

珠海冠宇(688772)

报告日期: 2024年11月02日

## 消费电子复苏带动成长边际向好, 大客户稳定供应提升增量弹性

### ——珠海冠宇三季度业绩点评

#### 投资要点

- **事件:** 2024年前三季度公司实现营业收入 85.17 亿元, 同比减少 0.27%; 实现归母净利润为 2.68 亿元, 同比减少 7.47%; 实现归母扣非净利润为 1.8 亿元, 同比减少 17.62%。其中第三季度实现归母净利润为 1.66 亿元, 同比增加 11.43%; 实现归母扣非净利润为 1.54 亿元, 同比增加 24.56%。
- **历经三年去化, 行业开始逐渐回补库存, 需求也逐渐复苏**

消费电子行业历经三年的库存去化, 24 年以来行业逐步开始回补库存, 需求也稳步复苏, 特别是手机市场在各大品牌高性价比的新产品以及换机周期的推动下, 复苏较为明显, 根据 Canalys 的数据, 2024Q1/Q2/Q3 全球智能手机的出货量同比增长 10%/12%/5%。笔电市场方面, 根据 Canalys 的数据, 2024Q1/Q2/Q3 全球 PC 的出货量同比增长 3%/3%/1%, 尽管整体复苏力度不大, 但是当下联想、戴尔、惠普和华硕等多个品牌的 AI PC 新机已陆续上市, 随着应用适配、AI 功能的逐渐成熟, AI PC 有望驱动新一轮换机周期, 叠加全球经济环境的复苏, 25 年笔电市场有望迎来更为强劲的成长。过去几年对冠宇而言整体市场环境压力是很大的: 笔电、手机等消费电子核心终端的出货量不断下滑, 客户备货放缓, 碳酸锂等上游原材料又不断涨价, 成本的提升在行业下行期很多无法向下游传导。当下这两个负向的影响都已经转好, 公司消费侧的成长边际正在逐渐改善。
- **关键大客户电芯供应走入正轨, 钢壳电池未来也有望导入**

24Q3 公司毛利率环比提升 4.1pcts 至 28.28%, 毛利率显著改善的重要原因之一在于大客户新品发售带动稼动率提升。最近几年通过和大客户的持续配合, 公司产品在大客户中的导入稳中有进, 无论是普通款机型, 还是未来的钢壳电池, 公司都在积极的供应和准备。

当前苹果正在积极推动 AI 在智能终端的应用, 并引领新一轮的创新周期, Apple Intelligence 技术的推出有望激发潜在的换新需求, 从而带动出货量强劲上涨, 彭博社预测 2024 年 iPhone 16 系列机型的出货量较 iPhone 15 系列增长 10%, 大摩预测 iPhone 25/26 年出货量将达到 2.35/2.62 亿部, 25-26 年的合计出货量有望打破 2021-2022 年的高位纪录。AI 手机或加剧续航里程焦虑, 进而带动锂电池技术持续升级, 例如 iPhone 16 Pro 机型首次采用钢壳电池, 相较于传统锂电池, 钢壳电池有利于提升散热、安全性和抗冲击性能力, 电芯价值量提升明显。公司也在推动钢壳电池项目的研发量产工作, 2024 年 10 月 9 日, 公司发布公告称计划变更部分募集资金投向用于建设“钢壳锂电池生产扩建项目”以满足公司客户需求, 巩固并扩大现有市场份额, 公司的钢壳电池有望在大客户中导入。因此, 未来受益于大客户自身出货量的增长、电芯价值量的提升以及公司在大客户中份额的持续提高, 冠宇在消费类电池业务方面仍有充分的成长空间。
- **动力及储能方向持续亏损, 静待客户累积逐渐扭亏**

在市场竞争加剧和产能宽裕的背景下, 公司动力及储能类电池产品仍处于投产初期, 整体生产规模较小, 当下收入还是无法完全覆盖浙江工厂的费用与摊销, 动储类电池的亏损是公司业绩成长主要的阻力。但是经过前期的投入与深耕, 公司在汽车低压锂电池方面的技术实力和发展潜力陆续获得上汽、智己、捷豹路虎、Stellantis、GM、某德系头部车企等多家国内外知名车企的认可, 目前已有多款产品开始逐步放量, 除汽车低压系统之外, 公司动储类电池在无人机、电动摩托、储能、通讯备电等领域也已开始陆续量产供货。随着公司合作客户的产品陆续量产上市, 动储类电池的产能利用率也将逐渐提升, 该业务的扭亏和成长值得期待。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 王凌涛  
执业证书号: S1230523120008  
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 黄华栋  
执业证书号: S1230522100003  
huanghuadong@stocke.com.cn

研究助理: 梁艺  
liangyi@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 17.46   |
| 总市值(百万元) | 19,682.42 |
| 总股本(百万股) | 1,127.29  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《消费电池业务稳步增长, 动力电池业务聚焦初显成效》  
2024.09.09
- 《盈利能力显著改善, 动力启停新获 Stellantis 定点》  
2024.04.13
- 《消费电池全球龙头, 动力储能电池打开增长空间》  
2023.11.05

### □ 盈利预测与估值

24Q3 汇兑损失对公司盈利能力造成一定拖累，若剔除此方面的影响，公司三季度的业绩表现将更为优异。预计 2024-2026 年营业收入分别为 120.81 亿元、151.64 亿元和 185.67 亿元，同比增长 5.55%、25.52% 和 22.44%，对应归母净利润分别为 5.15 亿元、9.31 亿元和 14.32 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 38.18、21.14 和 13.74 倍，维持增持评级。

### □ 风险提示

消费电子下游需求成长不及预期;关键客户产品开发与导入进度不及预期; 动储电池方面，低压锂电池市场开拓与落地节奏不及预期。

## 财务摘要

| (百万元)     | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 11445.62 | 12080.63 | 15164.03 | 18566.50 |
| (+/-) (%) | 4.29%    | 5.55%    | 25.52%   | 22.44%   |
| 归母净利润     | 344.19   | 515.49   | 931.04   | 1432.18  |
| (+/-) (%) | 278.45%  | 49.77%   | 80.61%   | 53.83%   |
| 每股收益(元)   | 0.31     | 0.46     | 0.83     | 1.27     |
| P/E       | 57.18    | 38.18    | 21.14    | 13.74    |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 9704  | 10111 | 12436 | 15905 |
| 现金             | 4251  | 4488  | 5087  | 6460  |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 2885  | 3105  | 4202  | 5550  |
| 其它应收款          | 95    | 97    | 121   | 149   |
| 预付账款           | 54    | 44    | 55    | 66    |
| 存货             | 1951  | 1861  | 2403  | 3055  |
| 其他             | 469   | 516   | 568   | 625   |
| <b>非流动资产</b>   | 11804 | 12367 | 12794 | 12880 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 28    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 7603  | 8644  | 9246  | 9458  |
| 无形资产           | 395   | 460   | 520   | 575   |
| 在建工程           | 2031  | 1515  | 1158  | 829   |
| 其他             | 1747  | 1747  | 1870  | 2018  |
| <b>资产总计</b>    | 21508 | 22478 | 25230 | 28785 |
| <b>流动负债</b>    | 9473  | 9179  | 11084 | 13156 |
| 短期借款           | 1389  | 1528  | 1681  | 1849  |
| 应付款项           | 6285  | 5848  | 7209  | 8767  |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 1799  | 1803  | 2193  | 2540  |
| <b>非流动负债</b>   | 4803  | 5892  | 5893  | 5914  |
| 长期借款           | 1211  | 2011  | 2011  | 2011  |
| 其他             | 3591  | 3881  | 3882  | 3902  |
| <b>负债合计</b>    | 14276 | 15071 | 16977 | 19070 |
| 少数股东权益         | 258   | 111   | 26    | 56    |
| 归属母公司股东权益      | 6974  | 7296  | 8227  | 9659  |
| <b>负债和股东权益</b> | 21508 | 22478 | 25230 | 28785 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2603   | 1097   | 1686   | 2125  |
| 净利润            | 197    | 368    | 846    | 1461  |
| 折旧摊销           | 1662   | 680    | 784    | 848   |
| 财务费用           | 94     | 215    | 223    | 211   |
| 投资损失           | (34)   | 0      | 0      | 0     |
| 营运资金变动         | 788    | (721)  | 354    | 249   |
| 其它             | (103)  | 555    | (522)  | (645) |
| <b>投资活动现金流</b> | (3015) | (1233) | (1088) | (786) |
| 资本支出           | (2066) | (1051) | (850)  | (550) |
| 长期投资           | (25)   | 39     | 0      | 0     |
| 其他             | (923)  | (221)  | (238)  | (236) |
| <b>筹资活动现金流</b> | 551    | 373    | 0      | 34    |
| 短期借款           | 397    | 139    | 153    | 168   |
| 长期借款           | (191)  | 800    | 0      | 0     |
| 其他             | 346    | (566)  | (152)  | (134) |
| <b>现金净增加额</b>  | 140    | 238    | 599    | 1373  |

### 利润表

| (百万元)           | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 11446 | 12081 | 15164 | 18566 |
| 营业成本            | 8564  | 8860  | 10923 | 13283 |
| 营业税金及附加         | 86    | 72    | 91    | 111   |
| 营业费用            | 48    | 48    | 53    | 56    |
| 管理费用            | 1263  | 1268  | 1516  | 1671  |
| 研发费用            | 1150  | 1208  | 1410  | 1541  |
| 财务费用            | 94    | 215   | 223   | 211   |
| 资产减值损失          | 316   | 97    | 53    | 56    |
| 公允价值变动损益        | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 34    | 0     | 0     | 0     |
| 其他经营收益          | 140   | 122   | 102   | 82    |
| <b>营业利润</b>     | 97    | 433   | 996   | 1719  |
| 营业外收支           | (37)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 60    | 433   | 996   | 1719  |
| 所得税             | (137) | 65    | 149   | 258   |
| <b>净利润</b>      | 197   | 368   | 846   | 1461  |
| 少数股东损益          | (147) | (147) | (85)  | 29    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 344   | 515   | 931   | 1432  |
| EBITDA          | 1755  | 1328  | 2003  | 2779  |
| EPS (最新摊薄)      | 0.31  | 0.46  | 0.83  | 1.27  |

### 主要财务比率

|                | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |
| 营业收入           | 4.29%   | 5.55%   | 25.52%  | 22.44% |
| 营业利润           | 198.71% | 348.76% | 129.87% | 72.66% |
| 归属母公司净利润       | 278.45% | 49.77%  | 80.61%  | 53.83% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |
| 毛利率            | 25.17%  | 26.66%  | 27.97%  | 28.46% |
| 净利率            | 1.72%   | 3.05%   | 5.58%   | 7.87%  |
| ROE            | 4.95%   | 7.04%   | 11.89%  | 15.94% |
| ROIC           | 2.94%   | 4.74%   | 8.02%   | 11.15% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |
| 资产负债率          | 66.37%  | 67.05%  | 67.29%  | 66.25% |
| 净负债比率          | 23.96%  | 28.79%  | 27.64%  | 26.54% |
| 流动比率           | 1.02    | 1.10    | 1.12    | 1.21   |
| 速动比率           | 0.82    | 0.90    | 0.91    | 0.98   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |
| 总资产周转率         | 0.55    | 0.55    | 0.64    | 0.69   |
| 应收账款周转率        | 4.05    | 4.03    | 4.11    | 3.78   |
| 应付账款周转率        | 2.04    | 2.05    | 2.30    | 2.29   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |        |
| 每股收益           | 0.31    | 0.46    | 0.83    | 1.27   |
| 每股经营现金         | 2.31    | 0.97    | 1.50    | 1.88   |
| 每股净资产          | 6.22    | 6.47    | 7.30    | 8.57   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |
| P/E            | 57.18   | 38.18   | 21.14   | 13.74  |
| P/B            | 2.81    | 2.70    | 2.39    | 2.04   |
| EV/EBITDA      | 13.76   | 14.79   | 9.64    | 6.60   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>