



珠海冠宇 (688772.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

技术破局迎成长，二次起飞奇点将至

公司简介

公司的消费类软包锂电池产品广泛应用于智能手机、笔记本电脑等终端，其中笔电领域市占率全球第一、智能手机领域全球第五。

投资逻辑

为苹果手机供应的高价值钢壳电池出货量与份额有望高增，三星手机电池份额将实现从 0 到 1 的增长。公司自 2022 年切入苹果手机电池供应链以来每年份额实现翻倍增长，2024 年 iPhone 16 Pro 首次采用钢壳电池，公司为核心供应商，目前公司钢壳处于满产状态，公司持续加码资本开支，钢壳产能有望从今年约 2000 万颗扩产至明年超 8000 万颗，为苹果供货结构中钢壳占比有望从 20% 提升至 70%，对应公司在苹果电芯环节总份额由 20% 提升至 40%，且公司今年以 Cell+Pack 模式为三星供应高端智能手表电池，明年有望切入三星高端智能手机电池供应链，开辟新的增长曲线。

积极布局前沿制造工艺，技术能力依托市场份额与 ASP 兑现。公司积极研发钢壳电池，能够更高效利用设备内部空间，提升电池带电量，有望向更多机型渗透；叠片工艺提升模切精度与叠片精度，使整体成本降幅达 10% 以上；硅负极电池能量密度更高，公司已量产出货 25% 高硅负极电池，未来有望持续提升掺硅比例，公司电池工艺的进步将反映到其市场份额与 ASP 的提升上。

钴价格持续上涨，产业链顺价传导有望增厚公司业绩。消费类电池正极材料钴酸锂价格受钴产地刚果金出口禁令影响，今年上涨幅度超 130%，由于消费电池行业供应格局集中，电池占成本比例较低叠加行业产能偏紧，原材料上涨压力预计将顺利传导至下游客户端，公司采用前三季度原材料价格加成报价机制，预计将于 2025Q4 起实现涨价，推动业绩直接增厚。

动储类业务产能利用率提升驱动规模效应，盈利能力持续修复。该业务早期因订单规模有限、产能利用率偏低导致单位分摊固定成本较高，有望随客户端订单放量显现规模效应，叠加公司折旧年限的延长，2025 年将实现扭亏为盈，未来毛利率有望稳健增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润将达到 6.4 亿元、16.9 亿元和 22.0 亿元，对应 PE 为 38 倍、14 倍和 11 倍。根据可比公司估值法给予公司 2026 年 22 倍 PE，给予公司 373 亿目标市值、32.91 元/股目标价，给予“买入”评级。

风险提示

动储类业务持续亏损；汇率波动风险；技术研发不及预期；上游原材料涨价未能传导至下游；可转债转股稀释与偿付压力。

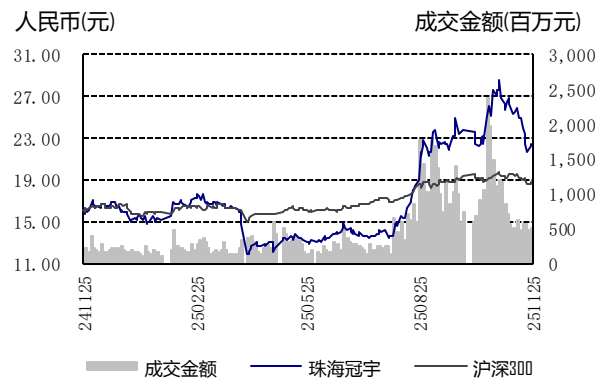
电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：22.40 元

目标价 (人民币)：32.91 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,446	11,541	14,335	20,637	24,393
营业收入增长率	4.29%	0.83%	24.21%	43.96%	18.20%
归母净利润 (百万元)	344	430	640	1,693	2,197
归母净利润增长率	278.21%	25.03%	48.73%	164.53%	29.77%
摊薄每股收益 (元)	0.307	0.382	0.565	1.496	1.941
每股经营性现金流净额	2.32	2.17	2.20	3.28	3.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.94%	6.02%	9.16%	23.12%	28.30%
P/E	71.74	42.12	39.62	14.98	11.54
P/B	3.54	2.54	3.63	3.46	3.27

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

前言：消费电子存量竞争，技术壁垒构筑长期护城河成破局关键.....	5
一、优质锂电企业，深耕消费电池核心赛道.....	6
1.1、深耕电池领域二十余年，技术底蕴深厚.....	6
1.2、布局消费与动储赛道，深度绑定头部客户.....	7
1.3、股权结构稳定，徐延铭为实控人.....	8
1.4、利润触底反弹，业绩爆发拐点在即.....	8
二、领先技术工艺破局消费电池存量市场，份额提升叠加行业顺价驱动 ASP 上行迎业绩爆发.....	11
2.1、行业量能——手机 PC 维持平稳，端侧 AI 增速迅猛，整体温和增长.....	11
2.2、公司量能——市占率与大客户份额提升推动出货量增长，布局新品类打造第二增长曲线.....	13
2.3、公司为何能够从行业存量竞争中破局？——行业领先的工艺能力.....	18
2.4、短中期确定性价格弹性——钴涨价带来的行业顺价传导.....	21
三、产能利用率回升驱动规模效应，成本优化助力动储类业务业绩拐点.....	22
3.1、差异化布局低压启停电池，铅改锂趋势推动公司出货量增长.....	22
3.2、宏观政策支持背景下，公司储能业务有望触底回升.....	24
3.3、无人机业务绑定大疆等头部客户，助力动储业务产能利用率提升实现扭亏.....	25
四、盈利预测及估值.....	26
4.1、盈利预测：未来三年归母净利润复合增速达到 72.2%.....	26
4.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 373 亿.....	28
五、风险提示.....	29
5.1、动储类业务持续亏损.....	29
5.2、汇率波动风险.....	29
5.3、技术研发不及预期.....	29
5.4、上游原材料涨价未能传导至下游.....	30
5.5、可转债转股稀释与偿付压力.....	30

图表目录

图表 1：珠海冠宇投资核心逻辑图.....	6
图表 2：公司深耕电池领域二十余年.....	6
图表 3：公司产品根据下游应用可以分为消费类和动力类电池.....	7
图表 4：公司深度绑定下游应用头部客户.....	8
图表 5：公司股权结构稳定.....	8
图表 6：珠海冠宇 2025 前三季度营业收入恢复同比高增.....	9
图表 7：珠海冠宇近三年归母净利润稳健增长.....	9



图表 8: 珠海冠宇 2020-2024 分业务营业收入, 手机类业务占比提升.....	9
图表 9: 珠海冠宇 2024 各业务结构占比, 消费电池占比近九成.....	9
图表 10: 珠海冠宇 2020-2024 分业务毛利率, 动力类业务逐步减亏.....	10
图表 11: 珠海冠宇 2021-2025 前三季度毛利率与净利率, 净利率持续回暖.....	10
图表 12: 珠海冠宇 2021-2025 前三季度期间费用率, 管理费率逐年下滑.....	10
图表 13: 珠海冠宇毛利率水平为同行业领先地位.....	11
图表 14: 珠海冠宇研发投入处于行业内领先地位.....	11
图表 15: 全球智能手机行业有所回暖, 未来出货量有望维持温和增长趋势.....	11
图表 16: 全球手机季度出货量, 已实现连续三个季度同比增长.....	11
图表 17: 全球 PC 出货量将维持稳健微增趋势.....	12
图表 18: 全球 PC 季度出货量, 已实现连续七个季度的同比增长.....	12
图表 19: 全球智能穿戴产品出货量将维持稳健增长.....	12
图表 20: 全球 AI 智能眼镜出货量将迎爆发式增长.....	12
图表 21: 全球小软包锂电池出货量基本维持平稳.....	13
图表 22: 珠海冠宇消费类电池销量, 整体呈上升趋势.....	14
图表 23: 2024 年全球小软包锂离子电池企业市场份额, 珠海冠宇排名第二.....	14
图表 24: 公司笔电平板、手机电池市占率, 呈上升趋势.....	14
图表 25: 全球手机分品牌年度出货量, 苹果三星为前二.....	15
图表 26: 全球手机分品牌季度出货量, 苹果三星稳居前二.....	15
图表 27: 全球手机 2024 各品牌出货量占比, 苹果三星为前二.....	15
图表 28: iPhone 出货量预测, 预计将保持稳定增长.....	15
图表 29: 珠海冠宇 2021 年以来资本开支维持高位.....	16
图表 30: 珠海冠宇 2025 半年报中当期增加金额 1 亿以上的在建工程统计, 主要产能投向为消费类电池....	16
图表 31: LG 新能源小型电池出货占比持续下滑.....	17
图表 32: 三星 SDI 小型电池出货量有所下滑.....	17
图表 33: 公司 2025-2027 来自苹果、三星手机端营收规模测算.....	17
图表 34: OpenAI 计划推出智能眼镜等可穿戴设备.....	18
图表 35: 任天堂 Switch 2.....	18
图表 36: 热门手机机型历年电池容量变化趋势.....	18
图表 37: iPhone 16 Pro 使用的钢壳电池图示.....	19
图表 38: 传统小软包电池与钢壳电池对比分析.....	19
图表 39: 叠片工艺电芯相比卷绕工艺电芯尺寸灵活、容量密度高.....	20
图表 40: 石墨负极与硅基负极性能对比.....	20
图表 41: 全球硅基负极材料出货量将迎来高速增长.....	21
图表 42: 公司消费电池 ASP.....	22



图表 43: 钴酸锂价格自 2025 年初持续上涨.....	22
图表 44: 公司消费类业务营收规模预测.....	22
图表 45: 全球新能源汽车销量稳健增长.....	23
图表 46: 全球汽车低压锂电池市场规模稳健增长.....	23
图表 47: 铅酸电池与磷酸铁锂电池性能对比.....	23
图表 48: 2024 年全球主要汽车低压锂电池企业市场份额排名.....	24
图表 49: 全球储能电池出货量高速增长.....	25
图表 50: 全球无人机销量稳健增长.....	26
图表 51: 全球无人机用锂电池市场规模稳健增长.....	26
图表 52: 珠海冠宇动力类业务营收及毛利率.....	26
图表 53: 公司企业所得税减免情况.....	27
图表 54: 珠海冠宇营业收入、毛利、归母净利润预测.....	27
图表 55: 珠海冠宇及其可比公司 2022-2027 营业收入、同比及预测值.....	29
图表 56: 珠海冠宇可比公司估值.....	29



前言：消费电子存量竞争，技术壁垒构筑长期护城河成破局关键

1) 坚守消费电子主赛道，差异化竞争建立核心优势

在国内锂电产业链“动储为王”的主流趋势下，公司是为数不多专注消费类锂电池的行业龙头。公司深度绑定笔记本电脑、智能手机、可穿戴等全球主流品牌客户，笔电领域市占率全球第一、智能手机领域全球第五，是全球少数能够在高端终端客户中建立稳定份额的企业之一。在行业主流玩家将重心转移的背景下，公司的稀缺性和差异化竞争优势进一步凸显。

2) 容量密度提升是消费电池产品价值提升的本质驱动力，要在存量市场竞争破局，唯有技术“卷”出价值量，公司 ASP+份额同步提升

消费电池行业的核心技术演进，始终围绕“更高能量密度、更低体积/质量、更安全可靠”目标展开。在智能手机、AI 终端等高端消费电子领域，对电池容量密度的极致追求，已成为厂商提升终端产品性能、续航、形态创新的重要前提。

当前消费电子市场已步入存量竞争阶段，传统出货量增速放缓，行业格局趋于稳定。在此背景下，企业要想实现持续成长，必须依靠底层技术创新和工艺升级破局。公司聚焦主流高端客户需求，不断投入高强度研发，率先推动钢壳电池、叠片工艺、高硅负极等前沿技术量产落地。

通过行业领先的工艺能力，公司持续提升产品价值量，不断扩大头部客户份额和议价权。与此同时公司加大对消费电池业务的资本开支，积极扩产，从产能侧能够承接住大客户的份额转移，实现份额与量能的高增长。

3) 行业顺价能力增强，原材料钴涨价带来盈利弹性

2025 年以来，消费类电池所需原材料钴价格持续上涨，对行业成本形成实质压力。但消费电池领域供应高度集中、电池产品在终端成本占比低、同时产能偏紧，公司与主要客户采用成本加成定价，具备明显的议价权与顺价能力。公司执行“前一季度原材料价格加成报价”模式，预计 Q4 起产品售价提升、2026 年与下游全面顺价落地，有望将成本端压力顺利传导，在维持毛利率稳定基础上实现营收与利润的同步增厚，为业绩增长再上安全垫。

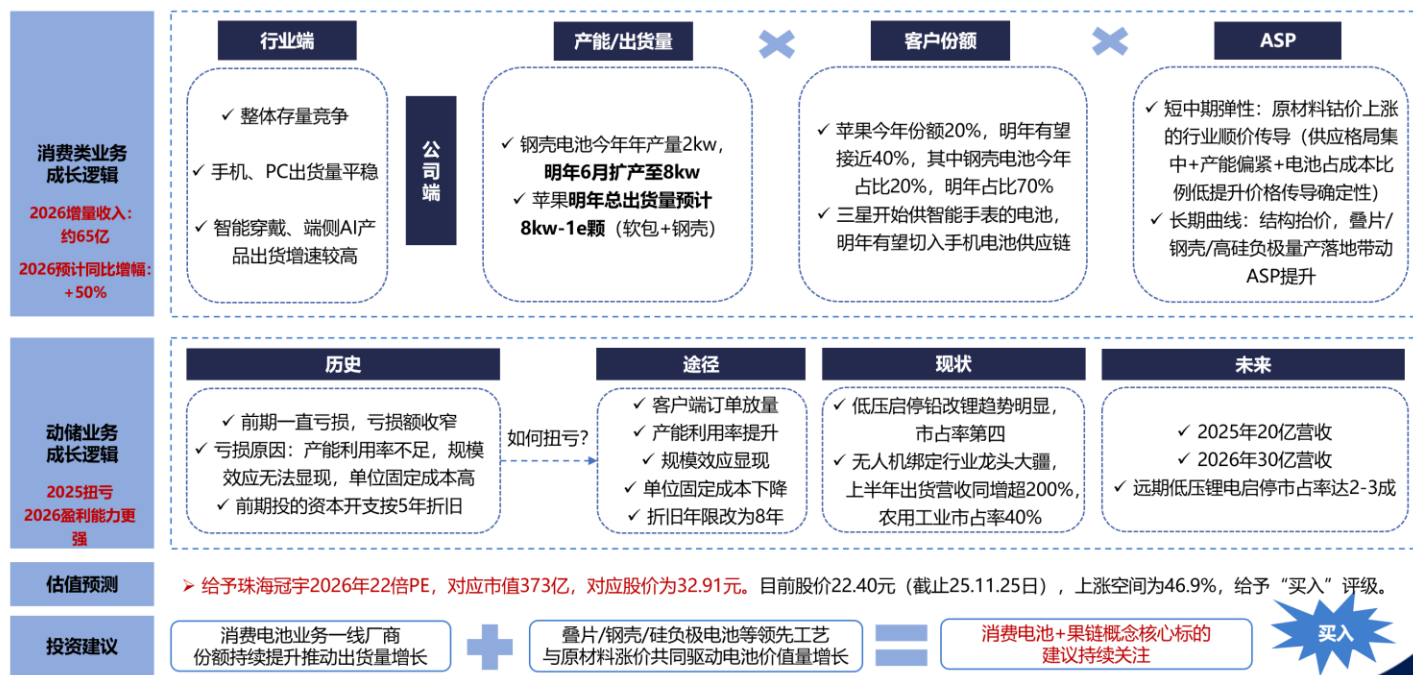
4) 价值量提升驱动盈利能级拐点，厚积薄发迎来业绩释放

公司通过两大路径打造量价齐升的长期成长曲线：一方面依托创新工艺与技术突破提升产品价值量和 ASP，并通过份额提升深度绑定全球高端客户；另一方面，利用行业顺价环境和议价权，将原材料上涨部分顺利传导至下游，在稳定毛利率的基础上增厚业绩。随着钢壳、高硅负极电池等产品大规模放量，以及大客户份额快速提升，配合未来动力及储能业务的持续减亏，公司已经进入业绩快速释放与估值提升双重催化的“厚积薄发”周期，具备显著的盈利弹性和行业稀缺性。

基于上述逻辑，我们认为公司业绩将在未来实现快速增长，根据公司公告，2025 年前三季度，公司实现营业收入 103.21 亿元，同比增长 21.18%；实现归属母公司股东的净利润 3.87 亿元，同比增长 44.37%。我们预计公司 2026 归母净利润将达到 16.93 亿元，根据可比公司估值法给予公司 22 倍 PE，对应 373 亿元目标市值，对应 32.91 元/股目标价，给予“买入”评级。



图表1：珠海冠宇投资核心逻辑图



来源：产业链调研，公司公告，ifind，EVTank，国金证券研究所

一、优质锂电深耕消费电池核心赛道

1.1、深耕电池领域二十余年，技术底蕴深厚

公司核心技术团队自1998年便投身于锂离子电池的研发，2007年5月，公司前身“珠海光宇电池有限公司”在珠海成立，作为哈尔滨光宇集团的下属企业，专注于消费类聚合物软包锂电池的研发与生产。凭借扎实的技术积累，公司迅速在市场中立足，于2010年成为当时全球第一大笔记本电脑品牌的供应商，并在2011年率先为竞速电动摩托车提供电池方案，展现了在动力领域的早期技术实力。到2015年，公司已成长为全球前五的聚合物锂电池供应商。2017年，公司从哈尔滨光宇集团独立，成为自主运营的主体，为后续的战略转型和资本化运作奠定了基础。

独立运营后，公司进入了高速扩张期，2018年，公司在重庆建立新的生产基地，并获得了湖北小米长江产业基金的战略投资。2019年，公司正式更名为“珠海冠宇电池股份有限公司”。2021年10月15日，公司在上海证券交易所科创板成功上市（股票代码：688772），募集资金主要用于产能扩建与技术研发，为公司切入动力电池领域提供了充足的资本支持。上市后，公司在巩固消费类电池优势的同时，加速向动力及储能业务延伸。在客户端，公司于2023年成功实现苹果手机电池的量产供货，至此已全面进入全球主流消费电子品牌供应链。根据公司公告中引用的Techno Systems Research的数据，2024年公司笔记本电脑锂电池市占率跃居全球第一，智能手机锂电池市占率保持全球前五，同时，公司加速全球化布局，2024年设立马来西亚子公司。

图表2：公司深耕电池领域二十余年





来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

1.2、布局消费与动储赛道，深度绑定头部客户

公司主要从事聚合物软包锂离子电池的研发、生产及销售。公司的产品线根据下游应用领域可分为消费类电池、动力及储能类电池两大板块。消费类电池是公司的核心业务与主要收入来源。产品形态包括电芯及 PACK。其应用领域广泛，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、智能清洁电器和电动工具等。

动力类电池是公司战略布局的第二增长曲线。动力类产品形态覆盖电芯、模组、PACK 和系统。公司聚焦于高附加值细分市场，重点应用于汽车低压锂电池（启停系统）、无人机高倍率电池 和电动摩托等领域。储能类产品形态包括电芯、模组、PACK、RACK（电池簇）和储能系统，主要应用于家用储能、通讯备电以及工商业储能场景。

图表3：公司产品根据下游应用可以分为消费类和动力类电池

产品体系	电芯	PACK	技术特点	应用领域图示
消费类锂离子电池			快充、高能量密度、长循环	 笔记本电脑
			快速充电、长续航、长寿命、高安全性、高低温兼顾	 智能手机
			待机长、小巧便捷、寿命长、快速充电	 智能穿戴设备
动力类锂离子电池	电芯	模组	高功率、冷启动、一体化方案	 汽车启停系统
		 	超低温充放电、强动力持续输出	 电动摩托

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

公司凭借卓越的技术实力、严格的质量管理和可靠的交付能力，已成功进入全球一线品牌供应链，并与众多知名企业建立了长期稳定的合作关系。在消费类电池领域，公司是全球主要供应商之一。笔记本电脑和平板电脑客户涵盖了惠普、联想、戴尔、苹果、华硕、宏碁、微软和亚马逊等全球头部厂商。智能手机客户包括苹果、三星、华为、荣耀、OPPO、vivo、小米、摩托罗拉和中兴等主流品牌。此外，公司还为大疆、BOSE、Facebook、微星等无人机、智能穿戴及智能清洁电器厂商供货。

在动力及储能类电池领域，公司加速突破高附加值赛道，其汽车低压锂电池业务已先后获得上汽、智己、理想、蔚来、奇瑞、广汽、吉利、Stellantis、通用汽车、捷豹路虎、奔驰、上汽大众和东风日产等众多国内外头部车企的定点。同时，公司也为豪爵、春风动力、



南京瑞摩等电动摩托车客户以及康明斯、中华汽车等厂商提供产品。

图表4：公司深度绑定下游应用头部客户

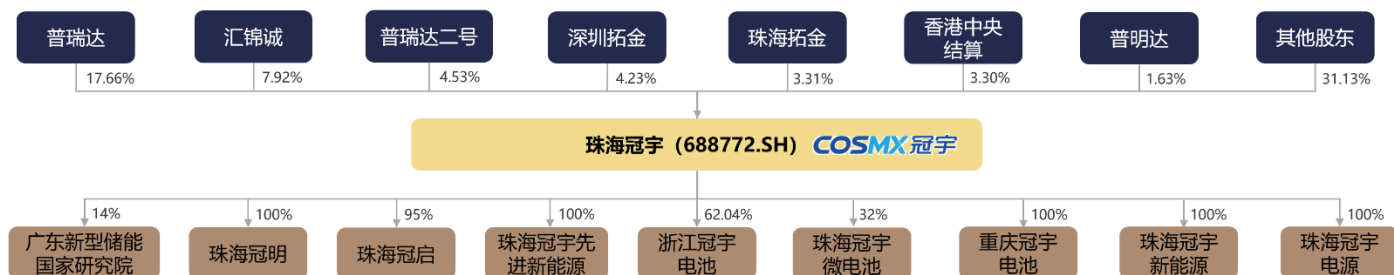


来源：公司公告，各公司官网，国金证券研究所

1.3、股权结构稳定，徐延铭为实控人

公司的股权结构清晰且稳定。公司控股股东为珠海普瑞达投资有限公司，持股比例为17.66%。公司的实际控制人为董事长兼总经理徐延铭，徐延铭先生控股珠海普瑞达60.72%，并通过一致行动协议控股珠海普瑞达二号（持股4.53%）和珠海普明达（持股1.63%）以及珠海际宇（1.58%），合计控股公司15.61%。其他主要股东包括持股7.92%的宁波汇锦诚创业投资合伙企业（有限合伙），以及合计持股7.54%的一致行动人深圳拓金和珠海冷泉。

图表5：公司股权结构稳定



来源：公司公告，ifind，国金证券研究所

1.4、利润触底反弹，业绩爆发拐点在即

近年来公司在“消费为本、动储修复”的路径下营收稳健增长，2024 年公司营收达 115.41 亿元，2023 年起营收增速放缓的主要原因系上游原材料降价导致产品价格随之下跌，但公司凭借自身在客户份额的持续扩张依旧维持销量的增长，抵消产品跌价的负面因素，在营收方面保持逐年增长，2025 年前三季度公司营收达 103.21 亿元，同比增长 21.18%，恢复高增态势。

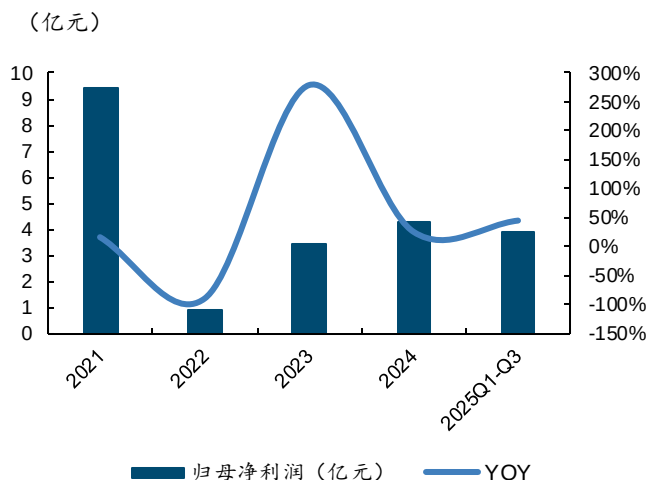
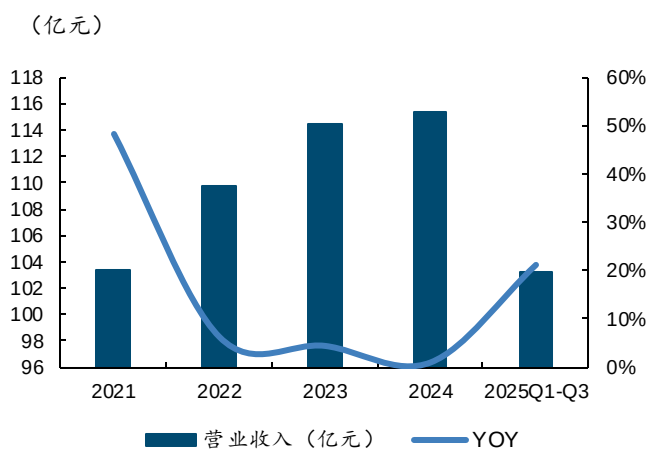
归母净利润方面，2022 年，公司因动力业务处于初期投入阶段，亏损较大，下游消费业务需求偏弱，叠加上游原材料涨价未能及时传导到客户端导致利润承压，全年归母净利润为 0.91 亿元，同比下滑 90.38%，处于周期底部，2023 年起，随着动力业务逐步减亏以及上游原材料降价，公司盈利能力逐渐修复，2025 年前三季度公司归母净利润为 3.87 亿元，



同比增长 44.37%。

图表6: 珠海冠宇 2025 前三季度营业收入恢复同比高增

图表7: 珠海冠宇近三年归母净利润稳健增长



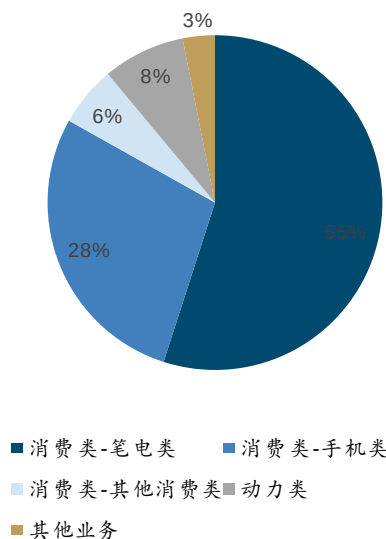
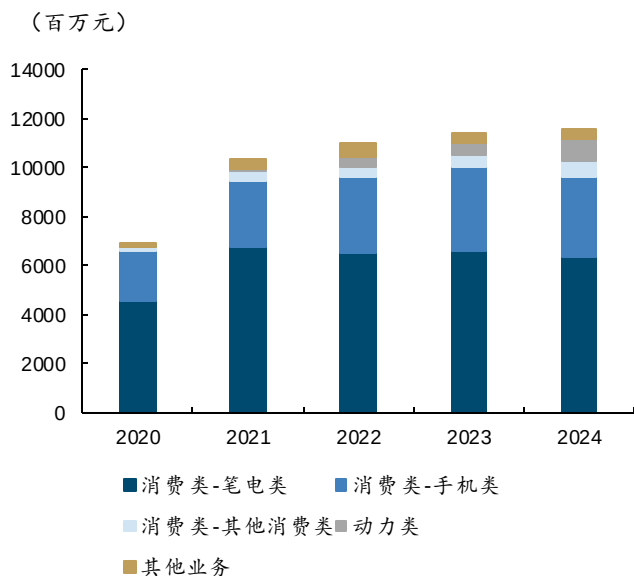
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

收入结构方面, 消费类业务在公司各业务中始终保持占比最高的, 2024 年消费类业务占比合计达 89%, 细分来看, 笔电类业务营收贡献较稳定, 随着收入规模的逐步提升其占比略有下滑, 而手机类、其他消费类及动力类业务随着公司开拓更多客户, 销量稳步提升, 其营收占比呈扩大趋势。

图表8: 珠海冠宇 2020-2024 分业务营业收入, 手机类业务占比提升

图表9: 珠海冠宇 2024 各业务结构占比, 消费电池占比近九成



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

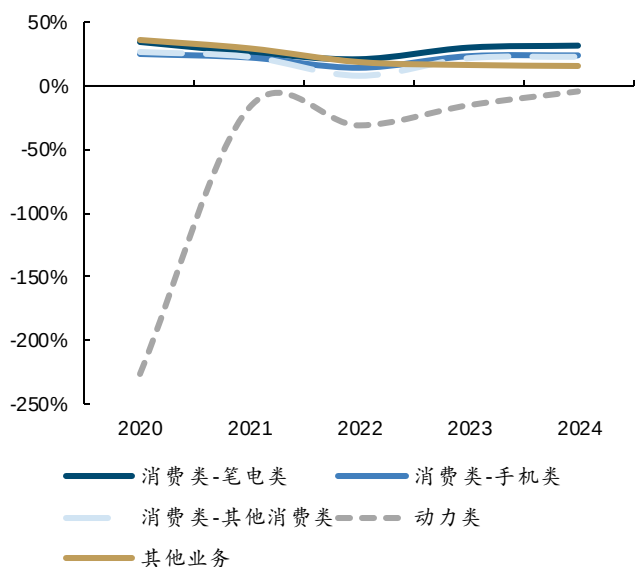
毛利率与净利率方面, 公司 2022 年因消费电子行业去库存、动力业务处于初期投入阶段亏损较大、上游原材料涨价未能及时传导到客户端导致利润率承压, 2023 年起因原材料降价、产能利用率修复规模效应提升、动力类业务逐步减亏等因素导致利润率快速反弹, 2023 迄今公司毛利率维持平稳, 2025 前三季度毛利率为 24.06%, 叠加期间费用率缩窄因素, 公司净利率近年来稳步提升, 2025 前三季度净利率为 3.01%。

期间费用率方面, 公司销售费用率常年控制在较低水准, 2025 年前三季度销售费率为 0.53%; 2023 年随着公司产能投资规模的扩大及人员数量的提升, 管理费有所增长, 而随着收入规模以及规模效应与运营效率的提升, 2024 年起管理费呈下滑趋势, 2025 年

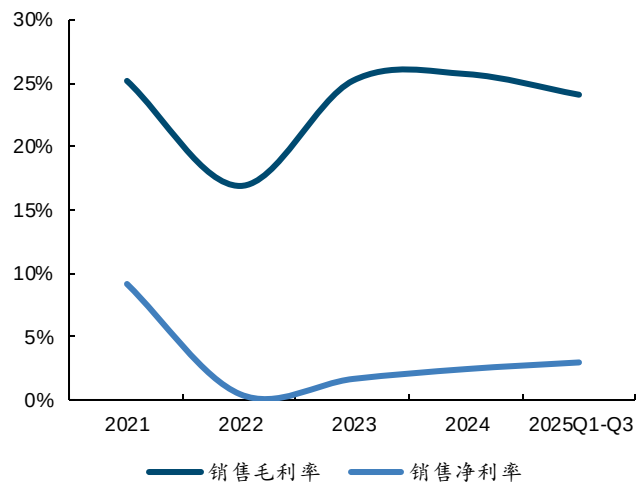


前三季度管理费率为 8.42%；公司近年来持续加大研发投入，以匹配客户端对更高能量密度电池的需求，2025 年前三季度研发费率达 12.78%，公司盈利能力、研发投入均处于行业内领先地位。

图表10：珠海冠宇 2020-2024 分业务毛利率，动力类业务逐步减亏



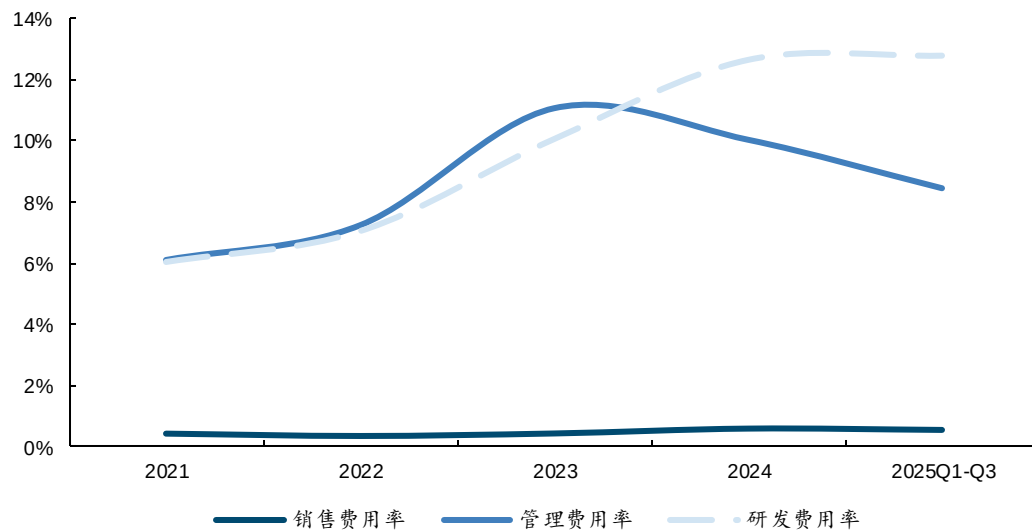
图表11：珠海冠宇 2021-2025 前三季度毛利率与净利率，净利率持续回暖



来源：wind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

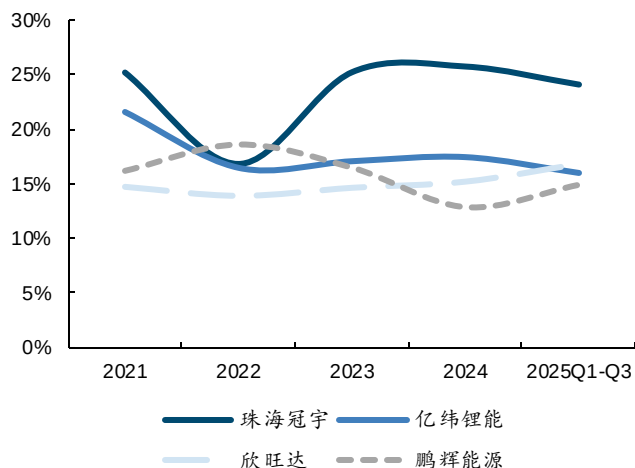
图表12：珠海冠宇 2021-2025 前三季度期间费用率，管理费用率逐年下滑



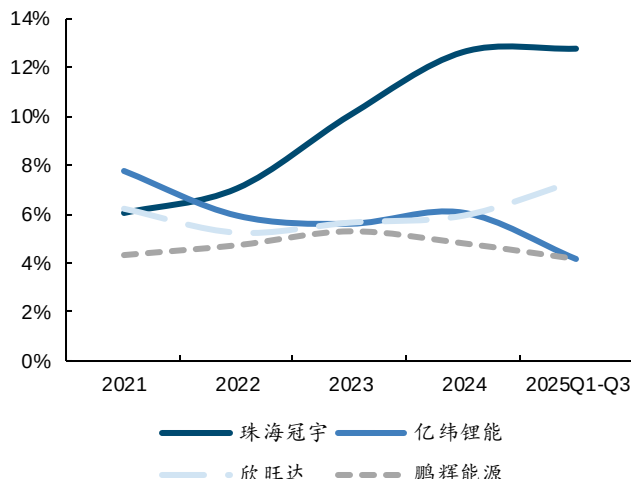
来源：ifind，国金证券研究所



图表13：珠海冠宇毛利率水平为同行业领先地位



图表14：珠海冠宇研发投入处于行业内领先地位



来源：ifind，国金证券研究所

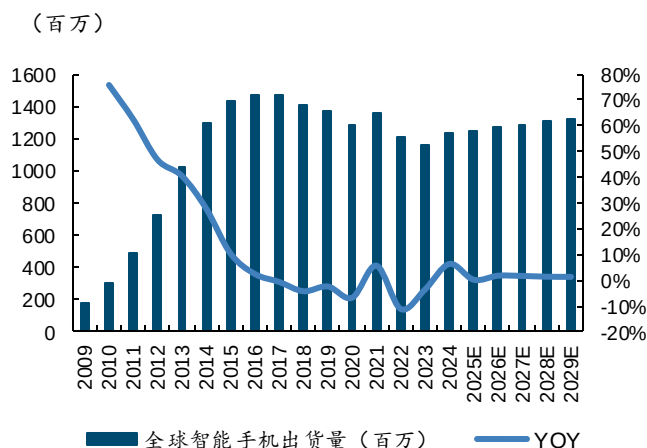
来源：ifind，国金证券研究所

二、领先技术工艺破局消费电池存量市场，份额提升叠加行业顺价驱动 ASP 上行迎业绩爆发

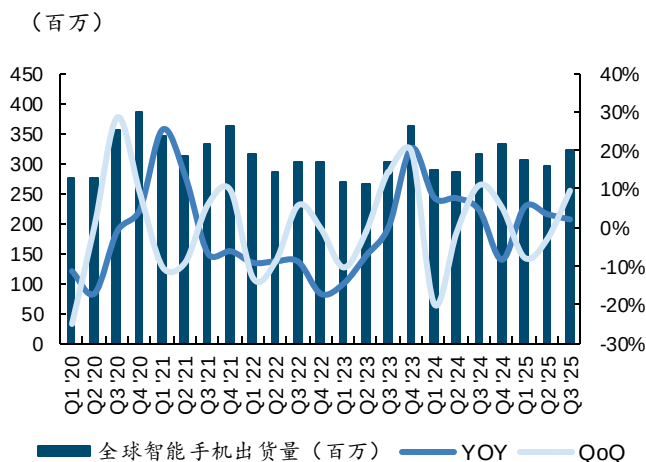
2.1、行业量能——手机 PC 维持平稳，端侧 AI 增速迅猛，整体温和增长

2023 年消费电子行业景气度低迷，各终端产品出货量下滑，2024 年随着行业景气度回暖，各终端产品出货量有所升高，根据 IDC 数据，全球智能手机 2024 年出货量为 12.39 亿部，同比增长 6.4%，2025 前三季度全球智能手机出货量为 9.23 亿部，同比增长 3.6%，连续三个季度实现同比增长，行业景气度延续回暖趋势。展望全年及未来，智能手机行业有望维持温和增长趋势，2025 全年出货量预计为 12.42 亿部，同比增长 0.3%，2029 年有望达到 13.26 亿部，5 年 CAGR 为 1.37%。

图表15：全球智能手机行业有所回暖，未来出货量有望维持温和增长趋势



图表16：全球手机季度出货量，已实现连续三个季度同比增长



来源：IDC，国金证券研究所

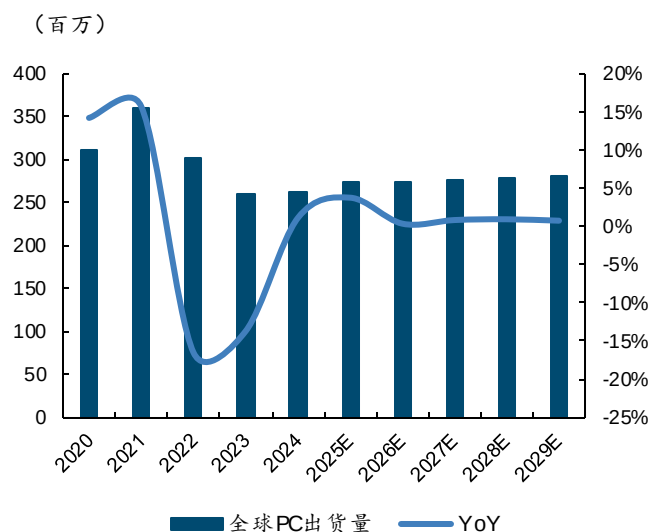
来源：IDC，国金证券研究所

PC 行业在经历了 2020-2021 年公共卫生事件驱动的需求爆发后，市场因需求透支进入调整期，2022-2023 年连续两年出货量下滑，触底后 2024 年在 Windows 系统更新周期、企业换机需求及 AI 技术变革的推动下，PC 行业进入新一轮上升通道，根据 IDC 数据，2024 全年出货量实现 3 年来首次正增长，出货量为 2.63 亿台，同比增长 1.1%。2025 年前三季度出货量为 2.08 亿台，同比增长 7.3%，已实现连续七个季度的出货量同比增长，2025 年全球 PC 出货量预计为 2.73 亿台，同比增长 3.76%，并有望在 2029 年达到 2.81 亿台，

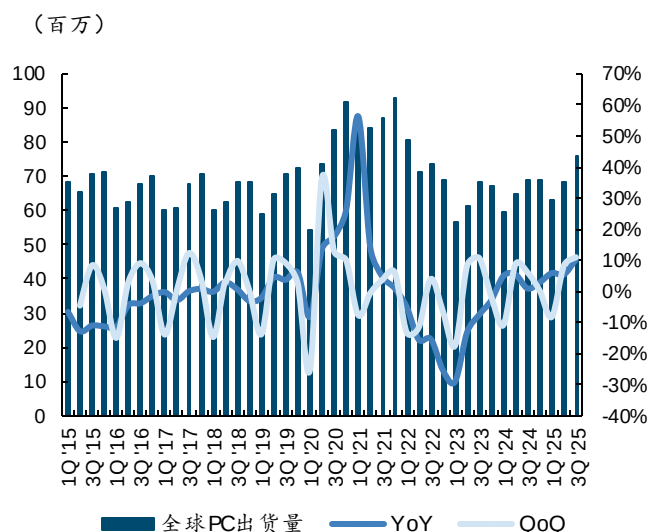


5 年 CAGR 为 1.33%。

图表17：全球 PC 出货量将维持稳健微增趋势



图表18：全球 PC 季度出货量，已实现连续七个季度的同比增长



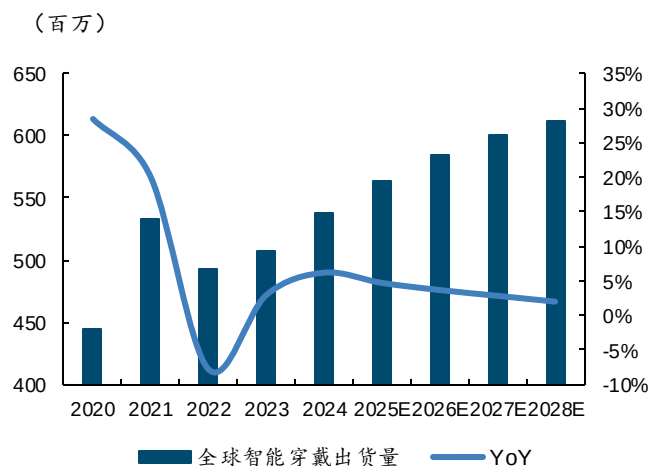
来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

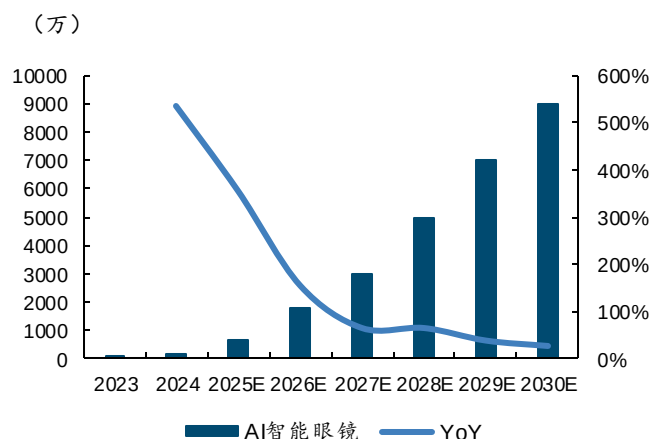
全球智能穿戴产品出货量于 2022 年经历行业需求低迷的扰动遭遇下滑，此后便恢复增长态势，2024 全年出货量达 5.4 亿台，同比增长 6.2%，2025 全年出货量预计达 5.6 亿台，同比增长 4.7%，并有望在 2028 年达到 6.1 亿台，5 年 CAGR 达 3.3%。

随着端侧 AI 算力的快速成熟，AI 眼镜正成为大模型落地的重要载体，其依靠本地化推理实现低延迟交互与隐私保护，显著提升用户体验。全球 AI 智能眼镜出货量即将迎来爆发式增长，2024 年出货量达 153 万台，2025 年预计将达 700 万台，同比增长 358%，并有望在 2030 年达到 9000 万台，6 年 CAGR 达 97%。

图表19：全球智能穿戴产品出货量将维持稳健增长



图表20：全球 AI 智能眼镜出货量将迎爆发式增长



来源：臻鼎科技年报，国金证券研究所

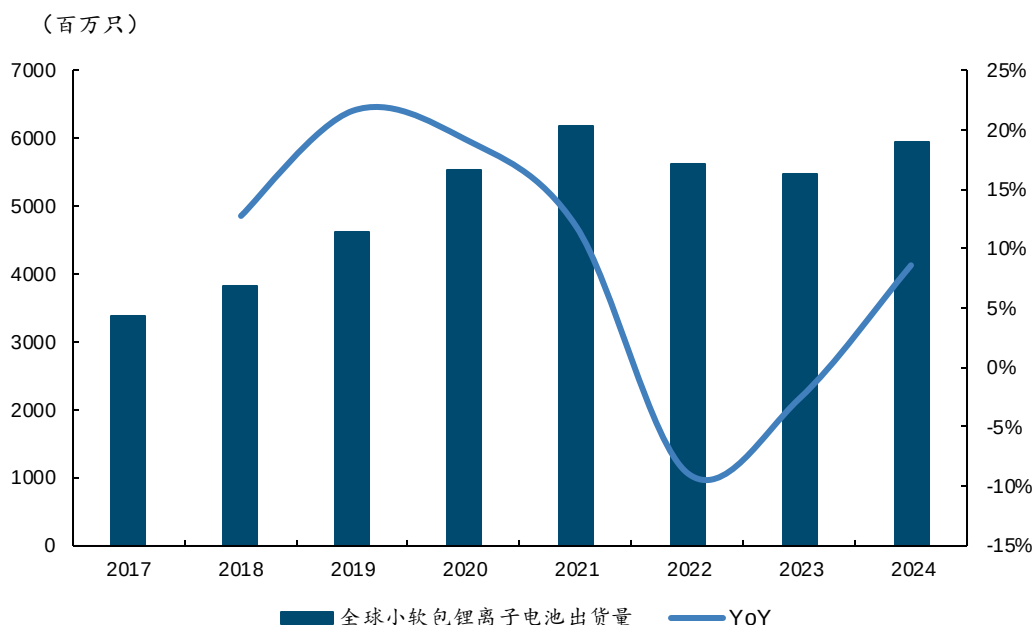
来源：wellisenn 维深，国金证券研究所

伴随全球智能手机、笔电及可穿戴设备等核心消费电子终端出货量整体呈现温和、稳定的运行态势，行业已基本步入存量竞争格局。根据 EVTank 数据，全球小软包锂离子电池出货量于 2021 年达到 61.8 亿只的历史峰值，近年来相对保持平稳。在此背景下，消费类电池企业单纯依靠终端需求扩张驱动增长的空间有限，行业成长重心正持续向产品性能升级侧转移。提升能量密度已成为锂电企业差异化突围的核心方向，只有持续推动材料体系创新与工艺迭代，在更小体积和更复杂结构中实现更高容量、更高安全性，方能有效提升产品的价值密度和市场议价能力，进而在存量市场中脱颖而出，持续扩大高端客户及优质份



额，实现业绩的领先释放。

图表21：全球小软包锂电池出货量基本维持平稳



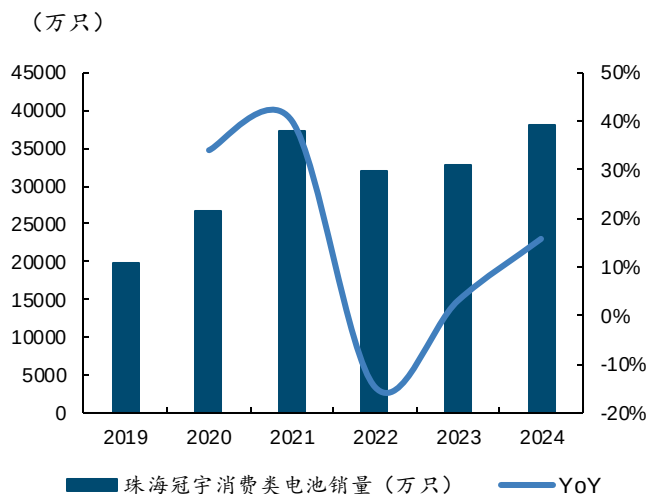
来源：EVTank，国金证券研究所

2.2、公司量能——市占率与大客户份额提升推动出货量增长，布局新品类打造第二增长曲线

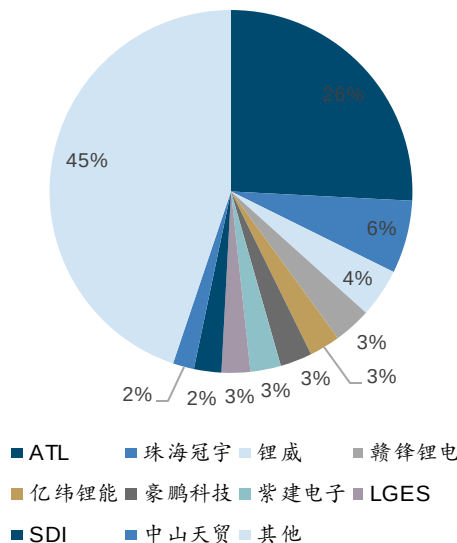
尽管消费类锂电池整体已进入存量竞争阶段，行业整体出货规模呈现温和增长甚至趋于平稳，但公司凭借钢壳电池、叠片、高硅负极电池、固态电池等前沿工艺的持续布局，实现出货量的稳步提升，公司 2024 年全年出货量达 3.81 亿只，同比增长 15.8%，5 年 CAGR 达 13.9%，其量能上的增长主要来源于市场份额的提升，根据 EVTank 数据，2024 年全球小软包锂电池企业市场份额中，公司占比约 6.5%，排名仅次于 ATL，具体到终端产品，公司在笔电平板以及手机锂电池市场的市占率均稳定提升，笔电平板类锂电池市占率由 2020 年的 23.67% 上升至 2023 年的 31.1%，2024 年公司笔电类锂电池出货量全球排名第一，平板类锂电池出货量全球排名第二，手机类锂电池市占率由 2020 年的 7% 上升至 2023 年的 8.2%，2024 年全球排名第五。



图表22: 珠海冠宇消费类电池销量, 整体呈上升趋势



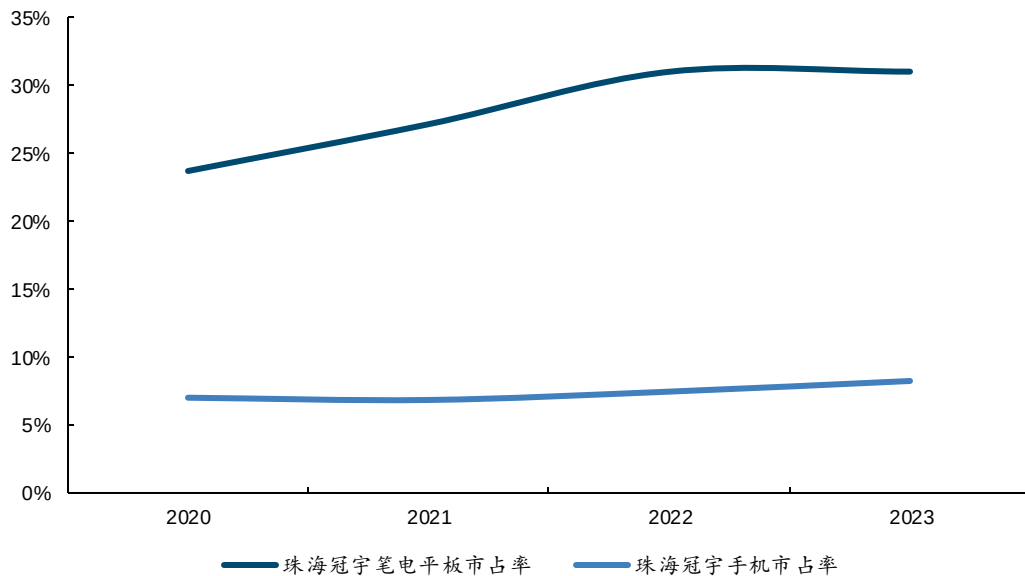
图表23: 2024 年全球小软包锂离子电池企业市场份额, 珠海冠宇排名第二



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: EVTank, 国金证券研究所

图表24: 公司笔电平板、手机电池市占率, 呈上升趋势

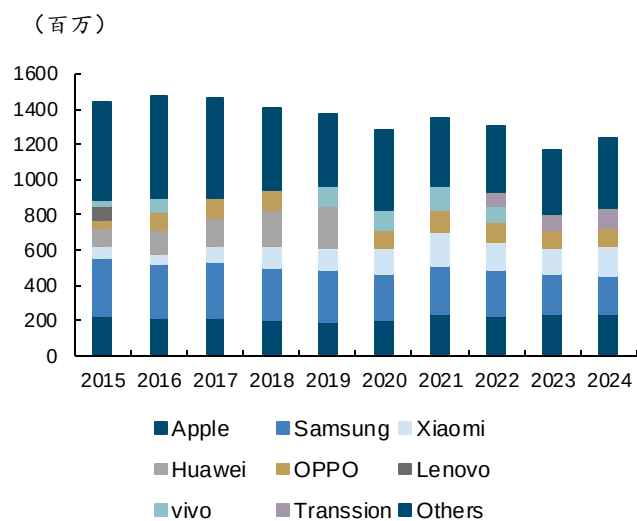


来源: 公司公告, Techno Systems Research, 国金证券研究所

具体客户层面, 苹果、三星为公司大客户, 根据 IDC 数据, 苹果三星智能手机出货量常年稳居全球品牌前二, 2024 年苹果、三星手机出货量分别为 2.32 亿、2.23 亿部, 市占率合计达 37%, 且两者 2025 年出货量均已实现连续三个季度的同比增长, 预计未来随着消费电子行业景气度进一步提升, 其出货量将保持稳健增长的趋势。

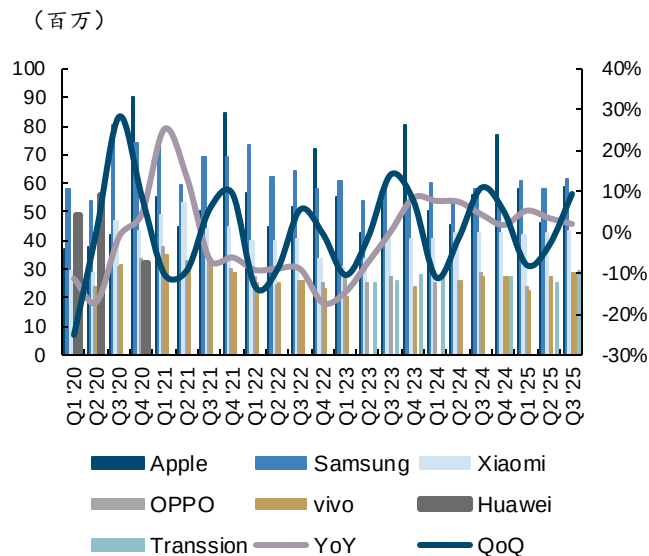


图表25：全球手机分品牌年度出货量，苹果三星为前二



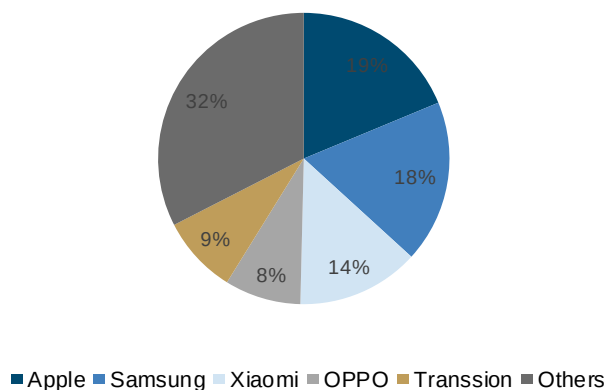
来源：IDC，国金证券研究所

图表26：全球手机分品牌季度出货量，苹果三星稳居前二



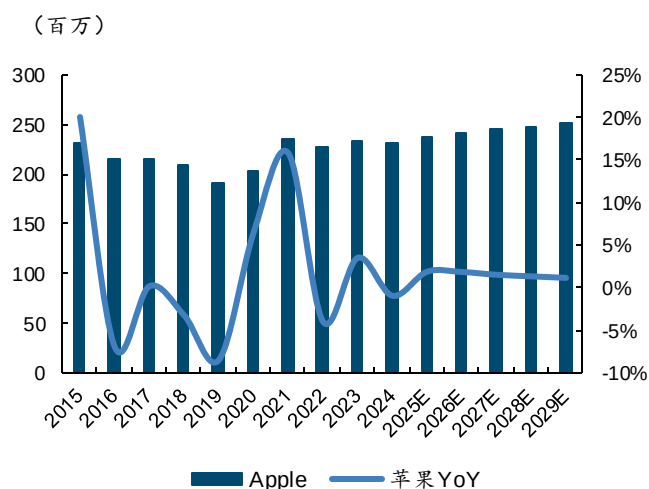
来源：IDC，国金证券研究所

图表27：全球手机 2024 各品牌出货量占比，苹果三星为前二



来源：IDC，国金证券研究所

图表28：iPhone 出货量预测，预计将保持稳定增长



来源：IDC，国金证券研究所

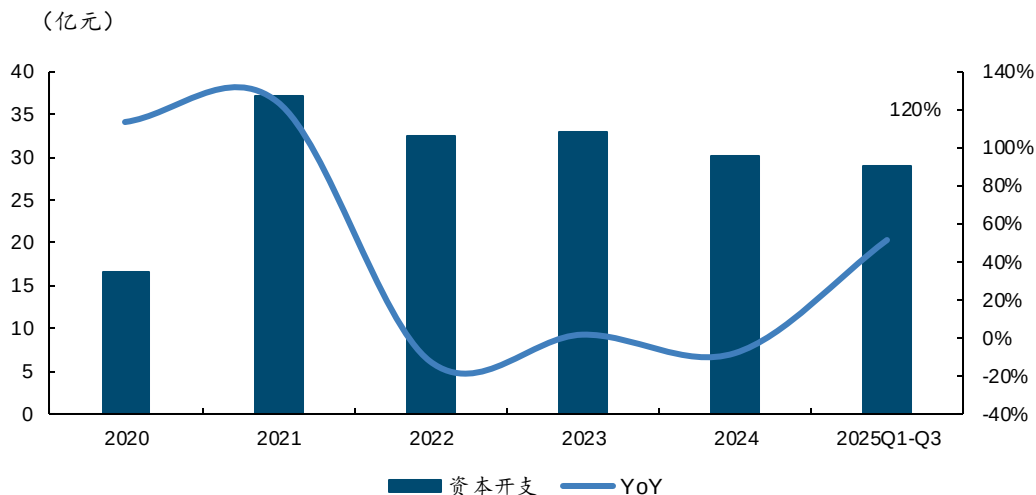
自 2022 年切入苹果手机电池供应链以来，公司份额持续抬升，过去三年，公司在苹果手机电池的供应份额基本实现每年翻倍增长。2024 年 iPhone16 Pro 系列首次采用钢壳电池，公司已实现量产供货，目前公司钢壳电池产能处于满产状态，年产能约 2000 万颗，展望 2026 年，我们认为公司 iPhone 电芯出货量将超过 8000 万颗，其中钢壳电池占比将从目前的约 20%提升至 70%左右，对应公司在苹果供应链份额由当前约 20%提升至接近 40%。

产能侧，公司自 2021 年以来资本开支持续处于高位，占营收比例约为 30%，2025 前三季度资本开支达 29 亿元，同比增长 51%，反映公司积极通过投产扩产实现规模扩张的战略取向。本研究对公司 2025 半年报中在建工程当期增加金额 1 亿元及以上的项目进行统计，可以看到当期新增投资规模较大的项目主要集中在消费类电池领域，其中包括三个钢壳电池产线的建设或扩产项目，其大规模投入进一步印证了公司当前资本开支主要投向消费电池尤其是钢壳电池产能的布局，为承接明年苹果等核心客户的增量订单奠定了坚实的产能基础。我们预计公司 2026 年 6 月能够形成年产 8000 万颗以上钢壳电池的产能以匹配 2026 下半年的新机放量，叠加消费电子产能利用率高、供给偏紧的行业环境，钢壳产品出货有



望实现显著增长并顺价兑现。

图表29：珠海冠宇 2021 年以来资本开支维持高位



来源：ifind，国金证券研究所

图表30：珠海冠宇 2025 半年报中当期增加金额 1 亿以上的在建工程统计，主要产能投向为消费类电池

项目名称	当期增加金额 (亿元)	预算数 (亿元)	累计投入占比	产品类别	资金来源
钢壳锂电芯项目二期建设项目	7.23	14.99	48.27%	消费类	自筹、贷款
重庆冠宇电池七厂及其他设备改造项目	4.57	18.47	24.72%	消费类	自筹
钢壳锂电池生产扩建项目	3.80	4.05	93.79%	消费类	自筹、募股
马来西亚消费项目	3.74	11.69	32.08%	消费类	自筹、贷款
珠海六厂基建项目	1.53	3.22	47.33%	消费类	自筹、贷款
新一代消费型锂电池建设项目	1.45	1.59	91.01%	消费类	自筹、贷款
浙江聚合物锂离子电池建设项目(百步)	1.07	24	82.40%	动力类	自筹、贷款
钢壳锂电芯项目一期建设项目	1.00	3.69	63.84%	消费类	自筹

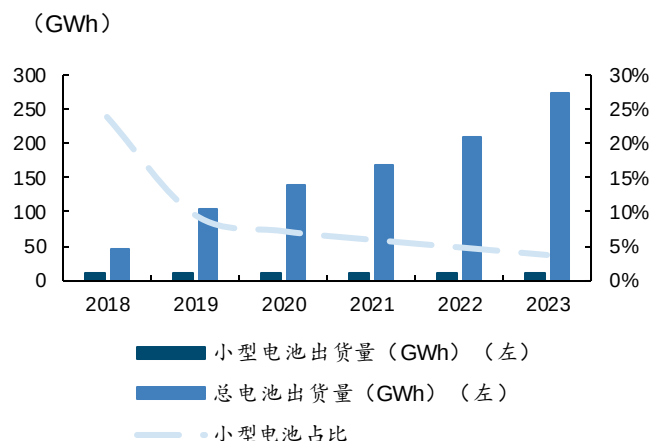
来源：公司公告，国金证券研究所

公司在大客户苹果的份额提升既源于公司在叠片、硅负极、钢壳等前沿工艺的先发与爬坡优势，也受益于公司在果链的竞争对手 LG 新能源的战略重心转向。LG 新能源近年将资源重点投向成长性更高的动力电池领域，其消费类电池出货量基本持平，增长主要来自动力电池，对消费小软包的投入与份额有所收缩，其小型电池出货占比从 2018 年的约 10%持续下滑至 2023 年的约 4%，公司有望持续承接份额迁移并巩固在苹果客户侧的地位。

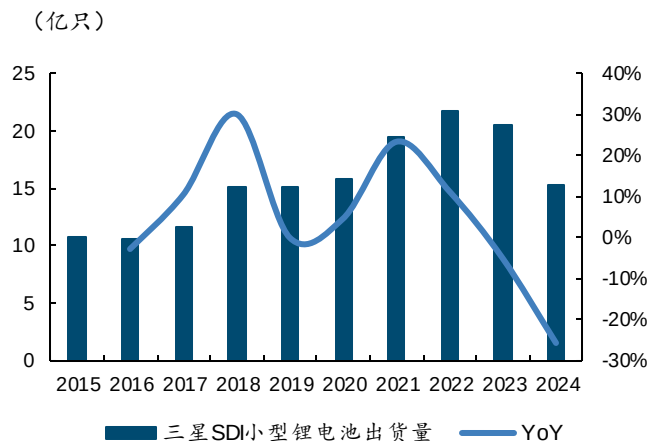
此外，三星手机电池核心供应商为其集团体系内部的三星 SDI，其业务重心加速转向动力类电池，供给侧资源倾斜与投资力度变化释放出手机/PC 等消费电芯份额，根据 Statista 数据，三星 SDI 2024 年小型电池出货量为 15.3 亿只，同比下滑 25.7%，国内电芯厂具备承接窗口，随着消费电子供应格局向头部厂商集中化的趋势，国产替代确定性增强。且消费电子认证周期长、替换成本高，品牌客户对研发能力、制造工程与品质体系要求较高，已在国际头部客户完成认证并具备大规模交付记录的国内头部电芯厂导入确定性更高。根据公司 2025 半年报，公司 2025 年首次实现以 Cell+Pack (A+A) 供货模式为三星供应高端智能手表电池，并为三星量产交付耳机扣电，在能量密度、充放电循环次数等关键指标上表现优异。我们认为公司有望顺利切入三星手机电池供应链，明年在三星手机电池客户端份额取得从 0 到 1 的突破，远期份额有望持续提升。



图表31: LG 新能源小型电池出货占比持续下滑



图表32: 三星 SDI 小型电池出货量有所下滑

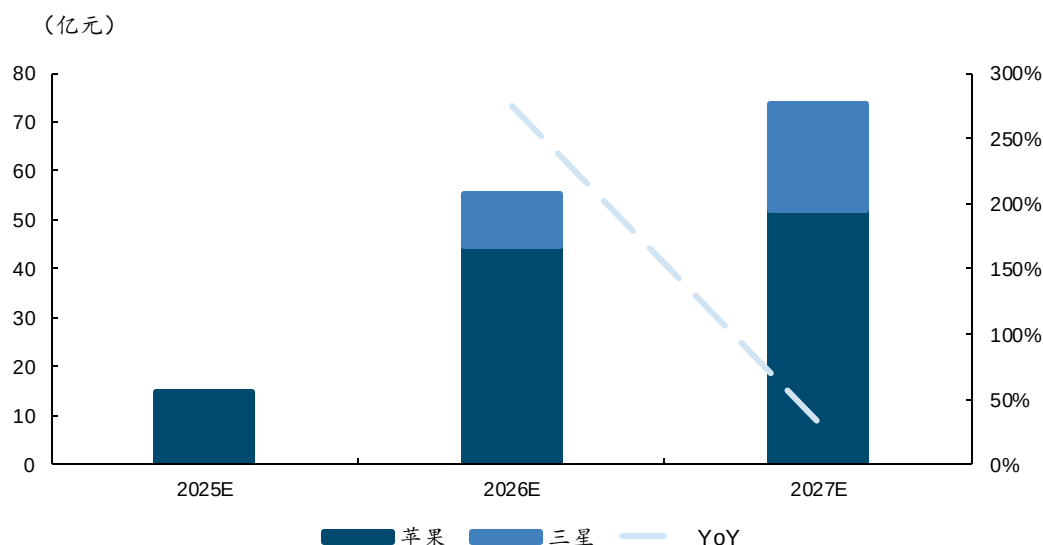


来源: LG 新能源公告, Citi Research, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

综上,我们对公司未来三年来自苹果、三星两大客户手机业务的营收规模进行测算,我们认为公司 2025-2027 年来自该两大客户手机业务的营收大约为 15 亿、55 亿、74 亿,2026 年同比 2025 年增长超 270%。

图表33: 公司 2025-2027 来自苹果、三星手机端营收规模测算



来源: IDC, 产业链调研, 国金证券研究所

除了传统手机笔电业务之外,在 AI 硬件领域,OpenAI 正积极拓展手机以外的终端布局,计划推出智能眼镜、手表等可穿戴设备,预计首批产品将于 2026 或 2027 年初上市。与此同时,任天堂 Switch 2 在 2025 年 6 月上市后表现强劲,首四个月销量已达 1036 万台,促使公司将 2026 财年(截至 2026 年 3 月)的出货目标从 1500 万台大幅上调至 1900 万台。基于当前销售势头,我们预计 2027 财年 Switch 2 的出货量有望突破 2500 万台。端侧 AI 硬件与游戏机行业的快速放量,有望为公司其他消费电子类业务中带来可观的收入增量。



图表34: OpenAI 计划推出智能眼镜等可穿戴设备



图表35: 任天堂 Switch 2



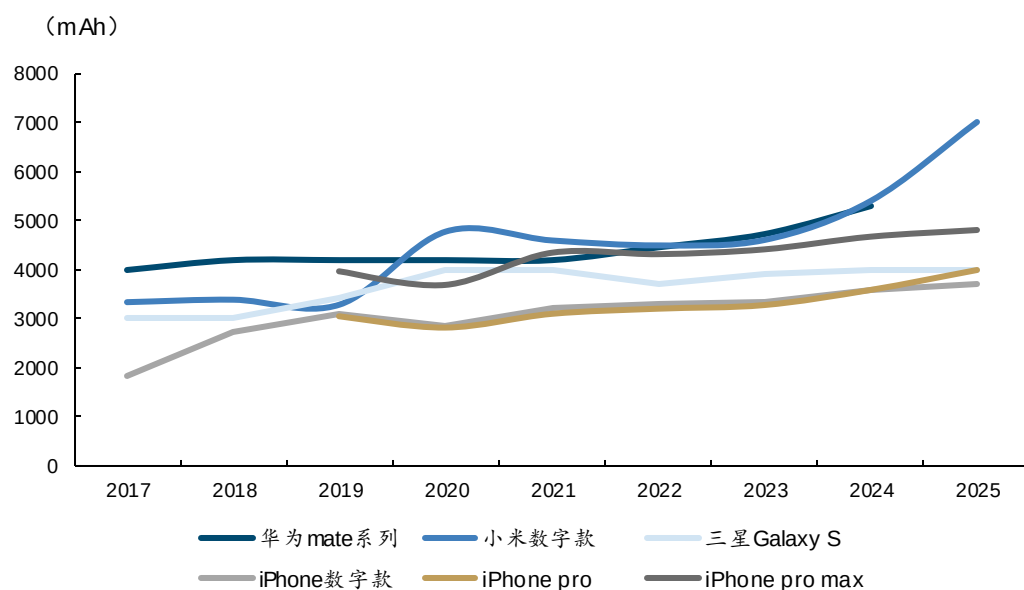
来源: geekflare, 国金证券研究所

来源: Nintendo, 国金证券研究所

2.3、公司为何能够从行业存量竞争中破局?——行业领先的工艺能力

消费类电池技术的研发核心目标在于持续提升能量密度,即在单位体积或重量内存储更多电能,以满足终端设备对更长续航与更轻薄设计的双重需求。高能量密度电池能够在不显著增加体积的前提下延长使用时间,尤其随着智能手机等产品的迭代,其电池容量呈现稳步增长态势,进一步强化了对高能量密度解决方案的依赖。以 iPhone pro max 机型为例,电池容量由 11 系列的 3969mAh 上升至 17 系列的 4823mAh,安卓智能手机在电池容量的变化上也同样呈现明显的上升趋势。

图表36: 热门手机机型历年电池容量变化趋势



来源: 中关村在线, 电池交易网, 充电头网, 国金证券研究所

在此趋势下,公司能够实现市占率及在核心客户份额的持续提升,本质源于公司在关键工艺领域的领先能力。通过钢壳结构、叠片工艺、硅负极等前沿技术的布局与应用,公司有效突破了传统电池的能量密度瓶颈,为客户端提供了更具竞争力的高容量产品。这些工艺不仅直接提升了电池的能量密度,也奠定了公司在高端供应链中的技术壁垒,本研究后续将针对钢壳、叠片、硅负极三大工艺展开详细分析。

2.3.1、钢壳电池

苹果在 2024 年推出的 iPhone 16 Pro 机型上首次使用钢壳电池,公司于当年 7 月开始为苹果批量供应钢壳电池。



图表37: iPhone 16 Pro 使用的钢壳电池图示



来源：深圳市电池行业协会，iFixit，国金证券研究所

钢壳电池相较传统软包电池具有多项优势：

(1) 结构强度与设计自由：钢壳强度显著高于铝壳，可直接成为“机身骨架”，推动超薄与折叠屏手机设计，同时还能增强机身抗弯曲能力，完美适配折叠屏、超薄机型的设计需求。

(2) 空间利用率更优：钢壳电池设计方案相比软包电池，在形态设计上展现出更高的灵活性，比如支持 L 型、弧形等异形设计，能够更好地适应和优化利用设备内部的空间，尤其是更好利用边角区域空间，这有助于提升电池的带电量，苹果钢壳叠层电池技术将空间利用率提升 18%，直接带动 iPhone 16 Pro 电池容量提升 9%，而国产厂商研发的钢壳电池，更是瞄准“单电芯 8500mAh”的目标，试图彻底摆脱充电宝依赖。

(3) 安全与散热双重保障：刚性外壳结合防爆阀泄压，热传导性能更佳，适配高倍率快充与全硅负极体系。公司与真我联合研发的 100%全硅负极电池，便明确依赖钢壳技术实现“高倍率+长寿命”的平衡。此外，钢壳材料相较于铝塑膜提供了更坚固的物理防护，特别利于需要频繁拆装电池的应用场景，增强了电池的耐用性和安全性。

(4) 契合全球法规趋势：欧盟等市场强调电池可拆卸性，钢壳电池的稳定结构正契合欧盟《便携设备电池可更换设计法案》中对电池可拆卸的要求。

图表38: 传统小软包电池与钢壳电池对比分析

技术维度	传统小软包电池	钢壳电池	3C 市场将小软包更换为钢壳的核心驱动因素
重量	高，无金属壳重量负担	较高，技术进步已大幅缩小差距	电子产品对极致轻薄的需求永远是第一位的，但钢壳的差距在可接受范围内。
安全性	一般，铝塑膜易受损，热失控易胀气起火	极高，坚固钢壳能有效抑制膨胀、防止内短路、阻隔氧气	核心驱动力。随着快充功率攀升（已超 100W）、电池容量加大，安全风险急剧增加。钢壳的物理防护是终极解决方案。
循环寿命	较好	更好，钢壳结构稳定，对极片压力维持更一致	满足消费者对设备长效使用的需求，减少电池容量衰减。
抗物理损伤	差，怕刺穿、挤压	极强，金属外壳提供强大机械保护	提高设备可靠性，减少售后问题。在内部结构越来越紧凑的手机中，能更好地抵抗主板挤压。
快充性能	较好	更优，金属壳散热性能远优于铝塑膜	超高功率快充（如 120W，200W）会产生大量热量。钢壳的优秀导热性可以将电芯内部热量快速导出，避免热集聚，保障快充安全与效率。
生产工艺	成熟	成熟，但卷绕到叠片工艺是趋势	生产效率高，一致性容易保证。



技术维度	传统小软包电池	钢壳电池	3C 市场将小软包更换为钢壳的核心驱动因素
成本	较低	略高，金属壳体和盖板成本高于铝塑膜	是目前制约其全面替代的主要因素之一。但考虑到高端品牌对安全性和性能的溢价，成本可以被接受。

来源：锂市汇，国金证券研究所

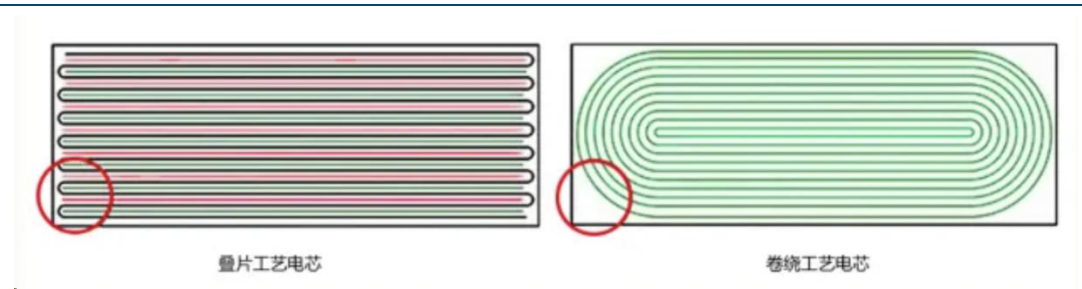
公司自 iPhone 16 Pro 起即开始为苹果量产供应钢壳电池，结合前述对钢壳电池在能量密度、结构强度、循环寿命及安全性能等方面的优势分析，我们认为，该技术路线未来有望向更多 iPhone 机型下沉，并逐步拓展至其他主流智能手机品牌，同时，在穿戴设备、平板、AR/VR 等多元消费电子终端领域亦具备渗透潜力，从而为公司打开更广阔的成长空间。

2.3.2、叠片工艺

公司在消费类电池领域采用的软包叠片工艺，与传统卷绕或新能源方向常用的叠片工艺存在显著差异。传统卷绕工艺多用于圆柱形电池（如动力电池），其内部极片通过螺旋卷绕形成，虽成熟可靠但空间利用率受限，能量密度提升存在瓶颈；而传统叠片工艺虽在新能源汽车动力电池中广泛应用，通过层叠极片提升能量密度与安全性，但其设计通常针对大尺寸、高功率场景，成本与厚度控制较难适配消费电子需求。

相比之下，公司采用自主研发的全自动异形叠片技术，通过整合高精度模切设备、高精度 CCD 视觉系统和高精度机器人，实现了产品的高精度生产，其中模切精度和叠片精度可达到行业内较高水平。相较传统“Z”形叠片技术，该技术可使模切精度提升 50-60%、叠片精度提升 40-60%，且可同时实现平面异形、立体异形结构，实现了产品结构及外形的多样化，更好满足下游高端消费电子产品对高能量密度、高充电速率、轻薄化、异形化等特性的需求。在此基础上，公司进一步开发出高速叠片技术，相较于传统“Z”形叠片技术，该技术可以使单机叠片效率大幅提升，在保证产品质量和精度的情况下，大幅度提升产品生产效率。同时采用低成本技术，降低模切费用和换型成本，整体成本降幅 10% 以上。我们认为，这一技术路径为公司差异化竞争提供了支撑，并有望在高端消费电池领域持续渗透。

图表39：叠片工艺电芯相比卷绕工艺电芯尺寸灵活、容量密度高



来源：锂电派，国金证券研究所

2.3.3、高硅负极电池

现有商用电池多以石墨为负极材料，尽管其具备稳定的循环性能和较低的成本，但其理论容量仅为 372mAh/g，已难以支撑新一代储能系统对高容量的需求。硅在完全嵌锂状态下可形成合金，具备高达约 4200mAh/g 的理论容量，是传统石墨材料的近十倍，这一特性为推动电池能量密度的提升提供了坚实的材料基础。然而硅在锂嵌入与脱出过程中产生剧烈的体积膨胀，实验数据显示，其膨胀幅度可超过 300%，远高于碳基材料的变形范围。这种剧烈的体积变化使活性物质之间的接触关系逐渐松动，颗粒之间的导电通路遭到破坏，导致整个电极结构失稳，影响循环性能与电化学稳定性，结构失稳进一步引发一系列电化学性能下降问题，进而对循环寿命构成威胁，这一问题限制了硅在实际电池中的应用，同样也是当前高硅负极无法在商业应用中广泛替代石墨的主要原因，因此构建具备优良导电性和结构稳定性的硅碳复合材料，并通过合理的结构设计与界面调控策略来缓解其体积效应与电化学衰退，已成为电池产业的关键研发方向。

根据 EVTank 数据，2024 全球硅基负极材料出货量约为 4 万吨，预计 2025 全年将达 7 万吨，到 2030 年将达到 60 万吨，6 年 CAGR 为 57%，硅基负极材料市场空间广阔。

图表40：石墨负极与硅基负极性能对比

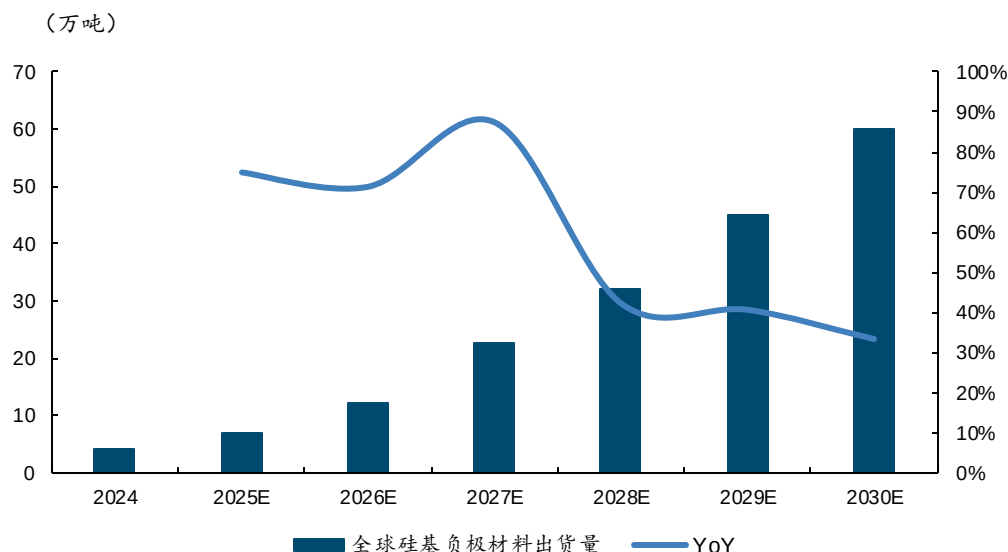
类型	天然石墨负极	人造石墨负极	硅基负极
理论容量	340-370mAh/g	310-360mAh/g	400-4000mAh/g



类型	天然石墨负极	人造石墨负极	硅基负极
首次效率	>93%	>93%	>80% (部分可>90%)
倍率性	一般	一般	较好
成本	较低	较低	较高
优点	能量密度较高, 加工性能好	膨胀低, 循环性能好	能量密度高, 安全性较强
缺点	电解液相容性较差, 膨胀较大	能量密度低, 加工性能差	膨胀大, 首次效率低

来源：锂电前沿，国金证券研究所

图表41：全球硅基负极材料出货量将迎来高速增长



来源：EVTank，国金证券研究所

公司目前已成功量产 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，公司 100%硅负极材料及高动力电解质技术已在客户端成功应用，展现出雄厚的技术储备与创新能力，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。

综上，依托于在钢壳封装、叠片工艺、硅负极材料等前沿制造领域的深厚积累，公司已建立起差异化的技术护城河。该能力体系一方面强化了其客户粘性与市场份额的扩张动能；另一方面，通过持续的技术迭代，有效推动了电池产品性能的代际升级，进而增厚了单机价值量。这一价值提升最终体现在持续上行的产品均价（ASP）上，形成了“工艺创新→性能提升→价值量增长→ASP 提升”的良性循环，夯实了公司的长期盈利能力。

2.4、短中期确定性价格弹性——钴涨价带来的行业顺价传导

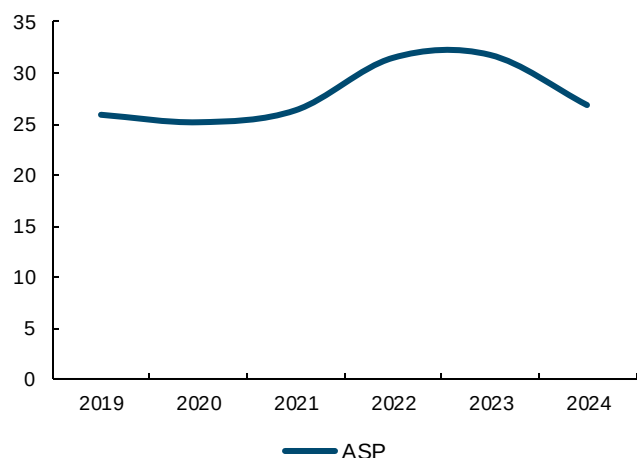
全球钴资源高度集中于刚果（金），该国供应了全球约 76%的钴原料，为应对长期钴价低迷与供应过剩，刚果（金）于 2025 年 2 月宣布实施为期四个月的钴出口禁令，并在 6 月进一步延长三个月，直接导致全球钴原料供应减少，推动钴价快速上行。钴酸锂均价已从 2025 年初的 14.9 万元/吨上涨至近期的 34.35 万元/吨，涨幅高达 131%。2025 年 8 月官方宣布自 10 月 16 日起以年度出口配额制取代禁令，2025 年剩余时间允许出口 18125 吨，2026-2027 年每年上限 96600 吨，我们认为钴及钴酸锂作为电池原材料的涨价会持续至明年 Q1，之后维持平稳。

公司在产品售价方面与主要客户采用“前三季度原材料价格加成报价”机制，钴酸锂占公司原材料总采购额的平均比例约为 40%，2024 年，因钴酸锂价格大幅下跌，导致公司消费类电池产品平均售价跟跌约 15%，而本轮钴价上涨预计将通过钴酸锂直接传导至电池产业链，对行业成本形成实质性压力。在消费电子领域，供应格局向头部厂商集中、电池在终端产品成本占比较低，以 iPhone 17 系列为例，电池在整机制造中的成本占比约为 3%，且当前消费电子行业产能利用率普遍较高，产能偏紧，因此头部企业凭借成本加成定价模式拥有较强的议价权，能够将原材料上涨压力向售价传导。预计自 2025Q4 起产品售价逐步提升，并在 2026 年实现与下游客户的全面顺价。这种滞后但有效的价格传导机制，有

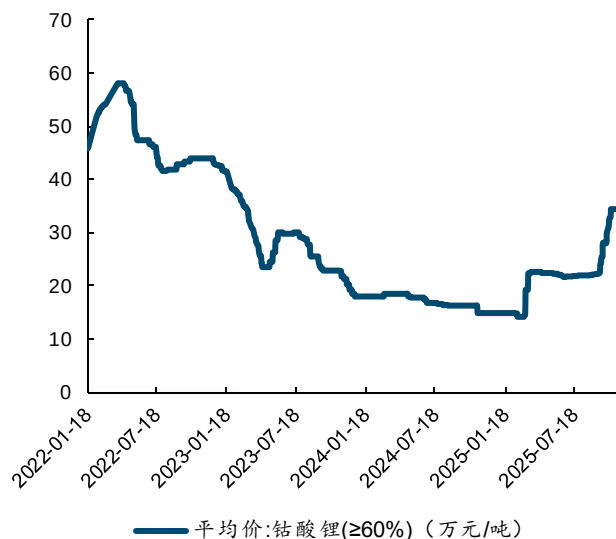


望在维持毛利率稳定的同时，推动营收与利润同步增厚，为公司业绩增长再上安全垫。

图表42：公司消费电池 ASP



图表43：钴酸锂价格自 2025 年初持续上涨

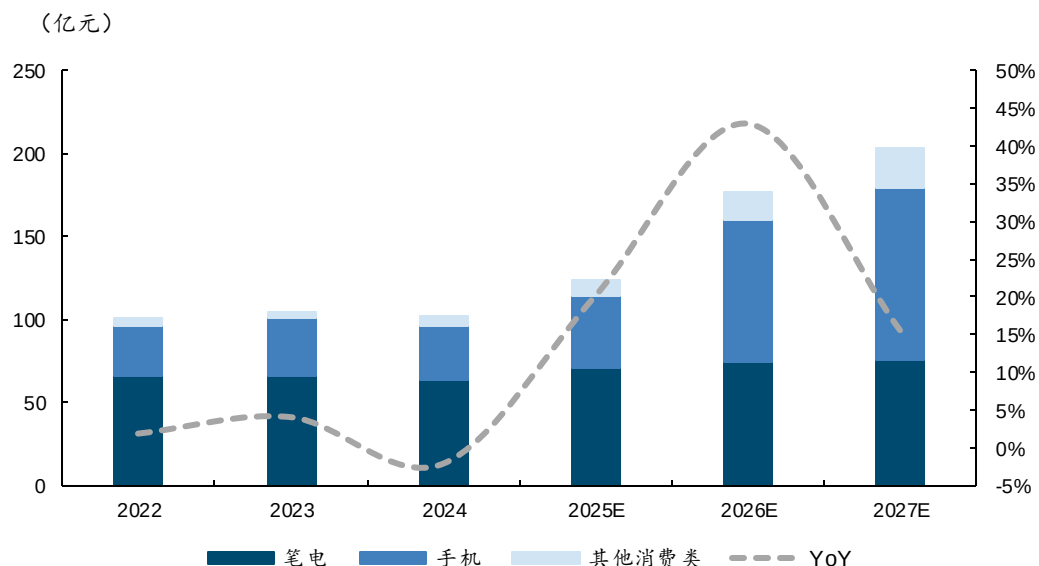


来源：公司公告，ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所，数据截至 2025.11.19

综上，公司有望在短中期受益于钴价上涨带来的行业顺价传导，推动产品均价（ASP）实现弹性提升；长期则凭借钢壳、叠片、硅负极等先进工艺路线的量产落地，持续优化电池能量密度、快充及循环性能，进而驱动 ASP 进入稳步上行通道。与此同时，公司凭借技术优势与产品竞争力，在笔记本电脑、智能手机等主流客户以及端侧 AI、游戏机等新兴领域客户中的份额攀升，共同构筑了公司在消费电池业务业绩爆发的重要基础。根据我们测算，公司消费类业务营收 2025 全年有望达 123 亿元，并有望在 2026 年增长至 176 亿元，同比高增约 43%。

图表44：公司消费类业务营收规模预测



来源：wind，产业链调研，国金证券研究所

三、产能利用率回升驱动规模效应，成本优化助力动储类业务业绩拐点

3.1、差异化布局低压启停电池，铅改锂趋势推动公司出货量增长

在碳中和目标与能源安全战略的双重驱动下，全球汽车产业正加速向电动化转型，同时，电池技术的突破与成本下降进一步提升了电动车的经济性与市场竞争力，推动新能源汽车



销量进入高速增长通道，根据国金证券研究所电新组测算，2024 全球新能源汽车销量为 1633.6 万辆，同比增长 25%，其中中国新能源汽车销量达 1094.2 万辆，同比增长 39.7%，预计全球新能源汽车 2027 年销量将达 2620 万辆，3 年 CAGR 为 17%。

随着新能源汽车产销规模的扩大，汽车电气化程度不断深化，低压启停锂电池作为车辆基础电源系统的关键组成部分，其市场需求同步迎来快速增长。低压启停锂电池主要指工作电压为 12V（或 48V）的锂离子电池系统，其功能覆盖车辆起动、启停系统供电、以及车载低压电气负载的稳定运行，具体包括：

（1）起动与启停功能：在燃油车、混动及轻混车型中，低压锂电池负责发动机的快速起动以及在红灯等待等工况下实现自动启停，显著降低油耗与排放；

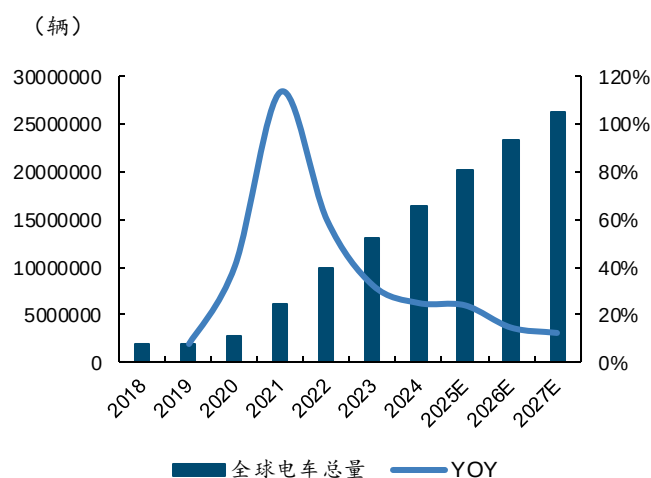
（2）辅助系统供电：为转向助力、制动辅助、车身稳定控制等安全关键系统提供可靠电力；

（3）车载电子设备支持：包括信息娱乐系统、空调、灯光、车窗升降、仪表盘等电子附件的正常运行；

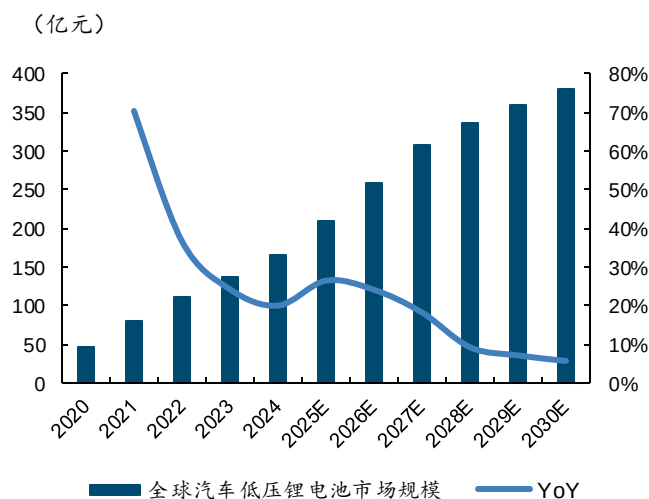
（4）高压系统备份与缓冲：在纯电及混动车型中，低压锂电池还作为高压动力电池的补充，在高压系统故障或瞬时功率不足时确保低压用电设备的持续工作。

尽管混合动力与轻度混合动力技术快速发展，12V 低压系统因其成熟可靠、成本可控，仍是绝大多数车型中辅助系统不可或缺的电源载体。随着汽车电子化水平提升（12V 负载持续增加），12V 起动电池在车载网络、传感器、控制器等方面的用电需求不断上升，进一步拉动了低压锂电池装机量的增长。综上，新能源汽车销量的快速提升与汽车低压电气负载的不断增加，共同构成了低压锂电池市场规模扩张的双重驱动力，根据 EVTank 数据，2024 全球汽车低压锂电池市场规模为 165.2 亿元，预计到 2030 年将达 380.7 亿元，6 年 CAGR 为 14.9%。

图表45：全球新能源汽车销量稳健增长



图表46：全球汽车低压锂电池市场规模稳健增长



来源：marklines，乘联会，国金证券研究所

来源：EVTank，国金证券研究所

在汽车电气化与整车能耗控制要求不断提升的背景下，启停电池正经历从传统铅酸电池向磷酸铁锂电池的技术迭代。铅酸电池虽长期占据主流，但其循环寿命短、能量密度低、重量大以及含铅材料对环境的负面影响，已难以满足频繁启停、轻量化与低碳化的需求。相比之下，磷酸铁锂启停电池具备更高能量密度、更长循环寿命（可达 3000 次以上）以及更优的快速充放电性能，能够更好地支持发动机频繁启停并降低整车能耗。同时，随着磷酸铁锂电池规模化生产与材料成本持续下降，其全生命周期成本逐步接近甚至优于铅酸电池，加之政策对无铅化的引导，主机厂如比亚迪、福田等已在多款车型中批量采用磷酸铁锂启动电池，推动“铅改锂”在启停领域加速渗透。

图表47：铅酸电池与磷酸铁锂电池性能对比

电池指标	铅酸电池	磷酸铁锂电池
充放电次数	800-1000 次	≥3000 次
使用寿命	2-3 年	8-10 年



电池指标	铅酸电池	磷酸铁锂电池
质量	28kg	7kg
充放电效率	80%	≥97%
环保	含铅	不含铅
综合成本（乘用车-更换/10 年）	1200-2000 元	1000-1200 元

来源：钟金控，国金证券研究所

在新能源汽车渗透率持续提升的背景下，公司在动力电池领域采取差异化战略，主动规避竞争激烈的高压动力电池赛道，而将资源集中于汽车低压启停电池这一细分市场。当前国内布局锂电启停电池的企业主要分为两类：一类是以宁德时代、比亚迪为代表的传统动力电池头部厂商，凭借全产业链布局进入该领域；另一类则是以骆驼股份、风帆股份等为代表的铅酸电池企业，正逐步向锂电启停转型。相较铅酸企业，公司凭借长期深耕锂电池研发所积累的技术优势，在正负极材料、电解液等关键环节实现突破，具备更强的产品性能与一致性；而与专注大型动力电池的竞争对手相比，公司则充分发挥其在消费锂电领域的技术积淀，动力小电池的制造工艺与消费锂电池高度相似，使得公司能够快速平移现有技术，降低学习成本并提升生产效率。基于上述技术协同性与市场定位的精准把握，公司经过前期的投入与深耕，先后获得上汽、智己、GM、捷豹路虎、理想、奇瑞、广汽、吉利、Stellantis、奔驰、蔚来、上汽大众、东风日产等众多国内外头部车企的定点，并陆续量产供货，2024 全年公司汽车低压锂电池出货量约 90 万套，2025 年上半年公司汽车低压锂电池出货量超 70 万套。公司 2024 年在全球汽车低压锂电池企业中市场份额排名第四，有望凭借先发优势与工艺积累，在这一高增长细分赛道中持续提升份额。

图表48：2024 年全球主要汽车低压锂电池企业市场份额排名

排序	企业名称
1	LGES
2	三星 SDI
3	万向一二三
4	珠海冠宇
5	比亚迪
6	宁德时代
7	骆驼股份
8	天丰能源
9	亿纬锂能
10	欣旺达

来源：EVTank，国金证券研究所

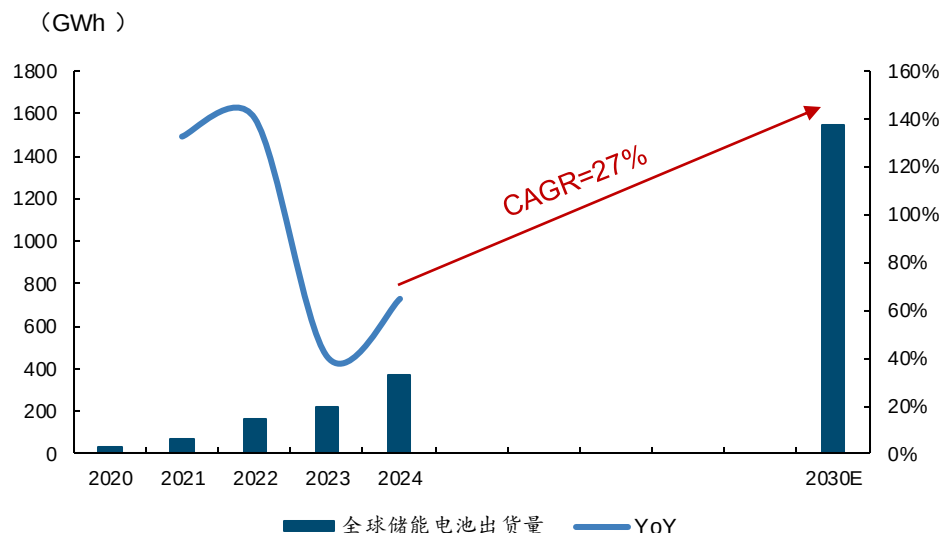
3.2、宏观政策支持背景下，公司储能业务有望触底回升

在“双碳”战略目标持续推进的背景下，储能行业作为支撑能源结构转型的关键环节，迎来重要发展机遇。2022 年初，国家发改委、能源局正式印发《“十四五”新型储能发展实施方案》，进一步明确我国储能行业发展目标：“到 2025 年新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段、具备大规模商业化应用条件”，“到 2030 年新型储能全面市场化发展”。储能市场在“双碳”背景下政策持续利好，随着 2021 年全国两会上将碳达峰、碳中和“30 60”目标列为我国“十四五”污染防治攻坚战的主攻目标，以光伏、风电为代表的可再生能源战略地位凸显，储能作为支撑可再生能源发展的关键技术，市场需求旺盛，电网侧、发电侧和用户侧储能均呈现快速发展趋势，行业迎来大发展机遇。

根据 EVTank 数据，2024 全球储能电池出货量达 369.8GWh，同比增长 64.9%，其中中国企业储能电池出货量为 345.8GWh，占全球储能电池出货量的 93.5%，占比相较上一年进一步提升 2.6 个百分点，预计到 2030 年全球储能电池出货量将达 1550GWh，6 年 CAGR 为 27%。



图表49：全球储能电池出货量高速增长



来源：EVTank，国金证券研究所

在储能业务方面，公司精选优质客户和项目，把握高质量户储电池业务和国内大储系统业务机会。户储方面，公司持续为国内外头部户储商供货；大储方面，公司作为广东新型储能国家研究院有限公司的主要股东之一，深度参与了国家新型储能创新中心的筹建工作，并与牵头方南网科技达成多方面合作。2025 年前三季度，公司储能业务触底回升，订单同环比皆有所改善。公司在多个标杆项目上实现良好进展，未来将继续把握海内外户储品牌客户、国内外工商业储能项目以及源网侧大型储能系统等领域的业务机会。

3.3、无人机业务绑定大疆等头部客户，助力动储业务产能利用率提升实现扭亏

无人机行业作为新兴高端装备制造领域，近年来在技术突破、政策松绑与应用场景拓展的多重驱动下实现高速增长。全球无人机销量 2024 年为 819 万部，并预计在 2030 年达到 1051 万部，6 年 CAGR 为 4.2%；全球无人机用锂电池市场规模将迎高速增长，2024 年市场规模为 15.1 亿美元，预计到 2033 年将达到 56.6 亿美元，9 年 CAGR 达 15.7%。

细分领域来看，消费级无人机主要用于航拍、影视娱乐等场景，随着人们生活水平的提高和娱乐需求的增加，消费级无人机的市场需求将持续增长。根据中研普华产业研究院数据，2023 年全球消费级无人机市场规模达到 48.5 亿美元，预计到 2030 年，市场规模将达到 137 亿美元，7 年 CAGR 约 13.5%，公司 2024 年消费级无人机电池收入增速接近 60%。

工业级无人机广泛应用于农业植保、物流运输、航空测绘、电力巡检等领域，以工业级无人机为代表的中小型无人机是低空经济的重要范畴，有望更早更快地受益于低空经济的发展。根据 fortunebusiness insights 统计，2023 年，全球工业级无人机市场规模达到 109.8 亿美元，预计到 2030 年，市场规模将达到 548.1 亿美元，7 年 CAGR 约 25.8%，公司 2024 年工业级无人机电池收入增速接近 100%。

大疆是无人机领域的龙头企业，2024 年大疆消费级无人机全球市占率超 70%，公司持续保持与大疆等客户的深度合作，销量稳步提升，2025 上半年公司无人机电池营收与出货量同比增长超 200%，在农业用、工业用无人机领域市占率达 40%，同时为了抓住低空经济的发展机遇，公司积极与头部物流企业推进物流无人机的产品开发，并与大型电动垂直起降飞行器 (eVTOL) 厂商进行对接合作。

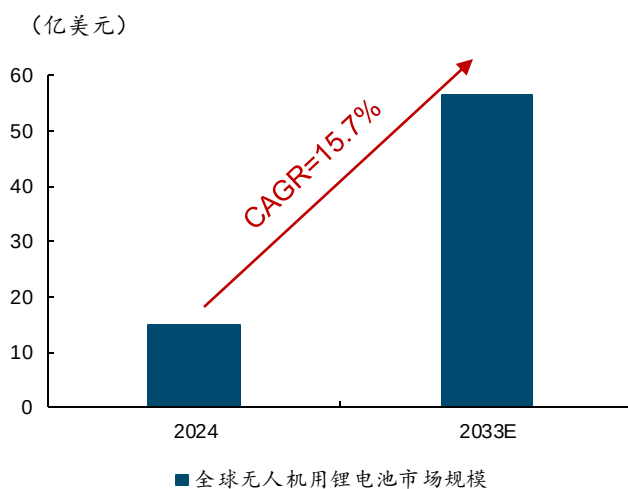


图表50：全球无人机销量稳健增长



来源：Statista，国金证券研究所

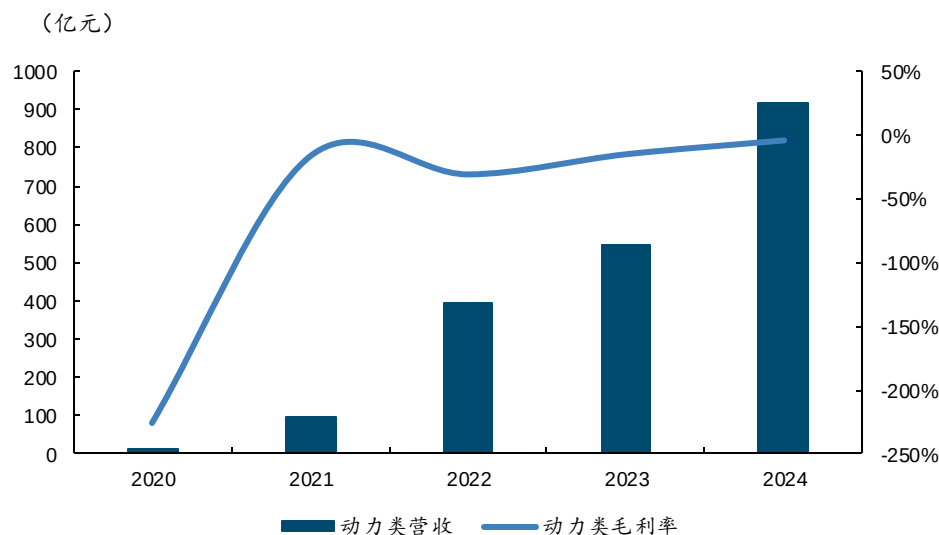
图表51：全球无人机用锂电池市场规模稳健增长



来源：Business Research Insights，国金证券研究所

公司动力及储能类业务在早期因订单规模有限、产能利用率偏低，导致单位产品分摊的固定成本较高，叠加前期大量资本开支形成的固定资产按5年计提折旧，对利润形成较大拖累，致使该业务连续多年呈现亏损状态。随着下游需求回暖及客户端订单逐步放量，产能利用率持续提升，规模效应开始显现，单位固定成本随之下降；同时，公司于2025年将部分机器设备的折旧年限从5年延长至8年，相应降低了当期折旧额。在上述因素共同作用下，动力及储能业务毛利率已从2022年的-31%逐步收窄至2024年的-4%。展望未来，随着产能利用率的进一步提高、单位固定成本的持续下降以及折旧政策调整带来的利润增厚，预计公司动储类业务2025年将扭亏为盈，并在未来持续提升盈利能力，实现毛利率的稳健增长。

图表52：珠海冠宇动力类业务营收及毛利率



来源：ifind，国金证券研究所

四、盈利预测及估值

4.1、盈利预测：未来三年归母净利润复合增速达到72.2%

根据公司公布的2025年三季报，公司2025前三季度实现营业收入103.21亿元，同比增长21.18%；实现归属母公司股东的净利润3.87亿元，同比增长44.37%。根据前述分析，我们对公司的主营业务情况进行假设：

1) 消费类业务：上游原材料钴酸锂涨价带来行业顺价、高毛利产品如钢壳电池出货量提



升叠加加大客户份额提升，公司消费类业务营收及毛利率均有显著增长。其中笔电类产品增速相对平缓，增长更多受益于原材料涨价带来的 ASP 提升，假设 2025-2027 年营收增速为 11%、5%、2%，毛利率保持 30%；手机业务除原材料涨价因素外，公司自 2021 年以来资本开支持续处于高位，2025 前三季度资本开支达 29 亿元，同比增长 51%，公司披露的 2025 半年报中当期新增投资规模较大的项目主要集中在消费类电池领域，其中包括三个钢壳电池产线的建设或扩产项目，印证了公司当前资本开支主要投向消费电池尤其是钢壳电池产能的布局，为承接明年苹果等核心客户的增量订单奠定了坚实基础，因此我们预计公司未来钢壳电池出货量预计将有明显增长，叠加在大客户苹果、三星处份额提升预期，假设 2025-2027 年营收增速为 36%、95%、21%，毛利率随高价值产品出货量提升逐步增长，分别为 25%、26%、27%；其他消费类业务方面，公司正积极布局智能穿戴类产品、端侧 AI 产品及游戏机类产品，预计将随行业景气度的爆发迎来营收的高速增长，假设 2025-2027 年营收增速为 30%、89%、47%，毛利率为 24%、25%、26%。整体消费类业务 2025-2027 年营收增速为 20%、43%、16%，毛利率为 28%、28%、28%。

- 2) 动力类业务：订单需求持续增长，公司获得众多国内外头部车企的定点，工用无人机深度绑定大疆，假设 2025-2027 年该业务增速为 118%/50%/33%，订单需求带动产能利用率与规模效应的提升，毛利率持续回暖扭亏在即，假设 2025-2027 年毛利率为 14%、16%、17%。

费用情况：(1) 公司为保持其技术领先性，持续加大研发投入，在材料、工艺端加强研发创新，但公司营收规模增速相比研发费用增速更高，因此综合考虑公司新产品研发需求及规模效应影响，假设 2025-2027 年公司研发费用率为 12.8%、12.2%、12.1%。(2) 随着公司销售规模扩张，销售费用受规模效应影响，假设 2025-2027 年公司销售费率为 0.6%、0.6%、0.6%。(3) 公司业务规模持续扩张，持续优化管理环节，控制成本费用，整体管理效率较高，假设 2025-2027 年管理费用率为 9.2%、8.9%、8.9%。(4) 公司及其多家子公司享受西部大开发、横琴粤澳合作区等税收优惠，部分子公司还享受先进制造业企业增值税加计抵减等政策，使得公司 2022 年以来实际所得税为费用负，公司 2022-2025 前三季度所得税分别为-1.64、-1.37、-1.78、-1.92 亿元，2023、2024 所得税率分别为-228%、-162%，因此假设公司 2025-2027 年所得税费用仍为负，所得税率为-120%、-135%、-132%。

图表53：公司企业所得税减免情况

受惠企业	税收优惠相关政策	税收优惠年份	税收优惠力度
珠海冠宇电池股份有限公司	《中华人民共和国企业所得税法》关于高新技术企业的税收优惠税率规定	2022-2024，公司 2025 年 7 月已提交高企复审资料，审核已完成待公布。	
子公司珠海冠宇电源有限公司	《中华人民共和国企业所得税法》关于高新技术企业的税收优惠税率规定	2024-2026	
子公司珠海冠宇动力电池有限公司	《中华人民共和国企业所得税法》关于高新技术企业的税收优惠税率规定	2024-2026	减按 15% 的优惠税率计缴企业所得税
子公司重庆冠宇电池有限公司、重庆冠宇动力电池有限公司	财政部、海关总署及国家税务总局联合下发的《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税〔2011〕58 号）的规定以及财政部、税务总局、国家发展改革委 2020 年第 23 号公告《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》	2011-2030	
子公司珠海冠宇先进新能源技术有限公司	财政部、国家税务总局颁布的《关于横琴粤澳深度合作区企业所得税优惠政策的通知》（财税〔2022〕19 号）的规定	/	

来源：公司公告，国金证券研究所

综上假设，我们预计 2025-2027 年公司营收合计为 143 亿元、206 亿元和 244 亿元，同比增幅达到 24%、44%、18%，毛利润合计为 37 亿元、53 亿元和 64 亿元，对应毛利率为 25.6%、25.8%、26.2%，归母净利润合计为 6 亿元、17 亿元、22 亿元，对应净利率为 4.5%、8.2%、9.0%，归母净利润 3 年 CAGR 达 72.2%。

图表54：珠海冠宇营业收入、毛利、归母净利润预测

单位：亿人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	109.74	114.46	115.41	143.35	206.37	243.93
YoY	6.14%	4.29%	0.83%	24.21%	43.96%	18.20%



单位：亿人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	18.51	28.81	29.65	36.72	53.30	63.89
毛利率	16.87%	25.17%	25.69%	25.61%	25.83%	26.19%
归母净利润	0.91	3.44	4.30	6.40	16.93	21.97
YoY	-90.38%	278.21%	25.03%	48.73%	164.53%	29.77%
净利率	0.8%	3.0%	3.7%	4.5%	8.2%	9.0%
1. 消费类	100.65	104.80	102.65	123.35	176.37	203.93
YoY	1.95%	4.13%	-2.05%	20.16%	42.98%	15.63%
毛利	18.74	28.92	29.44	34.02	48.65	57.09
毛利率	18.6%	27.6%	28.7%	27.6%	27.6%	28.0%
1.1 笔电类	65.43	66.11	63.44	70.61	74.03	75.60
YoY	-3.34%	1.04%	-4.04%	11.31%	4.84%	2.11%
毛利	13.98	19.82	19.96	21.18	22.21	22.68
毛利率	21.37%	29.98%	31.47%	30.00%	30.00%	30.00%
1.2 手机类	30.48	34.28	32.51	44.01	85.85	104.09
YoY	12.42%	12.44%	-5.17%	35.40%	95.06%	21.24%
毛利	4.38	8.11	7.90	10.78	22.32	28.10
毛利率	14.37%	23.67%	24.31%	24.50%	26.00%	27.00%
1.3 其他消费类	4.73	4.41	6.71	8.72	16.48	24.25
YoY	20.91%	-6.76%	51.94%	30.00%	89.01%	47.14%
毛利	0.38	0.99	1.58	2.05	4.12	6.31
毛利率	7.95%	22.36%	23.52%	23.50%	25.00%	26.00%
2. 动力类	3.97	5.48	9.17	20.00	30.00	40.00
YoY	320.18%	37.92%	67.54%	118.04%	50.00%	33.33%
毛利	-1.22	-0.82	-0.38	2.70	4.65	6.80
毛利率	-30.84%	-15.05%	-4.16%	13.50%	15.50%	17.00%
3. 其他	5.13	4.18	3.59	-	-	-

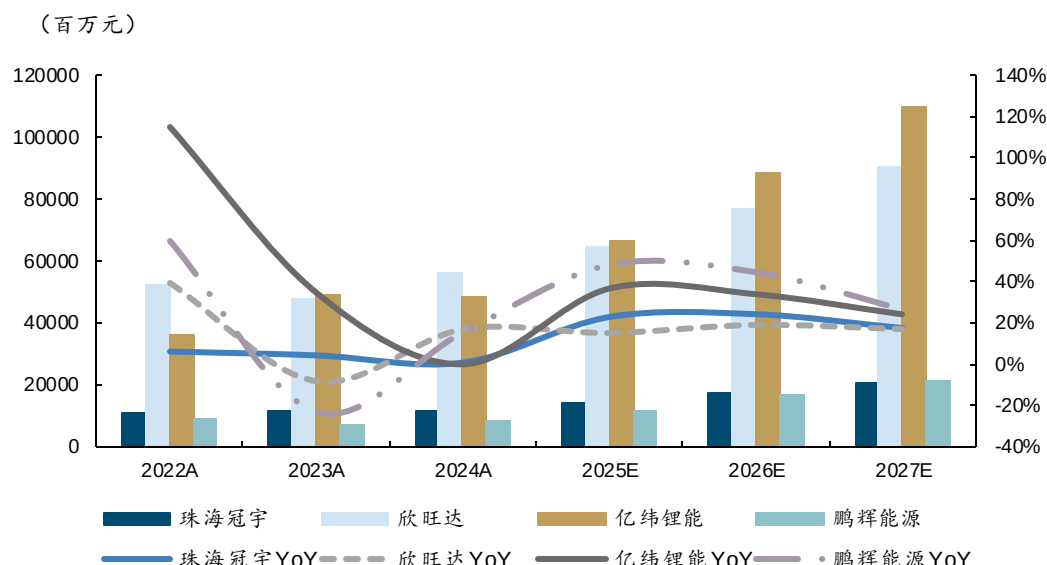
来源：ifind，国金证券研究所

4.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 373 亿

本研究选取欣旺达、亿纬锂能及鹏辉能源作为公司的可比公司。选取理由主要基于业务结构、产品细分与终端市场的强相关性：三家对标企业均深耕锂离子电池产业，核心产品覆盖消费类软包/聚合物锂电池，并共同服务于笔记本电脑、智能手机、平板电脑等全球主流消费电子品牌，在客户资源、技术路径及产能扩张节奏方面与公司高度重叠。具体而言，欣旺达在消费电池封装与系统集成领域占据领先地位，其笔电及智能终端客户与公司形成直接竞争关系，提供了最贴近的估值参照；亿纬锂能虽在动力电池领域规模显著，但消费电池业务仍保持相近的电压平台与产品矩阵，尤其在低压锂电领域具备可比性；鹏辉能源则凭借在储能与消费电池的多元化布局，为公司向储能市场的战略延伸提供对标基准，二者在海外储能项目及渠道资源上存在协同参考价值。



图表55：珠海冠宇及其可比公司 2022-2027 营业收入、同比及预测值



来源：ifind，国金证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取欣旺达、亿纬锂能、鹏辉能源作为可比公司，四家可比公司 2026 年平均 PE 预测值为 20x，基于公司 2026 年业绩的高弹性给予公司 10% 的估值溢价，因此给予公司 2026 年 22 倍 PE，取 2026 年预期净利润 16.93 亿元，给予公司 372.51 亿目标市值，对应股价 32.91 元/股，给予“买入”评级。

图表56：珠海冠宇可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
300207.SZ	欣旺达	28.64	0.58	0.8	1.16	1.58	2.05	25.54	28.05	24.74	18.15	13.97
300014.SZ	亿纬锂能	72.50	1.98	1.99	2.25	3.58	4.56	21.31	23.46	32.25	20.25	15.89
300438.SZ	鹏辉能源	48.40	0.09	-0.5	0.76	2.11	2.96	330.43	-56.05	64.11	22.94	16.33
平均								125.76	-1.51	40.37	20.45	15.40
688772.SH	珠海冠宇	22.4	0.31	0.38	0.57	1.50	1.94	71.74	42.12	39.62	14.98	11.54

来源：ifind，国金证券研究所，珠海冠宇数据选取本研究预测值，其余公司数据选取自 ifind 一致预期，股价数据截至 2025 年 11 月 25 日。

五、风险提示

5.1、动储类业务持续亏损

动储类电池产业为重资产、资本密集型科技制造行业，前期资产及研发投入需求较大，公司前期亏损较大主要原因系产能利用率偏低以及折旧摊销较高。如果产业政策、竞争格局、市场需求等方面出现重大不利变化，或公司市场开拓能力不足、市场空间增速不及预期等，则公司可能面临新增产能无法消化、投入产出不及预期、折旧摊销大额增加导致亏损态势未能通过产品升级或成本控制有效扭转，可能对公司整体盈利能力形成拖累，进而影响公司利润及资本市场估值水平。

5.2、汇率波动风险

公司外销收入占比较高，公司外销产品主要以美元货币计价及结算。外币兑人民币汇率随着国内外政治、经济环境的变化而具有一定的不确定性，汇率变动可能直接冲击其营收确认成本与毛利率水平。若未能通过远期合约等金融工具进行有效对冲，剧烈的汇率波动或将导致汇兑损益大幅波动，进而影响公司净利润稳定性。

5.3、技术研发不及预期

作为锂离子电池行业的核心竞争要素，技术迭代速度与创新成果直接关系产品性能、成本优势及市场地位。若公司在高能量密度电池、硅负极材料或固态电池等关键领域进度滞后，



可能因技术瓶颈、人才储备不足或行业竞争加剧而错失市场机遇，导致产品竞争力减弱、客户订单流失及毛利率承压。此外，持续的研发投入若未能有效转化为可商业化的技术或产品，不仅将加剧资本开支负担，还可能影响当期利润表现。

5.4、上游原材料涨价未能传导至下游

作为锂离子电池生产商，钴酸锂是核心正极材料之一，其价格受供需关系、矿产政策及国际市场波动影响显著。若原材料成本持续上升，而公司因行业竞争激烈、客户议价能力强等因素无法及时调整产品售价，将直接导致毛利率收窄、盈利空间受挤压。此外，成本压力若未能通过技术降本或供应链优化抵消，可能进一步侵蚀经营现金流，削弱企业在研发投入与产能扩张上的灵活性，甚至影响投资者对利润增长可持续性的信心。长期来看，此类价格传导失灵还可能加剧行业洗牌，迫使企业被动承受成本端波动，从而拖累整体财务健康与市场竞争力。

5.5、可转债转股稀释与偿付压力

公司于2022年10月24日发行的“冠宇转债”期限为六年，即自2022年10月24日至2028年10月23日，2023年4月28日起，该债券可转换为公司股份，初始转股价格为人民币23.68元/股，截至2025年9月30日，最新转股价格为人民币22.89元/股，当前存续规模约30.89亿元，占发行总量的99.9967%。若短期内发生大规模转股，公司可能面临股权大幅稀释压力，集中转股将摊薄每股收益与现有股东持股比例；若到期前未能成功促使转股，公司需动用自有或融资资金兑付本息，直接挤压现金流。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	10,974	11,446	11,541	14,335	20,637	24,393
增长率		4.3%	0.8%	24.2%	44.0%	18.2%
主营业务成本	-9,123	-8,564	-8,576	-10,663	-15,306	-18,005
%销售收入	83.1%	74.8%	74.3%	74.4%	74.2%	73.8%
毛利	1,851	2,881	2,965	3,672	5,330	6,389
%销售收入	16.9%	25.2%	25.7%	25.6%	25.8%	26.2%
营业税金及附加	-33	-86	-86	-86	-114	-129
%销售收入	0.3%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-38	-48	-66	-89	-114	-134
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-792	-1,263	-1,155	-1,319	-1,837	-2,171
%销售收入	7.2%	11.0%	10.0%	9.2%	8.9%	8.9%
研发费用	-772	-1,150	-1,458	-1,835	-2,518	-2,952
%销售收入	7.0%	10.0%	12.6%	12.8%	12.2%	12.1%
息税前利润 (EBIT)	217	333	200	343	749	1,003
%销售收入	2.0%	2.9%	1.7%	2.4%	3.6%	4.1%
财务费用	-22	-94	-35	-174	-214	-237
%销售收入	0.2%	0.8%	0.3%	1.2%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-306	-316	-247	-180	-105	-45
公允价值变动收益	1	-1	2	0	0	0
投资收益	-79	34	24	30	30	20
%税前利润	n.a	57.5%	22.1%	11.6%	4.2%	2.1%
营业利润	-98	97	116	259	710	941
营业利润率	n.a	0.8%	1.0%	1.8%	3.4%	3.9%
营业外收支	-8	-37	-7	0	0	0
税前利润	-106	60	110	259	710	941
利润率	n.a	0.5%	1.0%	1.8%	3.4%	3.9%
所得税	164	137	178	311	958	1,242
所得税率	n.a	-228.2%	-161.9%	-120.0%	-135.0%	-132.0%
净利润	58	197	287	570	1,668	2,182
少数股东损益	-33	-147	-143	-70	-25	-15
归属于母公司的净利润	91	344	430	640	1,693	2,197
净利率	0.8%	3.0%	3.7%	4.5%	8.2%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	58	197	287	570	1,668	2,182
少数股东损益	-33	-147	-143	-70	-25	-15
非现金支出	1,633	2,023	2,217	1,377	1,555	1,748
非经营收益	-38	-104	-154	38	317	405
营运资金变动	228	487	93	497	154	-345
经营活动现金净流	1,881	2,603	2,444	2,482	3,693	3,991
资本开支	-3,154	-3,290	-2,986	-4,347	-3,130	-3,130
投资	-431	240	-361	0	0	0
其他	-78	36	18	30	30	20
投资活动现金净流	-3,663	-3,015	-3,328	-4,317	-3,100	-3,110
股权募资	3,175	461	51	-289	0	0
债权募资	478	422	8	3,080	3,151	2,148
其他	-478	-332	-516	-762	-1,701	-2,183
筹资活动现金净流	3,175	551	-458	2,028	1,450	-36
现金净流量	1,423	159	-1,241	193	2,043	845

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,249	4,251	2,709	2,873	4,896	5,727
存货	2,047	1,951	1,892	2,629	3,984	4,933
其他流动资产	511	339	982	725	758	777
流动资产	10,002	9,704	9,287	10,595	16,208	19,536
%总资产	50.4%	45.1%	44.3%	41.5%	49.5%	52.2%
长期投资	123	180	271	181	126	101
固定资产	7,570	9,636	9,796	12,922	14,523	15,894
%总资产	38.2%	44.8%	46.8%	50.6%	44.4%	42.5%
无形资产	921	894	711	786	822	864
非流动资产	9,825	11,804	11,666	14,927	16,502	17,885
%总资产	49.6%	54.9%	55.7%	58.5%	50.5%	47.8%
资产总计	19,826	21,508	20,953	25,522	32,710	37,421
短期借款	1,636	2,209	1,409	4,900	8,051	10,199
应付款项	5,799	6,412	5,617	7,384	10,598	12,466
其他流动负债	757	852	1,071	1,056	1,536	1,791
流动负债	8,192	9,473	8,097	13,340	20,185	24,455
长期贷款	1,403	1,211	2,032	2,032	2,032	2,032
其他长期负债	3,564	3,591	3,558	3,114	3,145	3,160
负债	13,159	14,276	13,686	18,487	25,361	29,648
普通股股东权益	6,632	6,974	7,147	6,986	7,324	7,764
其中：股本	1,122	1,122	1,127	1,127	1,127	1,127
未分配利润	1,525	1,689	1,755	1,883	2,221	2,661
少数股东权益	36	258	119	49	24	9
负债股东权益合计	19,826	21,508	20,953	25,522	32,710	37,421

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.081	0.307	0.382	0.565	1.496	1.941
每股净资产	5.911	6.217	6.340	6.171	6.470	6.858
每股经营现金净流	1.676	2.320	2.168	2.201	3.276	3.540
每股股利	0.090	0.270	0.300	0.454	1.202	1.559
回报率						
净资产收益率	1.37%	4.94%	6.02%	9.16%	23.12%	28.30%
总资产收益率	0.46%	1.60%	2.05%	2.51%	5.18%	5.87%
投入资本收益率	-0.92%	7.89%	3.83%	4.47%	8.64%	10.14%
增长率						
主营业务收入增长率	6.14%	4.29%	0.83%	24.21%	43.96%	18.20%
EBIT 增长率	-82.99%	53.96%	-40.13%	71.87%	118.23%	33.90%
净利润增长率	-90.38%	278.21%	25.03%	48.73%	164.53%	29.77%
总资产增长率	21.36%	8.48%	-2.58%	21.81%	28.16%	14.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.3	90.0	96.3	100.0	105.0	110.0
存货周转天数	88.0	85.2	81.8	90.0	95.0	100.0
应付账款周转天数	165.9	179.0	180.8	180.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	191.5	242.5	250.2	224.0	166.9	146.9
偿债能力						
净负债/股东权益	18.13%	26.08%	46.69%	95.52%	106.80%	117.91%
EBIT 利息保障倍数	10.1	3.5	5.6	2.0	3.5	4.2
资产负债率	66.37%	66.37%	65.32%	72.43%	77.53%	79.23%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	10	15	30	35
增持	0	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.06	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究