

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

长虹能源 (836239)

无评级

电池制造

重大事件快评

2021年02月23日

“碱电+锂电”双核心主业，扩产升级把握行业机遇

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于1月26日完成公开发行并于2月9日挂牌精选层，本次选择以净利润为为核心的入层标准“市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1,500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%，或者最近一年净利润不低于2,500万元且加权平均净资产收益率不低于8%”。公司最终确定发行价为22.58元，2019/2018年按入层指标计算的净利润分别为9692/5743万元，发行前加权平均净资产收益率19.13/12.54%，原计划发行不超过2,310.77万股，实际发行1,196万股，募集资金2.70亿元，募投项目主要为“年产15亿只无汞环保碱性锌锰电池智能工厂建设项目”和“高倍率锂电池自动化生产线及PACK组装项目”，近期收盘价为39.60元，较发行价涨幅已达75.38%，市值按最近收盘价为32.19亿元。

国信新三板观点：1) 公司深耕锌锰电池行业多年，以环保碱性锌锰电池核心，为国内第五大制造商，主要承接各大品牌商OEM代工订单，同时销售一定量自有品牌；2) 公司2018年进入锂离子电池领域，主攻高倍率三元体系锂电池，技术优势突出，处国内第一梯队，主要运用于电动工具、园林工具及吸尘器等细分领域，业务发展迅速；3) 2019/2020H实现营收14.17/7.70亿元，同比+32.32%/+25.74%，归母净利润1.05/0.64亿元，同比+69.27%/+54.70%，扣非后为0.97/0.63亿元，同比+68.76%/+81.68%，2019年EPS/当前EPS-TTM分别为1.29/1.57元(按发行后股本)，对应当前股价39.60元/股的PE/PE-TTM分别为30.68/25.22倍；4) 风险提示：下游需求增长放缓、竞争加剧、技术开发滞后、固定资产减值、商誉减值、关联交易较多、汇率波动；5) 投资建议：公司当前已形成“碱电+锂电”双核心业务体系，在碱性锌锰电池方面通过引进吸收先进技术和自主创新突破，在业内已具备较强的工艺制造和规模优势，并进入全球一线品牌供应链，客户资源丰富且黏性较高。锂电池方面，公司在高倍率锂电领域拥有较突出的整体技术优势，产品性能在同行业的位置靠前，部分技术已经达到了国际先进水平，已经开始为优质客户进行配套，市场拓展潜力较大。从行业前景来看，碱性锌锰电池相比传统碳性锌锰电池在电池性能、安全性、环保性等方面具备全方位的优势，其渗透率在国内和非发达国家地区有望持续提升，而锂电池作为新能源革命的一大主要环节近年来发展迅猛，在3C、动力、储能等各个下游领域都有极大的市场空间，在公司所处细分领域亦有较快增长潜力。公司本次募投项目旨在把握碱电需求稳健向好、锂电行业大发展机遇，大规模扩充产能同时提升数字智能化制造水平，强化综合竞争实力，为快速成长打下良好基础，推荐重点关注。

评论：

■ 国内第五大碱性锌锰电池制造商，全球一线品牌供应链，高倍率锂电池技术领先，主要用于电动工具等领域

公司成立于2006年，多年深耕锌锰电池行业，主要生产环保无汞碱性锌锰电池，为国内第五大制造商，2018年通过并购长虹三杰进入锂电行业，专注三元高倍率锂离子电池，用于电动工具、园林工具和吸尘器等领域，发展迅速。锌锰电池为目前最常见的一次电池，因结构简单、使用方便广泛应用于消费电子、电动玩具、智能家居用品等领域，其中碱性锌锰电容量大、放电性能好、贮存期长、安全可靠、绿色环保等优点成为发达地区主流电池，逐步淘汰

传统碳性电池；锂离子电池作为环保可充电的新型二次电池，具有高能量、长寿命、低消耗等优点，在各领域应用中已经表现出巨大的竞争优势，当前发展极为迅速。

公司拥有四川绵阳、浙江嘉兴以及江苏泰兴三大生产基地，具备年产 15 亿只（组）全系列碱性锌锰电池及 1.5 亿只高倍率圆柱形锂离子电池的制造能力。在碱锰电池方面，公司通过引进国外先进设备和制造技术并消化、吸收和再创新，形成了独特的工艺和智能制造优势，先后参与起草和制定了多项国家和行业相关标准，技术层面处业内较领先水平。锂电池方面，子公司长虹三杰在高倍率细分市场深耕多年，经验技术积累丰富，是国内最早实现 21700 型号高倍率电池批量生产的国内企业之一，整体技术水平和产品性能在同行业的位置靠前，产品在充放电倍率、循环寿命及一致性等方面与国内同类厂家相比具有一定的领先优势，对比韩国电池在循环性能方面亦有较好的表现。当前公司已取得 90 项专利，其中发明专利 8 项，实用新型专利 78 项，外观设计专利 4 项，在坚持自主研发的同时，也和外部科研院所保持广泛的联系。

公司主要通过承接国内外“AMAZON 亚马逊”“TARGET 塔吉特”等商业连锁企业、“Energizer 劲量”“TOSHIBA 东芝”“Camelion 飞狮”等知名品牌运营商以及大型贸易商 OEM 订单的方式组织锌锰电池的生产销售，终端产品主要出口至日本、美国和欧洲等发达国家和地区并在国内销售。公司与国际知名企业已建立稳固合作和信任关系，客户粘性较高。此外公司也拥有“长虹”品牌，主要以经销方式进行销售。锂电池方面，公司与知名客户的合作尚处于起步阶段，目前已经进入德国 LIDL、美的以及德国凯驰等客户的供应链体系，并已批量供货，未来将不断加强优质客户的市场拓展工作。

■ 四川长虹控股为控股股东，实际控制人为绵阳市国资委，管理团队在长虹任职多年，业务技术背景较强

公司控股股东为四川长虹电子控股集团（同时持有上市公司四川长虹 600839.SH 23.22% 的股份，为其最大股东），持有公司股份的 60.28%（发行前为 70.68%），实际控制人为四川省绵阳市国资委，无他持股比例在 5% 以上的股东。公司管理层包括董事长在内共 7 名成员，皆在长虹系公司有数十年的任职经历，分别负责管理运营、采购制造、技术研发、市场销售等重要方面，业务经验丰富，专业技术背景深厚。

表 1：公司核心管理层情况








人员	公司职务、身份	个人履历
莫文伟	董事长	1968 年出生，硕士研究生学历，工程师。1990-2017 年，历任四川长虹电视技术研究所设计师、电视事业本部产品策划、营销管理部营销员、公司副处长、工业设计中心（创新设计中心）主任、总经理助理等职务；2017 年至今任长虹集团能源环保 BG 负责人。2015 年至今任长虹能源董事长；2018 年至今兼任长虹三杰董事长。
郭龙	董事、总经理、核心技术人员	1965 年出生，本科学历，高级工程师，中国电子学会电镀委员会委员、中国电池工业协会第五届理事会常务理事。曾任国营长虹机器厂四车间（电镀）技术科长、四川长虹表面处理厂副厂长、国营 756 厂（四川五洲电源厂）接收组成员、四川长虹电池厂厂长、电池事业部部长、电池公司总经理、四川长虹电源有限责任公司董事。2006 年至今，任长虹能源董事、总经理；2016 年至今，兼任长虹飞狮董事长；2018 年至今，兼任长虹三杰董事。
沈云岸	董事、财务总监	1974 年出生，本科学历，高级会计师。曾任四川长虹财务部核算会计、预算主管、总账主管、四川长虹并购长虹美菱项目组经理、四川长虹空调有限公司财务经理、长虹集团财务部会计核算处处长、加西贝拉压缩有限公司副总经理兼财务总监、四川长虹财务部副部长、部长、长虹能源董事、副总经理、财务总监。2018 年任长虹能源董事、财务负责人。2016 年至今，兼任长虹飞狮董事；2017 年至今，兼任长虹飞狮财务负责人；2018 年至今兼任长虹三杰董事、财务负责人。
王胜兵	副总经理、核心技术人员	1972 年出生，本科学历。曾任四川长虹电源有限责任公司（原国营 756 厂）、四川长虹下属长虹电池厂品质管理技术员、质量管理经理等职务。2006 年至今，历任长虹能源技术质量部部长、副总经理等职务；2016 年至今，兼任长虹飞狮董事。
曾涛	副总经理	1966 年出生，大专学历，工程师。曾任四川省西昌猴王实业有限责任公司实验员、技术科副科长、技术副总经理、四川长虹电池事业部营销处总监、生产厂厂长等职务。2006 年至今，历任长虹能源工艺主管、生产部长、总经理助理、副总经理等职务；2016 年至今兼任长虹飞狮董事。
冯正发	副总经理	1982 年出生，硕士研究生学历。曾任四川长虹邯郸分公司业务经理、彩电项目经理、茂名分公司总经理、多媒体公司大客户部大客户管理、重庆分公司办事处经理、万州分公司总经理、贵阳分公司总经理、绵阳分公司副总经理、杭州分公司总经理、多媒体公司营销副总经理兼电商平台长、长虹·美菱中国区终端与零售部部长、基础渠道小微总经理、长虹集团思想实验室高级专家；2020 年至今，任长虹能源副总经理。
钟帆	董事会秘书	1986 年出生，本科学历。曾任四川长虹财务云中心核算主办、四川长虹光电有限公司行政财务部内控主管、四川长虹资产管理部项目经理；2018 年至今，任长虹能源董事会秘书。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ **主营分析：当前以代工碱性锌锰电池为主，高倍率锂电池业务发展迅速，用于园林工具、电动工具及吸尘器**

公司主要产品为锌锰电池和锂离子电池，其中锌锰电池主要为碱性锌锰电池，覆盖 1 号、5 号、7 号等全系列型号，少部分为碳性锌锰电池，大部分为 OEM 代工生产。公司锂离子电池主要为高倍率 18650 和 21700 圆柱形电池电芯，主要为园林工具、电动工具及吸尘器厂商提供配套，目前已经形成了市场上最为齐全的高倍率锂电池产品系列，基本可以覆盖当前市场上所有型号，主要产品详情如下：

表 2：公司主营产品分类列举

类型	型号	外径 (mm)	高度 (mm)	标称/放电电压 (V)	平均重量 (g)	容量 (mAh)	电化学系统	主要用途	图片示例
碱性锌锰电池	LR6(AA, 5 号)	13.7-14.5	49.5-50.5	1.5	23	--	--	中、高电流用电器设备：如电动玩具、无线鼠标、遥控器等	
	LR03(AAA, 7 号)	9.8-10.5	43.5-44.5	1.5	11.5	--	--	—	
	LR20(C, 1 号)	32.3-34.2	59.5-61.5	1.5	135	--	--	如：影音设备、玩具、露营设备、点火设备等	
	LR14(C, 2 号)	24.9-26.2	48.6-50.0	1.5	65	--	--	—	
	6LR61(9V)	长:24.5-26.5 宽:15.5-17.5	46.5-48.5	9.0	46	--	--	如：如玩具遥控器、烟雾感应器、无线麦克风、电子仪表等	
锂离子电池	INR18650 系列	18.2-18.4	65 ± 0.3	2.5 -2.75	42-47	1300-3000	NCM	中、高电流用电器设备，如：电子血压计、电子指纹锁、闪光灯等	
	INR21700 系列	21.8	71 ± 0.3	2.75V	71.5-72	1300-3000	NCM	电动工具、园林工具、吸尘器、智能家居等	

资料来源：公开发行人说明书，国信证券经济研究所整理
注：锌锰电池为标称电压，锂离子电池为放电电压

1、产品特点及技术水平

(1) 锌锰电池

碱性锌锰电池具有技术成熟、性能稳定、安全可靠、绿色环保等优点，与普通碳性电池相比容量更大（约为 5-7 倍）、放电电流大、耐漏液性能好、贮存期长（约 3-7 倍）、低温性能好，且无汞、无镉、无铅，不会对环境构成重金属污染，可随生活垃圾处理，因此成为欧美、日本等发达地区主流的一次电池产品。而在对电池质量要求不高的领域或者经济欠发达的相对落后地区，碳性锌锰电池仍为主要产品。

公司方面，当前已拥有超高性能碱锰电池技术、10 年保质期碱锰电池技术和装备自动化及智能化制造等核心关键技术，采用与日本、美国等世界一流电池企业相同的预电镀钢带加工技术，加之独特的配方技术和二次复压、高精密封圈等技术，造就了独特的技术优势。从产品性能来看，公司生产的碱性锌锰电池的核心技术参数大幅超越国标及 IEC 标准水平，在行业中处于相对领先水平，具体对比情况如下：

表 3：公司碱性锌锰电池产品技术水平和行业标准对比

产品类型号	放电条件 (20℃, 55 ± 20%RH)			IEC 标准	国标	公司产品指标
	放电电阻、电流	每天放电时间	终止电压			
LR03	50mA	1h/d	0.9	12h	/	24.4h
	5.1Ω	4min/h,8h/d	0.9	130min	145min	268.8min
	5.1Ω	1h/d	0.8	120min	120min	285.6min
	24Ω	15s/min,8h/d	1	14.5h	14.5h	22.5h
	3.9Ω	4min/h,8h/d	0.9	230min	/	451.3min
LR6	3.9Ω	1h/d	0.8	5h	5h	8.60h
	250mA	1h/d	0.9	5h	5h	9.00h
	100mA	1h/d	0.9	15h	15h	26.3h
	50mA	1h/8h,24h/d	1	30h	/	52.7h
	1.5w/0.65w	2s/28s,5min/h, 10 次/h	1.05	40 次	40 次	131 次
	3.9Ω	4m/15m,8h/d	0.9	790min	/	1311.0min
LR14	400mA	2h/d	0.9	8h	8h	13.94h
	3.9Ω	1h/d	0.8	14h	14h	23.22h
LR20	2.2Ω	4m/15m,8h/d	0.9	750min	/	1445.4min
	600mA	2h/d	0.9	11h	11h	17.53h
	2.2Ω	1h/d	0.8	16h	16h	25.87h
6LR61	620Ω	24h/d,1s/h	7.5	16d	16d	24.06h
	270Ω	1h/d	5.4	12h	12h	24.3h
	620Ω	2h/d	5.4	33h	33h	56.68h

资料来源：公开发行人说明书，国信证券经济研究所整理

(2) 锂离子电池

公司控股子公司长虹三杰是国内较早确定三元体系的锂电生产企业，多年深耕技术经验积累丰富，高倍率细分领域的技术水平在行业中相对靠前，处于第一梯队，部分技术已经达到了国际先进水平。

具体来看，公司是国内最早实现 21700 型号高倍率电池批量生产的国内企业之一，部分 18650 型产品的技术水平和性能与三星等国际知名企业的产品相当。在充放电倍率、高倍率温升控制、循环寿命及一致性方面，公司产品与国内同类厂家相比具有一定的领先优势，对比韩国电池在循环性能方面亦有较好的表现。同时，相公司产品具有更好的放电倍率，部分产品可以满足 10C-15C 倍率的放电需求，具有更好的高温性能以及抗震性能等特点。公司产品技术指标与行业及国标水平对比情况如下：

表 4: 公司锂电池产品技术水平和行业标准对比

电池型号	性能分类	国标	行业水平	长虹三杰
INR18650-20H	最大充电电流	≥ 1C	1C-2C	7C
	最大持续放电电流	≥ 10C	10C	15C(30A)
	循环性能	6A 充电 30A 放电循环 200 次，容量保持率 ≥ 70%	6A 充电 30A 放电循环 30-100 次，容量保持率 < 60%	6A 充电 30A 放电循环 300 次，容量保持率 > 70%
INR18650-22H	最大持续放电电流	≥ 5C(11A)	5C-8C	13.6C(30A)
	循环性能	2C 充电 10C 放电循环 300 次，容量保持率 ≥ 60%	2C 充电 10C 放电循环 50-100 次，容量保持率 < 60%	2C 充电 10C 放电循环 300 次，容量保持率 > 80%
	60℃ 高温储存 7 天 (满电态)	容量保持率 ≥ 85% 容量恢复率 ≥ 95%	容量保持率 ≥ 85%-90% 容量恢复率 ≥ 95%-98%	容量保持率 > 92% 容量恢复率 > 98%
INR18650-25R	最大持续放电电流	≥ 5C(12.5A)	5C-8C	10C(25A)
	循环性能	2C 充电 10C 放电循环 200 次，容量保持率 ≥ 60%	2C 充电 10C 放电循环 50-100 次，容量保持率 < 60%	2C 充电 10C 放电循环 200 次，容量保持率 > 80%
	60℃ 高温储存 7 天 (满电态)	容量保持率 ≥ 85% 容量恢复率 ≥ 95%	容量保持率 ≥ 85%-90% 容量恢复率 ≥ 93%-96%	容量保持率 > 92% 容量恢复率 > 98%
INR18650-30L	最大持续放电电流	≥ 1C	1C-2C	3.3C(10A)
	-20℃ 低温放电性能	0.2C 放电至 2.50V 的容量 ≥ 2000mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 1800mAh-2000mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 2500mAh-2700mAh
	-40℃ 低温放电性能	0.2C 放电至 2.50V 的容量 ≥ 1500mAh	行业内 18650-3000mAh 电池不支持 -40℃ 放电	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 2200mAh-2200mAh
INR21700-40S	最大持续放电电流	≥ 30A	10A-35A	40A
	-20℃ 低温放电性能	0.2C 放电至 2.50V 的容量 ≥ 2750mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 2800mAh-3000mAh	0.2C 放电至 2.50V 的容量在 3500mAh-3600mAh
	60℃ 高温储存 7 天 (满电态)	容量保持率 ≥ 85% 容量恢复率 ≥ 95%	容量保持率 ≥ 85%-90% 容量恢复率 ≥ 93%-96%	容量保持率 > 91% 容量恢复率 > 98%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

2、收入结构及销售模式

主营产品结构方面，2019/2020H 年公司实现主营收入 14.11/7.67 亿元（同比+35.53/+25.74%），其中：

(1) 锌锰电池收入 9.39/4.15 亿元，同比+22.79/+25.99%，主营占比 66.50/58.00%，其中 1) 碱性锌锰电池收入 8.31/4.90 亿元，同比+26.24/+39.92%，主营占比 61.42/64.60%；2) 碳性锌锰电池收入 1.07/0.32 亿元，同比+1.34/-49.91%，主营占比 7.59/4.19%；

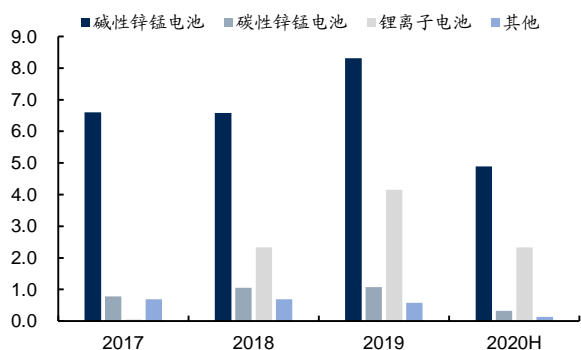
(2) 锂离子电池收入为 4.15/2.33 亿元，同比+78.30/37.50%，主营占比 29.42/30.31%。

产品毛利润结构方面，在 2019 年/2020H 期内：

(1) 锌锰电池贡献主营毛利润比例为 59.70/60.33%，毛利率为 22.91/23.30%，1) 碱性锌锰电池贡献毛利润比例为 56.36/58.22%，毛利率为 21.63/22.49%；2) 碳性锌锰电池贡献毛利润 3.33/2.12%，毛利率为 9.92/12.87%。

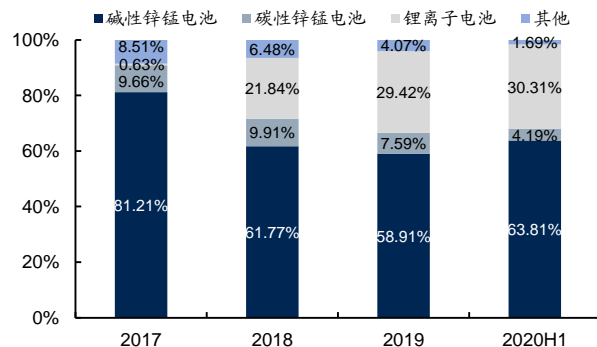
(2) 锂离子电池贡献毛利润 38.60/38.61%，毛利率为 29.65/31.39%；

图 1: 2017-2020H 分产品主营收入 (亿元)



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理
注: 其他主营产品主要为插排、扣式电池、充电电池和充电宝等

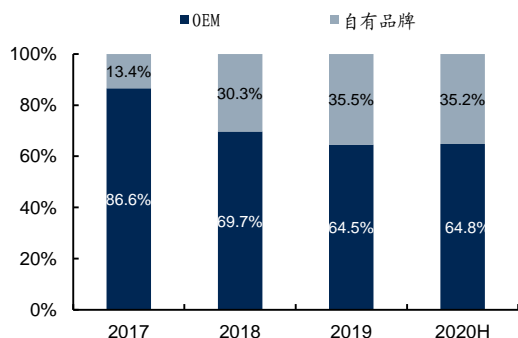
图 2: 2017-2020H 分产品毛利润占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

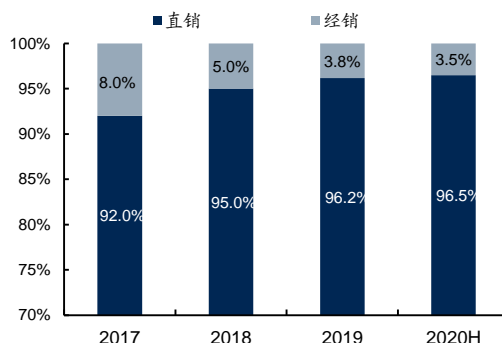
从品牌模式和渠道来看, 公司当前仍以锌锰电池 OEM 代工模式为主, 在主营收入中占比在 65%左右, 而自有品牌主要为锂电池销售, 当前主营占比约 35%; 因此, 公司产品也基本以直接销售模式销售, 近年占比逐年提升已超 96%, 而仅占比很小的自有品牌锌锰电池会以经销渠道销售, 在主营收入中占比不足 4%。

图 3: 2017-2020H 主营产品按品牌模式收入占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017-2020H 主营产品分渠道收入占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

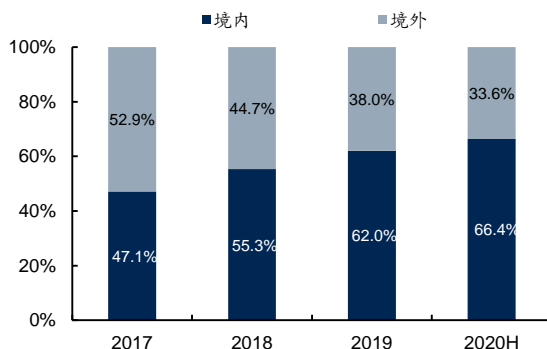
在主要客户及销售区域方面, 公司前五大客户大部分系为其代工的知名锌锰电池品牌商或其指定的代理商, 其余为电动工具厂商。公司的客户集中度相对较高, 2017-2020H 前五客户营收占比合计为 50.69/42.63/42.14/43.59%。公司当前主要销售区域为境内, 近年销售占比逐步上升, 已达到 60%以上。

表 5: 公司前五大客户情况

序	2020H1 客户名称	占营收	2019 客户名称	占营收	2018 客户名称	占营收	2017 客户名称	占营收
1	杭州能派电池有限公司	15.76%	深圳市飞狮电池有限公司	13.62%	深圳市飞狮电池有限公司	17.57%	深圳市飞狮电池有限公司	19.54%
2	Energizer 及其关联公司	8.48%	杭州能派电池有限公司	11.26%	TOSHIBA HOME APPLIANCES	7.87%	TOSHIBA HOME APPLIANCES	10.72%
3	深圳市飞狮电池有限公司	7.90%	TOSHIBA HOME APPLIANCES	7.02%	Powermax Battery USA, Inc.	6.59%	MAXELL 及其关联企业	8.07%
4	江苏大艺机电工具有限公司	5.99%	江苏大艺机电工具有限公司	5.23%	MAXELL 及其关联企业	5.93%	MITSUBISHI ELECTRIC	6.38%
5	TOSHIBA HOME APPLIANCES CORPORATION	5.46%	MAXELL 及其关联企业	5.01%	MITSUBISHI ELECTRIC HOME APPLIANCE	4.67%	Powermax Battery USA, Inc.	5.98%
	合计	43.59%		42.14%		42.63%		50.69%

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司境内外销售占比

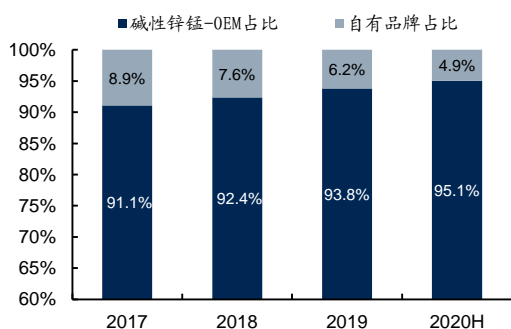


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

(1) 碱性锌锰电池销售模式及客户

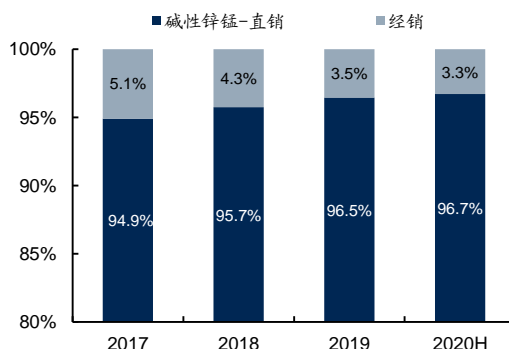
公司锌锰电池业务中主要的碱性锌锰电池 OEM 代工的比例很高且发展迅速, 2019/2020H 已分别达到 93.8/95.1%, 因此在渠道模式中绝大部分为直接销售, 占比较小的自有品牌以经销商为主要销售渠道, 经销收入占比仅为 3.5/3.3%。

图 7: 2017-2020H 碱性锌锰电池按品牌模式收入占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2017-2020H 碱性锌锰电池按渠道模式收入占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

主要客户方面, 公司碱性锌锰电池业务的前五大客户均为电池品牌商或其指定的代理商, 对应品牌包括美国“AMAZON (亚马逊)”、“TARGET (塔吉特)”、“劲量”、“雷诺威”和日本“东芝”、“三菱”及日立旗下品牌, 产品的终端销售区域遍布全球, 以美国、日本、亚洲最为主要。碱电业务客户集中度中等偏高, 前八大 OEM 客户销售额占总营业收入的比重超过 40%, 2018-2020H 分别为 41.84%、40.18%和 47.16%。

表 9: 公司碱性锌锰电池 OEM 主要客户销售金额 (万元) 及占营收比例

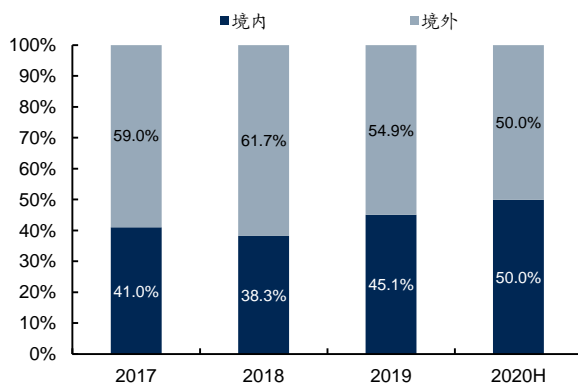
序	客户名称	对应终端品牌/销售区域	2020H	占比	2019	占比	2018	占比	2017	占比
1	杭州能派电池有限公司	美国“AMAZON (亚马逊)”、“TARGET (塔吉特)”/全球	12,137	15.98%	15,958	11.75%	4,994	4.98%	1,557	2.09%
2	Energizer 及其关联公司	美国“劲量”/全球	6,530	8.60%	589	0.43%	4	0.00%	-	-
3	TOSHIBA HOME APPLIANCES CORPORATION	日本“东芝”/日本、亚洲	4,199	5.53%	9,826	7.24%	8,337	8.32%	8,693	11.67%
4	MITSUBISHI ELECTRIC HOME APPLIANCE	日本“三菱”/日本、亚洲	4,107	5.41%	6,578	4.84%	5,002	4.99%	5,195	6.97%
5	Maxell 及其关联公司	日本日立旗下电池品牌/全球	3,253	4.28%	7,104	5.23%	6,349	6.34%	6,573	8.82%
6	深圳飞狮电池有限公司	Camelion (飞狮) 等/全球	3,241	4.27%	7,587	5.59%	7,262	7.25%	6,574	8.82%
7	Powermax Battery USA, Inc.	美国“Powermax”/全球	1,743	2.29%	2,666	1.96%	5,937	5.93%	4,394	5.90%
8	Spectrum Brands 关联企业	“Rayovac (雷诺威)”/美国	618	0.81%	4,261	3.14%	4,041	4.03%	4,776	6.41%
	合计		35,828	47.16%	54,570	40.18%	41,927	41.84%	37,763	50.69%

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

注：Spectrum Brands 于 2018 年被 Energizer 收购

销售区域方面，公司碱电对境外销售一般略多，2017-2019 年为 59.0/61.7/54.9%，在 2020H 境内外销售相当。

图 10：公司碱性锌锰电池境内外销售占比

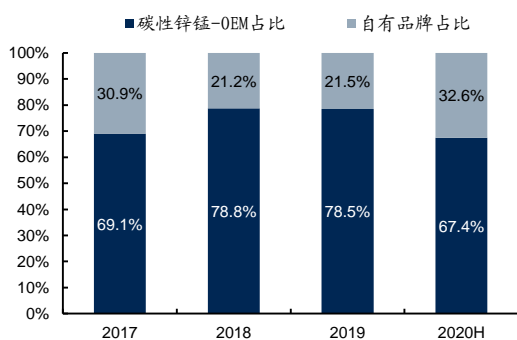


资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

(2) 碳性锌锰电池销售模式及客户

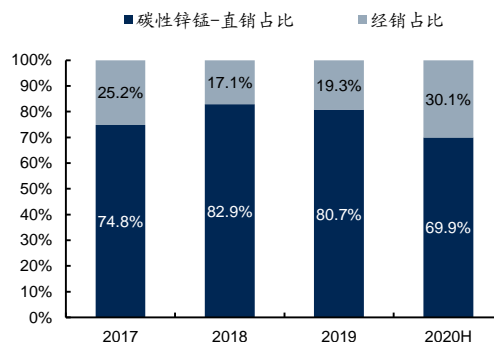
公司碳性锌锰电池销售模式与碱性辛锰电池类似，同样以 OEM 代工模式为主，但自有品牌占比相对更高，2018-2019 年都超过 21%，2020H 达到 32.6%，同时经销渠道销售占比分别为 17.1%、19.3%和 30.1%。

图 11：2017-2020H 碳性锌锰电池按品牌模式收入占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 12：2017-2020H 碳性锌锰电池按渠道模式收入占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

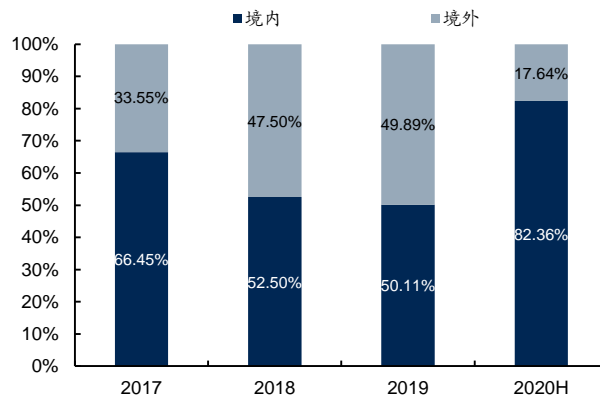
公司碳电最大客户为关联方深圳飞狮（持有子公司长虹飞狮 20% 股权），同样为公司 OEM 代工的的品牌商，占炭电销售的 60% 左右收入，其他前五客户包括代工品牌商、外贸经销商以及电动工具厂商，总体来看客户较为集中。

表 13：公司碳性锌锰电池前五大客户情况

序	2020H1 客户名称	占碳电	2019 客户名称	占碳电	2018 客户名称	占碳电	2017 客户名称	占碳电
1	深圳飞狮电池有限公司	57.95%	深圳飞狮电池有限公司	66.52%	深圳飞狮电池有限公司	61.98%	深圳飞狮电池有限公司	58.37%
2	Powermax Battery USA, Inc.	9.10%	Powermax Battery USA, Inc.	7.54%	Powermax Battery USA, Inc.	10.63%	Powermax Battery USA, Inc.	6.12%
3	遂宁市全美商贸有限公司	5.99%	成都华阳石油钻采配件有限责任公司	2.25%	成都华阳石油钻采配件有限责任公司	1.82%	四川君恒泰电子电器有限公司	3.21%
4	成都华阳石油钻采配件有限责任公司	4.07%	德阳市福鑫五文化有限公司	1.98%	横店集团东磁股份有限公司	1.82%	深圳市帅昂电子有限公司	3.11%
5	四川君恒泰电子电器有限公司	2.63%	横店集团东磁股份有限公司	1.85%	成都鑫豪斯电子探测技术有限公司	1.72%	横店集团东磁股份有限公司	2.18%
	合计	79.74%		80.14%		77.98%		72.99%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

销售区域方面，公司碳电对境内销售一般略多，但近两年境内外销售额基本相当，但 2020H 境内销售占比达 82.36%。

图 14: 公司碳性锌锰电池境内外销售占比


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

(3) 锂离子电池销售模式及客户

公司锂电全部采用自有品牌直接销售的模式, 主要客户为电动工具、园林工具及吸尘器、及锂电池 PACK 组配套厂商及, 前五大客户近年销售额占锂电业务的 40%左右, 集中度中等偏高。此外, 公司锂电池基本都在境内销售, 境外销售占比目前不足 3%。

表 15: 公司锂离子电池客户情况

序	客户名称	客户类型	终端品牌销售	客户其他主要供应商
1	江苏大艺机电工具有限公司	电动工具厂商	自有品牌销售	天鹏电源等
2	苏州川欧电器有限公司	吸尘器厂商	自有品牌销售	天鹏电源等
3	宁波汉浦工具有限公司	电动工具厂商、电池 PACK 组	OEM 销售、电池 PACK 组销售, 主要下游客户为德国 LIDL 超市	阳光电池等
4	浙江动一新能源动力科技股份有限公司	园林工具厂商	自有品牌销售	三星 SDI、LG 化学等
5	绿格迈新能源科技浙江有限责任公司	电动工具厂商、电池 PACK 组	OEM 销售、电池 PACK 组销售, 主要下游客户为德国 LIDL 超市	无其他知名供应商
6	深圳市富浩源能源科技有限公司	PACK 组销售, 主要下游客户为德国	自有品牌销售	无锡明杨电池等
7	索立沃电器苏州有限公司	LIDL 超市	自有品牌销售	天鹏电源等
8	浙江明磊工具实业有限公司	电动工具厂商	OEM 销售、电池 PACK 组销售、2019 年主要下游客户为德国 LIDL 超市	江苏海四达等
9	永康市奇磨电动工具有限公司	吸尘器厂商	自有品牌销售	阳光电池等

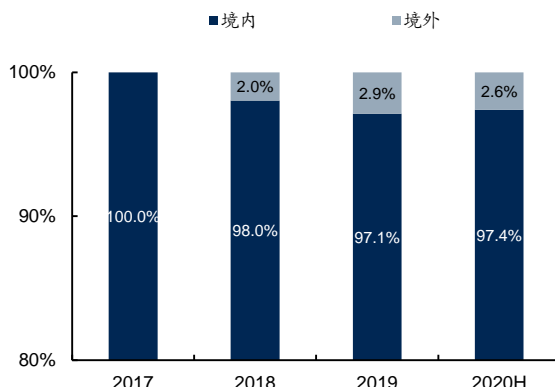
资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

表 16: 公司锂离子前五大客户销售情况

排序	2020H1 客户名称	占锂电	2019 客户名称	占锂电	2018 年 4-12 月客户名称	占锂电
1	江苏大艺机电工具有限公司	19.83%	江苏大艺机电工具有限公司	17.84%	江苏大艺机电工具有限公司	15.91%
2	苏州川欧电器有限公司	8.18%	苏州川欧电器有限公司	7.51%	苏州川欧电器有限公司	8.87%
3	宁波汉浦工具有限公司	4.80%	深圳市富浩源能源科技有限公司	5.36%	深圳市富浩源能源科技有限公司	7.72%
4	浙江动一新能源动力科技股份有限公司	4.44%	索立沃电器(苏州)有限公司	4.88%	索立沃电器(苏州)有限公司	6.16%
5	绿格迈新能源科技(浙江)有限责任公司	3.87%	浙江明磊工具实业有限公司	3.58%	永康市奇磨电动工具有限公司	3.77%
	合计	41.12%		39.17%		42.43%

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司锂电池境内外销售占比



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

3、产能产销情况

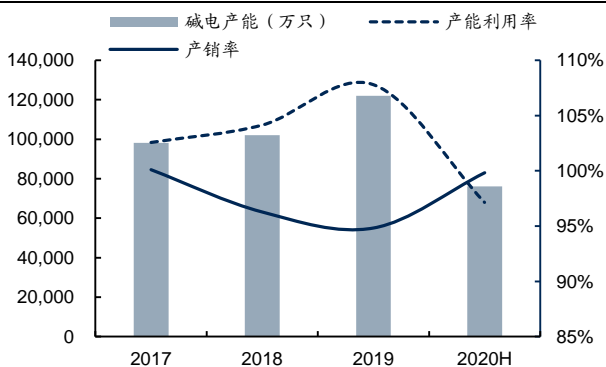
公司当前自主生产的产品为碱性锌锰电池和锂离子电池, 产能近年都在持续增加中, 特别是锂电产能在 2019 年增长超 50%, 碱电产能增加也超过 20%, 预计 2020 年还将至少分别增加 20%和 12% (不含募投项目,按半年产能翻倍计算), 碱电生产线在 2018 年被公司处置, 相关产品之后皆为对外采购。

从近年具体的产销情况来看:

(1) 碱性锌锰电池自 2017 年起产能利用率超过 100%, 产销率基本超过 95%, 2020H 产能利用率和产销率分也都接近 100%, 可以说持续处于满产满销状态;

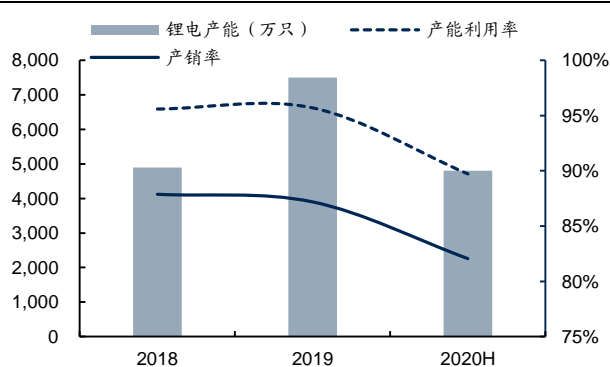
(2) 锂离子电池的产能利用率自 2018 年以来都在 95%左右, 产销率超过 85%, 2020H 产能利用率和产销率分别在 90%/80%左右。

图 5: 2017-2020H 碱性锌锰电池产能产销情况



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理
注 1: 注 2: 公司 2018 年 6 月份以后就对碱性电池生产线进行了处置, 故 2019 年起公司的碱性电池均为外购。

图 6: 2017-2020H 锂离子电池产销情况



资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

4、业内竞争

(1) 碱性锌锰电池

根据公司招股书, 2019 年全球碱锰电池销售规模约在 300 亿左右, 公司市场份额约为 4.39%排名第六, 前五名包括美国全球电池龙头 DURACELL (拥有品牌中文名“金霸王”)、ENERGIZER (拥有品牌中文名“劲量”、“永备”、“雷威诺”)、国产电池龙头南孚电池、中银电池 (拥有品牌“双鹿”)、日本 Panasonic (拥有品牌“松下”)。

表 5：2019 年全球碱性锌锰电池主要企业产销规模排名情况

排名	企业名称	产销规模 (亿只)	市场份额	数据来源
1	美国 DURACELL	60.00	20.00%	同行了解
2	美国 ENERGIZER	55.00	18.33%	同行了解
3	福建南平南孚电池有限公司	29.27	9.76%	中国电池工业协会
4	中银 (宁波) 电池有限公司	25.09	8.36%	中国电池工业协会
5	日本 Panasonic	20.00	6.67%	同行了解
6	长虹能源	13.16	4.39%	中国电池工业协会
7	德国 VARTA	13.00	4.33%	同行了解
8	浙江野马电池股份有限公司	12.11	4.03%	中国电池工业协会
9	广东力王新能源股份有限公司	7.50	2.50%	中国电池工业协会
10	临沂市华大电池实业公司	5.94	1.98%	中国电池工业协会

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：以 2019 年度全球碱性锌锰电池 300 亿只销量进行估算；上表中野马电池及发行人的数据为公开披露数据，其他企业信息均为协会或行业交流数据。

从产线技术比较来看，公司与业内其他国内竞争对手的主要产品技术指标皆高于 IEC 标准和国标，制造工艺无显著差别但生产申报自动化程度存在一定区别，公司生产线 17 条生产线中共 4 条进口海霸线，生产能力达到 600 只每分钟，其余生产线生产能力在 150-500 只每分钟不等，与所生产的电池型号有一定关系，此外部分自主研发产线最高可达 650 只每分钟。

表 18：公司与国内碱性锌锰电池竞争对手比较

序	公司	主要产品技术指标	生产设备先进性	制造工艺	主要品牌资源 (OEM/自有)
1	野马电池	高于 IEC、国标	600 只每分钟	制造工艺无显著差别，但生产设备的自动化程度存在一定的区别，部分厂家具备设备自主开发能力。	家乐福、乐福、乐购、麦德龙、迪卡侬等
2	亚锦科技	高于 IEC、国标	600 只每分钟		自有“南孚”、“丰蓝”品牌销售
3	中银电池	高于 IEC、国标	600 只每分钟		自有品牌“双鹿”电池销售、“GP 超霸”等
4	恒威电池	高于 IEC、国标	800 只每分钟		7 Eleven、Lawson 罗森、Kodak 柯达
5	力王股份	高于 IEC、国标	600 只每分钟		自有品牌“Kendal”电池销售等
6	长虹能源	高于 IEC、国标	150-650 只每分钟		东芝、三菱、劲量、金霸王、亚马逊、小米等

资料来源：公开发行第一轮回复，国信证券经济研究所整理

注 1：野马电池和恒威电池的数据来自于其招股说明书申报稿和公司官网，亚锦科技、力王股份的资料数据来自于其新三板公开披露信息和公司官网，中银宁波电池的信息主要于其官网等公开信息；

注 2：野马电池、恒威电池的生产规模为其招股说明书公开披露的 2019 年度数据；亚锦科技、中银电池、力王股份的生产规模为其公司官网披露的信息。

注 3：南孚 (亚锦科技) 占据了国内电池品牌 80% 以上的市场份额，发行人与野马电池、恒威电池主要从事 OEM 业务，市场占有率与生产规模基本匹配。

注 4：上表中，公司的生产规模为 2019 年度发行人实际产量。截至本回复出具日，发行人已经拥有碱性锌锰电池生产线 17 条，产能达 15 亿只。

(2) 锂离子电池

公司生产的锂离子电池为高倍率三元圆柱形电池，主要应用于电动工具、园林工具及吸尘器等领域。目前该细分领域内除了三星 SDI、LG 等国际知名锂电池品牌外，国内主要竞争对手为亿纬锂能、天鹏电源 (控股股东为上市公司蔚蓝锂芯 002245) 以及江苏海四达三家。在产能方面，公司生产规模低于亿纬锂能和天鹏电源，但在产品性能、生产工艺、研发能力方面与国内的头部企业保持在相同的水准，部分产品的性能、参数甚至更优，特别是 30A 高倍率锂离子电池的放电温升、循环寿命、低温放电等技术参数优于国内同类产品的平均水平，此外，国内其他厂家尚无对标长虹三杰的超低温电池产品。

表 19：公司与国内锂电池细分领域主要竞争对手比较

序	公司	生产规模	主要产品技术指标	生产设备先进性	制造工艺	客户资源
1	亿纬锂能	90 万只/天	电池达到放电电流 20A 以上	韩国进口	高倍率锂电池均用三元材料，采用 18650、21700 的结构设计；亿纬锂能还有新能源汽车动力电池、软包电池、锂原电池，制造工艺和技术路线有别于高倍率锂电池。	TTI 等
2	天鹏电源	80 万只/天	电池达到放电电流 30A 以上	韩国进口		百得、TTI、博世等
3	江苏海四达	20 万只/天	电池达到放电电流 20A 以上	日、韩进口		百得、东成等
4	长虹能源	40 万只/天	电池达到放电电流 30A 以上	国产线及韩国进口		大艺等

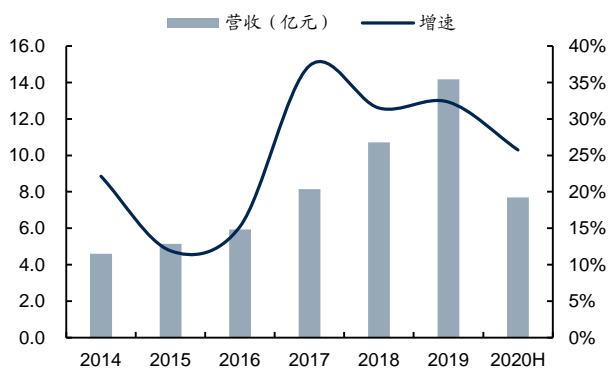
资料来源：公开发行第一轮回复，国信证券经济研究所整理

注 1：生产规模均为高倍率电芯产品的生产规模

注 2：高倍率锂电池细分领域，暂无权威的市场份额统计。百得、TTI、博世、牧田、麦太保等大型跨国企业占据了全球电动工具行业高端市场的主要份额，相应地进入头部电动工具企业的供应链的锂电池制造商占据较高的市场份额。

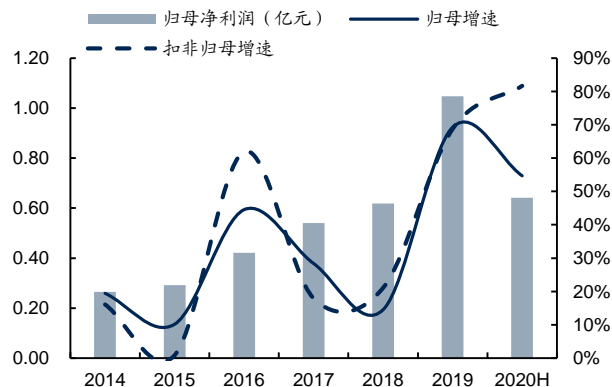
■ 公司财务情况

图 20: 2014-2020H 营业收入及增速 (亿元)



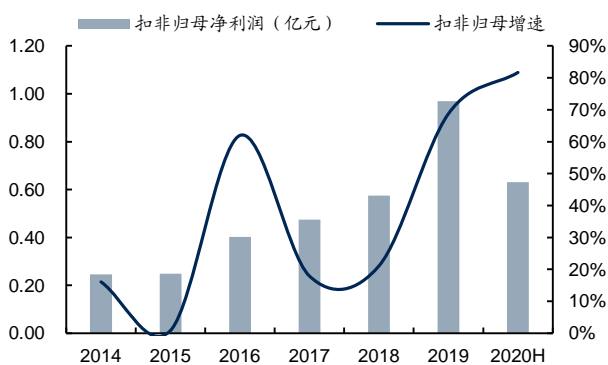
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2014-2020H 归母净利润及增速 (亿元)



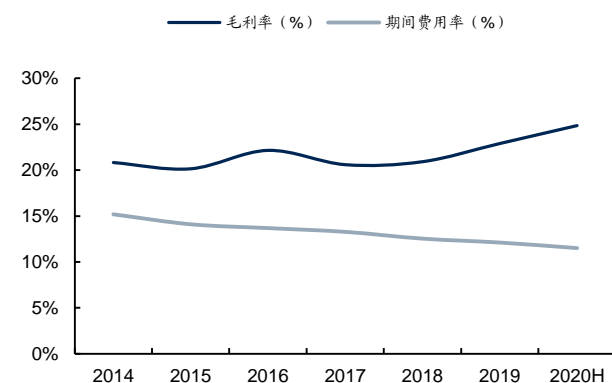
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 2014-2020H 扣非归母及增速 (亿元)



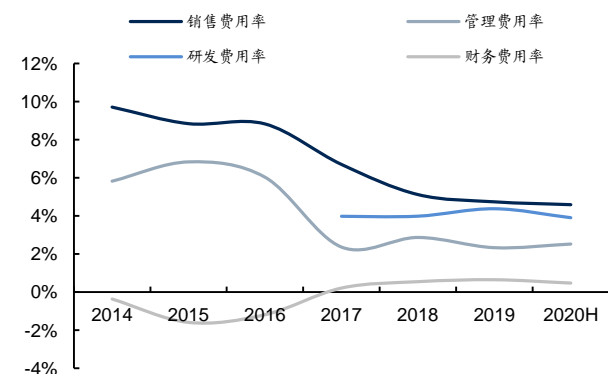
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2014-2020H 毛利率及期间费用率



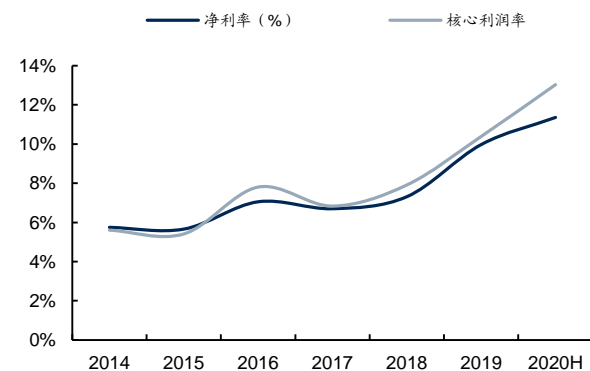
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2014-2020H 四项期间费用率



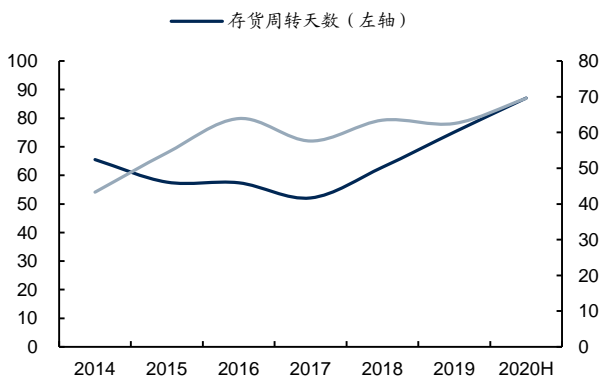
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 2016 年以前管理费用包含研发费用

图 25: 2014-2020H 净利率及核心利润率



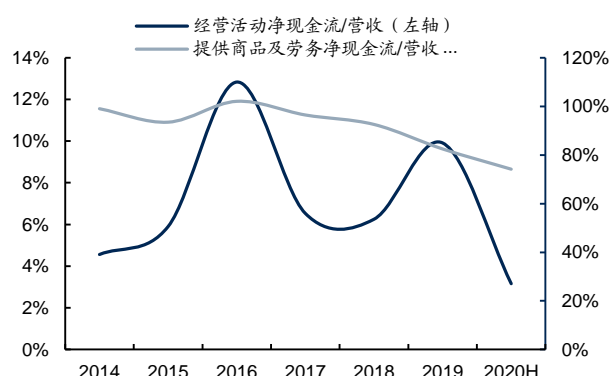
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 13: 2014-2020H 存货及应收周转天数



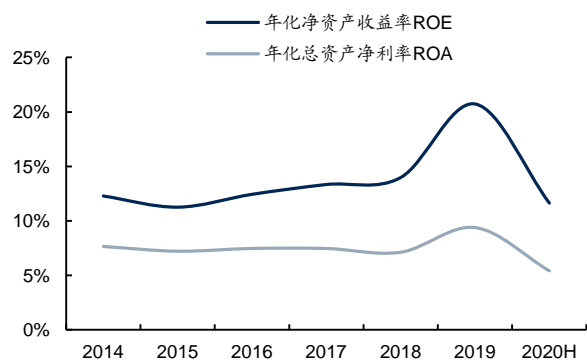
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2014-2020H 现金流情况



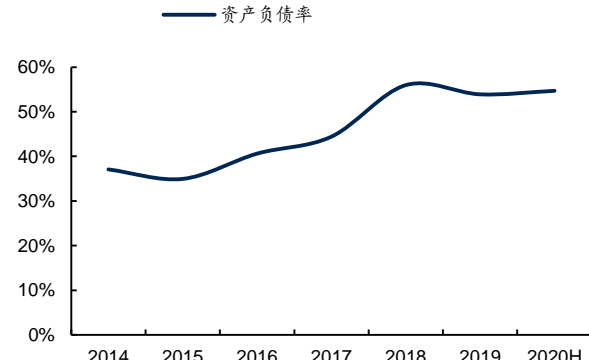
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2014-2020H 净资产收益率及总资产净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2014-2020H 资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 募投项目: 碱电锂电大规模扩产, 提升产线智能制造水平, 强化研发能力

公司本次公开发原计划募集资金约 9.5 亿元, 其中 1.8 亿元、4 亿元和 0.715 亿元将分别投入“年产 15 亿只无汞环保碱性锌锰电池智能工厂建设项目”、“高倍率锂电池自动化生产线及 PACK 组装项目”和“长虹新能源技术研发中心建设项目”, 其余用于补充流动资金, 实际募集资金 2.7 亿元, 公司将根据实际情况对上述项目进行投入并自筹解决不足资金。募投项目具体情况如下:

表 6: 募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入额 (万元)	具体内容	建设周期	
1	年产 15 亿只无汞环保碱性锌锰电池智能工厂建设项目	22,800.00	18,000.00	拟对 56,000 m ² 标准厂房进行工艺适应性改造, 自主研发设计新建及改造新型碱性锌锰电池高速智能化生产线 12 条, 购置高速正极系统、打环机、负极制造设备等国内先进设备、数据采集信息系统。	18 个月	
2	高倍率锂电池自动化生产线及 PACK 组装项目	一期	50,000.00	40,000.00	本项目拟分二期建设 2 条 18650 锂电池自动化生产线以及 8 条 PACK 组装线项目, 其中首期项目将建设 1 条 18650 锂电池自动化生产线以及 4 条 PACK 组装线。	--
		二期	50,000.00	-		
3	长虹新能源技术研发中心建设项目	7,150.00	7,150.00	在现有研发平台的基础上, 进一步完善锂离子电池、物联网小微电池、高端装备等研发装备, 对现有碱性锌锰电池研发、测试设备进行升级、替代, 建设国内一流的集技术研究、产品研发、试验验证为一体的研发中心	--	
4	补充流动资金	30,000.00	30,000.00			
	合计	159,950.00	95,150.00	--	--	

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

(1) “年产 15 亿只无汞环保碱性锌锰电池智能工厂建设”项目

本项目是在下游需求向好、公司存在明显产能瓶颈背景下对碱性锌锰电池进行的大规模扩产，同时也将提升公司智能化制造和国产化水平，有利于提高生产效率和保障产品质量，强化公司制造端竞争力。

具体来看，根据招股书预测，随着消费市场碱性化率的逐步提高，碱性锌锰电池市场的增长率将超过 10%，而公司当前每年 15.2 亿只（按 2020H 数据的两倍计算）碱性锌锰电池产能仍处于饱和状态，年产 15 亿只碱性锌锰电池工厂的投产将大幅增加 98.6% 的产能。

在本项目智能化工厂建设中，自主品牌产品采购额占比达 95.02%，关键设备数控化率达 87.77%，生产数据自动采集率达 94%，生产线生产速度可达 650 只/min，高于加拿大海霸公司技术最先进的 600 只/min 高速生产线（海霸公司被特斯拉收购后目前已停止向中国出口该生产线），因此本项目不仅将效提高产品的品质一致性和可靠性，进一步提升总体良品率，降低漏液率，同时也有利于打破国内电池产业核心设备仍依赖进口的现状。

(2) “高倍率锂电池自动化生产线及 PACK 组装”项目

本项目时在锂电行业整体高速发展，电动工具、园林工具和吸尘器等高倍率锂电细分市场成长性良好，而公司面临业内对手较强产能竞争，产能饱和和扩产节奏相对紧张的背景下进行的战略扩产项目，项目投产后公司的电池组自给能力也将大幅提升。

市场需求层面，根据真锂研究院报告，未来几年电动工具锂电池装机量增速有望维持在 10% 左右，主要系锂电池在电动工具中的渗透率将不断提升，无绳电动工具近年来加速普及，同时传统电动工具所用的镍镉电池正逐步被锂离子电池替代。另一方面，根据 Transparency Market Research 的市场报告预测，2020 家用吸尘器市场销售年均复合增长率 6%，电芯需求量复合增长率则在 15% 左右。

对公司而言，当前在锂电池生产线方面拥有 2 条 18650 锂电池自动生产线和 1 条 21700 锂电池自动生产线，本项目两期将分别建设 1 条 18650 自动生产线，并配套 4 条锂电 PACK 组装线。因此本扩产项目不仅有望较大程度增加公司锂电板块产能，缩小与天鹏电源等竞争对手的产能差距，组装项目建成也将使公司拥有向客户提供一站式采购服务的能力，有助于公司向 BMS 领域及电动交通工具、家庭储能等新市场拓展。

截止 2020 年 11 月，该项目已使用公司自筹资金投入 7,803.94 万元。

(3) “长虹新能源技术研发中心建设项目”

研发中心将成为新技术、新产品的储备基地、创新基地、检测基地，承担公司已有产品的技术升级迭代任务，有效保持公司技术的领先优势，保证产品的可持续竞争。同时，公司将加大高端智能设备的投入，致力于打造国际领先的自动化、智能化生产线，进一步扩大公司的智能制造领先优势。

■ 投资建议

公司当前已形成“碱电+锂电”双核心业务体系，在碱性锌锰电池方面通过引进吸收先进技术和自主创新突破，在业内已具备较强的工艺制造和规模优势，并进入全球一线品牌供应链，客户资源丰富且黏性较高。锂电池方面，公司在高倍率锂电领域拥有较突出的整体技术优势，产品性能在同行业的位置靠前，部分技术已经达到了国际先进水平，已经开始为优质客户进行配套，市场拓展潜力较大。从行业前景来看，碱性锌锰电池相比传统碳性锌锰电池在电池性能、安全性、环保性等方面具备全方位的优势，其渗透率在国内和非发达国家地区有望持续提升，而锂电池作为新能源革命的一大主要环节近年来发展迅猛，在 3C、动力、储能等各个下游领域都有极大的市场空间。公司本次募投项目旨在把握碱电需求稳健向好、锂电行业大发展机遇，大规模扩充产能同时提升数字智能化制造水平，强化综合竞争实力，为快速成长打下良好基础，推荐重点关注。

■ 风险提示：下游需求增长放缓、竞争加剧、技术开发滞后、固定资产减值、商誉减值、关联交易较多、汇率波动

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032