

豪鹏科技 (001283.SZ)

消费电池平台型公司，大软包业务有望发力

2024年06月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

殷晟路（分析师）

李林容（联系人）

yinshenglu@kysec.cn

lilinrong@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

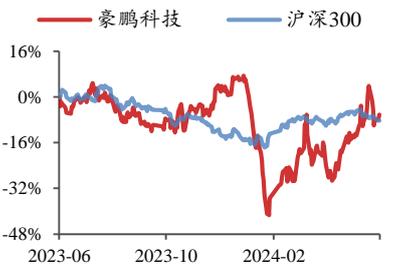
证书编号：S0790122080001

日期	2024/6/12
当前股价(元)	45.90
一年最高最低(元)	55.58/26.66
总市值(亿元)	37.72
流通市值(亿元)	26.28
总股本(亿股)	0.82
流通股本(亿股)	0.57
近3个月换手率(%)	149.68

● 消费电池平台型公司，大软包业务有望发力

公司以镍氢电池业务起家，2008年开始切入软包锂电池，目前软包锂电池、圆柱锂电池、镍氢电池三大业务均衡发展。公司产品终端客户主要为惠普、索尼、哈曼、大疆、罗技等国际头部客户，其中软包电池业务受益新客户放量，圆柱电池业务受益可穿戴设备终端景气度及客户新业务扩展，三大电池业务营收均保持快速增长态势，实现了消费电池业务的一站式均衡发展。我们预计2024-2026年归母净利润分别为1.70、4.09、5.94亿元，对应当前股价PE分别为22.2、9.2、6.4倍，2024年PE估值低于可比公司，考虑公司在细分赛道消费电池根据地业务稳固，技术积淀丰富，未来在手机笔电等大软包电池领域有望充分发力，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● 持续挖掘小而美细分赛道头部客户，新兴消费电池根据地业务稳固

公司深度绑定各细分赛道龙头企业，在笔记本电脑领域公司已进入惠普供应链，在蓝牙音箱和可穿戴设备领域公司与索尼、哈曼紧密合作，在个人护理领域公司与飞利浦、松下建立长期供应关系。与头部玩家的深入绑定一方面充分显示出公司优秀的产品配套研发能力，另一方面头部玩家需要对终端用户的应用场景和用户体验进行长时间的联合研发和调试，因此在进入供应链后客户更换供应商的意愿很低，供应链稳定性及利润率稳定性强。

● 消费景气回暖，大软包电池有望贡献新增长动力

在传统消费电池领域，短期看，2023Q2起全球智能手机及笔记本需求明显回暖，2024年有望景气向上；中长期维度看，AIPC逐步走向商业化，功耗提升有望刺激电池用量明显提升，同时日韩电池厂退出格局有望持续优化。公司掌握多项消费锂电池核心技术，产品能量密度、容量一致性、快充速度处于行业领先水平。公司在潼湖基地对现有产能进行转移及再扩产，其中对笔电软包等聚合物软包电池扩产1.8亿只，大软包电池有望成为公司增长新发力点。

● 风险提示：消费终端景气度不及预期，公司新客户扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,506	4,541	5,778	7,297	8,965
YOY(%)	5.7	29.5	27.2	26.3	22.9
归母净利润(百万元)	159	50	170	409	594
YOY(%)	-37.3	-68.4	238.3	140.6	45.0
毛利率(%)	21.1	19.2	20.5	22.8	23.8
净利率(%)	4.5	1.1	2.9	5.6	6.6
ROE(%)	7.1	2.0	6.2	13.1	16.0
EPS(摊薄/元)	1.94	0.61	2.07	4.98	7.22
P/E(倍)	23.7	75.0	22.2	9.2	6.4
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、公司概况：消费电池平台型公司 .....	3
2、持续挖掘小而美细分赛道头部客户，新兴消费电池根据地业务稳固 .....	5
3、消费景气回暖，大软包电池有望贡献新增长动力 .....	9
4、镍氢电池龙头地位稳固，便携式储能有望贡献新增量 .....	12
4.1、公司镍氢电池龙头地位稳固，扩展 T-Box 电源新应用 .....	12
5、盈利预测与投资建议 .....	14
5.1、盈利预测 .....	14
5.2、可比公司估值 .....	15
6、风险提示 .....	16
附：财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1：公司以镍氢电池业务起家，2008 年开始切入软包锂电池 .....	3
图 2：公司股权结构稳定（截至 2024Q1） .....	3
图 3：公司营收保持稳定增长 .....	4
图 4：公司归母净利短期承压 .....	4
图 5：公司各电池业务均衡发展（亿元） .....	4
图 6：可穿戴设备等新兴消费赛道景气度相对较高 .....	5
图 7：全球笔记本出货量同比转正 .....	9
图 8：全球智能手机出货量迎来拐点 .....	9
图 9：笔电电池国产企业份额快速提升 .....	9
图 10：手机电池竞争格局保持稳定 .....	9
图 11：全球 T-BOX 市场有望迅速放量 .....	12
表 1：公司产品品类多样 .....	5
表 2：公司绑定各细分赛道头部企业 .....	6
表 3：公司已通过海外各国市场认证标准 .....	7
表 4：公司针对各细分领域产品进行定制化研发 .....	8
表 5：各大 PC 厂商积极进军 AIPC 市场 .....	10
表 6：公司锂电池产品核心技术较为领先 .....	10
表 7：公司联合各大高校共同研发 .....	10
表 8：公司对现有基地产能大力转移及再扩产 .....	11
表 9：镍氢电池适用温度范围宽，安全性好 .....	12
表 10：公司各业务营收拆分 .....	14
表 11：可比公司估值表 .....	15

## 1、公司概况：消费电池平台型公司

公司以镍氢电池业务起家，2008 年开始切入软包锂电池。公司成立于 2002 年，以镍氢电池业务起家，2008 年在美国纳斯达克股票交易所上市并开始切入软包锂离子电池领域；2014 年通过三星供应商资格验证，成功进入三星供应链；2015 年起通过国际主流笔电品牌认证，在笔电的软包锂电池领域开始发力；2019 年完成私有化从纳斯达克退市，并于 2022 年在深交所上市。

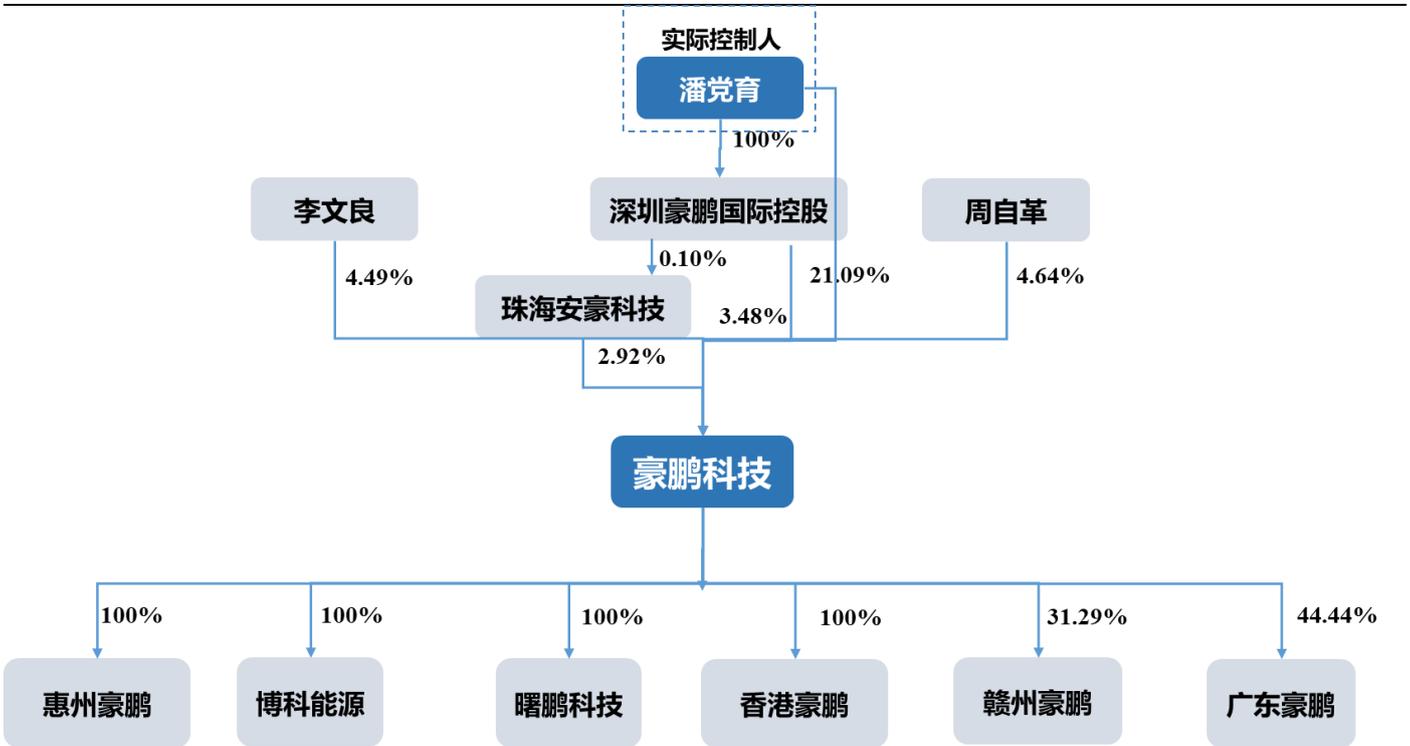
图1：公司以镍氢电池业务起家，2008 年开始切入软包锂电池



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司控股股东及实控人为董事长潘党育，直接持股比例 21.09%。公司股权结构稳定，实控人为董事长潘党育，直接持股比例 21.09%，通过其个人 100%持股的豪鹏控股及珠海安豪的执行事务合伙人的委派代表间接支配公司表决权，合计可支配表决权 27.47%。公司业务布局广泛，其中全资子公司曙鹏科技主营小型及扣式软包锂电池，惠州豪鹏主营聚合物软包及圆柱电池，镍氢电池业务在母公司体内。

图2：公司股权结构稳定（截至 2024Q1）

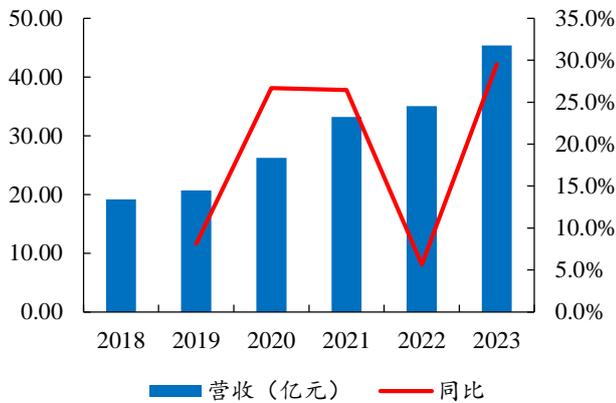


资料来源：公司公告、开源证券研究所

营收保持稳定增长，2023 受下游景气度影响短期承压。2023 年公司营收 45.4 亿元，同比增长 29.5%，继续保持稳健增长。2022 年主要受到上游原材料价格快速

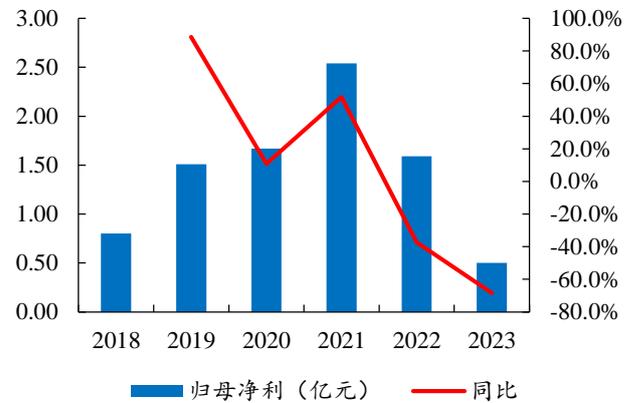
上涨顺价滞后及下游需求景气下降因素影响，归母净利有所下降，2023 年下游消费电子需求景气度下降及公司工厂搬迁影响，利润短期承压。

图3：公司营收保持稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

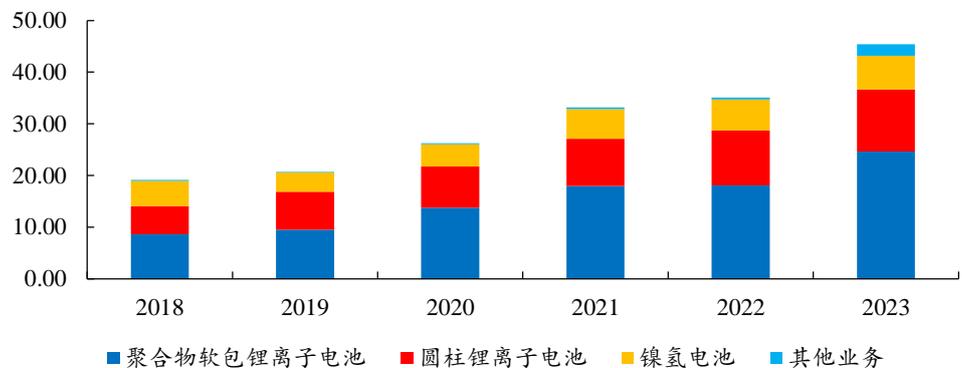
图4：公司归母净利短期承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务来看：公司软包锂电池、圆柱锂电池、镍氢电池三大业务均衡发展。公司产品终端客户主要为惠普、索尼、哈曼、大疆、罗技等国际头部客户，其中软包电池业务受益新客户放量，圆柱电池业务受益可穿戴设备终端景气度及客户新业务扩展，三大电池业务营收均保持快速增长态势，实现消费电子业务的一站式均衡发展。

图5：公司各电池业务均衡发展（亿元）



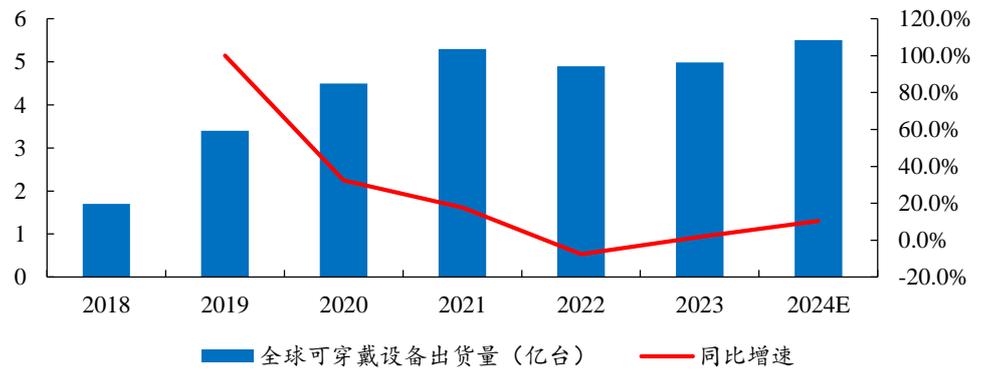
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、持续挖掘小而美细分赛道头部客户，新兴消费电池根据地

### 业务稳固

可穿戴设备等新兴消费电池景气度相对较高。TWS 耳机、智能手表等可穿戴设备仍处在渗透率提升阶段，与进入成熟期的智能手机等市场相比下游需求景气度相对较高，根据 IDC 数据，可穿戴设备 2023 年全球出货量达到 5.0 亿部，智能手表继续保持增长态势，IDC 预计 2024 年出货量将达到 5.6 亿台，同比增长 10.5%，2028 年底将达到 6.45 亿部，年复合增长率为 3.6%，保持增长态势。

图6：可穿戴设备等新兴消费赛道景气度相对较高



数据来源：IDC、开源证券研究所

公司产品多样，深入挖掘各小而美细分赛道。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及电子烟等领域；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。

表1：公司产品品类多样

产品类型	产品分类	终端产品	产品性能
软包电池	小型聚合物软包电池	智能手表	能量密度：500Wh/L~650Wh/L 容量范围：50mAh~600mAh
		智能手环	充放电性能：0.5C~5C/0.2C~5C 充电温度：0~45°C 放电温度：-20~60°C 循环寿命：500~1,000 次
		TWS 耳机盒	能量密度：700Wh/L~760Wh/L 容量范围：600mAh~6,000mAh 充放电性能：0.2C~1C/0.2C~3C 充电温度：0~60°C 放电温度：-20~60°C 循环寿命：500~1,000 次
软包电池	中型聚合物软包锂离子电池	笔记本电脑	能量密度：380Wh/L~420Wh/L 容量范围：20mAh~100mAh 充放电性能：0.5C~3C/0.2C~2C 充电温度：0~45°C
		警用执法仪	
		监控摄像头	
	聚合物软包扣式锂离子电池	TWS 耳机	

产品类型	产品分类	终端产品	产品性能
圆柱电池	消费类圆柱锂离子电池	电动剃须刀、电动牙刷	放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次
		蓝牙音箱	容量范围：300mAh~3,200mAh 充放电性能：0.5C~2C/0.2C~5C 充电温度：0~60℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次
	储能类锂离子电池	储能箱	容量范围：30Ah~300Ah 充放电性能：0.1C~0.2C/0.2C~2C 充电温度：0~45℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次
		户外用电	容量范围：2.4Ah~12Ah 充放电性能：0.2C~0.5C/0.2~4C 充电温度：0~45℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：300~1,000 次
	轻动力类锂离子电池	割草机	容量范围：300mAh~3,200mAh 充放电性能：0.5C~2C/0.2C~5C 充电温度：0~60℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次
		电动二轮车	容量范围：500mAh~2,600mAh 充放电性能：0.1C~1C/0.2~3C 充电温度：0~45℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~2,000 次
	镍氢电池	车载 T-box	容量范围：10Ah~14Ah 充放电性能：0.05C~0.2C/0.2~1C 充电温度：-10~50℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次
		挂卡电池	容量范围：500mAh~2,600mAh 充放电性能：0.1C~1C/0.2~3C 充电温度：0~45℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~2,000 次
		太阳能路灯	容量范围：10Ah~14Ah 充放电性能：0.05C~0.2C/0.2~1C 充电温度：-10~50℃ 放电温度：-20~60℃ 循环寿命：500~1,000 次

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司深度绑定各细分赛道龙头企业，与优质下游客户共同成长。公司通过多年聚焦国际品牌商的产品需求，凭借先进的技术与管理能力，与各领域全球头部品牌商建立了稳定供应关系。在笔记本电脑领域公司已进入惠普供应链，在蓝牙音箱和可穿戴设备领域公司与索尼、哈曼紧密合作，在个人护理领域公司与飞利浦、松下建立长期供应关系。与头部玩家的深入绑定充分显示出公司优秀的产品配套研发能力。

表2：公司绑定各细分赛道头部企业

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

主要应用领域	主要品牌客户
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
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：公司公告、开源证券研究所

**头部客户进入壁垒高，供应链较为稳定。**头部品牌商品客户导入电池供应商通常需要通过严格的审核流程、产品性能验证及第三方机构认证，整体开发周期较长，通常需要数年时间且需投入大量资源。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，**尤其日韩客户高度重视产品质量稳定性，供应链稳定性高；同时下游客户营运管理能力成熟，公司作为核心供应商在订单节奏及利润率上有所保障，公司深度绑定下游头部玩家，根据地业务发展稳固。**

**表3：公司已通过海外各国市场认证标准**

国家	认证	内容简介
联合国	UN	联合国制定的锂电池运输安全标准测试认证方法，是一个比 UL 更严格的测试，被美国运输部以及各国航空部门采纳作为标准，要求锂电池必须通过 UN 标准测试，共 8 个测试项目
美国	UL	美国保险商实验所（Underwriter Laboratories Inc.）的简称，该机构确定各种材料、装置、产品、设备、建筑等对生命、财产有无危害和危害的程度，确定、编写、发行相应的标准和有助于减少及防止造成生命财产受到损失的资料
欧盟	CE	强制认证标志，欧盟境内所用商品必须加贴该标志以表明产品质量符合欧盟《技术协调与标准化新方法》基本要求
	ROHS	欧盟立法制定的一项强制性标准，该标准已于 2006 年 7 月 1 日开始正式实施，主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准，使之更加有利于人体健康及环境保护。
日本	PSE	PSE (Product Safety of Electrical Appliance & Material) 验证在日本称之为“适合性检查”，是电气用品进入日本市场的强制性验证制度。
韩国	KC	适用于韩国市场的认证，广泛应用于各类电子产品安全性能方面的检测和认证，属强制性安全认证。
印度	BIS	适用于印度市场的安规认证，属强制性认证。
俄罗斯	GOST-R	适用于俄罗斯市场的安规认证，属强制性认证

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

**细分赛道供应商对电池厂综合研发能力要求高，供应链稳定性强。**由于各细分领域对电池产品要求有所差异，例如游戏本电池重视低温升及大功率放电，可穿戴设备注重小型化，因此相较笔电、手机电池等大单品赛道，做细分赛道对电池企业的综合研发能力及平台化能力要求高，**同时细分赛道需要对终端用户的应用场景和用户体验进行长时间的联合研发和调试，因此在进入供应链后客户更换供应商的意愿很低，供应链稳定性强。**

公司根据针对各应用场景个性化需求进行定制化研发，在细分赛道中技术优势明显。公司除通过自主研发掌握了“高能量密度电池技术”“电池电解液技术”“高温电池技术”“电池快速充放电关键技术”“高安全电池关键技术”等消费电池行业

关键技术外，还针对各细分领域差异化需求进行定制化研发，突破了小型化软包扣式电池、低温升大功率放电电池等技术，在各细分赛道中技术优势明显。

**表4：公司针对各细分领域产品进行定制化研发**

针对产品	研发项目	研发目标
游戏本电池	低温升大功率放电游戏本电池的 研究开发	在放电时间相同条件下，2C 放电温升比常规结构电芯大约低 10°C
笔电电池	低成本 4.4V 6 比 4 掺混正极笔 电电池的研究开发	显著降低产品成本
智能吸尘器 电池	10 串 BMS 解决方案研发	包含高精度电量计、低功耗、均衡、电压保护、电流保护、温度保护等功能，以及支持 UART（异步串口）单线通讯协议
运动摄像机 电池	高温充放电电池研发	满足高温充放电要求：充电 60 度，放电 70 度，基本性能均可满足终端产品需求
可穿戴设备 电池	软包扣式电池小型化研发	在现有 1254 软包扣式锂离子电池尺寸基础上，直径降低 1.0mm，厚度降低 1.1mm
太阳能灯具 电池	宽温长循环电池研发	满足 -40°C 至 70°C 环境下使用寿命达到 10 年

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

## 3、消费景气回暖，大软包电池有望贡献新增长动力

2023Q2 起全球智能手机及笔记本需求明显回暖，2024 年有望景气向上。根据 TechInsight 数据：2024Q1 笔记本电脑全球销量 4610 万台，同比增长 6.5%，预计随着 Windows 10 的支持服务将在 2025 年结束，以及疫情前期 PC 购买带来的更新周期将推动市场在 2024 年进入增长。2024Q1 智能手机全球销量 2.89 亿台，同比提升 8%，2024 年受益 AI 手机等机型刺激，终端景气有望持续往上。

图7：全球笔记本出货量同比转正

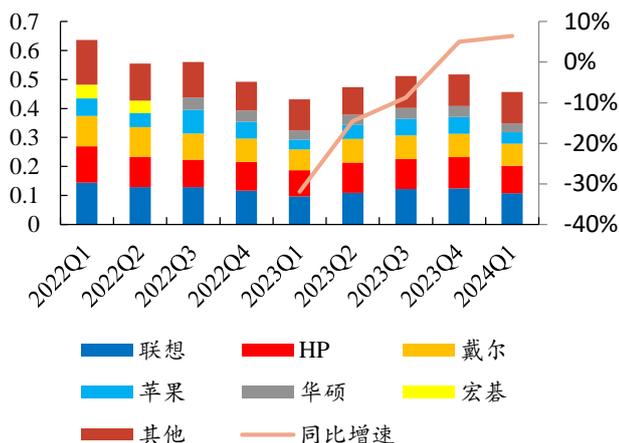


图8：全球智能手机出货量迎来拐点



数据来源：TechInsight、开源证券研究所

数据来源：TechInsight、开源证券研究所

**日韩厂商份额缩减，竞争格局优化。**全球消费类锂电池龙头厂商多为日韩锂电池企业，日韩锂电池行业起步较早，拥有更丰富的行业经验，ATL、三星 SDI、LG Chem 等日韩企业占据较大市场份额。近年来日韩企业纷纷专注布局动力电池板块，在消费电池研发配套资源配套趋于保守，国产厂商性能及技术方案逐步实现赶超，随着消费电池技术和产品代际迭代日韩厂商份额明显缩减。

图9：笔电电池国产企业份额快速提升

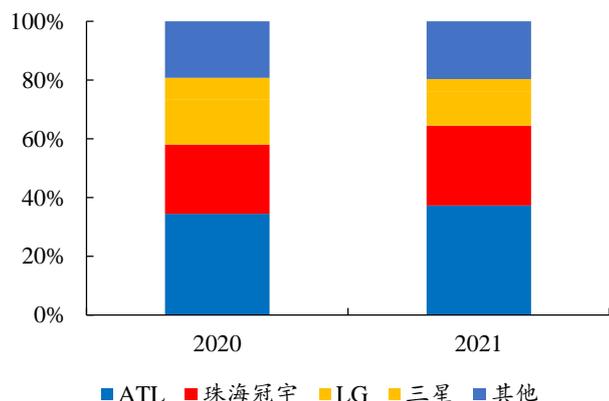
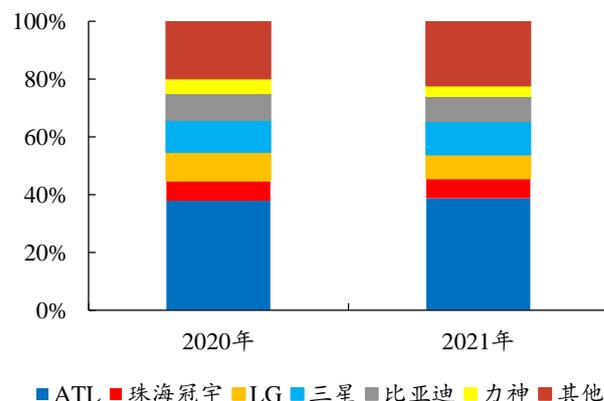


图10：手机电池竞争格局保持稳定



数据来源：Techno Systems Research、珠海冠宇招股说明书、开源证券研究所

数据来源：Techno Systems Research、珠海冠宇招股说明书、开源证券研究所

**AIPC 逐步走向商业化，功耗提升有望刺激电池用量明显提升。**各大 PC 厂商积极进军 AIPC 市场，其中联想在 2023 年 10 月举办“AI for All”大会，提出联想 AIPC 预计在 2024 年 9 月后正式上市；苹果拟每年投入 10 亿美元研发 AIPC；惠普预计最

早 2024 年推出全新 PC；宏基预计 AIPC 方案在 2024-2025 年推出，随着芯片厂及 PC 厂的积极推动，AIPC 有望快速进入商业化轨道，由于 AI 大模型训练和推理均要产生很高的电力消耗，AIPC 的功耗预计将明显高于普通 PC，对电池的性能及用量提出了更高的要求。

**表5：各大 PC 厂商积极进军 AIPC 市场**

厂商	布局进展
联想	2023 年 10 月 14 日，联想展示 AIPC，能创建个性化的本地知识库，通过模型压缩技术运行个人大模型，实现 AI 自然交互；联想 AIPC 预计在 2024 年 9 月后正式上市
苹果	苹果有望每年花费 10 亿美元来开发其生成式人工智能产品，并加速 5G 芯片在 Macbook Pro 产品线上的落地，以促进 AIPC 在线需求，发布时间预计在 2025 年
惠普	惠普正与关键软件供应商、关键芯片提供商展开紧密的合作，探索和重新设计 PC 的架构，最早会在 2024 年推出全新 PC
宏基	宏基目前已经与 CPU 厂商展开合作，预计将把 AIGC 或其他 AI 应用导入到终端设备上，相关 AI 笔记本方案会在 2024、2025 年陆续推出
戴尔	戴尔宣布与英伟达合作推出新的生成式 AI 解决方案，帮助客户在本地快速安全地构建生成式 AI (GenAI) 模型；此外将发布内置 AI 功能的小型节能新电脑

资料来源：中国经济网、澎湃新闻等、开源证券研究所

**公司掌握多项消费锂电池核心技术，产品能量密度、容量一致性、快充速度处于行业领先水平。**在能量密度上，公司通过采用高电压正极材料、高压密负极材料、更轻薄的隔离膜和箔材，已具备将电池体积能量密度提升至 830Wh/L 的能力；在电池容量一致性上，公司通过设备升级改造和工艺管控，现有产品的 COV（容量协方差）水平可达 0.3%；在快充速度上，选择高动力学石墨及电解液材料结合特殊工艺，新一代小型聚合物软包锂离子电池可支持 5C 快速充电。

**表6：公司锂电池产品核心技术较为领先**

核心技术	产品优势
高能量密度电池技术	公司通过采用高电压正极材料、高压密负极材料、更轻薄的隔离膜和箔材，已具备将电池体积能量密度提升至 830Wh/L 的能力，行业领先。
电池容量一致性控制技术	公司通过设备升级改造和工艺管控，现有产品的 COV（容量协方差）水平可达 0.3%
电池电解液配方技术	公司通过优化电解液与正负极材料匹配程度，电池循环次数提升至 1000 次以上
快充电池技术	选择高动力学石墨及电解液材料结合特殊工艺，新一代小型聚合物软包锂离子电池可支持 5C 快速充电

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司联合各大高校共同研发，在新技术端有望逐步形成领先态势。**公司与中南大学、哈尔滨工业大学、华南理工大学和南方科技大学等知名高校共同在补锂材料、硅碳负极等新材料新技术进行研发，目前 4.5V 高电压正极及硅碳负极等新技术都已进入试产阶段，随着客户需求放量有望迅速进入量产阶段，公司高度重视客户需求定制化研发及前沿技术研发，在新技术端有望逐步形成领先态势。

**表7：公司联合各大高校共同研发**

合作方	起止时间	合作项目	知识产权归属
中南大学	2021-2023	补锂材料研发	合作双方

合作方	起止时间	合作项目	知识产权归属
哈尔滨工业大学	2021-2024	硅碳负极复合材料	合作双方
中南大学	2021-2023	全电池 DCR 分析与仿真计算	合作双方

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**公司对现有基地产能转移及再扩产，大软包电池有望成为公司增长新发力点。**随着公司在软包电池技术的逐步实现领先以及下游笔电手机的消费景气逐步回暖，公司提前对现有产能进行整合及再扩产，在广东豪鹏新能源研发生产基地一期建设项目中，公司拟针对笔电、手机赛道，对聚合物软包锂电扩产 1.8 亿只，公司目前已进入笔电头部玩家惠普供应体系，随着下游客户送样及认证的推进有望扩展至其他头部客户，大软包电池有望成为公司未来增长新发力点。

**表8：公司对现有基地产能大力转移及再扩产**

产品名称	转移产能 (万只/年)	新增产能 (万只/年)	合计产能 (万只/年)
镍氢电池	19,208	8,992	28,200
聚合物软包锂离子电池	7,287	18,321	25,608
小型聚合物软包锂离子电池	5,529	7,275	12,804
中型聚合物软包锂离子电池	1,205	6,652	7,857
聚合物软包扣式锂离子电池	553	4,394	4,947
圆柱锂离子电池 (PACK)	1,291	3,061	4,352

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、镍氢电池龙头地位稳固，便携式储能有望贡献新增量

### 4.1、公司镍氢电池龙头地位稳固，扩展 T-Box 电源新应用

镍氢电池适用温度范围宽，安全性好，被广泛用于民用零售、通讯、混动汽车领域。镍氢电池相比民用常用的镍镉电池在能量密度、记忆效应、清洁环保等方面具备优势，相比锂电池在适用温度范围、安全性方面具备优势，因此被广泛用于民用零售、通讯、混动汽车领域。

表9：镍氢电池适用温度范围宽，安全性好

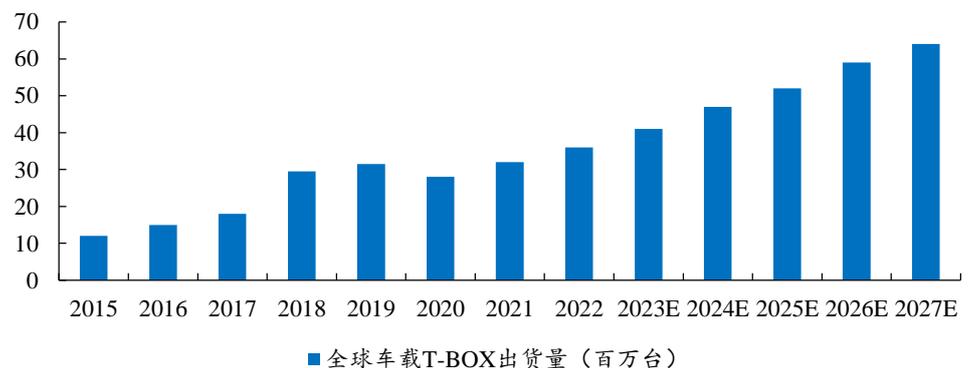
电池种类	优势	缺点
镍镉电池	内阻小，大电流放电	有记忆效应，镉元素有毒
镍氢电池	无记忆效应，容量大于镍镉电池，适用温度范围宽，安全性好	循环次数低
锂电池	能量密度高，无记忆效应	温度适应范围窄

资料来源：格瑞普电池、开源证券研究所

镍氢电池市场已进入成熟期，民用零售应用领域相对稳定。据富士经济预测，镍氢电池行业已进入成熟期，预计未来需求平稳下降。而在民用零售领域，2020年12月欧盟《废旧电池修订法案》提出在2030年前评估逐步停止使用一般用途的一次电池，低自放电、不含有害物质的镍氢电池作为一次电池替代品之一，有望逐步替代部分一次电池，因此民用零售领域镍氢电池需求相对稳定，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约2.70亿只的市场规模。

车载 T-BOX 在政策要求下有望迅速放量。车载 T-Box 是一种可深度读取汽车 CAN（控制器局域网）总线数据和私有协议的装置，主要功能包括车祸发生时的 E-CALL 紧急呼叫功能。2016 年国家工信部要求 2017 年起所有新能源汽车都需要安装 T-BOX，欧盟在 2018 年通过法规做出新车强制标配 E-Call 的规定，未来 T-BOX 有望跟随国内新能源汽车快速发展及新车配置比例的提升迅速放量。

图11：全球 T-BOX 市场有望迅速放量



数据来源：QYResearch 2021、公司公告、开源证券研究所

镍氢电池为 T-BOX 备用电源首选，车载 T-BOX 需求发展有望刺激镍氢电池放量。车载 T-BOX 需要配置备用电源来确保外部电源断电后，T-BOX 的安全通信、数据传输能正常进行，同时由于 E-CALL 功能涉及紧急情况下的人身安全，对电源的宽温性能、安全性、可靠性都提出了较高要求，镍氢电池以良好的可靠性、循环寿命长、宽温等特性被众多 T-Box 厂商作为最佳的备用电源，市场前景广阔。

公司镍氢电池产品的产销量处于行业领先地位。镍氢电池作为公司的起家业务，公司多年来聚焦下游头部品牌商，着力提升产品安全性，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。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

**1、软包电池：**公司软包电池主要应用在笔电、可穿戴设备等领域，2023Q2 开始下游景气度开始恢复，2024 年有望景气往上，公司已进入惠普等国际头部品牌的供应链，同时在新技术上储备充分，随着日韩电池厂逐步退出有望扩大市场份额，我们预计 2024-2026 年软包电池营收分别为 31.53、42.86、54.77 亿元。利润率方面，受益于稼动率提升，我们预计 2024-2026 年软包电池毛利率分别为 22.3%、25.9%、27.3%。

**2、圆柱电池：**公司圆柱电池主要用于音箱、个人护理、便携式储能等应用领域，公司绑定各细分赛道头部客户，由于头部品牌商不会轻易更换供应商，公司市场地位及利润率水平较为稳固，我们预计 2024-2026 年公司圆柱电池营收分别为 16.57、20.06、24.44 亿元，毛利率分别为 19.2%、19.1%、19.0%。

**3、镍氢电池：**公司镍氢电池主要用于民用零售、车载 T-BOX 领域，其中镍氢电池为 T-BOX 备用电源首选，政策要求下车载 T-BOX 需求发展有望刺激公司镍氢电池放量，我们预计 2024-2026 年镍氢电池营收分别为 7.42、7.79、8.18 亿元，由于 T-BOX 电源进入壁垒相对较高，利润率水平较高，我们预计 2024-2026 年镍氢电池毛利率分别为 16.0%、16.5%、16.5%。

表10：公司各业务营收拆分

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、聚合物软包锂离子 子电池	营业收入（亿元）	18.07	24.61	31.53	42.86	54.77
	YOY	1%	36%	28%	36%	28%
	营业成本（亿元）	14.23	19.74	24.50	31.78	39.80
	毛利（亿元）	3.84	4.97	7.03	11.08	14.97
	毛利率	21.3%	20.2%	22.3%	25.9%	27.3%
2、消费圆柱锂离子 电池	营业收入（亿元）	10.62	11.99	16.57	20.06	24.44
	YOY	15%	13%	38%	21%	22%
	营业成本（亿元）	8.25	9.65	13.38	16.22	19.79
	毛利（亿元）	2.37	2.34	3.18	3.84	4.65
3、镍氢	营业收入（亿元）	6.03	6.55	7.42	7.79	8.18
	YOY	6%	9%	13%	5%	5%
	营业成本（亿元）	5.12	5.44	6.23	6.50	6.83
	毛利（亿元）	0.92	1.02	1.19	1.28	1.35
其他	营业收入（亿元）	0.33	2.26	2.26	2.26	2.26
	YOY	-7%	591%	0%	0%	0%
	营业成本（亿元）	0.06	1.84	1.85	1.85	1.85
	毛利（亿元）	0.26	0.41	0.41	0.41	0.41
合计	营业收入（亿元）	35.06	45.41	57.78	72.97	89.65
	YOY	6%	30%	27%	26%	23%

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本 (亿元)	27.67	36.67	45.96	56.35	68.27
毛利 (亿元)	7.39	8.74	11.82	16.62	21.38
毛利率	21.1%	19.2%	20.5%	22.8%	23.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5.2、可比公司估值

综上,我们预计豪鹏科技 2024-2026 年归母净利润分别为 1.70、4.09、5.94 亿元,对应当前股价 PE 分别为 22.2、9.2、6.4 倍,我们选取同样主营消费电池的三家公司珠海冠宇、欣旺达、蔚蓝锂芯作为可比公司,三家可比公司当前股价对应 2025 年的平均 PE 为 15.9 倍,公司 2025 年 PE 估值低于可比公司,考虑公司在细分赛道消费电池根据地业务稳固,技术积淀丰富,未来在手机笔电等大软包电池领域有望充分发力,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

表11: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)		EPS			PE		
		2024/6/12	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688772.SH	珠海冠宇	13.75	0.61	0.94	1.30	22.38	14.56	10.56	
300207.SZ	欣旺达	14.78	0.70	0.89	1.07	21.13	16.62	13.82	
002245.SZ	蔚蓝锂芯	7.90	0.36	0.48	0.56	21.78	16.50	13.99	
	平均					21.77	15.89	12.79	
001283.SZ	豪鹏科技	45.90	2.07	4.98	7.22	22.17	9.21	6.35	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (其中珠海冠宇、豪鹏科技盈利预测来自开源证券研究所,蔚蓝锂芯、欣旺达盈利预测来自 Wind 一致预期,估值选取日期为 2024 年 6 月 12 日)

## 6、风险提示

**消费终端景气度不及预期：**公司主营消费锂电池及镍氢电池，若下游消费电子终端不及预期，虽然公司产品及客户多元化相对韧性较强，但仍会对出货量以及稼动率造成影响。

**公司新客户扩张不及预期：**受益日韩电池厂商逐步退出消费电池市场，公司在手机电池、笔电电池等大软包电池领域有望发力，但若大软包电池的新客户扩张不及预期，会对公司业务增长造成影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2744	4782	4129	4972	6185
现金	1006	2181	2775	3504	4305
应收票据及应收账款	796	1594	0	0	0
其他应收款	99	77	147	136	211
预付账款	24	35	40	55	61
存货	640	709	982	1091	1421
其他流动资产	178	186	186	186	186
<b>非流动资产</b>	2168	3772	4121	4602	5137
长期投资	39	42	48	55	61
固定资产	1100	2738	3041	3438	3896
无形资产	162	158	182	211	223
其他非流动资产	866	834	849	897	957
<b>资产总计</b>	4911	8554	8249	9574	11321
<b>流动负债</b>	2119	4006	3838	5042	6481
短期借款	89	388	3159	4243	5676
应付票据及应付账款	1619	3240	0	0	0
其他流动负债	412	378	678	799	805
<b>非流动负债</b>	541	1986	1680	1397	1119
长期借款	444	1836	1529	1247	969
其他非流动负债	97	150	150	150	150
<b>负债合计</b>	2660	5992	5518	6439	7600
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	80	82	82	82	82
资本公积	1373	1461	1461	1461	1461
留存收益	818	844	1007	1398	1956
<b>归属母公司股东权益</b>	2251	2562	2732	3135	3721
<b>负债和股东权益</b>	4911	8554	8249	9574	11321

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	335	238	-1590	696	518
净利润	159	50	170	409	594
折旧摊销	140	188	252	287	345
财务费用	-32	17	17	17	17
投资损失	17	79	0	0	0
营运资金变动	-119	-151	-2029	-18	-438
其他经营现金流	170	54	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-828	-1387	-600	-769	-880
资本支出	708	1389	594	762	874
长期投资	-100	63	-7	-7	-6
其他投资现金流	-20	-61	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	990	1728	13	-281	-270
短期借款	32	299	2771	1083	1434
长期借款	3	1391	-306	-283	-278
普通股增加	20	2	0	0	0
资本公积增加	923	88	0	0	0
其他筹资现金流	12	-52	-2453	-1082	-1426
<b>现金净增加额</b>	479	579	-2177	-354	-633

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3506	4541	5778	7297	8965
营业成本	2767	3667	4596	5635	6827
营业税金及附加	14	31	39	50	61
营业费用	86	132	168	212	261
管理费用	236	299	376	438	538
研发费用	215	333	424	535	657
财务费用	-32	17	17	17	17
资产减值损失	-20	0	-10	-10	-10
其他收益	29	31	31	31	31
公允价值变动收益	-48	18	0	0	0
投资净收益	-17	-79	0	0	0
资产处置收益	-0	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	155	23	179	431	625
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	6	5	0	0	0
<b>利润总额</b>	151	20	179	431	625
所得税	-8	-30	9	22	31
<b>净利润</b>	159	50	170	409	594
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	159	50	170	409	594
EBITDA	296	288	522	897	1193
EPS(元)	1.94	0.61	2.07	4.98	7.22

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.7	29.5	27.2	26.3	22.9
营业利润(%)	-42.0	-85.1	672.6	140.6	45.0
归属于母公司净利润(%)	-37.3	-68.4	238.3	140.6	45.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.1	19.2	20.5	22.8	23.8
净利率(%)	4.5	1.1	2.9	5.6	6.6
ROE(%)	7.1	2.0	6.2	13.1	16.0
ROIC(%)	5.4	5.0	3.3	6.3	7.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.2	70.1	66.9	67.3	67.1
净负债比率(%)	-10.7	7.0	87.4	79.2	77.1
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.4	3.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.2	5.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.94	0.61	2.07	4.98	7.22
每股经营现金流(最新摊薄)	4.07	2.89	-19.34	8.47	6.30
每股净资产(最新摊薄)	27.39	27.99	30.06	34.97	42.10
<b>估值比率</b>					
P/E	23.7	75.0	22.2	9.2	6.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	11.6	13.7	11.8	7.0	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

17 / 19

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn