

2022年12月01日

证券研究报告·公司深度报告

欣旺达(300207) 电力设备

买入(首次)

当前价: 24.22元

目标价: 33.25元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

差异化技术路线, 动力+储能配套逐步放量

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 公司深耕动力电池业务, 2022H1 动力电池出货量合计 3.95Gwh, 实现收入 42 亿元, 同比增长 631.92%。随着国内市场新能源汽车渗透率逐步提升, 对动力电池需求持续增长。(2) 消费类业务稳中求进, 2022H1 实现营业收入 129 亿元, 同比增长 11.38%。笔电类 Pack 市占率增长迅速, 将成为消费类业务新增长点。(3) 2022 年加速扩展储能业务, 2022H1 公司储能系统收入 1.79 亿, 同比增长 70.38%, 随着公司南昌基地建成, 储能系统的电池自供率会大幅提升, 带来的是储能板块的毛利率以及市占率的提升。储能作为支撑新型电力系统的“新基建”, 预计 2022 年国内储能电池出货总量有望超过 90GWh, 市场规模有望突破千亿。
- 动力电池业务: 动力电池差异化竞争, 多产品技术路线齐头并进, 全球配套持续改善, 产能稳步提升。** (1) 新能源汽车发展过程中, 受限于电池能量密度以及后端市场布局, 充电问题成为用户关心的焦点, 公司通过多年研发, 于 2022 年 9 月 3 日发布 SFC480 超级快充电池, 最大充电功率达 480KW, 一次充电可实现续航里程 700Km, 充电 5min 可支持 200Km 续航; (2) 动力电池产品应用于 BEV、HEV、48V 等市场, 其中, BEV 产品技术路线涵盖磷酸铁锂和三元材料; (3) 公司加大全球客户开发, 获得雷诺-日产客户定点与配套, 取得东风柳汽菱智 CM5EV、东风 E70、吉利 PMA 平台、上汽 ZS12 平台等多家车企车型项目定点函; (4) 2021 年公司动力电池产能达 12GWh, 随着惠州、南京、南昌、枣庄、珠海等动力电池生产基地逐渐建成, 产能也会稳步提升。
- 3C 消费类业务: 全球消费类电池龙头, 稳健的技术研发实力。** (1) 手机数码类业务十年高增长, 全球市占率达 30%, 2021 年手机数码类业务实现收入 207.95 亿元, 同比增长 26.77%, 占据了 2021 年总营收的 55.7%; (2) 笔记本电脑类业务市占率稳步提升, 有望成为新的业务增长点, 2021 年营收达到 54.2 亿元, 同比增长 31%。
- 储能业务: 国内外储能市场放量在即, 未来将成为公司新增长动力。**截至 2021 年底, 全球已投运电力储能项目累计装机规模达到 209.4GW, 新型储能同比增长 67.7%, 达到 25.4GW, 其中锂离子电池占据主导地位。中国 2022 年上半年储能锂电池出货量达到 44.5GWh, 已经接近 2021 年全年水平。公司专注于电力储能、网络能源储能、家庭储能和便携储能各大板块, 目前已经实现批量出货。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 64.83% 的复合增长率。结合对标公司的估值和目前欣旺达的布局, 给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 33.25 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	37358.72	50108.47	65562.63	81664.42
增长率	25.82%	34.13%	30.84%	24.56%
归属母公司净利润(百万元)	915.65	1150.22	2485.77	4100.47
增长率	14.18%	25.62%	116.11%	64.96%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.62	1.33	2.20
净资产收益率 ROE	6.22%	7.56%	14.17%	19.37%
PE	49	39	18	11
PB	3.42	3.18	2.74	2.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn
联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.62
流通 A 股(亿股)	15.71
52 周内股价区间(元)	18.69-51.22
总市值(亿元)	451.08
总资产(亿元)	426.28
每股净资产(元)	7.58

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

假设 1: 动力电池业务领域, 技术实力和发展潜力愈加获得了国内外众多知名车企的深度认可, 产品成熟度和稳定性进一步得到市场批量应用验证, 新能源汽车销量增长, 全球配套企业持续开拓, 市占率快速增长, 我们预计 22/23/24 年公司动力电池出货量 10Gwh/20Gwh/40Gwh, 带动盈利能力持续改善, 预计 22/23/24 年动力电池毛利率分别为 14%/15%/17%。

假设 2: 消费类业务维持稳健增长, 持续开拓国内客户, 提升市占率, 并且公司以向客户提供消费类锂电池为契机, 拓展智能硬件新兴增量市场业务, 为给客户提供一站式 OEM/ODM 的 EMS 服务, 进一步与客户开展全产业多领域深度合作, 如智能可穿戴设备、智能出行、智能家居、个人护理和智能音箱等业务领域, 预计 22/23/24 年智能硬件业务增速分别为 12%/30%/32%, 22/23/24 年毛利率分别为 10%/12%/13%。

假设 3: 在储能应用方面, 公司主要通过储能电芯和储能系统两方面打开市场, 公司已展开与头部公司全面合作, 并将于 2022 年开始陆续交付, 公司电力储能系统、网络能源储能系统、家庭储能系统和便携储能系统等业务稳定增长, 预计 22/23/24 年公司储能系统业务增速分别为 50%/50%/40%, 业务量保持持续稳定增长, 预计 22/23/24 年储能系统毛利率分别为 17%/18%/20%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司动力电池业务布局可能不及预期。我们认为, 公司目前处于消费电池+动力电池双轮驱动阶段, 且公司聚焦大倍率快充电池业务, 通过产品技术突破带来市场规模效应, 解决市场消费者真正的痛点/难点, 形成错位竞争优势, 有望通过快充电池打开新能源汽车细分市场, 提升市占率。

股价上涨的催化因素

(1) 国内大客户主机厂订单落地; (2) 4C 快充电池打开乘用车市场; (3) 储能业务发展超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与欣旺达业务最为相近的五家公司亿纬锂能、珠海冠宇、国轩高科、蔚蓝锂芯、宁德时代, 2023 年平均 PE 为 22.03 倍。预计公司 22/23/24 年营业收入分别为 501.1/655.6 和 816.6 亿元, 归母净利润分别为 11.50、24.86 和 41.00 亿元, EPS 分别为 0.62、1.33 和 2.20 元, 对应 PE 分别为 39、18 和 11 倍。结合可比公司的估值和目前欣旺达的业务布局, 给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 33.25 元。我们看好公司未来成为领先的动力电池公司, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

疫情扩散风险、手机和笔电消费不及预期的风险、动力电池快充技术开发落地不及预期的风险、国内主机厂客户开发不及预期的风险、产能投产进度不及预期的风险、汇率波动风险。

目 录

1 公司概况：消费类电池龙头进军动力与储能市场	1
2 行业分析	3
2.1 消费锂电池市场保持增长，竞争格局集中.....	5
2.2 新能源汽车如日方升，动力电池蒸蒸日上.....	8
3 公司分析	12
3.1 动力电池业务.....	12
3.2 储能电池业务.....	17
3.3 消费类业务.....	21
4 财务分析	24
4.1 毛利率维持稳定，净利率呈现下滑趋势.....	24
4.2 存货周转率较高，其他财务指标均较为健康.....	26
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测.....	27
5.2 绝对估值.....	29
5.3 相对估值.....	30
6 风险提示	30

图 目 录

图 1: 2022H1 公司营业总收入构成	2
图 2: 2022H1 年公司毛利构成	2
图 3: 2013-2022Q1-Q3 公司营业收入及同比增速	2
图 4: 2013-2022Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速	2
图 5: 公司股权结构	3
图 6: 2017-2021 年中国锂电池市场规模及全球市占率	4
图 7: 2020-2025 年全球锂电池行业规模	4
图 8: 锂离子电池产业链	4
图 9: 2016-2025 年全球消费类锂电池出货量及同比增速预测	5
图 10: 2018-2022Q2 全球及中国智能手机季度出货量及同比增速	6
图 11: 2018-2022Q2 全球 PC 出货量及同比增速	6
图 12: 2018-2022Q2 全球平板电脑出货量及同比增速	6
图 13: 2016-2022Q2 全球可穿戴设备出货量及同比增速	7
图 14: 2016-2022Q2 中国可穿戴设备出货量及同比增速	7
图 15: 2020 年全球手机锂电池市场份额	7
图 16: 2020 年全球笔记本及平板电脑锂电池市场份额	7
图 17: 2021 年全球主要智能手机厂商份额	8
图 18: 2022Q1 全球主要可穿戴设备厂商份额	8
图 19: 2018-2022Q1~Q3 新能源市场及总体市场增速	8
图 20: 2021-2022.09 新能源市场月度零售渗透率	8
图 21: 2021-2022.09 新能源汽车产量及增速	9
图 22: 2021-2022.09 新能源汽车销量及增速	9
图 23: 2020-2022 年 9 月动力电池装车量及增速	10
图 24: 2021 年全球动力电池装机量 TOP10	11
图 25: 2020-2025 年国内及全球新能源汽车销量 (万辆)	11
图 26: 2020-2025 年国内及全球动力电池装机量 (GWh)	11
图 27: 公司动力电池业务发展历程	12
图 28: 公司动力电池业务营收	13
图 29: 公司动力类业务产能及规划	13
图 30: 2020-2024 年公司研发费用及预测 (亿元)	14
图 31: 2021 年研发投入同业对比	14
图 32: 公司动力电芯产品	15
图 33: 2022 年 1-9 月国内动力电池企业装车量 TOP10	16
图 34: 2022 年 1-9 月国内动力电池企业市场份额情况	16
图 35: 2016-2021 年全球储能累计装机容量	18
图 36: 2021 年全球新型储能占比情况	18
图 37: 2014-2021 年全球储能锂电池出货量	18
图 38: 2017-2022H1 中国储能锂电池出货量	18
图 39: 2016-2021 年中国已投运电力储能项目累计装机规模	19

图 40: 2021 年中国电力储能结构占比	19
图 41: 2022H1 中国各领域储能电池出货结构	19
图 42: 2015-2021 欧洲户储装机规模	19
图 43: 2012-2021 年公司手机类业务营收及增速	22
图 44: 2016-2020 年公司手机类 PACK 全球销量及市占率	22
图 45: 公司笔电类业务营收及增速	22
图 46: 公司笔电类 PACK 全球销量及市占率	22
图 47: 智能硬件盖领域介绍	23
图 48: 2018-2021H1 公司电芯自供率与手机数码类业务毛利率	24
图 49: 公司与可比公司毛利率走势	24
图 50: 公司与可比公司净利率走势	24
图 51: 公司与可比公司 ROE 走势	25
图 52: 公司与可比公司 ROA 走势	25
图 53: 公司与可比公司管理费用率走势	25
图 54: 公司与可比公司销售费用率走势	25
图 55: 公司与可比公司研发费用率走势	26
图 56: 公司与可比公司财务费用率走势	26
图 57: 公司与可比公司总资产周转率走势	26
图 58: 公司与可比公司存货周转率走势	26
图 59: 公司与可比公司资产负债率走势	27
图 60: 公司与可比公司流动比率走势	27
图 61: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	27
图 62: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	27

表 目 录

表 1: 公司发展历程中的重要事件.....	1
表 2: 主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况.....	3
表 3: 近期部分省市新能源汽车补贴政策概览.....	9
表 4: 公司动力及储能电池扩产情况.....	13
表 5: 公司上游布局情况.....	14
表 6: 部分车企混动车型发布情况.....	15
表 7: 不同 BEV 快充产品对比.....	16
表 8: 公司 HEV 定点客户情况.....	17
表 9: 公司 BEV 定点客户情况.....	17
表 10: 欣旺达储能项目介绍.....	20
表 11: 欣旺达储能业务覆盖领域介绍.....	20
表 12: 公司手机数码类电池介绍.....	21
表 13: 分业务收入及毛利率.....	28
表 14: 绝对估值假设条件.....	29
表 15: FCFF 估值结果.....	29
表 16: FCFF 估值敏感性分析.....	29
表 17: 可比公司估值 (截至时间 2022 年 11 月 25 日).....	30
附表: 财务预测与估值.....	31

1 公司概况：消费类电池龙头进军动力与储能市场

欣旺达电子股份有限公司是总部位于深圳的全球锂离子电池领域领军企业。公司被评为全球 3C 消费类电池龙头企业、全球新能源企业 500 强（第 26 位）、中国民营企业 500 强（第 366 位）、中国电池百强企业（第 5 位）、中国电子信息百强企业（第 41 位）。

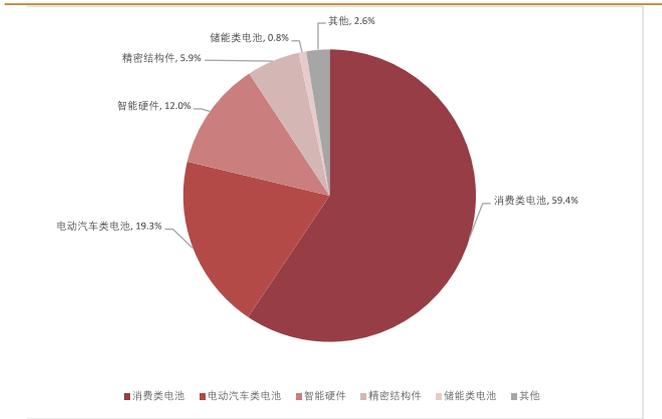
公司成立于 1997 年，抓住 2011-2015 年的智能手机行业红利期成长为 PACK 龙头，随着 16 年智能手机行业热度趋于平缓，公司维持 PACK 业务的同时，也逐渐布局毛利较高的消费电子行业。另一方面，公司早在 2008 年就开始布局电动汽车电池业务，于 2016 年向储能进军，二十多年发展历程中的重要事件如下：

表 1：公司发展历程中的重要事件

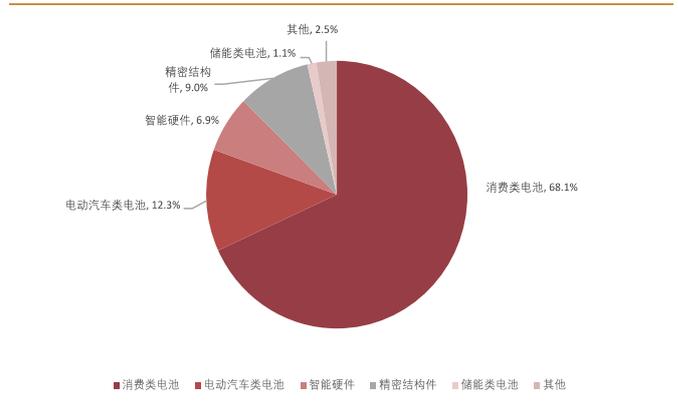
时间	事件
1997	公司成立
2000	与海尔、康佳、飞利浦、NEC 合作
2008	开始动力电池 BMS、模组、PACK 研发
2010	与亚马逊、通用电气合作
2011	深交所创业板上市；与小米合作
2012	自主建设的自动化锂电池生产线投入使用；开始智能硬件业务
2014	成立电动汽车电池子公司；收购东莞锂威，进入消费电子制造
2015	成立动力电芯研究院
2016	成立综合能源子公司，向储能进军
2017	成立印度子公司；打造工业互联网平台
2018	成为雷诺日产电池供应商；动力电芯正式投产
2020	携手日产联合研发用于 e-POWER 车型的电池
2021	动力电池项目相继落地江西南昌、山东枣庄

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：2022H1 公司收入主要来自消费类电池，在总收入中占 59.4%，其次为电动汽车类电池、智能硬件类（含无人机，VR）、精密结构件和储能类电池，分别占比 19.3%、12%、5.9%和 0.8%。消费类电池贡献 68.1%的毛利，其次为电动汽车类电池（含无人机，VR）和精密结构件，分别贡献毛利的 12.3%和 9%。电动汽车电池类增长明显，收入同比增长 631.92%。

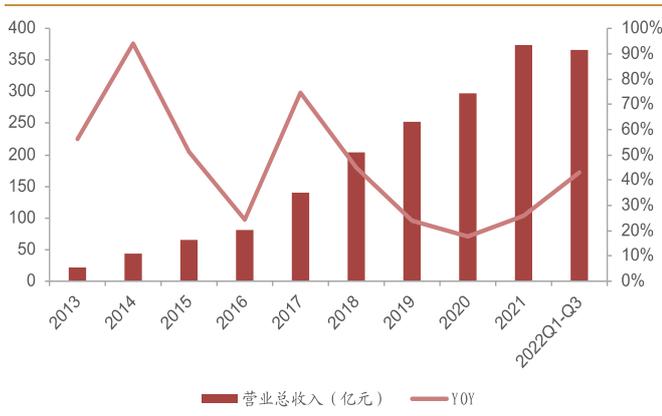
图 1：2022H1 公司营业总收入构成


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 2：2022H1 年公司毛利构成


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：公司自 2013 年以来营业收入基本保持 20% 以上的高速增长，2020 年受疫情影响增速略低，为 17.6%，2021 年总收入达到 373.6 亿元，是 2013 年的近 17 倍。2022 年 Q1-Q3 营收为 365.84 亿元，同比增长 43%。2013-2021 公司归母净利润由 0.81 亿元增至 9.16 亿元，年复合增速 32.8%。2022Q1-Q3 实现归母净利润 6.88 亿元，同比增加 2.7%。

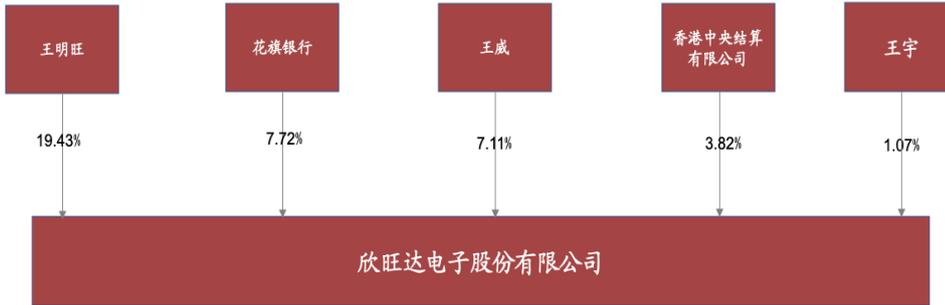
图 3：2013-2022Q1-Q3 公司营业收入及同比增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：2013-2022Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司股权结构清晰：王明旺与王威兄弟为公司实际控制人，两人分别直接持有公司 19.43%、7.11% 的股份；王宇为王明旺、王威的兄弟，直接持有公司 1.07%、三人合计持有公司 27.61% 的股份。公司于 2022 年 11 月 14 日在瑞士证券交易所上市，发行全球存托凭证 GDR，其中每份 GDR 代表 5 股本公司 A 股股票，相应新增 A 股股票数量 1.44 亿股，募集资金约为 4.4 亿美元。公司旗下有 26 家子公司，大多数集中在深圳市，以制造、研发、专业服务为主。

图 5：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

表 2：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况

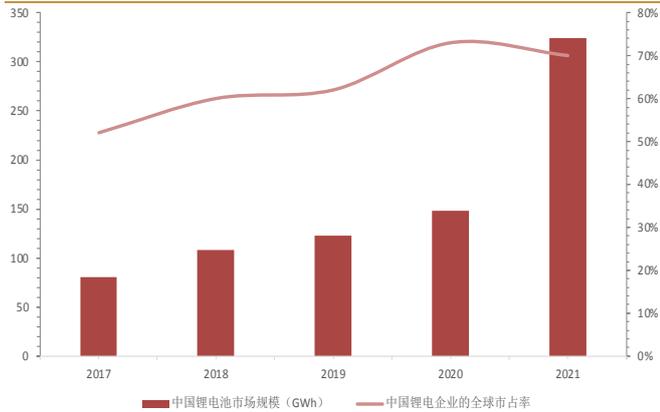
公司名称	公司类型	主要业务	2021 年净利润 (万元)
深圳市欣旺达电气技术有限公司	全资子公司	电动车机、控制器的技术开发与销售	14,150.52
深圳欣旺达智能科技有限公司	全资子公司	电池、充电器、精密模具、精密注塑、仪器仪表、工业设备的开发、销售	32,271.85
欣旺达电子印度有限公司 (Sunwoda Electronic India Private Limited)	控股子公司	电池、精密结构件制造和销售	19,159.98
欣旺达惠州新能源有限公司	控股子公司	房屋、厂房租赁	-11,918.58
欣旺达电动汽车电池有限公司	控股子公司	动力电池的研发、生产及销售	-30,429.64
南京市欣旺达新能源有限公司	全资子公司	动力电池的研发、生产及销售	-44,414.20
欣旺达惠州动力新能源有限公司	全资子公司	动力电池的研发、生产及销售	-31,181.75
惠州市盈旺精密技术有限公司	全资子公司	精密塑胶、五金、电子制品生产	11,821.45
深圳市欣旺达综合能源服务有限公司	全资子公司	储能电池及设备研发、生产及销售，综合能源服务管理	-11,662.40
深圳市欣智旺电子有限公司	全资子公司	智能硬件产品的研发、生产及销售	-9,877.71
惠州锂电威新能源科技有限公司	控股子公司	锂电池及材料、锂电芯的研发、制造和销售	73,539.35
深圳市前海弘盛技术有限公司	全资子公司	自动化技术及新能源技术开发外包、业务流程外包、股权投资	12,668.49

数据来源：公司年报，西南证券整理

2 行业分析

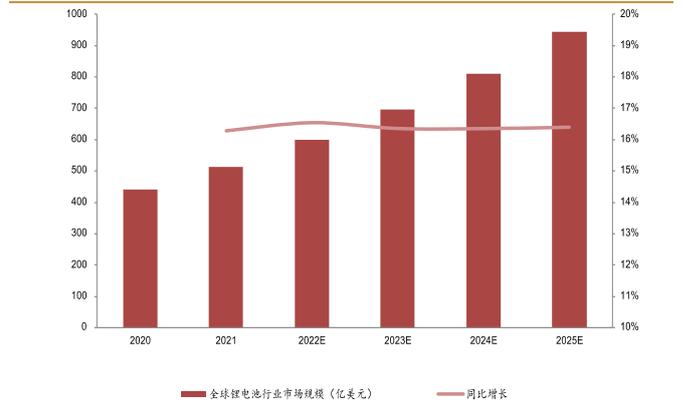
中国锂电池产业蓬勃发展，占据全球半壁江山。在发展绿色经济的目标愿景与“双碳”政策的大力推动下，中国锂电产业高速发展。在全球范围内，中国已连续五年占据全球最大锂电池消费市场的宝座。根据工信部赛迪研究所发表的《2021 中国锂电产业发展指数白皮书》，2021 年全球锂离子电池市场规模达到 545GWh，我国锂离子电池市场规模占比过半，产量达到 324 GWh，同比增长 106%。据 Markets and Markets 预测，未来五年全球锂电池市场规模将保持增势，2025 年有望增长至近 944 亿美元。

图 6：2017-2021 年中国锂电池市场规模及全球市占率



数据来源：赛迪顾问，西南证券整理

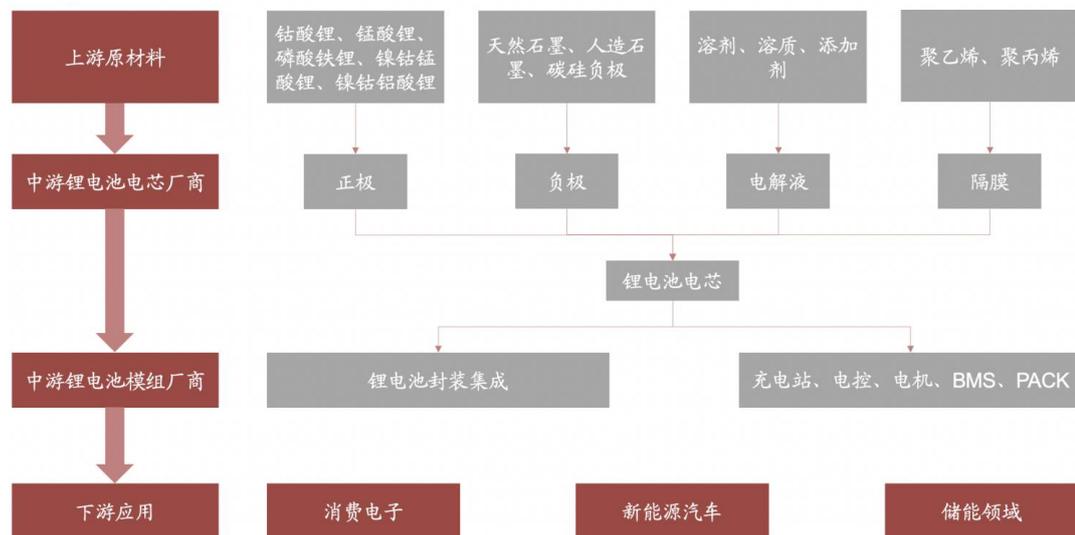
图 7：2020-2025 年全球锂电池行业规模



数据来源：Markets and Markets，西南证券整理

下游应用定需求，动力、储能迎机遇。根据应用领域的不同，锂离子电池可以细分为动力锂电池、储能锂电池、消费锂电池三部分，其主要下游应用领域分别对应新能源汽车、电力系统、手机等消费电子。伴随着新能源汽车的蓬勃发展，动力电池占据着越来越大的产量份额。据工信部发布的数据显示，2021 年我国动力、储能、消费型锂电产量分别为 220 GWh、32 GWh、72 GWh，分别同比增长 165%、146%、18%。尽管目前储能电池市场份额最小，但随着世界“碳达峰”战略的推进，全球各企业都在积极布局动力和储能电池产线，新能源汽车与储能市场的高速发展将带动动力和储能电池的持续发展，动力和储能电池有望进一步扩大其市场份额。

图 8：锂离子电池产业链



数据来源：西南证券整理

2.1 消费锂电池市场保持增长，竞争格局集中

消费电子需求驱动上游消费类锂电池发展。随着我国居民收入的逐步提高及移动通信技术的飞速发展，电子产品已深入到消费者的学习、生活、工作的各个领域，并逐渐向智能化、微型化、多功能化发展，对消费锂电池的性能也提出了更高的要求。据起点研究预测，全球消费类锂电池出货量将稳定小幅增长，2025年将达到115.2GWh。

图 9：2016-2025 年全球消费类锂电池出货量及同比增速预测

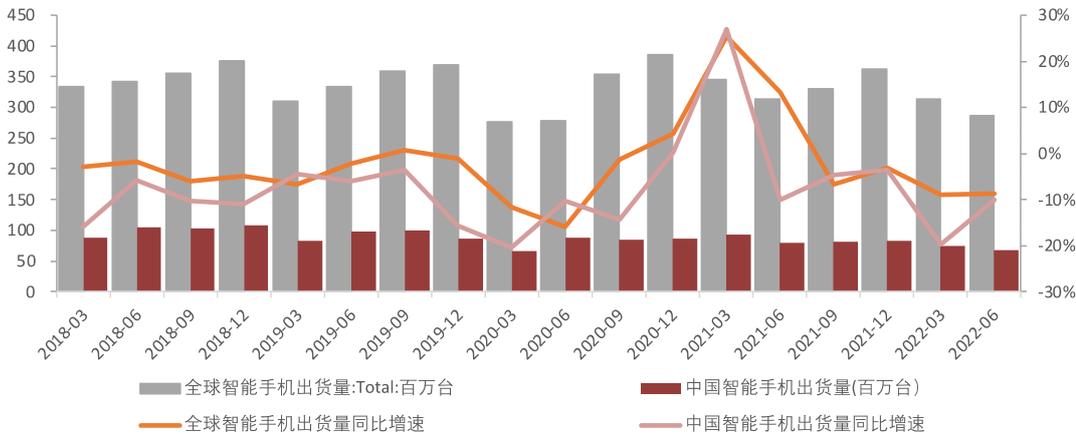


数据来源：起点研究，西南证券整理

新兴消费锂电快速发展。具体来看，智能手机、平板电脑及笔记本电脑等传统消费电子的出货量增速远低于智能可穿戴设备行业以及无人机行业等新兴消费电子。智能手机方面，全球主要市场已发展得较为成熟，渗透率不断提升，预计智能手机销量未来可能出现停滞增长或下滑的现象。平板电脑及笔记本电脑方面，据 Strategy Analytics 报告显示，疫情推动了移动办公的发展，使得 2021 年全球笔记本电脑出货量突破历史新高，同比增长 19.4%。但受到元器件短缺和供应问题的影响，笔电、平板电脑的出货量增速可能放缓。反观新兴消费电子，5G、物联网、人工智能等新兴技术与消费电子产品的融合使得蓝牙音箱、AR/VR 设备等新兴电子领域呈现出较快的发展态势，新兴消费电子有望成为拉动消费电子市场需求的主要动力。

2.1.1 智能手机出货增速放缓

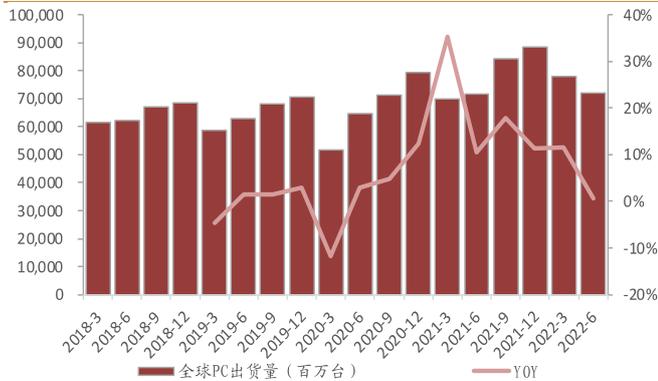
2021 年，全球及中国智能手机季度出货量同比增速呈现前高后低的形态。但纵观全年，全球及中国智能手机出货量仍然保持小幅上升，分别同比增长至 13.5 亿台、3.4 亿台。其中，5G 手机占据了国内智能手机出货量近 80% 的份额，高达 2.7 亿台，同比增长 63.5%。受疫情影响，居民消费观念正在发生变化，手机更换频率较从前有所下降，2022 年 Q2 延续了 2021 年后半年负增长的趋势，全球及中国智能手机出货量分别同比下降 8.7%、10%。据 IDC 预测，得益于物流和芯片短缺问题的不断改善，2023 年智能手机出货量有望恢复正增长。随着智能手机电池容量的提升及可折叠手机、5G 手机的增长也将进一步带动手机数码类锂离子电池模组产品的发展。

图 10：2018-2022Q2 全球及中国智能手机季度出货量及同比增速


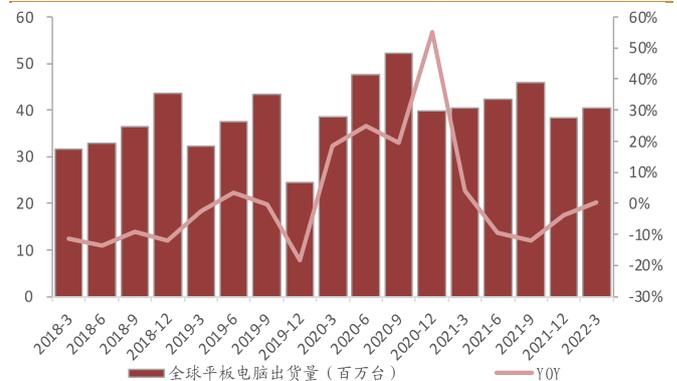
数据来源：Wind, 西南证券整理

2.1.2 笔电增量驱动笔电类锂电池快速发展

笔电持续高增长趋势将带动相关锂电池产品发展。疫情大环境下，远程教育及居家办公的持续趋势使得笔记本电脑、平板电脑等智能产品的销量随之增长。2021 年，全球 PC 市场出货量近 3.5 亿台，同比增长 14.4%，创下近五年以来的新高。全球平板电脑出货量增速有所放缓，但仍保有较为可观的市场规模，2021 年出货量达到 1.69 亿台。在新的增量机会带动下，笔记本电脑类锂电池产品也在快速发展。

图 11：2018-2022Q2 全球 PC 出货量及同比增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 12：2018-2022Q2 全球平板电脑出货量及同比增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

2.1.3 智能硬件

可穿戴设备增长放缓，高端化趋势明显。全球可穿戴设备出货量从 2016 年的 1.02 亿台增长至 2021 年的 5.33 亿台，年均复合增长率高达 39.2%。受到全球疫情的反复、消费者的相关需求下降、产品更新迭代速度较慢等影响，2022Q2 全球可穿戴设备市场出现下滑，总出货量为 1.07 亿部，同比下降 7%。中国可穿戴设备市场也在 2022Q2 出现下滑，出货量为 2857 万台，同比下降 23.2%。成人手表 2000 元以上产品出货量占比持续提升，出货量同比增长高达 29%。从供给端来看，厂商在市场遇冷的情况下，对营收和利润更加重视，因此产品布局更向高端市场侧重。从消费端来看，高收入人群受到经济调整时期冲击较小，对于高端产品仍有较强购买力。

图 13: 2016-2022Q2 全球可穿戴设备出货量及同比增速



数据来源: IDC, 西南证券整理

图 14: 2016-2022Q2 中国可穿戴设备出货量及同比增速

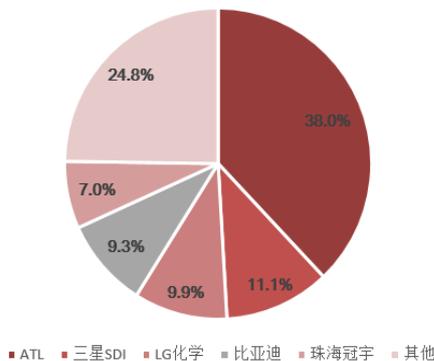


数据来源: IDC, 西南证券整理

2.1.4 市场集中度高, 中日韩主导消费锂电市场

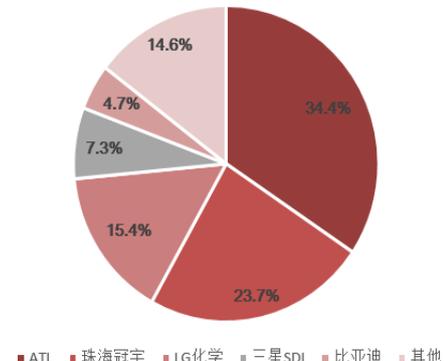
从市场竞争格局来看, 全球消费锂离子电池市场集中度高, 中国、日本、韩国企业主导消费锂电市场。据 Techno Systems Research 数据显示, 消费锂电市场头部效应显著, 主要厂商有日韩企业 ATL (新能源科技有限公司)、LG 化学、三星 SDI 及国内企业珠海冠宇、比亚迪等。2020 年, 全球手机锂电池市场前三厂商为 ATL、三星 SDI、LG 化学, 合计份额达到 58.9%; 全球笔记本及平板电脑锂电池前三厂商为 ATL、珠海冠宇、LG 化学, 合计份额约为 73.5%。

图 15: 2020 年全球手机锂电池市场份额



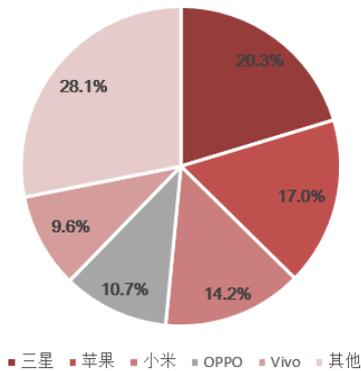
数据来源: Techno Systems Research, 西南证券整理

图 16: 2020 年全球笔记本及平板电脑锂电池市场份额

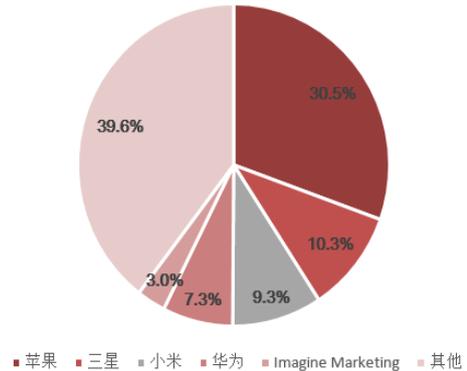


数据来源: Techno Systems Research, 西南证券整理

智能设备的国产化推动了消费电池行业的国产化, 国内智能手机、笔记本及平板电脑及可穿戴设备品牌在国际上的市占率不断提高。在智能手机市场, 2021 年小米手机、OPPO、Vivo 出货量紧随三星、苹果之后, 分列三、四、五位, 合计份额达到 34.5%。在可穿戴设备市场, 从 IDC 提供的 2022Q1 数据来看, 苹果一骑绝尘, 占据 30.5% 的份额, 国内企业小米、华为分列第三、四位, 分别占据 9.3%、7.3% 的市场份额。随着日韩电池厂商把战略重心转向动力电池且国内智能设备厂商份额的持续提升, 我们预计中国在消费电池领域的市占率将进一步提升。

图 17: 2021 年全球主要智能手机厂商份额


数据来源: Canals, 西南证券整理

图 18: 2022Q1 全球主要可穿戴设备厂商份额


数据来源: IDC, 西南证券整理

2.2 新能源汽车如日方升，动力电池蒸蒸日上

2.2.1 新能源延续高景气，产销总量创新高

政策赋能，疫情缓解，新能源汽车延续高景气状态。近五年来，新能源市场发展迅猛，其市场增速远高于汽车行业总体市场增速。2021 年，新能源市场月度零售渗透率持续攀升，从年初的 6.8% 上升至 22.5%。尽管在 2022 年年初，新能源热度有所下降，但整体趋势依旧，9 月渗透率 31.8% 创造新高。

图 19: 2018-2022Q1~Q3 新能源市场及总体市场增速


数据来源: 乘联会, 西南证券整理

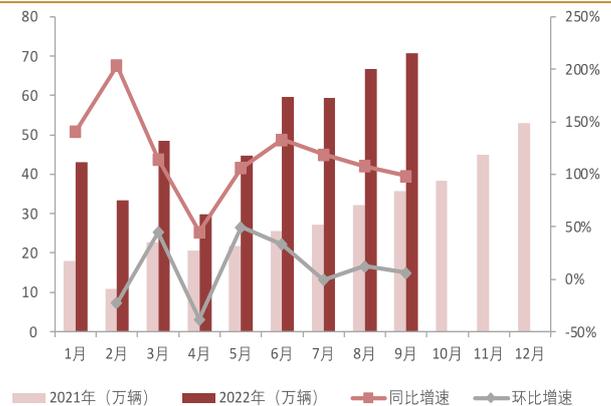
图 20: 2021-2022.09 新能源市场月度零售渗透率


数据来源: Wind, 西南证券整理

产销方面，2022 年截止 9 月我国新能源汽车产/销量总量再创新高，突破 471.7/456.7 万台，同比增长 120%/110%。受到新冠肺炎疫情起伏反复的影响，供应端承压，终端消费同步受压，4 月产、销量均出现大幅下降。但随着疫情减弱及经济刺激措施的实施，汽车产业链供应链逐步恢复正常，9 月新能源汽车产销量分别完成 75.5 万辆和 70.8 万辆，同比均增长 110% 和 93.9%。

图 21：2021-2022.09 新能源汽车产量及增速


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

图 22：2021-2022.09 新能源汽车销量及增速


数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

5月中下旬以来，国内多地疫情得到有效控制，新能源汽车产业链相关企业产能进一步释放。同时，为提振车市，国家出台了购置税减半的政策，各地也纷纷响应号召，陆续出台地方叠加补贴政策来刺激汽车消费，新能源汽车有望继续保持高速增长势头。

表 3：近期部分省市新能源汽车补贴政策概览

发布地区	补贴内容	补贴时间
北京市	对报废或转出本市注册登记在本人名下1年以上的乘用车，在本市汽车销售企业购买新能源乘用车，并在本市上牌的个人消费者给予不超过1万元/台补贴	6月1日-12月31日
天津市	年内增投3.5万个个人普通车摇号指标	
上海市	①个人消费者报废或转出名下在上海市注册登记且符合相关标准的小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车10000元的财政补贴 ②年内新增非营业性客车牌照额度4万个	6月1日-12月31日
深圳市	①对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过1万元/台补贴。 ②新增投放2万个普通小汽车增量指标，通过专项摇号活动，面向仍在摇号且已参加60期以上（含60期）的“未中签”申请人进行配置，中签者须购置符合条件的燃油车或新能源汽车（对购置新能源汽车的中签者，给予最高不超过2万元/台补贴）	5月23日-12月31日
中山市	直购新能源车补贴2000-12000元；以旧换新（新能源车）补贴3000-13000元；以摩换汽（新能源车）补贴10000-22000元	5月20日-12月31日
山东省	①对在省内购置新能源乘用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，根据车价每辆发放3000-6000元不等消费券 ②以报废旧车购置新车（二手车除外）的消费者，在①基础上，每辆车发放的消费券金额增加1000元	5月22日-6月30日
河南郑州	在各区指定的汽车销售企业购买5万元以上小型非营运车辆的个人（不限户籍）和企业消费者，开具郑州市税务发票以及在郑州市注册上牌后，均有机会领取由企业注册地所在开发区、区县（市）发放的4000-8000元新能源车汽车消费券	6月1日-8月31日
湖北省	实施汽车以旧换新专项行动，对报废或转出个人名下湖北号牌旧车，同时在省内购买新车并在省内上牌的个人消费者给予补贴： ①报废旧车并购买新能源汽车的补贴8000元/辆 ②转出旧车并购买新能源汽车的补贴5000元/辆	6月-12月
安徽合肥	消费者在合肥注册登记的汽车销售企业新购新能源乘用车的，在现有电费补贴基础上，再给予1000元	4月1日起

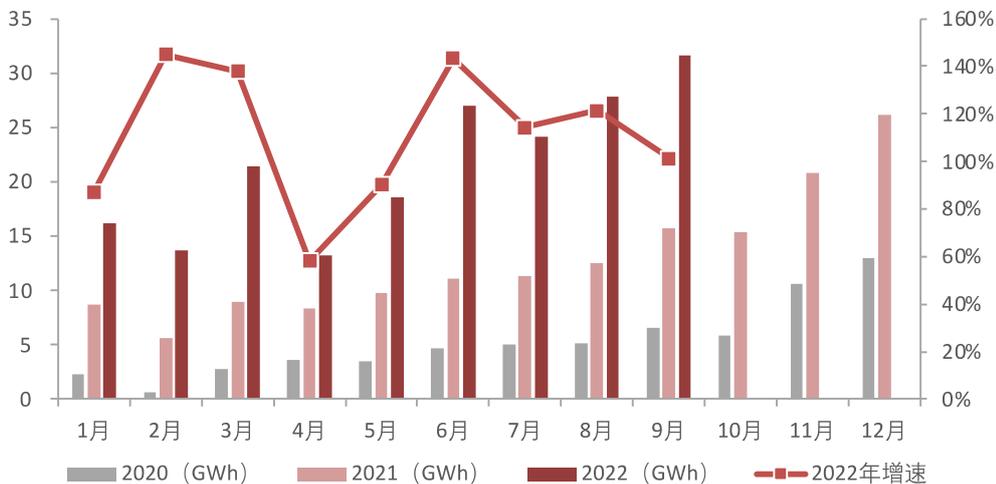
发布地区	补贴内容	补贴时间
	/ 辆一次性电费补贴, 补贴总量 1 万辆, 用完即止	
江西省	以摇号抽奖的方式, 奖金池 1000 万元, 对在“消费季活动”期间购买新能源新车的个人消费者予以奖补。全省共抽取产生 2000 名中奖者, 每名奖补 5000 元	5 月 1 日-7 月 31 日
重庆市	在重庆市内外售卖转移或报废注销了登记在本人名下 6 个月以上的旧乘用车, 并在重庆市辖区内的汽车销售企业购买了新能源乘用车新车, 且在重庆市辖区内依法履行纳税义务缴纳新购乘用车相关税收、完善新购乘用车上户手续, 前 10000 名按程序成功申报并经审查要件齐全属实的, 每辆给予 2000 元市级财政资金补助, 以现金形式发放到符合补助条件的对象的银行卡上	3 月 1 日-6 月 30 日
吉林长春	在长春市限上汽车销售企业购买 5 万元及以上乘用车、微型或轻型货车 (非营运车辆, 包括新能源车购置, 不包括二手车交易) 的个人消费者 (户籍不限) 根据购车车辆发票金额不等, 享受 2000 元-6000 元不等的补贴	5 月 21 日-9 月 21 日
海南海口	海口预新购汽车、以旧换新、团购汽车并上市的市民可通过“海口市商务局”微信公众号的“2022 年海口市汽车补贴消费券申请”服务页面, 上传购车凭证等材料, 可领取 3000-5000 元的消费券包	5 月 3 日-6 月 30 日

数据来源: 电动汽车用户联盟网站, 西南证券整理

2.2.2 动力电池快速发展, 竞争格局集中

动力电池作为电动汽车的心脏, 新能源汽车的快速发展也带动着动力电池的蒸蒸日上。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示, 2022Q3 我国动力电池装车量环比大幅提升, 截止 9 月累计装车量 193.69GWh, 其中, 9 月动力电池景气相应恢复, 装车量共计 31.6GWh, 同比增长 101.6%, 环比增长 101.3%。

图 23: 2020-2022 年 9 月动力电池装车量及增速

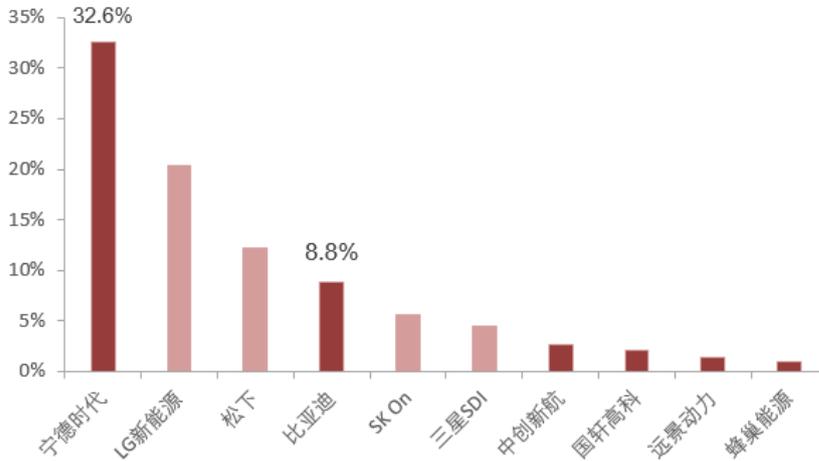


数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 西南证券整理

中韩引导竞争格局, 宁德时代一骑绝尘。 中国市场方面, 2022 年上半年共有 45 家动力电池企业实现装车配套, 较去年同期减少 8 家。其中, 前十的企业市占率达到 94.4%。从 1-5 月累计来看, 宁德时代遥遥领先, 几乎占领半壁江山, 比亚迪位列第二, 二者市场占有率合计 69.9%。放眼全球市场, 根据 SNE Research 数据显示, 排名前十的企业中有六家中国企业, 三家韩国企业, 一家日本企业。宁德时代连续五年稳居榜首, 龙头地位难以撼动, 其 2021 年在动力电池领域的全球装机量达到 96.7GWh, 市占率为 32.6%。LG 新能源、松

下作为其主要竞争对手,紧随其后,分别位列第二、第三。比亚迪位列第四,装机量为 26.3GWh,市占率为 8.8%。榜单的第七位至第十位由四家中国企业占据,市占率共计 7.2%。

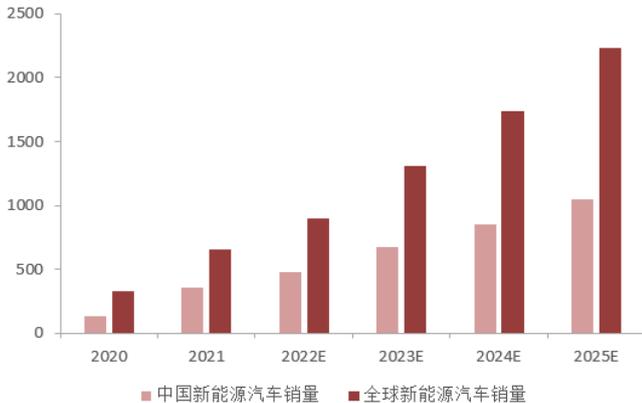
图 24: 2021 年全球动力电池装机量 TOP10



数据来源: SNE Research, 西南证券整理

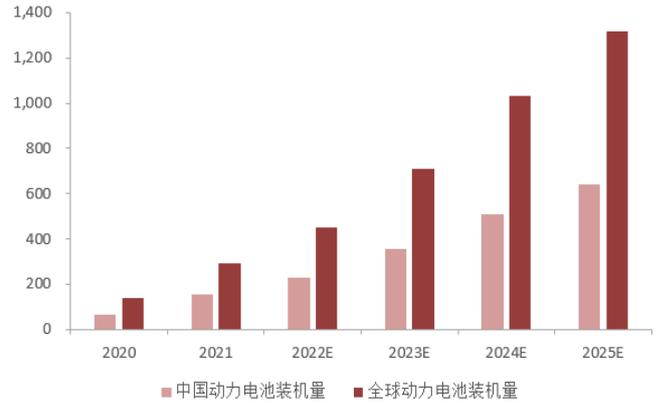
新能源汽车方面,据彭博新能源财经预测到 2025 年,中国新能源汽车销量将高达 1046 万辆,全球新能源汽车销量 2232 万辆,以 2020 年为基期的年均复合增长率分别为 50%/47% 左右。动力电池方面,据彭博新能源财经预测到 2025 年,中国动力电池装机量有望达到 639GWh,全球动力电池装机量 1319GWh。动力电池借助新能源汽车产业的迅猛发展之势,也将在未来几年内保持高速增长。

图 25: 2020-2025 年国内及全球新能源汽车销量 (万辆)



数据来源: 彭博新能源财经, 西南证券整理

图 26: 2020-2025 年国内及全球动力电池装机量 (GWh)



数据来源: 彭博新能源财经, 西南证券

3 公司分析

3.1 动力电池业务

3.1.1 动力业务迅速增长，产能逐渐爬坡

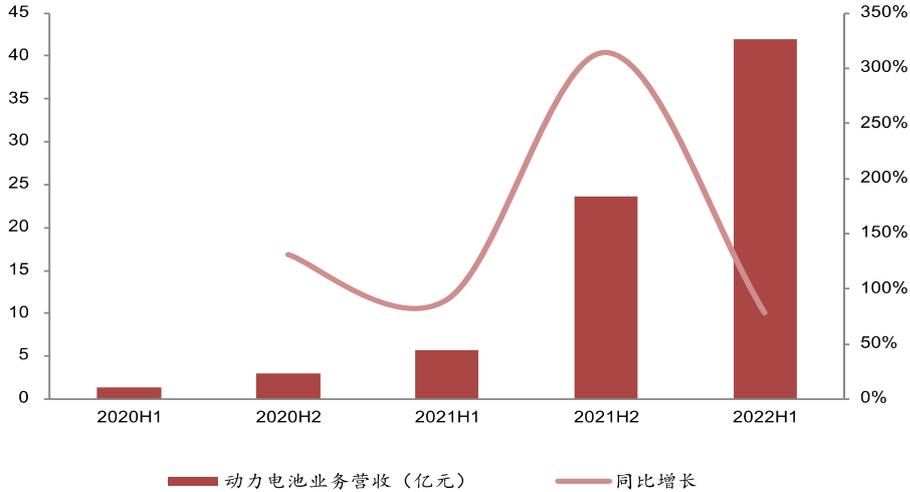
公司经过十年布局，发展稳健。公司动力电池布局的里程碑事件包括 2014 年收购东莞锂威，2015 年成立动力电芯研究院，2018 年获雷诺-日产、吉利、东风柳汽等客户定点与出货。欣旺达在 2021 年报中披露，公司已取得东风柳汽菱智 CM5EV、东风 E70、吉利 PMA 平台、上汽 ZS12 平台等多家车企车型项目定点函，已与国内外众多知名汽车厂商建立了合作关系，包括：雷诺、日产、易捷特、吉利、东风、广汽、上汽通用五菱、上汽乘用车、俄国大众等。

图 27：公司动力电池业务发展历程



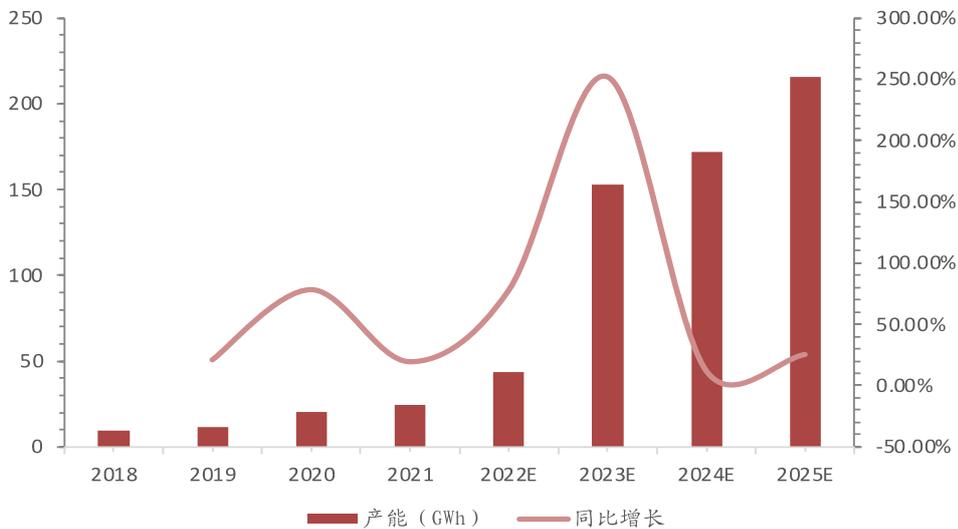
数据来源：公司公告，西南证券整理

动力电池业务营收高速增长，毛利优化显著。自 2021H2 起，动力电池业务增长迅猛，2021H2 营收为 23.6 亿元，同比增长 687%，环比增长 314%。根据 2022 年半年报显示，2022H1 公司动力电池出货量为 3.95GWh，实现营收 42 亿元，同比增长 631.92%。2021 年公司动力电池业务净亏损为 10.64 亿元。2022H1，公司处于增长放量期，预计未来将迎来利润增长。2022H1 动力电池类产品毛利率为 8.76%，毛利率比上年同期增长 2.37pp。

图 28：公司动力电池业务营收


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

产能加速扩张，产线扩建持续推进。2021 年公司动力电池产能达 24.5GWh，根据产能规划，2022 年公司产能将达到 43.5GWh，2025 年产能将达 215.7GWh。公司目前已建设广东惠州、江苏南京、江西南昌、山东枣庄、广东珠海等动力电池生产基地。据 2021 年年报披露，公司将继续推进产能建设，陆续在西南、华中、华北等地区建设生产基地。

图 29：公司动力类业务产能及规划


数据来源：公司公告，电池中国网，盖世汽车，西南证券整理

表 4：公司动力及储能电池扩产情况

公告时间	地点	规划产能 (GWh)	主要内容
2017 年 1 月	广东惠州	4	4GWh 动力锂电池电芯生产线
2019 年 3 月	江苏南京	30	一期 8GWh，二期 10GWh，三期 12GWh
2021 年 8 月	江西南昌	50	租赁厂房，一期到四期分别为 4GWh、10GWh、16GWh 和 20GWh
2021 年 12 月	山东枣庄	30	建设年产能 30GWh 动力电池、储能电池生产线及相关配套设施

公告时间	地点	规划产能 (GWh)	主要内容
2022年3月	广东珠海	30	30GWh 动力电池生产基地项目
2022年3月	四川什邡	20	建设 20GWh 动力电池及储能电池生产基地, 租赁厂房, 建设周期约 12 个月
2022年9月	江西宜昌	30	规划建设 30GWh 动力电池生产基地; 分两期实施, 一期投资约 80 亿元, 规划产能 20GWh; 二期投资约 40 亿元, 规划产能 10GWh。
2022年9月	浙江义乌	50	产品涵盖汽车动力电池和储能电池的电芯、模组、PACK 及电池管理系统等。项目计划总投入约 213 亿元, 达产后可形成约 50GWh 年产能。

数据来源: 公司公告, 盖世汽车, 西南证券整理

战略布局上游资源, 从源头解决原材料问题。公司为保证原材料供应和控制生产成本, 积极布局上游资源和原材料领域。预计随着上游原材料供应的好转, 公司产销规模扩大, 有望步入正常盈利阶段。

表 5: 公司上游布局情况

公告时间	主要内容	目的
/	华友钴业入股欣旺达股权	布局钴、镍、锂矿
2021年11月	与盐湖工业、华友控股、华能投资、西安金藏膜合作, 与青海政府签战略合作协议	布局盐湖提锂
2021年12月	与川恒股份合资成立公司恒欣矿业	布局磷矿
/	青海东台吉乃尔盐湖探矿结束后今年进入开发	布局锂盐
2022年4月	与金圆中科、川恒股份组建合资子公司金恒旺, 在阿根廷整合、开发盐湖锂资源	布局盐湖提锂

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.1.2 研发投入大, 产品技术成熟

公司研发投入行业领先, 预计未来会继续增长。公司研发实力强大, 经国家知识产权局查询公司已掌握 775 项专利。2021 年欣旺达拥有研发人员 6973 名以上, 其中博士及以上人员 85 名。公司 2021 年研发费用为 23.27 亿元, 同比增长 29%, 研发费用率 6.23%。根据公司规划, 未来几年公司会继续加大研发投入。公司研发投入虽然与动力电池龙头宁德时代、比亚迪有差距, 但明显高于行业内其他企业。公司目前公布的研发项目有进 20 个, 涵盖 BEV 超级快充电池、新一代动力电池 CTP/CTX 技术研发项目、新一代高比能快充电池产品研发项目等。

图 30: 2020-2024 年公司研发费用及预测 (亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 31: 2021 年研发投入同业对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

产品差异化布局, 紧跟市场需求。公司动力电池产品以方形铝壳电芯为主, 下游应用于 BEV、HEV、48V 等市场。其中, BEV 产品技术路线同时涵盖磷酸铁锂和三元材料。据公司 2021 年年报披露, 公司深度参与 BEV 核心客户的全新平台车型的开发, 并根据不同细分市场的需求做差异化性能开发。除车用领域的应用外, 公司磷酸铁锂产品获得中国船级社型式认可证书, 并已实现船舶差异化产品的批量交付。公司 HEV 和 48V 产品性能、工艺及设备成熟度行业领先, 形成了深度的市场品牌力。除日产、雷诺、德国大众等国际客户外, 目前已经与国内有 HEV 需求的大部分客户展开合作, 并将在 2022 年开始批量交付。

图 32: 公司动力电芯产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

国内 HEV 行业发展, 公司有望成为龙头。HEV 因具有节油效果明显(节油率超过 25%)、价格区间与燃油车重叠等优点, 近年获得国内多个车企加速布局。双碳目标和节能减排的大环境同样对混动汽车的推广有促进作用。根据中国汽车工程学会估计, 传统燃油车中节能乘用车占比将在 2025 年达到 50%, 于 2035 年达到 100%。截止到 2021 年, 欣旺达 HEV 电芯出货量达到 20+万辆, 规模和体量达到全国第一, 雷诺日产、德国大众已开始全球批量交货, 国内主流车企已合作 85%, 海内外已定点合作企业 11 家。预计未来公司将继续维持较大市场份额。

表 6: 部分车企混动车型发布情况

时间	车企	系统	模式
2020 年 12 月	长城汽车	柠檬混动 DHT	HEV+PHEV
2021 年 6 月	长安汽车	蓝鲸 IDD	PHEV
2021 年 10 月	吉利汽车	雷神 Hi·X	HEV+PHEV
2022 年 4 月	广汽传祺	钷浪混动	HEV+PHEV

数据来源: 观察者, 搜狐, 南方网, 道客巴巴, 西南证券整理

掌握超快充 BEV 技术, 产品差异化聚焦。公司已掌握 4C 快充技术, NCM 154Ah 超充电芯可充电 10 分钟续航 400 公里。同时, 公司也推出了 NCM 246Ah 超充电芯和 LFP 172Ah 超充电芯, 两者均属 2C 快充, 前者充电时间更长, 续航也 longer, 后者充电时间更长, 但成本更低。公司公告 2C 快充将于 2022 年第三季度量产, 4C 快充将于 2023 年第一季度量产, 目前和多家主流车企有深度合作, 领先行业批量化市场应用。

表 7: 不同 BEV 快充产品对比

产品	特点	技术
	4C 充电 10min 续航 400km -10°C 30min 300km 超长续航 700km	<ul style="list-style-type: none"> 超充级石墨 超低欧姆电阻 (UORD) CPE 电极技术 全生命周期自适应超充策略
	2C 充电 20min 续航 400km -10°C 续航 600km 超长续航 800km	<ul style="list-style-type: none"> 中镍高电压体系 不起火安全设计 超长寿命设计 极简结构设计
	2C 充电 20min 续航 400km -10°C 续航 300km 低成本 高一一致性	<ul style="list-style-type: none"> 快充级石墨 (DGFC) 低内阻技术 快充电解液 (DEFC) 稳健的快充策略 (RFCP)

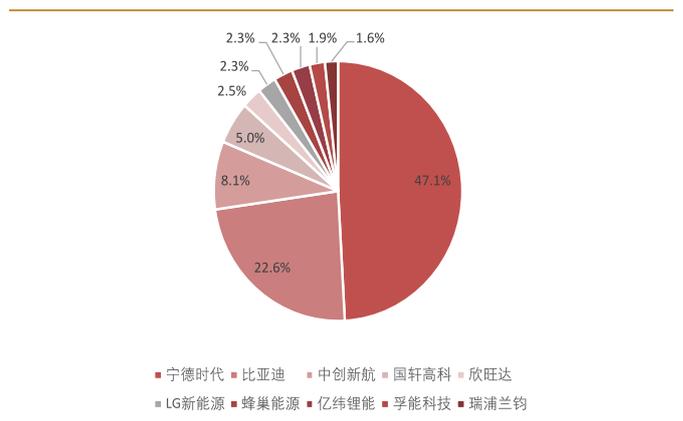
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.1.3 客户资源丰富

出货量、装车量名列前茅。2022 年 1-9 月, 我国动力电池累计装车量 193.7GWh, 其中三元电池累计装车量 77.2GWh, 占总装车辆的 39.8%, 磷酸铁锂电池累计装车量 116.3GWh, 占总装车辆的 60.1%。公司 2021 年全年出货量达 3.9GWh, 排名国内第六, 全球前十。2022 年 1-9 月, 欣旺达动力电池装车量为 4.8GWh, 排名国内第 5, 占据市场 2.5% 的份额。随着公司与更多客户的合作, 预计市场份额将继续增长。

图 33: 2022 年 1-9 月国内动力电池企业装车量 TOP10


数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 西南证券整理

图 34: 2022 年 1-9 月国内动力电池企业市场份额情况


数据来源: 中国汽车动力电池产业创新联盟, 西南证券整理

客户拓展加速，公司获车企支持。自 2018 年动力电芯正式投产至今，公司已与多家车企取得定点，HEV 包括雷诺-日产、吉利、广汽等；BEV 包括吉利、易捷特、东风等。今年 2 月，公司获 19 家企业合计 24.3 亿元增资，其中涵盖蔚来、小鹏、理想的关联企业，公司有望进入以上三家车企的供应链。

表 8：公司 HEV 定点客户情况

时间	客户	主要内容
2019 年 4 月	雷诺日产	雷诺日产 HEV 汽车电池，相关车型未来七年（2020-2026）的需求预计达 115.7 万台
2020 年 6 月	日产	联合研发下一代日产电动汽车 e-POWER 的电池
2020 年 8 月	东风柳汽	东风柳汽 HEV
2021 年 4 月	广汽乘用车	广汽 HEV 平台系列下 A9E 项目动力电池
2021 年 7 月	吉利	与吉利设立合资公司，配套 HEV(含 48V) 动力电池包。吉利每年采购量不低于其需求量的 80%
2021 年 8 月	上海通用五菱	上汽通用五菱 CN220MHEV 项目
2022 年 3 月	上汽	上汽 ZS12MCEHEV 项目

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：公司 BEV 定点客户情况

时间	客户	主要内容
2019 年 5 月	易捷特	易捷特 X 项目待开发的动力电池，相关车型未来六年（2020-2025）的需求预计达 36.6 万台
2020 年 9 月	东风柳汽	东风柳汽磷酸铁锂菱智 CM5EV 电池包
2021 年 2 月	东风柳汽	东风柳汽换电项目电池包
2021 年 2 月	东风乘用车	东风乘用车 E70 动力申池
2021 年 4 月	吉利	为吉利全资子公司威睿开发 PMA 平台项目供应动力电池电芯。吉利 PMA 平台产品是应用于极氪、smart、VOLVO 和几何等品牌的平台化产品
2021 年 5 月	上汽通用五菱	上通五菱 E50 项目供应 142Ah 磷酸铁锂动力电池电芯
2021 年 9 月	东风柳汽	东风柳汽 T5EV 动力电池包
2022 年 7 月	上汽大通	上汽大通 BEV 项目供应动力电池电芯

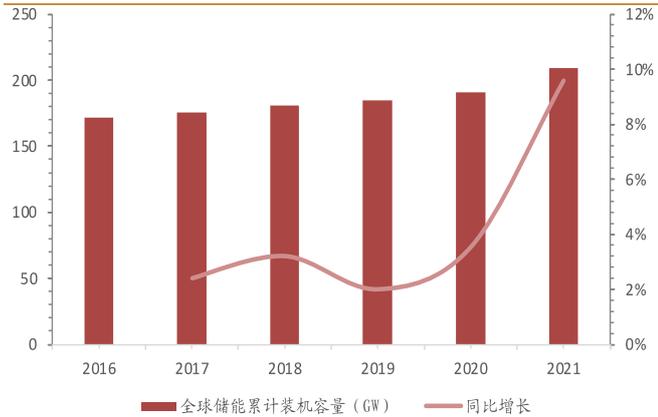
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 储能电池业务

3.2.1 储能领域放量在即，新型储能增速明显

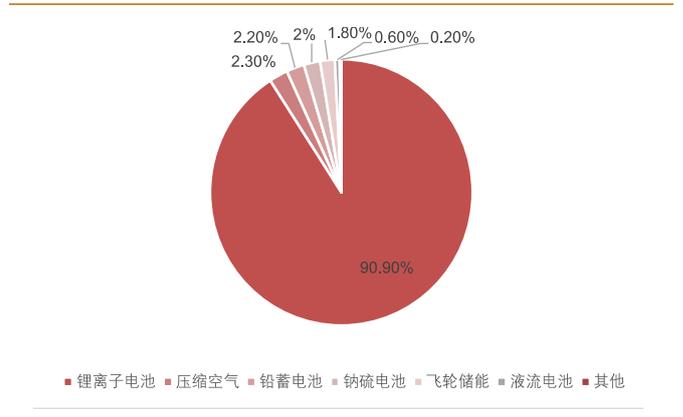
全球储能累计装机容量再创新高，锂离子电池占据全球新型储能主导地位。储能正在成为当今许多国家用于推进碳中和目标进程的关键技术之一，即使面临新冠疫情和供应链短缺的双重压力，2021 年全球储能市场仍然保持着高速增长。截至 2021 年底，全球已投运电力储能项目累计装机规模 209.4GW，同比增长 9.58%。其中电力储能主要分为两大类，一种是传统的抽水储能，一种是新型储能。新型储能其中包括锂离子电池等电化学储能、空气储能、飞轮储能等机械储能。据 CNESA 的研究报告指出，抽水储能的累计装机规模占比首次低于 90%，比去年同期下降 4.1pp。新型储能累计装机量为 25.4GW，同比增长了 67.7%，其中锂离子电池占据新型储能主导地位，市场份额超过 90%。

图 35：2016-2021 年全球储能累计装机容量



数据来源：CNESA，西南证券整理

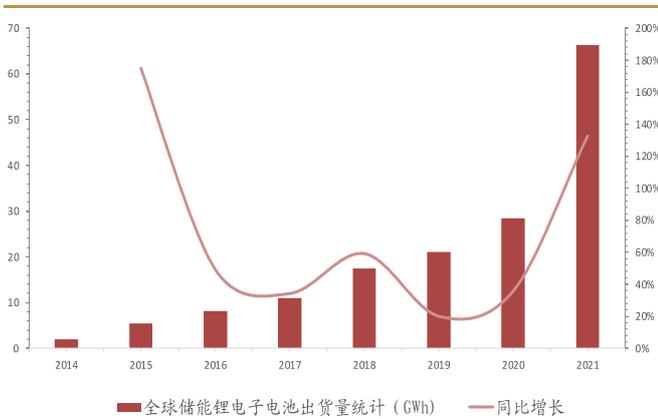
图 36：2021 年全球新型储能占比情况



数据来源：CNESA，西南证券整理

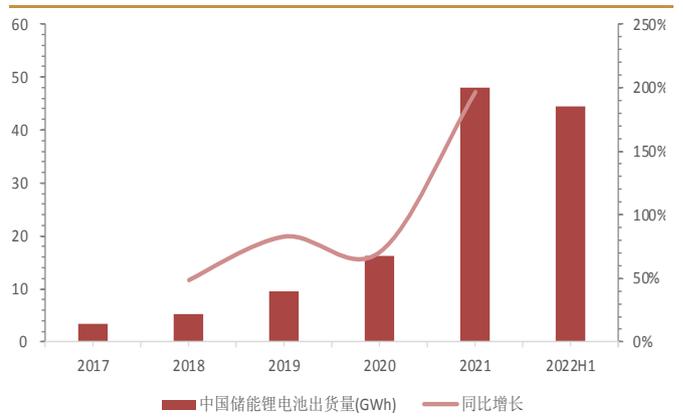
锂离子电池技术已经成为新型储能赛道的主导技术。锂离子电池具有能量密度大、自放电小、没有记忆效应、工作温度范围宽、可快速充放电、使用寿命长、没有环境污染等优点，再加上锂电池技术成熟成本逐年降低等因素，深受市场青睐。从全球储能锂电池出货量来看，2021 年达到了 66.3GWh，同比增长 132.63%。2021 年，中国储能锂电池出货量达到了 48GWh，占据全球储能锂电池出货量的 72.4%。2022 年上半年储能锂电池出货量达到 44.5GWh，已经接近 2021 年全年水平。

图 37：2014-2021 年全球储能锂电池出货量



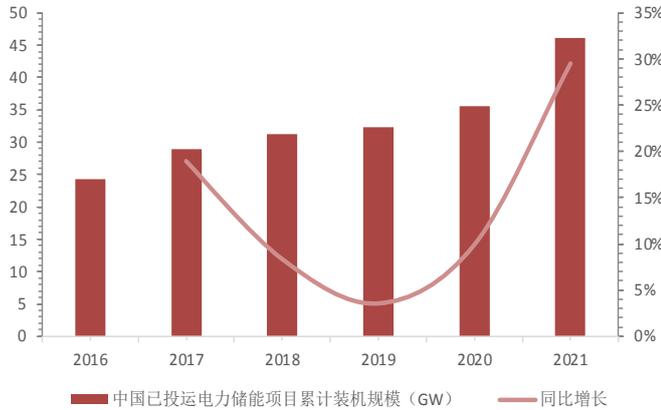
数据来源：EV Tank，西南证券整理

图 38：2017-2022H1 中国储能锂电池出货量

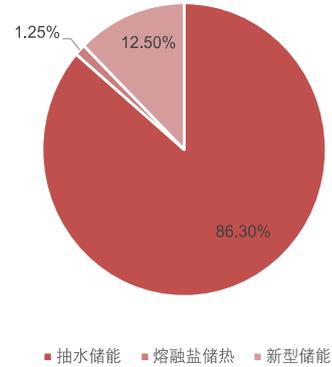


数据来源：GGII，西南证券整理

中国储能市场增速明显，市场增量主要来自新型储能。2021 年是中国储能商业化初期到规模化发展的一年，国家明确了 30GW 储能装机目标，14 个省相继发布了储能规划，20 多个省明确了新能源配置储能的要求，项目装机规模在大幅提升。截至 2021 年底，中国已投运电力储能项目累计装机规模为 46.1GW，占据全球市场规模的 22%，同比增长 30%。据 CNESA 的研究报告指出，市场增量主要来自新型储能，新型储能新增规模达到 2.4GW，累计装机规模达到 5.7GW，同比增长 75%在国内市场中，锂离子电池占据新型储能的 89.7%。

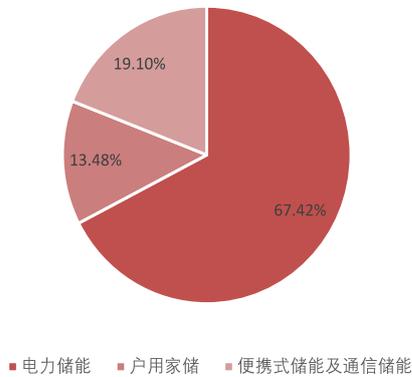
图 39：2016-2021 年中国已投运电力储能项目累计装机规模


数据来源：CNESA，西南证券整理

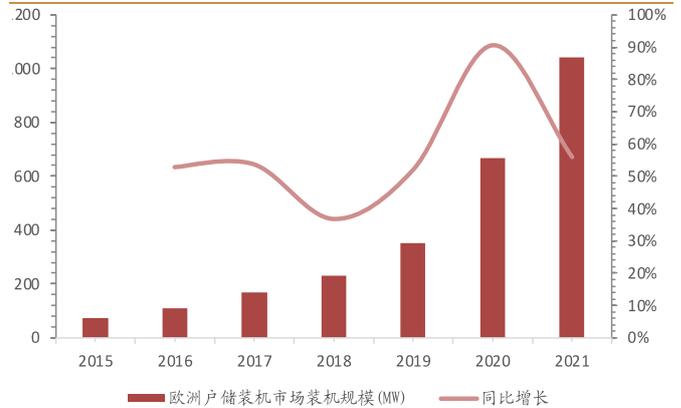
图 40：2021 年中国电力储能结构占比


数据来源：CNESA，西南证券整理

电力储能、户用家储增长迅速，便携式储能潜在需求较大。根据 GGII 半年度调研统计调查，2022 年 H1 储能锂电池出货量达到 44.5GWh，其中在电力储能方面，2022 年 H1 电芯出货达 30GWh，已经接近 2021 年全年水平。户用家储方面国内出货量达 6GWh，基本出口海外，原因是由于俄乌危机刺激欧洲光伏+家储装机的需求量。2021 欧洲户储市场装机功率达到 1043MW，同比增长 55.9%。便携式储能方面，发达国家市场存在户外运动的需求，欠发达国家需要便携式储能进行柴油机替代，这些都对便携式储能有着大量潜在需求。据 GGII 预测，2022 年便携式、户用家储和电力储能锂电池规模出货量有望实现 1-3 倍增长。

图 41：2022H1 中国各领域储能电池出货结构


数据来源：GGII，西南证券整理

图 42：2015-2021 欧洲户储装机规模


数据来源：BNEF，西南证券整理

3.2.2 公司储能研发积累深厚，储能业务覆盖全面

储能技术研发积累深厚。储能业务制造欣旺达自 2012 年已经有家用储能产品开发，2015 年成立欣旺达储能事业部，同年承接国家 863 重大专项“园区智能微电网关键技术与集成示范”项目。2016 正式成立欣旺达储能子公司，命名为深圳市欣旺达综合能源服务有限公司。2020 年已经拥有 4.5GWh 的生产能力，储能系统分布全球 45 个国家。2021 年生产能力达到 10GWh，储能系统累计装机量已经达到 1.99GWh。截至 2022 年已经实现储能系统累计装机量达到 5GWh。

表 10：欣旺达储能项目介绍

欣旺达储能项目	
2012	开发小型离网家用储能产品开发，产品系列包括 1KW/2KW/6KW/20KW
2013	开发 10KWh 离网家用储能产品
2014	为 H 客户开发合作海外数据中心用 BBU 备用电源及 863 园区分布式光伏+储能系统
2015	承接国家 863 重大专项“园区智能微电网关键技术与集成示范”项目
2016	建设投资河南禹州 50MW 光伏电站投运；承接山西省重点研发计划“10MW 级锂电池储能系统关键技术及工程示范”项目
2017	承接国家重点研发计划“智能电网技术与装备”专项“多能互补集成优化的分布式能源系统示范”项目；承接山西省科技厅“10MW 级锂电池储能系统关键技术及工程示范”项目
2018	承接广州供电局“工业园区多元用户互动的配用电系统关键技术与示范”项目
2019	国内首例风电场利用储能设备进行一次调频实验成功；承接南美 5KW/9.6KWh/19.2KWh 户用储能一体机项目；承接瑞士 2MW/2.17MWh 锂电池储能项目
2021	国家重点研发计划专项“多能互补集成优化的分布式能源系统示范项目”成功验收；承接并交付山西大同 30MW/30MWh 项目；承接并交付河北新河 120MW 农光互补项目；承接并交付埃塞光储微电网 7.5MWh 项目
2022	与山东枣庄高新技术产业开发区签署战略合作协议；与浙江兰溪人民政府签署投资合作协议；与武汉市江夏区人民政府签署合作框架协议

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司储能业务营收大幅增加，储能系统覆盖领域全面。2022H1，公司储能系统业务实现收入 1.79 亿，同比增长 70.39%，毛利率达到 18.57%。公司的各项产品业务呈现持续增长的趋势。公司开发的长寿命储能电芯具备高循环次数，应用场景覆盖数据中心和通信领域、家庭储能领域、电力储能领域、智慧能源领域等。公司丰富的产品布局，深厚的技术积累，是公司在储能赛道未来增长的动力。

表 11：欣旺达储能业务覆盖领域介绍

储能领域	方案特点	对应产品	典型项目
家用储能	自发自用，使用清洁经济的太阳能，配合扩容电池柜容量可达 60KWh		中国电力科学研究院分布式储能项目；荷兰 10Wh/12.5Wh landport 项目
便携式储能	携带方便，支持太阳能电能转化，兼容性强，容量大		SJS1000/日本
网络能源	通讯基站		阿里数据中心HVDC锂电BBU项目；上海60KVA UPS项目；云南、山东、甘肃高速公路ETC系统备电48V/100Ah项目
	数据中心		
电力储能	模块化设计，缩短储能电站建设周期，单仓空间利用率高，能量及功率密度高		国家“863课题”园区智能微电网关键技术与集成示范项目（250kW/580kWh）；山西省科技厅“10MW级锂电池储能系统关键技术及工程示范”项目
智慧储能	发挥多能源互补发电有事，提高能源利用效率，提高用户重要负荷独立供电的分布式自主控制，降低用户用能成本，提升增值服务		国家重点研发计划“智能电网技术与装备”专项“多能互补集成优化的分布式能源系统示范”

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 消费类业务

3.3.1 消费电池稳中求进，笔电业务迎来新增长

公司作为国内消费类电池领域的开创者之一，消费类电池作为公司传统核心业务稳中求进，市场份额迎来进一步增长。公司消费类电池覆盖领域包括手机数码类电池、平板及笔记本电脑类电池、移动电源类产品、电动工具类产品、智能出行电池、智能硬件电池。涉及领域广泛。随着智能手机电池容量的进一步提升以及笔记本软包电池渗透率持续提升所代理的国内消费锂电池市场需求扩大，公司作为具备优秀研发能力同时工艺精良、性能稳定、安全性高并确保稳定供应的锂离子电池供应商将进一步扩大市场份额。

表 12：公司手机数码类电池介绍

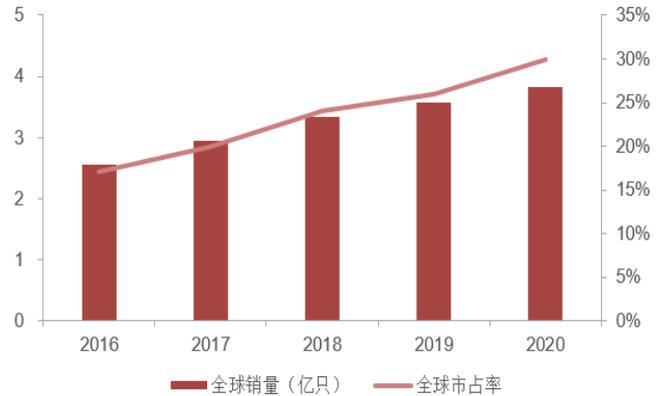
	电池图片	电芯	容量	尺寸	特色功能
手机电池 1		锂离子 聚合物	2*2010mAh/15.55Wh	89.5*64.2*4.54mm	双电芯串联设计，支持 65W 超级快充
手机电池 2		锂离子 聚合物	5260mAh	124.15*40.67*6.22mm	自带电量管理系统，30W 急速快充，Battery Sense 电芯检测回路，提升充电效率同时更安全
手机电池 3		锂离子 聚合物	4400mAh	80.4*63.5*5.82mm	55W 超级快充，双连接器充电
手机电池 3A		锂离子 聚合物	5850mAh	104*67*4.5mm	高容量电池，续航能力强
手机电池 5		锂离子 聚合物	4720mAh	116*23*6.05mm	“串充并放”双电池系统
手机电池 6		锂离子 聚合物	4700mAh	78.3*64.1*5.45mm	易拆卸设计，33W 快充
手机电池 7		锂离子 聚合物	2820/3000mAh	77.4*61.6*4.2mm	低压注塑成型，更安全
手机电池 8		锂离子 聚合物	3760/4000mAh	73.9*65.5*4.75mm	电池封装空间小，能量密度高

数据来源：公司官网，西南证券整理

手机数码类业务十年高增长，市场份额高达 30%。手机数码类业务是公司的核心业务，2021 年手机数码类业务实现收入 207.95 亿元，同比增长 26.77%，占据了 2021 年总营收的 55.7%。公司在手机电池 PACK 领域深耕多年，获得市场高度认可，近年全球销量和市场份额持续攀升，是全球最大的手机电池供应商，下游客户包括国内和国际一线移动厂商。

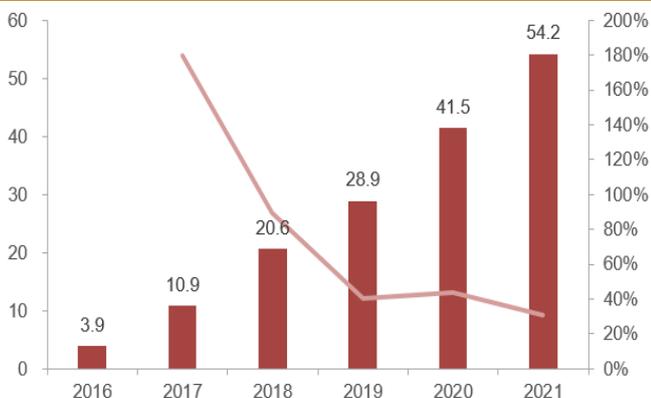
图 43：2012-2021 年公司手机类业务营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

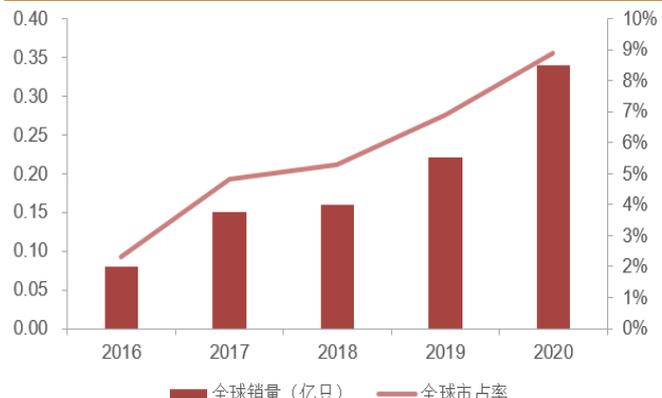
图 44：2016-2020 年公司手机类 PACK 全球销量及市占率


数据来源：IDC, Wind, 西南证券整理

笔记本电脑类业务市占率稳步提升，有望成为新的业务增长点。公司笔记本电脑类业务保持高速增长，2021 年营收达到 54.2 亿元，同比增长 31%。近年受疫情影响，居家办公需求上升，全球笔记本电脑市场迎来了新的增量，也给公司带来了更多收益。目前，公司产品已被苹果、联想等国内外知名厂商采用，获得众多优质客户的认可。2020 年公司在全球笔记本电脑类产品的市占率为 8.9%，还有较大的上升空间。据公司年报披露，未来公司笔记本电脑锂电池将持续拓展全球领先笔记本品牌客户，进一步提升行业的渗透率及占有率，成为公司未来 3-5 年消费类电池领域重要的业务增长点。

图 45：公司笔电类业务营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：公司笔电类 PACK 全球销量及市占率


数据来源：IDC, Wind, 西南证券整理

智能硬件品类丰富，谱系全面。公司智能硬件业务 2022 上半年实现收入 26.08 亿元，同比增长 34.78%。为增强现有 PACK 客户粘性，满足客户的一站式需求，公司在智能硬件领域多个方面均有涉猎，涵盖智能商用（如智能验钞机）、人机交互（如电子笔）、健康个护（如智能手表）、AI 视听（如智能音箱）、智能机器人、智能家居、VR 穿戴、智能出行八种类型。公司仍在继续布局智能硬件领域，今年 6 月已开工珠海金欣智能制造产业园项目。

图 47：智能硬件盖领域介绍

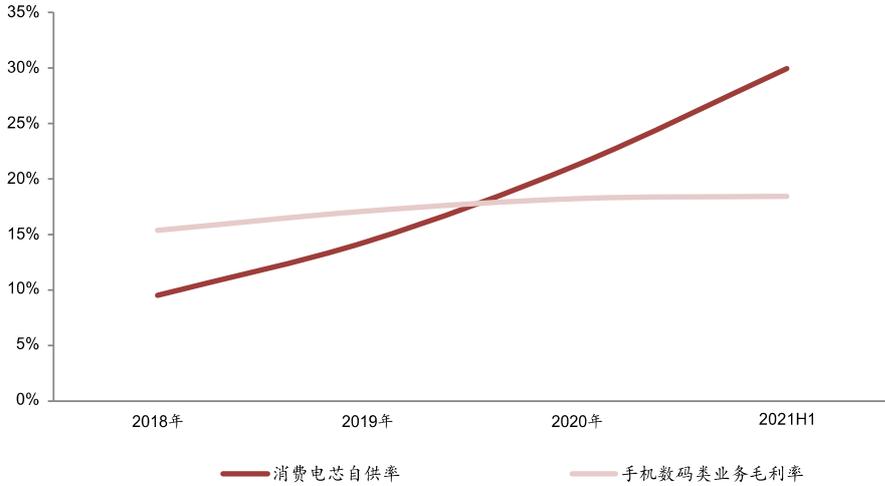


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 电芯自供率逐年提升，逐步完善产业链

欣旺达致力于发展成为国内一流的新能源产品服务提供商。为实现这一目标，公司适时扩展产品链条，公司 2014 年收购东莞锂威，从此步入消费电芯行业。2016 年设立惠州锂威，进一步扩大产能。2022 年 5 月，公司拟与浙江省兰溪市人民政府签署《欣旺达高性能圆柱锂离子电池项目投资协议书》。计划建设年产 3.1 亿只高性能圆柱锂离子电池项目，预计 2023 年 12 月投入使用。

公司积极投入消费电芯，研发投入逐年提升，消费电芯产能逐年扩大，自供比例逐年增加，自 2018 年的自供比率 9.52% 增加至 2021 的 30%。消费电池的成本很大程度上受限于电芯的成本，自供率的提升有效降低消费电池的成本，促使电芯手机数码类业务毛利率逐年提升。未来公司将会继续扩产满足下游客户的需求，持续提高自供率。

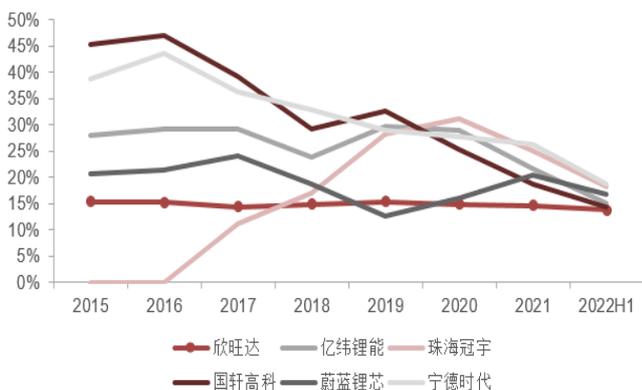
图 48：2018-2021H1 公司电芯自供率与手机数码类业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

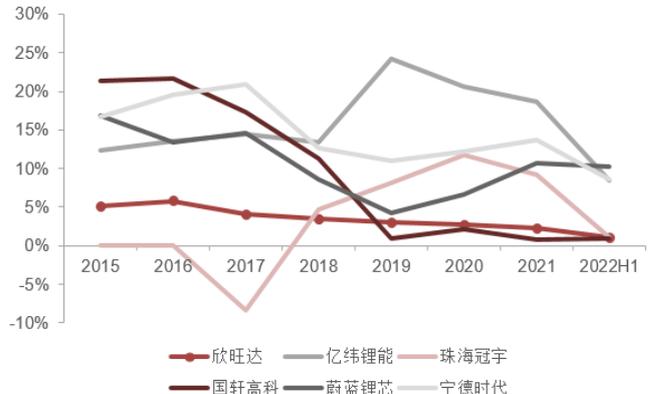
4 财务分析

4.1 毛利率维持稳定，净利率呈现下滑趋势

毛利率方面，从 2015 年以来都稳定维持在 15%，最新 22H1 公司毛利率为 13.8%。2015 年-2021 年公司毛利率之所以能够维持稳定水平，一方面是消费电子类业务处于增长阶段，另一方面公司在动力电池业务也开发了新的客户。22 年上半年下滑的主要原因：1) 疫情影响，导致终端消费类电子行业不景气的累积效应，手机、笔电业务下滑；2) 动力电池方面，上有原材料价格上涨，相较于年初，碳酸锂/氢氧化锂的价格成倍上涨，导致成本上升。净利率方面，主要受到期间费用率逐年增加影响，净利润出现下滑趋势，其中期间费用率增加主要是公司在积极开拓动力电池业务，前期投入较大，但是由于近几年受到疫情和原材料涨价的影响，导致动力电池业务成本居高不下，进而导致净利润出现下滑的趋势。与可比公司对比来看，公司毛利率与净利率近几年处于偏低位置。

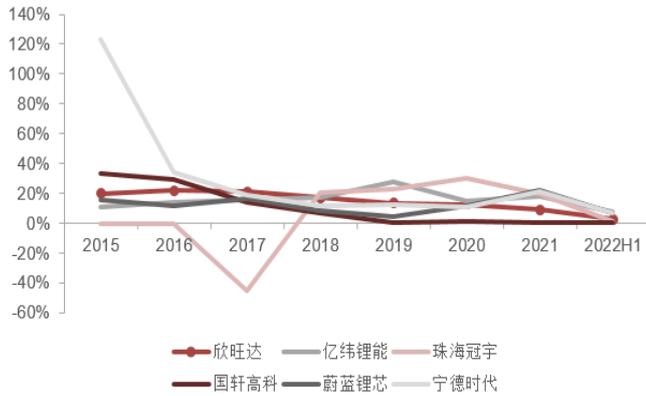
图 49：公司与可比公司毛利率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

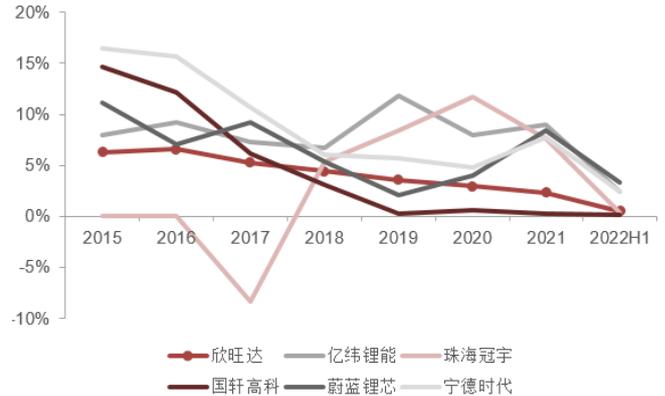
图 50：公司与可比公司净利率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

受到净利率影响,公司 ROE/ROA 自 2016 年以来也呈现下降趋势,2022 年上半年公司 ROE/ROA 分别为 2.5%/0.5% 分别同比减少 4.9pp/1.5pp。与可比公司对比来看,2021 年与 2022H1 公司 ROE 和 ROA 处于可比公司相当水平,主要由于整个行业受到原材料价格的影响。

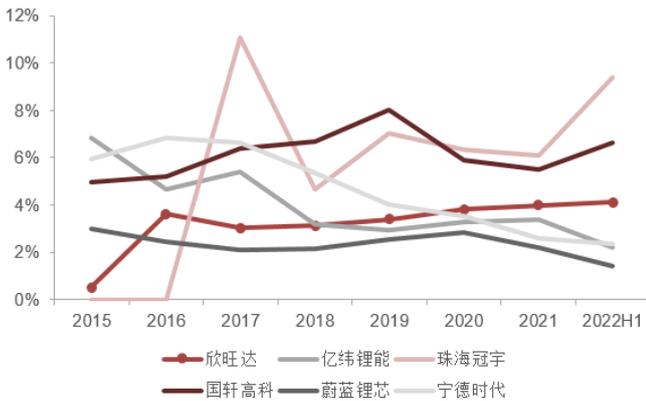
图 51: 公司与可比公司 ROE 走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

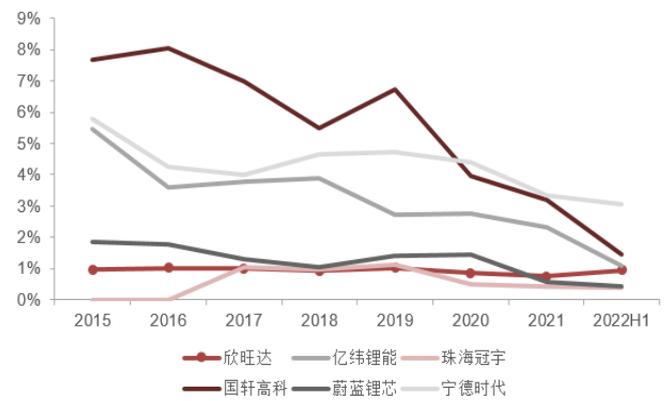
图 52: 公司与可比公司 ROA 走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

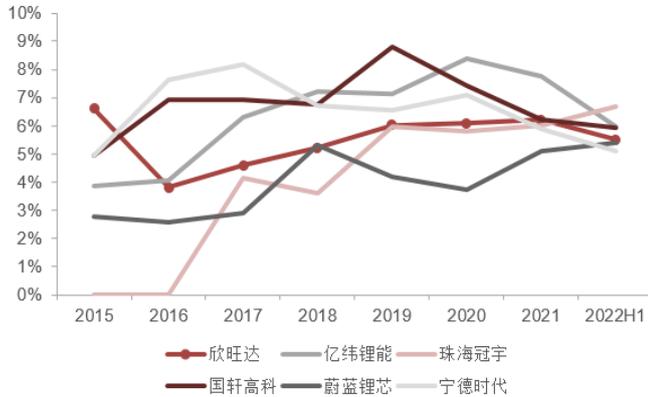
费用率方面,最新 2022H1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4%/1%/6.2%/1.2%。与可比公司相比,各项费用率指标均处于行业水平,由于公司近几年一直加大对于动力电池业务的研发投入,人员扩招以及职工薪酬增加,所以在研发费用率方面也一直处于上升趋势。

图 53: 公司与可比公司管理费用率走势


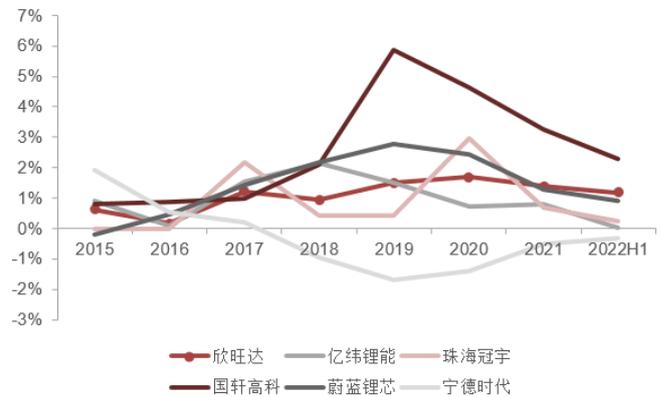
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 54: 公司与可比公司销售费用率走势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 55：公司与可比公司研发费用率走势


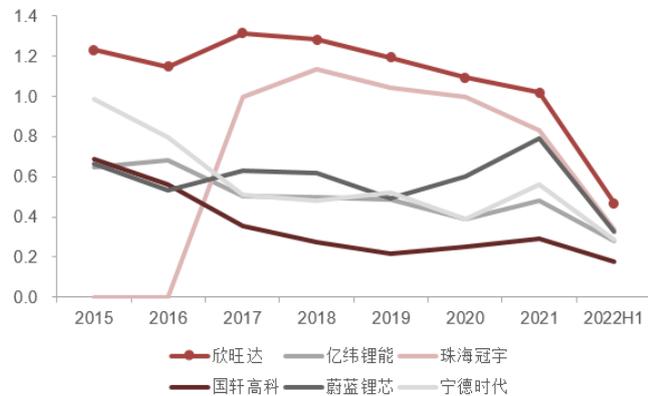
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：公司与可比公司财务费用率走势


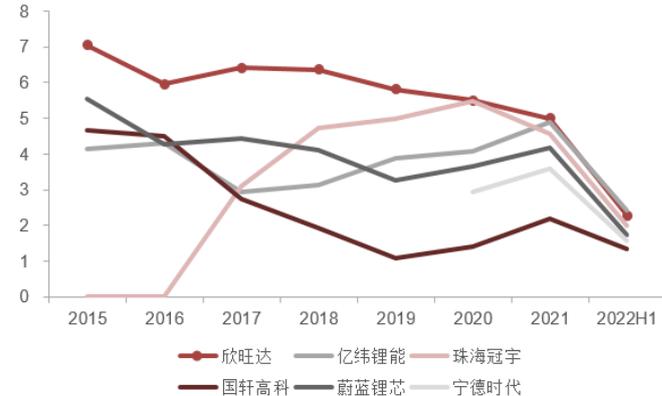
数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 存货周转率较高，其他财务指标均较为健康

与可比公司相比较，从 2015 年开始，公司总资产周转率处于行业领先水平，2021 年公司总资产周转率为 1.0，均高于行业可比公司；存货周转率方面，公司也一直处于较好的水平，在行业内处于领先地位，2021 年公司存货周转率为 5.0。

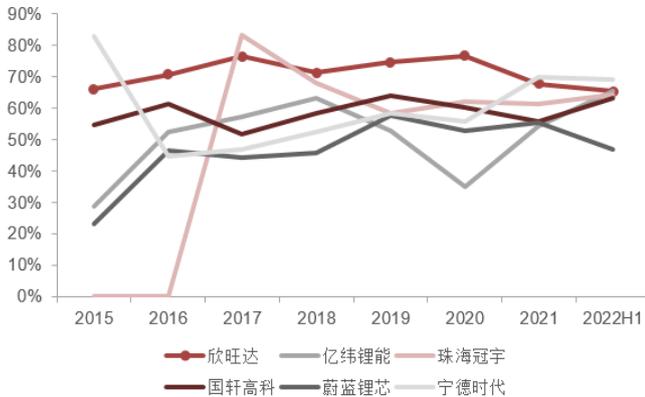
图 57：公司与可比公司总资产周转率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

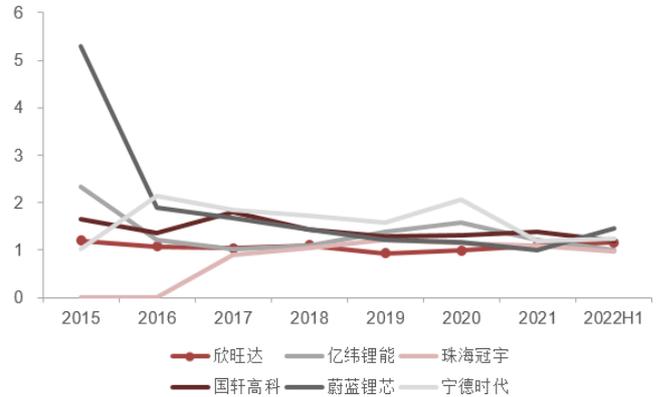
图 58：公司与可比公司存货周转率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

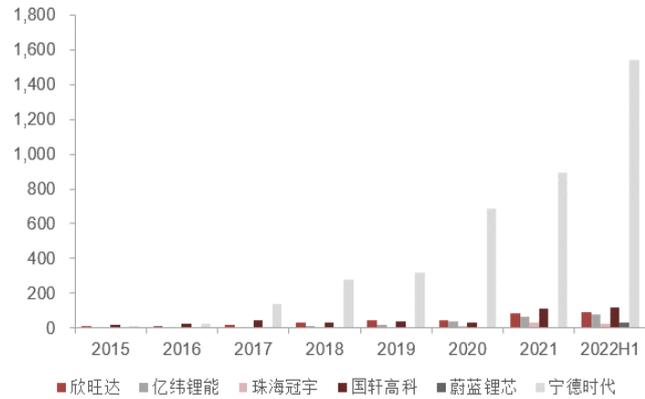
最新 22H1 公司资产负债率/流动比率为 65.3%/1.2，处于行业正常水平，说明公司经营风格比较稳健，偿债能力较好。其他财务指标方面，公司的货币现金较为宽裕，22H 为 95 亿元，仅次于宁德时代和国轩高科；公司经营性现金流净额处于可比公司中正常水平，22H1 公司经营性现金流净额为 13.7 亿元，仅次于宁德时代和亿纬锂能，说明公司业务经营质量较高。整体来看，公司的财务指标均较为健康，为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 59：公司与可比公司资产负债率走势


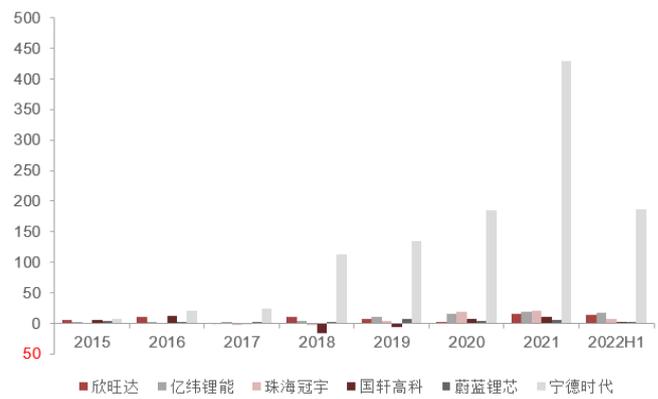
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 60：公司与可比公司流动比率走势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 61：公司与可比公司货币现金情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 62：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：动力电池业务领域，技术实力和发展潜力愈加获得了国内外众多知名车企的深度学习认可，产品成熟度和稳定性进一步得到市场批量应用验证，新能源汽车销量增长，全球配套企业持续开拓，市占率快速增长，我们预计 22/23/24 年公司动力电池出货量 10Gwh/20Gwh/40Gwh，带动盈利能力持续改善，预计 22/23/24 年动力电池毛利率分别为 14%/15%/17%。

假设 2：消费类业务维持稳健增长，持续开拓国内客户，提升市占率，并且公司以向客户提供消费类锂电池为契机，拓展智能硬件新兴增量市场业务，为给客户提供一站式 OEM/ODM 的 EMS 服务，进一步与客户开展全产业多领域深度合作，如智能可穿戴设备、智能出行、智能家居、个人护理和智能音箱等业务领域，预计 22/23/24 年智能硬件业务增速分别为 12%/30%/32%，22/23/24 年毛利率分别为 10%/12%/13%。

假设 3: 在储能应用方面, 公司主要通过储能电芯和储能系统两方面打开市场, 公司已展开与头部公司全面合作, 并将于 2022 年开始陆续交付, 公司电力储能系统、网络能源储能系统、家庭储能系统和便携储能系统等业务稳定增长, 预计 22/23/24 年公司储能系统业务增速分别为 50%/50%/40%, 业务量保持持续稳定增长, 预计 22/23/24 年储能系统毛利率分别为 17%/18%/20%。

表 13: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
消费类电池	收入	26213.9	29359.5	32882.7	37157.4
	增速	24.9%	12.0%	12.0%	13.0%
	成本	21928.6	24955.6	27292.6	30469.1
	毛利率	16.3%	15.0%	17.0%	18.0%
智能硬件	收入	5007.0	5607.8	7290.2	9623.0
	增速	-21.4%	12.0%	30.0%	32.0%
	成本	4526.0	5047.1	6415.4	8372.1
	毛利率	9.6%	10.0%	12.0%	13.0%
精密结构件	收入	2180.0	2834.0	3684.2	4715.8
	增速	32.1%	30.0%	30.0%	28.0%
	成本	1772.0	2295.5	2947.4	3725.5
	毛利率	18.7%	19.0%	20.0%	21.0%
电动汽车类电池	收入	2932.9	10998.3	20016.9	28023.7
	增速	323.8%	275.0%	82.0%	40.0%
	成本	2958.5	9458.6	17014.4	23259.7
	毛利率	-0.9%	14.0%	15.0%	17.0%
储能类电池	收入	262.4	393.7	590.5	826.7
	增速	31.2%	50.0%	50.0%	40.0%
	成本	159.2	326.7	484.2	661.3
	毛利率	39.3%	17.0%	18.0%	20.0%
其他业务	收入	762.6	915.1	1098.1	1317.8
	增速	10.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	686.0	768.7	900.5	1054.2
	毛利率	10.0%	16.0%	18.0%	20.0%
合计	收入	37358.7	50108.5	65562.6	81664.4
	增速	25.8%	34.1%	30.8%	24.6%
	成本	31871.8	42852.2	55054.4	67541.8
	毛利率	14.7%	14.5%	16.0%	17.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 501.09、655.63 和 816.64 亿元, 归母净利润分别为 11.50、24.86 和 41.00 亿元, EPS 分别为 0.62、1.33 和 2.20 元, 对应 PE 分别为 39、18 和 11 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 4%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.15；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 14：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	2.71%
市场组合报酬率 Rm	10.91%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	25.00%
β 系数	1.31
债务资本成本 Kd	4.34%
债务资本比重 Wd	11.04%
股权资本成本 Ke	13.45%
WACC	12.37%

数据来源：西南证券

表 15：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	63717.27
净债务价值	7762.64
股票价值	55954.62
每股价值	30.04

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	10.87%	11.37%	11.87%	12.37%	12.87%	13.37%	13.87%
2.5%	32.30	29.88	27.74	25.81	24.08	22.51	21.08
3.0%	34.19	31.53	29.17	27.07	25.19	23.50	21.97
3.5%	36.34	33.38	30.78	28.47	26.42	24.59	22.93
4.0%	38.80	35.48	32.58	30.04	27.80	25.79	24.00
4.5%	41.65	37.88	34.64	31.81	29.33	27.14	25.18
5.0%	44.98	40.67	36.99	33.82	31.06	28.64	26.49
5.5%	48.93	43.93	39.72	36.12	33.03	30.33	27.96

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 30.04 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与欣旺达业务最为相近的五家公司亿纬锂能、珠海冠宇、国轩高科、蔚蓝锂芯、宁德时代，2023年平均PE为22.03倍。结合对标公司的估值和目前欣旺达的业务布局，给予公司2023年25倍PE，对应目标价33.25元。我们看好公司未来成为领先的动力电池公司，后续想象空间巨大，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值（截至时间 2022 年 11 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300014.SZ	亿纬锂能	81	1.53	1.78	3.46	5.11	77.21	45.40	23.38	15.84
688772.SH	珠海冠宇	23.63	0.84	0.28	1.15	1.51	57.7	83	20.60	15.68
002074.SZ	国轩高科	31.08	0.06	0.27	1.01	1.48	837.34	115.50	30.83	20.93
002245.SZ	蔚蓝锂芯	16.43	0.65	0.65	1.13	1.57	42.52	25.24	14.57	10.44
300750.SZ	宁德时代	372.20	6.83	11.48	17.90	24.09	86.03	32.43	20.79	15.45
平均值							220.16	60.31	22.03	15.67

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 疫情扩散风险。生产端，公司电池产品生产所需零部件较多，产业链较长，若疫情散发导致一个或多个零部件供应商因管控而停产或者减产，就会影响下游的生产；需求端，疫情的反复也会增加需求的不确定性。所以疫情再度散发将可能会影响公司的产销，从而影响公司的业绩。

2) 原材料涨价超预期的风险。动力电池上游材料中，正极材料成本占比较重，正极材料价格又受到碳酸锂价格影响较多，从 21 年开始，碳酸锂价格一直处于上涨趋势，给电池企业造成不小的压力，导致企业的生产成本增加，加大公司经营压力，侵蚀公司利润。

3) 快充电池销量不及预期风险。快充电池业务属于公司在新能源板块细分领域的增长点，以期解决用户的里程焦虑和充电慢等问题，但是由于该技术在国内属于较新推出的产品，用户对于该技术的接受程度还有待市场验证，若该产品销量不及预期，将对公司未来的动力电池转型以及盈利能力造成影响。

5) 传统业务销量和盈利能力不及预期风险。受到疫情影响，终端消费能力偏弱，对于消费类电子产品的需求减少，这样会影响公司消费类电池业务。公司消费类业务给公司的贡献最多的营收和利润，若消费类盈利能力不及预期，将对公司的营收与利润形成较大压力。

6) 汇率变动风险。2022H1，公司国外收入占比已经超过 4 成，汇率变动将对公司的经营状况与盈利将会造成一定影响。若将来人民币汇率出现升值，则拥有较多海外收入的企业将损失较多汇兑损失并冲减利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	37358.72	50108.47	65562.63	81664.42	净利润	854.99	1109.86	2385.14	3923.74
营业成本	31871.76	42852.19	55054.42	67541.85	折旧与摊销	1056.59	672.61	672.61	672.61
营业税金及附加	117.53	169.67	218.07	270.81	财务费用	522.20	703.38	784.48	832.15
销售费用	280.39	416.49	529.61	658.25	资产减值损失	-164.57	-1.80	-1.50	-1.30
管理费用	1493.52	4810.41	6294.01	7839.78	经营营运资本变动	209.73	-1750.08	-1362.89	-1297.18
财务费用	522.20	703.38	784.48	832.15	其他	-844.78	-129.18	-360.44	9.87
资产减值损失	-164.57	-1.80	-1.50	-1.30	经营活动现金流净额	1634.17	604.79	2117.40	4139.89
投资收益	36.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2732.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-23.68	135.93	132.69	107.71	其他	-1012.79	260.49	132.69	107.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3745.53	260.49	132.69	107.71
营业利润	987.37	1294.06	2816.23	4630.59	短期借款	145.54	749.43	1082.56	-503.03
其他非经营损益	30.72	12.82	14.97	16.88	长期借款	554.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	1018.08	1306.88	2831.20	4647.47	股权融资	5369.29	0.00	0.00	0.00
所得税	163.09	197.02	446.05	723.73	支付股利	-110.27	-183.13	-230.04	-497.15
净利润	854.99	1109.86	2385.14	3923.74	其他	-764.92	-2282.98	-784.48	-832.15
少数股东损益	-60.66	-40.36	-100.62	-176.73	筹资活动现金流净额	5193.98	-1716.67	68.03	-1832.33
归属母公司股东净利润	915.65	1150.22	2485.77	4100.47	现金流量净额	3078.90	-851.39	2318.13	2415.27
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8367.66	7516.27	9834.40	12249.66	成长能力				
应收和预付款项	9181.49	12359.29	16349.92	20228.15	销售收入增长率	25.82%	34.13%	30.84%	24.56%
存货	7635.34	10350.26	13592.66	16560.97	营业利润增长率	1.03%	31.06%	117.63%	64.43%
其他流动资产	1298.77	1287.42	1684.48	2098.17	净利润增长率	6.84%	29.81%	114.91%	64.51%
长期股权投资	216.36	216.36	216.36	216.36	EBITDA 增长率	19.78%	4.05%	60.05%	43.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10444.00	9986.87	9529.74	9072.61	毛利率	14.69%	14.48%	16.03%	17.29%
无形资产和开发支出	718.92	645.15	571.38	497.61	三费率	6.15%	11.83%	11.60%	11.43%
其他非流动资产	4765.87	4624.17	4482.47	4340.77	净利率	2.29%	2.21%	3.64%	4.80%
资产总计	42628.43	46985.80	56261.40	65264.30	ROE	6.22%	7.56%	14.17%	19.37%
短期借款	6296.49	7045.93	8128.48	7625.45	ROA	2.01%	2.36%	4.24%	6.01%
应付和预收款项	14133.22	18238.27	23648.76	29085.97	ROIC	7.50%	8.51%	13.08%	17.46%
长期借款	2204.97	2204.97	2204.97	2204.97	EBITDA/销售收入	6.87%	5.33%	6.52%	7.51%
其他负债	6245.64	4821.64	5449.10	6091.23	营运能力				
负债合计	28880.32	32310.80	39431.31	45007.62	总资产周转率	1.02	1.12	1.27	1.34
股本	1718.96	1862.42	1862.42	1862.42	固定资产周转率	5.20	6.11	8.47	11.21
资本公积	7453.49	7310.02	7310.02	7310.02	应收账款周转率	4.65	4.96	4.85	4.75
留存收益	4084.14	5051.23	7306.96	10910.27	存货周转率	4.81	4.64	4.55	4.46
归属母公司股东权益	13030.07	13997.32	16253.04	19856.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.87%	—	—	—
少数股东权益	718.04	677.68	577.05	400.32	资本结构				
股东权益合计	13748.11	14674.99	16830.09	20256.68	资产负债率	67.75%	68.77%	70.09%	68.96%
负债和股东权益合计	42628.43	46985.80	56261.40	65264.30	带息债务/总负债	32.88%	31.71%	28.73%	24.05%
					流动比率	1.10	1.15	1.20	1.27
					速动比率	0.78	0.77	0.81	0.86
					股利支付率	12.04%	15.92%	9.25%	12.12%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2566.15	2670.05	4273.32	6135.35	每股收益	0.49	0.62	1.33	2.20
PE	48.63	38.71	17.91	10.86	每股净资产	7.00	7.52	8.73	10.66
PB	3.42	3.18	2.74	2.24	每股经营现金	0.88	0.32	1.14	2.22
PS	1.19	0.89	0.68	0.55	每股股利	0.06	0.10	0.12	0.27
EV/EBITDA	15.77	16.45	9.99	6.48					
股息率	0.25%	0.41%	0.52%	1.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn