

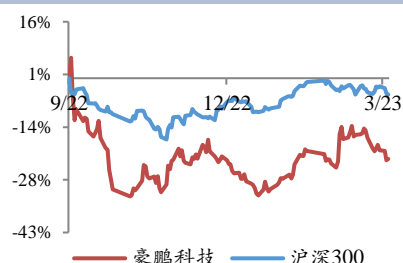
豪鹏科技 (001283.SZ)：二十年锂电积累蓄势，业绩增长稳健

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-03-09

收盘价（元）	58.37
近12个月最高/最低（元）	79.40/50.53
总股本（百万股）	82
流通股本（百万股）	20
流通股比例（%）	24.43
总市值（亿元）	48
流通市值（亿元）	12

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

二十年深度耕耘消费电池，锂电池及镍氢电池成就瞩目

公司成立于2002年，主要业务为锂离子电池、镍氢电池的研发、设计、制造和销售，主要产品为聚合物软包锂离子电池、圆柱锂离子电池、镍氢电池。2019年-2021年，豪鹏科技营收分别是20.71亿元、26.24亿元以及33.18亿元，海外市场收入占比较高占主营业务收入的比重分别为63.60%、69.09%和68.71%，净利润分别为1.51亿元、1.67亿元以及2.54亿元，均实现稳健增长。

新型电子产品兴起成为行业发展动力，便携式储能设备市场初显

我国3C数码类、电动工具类和小动力类产品需求量不断扩大，为消费电子市场的发展奠定了坚实的应用基础。伴随技术的快速发展和5G相关基础设施建设的完善，以无人机、可穿戴设备、AR/VR设备、电动工具为代表的**新兴产品成为消费电子行业发展新动力**。2021年国内消费电子市场规模为18113亿元，2017-2021年CAGR为3%；在2020-2022年已经历过一轮从高景气到逐步去库存的阶段性周期，在2023年下半年有望出现回暖的迹象。

便携式储能行业起步晚，但应用广泛、发展速度快。2017年至2021年，全球便携式储能电源出货量及市场规模逐年上涨，从10.1万台发展到483.8万台，预计2022年全球便携式储能电源出货量为840.8万台。

软包锂电池出货优势明显，电池模组产品布局便携式储能业务

公司锂电池业务产品多样，抗风险能力强，其中软包锂电池优势明显，出货占比显著提升，2021年公司聚合物软包锂离子电池业务收入占比为54.6%，毛利率24%，均高于公司其他产品。随着新兴电子消费品行业的发展，公司继续加码布局锂电行业，在广东地区建设产能基地。

绑定优质客户：构建可持续发展未来

消费电池客户资源优质丰富，公司与索尼、哈曼、大疆、惠普、博朗、飞利浦等全球知名品牌都已稳定合作了五年以上甚至近十年。公司与这些知名品牌客户建立了长期紧密合作关系，以过硬的技术和产品、优质的服务满足客户需求，共同发展成长。

投资建议

我们认为，公司在消费电子领域有所成就，新兴业务已在积极投放资源，预期未来或将成为公司又一重要增长点。公司业绩有望在2023年和2024年实现高增长，盈利能力得到快速修复。预计公司2022-2024年EPS分别为2.57元、4.74元、7.28元，公司对应当前市值的PE分别为22X、12X、8X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

汇率波动风险、材料价格波动风险、营收不及预期风险。

主要财务指标

单位:百万元

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3318	3518	4761	6010
收入同比 (%)	26.5%	6.0%	35.3%	26.2%
归属母公司净利润	254	210	388	596
净利润同比 (%)	51.7%	-17.2%	84.6%	53.7%
毛利率 (%)	20.9%	19.6%	22.7%	23.8%
ROE (%)	22.0%	9.2%	14.5%	18.2%
每股收益 (元)	4.23	2.57	4.74	7.28
P/E	0.00	22.45	12.17	7.92
P/B	0.00	2.06	1.76	1.44
EV/EBITDA	0.37	11.45	7.04	4.89

资料来源: ifind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：全球化清洁能源解决方案供应商	5
1.1 公司发展概况	5
1.2 公司经营范围	6
1.3 公司财务状况长期发展良好	8
2 锂电产业底蕴深厚，新兴领域蓬勃发展	10
2.1 传统消费电子放缓，动力储能提速	10
2.2 新兴市场为消费电子行业增长注入新动能	10
2.3 便携储能业务后来居上，渠道拓展成为新焦点	12
3 公司聚焦锂电，细分龙头凸显	15
3.1 公司业务稳扎稳打，持续挖掘市场潜力	15
3.2 客户资源优质丰富，构建可持续发展未来	17
3.3 位处便携式储能新风口，储能业务持续拓展	18
3.4 镍氢电池龙头地位稳固	20
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 可比公司估值	23
4.3 估值分析与投资建议	23
风险提示	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

图表 1 公司业务发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构.....	6
图表 3 公司及子公司主要业务布局.....	6
图表 4 公司产品种类.....	7
图表 5 公司主营业务.....	7
图表 6 2018-2022 年营业收入 (百万元)	8
图表 7 公司营业收入结构 (百万元)	8
图表 8 2018-2022 年归母净利润 (百万元)	9
图表 9 2018-2022Q3 销售毛利率与净利率 (%)	9
图表 10 2018-2021 年期间费用 (万元)	9
图表 11 研发投入总额占营业收入比例.....	9
图表 12 2017-2022 年全球锂电池出货量 (GWH)	10
图表 13 2016-2022 年全球消费电子市场规模.....	11
图表 14 2016-2022 年中国消费电子市场规模.....	11
图表 15 2016-2025E 全球笔记本出货量及增长率.....	11
图表 16 2018-2026E 全球智能手机出货量及增长率.....	11
图表 17 全球无人机市场规模.....	12
图表 18 全球智能可穿戴设备出货量.....	12
图表 19 2021 年-2027 年全球及中国蓝牙音箱行业市场规模	12
图表 20 2017-2026 年全球便携式储能电源出货量及预测 (万台)	13
图表 21 2017-2026 年全球便携式储能电源市场规模及预测 (亿元)	13
图表 22 2020 年全球便携式储能电池生产国家分布	13
图表 23 2020 年全球便携式储能电池销售国家分布.....	13
图表 24 2020 年全球便携式储能出货量市场占比.....	14
图表 25 2016-2025E 全球笔记本出货量及增长率.....	14
图表 26 锂电池产业链总览.....	15
图表 27 按产品用途公司收入占比	16
图表 28 三类锂离子电池对比.....	16
图表 29 公司营收结构 (百万元)	17
图表 30 公司产品毛利水平比较.....	17
图表 31 广东豪鹏新能源研发生产基地建设项目 (一期)	17
图表 32 公司主要客户.....	18
图表 33 2021 年公司外销占收入比重.....	18
图表 34 2021 年公司客户结构	18
图表 35 2019-2021 年便携式储能营收及占比.....	19
图表 36 2020 年全球便携式储能企业出货量分布.....	19
图表 37 GOAL ZERO 主要产品.....	19
图表 38 2018 年-2024 年全球小型镍氢电池产量	20
图表 39 2018 年-2024 年全球民用零售镍氢电池市场规模.....	21
图表 40 公司业务拆分 (百万元, %)	22
图表 41 可比公司估值.....	23

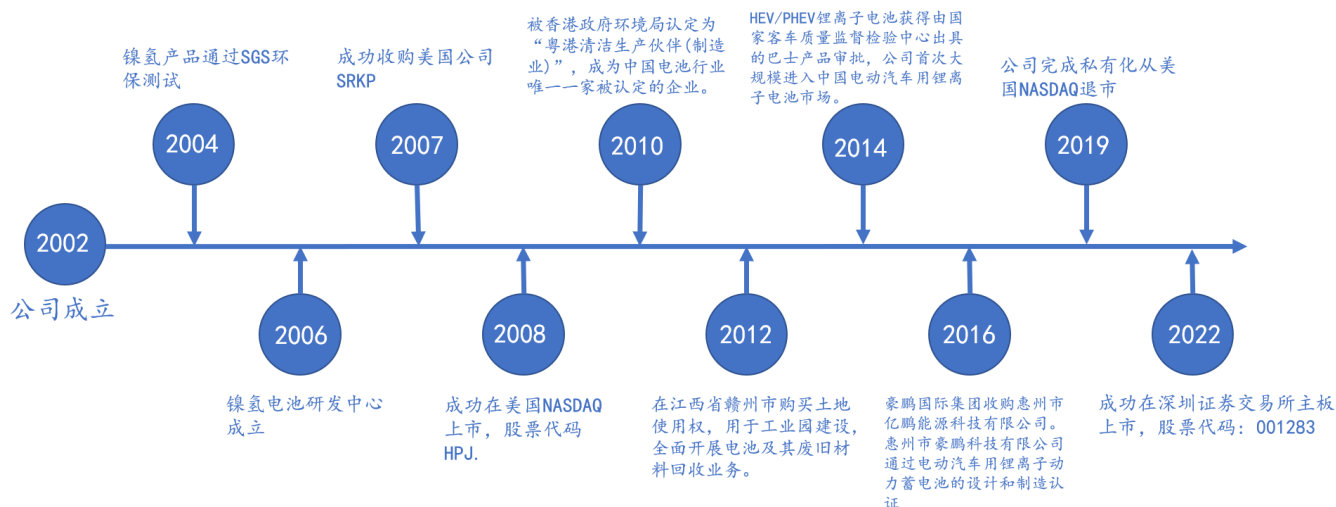
1 公司概况：全球化清洁能源解决方案供应商

1.1 公司发展概况

深圳市豪鹏科技股份有限公司的主营业务为锂离子电池、镍氢电池的研发、设计、制造和销售。公司的主要产品为聚合物软包锂离子电池、圆柱锂离子电池、镍氢电池。公司拥有两个经 CNAS(中国合格评定国家认可委员会), 德凯认证的测试验证中心, 其中一个还获得了 UL 权威认证机构的目击授权。公司是 UL1642 标准委员会委员, IEEE 会员, 中国化学与物理电源行业协会副理事长单位, 中国稀土行业协会常务理事单位。

公司于 2002 年成立, 成立之初以镍氢电池的研发、设计、制造和销售为主营业务。公司通过多年聚焦国际品牌商的产品需求, 凭借先进的技术与制造能力, 在确保产品安全的基础上, 先后推出高容量、低自放电、宽温等产品, 在镍氢电池领域确立了领先地位。2008 年在美国纳斯达克股票交易所上市, 并且公司紧跟市场发展趋势, 响应国际品牌商需求, 进入锂离子电池领域。通过持续加大研发投入, 加强自主创新, 先后推出高能量密度、快充快放、高低温、长寿命等系列产品, 2012 年开启电池及其废旧材料的回收业务, 2014 大规模进入中国电动汽车锂电池市场, 2019 年从纳斯达克交易所退市, 2022 年在深圳证券交易所上市。

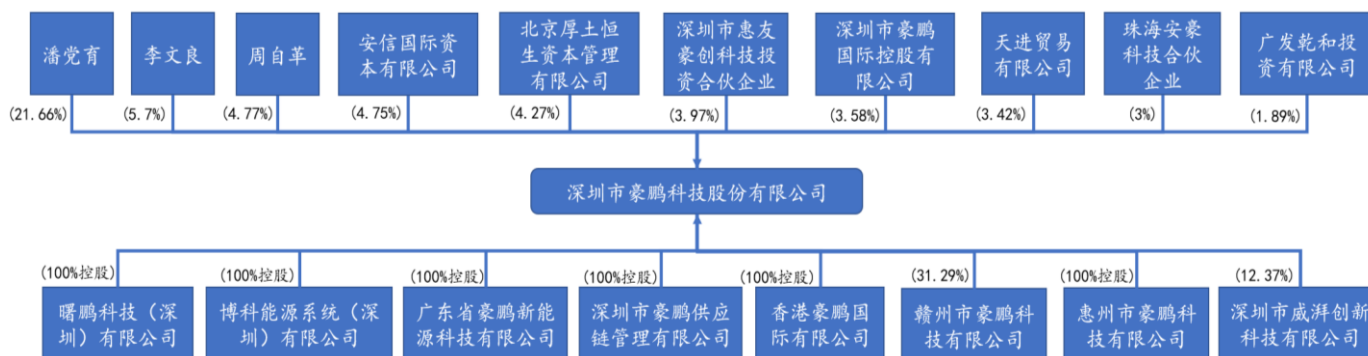
图表 1 公司业务发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

公司控股股东、实际控制人为潘党育先生, 直接持股 21.66%。总体股权结构较为稳定。公司发布了股权激励计划, 提振员工信心。公司拟实施股权激励, 授予 240 万股, 其中首次授予 194.48 万股, 授予对象 207 人。激励对象包括公司董事、高管、对于公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理人员、技术和业务骨干。其中, 公司首次授予的激励对象中研发骨干人员硕博人员为 49 人, 占激励对象中研发骨干人员 (90 人) 的比例为 54%, 表明公司对于研发的高度重视以及公司对中长期发展的信心。

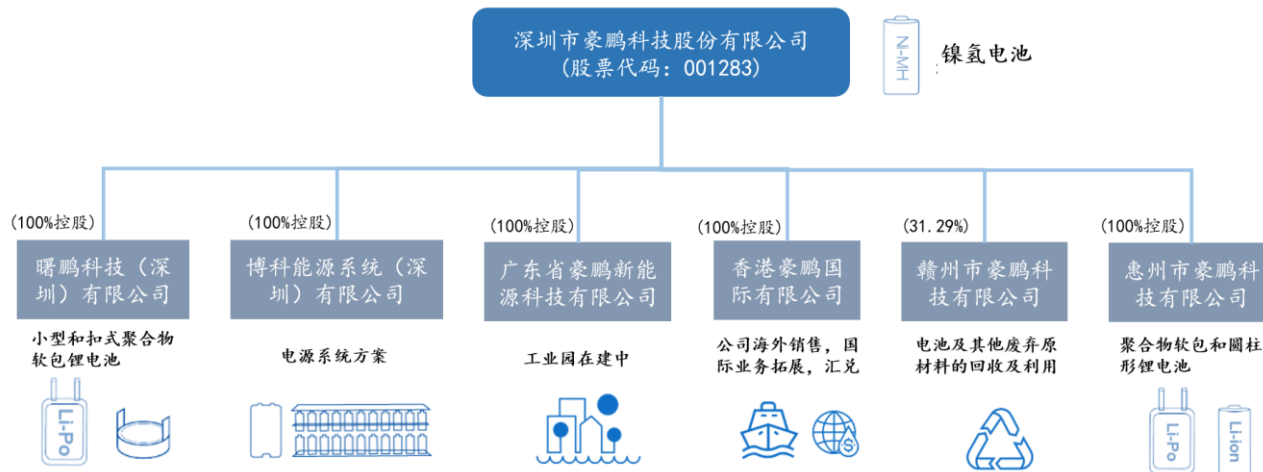
图表 2 公司股权结构



资料来源: ifind, 华安证券研究所

公司各个子公司的业务是围绕着公司的产业链布局成立的, 母公司的主要业务为镍氢电池业务; 曙鹏科技主营小型和扣式聚合物软包锂电池业务; 惠州豪鹏主营聚合物软包和圆柱型锂电池业务; 博科能源主营整体电源系统解决方案业务; 豪鹏新能源是公司正在建设的新产业园区, 预计 23 年 Q2 陆续投入使用。公司参股的赣州豪鹏主营废旧电池回收和循环利用。除以上运营实体外, 公司在香港、日本、台湾、欧洲、美国等地均有布局专业人士拓展市场、为客户提供及时服务。

图表 3 公司及子公司主要业务布局



资料来源: ifind, 华安证券研究所

1.2 公司经营范围

公司致力于锂离子电池、镍氢电池的研发、设计、制造和销售, 是一家具备自主研发能力和国际市场综合竞争力的企业, 能够为客户提供灵活可靠的一站式电源解决方案。公司现有产品包括聚合物软包锂离子电池、圆柱锂离子电池及镍氢电池。其中, 中型聚合物软包锂离子电池主要应用于笔记本电脑及周边产品、智能家居、安防设备、智能手机等领域; 小型聚合物软包锂离子电池主要应用于可穿戴设备等领域; 圆柱锂离子电池主要应用于便携式储能、蓝牙音箱、移动支付终端、智能家

居、个人护理、医疗设备、电动两轮车等领域；镍氢电池主要应用于民用零售、个人护理、车载 T-Box 等领域。

公司目前的客户主要包括惠普、MSI、罗技等笔记本电脑及周边的商家，也有索尼、哈曼等蓝牙设备和可穿戴智能设备的商家，还包括百富、大疆、ARLO、SHARK、飞利浦等移动支付、无人机周边、智能家居方面的商家。

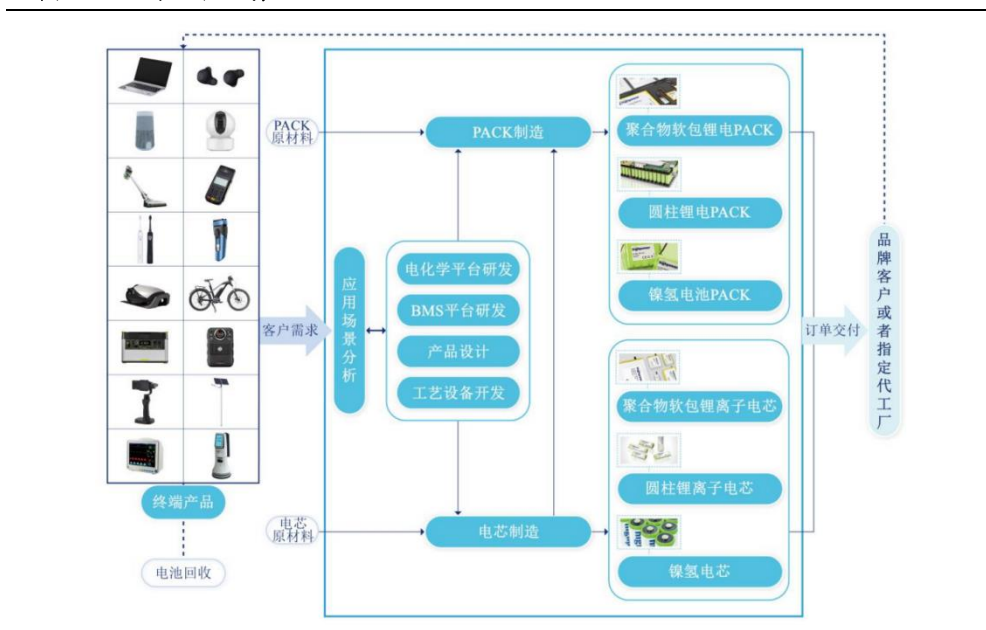
图表 4 公司产品种类

锂离子电池	示意图	镍氢电池	示意图	电源系统方案	示意图
常规电池		常规电池		电源系统解决方案	
高电压高能量密度电池		超低低自放电电池		储能系统	
快充电池		高倍率电池		电池回收及再利用	
高低温电池		宽温电池			
高倍率电池		高低温电池			

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的主营业务流程是根据下游客户端需求，针对不同的应用场景进行电池设计，严格把上游原材料，从电池外包、电芯到电化学平台的设计和研发进行一体化全面生产，生产出适用于各种下游消费产品的电池组和电芯。公司也有电池回收再利用的业务，收集终端废弃产品及生产过程中的废弃原料进行回收再利用。这方面业务可以帮助公司降低生产成本，减少原料浪费，也有利于减少终端消费品废弃后造成的电池污染，保护环境，进行可持续发展。

图表 5 公司主营业务



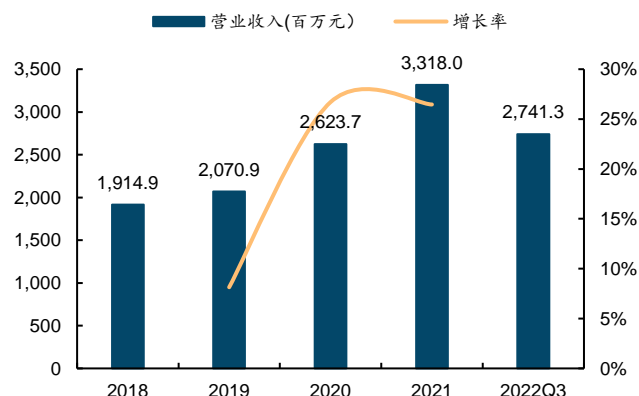
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 公司财务状况长期发展良好

公司营业总收入近 5 年呈不断上升的态势。截止 2021 年，公司聚合物软包锂离子电池与圆柱锂离子电池增长势头强劲。公司营业总收入从 2018 年的 19.15 亿元增长至 2021 年的 33.18 亿元，且公司 22Q3 实现营业收入 27.41 亿元，同比增长 11.64%。根据公司 2022 年度业绩预告，公司 2022 年预计收入 34.18-35.88 亿元，同比增长 3%-8%，公司业务规模有所扩大，未来经营发展状态向好。

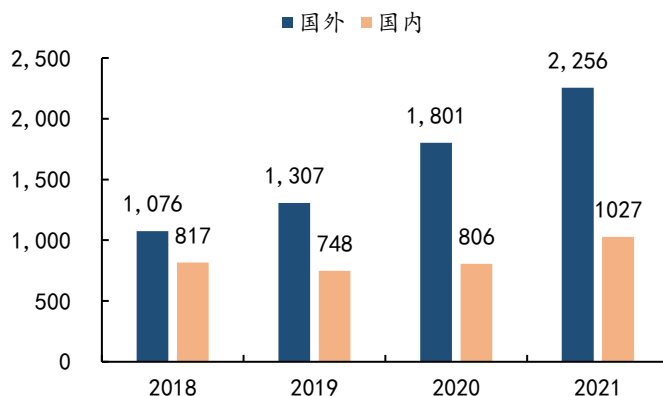
公司境外营收占比较高。公司产品终端客户主要为国际知名品牌商如惠普、MSI、罗技、飞利浦、松下、博朗、GOAL ZERO 等，2018-2021 年间，公司外销收入分别为 10.76 亿元、13.07 亿元、18.01 亿元和 22.56 亿元，占主营业务收入的比重分别为 56.85%、63.60%、69.09%和 68.71%，外销收入占比较高。汇率波动对 2019 年及 2020 年外销价格的提升具有一定的正面影响，拉高了整体销售单价，2021 年美元兑人民币下跌约 6.47%，降低了整体销售单价，从而对毛利率与营业收入产生了一定的影响，公司在外销售情况和货币汇率变化关系密切，公司将进一步加强外汇管理，积极做好风险对冲，降低外汇波动对公司收入的影响。

图表 6 2018-2022 年营业收入（百万元）



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 7 公司营业收入结构（百万元）



资料来源：ifind，华安证券研究所

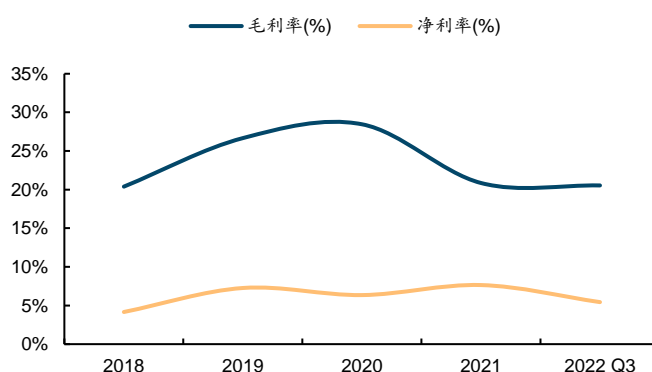
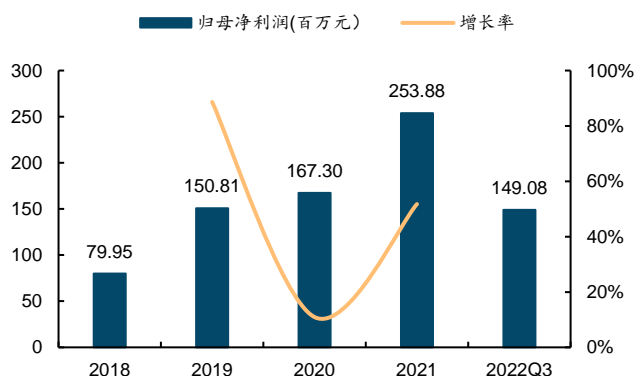
公司归母净利润长期发展态势优秀，归母净利润从 2018 年的 0.80 亿元增长至 2021 年的 2.54 亿元，2021 年同比增长 51.75%。受到以钴酸锂为主的上游原材料成本的大幅上涨的影响，2022 年 Q3 归母净利润仅有 1.49 亿元，同比下降 18.86%。2022 年年度业绩预告显示，归母净利润约为 1.4-1.7 亿元，同比下降 34%-45%，但扣除非经常性损益后净利润为 1.8-2.1 亿元，依旧有所增长，同比增长 1%-16%，说明公司及其子公司盈利能力长期保持较强的状态，反映出公司业务战略布局贴合市场发展。

毛利率增长情况良好。2018 年到 2020 年公司毛利率从 20.39%升到 28.46%，净利率保持稳定态势。在 2020 年年末，为了红筹架构拆除工作、股权下翻并调整境内上市持股架构，豪鹏科技进行了三次**股权转让**，对公司的毛利润和净利润有一定负面影响，同时 2021 和 2022 年年内，主要原材料上涨导致公司产品的单位成本上升毛利率和净利率小幅度回落，分别为 21%和 5%。随着今年疫情全面放开政策，消费赛道逐渐复苏，在市场出货量稳定向好背景下，并伴随着公司调整销售价格完成上升传导机制后，公司在深挖原有客户业务的同时，积极拓展新的战略大客户，

持续加大研发投入，公司的盈利能力有潜力持续向好发展，2023 年毛利率预计提升到 27%左右，净利率预计达到 8%左右。

图表 8 2018-2022 年归母净利润（百万元）

图表 9 2018-2022Q3 销售毛利率与净利率（%）



资料来源：ifind，华安证券研究所

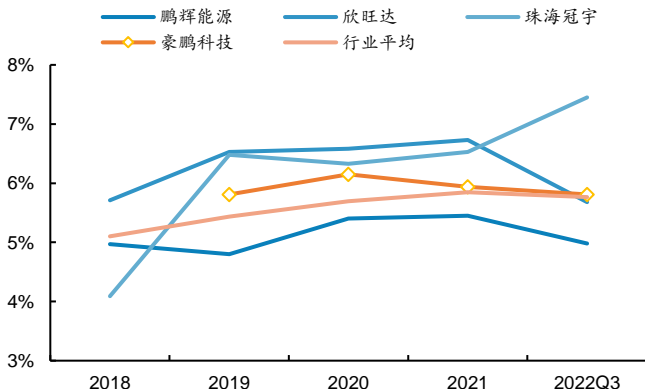
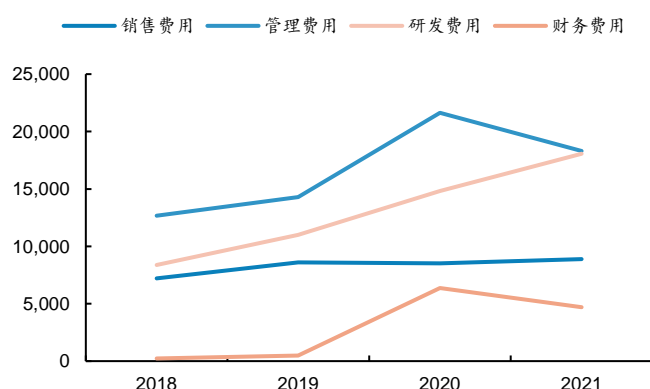
资料来源：ifind，华安证券研究所

期间费用呈下降趋势，盈利管控能力增强。公司管理费用自 2020 年开始呈下降趋势，说明豪鹏的管控能力增强，盈利空间预期明朗。研发费用方面，公司在消费类电池、便携式储能及其他新的产品和技术领域进一步扩张，研发投入加大，研发费用呈上升趋势；财务费用率 2020 年的上升波动主要受美元汇率上升造成的外销汇兑损失影响，2021 有一定的下降；销售费用整体稳定，管控成果显著。

公司重视研发，研发投入持续上涨，并走在行业前列。公司高度重视研发，其研发投入长期维持高位。截至 2022 年三季度，公司共投入研发 1.46 亿元，占营业收入 5.31%，预计 2023 年有望持续增长至 7%左右。对比于行业同类公司，公司研发投入占比位于前列且高于行业平均水平，稳中有进，预计 22 年-23 年有望对标行业头部公司。公司研发费用的投入表明公司始终坚持以科研为根，产品创新能力强，技术开发方面持续深挖进步，公司的未来持续发展具有充足的技术支持。

图表 10 2018-2021 年期间费用（万元）

图表 11 研发投入总额占营业收入比例



资料来源：ifind，华安证券研究所

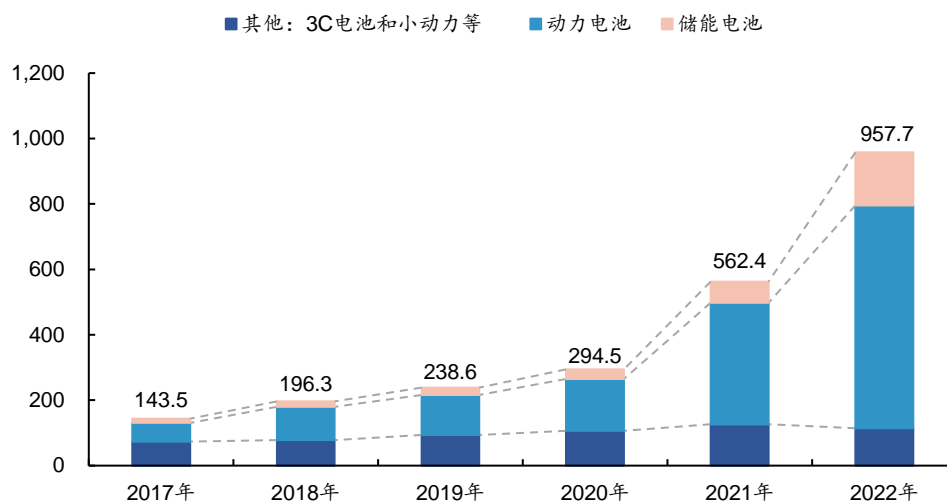
资料来源：ifind，华安证券研究所

2 锂电产业底蕴深厚，新兴领域蓬勃发展

2.1 传统消费电子放缓，动力储能提速

锂离子电池行业根据应用领域划分可以分为应用于 3C 的消费锂电、应用于新能源汽车的动力锂电以及应用于储能领域的储能锂电。根据 EVtank 数据，2022 年，全球锂离子电池总体出货量 957.7GWh，同比增长 70.3%。从出货结构来看，全球动力电池出货量为 684.2GWh，同比增长 84.4%；储能电池出货量 159.3GWh，同比增长 140.3%；小型电池（包括 3C 和小动力）出货量 114.2GWh，同比下滑 8.8%，消费类锂电出货量首次出现下滑。得益于动力和储能领域的发展，预计到 2025 年和 2030 年，全球锂离子电池的出货量将分别达到 2211.8GWh 和 6080.4GWh，其复合增长率将达到 22.8%。中国锂电出货量占全球份额进一步提高。2022 年中国锂离子电池出货量达到 660.8GWh，同比增长 97.7%，在全球锂离子电池总体出货量的占比达到 69.0%，较去年占比提高近 10%。

图表 12 2017-2022 年全球锂电池出货量 (GWh)

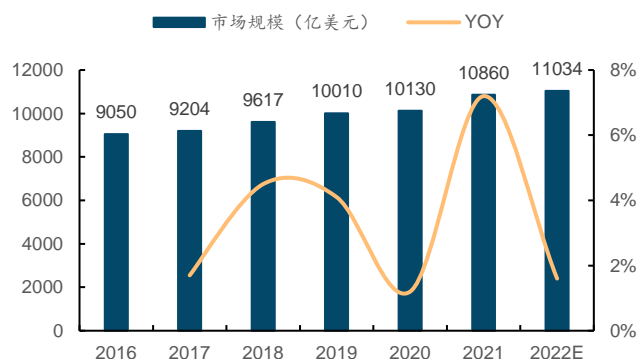


资料来源：EVTank，华安证券研究所

2.2 新兴市场为消费电子行业增长注入新动能

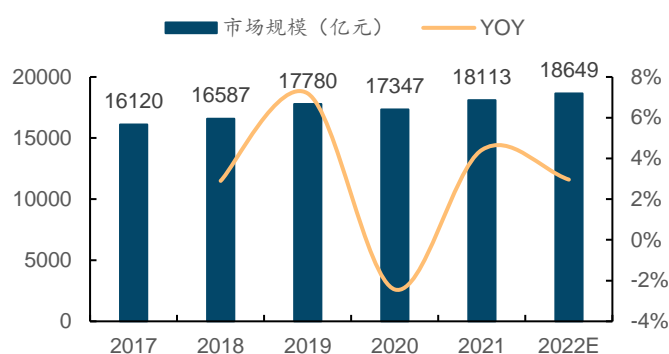
需求回暖，消费电子行业底部明确。近年来，随着我国经济快速发展以及居民消费能力的持续提升，我国 3C 数码类、电动工具类和小动力类产品需求量不断扩大，为消费电子市场的发展奠定了坚实的应用基础。中国消费电子市场规模体量庞大，根据中商产业研究院数据，2021 年国内消费电子市场规模为 18113 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 3%；预计 2022 年达 18649 亿元，至 2025 年规模有望突破 2 万亿元大关。2021 年全球消费电子市场规模为 10860 亿美元，预测 2022 年达 11034 亿美元。消费电子整体市场在 2020-2022 年已经历过一轮从高景气到逐步去库存的阶段性周期，在 2023 年下半年有望出现回暖的迹象。

图表 13 2016-2022 年全球消费电子市场规模



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

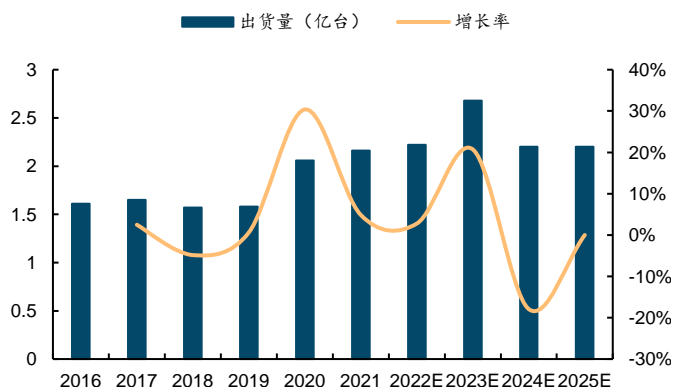
图表 14 2016-2022 年中国消费电子市场规模



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

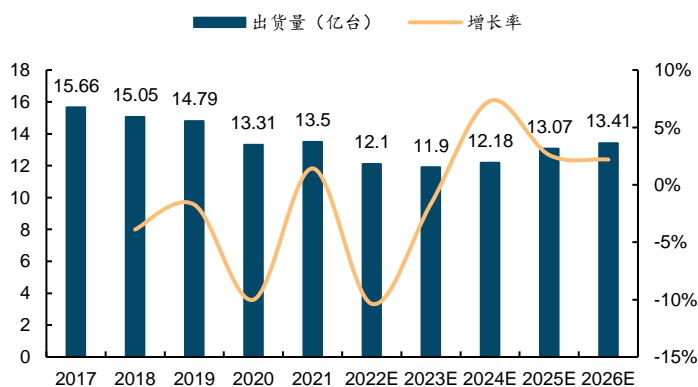
传统消费电子增速放缓，23 年有望进入修复期。受 2019 年疫情影响，居家办公以及网课的现实需要拉动了市场需求笔记本出货量。2020 年全球笔记本电脑出货量首次超 2 亿台，2021 年创新高，达 2.68 亿台，预计 2022 年增速同比下滑约 21% 后出货量维持稳定。Frost&Sullivan 数据预测，2022-2025 年笔记本出货量维持在 2.2 亿台左右（2016-2019 年均为 1.6 亿台左右）。手机方面，得益于疫情后全球供应链的逐步恢复和国际贸易环境的改善，2022 年承压后将维持增长态势。根据 IDC 数据，预测 2022 至 2026 年手机出货量将稳步提升，从 12.1 亿部提升至 13.41 亿部，复合增长率为 2.6%。

图表 15 2016-2025E 全球笔记本出货量及增长率



资料来源：中商产业研究所，招股说明书，华安证券研究所整理

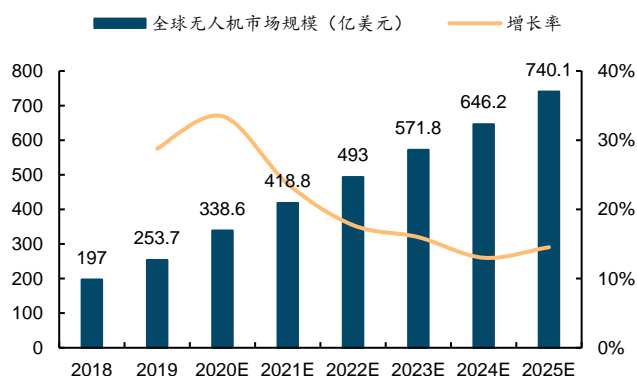
图表 16 2018-2026E 全球智能手机出货量及增长率



资料来源：IDC，IT 之家，华安证券研究所整理

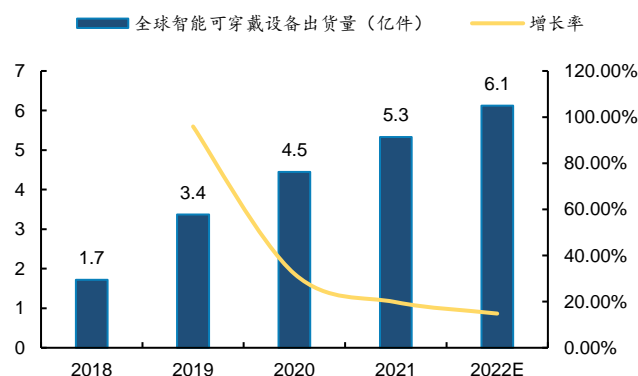
新兴消费领域方兴未艾，细分领域前景广阔。伴随技术的快速发展和 5G 相关基础设施建设的完善，以无人机、可穿戴设备、AR/VR 设备、电动工具为代表的新兴产品成为消费电子行业发展新动力。根据 Mordor Intelligence 数据，全球无人机市场规模将从 2018 年的 197 亿美元增长至 2025 年的 740.1 亿美元，复合增长率为 21%。可穿戴设备方面，全球出货量将从 2018 年的 1.82 亿件增长至 2024 年的 5.16 亿件，复合增长率为 19%。随着消费电子发展普及，视频、音频内容的高速增长，蓝牙音箱市场需求持续扩大。2020 年全球蓝牙音箱市场规模约为 62 亿美元，其中中国市场规模约为 11 亿美元；预计到 2027 年，全球蓝牙音箱市场规模将增加至 449 亿美元，年均复合增长率达到 32.69%，其中中国市场规模约为 120 亿美元，年均复合增长率约为 40.6%。

图表 17 全球无人机市场规模



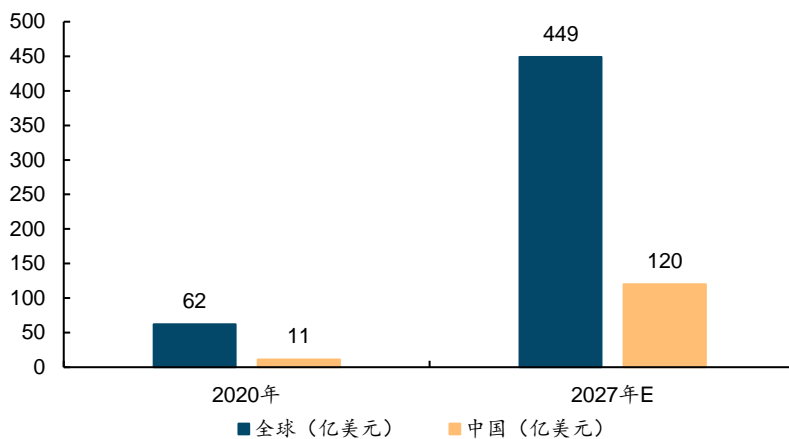
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 18 全球智能可穿戴设备出货量



资料来源：IDC，中商产业研究院，华安证券研究所

图表 19 2021 年-2027 年全球及中国蓝牙音箱行业市场规模



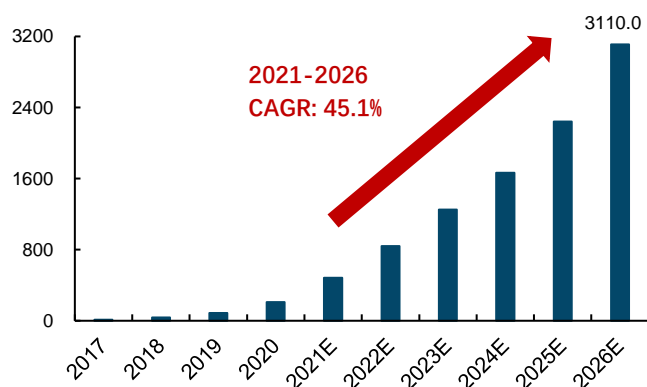
资料来源：观研报告，华安证券研究所

2.3 便携储能业务后来居上，渠道拓展成为新焦点

便携式储能是指可以携带、移动和使用的储能设备，通常采用锂离子电池、聚合物电池、铅酸电池等技术，能够存储电能并在需要时输出电能供给移动设备、户外设备、灾难救援设备等使用。便携式储能具有容量大、重量轻、易于携带、使用方便等特点，提供稳定交流/直流电压输出的电源系统，电池容量在 100Wh-3000Wh，可以为移动设备提供长时间的电力支持，同时也可以作为备用电源在停电等突发情况下提供电力保障。

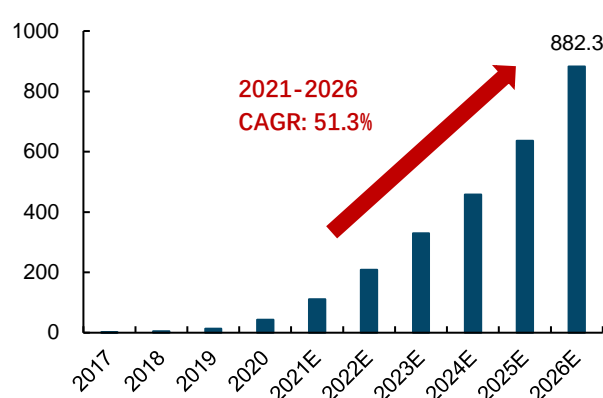
便携式储能行业起步晚，但应用广泛、发展速度快。2017 年至 2021 年，全球便携式储能电源出货量及市场规模逐年上涨，预计 2022 年全球便携式储能电源出货量为 840.8 万台，对应市场规模 208.1 亿元，2026 年出货量达 3110.0 万台，CAGR 为 45.1%，市场规模为 882.3 亿元。

图表 20 2017-2026 年全球便携式储能电源出货量及预测 (万台)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

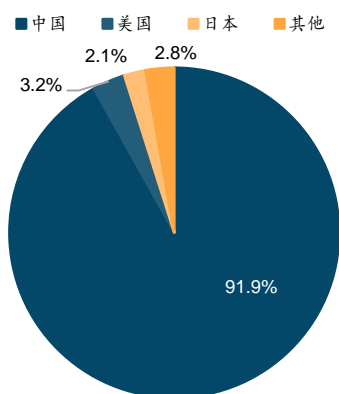
图表 21 2017-2026 年全球便携式储能电源市场规模及预测 (亿元)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

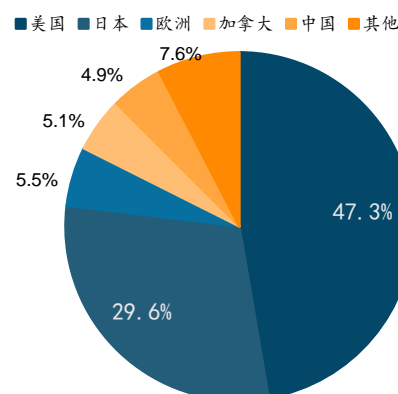
产品本土出货占比超 90%，行业外向型特征明显。从供给端看，全球便携式的工厂主要分布在中国，全球 91.9% 的便携式储能电源由中国生产。便携式储能电源对上游电子零部件及人工成本较为敏感并且中国消费电子制造业产业链配套齐全，基础设施完备，是全球制造业大国，因此也是便携式储能电源生产大国。需求端，美国和日本作为最大的应用市场，占据了近 77% 的市场份额，主要原因系美国户外活动渗透率高，对便携式储能需求大，以及日本自然灾害频发，对应急电源需求大，而中国目前应用需求较少，尚处于起步阶段。

图表 22 2020 年全球便携式储能电池生产国家分布



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

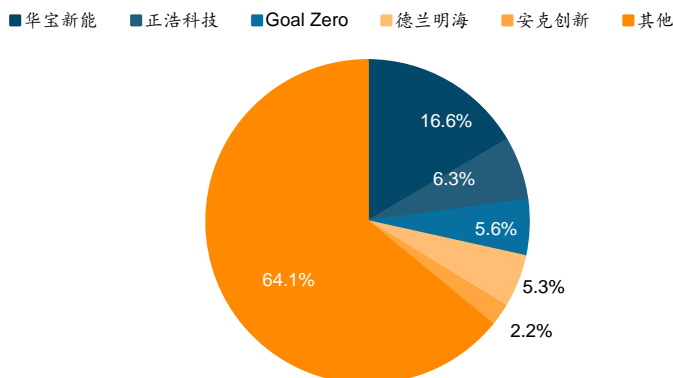
图表 23 2020 年全球便携式储能电池销售国家分布



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

便携式储能市场处于行业发展初期，行业格局尚未集中。部分先入者份额小幅领先，如华宝新能、正浩科技等，但总体呈现分散式格局。目前国内有 2 万多家便携式储能相关企业，53.7% 的企业成立于最近 5 年内，其中 2019 年至 2021 年，新增便携式储能注册企业平均增速达 16.3%。

图表 24 2020 年全球便携式储能出货量市场占比



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，华安证券研究所

初入易，深耕难，精益求精需技术和投入支持。技术壁垒较低，便携储能产品核心技术主要涉及两方面，借助逆变器实现直流储电交流供电以及较高的电池散热需求。技术壁垒较低，产业链零件供应相对稳定，小企业也可以进入。然而便携储能认证周期长，因此渠道的重要性不可忽视。锂电储能行业中，资质认证是准入门槛，尤其在海外成熟市场，只有具备相应资质才能获得客户认可。储能海外销售主要产品通过国际 IEC、欧盟 CE、欧洲 VDE、美国 UL、澳洲 CEC、日本 JIS、联合国 UN38.3 等，安全认证最长需耗费 16 周。考虑到产品开发、标准认证以及渠道建设周期，预计市场开发周期 1 年以上，先发公司具备渠道壁垒优势。

图表 25 2016-2025E 全球笔记本出货量及增长率

标准	认证周期
全球 IEC	3-6 个工作周
全球运输 UN38.8	15 个工作日
欧盟 CE	3-6 个工作周
澳洲 CEC	8 个工作日
德国 VDE	4-5 周
美国 UL 认证	8-16 周

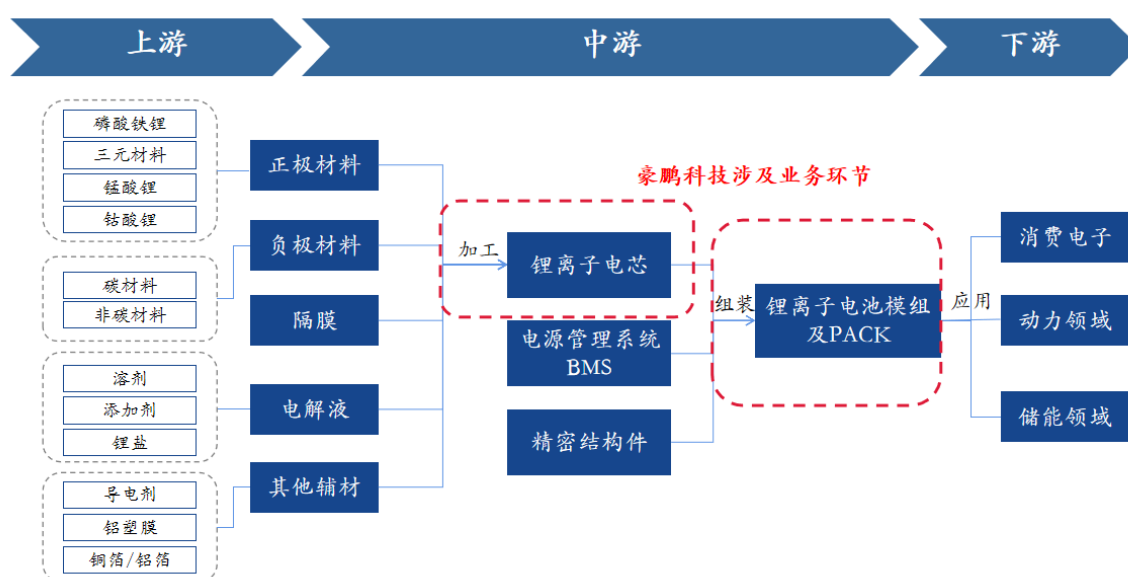
资料来源：搜狐网站整理，华安证券研究所整理

3 公司聚焦锂电，细分龙头凸显

3.1 公司业务稳扎稳打，持续挖掘市场潜力

公司锂离子电池产品的生产主要涉及电芯及 PACK 两个阶段。电芯是核心部件，技术壁垒高于 PACK 封装。电芯由正极、负极、隔膜、电解液等材料组成，是锂电池制造的核心。PACK 指的是由一只或多只电芯通过串并联，与热管理、结构件集成得到的电池或电池包，主要工序分为加工、组装、包装三大部分。电芯生产线的制造环境粉尘和温湿度均需要严格控制，需要经过材料涂覆、辊压分切、制片卷绕、封装等环节，技术价值含量高。公司采取直接销售模式，通常有两种方式：1) 终端客户指定 PACK 厂下单采购电芯产品；2) 公司直接将产品销售给客户。

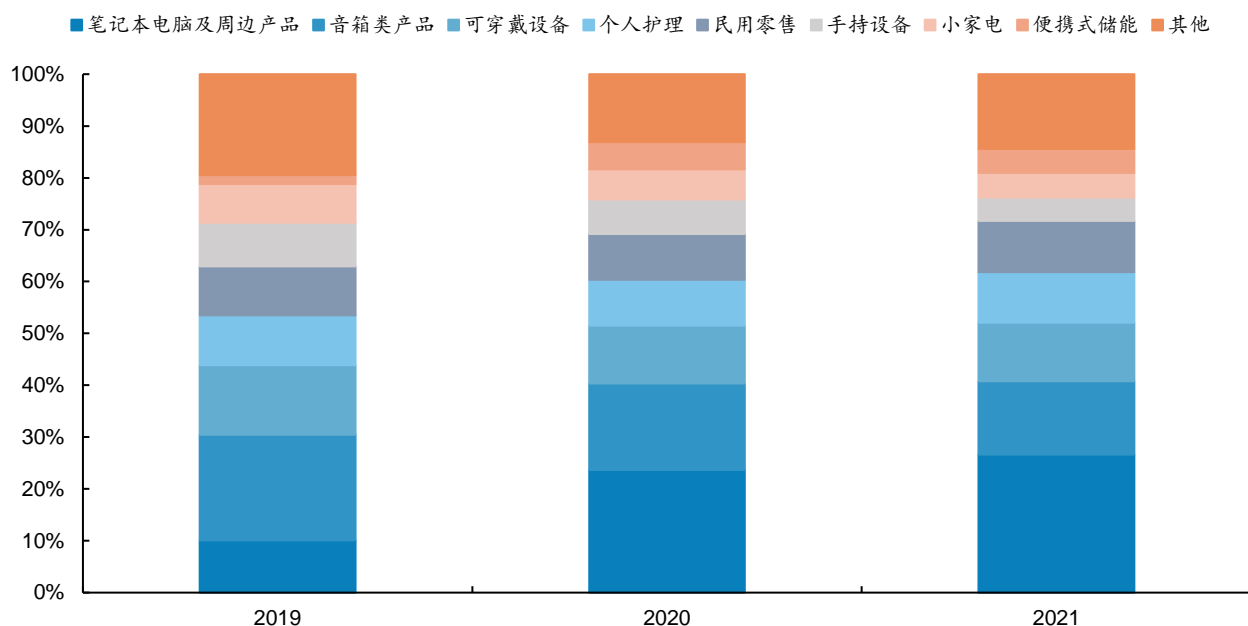
图表 26 锂电池产业链总览



资料来源：知乎网页整理，华安证券研究所整理

公司产品种类多样，抗风险能力强。公司业务产品主要有锂离子电池、镍氢电池。公司产品应用于多种场景，其中软包锂电池用于智能手表、手环、TWS 耳机盒、笔记本电脑、TWS 耳机等领域；圆柱锂电池用于电动剃须刀、电动牙刷、蓝牙音箱、储能电池等领域；镍氢电池用于车载 T-box、民用、太阳能路灯等领域。2021 年公司加速产品布局笔电领域，笔电相关产品占公司总营收 26.64%。随着储能行业兴起，公司也加码便携式储能产业，便携式储能用圆柱电池有一定程度放量，2021 年占总营收 4.6%。

图表 27 按产品用途公司收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

软包电池优势明显, 出货占比显著提升。聚合物软包锂离子电池采用铝塑膜作为包装材料, 质量较轻, 安全性较高; 外形设计较为灵活, 可根据客户需求定制电池外形; 能量密度较高, 在保持一定电池容量的条件下, 聚合物软包锂离子电池的体积更小; 且其循环寿命较长, 散热性较好, 能够较好满足消费类电子产品对轻薄、安全、能量密度、尺寸多变等方面的需求。软包电池成组结构复杂、成本较高, 从长远看, 基于固态电池的发展趋势, 硬壳的必要性下降, 软包被认为是固态电池适配的封装方式。因此, 从圆柱电池、方形电池向聚合物软包锂离子电池的转变是消费类锂离子电池的发展趋势。

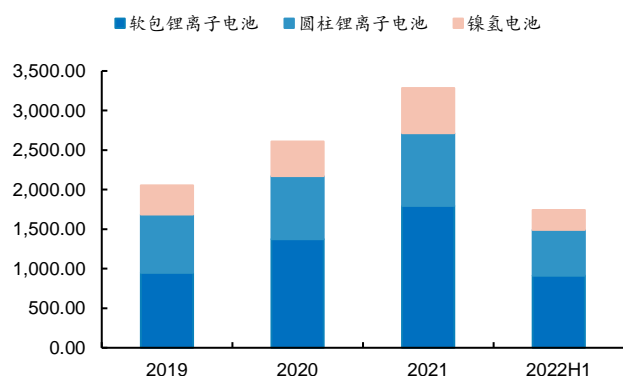
图表 28 三类锂离子电池对比

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: 珠海冠宇招股说明书, 华安证券研究所

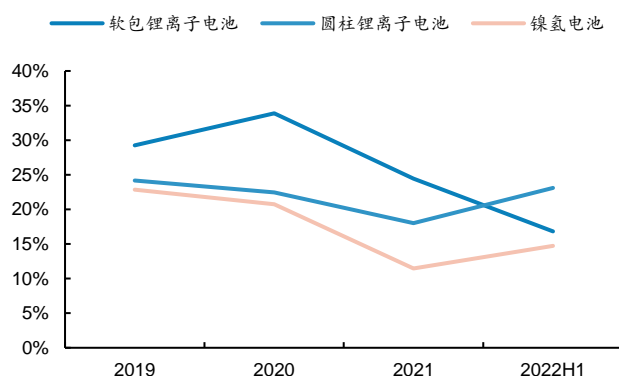
日韩企业逐步退出软包, 国产替代趋势明显。日韩软包企业起步较早, 拥有完善供应链及生产技术基础。伴随着日韩企业如 LG 化学、三星 SDI 聚焦动力电池领域, 在消费电池领域, 国内公司有望凭借客户优势和产能优势扩大消费软包市场份额。2021 年公司聚合物软包锂离子电池业务收入占比为 54.6%, 毛利率 24%, 均高于公司其他产品。

图表 29 公司营收结构 (百万元)



资料来源: Mordor Intelligence, 华安证券研究所

图表 30 公司产品毛利水平比较



资料来源: IDC, 华安证券研究所

加码锂电行业, 建设产能基地。近年来, 消费电子产品更新换代速度加快、市场规模快速增长, 多样化趋势日益显著, 与之配套的锂离子电池、镍氢电池市场需求亦不断增长。从锂电行业下游市场的角度来看, 全球智能手机、笔记本电脑、智能穿戴、智能家居等市场规模的恢复和进一步持续扩张将引领锂离子电池新一轮的增长。公司看好锂电行业, 新增产能基地, 预计 2023 年二季度陆续投产。

图表 31 广东豪鹏新能源研发生产基地建设项目 (一期)

产品名称	单位	转移产能	新增产能	数量	备注
镍氢电池	万只/年	19,208	8,992	28,200	镍氢电池
聚合物软包锂离子电池	万只/年	7,287	18,321	25,608	
圆柱锂离子电池 (PACK)	万组/年	1,291	3,061	4,352	锂离子电池

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

3.2 客户资源优质丰富, 构建可持续发展未来

客户资源是潜在进入者的主要壁垒。电池属于强制性安规认证产品, 是终端产品的核心部件之一。品牌客户在认证电池供应商方面谨慎严苛, 重点关注产品的安全性、可靠性以及能量密度、循环寿命等性能, 平均认证周期在 1-3 年。认证通过后, 为确保产品质量和稳定供应, 品牌客户不会轻易更换供应商。

公司始终聚焦全球品牌商的需求, 得到头部企业认可。公司在过去二十年的发展历程中获得了众多知名品牌商的认可并建立了战略合作关系, 有利于巩固市场份额。公司与索尼、哈曼、大疆、惠普、博朗、飞利浦等全球知名品牌都稳定合作了五年以上甚至近十年, 其品牌端产品主要有惠普电脑、索尼娱乐视听及智能穿戴产品、哈曼娱乐视听及智能穿戴产品、博朗个人护理产品、飞利浦智能家居产品、广汽埃安车载 T-Box、金霸王可充电电池等。这些知名品牌均为各自领域的头部玩家, 市场占有率高, 运营模式成熟, 使得公司订单准确性高, 能提供长周期的需求计划, 有利于公司供应链管理和产能规划。

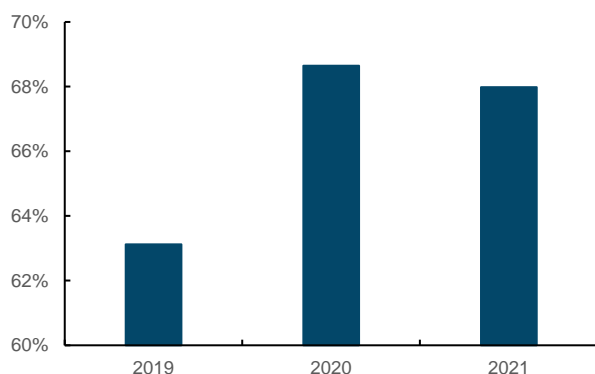
图表 32 公司主要客户

主要应用领域	主要品牌客户
笔记本电脑及周边产品	惠普、MSI、罗技
蓝牙音箱	索尼、哈曼、罗技
个人护理	飞利浦、松下、博朗
可穿戴设备	索尼、哈曼、LG、FITBIT、伟易达、佳明
便携式储能	GOAL ZERO
民用零售	金霸王、劲量、VARTA
车载 T-Box	广汽埃安、小鹏汽车
移动支付、无人机周边、智能家居	百富、大疆、ARLO、SHARK、飞利浦

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

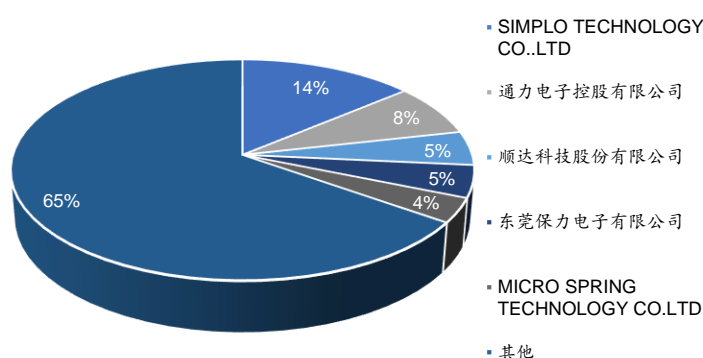
外销占比大，客户结构较分散。从公司的客户分布来看，由于豪鹏科技积极拓展全球市场，参与国际和国内市场竞争，其大部分收入主要来自境外，报告期各期，2019，2020 和 2021 的外销收入占主营业务收入的比重分别为 63.60%、69.09%和 68.71%，外销占比大。此外公司客户集中度低，CR5 为 35%，公司合作的主要终端品牌客户均为行业内知名品牌商，终端品牌客户一般会通过比较，选择生产能力强、产品品质稳定的企业作为其代工厂或 PACK 厂，并且客户对于产品的需求个性化程度高、波动性大，使得产品难以标准化生产。

图表 33 2021 年公司外销占收入比重



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 2021 年公司客户结构

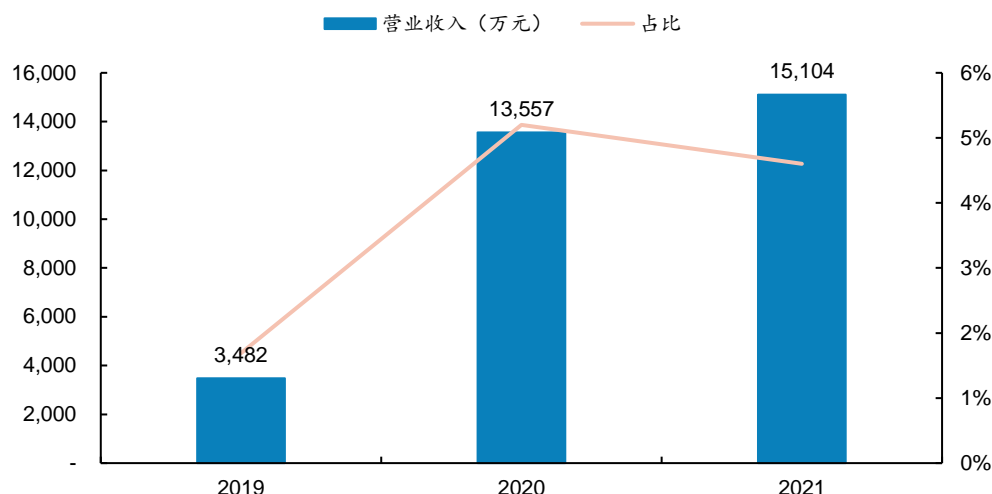


资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 位处便携式储能新风口，储能业务持续拓展

公司布局储能业务，目前向便携式储能客户提供电池模组产品。公司基于对电芯的深刻认知及 BMS 方案能力，采用 18650 及 21700 系列的圆柱电芯为客户提供整体电源解决方案。18650 和 21700 圆柱电芯是市场上非常成熟且性价比较高的产品，公司主要从日韩系厂商采购，以开放整合的态度为客户提供最佳方案。2021 年公司储能业务营收 1.5 亿元，占总营收 4.6%。预计随着欧洲能源短缺，对储能装机需求增加，公司储能业务有望快速增长。

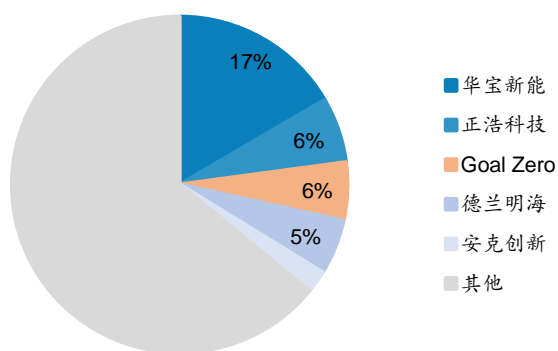
图表 35 2019-2021 年便携式储能营收及占比



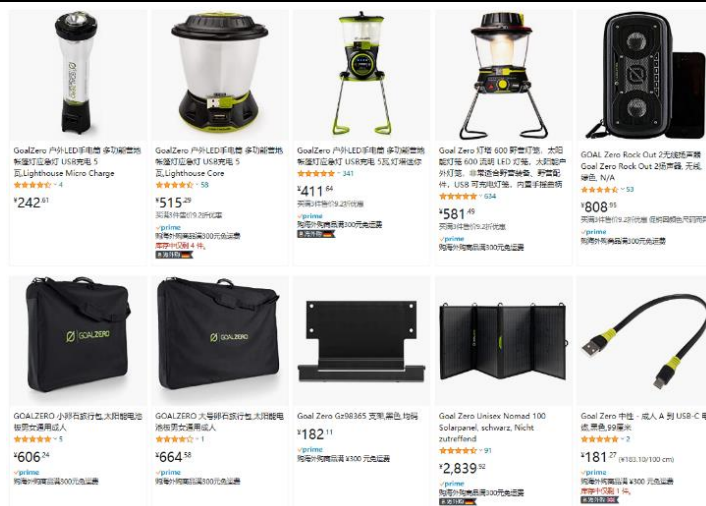
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

绑定美国优质客户，夯实业务“护城河”。便携式储能行业发展时间较短，很多企业是由电池类企业、电源类企业以及充电宝生产企业基于其技术基础转型而来，当前低端企业小容量产品居多，多以低价竞争的方式进入市场。公司便携式储能业务承接知名品牌客户的电池解决方案及 ODM 业务。公司与美国知名便携式太阳能电源品牌 Goal Zero 合作，系电池模组产品。Goal Zero 主要产品有 LED 手摇发电露营灯，太阳能充电板，便携太阳能充电套装等产品，在全球多达 20 国销售。2020 年 Goal Zero 全球便携式储能市场按出货量占比约 5.6%，排名全球第三。未来随着不断增长的行业需求，以及公司在下游客户渠道的不断开拓，公司储能业务预计将保持高速增长。

图表 36 2020 年全球便携式储能企业出货量分布



图表 37 Goal Zero 主要产品



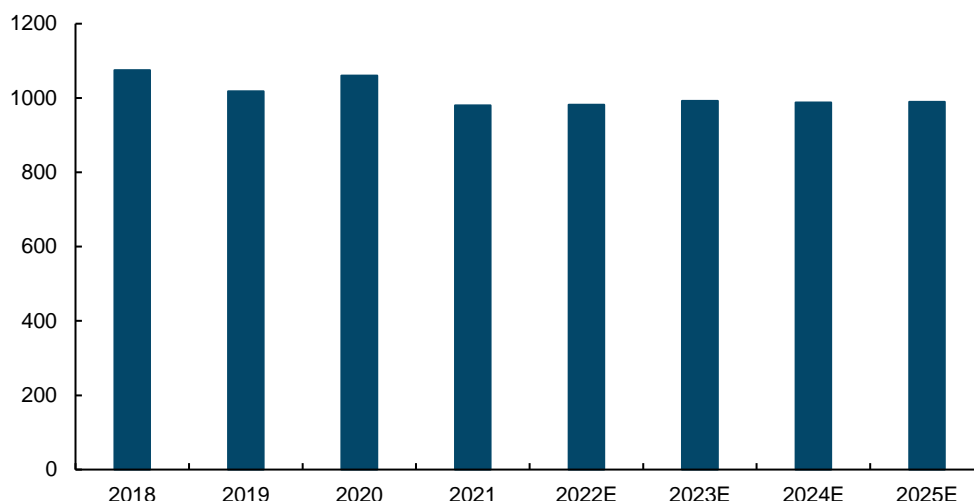
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，华安证券研究所

资料来源：亚马逊，华安证券研究所

3.4 镍氢电池龙头地位稳固

镍氢电池主要应用于民用零售、个人护理、车载 T-Box、照明灯具等领域。目前，全球镍氢电池生产主要集中在日本和中国，我国以生产小型镍氢电池为主，日本则以生产大型镍氢电池为主。根据日本富士经济的数据，2020 年全球镍氢电池市场规模约为 790 亿日元。从全球镍氢电池市场发展现状来看，小型镍氢电池市场需求基本平稳。日本富士经济数据显示，2020 年全球小型镍氢电池生产规模为 10.6 亿只，预计 2025 年全球生产规模为 9.9 亿只。

图表 38 2018 年-2024 年全球小型镍氢电池产量（百万只）

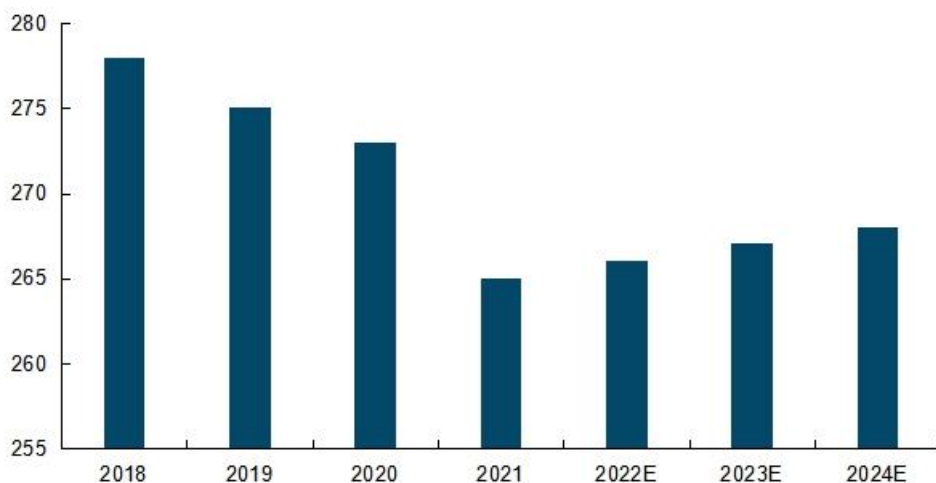


资料来源：iFind，华安证券研究所

镍氢电池具备能量密度高、容量大、无记忆效应、清洁环保等优势。镍氢电池凭借其安全性、适用温度范围广等特点，在民用零售、车载 T-Box 等细分领域具备独特优势，预计在未来较长时间市场空间相对稳定。

民用零售镍氢电池凭借绿色环保、高安全性、循环寿命长、性价比高等优势，通过商超等零售渠道，广泛应用于电动玩具、照明灯具、遥控器、个人护理以及数码相机等领域。根据日本富士经济预测，2021 年至 2024 年全球民用零售镍氢电池将保持 2.70 亿只的市场规模，市场趋于饱和，呈现平稳的发展态势。2019 年 12 月欧盟发布《欧洲绿色协议》，协议涉及 2030 年气候目标计划以及能源、工业、建筑、交通、农业等各领域的转型发展。在能源领域，2020 年 12 月 10 日欧盟已征集采纳的《Regulation (EU) No 2019/1020 电池和废旧电池修订提案》中提出，欧委会应将在 2030 年 12 月 31 日前评估逐步停止使用一般用途的一次电池。根据日本富士经济预测，2021 年全球锌碳一次电池、碱锰圆柱一次电池市场规模约 546 亿只。随着欧盟绿色新政的实施，低自放电的镍氢电池作为一次电池替代品之一，将会部分取代一次电池。

图表 39 2018 年-2024 年全球民用零售镍氢电池市场规模（百万只）



资料来源：iFind，华安证券研究所

公司于 2002 年设立之初就以镍氢电池的研发、设计、制造和销售为主营业务。公司通过多年聚焦国际品牌商的产品需求，凭借先进的技术与制造能力，在确保产品安全的基础上，先后推出高容量、低自放电、宽温等产品，在镍氢电池领域确立了领先地位。根据富士经济统计数据，2018 年公司镍氢电池产量已位居全球小型镍氢电池市场份额第一位。公司作为镍氢电池头部企业，拥有优质客户资源，可凭借其产品技术、规模化制造等优势保持长期较为稳定的利润水平。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 35.17/47.61/60.10 亿元，分别同比增长 6.02%/35.33%/26.25%。毛利率为 19.63%/22.68%/23.75%。预测基于如下假设：

1，公司 1 月 31 日发布 2022 年年度业绩预告，预计 2022 年实现营业收入 34.18 亿元-35.88 亿元，比上年同期增长 3%-8%。归母净利预计为 1.40-1.68 亿元，同比下降 35%-45%。随着 23 年广东豪鹏新能源研发生产基地建设项目（一期）的开工，研发及其他相关人工费的支出，或将使得公司毛利率在近期两年增幅放缓，22-24 年分别预期为 19.63%，22.68%和 23.75%。

2，软包聚合物电池应用于电脑、手机、无人机、智能机器人和便携设备等。其主要原材料上涨，疫情及外汇汇率波动的宏观因素负面影响，导致公司产品的单位成本上升以及下游消费类市场需求增速有所放缓。预估 2022 年的软包聚合物电池业务下降 1.68%，转折在 23 年和 24 年，分别为 42.65%和 27.51%。2024 年该业务营收虽继续上涨，但是增长速率放缓，回落到正常水平。

3，储能业务方面，公司不断扩张便携式储能高净值新业务，21 年储能业务已经占据公司总营收 5%，随着客户覆盖范围的不断拓展，2022 年-2024 年的毛利率保持一个稳定上涨的趋势，分别为 31.91%，34.13%和 26.70%。

4，公司的镍氢电池所处市场已经趋于饱和，且竞争激烈，但公司亦有持续拓展更多高附加值的 T Box 业务，预期毛利率将处于稳定水平，预估 2022 年到 2024 年的增速分别为-12.12%，13.64%和 20.03%。

图表 40 公司业务拆分 (百万元，%)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
聚合物软包锂离子电池							
业务收入 (百万元)	862.56	949.25	1,375.04	1,793.73	1901.35	2566.83	3413.88
同比 (%)		10.05%	44.86%	30.45%	6.00%	35.00%	33.00%
毛利率 (%)		29.27%	33.88%	24.43%	15.00%	34.00%	33.00%
圆柱锂离子电池							
业务收入 (百万元)	547.33	735.75	797.72	920.3	966.32	1256.21	1507.45
同比 (%)		34.43%	8.42%	15.37%	5.00%	30.00%	20.00%
毛利率 (%)		24.17%	22.47%	18.01%	13.00%	23.68%	24.84%
镍氢电池							
业务收入 (百万元)	483.49	370.35	434.28	568.85	585.92	708.96	836.57
同比 (%)		-23.40%	17.26%	30.99%	3.00%	21.00%	18.00%
毛利率 (%)		51.55%	57.50%	64.95%	20.00%	55.00%	54.00%
其他业务							
业务收入 (百万元)	21.5	15.52	16.67	35.11	64.28	228.74	252.60
同比 (%)		-27.81%	7.41%	110.62%	83.08%	255.85%	10.43%
毛利率 (%)		77.64%	69.11%	65.62%	70.00%	72.00%	74.00%
合计							
营业收入 (百万元)	1,914.87	2,070.88	2,623.72	3,318.00	3517.86	4760.73	6010.50
同比 (%)		8.15%	26.70%	26.46%	6.02%	35.33%	26.25%
毛利率 (%)		20.39%	26.67%	28.46%	19.63%	22.68%	23.75%

资料来源：ifind，华安证券研究所测算

4.2 可比公司估值

我们选取目前与豪鹏科技业务相似或相近的公司珠海冠宇、蔚蓝锂芯、鹏辉能源作为可比公司，可比公司 2023 年平均 PE 为 20 倍。

图表 41 可比公司估值

代码	公司 名称	最新 收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688772.SH	珠海冠宇	20.28	227.51	0.18	0.80	1.27	113.05	25.06	15.70
002245.SZ	蔚蓝电芯	13.95	160.71	0.44	0.85	1.13	33.20	17.06	12.83
300438.SZ	鹏辉能源	63.72	293.94	1.40	2.67	3.90	46.45	24.30	16.63
	行业平均			1.22	2.08	2.87	47.82	19.58	13.72
001283.SZ	豪鹏科技	57.64	47.18	2.57	4.74	7.28	22.45	12.17	7.92

资料来源：wind，华安证券研究所(根据 2023 年 3 月 9 日收盘价预测)

4.3 估值分析与投资建议

我们认为，公司在消费电子领域有所成就，便携式储能等新兴业务或将成为公司又一重要的增长点。公司业绩有望在 2023 年和 2024 年实现高增长，盈利能力得到快速修复。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.57 元、4.74 元、7.28 元，公司对应当前市值的 PE 分别为 22X、12X、8X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、汇率波动风险
- 2、原材料价格波动风险
- 3、经营不及预期风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1937	2839	3645	4012	营业收入	3318	3518	4761	6010
现金	447	1286	1264	1443	营业成本	2626	2827	3680	4583
应收账款	815	870	1407	1473	营业税金及附加	15	16	20	24
其他应收款	50	57	81	98	销售费用	89	86	105	114
预付账款	24	18	25	34	管理费用	183	183	238	295
存货	502	505	743	825	财务费用	47	-7	-30	-28
其他流动资产	100	103	125	139	资产减值损失	-1	0	1	1
非流动资产	1644	2135	2606	3077	公允价值变动收益	-5	3	3	3
长期投资	34	35	37	39	投资净收益	75	35	48	60
固定资产	1003	1307	1578	1845	营业利润	268	267	502	711
无形资产	162	217	272	322	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	445	576	719	870	营业外支出	5	4	5	5
资产总计	3581	4975	6251	7089	利润总额	266	266	501	710
流动负债	1852	2112	3001	3244	所得税	12	56	114	115
短期借款	57	97	127	127	净利润	254	210	388	595
应付账款	806	895	1320	1411	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	989	1119	1554	1705	归属母公司净利润	254	210	388	596
非流动负债	576	576	576	576	EBITDA	371	354	584	803
长期借款	441	441	441	441	EPS (元)	4.23	2.57	4.74	7.28
其他非流动负债	135	135	135	135					
负债合计	2428	2688	3577	3820					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股本	60	82	82	82					
资本公积	450	1373	1373	1373					
留存收益	643	831	1219	1815					
归属母公司股东权	1153	2287	2674	3270					
负债和股东权益	3581	4975	6251	7089					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	132	471	542	783	成长能力				
净利润	254	210	388	595	营业收入	26.5%	6.0%	35.3%	26.2%
折旧摊销	125	134	164	184	营业利润	-7.3%	-0.4%	88.0%	41.6%
财务费用	21	6	8	10	归属于母公司净利	51.7%	-17.2%	84.6%	53.7%
投资损失	-75	-35	-48	-60	获利能力				
营运资金变动	-191	159	33	57	毛利率 (%)	20.9%	19.6%	22.7%	23.8%
其他经营现金流	443	48	351	536	净利率 (%)	7.7%	6.0%	8.1%	9.9%
投资活动现金流	-488	-589	-585	-595	ROE (%)	22.0%	9.2%	14.5%	18.2%
资本支出	-553	-623	-630	-653	ROIC (%)	13.5%	6.0%	9.8%	13.2%
长期投资	8	-1	-3	-2	偿债能力				
其他投资现金流	57	35	48	60	资产负债率 (%)	67.8%	54.0%	57.2%	53.9%
筹资活动现金流	254	957	22	-10	净负债比率 (%)	210.6%	117.6%	133.8%	116.9%
短期借款	-62	40	30	0	流动比率	1.05	1.34	1.21	1.24
长期借款	407	0	0	0	速动比率	0.75	1.09	0.95	0.96
普通股增加	0	20	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	923	0	0	总资产周转率	1.05	0.82	0.85	0.90
其他筹资现金流	-90	-26	-8	-10	应收账款周转率	4.16	4.18	4.18	4.17
现金净增加额	-99	839	-22	179	应付账款周转率	3.42	3.32	3.32	3.36

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	4.23	2.57	4.74	7.28	P/E	0.00	22.45	12.17	7.92
每股经营现金流	1.61	5.75	6.62	9.57	P/B	0.00	2.06	1.76	1.44
每股净资产	19.22	27.93	32.67	39.95	EV/EBITDA	0.37	11.45	7.04	4.89

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。