

珠海冠宇

688772

审慎增持 (首次)

消费电芯国产替代提速，动力储能创造第二增长曲线

2022年12月06日

市场数据

市场数据日期	2022-12-05
收盘价(元)	22.71
总股本(百万股)	1121.86
流通股本(百万股)	756.68
总市值(百万元)	25477.34
流通市值(百万元)	17184.28
净资产(百万元)	6289.66
总资产(百万元)	17836.71
每股净资产(元)	5.61

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10340	11146	15059	18869
同比增长	48.5%	7.8%	35.1%	25.3%
归母净利润(百万元)	946	139	807	1323
同比增长	15.8%	-85.3%	480.1%	63.9%
毛利率	25.1%	17.6%	22.9%	23.7%
净利率	9.1%	1.2%	5.4%	7.0%
每股收益(元)	0.84	0.12	0.72	1.18
每股经营现金流(元)	1.77	-3.95	3.91	1.57
市盈率	26.9	183.2	31.6	19.3
市净率	4.0	4.1	3.6	3.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **珠海冠宇是全球消费锂电龙头，正加速布局动力储能电池。**公司成立于2007年，深耕锂电领域20余年，主要产品是聚合物软包锂电池，未来公司消费电芯受益于PACK电芯一体化趋势+国产替代，市占率有望进一步提高，动力和储能业务目前基数较低，未来有望享受赛道红利不断放量，营收和利润成长空间可观。
- **消费电池市场规模较大，PACK电芯一体化+国产替代助推公司消费电池份额持续提升。**1) 公司笔电电芯出货量全球市场份额第二，2021年为27.17%，客户覆盖全球前五大笔电品牌厂商，未来PACK电芯一体化供应，公司笔电份额仍存在提升空间。2) 公司手机类电芯出货量市占率还较低，未来随着客户不断拓展+新扩产能逐渐放量，手机类电芯市占率有望快速增长。3) 公司目前已经切入北美大客户和三星的供应链体系，不断深入合作，同时叠加日韩厂商转战动力电池，国产替代趋势显现，公司消费电池业务增长空间可期。
- **加速布局动力及储能电池，成为公司第二增长曲线。**公司专注动力和储能电池细分赛道，动力电池以启停电池为切入点，已取得上汽和通用的定点，并加速扩产，在浙江建设年产10GWh的动力类锂电池产能，未来逐步延伸动力电池，现已获得柳州五菱PHEV动力电池系统定点供应商资格。储能电池，公司聚焦于户储和通信储能，实现差异化竞争，已经规划年产15GWh的锂电池产能，用于配套储能电池。未来静待动力和储能电池放量，推动公司收入不断增长。
- **盈利预测与投资建议:**预计公司2022/2023/2024年收入分别为111.46、150.59和188.69亿元，同比+7.8%、+35.1%和+25.3%。预测2022/2023/2024年归母净利润分别为1.39、8.07和13.23亿元，同比-85.3%、480.1%和63.9%，对应2022年12月5日22.71元/股收盘价的PE分别为183.2、31.6、19.3倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 原材料价格上涨, 下游市场需求不及预期, 动力和储能电池进展不及预期

目 录

1、锂电池起家，消费电池行业龙头	- 4 -
1.1、消费锂电行业深耕 20 余年，技术积累深厚.....	- 4 -
1.2、公司营收以消费锂电为主，研发投入逐年增加.....	- 6 -
2、消费电池 PACK 电芯一体化趋势明显，公司份额不断提升	- 10 -
2.1、消费锂离子电池市场规模大，软包锂电池是未来趋势.....	- 10 -
2.2、电芯壁垒高，PACK 环节国产化率较高	- 13 -
2.3、公司笔电类电芯份额领先，PACK 电芯一体化助力再增长	- 17 -
2.4、手机类电芯+PACK 市占率低，突破大客户后份额有望提升	- 19 -
3、公司切入动力储能赛道，开启第二成长曲线.....	- 22 -
3.1、动力锂电池市场高速发展，公司以启停电池为切入点.....	- 22 -
3.2、锂电储能如日方升，公司以户储和通信储能切入储能赛道.....	- 26 -
4、盈利预测与估值	- 32 -
5、风险提示	- 33 -

图 目 录

图 1、珠海冠宇公司发展历程	- 4 -
图 2、珠海冠宇股权结构图（截止到 2022 年 6 月 30 日）	- 6 -
图 3、公司营业收入及 YOY 情况.....	- 7 -
图 4、公司归母净利润及 YOY 情况.....	- 7 -
图 5、2017-2022H1 公司业务结构	- 7 -
图 6、2017-2022H1 公司消费类锂电产品结构	- 7 -
图 7、珠海冠宇营业成本构成	- 8 -
图 8、公司原材料采购金额占比情况	- 8 -
图 9、钴酸锂价格走势	- 9 -
图 10、2017-2022H1 公司毛利率和净利率	- 9 -
图 11、2017-2022H1 各业务毛利率	- 9 -
图 12、2017 年-2022 年前三季度公司费用率情况	- 10 -
图 13、公司注重研发投入	- 10 -
图 14、全球锂离子电池出货量情况	- 11 -
图 15、中国锂离子电池出货量情况	- 11 -
图 16、中国消费锂电池下游应用结构	- 11 -
图 17、全球手机锂电池软包占比不断提高	- 12 -
图 18、全球笔电锂电池软包占比不断提高	- 12 -
图 19、消费电池壁垒较高	- 13 -
图 20、电池 PACK 结构图	- 13 -
图 21、手机 PACK 工艺流程图	- 14 -
图 22、笔记本电脑 PACK 工艺流程图	- 14 -
图 23、2021 年锂离子电芯成本构成	- 14 -
图 24、2022 年 H1 公司各原材料采购金额占比	- 14 -
图 25、消费电芯生产工艺流程图	- 15 -
图 26、卷绕式（图左）和叠片式（图右）电池的空间效率对比	- 15 -
图 27、ATL 营收和利润情况	- 16 -
图 28、全球笔记本电脑出货量	- 17 -
图 29、全球平板电脑出货量	- 17 -
图 30、2021 年笔记本电脑出货量市场格局	- 18 -

图 31、2021 年平板电脑出货量市场格局	- 18 -
图 32、全球笔电及平板电脑锂电池电芯各家出货量占比	- 18 -
图 33、公司笔电类 PACK 收入增速可观	- 19 -
图 34、全球智能手机出货量	- 20 -
图 35、2022 年 1-9 月智能手机出货量格局	- 20 -
图 36、全球手机锂电池各家出货量占比	- 21 -
图 37、公司手机 PACK 收入	- 21 -
图 38、可穿戴设备出货量持续增长	- 22 -
图 39、VR 头显出货量不断增加	- 22 -
图 40、全球新能源汽车销量	- 23 -
图 41、中国新能源汽车销量	- 23 -
图 42、中国新能源汽车渗透率	- 23 -
图 43、中国动力电池出货量	- 24 -
图 44、中国启停电池市场规模及渗透率	- 24 -
图 45、公司启停电池图示	- 25 -
图 46、公司动力类电池客户	- 26 -
图 47、2015-2021 年中国风电累计装机容量	- 27 -
图 48、2015-2021 年中国光伏累计装机容量	- 27 -
图 49、2016-2021 年全球储能累计装机容量	- 28 -
图 50、2020 年全球储能装机细分结构占比	- 28 -
图 51、2016-2021 年中国储能累计装机容量	- 28 -
图 52、2021 年中国储能装机细分结构占比	- 28 -
图 53、2016-2020 年全球储能电池需求	- 29 -
图 54、全球储能电池市场规模预测	- 29 -
图 55、我国储能电池出货量（单位：GWh）	- 29 -
图 56、2021 年我国储能电池应用领域出货量结构	- 29 -
图 57、2017-2022 年中国储能电池市场规模预测	- 30 -
图 58、中国储能电池企业市场竞争格局	- 30 -
图 59、公司储能电池应用	- 30 -

表目录

表 1、公司主要产品	- 5 -
表 2、原材料价格波动对公司毛利率和利润影响幅度（万元）	- 8 -
表 3、三星 SDI 和 LG 化学动力电池扩产计划	- 16 -
表 4、公司启停电池和动力电池部分技术储备	- 26 -
表 5、公司动力和储能电池部分在研项目	- 31 -
表 6、公司动力及储能产线情况	- 32 -
表 7、公司分业务收入预测（百万元）	- 32 -
表 8、可比公司估值	- 33 -

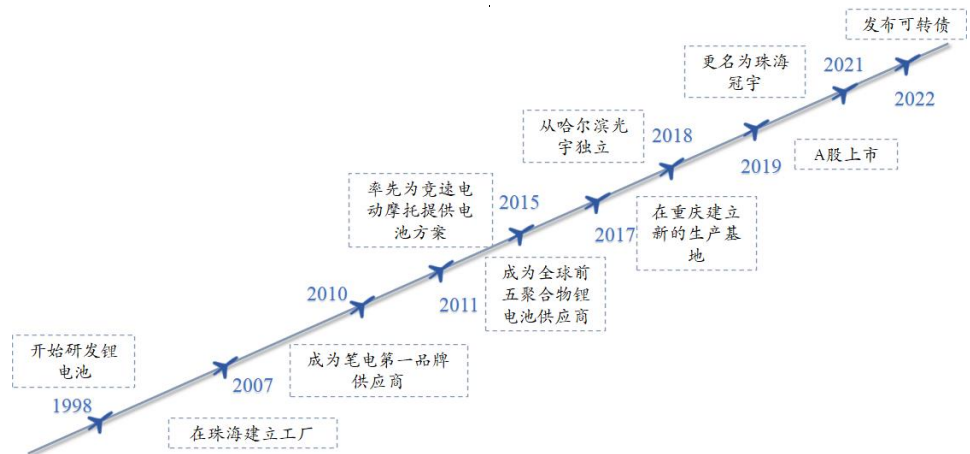
报告正文

1、锂电池起家，消费电子行业龙头

1.1、消费锂电行业深耕 20 余年，技术积累深厚

深耕锂电行业 20 余年，成为行业龙头。珠海冠宇成立于 2007 年，总部位于珠海，公司于 1998 年开始研发锂电池，2010 年成为当时笔电第一品牌供应商，2011 年从电芯领域拓展至 PACK 领域，开始为电动摩托车提供电池方案，2015 年成为全球前五的聚合物锂电池供应商，2017 年从哈尔滨光宇独立，2018 年在重庆建设新的生产基地，2019 年正式更名为珠海冠宇，2021 年在上交所上市，2022 年公司发行可转债用于扩大锂离子电芯产能。

图 1、珠海冠宇公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司以消费类锂电产品为主，同时布局动力和储能。公司主要从事消费类聚合物软包锂离子电池的研发、生产及销售，同时布局动力和储能锂离子电池，主要产品应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴、无人机、汽车启停系统及电动摩托等领域。目前公司客户主要包括：惠普、联想、戴尔、微软等笔记本电脑和平板电脑厂商，华为、OPPO、小米等智能手机厂商，以及大疆、BOSE、Facebook 等无人机、智能穿戴厂商。

表 1、公司主要产品

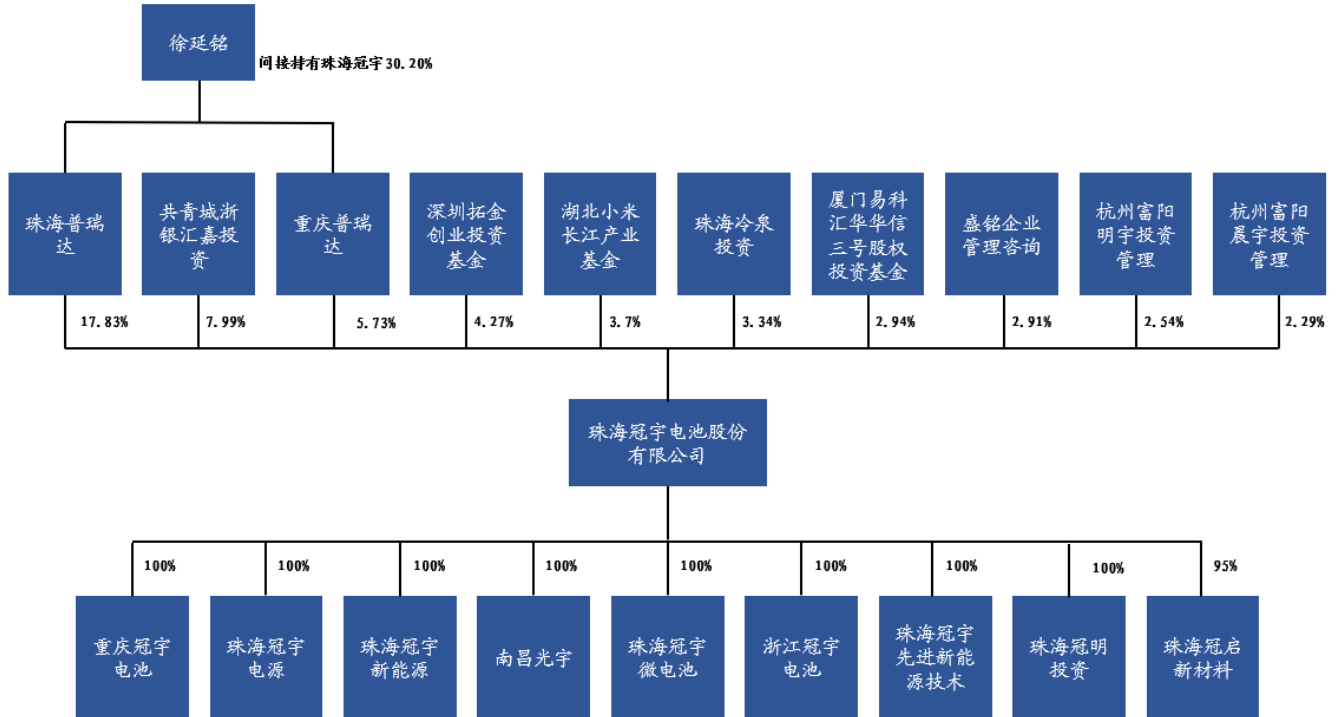
产品类别	产品体系		主要指标	应用领域
	电芯	PACK		
消费类锂离子电池			能量密度: 700-820Wh/l 容量范围: 1.5-6.5Ah 循环寿命: 800-1200 次 充放性能: 0.5-3C/0.5-2C	笔记本电脑
			能量密度: 600-750Wh/l 容量范围: 2-5.2Ah 循环寿命: 500-1000 次 充放性能: 0.5-3C/0.2-1C	平板电脑
			能量密度: 540-780Wh/l 容量范围: 2-6Ah 循环寿命: 500-1000 次 充放性能: 0.5-10C/0.2-1C	智能手机
			能量密度: 450-600Wh/l 容量范围: 0.042-2Ah 循环寿命: 350-700 次 充放性能: 0.5-5C/0.2-10C	智能穿戴设备
			能量密度: 240-280Wh/kg 容量范围: 2-6.5Ah 循环寿命: 300-600 次 充放性能: 1.5-2.5C/2.5-7C	消费类无人机
动力类锂离子电池			PACK 能量密度: 80-110Wh/kg	汽车启停系统
			PACK 能量密度: 130-160Wh/kg	电动摩托

资料来源: 珠海冠宇可转债募集说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权结构稳定, 实控人为徐延铭。公司实控人为徐延铭先生, 间接持有公司 30.20% 的股份。截止到 2022 年 6 月 30 日公司拥有 11 家一级子公司、4 家二级子公司, 其中, 重庆冠宇主要负责从事消费类锂离子的研发、生产, 冠宇动力电池

和冠宇动力电源主要负责从事动力电池的研发、生产和封装。公司多次实施员工持股计划，目前员工持股平台占据公司 24.48% 的股份，增强了员工的凝聚力。

图 2、珠海冠宇股权结构图（截止到 2022 年 6 月 30 日）

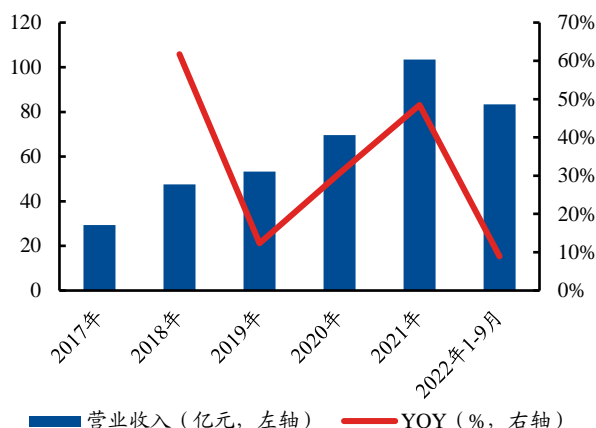


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司营收以消费锂电为主，研发投入逐年增加

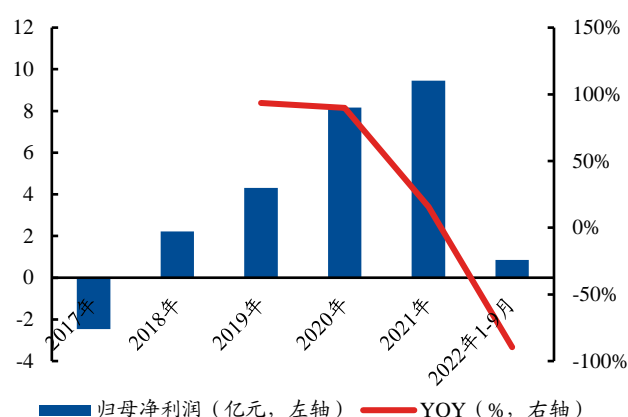
公司营业收入稳步增长，2022 前三季度归母净利润受原材料涨价因素有所下滑。公司 2021 年收入 103.4 亿元，同比增长 48.47%，主要受益于公司去年消费类电池重要客户份额的提高+重庆工厂三部及四部投产，公司产能逐渐释放。2022 年前三季度全球手机和电脑销量下滑较大，但公司营业收入 83.38 亿元，仍实现同比增长 8.94%。从归母净利润来看，2021 年公司归母净利润 9.46 亿元，同比增长 15.76%，2022 年前三季度公司归母净利润为 0.85 亿元，同比下降 89.58%，主要原因是原材料价格上涨及需求下滑导致稼动率下降。

图 3、公司营业收入及 YOY 情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司归母净利润及 YOY 情况

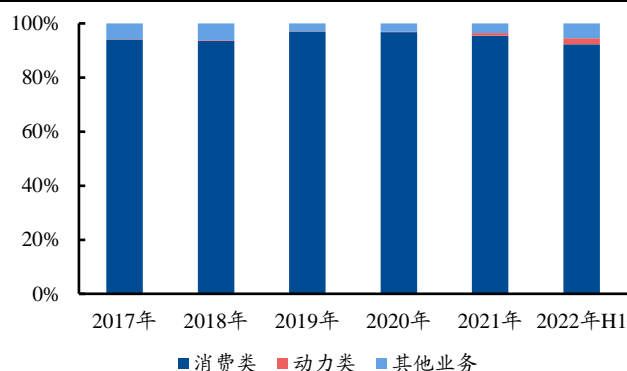


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司营收以消费类锂电池为主，未来动力和储能电池收入占比有望提高。2017 年到 2022 年上半年，公司营业收入以消费类锂电池为主，2022 年 H1 占比为 92.24%，动力和储能类收入较少，但维持着高速增长，2017 年公司动力和储能业务收入为 0.04 亿元，2021 年已经增长到 0.94 亿元，2022 年 H1 收入占比已经提高到 2.24%。随着产能的逐步释放，未来动力和储能电池的收入占比将会进一步提高。

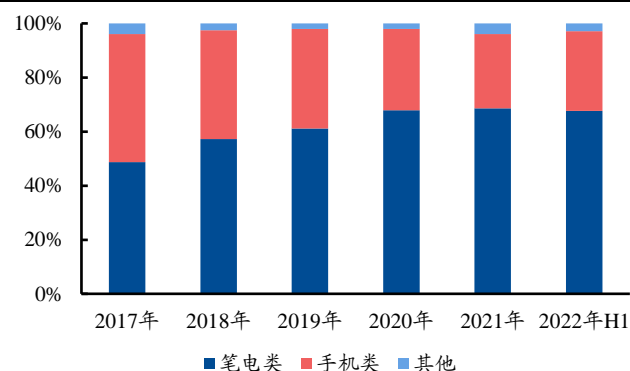
公司消费类锂电产品中以笔电类为主，手机类还存在上升空间。目前公司的消费类电池收入以笔电类为主，2022 年 H1 笔电类收入为 35.81 亿元，占比 67.66%，同比下降 2.53pct，手机类业务收入 15.62 亿元，占比 29.51%，同比提高 2.17pct。未来随着手机类业务客户的拓展和份额的提高，手机类业务的收入占比将进一步提高。

图 5、2017-2022H1 公司业务结构



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2017-2022H1 公司消费类锂电产品结构

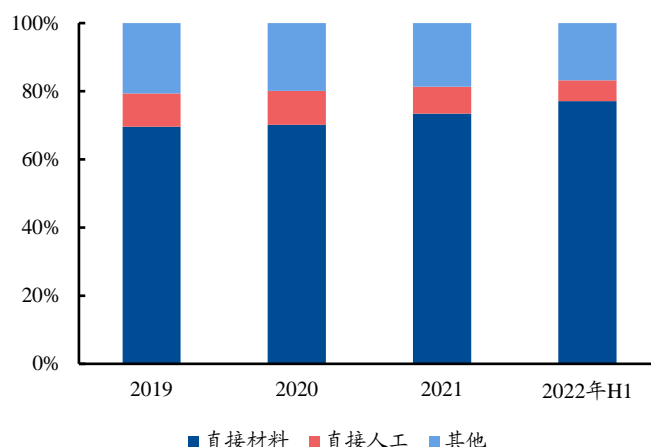


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司营业成本中原材料所占比重较大。2020 年-2022 年上半年，公司营业成本中原材料占比不断提高，2019 年直接材料占比为 69.54%，2022 年 H1 为 77.09%，

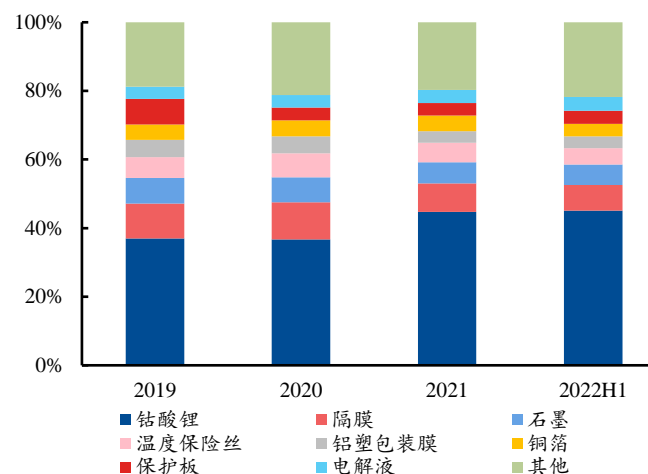
提高了 7.55pct，主要系原材料价格不断上涨。公司原材料主要包含正极材料、负极材料、电解液、隔膜、电池保护板、铜箔、铝箔和铝塑膜等，其中正极材料主要是钴酸锂。2019-2022 年 H1，钴酸锂持续涨价导致其在公司原材料采购金额中占比也不断提高，2022 年 H1，公司原材料采购金额中钴酸锂占比达 45.12%，较 2019 年的 36.95%提高了 8.17pct。

图 7、珠海冠宇营业成本构成



资料来源：珠海冠宇可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司原材料采购金额占比情况



资料来源：珠海冠宇可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

原材料价格波动过大对利润影响较大。根据公司可转债募集说明书测算，在其他因素保持不变的前提下，2020 年和 2021 年，原材料价格变动 5% 对公司毛利率影响幅度分别是 $\pm 2.32\%$ 和 $\pm 2.62\%$ ，今年上半年原材料价格波动的影响则更大。公司原材料主要是钴酸锂等，未来随着钴酸锂等原材料价格回落，公司毛利率有望快速上升。

表 2、原材料价格波动对公司毛利率和利润影响幅度（万元）

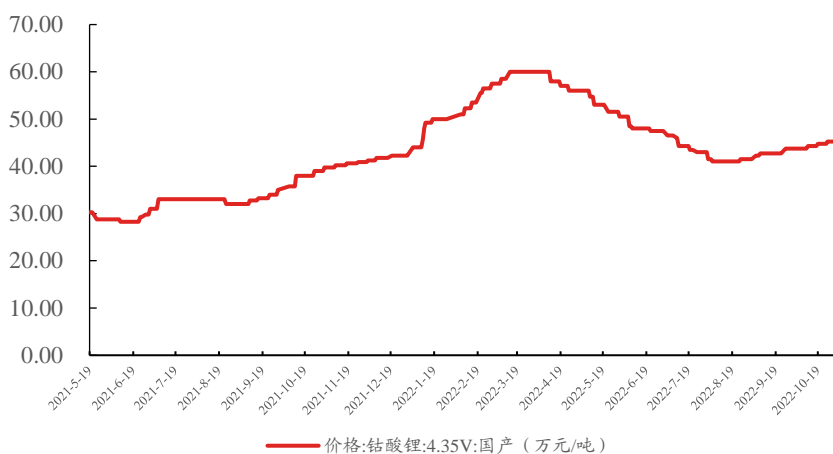
时间	指标	原材料价格变动幅度			
		10.00%	5.00%	-5.00%	-10.00%
2019 年	毛利率变动	-4.81%	-2.41%	2.41%	4.81%
	利润总额变动	-25662.88	-12831.44	12831.44	25662.88
	占当期利润之比	-53.19%	-26.59%	26.59%	53.19%
2020 年	毛利率变动	-4.64%	-2.32%	2.32%	4.64%
	利润总额变动	-32287.73	-16143.86	16143.86	32287.73
	占当期利润之比	-34.52%	-17.26%	17.26%	34.52%
2021 年	毛利率变动	-5.24%	-2.62%	2.62%	5.24%
	利润总额变动	-54208.64	-27104.32	27104.32	54208.64
	占当期利润之比	-52.92%	-26.46%	26.46%	52.92%
2022 年 H1	毛利率变动	-6.30%	-3.15%	3.15%	6.30%

利润总额变动	-36143.39	-18071.70	18071.70	36143.39
--------	-----------	-----------	----------	----------

资料来源：珠海冠宇可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

钴酸锂价格短期见顶，未来毛利率有望保持上升态势。公司 2017 年-2020 年盈利能力维持上升态势，毛利率从 2017 年的 11.15% 上升到了 2020 年的 31.17%，净利率从 2017 年的 -8.38% 提高到了 2020 年的 11.73%。2021 年和 2022 年 H1 由于原材料成本大幅提高，公司盈利能力有所下降。钴酸锂价格自一季度末见顶后已有一定回落，未来随着原材料（钴酸锂）价格的下降以及公司产线稼动率的提高，公司的盈利能力有望逐渐恢复。

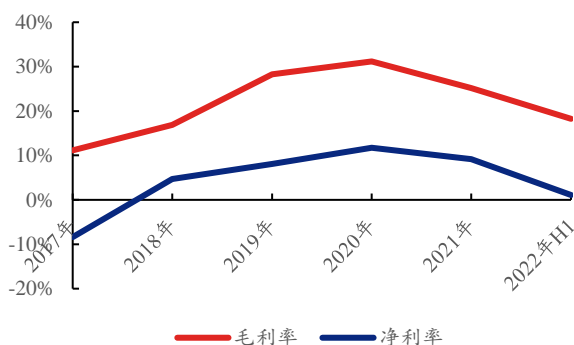
图 9、钴酸锂价格走势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

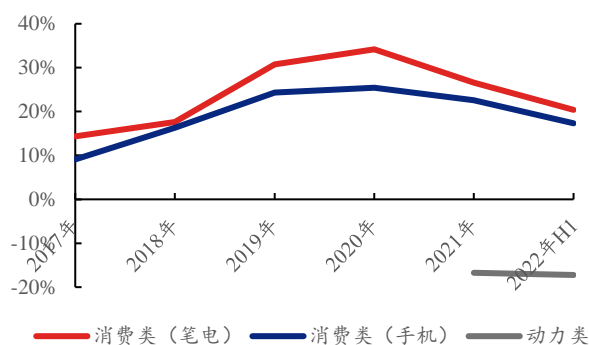
笔电业务毛利率目前高于手机，动力类由于体量较小毛利率为负。从消费类各业务毛利率来看，笔电类毛利率高于手机类毛利率，公司主营业务毛利率近两年有所下降，主要原因是由于公司消费类产品原材料--钴酸锂价格大幅上涨所致。动力类毛利率为负，主要由于动力电池产线规模较小，未能形成规模效应。

图 10、2017-2022H1 公司毛利率和净利率



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2017-2022H1 各业务毛利率

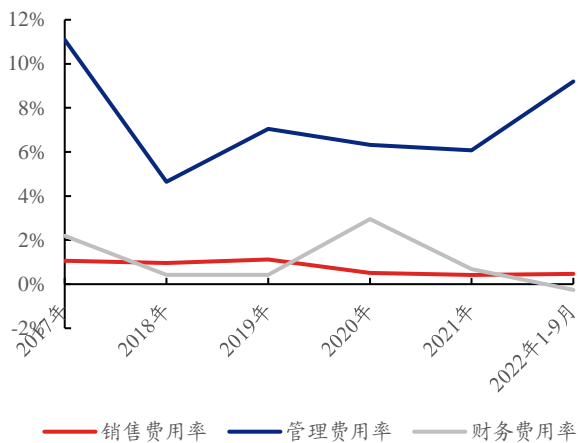


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理费用率较高，销售和财务费用率维持低水平。公司 2021 年销售、管理、财务费用率为 0.42%、6.08%、0.69%，同比-0.1pct、-0.25pct、-2.27pct，2022 年前三季度销售、管理、财务费用率为 0.47%、9.19%、-0.26%。公司近几年管理费用率基本持平，2022 年前三季度较高主要是由于计提股权激励费用。公司的财务费用率和销售费用率基本维持下降趋势。

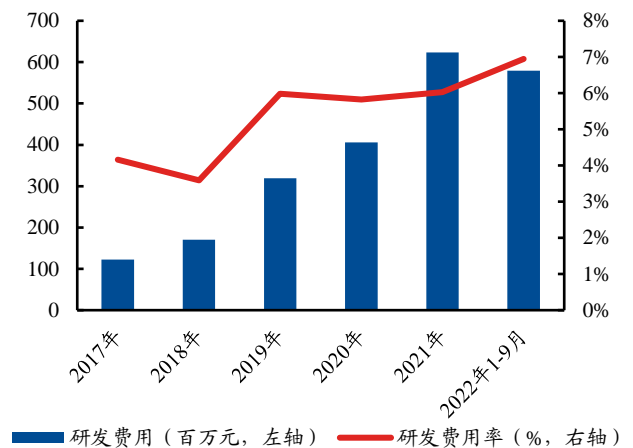
公司研发费用率逐年提高，加大在动力和储能电池的投入。公司注重技术和产品开发，研发费用率逐年提升，从 2017 年的 4.16% 提高到了 2022 年前三季度的 6.95%。公司主要核心技术共有 17 项，涉及消费类锂电池、笔记本电脑和手机电池、穿戴类电池、动力类锂电池、工业无人机电池、混合动力汽车电池、汽车启停电池等。公司目前主要从事的研发项目涉及超高能量密度半固态电池开发、锂电池高压储能系统研发、48V 通信锂电 PACK 研发、第二代动力电池平台开发、锂电池高压储能系统开发等方向。

图 12、2017 年-2022 年前三季度公司费用率情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司注重研发投入



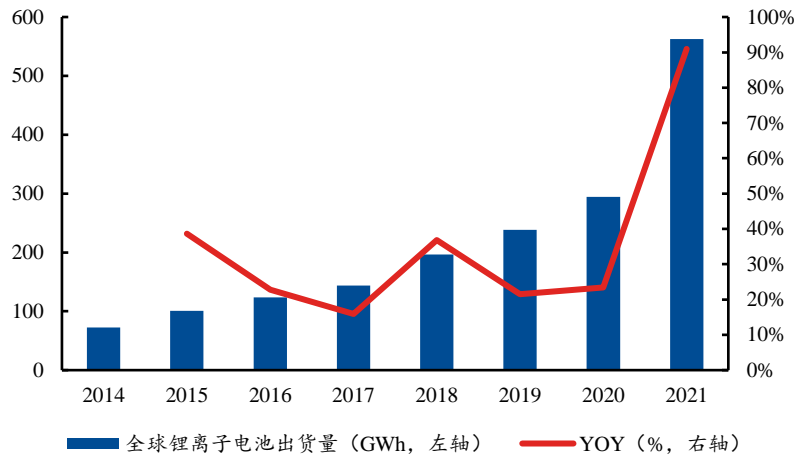
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、消费电池 PACK 电芯一体化趋势明显，公司份额不断提升

2.1、消费锂离子电池市场规模大，软包锂电池是未来趋势

全球锂离子电池出货量不断增加，市场规模增速较快。根据《中国锂离子电池行业发展白皮书（2022 年）》，2021 年全球锂离子电池总体出货量 562.4GWh，同比+91.0%。据 Research and Markets 统计，2021 年全球锂离子电池市场规模为 411 亿美元，预计于 2030 年达到 1166 亿美元，2021-2030 年 CAGR=12.3%。

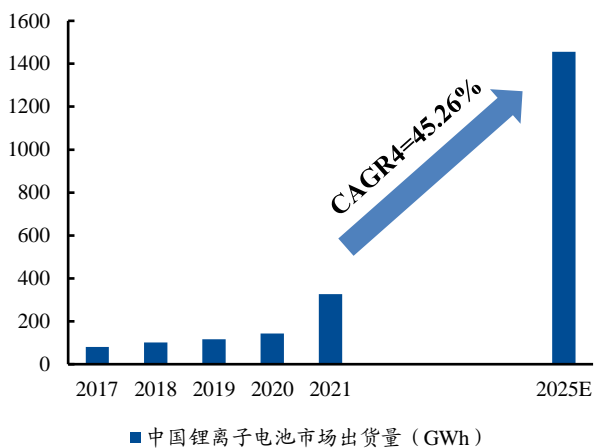
图 14、全球锂离子电池出货量情况



资料来源：《中国锂离子电池行业发展白皮书（2022年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

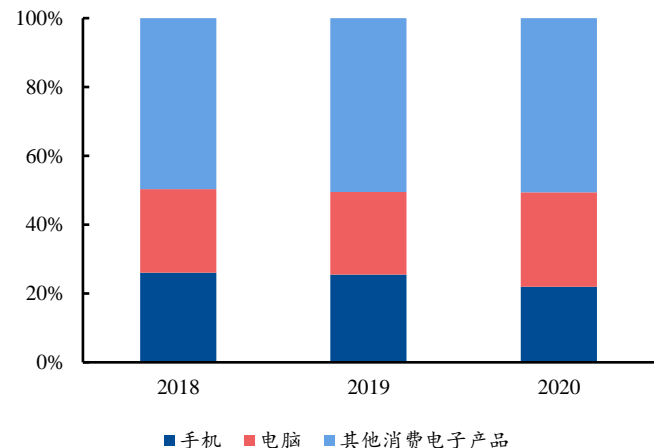
中国锂电池出货量增长态势强劲，消费电池下游应用中手机和电脑占比近半。根据GGII数据，2021年，中国锂离子电池出货量为327GWh，同比+128.67%，预计到2025年出货量将超1450GWh，CAGR4=45.26%。根据《锂离子电池产业发展白皮书（2021版）》，2020年中国消费锂离子电池出货量是51GWh。根据观研报告网数据，2020年，手机和电脑在消费锂电池下游应用中占比分别为21.95%和27.44%，是消费锂电重要的细分市场。

图 15、中国锂离子电池出货量情况



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中国消费锂电池下游应用结构



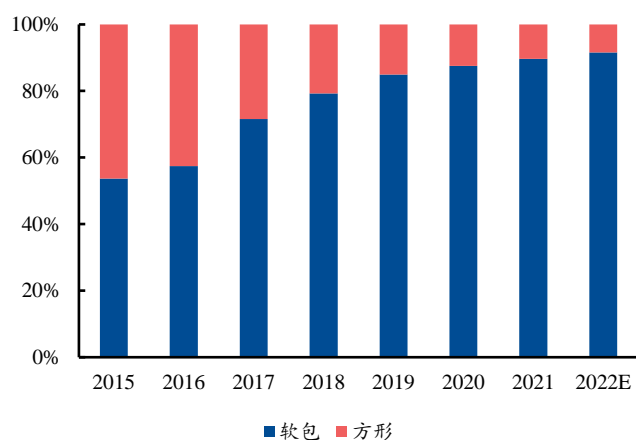
资料来源：观研报告网，兴业证券经济与金融研究院整理

软包锂电池优势明显，安全性更高。手机锂电池主要可分为软包和方形，笔电锂电池可分为软包、方形和圆柱。消费电池的安全性是厂商和消费者的重要考虑因素，相较于方形和圆柱电池而言，软包聚合物锂离子电池具有安全可靠较高、能量密度高、放电性能稳定、重量轻等优势，公司在消费类聚合物软包锂离子电池

池研发多年，技术领先。

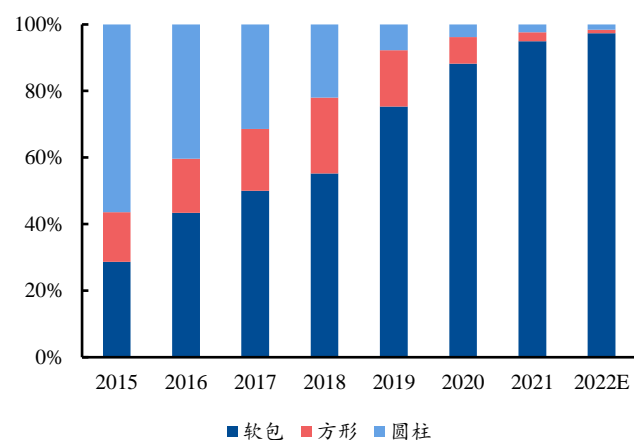
手机+笔电轻薄化和便携性趋势明显，软包锂电池占比不断提高。近年来，手机和笔电朝着大容量和便携性的趋势明显，软包锂电池的需求不断增加。根据 Techo Systems Research 数据，2015 年，手机中软包锂电池占比为 53.72%，2021 年为 89.70%，预测 2022 年将进一步提高至 91.63%。在笔电锂电池中，原先圆柱电池市占率较高，目前软包电池是主要电池品类，2021 年软包电池占比达 94.98%，预计 2022 年将达到 97.37%。

图 17、全球手机锂电池软包占比不断提高



资料来源：Techo Systems Research，兴业证券经济与金融研究院整理

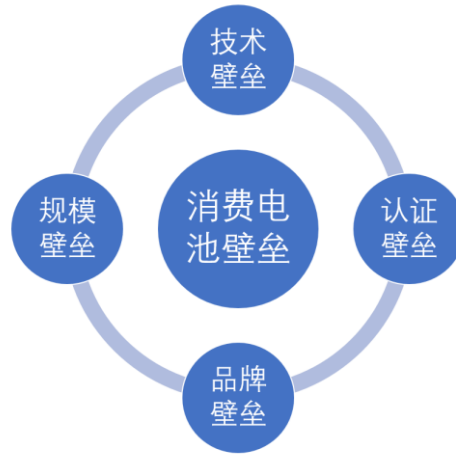
图 18、全球笔电锂电池软包占比不断提高



资料来源：Techo Systems Research，兴业证券经济与金融研究院整理

锂电池行业壁垒较高，安全壁垒是消费电池核心壁垒。电池安全对于消费电子终端厂商十分重要，电池一旦出问题对于品牌形象影响恶劣，苹果、三星和诺基亚等王牌手机厂商均因电池问题发生过“召回门”。锂离子电池模组厂商往往需要具有较长的经营年限和合作历史，客户不会贸然另行选择其他厂商，行业门槛极高。

图 19、消费电池壁垒较高

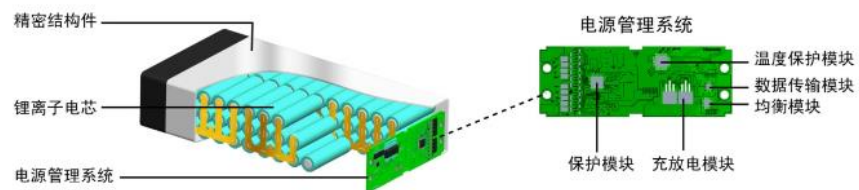


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、电芯壁垒高，PACK 环节国产化率较高

电池 PACK 是由锂离子电芯、电源管理系统、热管理系统和结构件及辅料等组成的电池或电池包，主要构成为电芯与保护板。PACK 具备完整的充放电功能，对于电池的安全性十分重要。

图 20、电池 PACK 结构图

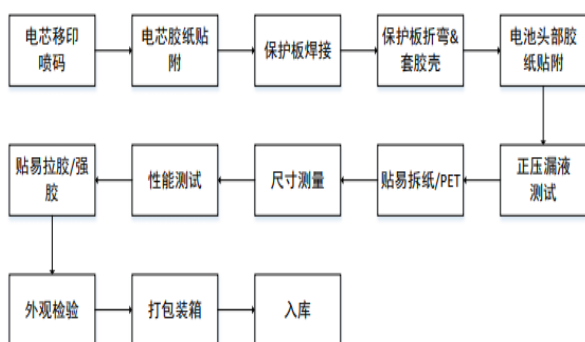


锂离子电池模组结构示意图

资料来源：欣旺达招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

PACK 技术壁垒+自动化率较低，大陆和台湾企业是主要玩家。PACK 技术壁垒较低，主要将电芯、电池保护板、电池连接片、标签纸等通过 PACK 工艺组合，组装过程主要以测试、焊接等环节为主。早期由于 PACK 环节自动化率较低，偏劳动密集型产业，中国大陆和中国台湾地区是电池 PACK 的重要组装基地。

图 21、手机 PACK 工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、笔记本电脑 PACK 工艺流程图

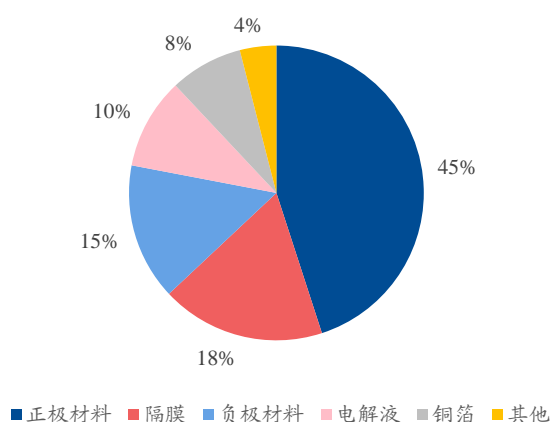


资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

电芯是电池最核心部件，成本占比高。电芯是电池包的最小放电单元，主要由正极材料、负极材料、电解液和隔膜等材料组成，决定着锂离子电池模组的放电电压、脉冲电流、持续时间等重要指标，是电池模组的最核心部件，参考珠海冠宇 2018-2020 年的数据，在手机的 PACK 出货价中，电芯成本占比约为 72.77%。

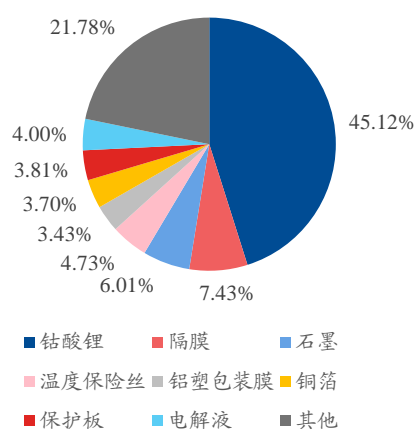
正极材料是电芯主要成本，在电芯成本中占比一般为 30%-40%。2021 年由于正极材料（钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂、三元材料等）涨价较多，正极材料在电芯成本中占比有所提高。根据华经产业研究院数据，2021 年锂电池电芯成本中，正极材料成本占比 45%，隔膜、负极、电解液成本占比分别为 18%、15%和 10%。以钴酸锂电池为例，其正极材料钴酸锂主要由三氧化二钴和碳酸锂制备，2022 年 H1，公司原材料采购金额中钴酸锂占比达 45.12%。

图 23、2021 年锂离子电芯成本构成



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

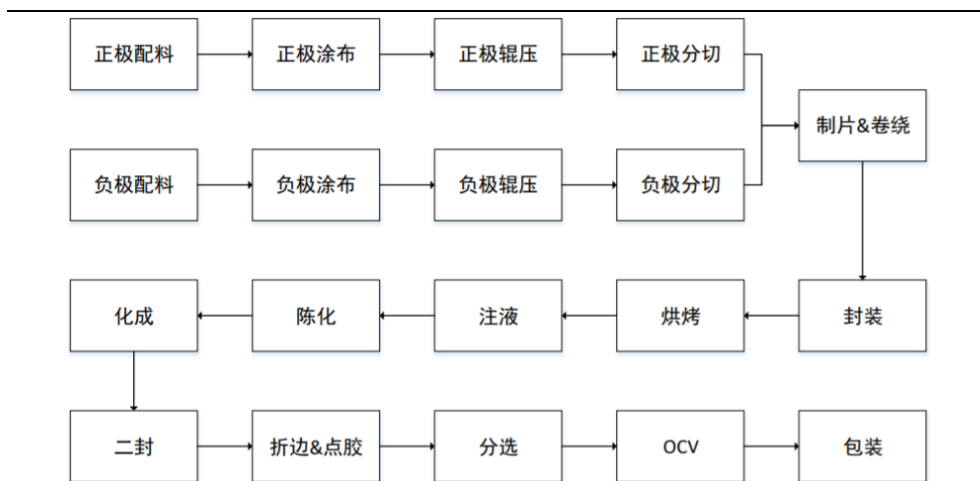
图 24、2022 年 H1 公司各原材料采购金额占比



资料来源：珠海冠宇可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

消费电芯生产制造环节复杂，技术壁垒较高。电芯制造涉及搅拌、涂布、冲切/分切、叠片/卷绕、焊接、注液、预化、成型、封测等十余项工艺环节，制造工艺复杂，每个环节均需保证良率，技术壁垒较高。同时，消费类电子产品更新周期较短，因此消费类锂电池的设计和工艺要不断升级完善，对于工艺要求较高。

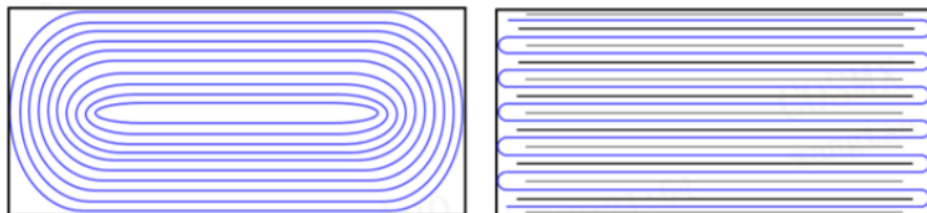
图 25、消费电芯生产工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

叠片式电池性能优势显著，公司发行可转债扩产积极布局。目前，消费类锂离子电池电芯的制作工艺主要包括卷绕式与叠片式。叠片电池在能量密度、安全性、内阻等方面均具有突出优势，苹果公司已在 iPhone 中应用叠片工艺电池，三星及我国主流国产手机品牌厂商也在积极布局采用叠片工艺消费类锂电池的新产品。公司 2022 年 10 月份发行可转债 30.89 亿元，其中 13.12 亿元用于聚合物锂离子电池叠片生产线建设项目，达产后将新增叠片锂离子电芯年产能 3600 万只。

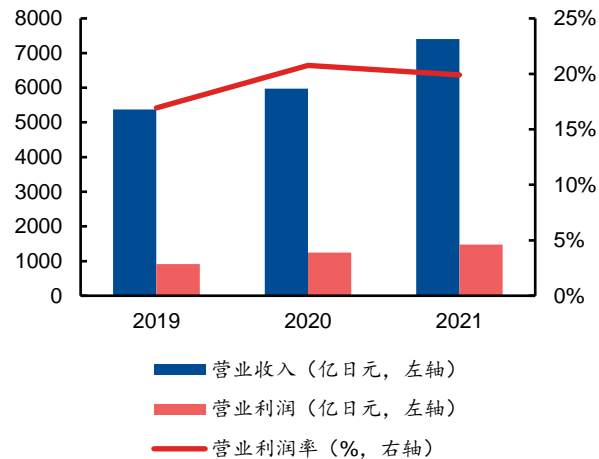
图 26、卷绕式（图左）和叠片式（图右）电池的空间效率对比



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

电芯龙头话语权强+利润率高。根据 IDC 数据，2021 年全球智能手机龙头三星的全球份额为 20.1%，笔记本电脑龙头联想全球份额为 23.6%，远低于 ATL 作为电芯龙头在手机和电脑电芯市场 38.8%和 37.3%的份额，上游的高集中度带来了高利润率。2021 年 ATL 收入 7402 亿日元，营业利润 1474 亿日元，营业利润率达到 20%。

图 27、ATL 营收和利润情况



资料来源：TDK 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

国产电芯厂崛起，PACK 电芯一体化有利于品牌厂降低产业链成本。目前，手机厂商尤其是安卓手机厂商正逐步引入国内电芯供应商，一方面可以降低自身供应链过于集中的风险，同时新供应商的引入有助于降低 ATL 的议价能力，进而降低手机品牌厂的成本压力，另一方面，PACK 电芯全产业链布局，有利于供应商发挥垂直一体化产业优势，供应商成本的降低将会带来手机厂商的成本下降。

日韩厂商转战动力电池，国产替代推动冠宇有望趋势崛起。随着动力电池市场的爆发，三星 SDI 和 LG Chem 等日韩厂商业务重心开始转移，重点布局动力电池，2021 年，三星 SDI 和 LG Chem 在手机和笔电电芯上的市占率均开始呈现下降趋势。而冠宇上市后积极再融资扩产，近期成功发行可转债募集资金，大力扩产，有望趋势抢占份额。

表 3、三星 SDI 和 LG 化学动力电池扩产计划

部分扩产计划	
三星 SDI	2022 年 3 月，开始在韩国京畿道水原市建设一座电动汽车固态电池试点生产线，并引进固体电解质和金属阴极的生产设施系统； 2022 年 5 月，三星 SDI 宣布，将在美国印第安纳州科科莫建立电动汽车电池工厂，投资超过 25 亿美元，未来可能会逐渐增加到 31 亿美元；

2022年8月，三星SDI确认了投资2万亿韩元（约合102亿人民币）扩大匈牙利动力电池产能的计划，该公司预计将拥有每年100万辆电动汽车的电池生产能力；

2022年9月，三星SDI准备在密歇根州工厂再建一条电池生产线。

LG化学

2021年11月，将投资13.6亿美元，用于在未来3年内扩充其在北美的电动汽车电池产能；

2022年4月，LG新能源计划今年投资约7万亿韩元（合55.5亿美元），用于扩产动力电池，并计划于2026年底前在美国打造6座动力电池厂；

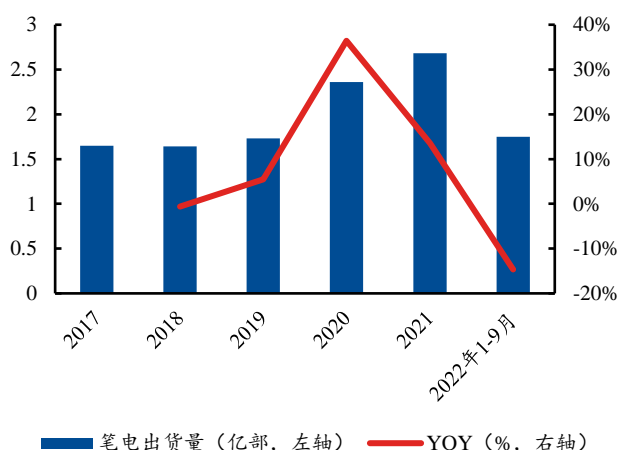
2022年11月，LG化学宣布已同田纳西州签署谅解备忘录，将投资超过30亿美元，建设一座电动汽车电池所需的阴极材料工厂。

资料来源：北极星电力网，维科网，IT之家，搜狐网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、公司笔电类电芯份额领先，PACK电芯一体化助力再增长

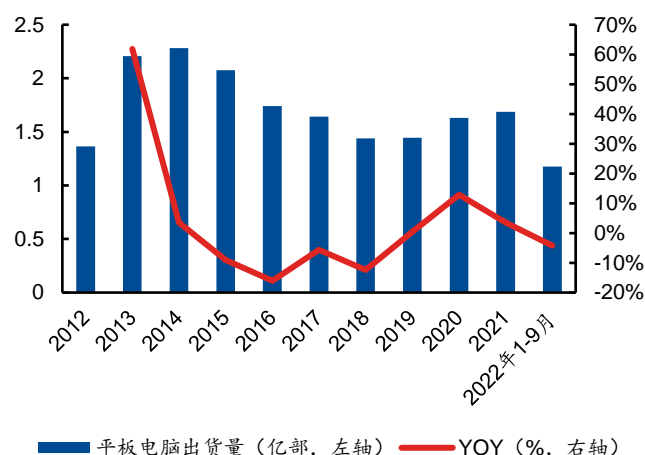
笔电及平板电脑全球出货量逐渐趋于稳定。2020-2021年，受到疫情带来的居家办公形式增多等影响，全球笔电及平板电脑出货量开始出现显著增长。目前，笔电及平板电脑出货量逐渐趋于稳定，根据Canalys，2022年1-9月全球笔电出货量为1.75亿部，同比-14.66%，根据IDC数据，2022年前三季度全球平板电脑出货量为1.18亿部，相较去年同期略微下滑4.24%。

图 28、全球笔记本电脑出货量



资料来源：Canalys，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、全球平板电脑出货量

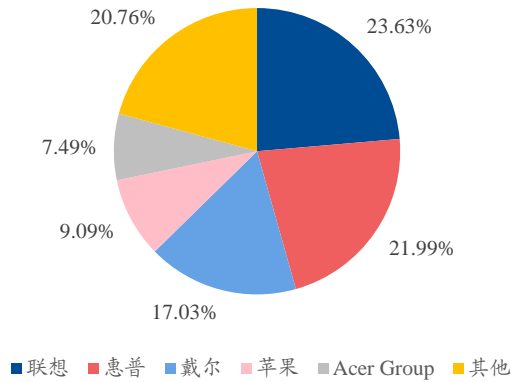


资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

笔电类市场竞争格局较集中，公司绑定行业龙头增长稳定。根据Strategy Analytics数据，2021年，笔记本电脑市场中前五大品牌厂市占率达79.24%，联想、惠普、戴尔、苹果、Acer Group的份额分别为23.63%、21.99%、17.03%、9.09%和7.49%，2021年，平板电脑出货量前五大厂商市占率达78.32%。公司笔电类电芯客户主要是惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊等行业龙头，同时公司已经进入北美大客户、三星供应链体系，并开始批量供货。

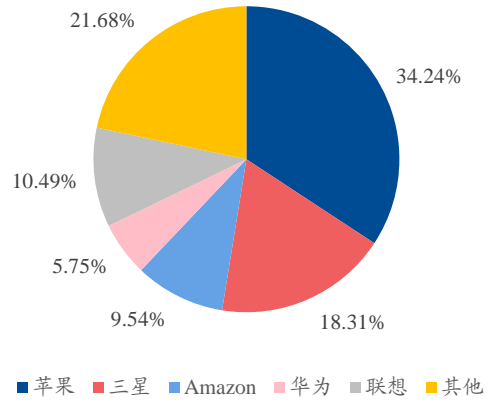
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 30、2021 年笔记本电脑出货量市场格局



资料来源: Strategy Analytics, 兴业证券经济与金融研究院整理

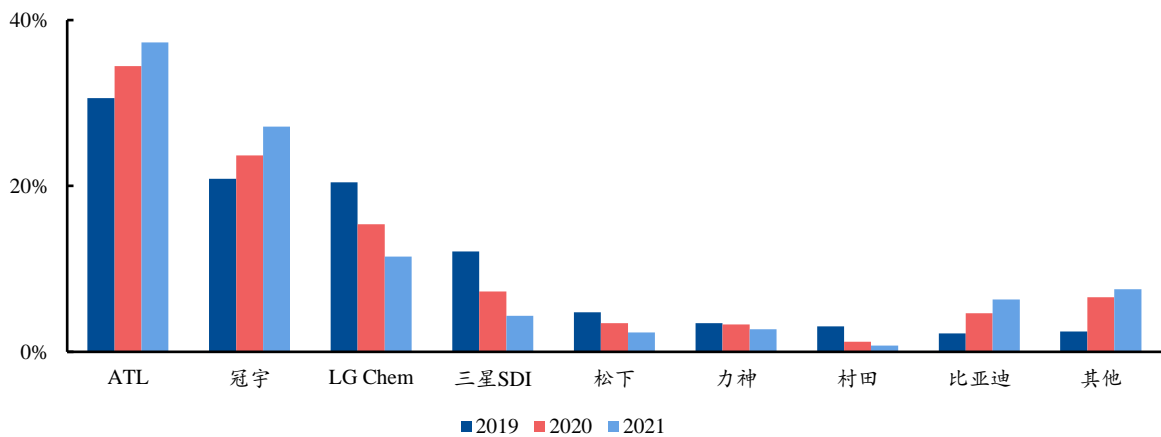
图 31、2021 年平板电脑出货量市场格局



资料来源: IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

全球笔电类电芯市场公司份额排名第二，且仍在不断提高。根据 Techno Systems Research 数据，2021 年全球笔电类锂电电芯出货量中，ATL 市占率为 37.31%，冠宇紧随其后市占率为 27.17%，较 2019 年的 20.87% 提高了 6.3pct，第三、四、五分别是 LG Chem、三星 SDI、松下，前五大供应商市占率达 82.67%。未来随着日韩厂商业务重心转向动力，以及公司在北美大客户、三星份额的提高，其在全球笔电电芯份额有望进一步提高。

图 32、全球笔电及平板电脑锂电池电芯各家出货量占比



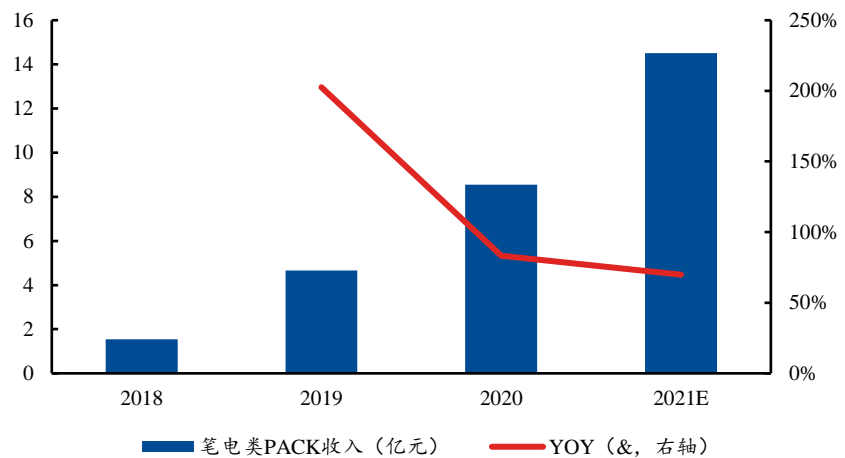
资料来源: Techno Systems Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

台系厂商在笔电类 PACK 上份额较高，冠宇笔电类 PACK 收入增速较快。台湾电子产业的发展伴随 PC 市场崛起，笔电类电池 PACK 环节目前主要以台企为主，

如新普科技、顺达科技等。根据新普科技官网，其在笔记本电脑类电池 PACK 市场占有率位列全球第一。

2021 年，冠宇 PACK 产品的总销售收入为 31.89 亿元，同比+69.83%。2020 年公司笔电类 PACK 收入为 8.54 亿元，同比+83.32%，按照 69.83%的增速估算得 2021 年公司笔电类 PACK 收入为 14.51 亿元，参考欣旺达披露的 2020 年平均单价 121.77 元/只，可估算出公司在笔电/平板 PACK 市场份额约 2.73%，相比于其笔电电芯业务，笔电 PACK 份额提升空间大。

图 33、公司笔电类 PACK 收入增速可观



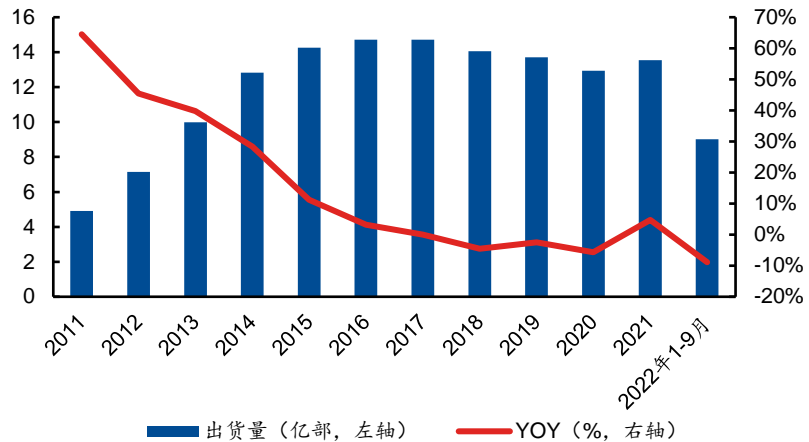
资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院预测与整理

PACK 电芯一体化有助于公司笔电 PACK 份额提高。公司在笔电类电芯份额较高，PACK 电芯正迈向一体化发展，公司自身的笔电类电芯高份额有助于公司 PACK 业务收入的增长，同时公司也正积极扩大锂离子电芯的封装自供比例，为下游客户提供一站式服务，提高盈利能力的同时，进一步提升公司的整体服务能力和市场竞争力。

2.4、手机类电芯+PACK 市占率低，突破大客户后份额有望提升

今年手机出货量较低，明年手机出货量有望实现正增长。自 2017 年开始，智能手机出货量增速放缓，根据 GFK 9 月报告的预测，今年全球智能手机销量预计 12.7 亿部，同比预计下滑 2.3%，主要系受到俄乌战争、疫情和通胀等因素影响，在此低基数背景下，2023 年全球智能手机出货量有望回归正增长。

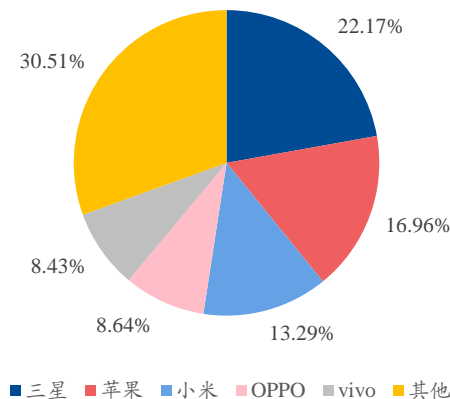
图 34、全球智能手机出货量



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

公司积极拓展新客户，有望助力手机电芯市占率提升。智能手机出货量龙头主要为苹果、三星、小米、OPPO 和 vivo，根据 IDC 数据，2022 年前三季度，这五家手机品牌厂出货量占比达 69.49%。公司在手机电芯客户主要是华为、OPPO、小米、联想、中兴等，前五大手机品牌公司仍有较多头部品牌尚未出货放量，未来随着客户不断拓展，公司市占率将不断提升。

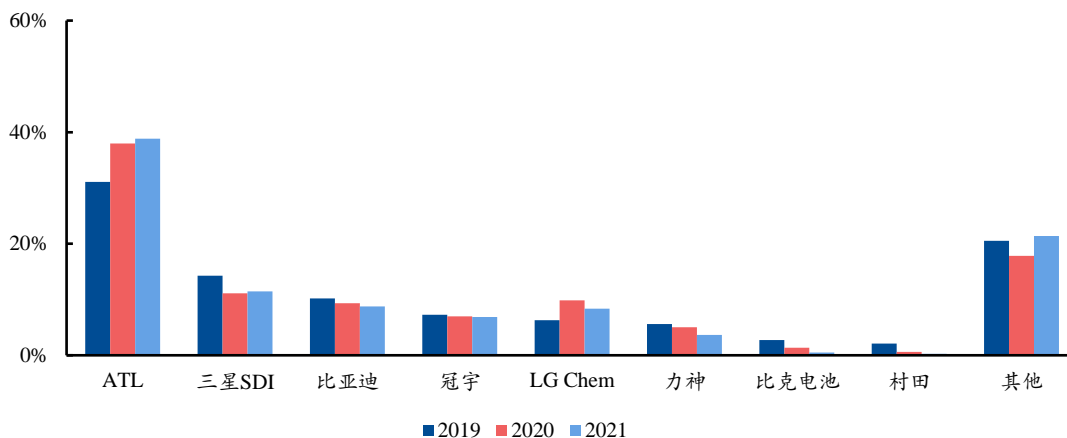
图 35、2022 年 1-9 月智能手机出货量格局



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

手机电芯龙头为 ATL 等海外玩家，冠宇提升空间大。根据 Techno Systems Research 数据，2021 年全球手机电芯出货量中，ATL 占比 38.80%，位列第一，三星 SDI、比亚迪、LG Chem 市占率分别为 11.48%、8.76%和 8.35%，冠宇是 6.84%，排名第五，同比小幅下滑 0.16pct，与 ATL 相比，冠宇手机电芯份额还较低，提升空间较大。

图 36、全球手机锂电池各家出货量占比

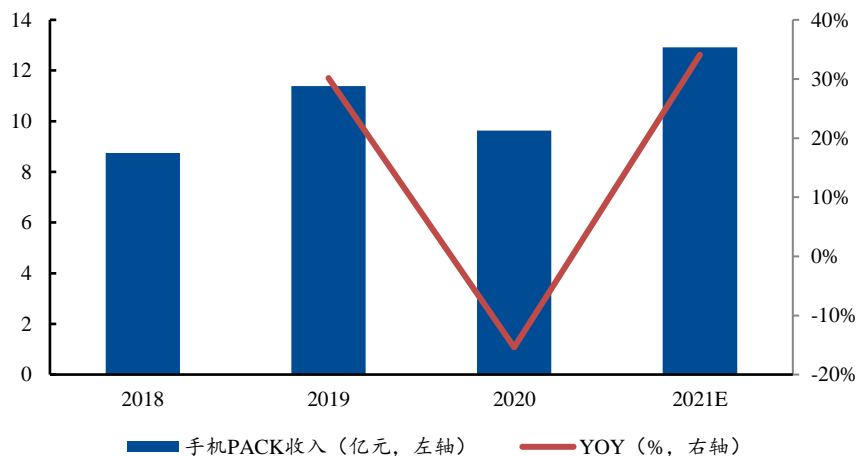


资料来源：Techno Systems Research，兴业证券经济与金融研究院整理

手机 PACK 市场规模可观，龙头是欣旺达和德赛。国产厂商欣旺达和德赛电池在手机 PACK 方面市占率较高。2021 年欣旺达手机数码业务收入 208 亿元，按照上年单价 42.78 元/只电池测算，份额达 35.8%。德赛电池 2021 年手机数码业务收入 92.43 亿元，考虑其客户结构安卓占比更高，假设 PACK 单价为 40 元/颗，估算市场份额为 17%。

冠宇手机 PACK 份额有较大提升空间。冠宇 2020 年手机 PACK 收入为 9.6 亿元，2021 年未单独披露手机 PACK 收入，参考其手机业务收入同比+34.1%，估算其 2021 年手机 PACK 收入为 12.9 亿元，份额为 2.4%，较欣旺达和德赛还有明显提升空间。

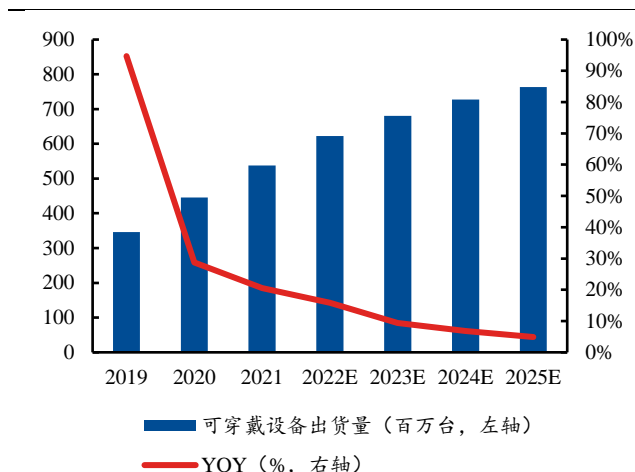
图 37、公司手机 PACK 收入



资料来源：公司招股说明书，兴业证券经济与金融研究院预测与整理

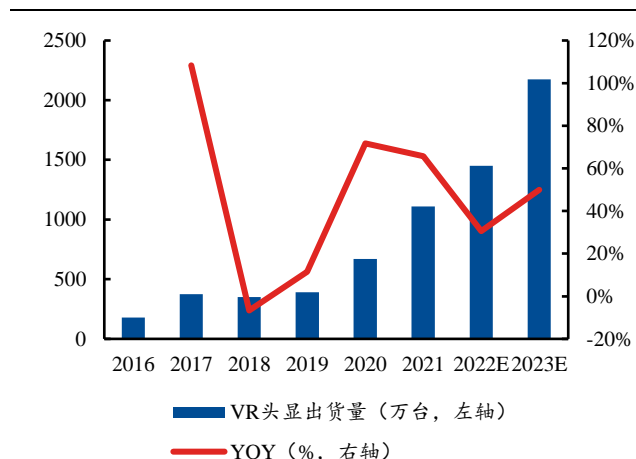
智能穿戴出货量持续增长，下游需求增长打开电芯+PACK 空间。根据 IDC，2021 年全球可穿戴设备出货量为 5.37 亿台，预计到 2025 年为 7.63 亿台，其中 TWS 耳机为 4.92 亿台。根据陀螺研究院数据，2023 年全球 VR 头显设备将达 2175 万台。公司和大疆、BOSE、Meta、Google 等无人机、智能穿戴厂商均维持着长期稳定的合作关系。随着新兴消费电子领域的发展，下游需求的不断扩张，电芯和 PACK 有望迎来新的增长曲线。

图 38、可穿戴设备出货量持续增长



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、VR 头显出货量不断增加



资料来源：陀螺研究院《2022 上半年 VR/AR 产业发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

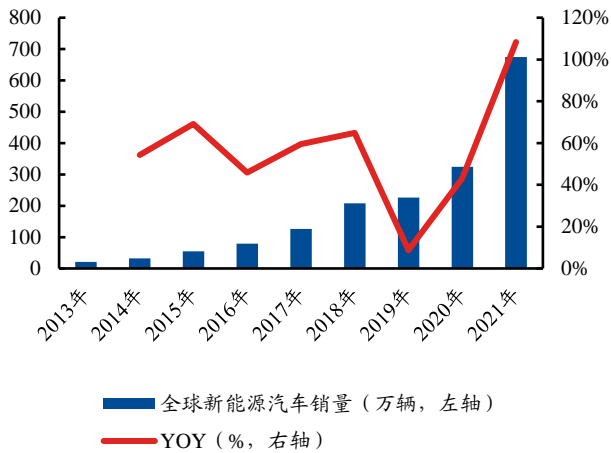
3、公司切入动力储能赛道，开启第二成长曲线

3.1、动力锂电池市场高速发展，公司以启停电池为切入点

全球新能源汽车销量快速攀升，渗透率逐步提高。从 2013 年开始，各国出台各项新能源汽车支持政策，全球新能源汽车发展迅速。根据 EV Sales 数据，全球新能源汽车销售量从 2013 年的 20.8 万辆增长到 2021 年的 675 万辆，CAGR8=54.49%。全球新能源汽车渗透率也在逐步提升，2021 年全球新能源汽车渗透率为 8.3%，同比提高 4.1pct。

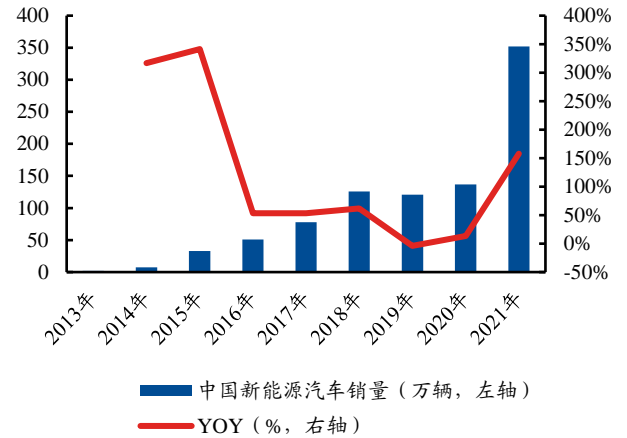
2021 年中国新能源汽车销量超预期，占据全球 50% 以上份额。据中汽协的数据，2021 年我国新能源汽车销量达到 352.1 万辆，同比增长 157.6%。我国已经成为全球新能源汽车的最大市场，占据全球市场份额超过 50%。2022 年上半年，全球新能源汽车品牌销量前二十中，中国品牌占据半壁江山。

图 40、全球新能源汽车销量



资料来源：EV Sales，兴业证券经济与金融研究院整理

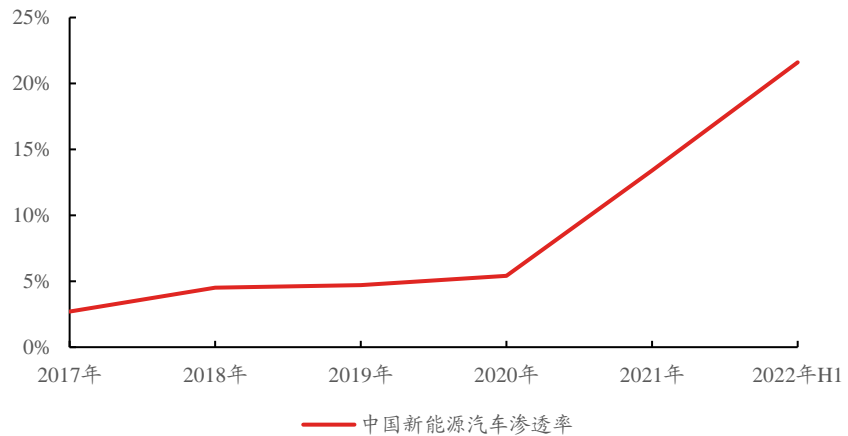
图 41、中国新能源汽车销量



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

中国新能源车市场由政策驱动转为需求驱动，发展潜力大。目前我国新能源汽车补贴政策即将收尾，据《财政部 工业和信息化部 科技部 发展改革委关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，规定2022年新能源汽车补贴标准在2021年基础上退坡30%，公共领域汽车补贴退坡20%。从我国新能源车渗透率数据来看，从2021年的13.4%提高到了2022年H1的21.6%，我国目前新能源汽车市场已经由政策驱动转为市场驱动。

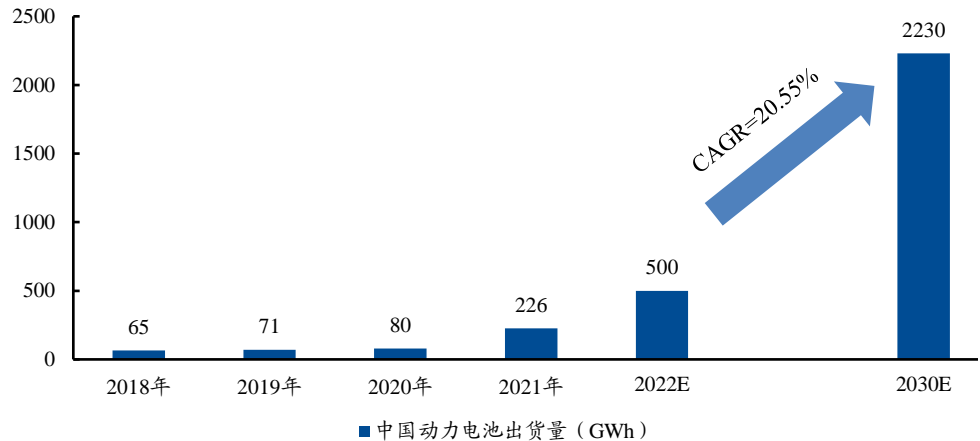
图 42、中国新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源车高增长推动动力电池快速发展。新能源汽车的高增长带来动力电池的需求增长，根据高工产业研究院数据，2021年中国动力电池出货量为226GWh，同比增长182.5%，预测2022年中国动力电池出货量逼近500GWh，到2030年中国动力电池出货量将达2230GWh，复合增速达到20.55%。

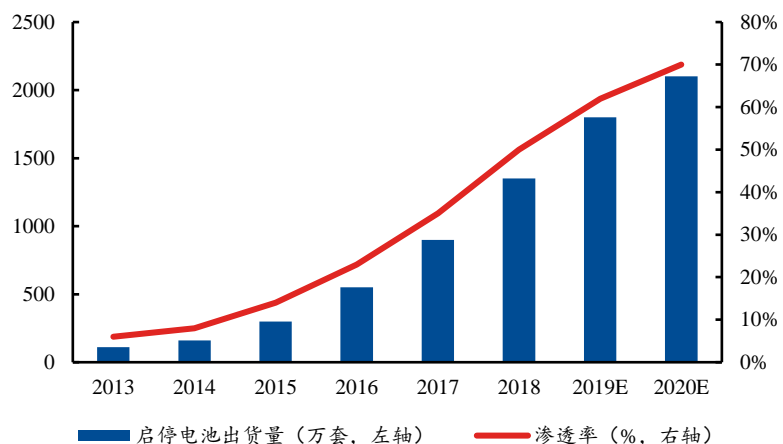
图 43、中国动力电池出货量



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

启停系统可助力节省燃油，启停电池市场规模较大。根据 GGII 调研，汽车启停系统在城市路况中可助力节省燃油超 8%，同时可以降低 CO₂ 排放，帮助汽车降低油耗。启停电池市场可分为配套市场和替换市场，配套市场是指新车配备的启停电池，会跟随新车销量增长，替换市场是指存量车维修和保养需要进行对启停电池进行替换，启停蓄电池平均更换周期是 4 年。根据国际市场研究机构 Technavio 预测，全球启停电池市场规模 2020 年是 64.13 亿美元，2024 年整体规模增长 78.5 亿美元。根据 GGII 数据，2020 年我国启停电池出货量为 2100 万套，渗透率为 70%。

图 44、中国启停电池市场规模及渗透率



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

启停电池目前主要以铅酸蓄电池为主，锂电池替代趋势明显。启停电池主要用于满足汽车启停系统的需要，具体可分为铅酸蓄电池和锂电池，其中铅酸蓄电池可分为阀控式贫玻璃纤维电池 (AGM 电池) 和增强型富液电池 (EFB 电池)。目前，根据中国产业信息网数据显示，铅蓄电池在我国汽车启动启停电池领域的使用率

约 90%，但锂电池具有能量密度高、环保性好、循环使用寿命长、质量轻、节能等优点，未来启停锂电池替代铅蓄电池的空间较大。

图 45、公司启停电池图示



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司深耕磷酸铁锂启停电芯技术，拓展多家客户。冠宇启停电池主要是 12V/48V 磷酸铁锂启停电芯，已经切入主流客户--上汽和通用等供应链，2021 年 11 月，子公司冠宇动力电池收到上汽集团定点函成为其定点供应商，为其开发和供应智己 LS7 车型的 12V 锂电池，今年可实现批量供货。

电动摩托车向轻量化发展，进入快速增长期。2019 年 4 月，“新国标”正式实施，电动摩托车行业向轻量化发展，锂离子电池相对于铅酸电池重量更小，且具有环保、节能等优点。未来随着锂离子电池的成本下降，市场增长空间更大。根据 Prescient & Strategic Intelligence 的统计数据，我国电动摩托车及踏板车市场规模将从 2017 年的 77 亿美元增长至 2025 年的 125 亿美元，年均复合增速为 6.24%。

公司进入电动摩托车领域较早，已为多家客户实现批量供货。根据 GGII 预测，2020 年，我国电动二轮车用动力锂电池出货量为 9.7GWh，2025 年将增长至 35GWh，年均复合增速为 29.26%。2011 年，公司率先为竞速电动摩托提供电池方案，较早进入电动摩托车领域。目前，公司电动摩托车电池客户包括豪爵、康明斯、雅迪等，已经实现批量供货。

公司逐步切入动力电池领域，今年再获突破。公司已经以启停电池和电动摩托切入动力电池领域，目前，已经为中华汽车小批量供应 HEV 动力电池，2022 年 6 月，公司获得柳州五菱 PHEV 动力电池系统的定点供应商资格，动力电池业务不断取得突破。

图 46、公司动力类电池客户



资料来源：各公司官网，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

公司注重研发投入，在启停电池和动力电池上技术储备充足，员工团队规模不断扩大。公司重视技术创新，不断进行技术研发，储备多项启停电池和动力电池技术，铸就技术壁垒，提高公司产品竞争力。目前，公司已经制备出能量密度高达 350Wh/kg 的固态电池样品，在电解液等方面也有所突破。此外，公司引进大量技术人员，2022 年 6 月末，冠宇各动力类业务子公司员工总数为 1622 人，较 2021 年末的人数翻倍，未来公司依托高技术壁垒，产品竞争力有望进一步增强。

表 4、公司启停电池和动力电池部分技术储备

技术名称	技术描述	应用领域
固态金属锂电池技术	可以突破现有锂离子电池的能量密度瓶颈，同时大幅改善电池的安全性能，公司已自主开发出新型固态电解质膜关键材料，制备出了能量密度高达 350Wh/kg 的固态电池样品	动力电池
动力电池电解液技术	采用该电解液技术，公司的动力电池产品具备低温冷启动、超高功率、超长循环寿命以及 15 年以上日历寿命等特性	动力电池
车用 7000W/Kg 高功率技术	大幅度提高混合动力电池的功率性能、低温冷启动性能及循环寿命，目前公司最新一代产品的 50%SOC 常温放电 10s 极限功率可达 7700W/kg	动力电池
12V 磷酸铁锂启停电芯技术	可满足汽车对启停电池高功率输出的要求	启停电池

资料来源：珠海冠宇可转债募集说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

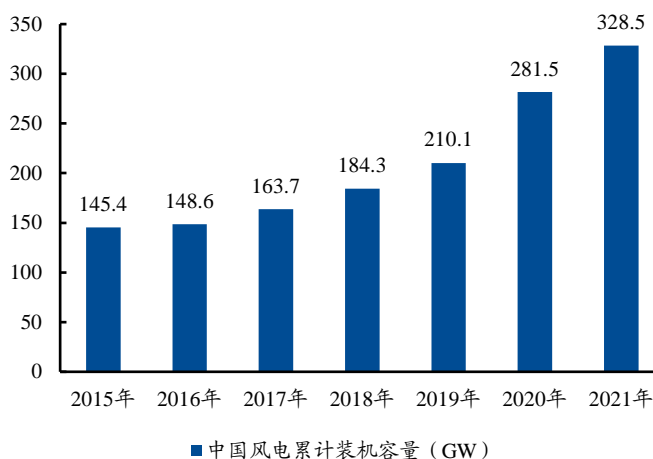
3.2、锂电储能如日方升，公司以户储和通信储能切入储能赛道

各国提出碳中和具体目标，能源转型是实现碳中和的关键。目前全球许多国家已经将“碳中和”定为重要目标，并设定了一系列的政策和目标，我国亦制定了“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”的战略目标。为了有效降低 CO₂ 排放量，电力系统需

要将能源结构转变，将以用水力、风能、光伏等清洁能源来代替火力（高碳能源）作为主要电力来源。

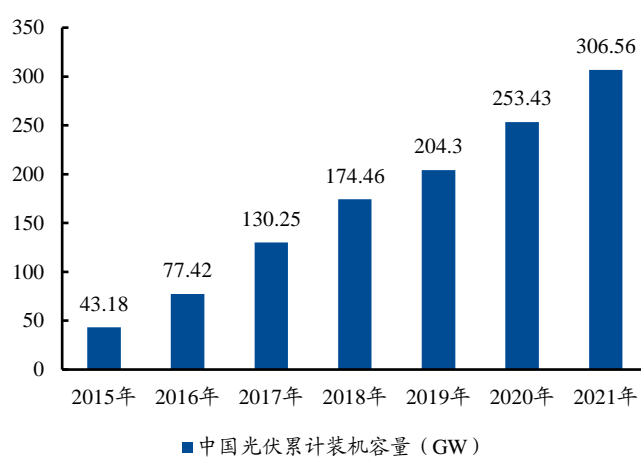
可再生能源占比提高，对电力系统提出挑战。最近两年，我国风光行业快速发展，风电、光伏累计装机量开始迅速增长。根据国家能源局《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，到2030年我国非化石能源占一次能源消费比重将达到25%，风光装机容量将达到1200GW以上。由于电力系统需要高稳定性，而风电、光伏受风速、光照的影响波动较大，因此可再生能源对发电侧的电力接入提出大的挑战，并导致用电侧一天内会有峰值和峰谷，对电力系统造成影响。发电、用电两侧波动，会造成资源的浪费，对电网的技术提出了更高的要求。

图 47、2015-2021 年中国风电累计装机容量



资料来源：中国能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、2015-2021 年中国光伏累计装机容量

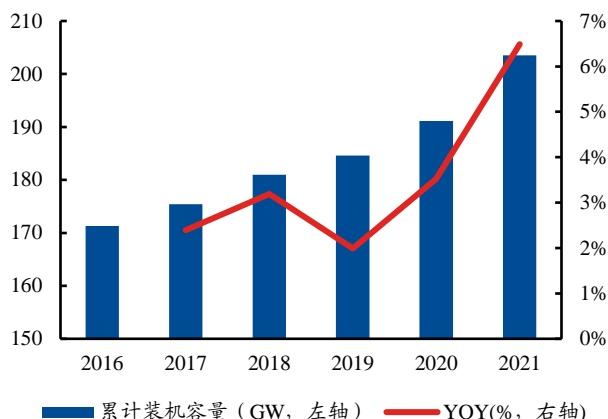


资料来源：中国能源局，兴业证券经济与金融研究院整理

储能能在能源转型中扮演重要角色，解决可再生能源进入电网的安全问题。储能是指将较难储存的能源形式转换为容易储存的形式进行储存。电力系统涉及电力的生产、传输、使用三个环节，各环节均可以用到储能。从发电侧来看，可再生能源发电供给不稳定，储能可以减少风光发电能源的浪费；从用电侧来看，储能可以将用户侧的需求变平缓；此外，储能还可以维护电网负荷稳定，因此储能成为可再生能源快速增长的必然选择。

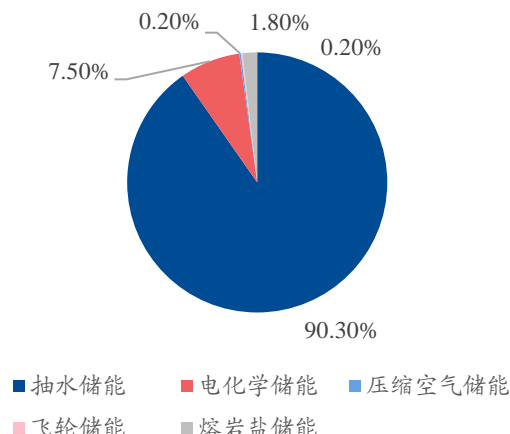
受益于“碳中和”，全球储能市场如日方升。受益于全球“碳中和”的战略目标和储能项目成本下行的趋势，全球储能市场保持稳步增长态势。2021年全球累计储能装机容量为203.5GW。目前全球储能细分结构以抽水储能为主，电化学主导新型储能，2020年占比为7.5%。

图 49、2016-2021 年全球储能累计装机容量



资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理

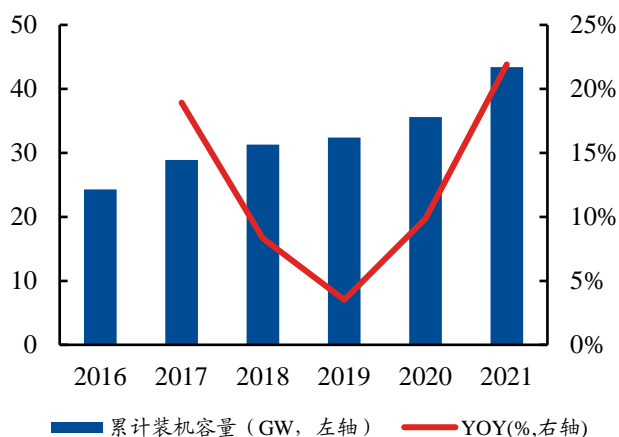
图 50、2020 年全球储能装机细分结构占比



资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理

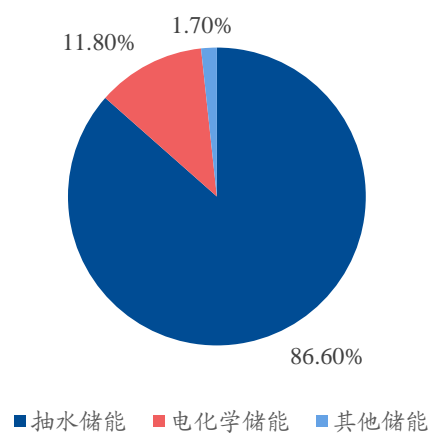
国内储能市场逐步启动，项目建设提速。从国内储能装机情况来看，据 CNESA 统计，2021 中国储能累计装机容量达到 43.4GW，同比增长 21.9%，占据全球累计装机容量的 21.3%。细分结构与全球一致，电化学储能装机容量快速提升，累计装机容量占比提升 2.7pct 至 11.8%。2022 年以来，各省市加快推进储能项目落地，超过 20 个省份明确了配套储能设备的配储比例，国家发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》提到，2025 年实现新型储能从商业化初期向规模化发展，装机规模达到 3000 万千瓦以上，2030 年实现新型储能全面市场化。

图 51、2016-2021 年中国储能累计装机容量



资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、2021 年中国储能装机细分结构占比



资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理

储能装机容量的提升带动储能电池需求量的发展。根据 GGII 的数据，全球储能电池需求规模从 2016 年的 5.5GWh 增长到 2020 年的 26.7GWh，未来全球储能电池需求将保持快速增长，预计到 2026 年全球储能电池需求规模达 2119 亿美元，根据 GGII 预测，预计 2025 年，全球储能电池出货量将逼近 500GWh，到 2030 年，

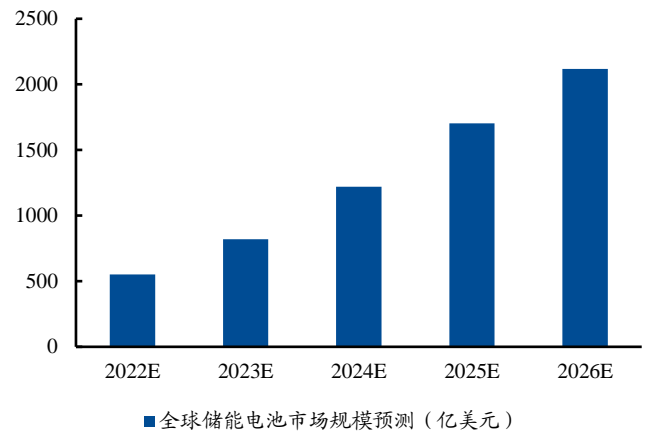
储能电池出货量将达到 2300GWh。

图 53、2016-2020 年全球储能电池需求



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

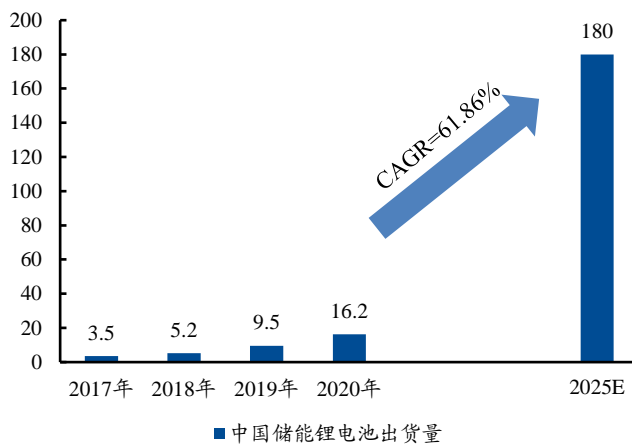
图 54、全球储能电池市场规模预测



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

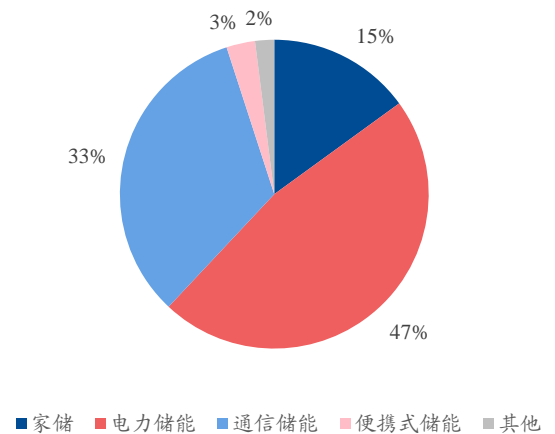
储能电池的应用空间打开，我国储能电池市场进入快速发展期。受到我国“新基建”的推动，以及海外需求市场的刺激，储能电池行业进入起步期，2017 年到 2020 年，我国储能锂电池出货量逐年增长，2020 年达到 16.2GWh，预计将在 2025 年达到 180GWh。储能电池下游应用范围广，2021 年，我国储能电池出货量中，电力储能占据 47%，通信储能占据 33%，家庭储能占比 15%，便携式储能占据 3%。

图 55、我国储能电池出货量（单位：GWh）



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

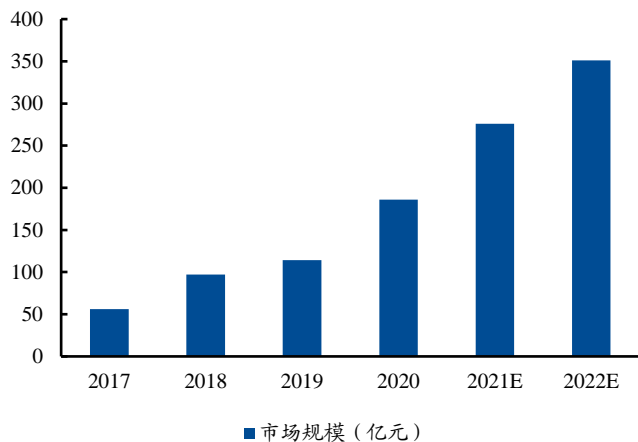
图 56、2021 年我国储能电池应用领域出货量结构



资料来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

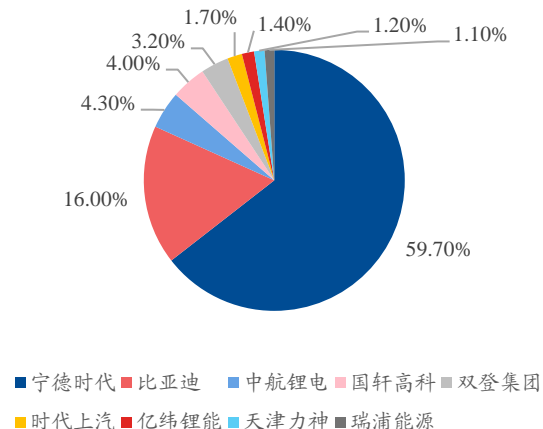
储能电池市场规模逐年攀升，竞争格局头部效应较为明显。受益于电池成本的持续下降和政府政策的刺激，我国储能电池的市场规模逐年攀升，据中商产业研究院预计，2021 年我国储能电池产值将达 276 亿元，2022 年将超 350 亿元。从竞争格局来看，我国储能电池集中度较高，头部效应较为明显，宁德时代占据约 6 成市场份额，比亚迪排名第二，中航锂电排名第三。

图 57、2017-2022 年中国储能电池市场规模预测



资料来源: GGII, 中商研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、中国储能电池企业市场竞争格局



资料来源: 中商研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司选择户储和通信储能为出发点, 后续有望打开储能市场。在储能市场, 公司目前处于布局阶段, 已经和多家厂商在 5G 通信和家庭储能方面建立了稳定的合作关系, 家庭储能电池产品客户包括 Sonnen、大秦新能源等, 通讯储能电池产品客户包括中兴等。目前公司储能业务发展态势良好, 未来有望从家庭储能、通讯备用电池逐步延伸至工商业储能等领域, 最终实现在储能电池领域的全面布局和规模化生产。

图 59、公司储能电池应用



资料来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司有多项动力和储能电池在研项目, 加大研发抢占市场。公司在动力和储能电池方面积极研发, 致力于技术水平的不断提升, 目前已经有多个项目进入量产阶段, 并有多个项目属于超前研发, 提前布局有助于公司提高产品竞争力, 抢占先机。

表 5、公司动力和储能电池部分在研项目

项目名称	拟达到目标	技术水平	应用领域	进展情况
超高能量密度半固态电池开发	提升电池能量密度与循环寿命,实现半固态电池工艺开发及小批量制备	实现电池兼顾超高能量密度与长循环寿命,可为 3~5 年后的高端电池产品开发奠定基础	动力类电池	实验室研究阶段
12V 汽车启动电池 PACK 研发	开发更新一代车用 12V 启动电池的锂电池系统	满足新能源乘用车 -20°C 低温启动及紧急模式下安全供电需求, BMS 满足 ISO26262 功能安全要求	动力类电池	开发阶段
大型植保无人机 PACK 研发	开发新一代满足大型无人机连续高功率使用场景要求的电池系统	大幅改善电池热管理性能,支持大倍率连续快充快放使用,实现容需的“两电循环”需求	无人机动力类电池	量产阶段
小动力聚合物锂离子电池第二代柔性 PACK 线体开发	提升小动力电池 PACK 的制造水平,实现高效生产和快速换型,提升制程能力,降低加工成本	生产效率提升约 40%,线体作业自动化率大幅提高	小动力锂电池	试产阶段
汽车低压电池 PACK 开发	12V 锂电池 PACK 开发,满足可靠性、安全性、功能性,实现短路保护、泵电保护功能以及低温限流充电功能	采用新型的半导体电子开关替代传统的机械继电器开关方案,实现微秒级的电池保护速度,同时实现充放电双向单独管理功能	汽车低压电池	开发阶段
锂电池高压储能系统研发	开发适合在发电侧、电网侧、用户侧应用的大规模锂电储能系统	可实现系统电量提升 20% 以上,热管理性能提高 10% 以上	储能电池	量产阶段
48V 通信锂电 PACK 研发	开发满足 5G 户外基站应用环境的新一代电池系统	新型电池包可以在 -40°C — +55°C 环境温度户外长期使用	储能电池	量产阶段

资料来源:珠海冠宇可转债募集说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

公司加速扩充产能,抓住市场发展机遇。前期公司动力类产能规模小,只有珠海产区的 0.5GWh/年,在 2022 年上半年浙江冠宇的年产 2.5GWh 的产线投产后,公司的产能达到了 3GWh。公司加快扩充产能,在浙江另规划建设年产 10GWh 的动力类锂电池产线,目前已经动工。重庆冠宇预计投资 40 亿元,规划建设 6 条高性能锂离子智能化产线,形成年产 15GWh 的锂离子产能,主要配套储能电池。

表 6、公司动力及储能产线情况

项目地点	产能	进展	用途
珠海	0.5GWh	已投产	--
浙江	2.5GWh	已投产	动力电池
浙江	10GWh	建设中	动力电池
重庆	15GWh	规划中	储能电池

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 111.46、150.59 和 188.69 亿元，同比+7.8%、+35.1%和+25.3%。预测 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 1.39、8.07 和 13.23 亿元，同比-85.3%、480.1%和 63.9%，对应 2022 年 12 月 5 日 22.71 元/股收盘价的 PE 分别为 183.2、31.6、19.3 倍，首次覆盖给予“审慎增持”评级：

表 7、公司分业务收入预测（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	10340.0	11146.5	15058.9	18868.8
YOY	48.5%	7.8%	35.1%	25.3%
手机业务				
收入	2711.8	2827.3	4655.8	6215.6
YOY	34.1%	4.7%	64.7%	33.5%
毛利率	22.6%	17.0%	20.7%	21.5%
电脑业务				
收入	6769.3	6736.5	7651.2	8580.7
YOY	47.9%	-0.5%	13.6%	12.1%
毛利率	26.6%	17.8%	25.5%	26.9%
动力及储能业务				
收入	94.5	310.53	1028.6	1770.7
YOY	753.7%	228.7%	231.2%	72.2%
毛利率	-16.7%	4.6%	9.3%	13.7%
其他消费电子业务				

收入	391.6	625.1	895.7	1243.0
YOY	183.9%	59.6%	43.3%	38.8%
毛利率	23.5%	18.4%	23.1%	23.8%
其他业务				
收入	372.8	647.2	827.7	1058.8
YOY	72.9%	73.6%	27.9%	27.9%
毛利率	30.1%	23.9%	27.8%	27.5%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院预测与整理

公司以消费类锂电池以及动力和储能锂电池为两大业务，我们采用欣旺达、亿纬锂能、德赛电池、鹏辉能源作为可比公司，公司目前估值高于可比公司，考虑到公司与北美大客户合作不断深入，新增叠片电池产能后续投产，成本下降短期业绩增速快，中期成长确定性强，且公司正处于扩产动力和储能电池业务的早期，给予公司一定估值溢价。

表 8、可比公司估值

代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (人民币元)			PE	
				2021	2022E	2023E	2022E	2023E
300207.SZ	欣旺达	23.92	445.49	0.53	0.57	1.04	41.76	23.00
300014.SZ	亿纬锂能	83.98	1714.67	1.53	1.66	3.22	47.07	24.24
000049.SZ	德赛电池	49.69	148.77	2.64	3.04	3.55	16.34	13.99
300438.SZ	鹏辉能源	76.28	351.87	0.42	1.43	2.55	53.49	29.93
平均 PE							39.67	22.79
688772.SH	珠海冠宇	22.71	254.77	0.84	0.12	0.72	183.20	31.58

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理（欣旺达和珠海冠宇采用兴业证券相关研究报告，其他公司估值引用 wind 一致预测，收盘价日期为 2022.12.05）

5、风险提示

1) **原材料价格上涨**：公司营业成本中原材料占比较高，若原材料价格上涨，公司收入和利润将受到较大影响。

2) **下游市场需求不及预期:** 若未来笔记本电脑、智能手机市场需求不及预期, 则可能导致公司主营业务收入和利润下降。

3) **动力和储能电池进展不及预期:** 公司目前正积极扩产动力和储能电池, 若未来扩产进展有所延迟, 可能会影响公司发展。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8756	6231	9890	13317
货币资金	2916	1398	2481	4203
交易性金融资产	31	11	13	14
应收票据及应收账款	2939	0	3156	3676
预付款项	85	0	45	58
存货	2353	4592	3828	4967
其他	432	229	367	398
非流动资产	7580	6656	6039	5360
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4280	4457	4076	3416
在建工程	1761	901	465	253
无形资产	263	314	369	428
商誉	9	8	9	9
长期待摊费用	522	623	733	849
其他	745	354	386	406
资产总计	16336	12887	15929	18677
流动负债	8066	4575	6393	7454
短期借款	910	3892	569	589
应付票据及应付账款	6266	0	5095	6123
其他	890	683	728	741
非流动负债	1974	2079	2506	2937
长期借款	1262	1619	2010	2424
其他	711	460	495	513
负债合计	10039	6654	8899	10391
股本	1122	1122	1122	1122
资本公积	3433	3433	3433	3433
未分配利润	1637	1568	2332	3534
少数股东权益	-1	-1	-2	-3
股东权益合计	6297	6234	7030	8287
负债及权益合计	16336	12887	15929	18677

计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	946	139	807	1323
折旧和摊销	829	826	949	1019
资产减值准备	252	-172	61	24
资产处置损失	-0	0	-0	-0
公允价值变动损失	2	11	8	9
财务费用	70	103	189	204
投资损失	-23	-10	-16	-21
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
营运资金的变动	-209	-5351	2385	-805
经营活动产生现金流量	1988	-4430	4390	1757
投资活动产生现金流量	-3937	-148	-186	-196
融资活动产生现金流量	3146	3060	-3122	161
现金净变动	1188	-1518	1083	1723
现金的期初余额	867	2916	1398	2481
现金的期末余额	2055	1398	2481	4203

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10340	11146	15059	18869
营业成本	7739	9185	11610	14397
税金及附加	32	27	36	43
销售费用	43	42	57	72
管理费用	629	816	1099	1368
研发费用	623	745	1020	1195
财务费用	71	103	189	204
其他收益	51	70	50	50
投资收益	23	10	16	21
公允价值变动收益	-2	-11	-8	-9
信用减值损失	1	30	-3	3
资产减值损失	-252	-175	-211	-199
资产处置收益	0	-0	0	0
营业利润	1023	152	891	1455
营业外收入	12	10	10	10
营业外支出	10	9	17	13
利润总额	1024	153	884	1453
所得税	79	14	78	131
净利润	945	139	806	1322
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	946	139	807	1323
BPS(元)	0.84	0.12	0.72	1.18

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	48.5%	7.8%	35.1%	25.3%
营业利润增长率	4.1%	-85.1%	484.8%	63.3%
归母净利润增长率	15.8%	-85.3%	480.1%	63.9%
盈利能力				
毛利率	25.1%	17.6%	22.9%	23.7%
净利率	9.1%	1.2%	5.4%	7.0%
ROE	15.0%	2.2%	11.5%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	51.6%	55.9%	55.6%
流动比率	1.09	1.36	1.55	1.79
速动比率	0.79	0.36	0.95	1.12
营运能力				
资产周转率	83.0%	76.3%	104.5%	109.0%
应收帐款周转率	389.8%	753.4%	968.0%	559.5%
存货周转率	438.8%	259.7%	274.1%	322.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.84	0.12	0.72	1.18
每股经营现金	1.77	-3.95	3.91	1.57
每股净资产	5.61	5.56	6.27	7.39
估值比率(倍)				
PE	26.9	183.2	31.6	19.3
PB	4.0	4.1	3.6	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn