

2023年10月13日

证券研究报告·公司研究报告

博力威(688345) 电力设备

买入(首次)

当前价: 35.33元

目标价: 48.20元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

东南亚摩托油改电置换需求爆发，消费锂电业务重回增长轨道

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 欧洲需求复苏+东南亚激励置换，电动两轮车需求重启增长。东南亚补贴推动摩托车油改电，东盟六国摩托车销量约 1300 万辆/年，若全部置换为电动摩托，对应接近 400 亿元/年的锂电池市场。2) 海外储能需求持续扩大。根据欧洲光伏协会测算，2025 年欧洲户储新增部署达到 7.3GWh，近 4 年 CAGR 为 17%，总运营规模超 44GWh。3) 23H1 笔记本电脑消费复苏迹象明显，叠加多应用场景开拓，消费锂电业务有望重回增长轨道。4) 公司上游核心原材料碳酸锂价格年内大幅下跌 30 万元/吨，成本端压力减轻。我们计算，碳酸锂价格每下降 1 万元/吨，对应锂电池成本下降约 5 元/kWh。
- **23H1 两轮车需求阶段性退坡，中远空间巨大。** 23H1，公司轻型车用锂离子电池业务实现收入 4.7 亿元，同比-34.9%，主要受到海外通胀、地缘政治、产品去库存等因素的影响。中长期看，东南亚、印度等海外电动摩托车大型市场的置换需求爆发，公司积极布局新兴市场，把握增长点，同时开拓滑板车电池、三轮车电池、移动机器人电池等产品，开辟未来下游市场空间。
- **储能业务同比+254%，工商业储能实现小批量出货。** 23H1，公司的储能业务高速增长，实现收入 4.4 亿元，同比+253.7%；分结构看，户储占比进一步增加，营收占比超过便携式储能。此外，公司积极开拓储能品类，23H1 中小型工商业储能实现小批量出货，进一步丰富储能产品矩阵。目前，储能行业整体仍位于低渗透率、高增速的起步阶段。
- **消费电子供给端去库存情况持续，需求端缓慢复苏。** 23H1，消费类电子电池板块实现销售收入 2.94 亿元，同比+ 16.8%，较 2022 年需求底部显著回暖。根据 TrendForce 数据，23Q2，公司消费锂电产品主要下游——笔记本电脑终端库存压力缓解，需求出现回补。伴随着上游原材料价格下降，叠加需求复苏、细分市场创新驱动，消费类锂电池市场或将迎来发展拐点。
- **碳酸锂价格下降，公司自供电芯成本端压力减轻。** 根据百川盈孚数据，23H1 公司核心上游原材料碳酸锂价格大幅下跌，由年初 50 万元/吨降至最低 17 万元/吨，对应释放成本 150 元/kWh 以上。2023 年初至今，公司 1.5GWh “金箍棒”大圆柱电池产线实现量产，海外产能稳步投建，产品一体化程度加强。随着未来碳酸锂供应进一步释放、供需缓和，价格有望回归至历史平均水平，公司电芯生产成本仍有下降空间。
- **盈利预测与投资建议:** 公司深耕海外两轮车锂电池市场，与下游客户深度绑定，渠道遍布亚洲、欧洲、非洲。近年海外小型储能需求爆发，公司积极研发产品、拓展客户，充分享受行业增长红利。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 46.7%，给予 2024 年 20 倍 PE，目标价 48.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经营风险；技术风险；财务风险；行业竞争风险；宏观环境风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2300.87	3192.00	3892.00	5089.00
增长率	3.79%	38.73%	21.93%	30.76%
归属母公司净利润(百万元)	110.19	180.03	240.80	347.76
增长率	-12.40%	63.38%	33.75%	44.42%
每股收益EPS(元)	1.10	1.80	2.41	3.48
净资产收益率 ROE	9.11%	12.93%	15.08%	18.34%
PE	32	20	15	10
PB	2.91	2.55	2.22	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

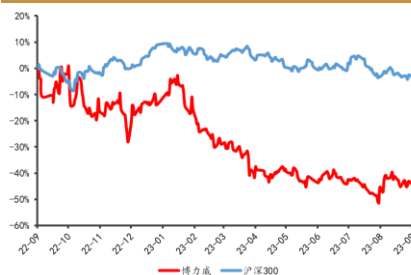
分析师: 韩晨

执业证号: S1250520100002

电话: 021-58351923

邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	30.28-67.49
总市值(亿元)	35
总资产(亿元)	29
每股净资产(元)	12

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 轻型锂电隐形冠军，上游布局打造完整产业链.....	1
2 “三驾马车，双轮驱动”，轻型锂电+储能需求高速增长，积极开拓消费端应用场景.....	2
2.1 东南亚油改电政策刺激电动摩托车需求爆发.....	3
2.2 欧洲补贴推动电踏车市占率提升.....	5
2.3 海外品牌+中国制造成为海外电动两轮车市场主流.....	7
2.4 锂电储能应用前景广阔，便携式与户储领域切入，持续开拓客户.....	8
2.5 消费锂电需求回暖，下游笔记本市场率先复苏.....	10
2.6 碳酸锂价格持续下跌，成本压力大幅缓解.....	11
3 产能建设持续落地，大圆柱电芯进行差异化竞争.....	11
3.1 电踏车与电动摩托车轻型锂电池产品.....	11
3.2 便携式储能与户储产品.....	13
3.3 消费锂电产品.....	14
3.4 自有电芯、Pack产能逐步落地，全球化布局日益丰满.....	15
4 23H1 业绩回正，费用率逐年递减降本增效.....	16
5 盈利预测与估值.....	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 相对估值.....	18
6 风险提示.....	19

图 目 录

图 1: 成立于 2010 年, 2017 年收购凯德新能源打造完整的锂电池产业链	1
图 2: 公司实际控制人为董事长张志平、副董事长刘聪	1
图 3: 公司主营业务	3
图 4: 东南亚摩托车销量 (万辆)	3
图 5: 越南重点摩托车型号对比	4
图 6: 欧洲电动两轮车销量近 10 年维持增长	5
图 7: 消费者角度的电动自行车优缺点	6
图 8: 两轮车技术应用	8
图 9: 博力威主要电动两轮车客户	8
图 10: 电踏车电气系统主要部件	8
图 11: 便携式储能出货量逐年增长	9
图 12: 2022 年美国是全球最大便携式储能应用市场	9
图 13: 南非月度限电时间表	9
图 14: 欧洲户储装机爆发式增长	10
图 15: 23H1 德国市场户储装机量延续高增长	10
图 16: 全球笔记本电脑出货量及预测	11
图 17: 全球智能穿戴产品出货量	11
图 18: 应用产品图示——电动助力车	12
图 19: 应用产品图示——电动摩托车	12
图 20: 2022 年中国两轮车用锂电池竞争格局	12
图 21: 2023 年 9 月金箍棒电池首次亮相, 吸引大量海外客户	13
图 22: 应用产品图示——户外便携储能	14
图 23: 应用产品图示——家庭储能	14
图 24: 应用产品图示——笔记本电脑 ODM、OEM 服务	15
图 25: 应用产品图示——机器人	15
图 26: 博力威全球化产研布局	16
图 27: 营业收入逐年增长	16
图 28: 储能业务占比显著提升	16
图 29: 费用率逐年下降	17
图 30: 归母净利润增速显著落后于营收	17

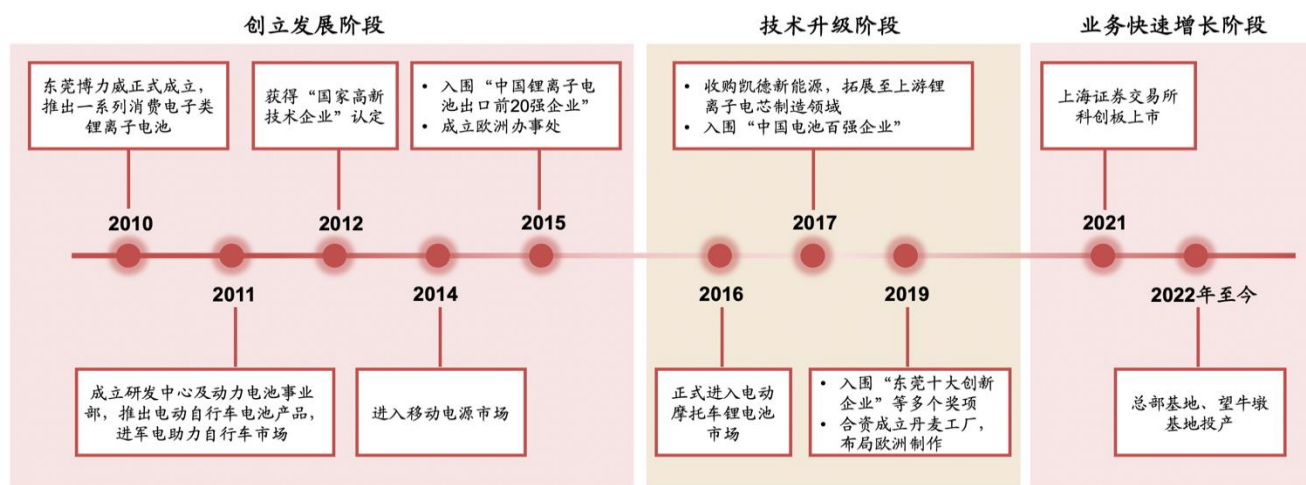
表 目 录

表 1: 董事会与高管复合背景, 助力公司多元发展.....	2
表 2: 海外其他国家电动两轮车相关补贴政策.....	4
表 3: 东南亚电动摩托车、轻型锂电池市场 (回顾) 预测.....	5
表 4: 欧洲电动两轮车相关补贴政策.....	6
表 5: 德国电踏车、轻型锂电池市场 (回顾) 预测.....	7
表 6: 欧洲轻型锂电池市场规模 (稳健增长)	7
表 7: 磷酸铁锂单 Wh 毛利测算.....	11
表 8: 公司及同行业公司国内锂电制造领域市场占有率对比.....	12
表 9: 公司及同行业公司欧洲电动两轮车市场占有率对比.....	13
表 10: 东莞市第一批重点产业链“链主”企业名单.....	14
表 11: 公司及同行业公司消费电子类电池业务对比情况.....	15
表 12: 分业务收入及毛利率.....	18
表 13: 可比公司估值.....	18
附表: 财务预测与估值.....	20

1 轻型锂电隐形冠军，上游布局打造完整产业链

十余年发展、兼并，打造轻型锂电龙头企业。东莞博力威成立于 2010 年，以消费电子产品锂离子电池起家，并在多领域积极布局。公司分别于 2011 年进军电助力自行车市场，2014 年进入移动电源市场，2016 年开拓电动摩托车锂电池市场。2017 年，公司成功收购凯德新能源，打造了从锂离子电池组制造至上游锂离子电芯制造的完整产业链，实现后向一体化发展。2021 年公司登陆科创板成功上市，募资推动电池产能建设。

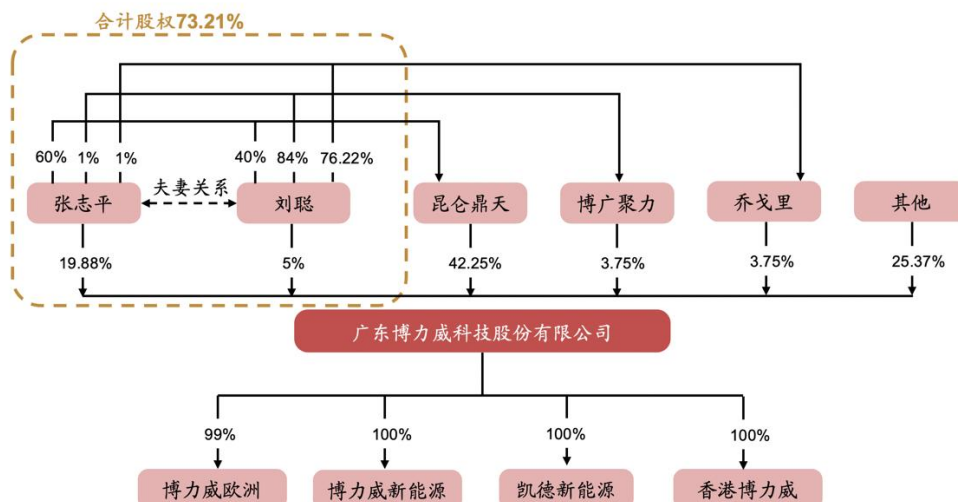
图 1：成立于 2010 年，2017 年收购凯德新能源打造完整的锂电池产业链



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司股权集中度高，实控人张志平先生、刘聪女士合计控股 73.2%。张志平、刘聪为夫妻关系，是一致行动人，截至 2023 年 6 月 30 日，二人直接持股比例为 24.9%，通过持股平台间接持有 48.3% 股份，合计 73.2%。博广聚力、乔戈里为员工持股平台，持股比例共计 7.5%，公司股权较为集中，决策效率高。

图 2：公司实际控制人为董事长张志平、副董事长刘聪



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

董事会与高管多元化履历，技术、管理、财务人才齐聚。公司董事会由张志平、刘聪、叶国华及两位独立董事构成，董事叶国华及原董事曾国强均拥有外企工作经验，为公司在管理、技术方面提供国际化支持。公司董事会及高管年龄分布在 42 至 56 岁之间，年龄结构合理。

表 1：董事会与高管复合背景，助力公司多元发展

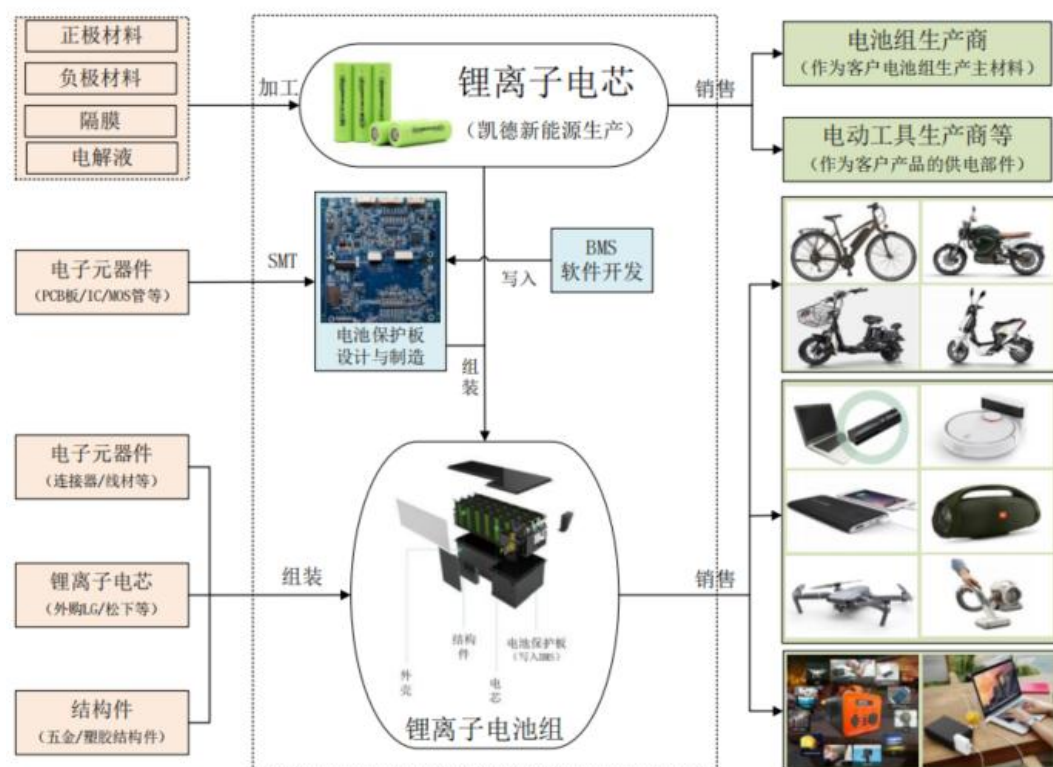
姓名	职务	履历
张志平	董事长， 总经理	历任株洲冶炼集团经理、株洲联合科技电源技术经理、量威电池达威高科技厂厂长、深圳耐力电池总经理。2006 年起任进成信息技术总经理，2018 年任骑士换电执行董事、经理。2010 年起，出任公司（博力威科技）董事长。
刘聪	副董事长， 董事	历任沅江市交通局职员、深圳领华电子经理。2006 年进入博力威科技（前身）就职，2016 年起任凯德能源执行董事、经理，2019 年起出任公司董事、副董事长。
叶国华	董事	曾就职于 Boston-Power, XALT Energy, Forsee Power 以及 Fiat Chrysler 等企业，任技术总监、研发负责人、总工程师等岗位。2020 年加入公司，担任 CTO。
魏茂芝	董事会秘书	历任湖南正虹科技财务主管，格力凌达、格力新元、格力（合肥）、晶弘电器、格力（中山）小家电财务负责人，皮阿诺家居财务总监、董秘，泛非快递财务总监。2018 年出任公司财务总监，2019 年出任公司财务负责人、董秘，现为公司董事会秘书。
黄李冲	核心技术人员	历任柏力电子二厂工程师、鸿豹昌电子工程经理，2007 年起任博力威（前身）工程经理，2010 年起任公司研发中心总监。
陈志军	核心技术人员	历任光平电子厂电子工程师、乐迪卡电子工程师、柏力电子二厂高级工程师、展辉电子高级工程师，2015 年起任公司高级工程师。
曾国强	原董事， 原总经理	历任宝洁亚洲工程技术部总监、国威电子总经理、尊雄投资董事、左邻永佳科技董事、前海正元投资总经理、德医行健康科技执行董事、总经理，2016 年出任公司总经理，2019 年出任公司董事。

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

2“三驾马车，双轮驱动”，轻型锂电+储能需求高速增长，积极开拓消费端应用场景

公司坚持聚焦轻型电池业务，实施“三驾马车，双轮驱动”的发展战略。“三驾马车”分别是电动助力车电池业务、电动摩托车电池业务和储能电池业务，“双轮驱动”是指小圆柱电芯和大圆柱电芯。在传统“三驾马车”的基础上，公司密切关注消费电子类电池的发展动态，开辟了笔记本电脑、清洁电器、医疗器械、无人机、智能机器人等众多应用场景。

图 3：公司主营业务

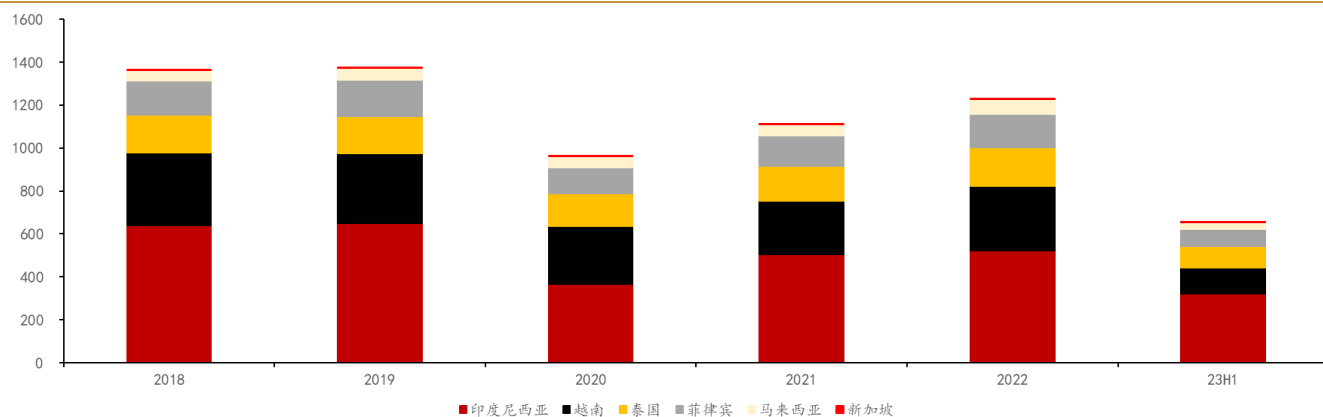


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 东南亚油改电政策刺激电动摩托车需求爆发

摩托车第二大市场，东南亚油改电前景广阔。据东盟汽车联合会（AFF）、MarkLines 统计，东南亚已成为世界第二大摩托车市场，占全球摩托车销售额的 21%，其中仅印度尼西亚、泰国、越南三国摩托车 2022 年销量就已达到 1000 万辆以上。同时，根据象视汽车统计，截至 2022 年，东南亚摩托车保有量已达 2 亿辆，其中印尼保有量 7000 万辆、越南超 4500 万辆、泰国超 3000 万辆。

图 4：东南亚摩托车销量（万辆）



数据来源：AFF，FAMI（亚洲摩托车协会），MDPPA（摩托车发展协会），AISI（印尼摩托车协会），西南证券整理

印度和东南亚相继出台对电动摩托车的补贴政策。除欧洲外，2022 年起，印度和东南亚各国相继出台电摩购车补贴，高油价、政策催化下的东南亚市场有望成为电动两轮车行业下一个潜力增长点。此外，摩托车市占率最高的越南还进一步对油摩在路权方面加以限制，2025 年后主要城市的市中心地区均陆续限制油摩上路。




表 2：海外其他国家电动两轮车相关补贴政策

国家	内容
印度	电动车的商品/服务税由原来的 12% 下调至 5%；同时，加大了对汽油汽车燃油摩托车的征税，高达 28%。
菲律宾	自 2023 年开始，在未来五年内给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免。
泰国	内阁批准 29.23 亿泰铢（约 5.85 亿 RMB）对电摩、电动车进行补贴，零售价不超过 15 万泰铢（约 3 万 RMB）的电动摩托车单车补贴 1.8 万泰铢（约 3700RMB）。
印尼	拨款 1.7 万亿印尼盾（约 8 亿 RMB），为 25 万辆电动摩托车提供补贴，对应每辆电动摩托车将获得 700 万印尼盾（约 3300RMB）的补贴。
越南	2025 年后河内市、胡志明市核心区域陆续禁止油摩上路。
美国	《重建美好未来法案》提出为购买电动两轮车的国民提供新车购买价格 30% 的可退还税收抵免，并为骑电动自行车上班的人提供每年约 1000 美元的通勤津贴。

数据来源：各国政府公告，环球杂志，发改委官网，西南证券整理

从使用经济性上看，电摩优势更加明显。参考越南市场上的雅迪拳头产品 VoltGuard 和本田电摩新品 EM1e，以及油摩销冠本田 Wave：（1）售价方面，油电摩相近，电摩可享受补贴。雅迪 Voltguard Pro 车型价格（约 7800 人民币）与本田 Wave 110cc 相近，本田 EM1e（约 1.2 万人民币）与 Wave 150cc+ 产品对标，也并无显著溢价；（2）续驶里程方面，油摩具有较为明显的优势，电摩续航仍难以突破 100km，因此充电基础设施、换电业务的完善将对东南亚电摩渗透率提升起关键作用；（3）使用成本方便，电摩仅 3 元/百公里。越南历史电价基本低于 0.1 美元/kWh，参考雅迪 Voltguard 和本田 EM1e 两款产品，百公里电耗约 4~5kWh，折合人民币成本不足 3 元/百公里；然而越南 95 号汽油年内均价约 2.4 万越南盾/升，参考本田 Wave 110cc 车型，百公里油耗约 2 升，折合人民币成本超 14 元/百公里，是电摩使用成本的 5 倍。

图 5：越南重点摩托车型号对比

	雅迪 Voltguard Pro	本田 EM1e	本田 Wave 110cc
			
机身尺寸	长：1924 mm 宽：660 mm 高：1138 mm	长：1860 mm 宽：680 mm 高：1080 mm	长：1895 mm 宽：697 mm 高：1084 mm
整车重量	129 kg	95 kg	104 kg
额定功率	3000 W	580 W	
峰值功率	5500 W	1700 W	6100 W
最大扭矩	189 N*m	90 N*m	10 N*m
最大速度	80 km/h	45 km/h	90 km/h
续驶里程	70 km	40 km	300 km
动力源	ATL 72V 26Ah *2 锂电池组	50V 29Ah 21700 锂电池组	109cc 单缸风冷 四冲程发动机
充电倍率	2~3C	1C	
价格	2600 万越南盾	4000 万越南盾	2400 万越南盾

数据来源：雅迪（越南）官网，本田官网，摩托车二手车网，anhvu.com，西南证券整理。*数据由公开信息收集得到，具体参数、价格以官方为准

东南亚电摩市场低基数迎接高增长。根据 CleanTechnica 统计，东南亚国家中，越南电摩市场起步稍早，渗透率已超过 10% 水平，其他五国均不足 5%，市场空间巨大。预计在油价高企、电摩补贴的推动下，东南亚市场电摩渗透率将以每年 5pp 的增速提升，至 2025 年达到 16% 水平，对应电摩年销售约 208 万辆。以单车带电量 3~4kWh 进行测算，单车轻型锂电池价值量约 3000 元/辆，对应 2025 年约 62 亿的轻型锂电池市场规模。若以 10 年维度进行展望，电摩对油摩形成全面替代，那么将形成接近 400 亿产值的轻型锂电供给缺口。

表 3：东南亚电动摩托车、轻型锂电池市场（回顾）预测

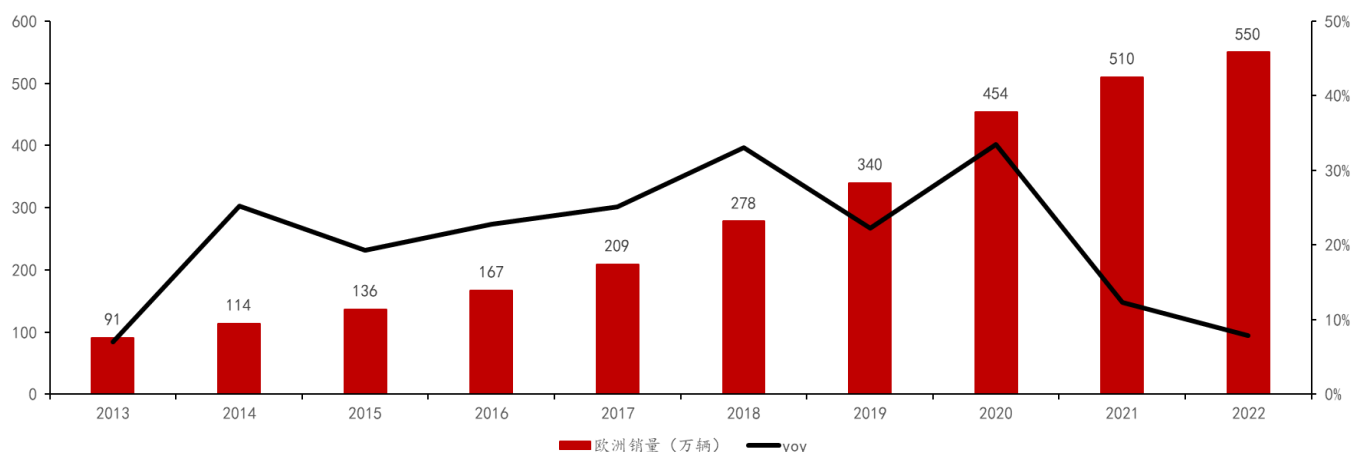
	单位	2022	2023E	2024E	2025E
电动摩托车销量	万辆	43	78	143	208
YoY	/		90%	80%	45%
摩托车销量	万辆	1227	1300	1300	1300
渗透率	/	3%	6%	11%	16%
锂电池价值量	人民币	3000	3000	3000	3000
轻型锂电池市场	亿人民币	12.8	23.4	42.9	62.4
YoY	/		90%	80%	45%

数据来源：AFF, FAMI, MDPPA, AISI, CleanTechnica, 西南证券整理

2.2 欧洲补贴推动电踏车市占率提升

公司电动两轮车端销售以欧洲客户为主，当地骑行文化浓厚，近 10 年维持 20%+ 增速。2013~2022 年，欧洲电动两轮车销售量由 91 万辆增长至 550 万辆，CAGR 高达 22.1%，逐年呈现高质量增长。根据 Statista 数据测算，2022 年欧洲电踏车渗透率仅为 20%。受欧洲人口老龄化及环保理念影响，在中距离出行上，电踏车对传统自行车和步行的替代率有望进一步提高。同时，叠加当前欧洲多国政府出台政策鼓励民众使用电踏车出行，欧洲电动两轮车市场未来仍有较大提升空间。

图 6：欧洲电动两轮车销量近 10 年维持增长



数据来源：CONEBI, 公司公告, 西南证券整理

欧洲电动两轮车补贴丰厚。以英国为例，2020 年英国交通大臣公布价值 20 亿英镑的一揽子计划，用于鼓励民众进行低碳出行。英国民众在购买电动助力自行车时，可以申请销售额 30%，最多 1500 英镑的税收减免。同时，欧盟通过 EN15194 标准进一步规范电动两轮车市场，并于路权方面给予让步。此外，根据欧盟 168/2013 条例，电机功率 $\leq 250\text{W}$ 、助力速度 $\leq 25\text{km/h}$ 的电助力自行车属于 L1e-A 分类，可参照普通自行车宽松管理。而电动摩托车则属于 L1e-B 分类，需要有 AM 驾照、16 岁以上等一系列限制，这就导致了电踏车（电助力自行车）比电摩更受欧洲人欢迎。

表 4：欧洲电动两轮车相关补贴政策

国家	内容
法国	市民购车时可获得最高不超过 500 欧元的补贴，电动自行车还可额外享受最高 200 欧元的“生态奖金”，低收入群体、残疾人群体满足一定标准后，也可获对应的金额补助。此外，2022 年法国推出价值 2.5 亿欧元的“自行车计划”，将用于自行车道等基础设施建设，2023 年将继续加大对购买电动自行车的补贴力度。
德国	慕尼黑等城市，购买电动自行车最高可获 500 欧元补贴。
荷兰	给每款电动自行车发放相当于售价 30% 的补贴。
英国	购买电动助力自行车的消费者可以申请销售额 30%、最多 1500 英镑的税收减免。
瑞典	政府为每辆售出的电助力自行车提供售价 25% 的补贴，最高可达 1000 欧元。

数据来源：各国政府公告，环球杂志，发改委官网，西南证券整理

德国是典型的自行车、电踏车消费场景。作为一种健康、环保的出行方式，叠加欧洲城市功能区较为分散、公共交通票价较高等缺陷，当地自行车销售市场持续景气。德国交通部披露，2022 年，德国总计拥有各类自行车 7800 万辆，接近人均一辆自行车，自行车年销量始终维持在 450 万辆/年以上水平。

图 7：消费者角度的电动自行车优缺点

优点		缺点	
以环保的方式进行旅行	81%	价格较贵	82%
可以进行相对长途的骑行	79%	传统自行车锻炼效果更好	75%
可以不受道路地限制骑行	79%	电动自行车重量太重	56%
不需要寻找停车场	75%	充电不方便	48%
可以进行相对长途的骑行	73%	电池续航里程不足	40%
可以锻炼身体	55%	缺失充电基础设施	39%
相比于传统自行车更加省力	36%	以往都是老人、残障人士使用	29%

数据来源：Ipsos 益索普，西南证券整理

结构上看，电踏车逐步成为主流。根据 ZIV 数据，2022 年德国电踏车销售约 220 万辆，市占率逐年增长达到 48%，同比+5pp。其中，电动山地车销售 84 万辆，占山地车销售约 90%，此外 SUV-ebike（宽型电踏车）等车型占比也迅速上升。综上，以德国为代表的欧洲电踏车销售重心正向功能性、舒适性倾斜，高端电池和电机需求增长，带动单品价值量提升。

根据 ZIV 数据，2018 年以来德国自行车销量相对稳定，在 420~510 万辆区间浮动，因此以前三年均值预测未来自行车销量。同时，2019 年（33%市占率）至今，德国电踏车市占率以每年约 5pp 增长，因此假设 2023~2025 年电踏车市占率逐年提升 5pp，对应 2025 年德国电踏车销量有望达到 296 万辆。

电踏车单价呈逐年上升趋势。据 Statista、ZIV 统计，欧洲电动车定价集中在 259~4699 欧元，其中 2022 年德国电踏车均价达到 2800 欧元（约 2 万人民币），延续逐年上升趋势。我们预计，未来随着应用场景拓宽、高端车型推出、区域消费复苏，电踏车均价存在进一步上涨空间（假设每年上涨 200 欧元），带动高性能电池需求进一步增加。根据公司公告测算，2022 年公司轻型车用锂离子电池单价约 110 欧元/pcs，占单车价值量约 4%，预计未来电池价格随单车价值量上升同比例增长，维持 4% 的价值量占比。

表 5：德国电踏车、轻型锂电池市场（回顾）预测

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电踏车销量	万辆	200	200	220	254	273	296
YoY	/	43%	0%	10%	16%	7%	9%
传统自行车销量	万辆	310	270	240	226	197	174
总计	万辆	510	470	460	480	470	470
电踏车市占率	/	39%	43%	48%	53%	58%	63%
电踏车均价	欧元	2600	2650	2800	3000	3200	3400
锂电池价值量	欧元		93	110	120	128	136
锂电价值量占比	/		3.5%	3.9%	4%	4%	4%
轻型锂电池市场	亿欧元		1.9	2.4	3.0	3.5	4.0
YoY	/			30%	25%	15%	15%

数据来源：ZIV（德国工业协会），Statista，西南证券整理

欧洲轻型锂电需求维持 10%+ 增速稳健增长。根据 CONEBI 测算，2025 年欧洲电踏车销量达到 650 万辆，CAGR≈6%。预计德国电踏车市占率 2023 年起维持在 50% 以上（表 5），市场逐步趋于饱和；英国、法国等欧洲发达国家市场受政策补贴激励，电踏车需求由起步向爆发过渡。综上，在稳健增长的保守预期下，**预计 2025 年欧洲电踏车轻型电池市场将达到 8.8 亿欧元（超 65 亿元人民币）规模。**

表 6：欧洲轻型锂电池市场规模（稳健增长）

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电踏车销量	万辆	454	510	550	581	615	650
YoY	/	34%	12%	8%	6%	6%	6%
锂电池价值量	欧元		93	110	120	128	136
轻型锂电池市场	亿欧元		4.7	6.1	7.0	7.9	8.8
YoY	/			28%	15%	13%	12%

数据来源：CONEBI，ZIV，西南证券整理

2.3 海外品牌+中国制造成为海外电动两轮车市场主流

欧洲电踏车需求向高端化延伸。根据大数跨境统计，目前德国电动自行车市场整合度适中，前五名企业占比 61%，主要参与者包括 Fischer、Haibike、Kalkhoff Werke、Cube Bikes 和 Prophete。此外，丰田、smart、宝马、保时捷均推出了自有品牌电踏车。以保时捷为例，2021 年其联手德国自行车品牌 Rotwild，推出两款电动自行车 Sport 和 Cross（售价均在 1 万美元附近），并在 2022 年针对动力系统、越野性能、轻量化等方面进行了升级。此外，GPS 防盗、无钥匙启动、远程监控、OTA 升级等智能化应用也由四轮车平台向两轮车下沉。

图 8：两轮车技术应用



数据来源：艾瑞咨询，盖世汽车，大数跨境，西南证券整理

东南亚摩托市场以日系品牌为主，电摩领域国产品牌潜力巨大。根据 CRI 元哲咨询统计，以印度尼西亚为代表的东南亚摩托车市场主要由日本制造商主导。这些制造商在印度尼西亚生产摩托车然后再将产品出口，市场份额超过 95%。其中，较为领先的摩托车供应商为本田（HONDA）、雅马哈（YAMAHA）、川崎（KAWASAKI）和铃木（SUZUKI）。电摩方面，中国企业凭借其在本土广泛、长时间的市场检验，具有较强的先发优势与完整的供应链体系，有望在东南亚“油改电”的置换周期中扩大市场份额。

欧洲电踏车市场发展惠及中国动力电池制造业。虽然欧洲市场的本土品牌目前渗透率较高，但是在制造端上仅有整车产能，以电池为主的零部件产能较为紧张，进口依赖度较高。中国动力电池制造业有望充分发挥成本、资源、产能优势，享受欧洲电踏车市场带来的稳步增长的轻型锂电需求。

图 9：博力威主要电动两轮车客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：电踏车电气系统主要部件

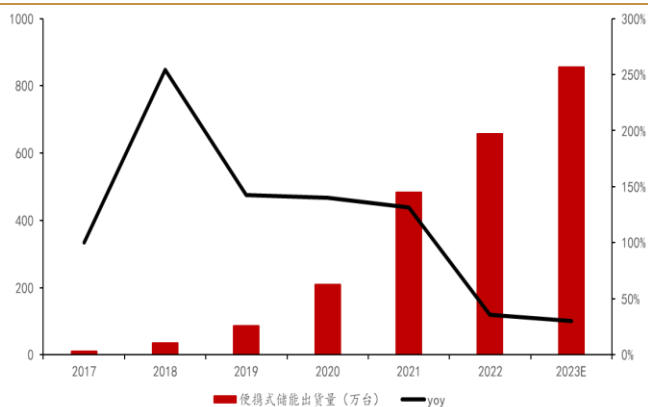


数据来源：八方股份公告，西南证券整理

2.4 锂电储能应用前景广阔，便携式与户储领域切入，持续开拓客户

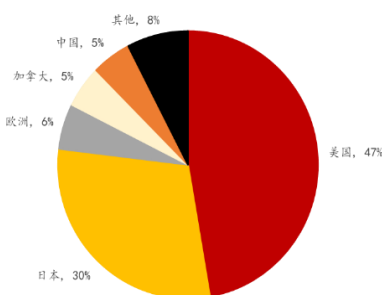
全面电动化时代开启，便携式储能需求迅速增长。据 GGII 统计，2022 年我国便携式储能出货量为 4GWh，同比+207.7%。电源行业协会数据显示，2022 年全球便携式储能出货量增至 656.7 万台，同比+35.7%，预计 2023 年出货量将达 855.2 万台。据中国化学与物理电源行业协会统计，2022 年，美国成为全球最大的便携式储能的应用市场，主要是由于美国用户的户外出游比例较高，占比 47.3%。其次是日本，由于地震等灾害事故频发，应急电力设备的需求较高，便携式储能应用占比 29.6%。此外，欧洲、加拿大、中国等的市场比重均在 5% 附近，市场容量显著小于实际需求。随着电动工具普及、移动电子产品升级，未来便携式储能市场成长空间较大。

图 11：便携式储能出货量逐年增长



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，公司公告，西南证券整理

图 12：2022 年美国是全球最大便携式储能应用市场



数据来源：中国化学与物理电源行业协会，西南证券整理

南非“电荒”持续，23H1 储能需求爆发。据路透社、CNN 等报道，2022 年以来南非电力供应并不稳定，仅 2022 年就经历了连续 205 天的大规模轮流停电。2023 年初至今，停电现象进一步恶化，部分地区单日停电时长超 8 小时。2023 年 2 月 9 日，南非总统马福萨宣布国家进入“灾难状态”。

此外，南非政府为了缓解电力危机，减少居民用电，日前宣布将 2023 年和 2024 年的全国电价分别上调 18.6% 和 12.7%。综上，市场、能源、政策等多重因素共同成就了南非地区储能产业发展的广阔前景。

图 13：南非月度限电时间表

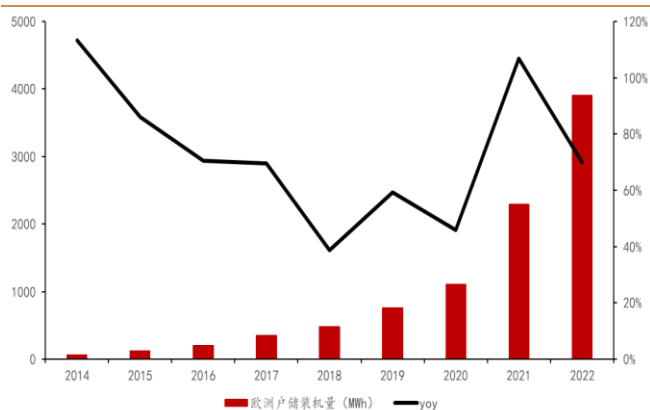
Static monthly version . This schedule would apply each month. For 30 day month just drop day 31 and for Feb drop days 29 to 31.																																	
Day of the month			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31
	00:00	02:30	7								1	2	3	4		6	7	8	5								4	1	2	3		5	6
	02:00	04:30					1	2	3	4	5	6	7	8										4	1	2	3	8	5	6	7		
Province	04:00	06:30	1	2	3	4	5	6	7	8									4	1	2	3	8	5	6	7							
Free State	06:00	08:30	5	6	7	8									4	1	2	3	8	5	6	7									3	4	1
City/Munic	08:00	10:30									4	1	2	3	8	5	6	7									3	4	1	2	7	8	5
Naledi	10:00	12:30					4	1	2	3	8	5	6	7									3	4	1	2	7	8	5	6			
Suburb/Town	12:00	14:30	4	1	2	3	8	5	6	7									3	4	1	2	7	8	5	6							
Wepener	14:00	16:30	8	5	6	7									3	4	1	2	7	8	5	6									2	3	4
	16:00	18:30									3	4	1	2	7	8	5	6									2	3	4	1	6	7	8
	18:00	20:30					3	4	1	2	7	8	5	6									2	3	4	1	6	7	8	5			
	20:00	22:30	3	4	1	2	7	8	5	6									2	3	4	1	6	7	8	5							
	22:00	00:30	7	8	5	6									2	3	4	1	6	7	8	5									1	2	3

数据来源：Eskom（南非国家电力公司），西南证券整理

2022 年，欧洲户用储能行业呈现爆发式增长。2022 年，受地缘战争影响，俄罗斯天然气供应下降，而冬季供暖、发电和工厂用电的需求上升。为应对能源紧缺下的寒冬，以及缓解生活成本压力，在分布式光伏渗透率较高的背景下，欧洲户储市场也随之爆发。据欧洲光伏产业协会披露，2022 年欧洲户储市场预计装机量为 3.9GWh，增速为 71%。

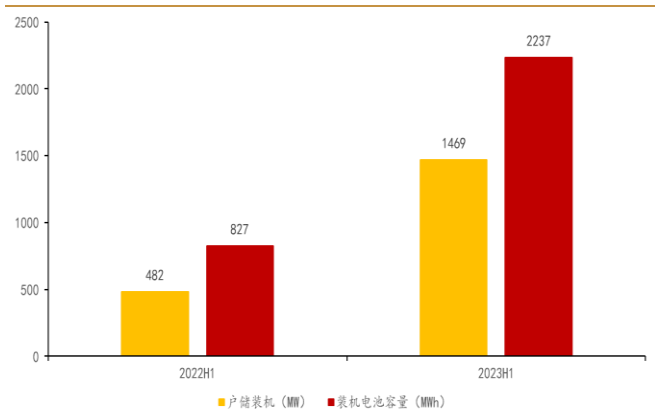
2023 年欧洲需求疲软，德国市场景气度延续。2023 年以来，欧洲电价处于下行趋势（但仍显著高于 2021 年水平），边际变化导致户储需求略显疲软。然而德国相对较高电价水平，叠加激励政策延续，户储在当地仍有较好经济性；同时，储能电芯价格下降和供给宽松也进一步推动了户储需求的延续。Battery Charts 披露，2023 年 1-6 月德国累计储能新增装机数为 2.2GWh，同比+170.5%。

图 14：欧洲户储装机爆发式增长



数据来源：Solarpower Europe，西南证券整理

图 15：23H1 德国市场户储装机量延续高增长



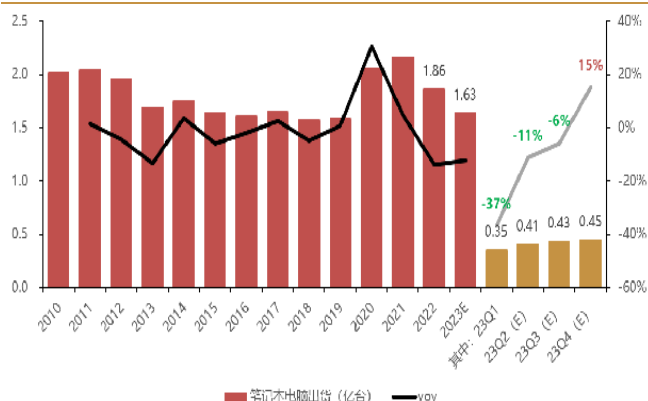
数据来源：Battery Charts，西南证券整理

2.5 消费锂电需求回暖，下游笔记本市场率先复苏

2020~2022 年，受出行、办公习惯改变，笔记本电脑出货量维持较高水平，连续三年超过 1.8 亿台。2022 年出货水平较 2021 年 (2.2 亿台) 出现较明显下滑，库存水平升高。23Q2，终端库存压力缓解，需求出现回补，出货量环比+16%，同比降幅显著收窄。

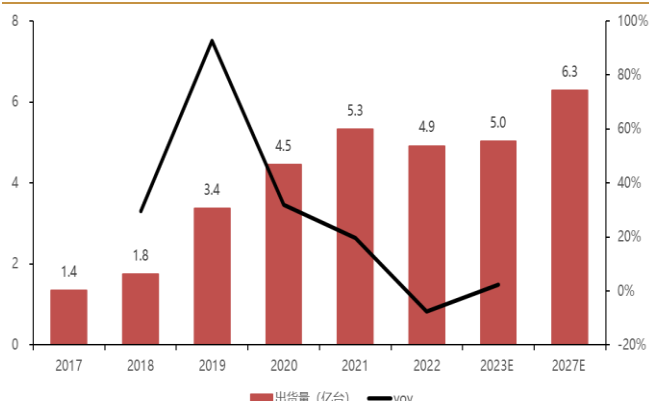
智能穿戴产品端，23H1 消费同步回暖，尤其印度市场表现强劲，出货近 0.6 亿台，同比+53%。其中，手表 (yoy+129%)、TWS 耳机 (yoy+27%) 均出现强劲增长。2023 年全球智能穿戴产品销量有望超过 5.0 亿台预期。

图 16：全球笔记本电脑出货量及预测



数据来源：TrendForce, 西南证券整理

图 17：全球智能穿戴产品出货量



数据来源：IDC, 西南证券整理

2.6 碳酸锂价格持续下跌，成本压力大幅缓解

根据百川盈孚数据统计，2023年初以来，锂电池核心原材料碳酸锂价格由高点 59 万元/吨降至 17 万元/吨水平。经测算，在碳酸锂 20 万元/吨水平附近，价格每下降 1 万元/吨，对应锂电池毛利提升约 0.005 元/Wh（5 元/kWh），锂电池制造业成本端压力大幅缓解。

表 7：磷酸铁锂单 Wh 毛利测算

碳酸锂价格 (万元/吨)	10	15	20	25	30
模组价格 (元/Wh)					
0.6	0.06	0.03	0.01	-0.02	-0.05
0.7	0.16	0.13	0.11	0.08	0.05
0.8	0.26	0.23	0.21	0.18	0.15
0.9	0.36	0.33	0.31	0.28	0.25
1.0	0.46	0.43	0.41	0.38	0.35

数据来源：宁德时代公告，百川盈孚，西南证券整理

3 产能建设持续落地，大圆柱电芯进行差异化竞争

3.1 电踏车与电动摩托车轻型锂电池产品

公司电动自行车用锂电池按下游细分市场可分为电动助力车与电动摩托车。电动助力车指不具备纯电力驱动模式的电助力自行车，即在自行车上配有电机与电池，加载以力矩传感器为核心的动力辅助系统，该类自行车在欧美国家及日本较为流行。同时，电动摩托车又可以分为城市驾驶、户外越野等多种使用场景。

在轻型动力领域，公司与 Manufacture Francaise、虬龙科技、小牛电动等客户保持稳定合作关系。此外，公司依托现有客户资源及技术积累，同步开拓电动滑板车、AGV 移动机器人、新国标电动车等解决方案，为公司开辟新的增长极。

图 18：应用产品图示——电动助力车



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：应用产品图示——电动摩托车

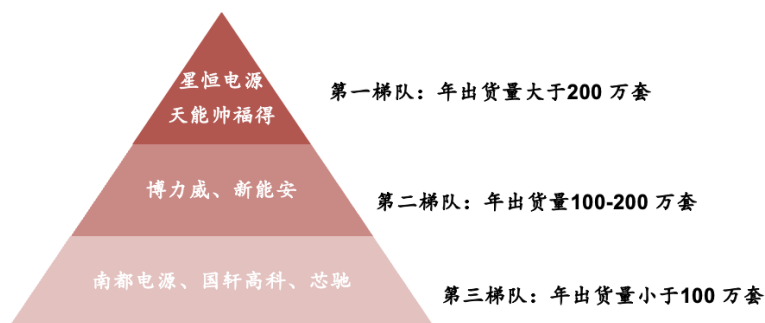


数据来源：公司官网，西南证券整理

轻型车用锂离子电池领域，国内龙头企业优势明显，电池巨头进军市场加大竞争。行业第一梯队为星恒电源、天能帅福得，格局稳定，近年来 CR2 市占率之和达 50% 以上，行业集中度较高。根据 GGII 统计，2018 年至 2021 年，公司位列中国电动车用锂离子电池领域出货量排名前三，是中国轻型车用锂离子电池领域代表性企业之一，2022 年公司年出货量介于 100 至 200 万套之间，处于行业第二梯队。

在国标车的换购潮、共享出行和共享换电的新业态背景下，电池巨头宁德时代、比亚迪以共享电单车为切入点进军电动两轮车市场，争夺市场份额，未来轻型车用锂离子电池行业竞争愈加激烈。

图 20：2022 年中国两轮车用锂电池竞争格局



数据来源：GGII，西南证券整理

表 8：公司及同行业公司国内锂电制造领域市场占有率对比

公 司	成 立 时 间	国内锂电制造领域市场占有率				
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
博力威	2010 年	12.4%	8.1%	出货量排名前三		
星恒电源	2003 年	44.5%	约 41%	—	44.4%	近 50%
天能股份	2003 年	11.0%	9.6%	约 15%	—	
博世	1886 年	—				
BMZ	1994 年	—				

数据来源：各公司公众号，各公司官网，公司招股说明书，高工锂电，西南证券整理

海外市场博世稳居龙头。欧洲市场两轮车锂电池供应商主要为博世、BMZ，其中博世在欧洲市占率稳居第一。电助力自行车领域，公司目前欧洲市场占有率约 20%，市场地位相对突出。公司欧洲电动两轮车市场占有率高于锂电制造领域国内市场占有率，系公司电助力车业务主要面向海外市场。

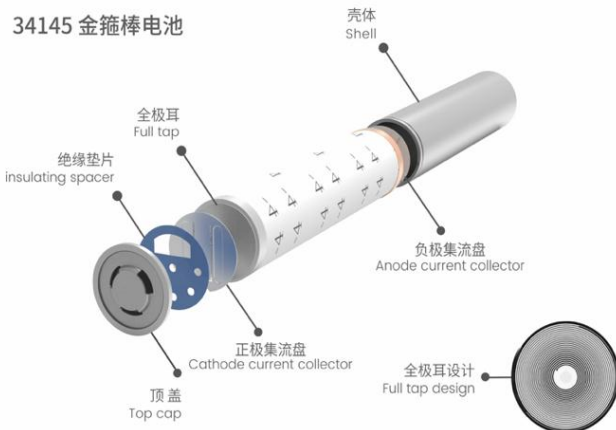
表 9：公司及同行业公司欧洲电动两轮车市场占有率对比

公 司	成 立 时 间	欧洲电动两轮车市场占有率				
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
博力威	2010 年	12.4%	12.5%	—	电助力车市场占有率约 20%	
星恒电源	2003 年	欧洲第二 2018 年欧洲市场占有率超过 25% 2020 年荷兰法国市场占有率位列第一			—	
天能股份	2003 年	基本系国内市场销售，境外营收占比不足 1%				
博世	1886 年	市场占有率第一				
BMZ	1994 年	欧洲电动两轮车用锂离子电池头部企业之一				

数据来源：Wind，各公司公众号，公司招股说明书，高工锂电，西南证券整理

电动摩托车领域，多年沉淀助力公司位列定制化电动摩托车电池细分领域第一梯队，海外业务迎新机。在东南亚、印度等海外电动摩托车市场兴起的背景下，公司牢牢把握机遇，2023 年 9 月公司自主研发与生产的金箍棒电池首次亮相中国国际摩托车博览会。该产品配备铁锂体系，契合全球换电市场及东南亚、印度、非洲等高温高热地区的多元化需求。未来，公司将继续拓展电动摩托车电池的海外市场，探索新增长点，海外市场占有率有望进一步提升。

图 21：2023 年 9 月金箍棒电池首次亮相，吸引大量海外客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 便携式储能与户储产品

公司储能电池主要用于家庭、旅途及户外活动紧急供电。便携式储能端，公司正积极推进产品向中高容量段调整，增加 500Wh 以上产品占比，提高进入壁垒。家庭储能端，公司凭借电芯、模组、BMS 等储能核心部件自主研发和制造能力，同时把握南非户储市场发展机会，凭借当地经销商的渠道优势和资源优势，保证公司在南非市场的出货保持稳步增长。

公司储能业务快速发展，储能电池受到海外众多厂商认可，与 Goal Zero、DURACELL 等知名客户展开密切合作。

图 22：应用产品图示——户外便携储能



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 23：应用产品图示——家庭储能



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司为东莞储能行业引领者，入选东莞第一批重点产业链“链主”企业。公司近年来不断谋求自身高质量发展，在规模实力、行业影响力、产业链带动力等方面都具备了成为“链主”的潜力。2023 年上半年，广东省东莞市公布了第一批重点产业链“链主”企业名单，公司作为储能产业唯一代表入选名单。未来，作为“链主”企业将获得相关部门在产业促进、工业投资、技术创新、金融服务等诸多领域的大力支持，为公司发展注入新动力。同时，公司也将链接配套企业，带动“链条”企业不断发展，助力储能行业集群进阶与东莞储能产业二次腾飞。

表 10：东莞市第一批重点产业链“链主”企业名单

序号	所属重点产业链	“链主”企业名称	牵头服务部门
1	智能移动终端	东莞华贝电子科技有限公司	东莞市工业和信息化局
2	智能移动终端	东莞新能源科技有限公司	东莞市工业和信息化局
3	智能机器人	广东拓斯达科技股份有限公司	东莞市工业和信息化局
4	电动自行车	东莞市台铃车业有限公司	东莞市工业和信息化局
5	电动自行车	广东高标电子科技有限公司	东莞市工业和信息化局
6	预制菜	东莞市鸿骏膳食管理有限公司	东莞市工业和信息化局
7	新能源汽车 (汽车电子领域)	远峰科技股份有限公司	新能源汽车牵头单位：东莞市发展和改革局 汽车电子责任单位：东莞市工业和信息化局
8	半导体及集成电路	广东生益科技股份有限公司	东莞市发展和改革局
9	半导体及集成电路	广东利扬芯片测试股份有限公司	东莞市发展和改革局
10	储能	广东博力威科技股份有限公司	东莞市发展和改革局

数据来源：东莞市工业和信息化局，西南证券整理

3.3 消费锂电产品

笔记本电池售后市场头部供应商，积极开拓新兴应用场景。除轻型车用锂离子电池与储能电池，公司将笔记本电脑电池、移动电源、汽车应急启动电池、无人机电池、智能机器人电池、音响电池、家用电器电池等归类为消费电子类电池。

在传统消费电子领域，公司的主要产品是笔记本电脑电池，主要针对笔记本电脑的售后市场，是该领域的头部玩家，这块业务发展稳定。在新兴消费电子领域，公司开发了清洁领域、医疗领域的众多产品，与京东医疗、大疆、仙工智能等众多企业建立战略合作关系。

图 24：应用产品图示——笔记本电脑 ODM、OEM 服务



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 25：应用产品图示——机器人



数据来源：公司官网，西南证券整理

传统消费电子行业进入门槛高，新兴消费电子市场品牌分散、竞争激烈。传统消费锂电领域市场集中度高，主要生产商与下游消费电子龙头企业深度绑定，客户黏性强，目前已进入存量竞争阶段，新厂商进入阻力大。随着消费电子领域智能化趋势蔓延，新兴消费电子迅速崛起，目前品牌集中度相对较低。公司起步晚，消费类电池营业收入水平、市场地位与欣旺达、新普还存在差距，未来有望在新兴消费电子领域进一步提升公司的竞争力。

表 11：公司及同行业公司消费电子类电池业务对比情况

公司	成立时间	消费电子类业务营业收入（亿元）			行业地位
		2020 年	2021 年	2022 年	
博力威	2010 年	5.4	6.1	5.5	与欣旺达、新普还存在一定差距
欣旺达	1997 年	285.7	334.0	320.2	国内外一线移动终端厂商的主要供应商 国内消费电池模组领域龙头企业
新普	1992 年	每年提供超过 2 亿个电池模组，市场占有率约 33% 全球第一大笔电电池模块厂			

数据来源：Wind，各公司官网，各公司公告，西南证券整理

3.4 自有电芯、Pack 产能逐步落地，全球化布局日益丰满

研发+一体化加持公司中长期发展。2022 年，公司首条 34 系列大圆柱自动化产线建成，在具有高安全、低内阻、长寿命、低温使用等特点的同时，兼容多种材料体系（锰铁、铁锂、钠离子等），已通过多位客户的测试与认证，并于 23H1 实现批量出货。产能端，望牛墩二期在建产能接近 8.5GWh，对应产值超约 50 亿元。未来随着产能提升，促进公司后向一体化进程，公司电芯自供率有望稳步提升。

图 26：博力威全球化产研布局



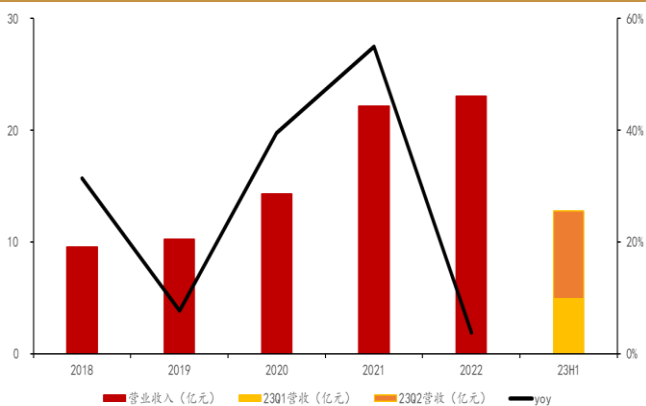
数据来源：公司官网，西南证券整理

4 23H1 业绩回正，费用率逐年递减降本增效

公司营业收入稳步增长，储能业务占比显著提升。2018~2022 年，公司营业收入由 9.5 亿增长至 23.0 亿元，2019~2022 年 CAGR 达到 24.7%。其中，2021 年受下游电动两轮车需求旺盛刺激，同比增速达到近年峰值 55%；2022 年，受欧洲地缘政治和渠道库存等多重因素影响，电动两轮车消费需求下降，导致营收增幅放缓。23H1，公司实现营业收入 12.8 亿元，同比+3.9%，仍维持增长，上半年海外通胀、地缘政治、下游去库影响仍在。

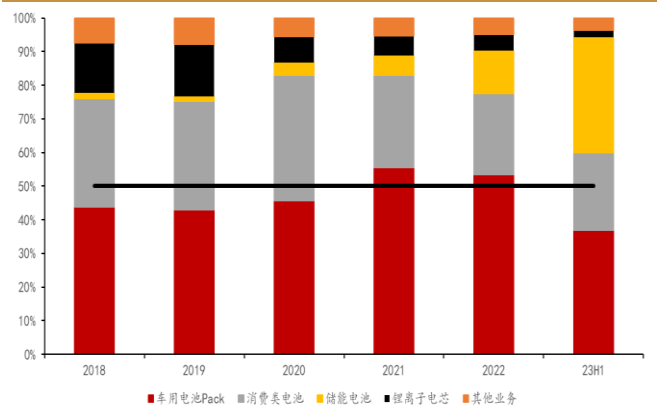
分结构看，车用电池贡献主要营收，储能业务占比显著提升。2018~2022 年，车用电池销售为公司收入主要来源，营收占比维持在 43~56% 水平；同一时期内，公司储能业务规模持续扩大，占营收比重由 2% 提升至 13%。23H1，公司车用电池实现营收 4.7 亿元，同比-34.9%，营收占比跌至 37%。然而，储能业务保持高速增长，报告期内实现收入 4.4 亿元，同比+253.7%，营收占比升至 34%，较 2022 年+21pp。

图 27：营业收入逐年增长



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

图 28：储能业务占比显著提升

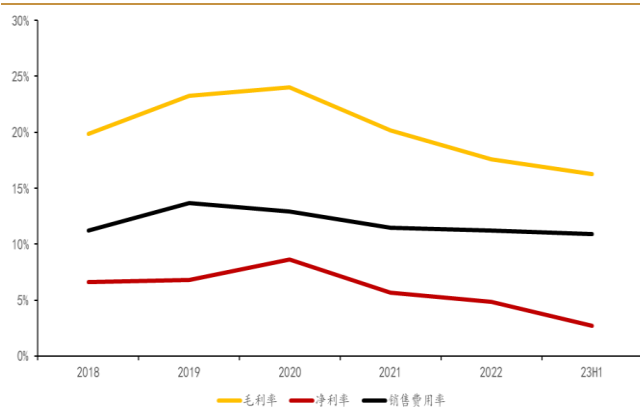


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

费用控制能力出色，规模效益逐步显现。2019~2022 年，公司销售费用率由 13.7% 逐年下降至 11.2%，23H1 进一步降至 10.9%，其中包括研发费用率 5.0%，费用控制能力出色。预计未来随着下游需求复苏，营收规模加速扩张，公司费用率水平持续降低，规模效益逐步显现。

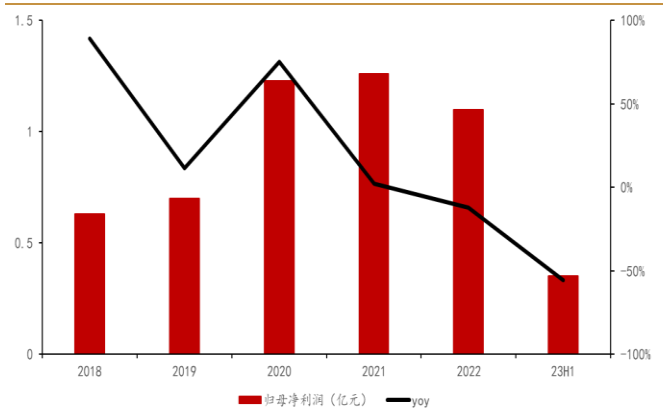
2022 年成本压力陡增，归母净利润增长乏力。2018~2022 年，公司归母净利润由 0.6 亿元增长至 1.1 亿元，2019~2022 年 CAGR 达到 15.0%，增速显著落后于营业收入。主要系 2022 年上游核心原材料碳酸锂价格高企，成本压力增大，导致公司利润表现受损。23H1，公司实现归母净利润 0.35 亿元，在 23Q1 亏损的基础上利润回正；其中 23Q2 实现归母净利润 0.4 亿元，同比-24.4%，降幅较 Q1 收窄。预计未来随着毛利水平较高的车用电池业务回暖，公司整体盈利能力有望加速修复。

图 29：费用率逐年下降



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

图 30：归母净利润增速显著落后于营收



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2023-2025 年，轻型车用锂离子电池下游去库接近尾声、需求回暖，叠加新型市场带来的增量需求，公司产品出货量达到 185/240/310 万 pcs；产品单价分别为 800/750/750 元/pcs。

假设 2：2023-2025 年，全球储能需求仍有较大发展空间，公司渠道优势显著，产品出货量达到 50/80/120 万 pcs；单价分别为 1600/1400/1400 元/pcs。

假设 3：2023-2025 年，消费电子需求回暖，产品出货量达到 1400/1600/1800 万 pcs；单价分别为 48/45/45 元/pcs。

假设 4：2023-2025 年，随着原材料价格下降、规模效益显现，公司轻型车用锂离子电池、消费电子类电池、储能电池净利率最终修复至 8% 水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
轻型车用锂离子电池	收入	1232	1480	1800	2325
	增速		20%	22%	29%
	毛利率	19%	19%	19%	19%
消费电子类锂离子电池	收入	553	672	720	810
	增速		21%	7%	13%
	毛利率	18%	17%	18%	19%
储能电池	收入	292	800	1120	1680
	增速		174%	40%	50%
	毛利率	14%	17%	18%	19%
锂离子电芯	收入	111	120	132	154
	增速		8%	10%	17%
	毛利率	13%	13%	13%	13%
其他	收入	112	120	120	120
	增速		7%	0%	0%
	毛利率	11%	11%	11%	11%
合计	收入	2301	3192	3892	5089
	增速	4%	39%	22%	31%
	毛利率	18%	18%	18%	19%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取锂电池行业的四家公司作为可比公司，珠海冠宇、鹏辉能源兼有消费电池、储能电池业务，且海外客户占比较高；八方股份为全球电踏车电机龙头，与公司共享部分客户且无竞争关系；九号公司为电动两轮车优质供应商，进行全球范围布局。四家公司 2024 年平均 PE 为 20 倍。公司在欧洲市场拥有显著渠道优势，轻型锂电业务绑定核心客户共同成长；同时大力发展储能业务，享受海外资源优势。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 46.7%，给予 2024 年 20 倍 PE，目标价 48.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688772.SZ	珠海冠宇	18.17	0.08	0.32	0.98	1.32	230	56	19	14
603489.SH	八方股份	55.67	4.26	1.89	2.87	3.56	25	29	19	16
689009.SH	九号公司-WD	34.30	6.32	7.91	12.17	17.42	48	43	28	20
300438.SH	鹏辉能源	32.14	1.36	1.50	2.29	3.22	57	21	14	10
平均值							90	37	20	15

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- **经营风险：**原材料价格波动风险；
- **技术风险：**1) 新技术、新产品的研发风险；2) 核心技术人员流失和技术泄密的风险；
- **财务风险：**1) 汇率波动风险；2) 存货管理风险；3) 信用风险；4) 毛利率和利润下降的风险；
- **行业竞争风险：**锂电池行业竞争日趋激烈，导致价格战的风险；
- **宏观环境风险：**海外通货膨胀、需求下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2300.87	3192.00	3892.00	5089.00	净利润	111.15	180.03	240.80	347.76
营业成本	1895.96	2631.76	3188.44	4140.93	折旧与摊销	29.49	39.54	39.54	39.54
营业税金及附加	1.77	2.46	3.00	3.92	财务费用	-17.01	26.27	30.97	36.97
销售费用	63.25	79.80	97.30	127.23	资产减值损失	-18.38	20.00	20.00	20.00
管理费用	93.54	271.32	330.82	432.57	经营营运资本变动	-137.39	-127.63	-193.18	-276.76
财务费用	-17.01	26.27	30.97	36.97	其他	-28.81	-31.65	-40.66	-15.05
资产减值损失	-18.38	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	-60.96	106.57	97.47	152.46
投资收益	-10.69	30.00	30.00	30.00	资本支出	-401.74	-400.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-7.71	-7.71	-7.71	-7.71	其他	36.34	23.17	22.29	22.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-365.40	-376.83	-177.71	-177.71
营业利润	117.08	182.69	243.77	349.69	短期借款	42.52	60.75	182.21	170.22
其他非经营损益	-7.14	-2.65	-2.97	-1.93	长期借款	250.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.94	180.03	240.80	347.76	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.20	0.00	0.00	0.00	支付股利	-20.00	-22.04	-36.01	-48.16
净利润	111.15	180.03	240.80	347.76	其他	69.83	-56.01	-30.97	-36.97
少数股东损益	0.95	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	343.31	-17.29	115.23	85.09
归属母公司股东净利润	110.19	180.03	240.80	347.76	现金流量净额	-86.60	-287.54	35.00	59.85
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	447.14	159.60	194.60	254.45	成长能力				
应收和预付款项	736.40	948.78	1175.43	1543.93	销售收入增长率	3.79%	38.73%	21.93%	30.76%
存货	504.18	711.33	875.25	1131.15	营业利润增长率	-26.71%	56.03%	33.44%	43.45%
其他流动资产	14.46	18.84	22.97	30.04	净利润增长率	-11.56%	61.98%	33.75%	44.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-29.85%	91.81%	26.47%	35.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	648.83	1018.20	1187.57	1356.94	毛利率	17.60%	17.55%	18.08%	18.63%
无形资产和开发支出	65.92	58.92	51.92	44.92	三费率	11.25%	11.82%	11.80%	11.73%
其他非流动资产	173.95	172.04	170.13	168.22	净利率	4.83%	5.64%	6.19%	6.83%
资产总计	2590.89	3087.72	3677.87	4529.65	ROE	9.11%	12.93%	15.08%	18.34%
短期借款	202.32	263.08	445.28	615.50	ROA	4.29%	5.83%	6.55%	7.68%
应付和预收款项	667.59	998.49	1183.94	1535.62	ROIC	10.04%	14.01%	14.11%	16.26%
长期借款	250.95	250.95	250.95	250.95	EBITDA/销售收入	5.63%	7.79%	8.08%	8.37%
其他负债	250.53	183.17	200.87	231.15	营运能力				
负债合计	1371.40	1695.70	2081.05	2633.23	总资产周转率	0.96	1.12	1.15	1.24
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	11.94	13.15	18.35	28.04
资本公积	737.65	737.65	737.65	737.65	应收账款周转率	4.15	4.86	4.53	4.69
留存收益	392.23	550.23	755.02	1054.63	存货周转率	3.50	4.23	3.98	4.11
归属母公司股东权益	1215.34	1387.87	1592.67	1892.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.57%	—	—	—
少数股东权益	4.15	4.15	4.15	4.15	资本结构				
股东权益合计	1219.49	1392.02	1596.82	1896.42	资产负债率	52.93%	54.92%	56.58%	58.13%
负债和股东权益合计	2590.89	3087.72	3677.87	4529.65	带息债务/总负债	33.05%	30.31%	33.46%	32.90%
					流动比率	1.67	1.37	1.31	1.30
					速动比率	1.17	0.84	0.80	0.80
					股利支付率	18.15%	12.24%	14.95%	13.85%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	129.56	248.50	314.28	426.20	每股收益	1.10	1.80	2.41	3.48
PE	32.06	19.62	14.67	10.16	每股净资产	12.15	13.88	15.93	18.92
PB	2.91	2.55	2.22	1.87	每股经营现金	-0.61	1.07	0.97	1.52
PS	1.54	1.11	0.91	0.69	每股股利	0.20	0.22	0.36	0.48
EV/EBITDA	26.46	15.02	12.34	9.36					
股息率	0.57%	0.62%	1.02%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn