

消费锂电池专家，盈利能力迎来反转

2024年08月13日

► **二十年深耕电池领域，擘画增长新蓝图：深耕厚积，薄发快速。**公司成立于2002年，最初专注于镍氢电池，后于2008年转型至软包锂离子电池领域。如今，公司已深耕消费电池行业超过20年，凭借深厚的技术积累和创新能力，迅速发展成为以软包锂离子电池、圆柱锂离子电池和镍氢电池为主要产品的多元化电池解决方案提供商。公司产品广泛应用于笔记本电脑、智能手机、个人护理设备和无线音箱等多个领域，展现出极高的市场适应性和竞争力。2023年，公司营业收入达45.41亿元，同比增长29.53%；2024年第一季度营收继续攀升至9.94亿元，同比增幅34.19%，显示出强劲的增长势头。

► **消费景气回暖，新兴场景拉动需求：驱动电池需求上行。**在传统消费电池领域，全球智能手机和笔记本电脑需求明显复苏，预计2024年将实现增长率回升，随着AIPC逐步商业化，功耗提升预计将显著推动电池需求。技术快速发展和5G基础设施建设完善，将为无人机、可穿戴设备、AR/VR设备、电动工具等新兴产品带来增长动力。同时，便携式储能行业也呈现迅猛发展。2016年至2023年，全球便携式储能市场规模从0.6亿元增长至329.7亿元。镍氢电池作为车载T-BOX电源的主流选择，其需求增长有望推动产量扩大。

► **聚焦大客户战略，核心技术决定领先地位：筑就可持续发展之路。**公司坚持大客户战略，依靠深厚技术积累和产品快速迭代，与惠普、微软、索尼、罗技、谷歌、大疆、比亚迪、小米等国内外知名品牌建立长期紧密合作关系，赢得多个领域头部客户认可。品牌客户对电池供应商的认证门槛高、认证周期长、替代成本高，订单需求稳定且计划性强，为公司高质量发展提供了坚实保障。公司不仅自主研发掌握消费电池行业关键技术，还针对各细分领域定制化研发，技术优势显著。通过增加投入开发新产品新客户，积极扩展市场，预计在消费领域实现进一步突破，实现收入快速增长。

► **产能转移+扩张，实现降本增效。**为满足市场扩张需求，公司集中所有产能至惠州两大产学研制造基地。潼湖工业园一期项目预计在2024年达到预定可使用状态。未来随着下游客户需求逐步释放，以及新产线逐步启用，潼湖工业园区的产能利用率将进一步提升，期间费用率也有望改善。

► **投资建议：**我们预计公司2024-2026年营收分别为56.57、70.05、82.00亿元，同比增速分别为24.6%、23.8%、17.1%；归母净利润分别为0.94、3.16、5.67亿元，对应增速分别为87.6%、234.9%、79.5%，以8月12日收盘价作为基准，对应2024-2026年PE为29X、9X、5X，考虑公司未来盈利能力稳步增长，下游客户结构优质，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、下游需求不及预期、产品无法满足市场技术迭代的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,541	5,657	7,005	8,200
增长率(%)	29.5	24.6	23.8	17.1
归属母公司股东净利润(百万元)	50	94	316	567
增长率(%)	-68.4	87.6	234.9	79.5
每股收益(元)	0.61	1.15	3.85	6.91
PE	54	29	9	5
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年08月12日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

32.81元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 赵丹

执业证书：S0100524050002

邮箱：zhaodan@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 席子屹

执业证书：S0100524070007

邮箱：xiziyi@mszq.com

目录

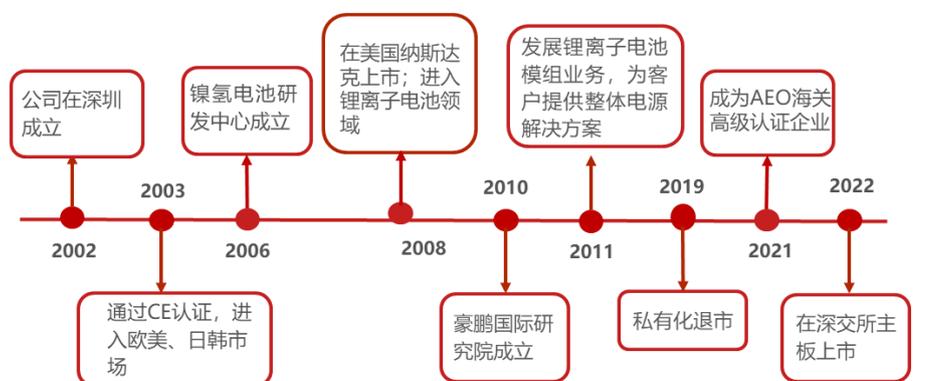
1 公司简介：深耕电池领域，擘画增长新蓝图	3
1.1 二十年专注电池，股权结构稳定	3
1.2 短期利润承压，全面布局带来增长机会	5
2 行业分析：消费景气回暖，新兴场景拉动需求	8
2.1 消费电子：传统消费景气回暖，新兴场景拉动增量	8
2.2 储能：便携式储能有望贡献新增量	11
2.3 镍氢电池：有望受益 T-BOX 的迅速放量	13
3 聚焦大客户战略，核心技术决定领先地位	15
3.1 产品种类多样，客户结构优质	15
3.2 技术为本，构建竞争优势	17
3.3 持续加码产能，满足日益增长的市场需求	19
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	22
4.3 投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 公司简介：深耕电池领域，擘画增长新蓝图

1.1 二十年专注电池，股权结构稳定

公司专注电池产品，二十年深耕消费电池。公司创立于 2002 年，致力于锂离子电池、镍氢电池的研发、设计、制造和销售。2008 年公司在美国纳斯达克上市，并紧跟市场发展趋势，响应国际品牌商需求，进入锂离子电池领域。2022 年公司在深圳证券交易所上市。截至 2023 年，公司终端客户包括惠普、戴尔、微软、索尼、谷歌、大疆、飞利浦、松下、吉利、红旗、广汽埃安、比亚迪、小米等国内外知名企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

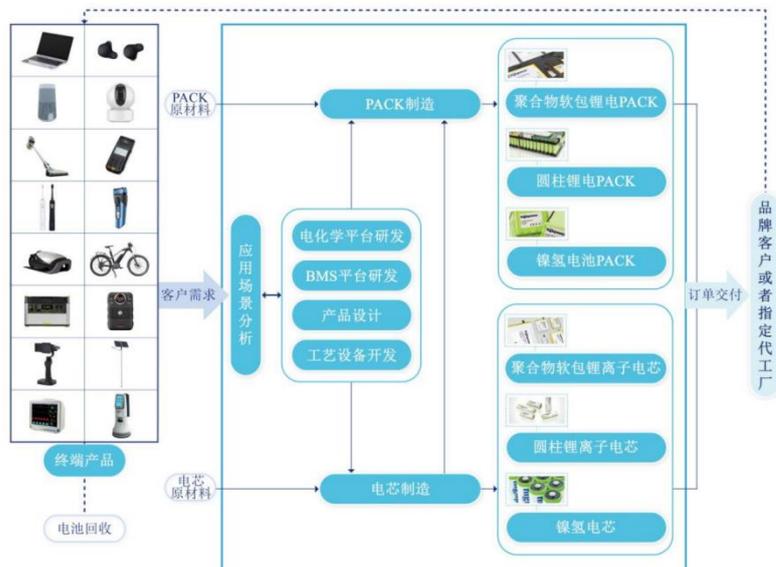
产品下游应用场景广泛。公司主要产品包括聚合物软包锂离子电池、圆柱锂离子电池及镍氢电池。

软包锂离子电池中，中型聚合物软包锂离子电池主要应用于笔记本电脑及周边产品、平板、智能手机等领域；小型聚合物软包锂离子电池，主要应用于可穿戴设备、电子烟等领域；聚合物软包扣式锂离子电池，主要应用于可穿戴设备领域。

圆柱锂离子电池，主要应用于个人护理、蓝牙音箱、医疗设备、轻动力、便携式储能等领域。

镍氢电池，主要应用于民用零售、车载 T-Box、太阳能储能街灯、个人护理等领域。

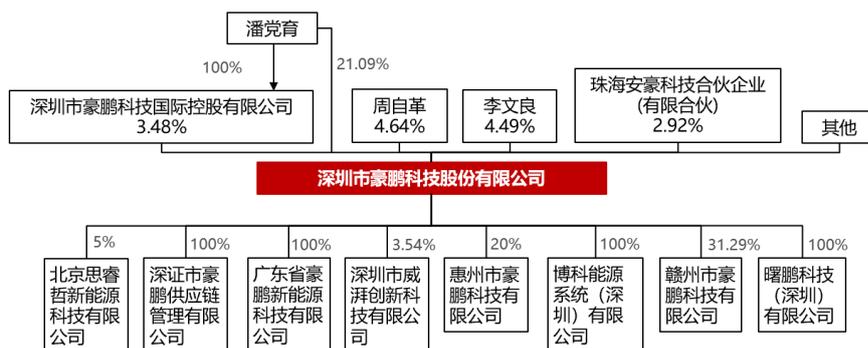
图2：公司主营业务



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

股权结构稳定，实际控制人占比高。公司实控人为董事长潘党育，直接持股比例 21.09%，通过其个人 100%持股的豪鹏控股及珠海安豪的执行事务合伙人的委派代表间接支配公司表决权，合计可支配表决权 27.49%，控股比例高，控制权稳定。基于产业链布局考量，公司的全资子公司有惠州豪鹏、豪鹏供应链、广东豪鹏、博科能源、曙鹏科技等，为客户提供一站式电源解决方案。

图3：公司股权结构



资料来源：ifind，民生证券研究院

高管团队具有丰富管理经验，研发团队庞大成熟。公司董事长潘党育管理公司逾二十年；首席技术官廖兴群拥有博士学位，在公司承担技术职能多年，深耕电池技术。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有一支 1,066 人的研发团队，团队核心骨干成员均深耕电池行业多年，拥有丰富的服务国际品牌商的经验。公司与中南大学、哈尔滨工业大学、华南理工大学和南方科技大学等知名高校开展合作研发项目，实现研究成果产业化，提升公司技术水平和产品竞争。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已获得授权专利 632 项，其中境内发明专利 127 项，境外发明专利 2 项，境

内实用新型专利 455 项。

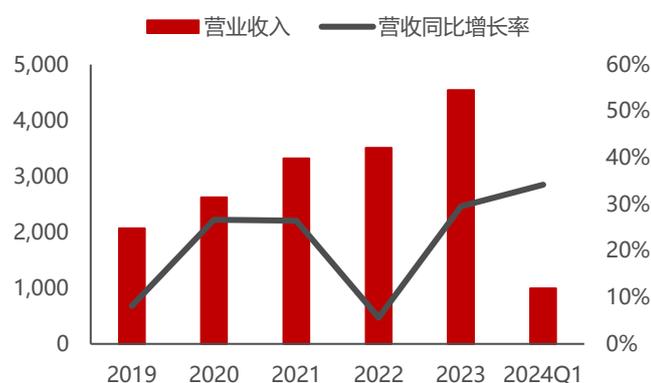
表1：公司高管履历

姓名	职务	履历
潘党育	董事长、总经理	男，中国国籍，生于 1968 年，中南大学冶金机械专业本科，2002 年 10 月至今担任豪鹏科技董事长、总经理。曾任广州铝材厂有限公司业务主管，广州市黄埔铝厂副总经理，佛山市实达科技有限公司副总经理，美国豪鹏首席执行官、董事长/执行董事。
廖兴群	董事、首席技术官、研究院院长	男，中国国籍，生于 1979 年，中南大学冶金工程学士、硕士，中南大学冶金物理化学博士，2020 年 11 月至今担任豪鹏科技董事、首席技术官、研究院院长。历任豪鹏科技工程师、副经理、经理、副总工程师、副总经理、镍氢产品线负责人、董事，惠州豪鹏锂电产品线负责人、总经理。
郭玉杰	董事、首席产品和用户官	男，中国国籍，生于 1977 年，山东大学学士，复旦大学 MBA，2020 年 12 月至今担任豪鹏科技董事、首席产品和用户官。曾任山东华菱电子有限公司工程师，深圳捷霸电池有限公司高级工程师，豪鹏科技研发高级副经理。
潘胜斌	董事、首席财务官	男，中国国籍，生于 1976 年，注册会计师、英国特许公认会计师。2020 年 12 月至今担任豪鹏科技首席财务官。曾任飞利浦家居灯饰（宁波）有限公司董事长，飞利浦灯饰制造（深圳）有限公司董事、财务总监，美国豪鹏首席财务官。
陈萍	董事会秘书	女，中国国籍，生于 1991 年，研究生学历，2020 年 12 月至今担任深圳市豪鹏科技股份有限公司董事会秘书。曾任东莞市腾龙教育文化咨询有限公司导师，豪鹏科技总裁办助理。

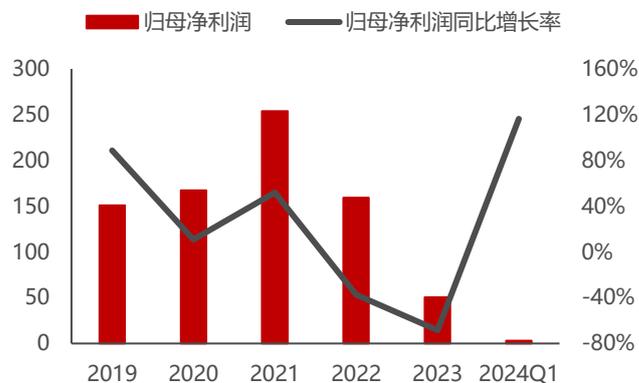
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 短期利润承压，全面布局带来增长机会

公司营收逐年上升，短期盈利承压。2021-2023 年公司分别实现营收 33.18、35.06、45.41 亿元，同比增长 26.46%、5.65%、29.53%，总体呈增长趋势，实现归母净利润 2.54、1.60、0.50 亿元，同比+51.75%、-37.32%、-68.39%，盈利承压的主要原因为：1、公司外销占比较大（2023 年营收占比 60.41%，连续五年高于 60%），汇率波动影响公司盈利；2、公司对拓展新业务投入的研发等费用较大，短期无法体现规模效应。2024Q1 虽为消费电子传统淡季，**但公司盈利情况实现大幅改善**，营收 9.94 亿元，同比提高 34.19%，归母净利润 317 万元，同比提高 116.36%，预计 2024Q2-Q4 随下游需求进一步回暖，稼动率的提升会进一步提升利润。

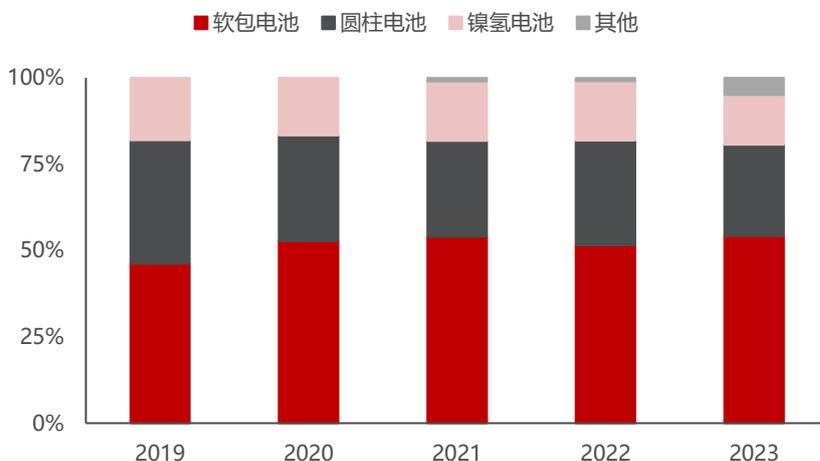
图4: 2019-2024Q1 公司营收和增长率 (百万元)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

图5: 2019-2024Q1 公司归母净利润和增长率 (百万元)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

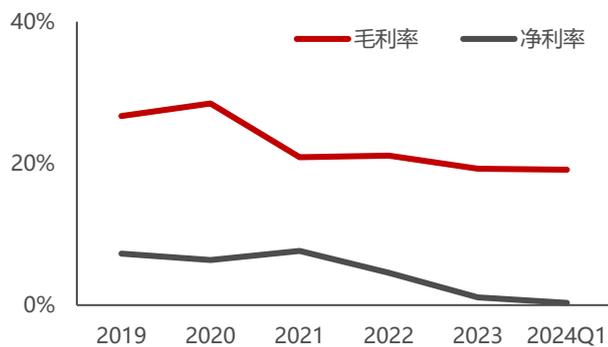
公司三大业务占比结构稳定。软包锂离子电池是公司营收主要来源, 营收占比连续 4 年超过 50%, 近三年为 54.06%、51.56%、54.20%; 圆柱锂离子电池营收占比近三年为 27.74%, 30.30%, 26.41%; 镍氢电池营收占比近三年为 17.14%, 17.21%, 14.43%。软包锂离子电池为公司聚焦业务, 其三个下游应用领域笔电、手机、穿戴增速可观, 在未来支撑公司规模稳步增长。

图6: 2019-2023 年公司业务结构


资料来源: iFind, 民生证券研究院

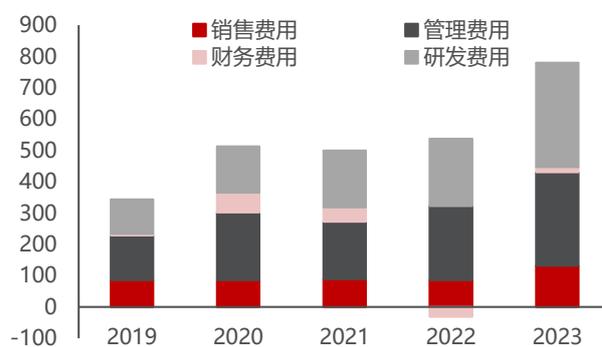
毛利率、净利率承压, 研发费用占比逐年提升。2021-2023 年公司毛利率分别为 20.86%、21.08%、19.24%, 整体稳定在 20% 上下。2022-2023 年电池原材料波动较为剧烈, 目前原材料价格已处于底部, 因此整体毛利率逐步稳定。后续随公司新建产能逐步释放, 以及下游客户需求稳步上升、新客户导入起量, 预计毛利率将迎来稳固上升。2021-2023 净利率分别为 7.65%、4.54%、1.11%, 大比重的研发投入导致净利率持续下滑。近三年财务费用波动较大, 主要系汇率波动导致汇兑损益金额变动较大。

图7：2018-2024 年公司毛利率与净利率变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：2019-2023 年公司费用结构 (百万元)



资料来源：iFind，民生证券研究院

2 行业分析：消费景气回暖，新兴场景拉动需求

2.1 消费电子：传统消费景气回暖，新兴场景拉动增量

2.1.1 传统消费电子逐步回暖

智能手机需求有望复苏。根据 IDC 数据，2017 年以来，全球智能手机出货量逐步下滑，尽管 2021 年市场迎来短暂复苏，但 2022 年以来，在经济环境因素和换机动力不足等影响下，全球智能手机需求继续呈现萎缩态势。根据 IDC 预测，2024 年全球智能手机出货量将达到 12.1 亿台，实现增长率回正，2025 年出货量将增长 2.3%，达到 12.38 亿台，预计 2024-2028 年的复合年增长率为 2.3%。

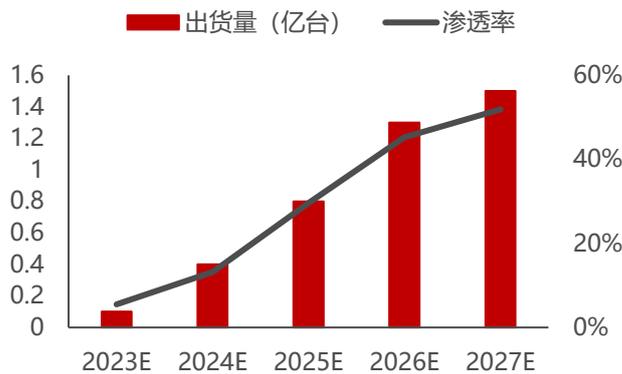
AI 技术激发智能手机变革潜力，引领新换机需求。据 IDC 数据，2023 年中国 AI 手机出货量约为 0.1 亿台。随着消费者对于人工智能体验追求的不不断提升，预计 2027 年中国 AI 手机出货量有望到达 1.5 亿，渗透率预计从 2023 年的 5.5% 提升至 2027 年的 51.9%。

图9：2016-2028 年全球智能手机出货量及预测



资料来源：IDC，民生证券研究院

图10：2023-2027 年中国 AI 手机出货量及渗透率预测



资料来源：IDC&OPPO《AI 手机白皮书》，民生证券研究院

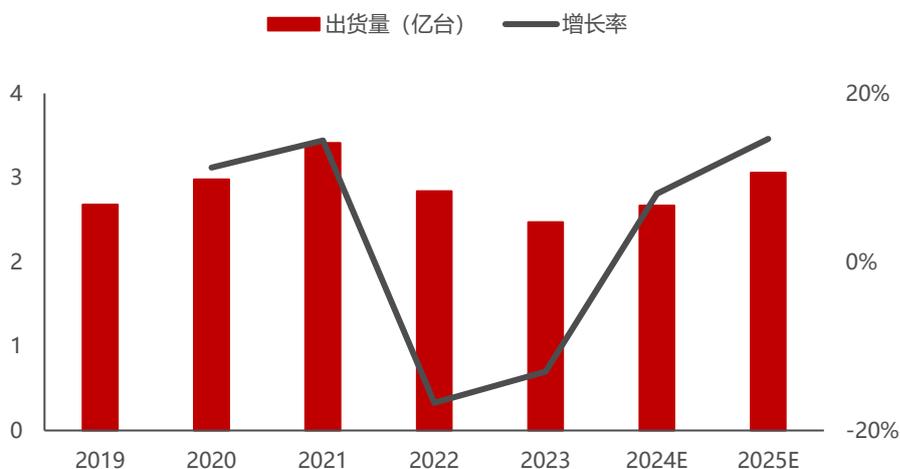
表2：厂商的 AI 手机布局进展

厂商	布局进展
苹果	2024 年 6 月 10 日发布的 Apple Intelligence 测试版将于秋季开始支持 iPhone 15 Pro、iPhone 15 Pro Max 以及后续设备。
三星	2024 年 1 月 17 日，三星推出 Galaxy S24 系列手机，引入 Galaxy AI 功能，由三星高斯大模型和谷歌 Gemini 大模型提供支持。
谷歌 Pixel	2024 年 5 月 7 日，谷歌发布的 AI 手机 Pixel 8a 搭载 Google Tensor G3 芯片，配备谷歌 Gemini 大模型等。
华为	2023 年 8 月 29 日，华为发布的 Mate 60 系列搭载自研盘古大模型 3.0；2024 年 4 月 11 日发布鸿蒙 OS 4.2 版本操作系统。
小米	2023 年 10 月 26 日，发布 Xiaomi HyperOS 小米澎湃和小米 14 系列；2024 年下半年即将发布小米 15 系列将搭载 AI 芯片，成为小米首款 AI 手机。
oppo	2024 年 1 月 8 日，OPPO 发布 Find X7 基于自研 AndesGPT 大模型带来了行业首个端侧部署 70 亿参数大模型的手机，同时具备端侧视觉大模型性能；5 月 23 日发布 Reno12 系列 AI 手机。
vivo	2024 年 3 月 26 日，vivo 发布 vivo X Fold3，搭载自研 AI 蓝心大模型。
魅族	2024 年 2 月 29 日，发布魅族 21 PRO 开放式 AI 终端；5 月 16 日，发布全新 Flyme AIOS 系统和魅族 21 note。

资料来源：魅族官网，苹果官网，新华网等，民生证券研究院

笔记本需求有望逐步复苏。受远程办公、学习需求增加影响，2020-2021 年全球笔记本出货高峰，根据 Canalys 数据，2021 年全球笔记本出货量高达 3.41 亿台，此后已连续 8 个季度实现同比下滑。2024Q1，全球笔记本出货量实现同比正增长，显现回暖趋势。考虑到 2024 年为置换周期临界点，叠加 AIPC 元年概念，预计笔记本市场在 2024 年迎来需求的逐步复苏。根据 Canalys 预测，2024 年全球笔记本出货量将同比提升 8.1%，达到 2.67 亿台，2025 年出货量将达到 3.06 亿台。

图11: 2019-2025 年全球笔记本出货量及预测



资料来源: Canalys, 民生证券研究院

1) 置换周期带来换机需求: IDC 研究显示 PC 消费市场的主流换机周期为 3-5 年，按照 2020-2021 的出货高峰推算，2024 年有望成为置换周期临界点，或将受益大量换机需求。

2) AIPC 密集发布，有望带动 PC 市场新增量: AIPC 是一种集成了人工智能技术的个人电脑。根据 Canalys 的定义，AIPC 的最低要求是拥有专用芯片组或模块以运行端侧 AI 工作负载的台式机或笔记本电脑。AIPC 具备提供多场景下的个性化服务、即时可靠的智能服务、更低的大模型使用成本、可信安全的个人数据与隐私保障等四大核心价值。2023 年 10 月，联想在创新科技大会上展示了首款 AIPC；英特尔作为芯片商则计划在 2025 年前为超过 100 万台 PC 带来 AI 特性。此后，众多终端品牌和芯片厂商积极进军 AIPC 领域，密集发布了 AIPC 整机及芯片。

表3: 厂商的 AIPC 布局进展

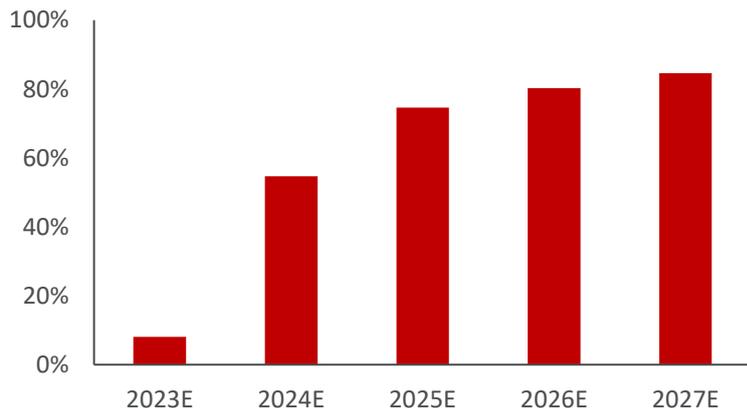
厂商	布局进展
联想	2023 年 12 月 15 日，联想 ThinkPad X1 Carbon AI、联想小新 Pro 16 AI 酷睿版两款 AIPC 产品正式上市； 2024 年 6 月 25 日，YOGA Air 14s 骁龙 AI 元启、YOGA Air 14c AI 元启、拯救者 Y9000P AI 元启三款 AIPC 正式发布。
戴尔	针对不同用户群体，戴尔科技推出了基于 Intel Meteor Lake 平台和高通 X 平台的产品； 推出为企业量身定制的 AIPC，包括 Latitude 笔记本电脑和 Precision 移动工作站产品线。
惠普	2024 年 5 月 9 日，惠普宣布推出多款商用 AIPC，包括面向大型企业用户的 EliteBook 高端 AI 商务本、面向中小型企业客户的战系列 AI 商务本，面向算力用户的 ZBook 移动工作站和新的 Z 系列 AI 一体机。

宏碁 计划将 AIGC 或其他 AI 应用导入到终端设备上，在 2024 年和 2025 年陆续推出相关的 AI 笔记本电脑；目前已推出全新航海家商务 AIPC 系列，内置最新一代 NPU 处理器。

苹果 2024 年 3 月 4 日发布搭载 M3 芯片的 2024 款 MacBook Air

资料来源：搜狐网，苹果官网，联想官网等，民生证券研究院

图12：2023-2027 年我国 AI PC 渗透率预测

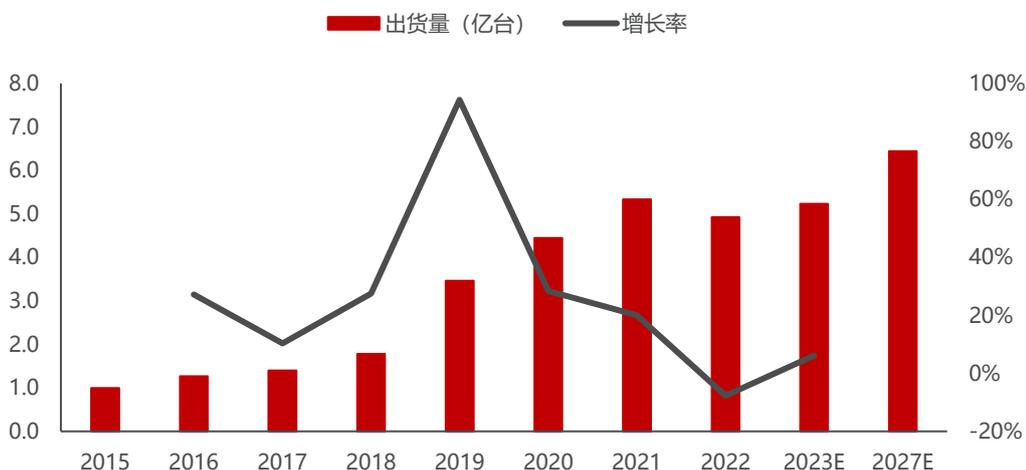


资料来源：AI PC 产业（中国）白皮书，民生证券研究院

2.1.2 新兴应用场景前景广阔

新兴消费电子产品拉动细分领域增长。随着技术的快速发展和 5G 相关基础设施建设的完善，以无人机、可穿戴设备、AR/VR 设备、电动工具为代表的新兴产品成为消费电子行业发展新动力。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，同比下降 8.2%。随着技术创新的持续涌现，以及可穿戴设备渗透率的逐步提升，未来可穿戴设备出货量将迎来增长，**IDC 预测到 2027 年，全球可穿戴设备出货量将达到 6.45 亿台，2022-2027 年的复合年增长率为 5.4%。**

图13：2015-2027 年可穿戴设备出货量及预测

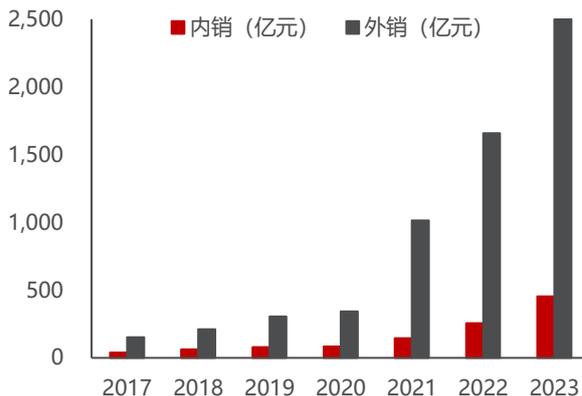


资料来源：IDC，立鼎产业研究中心，民生证券研究院

电子烟市场规模增长迅速。根据商启咨询数据，2017 年全球电子烟市场规模为 120 亿美元，2023 年规模达到 174 亿美元，同比增长 6.1%。根据商启咨询预计，2030 年全球电子烟市场规模有望达到 266 亿美元。同时，中国电子烟行业内销和出口市场规模均持续增长。2023 年中国电子烟内销市场规模达 454.3 亿元，同比增长 78.0%；中国电子烟出口市场规模达 2498.4 亿元，同比增长 50.6%。

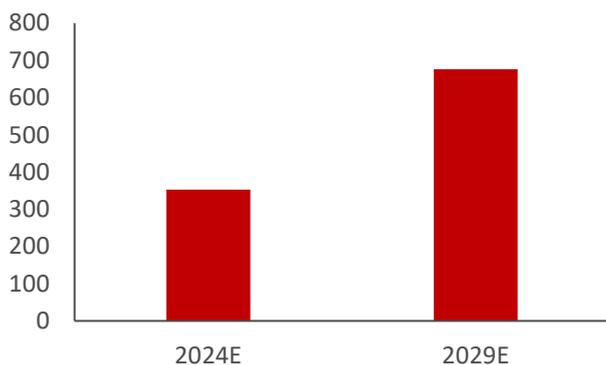
图14：2017-2023 年全球电子烟市场规模


资料来源：商启咨询，民生证券研究院

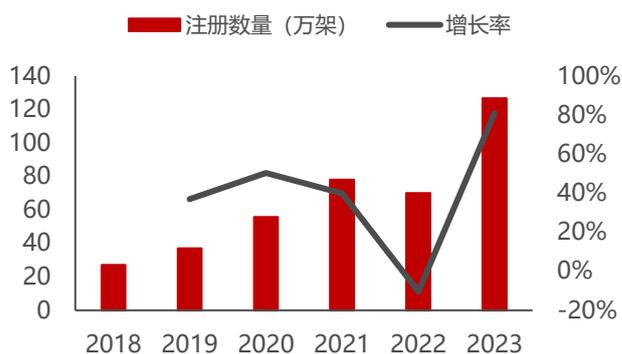
图15：2017-2023 年中国电子烟市场规模


资料来源：商启咨询，民生证券研究院

无人机场景或为新驱动力。根据 Mordor Intelligence 预测，2024 年全球无人机场景市场规模将为 352.8 亿美元，预计到 2029 年将达到 676.4 亿美元，5 年复合增速为 13.09%。2018-2023 年，我国注册无人机数量从 27 万架增长至 127 万架，随着未来相关技术的进步和应用的深化，我国无人机市场具有较大发展潜力。

图16：全球无人机市场规模及预测（亿美元）


资料来源：Mordor Intelligence，民生证券研究院

图17：2018-2023 年我国注册无人机数量


资料来源：中商产业研究院，中国新闻网，民生证券研究院

2.2 储能：便携式储能有望贡献新增量

便携式储能主要应用于户外和应急领域。根据应用场景不同，锂电池储能产品可主要划分为便携/家庭级/商业级/工业级/电网级储能产品等。其中，便携式储能电源是一种替代传统小型燃油发电机的、内置锂离子电池的小型储能设备，具有大

容量、大功率、安全便携的特点，可提供稳定交/直流电压输出的电源系统。

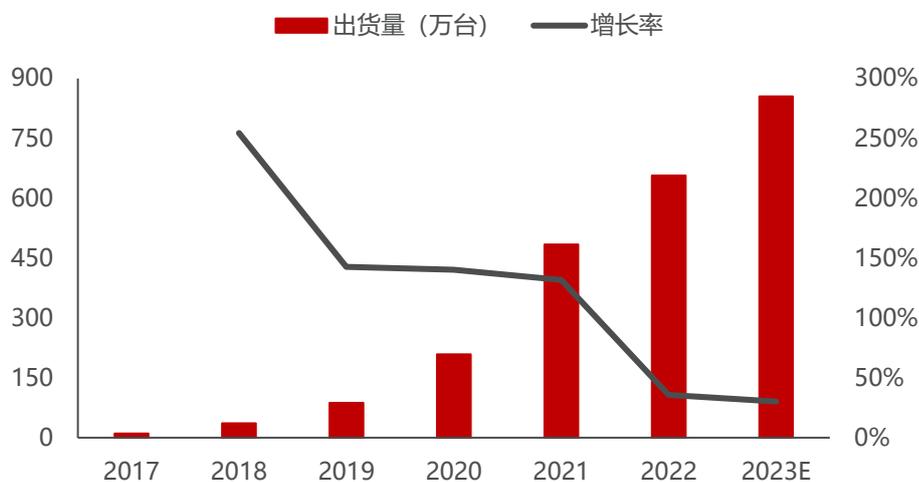
图18：便携式储能商品图



资料来源：华宝新能官网，民生证券研究院

便携式储能行业发展迅速，下游应用多样。便携式储能的下游应用主要分为户外、应急和其他三大领域，其中：户外领域涵盖了露营、房车、公路旅行、照明、摄影、施工等众多场景；应急领域主要指的是便携式储能产品能解决灾害缺电、停电、应急救援等电力短缺问题；其他领域主要涵盖车载充电、DIY 以及电力缺乏地区的用电等领域。2017-2022 年，全球便携式储能市场出货量从 10.1 万台增长到 656.7 万台，实现行业的迅速发展，根据中商产业研究院预测，23 年全球便携式储能出货量有望达 855.2 万台。

图19：2017-2023 年全球便携式储能出货量及预测

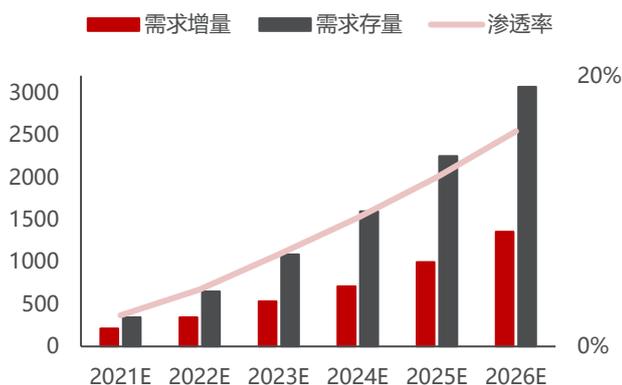


资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

便携式储能在户外和应急领域的渗透率有望快速提升。根据中国化学与物理

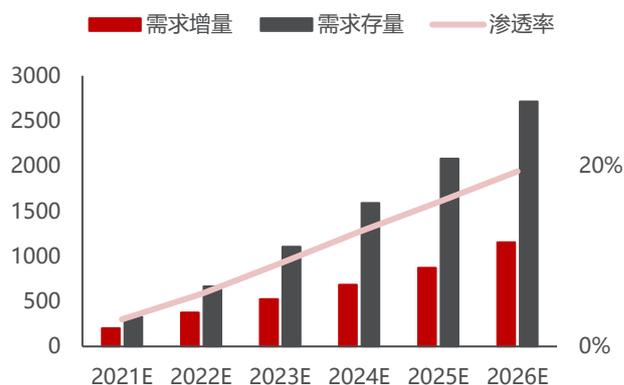
电源行业协会预测，2021年，户外领域和应急领域对便携式储能的购置需求预计分别达到210.8万台和201.0万台，渗透率分别为2.3%和3.0%。未来，户外和应急领域对便携式储能的需求将持续提升。预计到2026年，户外领域和应急领域对便携式储能的购置需求将分别达到1355万台和1155万台，根据2026年全球户外活动参与家庭数量约1.9亿户及便携储能产品平均生命周期3年进行测算，便携式储能在户外和应急领域的渗透率将分别达到15.9%和19.4%。

图20：便携式储能在户外领域的市场规模及渗透率预测（万台）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，民生证券研究院

图21：便携式储能在应急领域的市场规模及渗透率预测（万台）

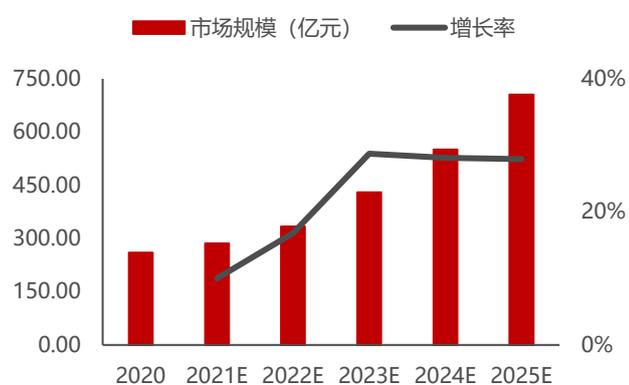


资料来源：中国化学与物理电源行业协会，民生证券研究院

2.3 镍氢电池：有望受益 T-BOX 的迅速放量

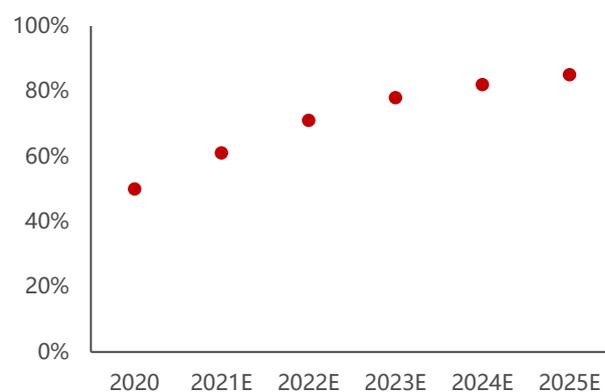
镍氢电池是车载 T-BOX 电源的主流方案。镍氢电池具备安全性高、适用温度范围广等特点，广泛应用于民用零售、个人护理、储能、通讯、混动汽车等领域。随着智能网联汽车的兴起，车载 T-BOX 作为连接车辆与外界的重要桥梁，市场快速增长。据华经产业研究院预测，2025 年全球 T-BOX 市场规模可达 705 亿元，CAGR (2020-2025E) 为 22.1%。2016 年 11 月，工信部要求纳入《新能源汽车推广应用推荐车型目录》的产品必须装载 T-BOX。2020 年以来，我国乘用车 T-BOX 装配率迅速提升，预计 2025 年有望达到 85% 的装配率。镍氢电池作为车载 T-BOX 电源的主流方案，有望受益 T-BOX 的迅速放量。

图22：2020-2025 全球 T-BOX 市场规模及预测



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图23：2020-2025 年我国乘用车 T-Box 装配率及预测



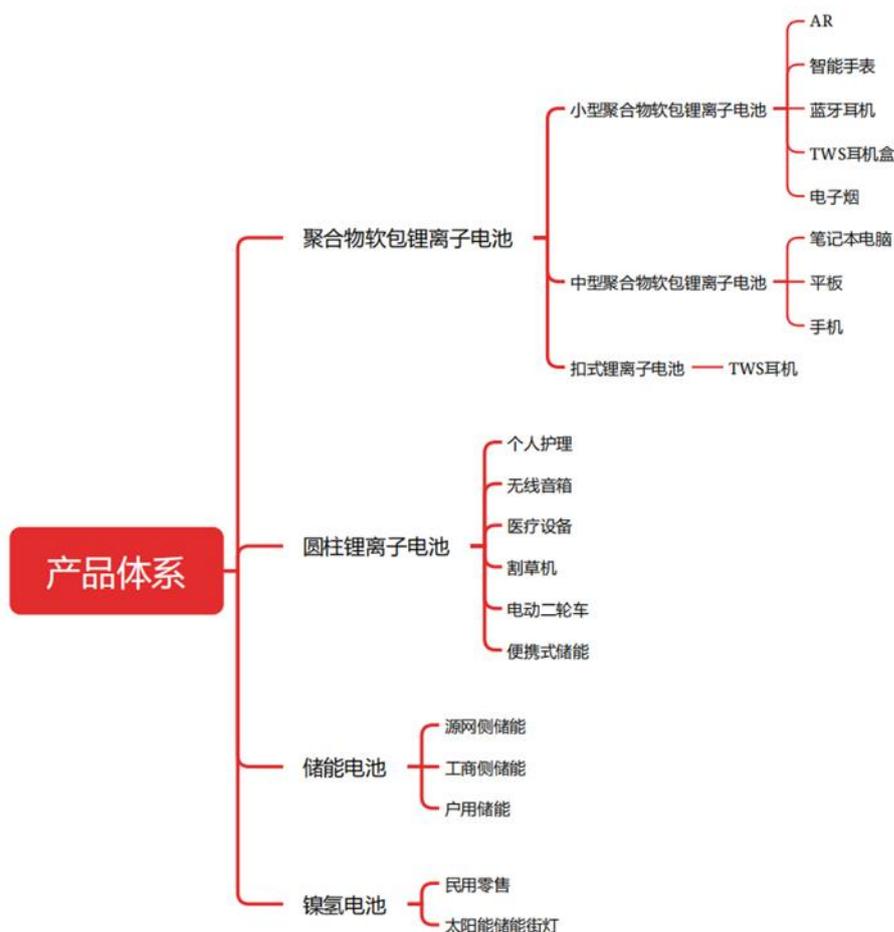
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

3 聚焦大客户战略，核心技术决定领先地位

3.1 产品种类多样，客户结构优质

公司凭借深厚的技术积累，形成了涵盖多个领域的产品结构。公司现有产品包括聚合物软包锂离子电池、圆柱锂离子电池、储能电芯及镍氢电池。其中：**中型聚合物软包锂离子电池**主要应用于笔记本电脑及周边产品、平板、智能手机等领域；**小型聚合物软包锂离子电池**主要应用于可穿戴设备、电子烟等领域；**扣式锂离子电池**主要应用于 TWS 耳机和助听器等可穿戴设备等领域；**圆柱锂离子电池**主要应用于个人护理、蓝牙音箱、医疗设备、轻动力、便携式储能等领域；**储能电芯**主要应用于源网侧储能、工商侧储能和家庭储能等应用场景；**镍氢电池**主要应用于民用零售、车载 T-Box、太阳能储能街灯、个人护理等领域。

图24：公司产品应用领域覆盖面广



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司客户资源丰富，构建可持续发展未来。公司现已积累大量的优质客户资源，与多个行业的知名企业建立了合作关系。目前，公司合作的终端品牌客户包括**惠普、微软、索尼、罗技、谷歌、大疆、比亚迪、小米**等国内外知名企业。公司以市场为导向，以客户为中心，聚焦服务世界 500 强和细分行业前十名品牌商，通过市场

洞察、数据分析、客户拜访、技术交流、邀请参观、联合开发等方式直接与终端品牌客户建立良好的沟通渠道后，接受其对公司技术水平、品质管理、制造能力等方面的综合评审，审核通过后，公司被认定为合格供应商。公司采用直接销售模式，主要包括：**(1) 公司将产品直接销售给品牌客户；(2) 终端品牌客户指定使用公司产品，并与公司约定主要商务条款，由品牌客户指定的代工厂或 PACK 厂向公司下单并结算。**公司建立并实施了《服务控制程序》，通过营销中心、研发体系、供应链管理部、品质部等多部门协同，对客户反馈的满意度进行快速响应、持续改进。

表4：公司主要客户

主要应用领域	主要品牌客户
笔记本电脑及周边产品	惠普、戴尔、MSI、宏碁、华硕、微软、罗技
蓝牙音箱	索尼、哈曼、罗技
个人护理	飞利浦、松下、博朗
可穿戴设备	索尼、哈曼、LG、FITBIT、伟易达、佳明、GOPRO
便携式储能	GOAL ZERO、大疆、华宝、正浩
民用零售	亚马逊、金霸王、劲量、VARTA
车载 T-Box	吉利、红旗、广汽埃安、比亚迪、小米
移动支付、无人机周边、智能家居	百富、大疆、ARLO、SHARK、飞利浦

资料来源：公司公告，民生证券研究院

客户资源是潜在进入者的主要壁垒，公司已获得多领域头部客户认可。品牌客户对电池供应商准入门槛要求高，认证周期长，替代成本高。电池是终端应用产品的核心部件之一，品牌客户对电池的安全性和品质的可靠性要求苛刻。品牌客户通常会对供应商的研发设计能力、技术创新能力、产品质量控制能力、订单快速交付能力、生产工艺的先进性、全球供应能力、综合管理水平以及经营状况等方面进行多轮综合考察评估，经过严格审核后才能被列入合格供应商名单，整个开发周期一般需要数年时间。公司凭借多年的技术积累和产品研发经验，获得全球诸多细分领域知名品牌商的认可。

表5：公司已通过海外各国市场认证标准

国家/组织	标准名称或编号	内容简介
联合国	UN (38.3) 认证	联合国制定的锂电池运输安全标准测试认证方法，是一个比 UL 更严格的测试，被美国运输部以及各国航空部门采纳作为标准，要求锂电池必须通过 UN 标准测试，共 8 个测试项目
美国	UL 认证	美国保险商实验所 (Underwriter Laboratories Inc.) 的简称，该机构确定各种材料、装置、产品、设备、建筑等对生命、财产有无危害和危害的程度，确定、编写、发行相应的标准和有助于减少及防止造成生命财产受到损失的资料
欧盟	CE 认证	强制认证标志，欧盟境内所用商品必须加贴该标志以表明产品质量符合欧盟《技术协调与标准化新方法》基本要求
	ROHS 指令	欧盟立法制定的一项强制性标准，该标准已于 2006 年 7 月 1 日开始正式实施，主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准，使之更

加有利于人体健康及环境保护

PSE (Product Safety of Electrical Appliance & Material 验证在日本称之为“适合性检查”，是电气用品进入日本市场的强制性验证制度

日本

PSE 认证

韩国

KC

适用于韩国市场的认证，广泛应用于各类电子类产品安全性能方面的检测和认证，属强制性安全认证

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.2 技术为本，构建竞争优势

公司自研掌握核心技术。公司研发团队人数逾千人，涉及电化学、材料化学、物理化学、机械设计、电子等多个学科领域，截至 2023 年 12 月 31 日，授权专利 632 项，含多项国际专利，专利授权数及申请数均处于同行业领先水平。

目前，公司通过自主研发掌握了“高能量密度电池技术”“电池电解液技术”“高温电池技术”“电池快速充放电关键技术”“高安全电池关键技术”“电池保护控制 BMS 关键技术”等行业关键技术，在产品能量密度、循环次数、快充速度等均处于行业领先水平。在能量密度上，公司通过采用高电压正极材料、高压密负极材料、更轻薄的隔离膜和箔材，已具备将电池体积能量密度提升至 830Wh/L 的能力；在电池循环次数上，公司通过优化电解液与正负极材料匹配程度，电池循环次数提升至 1000 次以上；在快充速度上，选择高动力学石墨及电解液材料结合特殊工艺，新一代小型聚合物软包锂离子电池可支持 5C 快速充电。

表6：公司核心技术

核心技术	产品优势
高能量密度电池关键技术	公司通过采用高电压正极材料、高压密负极材料、更轻薄的隔离膜和箔材，已具备将电池体积能量密度提升至 830Wh/L 的能力
电池电解液技术	公司通过优化电解液与正负极材料匹配程度，电池循环次数提升至 1000 次以上
高温电池技术	公司主要通过改进、优化正负极材料、电解液、隔离膜、电池设计及制造工艺等方式提升锂离子电池耐高温性能，使电池在满充状态下，60°C 存储 60 天，电池膨胀率控制在 10% 以内
电池快速充放电关键技术	公司通过选择高动力学石墨及电解液材料结合特殊工艺，新一代小型聚合物软包锂离子电池可支持 5C 快速充电；通过优化锂离子电池正极材料表面形貌、粒径及其浆料特性、产品结构、电解液等，使锂离子电池相比公司上一代同类型锂离子电池，在 10C 放电容量比提升至 95% 的同时，温升降低 5°C

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司积极布局前瞻技术。公司注重科技创新，深度融合集成产品开发 (Integrated Product Development, IPD) 理念，以“规划一代、储备一代、开发一代、应用一代”为研发方针，形成了以前瞻性研究、新材料、新工艺及新装备开发、新平台开发、新产品设计开发为主要内容的四级研发体系。目前，4.53V 高能量密度平台开发已经处于试产阶段，4.5V 高能量密度平台开发处于量产阶段。同时，公司除通过自主研发掌握消费电池行业关键技术外，还针对各细分领域差异化需求进行定制化研发，突破了小型化软包扣式电池、低温升大功率放电电池等技术，在各细分赛道中技术优势明显。

表7：公司正在进行多个平台及产品的研发

主要研发项目名称	进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
4.53V 高能量密度平台开发	试产	在上代产品基础上进一步提升能量密度，并满足循环寿命、浮充及存储等要求	可提升公司产品竞争力，扩大笔电、手机、穿戴等市场占有率
4.53V 快充平台开发	试产	在上代产品基础上进一步提升能量密度，并满足循环寿命、浮充及存储等要求	可提升公司产品竞争力，扩大笔电、手机、穿戴等市场占有率
4.5V 高能量密度平台开发	量产	在上代产品基础上进一步提升能量密度，并满足循环寿命、浮充及存储等要求	可提升公司产品竞争力，扩大笔电、手机、穿戴等市场占有率
4.5V 快充平台开发	量产	在上代产品基础上进一步提升能量密度，并满足循环寿命、浮充及存储等要求	可提升公司产品竞争力，扩大笔电、手机、穿戴等市场占有率
第二代快充平台开发	量产	可实现充电 8min 充入 80%以上电量，其他电性能满足终端产品需求。	确保快速充电的同时，能量密度在上代基础上持续提升，可提升穿戴类产品超级快充竞争力
超级快充平台开发	量产	能量密度、循环寿命、快充等性能满足客户要求，工艺成熟，实现自动化生产	可在无人机、电动工具及旗舰手机领域进行突破，占领新的市场
高电压硅碳负极平台开发	量产	开发高电压硅碳负极平台，提升电池的能量密度，满足终端产品的长续航需求	提升电池的能量密度，广泛应用于笔记本、手机、智能穿戴、TWS 耳机等领域
钢壳扣式电池开发	量产	能量密度、循环寿命、快充等性能满足客户要求，工艺成熟，实现自动化生产	可提升公司产品竞争力，扩大穿戴等市场占有率
1054 型扣式软包锂离子电池开发	试产	软包扣式锂离子电池的产品多样化，提升公司软包扣式锂离子电池在 TWS 领域的竞争力，在低、常、高温条件下，电池寿命及基本性能均可满足终端产品需求	在现有 1254 软包扣式锂离子电池尺寸基础上，直径降低，可满足终端产品小巧轻便需求
原位聚合半固态电池	样品	能量密度 900Wh/L(350Wh/kg),800 次循环	应用于有更高能量密度要求和安全性特殊要求的市场领域
准固态电池	样品	能量密度 1000Wh/L(380Wh/kg),500 次循环	应用于有更高能量密度要求和安全性特殊要求的市场领域
储能用 314Ah 平台开发	试产	开发大容量、高安全性、长寿命和长期存储性能的储能电芯平台	拓宽公司产品布局，提升储能市场竞争力

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司与香港大学、中南大学、哈尔滨工业大学、华南理工大学、南方科技大学等知名高校开展合作研发项目，开展固态电池材料开发、高能固态电池开发、全固态锂离子电池、水性低成本高能电池开发、电极界面成膜、过充、DCR 仿真分析、锂金属电池等前沿技术项目研究。目前公司 4.53V 快充及高能量密度平台已进入试产阶段，高电压硅碳负极平台开发进入量产阶段，准固态电池样品可实现 1000Wh/L (380Wh/kg) 能量密度及 500 次循环，新技术进展顺利。公司通过快充、固态电池、硅基负极等前瞻技术布局，抢占技术高地，保障长期成长。

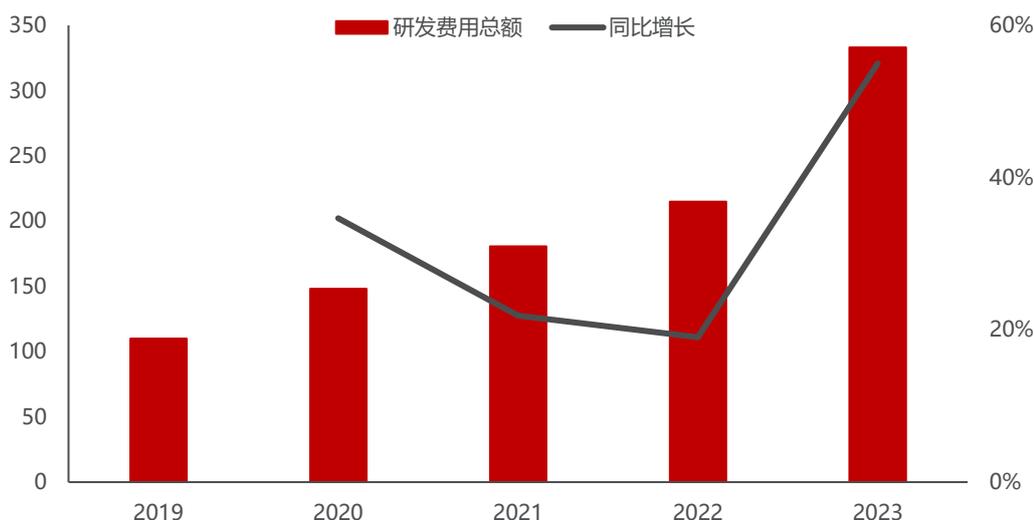
表8：公司联合各大高校共同研发

合作方	起止时间	合作项目	知识产权归属
中南大学	2021-2023	全电池 DCR 分析与仿真计算	合作双方
哈尔滨工业大学	2021-2024	锂离子电池硅碳负极复合材料应用开发	合作双方
华南理工大学	2021-2023	镍锌电池化学体系研发	合作双方

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司重视创新，研发投入持续上涨。公司高度重视研发，其研发投入长期维持高位。2019-2023年，研发费用分别达到1.10、1.48、1.81、2.15、3.33亿元。2023年研发费用同比增长55%。公司研发费用的投入表明公司始终坚持以科研为根，产品创新能力强，技术开发方面持续深挖进步，公司的未来持续发展具有充足的技术支持。

图25：2019-2023年公司研发费用（百万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.3 持续加码产能，满足日益增长的市场需求

近年来，公司小型、中型聚合物软包锂离子电池和聚合物软包扣式锂离子电池营业收入提升迅速，现有产能已经无法满足日益增长的市场需求，在一定程度上制约了公司业务发展速度。基于镍氢电池未来在车载 T-Box 等领域仍存在广阔的发展空间，公司进一步优化镍氢电池生产线，对公司现有小型、中型聚合物软包锂离子电池、聚合物软包扣式锂离子电池、圆柱锂离子电池（PACK）及镍氢电池等产品进行产能的转移和扩建。

扩大生产规模，实现降本增效。为支持公司市场开拓需求，公司将产能逐步整合至潼湖工业园生产基地。潼湖工业园一期项目预计在2024年全部达到预定可使用状态，在承接公司深圳工厂产线转移的同时实现产能扩张。潼湖工业园二期项目建成后，将可以满足公司消费类业务拓展的产能需求。公司的产能规划将有助于：

1) 提高产品交付能力，降低运输成本，提高产品毛利率，使产品在价格方面更具竞争力；2) 统一管理，降低人力资源管理成本，更好体现规模效应，具有良好的经济效益；3) 避免各厂区设备配置不均衡导致的资源浪费。随着潼湖工业园产线陆续归集完毕，下游客户需求逐步释放，叠加旺季订单的陆续落地，公司的产能利用率有望逐渐提升。

表9：公司对现有基地产能的转移和扩建

产品名称	转移产能 (万只/年)	新增产能 (万只/年)	合计产能 (万只/年)
镍氢电池	19208	8992	28200
聚合物软包锂离子电池	7287	18312	25608
小型聚合物软包锂离子电池	5529	7275	12804
中型聚合物软包锂离子电池	1205	6652	7857
聚合物软包扣式锂离子电池	553	4394	4947
圆柱锂离子电池 (PACK)	1291	3061	4352

资料来源：公司募集说明书，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

根据公司年报,我们将公司的主要业务拆分为四部分:圆柱锂离子电池业务、聚合物软包锂离子电池业务、镍氢电池业务和其他业务。

圆柱锂离子电池业务:公司 2023 年圆柱锂离子电池业务营收达到 11.99 亿元,同比增速达到 12.90%。公司圆柱电池主要下游产品涵盖个人护理、蓝牙音箱、医疗设备、便携式储能等,其中便携式储能领域,根据 GGII 调研数据,23 年出货达 4GWh,24 年随细分场景的创新应用如阳台微储,有望进一步打开便携式储能空间。公司坚持大客户战略,其中蓝牙音箱和个人护理的主要客户包括索尼、罗技、飞利浦、松下等头部企业,后续公司圆柱业务有望绑定头部客户稳定发展,因此预计公司该业务 2024-2026 年保持稳步增长,增速均为 15%,对应营收分别为 13.79、15.86、18.24 亿元。毛利率方面,因原材料价格已趋于稳定,以及公司圆柱出货标准化程度较高,预计 2024 年全年毛利率可达到 19%,考虑到公司的成本管控和产能利用率的提高,2025-2026 年毛利率将小幅转好,分别为 21%、23%。

聚合物软包锂离子电池业务:公司聚合物软包锂离子电池主要应用于两大类市场:(1)笔记本电脑及周边产品、平板、智能手机,(2)可穿戴设备、电子烟等。2023 年公司软包业务总共贡献营收 24.61 亿元,增速 36.2%。未来 2024-2026 年,受益于:(1)置换周期带来 24 年的消费需求回暖以及 AI PC 和 AI 手机带来的新增换机需求,(2)AR/VR 等技术创新拉动可穿戴设备市场需求,24 年受益 Apple 和 Meta 新品,AR/VR 市场复苏明显,行业出货同比增长 46.4%,(3)公司在战略上持续拓展新客户,提高市场占有率,(4)未来两年内公司潼湖新工业园区产能将逐步整合释放,我们预计公司该业务 2024-2026 年为迅速扩张期,收入增速分别为 35%、32%、20%,对应营收分别为 33.22、43.85、52.63 亿元;毛利率方面,类似于圆柱业务,毛利率随产能利用率和成本管控的提升稳步向好,预计 2024-2026 年毛利率分别为 19%、21%、23%。

镍氢电池业务:在细分民用镍氢电池领域,公司处于龙头地位,业务保持稳定,2023 年实现营收 6.55 亿元。收入方面,公司该业务较为稳定,我们预计 2024-2026 年保持小幅稳增,增速保持为 8%、8%、7%,对应营收分别为 7.08、7.61、8.14 亿元;毛利率方面,镍氢电池业务毛利率将维持稳定,我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 17%、17%、17%。

其他业务:公司 2023 年其他业务贡献营收 2.26 亿元,我们预计,公司其他业务板块 2024-2026 年营收分别为 2.48、2.73、3.00 亿元。

综上所述,我们预计公司 2024-2026 年实现营收 56.57、70.05、82.00 亿元,同比增速分别为 24.6%、23.8%、17.1%。

表10：主营业务拆分

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收 (百万元)	3505.61	4540.81	5656.98	7004.83	8200.33
	营收增速	5.65%	29.53%	24.6%	23.8%	17.1%
	营业成本 (百万元)	2766.52	3667.05	4590.23	5572.43	6378.10
	毛利率	21.08%	19.24%	18.86%	20.45%	22.22%
圆柱锂离子电 池业务	营收 (百万元)	1062.05	1199.06	1378.92	1585.76	1823.63
	营收增速	15.40%	12.90%	15%	15%	15%
	营业成本 (百万元)	825.36	964.79	1,116.93	1,252.75	1,404.19
	毛利率	22.29%	19.54%	19%	21%	23%
聚合物软包锂 离子电池业务	营收 (百万元)	1807.44	2460.96	3322.30	4385.43	5262.52
	营收增速	0.76%	36.16%	35%	32%	20%
	营业成本 (百万元)	1423.26	1973.63	2,681.10	3,464.49	4,052.14
	毛利率	21.26%	19.80%	19%	21%	23%
镍氢电池业务	营收 (百万元)	603.42	655.24	707.66	760.73	813.98
	营收增速	6.08%	8.59%	8%	8%	7%
	营业成本 (百万元)	511.56	543.91	588.77	631.41	675.61
	毛利率	15.22%	16.99%	17%	17%	17%
其他业务	营收 (百万元)	32.71	225.54	248.094	272.9034	300.19374
	营收增速	-6.84%	589.58%	10%	10%	10%
	营业成本 (百万元)	6.33	184.72	203.44	223.78	246.16
	毛利率	80.64%	18.10%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

4.2 估值分析

消费类锂离子电池为公司的核心产品，贡献主要收入来源，因此我们选取主营业务以消费类为主的电池厂商【欣旺达】【亿纬锂能】【珠海冠宇】作为可比公司。欣旺达、亿纬锂能主营业务包括消费和动力储能，其中消费营收占比较高，为公司贡献主要利润，珠海冠宇主要服务消费电子下游客户，产品应用于笔记本电脑、手机等，是目前国内的消费电池龙头之一，因此这三家公司与公司具有较强可比性。以 2024 年 8 月 12 日收盘价为基准，从 PEG 相对估值角度看，可比公司欣旺达、亿纬锂能、珠海冠宇 24-26 年的净利润 CAGR 分别为 24.0%，23.3%，44.6%，对应 24 年 PEG 分别为 0.86，0.65 和 0.48，公司 24-26 年净利润 CAGR 为 145.2%，24 年 PEG 为 0.2，显著低于行业水平

表11: 可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	24-26 年	2024
300207.SZ	欣旺达	16.03	0.78	0.99	1.20	21	16	13	24.0%	0.86
300014.SZ	亿纬锂能	36.65	2.4	3.01	3.65	15	12	10	23.3%	0.65
688772.SH	珠海冠宇	13.95	0.65	0.98	1.36	21	14	10	44.6%	0.48
平均						19	14	11		0.66
001283.SZ	豪鹏科技	32.81	1.15	3.85	6.91	29	9	5	145.2%	0.20

资料来源: Wind, 民生证券研究院测算 (注: 股价为 2024 年 08 月 12 日收盘价, 可比公司数据为 Wind 一致预期)

4.3 投资建议

公司专注消费电池, 下游市场蕴含潜力, 产能有序释放, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 56.57、70.05、82.00 亿元, 同比增速分别为 24.6%、23.8%、17.1%; 归母净利润分别为 0.94、3.16、5.67 亿元, 对应增速分别为 87.6%、234.9%、79.5%, 以 8 月 12 日收盘价作为基准, 对应 2024-2026 年 PE 为 29X、9X、5X, 考虑公司未来盈利能力稳步增长, 下游客户结构优质, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在消费类电子盈利水平较好的背景下，未进军消费领域的电池商可能加码消费类，从而使市场竞争变得激烈，公司需要充分发挥技术储备、成本管控、战略客群等的优势。若公司不能顺应市场竞争，可能会影响公司的市场占有率，从而影响公司的盈利能力。

2) 下游需求不及预期的风险。消费类电池的下游行业整体较为成熟，行业增速相对较慢，可能出现下游需求不及预期的情况。若下游行业增速放缓，公司的规模扩张和盈利也将相应受阻，从而影响公司的盈利能力。

3) 产品无法满足市场技术迭代的风险。消费类电池下游拥有换机需求的同时也伴随对于电池技术迭代的需求。若公司不能及时适应市场技术迭代，新技术开发为跟上节奏，可能影响公司的市场占有率，从而使得公司收入增长放缓，影响公司的盈利能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,541	5,657	7,005	8,200
营业成本	3,667	4,599	5,572	6,378
营业税金及附加	31	40	49	57
销售费用	132	153	175	189
管理费用	299	368	406	451
研发费用	333	396	441	492
EBIT	106	138	406	687
财务费用	17	41	48	46
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-79	0	0	0
营业利润	23	97	359	641
营业外收支	-3	-3	-4	-4
利润总额	20	94	355	637
所得税	-30	0	39	70
净利润	50	94	316	567
归属于母公司净利润	50	94	316	567
EBITDA	324	376	671	980

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,181	2,301	2,439	2,749
应收账款及票据	1,594	1,788	2,020	2,138
预付款项	35	46	56	64
存货	709	843	975	1,063
其他流动资产	263	343	378	409
流动资产合计	4,782	5,321	5,868	6,423
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	2,738	3,214	3,765	4,333
无形资产	158	158	158	158
非流动资产合计	3,772	4,303	4,802	5,202
资产合计	8,554	9,624	10,670	11,625
短期借款	388	688	688	688
应付账款及票据	3,240	3,832	4,566	5,138
其他流动负债	378	532	599	656
流动负债合计	4,006	5,053	5,854	6,482
长期借款	1,015	1,084	1,084	1,084
其他长期负债	971	974	974	974
非流动负债合计	1,986	2,058	2,058	2,058
负债合计	5,992	7,110	7,911	8,539
股本	82	82	82	82
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,562	2,514	2,759	3,086
负债和股东权益合计	8,554	9,624	10,670	11,625

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.53	24.58	23.83	17.07
EBIT 增长率	-43.76	30.23	193.69	69.21
净利润增长率	-68.39	87.64	234.87	79.49
盈利能力 (%)				
毛利率	19.24	18.71	20.45	22.22
净利润率	1.11	1.67	4.51	6.92
总资产收益率 ROA	0.59	0.98	2.96	4.88
净资产收益率 ROE	1.96	3.75	11.46	18.38
偿债能力				
流动比率	1.19	1.05	1.00	0.99
速动比率	0.96	0.83	0.79	0.78
现金比率	0.54	0.46	0.42	0.42
资产负债率 (%)	70.05	73.88	74.15	73.46
经营效率				
应收账款周转天数	91.37	103.73	94.24	87.56
存货周转天数	66.24	60.75	58.73	57.52
总资产周转率	0.67	0.62	0.69	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	1.15	3.85	6.91
每股净资产	31.19	30.61	33.58	37.57
每股经营现金流	2.89	8.22	12.80	16.09
每股股利	0.48	0.87	2.92	5.24
估值分析				
PE	54	29	9	5
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.51	9.04	5.07	3.47
股息收益率 (%)	1.46	2.66	8.91	15.99

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	50	94	316	567
折旧和摊销	217	238	265	292
营运资金变动	-107	277	388	380
经营活动现金流	238	675	1,051	1,322
资本开支	-1,388	-703	-738	-668
投资	63	0	0	0
投资活动现金流	-1,387	-729	-738	-668
股权募资	1,149	0	0	0
债务募资	780	418	0	0
筹资活动现金流	1,728	175	-176	-344
现金净流量	579	121	138	309

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司主营业务.....	4
图 3: 公司股权结构.....	4
图 4: 2019-2024Q1 公司营收和增长率 (百万元)	6
图 5: 2019-2024Q1 公司归母净利润和增长率 (百万元)	6
图 6: 2019-2023 年公司业务结构.....	6
图 7: 2018-2024 年公司毛利率与净利率变化.....	7
图 8: 2019-2023 年公司费用结构 (百万元)	7
图 9: 2016-2028 年全球智能手机出货量及预测.....	8
图 10: 2023-2027 年中国 AI 手机出货量及渗透率预测.....	8
图 11: 2019-2025 年全球笔记本出货量及预测.....	9
图 12: 2023-2027 年我国 AI PC 渗透率预测.....	10
图 13: 2015-2027 年可穿戴设备出货量及预测.....	10
图 14: 2017-2023 年全球电子烟市场规模.....	11
图 15: 2017-2023 年中国电子烟市场规模.....	11
图 16: 全球无人机市场规模及预测 (亿美元)	11
图 17: 2018-2023 年我国注册无人机数量.....	11
图 18: 便携式储能商品图.....	12
图 19: 2017-2023 年全球便携式储能出货量及预测.....	12
图 20: 便携式储能在户外领域的市场规模及渗透率预测 (万台)	13
图 21: 便携式储能在应急领域的市场规模及渗透率预测 (万台)	13
图 22: 2020-2025 全球 T-BOX 市场规模及预测.....	14
图 23: 2020-2025 年我国乘用车 T-Box 装配率及预测.....	14
图 24: 公司产品应用领域覆盖面广.....	15
图 25: 2019-2023 年公司研发费用 (百万元)	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司高管履历.....	5
表 2: 厂商的 AI 手机布局进展.....	8
表 3: 厂商的 AIPC 布局进展.....	9
表 4: 公司主要客户.....	16
表 5: 公司已通过海外各国市场认证标准.....	16
表 6: 公司核心技术.....	17
表 7: 公司正在进行多个平台及产品的研发.....	18
表 8: 公司联合各大高校共同研发.....	18
表 9: 公司对现有基地产能的转移和扩建.....	20
表 10: 主营业务拆分.....	22
表 11: 可比公司 PE 对比.....	23
公司财务报表数据预测汇总.....	25

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026