

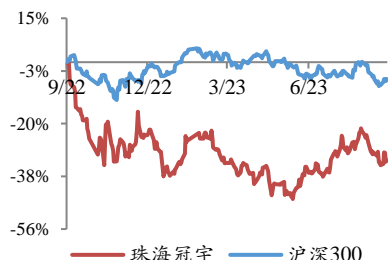
消费锂电迎来重构，行业龙头地位稳固

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-09-18

收盘价（元）	19.44
近 12 个月最高/最低（元）	26.18/16.08
总股本（百万股）	1,122
流通股本（百万股）	757
流通股比例（%）	67.46
总市值（亿元）	218
流通市值（亿元）	113

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

相关报告

主要观点：

● 锂电产业底蕴深厚，全球消费锂电龙头

公司深耕消费锂电业务 25 年，主营聚合物软包锂电电芯、PACK 业务，产品应用于 3C 领域，系全球消费锂电龙头。随着公司第二增长曲线开辟，动力、储能电池 2023 年逐渐放量，公司盈利有望迎来拐点。2022 年公司实现营业收入 109.74 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 23.31%；公司消费锂电/动力锂电产品营收占比分别为 91.71%、3.62%。

● 锂电全球战略格局转移，国产替代巩固公司消费锂电龙头地位

全球锂电头部企业已将战略重心转移至动力电池领域，原本高度集中的消费锂电市场格局迎来重构态势，叠加消费新兴产品市场崛起、国产传统 3C 品牌全球市占率逐年走高等因素，国产消费锂电企业迎来替代机遇。公司凭借二十五年积累的强产业链地位、业界领先的技术沉淀、深度绑定的客户资源等优势巩固在全球消费锂电行业市占率；2022 年公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池的市占率为 31.09%，全球排名第二；智能手机锂离子电池的市场占有率为 7.43%，全球排名第五。公司切入苹果供应链，在苹果笔电的市场份额保持稳步提升，有效缓解消费市场萎靡带来的不利冲击。

● 登陆动力、储能电池“滩头堡”，23 年有望加速放量

公司依托锂电池研发丰厚底蕴建立技术壁垒，从启停电池切入动储电池市场。公司积极研发启停电池与固态电池技术，第一代启停电池已导入量产，第二代启停电池目标低温功率性能提升 30-50%；固态电池样品能量密度高达 350Wh/kg。公司动储产品客户资源丰富，拥有通用、上汽、捷豹路虎等国内外知名车企客户并切入中兴、Sonnen、南网科技等系统集成商供应链体系。公司动力类电池总产能现达到 3GWh/年，为适应市场扩张需求、加快实施战略目标，公司布局投资浙江年产 10GWh 锂离子动力电池及重庆年产 15GWh 高性能新型锂离子电池项目，未来动储电池总产能将达 28GWh，另德阳 25GWh 动力电池生产项目处于规划阶段。

● 盈利预测及投资建议

公司为消费电池龙头企业，近年来乘新能源东风，布局动力电池及储能电池领域。我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 130.26 / 164.08 / 212.84 亿元；归母净利润为 4.01/11.02/15.12 亿元；对应当前市值的 PE 分别为 54X/20X/14X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨导致成本端承压；经济下行导致下游市场需求减少；行业竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10974	13026	16408	21284
收入同比（%）	6.1%	18.7%	26.0%	29.7%
归属母公司净利润	91	401	1102	1512
净利润同比（%）	-90.4%	341.0%	174.5%	37.2%
毛利率（%）	16.9%	19.2%	21.2%	21.3%
ROE（%）	1.4%	5.7%	13.6%	15.7%
每股收益（元）	0.08	0.36	0.98	1.35
P/E	233.00	54.34	19.80	14.43
P/B	3.15	3.11	2.68	2.26
EV/EBITDA	16.36	10.39	6.94	5.52

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 全球消费锂电龙头企业，消费业务增长态势不改	5
1.1 公司基本情况	5
1.2 公司股权结构	6
1.3 公司营收结构	7
2 消费锂电市场容量长期增长趋势不改，国企迎来新机遇	9
2.1 市场容量：传统、新兴行业景气度长期向好	9
2.2 市场格局：全球市场集中度高，国企迎来替代机遇	11
2.3 竞争格局：同业比较前瞻亮点	13
3 切入动储电池“滩头堡”，稳健战略入局万亿赛道	16
3.1 动储电池市场潜力及政策持续利好	16
3.2 收益关键在于降本增效，新技术储备助力动储产能布局	17
3.3 动储电池布局规划明朗，持续投入新增长曲线	18
4 盈利预测与投资预测	22
风险提示：	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

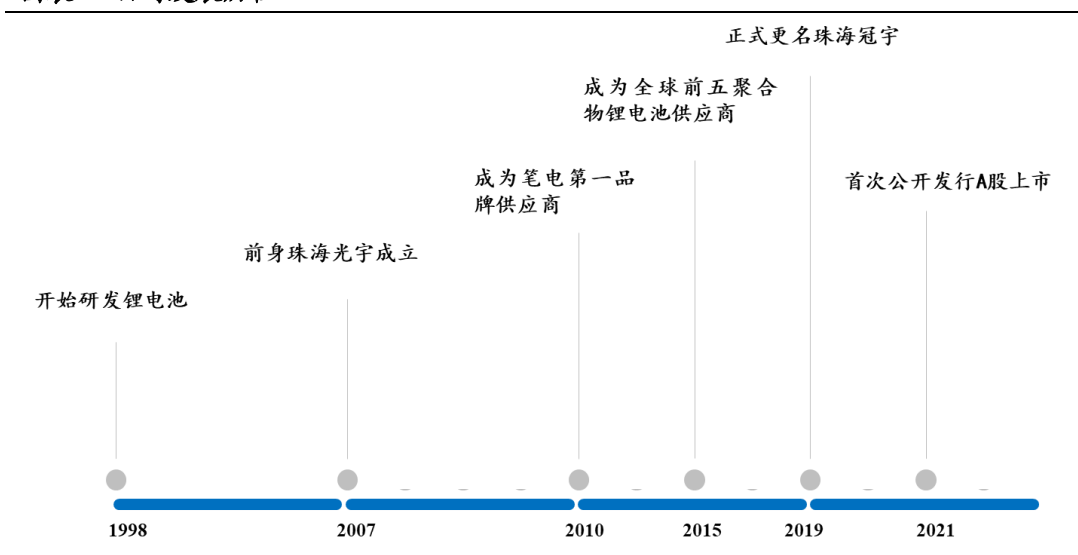
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 深度绑定 3C 行业头部企业	6
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 2018-2022 年营业收入构成	7
图表 5 公司 2018-2023 年 H1 营业收入 (亿元)	7
图表 6 公司 2018-2023 年 H1 归母净利润 (亿元)	7
图表 7 公司 2018-2022 年分产品毛利率	8
图表 8 公司 2018-2023 年 H1 期间费用率	8
图表 9 全球笔记本出货量及预测	9
图表 10 全球智能手机出货量及预测	9
图表 11 全球无人机市场规模	10
图表 12 全球智能可穿戴设备出货量	10
图表 13 2022 年全球及中国锂电市场出货构成 (单位: GWH)	10
图表 14 锂离子电池生产工艺	11
图表 15 三类锂离子电池之间的对比	11
图表 16 2021 年全球笔电及平板电池制造企业市场份额	12
图表 17 2021 年全球手机电池企业市场份额	12
图表 18 2022 年全球智能手机企业 CR5 市场份额	12
图表 19 主要竞争对手产品对比	14
图表 20 头部 3C 客户深度绑定, 行业竞争重叠度小	15
图表 21 中国新能源汽车销量及预测 (万辆)	16
图表 22 中国新型储能新增投运规模预测 (GW)	17
图表 23 全球动力电池出货量规模及预测	18
图表 24 公司动力储能电池布局历程	19
图表 25 公司动力电池布局	19
图表 26 公司动力、储能电池客户	20
图表 27 公司优势技术	21
图表 28 公司收入拆分与预测	23

1 全球消费锂电龙头企业，消费业务增长态势不改

1.1 公司基本情况

公司入局消费锂电二十余载，市占率逐步提升。公司前身为 2007 年哈光宇电源、佳运科技、光宇国际投资设立的珠海光宇，凭借自 1998 年起的锂电池研发底蕴，公司在 2010 年成为当时笔电第一品牌供应商，2015 年成为全球前五聚合物锂电池供应商并于 2019 年正式更名珠海冠宇。公司拥有完善的研发、生产及销售体系，主要通过生产并销售消费类锂离子电池实现盈利。珠海冠宇在 2021 年首次公开发行 A 股上市，同年公司的笔电及平板锂电池全球市占率为 27.17%，全球排名第二，智能手机锂电池市占率 6.84%，全球排名第五，公司未来发展战略将侧重提升手机锂电池市场份额，并计划切入高端电动工具市场，以降低市场容量下降带来的负面影响。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

消费业务覆盖广泛，深度绑定 3C 行业头部企业。公司主要产品为聚合物软包锂离子电池，消费类锂离子电池产品包括电芯及 PACK，凭借产品在能量密度，安全性，快充性能等属性的行业领先地位，公司全方位覆盖 3C 行业应用领域如笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备、消费类无人机等。深度绑定客户主要包括惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊等笔记本电脑和平板电脑厂商，华为、OPPO、小米、摩托罗拉、中兴等智能手机厂商，以及大疆、BOSE、Meta 等无人机、智能穿戴厂商，此外，公司目前已进入苹果、三星、VIVO 等厂商的供应链体系。

图表 2 深度绑定 3C 行业头部企业

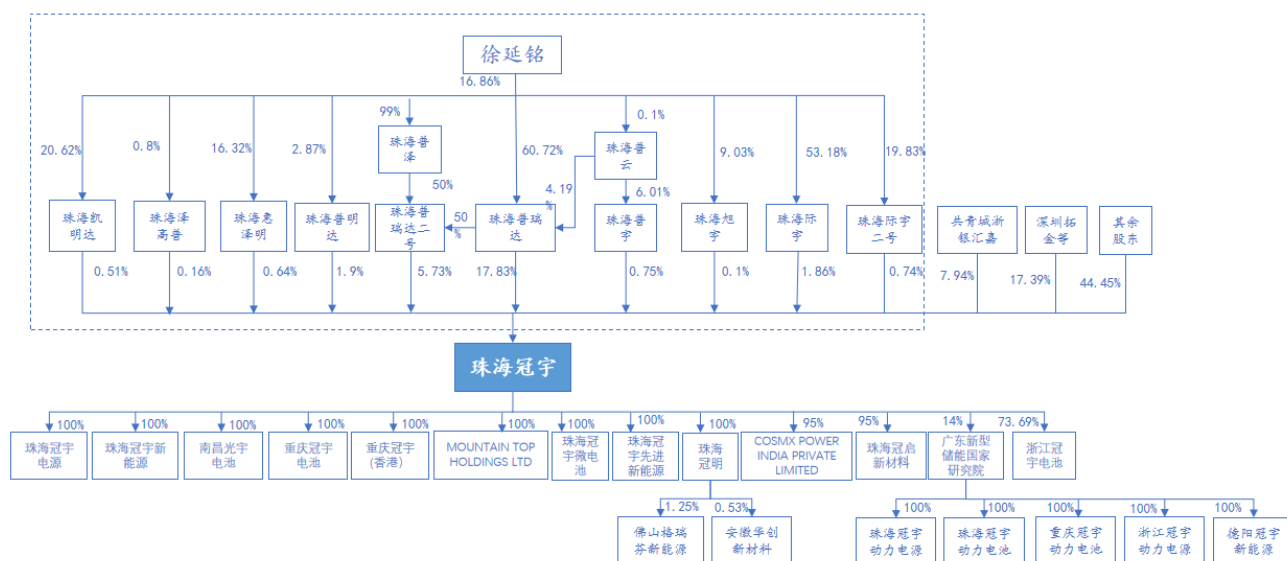


资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

1.2 公司股权结构

截至 2023 年 6 月 30 日，公司股权结构如下图所示。其中，珠海普泽、珠海普云、珠海凯明达、珠海泽高普、珠海惠泽明、珠海普明达、珠海普瑞达、珠海旭宇、珠海际宇、珠海际宇二号、珠海普瑞达二号均为公司实际控制人徐延铭控制的主体，该等主体合计直接持股 30.22%，公司股权稳定性高。另外，“共青城浙银嘉汇”持股 7.94%，“深圳拓金等”包括“深圳拓金创业投资基金合伙企业”持股 4.27%、“珠海冷泉投资合伙企业”持股 3.34%、“华夏上证科创板 50 成份交易型开放基金”持股 2.89%、“湖北小米长江产业基金合伙企业”持股 2.27%、“杭州长潘股权投资合伙企业”持股 2.22%、“淄博易科汇华信三号股权投资合伙企业”持股 1.97%。股权除实控人外较为分散，公司控制权集中，股东方大多为珠三角公司，特别集中于珠海，有一定的地域性。

图表 3 公司股权结构

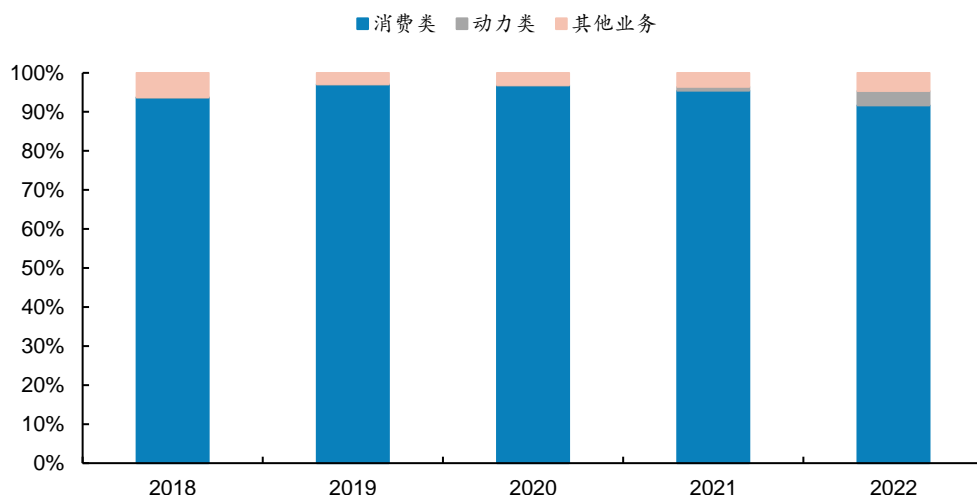


资料来源：公司公告，Wind，华安证券研究所

1.3 公司营收结构

消费类锂电产品为公司营收主要来源，动力储能电池产品占比显著提升。公司主营消费锂电业务，2020/2021/2022 年公司消费锂电业务收入占总营收占比分别为 96.75%/95.48%/91.71%。2022 年公司消费锂电业务占比有所下降原因系动力电池业务强势上升，2022 年公司动力电池收入占总营收 3.62%，同比+2.70pcts。

图表 4 2018-2022 年营业收入构成

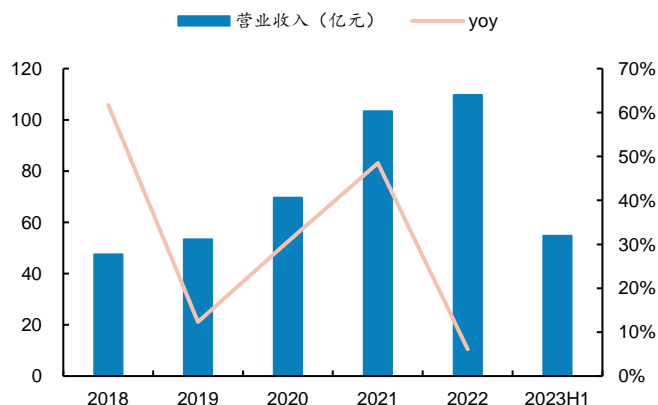


资料来源：Wind，华安证券研究所

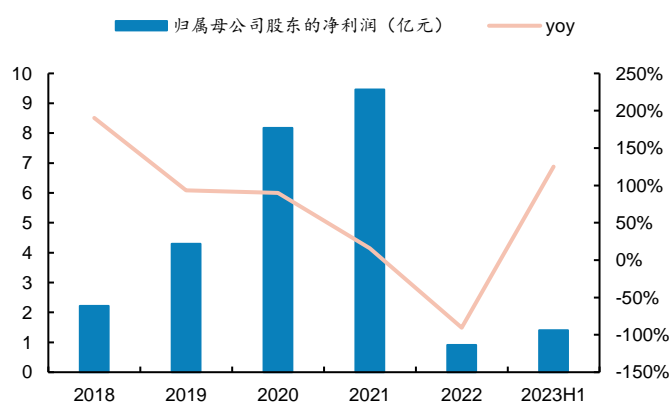
营收利润短期承压，长期向好发展。2018-2021 年，公司业绩高速增长，营业收入由 47.47 亿元增长至 103.40 亿元，CAGR 为 29.63%。2022 年公司实现营业收入 109.74 亿元，同比增长 6.13%，增速略有放缓；实现归母净利润 0.91 亿元，同比下降 90.38%。公司盈利能力下降主要系原材料价格上涨叠加下游消费需求萎缩导致公司产能利用率低、动力电池业务产能释放不及预期。2023 年上半年，公司实现营业收入 54.74 亿元，同比下降 4.59%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 125.06%，盈利能力明显好转。我们认为，2023 年随着原材料价格回稳以及消费需求复苏，叠加动力、储能电池产能释放等利好因素，公司业绩有望大幅增长。

图表 5 公司 2018-2023 年 H1 营业收入（亿元）

图表 6 公司 2018-2023 年 H1 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

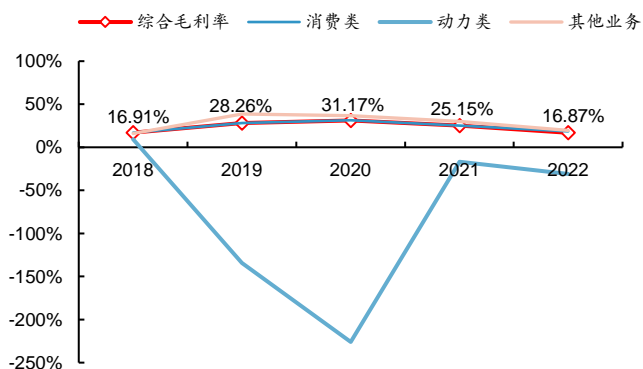


资料来源：Wind，华安证券研究所

毛利率增长迎阵痛，期间费率略有增长。2018 年-2021 年，公司整体毛利率从 16.91% 上升到 25.15%，2022 年公司毛利率为 16.87%，略有下滑。分业务看，2022 年公司消费类电池产品毛利率 18.62%，其中笔电类/手机类/其他消费类产品毛利率分别为 21.37%/14.37%/7.95%；动力类电池产品毛利率-30.84%；其他业务毛利率 19.46%。2022 年公司毛利率下滑主要有以下原因：原材料价格上行导致公司无法及时上调价格将成本上涨传导给下游客户；受通货膨胀、经济下行等因素影响，消费电子需求端的萎缩导致公司 2022 年产能利用率较低；由于动力电池市场竞争较为激烈，公司动力类业务尚处于起步阶段，公司对动力类业务资源投入的持续增加，导致动力类业务亏损。

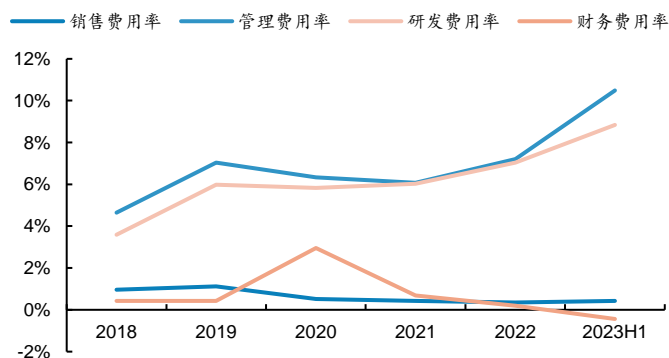
公司 2022 年期间费用率总体保持稳定，公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.35%/7.21%/7.04%/0.20%，2023 年 H1 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.42%/10.89%/8.84%/-0.44%；公司持续加大研发投入、加强技术储备导致研发费率上升较为明显；随着公司经营规模不断扩大，管理及行政人员数量应业务增长需求增加导致管理费率提升。我们认为随着消费复苏以及公司动力电池项目落地，公司盈利情况或将有所改善。

图表 7 公司 2018-2022 年分产品毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 公司 2018-2023 年 H1 期间费用率



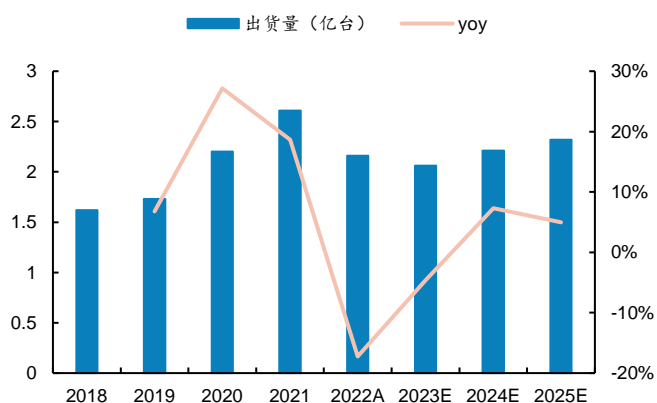
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 消费锂电市场容量长期增长趋势不改，国企迎来新机遇

2.1 市场容量：传统、新兴行业景气度长期向好

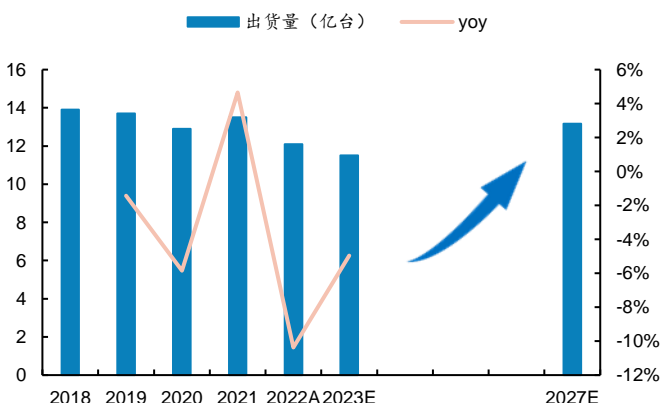
传统消费电子需求萎缩，23 年望迎来修复。受疫情影响，居家办公以及居家网课的现实需要推动了笔记本电脑、手机市场需求。根据 Statista 数据，自 2020 年起全球笔记本电脑出货量维持在 2 亿台以上，在 2021 年达到 2.61 亿台峰值后，受制于经济下行带来的需求萎缩，2022 年全球出货量回落至 2.16 亿台。手机方面，由于全球经济下行以及通货膨胀带来的消费预算收紧等影响，智能手机需求开始出现明显萎缩，同时消费者换机周期被拉长。根据立鼎产业研究院数据，2022 年全球智能手机出货量为 12.1 亿台，同比下降 11.3%。预计随着 5G 及 AIGC 大模型驱动，对智能手机消费将回暖，IDC 预测 2027 年全球智能手机出货量或达 13.17 亿台，2022-2027 年 CAGR 为 1.7%。

图表 9 全球笔记本出货量及预测



资料来源：Statista，华安证券研究所

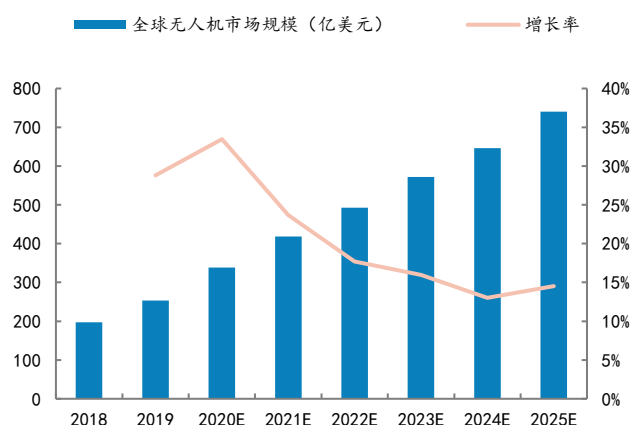
图表 10 全球智能手机出货量及预测



资料来源：IDC，华安证券研究所

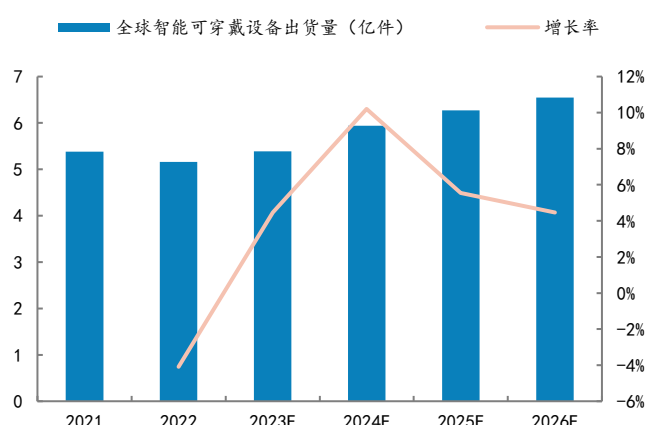
新兴消费电子市场扩容成为行业长期增量强劲动力。伴随技术的快速发展和 5G 相关基础设施建设的完善，万物互联时代或加速到来；以无人机、可穿戴设备、AR/VR 设备、电动工具为代表的新兴产品成为消费电子行业发展新动力，包括 ATL、珠海冠宇、三星 LG 在内的多家消费电子龙头企业正在持续推进新兴市场布局。根据 Mordor Intelligence 数据，全球无人机市场规模将从 2018 年的 197 亿美元增长至 2025 年的 740.1 亿美元，复合增长率为 21%；根据 IDC 数据，2022 年全球可穿戴设备出货量 5.16 亿件，同比下降 3.3%，新兴市场需求增加将推动可穿戴设备需求增加，预计 2023 年出货量增至 5.39 亿件。目前市场 Dyson 等主流消费电动工具企业产业链向中国转移，技术的更新迭代打通多元化应用场景，推动下游产品的领域的细分化，消费电子市场蓝海频现。

图表 11 全球无人机市场规模



资料来源: Mordor Intelligence, 华安证券研究所

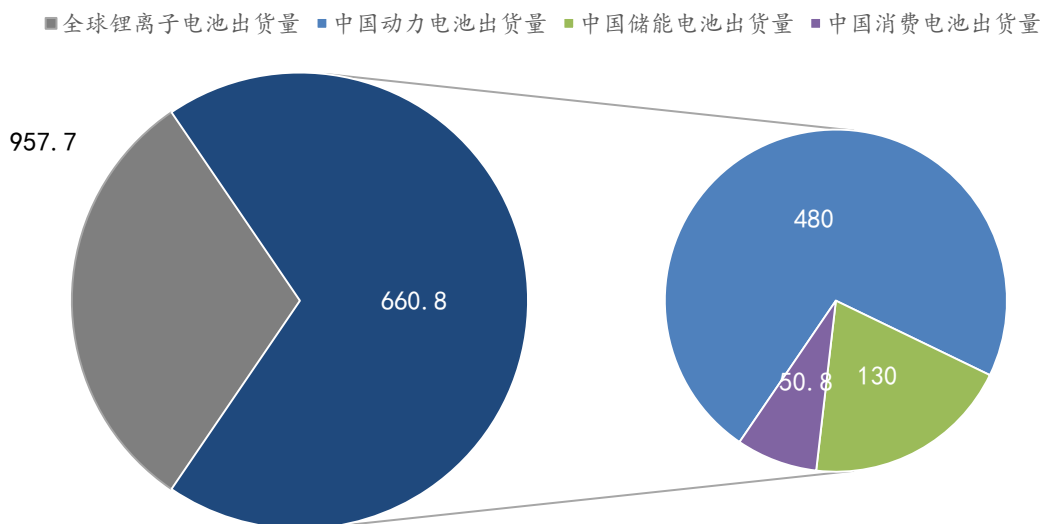
图表 12 全球智能可穿戴设备出货量



资料来源: IDC, 华安证券研究所

消费类锂电池市场短期承压, 2023 年有望扭转。消费类锂电电子电池市场则包括笔电类 (含笔记本电脑、平板电脑)、手机类和其他消费类 (新兴产业如可穿戴智能设备、无人机、电动工具等)。华经产业研究院数据显示, 2022 年全球锂电池行业出货量达到 957.7GWh, 同比增长 70.3%; 其中, 消费类锂电池占比为 12%, 出货量 114.2GWh, 同比下滑 8.8%。国内消费电子市场萎靡影响出现下滑, 2022 年中国锂离子电池出货量 660.8GWh, 其中消费类锂电池占比 7.69%, 出货量为 50.8GWh。我们认为, 叠加 5G 和 AI 技术, 对于消费电子的需求有望回暖, 对电子设备电池容量、性能方面的要求也不断提升, 消费电池领域有望迎来新一轮高峰。

图表 13 2022 年全球及中国锂电市场出货构成 (单位: GWh)



资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

软包锂电池顺应市场高性能标准发展趋势。锂电池按封装形式区分, 可以分为圆柱电池、方形电池和软包电池, 其中方形和圆柱的外壳主要采用铝合金、不锈钢等硬壳。消费类电子产品的技术发展路径呈现出时尚轻薄化、人体工学外形设计及

移动互联性不断增强的特点，加之消费类电子产品射频频段扩张、像素密度提升、处理器性能增强的背景，因此三类锂离子电池中，直径、重量较大的圆柱电池直接限制了下游消费电子产品的厚度、轻薄定制程度，虽然具有标准化程度高，工艺要求水平低的优势，但其较弱的能量密度和充放电倍率性能不符合消费电子产品强续航、可快充的发展趋势；方形电池的性能表现在三类对比下中规中矩，但较为固定的外观设计无法满足轻薄、尺寸定制的市场需求；聚合物软包锂离子电池包装材料为质量较轻的铝塑膜，虽然工艺技术水平要求较高，但是凭借其高能量密度、高安全性、优秀的散热性以及定制化属性，顺应了消费电子市场轻量化、个性化、安全以及大容量的需求，因此相较于圆柱、方形电池获得了消费电子行业更多的市场份额，渗透率在逐年增长。根据华经产业研究院数据，笔记本电池软包方案市占率从2015年的49.3%提升至2020年的96.2%；手机电池软包市占率从53.7%增长至87.5%，软包方案在消费锂电池市场主导地位已经形成。

图表 14 锂离子电池生产工艺



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 15 三类锂离子电池之间的对比

类别	能量密度	安全性	重量	标准化程度	工艺要求/成本	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：GGII，华安证券研究所

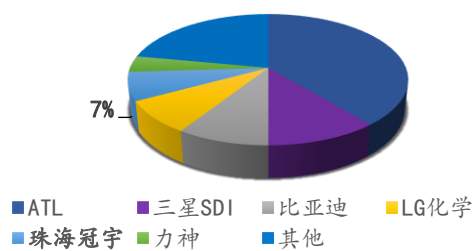
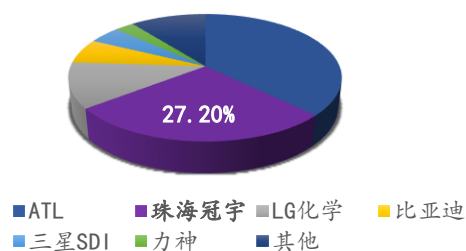
2.2 市场格局：全球市场集中度高，国企迎来替代机遇

全球消费类锂离子电池市场集中度高，全球3C锂电池行业CR5市占率达八成。SPIR数据显示，2022年全球消费类锂电池出货量109.3GWh，同比下降了9.1%，下降原因系手机、笔记本电脑、电动工具等主要应用领域需求下降，预计到2025

年出货量将回升至 134GWh。3C 行业细分领域方面，2021 年全球笔电及平板电池企业 CR5 占比达到约 87%，企业 CR5 仍是中日韩老牌电池企业，按排名先后分别是 ATL、珠海冠宇、LG 化学、比亚迪以及三星 SDI，市占率分别达到了 37.3%、27.2%、11.5%、6.3%、4.4%；2021 年全球手机电池企业 CR5 市占率为 74%，排名相对笔电企业 CR5 稍有不同，按排名先后分别为 ATL、三星 SDI、比亚迪、LG 化学、珠海冠宇，ATL 以 39% 的市占率稳坐龙头，其余四家市场份额均在 10% 左右。我们认为，日韩企业战略重心的转移叠加下游客户降低供应链单一依赖风险的因素使得国产锂电企业存在充分的成长空间；同时，这是公司未来几年在 3C 消费锂电池行业关键客户相关领域份额持续提升的重要依托之一。

图表 16 2021 年全球笔电及平板电池制造企业市场份额

图表 17 2021 年全球手机电池企业市场份额

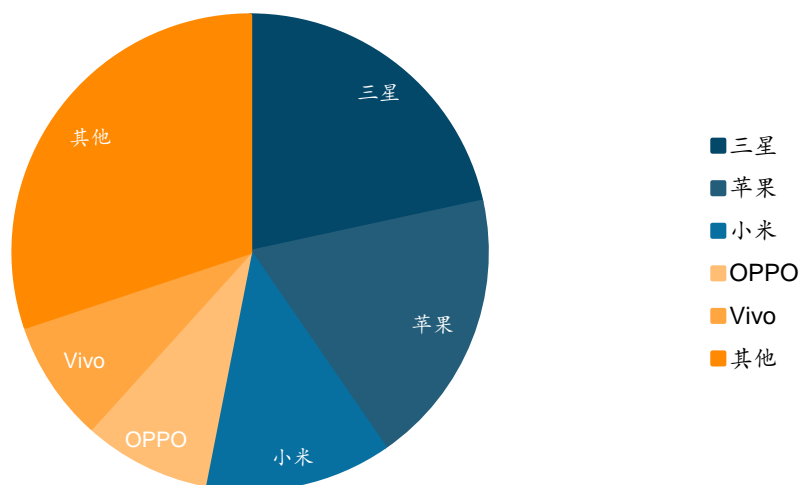


资料来源：Techno Systems Research，华安证券研究所

资料来源：Techno Systems Research，华安证券研究所

5G 加速渗透、供应链优化，国产企业迎来消费领域新机遇。随着国内 5G 基础设施、相关技术的完善，下游客户特别是手机厂商顺应 5G 换机消费需求加快的市场趋势以及自身提升供应链安全性的需求，对电池供应链完善程度提出了更高的要求，加之存量时代下游客户对成本控制的重视以及消费电池行业技术迭代速度的放缓，国内优秀电池企业技术水平与日韩企业已无明显差距，国产智能手机品牌在全球范围内市占率、认同度逐年提高，供应链中的海外企业占比显著下降。国家发改委数据显示，2022 年全球前五大智能手机厂商分别为三星、苹果、小米、OPPO、Vivo，市场占有率分别为 21.6%、18.8%、12.7%、8.6%、8.2%。随着国产手机品牌在全球市场市占率的提升、消费锂电供应链国产比重加大，国产消费锂电池企业市场份额增长态势强劲。

图表 18 2022 年全球智能手机企业 CR5 市场份额



资料来源：国家发改委，华安证券研究所

锂电消费大国红利持续，国产消费锂电企业加速替代布局。海外电池头部企业战略重心已然转向动力领域，消费锂电布局收缩态势不可逆。中国作为全球锂离子电池的消费大国，需求长期增长态势不会改变，国内外消费锂电市场份额格局正经历快速迭代。除战略重心的转移外，国内消费电子庞大的市场规模驱动电池企业快速扩张以承接日益增长的消费锂电市场份额，同时如珠海冠宇、欣旺达等头部企业持续发散着对国内二线电池企业的带动作用，加之中国工程师人才红利、市场规模化程度高带来的成本下降的特点，替代布局的形成增速加快。

公司在消费类电池领域保持行业头部领先地位。公司长期服务于全球知名的笔记本电脑、平板电脑及智能手机品牌厂商，是全球消费类电池主要供应商之一。公司基于多年的战略布局和技术储备，不断扩大在现有客户如惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊等笔记本电脑和平板电脑厂商以及华为、OPPO、小米、联想、中兴等智能手机厂商中的供货份额。同时公司顺利通过新客户的技术平台测试及质量审核，公司在全球头部终端厂商的市场份额大幅提升。根据 Techno Systems Research 统计报告，2022 年公司笔记本电脑及平板电脑锂离子电池的市场占有率为 31.09%，全球排名第二；公司智能手机锂离子电池的市场占有率为 7.43%，全球排名第五。

2.3 竞争格局：同业比较前瞻亮点

全产业链增强客户黏性，强技术壁垒造就产品性能优势。公司锂电研发、生产及销售业务运营二十余载，自 2001 年原母公司达成锂离子聚合物电池量产，2011 年实现了从电芯制造领域向 PACK 领域的扩展，形成了聚合物软包电池方案的全产业链，为下游客户提供一站式生产制造供应服务。基于锂电深耕基础以及优秀的研发模式，公司就软包锂电池核心竞争指标筑起技术壁垒。能量密度方面，公司战略性布局高能量密度锂离子电池技术开发，通过使用高能量密度正极、负极、新型隔膜等关键材料，大幅提升了电池的能量密度，新一代高能量密度锂离子电池能量密度较上一代电池产品能量密度提升 3.5% 以上，循环寿命可达 1000 次以上。高温电池技术方面，公司开发出的高温电池技术适用于高温高 SOC 使用环境，使用寿命可达 3 年以上。循环寿命和低温性能方面，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。快充技术方面，公司开发出可支持不同倍率（如 1.5C/3C/5C/10C/15C）的快充电池，充电速度可以满足不同产品的需求。同时，公司研发 STP 技术使电池内阻降低 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使模切精度提升 50-60%、叠片精度提升 40-60%。

公司在锂离子电池制造领域技术实力积累雄厚。2022 年公司新增专利申请数量再创新高，新申请发明专利 403 项，实用新型专利 400 项，外观设计专利 1 项。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有已授权有效国内专利 1182 项，其中发明专利 348 项，实用新型专利 822 项，外观设计专利 12 项。

图表 19 主要竞争对手产品对比

主要竞争对手产品对比			
主要参数指标	国家标准要求	珠海冠宇 (445860G)	ATL (333996)
尺寸 (mm)	—	4. 35*58. 16*60	3. 28*38. 22*95. 76
能量密度 (Wh/L)	—	大于等于 700	大于等于 700
充电倍率 (C)	按制造商要求充电	1C→4. 2V, 0. 5C→4. 4V	0. 7C→4. 4V
安全性	按照 GB/T31241-2014 要求进行安全测试	满足国标要求	满足国标要求
循环寿命	按照 GB/T18287-2013 规定进行试验, 循环寿命不低于 400 次	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

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

头部 3C 客户深度绑定，行业竞争重叠度小。消费锂电业务方面，冠宇主要客户聚焦于全球知名笔记本电脑、手机厂商，形成了长期稳定的合作关系，具备公司类似业务的同行业上市公司主要包括欣旺达、亿纬锂能以及鹏辉能源。亿纬锂能消费锂电客户群体主要为可穿戴设备、蓝牙设备、电动工具、电子雾化器等消费类领域客户，且涉及细分客户群体较为分散，因此与冠宇客户竞争重叠度小；鹏辉能源消费锂电业务销售规模仅为 1.3 亿元，且客户领域主要涉及新兴消费，与冠宇客户重叠度小；欣旺达与冠宇在手机厂商客户群体中重叠度较高，包括华为、OPPO、小米等，但在笔电方面冠宇拥有惠普、戴尔、华硕以及宏碁等众多海外知名客户；ATL 与冠宇在手机、笔电客户重叠度较高，但前者主要供量苹果以及三星，近年来冠宇也进入对应公司供应商体系，份额格局有待重构。

图表 20 头部 3C 客户深度绑定，行业竞争重叠度小

公司名称	应用领域		客户群体
欣旺达	消费类 锂电芯	手机数码类	小米、vivo、华为、传音、OPPO、MOTO、谷歌
		笔电、平板电脑类	联想、小米、华为、微软
ATL	消费类	手机数码类	苹果，三星等
		笔电、平板电脑类	苹果，戴尔等
珠海冠宇	消费类	笔电、平板电脑类	惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊
		手机数码类	华为、OPPO、小米、联想、Vivo、中兴
		无人机、可穿戴设备、电子烟、智能清洁	大疆、BOSE、Facebook、PMI、小狗、追觅、Shark、泉峰
	消费类 Pack		惠普、小米、华为、戴尔、OPPO、荣耀、大疆、亚马逊、BOSE、联想、PMI、技嘉、小狗、追觅、松灵、Vivo

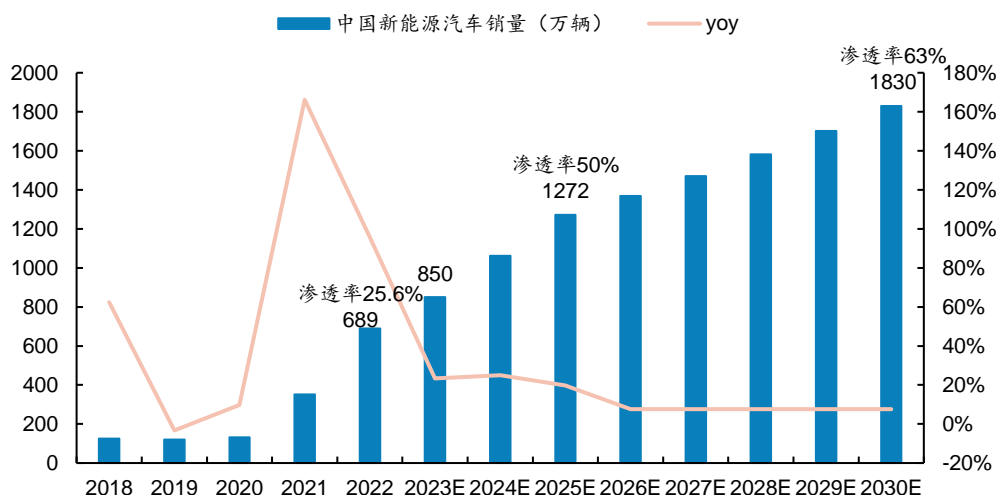
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 切入动储电池“滩头堡”，稳健战略入局万亿赛道

3.1 动储电池市场潜力及政策持续利好

国内新能源汽车市场长坡厚雪，2025 年有望超 50% 渗透率。新能源汽车作为战略性新兴产业之一，肩负着引领汽车产业转型升级的重任。中国新能源汽车已进入全面市场化拓展期，2022 年，我国新能源汽车销量为 688.7 万辆，同比增加 95.6%，渗透率为 25.6%。面对新能源车补贴退坡，整车企业通过采取整车降本、终端优惠、调整配置策略等方式来刺激需求，新能源汽车行业发展已从政策驱动逐渐向市场驱动过渡。我们认为，国补退坡对新能源市场的影响有限，2023 年仍将保持高速增长，且长期保持快速增长态势。根据盖世汽车研究院数据，预计 2023 年中国新能源汽车销量提升至 850 万辆，同比提升 23.42%；预计国内新能源乘用车市场将于 2025 年、2030 年分别实现超过 1272 万辆、1830 万辆，市场渗透率将分别超过 50%、60%。

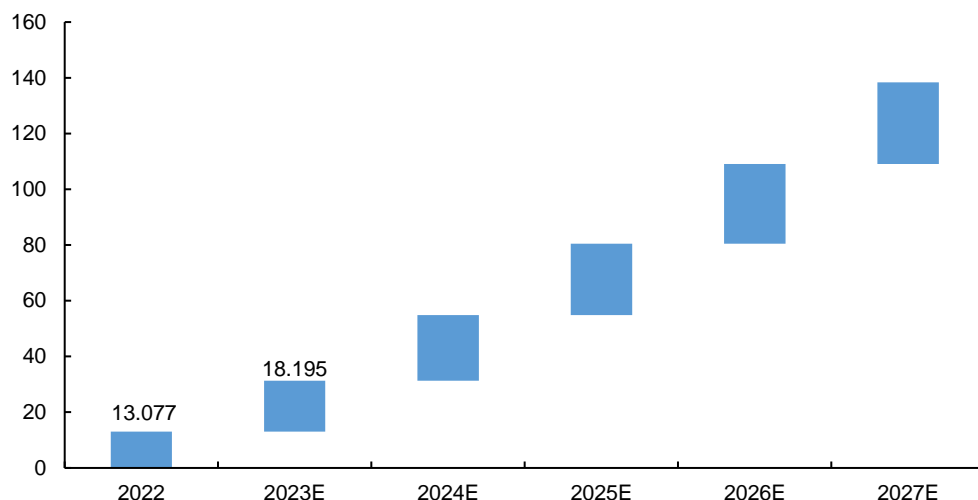
图表 21 中国新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：盖世汽车研究院，Wind，政府官网，华安证券研究所

在“双碳”背景下政策持续利好储能市场。随着 2021 年全国两会上将碳达峰、碳中和“3060”目标列为我国“十四五”污染防治攻坚战的主攻目标，以光伏、风电为代表的可再生能源战略地位凸显，储能作为支撑可再生能源发展的关键技术，市场需求旺盛，家庭储能、通讯备电、工商业储能均呈现快速发展趋势，行业将迎来巨大发展机遇。根据《储能产业研究白皮书 2023》，2022 年中国新型储能累计投运装机规模达 13.077GW，其中锂离子电池占据绝对主要地位；预计 2027 年新型储能累计规模将达到 138.4GW，2023-2027 年复合年均增长率 (CAGR) 为 60.3%；预计未来 5 年，年度新增储能装机呈平稳上升趋势。

图表 22 中国新型储能新增投运规模预测（GW）



资料来源：《储能产业研究白皮书 2023》，Wind，政府官网，华安证券研究所

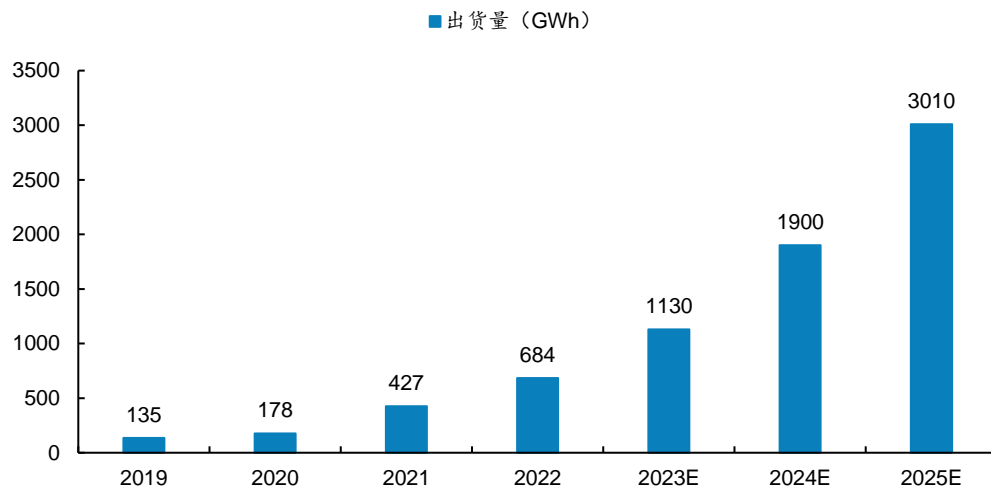
3.2 收益关键在于降本增效，新技术储备助力动储产能布局

动力电池具有前景长远广阔、降本竞争以及高壁垒三个行业特征，企业增益侧重供应链管理，市占率发展取决于技术突破。

- 1. 前景长远广阔：**电动载具高速增长的市场渗透率以及储能充足的市场潜力，具备长远发展属性。根据中商情报网、起点研究数据，**全球动力电池出货量有望从 2019 年的 135GWh 增长至 2025 年的 3010GWh，复合增长率高达 67.8%**。加之锂电池自身下游丰富的产业链，拥有动力、储能、传统与新兴消费以及电动工具等多条赛道，具备多领域覆盖的发展宽度。
- 2. 降本竞争：**动力电池的核心竞争力是“三高一长”：高能量密度、高安全、高倍率、长循环,性能与性价比在竞争格局中的影响日益增强；动力电池在电动车中成本占比最高为 40%，而电池成本之中 70%-80%都为直接材料，**当前锂电池上游原材料自 2021 年起的涨价以及技术迭代放缓，降本工作成为了企业间竞争的关键因素以及企业自身利润率回升的重点管理环节**。降本重心根源是材料，材料降本关键因素则包括企业供应链管理所带来的上游采购话语权、下游议价权以及批量生产能力等。
- 3. 高壁垒：**2021 年 12 月 10 日，工信部发布《锂离子电池行业规范条件（2021 年本）》和《锂离子电池行业规范公告管理办法（2021 年本）》，对锂离子电池行业企业的研发经费、独立生产、销售和服务能力、实际产能利用率、生产工艺、产品质量检测能力等方面提出较高要求，行业准入门槛不断提高，上述规范的推出，将进一步加强锂离子电池行业管理，推动行业转型升级和技术进步，促进行业的有序竞争和健康发展。**而动力电池壁垒主要体现在生产以及技术两方面：**
 - 1) 高标准化生产要求：**一个车用电池在保证多模组、数千个电芯要求下的大批量生产中需要兼顾能量密度、循环寿命、安全性、快充等性能的一致性、稳定性和经济性；
 - 2) 技术附加值：**根据《中国制造 2025》，到 2025 年电池的单体密度要达到 400Wh/kg，到 2030 年要争取 500Wh/kg。但从中长期行业趋势来看，通过改变

现有锂电池的正负极材料以及物理特性达到对能量密度的提升的天花板日渐突显。因此,降低电解质中液体的含量,以提高其电化学窗口并从而实现能量密度、安全性能的提升,成了行业一大研发热点。海内外各龙头企业也在固态电池领域,分聚合物固态电解质、氧化物固态电解质及硫化物固态电解质,三种主流路线进行了一系列的产业化探索。

图表 23 全球动力电池出货量规模及预测



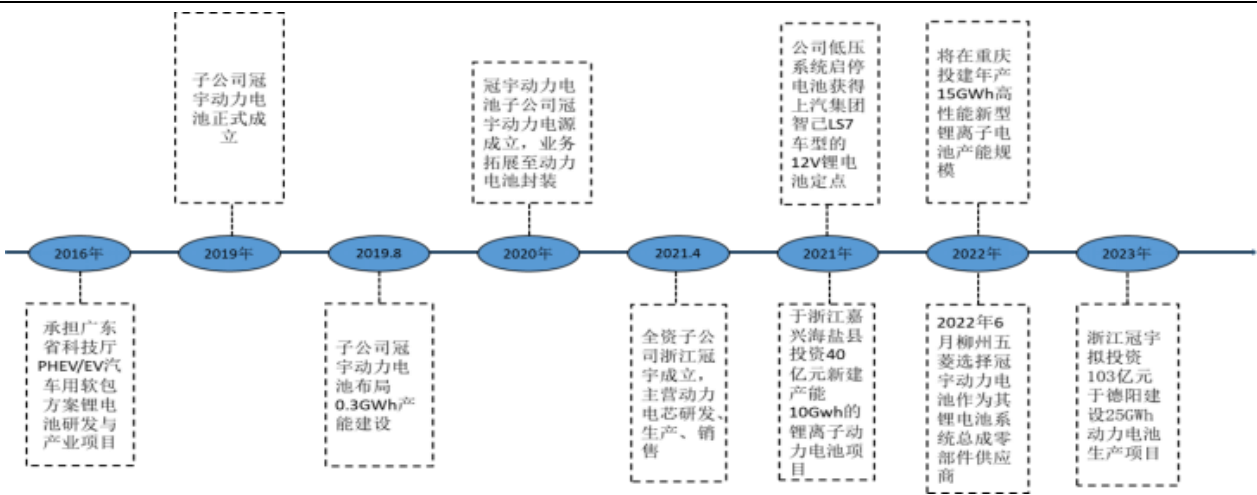
资料来源：起点研究，中商情报网，华安证券研究所

3.3 动储电池布局规划明朗，持续投入新增长曲线

启停电池切入、产能规划及客户开拓齐头并进。公司 2017 年前作为哈光宇子公司，无战略自主布局决策权、背负债务压力，且消费锂电优质客户的供货需求庞大，叠加资本化运作进程较慢，促使公司动力电池业务入场较晚，错过动力电池提前布局时机。公司于 2021 年 10 月完成上市，作为动力电池后入局者，总体体量较小，面对的竞争格局更为激烈。

产能投入规划方面，公司现有动力及储能电池产能约 3GWh，据 2021 年 11 月 18 日公司公告，公司全资子公司浙江冠宇电池有限公司拟投资 40 亿元在浙江嘉兴海盐县新建产能 10GWh 的锂离子动力电池项目,产能将达到 4GWh，项目分两期进行，目前项目一期处于厂房装修阶段，项目二期完成土地摘牌以及厂房、产线的规划设计，预计 2025 年投产；据 2022 年 3 月 1 日公司公告，公司将在重庆万盛经开区平山产业园区建设 6 条高性能新型锂离子电池智能化生产线，形成年产 15GWh 高性能新型锂离子电池产能规模，主要为储能电池，目前项目已完成首期 321 亩土地的摘牌，预计 2025 年投产；据公司 2023 年 5 月 22 日公告，公司子公司浙江冠宇拟投资 103 亿元于德阳建设 25GWh 动力电池生产项目，预计建设期 42 个月。公司产能扩张将为后续动力布局和客户开拓奠定基础，进一步完善新增长曲线布局。

图表 24 公司动力储能电池布局历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司将动力电池“滩头堡”分为车用启动（启停）电池、PHEV 动力电池、BEV 动力电池三个子方向依次递进。公司选择从启停电池向动力电池过渡的主要原因包括两点：一方面启停电池与动力电池研发内容相近，且在电池容量、电池种类上差别较小，两者都具有容量大、可快速充放电的性能，种类都包括有铅酸电池和锂电池，但启停电池成本只有动力电池的 5%，适合作为切入动力电池的“滩头堡”；第二方面，公司在锂电池行业具有深厚底蕴，启停电池产能投入产出效率高，能更快地与车企合作，为动力电池发展进行磨合。12V 和 48V 低压系统启停电池目前已经获得上汽集团智己 LS7 车型的 12V 锂电池定点，并与通用、豪爵、康明斯、中华汽车等厂商就 12V、48V 的 HEV 电池及储能电池供应建立了稳定的合作关系。公司第一代 12V 启停电池已经完成开发，目前正在以第一代 12V 启停电芯为基础，进一步研发第二代启停电池，项目已进入试产验证阶段，预计 12V 启停电芯冷启动能力提升 50% 左右。

图表 25 公司动力电池布局

	启停电池	动力电池（PHEV、BEV）
研发内容	高安全性研发、高功率性能研发、高环境适应性研发、高精度控制技术、BMS 功能安全研发和低成本研发	PHEV: 高功率性能研发、高安全性能研发、高精度控制技术、BMS 功能安全研发和低成本研发等；BEV: 高能量密度研发、低成本研发和高安全性研发
电池容量	可以快速的充电以及放电，且容量比较大	可大电流 2C 快速充放电，容量大
电池种类	目前主要为铅酸电池为主，锂电池为辅	以铅酸电池、镍氢电池、燃料电池、锂电池技术为主
成本	造价成本比较高，制作的工艺也比较复杂，一般价格是 1300 元左右	造价成本高，价格一般在 3 万元左右

资料来源：公司招股说明书，公司公告，华安证券研究所

动储电池产品获多客户定点。公司全资子公司冠宇动力电池于 2022 年 6 月收到柳州五菱汽车工业有限公司的采购意向书，柳州五菱选择冠宇动力电池作为其锂电池系统总成零部件供应商，为其开发和供应 PHEV 动力电池系统，主要车型为 MPV，BEV 电池容量介于 20KWh-50KWh，PHEV 电池容量处在 40KWh 左右，两者性能更为接近，此次合作珠海冠宇实现了向动力电池拓展的新突破，动力电池业务成为公司新增长曲线前景愈加明朗；

储能电池方面，鉴于体量较小的实际情况，公司将根据订单需求情况调整产线建设进展速度，公司已陆续进入中兴、Sonnen、南网科技等国内外知名系统集成商的供应链体系，并已开始批量供货。在动力电池和储能电池整体供不应求的大环境下，公司车用低压电池获得多家国内外著名主机厂定点，农业无人机电池持续为新疆等主流客户供货，储能电池也于 2022 年 7 月开始批量出货。

图表 26 公司动力、储能电池客户



资料来源：公司年报，华安证券研究所

技术创新底蕴深厚，推进前瞻性研发。公司作为国家级高新技术企业，建立了完善的研发体系，形成了良好的技术创新机制，积累了从产品结构设计、工艺设计、正负极材料、隔膜材料、电解质材料及设备工艺的研发与改进经验，具备强大的持续研发能力。经过 24 年锂电池的研发，公司已经充分掌握了包括电芯、PACK 在内的锂电池全产业链各应用领域的核心技术。公司动力类电池相关核心技术仍在不断研发中，但相关关键技术已覆盖上游、中游等多个环节，涵盖 6 大类相关技术共 29 项专利，主要包括固态金属锂电池技术，动力电池电解液技术、工业无人机用快充及高功率技术、车用 7000W/kg 高功率技术、12V 磷酸铁锂启停电芯技术以及 MES 系统。公司动力电池电解液技术、工业无人机用快充及高功率技术、12V 磷酸铁锂启停电芯技术均已迈入量产阶段。

动力电池方面：公司在强化动力电池“三高一长”核心竞争力中围绕能量密度、产品更新换代、电池寿命、低温性能等多个方面展开前瞻性研发，公司借鉴集成产品研发 (IPD) 的管理思想，构造了从理论模型到产品验证的快速高效研发流程，预研项目持续稳步推进。公司为知名两轮摩托车品牌定制开发了电摩电池，2021 年 LFPEV 第四代电池等多个项目顺利进入量产阶段，并成功开发了 270wh/kg 的电动汽车高比能电池。2022 年公司 BEV 电池能量密度进一步提升和突破，实现 320Wh/kg 能量密度的同时实现 $\leq 18\text{min}$ 的充电时间。公司进一步钻研无人机动力类电池，新

一代电池能量密度提升 3%，大倍率充放电循环寿命提升 20%。

储能电池方面：公司的研发方向主要包括储能用长寿命电池、高能量密度电池、低温充放电电池、快充快放电池、低成本电池。在储能电池方面公司目前取得阶段性进展：（1）成功开发了 175Wh/kg 的磷酸铁锂体系并且针对性地提升了产品的寿命以及产品高、低温适应性，（2）在长循环技术上实现突破，达到万次以上的寿命能力。公司在动储电池领域研发布局中的电芯研发基础和性能指标都具备先进性。

图表 27 公司优势技术

技术名称	应用产品	技术来源	专利数量
固态金属锂电池技术	动力类锂离子电池	自主研发	14
动力电池电解液技术	动力类锂离子电池	自主研发	4
工业无人机用快充及高功率技术	工业无人机电池	自主研发	1
车用 7,000W/Kg 高功率技术	混合动力汽车电池	自主研发	2
12V 磷酸铁锂启停电芯技术	汽车启停电池	自主研发	3
MES 系统（制造执行系统）	电芯及 PACK 生产	自主研发	5

资料来源：IFinD，华安证券研究所

4 盈利预测与投资预测

公司系全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，长期服务于全球知名笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴、电动工具、无人机等领域客户。

(1) 3C 类产品受经济下行影响，2022 年需求量略有萎缩，公司长期绑定头部笔电类、手机类客户，有望通过提高在头部厂商的市场份额缓解冲击。2023 年，随着消费锂电的复苏，公司消费类电池业务有望加速回升。2022 年，公司消费类电池业务营收 100.65 亿元，同比增长 1.95%。公司逐步完善多元化产品发展路线，公司除智能穿戴设备、无人机产品领域外，在智能清洁电器、电动工具、电子烟等市场领域取得阶段性进展。我们预计公司 3C 类产品 2023-2025 年营业收入分别为 111.70、128.10、149.45 亿元，同比增长 13.96%、11.68%、16.67%；毛利率方面，随着原材料价格回调，锂电产品毛利提升，预计 2023 年-2025 年毛利率分别为 21.5%、23.8%、24.5%。

(2) 动储电池业务受益于新能源板块高景气，下游新能源汽车产能释放，相应配套的动力及消费类锂电池将加速放量；公司车用低压电池获得通用、上汽、捷豹路虎等多个车型项目定点，PHEV 动力电池系统开始获得定点。储能业务方面，公司已陆续进入中兴、Sonnen、南网科技等国内外知名系统集成商的供应链体系并已开始批量供货。公司于浙江规划年产 2.5GWh 的产线已经开始量产供货，浙江年产 10GWh 锂离子动力电池及重庆年产 15GWh 高性能新型锂离子电池项目正在有序推进中。我们预计公司动储电池业务 2023-2025 年营业收入分别为 9.92、29.77、56.57 亿元，同增 150%、200%、90%。电池厂商竞争较为激烈，公司能够凭借消费锂电优势布局动力、储能电池领域，毛利率或扭亏为盈，2023-2025 年毛利率分别为 -8%、10%、13%。

(3) 公司其他业务受到消费类及动力类锂电池业务增长的带动，保持与过去相持平的增速与毛利率。我们预计公司其他业务产品 2023-2025 年营业收入分别为 5.64、6.20、6.82 亿元，同比增长 10%、10%、10%；预计 2023-2025 年毛利率为 20%，保持稳定。

图表 28 公司收入拆分与预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总计	营业收入 (百万元)	10,339.96	10,974.41	13,026.26	16,407.54	21,284.17
	yoy	48.47%	6.14%	18.70%	25.96%	29.72%
	毛利率	25.15%	16.87%	19.19%	21.15%	21.30%
消费类电池	营业收入 (百万元)	9,872.69	10,064.88	11,470.00	12,810.00	14,945.00
	yoy	46.53%	1.95%	13.96%	11.68%	16.67%
	毛利率	25.36%	18.62%	21.5%	23.8%	24.5%
动力、储能类 电池	营业收入 (百万元)	94.48	396.98	992.45	2,977.35	5,656.97
	yoy	753.48%	320.17%	150.00%	200.00%	90.00%
	毛利率	-16.73%	-30.84%	-8%	10%	13%
其他业务	营业收入 (百万元)	372.79	512.55	563.81	620.19	682.20
	yoy	72.94%	37.49%	10%	10%	10%
	毛利率	30.09%	19.46%	20%	20%	20%

资料来源：IFinD，华安证券研究所

公司为消费电池龙头企业，近年来乘新能源东风，布局动力电池及储能电池领域。我们认为，全球锂电头部企业已将战略重心转移到动力电池领域，原本高度集中的消费锂电市场格局迎来重构态势，消费类电池未来将有新的增长空间，加之公司逐渐在动力电池领域站稳脚跟，未来增长潜力和动能充足。我们预测公司2023-2025年营业收入为130.26亿元、164.08亿元、212.84亿元，分别同比增长18.7%、26.0%、29.7%；归母净利润分别为4.01亿元、11.02亿元、15.12亿元，分别同比增长341.0%、174.5%、37.2%；按2023年9月18日收盘价计算，对应当前市值的PE分别为54X、20X、14X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、原材料价格上涨成本端承压：**锂电池上游原材料价格上升导致生产成本提高，受制于价格传导滞后性，公司利润将面临被压缩的风险；
- 2、经济下行导致下游市场需求减少：**经济下行趋势导致全球消费萎靡，3C类产品需求量无法释放，导致公司主营业务收入将受损；
- 3、行业竞争加剧风险：**消费类电池行业重构将加剧行业竞争程度，公司面临风险，同时动力类电池行业竞争激烈，头部企业优势明显。

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10002	11760	14693	18564	营业收入	10974	13026	16408	21284
现金	4249	4289	5408	6866	营业成本	9123	10527	12937	16751
应收账款	2792	3801	4541	5839	营业税金及附加	33	54	56	74
其他应收款	159	187	256	316	销售费用	38	56	65	83
预付账款	65	75	109	127	管理费用	792	977	1137	1536
存货	2047	2621	3352	4090	财务费用	22	189	221	233
其他流动资产	690	786	1026	1326	资产减值损失	-348	-23	-22	-22
非流动资产	9806	11513	12247	12637	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-79	0	0	0
固定资产	5758	6869	7159	7122	营业利润	-98	382	984	1273
无形资产	326	434	519	604	营业外收入	7	8	10	1
其他非流动资产	3722	4210	4569	4911	营业外支出	15	15	15	15
资产总计	19808	23273	26940	31201	利润总额	-106	375	979	1259
流动负债	8192	10541	12828	15455	所得税	-164	38	98	126
短期借款	993	1223	1489	1681	净利润	58	338	881	1133
应付账款	4007	5353	6476	8087	少数股东损益	-33	-64	-221	-379
其他流动负债	3193	3965	4863	5687	归属母公司净利润	91	401	1102	1512
非流动负债	4948	5738	6238	6738	EBITDA	1367	2338	3449	4203
长期借款	1403	2103	2603	3103	EPS (元)	0.08	0.36	0.98	1.35
其他非流动负债	3545	3635	3635	3635					
负债合计	13140	16279	19066	22193					
少数股东权益	36	-28	-249	-627					
股本	1122	1122	1122	1122					
资本公积	3482	3565	3565	3565					
留存收益	-4604	-4687	3436	4948					
归属母公司股东权	6632	7022	8123	9635					
负债和股东权益	19808	23273	26940	31201					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1881	2682	3800	4366	成长能力				
净利润	58	338	881	1133	营业收入	6.1%	18.7%	26.0%	29.7%
折旧摊销	1327	1774	2250	2711	营业利润	-109.6%	490.9%	157.3%	29.4%
财务费用	51	252	285	314	归属于母公司净利	-90.4%	341.0%	174.5%	37.2%
投资损失	79	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	228	410	357	172	毛利率 (%)	16.9%	19.2%	21.2%	21.3%
其他经营现金流	-32	-165	551	997	净利率 (%)	0.8%	3.1%	6.7%	7.1%
投资活动现金流	-3663	-3502	-3161	-3286	ROE (%)	1.4%	5.7%	13.6%	15.7%
资本支出	-3154	-3345	-2990	-3109	ROIC (%)	-0.2%	3.7%	7.0%	7.8%
长期投资	-431	-165	-170	-177	偿债能力				
其他投资现金流	-78	9	0	0	资产负债率 (%)	66.3%	69.9%	70.8%	71.1%
筹资活动现金流	3175	836	481	379	净负债比率 (%)	197.1%	232.8%	242.1%	246.4%
短期借款	83	230	266	193	流动比率	1.22	1.12	1.15	1.20
长期借款	140	700	500	500	速动比率	0.93	0.83	0.85	0.91
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	49	83	0	0	总资产周转率	0.61	0.60	0.65	0.73
其他筹资现金流	2903	-177	-285	-314	应收账款周转率	3.83	3.95	3.93	4.10
现金净增加额	1423	40	1120	1458	应付账款周转率	2.20	2.25	2.19	2.30

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.08	0.36	0.98	1.35	P/E	233.00	54.34	19.80	14.43
每股经营现金流 (摊)	1.68	2.39	3.39	3.89	P/B	3.15	3.11	2.68	2.26
每股净资产	5.91	6.26	7.24	8.59	EV/EBITDA	16.36	10.39	6.94	5.52

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。