

2023年02月12日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

消费有望迎量利齐升，动力储能打造第二增长极

—珠海冠宇（688772.SH）公司深度报告

买入（维持） 投资要点

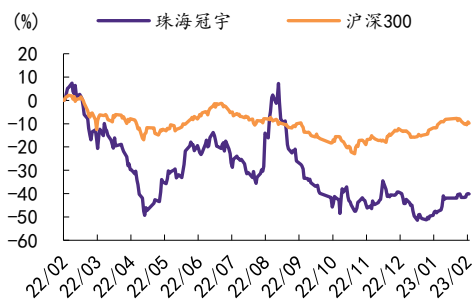
分析师：黎江涛 S1050521120002
lijt@cfsc.com.cn
联系人：潘子扬 S1050122090009
panyz@cfsc.com.cn

基本数据

2023-02-10

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价（元） | 22.44 |
| 总市值（亿元） | 252 |
| 总股本（百万股） | 1122 |
| 流通股本（百万股） | 757 |
| 52周价格范围（元） | 18.57-41.36 |
| 日均成交额（百万元） | 170.25 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《珠海冠宇（688772）：客户再下一城，有望迈入中长期向上通道》
2022-12-18

消费龙头迎量利齐升

公司系消费电池龙头企业，2021年公司笔电市占率全球第二，手机市占率全球第五，全球地位显著。2021至2022年受原材料价格持续上行叠加疫情等综合因素影响，公司盈利能力持续承压。尤其进入2022年，笔电及手机等消费产品需求承压，原材料处于高位，公司消费业务量、利承压。此外，公司动力储能业务处于开拓期，资本开支加码，进一步拖累公司整体盈利水平。展望2023年及未来两年，锂电原材料在过去两年的资本开支逐渐转化为有效产能，供需逆转，成本端压力有望缓解；此外，需求端最坏情况或已过，叠加公司进入新客户，市占率提升，提升产能利用率；整体而言，公司消费业务有望迎来量、利齐升。

动力储能打造第二增长极

我们认为，公司以消费为基本盘，未来2年消费业务有望进入上行趋势，而动力储能业务亦进入高速成长期。公司当前动力储能产能为3GWh，此外在浙江、重庆分别另规划10GWh、15GWh，已规划产能达28GWh，公司2023年产能有望达7GWh。客户方面，储能领域，公司已与Sonnen等紧密合作，动力启停电池领域，公司已与捷豹、上汽等达成合作。公司动力储能资本开支不断加码，产能逐渐上量，收入端有望持续高速增长，打造第二增长极。

盈利预测

预计2023/2024年公司归母净利润分别为7.16/14.99亿元，eps为0.64/1.34元，对应PE分别为35/17倍。公司持续巩固消费竞争力，加码动力储能，随材料成本下行，需求改善产能利用率提升，有望迎量利齐升，维持“买入”评级。

风险提示

政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格不及预期；竞争格局恶化风险；产能扩张及消化不及预期；盈利修复不及预期；原材料价格波动风险。

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 10,340 | 11,086 | 13,957 | 18,663 |
| 增长率（%） | 48.5% | 7.2% | 25.9% | 33.7% |
| 归母净利润（百万元） | 946 | 80 | 716 | 1,499 |
| 增长率（%） | 15.8% | -91.6% | 795.9% | 109.5% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.84 | 0.07 | 0.64 | 1.34 |
| ROE（%） | 15.0% | 1.3% | 10.1% | 17.6% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1、深耕消费锂电，终成行业龙头..... | 4 |
| 1.1、深耕消费锂电逾二十年，现已形成全方位布局..... | 4 |
| 1.2、打开公司融资渠道，开启高增通道..... | 5 |
| 1.3、收入持续高增，盈利能力行业领先..... | 7 |
| 1.4、成本下行，需求改善，有望迎量利齐升..... | 8 |
| 2、消费复苏+份额提升，消费有望迎拐点..... | 10 |
| 2.1、市场：需求有望向好，份额向国产集中..... | 10 |
| 2.2、公司：强化竞争力，市占率有望持续扩张..... | 13 |
| 3、动力储能齐发力，打造第二增长极..... | 18 |
| 3.1、动力：差异化竞争，以低压锂电切入..... | 18 |
| 3.2、储能：客户优质，竞争力凸显..... | 19 |
| 4、盈利预测评级..... | 22 |
| 5、风险提示..... | 22 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：公司发展历程..... | 4 |
| 图表 2：公司消费锂电产品布局..... | 4 |
| 图表 3：公司管理层及董事会核心成员情况..... | 5 |
| 图表 4：公司股权结构..... | 6 |
| 图表 5：公司自哈光宇分拆后历轮融资信息..... | 6 |
| 图表 6：公司 2016-2022 年前三季度营收情况..... | 7 |
| 图表 7：公司 2016-2022 年前三季度归母净利润情况..... | 7 |
| 图表 8：公司 2017-2022 年前三季度盈利情况..... | 7 |
| 图表 9：公司 2017-2022 年前三季度费用率情况..... | 7 |
| 图表 10：同行业毛利率对比..... | 8 |
| 图表 11：公司产品主要原材料采购均价..... | 8 |
| 图表 12：公司毛利率情况..... | 8 |
| 图表 13：钴酸锂市场价格走势（万元/吨）..... | 9 |
| 图表 14：人造中端石墨负极市场价格走势（万元/吨）..... | 9 |
| 图表 15：电解液（高电压：4.35V）市场价格走势（万元/吨）..... | 9 |
| 图表 16：隔膜（9 μm 湿法基膜）市场价格走势（元/m ² ）..... | 9 |
| 图表 17：2018-2023E 全球智能手机出货量..... | 10 |
| 图表 18：2018-2023E 全球笔记本电脑出货量..... | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 19: 2020、2021 年全球手机锂电池市场份额变动情况..... | 11 |
| 图表 20: 2020、2021 年全球笔记本电脑锂电池市场份额变动情况..... | 11 |
| 图表 21: 2018-2023E 中国及全球可穿戴设备出货量情况..... | 12 |
| 图表 22: 全球无人机市场规模预测..... | 12 |
| 图表 23: 软包电池在各消费领域占比..... | 13 |
| 图表 24: 2018-2021 年公司手机类及笔电类产品营收、单价及毛利率情况..... | 14 |
| 图表 25: 公司消费电芯产能梳理..... | 14 |
| 图表 26: 公司消费电芯应用领域与客户情况..... | 15 |
| 图表 27: 叠片与卷绕工艺对比..... | 16 |
| 图表 28: 公司新增叠片产能与原有卷绕产能对比..... | 16 |
| 图表 29: 公司叠片专利布局..... | 17 |
| 图表 30: 2016-2022 年中国新能源车销量..... | 18 |
| 图表 31: 2017-2025E 全球新能源车销量..... | 18 |
| 图表 32: 珠海冠宇 12V 启动锂电池..... | 18 |
| 图表 33: 珠海冠宇 48V 启停锂电池..... | 18 |
| 图表 34: 公司动力电池定点客户与项目..... | 19 |
| 图表 35: 储能是新型电力系统中维持电网稳定运行的关键..... | 19 |
| 图表 36: 2017-2021 年全球储能装机量..... | 20 |
| 图表 37: 锂电池企业储能业务毛利率对比..... | 21 |
| 图表 38: 公司动力及储能电池产能梳理..... | 21 |

1、深耕消费锂电，终成行业龙头

1.1、深耕消费锂电逾二十年，现已形成全方位布局

公司前身珠海光宇于 2007 年由哈光宇、佳运科技、光宇国际投资设立，而公司对锂电池的研究可追溯至 1998 年。此后，公司业务不断拓展，现形成以消费电池、动力储能为核心的业务板块。公司消费电池市场地位显著，笔记本电脑锂电份额全球第二，手机锂电份额全球第五。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司消费锂电布局全面，性能领先。公司在笔记本电脑、手机锂电领域持续深耕，地位领先，同时布局新消费领域，对近年来兴起的可穿戴设备、蓝牙耳机、AR/VR、电子烟进行前瞻布局，把握消费电池新浪潮，巩固消费领域行业地位。

图表 2：公司消费锂电产品布局

| 应用 | 长度 (mm) | 宽度 (mm) | 厚度 (mm) | 容量 (Ah) | 充/放电流 (C) | 充/放电温度 (°C) | 循环寿命 (次) | 图示 |
|-------|---------|----------|---------|---------|---------------|-------------|----------|-------------------------------|
| 笔记本电脑 | 50-150 | 36.5-100 | 1.6-7.0 | 1.5-6.0 | 0.5-3/0.5-2 | 0-60/-20-60 | 700-1200 | |
| 手机 | 52-102 | 32-73 | 2.4-6.0 | 2-5.17 | 0.5-5/0.2-1 | 0-60/-20-60 | 500-1000 | |
| 小型电池 | 15-75 | 10-35 | 2.0-10 | 0.071-2 | 0.5-5/0.2-6.5 | 0-60/-20-60 | 350-700 | 可穿戴设备 蓝牙外设 AR/VR 电子烟 |

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

1.2、打开公司融资渠道，开启高增通道

公司董事长为徐延铭先生，徐延铭先生技术出身，长期深耕锂电行业，对技术及产业发展趋势理解非常深刻。此外，公司众多核心高管均长期任职于珠海冠宇，公司管理团队稳定。综合而言，公司高管团队在技术研发、管理等众多方面具有非常丰富的经验，为公司长期可持续高质量发展提供保障。

图表 3：公司管理层及董事会核心成员情况

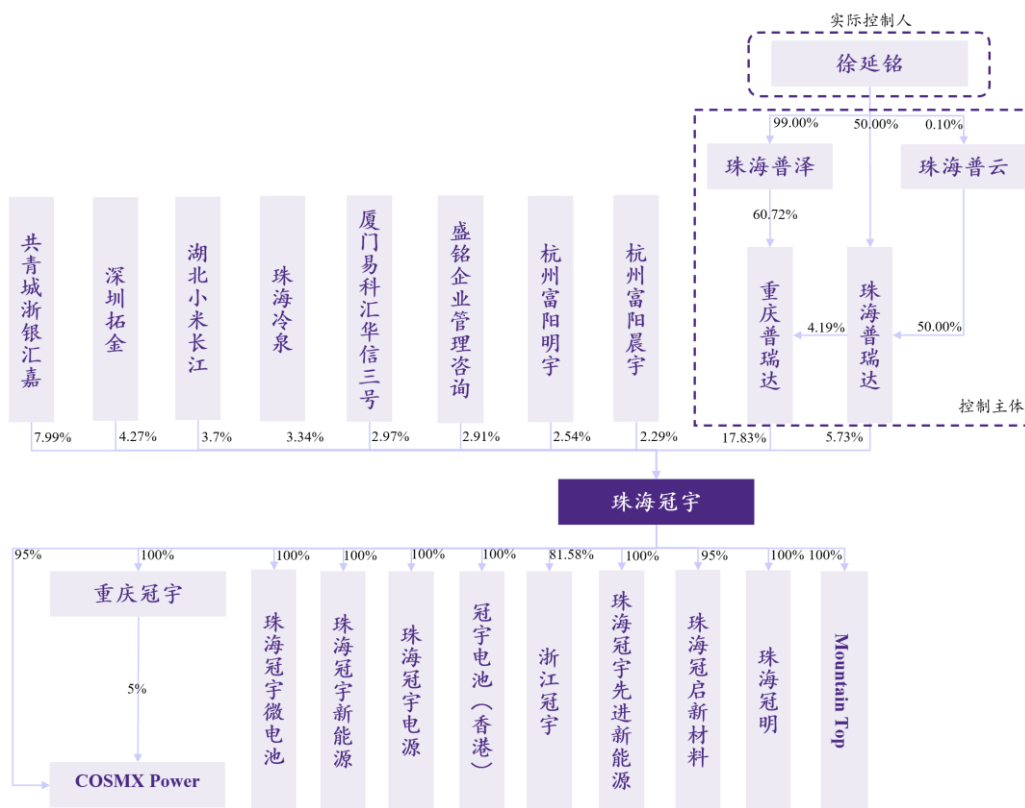
| 姓名 | 职位 | 简介 |
|-----|---------------|--|
| 徐延铭 | 董事长、总经理 | 硕士。1989年9月起，先后任职于哈尔滨无线电九厂、哈尔滨圣日电池实业公司、哈尔滨光宇电源有限公司、杭州金色能源科技有限公司、深圳市比克电池有限公司、哈尔滨佳泰科技开发有限公司等；2007年5月至今，任珠海冠宇董事长、总经理，同时担任重庆冠宇、冠宇新能源、冠宇电源、冠宇动力电池执行董事兼经理，担任珠海普瑞达、重庆普瑞达执行董事，担任珠海普云、珠海普泽、珠海普明达、珠海凯明达、珠海惠泽明、珠海际宇、珠海旭宇、珠海泽高普、珠海普宇、珠海际宇二号的执行事务合伙人 |
| 付小虎 | 董事、项目管理中心总负责人 | 专科学历。1996年7月起，先后任职于东莞新科磁电厂、东莞新能源科技有限公司、深圳市比克电池有限公司、曙鹏科技（深圳）有限公司等；2011年12月至今，任珠海冠宇项目管理中心总负责人；2017年12月至今，任珠海冠宇董事与工会主席、冠宇动力电池执行董事 |
| 李俊义 | 董事、研发中心总工程师 | 本科学历。1998年9月起，先后任职于哈尔滨光宇电源有限公司、杭州金色能源科技有限公司、珠海光宇电子科技有限公司等；2007年5月至2017年8月，任珠海冠宇研发中心总工程师、监事；2017年8月至今，任珠海冠宇研发中心总工程师、董事，同时担任冠宇香港董事、冠宇新能源监事和珠海普瑞达监事 |
| 林文德 | 董事、副总经理 | 硕士学历。1997年11月起，先后任职于大众计算机股份有限公司、茂永科技股份有限公司和宜电电池股份有限公司等；2008年10月至今，任珠海冠宇营销中心总负责人、副总经理、董事；同时担任冠宇香港董事、冠宇电源金湾分公司负责人和Mountain Top董事 |
| 栗振华 | 董事 | 本科学历。2004年8月起，先后任职于安永会计师事务所、天津工银国际投资顾问合伙企业（有限合伙）、珠海瓴峰融格股权投资管理有限公司、珠海至和康养产业服务有限公司和珠海霆睿管理顾问有限公司、北京利仁科技股份有限公司等；2019年7月至今，任珠海瀚投资管理咨询有限公司执行董事、经理；2018年6月至今，任珠海冠宇董事 |
| 谢浩 | 董事 | 本科学历。2002年8月起，其先后任职于青岛海信通信有限公司、交通银行股份有限公司珠海分行和珠海华发投资控股有限公司等；2014年9月至今，历任珠海华金资本股份有限公司总裁助理、副总裁、董事、副董事长、总裁；2020年4月至今，任珠海冠宇董事；同时担任珠海铨盈投资有限公司执行董事、珠海华金创新投资有限公司董事和珠海华金资产管理咨询有限公司董事长、总经理等职务 |
| 赵焱 | 独立董事 | 硕士学历。2002年7月起，先后任职于中国移动通信集团有限公司、国务院国有资产监督管理委员会（借调）和中国移动有限公司等；2017年11月至今，任亚信科技控股有限公司董事会办公室和投资者关系部资深总监；2020年4月至今，任珠海冠宇独立董事 |
| 张军 | 独立董事 | 本科学历。1988年7月起，先后任职于北京市物价局、众鑫律师事务所等；1998年6月至今，任北京市长安律师事务所律师、合伙人；2020年4月至今，任珠海冠宇独立董事；同时担任淄博鲁华泓锦新材料股份有限公司和中德原（荆门）静脉产业有限公司独立董事，担任江苏京泓生态环保有限公司和北京汇园生态科技有限公司监事 |
| 李伟善 | 独立董事 | 博士学历。1998年10月至今，任职于华南师范大学，历任化学学院教授、教育部工程研究中心主任、国家地方联合工程研究中心主任等职位；2020年4月至今，任珠海冠宇独立董事；同时担任郑州意脉电子科技有限公司董事、广州锂力新能源科技有限公司广州开发区“创业英才”项目负责人、广东卡达克汽车科技有限公司顾问 |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司实控人为董事长徐延铭先生，其通过珠海普瑞达、珠海普泽等间接持有公司 15.4% 股份，公司经营权与控制权高度统一。

2017 年前，公司为哈光宇全资子公司。2017 年 9 月起，哈光宇由于资金需要，逐步转让公司股权，至 2018 年 5 月，哈光宇持有公司股份全部受让完毕，由公司董事长徐延铭先生、董事付小虎先生、副总经理牛育红先生等核心管理团队控股的珠海普瑞达则逐步成为公司控股股东。

图表 4：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研究

由于哈光宇为港交所上市公司，2017年前，其市净率低于1，不符合港交所融资要求，因此，随着哈光宇退出公司股东行列，公司外部融资渠道打开。2018年底、2020年初，公司先后进行两轮融资，引入小米等优质外部投资者，公司进入高增通道。随后，公司与2021年10月份成功通过科创板上市，并于2022年11月成功发行可转债，持续进行外部融资，扩建产线，为长期高增奠定基础。

图表 5：公司自哈光宇分拆后历轮融资信息

| 时间 | 投资方 | 融资轮次 | 金额 |
|------------|---|-------|--------|
| 2018/12/28 | 国科投资、融泽通远、汇嘉基金、华金资本、珠海科创投、易科汇资本、小米长江产业基金、拓金资本、合力泰 | 战略融资 | 金额未知 |
| 2020/1/22 | 国策投资、摩根士丹利、中兴创投、春华资本、深创投、联想创投、格力金投、盈科资本、海富产业基金、天津工银、盛世华章、上海沃仑、吉富创投、广汽资本、鋆昊资本、今晟投资、泰复投资、深圳智信创富、俱成资本、惠友投资、长石资本、国和投资 | A轮 | 金额未知 |
| 2021/10/15 | 科创板公开发行 | IPO上市 | 22.7亿 |
| 2022/11 | 原股东优先配售，余额部分网上向社会公众投资者发售 | 可转债 | 30.9亿元 |

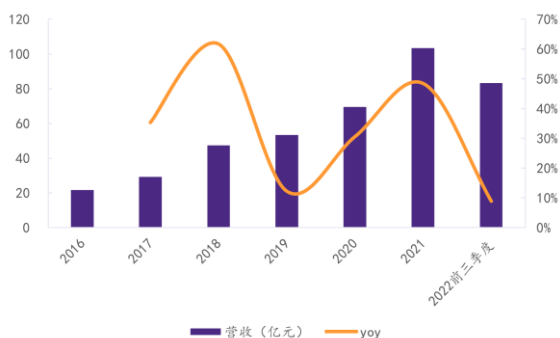
资料来源：天眼查，公司公告，华鑫证券研究

1.3、收入持续高增，盈利能力行业领先

公司 2021 年实现营收 103.4 亿元，2016-2021 年复合增速达 36.7%。在消费电子行业整体低增长背景下，公司维持高增速，主要源于份额持续提升，竞争力突出。2022 年前三季度，公司实现营收 83.4 亿元/yoy+8.9%，增速下滑主要由于行业整体萎靡。

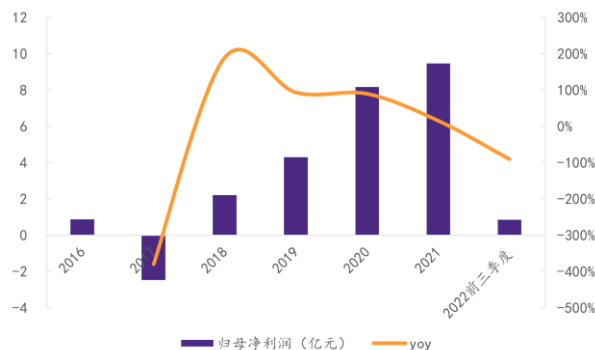
盈利方面，公司 2021 年实现归母净利润 9.5 亿元，2016-2021 年复合增速达 60.8%，利润增速高于收入增速，主要系公司扩张过程中规模效应逐步显现。2022 年前三季度，公司实现归母净利润 0.85 亿元/yoy-89.6%。2022 年利润下滑主要由于碳酸锂等原材料成本大幅提升，此外，动力储能亏损、资产减值等亦对净利润造成一定影响。

图表 6：公司 2016-2022 年前三季度营收情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 7：公司 2016-2022 年前三季度归母净利润情况

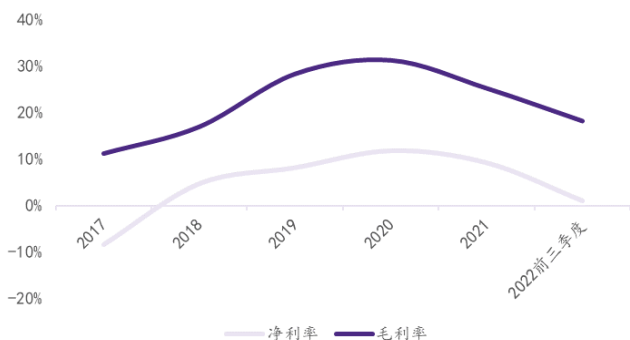


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

回顾公司过往盈利情况，毛利率与净利率走势保持一致，体现费用率相对稳定。2017-2020 年，公司盈利能力持续提升，一方面由于锂电池核心原材料持续降本，另一方面则得益于公司通过管理优化等渠道降本。2021-2022 年，锂电池原材料价格上涨，公司盈利能力受损。

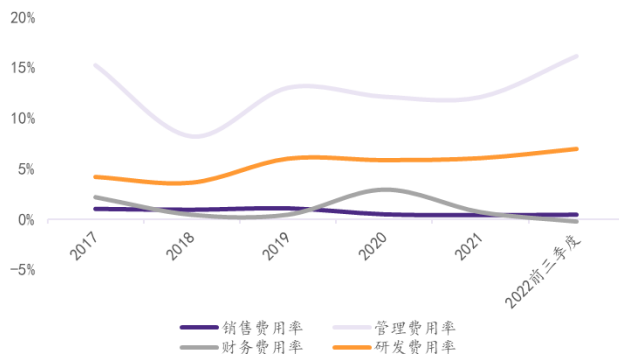
费用方面，公司销售费用率维持在较低区间；研发费用率稳步提升，2022 年前三季度近 7%，较 2018 年提升 3.36pct；公司 2022 年前三季度管理费用率有所提升，主要由于规模扩大，管理及行政人员增长及股权激励费用影响。

图表 8：公司 2017-2022 年前三季度盈利情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

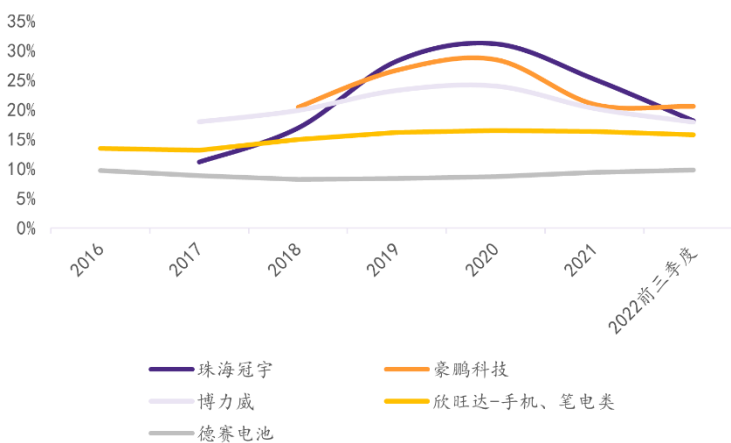
图表 9：公司 2017-2022 年前三季度费用率情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

对比同行业其他公司，公司毛利率走势与其类似，2021、2022 年前三季度均处下降区间。2019-2021 年，公司毛利率保持行业领先。

图表 10：同行业毛利率对比

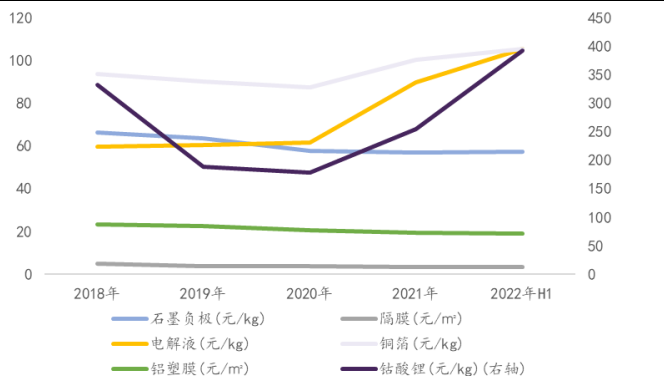


资料来源：各公司公告，华鑫证券研究 注：欣旺达 2022 年前三季度数据实为 2022 年上半年数据

1.4、成本下行，需求改善，有望迎量利齐升

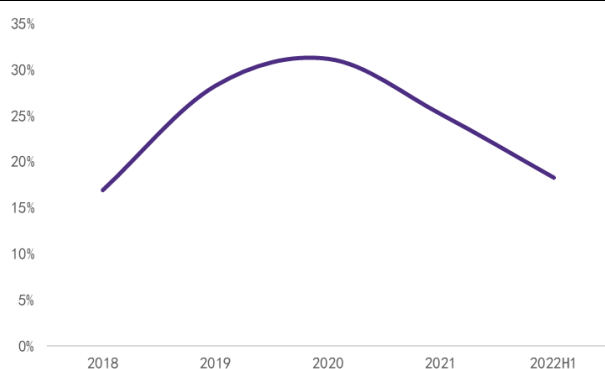
复盘公司产品主要原材料采购成本，2018-2020 年，钴酸锂、铜箔、石墨负极、铝塑膜、隔膜等均处成本下降区间，因此公司毛利率于 2020 年达到峰值；2021-2022H1，核心原材料钴酸锂成本急剧攀升，电解液、铜箔成本亦有较高涨幅，石墨负极、隔膜、铝塑膜成本相对稳定，因此公司毛利率降幅较大。综合而言，公司毛利率与原材料采购价格高度负相关。

图表 11：公司产品主要原材料采购均价



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

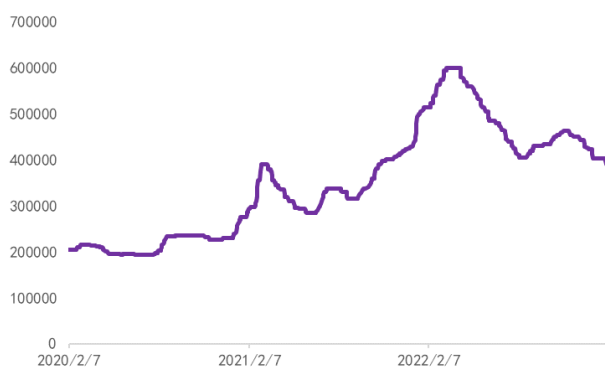
图表 12：公司毛利率情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

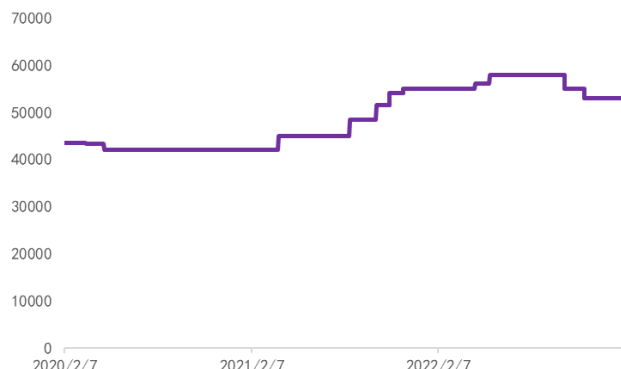
展望 2023 年，钴酸锂、石墨负极、电解液价格下降趋势明确，隔膜价格将保持相对稳定，公司核心主材成本有较大下降空间。我们预计，公司 2023 年盈利能力有望触底回升。

图表 13: 钴酸锂市场价格走势 (万元/吨)



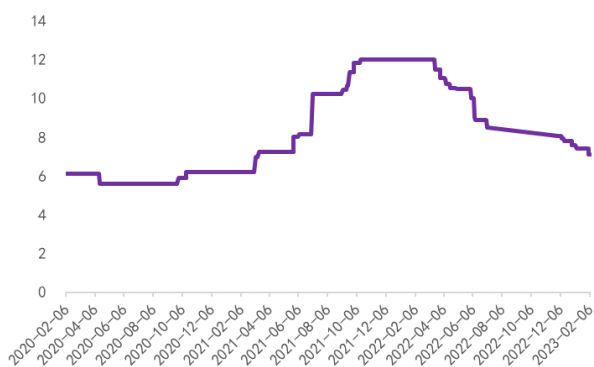
资料来源: 百川盈孚, 华鑫证券研究

图表 14: 人造中端石墨负极市场价格走势 (万元/吨)



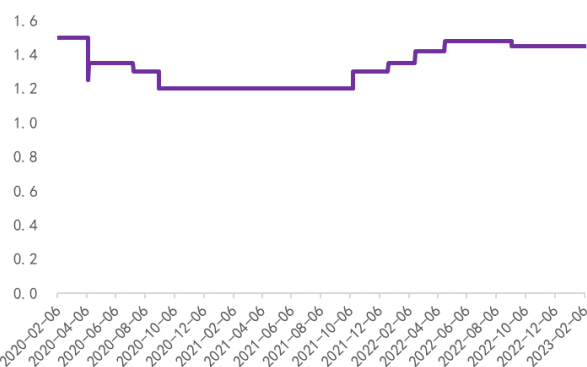
资料来源: 百川盈孚, 华鑫证券研究

图表 15: 电解液(高电压: 4.35V)市场价格走势(万元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 16: 隔膜 (9 μm 湿法基膜) 市场价格走势(元/m²)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

量方面, 受益于国内疫情管控政策放松, 国内消费有望迎来复苏, 手机、电脑等消费电子需求有望回暖。此外, 公司叠片工艺取得突破, 并扩建叠片产能, 有望进入智能手机核心客户供应链, 市场份额进一步提升。除消费电子, 公司积极推进动力、储能业务, 动力启停电池与豪爵、康明斯、中华汽车、上汽、通用、捷豹路虎等企业深度合作, 储能则聚焦欧美户储, 与 Sonnen 等核心客户建立合作。

综合来看, 公司消费电子业务市场需求有望回暖, 份额或将持续提升, 动力、储能业务渐迎突破, 整体出货量有望高增; 盈利方面, 随锂电池核心原材料成本下行, 需求提升拉动产能利用率提升, 公司盈利能力有望触底回升。因此, 公司基本面最坏情况已过, 有望于 2023 年触底反弹, 迎量利齐升。

2、消费复苏+份额提升，消费有望迎拐点

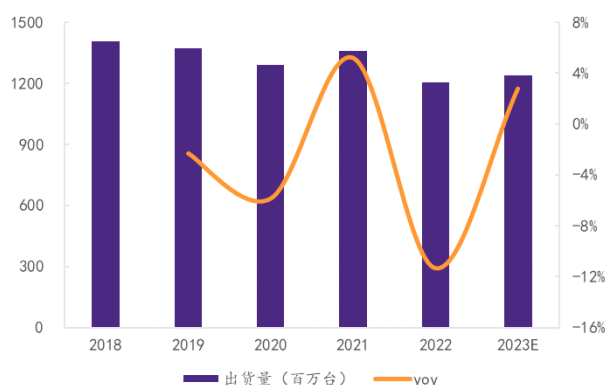
2.1、市场：需求有望向好，份额向国产集中

公司长期聚焦消费领域，在消费领域具备强竞争力，公司份额持续扩张。此外，行业需求有望持续改善，叠加公司份额提升，公司出货量有望重回增长。销量增长带动公司产能利用率提升，叠加原材料成本下行，公司盈利能力有望持续修复，整体或迎量利齐升。

1) 手机、笔电等传统消费电子行业

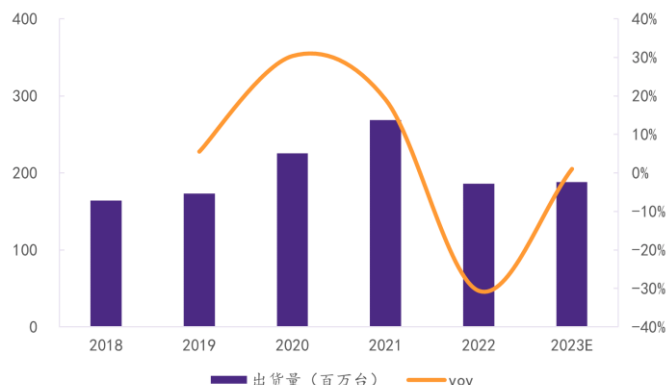
手机、笔电出货略有回升，带动市场反弹。2022年，全球智能手机出货量为12.1亿台/yoy-11.4%，全球笔记本电脑出货量为1.89亿台/yoy-30.7%。根据IDC预测，2023年全球智能手机出货将为12.4亿台/yoy+3%，OMIDA则预计2023年全球笔电出货1.92亿台/yoy+1%。全球消费电子市场经历2022年萎靡后，有望在2023年重回增长，叠加消费电子厂商备货需求，2023年消费锂电需求或将回暖。

图表 17：2018-2023E 全球智能手机出货量



资料来源：IDC，华鑫证券研究

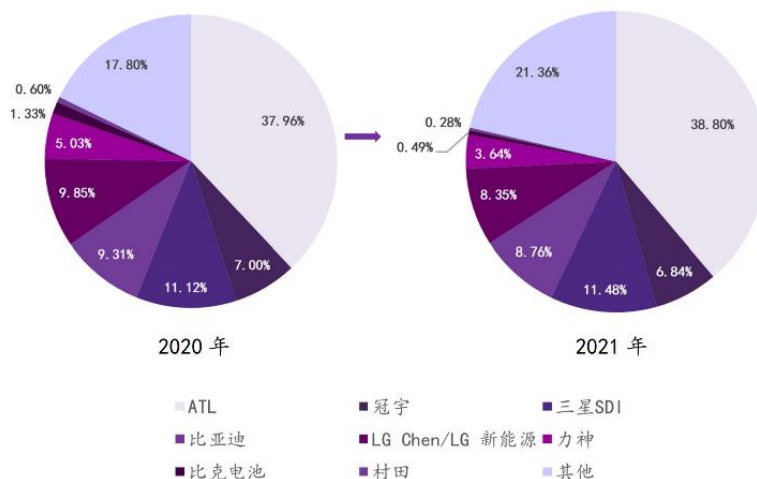
图表 18：2018-2023E 全球笔记本电脑出货量



资料来源：Trend Force，OMIDA，华鑫证券研究

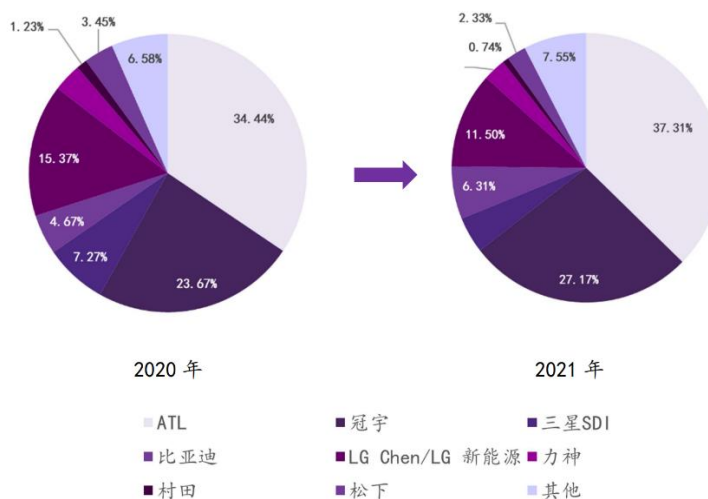
海外锂电厂商逐步聚焦动力储能，让出一定消费份额。珠海冠宇笔电锂电、手机锂电分别排名全球第二、第五，市场地位显著。近年来，动力、储能市场保持高增，三星SDI、LG等海外龙头电池厂商战略聚焦动力及储能业务，消费领域份额有所下降，根据Techno Systems Research，2021年三星、LG、村田合计手机锂电市场份额为20.11%/yoy-1.46pct，笔电锂电市场份额为18.19%/yoy-7.9pct。因此，珠海冠宇等国内锂电厂商迎来良机，或将获得更高市占率。

图表 19：2020、2021 年全球手机锂电池市场份额变动情况



资料来源：Techno Systems Research，华鑫证券研究

图表 20：2020、2021 年全球笔记本电脑锂电池市场份额变动情况

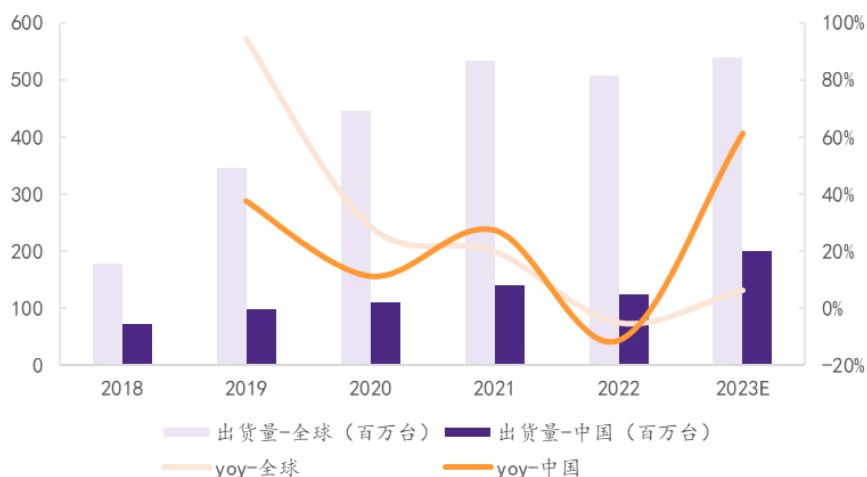


资料来源：Techno Systems Research，华鑫证券研究

2) 可穿戴设备、无人机等新兴消费电子行业

可穿戴设备料将重回增长，中国领衔。可穿戴设备行业 2018-2021 年处于高速增长阶段，期间复合增长率达 44%。2022 年行业需求萎靡，根据 IDC 预测，在中国消费复苏引领下，2023 年全球可穿戴设备需求将重回增长，预计全年出货量将达 539 万台/yoy+6%，其中中国出货量将达 200 万台/yoy+61%。

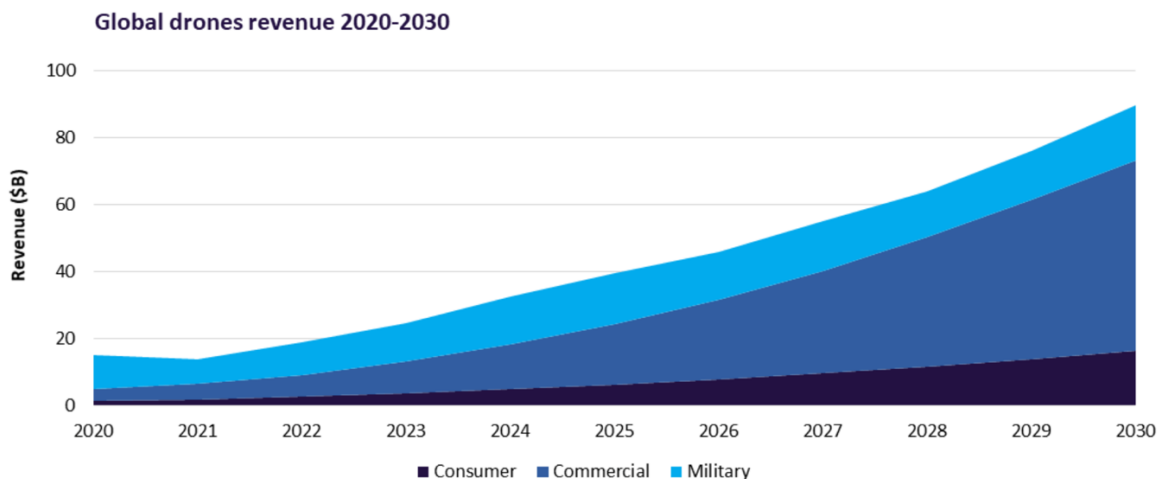
图表 21：2018-2023E 中国及全球可穿戴设备出货量情况



资料来源：IDC，华鑫证券研究

商用无人机带动全球无人机市场高速发展。 无人机主要包括商用、民用、军用三大场景。目前，民用场景为主要需求来源，未来，民用需求将保持相对稳定；而由于无人机可为石油、天然气等商用场景提供更大覆盖范围，为商业用户提供便捷，商用场景将迎来爆发；军用场景亦将高速增长，2030 年需求或将与民用场景持平。根据 Global Data，2030 年全球无人机市场规模将达到 896 亿美元，2021-2030 年 CAGR 为 23%。

图表 22：全球无人机市场规模预测

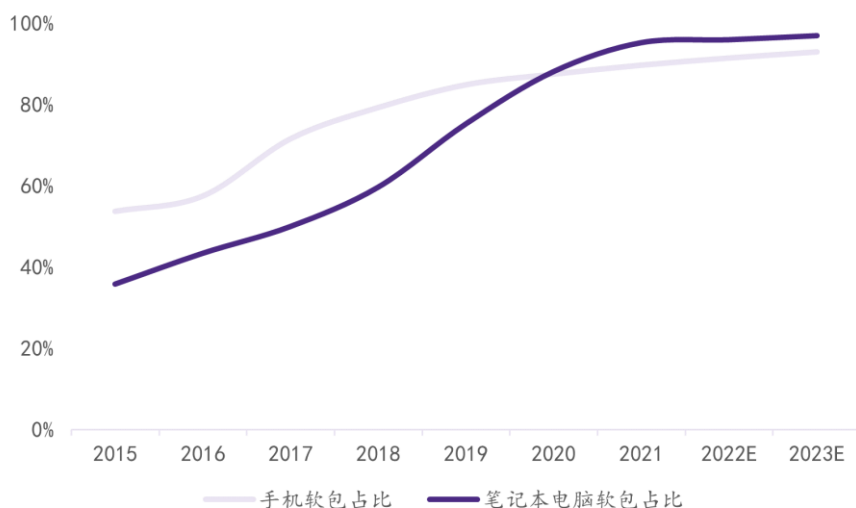


资料来源：Global Data，华鑫证券研究

3) 软包电池在消费领域渗透率趋于提升

根据 Techno Systems Research 及 Gartner，软包电池在手机、笔电领域渗透率持续提升，2021 年分别为 89.7%、95.3%，相较 2015 年 53.7%、35.8% 水平大幅提升。预计 2023 年软包电池渗透率仍将提升，珠海冠宇主攻软包电池，或将受益于软包渗透率提升趋势，提升市占率。

图表 23: 软包电池在各消费领域占比



资料来源: Techno Systems Research, Gartner, 华鑫证券研究

2.2、公司：强化竞争力，市占率有望持续扩张

回顾公司 2018-2021 年手机及笔电类锂电产品销售情况，1) 成本下行周期中，公司产品售价趋于下行，但售价下行幅度显著低于成本下行幅度。2018 年公司产品平均单价为 27.85 元/颗，2020 年为 25.36 元/颗，降幅仅 9%，而成本端下行幅度高于价格下行幅度，2020 年较 2018 年单颗成本下降约 23%；2) 笔电类产品增速显著高于手机类，公司 2018 年手机类锂电销量为 6506 万只，2020 年为 7933 万只，增长 22%，2018 年笔电类锂电销量为 9144 万只，2020 年为 18050 万只，增长 97%；3) 笔电 Pack 产品销量增速显著，公司笔电产品出货由电芯延伸至 Pack。

基于此，展望未来，我们判断：1) 2023 年锂电产业链成本趋于下行，公司盈利能力有望进入上行周期；2) 公司笔电产品市占率高企，手机锂电仍有提升空间，未来随叠片产能落地，手机锂电或将成为新的突破点；3) Pack 产品出货比例持续提升，打开收入天花板。

图表 24：2018-2021 公司手机类及笔电类产品营收、单价及毛利率情况

| 项目 | 2021 | | 2020 | | 2019 | | 2018 | | |
|-----|-------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 金额 | 变动 | 金额 | 变动 | 金额 | 变动 | 金额 | | |
| 手机类 | 电芯类 | 销售金额(万元) | | 105,972.39 | 38.17% | 76,697.90 | -15.96% | 91,265.31 | |
| | | 销售数量(万只) | | 4,651.18 | 26.21% | 3,685.27 | -3.63% | 3,824.01 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 未单独披露 | 22.78 | 9.47% | 20.81 | -12.80% | 23.87 |
| | PACK类 | 销售金额(万元) | | 96,307.92 | -15.39% | 113,824.33 | 30.17% | 87,444.90 | |
| | | 销售数量(万只) | | 3,281.48 | -11.12% | 3,691.85 | 37.67% | 2,681.58 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 29.35 | -4.81% | 30.83 | -5.45% | 32.61 | |
| | 小计 | 销售金额(万元) | 271,178.11 | 34.06% | 202,280.31 | 6.17% | 190,522.23 | 6.61% | 178,710.21 |
| | | 销售数量(万只) | | 7,932.66 | 7.53% | 7,377.11 | 13.40% | 6,505.59 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 25.50 | -1.26% | 25.83 | -5.99% | 27.47 | |
| | 毛利率 | 26.23% | 3.15% | 25.43% | 1.09% | 24.34% | 8.00% | 16.34% | |
| 笔电类 | 电芯类 | 销售金额(万元) | | 372,258.52 | 38.17% | 269,428.42 | 12.62% | 239,233.24 | |
| | | 销售数量(万只) | | 15,697.42 | 47.59% | 10,635.49 | 22.14% | 8,707.27 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 未单独披露 | 23.71 | -6.39% | 25.33 | -7.80% | 27.48 |
| | PACK类 | 销售金额(万元) | | 85,419.94 | 83.32% | 46,597.27 | 202.53% | 15,402.34 | |
| | | 销售数量(万只) | | 2,352.25 | 91.88% | 1,225.88 | 180.86% | 436.48 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 36.31 | -4.46% | 38.01 | 7.72% | 35.29 | |
| | 小计 | 销售金额(万元) | 676,932.93 | 47.91% | 457,678.46 | 44.82% | 316,025.69 | 24.11% | 254,635.59 |
| | | 销售数量(万只) | | 18,049.67 | 52.17% | 11,861.37 | 29.72% | 9,143.75 | |
| | | 平均单价(元/只) | | 25.36 | -4.83% | 26.64 | -4.33% | 27.85 | |
| | 毛利率 | 26.58% | -22.24% | 34.18% | 3.46% | 30.72% | 13.10% | 17.62% | |

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

根据上一章节内容，我们判断 2023 年消费电子市场有望迎来复苏。珠海冠宇凭借自身产能、客户、工艺等优势，市占率亦有望提升。

产能扩张：

近年来，公司消费电子产能持续扩张，根据公司招股书，公司 2018 年消费电子有效产能约 1.84 亿只/年，2020 年扩张至 2.88 亿只/年，2018-2020 年复合增长率为 25%，我们预计公司 2022 年底产能达 5.8 亿只，随珠海 IPO 募投项目及可转债项目投产，2024 年公司消费电子年产能有望达到 8 亿只。

图表 25：公司消费电子产能梳理

| 基地 | 项目 | 产能情况 |
|------|---------|--------------------------------|
| 珠海基地 | 原有产能 | 根据公司招股书，珠海基地现有消费电子产能约1.84亿只/年 |
| | IPO募投项目 | 规划产能1.55亿只/年，已逐步投产 |
| | 可转债募投项目 | 规划叠片产能0.36亿只/年，预计于2023年起逐步投产 |
| 重庆基地 | 重庆冠宇 | 2019年起逐步投产，合计规划产能约4亿只/年，现已基本达产 |

资料来源：公司公告，重庆市万盛经开区管委会，华鑫证券研究

客户优质：

笔记本电脑方面，公司客户包括惠普、联想、戴尔、华硕等，2022 年，其笔电合计出

货量达 1.9 亿台，市场份额达 66%；智能手机方面，公司客户包括华为、小米、OPPO 等国内龙头；无人机及可穿戴设备领域，公司与大疆、BOSE、Facebook 等全球龙头企业深度合作。综合而言，公司消费电子领域客户优质，为公司出货提供保障。

图表 26：公司消费电子应用领域与客户情况


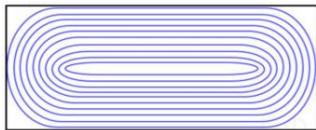
| 应用领域 | 客户 | 公司简介 | | | | |
|------------|----------|---|------------|-------|--------|--------|
| | | 简介 | 全球出货量（百万台） | | 出货量占比 | |
| | | | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 |
| 笔记本电脑、平板电脑 | 惠普 | 惠普公司是面向个人用户、大中小型企业和研究机构的全球技术解决方案提供商，其提供的产品涵盖信息技术基础设施、个人计算与接入设备、全球服务的图像与打印设备，包括台式计算机、工作站、笔记本电脑与平板电脑、耗材与附件等 | 55.3 | 74.0 | 18.90% | 21.10% |
| | 联想 | 联想集团凭借创新的产品、高效的供应链及强大的战略执行力，为全球客户提供优质可靠 ICT 产品的研发、生产和销售服务。核心业务包括智能设备业务集团和数据中心业务集团两大板块，主要产品包括个人电脑、移动设备、数据中心设备及相关解决方案 | 68.0 | 81.8 | 23.30% | 23.40% |
| | 戴尔 | 戴尔公司是一家总部位于美国德克萨斯州朗德罗克的世界五百强企业，以生产、设计、销售家用以及办公室电脑而闻名，同时涉足高端电脑市场，生产与销售服务器、数据存储设备、网络设备 | 49.8 | 59.3 | 17.00% | 16.90% |
| | 华硕 | 华硕电脑股份有限公司(简称华硕)，品牌为 ASUS，是台湾的国际品牌公司，也是全球最大的主板的制造商，同时亦为显卡、桌上电脑、通讯产品、光驱等产品的知名厂商 | 20.6 | 21.8 | 7.00% | 6.20% |
| | 宏碁 | 宏碁集团(acer)是全球第4大个人电脑品牌、第2大笔记本电脑品牌，以性价比优势在2011年销量占据全球第4名，主要从事自主品牌的笔记本电脑、平板电脑、台式机、液晶显示器、服务器、及数字家庭等产品的研发、设计、行销与服务 | — | — | — | — |
| | 微软 | 微软公司是一家基于美国的跨国电脑科技公司，是世界PC软件开发的先导，比尔·盖茨是它的创始人。公司以研发、制造、授权和提供广泛的电脑软件服务业务为主 | — | — | — | — |
| | 亚马逊 | 亚马逊公司是全球商品品种最多的网上零售商和全球第3大互联网公司，亚马逊及其它销售商为客户提供数百万种独特的全新、翻新及二手商品，如图书、电脑等 | — | — | — | — |
| 手机数码 | 华为 | 华为在中国民营500强企业榜单中名列第一，世界500强，全球第六大手机厂商。主要营业范围是交换，传输，无线和数据通信类电信产品，在电信领域为世界各地的客户提供网络设备、服务和解决方案 | — | 134.0 | — | 9.85% |
| | OPPO | OPPO是一家智能设备制造商，致力于为客户提供先进和精致的智能手机、高端影音设备和移动互联网产品与服务，业务覆盖中国、美国、俄罗斯、欧洲、东南亚等广大市场 | 103.3 | 133.6 | 8.60% | 9.80% |
| | 小米 | 小米是一家专注于智能硬件和电子产品研发的全球化移动互联网企业，同时也是一家专注于高端智能手机、互联网电视及智能家居生态链建设的创新型科技企业，致力让全球每个人，都能享用来自中国的优质科技产品 | 153.1 | 191.0 | 12.70% | 14.00% |
| | 摩托罗拉 | 摩托罗拉专注于创新科技与用户体验的融合，为人们创造丰富、便捷和互联的移动互联网生活方式。公司产品主要包括智能手机和平板电脑等移动终端、无线配件、端到端的视频和数据融合网络解决方案等 | — | — | — | — |
| | 中兴 | 中兴是全球领先的综合性通信制造业上市公司，是近年全球增长快速的通信解决方案提供商，拥有通信业界完整的、端到端的产品线和融合解决方案，提供全系列的无线、有线、业务、终端产品和专业通信服务 | — | — | — | — |
| 无人机 | 大疆 | 大疆是一家专注于飞行器及飞行影像系统的技术公司，所属Wind行业为航天航空与国防，于2018年4月进行了Strategy轮融资，融资总金额10亿美元，股权比例为7%，投资方不详，公司最新估值为898.94亿元 | — | — | — | — |
| 可穿戴设备 | BOSE | Bose是一家从事顶级音响及声学系统研究与制造的大型跨国公司，在全球设有8个工厂和19家分公司。产品线涵盖民用音响、专业音响及汽车音响三大类，已被广泛运用于高端家庭音响、专业场馆音响、航天以及高档汽车音响等领域 | — | — | — | — |
| | Facebook | 美国社交网络服务网站，世界排名领先的照片分享站，建立各种工具，使用户能够连接，分享，探索，并与对方在移动设备和电脑进行通讯。公司于2014年开始涉足可穿戴设备市场 | — | — | — | — |

资料来源：各公司官网，华鑫证券研究

工艺突破：

根据电芯装配工艺差异，锂电池可分为叠片电池与卷绕电池。卷绕工艺发展时间长，工艺成熟，成本低、良率高，为锂电池主流工艺。随着锂电池技术发展，叠片工艺亦逐步迎来应用。相对卷绕工艺，叠片工艺能量密度更高，循环寿命更长，结构稳定，安全性好，快充性能好，因此，以苹果为代表的优质龙头企业，选择性能上限更高的叠片电池为技术方向。

图表 27：叠片与卷绕工艺对比

| | 叠片 | 卷绕 |
|--------|---|--|
| 能量密度 | 较高。空间利用率更高，如图：  | 较低。存在C角，容量越大利用率越低，如图：  |
| 结构稳定 | 较高。内部结构统一，反应速率相对一致 | 较低。存在C角，导致充放电内部反应程度速率不均匀 |
| 快充适应 | 较好。多极片并联，内阻较低，可在短时间内完成大电流的充放电，电池的倍率性能较高 | 较差。充放电过程中，高温位置活性物质劣化速度加快，其他位置快速衰减 |
| 安全 | 风险较低。应力分布更一致，可保持界面平整，稳定性更高 | 较低。折弯处容易掉粉、毛刺、极片膨胀、隔膜拉伸等潜在问题 |
| 循环寿命 | 较长。内阻较低，快充过程中缓解电池发热，提高电池化学系统稳定性延长使用寿命 | 较短。后期易变形，进而影响电池的循环寿命 |
| 生产效率良率 | 大容量电芯整体较低，6-8PPM为主 较低，毛刺问题突出 | 较高，一般在12-13PPM 自动化较高，良率更高 |
| 工艺成熟度 | 较低，极片数量多，设备投资大 | 较高，极片数量少，设备配套成熟，投资成本低 |

资料来源：GGII，华鑫证券研究

公司叠片工艺取得突破，募资扩产，有望进入核心客户供应链。公司通过发行可转债建设叠片电池产线。根据公司招股书及可转债募集说明书内容，叠片工艺电池单只投资强度约为 39.7 元/只，远高于卷绕电池 13.5 元/只水平，体现叠片工艺具更高技术门槛、资金门槛。叠片电池售价亦显著高于卷绕电池，根据公司公告，叠片电池单只收入约 44 元，高于卷绕电池 26 元水平（注：卷绕电池单价以 2021 年平均单价计量，公司 2021 年收入包括 pack 收入，内含 BMS、结构件等成本，若仅考虑电芯价格，对应单颗收入较叠片项目差距将更大）。

图表 28：公司新增叠片产能与原有卷绕产能对比

| 项目名称 | 技术路线 | 预计投资金额 (亿元) | 产能 (亿只/年) | 预计营收 (亿元/年) | 单位投资额 (元/只) | 单颗收入 (元/只) |
|-------------------|------|----------------|--------------|----------------|----------------|---------------|
| 聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目 | 叠片 | 14.29 | 0.36 | 15.84 | 39.7 | 44 |
| 珠海聚合物锂电池生产基地建设项目 | 卷绕 | 20.9 | 1.55 | / | 13.5 | 26 |

资料来源：公司公告，华鑫证券研究 注：珠海聚合物锂电池生产基地建设项目单颗收入以公司 2021 年平均单颗收入计量

公司叠片产能预计于 2023 年起投产，公司对叠片技术的布局可追溯至 2018 年，公司通过《一种检测固体表面除尘效果的装置和办法》等四项专利，发明全自动异形叠片技术，相较传统“Z”型叠片技术，模切精度可提升 50-60%，叠片精度提升 40-60%，且可同时实现平面异形、立体异形结构，实现产品结构及外形多样化。

图表 29：公司叠片专利布局

| 应用产品 | 专利/软著名称 | 专利号/授权号/申请号 | 申请时间 |
|-------------|------------------------|------------------|----------|
| 手机以及笔记本电脑电池 | 一种叠片式复合型电池 | ZL202010617009.2 | 2020年6月 |
| | 一种负极片及包括该负极片的叠片式锂离子电池 | ZL202011053193.9 | 2020年9月 |
| | 一种能够降低内部温升的叠片式锂离子电池用叠芯 | ZL202011197715.2 | 2020年10月 |
| | 一种电池叠片电芯及电池 | ZL202011247030.4 | 2020年11月 |
| | 一种三极耳叠片式复合型电池 | ZL202010615092.X | 2020年6月 |
| | 一种极片高精度纠偏模切装置 | 201920815380.2 | 2019年 |
| | 一种单面涂布极片与隔膜热复合装置 | 201920814189.6 | 2019年 |
| | 极片辊压装置 | 201821240238.1 | 2018年 |
| | 一种检测固体表面除尘效果的装置和方法 | 201811340907.7 | 2018年 |

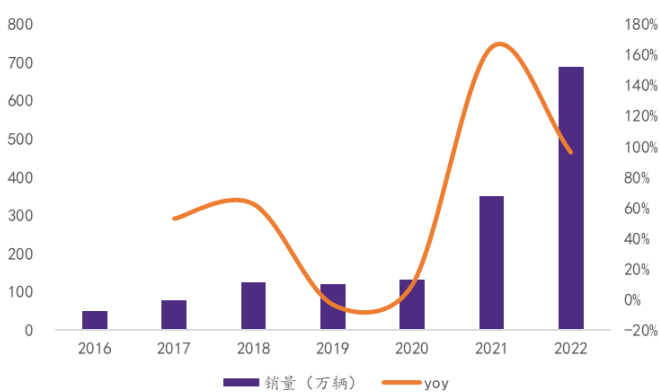
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3、动力储能齐发力，打造第二增长极

3.1、动力：差异化竞争，以低压锂电切入

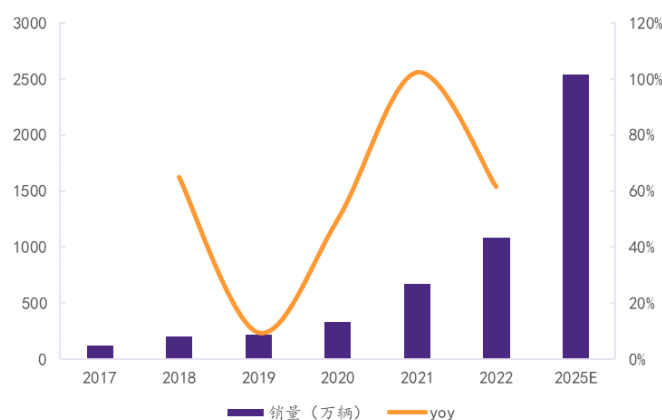
全球新能源车市场持续高增，中国引领。根据 EVTank，2022 年全球新能源车销量达 1082.4 万辆/yoy+61.6%，2019-2022 年持续高增长，期间复合增速达 70%。EVTank 预计 2025 年全球新能源车销量将达到 2542 万辆，2022-2025 年将继续以 33%的复合增速增长。中国为全球新能源车市场引领者，2022 年销量达 688.7 万辆/yoy+96.4%，全球销量占比达 64%。我们预计 2025 年中国新能源车销量将达到 1463 万辆，2022-2025 年 CAGR 达 29%。

图表 30：2016-2022 年中国新能源车销量



资料来源：中汽协，华鑫证券研究

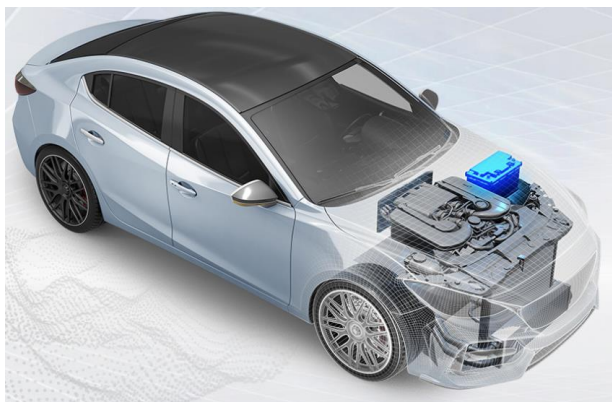
图表 31：2017-2025E 全球新能源车销量



资料来源：EVTank, Ev Sales, 华鑫证券研究

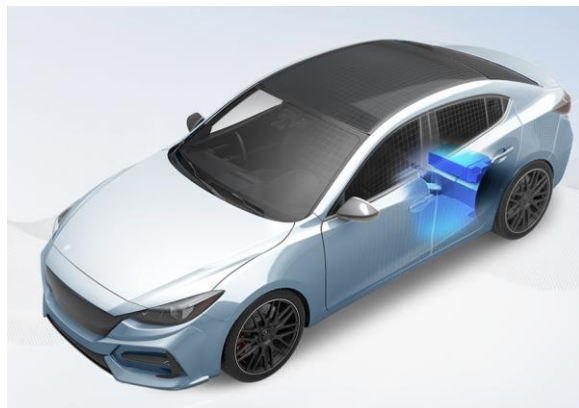
珠海冠宇作为消费电池全球龙头，横向切入动力及储能市场。动力市场中，作为后入者，公司以 12V 及 48V 低压锂电作为核心切入点，进军新能源汽车领域。低压锂电主要由高端新能源车替代铅酸电池应用，用于车载娱乐系统、启停电池等。启停电池倍率性能要求较高，公司经二十余年消费电池领域沉淀，对高倍率电池研究、生产具充足经验，具竞争优势。

图表 32：珠海冠宇 12V 启动锂电池



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 33：珠海冠宇 48V 启停锂电池



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司入局动力领域后，迅速获下游客户认可，先后斩获上汽智己 LS7、捷豹路虎低压锂电定点，并获柳州五菱采购意向书，将为其开发和供应 PHEV 动力电池系统。此外，公司与豪爵、康明斯、中华汽车、通用等龙头车企亦保持良好合作关系。

图表 34：公司动力电池定点客户与项目

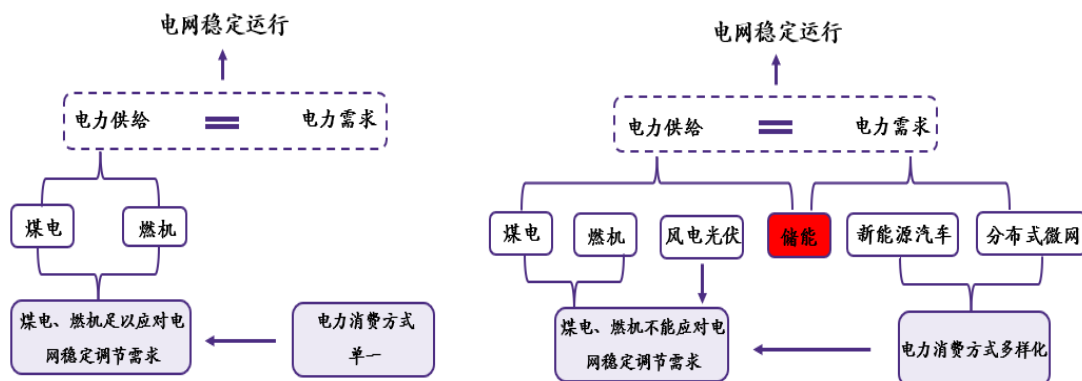
| 公告时间 | 定点产品 | | | 定点客户 |
|----------|------|----------------|-------------|--|
| 2022年12月 | 启停电池 | 12V 低压锂电池 | 预计2025年实现量产 | 捷豹路虎  捷豹路虎是英国豪华全地形SUV品牌，以诱人设计、出色性能和精湛工艺著称。本财季，捷豹路虎全球营收达60亿英镑，盈利2.65亿英镑，息税前利润率进一步增长至3.7%，全球市场对其产品的需求持续强劲，订单量进一步攀升至创纪录的21.5万台。2021年2月，电动化成为品牌新发布战略的一大核心 |
| 2021年11月 | 启停电池 | 智己LS7 12V低压锂电池 | 2022年实现量产 | 上汽集团  上汽集团作为国内规模领先的汽车上市公司，努力把握产业发展趋势，加快创新转型。目前，上汽集团主要业务包括整车的研发、生产和销售，正积极推进新能源汽车、互联网汽车的商业化，并开展智能驾驶等技术的研究和产业化探索。2022年，上汽集团整车销量合计546.35万台，其中，新能源汽车销量合计732646台，同比增长46.51% |
| 2022年6月 | 动力电池 | PHEV 动力电池 | — | 柳州五菱  柳州五菱是由上汽集团整合原有业务与香港上市公司五菱汽车集团共同设立的大型中外合资企业，是国家“863”计划课题承担单位、入选全球零部件配套供应商百强企业，自2009年获得微型电动车生产资质后，陆续推出电动微型货车、电动观光车、电动物流车等新能源拳头产品，产品远销东南亚、北美、日本等国家。 |

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.2、储能：客户优质，竞争力凸显

随着全球碳中和进程深入，构建以新能源为主体的新型电力系统已成为全球共识。在新型电力系统中，从供给侧看，新能源逐渐成为装机和电量主体；从需求侧看，终端能源消费高度电气化、电力“产消者”大量涌现。从系统整体来看，电力系统运行机理将发生深刻变化：由于新能源发电具有波动性和随机性，无法通过调节自身出力适应用户侧需求变化，传统的“源随荷动”模式将不再适用于新型电力系统，**必须通过储能等措施，依靠源网荷储协调互动，实现电力供需动态平衡。**

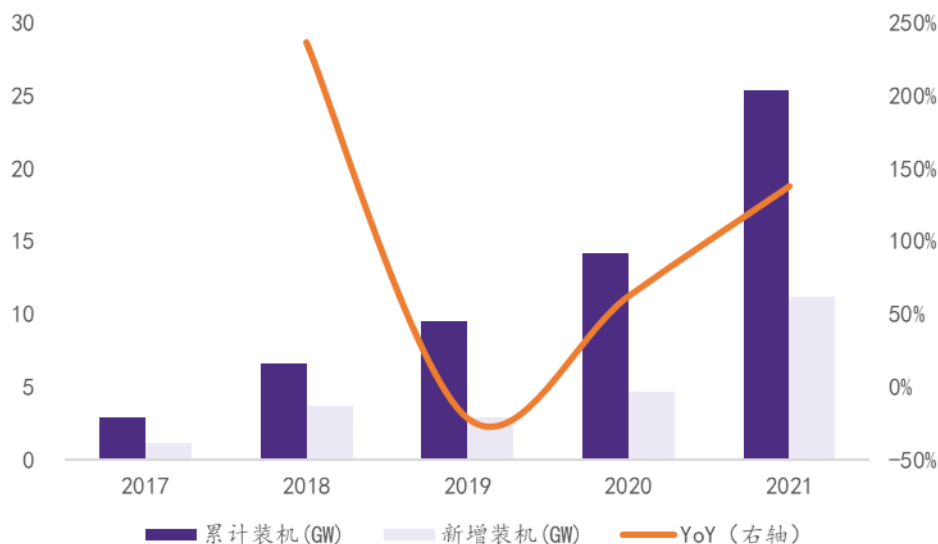
图表 35：储能是新型电力系统中维持电网稳定运行的关键



资料来源：南都电源，华鑫证券研究

全球储能高速增长，已成超级风口。根据 CNESA，2021 年全球新型储能装机量达 10.3GW/yoy+84%，高速增长。2022 年，全球储能维持高增态势，根据储能与电力市场，2022 年中国储能市场并网项目规模达 7.76GW/16.43GWh，以容量口径计量，同比增长 235%；根据 Wood Mackenzie，2022 年前三季度美国储能装机量为 3.38GW/yoy+92%。

图表 36：2017-2021 年全球储能装机量

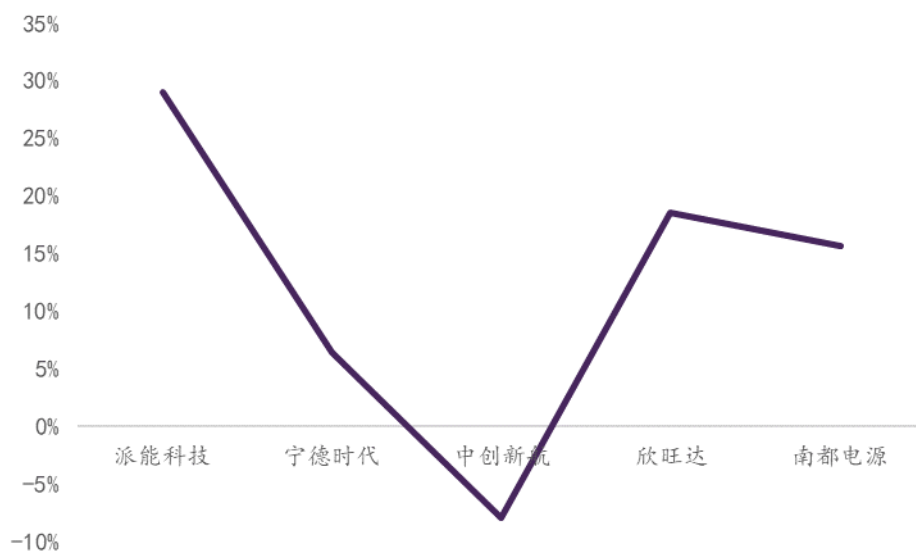


资料来源：CNESA，华鑫证券研究

公司储能业务起步较晚，产能有限，战略性聚焦盈利能力更高的欧美户储市场。目前，公司已与 Sonnen 达成合作，为进入欧美户储市场打开通道。Sonnen 为欧洲头部储能集成商，2021 年占据德国户储 21% 市场份额，市占率排名第二。

欧美各国对户储补贴力度高，消费者消费能力强，价格敏感度低，因此，欧美户储为盈利能力最强的储能细分赛道。以派能科技为例，其产品主要应用于欧洲户储市场，而宁德时代、中创新航、欣旺达、南都电源等企业户储占比相对较低，派能科技毛利率显著高于其余四家，体现欧美户储高盈利特性。

图表 37: 锂电池企业储能业务毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 华鑫证券研究 注: 数据均取自 2022H1

公司动力储能现有约 3GWh 产能, 其中珠海 0.5GWh, 浙江 2.5GWh。公司在浙江另外规划 10GWh 产能, 总投资 40 亿元, 预计 2023 年下半年投产 4GWh, 主要用于动力及储能领域。此外, 公司在重庆规划 15GWh 储能产能, 预计将于 2025 年投产。

图表 38: 公司动力及储能电池产能梳理

| 基地 | 现有产能 (GWh) | 规划产能 (GWh) | 备注 |
|----|------------|------------|---|
| 珠海 | 0.5 | 0 | 用于动力及储能 |
| 浙江 | 2.5 | 10 | 现有约2.5GWh产能, 于2022年6月投产。另规划10GWh产能, 其中4GWh预计将于2023年下半年投产, 其余产能将于2024年中旬量产 |
| 重庆 | 0 | 15 | 预计投资40亿元, 建设15GWh锂电产能, 主要用于储能领域。计划2022年开工建设, 2025年建成投产 |
| 合计 | 3 | 25 | / |

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

综合而言, 公司动力及储能业务逐步发力, 动力聚焦低压锂电领域, 储能聚焦欧美户储, 战略方向清晰。目前, 公司动储业务已与优质客户建立良好合作关系, 随产能逐步落地, 有望为公司提供高增量, 成为第二成长极。

4、盈利预测评级

预计 2023/2024 年公司归母净利润分别为 7.16/14.99 亿元，eps 为 0.64/1.34 元，对应 PE 分别为 35/17 倍。基于公司持续巩固消费电池业务竞争力，加码布局动力储能，伴随原材料成本下行，需求提升拉动产能利用率提升，公司有望迎量利齐升，迈入中长期上行通道，维持公司“买入”评级。

5、风险提示

- (1) 政策波动风险；
- (2) 下游需求低于预期；
- (3) 产品价格不及预期；
- (4) 竞争格局恶化风险；
- (5) 产能扩张及消化不及预期；
- (6) 盈利修复不及预期；
- (7) 原材料价格波动风险。

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 2,916 | 4,153 | 4,964 | 6,771 |
| 应收款 | 3,125 | 3,351 | 4,588 | 6,136 |
| 存货 | 2,353 | 2,774 | 3,435 | 4,456 |
| 其他流动资产 | 362 | 386 | 477 | 628 |
| 流动资产合计 | 8,756 | 10,663 | 13,465 | 17,991 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 固定资产 | 4,280 | 5,051 | 5,137 | 4,964 |
| 在建工程 | 1,761 | 705 | 282 | 113 |
| 无形资产 | 263 | 250 | 237 | 224 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1,276 | 1,276 | 1,276 | 1,276 |
| 非流动资产合计 | 7,580 | 7,282 | 6,932 | 6,577 |
| 资产总计 | 16,336 | 17,945 | 20,397 | 24,568 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 910 | 1,020 | 1,020 | 1,020 |
| 应付账款、票据 | 6,266 | 7,387 | 9,147 | 11,868 |
| 其他流动负债 | 890 | 890 | 890 | 890 |
| 流动负债合计 | 8,066 | 9,297 | 11,057 | 13,778 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 1,262 | 1,562 | 1,562 | 1,562 |
| 其他非流动负债 | 711 | 711 | 711 | 711 |
| 非流动负债合计 | 1,974 | 2,274 | 2,274 | 2,274 |
| 负债合计 | 10,039 | 11,570 | 13,330 | 16,051 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,122 | 1,122 | 1,122 | 1,122 |
| 股东权益 | 6,297 | 6,374 | 7,066 | 8,517 |
| 负债和所有者权益 | 16,336 | 17,945 | 20,397 | 24,568 |

| 现金流量表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 945 | 82 | 738 | 1546 |
| 少数股东权益 | -1 | 2 | 22 | 46 |
| 折旧摊销 | 740 | 298 | 349 | 354 |
| 公允价值变动 | -2 | -11 | -2 | -2 |
| 营运资金变动 | 306 | 451 | -231 | 2 |
| 经营活动现金净流量 | 1988 | 823 | 877 | 1946 |
| 投资活动现金净流量 | -3937 | 285 | 337 | 342 |
| 筹资活动现金净流量 | 3185 | 405 | -46 | -96 |
| 现金流量净额 | 1,236 | 1,513 | 1,168 | 2,193 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,340 | 11,086 | 13,957 | 18,663 |
| 营业成本 | 7,739 | 9,096 | 11,263 | 14,612 |
| 营业税金及附加 | 32 | 28 | 35 | 47 |
| 销售费用 | 43 | 55 | 70 | 93 |
| 管理费用 | 629 | 909 | 865 | 1,101 |
| 财务费用 | 71 | 0 | -23 | -73 |
| 研发费用 | 623 | 687 | 851 | 1,120 |
| 费用合计 | 1,366 | 1,652 | 1,764 | 2,241 |
| 资产减值损失 | -252 | -200 | -100 | -50 |
| 公允价值变动 | -2 | -11 | -2 | -2 |
| 投资收益 | 23 | -50 | 30 | 30 |
| 营业利润 | 1,023 | 92 | 838 | 1,757 |
| 加:营业外收入 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 减:营业外支出 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,024 | 92 | 838 | 1,757 |
| 所得税费用 | 79 | 9 | 101 | 211 |
| 净利润 | 945 | 82 | 738 | 1,546 |
| 少数股东损益 | -1 | 2 | 22 | 46 |
| 归母净利润 | 946 | 80 | 716 | 1,499 |

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|--------|--------|--------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 48.5% | 7.2% | 25.9% | 33.7% |
| 归母净利润增长率 | 15.8% | -91.6% | 795.9% | 109.5% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 25.1% | 18.0% | 19.3% | 21.7% |
| 四项费用/营收 | 13.2% | 14.9% | 12.6% | 12.0% |
| 净利率 | 9.1% | 0.7% | 5.3% | 8.3% |
| ROE | 15.0% | 1.3% | 10.1% | 17.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 61.5% | 64.5% | 65.4% | 65.3% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 3.3 | 3.3 | 3.0 | 3.0 |
| 存货周转率 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.84 | 0.07 | 0.64 | 1.34 |
| P/E | 26.6 | 315.1 | 35.2 | 16.8 |
| P/S | 2.4 | 2.3 | 1.8 | 1.3 |
| P/B | 4.0 | 4.0 | 3.6 | 3.0 |

■ 新能源组介绍

尹斌：理学博士，新能源首席，所长助理。4 年实业+5 年证券+1 年基金从业经验，曾先后任职于比亚迪、中泰证券、东吴证券、博时基金、国海证券。作为核心成员之一，多次获得新财富、水晶球最佳分析师称号。2021 年加入华鑫证券，目前主要覆盖锂动力电池、燃料电池、储能及相关上市公司及新能源汽车相关产业链研究。

黎江涛：新能源组长，上海财经大学数量经济学硕士，1 年知名 PE 从业经历，4 年证券从业经验，2021 年加入华鑫证券，从事新能源汽车及上市公司研究。

潘子扬：伦敦大学学院硕士，2021 年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。