

珠海冠宇 (688772)

AI 驱动消费锂电需求新周期，动力聚焦优质业务

买入 (首次)

2024 年 06 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书: S0600123040064
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10974	11446	12764	16147	20781
同比 (%)	6.14	4.29	11.52	26.51	28.70
归母净利润 (百万元)	90.95	344.19	602.65	1,015.12	1,637.21
同比 (%)	(90.38)	278.45	75.09	68.44	61.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.08	0.31	0.53	0.90	1.45
P/E (现价&最新摊薄)	184.69	48.80	27.87	16.55	10.26

投资要点

- **AI 应用拉动 3C 锂电需求回暖，行业拐点确立。**公司在 3C 锂电中份额近 10%，仅次于 ATL，其中笔电份额 31%、手机份额 8%。消费电子行业自 21 年高点后，需求已经连续 2 年下滑，随着 24 年 AIPC、AI 手机推出，有望带来换机潮，销量重拾增长 5-15% 增长，并且 AI 机型带电量普遍提升 10%。价格方面看，24 年原材料价格底部企稳，但 25 年随着硅基、钢壳、容量提升、pack 自供等均价有望上涨，对应市场空间 10%+ 至 820 亿元，2030 年起 1000 亿元。
- **公司手机业务放量，助力消费业务再上台阶，产能利用率+Pack 自供比例提升增厚利润。**公司 23 年消费类收入 105 亿元，其中笔电 66 亿元，手机 34 亿元。未来笔电平稳略增，而手机成长空间大。23 年公司手机电池市占率 8%，新客户放量+高端机型突破，预计 24 年手机收入 20% 增长至 41 亿元，25-26 年将再提速，远期手机份额目标 20-30%，收入空间超 100 亿元。其中，大客户苹果 23 年起量，当年出货 1000 万只，24 年翻番至 2000-2500 万只，25 年进一步翻番，预计可占苹果 20% 需求，26 年仍有提升空间，未来有望突破三星。因此我们预期公司消费类业务 24 年收入增 8% 至 113 亿元，25-26 年提速至 20%+，且盈利端看，公司目前产能 7 亿只，名义产能利用率 50-60%，Pack 自供比例 40%+，25-26 年利用率和一体化提升，消费类毛利率有提升空间，预计 24-26 消费类贡献 10/13/16 亿元利润，同比增 7%/27%/27%。
- **汽车启停电池已获国内外大车企定点，可贡献第二增长曲线。**公司 2019 年陆续布局动储电池业务，23 年亏损扩大至 4.6 亿元 (权益)，24 年聚焦启停、无人机等优质业务，其中启停业务 23 年出货 10 万套，目前已获得美国大客户、欧洲捷豹路虎、Stellantis、奔驰等定点，并且公司是理想主供、小米独供，预计 24 年出货有望达到 80-100 万台，收入贡献超 6 亿元，25-26 年进一步翻番增长，远期该市场空间 500 亿元，公司有望获得 20% 份额。盈利方面，24 年公司减少亏损业务、并积极引入外部股东，我们预计 24 年亏损 4.2 亿元 (权益)、25 年减亏、26 年有望盈亏平衡。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2024-2026 年公司归母净利润为 6.0/10.2/16.4 亿元，同比增长 75%/68%/61%，对应 PE 为 28/17/10 倍，从分布估值角度看，由于消费类业务 24 年利润预计 10-11 亿元，25-26 年我们预计增长 25%+，叠加动储业务远期空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 行业需求放缓超预期；2) 原材料价格波动；3) 技术创新进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.90
一年最低/最高价	11.13/23.55
市净率(倍)	2.54
流通 A 股市值(百万元)	11,475.30
总市值(百万元)	16,796.56

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.87
资产负债率(% ,LF)	66.56
总股本(百万股)	1,127.29
流通 A 股(百万股)	770.15

相关研究

内容目录

1. 珠海冠宇：消费为基，动储添翼	5
1.1. 深耕消费锂电多年，开拓“动力+储能”两大市场	5
1.2. 股权结构较为集中，员工激励绑定度高	7
1.3. 管理层技术出身，二十余年潜心研发	7
2. 消费业务稳步扩张，动储打造第二增长曲线	8
2.1. 营收稳健增长，盈利回升显著	8
2.2. 盈利行业领先，后续提升空间可期	9
2.3. 新业务培育期，费用持续增长，短期影响净利率	10
3. 消费锂电国产替代及复苏主线共振，行业贝塔修复进行时	11
3.1. 传统消费电子短期触底迎复苏，新兴消费电子蕴育新增量	11
3.2. 消费锂电高容量大势所趋，预计 25 年空间 1000 亿元+	14
3.3. 日韩厂商优势被赶超，国产消费锂电厂商崛起正当时	18
4. 消费主业强者恒强，自身阿尔法驱动量利提升	18
4.1. 增量驱动一：笔电出货稳中向上，奠定消费业务基本盘	18
4.2. 增量驱动二：切入手机高端机型+新客户放量，手机份额提升可期	20
4.3. 盈利提升一：Pack 自封比例提升，一体化提升价值量	24
4.4. 盈利提升二：产能利用率回升，打开利润向上空间	25
4.5. 消费电池总结：预计 24 年出货增长 20%-30%，收入增速约 15%	26
5. 启停电池另辟蹊径，循序渐进布局动力核心赛道	28
5.1. 铅改锂电化大势所趋，高端车企已率先应用	28
5.2. 市场空间突破 400 亿元，竞争格局相对优化	29
5.3. 以启停电池为起点，差异化切入动力市场	31
6. 盈利预测与投资建议	34
6.1. 分业务盈利预测	34
6.2. 估值与投资建议	35
7. 风险提示	36

图表目录

图 1: 珠海冠宇发展历程.....	5
图 2: 珠海冠宇产品体系.....	5
图 3: 公司客户结构.....	6
图 4: 珠海冠宇股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	7
图 5: 公司管理层背景.....	8
图 6: 2019-2024Q1 公司营业收入及增速	8
图 7: 2019-2024Q1 公司归母净利润及增速	8
图 8: 2019-2023 年公司营业收入构成 (亿元)	9
图 9: 2023 年公司营业收入拆分.....	9
图 10: 19-24Q1 公司毛利率与净利率情况	10
图 11: 公司主营业务与可比公司毛利率对比情况.....	10
图 12: 2019-2023 年公司消费业务毛利率	10
图 13: 2019-2023 年公司动储业务毛利率	10
图 14: 公司分年度归母净利率.....	11
图 15: 期间费用率增加明显.....	11
图 16: 全球消费电子市场规模.....	12
图 17: 全球智能手机出货量 (万台, %)	12
图 18: 全球笔记本电脑出货量 (万台, %)	12
图 19: 全球可穿戴设备出货量.....	13
图 20: 苹果 MR Vision Pro 概念图	13
图 21: 全球无人机市场规模及预测情况.....	14
图 22: 2021 年全球无人机应用结构.....	14
图 23: 2017-2023 年手机电池容量变化 (mAh)	14
图 24: AIPC 与传统笔记本电池容量对比	15
图 25: 全球笔记本电脑软包锂电池占比变化.....	16
图 26: 全球手机软包锂电池类别占比.....	16
图 27: 全球消费电芯市场空间测算 (亿元)	16
图 28: 2018 年全球数码锂电池企业竞争格局.....	18
图 29: 2023 年全球数码锂电池企业竞争格局.....	18
图 30: 2015-2021 年全球笔电厂商出货份额变化	18
图 31: 2023 年全球笔电出货份额.....	18
图 32: 全球笔电及平板锂电池企业出货份额变化.....	19
图 33: 2021 年全球笔电及平板锂电池出货份额.....	19
图 34: 公司笔电 Pack 销量情况.....	20
图 35: 公司笔电业务营收预测.....	20
图 36: 2023 年全球智能手机出货份额情况.....	20
图 37: 2015-2021 年全球手机厂商出货份额变化	20
图 38: 2021 年全球手机锂电池市场份额.....	21
图 39: 珠海冠宇与 ATL、锂威等产品性能对比	21
图 40: 珠海冠宇手机类电池出货预测.....	23
图 41: 苹果全新金属电池外壳设计 (1)	23
图 42: 苹果全新金属电池外壳设计 (2)	23

图 43: 珠海冠宇手机业务预测.....	24
图 44: 公司 Pack 与电芯产品单位均价对比 (元/个)	25
图 45: 公司分业务 Pack 自供率与毛利率变化情况.....	25
图 46: 公司 Pack 自供比例变化情况.....	25
图 47: 公司产能利用率对于盈利影响的测算.....	26
图 48: 公司产能利用率与毛利率关系.....	26
图 49: 公司产能规划 (单位: 万只)	26
图 50: 公司消费类业务远期空间测算.....	27
图 51: 低压启停电池相关需求.....	28
图 52: 铅酸蓄电池与锂电池对比.....	28
图 53: 车企低压锂电启停电池应用情况.....	29
图 54: 中国锂电启停电池市场空间测算 (亿元)	30
图 55: 电池厂商低压锂电启停电池布局进展.....	30
图 56: 公司动力电池产品体系.....	31
图 57: 珠海冠宇低压启停电池产品布局.....	32
图 58: 公司锂电启停电池定点及合作情况.....	32
图 59: 公司动储类锂电池产能规划情况.....	33
图 60: 公司动储类锂电池营收及增速.....	33
图 61: 公司动储类锂电池毛利率水平.....	33
图 62: 公司主要客户锂电启停收入测算.....	34
图 63: 公司业绩拆分.....	35
图 64: 珠海冠宇可比公司估值 (截至 6 月 24 日收盘价, 欣旺达、鹏辉能源、豪鹏科技为 Wind 一致预期)	36

1. 珠海冠宇：消费为基，动储添翼

1.1. 深耕消费锂电多年，开拓“动力+储能”两大市场

全球消费锂电巨头，动储开拓进行时。公司自 1998 年开始深耕消费类电池的研发、生产及销售，主要提供锂离子电池产品包括电芯及 PACK，应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备等领域，是全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，2022 年公司笔电锂离子电池市占率全球 TOP2、智能手机锂离子电池市占率全球 TOP5，长期服务于惠普、联想、戴尔、华硕及小米等全球知名客户。2011 年起公司积极布局动力及储能业务，形成以“消费为基，动储为翼”的业务格局，2023 年开始由于储能市场竞争激烈，公司动储业务聚焦电动车 12v 启停电池，并成功获得国内外主流车企定点。

图1：珠海冠宇发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

“电芯+PACK”打造核心产品体系。公司消费类锂离子电池产品包括电芯及 PACK，应用领域涵盖笔记本电脑、智能手机、智能穿戴设备等，产品性能优异，能量密度最高可达 750Wh/L、循环寿命 1200 次；动力类锂离子电池产品主要应用于电动汽车、汽车启停系统和电动摩托，已成功研发 12V 磷酸铁锂启停电芯。

图2：珠海冠宇产品体系

类别	产品体系		主要指标				应用领域	
	电芯	PACK	能量密度	容量范围	循环寿命	充放性能		
消费类锂离子电池			700-750Wh/L	1.5-6.0Ah	700-1200次	0.5-3C/0.5-2C	笔记本电脑	
			600-750Wh/L	2-5.2Ah	500-1000次	0.5-3C/0.2-1C	平板电脑	
			620-740Wh/L	2-5.17Ah	500-1000次	0.5-5C/0.2-1C	智能手机	
			450-600Wh/L	0.071-2Ah	350-700次	0.5-5C/0.2-6.5C	智能穿戴设备	
			240-255Wh/L	2-6Ah	300-500次	1.5-2C/3-5C	消费类无人机	
动力类锂离子电池							130Wh/kg	汽车启停系统
							215Wh/kg	电动摩托
储能类锂离子电池							180Wh/kg	数据中心、通讯备电、工业储能、家庭储能

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

客户基础广泛，深度绑定合作关系。公司已成功进入多家全球知名企业供应商体系，并建立长期稳定合作。**1) 在笔记本电脑和平板电脑领域**，公司12年进入惠普供应链，次年进入宏碁、华硕供货体系，14-16年陆续开拓戴尔、联想、微软和亚马逊等客户；**2) 在智能手机领域**，12年进入小米供应链，成为主要供应商，随后突破华为、OPPO、联想及中兴等，21-23年正式切入苹果、VIVO等厂商，配套机型不断高端化，并积极拓展三星，预计24-25年有望突破；**3) 在其他消费电子领域**，公司与大疆、Bose、Meta、Google等无人机、智能穿戴厂商深化合作，并向电动工具、清洁设备等方向拓展，22年新开发客户包括PMI、小狗、追觅、Shark及泉峰等；**4) 动力启停电池领域**，公司先后获得特斯拉、捷豹路虎、stellantis、奔驰等海外客户定点，并已大批量供应理想、小米等车企。

图3：公司客户结构

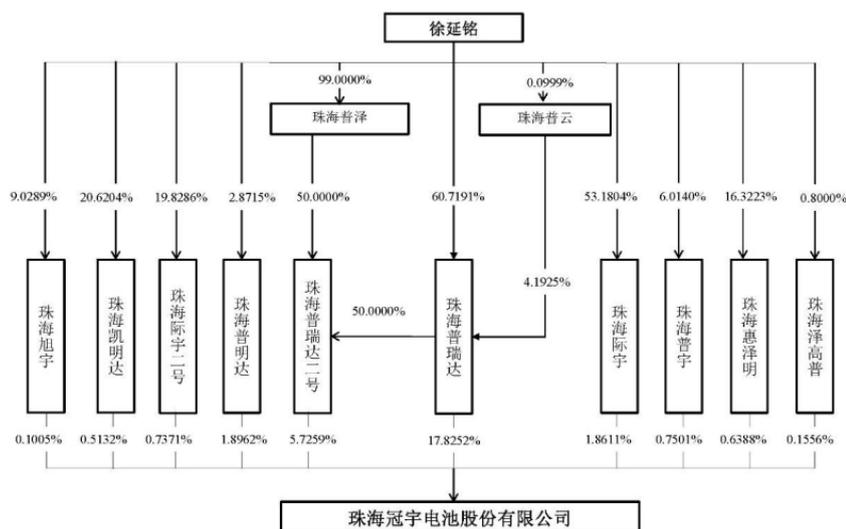


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构较为集中，员工激励绑定度高

股权结构集中，实控人持股 25.5%。公司董事长徐延铭先生通过珠海普瑞达、普明达等公司合计持股 25.46%，为实际控制人。同时，公司通过设立员工持股平台来充分激励员工，相关持股平台包括珠海际宇、珠海普宇和珠海普明达等公司。公司拥有 14 家子公司，其中子公司 Everup Battery 主要从事锂电池封装业务，配套小米、富士康在印度的手机生产业务，子公司 COSMX Power 将作为消费类锂电池印度生产基地。

图4：珠海冠宇股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：公司年度报告，东吴证券研究所

1.3. 管理层技术出身，二十余年潜心研发

深耕电池行业二十余载，管理层专业背景扎实。公司董事长徐延铭深耕电池行业超过 30 年，对锂离子电池行业有深刻的理解和广阔的视野，对市场发展趋势和产品技术方向的把握具有较强的敏感性和前瞻性；研发总工程师、副总经理等核心技术人员均在电池行业拥有超过 20 年的研发、制造管理经验，准确把握客户需求，了解行业动态，使公司产品性能与研发水平始终走在前沿。

图5：公司管理层背景

姓名	现任公司职位	主要履历
徐延铭	董事长、总经理	硕士学历。自 1989 年起，先后任职于哈尔滨无线电九厂、圣日电池实业等；2007 年至今，任公司董事长、总经理；国家科学技术部“创新人才推进计划”科技创新创业人才
林文德	副总、营销总负责	硕士学历。1997 年起，先后任职于大众计算机、茂永科技和宜电电池等；2008 年至今，历任公司营销中心总负责人、副总经理
谢斌	副总、首席运营官	本科学历，1995 年起，先后任职于东莞新科磁电厂、东莞库柏电子、赛尔康技术等；2018 年至今，历任公司首席运营官、副总经理
李俊义	研发总工程师	本科学历。1998 年起，先后任职于光宇电源、金色能源科技、珠海光宇等；2019 年起，担任广东电池行业协会副会长、电池技术专家委员会副主任；任公司研发中心总工程师
付小虎	项目管理总负责	1996 年起，先后任职于东莞新科磁电厂、东莞新能源科技、深圳市比克电池、曙鹏科技等；任公司董事、项目管理中心总负责人、工会主席

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2. 消费业务稳步扩张，动储打造第二增长曲线

2.1. 营收稳健增长，盈利回升显著

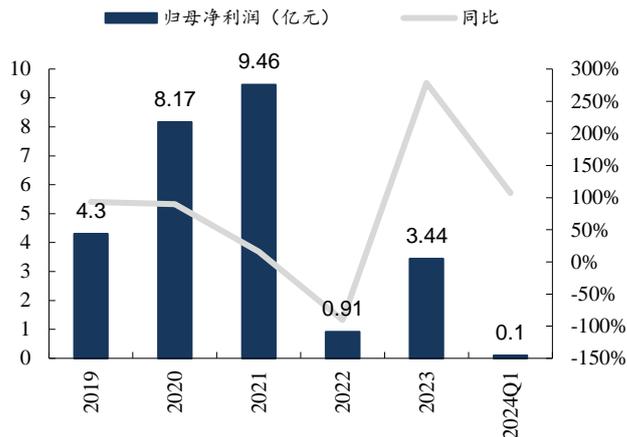
业绩短期受下游拖累影响，23 年起回暖趋势显现。2018-2021 年公司营收与归母净利润 CAGR 为 30%和 62%，整体业绩增长稳健。受原材料价格上涨、消费电子需求低迷影响，2022 年公司营收 109.7 亿元，同比增长 6.1%；归母净利润 0.91 亿元，同比减少 90.4%。2023 年伴随消费电子需求逐步复苏，公司业务规模快速扩张，2023 年二季度起公司消费电池出货量、盈利开始明显改善，但由于原材料价格下降，2023 年实现营收 114.5 亿元，同比增 4.3%，基本平稳；另外，动储业务仍处于前期投入期，亏损幅度较大，2023 年归母净利润 3.4 亿元，同比增 278%，销售净利率 1.7%，盈利水平仍有大幅提升空间。24Q1 公司收入 25.5 亿元，同比增 7%，归母净利润 0.1 亿元，同比扭亏。

图6：2019-2024Q1 公司营业收入及增速

图7：2019-2024Q1 公司归母净利润及增速



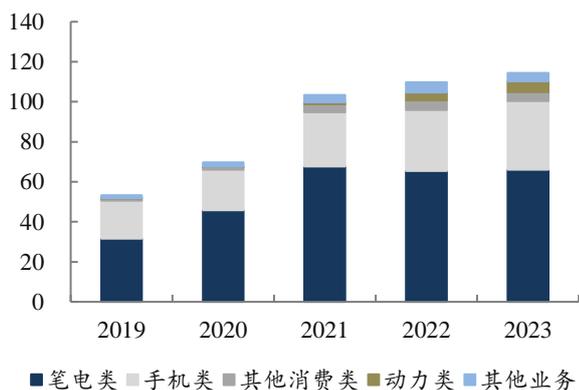
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

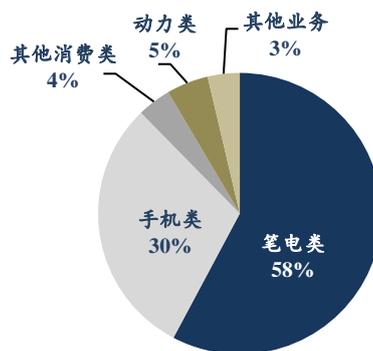
消费类业务为业绩核心驱动，动储贡献有望快速增长。公司消费类业务按照产品类型可分为笔电类、手机类和其他消费类。2023年公司消费类业务收入104.8亿元，同比增长4%，占总营收比重92%，为主要业绩贡献，其中笔电类收入66亿元，同比增1%，手机类营收34亿元，同比增12%。得益于AR/VR、无人机等新兴消费电子兴起，其他类消费营收占比由2019年的2%提升2pct至2023年的4%。2023年公司动储类业务营收5.5亿元，营收占比5%，同比增速超38%，虽处于起步阶段，但伴随公司产能扩张及释放，动储业务有望快速放量。

图8：2019-2023年公司营业收入构成（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2023年公司营业收入拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 盈利行业领先，后续提升空间可期

毛利率处于业内较高水平，23年起盈利持续修复。得益于消费电池均价及出货量快速增长，2017-2020年公司毛利率持续上升。2021-2022年由于原材料价格大幅上涨、下

游需求萎缩导致产能利用率降低，公司毛利率出现下滑。此外，因动储业务起步阶段研发投入较大及股权激励分摊，2022年公司净利率降至0.83%。2023年原材料价格企稳、规模优势显现，毛利率回升至25.2%，其中消费类毛利率27.6%，同比提升9pct；动力毛利率-15%，同比改善16pct，整体而言公司盈利处于业内较高水平。24Q1公司毛利率24.7%，淡季产能利用率下降，毛利率环比微降2pct，但同比提升6pct。

图10：19-24Q1 公司毛利率与净利率情况



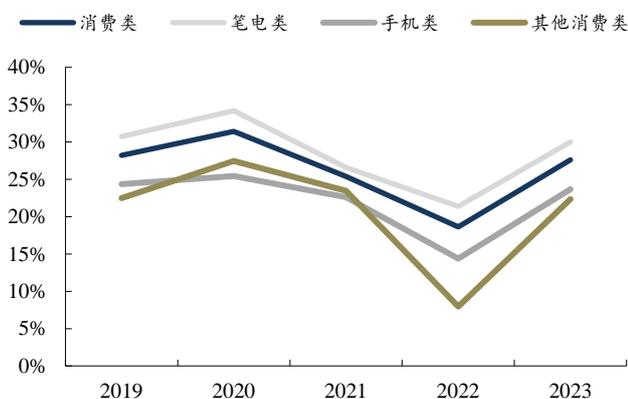
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：公司主营业务与可比公司毛利率对比情况

公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
亿纬锂能	锂电池	23.76%	26.13%	19.02%	15.02%	未披露	未披露
	综合	29.72%	29.01%	21.57%	16.43%	17.04%	17.64%
欣旺达	消费类电芯	23.95%	28.91%	24.34%	13.79%	14.91%	未披露
	综合	15.35%	14.86%	14.69%	13.84%	14.60%	16.52%
鹏辉能源	二次锂电池	23.57%	18.01%	14.92%	18.03%	15.75%	未披露
	综合	23.75%	17.49%	16.21%	18.69%	16.51%	11.84%
平均	类似业务	23.76%	24.35%	19.43%	15.61%	15.33%	未披露
	综合	22.94%	20.45%	17.49%	16.32%	16.05%	15.33%
珠海冠宇	主营业务	27.96%	30.99%	24.96%	16.74%	25.48%	未披露
	综合	28.26%	31.17%	25.15%	16.87%	25.17%	24.66%

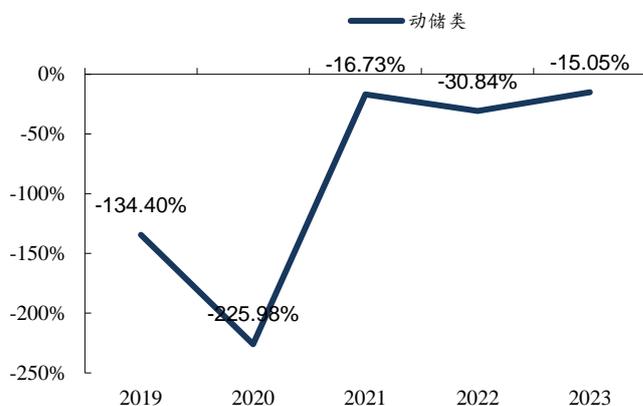
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2019-2023 年公司消费业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2019-2023 年公司动储业务毛利率



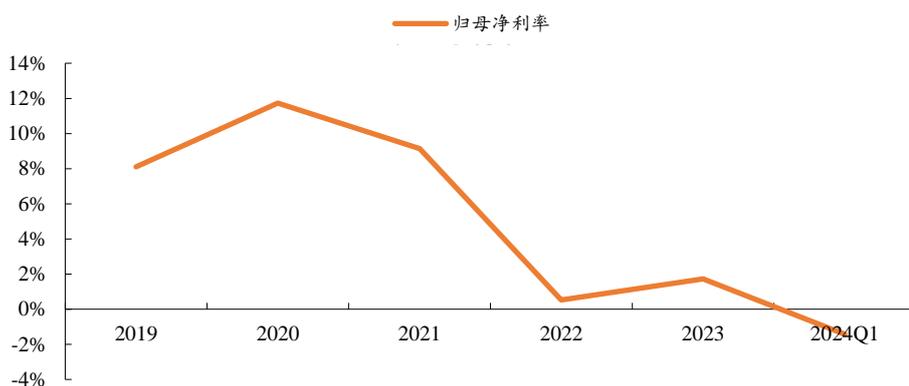
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 新业务培育期，费用持续增长，短期影响净利率

研发投入与管理费用率持续增加，新业务导入期，净利率受影响。2018-2022年公司期间费用率稳定于15%左右，但2023年公司费用率提升至22%，环比增加7pct，一方面由于原材料价格下降，收入增速平缓，另一方面新业务拓展导致研发费用等大幅增加。分项看，得益于与客户的高粘性，公司销售费用率近年来持续低于0.5%；研发费用

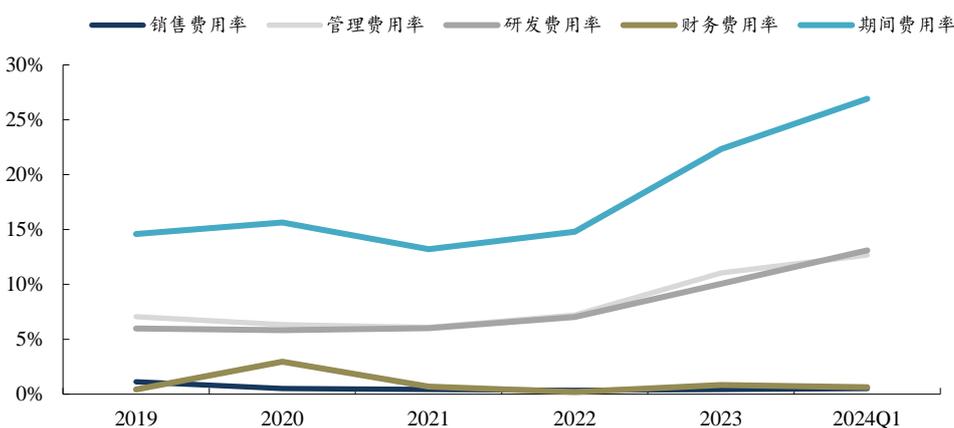
率逐年增长，系公司持续加大研发投入，研发人员由 2017 年的 593 人增至 2023 年 3506 人，2023 年研发费用率提升 3pct 至 10%；由于公司业务规模扩张，员工数量及相关薪酬激励增加，2023 年管理费用率提升 4pct 至 11%。2024 年一季度公司费用率进一步提
升至 27%，同比增 2pct。净利率角度看，2019-2021 年公司净利率分别为 8%/12%/9%，
2022 年起新业务拓展造成亏损、原材料涨价等影响，2022-2023 年净利率下降至
0.5%/1.7%。

图14：公司分年度归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：期间费用率增加明显



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 消费锂电国产替代及复苏主线共振，行业贝塔修复进行时

3.1. 传统消费电子短期触底迎复苏，新兴消费电子蕴育新增量

消费电子见底，行业有望复苏。疫情催化下，全球消费电子需求激增，2021年消费电子市场规模10.9万亿美元，为近年来巅峰。然而，由于全球经济持续放缓及通胀高企，市场步入低迷期，2022年市场规模下行至10.6万亿美元，同减3%，各细分市场遭遇寒冬，出货量同减10%+，2023年行业需求继续小幅下降。随着AIPC、Alphone的推出，带来换机潮，消费电子市场触底有望复苏。

图16：全球消费电子市场规模



数据来源：IDC，东吴证券研究所

各细分市场看，1) 智能手机：近年来出货持续下行，换机周期将至有望催化需求。受疫情延长换机周期及经济低迷等影响，全球智能手机需求持续走弱，2022年全球智能手机出货12.1亿台，同减11%。2023年全球智能手机销量11.7亿台，同比下降3%，为近10年最低销量，但23Q4销量达到3.3亿台，同比增8.5%，且24Q1智能手机销量2.9亿台，同比增7.8%，已连续三个季度同比正增长。当前终端需求和库存水平已触底，叠加新一轮换机周期将至，预计24年起市场有望迎来复苏。

2) 笔记本电脑：库存压力逐步缓解，AIPC兴起带动换机潮。由于疫情导致远程办公需求激增，根据Canalys统计，2020年全球笔电出货2.35亿台（含平板），增速25%，2021年进一步增长16%至2.75亿台。疫后复苏迟滞，通胀影响消费级距扩大，2022年出货同比下降超19%至2.24亿台，2023年进一步下降13%至1.95亿台。伴随市场库存回归合理水平，预期通胀压力渐趋稳定，23Q4出货量同比增4%至5160万台，增速转正，24Q1继续同比增4%至4510万台，行业需求回暖，预计2024年出货有望触底反转，实现2-5%增长。

图17：全球智能手机出货量（万台，%）

图18：全球笔记本电脑出货量（万台，%）



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

厂商	22年出货量	22年份额	23年出货量	23年份额	出货同比
联想	67,731	23.90%	59,106	23.90%	-12.70%
惠普	55,204	19.50%	52,853	21.40%	-4.20%
戴尔	49,747	17.50%	39,979	16.20%	-19.60%
苹果	27,019	9.50%	23,203	9.40%	-14.10%
华硕	20,561	7.20%	16,316	6.60%	-20.60%
其他	63,453	22.40%	55,496	22.50%	-12.50%
合计	283,714	100%	246,994	100%	-12.90%

数据来源: Canalsys, 东吴证券研究所

3) 新兴消费电子: 可穿戴设备、无人机等需求快速增长, 增量空间大。

-可穿戴设备: 2016-2021 年出货 CAGR 近 40%, 2022 年出货约 4.9 亿台, 同比首年出现下降, 但幅度远好于传统消费电子; 2023 年全球可穿戴设备出货量略反弹 1.7%至 5 亿台, 同增 2.4%。24Q1 可穿戴设备出货量增长 8.8%至 1.13 亿台, IDC 预计全年可达到 10.5%增长至 5.6 亿台, 至 2028 年全球可穿戴设备出货量将达 6.45 亿台, 2023-2027 年 CAGR 为 3.6%。此外, 苹果首款 MR 产品 Vision Pro 预计将于 24Q2 在中国、日本等地发售, 售价 3 万元/台, 将为行业注入百亿元增量。伴随可穿戴设备应用领域的不断开拓, 行业将持续增长。

图19: 全球可穿戴设备出货量



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

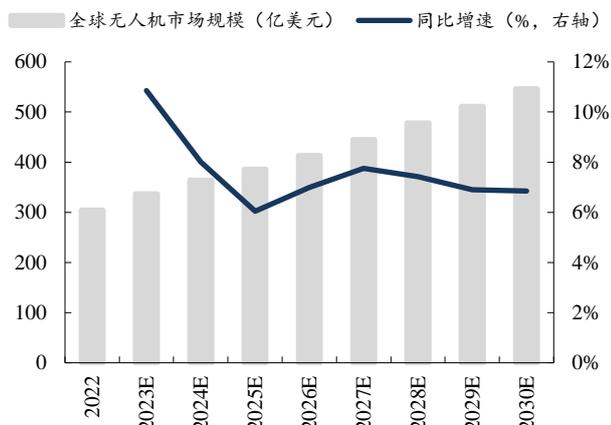
图20: 苹果 MR Vision Pro 概念图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

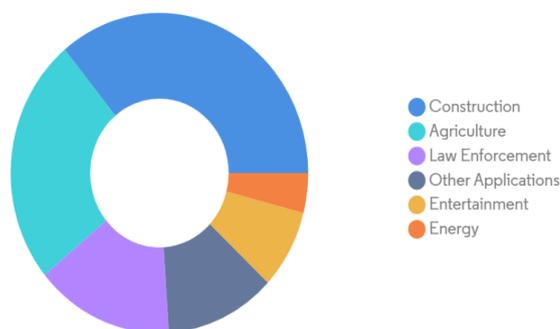
-无人机: 根据《通用航空产业发展白皮书(2022)》, 2021 年全球民用无人机市场规模超过 1600 亿元, 同比增长 61.6%, 其中工业级无人机占 60%左右。随着下游应用领域的不断扩大, 未来将继续保持增长, 预计 2025 年将达到 5000 亿元。未来, 随着无人机产业的蓬勃发展, 锂离子电池需求也将迎来较高的增长态势。

图21：全球无人机市场规模及预测情况



数据来源：Drone Industry Insights, 东吴证券研究所

图22：2021 年全球无人机应用结构



数据来源：Mordor Intelligence, 东吴证券研究所

3.2. 消费锂电高容量大势所趋，预计 25 年空间 1000 亿元+

AIPC、AI 手机开始放量，一方面带来换机潮，另一方面提升单机带电量。截至目前，包括联想、惠普、华为等多家主流 PC 厂商在内，累计推出了超 50 款 AI PC 产品，IDC 预测 2024 年 AIPC 销量有望达到 5000 万台（预测占比 20%），2026 年 AIPC 占比有望提升至 60%。AI 手机方面，24Q1 有 11 个品牌推出 30 多款 AI 手机销量占比提升至 6%，环比增加 4.7pct，并且苹果也加大 AI 布局，推出首款 AI 系统，siri 将获得巨大的 AI 提升。Canalys 预测 2024 年 AI 手机出货占比提高到 16%，2028 年将提升至 54%。在生成式 AI 从云端加速落地终端的同时，其对设备 AI 处理的要求也将驱动芯片、内存、散热、电池等硬件端的升级变革，因此 AIPC、AIphone 单机带电量将提升 10-15%，对应消费类电池需求增加 2%左右。

图23：2017-2023 年手机电池容量变化 (mAh)

品牌	系列	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
华为	Mate	4000	4000	4200	4200	4500	4460	4750
	P	3200	3400	3650	3800	4100	无	4815
	Nova	2950	3750	4100	4000	4300	4000	4500
	平均	3383	3717	3983	4000	4300	4230	4688
苹果	iPhone	1821	2658	3110	2815	3227	3279	3349
	iPhone pro	2691	3174	3046	2775	3095	3200	3274
	iPhone pro max	2716	2942	3969	3687	4352	4323	4422
	平均	2409	2925	3375	3106	3558	3601	3682
三星	Galaxy S	3800	3000	3400	4000	4000	3700	3900
	Galaxy A	3000	3800	4000	4500	4500	5000	5000
	平均	3400	3400	3700	4250	4250	4350	4450
Vivo	X	3245	3200	4000	4200	4400	4500	5000
	Y	3225	3315	4500	5000	5000	5000	6000
	iqoo	无	无	4000	4500	4350	4700	5000
	平均	3235	3258	4167	4567	4583	4733	5333
小米	小米	3350	3400	3300	4780	4500	4500	4610
	红米	3300	3000	4000	4500	5000	5000	5000
	平均	3325	3200	3650	4640	4750	4750	4805
平均	3108	3429	3790	4058	4256	4305	4586	
yoy		10.3%	10.5%	7.1%	4.9%	1.2%	6.5%	

数据来源：中关村在线，苹果等官网，东吴证券研究所

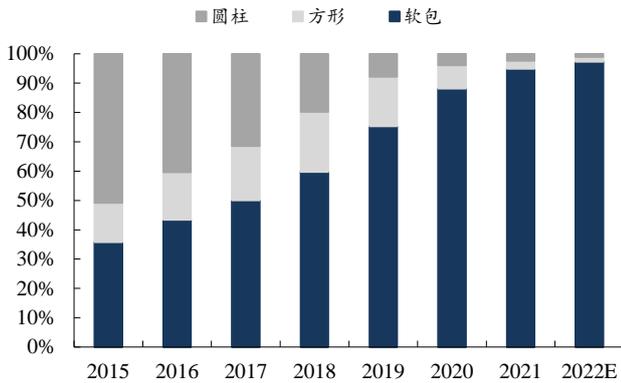
图24：AIPC 与传统笔记本电池容量对比

厂商	笔电型号	普通版电池容量 (wh)	AIPC 电池容量 (wh)
联想	ThinkBook 13X	56	74
	小新 Pro 14	75	84
戴尔	灵越 13 Pro	54	64

数据来源：联想等官网，东吴证券研究所

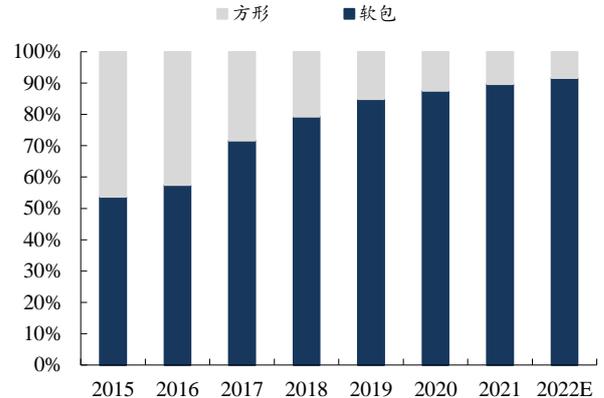
为提高循环寿命、安全性、能量密度，短期消费类电池技术更新为叠片工艺替代卷绕、掺硅比例提升、钢壳替换铝塑膜。预计苹果 16 部分机型将开始使用钢壳电池，一方面可提升使用寿命、增加循环次数，另一方面也满足欧洲可拆卸要求，对应单机价值量增加 50-70%。此外，为提高能量密度，高端消费类电池多使用硅碳负极，目前掺杂比例为 5%，未来随着第三代硅基负极成熟，预计掺杂比例可提升至 10%+，预计 26 年开始放量。此外，叠片工艺目前多应用于高端手机和笔电，满足高能量密度、高充电速率、轻薄化、异形化等特性的需求，苹果、三星等头部厂商已率先使用叠片工艺，国内高端机型逐步尝试使用。

图25：全球笔记本电脑软包锂电池占比变化



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图26：全球手机软包锂电池类别占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

需求触底反弹+电池容量提升，看好消费类电池需求平稳复苏，远期空间 1000 亿元。2016-2021 年全球 3C 消费电池出货平稳增长，并在 2021 年创下新高，2022 年需求走弱，但考虑到当年原材料涨价带动电池价格上涨，整体消费类电池空间保持平稳为 800 亿元左右，2023 年需求下滑叠加电池降价，市场空间下滑至 731 亿元，2024 年需求企稳，且价格见底，市场空间触底反弹，预计 2025-2026 年有望恢复 10% 增长，至 2026 年恢复 895 亿元市场空间，2030 年空间 1000 亿元+。

图27：全球消费电芯市场空间测算（亿元）

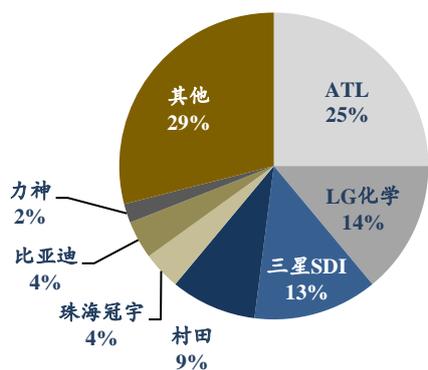
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1) 智能手机									
手机销量 (百万台)	1,206	1,170	1,252	1,340	1,407	1,435	1,463	1,493	1,522
-增速	-11%	-3%	7%	7%	5%	2%	2%	2%	2%
单机电芯数量 (颗/台)	1	1	1	1	1	1	1	1	1
电芯出货 (颗)	1,206	1,170	1,252	1,340	1,407	1,435	1,463	1,493	1,522
电芯单价 (元/颗)	35	33	31	33	34	35	35	36	36
手机锂电池市场空间 (亿元)	416	383	390	438	483	502	517	533	549
-增速	2%	-8%	2%	12%	10%	4%	3%	3%	3%
2) 笔记本电脑									
笔记本电脑销量 (百万台)	224	195	203	213	217	219	222	224	226
-增速	-19%	-13%	4%	5%	2%	1%	1%	1%	1%
单机电芯数量 (颗/台)	4	4	4	4	4	4	4	4	4
电芯出货 (颗)	896	780	811	852	869	877	886	895	904
电芯单价 (元/颗)	33	32	30	32	33	34	34	35	35
锂电锂电池市场空间 (亿元)	299	247	244	269	288	297	303	309	315
-增速	-6%	-17%	-1%	10%	7%	3%	2%	2%	2%
2) 平板电脑									
平板电脑销量 (百万台)	151	135	138	142	145	146	148	149	151
-增速	-4%	-11%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
单机电芯数量 (颗/台)	2	2	2	2	2	2	2	2	2
电芯出货 (颗)	302	270	275	284	289	292	295	298	301
电芯单价 (元/颗)	33	32	30	32	33	34	34	35	35
平板电脑锂电池市场空间 (亿元)	101	86	83	90	96	99	101	103	105
-增速	10%	-15%	-3%	8%	7%	3%	2%	2%	2%
3) 可穿戴设备市场									
可穿戴设备销量 (百万台)	492	504	557	577	597	618	639	662	685
-增速	-8%	2%	11%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
单机电芯数量 (颗/台)	1	1	1	1	1	1	1	1	1
电芯出货 (颗)	492	504	557	577	597	618	639	662	685
电芯单价 (元/颗)	6	5	5	5	6	6	6	6	6
可穿戴设备锂电池市场空间 (亿元)	28	28	29	31	34	36	38	39	41
4) 其他									
其他	71	73	74	82	90	99	109	119	131
-增速	-5%	2%	2%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
合计市场空间 (亿元)	814	731	737	820	895	934	967	1001	1037
-增速	-2%	-10%	1%	11%	9%	4%	3%	4%	4%

数据来源：IDC, TrendForce, 东吴证券研究所；注：1) 预计售价年降；2) 预计产品带电量提升

3.3. 日韩厂商优势被赶超，国产消费锂电厂商崛起正当时

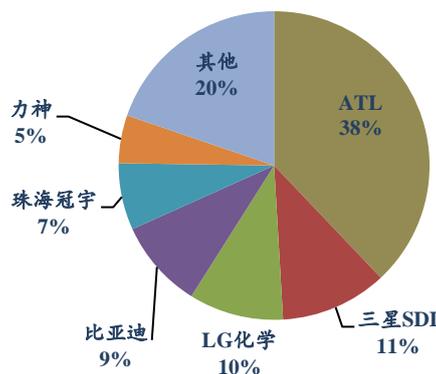
日韩厂商战略转移动力电池，国产消费电池厂商份额近年明显提升。竞争格局看，2018 年全球消费锂电池出货前三分别为 ATL、三星 SDI、LG，合计份额 52%，日韩厂商仍占据领先地位，但随着中国企业崛起，日韩份额快速下降。2023 年，ATL 份额升至 38%，珠海冠宇、赣锋锂电、欣旺达快速上量，已占到全球前五。随着中国企业进入苹果、三星手机供应链，预计未来将进一步侵蚀 LG、三星份额。

图28：2018 年全球数码锂电池企业竞争格局



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

图29：2023 年全球数码锂电池企业竞争格局



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

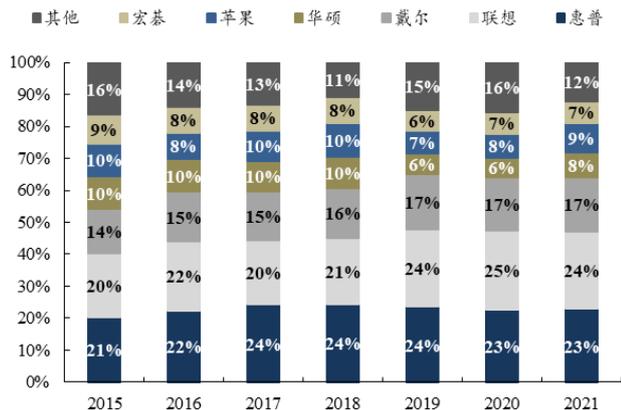
4. 消费主业强者恒强，自身阿尔法驱动量利提升

4.1. 增量驱动一：笔电出货稳中向上，奠定消费业务基本盘

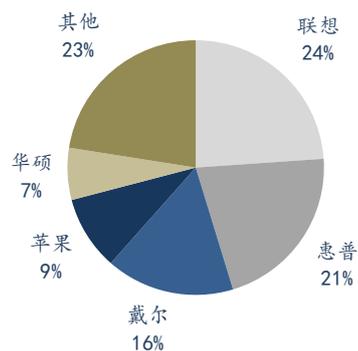
笔电行业集中度高，竞争格局相对固化。全球笔电市场竞争格局稳定，出货前三集中在惠普、联想、戴尔品牌。2015 年至 2021 年，惠普、联想、戴尔、苹果、华硕及宏碁六大品牌的合计出货量占比均超过 85%，2023 联想市占率维持 24%，位列全球第一；惠普紧随其后，市占率 21%，同比略有提升；戴尔市占率 16%、苹果 9%、华硕 7%。

图30：2015-2021 年全球笔电厂商出货份额变化

图31：2023 年全球笔电出货份额



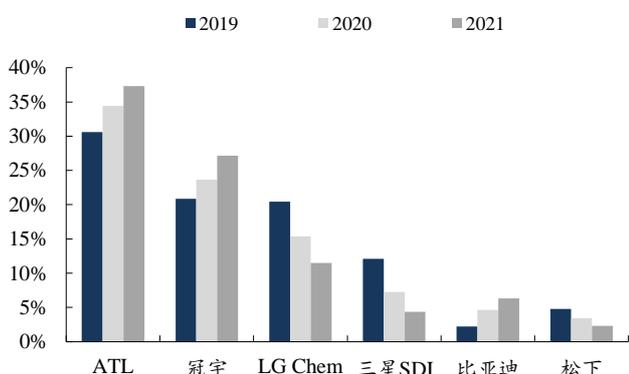
数据来源：TrendForce，东吴证券研究所



数据来源：Canalys，东吴证券研究所

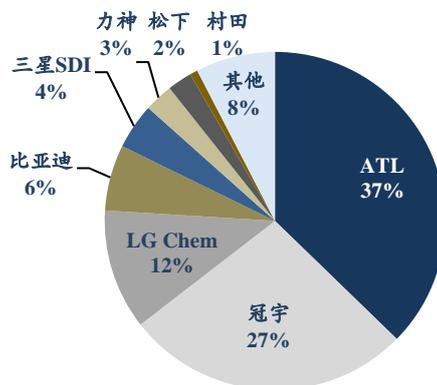
冠宇笔电电芯出货全球前二，份额提升至30%+。根据TSR，2021年全球笔记本电脑及平板电脑锂电池出货Top 5为ATL、珠海冠宇、LG、比亚迪和三星。凭借优秀的产品力，公司全球出货份额由2019年的20.9%快速提升10.2pct至2023年的31.1%，份额同比持平，位列全球第二，仅次于ATL。

图32：全球笔电及平板锂电池企业出货份额变化



数据来源：TrendForce，东吴证券研究所

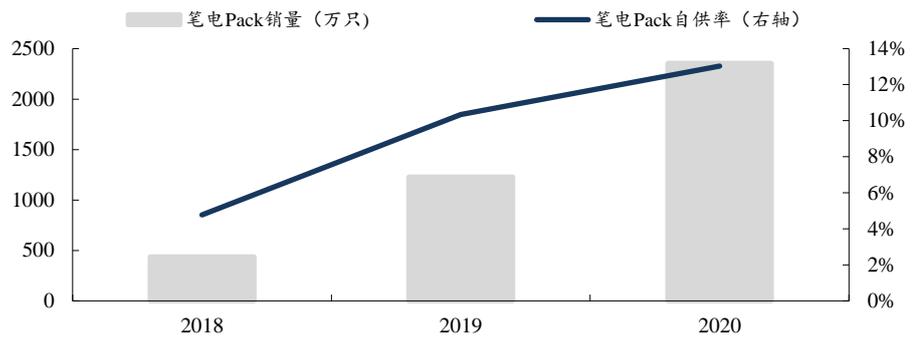
图33：2021年全球笔电及平板锂电池出货份额



数据来源：Techno Systems Research，东吴证券研究所

笔电客户供货份额已较高，电芯-Pack一体化渗透有望贡献增量。公司基本实现笔电领域的客户全覆盖，并与苹果、联想、华硕及戴尔等头部客户绑定较深。供货地位看，公司为联想、惠普一供，份额均超30%+。21Q4公司正式供货苹果笔电，初始供货比例不足10%，22年迅速提升至30%-40%。惠普、联想、苹果、华硕为公司前四大客户。公司当前笔电全球份额已超三成，后续提升空间相对有限，预计未来增量由电芯-Pack一体化驱动，公司Pack已先后通过小米、惠普及中兴等客户认证，22年实现联想Pack规模化量产，23年顺利导入华为、华硕笔电自供。2023年公司pack总体自供比例为35%，其中笔电预计15-20%，手机自供比例约80%。

图34：公司笔电 Pack 销量情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

预计 25-26 年笔电收入恢复稳健增长。2023 年公司笔电收入 66.1 亿元，同比增长 1%，我们预计笔电类电池出货量 2.2 亿颗，同比持平，对应单价 30 元/颗（不含税），微降。24 年预计公司笔电产品销量可恢复至 8% 增长，但考虑原材料价格 23H2 明显下降，24 年均价预计小幅向下，2024 年整体收入持平维持 66 亿元。2025-2026 年，一方面原材料价格企稳，另一方面随着 AIPC 带来的换机潮和单机带电量提升，我们预计公司笔电业务收入有望恢复 10% 增长。

图35：公司笔电业务营收预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入 (百万元)	6,543	6,611	6,674	7,359	7,881	8,119	8,282
-增速	-3%	1%	1%	10%	7%	3%	2%
毛利率	21.4%	30.0%	30.3%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%
毛利 (百万元)	1,398	1,982	2,022	2,244	2,404	2,476	2,526
电池销量 (合计, 万只)	21,609	22,041	23,180	24,339	24,826	25,074	25,325
-增速	-18%	2%	5%	5%	2%	1%	1%
-苹果 (万只)	2,341	1,828	1,955	2,053	2,094	2,115	2,136
-其他 (万只)	19,268	20,214	21,224	22,286	22,731	22,959	23,188
均价 (含税, 元/只)	34.2	33.9	32.5	34.2	35.9	36.6	37.0
均价 (不含税, 元/只)	30.3	30.0	28.8	30.2	31.7	32.4	32.7
-增速	18%	-1%	-4%	5%	5%	2%	1%

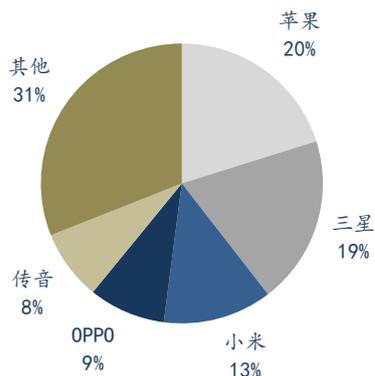
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 增量驱动二：切入手机高端机型+新客户放量，手机份额提升可期

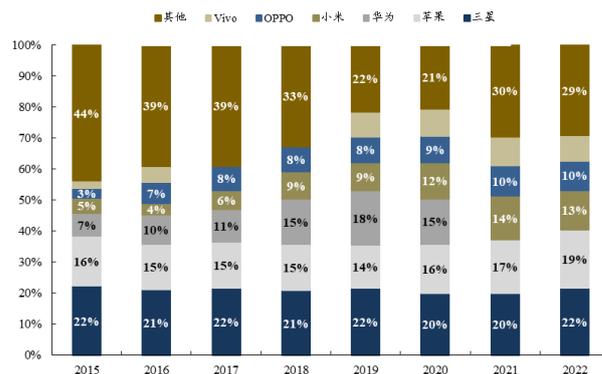
国产手机厂商崛起，带动国产供应链增长。根据 IDC，全球手机厂商出货量 CR5 从 2015 年的 54% 上升至 2021 年的 71%，市场份额集中在三星、苹果、小米等领先厂商，近年来国内品牌销量表现亮眼，华为、OPPO、Vivo、小米合计出货份额由 2015 年的 18% 提升至 2022 年的 32%，全球地位快速提升，有力支撑国内消费电子产业链扩张。2023 年，全球智能手机出货前五为苹果（20%）、三星（19%）、小米（13%）、OPPO（9%）、传音（8%）。

图36：2023 年全球智能手机出货份额情况

图37：2015-2021 年全球手机厂商出货份额变化



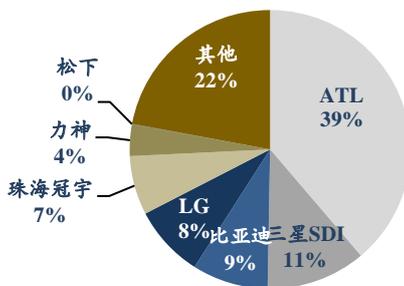
数据来源：IDC，东吴证券研究所



数据来源：IDC，东吴证券研究所

ATL 领跑手机电芯市场，三星、LG 占据较高份额，国内冠宇等厂商仍存在差距。手机锂电池主要供应商包括 ATL、LG 化学、三星 SDI、村田（索尼）、冠宇、力神等，其中 ATL 为苹果、华为、Vivo 等头部手机厂商主供，出货份额一家独大；LG 为苹果二供；三星自供为主，借力三星手机全球第一出货地位而占据较高份额；冠宇起步于国产二线手机厂家，后续陆续开拓苹果等国际大客户。根据 TSR，2021 年全球手机锂电池出货前三名企业为 ATL、三星和比亚迪，占比 39%、11%和 9%，CR3 合计占比 59%，珠海冠宇以 7%的份额位列全球第五。2023 年珠海冠宇份额提升至 8.18%。

图38：2021 年全球手机锂电池市场份额



数据来源：Techno Systems Research，东吴证券研究所

冠宇软包电池技术业内领先，率先突破叠片工艺。冠宇深耕软包电池多年，在软包电池的关键材料、高能量密度、快充等技术应用方面均有攻克，电芯制造能力全球领先，产品性能比肩 ATL 等全球头部企业，并具备价格性价比优势。22 年公司突破叠片工艺，首条叠片产线 23 年中投产，年产能 3600 万只（后续可扩至 4500 万只），23Q3 起大规模供货，主要配套苹果。目前同业中仅 ATL、LG 已量产叠片消费锂电池并实现批量供货，三星 SDI、比亚迪、欣旺达、亿纬锂能等正处于研发阶段。

图39：珠海冠宇与 ATL、锂威等产品性能对比

类别	性能	ATL	珠海冠宇	锂威
手机电芯	能量密度 (Wh/L)	>700	620~740	507~672
	循环寿命	>800 次	700~1,200 次	1,000 次
	充电倍率 (C)	0.7	0.5~3	0.2~3
笔电电芯	能量密度 (Wh/L)	>700	600~750	506~559
	循环寿命	>800 次	500~1,200 次	-
	充电倍率 (C)	0.7	0.5~5/0.2~1	0.2~3

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

当前公司手机领域份额较低，高端机型突破+新客户突破放量，增长空间大。根据 TSR，公司 2022 年手机锂电份额同比提升 0.59pct 至 7.4%，2023 年进一步提升至 8.18%。公司当前已进入苹果、小米、华为、OPPO、Vivo 等客户供应链，后续有望突破三星。相较笔电领域，公司手机份额仍处于低位，未来伴随软包叠片电池渗透率提升，公司存量客户高端机型份额有望增长，同时 Vivo、苹果等新晋客户 0-1 突破创造新增量，助力公司全球出货地位持续上升。

我们预计后续苹果、小米及 Vivo 将贡献主要增量，具体来看：

1) 苹果：此前主要供应商为 ATL 和 LG，其中 ATL 供货占比 60%+，LG 约 20%-30%，21Q4 公司正式供货苹果笔电，23 年切入手机业务，供货约 1000 万只，我们预计 24 年有望供 2000-2500 万只，24H 预计 500 万只，24H2 随着 16 机型放量，公司销量将大幅提升，25 年或突破 5000 万只，占到苹果出货量（份额 20-30%），23-25 年对应贡献收入 5/11/23 亿元，长期目标二供（30%-50%份额），对应出货 8000 万-1 亿只，年均增量 1000-2000 万只，贡献主要业绩弹性。

2) Vivo：早期由 ATL 配套打造差异化产品，提供快充等先进电芯技术，ATL 供货份额曾高达九成以上，目前 ATL 占比约 60%+。22 年末公司通过 Vivo 快充认证，进入供货体系，定位三供。我们预计 23 年供货 400 万只左右，份额 5%，24 年近 1500 万只，份额 15%，25 年 2000 万只+，份额 20%，年均增量可达 800-1000 万只。

3) 小米：供应链主打高品质+高性价比，与公司合作深厚，曾与小米联合成立专项项目组推动其 15C 快充等新业务发展，目前公司供货占比 15%-20%，是 15C 快充主要供应商，目标份额 30%以上，预计 23-25 年出货分别为 3000+/4000+/4900 万只左右。

4) OPPO、华为、荣耀等：ATL 供货占比 60%+，公司占据 10%-15%份额，短期锁定 20%份额，长期目标 30%+份额。并开始突破高端机型，华为 P70 公司份额 30%，小米高端机型后续也有望突破。

5) 三星：主要供应商包括三星 SDI、ATL、ELENTEC 及 Navitasys，当前公司未实现供货，公司已为三星建立实验线，送样叠片电池，后续有望实现 0-1 突破。

按上述假设，我们测算 24-26 年公司手机电池出货 1.2、1.6 和 2 亿只，出货增速 27%、33%、26%，对应全球出货份额 9.7%、12.1%、14.6%，较 23 年分别提升 1.5、3.9、6.4pct，2030 年全球手机份额有望提升至 20%-30%。

图40：珠海冠宇手机类电池出货预测

智能手机出货量 (百万台)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
苹果	226	235	242	249	249	249	249	249	249
三星	262	227	238	250	262	275	289	304	319
小米	153	146	153	164	175	188	201	215	230
OPPO	114	103	108	114	119	125	132	138	145
VIVO	99	89	95	102	109	117	125	134	143
华为	28	35	50	60	72	86	104	124	149
荣耀	59	45	49	54	59	65	72	79	87
其他	264	291	317	347	360	329	293	250	201
全球智能手机出货	1206	1170	1252	1340	1407	1435	1463	1493	1522
冠宇份额	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
苹果	0%	5%	10%	20%	28%	30%	32%	32%	32%
三星	0%	0%	0%	0%	3%	7%	10%	12%	15%
小米	20%	22%	24%	26%	27%	28%	29%	30%	31%
OPPO	16%	18%	20%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
VIVO	0%	5%	7%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
华为	20%	20%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%
荣耀	20%	20%	20%	22%	23%	24%	25%	26%	27%
其他	9%	5%	4%	4%	3%	2%	3%	3%	3%
冠宇电芯出货 (万只)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
苹果	0	1,079	2,400	5,000	7,000	7,450	7,933	7,933	7,933
三星	0	0	0	0	787	1,928	2,892	3,644	4,783
小米	3,064	3,210	3,677	4,262	4,736	5,255	5,823	6,446	7,127
OPPO	1,830	1,856	2,165	2,273	2,626	3,008	3,421	3,869	4,352
VIVO	0	446	667	1,020	1,310	1,635	1,999	2,407	2,862
华为	560	700	1,000	1,260	1,584	1,987	2,488	3,110	3,882
荣耀	1,180	904	980	1,186	1,364	1,565	1,794	2,052	2,344
其他	2,289	1,377	1,276	1,229	1,070	793	987	844	677
合计出货	8,924	9,571	12,165	16,230	20,476	23,621	27,338	30,304	33,959
-增速	-4%	7%	27%	33%	26%	15%	16%	11%	12%
份额	7.4%	8.2%	9.7%	12.1%	14.6%	16.5%	18.7%	20.3%	22.3%

数据来源：IDC, Omdia, 公司官网, 东吴证券研究所

新一代 iPhone 电池外壳材质升级，单价有望提升 5 成左右。为应对欧洲电池可拆卸法规、改善散热问题及进一步提升电池容量，苹果将在 iPhone 16 Pro 系列中采用金属电池外壳设计。相较传统黑色箔片软包电池，金属外壳电池可实现 4%-5% 的带电量增长，同时单价可提升 50% 至 9-10 美金，价值量更高，预计 iPhone 17 公司钢壳产品将导入。

图41：苹果全新金属电池外壳设计（1）

图42：苹果全新金属电池外壳设计（2）



数据来源：果粉先锋，东吴证券研究所



数据来源：果粉先锋，东吴证券研究所

未来三年手机收入增速 30%+，评估增量明显。考虑 24 年原材料降价，电芯均价略微下降，但 25 年起一方面电芯带电量提升，另一方面苹果增加，并且高端电池，包括钢壳电芯、硅基电池起量，均价将提升。因此我们预计 24-26 年公司手机营收 41、59 和 81 亿元，增速 20%、44%、36%，成长性高，增量明显。

图43：珠海冠宇手机业务预测

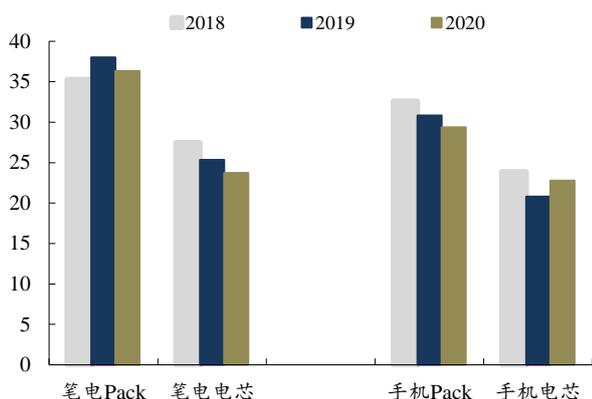
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
1) 手机业务							
收入 (百万元)	3,048	3,428	4,125	5,927	8,063	9,321	10,760
-增速	12%	12%	20%	44%	36%	16%	15%
-占消费类比重	30%	33%	37%	43%	48%	51%	53%
毛利率	14.4%	23.7%	24.1%	25.1%	25.7%	26.0%	26.0%
毛利 (百万元)	438	811	994	1,488	2,072	2,424	2,798
电池销量 (合计, 万只)	8,924	9,571	12,165	16,230	20,476	23,621	27,338
-增速	-4%	7%	27%	33%	26%	15%	16%
-软包 (万只)	8,924	9,571	12,165	16,230	18,476	21,421	24,918
-苹果 (万只)		1,079	2,400	5,000	5,000	5,250	5,513
-其他 (万只)	8,924	8,491	9,765	11,230	13,476	16,171	19,405
-苹果钢壳 (万只)					2,000	2,200	2,420
均价 (含税, 元/只)	38.6	40.5	38.3	41.3	44.5	44.6	44.5
均价 (不含税, 元/只)	34	36	34	37	39	39	39
-增速	17%	5%	-5%	8%	8%	0%	0%
-苹果 (元/只)		45	45	45	49	49	49
-其他 (元/只)		35	31	33	34	35	35

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.3. 盈利提升一：Pack 自封比例提升，一体化提升价值量

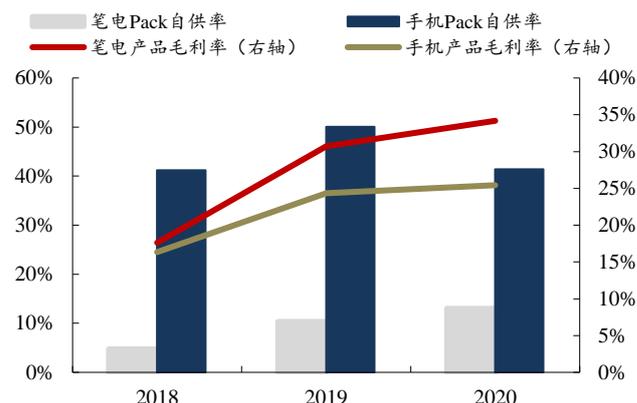
Pack 产品附加值高，一体化将赋能消费电池盈利提升。公司的销售模式包括：1) 出售电芯产品给终端客户指定的 Pack 厂或将 Pack 产品出售给指定的代工厂；2) 直接向终端客户出售 Pack 产品。电芯厂商通过拓展 Pack 产品，一方面可以更好地满足客户个性化及定制化需求，增强客户黏性；另一方面，Pack 可有效提升产品附加值，其电芯单位价值量较普通电芯高 50%左右，且垂直一体化生产可降本增效，增厚利润空间。2018-2020 年，伴随公司笔电 Pack 自供率提升，对应产品毛利率提升 17pct 至 34%。

图44：公司 Pack 与电芯产品单位均价对比（元/个）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

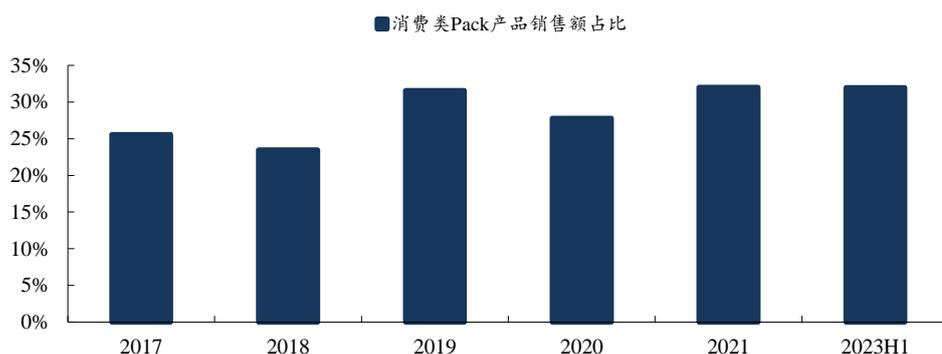
图45：公司分业务 Pack 自供率与毛利率变化情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

Pack 产能快速扩张，自供比例有望持续提升。2011 年起，公司从电芯扩展至电池 Pack 领域，最初起步手机类 Pack，逐步打通笔电客户认证，随后陆续渗透。目前除原有客户惠普、小米、戴尔、OPPO 外，公司开始向联想、华为、华硕等客户供货 Pack。2018-20 年公司 Pack 产品收入为 11、16 及 19 亿元，同增 48%、56%和 15%。23 年公司消费电芯 Pack 自供比例 34%，24Q1 自供比例进一步提升至 40%，其中笔电类 PACK 自供比例近 20%，手机类占比保持 80%水平（除苹果、华为外其余基本自供）。重庆电芯封装工厂达产后，公司将具备 1.115 亿只手机及穿戴电池封装能力，进一步扩大 Pack 自供比例，长期目标 60%-70%，支撑公司营收、盈利提升。

图46：公司 Pack 自供比例变化情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.4. 盈利提升二：产能利用率回升，打开利润向上空间

产能利用率提升摊薄单位制造费用，产能规模越大，增利效应越强。2018-2021 年公司产能利用率分别为 91%、83%、93%和 82%，下游需求旺盛。2022 年由于消费电池行业需求大幅萎缩，公司产能利用率下滑至 54%左右，消费业务毛利率同比下降 6.7pct

至 18.6%。当产量规模较小，即使产能利用率较高，毛利率的提升也较为有限，而总产能及产能利用率的提升可增强公司规模效应，摊薄固定成本，进一步打开公司盈利天花板。根据我们测算，假设总生产成本和售价保持不变、公司维持当前 7.7 亿只消费电池产能，当产能利用率超过 50%，后续产能利用率每提升 10%，单位生产成本可摊薄 10%-20%，毛利率将增长 5-10pct。

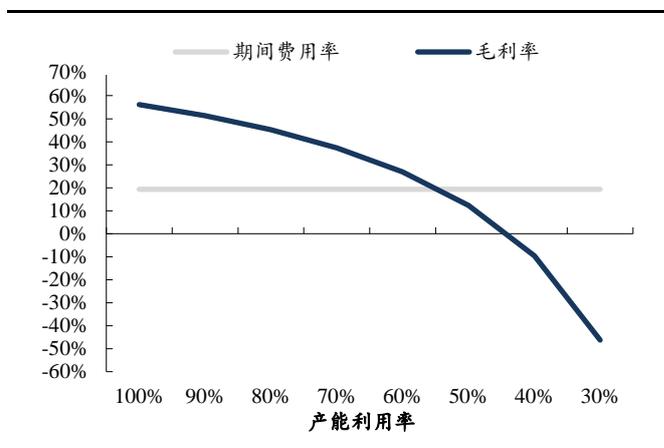
行业复苏带动产能利用率回升，公司利润率改善可期。23Q1 公司产能利用率维持在 50%左右，23Q2 起产能利用率逐步恢复至 60%水平，消费电池毛利率随之回升至 20%-25%。伴随新客户开拓及行业回暖，24 年公司目标 70%产能利用率，长期目标 80%-85%，盈利水平有望进一步改善提升。

图47：公司产能利用率对于盈利影响的测算

产能利用率 (%)	毛利率 (%)	单位成本 (元/只)
100%	56%	14
90%	51%	16
80%	45%	18
70%	37%	21
60%	27%	24
50%	12%	29
40%	-10%	36
30%	-46%	48

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图48：公司产能利用率与毛利率关系



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.5. 消费电池总结：预计 24 年出货增长 20%-30%，收入增速约 15%

前期产能瓶颈为公司出货增长掣肘，消费电池远期规划产能将扩至 9.7 亿只/年。2019 年公司年产能约 2 亿只，2018-2021 年公司产销率高达 97%、102%、99%和 97%，产品满产满销，生产能力难以满足客户需求，且产能瓶颈制约公司新客户开拓。近年来公司加大产能扩张，通过 IPO 募投及可转债新增 1) 珠海软包电池基地：规划消费电芯产能 1.55 亿只，22 年投产，当前爬坡中；2) 重庆软包电池封装产线：规划 1.115 亿只手机和穿戴类锂电池封装产能，23 年起逐步投产；3) 重庆五厂电芯基地：规划 4125 万只消费电芯产能，23 年投产；4) 软包电池叠片产线：苹果专线，规划 3600 万只叠片电芯，23 年投放产能 1000-1100 万只。截至 23 年末，我们预计公司消费电池产能 7.7 亿只，同增 35%，长期总规划产能达 9.7 亿只。

图49：公司产能规划（单位：万只）

生产基地	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
珠海工厂	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416	18416
重庆冠宇一期基地	48525		4971	10423	22800	35432	48525	48525	48525	48525

1号工厂	6600	4971	5700	6600	6600	6600	6600	6600	6600
2号工厂	5400		2000	5400	5400	5400	5400	5400	5400
3号工厂	10800		2723	10800	10800	10800	10800	10800	10800
4号工厂	21600				12632	21600	21600	21600	21600
5号工厂	4125					4125	4125	4125	4125
重庆锂电池封装基地	11150					4282	7136	8920	11150
珠海软包电池基地	15500				2754	3875	6588	11199	15500
珠海叠片电池基地	3600					1500	2500	3600	3600
总产能 (万只)	97191	18416	23387	28839	41216	56602	76598	83165	90660
产量 (万只)		16858	19614	27018	38483	30513			
销量 (万只)		16288	19908	26689	37379	31911			
产能利用率		91%	83%	93%	82%	54%			
产销率		97%	102%	99%	97%	105%			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费类业务 24 年预计收入持平微增，预计贡献 10 亿利润+，25 年将提速。我们预计 2024 年公司消费类电池出货 3.7 亿只，同比增 12%，其中 Q1 近 0.8 亿只。考虑 24 年产品小幅降价，消费收入预期超 110 亿，同比略增 8%，净利率基本保持 10%，预计贡献 10-11 亿元利润，同比微增。但考虑 25 年，AIPC 和 AI 手机放量，增量需求增加，且公司手机增长提速，25 年电池出货量有望增长 15%至 4.2 亿只，且考虑容量增加带来的均价微增，25 年消费类收入有望达到 130-140 亿，同比增长 20%+，贡献 13 亿利润+。

2030 年消费业务收入目标 200-300 亿元，手机为主要增量贡献。如上文测算，数码类锂电 2030 年全球市场空间 1000 亿元，目前公司笔电份额占比超 30%，而手机及其他消费领域份额提升空间大，若未来手机份额提升至 20-30%，公司消费类收入有望达到 200-300 亿元，且随着规模效应，净利率有提升空间，预计可达到 10-15%，对应公司消费类业务长期利润空间 30 亿元。

图50：公司消费类业务远期空间测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
消费电池业务							
收入 (百万元)	10,065	10,480	11,282	13,893	16,710	18,378	20,178
-增速	2%	4%	8%	23%	20%	10%	10%
毛利率	19%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
毛利 (百万元)	1,874	2,892	3,125	3,869	4,648	5,111	5,579
电池销量 (合计, 万只)	31,911	32,912	36,840	42,363	47,455	51,279	55,763
-增速	-15%	3%	12%	15%	12%	8%	9%
均价 (含税, 元/只)	35.6	36.0	34.6	37.1	39.8	40.5	40.9
均价 (不含税, 元/只)	31.5	31.8	30.6	32.8	35.2	35.8	36.2
-增速	19%	1%	-4%	7%	7%	2%	1%
单位净利润 (元/只)	1.69	2.95	3.06	3.28	3.52	3.58	3.62
-净利率	5%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
经营性利润 (百万元)	540	972	1,128	1,389	1,671	1,838	2,018

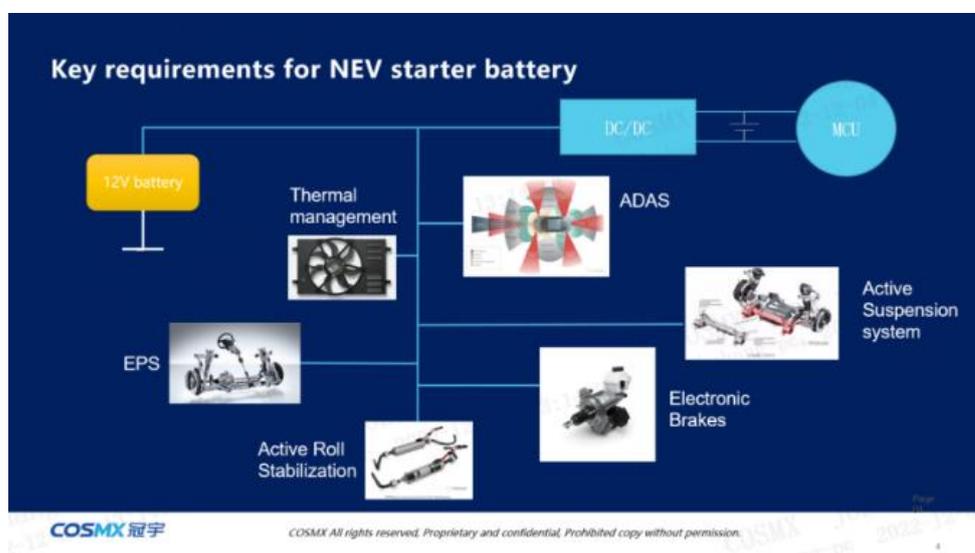
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 启停电池另辟蹊径，循序渐进布局动力核心赛道

5.1. 铅改锂电化大势所趋，高端车企已率先应用

低压启停电池主要用于汽车的启动、点火、照明及低电压电器设备供电。在新能源车中，低压启停电池主要负责三大功能，1) 车内低功率设备供电：电动助力方向盘、车灯、空调、中控、车门锁等；2) 唤醒高压动力电池：车辆启动时需要低压启停电池送出瞬时大电流，为控制器提供电能，从而唤醒动力电池；3) 备用安全电源：当遇见紧急情况，高压电池发生故障时，可作为备用能源供电，确保车辆基本功能不失效。

图51：低压启停电池相关需求



数据来源：混动车低电压电源系统市场与技术新发展（12-48V）论坛，东吴证券研究所

目前铅蓄电池为启停电池主流，铅改锂电化大势所趋。当前市场上大规模应用的启停电池分为 EFB 和 AGM 两种，均由普通铅酸电池研发而来，铅蓄电池在启停领域使用率已达 90%。铅酸电池循环次数普遍为 300-500 次，使用 1-2 年需更换，而智能化发展，12V 车载系统电耗加大，进一步缩短其使用寿命。锂电池具有能量密度高、环保性好、循环使用寿命长（10-12）、倍率性能佳、质量轻等优点，海外禁铅令 24-25 年落地，锂电性能优势突出，低压启停电池锂电化大势所趋，但当前仍受限于成本。

图52：铅酸蓄电池与锂电池对比

	锂电池	铅酸蓄电池
循环寿命	3000 次+	150-500 次
使用周期	6-10 年	1-3 年
能量密度	120-180wh/kg	28-40wh/kg
质量	铅酸的 1/4, 48V12A 重量 4.7kg	自重大, 20kg+

体积	体积小，安装、携带方便	体积大、笨重
月自放电率	1%	15%+
电能转换效率	95%	60%
充放电倍率	5C	3C
充电耗时	1 小时充满	≥20 小时充满
快充	支持	不支持
价格	500 元	1000-1600 元
环保性	无毒无害	电池内部含铅和硫酸

数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

全球电动车龙头已率先搭载，预计将优先渗透新能源汽车。由于成本较铅酸电池贵 1.5-3 倍，锂电启停电池率先应用于品牌理念定位高、性能要求高及成本敏感性低的中高端车企，特斯拉为首家应用 12V 启停锂电的车企，比亚迪也已完成 DM 全系车型的搭载，龙头引领下，保时捷、宝马、奔驰、奥迪等豪华车企陆续入局，马自达、上汽、起亚、理想等车企也逐步开启纯电车型 12V 电源铅改锂替代。

图53：车企低压锂电启停电池应用情况

车企	搭载情况	车型	售价	供应商
特斯拉	21 年从铅酸转向 12V 锂电，首个搭载车型为更新版 Model S/X，随后 Model 3/Y，12V 锂电池循环寿命超过 2000 次，重量更轻，能量 99Wh，电压 14.8V。最新计划从 Cybertruck 开始，将所有未来车型 12V 系统替代为 48V 低压系统	Model S	106 万元	宁德时代
		Model Y	39 万元	
		Model X	85-99 万元	
		Model 3	23 万元+	
比亚迪	2009 年开始研发 12V 铁锂电池系统，13 年 12V 一代应用于 DM 秦/唐，二代应用于全系秦/唐/宋，三代应用于备用电源/DMi，目前 DM 全系车型已完成搭载，电池容量 13Ah，满电电量 0.156kWh，重量 2.2kg	DM 全系	10-31 万元	比亚迪
保时捷	Taycan 12V 车载电源配套万向 A123 铁锂电池，标称电压 13.2V，电池容量 528Wh	Taycan	89-181 万元	万向
奥迪	A4L、SQ7、A8L 等车型均采用锂电启停，其中 A4L 配备 12V 轻度混合系统，SQ7、A8L 采用 48V 混动，另外中高端价位车型如 E-Tron GT 也采用 12V 锂电池	A4L	32-40 万元	/
		SQ7	117 万元	
		A8L	83-195 万元	
		E-tron GT	100 万元	
北汽	2021 年初骆驼股份被选定为北汽 BV60 项目 48V 锂电池供应商	BV60	24-29 万元	骆驼股份
东风日产	2021 年骆驼股份 48V 锂电启停电池继续配套供货东风日产启辰车型	启辰	13-15 万元	骆驼股份
吉利汽车	2022 年骆驼股份 12V 锂电池产品取得吉利汽车的项目定点	/	/	骆驼股份
上汽智己	2022 年珠海冠宇低压启停电池量产并供货上汽智己 LS7 车型	LS7	29 万元	珠海冠宇
捷豹路虎	2022 年珠海冠宇获捷豹路虎 12V 低压锂电池定点，预计 25 年量产	/	/	珠海冠宇
其他	通用、现代、起亚、马自达、BMW、奔驰	/	/	/

数据来源：高工锂电，芝能汽车，东吴证券研究所

5.2. 市场空间突破 400 亿元，竞争格局相对优化

预计 2030 年锂电启停市场空间 250-300 亿元。由于车企加快导入锂电池，23 年特斯拉、比亚迪、理想等均搭载 12v 启停电池，我们预计全球新能源车 12v 锂电渗透率超过 40%，25-26 年随着欧洲车企新平台落地，渗透率将进一步提升，2030 年有望提升至 80%；并且燃油车 12v 锂电渗透率也小幅增加。我们测算 2023 年 12v 锂电启停电池需求近 600 万套，2025 年超 1100 万套，2030 年近 4000 万套，按照一套价格 600-1000 元测算，2025 年市场空间近 90 亿元，2030 年市场空间约 270 亿元，远期空间 500 亿元。

图54：中国锂电启停电池市场空间测算（亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球总乘用车销量 (万辆)	8,280	8,445	8,614	8,786	8,962	9,141	9,324	9,511
-同比	11%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
电动乘用车销量 (万辆)	1,303	1,570	1,829	2,216	2,605	2,950	3,334	3,702
-同比	32%	20%	17%	21%	18%	13%	13%	11%
-12v锂电渗透率	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
对应12v锂电需求 (万套)	586	785	1,006	1,330	1,693	2,065	2,501	2,962
燃油车销量	6,977	6,876	6,785	6,570	6,357	6,191	5,990	5,809
-同比	8%	-1%	-1%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
-12v锂电渗透率	0%	1%	2%	4%	7%	10%	13%	16%
对应12v锂电需求 (万套)	7	76	142	269	451	625	785	935
合计12v锂电需求 (万套)	593	860	1,149	1,599	2,145	2,690	3,285	3,897
均价 (元/套)	800	784	768	753	738	723	709	695
市场空间 (亿)	47	67	88	120	158	195	233	271
-同比		42%	31%	36%	31%	23%	20%	16%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

竞争格局相对优化。布局锂电启停电池领域的电池厂商可分为两类，一为宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等动力电池头部企业，作为全产业链布局的环节之一；另一类为消费锂电池、铅酸电池等其他电池领域的龙头企业，向动力锂电池方向进军，而选择竞争较小的 12V 电池市场。目前涉猎锂电启停的厂商主要包括宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、万向 A 一二三、骆驼股份、珠海冠宇等企业。

图55：电池厂商低压锂电启停电池布局进展

电池厂商	搭载情况
宁德时代	开发的 12V 锂电池与传统铅酸电池相比，重量减少 80%，体积减少 60%，而且可以终身免维护。目前宁德时代 12V 三元电池已应用于特斯拉 Model S/Model X
比亚迪	21 年初发布 12V 磷酸铁锂电池，并搭载在 DM-i 超级混动系统上。彻底无铅化、成熟应用五年、全球首家搭载、独立 BMS、系统效率提升 13%
亿纬锂能	21 年初投资 26 亿元建设 xHEV 电池系统项目（一期），包括 12V 和 48V 电池系统，21 年 12V/48V/72V 低压大倍率 PHEV 和启停电池规划产能 300 万套，至 25 年达 1000 万套
万向 A123	12V 铁锂电池已应用于保时捷 Taycan，欧洲捷克工厂主要负责 12V 和 48V 项目生产制造
骆驼股份	1) 48V 应用领域，建立系列产品的完整开发平台，独家配套东风日产 48V 启停项目已量产； 2) 12V 应用领域，骆驼新能源攻克锂电池极低温度的脉冲高倍率放电难题，解决低温型电池高温耐受性差问题，目前正在与多家国际主机厂进行前期的技术对接并获得样件定点
珠海冠宇	深耕 12V 铁锂启停电芯技术研发，在正负极材料及配方、高功率隔膜、高低温兼顾型电解液等方面取得突破，开发出性能优异的 12V 铁锂启停电芯，已获得众多车企定点

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5.3. 以启停电池为起点，差异化切入动力市场

公司聚焦启停电池/车用小电池等细分领域，差异化切入动力市场。公司于 19 年成立冠宇动力电池、冠宇动力电源两家子公司布局动力电池领域，产品包括电芯、模组及 PACK，主要应用于汽车启停系统和电动摩托，计划率先通过 12V 和 48V 低压系统启停电池、电动摩托车电池拓展车企客户，后续逐步延伸至纯电动汽车电池领域。

图56：公司动力电池产品体系

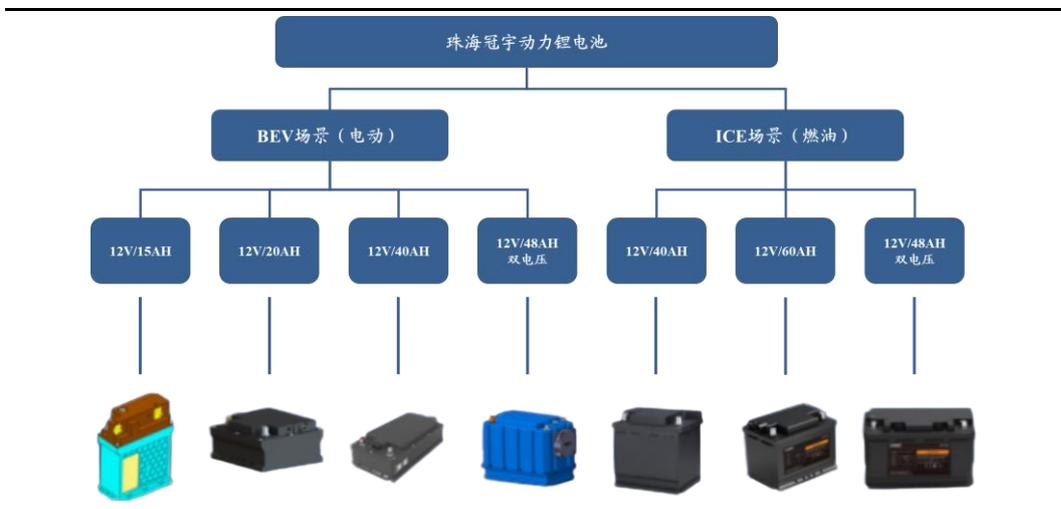
产品体系			主要指标	应用领域图示
电芯	模组	PACK	能量密度	
			130Wh/kg	
			215Wh/kg	

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

消费锂电经验铸就竞争优势，低压启停电池性能优异。动力小电池生产工艺与消费锂电池相似，公司在消费电池领域技术沉淀与深厚生产经验可直接平移进动力类电芯生产，学习成本较低。叠加在消费锂电领域积累的口碑与客户资源，公司动储类电池后发优势明显。而相较 BEV，启停电池领域竞争格局较优、材料成本影响较小、价值量较高，公司深耕 12V/48V 磷酸铁锂启停电芯技术研发，在正负极材料及配方、高功率隔

膜、高低温兼顾型电解液等方面取得突破，成功开发出性能优异的 12V 磷酸铁锂启停电芯产品，满足汽车对启停电池高功率输出的要求。

图57：珠海冠宇低压启停电池产品布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

斩获众多车企定点，实现启停电池 0-1 突破。公司第一代 12V 低压启停电池已收到通用、上汽、捷豹路虎等主机厂定点通知，其中配套上汽智己 LS7 的 12V 启停电池已于 2022 年量产供货，2023 年成为 LS6 启停电池独供，捷豹路虎定点预计 2025 年实现量产。虽锂电启停仍处于初期，但公司凭借过硬技术得到众多国内外一线主机厂认可，供应地位高。冠宇第二代启停电池目标 30-50%低温功率性能提升，叠加其消费领域的长期小电池制造经验和客户积累，订单能见度高，有望持续开拓头部新能源车企。

图58：公司锂电启停电池定点及合作情况

时间	客户	定点情况
2021 年 11 月	上汽集团	开发供应智己 LS7 12V 锂电池，2022 年量产供货；2023 年成为智己 LS6 12V 锂电池独供
2022 年 12 月	捷豹路虎	选择冠宇开发和供应 12V 低压锂电池，2025 年量产
2023 年 6 月	韩泰集团	与韩泰集团签署战略合作协议，计划向韩泰提供低压启停高功率锂离子电芯产品
2024 年 4 月	Stellantis	选择冠宇开发、供应 12V 汽车低压锂电池
2024 年 6 月	通用汽车	选择冠宇为其开发和供应 12V 汽车低压锂电池

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能已准备好，逐步提高产能利用率。截至 2023 年末，公司动储类锂电池投产产能 2.5GWh (307 万只电池)，70%可用于启停电池生产，对应大客户 T 专线 160 万套+

其他客户 90 万套，合计 250 万产能，可满足今明年需求。公司产线建设匹配订单需求，较好需求支撑下公司另规划 50GWh 产能（浙江 10GWh+重庆 15GWh+德阳 25GWh），原计划于 2024 年后陆续投产，现阶段调整产能投放节奏，暂停重庆、德阳新建产能，浙江有 4gwh 产能在建，根据下游需求来调整建设节奏。

图59：公司动储类锂电池产能规划情况

基地	电池类型	产能（万只/GWh）	建设情况	投产时间
广东珠海	动储	187（0.5GWh）	投产	-
浙江嘉兴	动储	120（2.5GWh）	投产	2022
浙江嘉兴	户储+启停	10GWh	在建	2023-2024
重庆万盛	储能为主	15GWh	待建	2025
四川德阳	动储	25GWh	待建	2027-2028

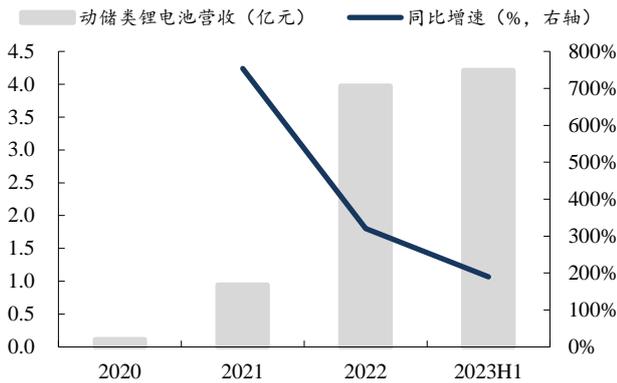
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

启停业务 24 年开始高增，有望开启增长第二曲线。23 年公司实现全球顶级车企的少量供货，出货量达到 10 万套；预计 24 年出货 80-100 万套，其中头部客户 T 供应 20-30 万套、理想 30-40 万套、上汽+小米等 10-20 万套；叠加 25 年捷豹路虎百万辆级订单陆续释放，预计出货量有望翻番增长至 160-200 万套，26 年继续维持 70% 增长。因此预测 24-26 公司锂电启停收入可达 6、12.5、21 亿元。

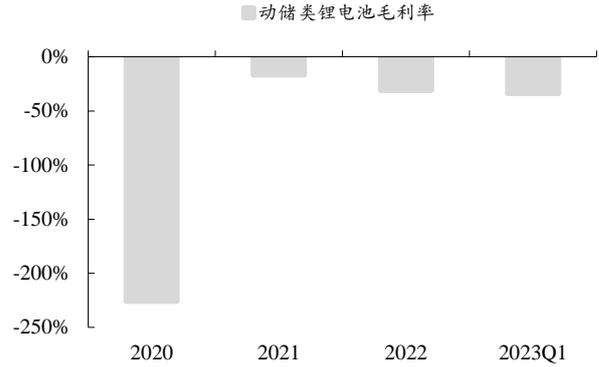
动储业务短期处于亏损阶段，规模效应+持股比例下降+聚焦优质市场，动储业务亏损有望改善。截至 2023H1，公司动储类锂电池营收 4.21 亿元，同增 189.81%，规模相对较小，产能利用率仅三成左右。2020-2023 公司动储业务毛利率分别为-225.98%、-16.73%、-30.84%和-15.1%，动储子公司浙江冠宇净利润-1.3、-1.9、-4.5、-6.3 亿元。一方面公司聚焦有优质市场，减少亏损的储能业务，并且启停业务 24H2 产能利用率将提升至近 50%，规模效应开始体现；另一方面，24 年初浙江冠宇引入外部投资者，预计 24Q2 完成对外融资，进一步降低公司持股比例（当前 73.5%，目标降至 60%），预计动储业务亏损将有所改善，我们预计 24 年将动储业务权益亏损 4 亿元，26 年实现有望实现盈利。

图60：公司动储类锂电池营收及增速

图61：公司动储类锂电池毛利率水平



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图62：公司主要客户锂电启停收入测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入 (百万元)	513	418	804	1,475	2,395	3,503	4,667
-增速	37%	-18%	93%	83%	62%	46%	33%
毛利率	-30.8%	-15.1%	-12.0%	-5.0%	15.0%	17.0%	20.0%
毛利 (百万元)	100	72	-97	-74	359	595	933
启停电池销量 (合计, 万只)		10	90	180	306	459	620
-增速			800%	100%	70%	50%	35%
均价 (含税, 元/只)		800	792	784	776	768	761
均价 (不含税, 元/只)		708.0	700.9	693.9	686.9	680.1	673.3
合计收入 (百万)		71	631	1,249	2,102	3,122	4,172
其他收入 (百万)		347	173	226	293	381	495
-净利率	-88%	-150%	-81%	-27%	2%	7%	10%
经营性利润 (百万元)	-449	-628	-650	-400	50	250	467
-持股比例		74%	65%	60%	55%	55%	55%
归母净利润 (百万元)		-463	-423	-240	28	138	257

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 分业务盈利预测

消费类业务：我们预计 2024-2026 年消费类电芯出货量 3.7 亿、4.2 亿、4.7 亿只，同比增 12%/15%/12%，均价为 30.6/32.8/35.2 元，同比-4%/7%/7%，对应收入 113 亿元、139 亿元、167 亿元，同比增 8%/23%/20%，毛利率维持稳定近 28%，对应贡献净利润 10 亿+、13 亿、16.7 亿。其中，**1) 笔电业务方面**，预计 24-26 年公司手机电池出货 2.3 亿、2.4 亿、2.5 亿只，增长 5%/5%/2%，均价预计 29/30/32 元，同比-4%/5%/5%，对应 24-26 年公司笔电营收 73.6、78.8 和 81.2 亿元，增长 10%/7%/3%，毛利率预期维持 30% 左右。**2) 手机业务方面**，我们预计 24-26 年公司手机电池出货 1.2 亿、1.6 亿、2 亿只，增长 27%/33%/26%，均价预计 34/37/39 元，同比-5%/8%/8%，对应 24-26 年公司手机营

收 41、59 和 80 亿元，增长 20%/44%/36%，毛利率预期 24.1%/25.1%/25.7%。

动储业务:我们预计 2024-2026 年收入 8 亿元、14.8 亿元、24 亿元，同比 93%/83%/62%，其中启停电池出货量预期 90 万、180 万、306 万套，同比增 800%/100%/70%，均价为 780-790 元，基本平稳，对应收入 6.3 亿、12.5 亿、21 亿元，其他收入预期 2-3 亿元左右平稳增长。24-26 年毛利率预计为 -12%/-5%/15%，假设持股比例分别下降至 65%/60%/55%，对应贡献净利润-4.2 亿元、-2.4 亿元、0.3 亿元。

综合来看，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 128/161/208 亿元，同比增长 11%/27%/29%；实现归母净利润 6.0/10.2/16.4 亿元，同比增长 75%/68%/61%。

图63：公司业绩拆分

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
消费电池业务					
收入 (百万元)	11,282	13,893	16,710	18,378	20,178
-增速	8%	23%	20%	10%	10%
毛利率	27.7%	27.8%	27.8%	27.8%	27.7%
毛利 (百万元)	3,125	3,869	4,648	5,111	5,579
电池销量 (合计, 万只)	36,840	42,363	47,455	51,279	55,763
-增速	12%	15%	12%	8%	9%
均价 (含税, 元/只)	34.6	37.1	39.8	40.5	40.9
均价 (不含税, 元/只)	30.6	32.8	35.2	35.8	36.2
-增速	-4%	7%	7%	2%	1%
动储电池业务					
收入 (百万元)	804	1,475	2,395	3,503	4,667
-增速	93%	83%	62%	46%	33%
毛利率	-12.0%	-5.0%	15.0%	17.0%	20.0%
毛利 (百万元)	-97	-74	359	595	933
启停电池销量 (合计, 万只)	90	180	306	459	620
-增速	800%	100%	70%	50%	35%
均价 (含税, 元/只)	792	784	776	768	761
均价 (不含税, 元/只)	700.9	693.9	686.9	680.1	673.3
合计收入 (百万)	631	1,249	2,102	3,122	4,172
其他收入 (百万)	173	226	293	381	495
其他业务					
收入 (百万元)	678	780	1,676	5,279	21,909
毛利率	25%	25%	25%	25%	25%
汇总					
营业总收入 (百万元)	12,764	16,147	20,781	27,160	46,755
-增速	12%	27%	29%	31%	72%
营业成本 (百万元)	9,567	12,159	15,358	20,144	34,809
毛利率	25.0%	24.7%	26.1%	25.8%	25.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 估值与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取从事以消费或储能锂电池为主营业务的欣旺达、亿纬锂能和鹏辉能源作为可比公司，2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 81、21、14 倍。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 6.0/10.2/14.2 亿元，同比增长 75%/68%/61%，对应 PE 为 28/17/10 倍。考虑到公司基本面蕴含量利改善预期，消费类业务 24 年利润预计 10-11 亿元，25-26 年我们预计增长 25%+，叠加动储业务远期空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图64：珠海冠宇可比公司估值（截至 6 月 24 日收盘价，欣旺达、鹏辉能源、豪鹏科技为 Wind 一致预期）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300014.SZ	亿纬锂能	41.95	858.18	40.5	47.8	63.6	80.1	1.7	2.0	2.6	3.3	24	21	16	13
300207.SZ	欣旺达	15.00	279.33	10.8	14.2	18.3	22.5	0.6	0.8	1.0	1.2	26	20	15	12
300438.SZ	鹏辉能源	18.83	94.80	0.4	4.3	5.8	7.4	0.1	0.9	1.2	1.5	209	22	16	13
001283.SZ	豪鹏科技	40.34	33.15	0.5	1.7	3.5	4.8	0.6	2.0	4.2	5.9	66	20	10	7
	平均值	29.03	316.37	13.4	14.2	18.8	24.5	1.4	1.1	1.9	2.7	81	21	14	11
688772.SH	珠海冠宇	13.75	155.00	3.4	6.0	10.2	16.4	0.3	0.5	0.9	1.4	45	26	15	10

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

1) **行业需求放缓超预期**：2021 年之后笔电出货量整体呈现增速放缓的发展态势，预计 2023 年出货量增长率将降至 2% 以下，公司笔记本电脑锂电池业务收入存在增速放缓甚至下滑的风险。若未来笔记本电脑、智能手机等消费锂电池市场需求不及预期，则可能导致公司主营业务收入继续下降，从而对公司盈利能力造成重大不利影响。

2) **原材料价格波动风险**：公司原材料占营业成本比重较高，未来若钴酸锂等原材料价格出现大幅波动，公司不能采取措施将原材料上涨的压力转移或者通过新产品、技术创新来抵消原材料价格上涨的压力，又或者在原材料价格下跌趋势中未能够做好存货管理，公司的经营业绩将受到不利影响。

3) **技术创新进度不及预期**：如果未来消费类锂离子电池技术发生突破性变革使得消费类锂电池产品类型发生迭代，而公司未能顺应行业发展趋势、准确把握新技术发展方向，未能成功研发并取得预期技术成果或技术成果不能较好实现产业化，则公司的市场竞争力和盈利能力将会受到影响，公司在研发上的资金投入将会对公司财务状况和经营成果带来负面影响。

珠海冠宇三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,704	8,399	11,474	16,087	营业总收入	11,446	12,764	16,147	20,781
货币资金及交易性金融资产	4,251	2,494	4,048	6,677	营业成本(含金融类)	8,564	9,567	12,159	15,358
经营性应收款项	3,123	3,418	4,343	5,588	税金及附加	86	96	122	156
存货	1,951	2,097	2,665	3,366	销售费用	48	51	65	83
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,263	1,455	1,615	1,870
其他流动资产	380	390	417	455	研发费用	1,150	1,340	1,453	1,662
非流动资产	11,804	12,153	11,948	11,453	财务费用	94	58	45	24
长期股权投资	28	18	18	18	加:其他收益	138	140	145	125
固定资产及使用权资产	7,659	7,718	7,313	6,718	投资净收益	34	38	97	125
在建工程	2,031	2,231	2,331	2,331	公允价值变动	(1)	10	10	10
无形资产	395	495	595	695	减值损失	(316)	(42)	(32)	(32)
商誉	9	9	9	9	资产处置收益	2	(1)	(2)	(2)
长期待摊费用	489	489	489	489	营业利润	97	342	908	1,852
其他非流动资产	1,193	1,193	1,193	1,193	营业外净收支	(37)	(1)	(8)	(8)
资产总计	21,508	20,552	23,422	27,540	利润总额	60	341	900	1,844
流动负债	9,473	8,178	10,283	12,886	减:所得税	(137)	(34)	45	184
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,209	100	100	100	净利润	197	375	855	1,660
经营性应付款项	6,285	7,021	8,922	11,270	减:少数股东损益	(147)	(228)	(160)	23
合同负债	173	191	243	307	归属母公司净利润	344	603	1,015	1,637
其他流动负债	807	866	1,018	1,210	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.53	0.90	1.45
非流动负债	4,803	4,803	4,803	4,803	EBIT	206	254	734	1,651
长期借款	1,211	1,211	1,211	1,211	EBITDA	1,913	1,495	2,139	3,146
应付债券	2,717	2,717	2,717	2,717	毛利率(%)	25.17	25.04	24.70	26.10
租赁负债	28	28	28	28	归母净利率(%)	3.01	4.72	6.29	7.88
其他非流动负债	846	846	846	846	收入增长率(%)	4.29	11.52	26.51	28.70
负债合计	14,276	12,981	15,086	17,689	归母净利润增长率(%)	278.45	75.09	68.44	61.28
归属母公司股东权益	6,974	7,540	8,466	9,958					
少数股东权益	258	31	(129)	(107)					
所有者权益合计	7,233	7,571	8,337	9,851					
负债和股东权益	21,508	20,552	23,422	27,540					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,603	2,117	2,905	3,809	每股净资产(元)	5.87	6.37	7.20	8.53
投资活动现金流	(3,015)	(1,564)	(1,113)	(885)	最新发行在外股份(百万股)	1,127	1,127	1,127	1,127
筹资活动现金流	551	(2,319)	(248)	(304)	ROIC(%)	5.24	2.23	5.81	11.30
现金净增加额	159	(1,766)	1,544	2,619	ROE-摊薄(%)	4.94	7.99	11.99	16.44
折旧和摊销	1,707	1,241	1,405	1,495	资产负债率(%)	66.37	63.16	64.41	64.23
资本开支	(3,290)	(1,602)	(1,210)	(1,010)	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.80	27.87	16.55	10.26
营运资本变动	487	334	554	590	P/B(现价)	2.54	2.34	2.07	1.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500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),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>