

欣旺达 (300207.SZ)

消费锂电多元布局，动力电池积蓄动能

核心观点：

- **欣旺达：消费电池 PACK 行业龙头，进一步迈向全球领先的锂电一体化龙头企业。**公司以手机电池 PACK 业务起家，横向拓展至笔记本和动力电池 PACK 等领域，同时纵向延伸至 BMS 领域，逐渐发展成为消费和动力电池 BMS/PACK 领域的领先企业，公司有望成为全球领先的锂电一体化龙头企业。
- **消费锂电多元布局，电芯自给率有望持续提升。**公司手机电池业务已占据主力份额，同时有望受益于 5G 时代电池 ASP 的持续提升；笔电电池业务大客户引入顺利，公司份额有望进一步提升；同时，子公司锂威已在惠州园区完成扩产，在终端品牌客户中的认可度也不断提升，随着消费类锂离子电芯产能开始释放，消费类锂离子电芯自供比例有望得到提升，进一步增厚业绩。
- **动力电池短期波动不改成长逻辑，客户认证进展顺利。**今年在疫情影响下新能源汽车的需求有所减少，但我们认为动力电池短期波动不改成长逻辑，随着补贴降低以及落后产能的逐步出清，布局多年且具备成本技术优势的欣旺达有望逐步提升市场份额；公司进入动力电池领域以来持续导入优质客户，2018 年供货东风柳汽，2019 年供货吉利，并获得雷诺日产与易捷特大单，2020 年公司通过沃尔沃资质认证审核，进一步打开公司全球供应空间。
- **盈利预测与估值建议。**我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 302.64/396.65/513.55 亿元，同比增长 19.9%/31.1%/29.5%；归母净利润分别为 803/1,308/2,065 亿元，同比增长 7.0%/62.8%/57.8%。考虑到公司消费+动力、PACK+电芯的多重属性，给予 21 年 45 倍 PE，对应 37.5 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**汇率大幅波动风险、产品和技术更新风险、中美贸易争端风险、行业政策风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	20,338	25,241	30,264	39,665	51,355
增长率 (%)	44.8	24.1	19.9	31.1	29.5
EBITDA (百万元)	1,428	1,692	1,428	2,011	2,820
归母净利润 (百万元)	701	751	803	1,308	2,065
增长率 (%)	29.0	7.1	7.0	62.8	57.8
EPS (元/股)	0.45	0.48	0.51	0.83	1.32
市盈率 (P/E)	18.96	40.79	56.91	34.95	22.14
ROE (%)	13.1	13.0	12.1	16.2	20.1
EV/EBITDA	9.83	19.76	34.36	24.21	17.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

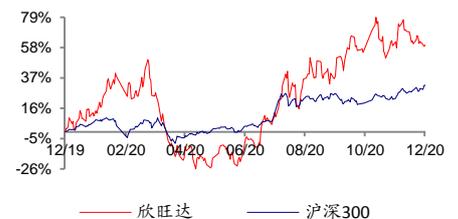
买入

当前价格	27.96 元
合理价值	37.5 元
前次评级	买入
报告日期	2020-12-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1575/1386
总市值/流通市值 (百万元)	44036/38746
一年内最高/最低 (元)	31.32/13.10
30 日日均成交量/成交额 (百万)	21/606
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	15.06/70.59

相对市场表现



分析师：

许兴军



SAC 执证号：S0260514050002



021-38003661



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：

王亮



SAC 执证号：S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师：

彭雾



SAC 执证号：S0260519030001



021-60750604



pengwu@gf.com.cn

请注意，许兴军、彭雾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、欣旺达：锂电池模组行业龙头	4
（一）手机锂电模组起家，产业链内多点开花.....	4
（二）业绩稳步提升，产能持续加码.....	5
二、核心业务稳步发展，多元化布局进展顺利.....	6
（一）消费锂电：横向扩张产品品类，纵向布局提升利润空间.....	6
（二）动力锂电：积极布局，打造未来增长点.....	12
三、盈利预测和投资建议.....	15
四、风险提示	17

图表索引

图 1: 公司主要产品布局.....	4
图 2: 公司历年收入结构变化.....	4
图 3: 公司 2019 年产品收入构成.....	4
图 4: 公司股权结构.....	5
图 5: 公司营业收入变化情况.....	5
图 6: 公司归母净利润变化情况.....	5
图 7: 公司园区布局.....	6
图 8: 中国消费类锂离子电池出货量及预测.....	6
图 9: 公司消费类锂电收入情况.....	6
图 10: 全球智能手机出货量.....	7
图 11: 中国 5G 手机出货量.....	7
图 12: 公司手机数码类收入逆势增长.....	7
图 13: 公司手机数码类产品销量、渗透率稳步上升.....	7
图 14: 手机数码类产品 ASP 与毛利率持续提升.....	9
图 15: 全球可穿戴设备出货量保持高增长.....	10
图 16: 公司智能硬件类收入快速放量.....	10
图 17: 小米 IoT 与生活消费产品收入高速增长.....	10
图 18: 小米 IoT 与生活消费产品收入占比持续提高.....	10
图 19: 笔记本电脑锂电业务营收及增速.....	11
图 20: 消费锂电模组收入构成.....	12
图 21: 东莞锂威营收情况.....	12
图 22: 中国乘用车销量.....	13
图 23: 中国新能源乘用车销量.....	13
图 24: 中国新能源乘用车销量占比.....	13
图 25: 中国动力锂离子电池出货量.....	13
图 26: 公司电动汽车电池类产品收入情况.....	14
表 1: 2019 年全球智能手机市场 CR5 已达 70.6%.....	8
表 2: 品牌旗舰手机电池容量上升、快充功能快速发展.....	9
表 3: 东莞锂威发展历程.....	12
表 4: 公司动力电池获单情况.....	14
表 5: 公司动力电池装机量市场排名.....	14
表 6: 欣旺达营收拆分(单位: 百万元).....	16
表 7: 2021 年营收增速与毛利率对归母净利润的敏感性测试(单位: 百万元).....	17
表 8: 欣旺达可比公司 PE 估值情况.....	17

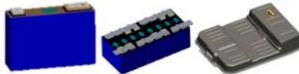
一、欣旺达：锂电池模组行业龙头

（一）手机锂电模组起家，产业链内多点开花

1.传统业务保持优势，新业务拓展发展空间

欣旺达成立于1997年，于2011年登陆深交所创业板，是国内领先的锂电池模组解决方案及产品提供商，主要从事锂电池模组的研发、生产和销售。公司始终围绕锂电池产业链进行深入布局发展，目前已形成消费类锂电池、动力类锂电池为主的业务格局。公司主要产品为锂电池模组，主要为手机数码类锂离子电池、笔记本电脑类锂离子电池以及电动汽车电池类锂电池模组。此外，公司产品还涵盖智能硬件产品、精密结构件、锂离子电芯、电源管理系统等多个领域。

图 1：公司主要产品布局

产品类别	产品	应用领域
手机数码类	 手机数码类锂电池模组	 智能手机、MP3/MP4等
笔记本电脑类	 笔记本电脑类锂电池模组	 笔记本电脑、平板电脑等
汽车及动力类	 动力电池	 新能源汽车

数据来源：公司可转债募集说明书，广发证券发展研究中心

近年来公司积极拓展锂电产品品类，在保持手机数码类稳步增长的同时，智能硬件、笔记本电脑业务收入贡献快速提高。2019年，公司手机数码类收入占比为62%，较2015年下降21pct，智能硬件类收入占比16%，较2015年提升16pct、笔记本电脑类收入占比11%，较2015年提升7pct，公司收入结构持续优化。

图 2：公司历年收入结构变化

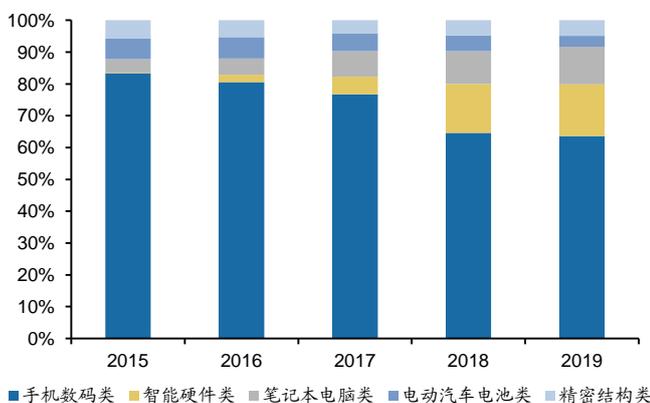
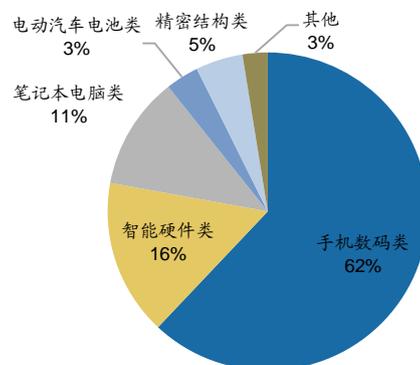


图 3：公司2019年产品收入构成



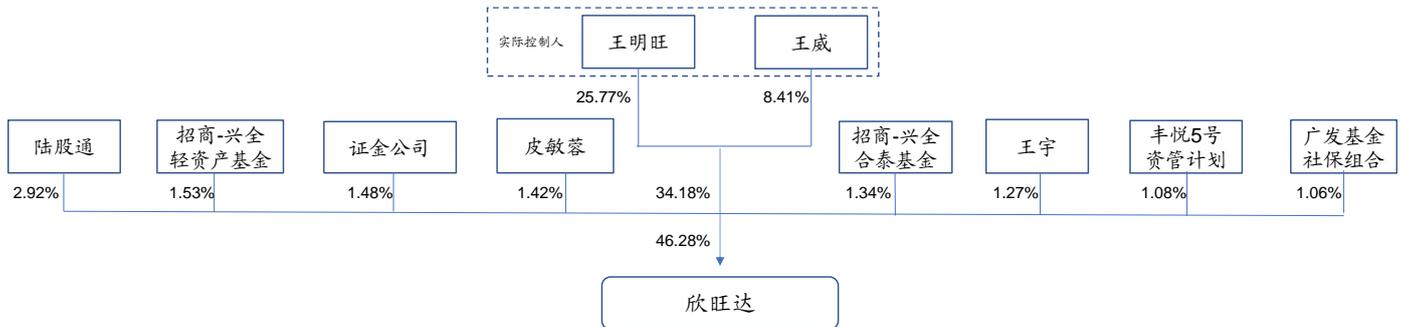
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 公司股权集中，结构清晰稳定

创始人王明旺与王威是公司的实际控制人，二人为兄弟关系。王明旺持股比例为25.77%，王威为公司现任董事长兼总经理，持股比例为8.41%，二人合计持股比例为34.18%。前十大股东合计持股46.28%，股权集中度较高。

图 4：公司股权结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，股权结构截止至2020年三季报

（二）业绩稳步提升，产能持续加码

受益于智能机浪潮，公司经营业绩稳步提升，收入与利润实现快速增长。2019年，公司实现营业收入252.4亿元，同比增长24.1%；归母净利润7.5亿元，同比增长7.1%。2015-2019年，公司营业收入年复合增速达到40.5%，归母净利润年复合增速达到23.3%。

图 5：公司营业收入变化情况

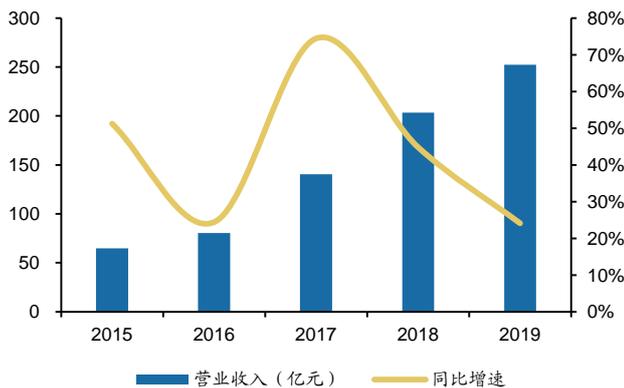


图 6：公司归母净利润变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

为了配合公司未来发展需要和产业链战略整合实施，欣旺达已形成深圳宝安石龙仔工业园、深圳光明工业园、惠州博罗工业园、印度工业园、南京溧水工业园、浙江兰溪产业园等多个产业基地，目前除7万平米宝安石龙仔工业园、12万平米光明工业园已经全部投入使用外，在广东省惠州市博罗县园洲镇的欣旺达新能源产业基地已完成一二期建设，南京欣旺达新能源项目一期工厂已竣工，印度工业园也在持续扩产中。2020年3月25日，公司与浙江省兰溪市人民政府签署《项目投资协议书》，

在浙江兰溪投资建设锂离子电池项目。

图 7：公司园区布局



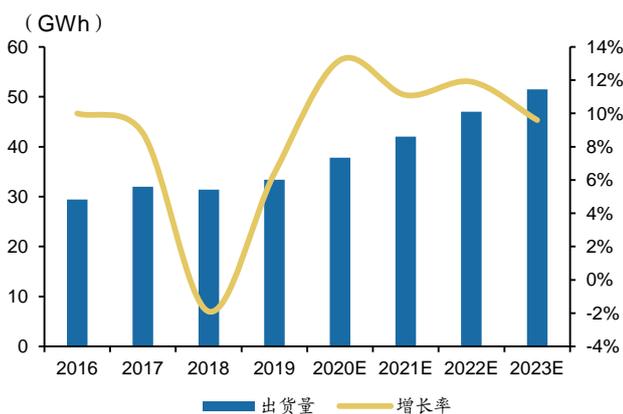
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

二、核心业务稳步发展，多元化布局进展顺利

（一）消费锂电：横向扩张产品品类，纵向布局提升利润空间

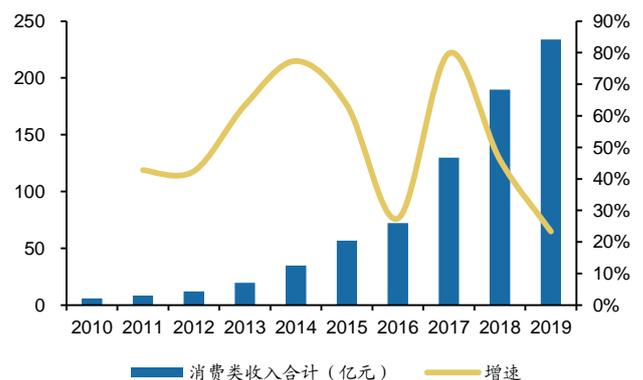
根据中商产业研究院援引GGII数据，中国2019年消费类锂电池出货量33.4GWh，同比增长6.4%，预计2023年出货量达到51.5GWh。公司消费类锂电池实现快速增长，2019年消费类锂电池总体收入233.98亿元，同比增长23.3%，继续保持高速增长。公司秉持“PACK+电芯”策略，横向电池PACK业务从手机向笔记本、智能硬件产品延伸，纵向从电池PACK向上游电芯延伸，不断拓宽收入空间。

图 8：中国消费类锂离子电池出货量及预测



数据来源：GGII，广发证券发展研究中心

图 9：公司消费类锂电收入情况



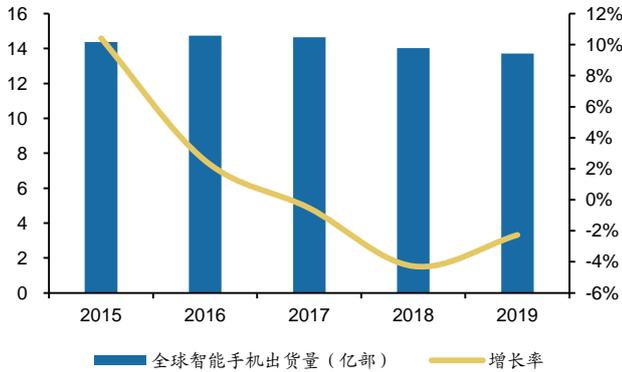
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.手机锂电稳步发展，核心客户份额持续提升

全球智能手机出货量下降，公司手机数码类锂电业务销量逆势增长。根据IDC数据，2019年全球智能手机出货量13.71亿部，连续3年下降。2020年5G手机出货量爆发，根据工信部最新数据，2020年1~10月中国5G手机出货量累计已达到1.24亿部，成

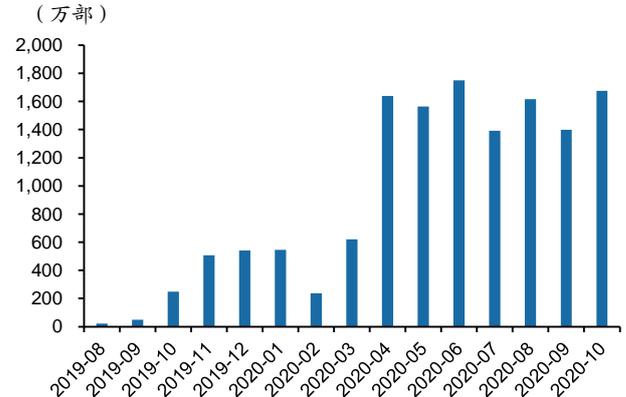
为智能机增长的新动能。

图 10: 全球智能手机出货量



数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

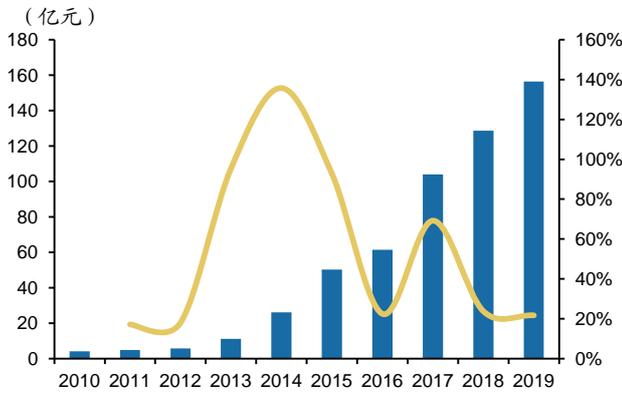
图 11: 中国5G手机出货量



数据来源: 工信部, 广发证券发展研究中心

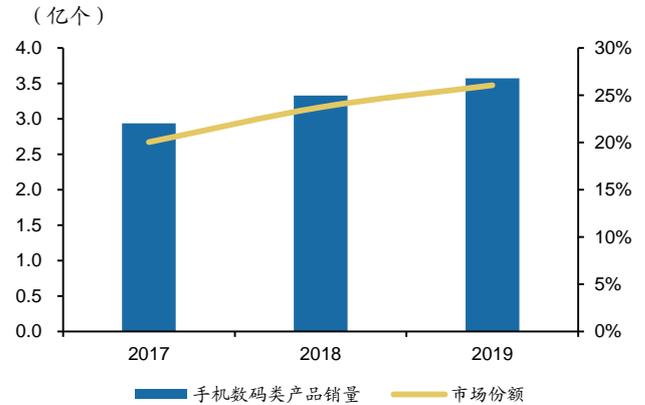
在智能手机出货量下降的环境下, 受益于国产手机市场占有率的提升以及公司在主要手机客户中渗透率的提高, 欣旺达手机数码类锂电池模组业务高速增长, 2019年, 公司手机类模组业务营业收入为156.51亿元, 同比增长21.67%, 明显高于全球手机出货量增速。根据2017-2019年IDC公布的全球智能手机出货量及公司手机数码类锂电池模组销量计算, 公司该产品全球市场占有率由20.04%提高至26.06%, 增加4.02pct, 全球市场份额稳定提升。

图 12: 公司手机数码类收入逆势增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 公司手机数码类产品销量、渗透率稳步上升



数据来源: 公司债券募集说明书, IDC, 广发证券发展研究中心

从全球手机品牌竞争格局来看, 根据IDC数据, 2019年全球智能手机市场CR5达70.6%, 三星和华为出货量分别为2.96亿部和2.41亿部, 市场占比分别为21.6%和17.6%, 位居前两位; 苹果、小米和OPPO分列3-5名。相比之下, 2015年全球智能手机市场CR5仅为56.4%, 四年间提升14.2pct。手机市场增量空间已达天花板, 叠加新冠疫情下可选消费受损, 新手机厂商进入几率降低, 2020年Q3全球智能手机市场CR5已上升至71.2%。未来伴随大厂商品牌与技术护城河加深、主导地位更加稳固及中小品牌产能出清, 智能手机市场集中度或将进一步提高。

表 1：2019年全球智能手机市场CR5已达70.6%

2015		2019		2020Q3	
三星	22.7%	三星	21.6%	三星	22.7%
苹果	16.2%	华为	17.6%	华为	14.7%
华为	7.4%	苹果	13.9%	小米	13.1%
联想	5.2%	小米	9.2%	苹果	11.8%
小米	4.9%	OPPO	8.3%	vivo	8.9%
其他	43.6%	其他	29.4%	其他	28.8%
CR5 占比	56.4%		70.6%		71.2%

数据来源：IDC，广发证券发展研究中心

绑定主流品牌客户，受益手机市场集中度提升，公司出货量、市占率有望增加。公司智能手机业务重点客户包括苹果、华为、OPPO、vivo、小米等国内外主流智能手机厂商，且公司客户集中度较高，2019年，公司前5大客户占比67.38%。公司作为智能手机产业链重要一环，深度绑定主流品牌客户，智能手机市场集中度提升背景下，主流手机品牌出货量增加将带动公司手机锂电销量上涨，公司出货量、市占率有望增加。

5G换机潮加快存量更新速度，中国作为5G商用主要国家智能手机前景广阔。5G时代到来，消费者设备升级主观意愿与数据高速传输客观需求合力推动智能手机换机潮，存量更新速度随之加快，根据Canalys预测，2023年全球5G手机的出货量将达到近8亿部，占有所有智能手机出货总量的51.4%，中国作为推广5G商用的主要国家，2020年中国智能手机中17.5%将支持5G功能，2023年该比例将上升至62.7%。全球份额中，中国将占据5G智能手机出货总量的34%，超过北美（19%）、亚太（其他地区）（17%）。随着中国市场5G渗透率迅速提升，未来智能手机锂电市场前景广阔。

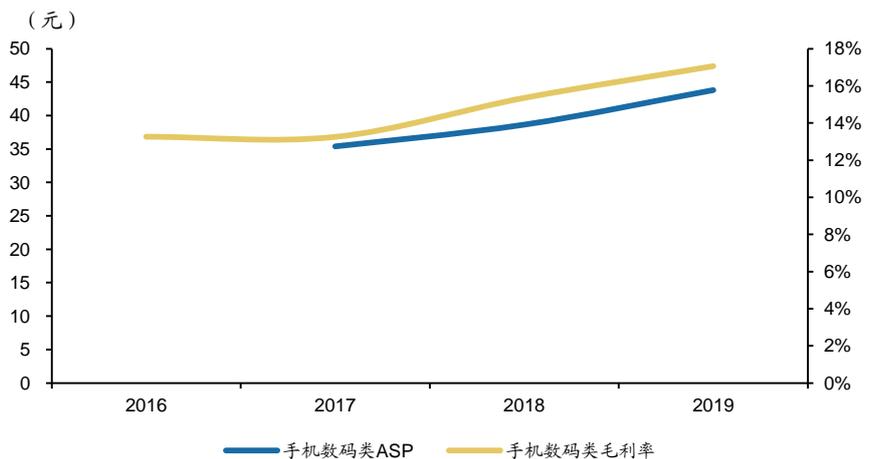
5G高功耗需求倒逼电池容量增加，多电芯与快充趋势推动电池ASP上升。5G手机天线数增加、部分手机需外挂基带等原因导致5G手机功耗大幅提高，倒逼手机电池容量增加以保证续航时间。一方面，电池容量增加要求手机电池在强体积约束下提升容量，电池多电芯技术应运而生，另一方面，大容量电池需要匹配更大的充电功率来控制时间，快充技术由此不断发展。电池制造环节的新技术引入增加了PACK环节价值量，更新迭代速度快，将推动公司智能手机电池模组产品的ASP与毛利率持续上升。

表 2: 品牌旗舰手机电池容量上升、快充功能快速发展

公司	型号	电池容量 mAh	快充功能
小米	小米 6	3,350	快充 3.0, 18W 充电
	小米 8	3,400	18W 充电
	小米 9	3,300	27W 有线快充, 20W 无线闪充
	小米 10	4,780	30W 极速闪充+30W 无线闪充+10W 无线反充
	小米 10 pro	4,500	50W 极速闪充+30W 无线闪充+10W 无线反充
	小米 10 至尊版	4,500	120W 有线秒充+50W 无线闪充
华为	Mate 10	4,000	5V/4.5A (22.5W)
	Mate 20	4,000	22.5W 超级快充
	Mate 30	4,200	40W 有线与 27W 无线
	Mate 40	4,200	4.5V/5A 超级快充与 27W 无线超级快充
	Mate X	4,500	55W 超级快充
OPPO	Reno 3	4,025	30W 闪充 VOOC 4.0
	Reno 4	4,020	65W 超级闪充 SuperVOOC 2.0
	Find X	3,400	50W 超级闪充 SuperVOOC
	Find X2	4,200	65W 超级闪充 SuperVOOC 2.0
vivo	X30	4,350	33W 超级快充
	X50	4,200	34W 超级快充
	iQOO 3	4,440	55W 超级快充
	iQOO 5	4,500	55W 超级快充

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 14: 手机数码类产品ASP与毛利率持续提升



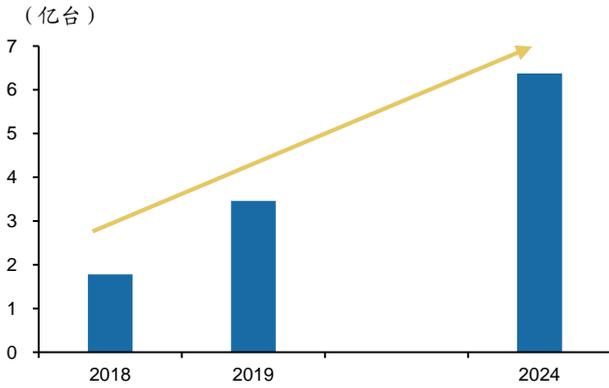
数据来源: Wind, 公司债券募集说明书, 广发证券发展研究中心

2. 智能硬件锂电受益行业景气, 品类扩张带动收入增长

智能硬件市场高速增长, 公司全面切入智能硬件产业链。智能硬件市场现正处于高速增长时期, 可穿戴市场是重要细分市场之一, 根据IDC数据, 2019年全球可穿戴市场持续保持高增长, 出货量达到3.46亿台, 较2018年的1.78亿部增长了94%, 预

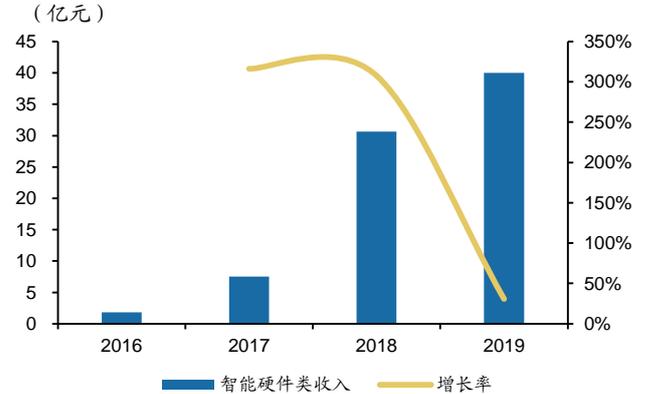
计2024年全球可穿戴设备出货量将达到6.37亿台，5年CAGR为12.4%。公司以向客户提供消费类锂离子电池为契机，为满足客户的一站式采购需求，增强客户粘性，进一步深入展开全产业链客户的多领域合作，公司扫地机器人、电子笔、智能出行、个人护理和智能音箱等新兴业务全面开展，2019年，公司智能硬件业务实现收入40.03亿元，同比增长30.73%。

图 15: 全球可穿戴设备出货量保持高增长



数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

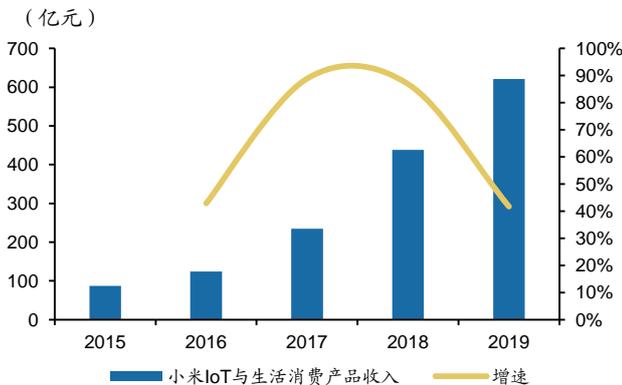
图 16: 公司智能硬件类收入快速放量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

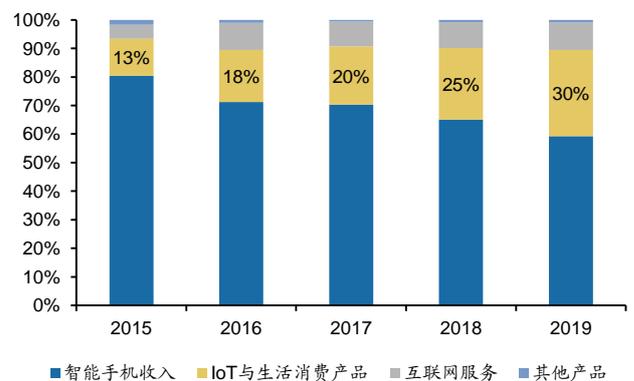
公司与小米生态深度合作，智能硬件行业景气与品类扩张有望带动收入增长。IoT平台公司与小米及其生态系统内各公司展开深度合作，全面实现电池、配套周边及组装业务的开展。小米具有全球最大智能硬件IoT平台，且IoT与生活消费占比逐年提升。根据IDC数据，2019年，小米智能穿戴设备出货量为4,170万台，同比增长79%，全球市场占有率为12.4%，仅次于苹果31.7%。公司将继续加大与小米集团的合作力度，进一步丰富产品种类。智能可穿戴设备、智能出行、智能家居设备、无人机等新兴智能硬件产品的异军突起则成为消费电子行业新的增长点，将使整个行业始终维持较高的景气度。随着以小米产业链为代表的中国智能硬件公司出货量提升，公司收入规模有望进一步扩大。

图 17: 小米IoT与生活消费产品收入高速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 小米IoT与生活消费产品收入占比持续提高



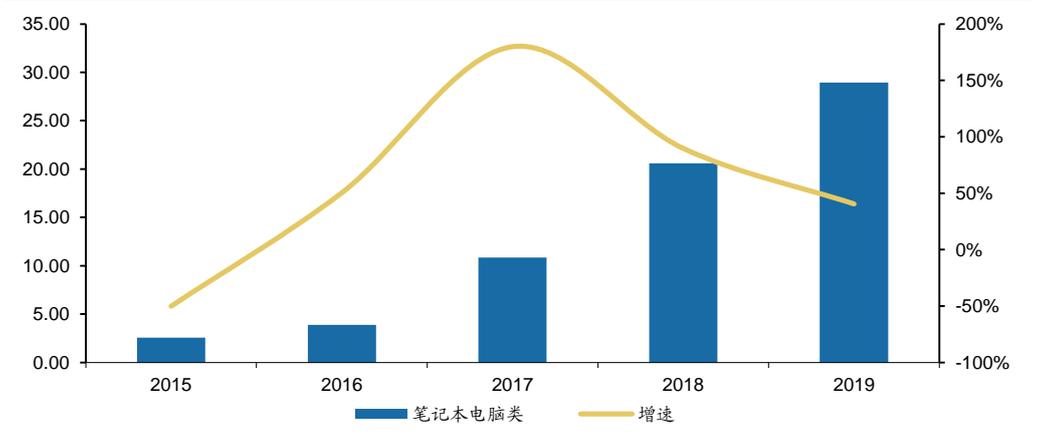
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3. 笔记本锂电大客户引入顺利，渗透率不断提升

从笔记本和平板电脑模组业务来看，凭借公司积累的品牌影响力与产品质量，公司陆续进入苹果、华为、联想、戴尔、小米等知名品牌的供应链，稳步提高公司在笔记本锂电领域的市占率。受益于联想等大客户的认可，以及笔记本电池升级的趋势，2018年、2019年公司笔记本和平板电脑业务分别实现营业收入20.60亿、28.95亿元，同比增长89.69%、40.53%，2015至2019年复合增长率高达83%。

2019年，公司单独设立笔电业务事业部，体现其在发展战略上对该业务的重视，未来公司将有望凭借其先进技术储备、供应链管理、品质管控、自动化产线等优势，持续拓展全球领先笔记本和平板电脑品牌客户。同时，随着镍氢电池和金属锂电池的替换，公司笔记本和平板电脑类锂电池聚合物的行业渗透率将稳步提升，将为笔记本锂电市场带来更高的利润空间，另叠加公司不断抢占市场份额的趋势，笔记本锂电业务其有望成为公司未来3-5年消费类锂离子电池领域重要的业绩增长点。

图 19：笔记本电脑锂电业务营收及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4. 电芯自制率不断提高，盈利能力持续优化

借助公司在锂电池领域的多年积累，公司纵向布局锂电池电芯业务，顺利实现锂电池模组产业链的向上延伸，将锂电池电芯纳入公司自身的生产制造体系，实现内生式增长。公司消费类电芯产品陆续进入高端客户供应链，在消费类电子产品领域得到广泛使用。

公司消费类电芯业务主要由下属子公司东莞锂威能源科技有限公司承担，产品应用于手机，笔记本电脑，智能硬件等3C类产品。2014年，公司通过收购东莞锂威进入锂电池电芯领域，2018年，东莞锂威成为欣旺达全资子公司，全面进入国内主流高端手机品牌厂商供应链。除去原有东莞的生产基地外，东莞锂威现已在惠州园区完成扩产并持续提高产能。

表 3: 东莞锂威发展历程

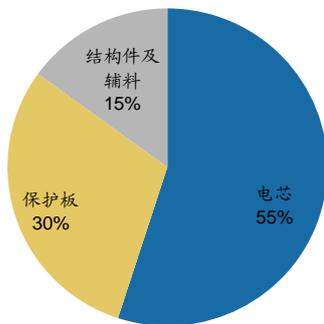
年份	动态描述
2011 年	东莞锂威成立;
2014 年	公司正式收购收购东莞锂威 51% 股权, 达到控股地位; 收购前东莞锂威具备电芯产能 10 万只/天, 属于联想手机、Acer 等供应链成员;
2015 年	东莞锂威进入联想笔记本、大疆无人机、Google 供应链体系;
2016 年	东莞锂威进入手机客户小米\魅族\传音\HTC\奇酷供应链; 惠州锂威挂牌成立;
2017 年	惠州一期、二期达产;
2018 年	欣旺达全资收购锂威;
2019 年	锂威进入 Moto/vivo/OPPO/华为等高端客户供应链。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

锂电池模组是由锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件及辅料等组成的一种二次电池。其中电芯占消费类电池模组成本的50%以上。消费类锂离子电芯产能持续释放, 产品进口替代空间广阔。

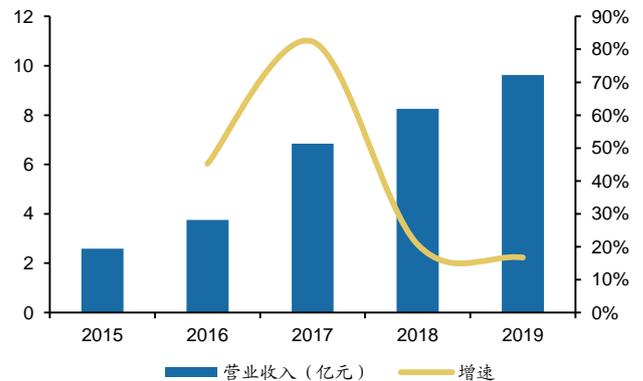
2019年, 东莞锂威实现营业收入9.6亿元, 同比增长17%, 2015至2019年, 年均复合增长率达39%。随着公司消费类电芯的自供比例不断提高, 公司电池模组附加值提升, 公司整体营收及利润率水平均将得到进一步提升。

图 20: 消费锂电模组收入构成



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

图 21: 东莞锂威营收情况



数据来源: 可转债募集说明书、年报, 广发证券发展研究中心

(二) 动力锂电: 积极布局, 打造未来增长点

1. 汽车新能源化趋势明确, 市场潜力持续释放

近年来我国乘用车行业增速下滑明显, 2018年开始进入负增长, 而新能源车发展态势良好, 已形成规模化、产业化趋势。据中汽协数据显示, 2019年我国乘用车销量2,576.9万辆, 同比下滑8.2%, 新能源汽车销量106.1万辆, 同比增加4.4%, 2015至2019年年均复合增长率达56.5%, 新能源销量占比由2015年的0.72%提升至2019年的4.12%。据GGII统计, 2019年中国动力锂离子电池出货71GWh, 同比增长9.2%, 2015至2019年年均复合增长率达43.2%。

2019年新能源汽车受补贴退坡、中美经贸摩擦、环保标准切换等因素影响, 增速有

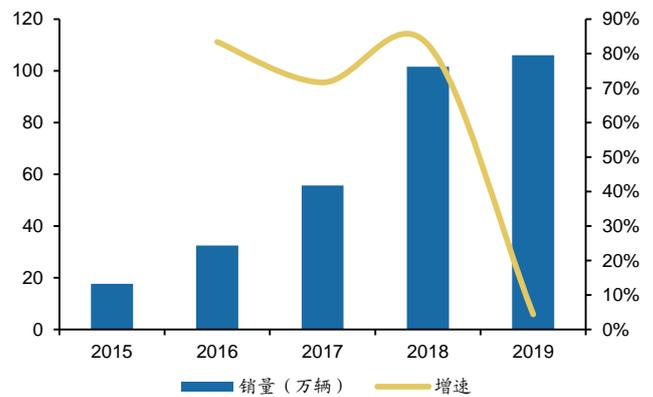
所放缓。2020年3月，国务院确定新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年，该政策影响有所缓和，各地也陆续出台政策淘汰低排放标准汽车，支持新能源汽车发展。在二氧化碳排放控制、国家能源转型的宏观背景下，以及能量效率提升和汽车产业自主可控的需求下，我国新能源汽车发展质量将得到进一步提升，欣旺达将凭借逐渐强化的市场竞争力享受行业增长，拓展公司收入空间。

图 22: 中国乘用车销量



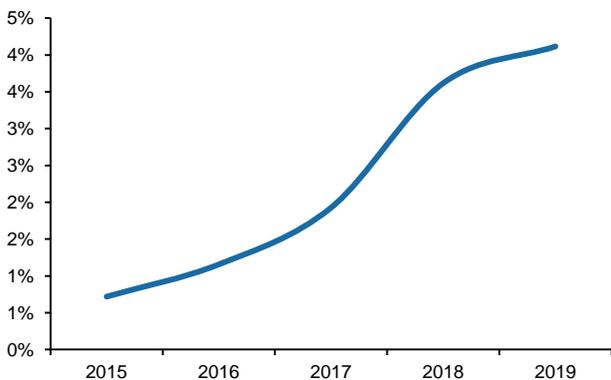
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图 23: 中国新能源乘用车销量



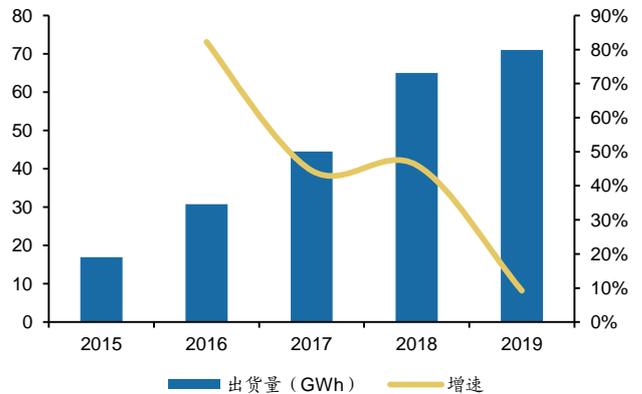
数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图 24: 中国新能源乘用车销量占比



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

图 25: 中国动力锂离子电池出货量



数据来源: GGII, 广发证券发展研究中心

2.持续导入优质客户，出货量有望提升

新能源汽车进入快速发展期，各大车厂均加快布局电动平台，为控制风险、保障供货节奏并提升议价权，以戴姆勒、大众为代表的整车龙头从单双供应商采购逐渐向多点供应转变。给予国内动力电池企业进入供应链的机会。

欣旺达进入动力电池领域以来持续导入优质客户，2018年供货东风柳汽，2019年供货吉利等，并获得雷诺日产与易捷特大单。根据公司《关于子公司收到供应商定点通知书的公告》披露，雷诺日产预计需求115.7万辆、易捷特预计需求36.6万辆。2020年，公司通过沃尔沃资质认证审核，进一步打开公司全球供应空间。随着客户新能源汽车的逐渐放量以及未来公司动力类锂离子电池扩产项目持续推进，公司动力类锂离子电池出货量有望持续高速增长并产生效益。

表 4: 公司动力电池获单情况

客户	周期	预计需求量 (万台)
雷诺日产	2020-2026	115.7
易捷特	2020-2025	36.6

数据来源:《关于子公司收到供应商定点通知书的公告》,广发证券发展研究中心

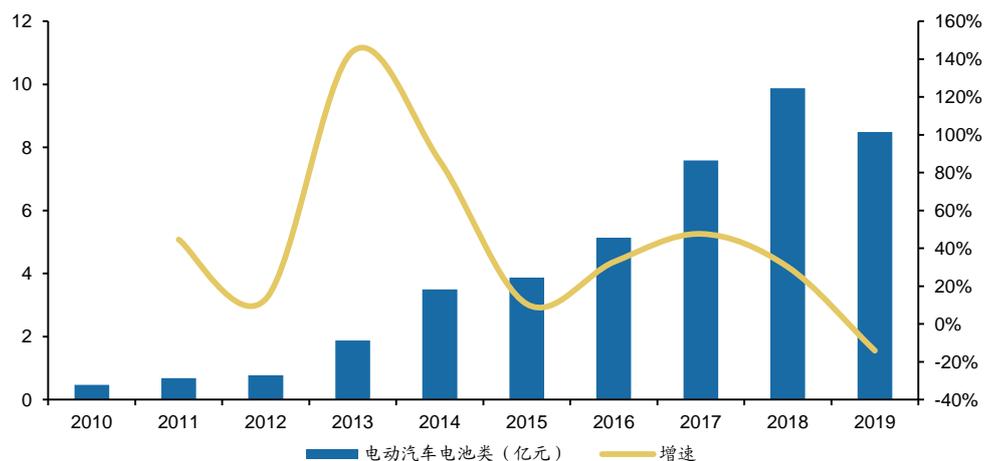
据中商产业研究院统计,公司动力电池业务2019年装机量0.65GWh,份额逆势上涨,首次进入装机量前十。受行业因素及公司调整行业分类口径影响,公司2019年动力汽车电池类业务收入有所下滑,实现收入8.49亿元,同比有所下降,但总体趋势上保持高速增长,2015至2019年复合增长率达21.7%,随着雷诺日产和易捷特大客户订单出货,公司动力锂电业务收入水平将会明显改善。

表 5: 公司动力电池装机量市场排名

排名	2018年 TOP10	装机量 (GWh)	2019年 TOP10	装机量 (GWh)
1	宁德时代	23.52	宁德时代	32.31
2	比亚迪	11.44	比亚迪	10.78
3	国轩高科	3.09	国轩高科	3.22
4	力神	2.07	力神	1.95
5	孚能科技	1.9	亿纬锂能	1.84
6	比克电池	1.74	中航锂电	1.49
7	亿纬锂能	1.27	孚能科技	1.21
8	国能电池	0.82	时代上汽	0.74
9	中航锂电	0.72	比克电池	0.69
10	卡耐新能源	0.64	欣旺达	0.65

数据来源:中商产业研究院,广发证券发展研究中心

图 26: 公司电动汽车电池类产品收入情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3. 技术进步构建市场竞争力，产线落地积蓄爆发动力

欣旺达经过多年技术积累，在高能量密度和高功率动力电芯、电池管理系统等动力类锂电池领域形成了深厚的技术储备，在先进电池包工艺、电池系统综合测试及评价、动力智能化工厂、全生命周期电池监控以及梯次解决方案等技术领域都建立了符合市场需求的技术积累。公司电芯研究院自成立以来开展了包括新材料、化学体系、新产品、新工艺和测试分析评价在内的技术开发。到目前为止，公司开发的高能量密度动力电芯产品能量密度达到240Wh/kg，寿命超过2,000次，同时兼具家用及运营客户需求。高功率密度动力电芯产品功率密度达到5,400W/kg。

产能方面，公司2GWh电芯生产线已于2018年6月开始投产，2020年底预计6GWh的PACK和6GWh的电芯投产。根据公司对外投资公告披露，公司将在江苏南京与当地政府和华夏幸福共同组建合资公司，建立动力电池及PACK制造研发生产基地。该项目计划总投入120亿元，总项目达产后可形成30GWh的产能。随着产能相继落地，公司动力电池业务将进入爆发期。

三、盈利预测和投资建议

关键假设：

欣旺达是锂电池行业的龙头，近年来消费电子锂电各业务保持快速增长，随着自制电芯渗透率不断提高，产品毛利率持续提高，带动利润水平快速攀升。

手机锂电方面，2017-2019年分别增长69.2%/23.8%/21.7%，5G换机及快充技术提升手机电池模组ASP，预计未来手机业务将保持20%的增速。

智能设备方面，2017-2019年分别增长316.3%/307.6%/30.7%，公司涉足该领域时间较短，为手机电池模组业务的客户提供一站式服务，渗透率提速较快，预计未来将保持30%的增长。

笔记本电脑方面，2017-2019年分别增长179.8%/89.8%/40.5%，公司已具备成熟的锂聚合物电池模组生产能力，且借由公司多年来在手机领域的地位和名声，已成功导入大客户，渗透率持续提升，预计未来保持30%的增长。

汽车锂电方面，2017-2019年分别增长31.3%/30.1%/-14.0%，今年受疫情以及新能源补贴政策影响，新能源汽车增长放缓，整车厂因需求不确定性较高，减缓采购节奏，预计2020年该部分收入减少25%以上，而随着政策压力逐渐缓和加上明年公司海外大客户订单开始大批量交货，公司2020年底预计6GWh的PACK和6GWh的电芯产能投产，将带动公司2021年后的业绩高速提升，动力电池模组产品将进入快速成长期，2021年给予400%增速，2022年给予100%增速。

结构件方面，2017-2019年分别增长39.3%/70.2%/26.4%，公司结构件主要采用ODM模式，产能调整较灵活。2020年受疫情影响，公司结构件业务收入预计将有所下降，2021年结构件业务将伴随模组业务增长恢复增速，参考2019年给予2021年以后26%增速。

表 6: 欣旺达营收拆分 (单位: 百万元)

产品		2019	2020E	2021E	2022E
总计	营业收入	25,241	30,264	39,665	51,355
	YoY	24.1%	19.9%	31.1%	29.5%
	营业成本	21,367	25,816	33,803	43,583
	毛利率	15.3%	14.7%	14.8%	15.1%
手机数码					
	收入	15,651	18,782	22,538	27,045
	YOY	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	12,981	15,683	18,774	22,448
	毛利率	17.1%	16.5%	16.7%	17.0%
智能设备					
消费锂电	收入	4,003	5,204	6,765	8,795
	YOY	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	3,543	4,632	5,987	7,740
	毛利率	11.5%	11.0%	11.5%	12.0%
笔记本电脑					
	收入	2,895	3,763	4,892	6,359
	YOY	40.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	成本	2,565	3,349	4,334	5,596
	毛利率	11.4%	11.0%	11.4%	12.0%
汽车锂电	收入	849	637	3,184	6,368
	YOY	-14.0%	-25.0%	400.0%	100.0%
	成本	753	586	2,802	5,476
	毛利率	11.3%	8.0%	12.0%	14.0%
结构件	收入	1,203	1,143	1,440	1,814
	YOY	26.4%	-5.0%	26.0%	26.0%
	成本	990	948	1,195	1,506
	毛利率	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
其他收入	收入	640	736	846	973
	YOY	55.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	534	618	711	817
	毛利率	16.5%	16.0%	16.0%	16.0%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

基于以上假设, 我们预计2020-2022年公司收入分别为302.64/396.65/513.55亿元, 同比增长19.9%/31.1%/29.5%; 归母净利润分别为803/1,308/2,065亿元, 同比增长7.0%/62.8%/57.8%。

表 7: 2021年营收增速与毛利率对归母净利润的敏感性测试 (单位: 百万元)

毛利率\营收增速	20%	25%	30%	35%	40%
14.0%	912	969	1,025	1,081	1,138
14.5%	1,077	1,140	1,203	1,267	1,330
15.0%	1,242	1,312	1,382	1,452	1,522
15.5%	1,406	1,483	1,560	1,637	1,714
16.0%	1,571	1,655	1,739	1,823	1,906

欣旺达是锂电池模组解决方案及产品提供商，主要从事锂电池模组的研发、生产和销售。公司拥有消费+动力、PACK+电芯多重属性。可比公司选取PACK和BMS业务下游应用相似的德赛电池和动力锂电代表公司宁德时代、国轩高科。

较消费锂电可比上市公司而言，欣旺达拥有上游电芯制造能力，PACK产品的电芯自给率不断提升，产品毛利率更高、产业链话语权更强，给予一定溢价。消费电子电芯业务没有同行业可比上市公司，同行业非上市公司珠海冠宇已递交招股说明书，招股书显示，珠海冠宇拟发行1.56亿股（未考虑超额配售选择权），占发行后总股本的13.88%，公司募投项目拟使用资金32.49亿元，以此估算，公司初步估值234.1亿元，公司2019年归母净利润4.3亿元，PE倍数为54.4倍。公司动力锂电发展迅速，2019年已进入国内TOP10，未来公司依托动力锂电产能不断落地、大客户订单放量，将对可比公司形成加速追赶之势，欣旺达动力锂电业务尚未盈利，较同行业可比公司给予一定折价。综合欣旺达各业务，我们认为适合给予公司2021年45倍PE，对应合理价值37.5元/股，给予“买入”评级。

表 8: 欣旺达可比公司PE估值情况

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
德赛电池	000049.SZ	107.5	5.0	5.8	7.4	21.4	18.5	14.4
宁德时代	300750.SZ	5676.7	45.6	52.0	71.6	124.5	109.2	79.2
国轩高科	002074.SZ	365.1	0.5	4.8	6.4	712.3	76.6	56.8
平均						286.1	68.1	50.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 数据统计截止 2020.12.2 收盘

四、风险提示

(一) 汇率大幅波动风险

公司产品外销比例较高，2019年外销收入占比46.57%，同时公司持有一定的外币性资产及外币性负债余额，在一定程度上受到汇率波动的影响。2020年以来，国际形势日趋复杂多变，且新冠病毒疫情对各国的影响难以预计，各国汇率大幅波动的可能性增加。如果持有的外币性资产或外币性负债对应的汇率大幅波动，将直接影响到公司损益，给公司经营带来一定的风险。

(二) 产品和技术更新风险

电子技术更新快、研发周期长、市场需求多变，相关产品、技术的生命周期持续缩短。公司如果不能保持技术创新，不能及时准确把握技术、产品和市场的发展趋势

并实现技术和产品升级，将削弱已有的竞争优势，从而无法及时的进行技术和产品的升级换代，现有的技术和产品将面临被淘汰的风险，对公司的经济效益及发展前景造成不利影响。

（三）中美贸易争端风险

公司对外出口产品主要为手机及笔记本锂电池模组产品，该类产品主要销售对象为苹果、华为、小米、OPPO、vivo等国内外知名消费电子厂商。受中美贸易争端影响，公司相应产品的出口会有一定的调整。此外，美国商务部工业与安全局(BIS)在2019年将华为列入威胁美国国家安全的“实体名单”中，该政策将对华为产品在全球的销售产生一定冲击。2020年5月15日，美国商务部发布声明，升级了对华为的限制措施，即限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体，同时给予120天的缓冲期。这一限制政策将对产业链产生相应影响。如果未来中美贸易争端长期延续或持续升级，将可能会对公司的订单获取产生不利影响，进而影响公司的盈利能力。

（四）行业政策风险

锂电池及新能源汽车行业是我国重点培育和发展的战略性新兴产业，长期以来，国家制定了一系列政策来支持锂电池行业相关企业的发展，但因行业尚处于发展期，产业格局尚未稳定，相关的产业政策仍处于不断的变化和调整当中。若行业政策出现较大调整，将影响行业的整体需求，从而对公司的生产经营产生影响。此外根据财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委于2020年4月联合发布的《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，公司汽车及动力电池类业务可能受到一定的政策影响。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,699	14,831	17,587	21,907	29,648
货币资金	3,544	4,674	4,706	5,798	8,703
应收及预付	4,840	5,144	6,685	8,423	11,124
存货	3,296	4,061	4,909	6,427	8,287
其他流动资产	1,019	952	1,286	1,259	1,533
非流动资产	5,977	8,758	9,904	11,134	12,319
长期股权投资	53	295	295	295	295
固定资产	3,663	4,261	4,830	5,403	5,981
在建工程	645	1,166	1,686	2,207	2,728
无形资产	293	642	823	1,088	1,311
其他长期资产	1,323	2,394	2,270	2,140	2,004
资产总计	18,677	23,589	27,492	33,041	41,967
流动负债	11,490	16,017	18,120	22,085	28,596
短期借款	2,500	5,559	5,177	5,739	7,755
应付及预收	8,073	8,150	10,575	13,529	17,580
其他流动负债	918	2,308	2,368	2,817	3,262
非流动负债	1,793	1,578	2,508	2,675	2,890
长期借款	707	813	863	1,029	1,244
应付债券	774	0	880	880	880
其他非流动负债	312	766	766	766	766
负债合计	13,283	17,595	20,628	24,759	31,486
股本	1,548	1,569	1,569	1,569	1,569
资本公积	1,804	1,875	1,875	1,875	1,875
留存收益	2,068	2,618	3,489	4,908	7,110
归属母公司股东权益	5,359	5,770	6,641	8,060	10,261
少数股东权益	35	224	223	222	219
负债和股东权益	18,677	23,589	27,492	33,041	41,967

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,338	25,241	30,264	39,665	51,355
营业成本	17,321	21,367	25,816	33,803	43,583
营业税金及附加	47	98	117	153	199
销售费用	187	260	312	409	529
管理费用	633	857	1,329	1,489	1,746
研发费用	1,060	1,523	1,826	2,393	3,098
财务费用	193	380	365	379	457
资产减值损失	192	-135	-185	0	0
公允价值变动收益	0	15	298	0	0
投资净收益	15	147	176	230	298
营业利润	782	809	886	1,435	2,254
营业外收支	-11	5	-15	-16	-15
利润总额	771	814	871	1,419	2,239
所得税	65	64	69	112	176
净利润	706	750	803	1,307	2,063
少数股东损益	4	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	701	751	803	1,308	2,065
EBITDA	1,428	1,692	1,428	2,011	2,820
EPS (元)	0.45	0.48	0.51	0.83	1.32

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,101	744	1,033	2,236	2,512
净利润	706	750	803	1,307	2,063
折旧摊销	339	556	563	593	620
营运资金变动	-311	-876	-424	175	-339
其它	368	313	91	162	169
投资活动现金流	-2,279	-2,883	-1,169	-1,500	-1,389
资本支出	-2,077	-3,050	-1,642	-1,730	-1,687
投资变动	-204	171	0	0	0
其他	2	-5	474	230	298
筹资活动现金流	2,611	1,350	185	356	1,782
银行借款	6,014	7,655	-332	729	2,231
股权融资	2,534	683	0	0	0
其他	-5,937	-6,989	517	-373	-448
现金净增加额	1,436	-788	33	1,092	2,905
期初现金余额	1,139	2,576	4,674	4,706	5,798
期末现金余额	2,576	1,787	4,706	5,798	8,703

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	44.8%	24.1%	19.9%	31.1%	29.5%
营业利润增长	24.5%	3.5%	9.5%	61.9%	57.1%
归母净利润增长	29.0%	7.1%	7.0%	62.8%	57.8%
获利能力					
毛利率	14.8%	15.3%	14.7%	14.8%	15.1%
净利率	3.5%	3.0%	2.7%	3.3%	4.0%
ROE	13.1%	13.0%	12.1%	16.2%	20.1%
ROIC	10.3%	7.8%	5.3%	7.7%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	74.6%	75.0%	74.9%	75.0%
净负债比率	246.3%	293.6%	300.5%	299.0%	300.4%
流动比率	1.11	0.93	0.97	0.99	1.04
速动比率	0.81	0.67	0.70	0.70	0.74
营运能力					
总资产周转率	1.09	1.07	1.10	1.20	1.22
应收账款周转率	4.29	4.95	4.59	4.76	4.68
存货周转率	6.17	6.22	6.16	6.17	6.20
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.48	0.51	0.83	1.32
每股经营现金流	0.71	0.47	0.66	1.43	1.60
每股净资产	3.46	3.68	4.23	5.14	6.54
估值比率					
P/E	18.96	40.79	56.91	34.95	22.14
P/B	2.48	5.31	6.89	5.67	4.46
EV/EBITDA	9.83	19.76	34.36	24.21	17.03

广发电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：高级分析师，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：高级分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 邝正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。