

消费电子复苏在即，横纵向拓展增长可期

珠海冠宇 (688772)

报告摘要

►深耕消费电子多年，持续研发投入

公司是全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，目前产品包括消费类电池、动力类电池和储能类电池。2023年Q1-Q3，公司实现营收85.40亿元，同比上升2.43%。受美元兑人民币汇率上升、原材料市场价格下降等影响，公司2023年Q3归母净利润达1.49亿元，同比上升约565%。2023年Q1-Q3，公司实现毛利率24.75%，同比提升6.61pct。净利率方面，公司2023年Q1-Q3净利率达2.27%，同比提升1.25pct。

►消费电子业务横纵向扩张，竞争力凸显打开市场空间

目前，全球智能手机和PC市场已呈现缓慢复苏迹象。手机方面，公司智能手机锂电池市占率多年稳居全球前五；公司与华为、荣耀、小米、OPPO等厂商开展深度合作，并在2023年上半年首次实现苹果手机电池产品的量产。笔电方面，公司笔记本电脑及平板电脑锂电池的市占率连续多年位居全球前二并持续提升；公司不断扩大在惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁等厂商的份额，在苹果笔电的份额也保持稳步提升。

公司消费类产品已横向拓展至无人机和可穿戴设备等领域，客户包括大疆、BOSE、Meta、Google等，新兴电子领域的不断拓展有望为公司持续发展带来机遇。纵向拓展方面，公司消费类PACK业务持续提升，2023年上半年公司消费类电芯PACK自供比例近32%，同比上升4.55pct。随着未来PACK自供比例稳步提升，公司产品单价有望持续增长，推动营收空间不断增加。此外，公司积极布局叠片电池技术，与下游头部终端厂商合作紧密，有望在未来为公司增长提供动能。

►动力及储能业务快速发展，进一步打开成长天花板

目前，公司的动力及储能类产品涵盖汽车启停系统电池、家庭储能电池、通讯备电、电动摩托车电池、电力储能系统、行业无人机电池等，客户包括豪爵、康明斯、中华汽车、上汽、通用、捷豹路虎、柳州五菱新能源、南网科技、中兴、Sonnen、大疆等。公司2023年上半年动力及储能类业务实现总营业收入4.21亿，同比增长约190%，近年来保持高速发展态势。由于公司动力及储能类业务无法形成规模化效应，因此毛利率仍为负值。未来随着动力及储能类产能布局的持续推进，相关亏损情况有望改善。

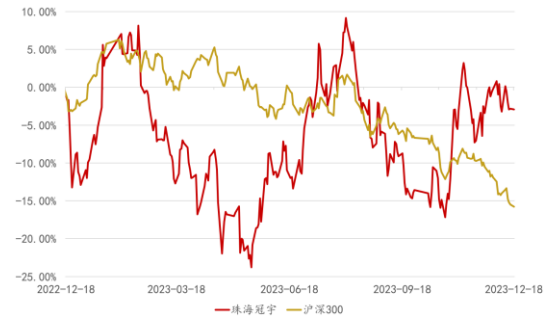
►盈利预测与投资建议

我们预计，2023-2025年公司营业收入分别为120.79亿元、161.61亿元、201.03亿元，归母净利润分别为4.49亿元、10.07亿元、15.02亿元，EPS分别为0.40元、0.90元、1.34元，对应PE为52X、23X、15X（以2023年12月18日收盘价20.68元计算）。公司为消费类锂电池龙头企业，客户结构优异。考虑公司在行业中的领先地位和客户与业务拓展带来的公司业绩提升空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
最新收盘价：20.68

股票代码：688772
52周最高价/最低价：23.55/16.08
总市值(亿)：232.00
自由流通市值(亿)：121.95
自由流通股数(百万)：589.69



分析师：杨睿
邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050003
联系电话：010-5977 5338

分析师：李唯嘉
邮箱：liwj1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070008
联系电话：010-5977 5349

研究助理：哈成宸
邮箱：hacc@hx168.com.cn
联系电话：021-5038 0388

风险提示

消费电子行业复苏不及预期、下游需求不及预期；原材料、产品价格等大幅波动风险；产能释放不及预期；客户拓展不及预期；技术路线变化风险；部分业务持续亏损风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,340	10,974	12,079	16,161	20,103
YoY (%)	48.5%	6.1%	10.1%	33.8%	24.4%
归母净利润(百万元)	946	91	449	1,007	1,502
YoY (%)	15.8%	-90.4%	393.4%	124.1%	49.2%
毛利率 (%)	25.1%	16.9%	23.3%	24.3%	25.0%
每股收益 (元)	0.95	0.08	0.40	0.90	1.34
ROE	15.0%	1.4%	6.3%	12.6%	15.9%
市盈率	21.77	258.50	51.66	23.05	15.45

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 深耕消费电池多年，持续研发投入.....	4
1.1. 消费电池主要供货商，营收稳步增长.....	4
1.2. 盈利能力有所恢复，研发费用率呈上升态势.....	6
1.3. 管理层履历丰富，股权激励深绑核心人员.....	7
2. 消费电子业务横纵向扩张，竞争力凸显打开市场空间.....	11
2.1. 手机市场有望逐步复苏，切入“果链”增长可期.....	11
2.2. 笔电领域核心电池供应商，行业地位居前.....	13
2.3. 消费类产品横向拓展，可穿戴设备领域打开新空间.....	14
2.4. 电芯制造领域起家，PACK 自供比例稳步提升.....	15
2.5. 叠片工艺电池优势突出，公司与头部客户合作紧密.....	16
3. 动力及储能业务快速发展，进一步打开成长天花板.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

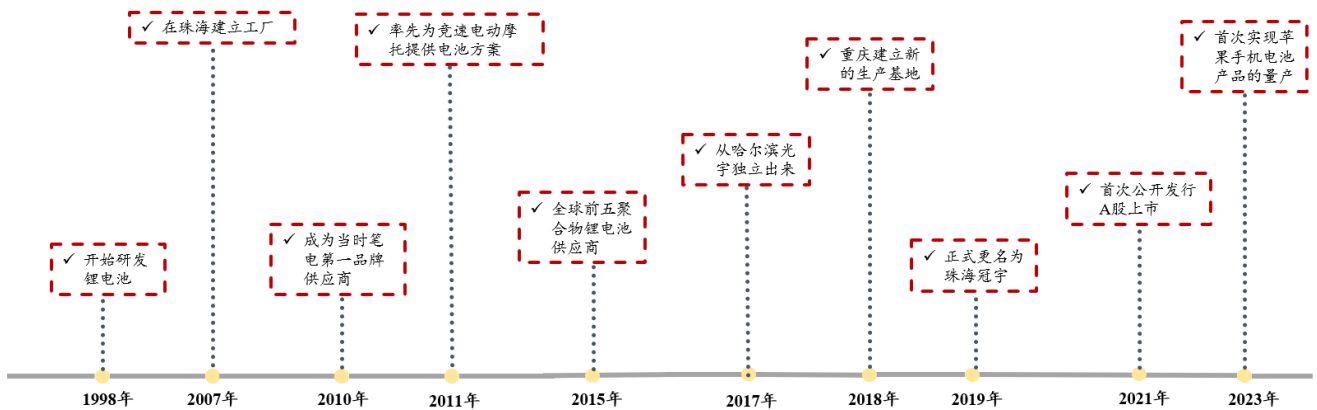
图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司分业务营收占比情况.....	5
图 3 公司近年来营业收入情况.....	5
图 4 公司近年来归母净利润情况.....	5
图 5 公司整体盈利能力情况.....	6
图 6 公司分产品盈利能力情况.....	6
图 7 公司费用规模情况.....	7
图 8 公司费用率情况.....	7
图 9 公司股权结构稳定（截止 2022 年 12 月 31 日）.....	8
图 10 全球智能手机市场格局（按出货量）.....	11
图 11 2021 年全球手机锂电池格局.....	11
图 12 公司 2022 年手机锂电池的市场占有率同比提升.....	12
图 13 2013-2024 年全球智能手机市场出货量及预测（百万台）.....	12
图 14 全球智能手机近两年来的月度销量同比变化.....	13
图 15 全球 PC 市场格局（按出货量）.....	13
图 16 2021 年全球笔记本电脑及平板电脑锂电池格局.....	13
图 17 公司在笔记本电脑及平板电脑锂电池的市场占有率持续提升.....	14
图 18 全球 PC 出货量（分季度，百万台）.....	14
图 19 全球传统 PC 出货量及预测.....	14
图 20 全球可穿戴设备出货量及预测（亿台）.....	15
图 21 公司笔电类的电芯和 PACK 产品平均单价.....	16
图 22 公司手机类的电芯和 PACK 产品平均单价.....	16
图 23 叠片电池和卷绕电池对比.....	16
图 24 全球高端手机销量和收入贡献呈上升态势.....	17
图 25 2022 年公司动力及储能类电池收入领域构成.....	17
图 26 2022 年公司动力及储能类电池收入客户构成.....	17
图 27 公司低压启停电池产品图.....	18
图 28 公司储能产品图.....	19
图 29 公司动力及储能类业务收入快速增长.....	20
表 1 公司管理层行业经验丰富.....	9
表 2 公司 2023 年限制性股票激励计划（草案）中公司和个人层面业绩考核要求及归属比例.....	10
表 3 公司盈利预测.....	21
表 4 可比公司盈利预测.....	21

1.深耕消费电子多年，持续研发投入

1.1.消费电子主要供货商，营收稳步增长

深耕行业多年，为全球消费电子主要供货商。公司前身冠宇有限成立于 2007 年，由哈光宇电源、佳运科技、光宇国际共同投资设立。公司是全球消费类聚合物软包锂离子电池主要供应商之一，消费类电池产品包括电芯及 PACK，下游覆盖笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴、电动工具、无人机等领域；同时切入动力及储能电池领域，产品包括电芯、模组、PACK 和系统，其中动力类产品应用领域包括汽车启停系统、电动摩托、行业无人机、新能源汽车高压电池等，储能类产品涵盖家用储能、通讯备电、工商业储能等领域。

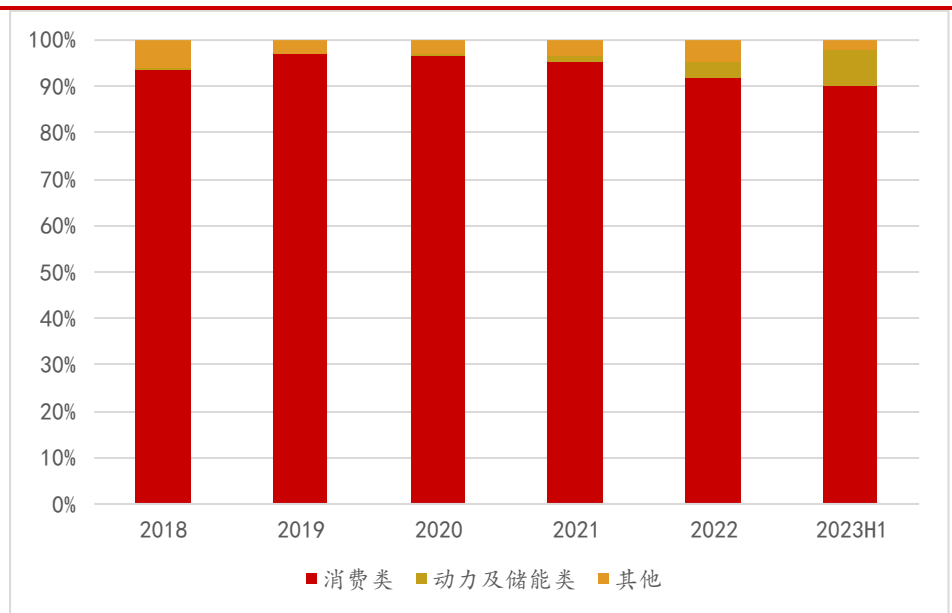
图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华西证券研究所

目前，公司产品主要包括消费类电池、动力类电池和储能类电池。近年来，公司消费类电池营收和毛利占比均保持九成以上。2023 年上半年，公司消费类电池营收占比达 90.15%，为公司主要产品类型。

图 2 公司分业务营收占比情况

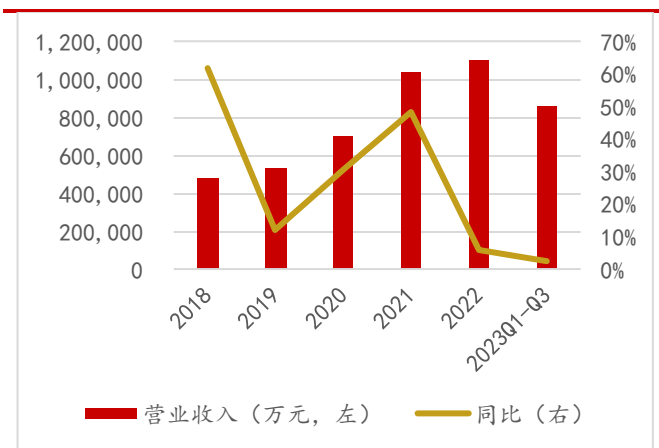


资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

营收稳步增长，归母净利润有所恢复。2022 年以前，公司营收和归母净利润基本保持较快增长态势。据公司 2022 年年报，2022 年，在外部环境以及市场竞争等因素影响下，公司营收增速有所放缓；同时，受原材料价格上涨、下游消费需求萎缩、动力类业务尚处于起步阶段等因素影响，公司归母净利润大幅下滑，同比降幅约 90%。

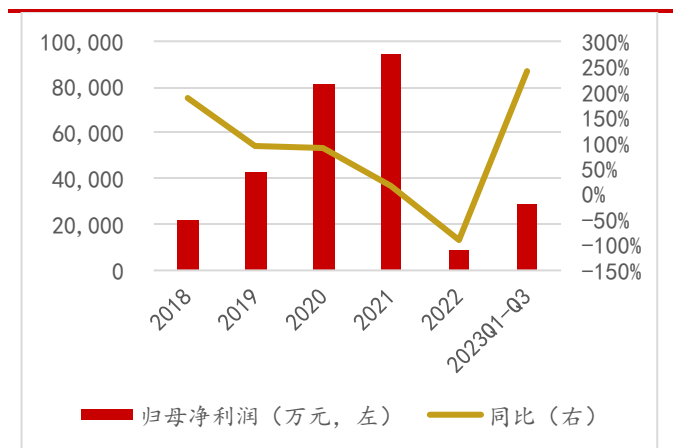
2023 年 Q1-Q3，公司实现营收 85.40 亿元，同比上升 2.43%，保持稳定增长态势；其中，2023 年 Q3 公司实现营收 30.66 亿元，同比上升 17.91%，环比下降 0.98%。据公司 2023 年 10 月投资者活动关系记录表，受美元兑人民币汇率上升、原材料市场价格下降、生产运营效率提升等多重因素影响，2023 年三季度公司归母净利润同比增长显著，2023 年 Q3 归母净利润达 1.49 亿元，同比上升 564.91%；2023 年 Q1-Q3，公司实现归母净利润 2.90 亿元，同比上升 241.35%。

图 3 公司近年来营业收入情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司近年来归母净利润情况



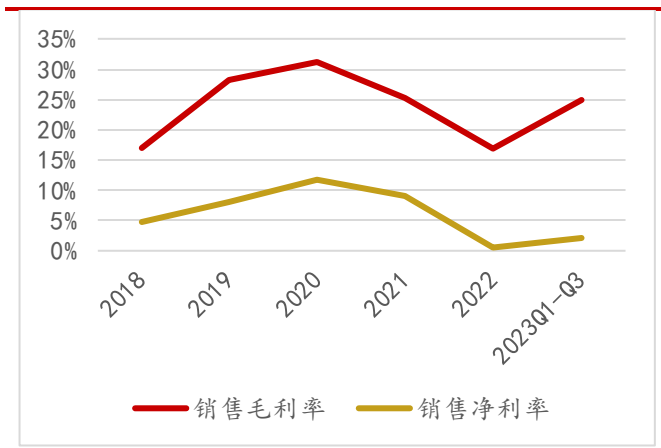
资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 盈利能力有所恢复，研发费用率呈上升态势

受益原材料价格下行等因素，公司 2023 年前三季度盈利能力有所恢复。近两年来，受原材料价格上涨等因素影响，公司盈利能力有所回落。2023 年 Q1-Q3，公司实现毛利率 24.75%，同比提升 6.61pct；其中，据公司 2023 年 10 月投资者关系活动记录表，受美元兑人民币汇率上升、原材料市场价格下降等因素的影响，公司 2023 年 Q3 毛利率达 28.83%，同比提升 10.99pct，环比上升 3.44pct。净利率方面，公司 2023 年 Q1-Q3 净利率达 2.27%，同比提升 1.25pct；其中，公司 2023 年 Q3 实现净利率 3.23%，同比提升 2.37pct，环比下降 5.07pct。

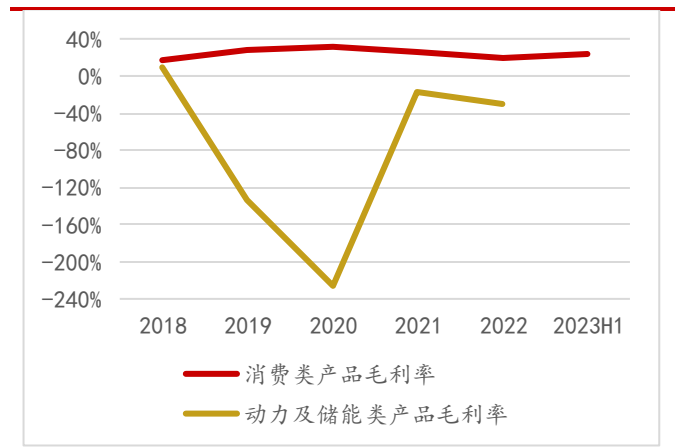
分业务看，公司消费类业务盈利能力变动与整体趋势接近，23H1 消费类产品毛利率约为 24%；动力及储能类电池业务方面，据公司 2023 年 9 月投资者关系活动记录表，公司动力及储能类业务毛利率为负主要系产能规模较小且有效产能较低，无法形成规模化效应所致，虽然新建产线投产转固后会相应增加公司的折旧摊销金额，但预计未来随着新建产线落成后产能逐步释放，规模效应逐渐显现，生产效率逐步提高，亏损情况将有所改善。

图 5 公司整体盈利能力情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

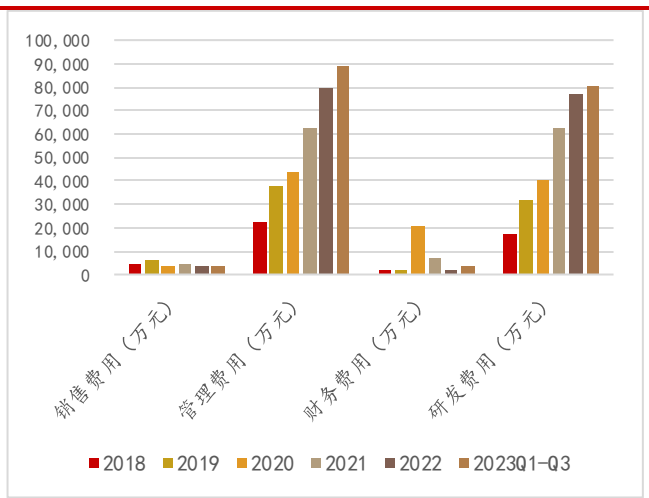
图 6 公司分产品盈利能力情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

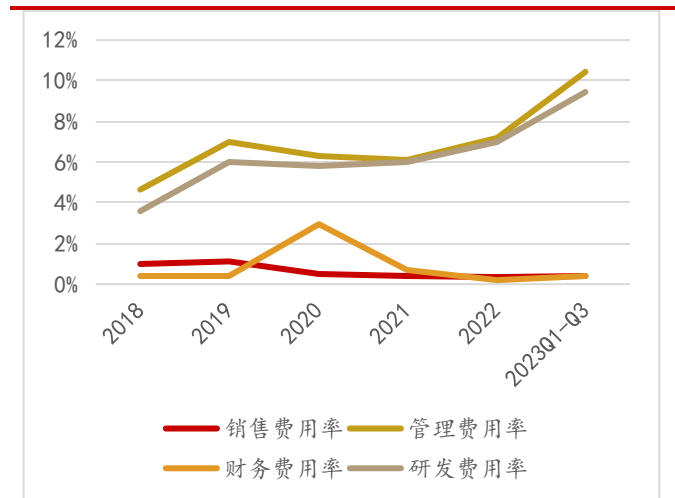
费用规模有所上升，管理和研发投入加大。近年来，随着公司规模扩大，整体费用规模有所增加，主要体现在管理费用和研发费用方面；其中，管理费用增长系公司经营规模不断扩大导致管理及行政人员数量应业务增长需求上升等因素影响，研发费用则由于公司持续加大研发投入，为业务规模增长夯实基础。从费用率的角度来看，2019-2022 年期间，公司整体费用率有所波动，但整体幅度可控；2023 年前三季度公司整体费用率有所提升，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.44%/10.44%/9.45%/0.41%，同比分别-0.03/+1.25/+2.50/+0.67pct。

图 7 公司费用规模情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

图 8 公司费用率情况

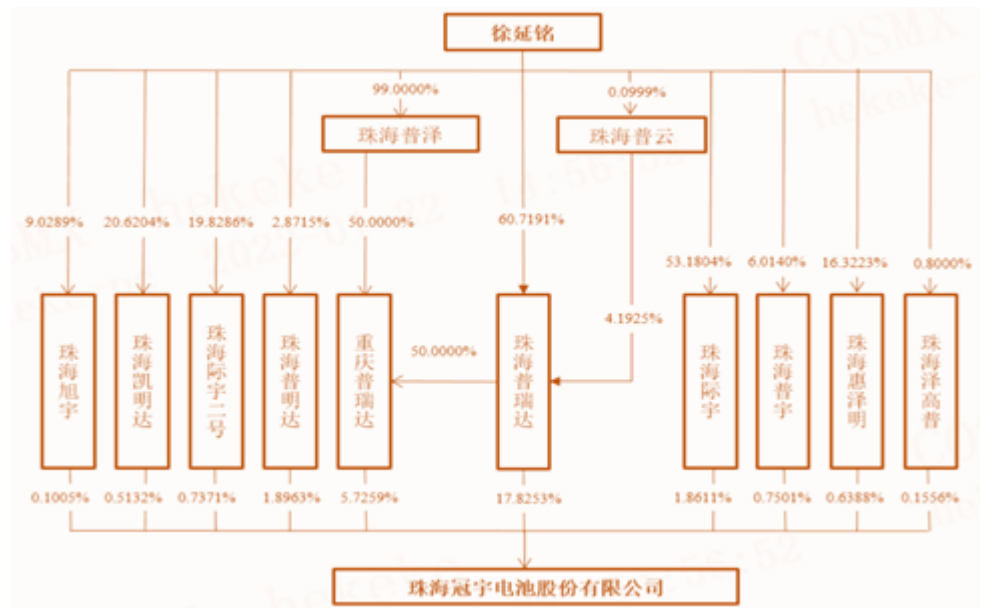


资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

1.3. 管理层履历丰富，股权激励深绑核心人员

公司股权结构稳定，实际控制人为徐延铭。公司股权结构稳定，珠海普瑞达为公司控股股东，公司实际控制人为徐延铭。截止 2022 年 12 月 31 日，徐延铭持有珠海普瑞达 60.7191% 的股权，为珠海普瑞达的控股股东，可控制珠海普瑞达所持有的公司 17.8253% 股份的表决权；此外，徐延铭通过珠海普瑞达、珠海普泽可控制重庆普瑞达所持有的公司 5.7259% 股份的表决权，并可控制包括珠海普明达等八位公司股东合计所持有的公司 6.6527% 股份的表决权。

图 9 公司股权结构稳定（截止 2022 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

管理层履历丰富，核心人员稳定。公司主要管理团队和技术人员相关行业履历丰富；其中，董事长兼总经理徐延铭先生、董事付小虎先生均曾在比克电池任职，副总经理谢斌先生曾在东莞新能源科技有限公司任职。我们认为，核心团队行业经验丰富，为公司业务开拓以及坚实稳步发展提供基础和保障。

表 1 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	简介
徐延铭	董事长、总经理、核心技术人员	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,任公司董事长、总经理,自2017年4月起担任珠海市智能制造联合会会长,自2019年起担任重庆市通信智能终端产业协会副会长,自2019年8月起担任广东省电池行业协会名誉会长,并于2020年4月入选国家科学技术部“创新人才推进计划”科技创新创业人才。
付小虎	董事、核心技术人员	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,现任公司董事。
刘铭卓	财务负责人、副总经理	先后任职于华峰集团有限公司合成树脂分公司、广东华美集团有限公司、冠日通讯科技(深圳)有限公司、宇龙计算机通信科技(深圳)有限公司等公司,现任公司副总经理、财务负责人。
林文德	董事、副总经理	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,现任公司董事、副总经理。
牛育红	董事、副总经理	先后任职于黑龙江省社科院、黑龙江省北亚实业股份有限公司、哈尔滨圣日电池实业公司、哈光宇电源、深圳市力可兴电池有限公司、上海光宇睿芯微电子有限公司等,现任公司董事、副总经理。
谢斌	副总经理	先后任职于东莞新科磁电厂、东莞库柏电子有限公司、赛尔康技术(深圳)有限公司、东莞沃能科技有限公司、东莞新能源科技有限公司等,现任公司副总经理。

资料来源:公司公告,华西证券研究所

激励方案彰显信心,深绑核心人员。2023年4月,公司发布限制性股票激励计划(草案),后续经调整部分内容后,拟向包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员及技术(业务)骨干等954人授予限制性股票数量2123.87万股,授予价格(含预留授予)为8.96元/股。此外,据公司计划草案公告,公司层面的业绩考核内容中,2023、2024、2025年营业收入目标值分别为125亿元、145亿元、165亿元;同时,公司对个人层面业绩也提出了考核要求。在公司业绩目标达成的前提下,激励对象当年实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量×公司层面归属比例×个人层面归属比例。

表 2 公司 2023 年限制性股票激励计划（草案）中公司和个人层面业绩考核要求及归属比例

公司层面业绩考核要求及归属比例			
本激励计划预留部分限制性股票在 2023 年三季度报告披露前授出时公司层面考核情形及归属比例			
归属期	考核年度	考核年度公司营业收入 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2023	125 亿元	93.75 亿元
第二个归属期	2024	145 亿元	108.75 亿元
第三个归属期	2025	165 亿元	123.75 亿元
考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)	
考核年度公司营业收入 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$	
	$An \leq A < Am$	$X=75\% + (A - An) / (Am - An) * 25\%$	
	$A < An$	$X=0\%$	
本激励计划预留部分限制性股票在 2023 年三季度报告披露后授出时公司层面考核情形及归属比例			
归属期	考核年度	考核年度公司营业收入 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2024	145 亿元	108.75 亿元
第二个归属期	2025	165 亿元	123.75 亿元
考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)	
考核年度公司营业收入 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$	
	$An \leq A < Am$	$X=75\% + (A - An) / (Am - An) * 25\%$	
	$A < An$	$X=0\%$	
个人层面业绩考核要求及归属比例			
考评结果 $S \geq 90$	考评结果 $90 > S \geq 80$	考评结果 $80 > S \geq 70$	考评结果 $S < 70$
100%	80%	60%	0%

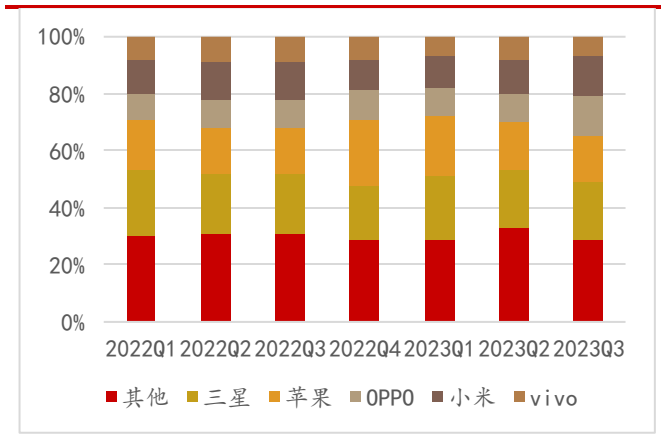
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.消费电子业务横纵向扩张，竞争力凸显打开市场空间

2.1.手机市场有望逐步复苏，切入“果链”增长可期

全球智能手机市场格局稳定，手机锂电池市场呈现“一超多强”。据 Counterpoint Research 数据，全球智能手机市场格局较为稳定且集中，三星、苹果、OPPO、小米、vivo 近两年来稳居出货份额前五，合计份额基本维持在 70%左右。就手机锂电池市场而言，据 Techno Systems Research 数据，2021 年全球手机锂电池 CR5（ATL、三星 SDI、比亚迪、LG 新能源、珠海冠宇）合计份额超 70%，同样呈现较为集中的态势；略有不同的是，除 ATL 一家独大占据近 40%的份额、三星 SDI 紧随其后占据超 10%的份额外，排名三到五位的厂商份额无明显差距，整体呈现“一超多强”的格局。

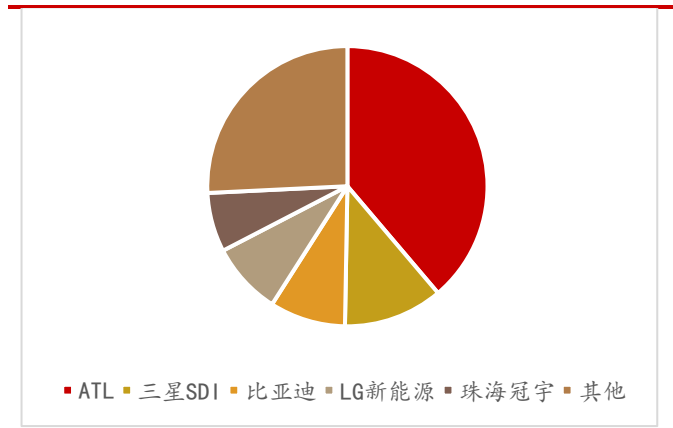
图 10 全球智能手机市场格局（按出货量）



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

注：OPPO 从 2021 年第三季度开始包含 OnePlus

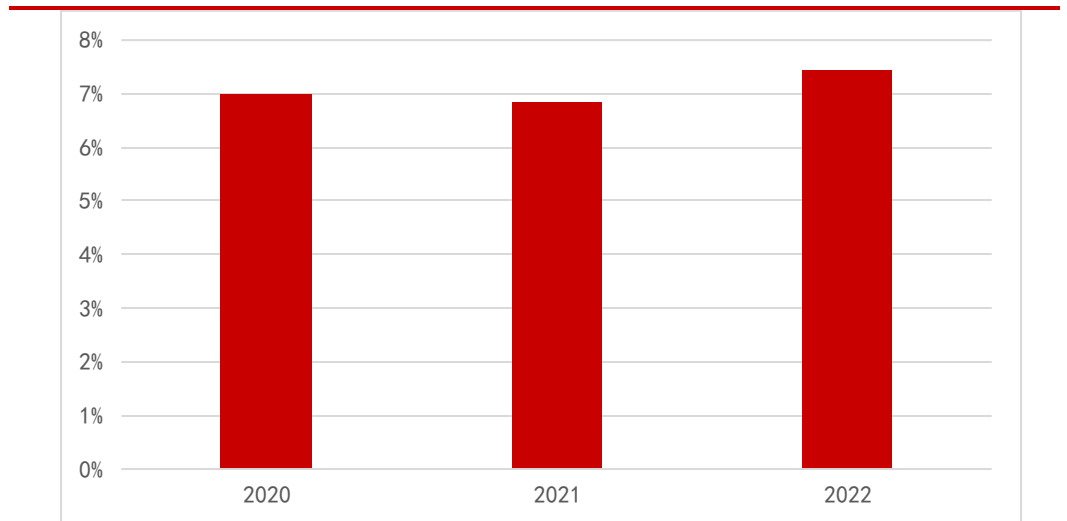
图 11 2021 年全球手机锂电池格局



资料来源：Techno Systems Research，公司公告，华西证券研究所

公司首次量产苹果手机电池，行业市占率有望持续增长。根据 Techno Systems Research 统计，2022 年公司智能手机锂电池的市场占有率为 7.43%，同比增加 0.59pct，连续多年位居全球前五，预计具备较大市占率提升空间。公司客户基本涵盖主流手机厂商，并持续积极拓展。据公司 2023 年半年报，公司与现有客户华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、联想、中兴等智能手机厂商持续开展深度合作，并在报告期内首次实现苹果手机电池产品的量产，为未来公司在手机电池市场份额的增长带来新的机遇。

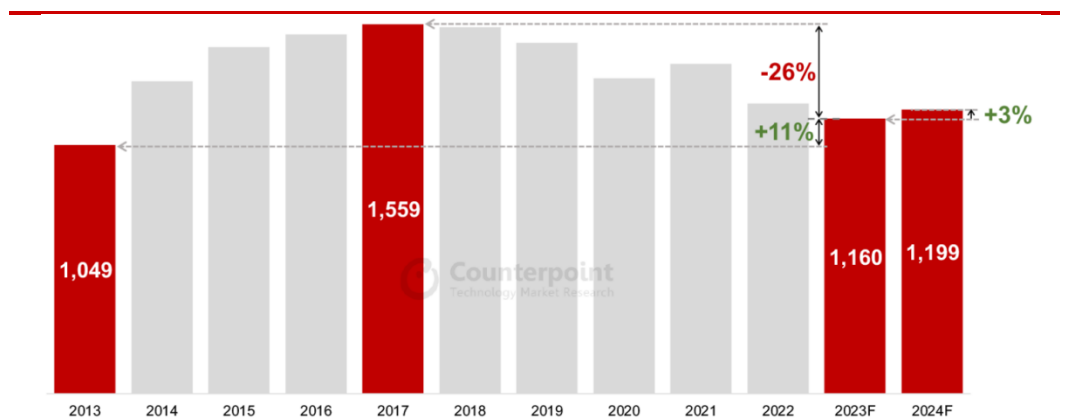
图 12 公司 2022 年手机锂电池的市场占有率同比提升



资料来源：Techno Systems Research，公司公告，华西证券研究所

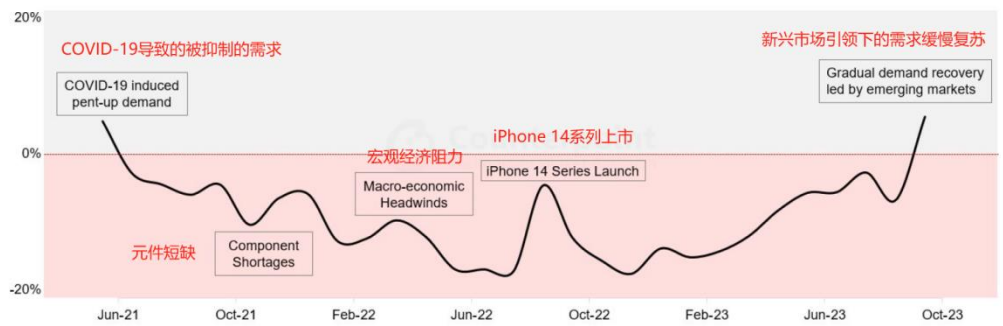
低基数下，未来全球手机出货有望逐步复苏。据 Counterpoint Research，2017 年以前，全球智能手机出货量呈现稳步增长态势；2018 年以来，伴随着手机更换周期的延长以及多重外部因素影响，全球手机市场需求逐步下滑。尽管 2021 年全球智能手机市场迎来短暂复苏，但 2022 年以来，在经济环境因素导致的需求低迷和换机动力不足等因素影响下，智能手机出货量继续呈现萎缩态势，库存出现积压。据 Counterpoint Research，受益于中东与非洲市场的持续恢复以及华为在中国市场的复苏等因素，2023 年 10 月，全球智能手机月度销量自 2021 年 6 月以来首次实现同比增长，中断了连续 27 个月同比下降的趋势；预计在 10 月销量增长的带动下，全球智能手机市场有望在未来几个季度逐步复苏。

图 13 2013-2024 年全球智能手机市场出货量及预测（百万台）



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

图 14 全球智能手机近两年来的月度销量同比变化

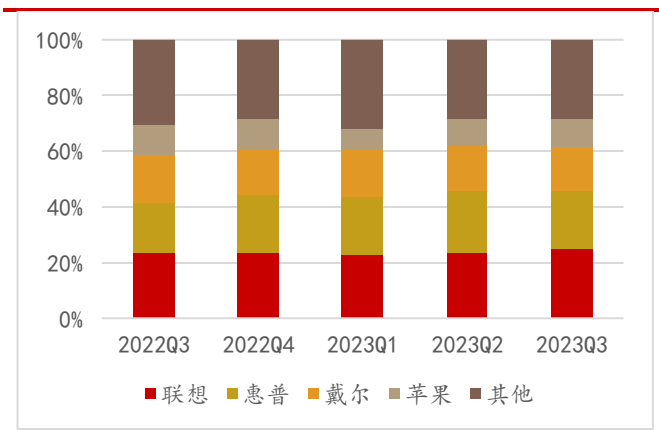


资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

2.2. 笔电领域核心电池供应商，行业地位居前

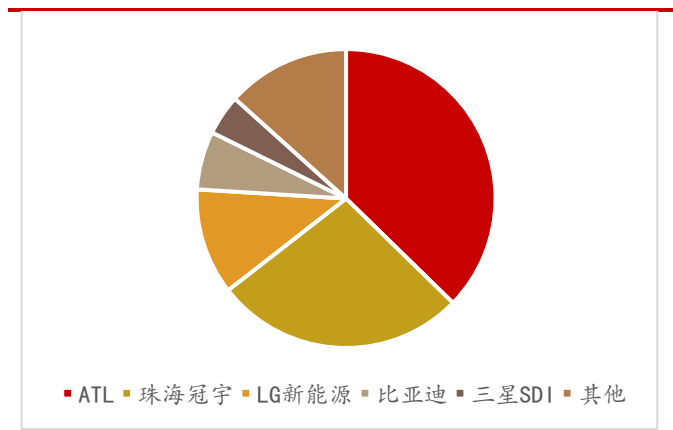
全球 PC 市场与笔电及平板电脑电池市场格局均较为集中。据 Counterpoint Research 数据，全球 PC 市场格局较为稳定，头部企业包括联想、惠普、戴尔、苹果、华硕、宏碁等；以近五个季度为例，CR4（联想、惠普、戴尔、苹果）单季度合计出货份额占比维持在 70% 上下，市场集中度较高。锂电池供应格局上，同样呈现较为集中的态势，据 Techno Systems Research 数据，2021 年全球笔记本电脑及平板电脑锂电池 CR4（ATL、珠海冠宇、LG 新能源、比亚迪）合计份额超 80%。

图 15 全球 PC 市场格局（按出货量）



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

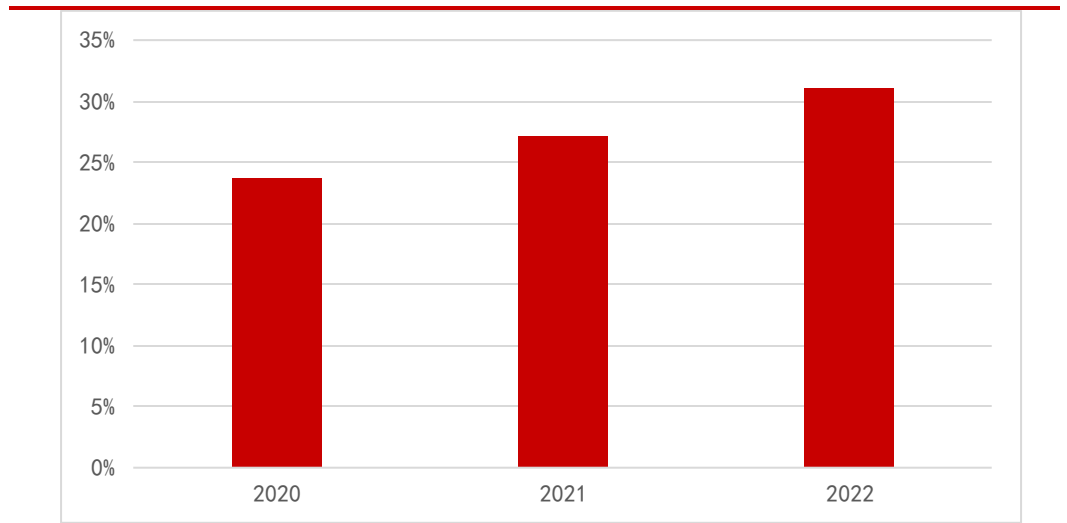
图 16 2021 年全球笔记本电脑及平板电脑锂电池格局



资料来源：Techno Systems Research，公司公告，华西证券研究所

绑定笔电头部客户，市占率持续提升。根据 Techno Systems Research 统计，2022 年公司笔记本电脑及平板电脑锂电池的市场占有率为 31.09%，同比增加 3.92pct，连续多年位居全球前二，市场地位稳固的同时市占率持续提升。公司客户涵盖头部 PC 厂商，据公司 2023 年半年报，公司不断扩大在现有客户如惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁、微软、亚马逊等厂商中的供货份额，在苹果笔电的市场份额也保持稳步提升，未来公司在笔记本电脑及平板电脑锂电池领域的市场地位有望持续巩固。

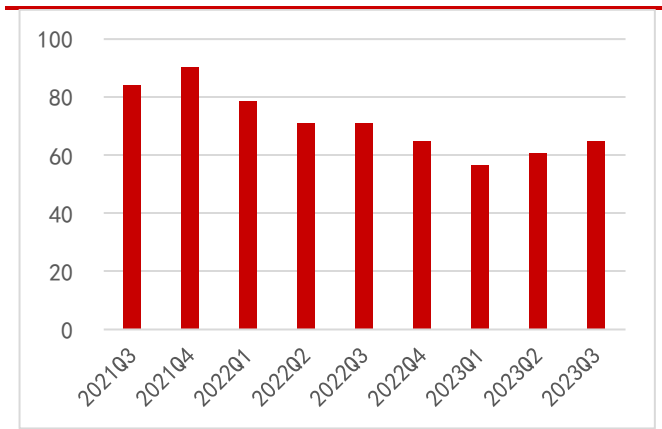
图 17 公司在笔记本电脑及平板电脑锂电池的市场占有率持续提升



资料来源：Techno Systems Research，公司公告，华西证券研究所

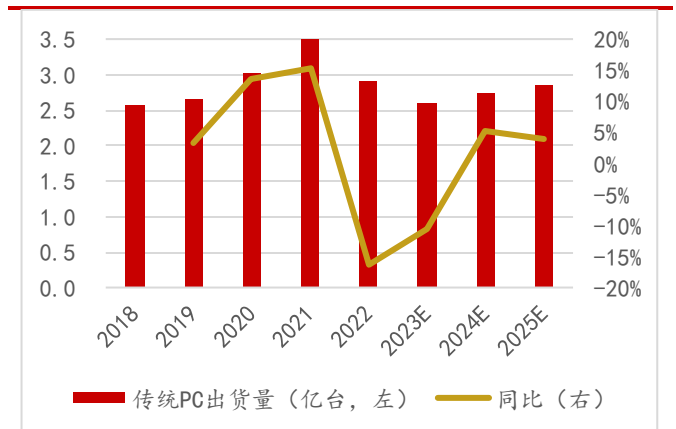
笔电前期需求有所波动，已呈现温和复苏迹象。近几年来，笔电市场呈现较大波动。据高泰电子招股书（注册稿），2020-2021 年期间，在远程办公、线上教育等需求的推动下，PC 市场出货量呈现较快增长态势。2022 年以来，受外部经济环境等因素的影响，全球传统 PC 市场需求有所下滑。据 Counterpoint Research 数据，尽管 2023 年前三季度全球 PC 出货量同比依然维持负增长，但已呈现逐季恢复态势；其中，2023 年第三季度全球 PC 出货量已连续第二个季度环比增长，预计未来几个月的出货量有望继续温和复苏。此外，未来随着人工智能的快速发展，AI PC（即支持人工智能的 PC）也有望为笔电市场需求的恢复提供助力。

图 18 全球 PC 出货量（分季度，百万台）



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

图 19 全球传统 PC 出货量及预测



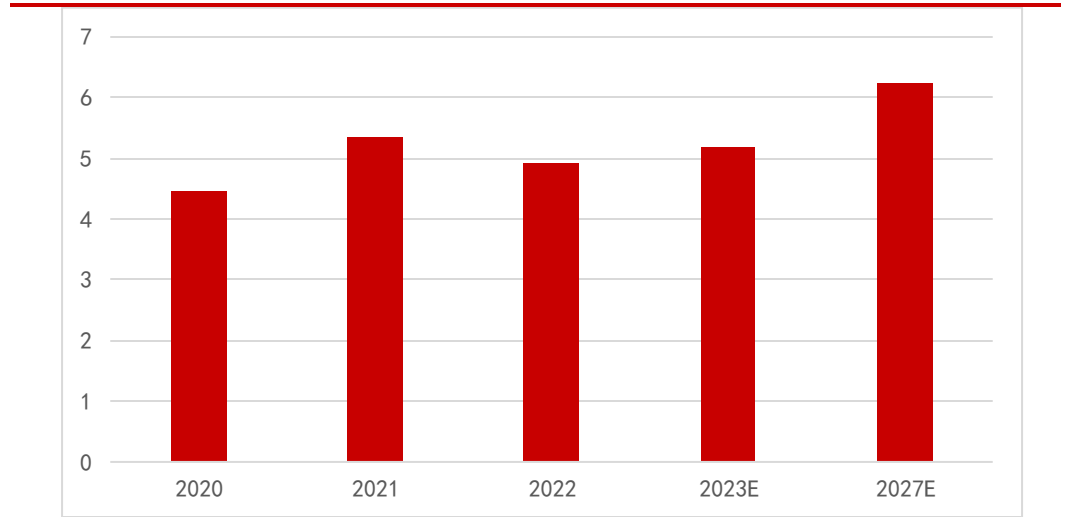
资料来源：IDC，高泰电子招股书（注册稿），华西证券研究所

2.3.消费类产品横向拓展，可穿戴设备领域打开新空间

公司横向拓展可穿戴设备领域。据公司公告，公司的消费类电池产品已拓展至无人机和可穿戴设备等领域，客户群体包括大疆、BOSE、Meta、Google 等知名企业。新兴电子领域的不断拓展有望为公司扩张新赛道，为未来持续发展带来机遇。

可穿戴设备市场：可穿戴设备主要包括智能手表、智能手环、智能眼镜、无线耳机等。据 IDC 数据，2022 年受宏观经济环境等因素影响，可穿戴设备出货量约 4.9 亿台，同比有所下滑。尽管如此，与智能手机等成熟消费电子产品相比，可穿戴设备的渗透率仍相对较低，具备可观的发展潜力。2023 年第三季度，IDC 数据显示全球可穿戴设备出货量同比增长 2.6%，创近年第三季度同期新高。据 IDC 预测，2023 年全球可穿戴设备出货量或达 5.2 亿台，2027 年全球可穿戴设备出货量有望超 6.2 亿台。

图 20 全球可穿戴设备出货量及预测（亿台）



资料来源：IDC，高泰电子招股书（注册稿），华西证券研究所

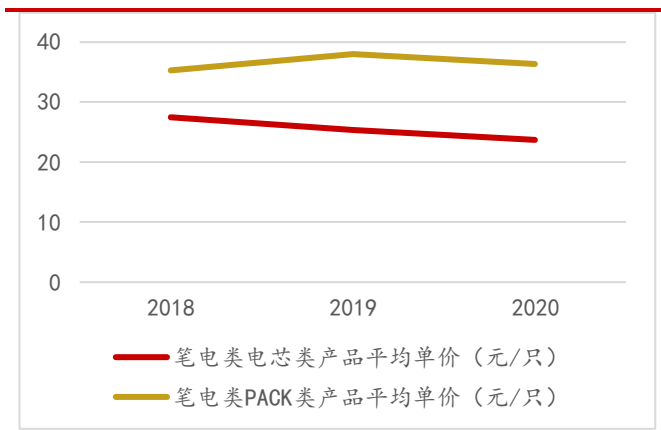
苹果 MR 新品引领，可穿戴设备有望打开新空间。随着消费电子行业的技术创新持续涌现，以 XR 技术为代表的新兴领域快速发展。XR 即扩展现实技术，包括增强现实（AR）、虚拟现实（VR）、混合现实（MR）等多种形式；其中 MR 较前两者的不同点在于，MR 能够在虚拟世界、现实世界和用户之间搭起及时交互反馈信息的桥梁，而并非简单叠加或不将虚拟与现实结合。2023 年 6 月，苹果公司发布 MR 产品 Apple Vision Pro；据苹果技术开发集团副总裁 Mike Rockwell 表示，这款具备紧凑可穿戴外形的独立空间计算机是有史以来最先进的个人电子设备。MR 相关产品的推出为可穿戴设备市场打开新的增长空间。

2.4. 电芯制造领域起家，PACK 自供比例稳步提升

电芯制造拓展至 PACK，具备直供终端客户能力。据公司公告，公司的产品包括电芯、PACK 等类型，其中电芯是 PACK 的核心部件，但作为半成品需要配上电源管理系统等组成 PACK 产品后，才可直接应用于终端设备；自设立以来，公司主要布局聚合物软包锂离子电芯领域，并从 2011 年起逐步扩展至聚合物软包锂离子电池 PACK 领域，进而具备直接向终端客户供应电池的能力。

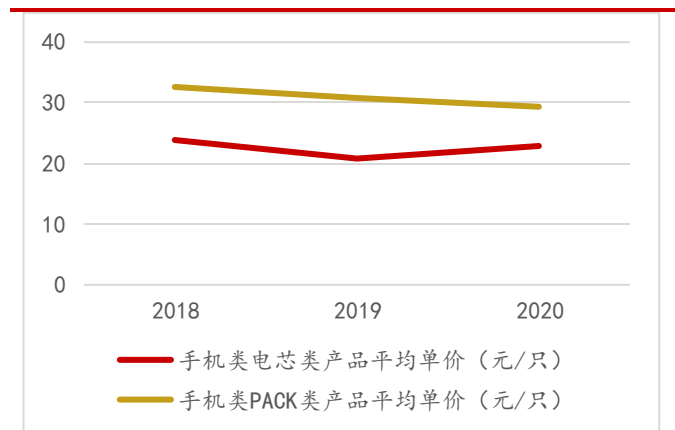
PACK 自供比例提升拉动公司市场空间扩大。据公司 2023 年半年报，公司消费类 PACK 业务持续稳步提升；公司上半年的消费类电芯 PACK 自供比例为 31.97%，同比上升 4.55pct，消费类 PACK 产品收入为 20.4 亿元，同比增长近 7.7%。据公司此前 IPO 问询函回复的数据，以 2020 年为例，公司笔电类的 PACK 类产品均价较笔电类的电芯类产品均价增幅达 50% 以上，公司手机类的 PACK 类产品均价较手机类的电芯类产品均价增幅接近 29%。我们认为，随着未来 PACK 自供比例稳步提升，公司产品单价有望持续增长，进而推动营收和利润空间不断增加。

图 21 公司笔电类的电芯和 PACK 产品平均单价



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 公司手机类的电芯和 PACK 产品平均单价



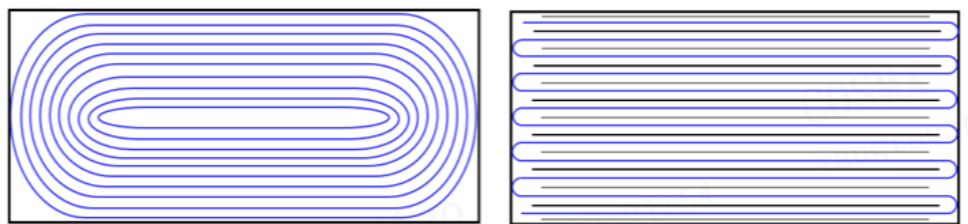
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.5. 叠片工艺电池优势突出，公司与头部客户合作紧密

叠片工艺具备性能优势，有望在高端产品得到应用。据公司公告，目前，卷绕工艺为消费类聚合物软包锂电池主要制作工艺，其设备制造和生产工艺流程已经相对成熟，生产成本较低；随着消费电子集成化和智能化的快速发展，下游高端消费电子产品对于高能量密度、高充电速率、轻薄化、异形化等特性的需求日趋增加，而叠片的工艺结构相较卷绕工艺可充分利用电池的边角空间，同时叠片电池反应界面均匀一致，极片和隔膜的接触优良，活性物质的容量得以充分发挥，因此叠片电池的能量密度高且循环性能佳，电池续航能力突出，预计在高端消费电子产品中有望得到应用。据公司 2022 年 9 月可转债问询函回复，苹果公司已在其智能手机产品中应用叠片工艺电池。

图 23 叠片电池和卷绕电池对比

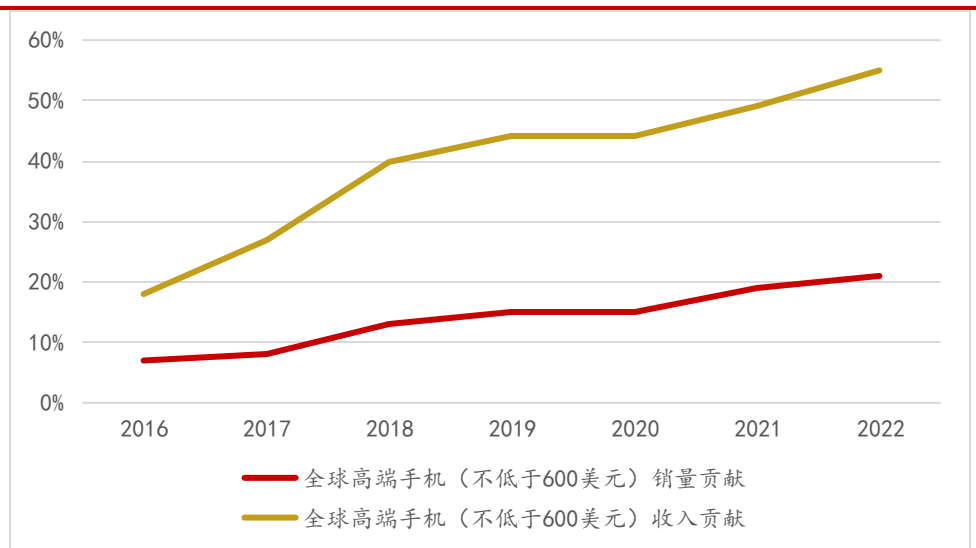
叠片电池（右）相比卷绕电池（左）空间利用效率和能量密度更高



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司叠片生产工艺完备，与下游头部客户合作紧密。据公司 2022 年 9 月可转债问询函回复，公司对叠片工艺技术进行多年研发，已形成完善的生产线设备方案和生产工艺流程方案；此外，公司已与下游头部厂商共同规划叠片工艺产线，并正积极开发其他有叠片工艺电池需求的客户。我们认为，在苹果等头部手机厂商的带动下，叠片电池预计将实现扩大化应用，公司在叠片电池技术、客户供应渠道等方面具备较强的引领优势，有望持续受益于手机智能化、高端化以及能量密度需求提升等行业趋势，为后续业绩增长提供强劲动能。

图 24 全球高端手机销量和收入贡献呈上升态势

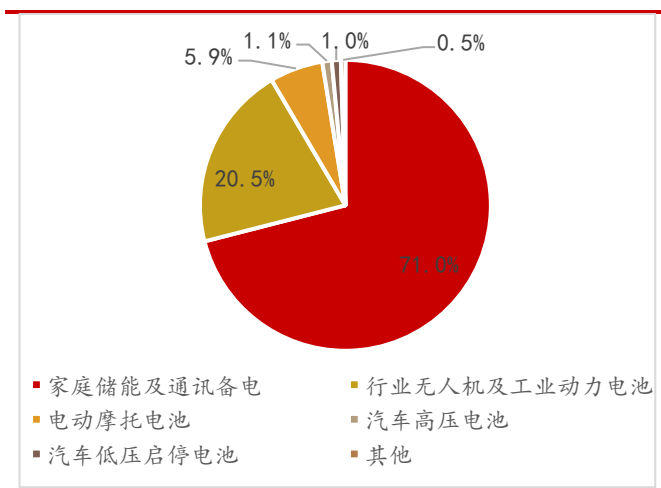


资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

3. 动力及储能业务快速发展，进一步打开成长天花板

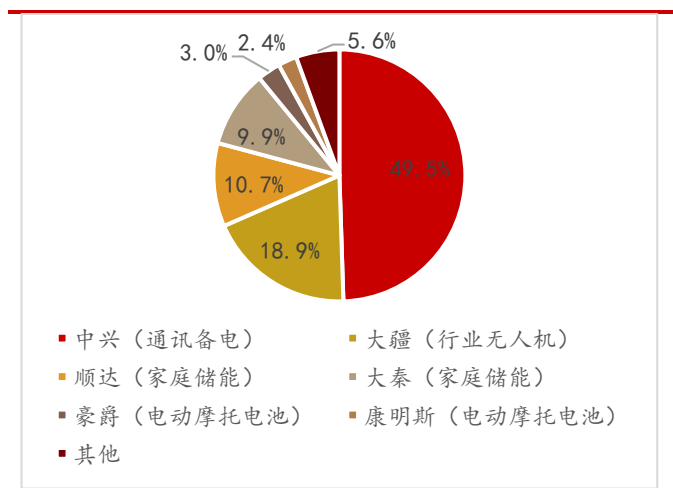
动力及储能领域产品多样，供应多家知名客户。在持续深耕消费类锂电池业务的同时，公司逐步探索在动力及储能电池领域的战略规划。据公司公告，公司自 2016 年起陆续向康明斯、大疆、豪爵、中兴等企业供应电动摩托电池、行业无人机电池、通讯备电，并持续拓展业务范围；公司的动力及储能类锂电池业务主要产品现已涵盖汽车启停系统电池、家庭储能电池、通讯备电、电动摩托车电池、电力储能系统、行业无人机电池等，客户包括豪爵、康明斯、中华汽车、上汽、通用、捷豹路虎、柳州五菱新能源、南网科技、中兴、Sonnen、大疆等。

图 25 2022 年公司动力及储能类电池收入领域构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 2022 年公司动力及储能类电池收入客户构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

具体分领域看，据公司 2023 年半年报：

1) 车用领域：低压启停电池切入，BMS 开发能力达国际一流。公司在车用领域自汽车低压启停电池入手，通过差异化路线避免行业同质化竞争。目前，公司的汽车低压启停电池的技术能力已得到通用、上汽、捷豹路虎等众多国内外一线主机厂的认可，并收到国内外众多知名主机厂定点通知，陆续开始量产供货。2023 年上半年，公司的子公司浙江冠宇正式通过 Automotive SPICE Capability Level 2 认证，标志着公司 BMS 开发能力已达到国际一流的质量水平，在汽车电子领域的软件开发过程和质量管理能力已接轨国际先进水平，有望助力公司持续扩大产品国际影响力并开拓海外市场业务。

图 27 公司低压启停电池产品图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2) 家庭储能：产品性能持续迭代。目前公司的家庭储能系统产品已获得下游相关客户的认可，在未来全球家庭储能市场规模增长、以及公司在家庭储能领域持续的产品性能迭代的推动下，公司家庭储能相关业务有望迎来较好发展机遇。

3) 大储及工商业储能：自主开发大储电芯，持续推进储能系统更新。据公司 2023 年半年报，公司自主开发的大型储能标准电芯已进入国标认证阶段，预计 2023 年陆续完成 305Ah、320Ah、320+Ah 容量电芯及 1 小时系统的开发和认证工作，2024 年起逐步量产。同时，公司在储能系统方面与南网科技达成深度合作，在 2022 年和 2023 年两次南网大储系统招标中合计中标 445MWh，并通过南网大储产线代运营和储能系统联合开发持续加深与大客户的合作关系；此外，公司持续推进储能系统迭代，已由 2022 年中标的搭载风冷的直流侧系统集成方案，升级为 2023 年中标的搭载液冷的交直流侧整体系统集成方案，并同步开始推进与海外大储客户的业务对接工作。

图 28 公司储能产品图

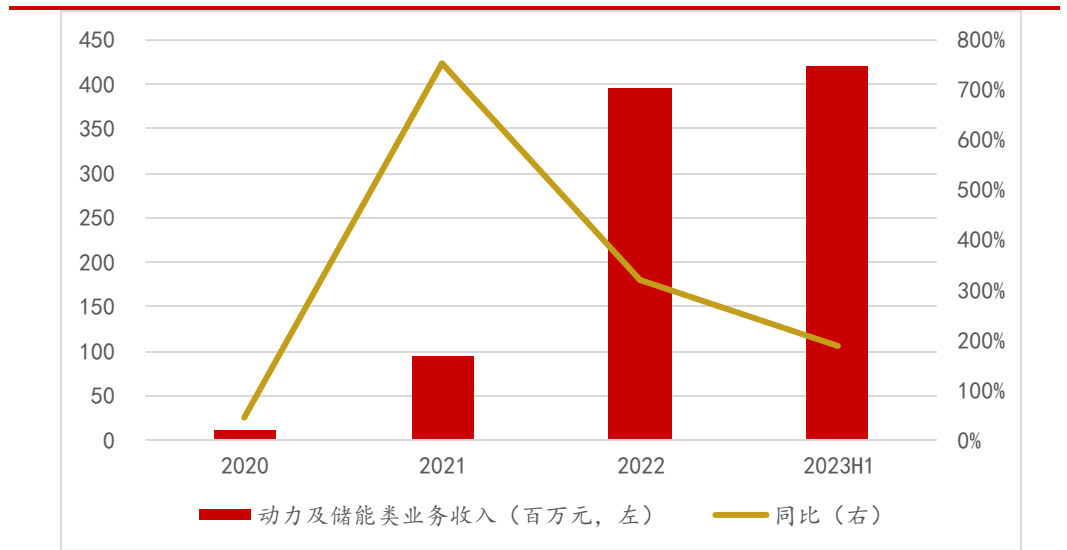


资料来源：公司官网，华西证券研究所

动力及储能业务预期改善，产能布局持续加码。据公司 2023 年半年报，公司 2023 年上半年动力及储能类业务实现总营业收入 4.21 亿，同比增长约 190%，近年来保持高速发展态势。盈利方面，据公司 2023 年 9 月投资者关系活动记录表，主要由于公司动力及储能类业务产能规模较小且有效产能较低，无法形成规模化效应，毛利率仍为负值。

据公司 2023 年 6 月问询函回复，公司动力及储能类电池已建成投产产能达 3GWh。据公司 2023 年 9 月投资者关系活动记录表，公司浙江年产 10GWh 动力电池项目目前正在建设中，重庆年产 15GWh 高性能新型锂离子电池项目和德阳一期 25GWh 动力电池生产项目均处于在前期规划中。动力及储能类产能布局的持续推进利于缓解公司的产能瓶颈，并降低频繁换线对产线良率及效率造成的影响，同时叠加规模效应的逐步显现、生产效率逐步提升，相关亏损情况有望改善。长远看，为后续成长空间的拓展及延伸做积极布局。

图 29 公司动力及储能类业务收入快速增长



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计，2023-2025 年公司营业收入分别为 120.79 亿元、161.61 亿元、201.03 亿元，归母净利润分别为 4.49 亿元、10.07 亿元、15.02 亿元。其中：

1) 消费类业务：公司是全球消费类锂电池主要供货商，有望受益下游消费电子行业需求复苏。此外，公司产品切入苹果手机供应链，客户结构优异，公司市场地位有望持续巩固。我们预计公司 2023-2025 年消费类业务收入分别为 106.3/137.5/165.4 亿元。毛利率方面，伴随锂价有望逐步企稳，公司毛利率有望基本保持稳定，我们预计公司 2023-2025 年消费类业务毛利率分别为 26.8%/27.0%/27.0%。

2) 动力及储能类业务：公司积极布局动力及储能类业务，车用领域切入低压启停电池并获多家知名主机厂定点，储能业务多领域拓展，并与大客户开展合作。我们预计公司动力及储能类业务保持快速增长态势，2023-2025 年动力及储能类业务收入分别为 9.5/19.1/30.5 亿元，预计毛利率有望随规模效应显现而由负转正，2023-2025 年动力及储能类业务毛利率分别为-14.0%/6.0%/15.0%。

表 3 公司盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
消费类业务				
收入 (百万元)	10064.9	10626.4	13750.4	16544.24
yoy	1.9%	5.6%	29.4%	20.3%
毛利率	18.6%	26.8%	27.0%	27.0%
动力及储能类业务				
收入 (百万元)	397.0	952.7	1905.5	3048.8
yoy	320.2%	140.0%	100.0%	60.0%
毛利率	-30.8%	-14.0%	6.0%	15.0%
其他业务				
收入 (百万元)	512.5	500.0	505.0	510.0
yoy	37.5%	-2.4%	1.0%	1.0%
毛利率	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
合计				
收入 (百万元)	10974.4	12079.1	16160.9	20103.0
yoy	6.1%	10.1%	33.8%	24.4%
毛利率	16.9%	23.3%	24.3%	25.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们预计，2023-2025 年，公司 EPS 分别为 0.40 元、0.90 元、1.34 元，对应 PE 为 52X、23X、15X（以 2023 年 12 月 18 日收盘价 20.68 元计算）。参考国内具备消费类锂电池领域业务的可比公司欣旺达、亿纬锂能，考虑公司在行业中的领先地位和客户与业务拓展带来的公司业绩提升空间，首次覆盖，给予“增持”评级

表 4 可比公司盈利预测

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688772.SH	珠海冠宇	20.68	0.40	0.90	1.34	51.66	23.05	15.45
300207.SZ	欣旺达	14.11	0.59	0.88	1.21	23.86	16.01	11.65
300014.SZ	亿纬锂能	38.34	2.28	3.25	4.35	16.80	11.79	8.81

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：收盘价日期为 2023 年 12 月 18 日，PE 以 2023 年 12 月 18 日收盘价计算，欣旺达和亿纬锂能的数据来自 Wind 一致预期。

5.风险提示

- 1) 消费电子行业复苏不及预期、下游需求不及预期；
- 2) 原材料、产品价格等大幅波动风险；
- 3) 产能释放不及预期；
- 4) 客户拓展不及预期；
- 5) 技术路线变化风险；
- 6) 部分业务持续亏损风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,974	12,079	16,161	20,103	净利润	58	343	957	1,485
YoY(%)	6.1%	10.1%	33.8%	24.4%	折旧和摊销	1,327	995	1,127	1,215
营业成本	9,123	9,261	12,234	15,080	营运资金变动	228	662	994	1,293
营业税金及附加	33	35	44	52	经营活动现金流	1,881	2,232	3,332	4,192
销售费用	38	36	47	56	资本开支	-3,154	-2,520	-1,634	-1,090
管理费用	792	1,063	1,285	1,508	投资	-431	-250	-250	-250
财务费用	22	64	138	98	投资活动现金流	-3,663	-2,659	-1,753	-1,239
研发费用	772	1,099	1,519	1,970	股权募资	3,175	320	0	0
资产减值损失	-348	-319	-118	-77	债务募资	478	1,137	125	130
投资收益	-79	54	81	101	筹资活动现金流	3,175	1,218	-69	-67
营业利润	-98	392	1,056	1,628	现金净流量	1,423	812	1,510	2,886
营业外收支	-8	-23	-27	-31					
利润总额	-106	369	1,029	1,597	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-164	26	72	112	成长能力 (%)				
净利润	58	343	957	1,485	营业收入增长率	6.1%	10.1%	33.8%	24.4%
归属于母公司净利润	91	449	1,007	1,502	净利润增长率	-90.4%	393.4%	124.1%	49.2%
YoY(%)	-90.4%	393.4%	124.1%	49.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.08	0.40	0.90	1.34	毛利率	16.9%	23.3%	24.3%	25.0%
					净利率	0.8%	3.7%	6.2%	7.5%
					总资产收益率 ROA	0.5%	2.0%	4.0%	5.2%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	1.4%	6.3%	12.6%	15.9%
货币资金	4,249	5,061	6,571	9,457	偿债能力 (%)				
预付款项	65	46	49	45	流动比率	1.22	1.08	1.11	1.21
存货	2,047	1,629	1,979	2,305	速动比率	0.93	0.87	0.91	1.01
其他流动资产	3,641	3,765	4,609	5,195	现金比率	0.52	0.52	0.55	0.67
流动资产合计	10,002	10,502	13,208	17,002	资产负债率	66.3%	67.1%	67.5%	66.5%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	5,758	7,678	8,506	8,616	总资产周转率	0.61	0.58	0.68	0.74
无形资产	326	330	337	345	每股指标 (元)				
非流动资产合计	9,806	11,562	12,024	11,901	每股收益	0.08	0.40	0.90	1.34
资产合计	19,808	22,064	25,232	28,904	每股净资产	5.91	6.35	7.14	8.41
短期借款	993	1,893	1,993	2,093	每股经营现金流	1.68	1.99	2.97	3.74
应付账款及票据	5,702	5,917	7,816	9,634	每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,498	1,946	2,133	2,371	估值分析				
流动负债合计	8,192	9,756	11,942	14,098	PE	258.50	51.66	23.05	15.45
长期借款	1,403	1,413	1,423	1,433	PB	3.15	3.26	2.90	2.46
其他长期负债	3,545	3,645	3,660	3,680					
非流动负债合计	4,948	5,057	5,082	5,112					
负债合计	13,140	14,813	17,025	19,211					
股本	1,122	1,122	1,122	1,122					
少数股东权益	36	130	200	263					
股东权益合计	6,668	7,251	8,207	9,693					
负债和股东权益合计	19,808	22,064	25,232	28,904					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨睿，华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。

2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

李唯嘉，中国农业大学硕士，曾任民生证券研究院电力设备与新能源行业分析师，2020年加入华西证券研究所。2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名团队成员。

哈成宸，美国康奈尔大学硕士，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。