

2025年09月11日

# 珠海冠宇（688772.SH）

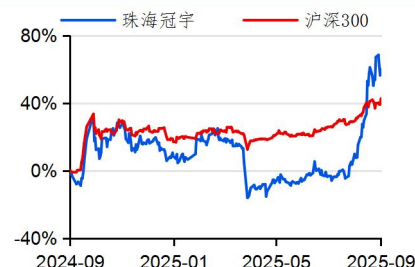
## 公司快报

电子 | 消费电子组件III

投资评级 **买入(首次)**  
 股价(2025-09-11) 22.58 元

| 交易数据      |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 25,562.11   |
| 流通市值（百万元） | 25,562.11   |
| 总股本（百万股）  | 1,132.07    |
| 流通股本（百万股） | 1,132.07    |
| 12个月价格区间  | 22.94/12.44 |

### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 升幅%  |       |       |       |
| 相对收益 | 43.34 | 52.84 | 21.18 |
| 绝对收益 | 54.13 | 70.5  | 63.49 |

分析师 熊军  
 SAC 执业证书编号：S0910525050001  
 xiongjun@huajinsc.cn  
 分析师 王臣复  
 SAC 执业证书编号：S0910523020006  
 wangchenfu@huajinsc.cn

### 相关报告

## 钢壳电池量产出货，人形机器人领域陆续送样

### 投资要点：

- 1、公司发布 2025 年半年报，报告期内，公司实现营业总收入 609,762.57 万元，较上年同期上升 14.03%；实现归属于母公司所有者的净利润 11,682.41 万元，较上年同期上升 14.77%。
- 2、公司发布《关于会计估计变更的公告》，公司本次将房屋及建筑物的折旧年限由 3-20 年变更为 3-40 年，将部分机器设备的折旧年限由 5 年变更为 8 年，本次会计估计变更事项无需提交股东大会审议。本次会计估计变更自 2025 年 4 月 1 日起开始执行，变更采用未来适用法，无需追溯调整，对公司以前年度的财务状况、经营成果均不会产生影响，也不存在损害公司及股东利益的情形。

◆ **聚焦锂离子电池赛道，2025 年 Q2 业绩转正：**公司主要从事消费类电池的研发、生产及销售，拥有完善的研发、生产及销售体系，是全球消费类电池主要供应商之一。同时，公司也在逐步有重点地推进在动力及储能类电池领域的布局。公司电池产品根据下游应用领域可分为消费类电池、动力及储能类电池，公司消费类电池产品包括电芯及 PACK，应用领域涵盖笔记本电脑、平板电脑、智能手机、智能穿戴设备、消费类无人机、智能清洁电器、电动工具等领域；公司动力类电池产品包括电芯、模组、PACK 和系统，主要应用于汽车低压系统、行业无人机、电动摩托等领域；公司储能类电池产品包括电芯、模组、PACK、RACK 和储能系统，主要应用于家用储能、通讯备电、工商业储能等领域。细分业务方向来看，消费电子行业，经历了数年的调整后，2024 年企稳回升，笔记本电脑和智能手机出货量增速实现转正，并带动产业链上下游持续向好，叠加 3C 端国补政策的落地，2025 年上半年行业维持稳定增长。此外，可穿戴、消费类无人机、蓝牙音箱、AR/VR 设备等新兴电子领域依然呈现较快发展态势。动力类业务方面，公司及时调整战略规划，集中现有资源和技术优势，聚焦汽车低压锂电池和无人机电池业务，力争成为汽车低压锂电池领域头部企业。2025 年上半年，公司实现营业总收入 609,762.57 万元，较上年同期上升 14.03%；实现归属于母公司所有者的净利润 11,682.41 万元，较上年同期上升 14.77%。其中，公司手机类锂电池销售量同比增长 43.28%，主要系公司份额提升以及部分客户电池策略调整所致；公司笔电类锂电池销售量同比增长 6.93%；公司其他消费类锂电池销售量同比增长 79.81%；消费类 PACK 业务方面，公司的 PACK 自供比例持续稳步提升；公司的消费类电芯 PACK 自供比例为 44.43%，同比上升 3.68 个百分点；公司汽车低压锂电池出货量超 70 万套。

◆ **钢壳电池量产出货，人形机器人领域陆续送样：**相比传统的聚合物软包电池，钢壳电池在形态设计上展现出更高的灵活性，能够更好地适应和优化利用设备内部的空间，有助于提升电池的带电量；随着性能的优化和成本的下降，钢壳电池有望更多地应用于手机、智能手表、智能眼镜等消费电子产品上。2024 年苹果发布的 iPhone 16 Pro 上应用的既是钢壳电池。根据公司 2025 年半年报显示，在工艺方面，公司完成消费类钢壳电池的设计研发，截至 2025 年半年报披露日，已首次实现量产出货。在人形机器人领域，公司积极参与多个项目和方案的技术对接，并且已陆续给



多家头部厂商送样，部分厂商在汽车低压锂电池方面和公司已有深度合作。

- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2025 年至 2027 年分别实现营收 134.48 亿元、168.48 亿元、195.82 亿元，同比增速分别为 16.5%、25.3%、16.2%，预计分别实现归母净利润 5.90 亿元、13.60 亿元、16.98 亿元，同比增速分别为 37.2%、130.4%、24.8%，对应 PE 分别为 43.3 倍、18.8 倍、15.1 倍，根据可比公司估值来看，公司目前的估值低于可比公司估值的均值。考虑到公司消费类业务持续升级，动力类业务客户持续开拓，未来业务具有较大空间，首次覆盖，给予买入建议。
- ◆ **风险提示：**下游需求不景气、同业竞争加剧、新品研发及导入不及预期、海外业务经营风险

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 11,446 | 11,541 | 13,448 | 16,848 | 19,582 |
| YoY(%)     | 4.3    | 0.8    | 16.5   | 25.3   | 16.2   |
| 归母净利润(百万元) | 344    | 430    | 590    | 1,360  | 1,698  |
| YoY(%)     | 278.2  | 25.0   | 37.2   | 130.4  | 24.8   |
| 毛利率(%)     | 25.2   | 25.7   | 25.7   | 25.6   | 25.2   |
| EPS(摊薄/元)  | 0.30   | 0.38   | 0.52   | 1.20   | 1.50   |
| ROE(%)     | 2.7    | 4.0    | 5.3    | 10.3   | 11.4   |
| P/E(倍)     | 74.3   | 59.4   | 43.3   | 18.8   | 15.1   |
| P/B(倍)     | 3.9    | 3.8    | 3.5    | 3.0    | 2.5    |
| 净利率(%)     | 3.0    | 3.7    | 4.4    | 8.1    | 8.7    |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测及业务分拆

1、公司消费类业务方面，未来几年预计有几个趋势：（1）消费电子行业在 2024 年企稳回升，笔记本电脑和智能手机出货量增速实现转正，2025 年上半年行业维持稳定增长，根据 IDC 的预测，未来两年智能手机整体出货量预计保持低个位数增长，预计笔电市场在 2025 年表现强劲后略有下降；（2）可穿戴设备、消费类无人机、蓝牙音箱、AR/VR 设备等新兴电子领域依然呈现出较快的发展态势；（3）公司完成消费类钢壳电池的设计研发，已首次实现量产出货，未来钢壳电池的渗透率有望持续提升；（4）公司 2025 年上半年成功量产 25%高硅负极电池，由于掺硅比例的提升，该电池体积能量密度高达 900Wh/L，处于行业领先水平，未来公司将稳步推进硅负极项目的量产落地，在保证产品性能稳定的前提下持续提升负极掺硅比例。结合以上几个趋势，我们预计 2025 年~2027 年公司消费类业务营收增速分别为 15.00%、25.00%、15.00%，毛利率分别为 29.00%、29.00%、29.00%；

2、公司动力类业务方面，一方面，经过前期的投入与深耕，公司开始陆续为国内外头部电动车企业批量供应汽车低压锂电池，公司汽车低压锂电池产品已通过多家车企的体系审核并陆续量产供货；另一方面，全球工业级无人机市场规模在持续增长，公司业务较快；同时，公司积极关注高倍率电池的业务机会。我们预计 2025 年~2027 年公司动力类业务营收增速分别为 40.00%、35.00%、30.00%，毛利率分别为-2.00%、-2.00%、-2.00%；

3、我们预计 2025 年~2027 年公司其他业务营收增速分别为 0.00%、0.00%、0.00%，毛利率分别为 17.00%、17.00%、17.00%。

表 1：珠海冠宇业务收入预测（百万元，%）

|         | 2022      | 2023      | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 消费类     | 10,064.88 | 10,480.36 | 10,265.06 | 11,804.82 | 14,756.02 | 16,969.43 |
| 同比 (%)  |           | 4.13%     | -2.05%    | 15.00%    | 25.00%    | 15.00%    |
| 毛利率 (%) | 18.62%    | 27.60%    | 28.68%    | 29.00%    | 29.00%    | 29.00%    |
| 动力类     | 396.98    | 547.50    | 917.28    | 1,284.19  | 1,733.66  | 2,253.76  |
| 同比 (%)  |           | 37.92%    | 67.54%    | 40.00%    | 35.00%    | 30.00%    |
| 毛利率 (%) | -30.84%   | -15.05%   | -4.16%    | -2.00%    | -2.00%    | -2.00%    |
| 其他业务    | 512.55    | 417.76    | 358.73    | 358.73    | 358.73    | 358.73    |
| 同比 (%)  |           | -18.49%   | -14.13%   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     |
| 毛利率 (%) | 19.46%    | 17.17%    | 16.39%    | 17.00%    | 17.00%    | 17.00%    |
| 营收合计    | 10,974.41 | 11,445.62 | 11,541.07 | 13,447.74 | 16,848.41 | 19,581.91 |
| 同比 (%)  |           | 4.29%     | 0.83%     | 16.52%    | 25.29%    | 16.22%    |
| 毛利率 (%) | 16.87%    | 25.17%    | 25.69%    | 25.72%    | 25.55%    | 25.21%    |

资料来源：华金证券研究所

## 二、估值对比

我们选取国内已上市的新能源电池厂商作为可比公司，其中：亿纬锂能是全场景锂电池平台企业，公司致力于“以全场景锂电池方案，加速万物互联”，构建起从材料、电芯、BMS 到系统的

全体系研发平台；欣旺达构建了消费类电池、动力科技、能源科技、智能硬件、创新与生态五大业务板块，成为 3C 消费类电池领域的隐形冠军，跻身全球动力电池装机量前十、中国企业全球储能电芯出货量前十，以及储能系统(直流侧)全球市场出货量前五；豪鹏科技是一家致力于锂离子电池、镍氢电池的研发、设计、制造和销售，以及废旧电池回收及资源循环利用的企业,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；鹏辉能源主要生产聚合物锂离子、锂离子、镍氢等二次充电电池，锂铁、锂锰、锂亚硫酰氯、锌空等一次电池，产品广泛应用于移动电源、航模、新能源汽车动力电池、汽车启动电源、通信基站后备电源、风光储能及家庭储能电池系统解决方案。

表 2：可比公司估值（亿元）

| 公司   | 市值   | 归母净利润（亿元） |       |       | PE（倍） |       |       |
|------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |      | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 亿纬锂能 | 1467 | 47.66     | 68.82 | 86.65 | 30.8  | 21.3  | 16.9  |
| 欣旺达  | 518  | 21.88     | 27.49 | 33.51 | 23.7  | 18.8  | 15.5  |
| 豪鹏科技 | 79   | 2.41      | 3.58  | 4.65  | 32.7  | 22.0  | 16.9  |
| 鹏辉能源 | 163  | 1.23      | 2.61  | 3.33  | 132.9 | 62.6  | 49.2  |
| 均值   |      |           |       |       | 55.0  | 31.2  | 24.6  |
| 珠海冠宇 | 250  | 5.90      | 13.60 | 16.98 | 43.3  | 18.8  | 15.1  |

资料来源：Wind 一致预期，珠海冠宇盈利预测来自华金证券研究所，注：股价为 2025 年 9 月 11 日收盘价

根据可比公司估值来看，公司目前的估值低于可比公司估值的均值。考虑到公司消费类业务持续升级，动力类业务客户持续开拓，未来业务具有较大空间，首次覆盖，给予买入建议。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 9704  | 9287  | 11729 | 11958 | 13867 |
| 现金             | 4251  | 2709  | 3936  | 2400  | 3523  |
| 应收票据及应收账款      | 2885  | 3235  | 3769  | 4956  | 5284  |
| 预付账款           | 54    | 42    | 98    | 64    | 119   |
| 存货             | 1951  | 1892  | 2584  | 3037  | 3526  |
| 其他流动资产         | 564   | 1409  | 1342  | 1500  | 1415  |
| <b>非流动资产</b>   | 11804 | 11666 | 11819 | 12805 | 12964 |
| 长期投资           | 28    | 31    | 35    | 39    | 43    |
| 固定资产           | 7605  | 7911  | 8120  | 8977  | 9209  |
| 无形资产           | 395   | 339   | 372   | 399   | 417   |
| 其他非流动资产        | 3776  | 3384  | 3291  | 3390  | 3295  |
| <b>资产总计</b>    | 21508 | 20953 | 23548 | 24763 | 26831 |
| <b>流动负债</b>    | 9473  | 8097  | 11211 | 12343 | 14370 |
| 短期借款           | 1389  | 868   | 868   | 868   | 868   |
| 应付票据及应付账款      | 6285  | 5498  | 8226  | 9007  | 11114 |
| 其他流动负债         | 1799  | 1730  | 2117  | 2467  | 2388  |
| <b>非流动负债</b>   | 4803  | 5590  | 4658  | 3949  | 2950  |
| 长期借款           | 3928  | 4844  | 3912  | 3204  | 2205  |
| 其他非流动负债        | 874   | 746   | 746   | 746   | 746   |
| <b>负债合计</b>    | 14276 | 13686 | 15870 | 16292 | 17320 |
| 少数股东权益         | 258   | 119   | -64   | -556  | -1169 |
| 股本             | 1122  | 1127  | 1132  | 1132  | 1132  |
| 资本公积           | 3638  | 3721  | 3721  | 3721  | 3721  |
| 留存收益           | 1875  | 2003  | 2275  | 2831  | 3729  |
| 归属母公司股东权益      | 6974  | 7147  | 7742  | 9026  | 10680 |
| <b>负债和股东权益</b> | 21508 | 20953 | 23548 | 24763 | 26831 |

### 现金流量表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b>  | 2603  | 2444  | 3295  | 1765  | 4160  |
| 净利润             | 197   | 287   | 407   | 869   | 1085  |
| 折旧摊销            | 1662  | 1941  | 1387  | 1685  | 2023  |
| 财务费用            | 94    | 35    | 39    | -98   | -196  |
| 投资损失            | -34   | -24   | -1    | 9     | 19    |
| 营运资金变动          | 412   | 61    | 1463  | -701  | 1229  |
| 其他经营现金流         | 272   | 144   | 0     | -0    | -0    |
| <b>投资活动现金流</b>  | -3015 | -3328 | -1540 | -2680 | -2201 |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 551   | -458  | -528  | -620  | -836  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.30  | 0.38  | 0.52  | 1.20  | 1.50  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.30  | 2.16  | 2.91  | 1.56  | 3.67  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.82  | 5.97  | 6.49  | 7.63  | 9.09  |

### 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 11446 | 11541 | 13448 | 16848 | 19582 |
| 营业成本            | 8564  | 8576  | 9989  | 12543 | 14645 |
| 营业税金及附加         | 86    | 86    | 71    | 98    | 128   |
| 营业费用            | 48    | 66    | 81    | 101   | 117   |
| 管理费用            | 1263  | 1155  | 1143  | 1365  | 1606  |
| 研发费用            | 1150  | 1458  | 1654  | 2039  | 2448  |
| 财务费用            | 94    | 35    | 39    | -98   | -196  |
| 资产减值损失          | -316  | -247  | -340  | -431  | -489  |
| 公允价值变动收益        | -1    | 2     | -0    | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 34    | 24    | 1     | -9    | -19   |
| <b>营业利润</b>     | 97    | 116   | 272   | 518   | 489   |
| 营业外收入           | 11    | 2     | 8     | 7     | 7     |
| 营业外支出           | 47    | 9     | 20    | 23    | 25    |
| <b>利润总额</b>     | 60    | 110   | 259   | 502   | 472   |
| 所得税             | -137  | -178  | -147  | -367  | -613  |
| <b>税后利润</b>     | 197   | 287   | 407   | 869   | 1085  |
| 少数股东损益          | -147  | -143  | -184  | -491  | -613  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 344   | 430   | 590   | 1360  | 1698  |
| <b>EBITDA</b>   | 1938  | 2342  | 1744  | 2262  | 2548  |

### 主要财务比率

| 会计年度         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 4.3   | 0.8   | 16.5  | 25.3  | 16.2  |
| 营业利润(%)      | 198.7 | 20.5  | 133.5 | 90.9  | -5.6  |
| 归属于母公司净利润(%) | 278.2 | 25.0  | 37.2  | 130.4 | 24.8  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 25.2  | 25.7  | 25.7  | 25.6  | 25.2  |
| 净利率(%)       | 3.0   | 3.7   | 4.4   | 8.1   | 8.7   |
| ROE(%)       | 2.7   | 4.0   | 5.3   | 10.3  | 11.4  |
| ROIC(%)      | 6.8   | 7.5   | 4.0   | 6.8   | 7.9   |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 66.4  | 65.3  | 67.4  | 65.8  | 64.6  |
| 流动比率         | 1.0   | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| 速动比率         | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 应收账款周转率      | 4.0   | 3.8   | 3.8   | 3.9   | 3.8   |
| 应付账款周转率      | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 74.3  | 59.4  | 43.3  | 18.8  | 15.1  |
| P/B          | 3.9   | 3.8   | 3.5   | 3.0   | 2.5   |
| EV/EBITDA    | 14.4  | 12.6  | 15.9  | 12.4  | 10.0  |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

熊军、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)