

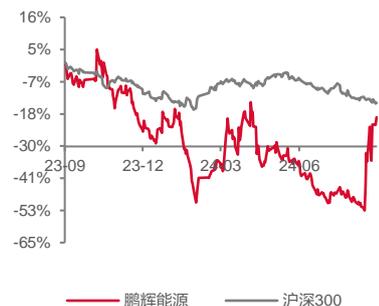
2024年09月09日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn**联系人**赵敏敏
zmm@longone.com.cn

数据日期	2024/09/06
收盘价	24.85
总股本(万股)	50,344
流通A股/B股(万股)	40,417/0
资产负债率(%)	64.74%
市净率(倍)	2.23
净资产收益率(加权)	0.74
12个月内最高/最低价	37.76/16.33

**相关研究**

- 光伏新技术产业化加快，电动车需求恢复——电力设备新能源行业周报（2023/6/26-2023/7/02）
- 新能源汽车消费旺季已至，“十四五”收官储能装机旺盛——电池及储能行业周报（2024/08/26-2024/09/01）

鹏辉能源（300438）：二季度业绩环比修复显著，固态电池技术迎突破

——公司简评报告

投资要点

- **事件：公司发布2024年中报，受行业供需失衡、竞争加剧影响，业绩短期承压。**2024年上半年公司实现营收37.73亿元，同比-13.8%；归母净利润0.42亿元，同比-83.4%；毛利率14.2%，同比-4.6pct；净利率0.5%，同比-5.9pct。2024Q2公司实现营收21.76亿元，同比+15.8%、环比+36.3%；归母净利润0.25亿元，同比-63.2%、环比+54.8%；毛利率15.9%，同比-1.4pct、环比+4.1pct；净利率0.4%，同比-3.2pct、环比-0.2pct。
- **研发创新驱动产品升级，固态电池计划于2026年实现量产；产能有序扩展，产品交付能力同步提升，远期规划产能近70GWh。**1) 技术端：2024年8月公司正式发布第一代固态电池技术，电芯能量密度高达280Wh/kg、运行温域宽至-20℃~85℃，与常规锂电相比生产成本仅高出约15%，并计划于2026年实现量产。2) 产能端：已建成广州、珠海、驻马店、常州、柳州、佛山、衢州、越南八大生产基地，合计产能约22GWh；公司在建有青岛、乌兰察布两大基地，合计规划产能约47GWh，未来公司总产能有望达70GWh。
- **储能电池：公司业务重心，深度绑定下游优质客户，需求有望快速释放。**公司储能业务产品矩阵完备、项目经验丰富，2023年居全球储能市场出货量TOP8。坚持To B战略，营销与渠道费用管控有效，销售费用率连续多年处行业低位；深度绑定下游龙头客户，如阳光电源、德业股份、正浩科技等，储能需求有望跟随客户实现进一步增长。此外，公司储能产品已通过全球多国认证，海外市场有望成为公司未来业绩增长的重要来源。
- **消费及动力电池：紧跟行业需求热点，细分赛道持续深耕。**1) 消费电池：公司传统优势业务、经营历史悠久，主要产品包括锂离子电池及镍氢电池等，广泛应用于无线耳机、电子烟、个人护理产品等多个细分领域，未来随着互联网及人工智能等技术的不断发展，公司消费锂电业务有望继续保持良好增长态势。2) 动力电池：聚焦铁锂、兼顾三元，精准定位A00级车市场，2023年公司磷酸铁锂动力电池装车量为0.30GWh，以0.11%的市占率居国内企业铁锂电池装车量第十三名。轻型动力领域主打两轮车换电及电动工具市场，核心客户结构优质，包含哈啰换电、铁塔换电、TTI等下游头部企业。
- **投资建议：**公司为国内锂电领先企业，预计2024~2026年营收分别为88.48/101.52/125.95亿元，同比+27.6%/+14.7%/+24.1%；归母净利润为1.92/4.68/6.44亿元，以2024年9月6日收盘价计，对应PE为65x/27x/19x。考虑到公司下游客户优质、技术迭代迅速、出海有序推进，我们认为公司未来需求及盈利具备较大增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**全球市场竞争加剧风险；存货跌价风险；应收账款坏账风险。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	6,932.48	8,848.40	10,151.55	12,595.21
同比增速(%)	-23.54%	27.64%	14.73%	24.07%
归母净利润(百万元)	43.10	192.43	467.50	643.68
同比增速(%)	-93.14%	346.44%	142.95%	37.69%
毛利率(%)	16.51%	15.16%	15.87%	15.57%
每股盈利(元)	0.09	0.38	0.93	1.28
ROE(%)	0.80%	3.44%	7.70%	9.59%
PE(倍)	290.20	65.00	26.76	19.43

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年9月6日

正文目录

1. 业绩短期承压，季度数据环比修复显著	4
2. 重点聚焦储能领域，持续研发创新，固态电池技术迎突破	5
3. 投资建议	13
4. 风险提示	13

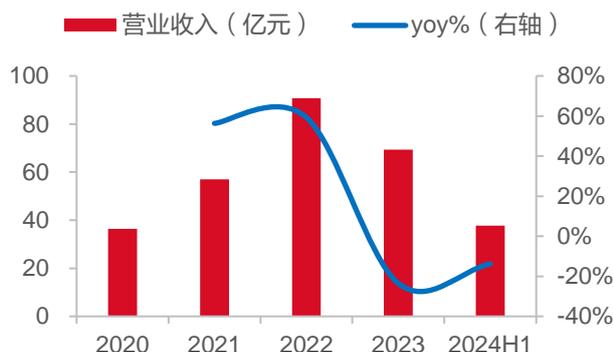
图表目录

图 1 2020~2024H1 公司营业收入（单位：亿元，%）	4
图 2 2020~2024H1 公司归母净利润（单位：亿元，%）	4
图 3 2020~2024H1 公司毛利率及净利率（单位：%）	4
图 4 2020~2024H1 公司期间费用率（单位：%）	4
图 5 2022~2024H1 公司单季营业收入（单位：亿元，%）	5
图 6 2022~2024H1 公司单季归母净利润（单位：亿元，%）	5
图 7 2022~2024H1 公司单季毛利率（单位：%）	5
图 8 2022~2024H1 公司单季净利率（单位：%）	5
图 9 公司历史沿革	6
图 10 2023 年公司主营业务构成（单位：%）	6
图 11 2019~2023 年公司分业务营收情况（单位：亿元，%）	6
图 12 公司研发支出及人员情况（单位：亿元，人）	7
图 13 公司固态电池研发及量产路线图	7
图 14 2021 年起公司扩产提速	8
图 15 公司八大生产基地产能布局情况	8
图 16 2020~2022 年公司储能业务收入 CAGR 约 136%	9
图 17 2023 年公司位居全球储能市场出货量 TOP8	9
图 18 公司储能业务主要客户	9
图 19 公司销售费用率连续多年处行业低位	10
图 20 2023 年全球储能系统出货量 TOP10	10
图 21 2024Q1 美国便携式储能市场十大影响力品牌	10
图 22 2023 年中国户储系统自主品牌企业出货量 TOP10	10
图 23 2020 年至今公司分地区毛利率（单位：%）	11
图 24 2020 年至今公司分地区营收（单位：亿元，%）	11
图 25 公司消费类电池主要产品	12
图 26 2023 年中国电动两轮车市场竞争格局（单位：%）	13
图 27 2024 年度全球锂电电动工具品牌价值 TOP10	13
表 1 行业主要企业电池路线布局情况	6
表 2 公司储能业务历史沿革	8
表 3 全球储能市场装机需求预测	10
表 4 2023 年国内磷酸铁锂动力电池企业装车量 TOP15	12
附录：三大报表预测值	14

1.业绩短期承压，季度数据环比修复显著

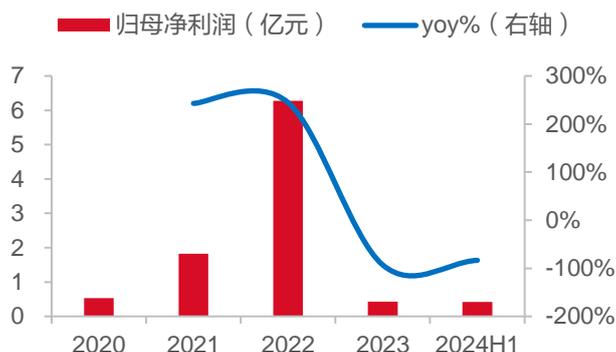
事件：公司发布 2024 年中报，受行业供需失衡、竞争加剧影响，业绩短期承压。2024 年上半年公司实现营收 37.73 亿元，同比-13.8%；归母净利润 0.42 亿元，同比-83.4%。从盈利水平来看，2024H1 公司毛利率为 14.2%，同比-4.6pct；净利率为 0.5%，同比-5.9pct；期间费用率为 10.9%，同比+1.1pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.2%、3.8%、4.3%、0.6%，同比分别+0.1pct、+1.1pct、-0.6pct、+0.5pct。

图1 2020~2024H1 公司营业收入（单位：亿元，%）



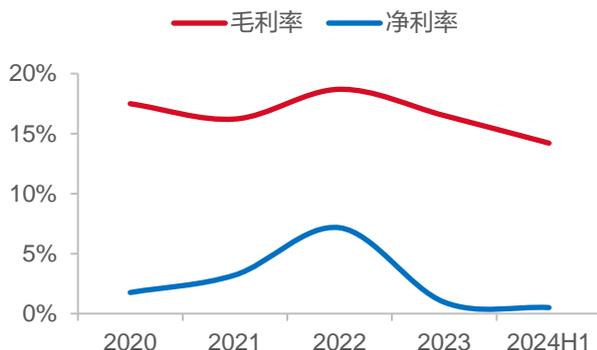
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 2020~2024H1 公司归母净利润（单位：亿元，%）



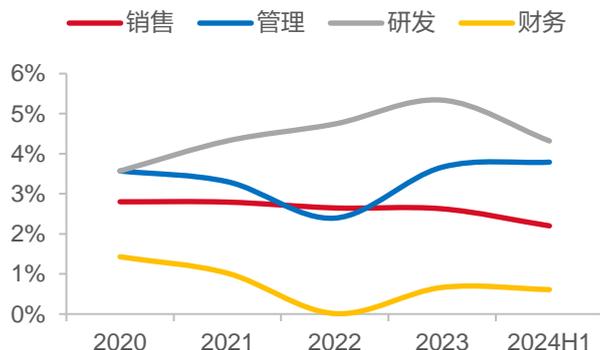
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 2020~2024H1 公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

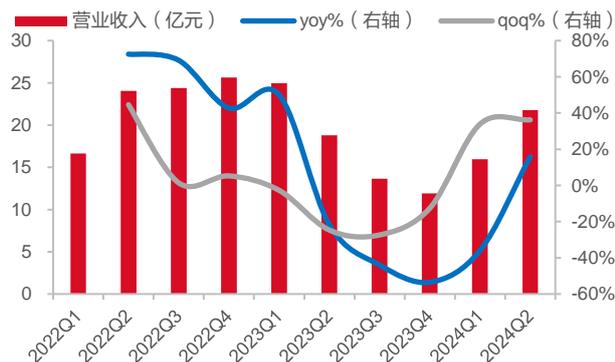
图4 2020~2024H1 公司期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

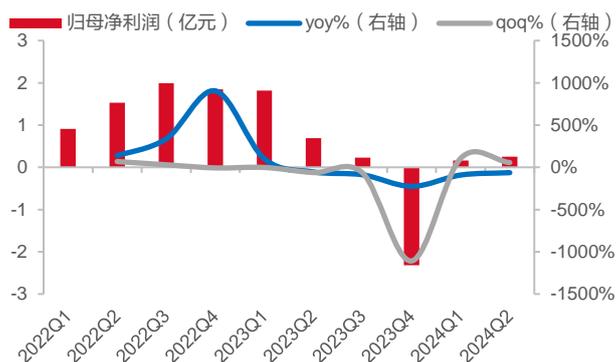
季度性数据环比显著修复，2023Q4 至今营收持续改善，盈利端亦相应提升。2024Q2 公司实现营收 21.76 亿元，同比+15.8%、环比+36.3%；归母净利润 0.25 亿元，同比-63.2%、环比+54.8%；毛利率为 15.9%，同比-1.4pct、环比+4.1pct；净利率为 0.4%，同比-3.2pct、环比-0.2pct。

图5 2022~2024H1 公司单季营业收入 (单位: 亿元, %)



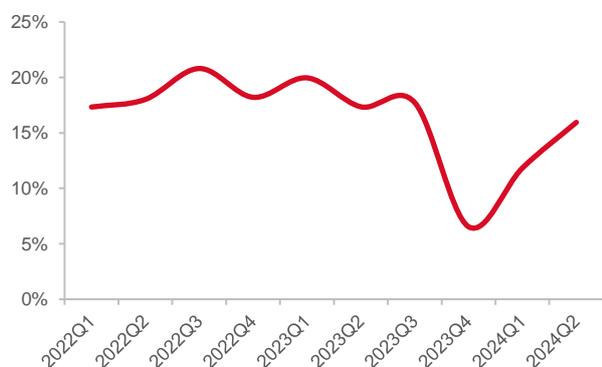
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2022~2024H1 公司单季归母净利润(单位: 亿元, %)



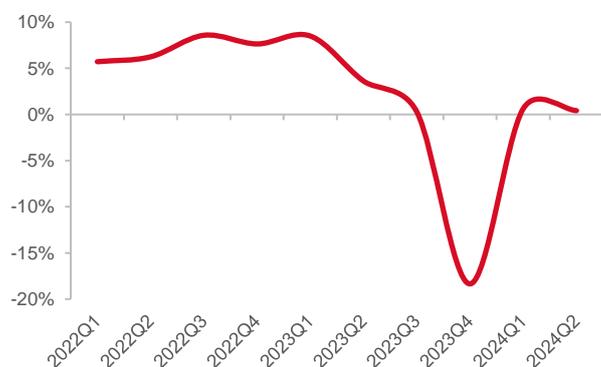
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 2022~2024H1 公司单季毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 2022~2024H1 公司单季净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.重点聚焦储能领域，持续研发创新，固态电池技术迎突破

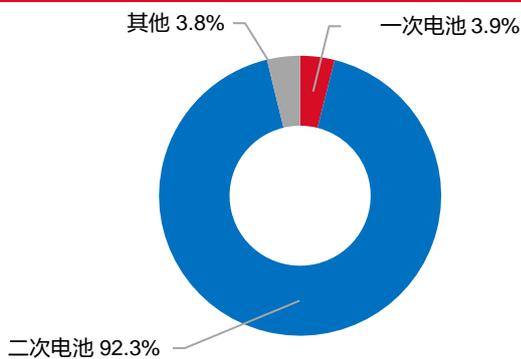
国内锂电老牌企业，重点聚焦储能领域，2023 年全球储能市场出货量排名前十。公司成立于 2001 年，成立伊始即从事锂电池研发与制造业务，前期主要定位消费类电池市场；2011 年公司发布第一款储能产品，正式进军储能领域；2015 年成功登陆深交所创业板；2021 年确定储能重点地位，同年公司成为全球储能电池出货量第二的中国企业。经历二十多年经营，公司已形成一次电池（锂锰电池、锂铁电池）及二次电池（锂离子电池、镍氢电池）两大主营业务板块，下游应用涵盖数码消费、新能源动力及储能等各领域；2023 年公司一次及二次电池营业收入分别为 2.73 亿元、63.97 亿元，营收占比分别为 3.9%、92.3%。

图9 公司历史沿革



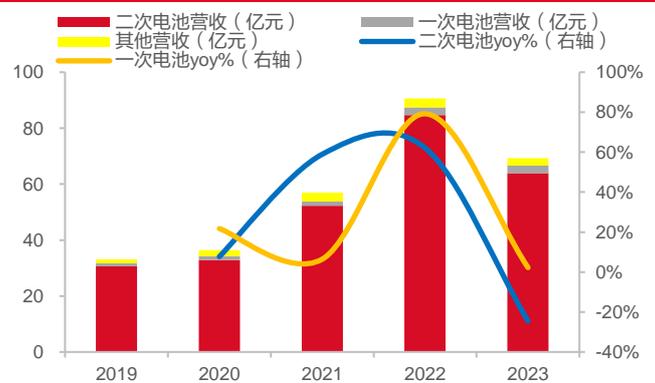
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图10 2023 年公司主营业务构成 (单位: %)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 2019~2023 年公司分业务营收情况(单位:亿元,%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

研发创新驱动产品升级，技术布局行业领先，固态电池产品计划于 2026 年实现量产。锂电行业下游需求变化多、产品更新迭代速度快，公司高度重视产品研发与技术创新，截止 2023 年底公司研发人员数量达 1366 人、全年研发费用支出达 3.70 亿元。从已有的技术布局来看，1) 固态电池方面：2024 年 8 月公司正式发布第一代固态电池技术，该技术采用氧化物陶瓷类电解质路线、并使用独特的电解质湿法涂布工艺，可使固态电池成本较常规锂电仅高出 15%；从性能指标来看，公司全固态电池运行温域宽至-20℃~85℃、能量密度高达 280Wh/kg，并计划于 2026 年建成投产。2) 钠离子电池方面：公司 2019 年开始布局钠离子电池技术，目前钠离子电池产品能量密度已达 150Wh/kg、循环寿命超 6000 次，居行业前列。3) 储能电芯方面：最新户储电池产品低温充电温度已下探至-30℃、充放电效率超 95%、循环寿命达 5000 次+。

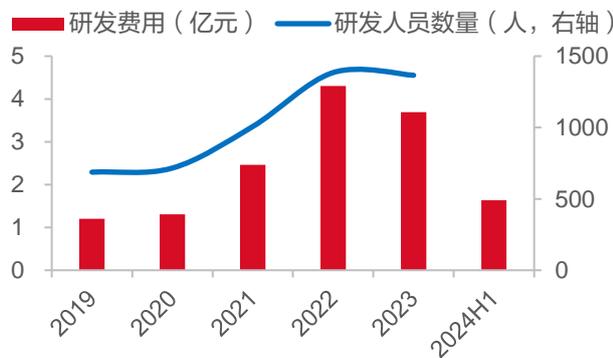
表1 行业主要企业电池路线布局情况

产品类型	公司名称	布局情况
储能电芯	鹏辉能源	最新一代产品最低充电温度下探至-30℃，充放效率达 95%以上，循环 5000 次以上。
	宁德时代	已量产电芯容量 280~314Ah，循环寿命 7000 次以上。
	国轩高科	已量产电芯容量 30~300Ah，循环寿命最高可达 8000 次+，工作温域-30~60℃。
大容量电芯	鹏辉能源	已发布 590Ah 大容量风鹏电芯，能效高达 97%、功率达 2P。
	宁德时代	2023 年 12 月底已开启 530Ah 储能电芯产线建设。
	亿纬锂能	2023 年 8 月推出超大叠片智慧电芯“Mr.big” LF560K，电芯容量达 628Ah，效率达 95%以上，循环寿命达 12000 次以上，预计 2024 年 10 月量产。

钠离子电池	欣旺达	2024年6月发布新品“欣岳”625Ah超大储电芯，能量密度430+Wh/L、较314Ah电芯提升8.8%+，循环寿命15000次+、3-5年灵活“零衰减”，25年服务寿命，全生命周期降本超13%，预计2025年实现全球交付。
	鹏辉能源	能量密度已达150Wh/kg、循环寿命超6000次。
	宁德时代	2021年7月发布第一代钠离子电池，电芯单体能量密度达160Wh/kg、系统集成效率可达80%以上，目前已实现量产；第二代钠电池正加速研发中，能量密度将突破200Wh/kg，计划于2027年实现量产。
	亿纬锂能	采用层状氧化物和硬碳负极路线，比容量可达135Wh/Kg，循环寿命超10000次，10C下容量保持率高达90%，工作温度可低至-40℃，目前已经开始小批量送样。
	欣旺达	工作温度低至零下40℃、能量密度达160Wh/kg，过充160%SOC不起火、不爆炸，耐受180℃不起火、不爆炸，预计2024年三季度实现量产。
固态电池	鹏辉能源	采用氧化物陶瓷类电解质路线，成本较常规锂电仅高出15%；运行温域宽至-20℃~85℃、能量密度高达280Wh/kg，计划于2026年建成投产。
	宁德时代	在固态电池领域深耕多年，已率先发布可应用在航空领域的凝聚态电池，2027年全固态电池有望实现小批量生产。
	国轩高科	2024年5月发布全固态电池产品金石电池，单体能量密度350Wh/kg、系统能量密度280Wh/kg，电芯循环次数可达3000次，计划2027年实现小批量上车实验、2030年实现量产。
	亿纬锂能	采用硫化物和卤化物固态电解质路线，预计2026年推出全固态电池、2028年推出400Wh/kg全固态电池，支持4C快充。
	欣旺达	已完成容量20Ah、能量密度超400Wh/kg的全固态电池小试，全固态电池产线正在建设中、预计到2026年实现量产，规划产能达1GWh。

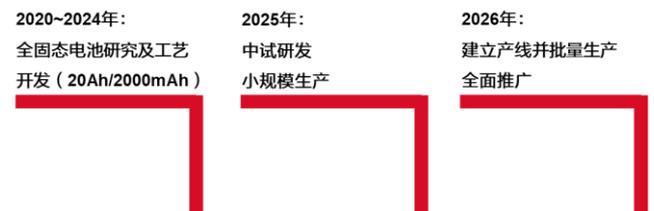
资料来源：各公司官网，起点钠电，高工储能，CBIA，东海证券研究所

图12 公司研发支出及人员情况（单位：亿元，人）



资料来源：Wind, Datayes, 东海证券研究所

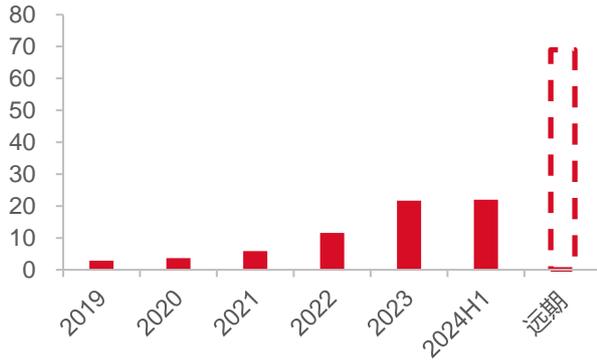
图13 公司固态电池研发及量产路线图



资料来源：公司官网，东海证券研究所

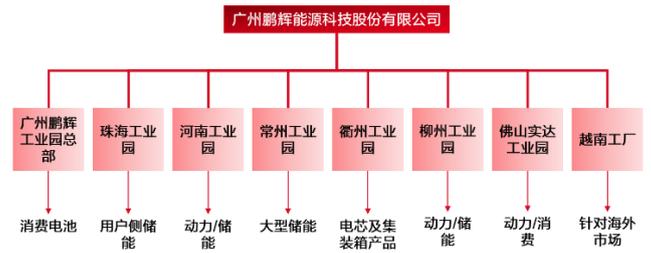
紧跟市场需求、产能快速扩张，交付能力持续提升，远期规划产能近70GWh。从产能扩张节奏来看，公司前期产能布局相对保守、产能利用率连续多年处于高位，2021年随着下游需求释放，公司扩产明显提速，2022/2023年产能增速分别达97.3%、87.1%。目前公司在全球已拥有广州、珠海、驻马店、常州、柳州、佛山、衢州、越南八大生产基地，已建产能约22GWh（截止2024年上半年、以标称电压3.2V计算），其中超五成为储能电池产能。此外，公司另有青岛、乌兰察布两大生产基地正在建设中，其中青岛基地规划产能36GWh（一期已投建）、乌兰察布基地规划产能11GWh（10GWh储能电芯及系统集成+1GWh半固态电池），据此测算公司远期总产能有望达70GWh。

图14 2021年起公司扩产提速（单位：GWh）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图15 公司八大生产基地产能布局情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司战略升级重点聚焦储能领域，形成“储能+动力+消费”三大板块齐发力。具体来看：

1) 储能：公司业务重心，深度绑定下游优质客户，需求有望快速释放。

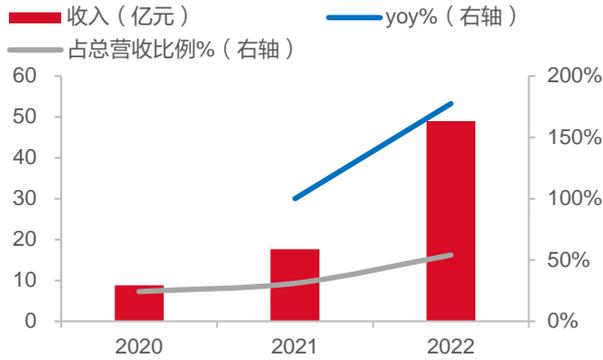
产品矩阵完备，营收快速增长，行业地位不断提升。公司深耕储能领域十余载，目前已拥有完整的储能产品线，产品矩阵涵盖储能电芯、通信基站电池标准模块、便携式储能箱、家用储能一体机、大型储能（含电池簇、储能机柜、集装箱储能系统）等；2021年确定储能业务重点地位，同年公司储能业务收入实现翻倍增长、营收占比提升至31%（据测算，2020~2022年公司储能业务收入复合增速至少为136%）。项目交付方面，公司在大储领域助力新疆伽师600MWh光储项目、新疆吉木萨尔150MWh光储示范项目、广西南宁100MWh独立储能电站项目及江西15MWh农光互补项目等多个项目成功并网，工商储领域成功落地深圳巴士公交60MWh充电站项目，为当时全国最大的分布式储能项目。经过多年积累，公司行业地位不断提升，据GGII、EESA数据，2023年公司位居全球储能市场出货量TOP8、户用储能出货量TOP3、工商业储能系统出货量TOP3、储能电池出货量中国企业前六。

表2 公司储能业务历史沿革

时间	进展
2011年	推出第一款储能电芯产品，正式进军储能领域。
2015年	与兴业太阳能开展合作；国际市场开拓取得初步进展；成功研发MW级储能系统、便携式储能和移动基站储能等产品。
2019年	进入中国铁塔供应目录、公司基站后备电源销量实现较大增长；获TÜV南德意志集团的PPP 59044A:2015证书，助力公司打开欧洲市场；与天合光能合资设立控股子公司天辉锂电。
2020年	中选“中国铁塔2020年备电用磷酸铁锂蓄电池组产品集约化电商采购项目”、家庭储能产品获欧洲、澳洲认证，在通信基站储能和家用储能等市场进展顺利。
2021年	向头部跃进，在全球储能电池（不含基站、数据中心备电电池）出货量排名top10中国企业中排名第二；在国内新增投运装机规模TOP10储能技术提供商排名中排名第四。
2022年	280Ah大储产品实现万次循环技术突破；储能全球市场出货量前五、户用储能出货量前二。
2023年	全球储能市场出货量TOP8、户用储能出货量TOP3、工商业储能系统出货量TOP3、储能电池出货量中国企业前六。
2024上半年	向市场推出第二代工商业储能产品，包括Great One200-260、Great One400-418、Great Com 5MWh液冷储能集装箱系统等新品。

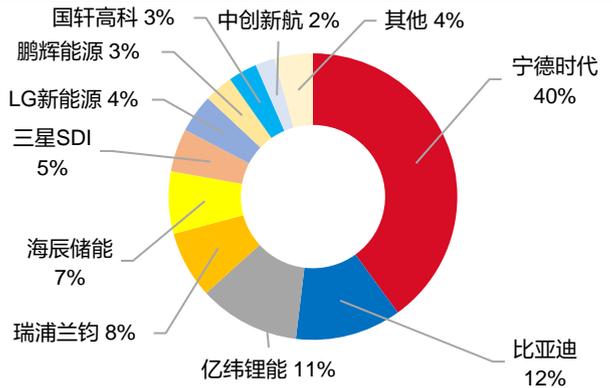
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图16 2020~2022 年公司储能业务收入 CAGR 约 136%



资料来源：公司公告，东海证券研究所测算

图17 2023 年公司位居全球储能市场出货量 TOP8



资料来源：储能与电力市场，东海证券研究所

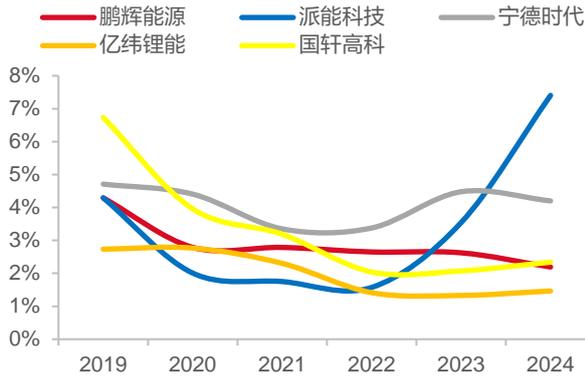
To B 战略显成效，深度绑定下游大客户，需求有望随客户进一步增长。公司坚持 To B 战略，与下游多家头部企业建立稳定合作关系，营销与渠道费用控制有效，销售费用率多年处行业低位。具体来看，大储领域公司与阳光电源(2023 年全球储能系统出货量占比 10.9%、位居第一)、南方电网、三峡电能等一线客户合作渐深，工商储领域积极开拓中国中车、云天励飞、小桔充电等多家重点客户，户用储能领域深度绑定古瑞瓦特、三晶电气、德业股份(2023 年中国户储系统自主品牌企业出货量排名分别为第三、第七和第八)等多家头部企业，便携式储能领域公司自 2021 年起即成为正浩科技(2024Q1 为美国市场便携式储能品牌影响力 TOP1)的主力供应商；公司下游客户龙头地位显著，储能业务需求有望跟随客户实现进一步增长。

图18 公司储能业务主要客户



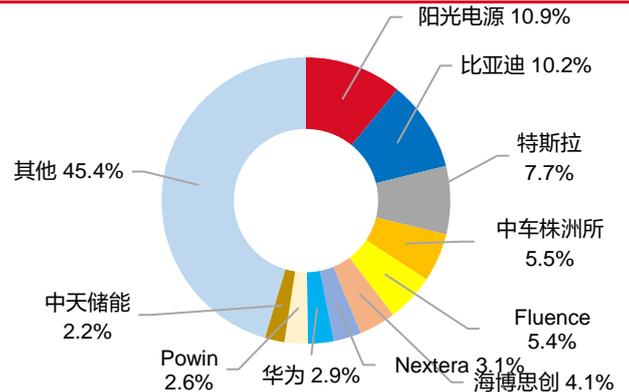
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图19 公司销售费用率连续多年处行业低位



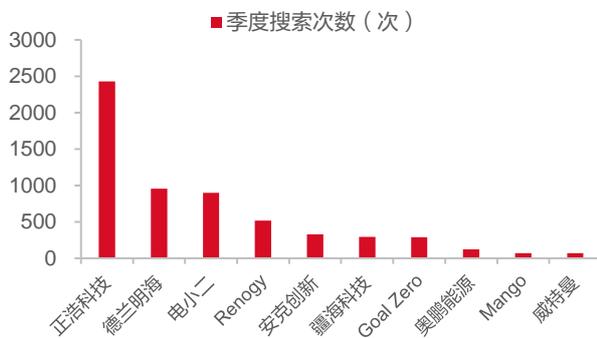
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图20 2023 年全球储能系统出货量 TOP10



资料来源: SPIR, 东海证券研究所

图21 2024Q1 美国便携式储能市场十大影响力品牌



资料来源: 易势科技, 东海证券研究所

图22 2023 年中国户储系统自主品牌企业出货量 TOP10

排名 (1-5)	企业	排名 (6-10)	企业
1	华为	6	首航新能源
2	比亚迪储能	7	三晶电气
3	古瑞瓦特	8	德业股份
4	沃太能源	9	大秦数能
5	麦田能源	10	阿诗特能源

资料来源: GGII, 东海证券研究所 (加粗企业为公司客户)

产品已通过全球多国认证, 海外高利润市场需求潜力大。公司储能产品从电芯到系统已获得 GB/T36276、IEC62619、UL1973/UL1642/UL9540A (北美市场)、UN38.8 等一系列认证, 产品可出口至欧、美、澳、日本、非洲及“一带一路”沿线等海外主要储能市场。当前储能产业链竞争愈烈, 海外因较大的市场需求 (欧美等传统市场电网老化、新能源消纳需求提升+新兴市场储能经济性逐步显现, 我们预计 2024 年海外储能新增装机将达 39GW、同比+29.1%) 及较国内更高的盈利水平 (以公司为例, 2020~2022 年公司海外业务毛利率较大陆地区高约 4~8pct、2023 年以来行业竞争加剧背景下毛利率差进一步扩大至 13pct) 成为国内储能企业未来布局的重心, 公司目前已在越南建立针对海外市场的生产基地、并在美国/德国/日本/印尼/新加坡建立五大海外办事处、加之深度绑定在海外市场地位领先的下游企业 (如阳光电源、德业股份、正浩科技等), 海外市场有望成为公司未来业绩增长的重要来源; 2024H1 公司海外市场实现营收 5.12 亿元, 环比+18.0%。

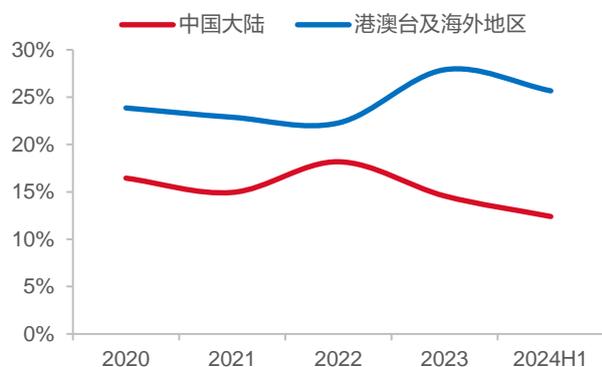
表3 全球储能市场装机需求预测

	单位	2024E	2025E	2026E
表前储能				
全球集中式光伏装机增量	GW	281	324	365
其中: 中国集中式光伏装机增量	GW	139	153	168
储能渗透率	%	13%	14%	15%
其中: 海外集中式光伏装机增量	GW	142	171	196
储能渗透率	%	13%	14%	15%
全球风电装机增量	GW	140	165	196
其中: 中国风电装机增量	GW	95	114	137

储能渗透率	%	13%	14%	15%
其中：海外风电装机增量	GW	45	51	59
储能渗透率	%	13%	14%	15%
中国电网侧储能装机	GW	3	6	11
海外电网侧储能装机	GW	3	3	5
中国表前储能装机增量合计	GW	34	43	56
海外表前储能装机增量合计	GW	27	34	44
表后储能				
全球分布式光伏装机增量	GW	150	177	203
其中：中国分布式光伏装机增量	GW	77	92	106
储能渗透率	%	8%	10%	12%
其中：海外分布式光伏装机增量	GW	74	85	98
储能渗透率	%	13%	14%	15%
中国其他表后储能装机	GW	4	4	4
海外其他表后储能装机	GW	3	3	3
中国表后储能装机增量合计	GW	10	13	16
海外表后储能装机增量合计	GW	12	15	17
全球储能市场装机增量				
中国	GW	43	56	73
海外	GW	39	49	61
合计	GW	83	105	134

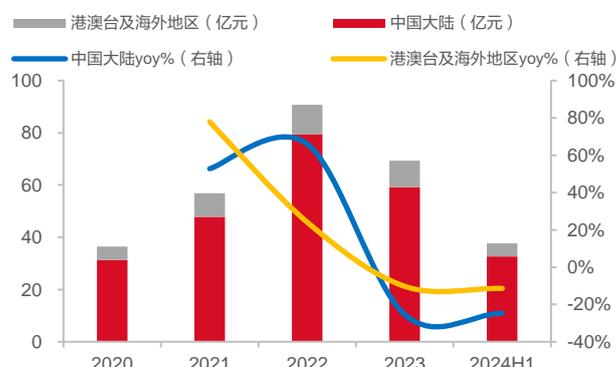
资料来源：CPIA，Wind，东海证券研究所测算

图23 2020年至今公司分地区毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 2020年至今公司分地区营收（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

2) 消费：传统优势业务、经营历史悠久，紧抓行业需求热点。公司消费类电池已有 23 年经营历史，主要产品包括锂源电池及镍氢电池等，广泛应用于无线耳机、蓝牙音箱、电子烟、个人护理产品等多个细分领域，下游客户涵盖哈曼、小米、PHILIPS、佳禾智能等行业头部企业；公司紧抓行业需求爆发每一节点，2019、2020 年先后布局 ETC 及电子烟市场，带动营收实现快速增长；未来随着互联网及人工智能等技术的不断发展，TWS 耳机、蓝牙音箱等新兴消费产品需求仍将不断提升，公司消费锂电业务有望继续保持良好增长态势。

图25 公司消费类电池主要产品

产品品类	个人护理类电池	电子烟电池	TWS耳机电池	移动电源电池	蓝牙音箱电池	镍氢电池	锌空电池	锂铁电池	
产品形态									
性能	支持5C大电流持续放电；超大容量、持久续航；领先快充技术、即充即用	采用专利低温技术，可在-10℃下使用；支持10C大电流放电；兼具小体积与大容量，提升吸烟口数	结构专利钢壳、软包，有效利用空间；满足4C-6C快充和4.4V高电压性能要求	采用高能量密度材料体系，轻薄便携、能量充足；支持大电流充放电，满足快充需求；一致性好	高能量密度材料体系；小巧轻便、超长续航；高倍率新技术，大电流放电，供电稳定	循环寿命≥1500次；支持1100mAh/2200mAh超大电流充放电高能量密度；低自放电；IEC循环≥1000次	核心专利技术保证产品放电性能；进口材料保证产品质量		工作温度范围为-40℃-60℃；放电率极低，常温存放10年后容量依然保持在80%以上
应用领域	牙刷、电动按摩仪、电子血压计、剃须刀、理发器、脱毛仪、毛球机等	电子烟	无线耳机	充电宝、笔记本、平板电脑、电纸书等	蓝牙音箱、智能音箱等	电力仪表、测绘仪器、便携式血压仪、血糖测试仪、探照灯、手电筒、飞机航模等	助听器、蓝牙耳机（小功率）等	数码相机、医疗设备、电子辞典、GPS、航模玩具、电子门锁、迷你四驱车、测量仪器等	

资料来源：公司官网，东海证券研究所

3) 动力：细分新能源汽车及轻型动力赛道，聚焦铁锂路线，业务稳中前进。

新能源汽车领域：聚焦铁锂、兼顾三元，精准定位 A00 级车市场。公司 2015 年起布局动力电池领域，同年第一条动力电池产线成功试产；2017 年进入上汽通用五菱、东风汽车供应链，自此与上通五菱合作不断深入，先后配套宝骏 E100/E200/E300/E300P、五菱荣光等多款热门车型；2019 年客户拓展至奇瑞、长安，并成功研制 6C 快充产品、能量密度超 200Wh/kg；2023 年公司磷酸铁锂动力电池装车量为 0.30GWh，以 0.11%的市占率居国内企业铁锂电池装车量第十三名。

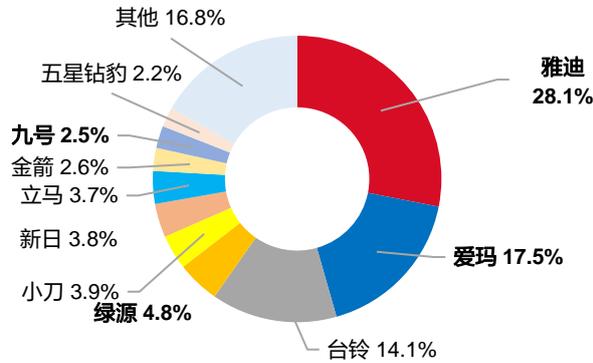
表4 2023 年国内磷酸铁锂动力电池企业装车量 TOP15

排名	企业名称	装车量 (GWh)	占比	占比变动 (pct)
1	比亚迪	105.41	40.38%	-0.73
2	宁德时代	88.77	34.01%	0.15
3	中创新航	17.88	6.85%	-0.09
4	国轩高科	14.71	5.64%	0.03
5	亿纬锂能	14.20	5.44%	0.08
6	瑞浦兰钧	4.69	1.80%	0.25
7	正力新能	4.07	1.56%	0.03
8	蜂巢能源	3.76	1.44%	0.09
9	欣旺达	3.45	1.32%	0.02
10	多氟多	2.05	0.78%	0.11
11	安驰新能源	0.40	0.15%	0.00
12	河南锂动	0.31	0.12%	0.00
13	鹏辉能源	0.30	0.11%	0.00
14	力神	0.31	0.08%	0.00
15	极电新能源	0.18	0.07%	0.06

资料来源：CABIA，东海证券研究所

轻型动力领域：客户结构优质，两轮车换电池市场行业地位领先。主打两轮车换电及电动工具市场，两轮车换电市场客户结构优质，包含哈喽换电、铁塔换电、九号机器人、爱玛、雅迪、绿源等下游头部企业，其中爱玛、雅迪、绿源在 2023 年国内电动两轮车市场中排名均在前五、市占份额合计占比达 50.4%。电动工具市场，公司 2020 年成功通过创科集团（TTI）终审，实现批量供货，TTI 为国际电动工具龙头、在“GYBrand 2024 年度全球锂电电动工具品牌价值 10 强排行榜”中位居第一。

图26 2023 年中国电动两轮车市场竞争格局（单位：%）



资料来源：SPIR，东海证券研究所（加粗企业为公司客户）

图27 2024 年度全球锂电电动工具品牌价值 TOP10



资料来源：GYBrand，东海证券研究所

3.投资建议

公司为国内锂电领先企业，深度绑定下游优质大客户、储能业务快速发展，预计 2024~2026 年电池出货量分别约为 19/22/27GWh，对应营业收入分别为 88.48/101.52/125.95 亿元，同比+27.6%/+14.7%/+24.1%。我们预计随着行业落后产能逐步出清、供需结构不断调整，产业链整体价格有望逐步回升、公司盈利能力将得到相应修复，预计 2024~2026 年公司归母净利润为 1.92/4.68/6.44 亿元，以 2024 年 9 月 6 日收盘价计算，对应 PE 为 65x/27x/19x。考虑到公司下游客户优质、技术迭代迅速、出海有序推进，我们认为公司未来需求及盈利具备较大增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.风险提示

- 1、**全球市场竞争加剧风险：**储能及电池行业竞争日趋激烈，若未来行业低价竞争状况不断持续、劣质产品驱逐良品，将对公司盈利能力造成不利影响。
- 2、**存货跌价风险：**若未来行业供需格局进一步恶化导致公司产品价格继续下行，将对公司业绩造成不利影响。
- 3、**应收账款坏账风险：**随着公司收入规模不断扩大、应收账款相应提升，若未来部分客户无法按时支付货款，将对公司经营及现金流造成不利影响。

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,932	8,848	10,152	12,595
%同比增速	-24%	28%	15%	24%
营业成本	5,788	7,507	8,541	10,634
毛利	1,145	1,341	1,611	1,962
%营业收入	17%	15%	16%	16%
税金及附加	48	61	70	87
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	182	230	236	256
%营业收入	3%	3%	2%	2%
管理费用	254	319	355	416
%营业收入	4%	4%	4%	3%
研发费用	370	398	426	539
%营业收入	5%	5%	4%	4%
财务费用	46	35	36	10
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-207	-127	-62	-62
信用减值损失	-32	-20	0	0
其他收益	75	44	51	63
投资收益	3	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-8	0	0	0
资产处置收益	9	0	0	0
营业利润	86	195	476	656
%营业收入	1%	2%	5%	5%
营业外收支	-61	0	0	0
利润总额	24	195	476	656
%营业收入	0%	2%	5%	5%
所得税费用	-42	1	4	6
净利润	66	194	472	650
%营业收入	1%	2%	5%	5%
归属于母公司的净利润	43	192	468	644
%同比增速	-93%	346%	143%	38%
少数股东损益	23	2	5	7
EPS（元/股）	0.09	0.38	0.93	1.28

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.09	0.38	0.93	1.28
BVPS	10.73	11.13	12.05	13.33
PE	290.20	65.00	26.76	19.43
PEG	—	0.19	0.19	0.52
PB	2.32	2.23	2.06	1.86
EV/EBITDA	21.03	14.67	9.99	7.68
ROE	0.80%	3.44%	7.70%	9.59%
ROIC	4%	3%	5%	7%

资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,241	2,432	3,409	4,776
交易性金融资产	21	21	21	21
应收账款及应收票据	1,983	3,175	3,223	3,653
存货	3,103	2,867	2,909	3,457
预付账款	37	225	239	266
其他流动资产	1,066	1,141	1,178	1,297
流动资产合计	8,452	9,860	10,979	13,470
长期股权投资	148	318	318	318
投资性房地产	13	17	20	24
固定资产合计	4,908	4,996	4,804	4,542
无形资产	437	493	548	603
商誉	12	12	12	12
递延所得税资产	175	204	204	204
其他非流动资产	1,524	1,399	1,251	1,137
资产总计	15,669	17,299	18,136	20,309
短期借款	896	1,296	1,296	1,296
应付票据及应付账款	4,852	6,152	6,406	7,680
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	96	129	142	179
应交税费	57	52	61	75
其他流动负债	1,333	1,151	1,239	1,437
流动负债合计	7,235	8,780	9,144	10,667
长期借款	1,620	1,530	1,530	1,530
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	55	50	50	50
其他非流动负债	1,141	1,122	1,122	1,122
负债合计	10,052	11,482	11,847	13,370
归属于母公司的所有者权益	5,402	5,600	6,068	6,711
少数股东权益	215	217	222	228
股东权益	5,617	5,817	6,289	6,939
负债及股东权益	15,669	17,299	18,136	20,309

现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	415	924	1,506	1,895
投资	-134	-175	-5	-5
资本性支出	-1,464	-617	-420	-420
其他	33	-71	0	0
投资活动现金流净额	-1,566	-862	-425	-425
债权融资	1,148	250	0	0
股权融资	1,515	-6	0	0
支付股利及利息	-142	-97	-103	-103
其他	-255	-20	0	0
筹资活动现金流净额	2,266	126	-103	-103
现金净流量	1,111	190	978	1,366

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年9月6日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089