415.3 亿只。预测锌锰电池市场整体保持稳定增长，2025 年产量约 460.5 亿只。

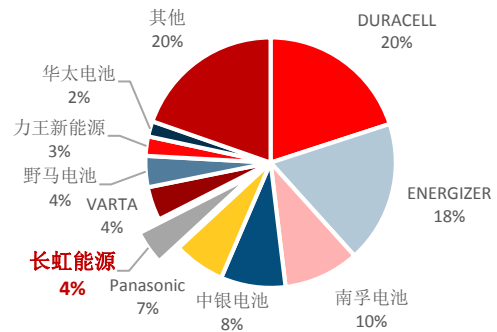
全球知名的碱性锌锰电池厂商主要集中于美国、日本、欧洲和中国，市场较为集中。2019 年公司在全球市场产销份额占比 4.39%，位列第六。国内市场已形成稳定格局，南孚电池占据了约 80% 的碱电市场份额。

图表23： 2018-2025 市场产量预计超 460 亿只（亿只）



资料来源：工信部，长虹能源首轮问询回复，中信建投

图表24： 2019 年碱性锌锰电池主要企业市场份额 (%)

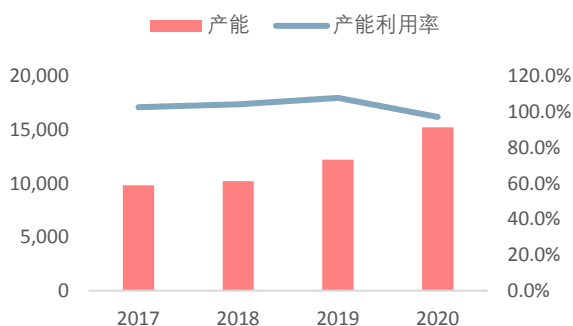


资料来源：工信部，长虹能源首轮问询回复，中信建投

3.3 产能利用率连续四年超 97%，募资后碱电产能继续扩张

公司碱电业务主要以母公司作为主要生产基地（绵阳），子公司长虹飞狮作为华东地区的生产基地（嘉兴）2017-20 年产能利用率均超过 97%。截至 2020H1 公司已有碱电生产线 17 条，年产能 15.2 亿只。预计后续随着募资项目推进，产能将进一步扩张。

图表25： 公司碱性锌锰电池加速扩产，预计 21 年产能超 20 亿只（亿只）



资料来源：公开发行说明书，中信建投

图表26： 公司碱性锌锰电池产能扩张规划

年份	产能 (亿只)
2018 年	10.2
2019 年	12.2
2020 年	未披露
2021-2022 年	拟投入募集资金 18,000.00 万元用于年产 15 亿只碱性锌锰电池工厂建设，预计产能将继续扩张

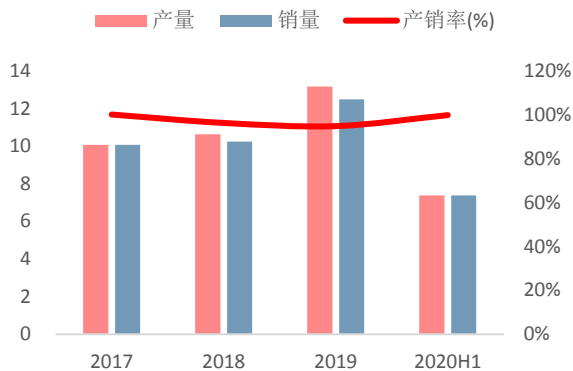
资料来源：公开发行说明书，中信建投

3.4 碱电销量稳定增长，单价高于同行公司

2019 年公司碱性锌锰电池销量 12.4 亿只，同比+21.9%，产销率 94.8%略有下降，总体保持稳定水平。

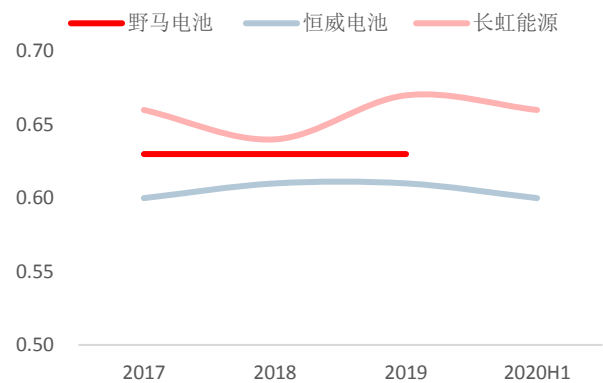
公司碱电电池销售单价高于同行公司，主要系：1) 公司 OEM 模式占比较大，电池品牌商客户对于产品的性能和生产工艺均提出了较高要求，拉高单位成本和价格；2) 碱电业务生产基地较为偏远，货物的采购运输及产品配送导致了额外的运输费用。

图表27： 17-20H1 公司碱性锌锰电池销量稳定增长（亿只）



资料来源：公开发行说明书，中信建投

图表28： 公司碱电电池单价略高于可比公司（元/只）

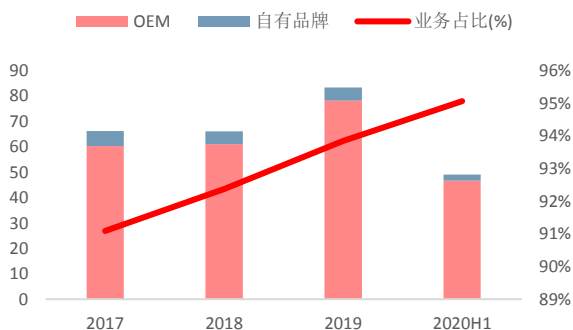


资料来源：公开发行说明书，中信建投

3.5 OEM 模式贡献收入，与主要客户保持稳定合作

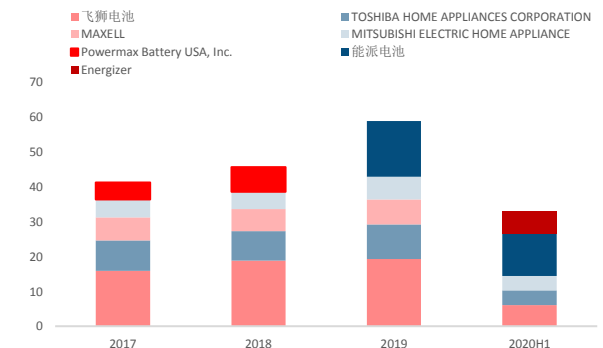
公司的锌锰电池业务主要采用 OEM 模式，公司根据客户对于产品性能与质量的要求，公司自主完成原材料采购、产品生产、技术标准应用、质量控制即包装运输等各个环节，客户在收到产品之后直接进行对外销售。此模式下，公司与海内外知名企业进行深度绑定，呈现出客户结构分散但稳定的局面，拉动碱电业务稳定增长。

图表29： 17-20 年 OEM 模式业务占比 95%（亿元）



资料来源：公开发行说明书，中信建投

图表30： 2017-2021 年与主要客户保持稳定合作（亿元）

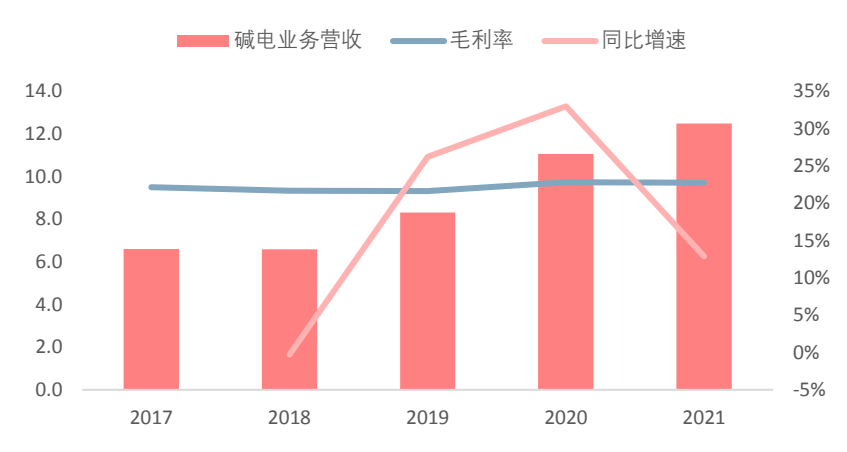


资料来源：公开发行说明书，中信建投

3.6 碱电业务规模稳定增长

2021 年碱电业务 12.5 亿元，同比+12.5%，占比 41%，毛利率 22.8% 保持稳定水平。碱电业绩稳定增长来源于：1) 碱性电池性价比高、适用场景广，有稳定的市场需求；2) 碱性电池能够克服碳性电池寿命短、性能差、不环保等缺点，将持续替代公司的碳性电池业务。

图表31： 17-21 年碱电业务营收 CAGR 达 17%，毛利率基本保持稳定（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

3.7 碱电技术行业领先，工艺水平达国际先进水平

公司在锌锰电池领域的多年耕耘，掌握了电池生产的核心技术和生产工艺，工艺技术水平已经达到了国际先进水平。

图表32： 公司锌锰电池产品性能达到国际先进水平

产品型号	放电条件 (20℃, 55±20%RH)			IEC 标准	国标	公司产品指标
	放电电阻、电流	每天放电时间	终止电压			
LR03	50mA	1h/d	0.9	12h	/	24.4h
	5.1Ω	4min/h,8h/d	0.9	130min	145min	268.8min
	5.1Ω	1h/d	0.8	120min	120min	285.6min
	24Ω	15s/min,8h/d	1	14.5h	14.5h	22.5h
LR6	3.9Ω	4min,8h/d	0.9	230min	/	451.3min
	3.9Ω	1h/d	0.8	5h	5h	8.60h
	250mA	1h/d	0.9	5h	5h	9.00h
	100mA	1h/d	0.9	15h	15h	26.3h

	50mA	1h/8h,24h/d	1	30h	/	52.7h
	1.5w/0.65w	2s/28s,5min/h,10次/h	1.05	40次	40次	131次
LR14	3.9Ω	4m/15m,8h/d	0.9	790min	/	1,311.0min
	400mA	2h/d	0.9	8h	8h	13.94h
	3.9Ω	1h/d	0.8	14h	14h	23.22h
LR20	2.2Ω	4m/15m,8h/d	0.9	750min	/	1445.5min
	600mA	2h/d	0.9	11h	11h	17.53h
	2.2Ω	1h/d	0.9	16h	16h	25.87h
6LR61	620Ω	24h/d,1s/h	7.5	16d	16h	24.06h
	270Ω	1h/d	5.4	12h	12h	24.3h
	620Ω	2h/d	5.4	33h	33h	56.68h

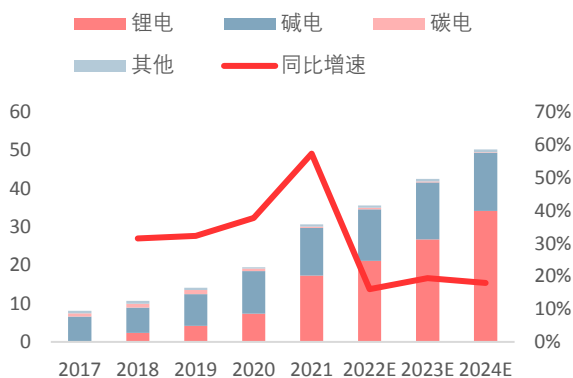
资料来源：公开发行说明书，必维国际检验集团，intertek 检测，国家化学电源产品质量监督检验中心，中信建投

盈利预测

锂电业务增长带动公司业绩放量，预计 2022-24 年归母净利润 2.0/2.7/3.8 亿元

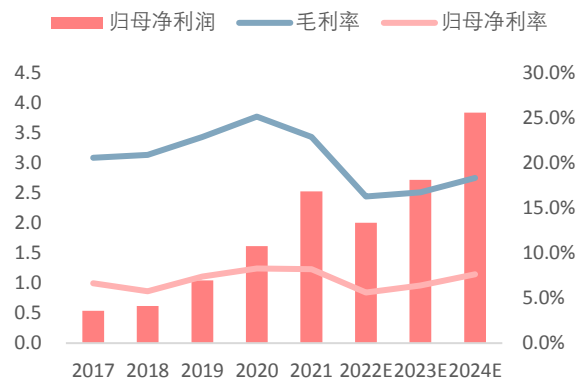
公司作为国内碱电 OEM 头部厂商，产品性能优异、客户结构稳健，业务规模稳定增长；锂电业务高倍率技术行业领先，叠加产能快速扩张、产品结构优化、客户版图拓展，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 2.0、2.7、3.8 亿元，对应 PE 15.6、11.5、8.1 倍。

图表33： 预计 2022-24 年营收 35.6、42.6、50.2 亿元



资料来源：公司公告，中信建投

图表34： 预计 2022-24 年归母净利润 2.0/2.7/3.8 亿元



资料来源：公司公告，中信建投

风险提示

1) 下游产销不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响产业链盈利能力和估值。

2) 原材料价格上涨超预期：2021 年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，对产业链相关公司盈利能力影响较大。

3) 公司重点项目推进不及预期：重点项目的推进是相关公司支撑营收和利润的关键，也是成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩，同时影响产业链稳定性。

4) 敏感性分析：由于存在供给端重点项目推进不及预期以及需求端受外部因素影响不及预期的风险，可能会影响公司电池销量，因此对公司归母净利润做敏感性分析：中性假设下，预计 2022-24 年公司归母净利润为 2.0、2.7、3.8 亿元；悲观假设下，预计 2022-24 年公司归母净利润为 1.9、2.6、3.6 亿元；乐观假设下，预计 2022-24 年公司归母净利润为 2.1、2.9、4.1 亿元。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1248	2200	2735	3663	4666
现金	209	287	554	880	1306
应收票据及应收账款合计	392	658	886	1184	1496
其他应收款	1	2	5	5	6
预付账款	2	13	10	13	16
存货	302	719	779	944	1111
其他流动资产	341	520	501	637	731
非流动资产	1000	1697	1503	1419	1322
长期投资	27	31	28	29	29
固定资产	576	977	1017	982	908
无形资产	49	54	47	40	34
其他非流动资产	348	635	411	368	350
资产总计	2248	3897	4238	5082	5987
流动负债	1300	2253	2368	2796	3169
短期借款	290	329	296	306	306
应付票据及应付账款合计	716	1310	1485	1825	2115
其他流动负债	294	614	587	665	748
非流动负债	78	405	468	619	769
长期借款	19	246	366	505	652
其他非流动负债	59	159	102	114	118
负债合计	1379	2658	2836	3415	3939
少数股东权益	256	259	304	363	448
股本	69	81	130	130	130
资本公积	273	423	374	374	374
留存收益	271	475	594	799	1097
归属母公司股东权益	613	979	1099	1304	1601
负债和股东权益	2248	3897	4238	5082	5987

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	177	251	335	279	404
净利润	235	364	245	332	468
折旧摊销	72	87	102	112	116
财务费用	13	6	45	46	46
投资损失	-5	-8	-7	-10	-10
经营性应收项目的减少	-438	-918	-262	-615	-588
经营性应付项目的增加	406	746	227	407	365
其他经营现金流	-106	-26	-16	8	6
投资活动现金流	-137	-659	41	-2	3
资本支出	136	486	0	0	0
长期投资	4	178	-3	1	0
其他投资现金流	2	5	38	-1	3
筹资活动现金流	4	456	-110	49	20
短期借款	81	38	-33	10	0
长期借款	19	227	120	139	147
普通股增加	0	12	49	0	0
资本公积增加	1	151	-49	0	0
其他筹资现金流	-97	28	-197	-100	-127
现金净增加额	50	63	266	326	427

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1952	3071	3565	4257	5022
营业成本	1461	2368	2984	3544	4101
营业税金及附加	7	8	11	13	15
销售费用	81	67	43	51	60
管理费用	58	72	53	64	75
研发费用	86	154	185	221	261
财务费用	13	6	45	46	46
资产减值损失	-1	-6	-3	0	0
公允价值变动收益	4	-4	-10	0	0
其他收益	10	18	25	25	25
投资净收益	5	8	7	10	10
营业利润	266	411	257	353	498
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	4	8	0	0	0
利润总额	263	404	257	353	498
所得税	27	40	13	21	30
净利润	235	364	245	332	468
少数股东损益	73	111	44	60	84
归属母公司净利润	162	253	201	272	384
EBITDA	352	504	405	511	661
EPS (元)	2.34	3.11	1.54	2.09	2.95

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	37.8%	57.4%	16.1%	19.4%	18.0%
营业利润(%)	67.2%	54.1%	-37.3%	37.1%	41.1%
归属于母公司净利润(%)	54.6%	56.2%	-20.7%	35.6%	41.1%
获利能力					
毛利率(%)	25.2%	22.9%	16.3%	16.7%	18.3%
净利率(%)	8.3%	8.2%	5.6%	6.4%	7.6%
ROE(%)	26.4%	25.8%	18.3%	20.9%	24.0%
ROIC(%)	26.6%	23.5%	18.6%	22.8%	29.0%
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3%	68.2%	66.9%	67.2%	65.8%
净负债比率(%)	23.55%	26.81%	25.95%	26.24%	26.62%
流动比率	0.96	0.98	1.16	1.31	1.47
速动比率	0.73	0.65	0.82	0.97	1.12
营运能力					
总资产周转率	1.02	1.00	0.88	0.91	0.91
应收账款周转率	6	6	5	4	4
应付账款周转率	2.67	2.34	2.14	2.14	2.08
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.94	1.54	2.09	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.93	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	4.71	7.53	8.45	10.02	12.31
估值比率					
P/E	19.27	12.34	15.56	11.47	8.13
P/B	5.09	3.19	2.84	2.39	1.95
EV/EBITDA	11	7	9	7	6

分析师介绍

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

研究助理

许琳 17317936615 xulin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk