

证券研究报告—动态报告

新三板

电池制造

德瑞锂电(833523)

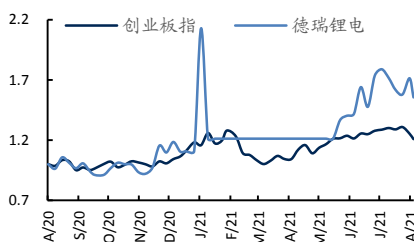
买入

2021 年半年报点评

(首次评级)

2021 年 08 月 18 日

近一年该股与创业板指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	77.92/36.67
总市值/流通(百万元)	1,186/558
上证综指/深圳成指	3,447/14,351
12 个月最高/最低(元)	20.82/8.83

相关研究报告:

《德瑞锂电-833523-精选层首发快评系列(三十八): 锂锰电池制造能手, 物联网时代打开广阔成长空间》——2021-06-04

证券分析师: 彭若恒

电话: 0755-81981027

E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520060002

独立性声明:

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。

财报点评

增产扩销但汇率影响大, 新厂推进顺利
● 上半年实现营收增长, 业绩略有下滑

2021H 营收 9247 万元, 同比+9.27%, 保持稳定持续增长; 实现归母净利润 2073 万元, 同比-7.08%, 扣非后为 1849 万元, 同比-16.64%。

● 需求良好销量增长较快, 但受汇率及内外销占比等影响, 售价下跌

公司主营产品为锂原电池, 即锂一次电池, 核心品类为锂锰电池, 一般占销售收入的 97% 以上, 2021 年上半年销售收入为 8868 万元, 同比+6.83%, 另一品类为锂铁电池, 上半年销售 361 万元, 同比+125.36%, 其余为应老客户要求零星外购的锂二次电池。从销量来看, 公司上半年实现了 25.83% 的销售数量增长, 反映出相对良好的订单需求, 但平均售价下跌 13.15%, 1) 汇率变动为最主要原因, 公司对境外销售的比例一般在六成以上, 而今年上半年美元/人民币汇率日平均中间价比去年同期下跌 7.79%, 2) 销售区域结构略有变化, 国内销售占比为 35.43%, 较去年同期提升 2.32pct, 售价则一般情况下会低 10% 以上。3) 产品结构略有变化, 锂铁电池售价一般低于锂锰电池, 上半年销售增长较多。

● 盈利能力短期下降, 但经营质量稳健, 远期结售汇带来正贡献

上半年公司综合毛利率为 36.20%, 同比-6.52pct, 降幅较大主要系前述价格下跌因素所致, 此外直接材料成本上升也一定程度造成影响; 期间费率为 12.61%, 同比+1.66pct, 其中财务费率 0.89%, +2.07pct, 主要系汇兑损失; 销售费率 2.17%, 同比-0.81pct, 管理+研发费率同比+0.41pct, 主要系研发费用增加; 存货周转天数同比+8 天至 88 天, 应收账款周转天数同比-15 天至 68 天, 经营净现金流/营收为 20.7%, 同比略降 3pct。远期结售汇业务带来一定利润贡献。

● 新产能项目推进顺利, 下游物联网红利景气度高

公司年产 6000 万粒锂原电池产业园项目推进顺利, 首批产线已进入设备调试阶段, 部分核心设备为合作研发先进度较高, 生产效率有望大幅提升, 预计在不久后投产。公司下游广泛涉及智能表计等联网领域, 当前发展迅速景气度较高。

● 风险提示: 汇率波动, 业内竞争加剧, 原材料价格变动, 大客户合作变动
● 投资建议: 短期拐点或至, 长期趋势向好, 给予“买入”首次评级

下半年汇率影响预计减退, 新线投产叠加较旺需求, 短期拐点或至而长期向好, 预计 21-23 年 EPS0.52/0.85/1.05 元, PE30/18/14 倍, 给予“买入”首次评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	161	174	204	266	294
(+/-%)	11.9%	8.4%	17.1%	30.1%	10.7%
净利润(百万元)	35	34	39	64	80
(+/-%)	16.2%	-1.9%	13.1%	64.7%	24.1%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.57	0.52	0.85	1.05
EBIT Margin	25.1%	22.0%	22.1%	27.9%	31.3%
净资产收益率(ROE)	23.3%	16.9%	10.6%	15.2%	16.3%
市盈率(PE)	24.5	26.5	29.5	17.9	14.4
EV/EBITDA	27.4	28.9	22.8	14.0	11.4
市净率(PB)	7.64	5.66	3.13	2.73	2.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按期末总股本计算

上半年实营收增长，业绩略有下滑

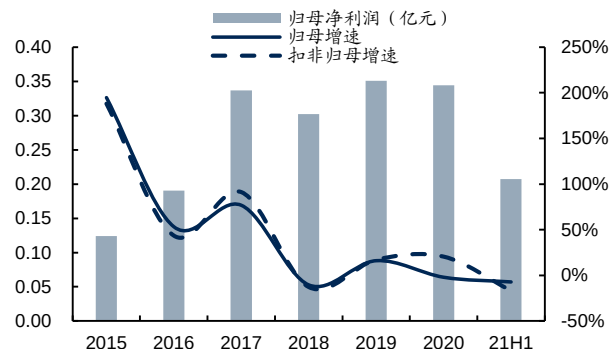
2021H 营收 9247 万元，同比+9.27%，保持稳定持续增长；实现归母净利润 2073 万元，同比-7.08%，扣非后为 1849 万元，同比-16.64%。

图 1：德瑞锂电营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：德瑞锂电归母净利润及增速

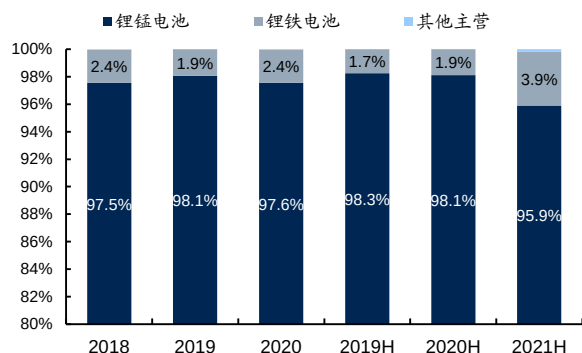


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

售价下跌明显，主要系去年人民币大幅走强，内外销及产品结构也造成影响

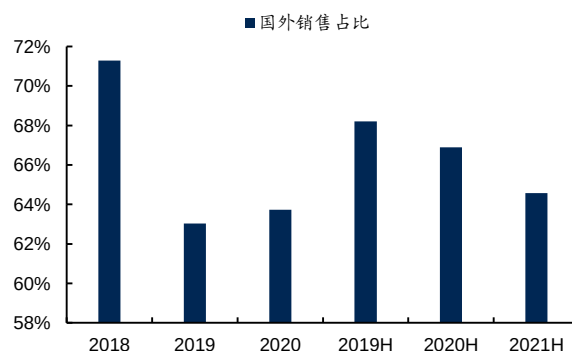
公司上半年出现增收减利情况，系价格同比明显下跌所致，主要原因在于人民币汇率去年下半年大幅走强。公司主营产品为锂原电池，即锂一次电池，核心品类为锂锰电池，一般占全年销售收入的 97% 以上，同时以外销为主，销售占比超过 60%。根据半年报，公司上半年实现销售数量 25.83% 的增长，反映出相对良好的订单需求，同时通过测算可知整体销售价格则下滑 13.15%。

图 3：德瑞锂电主营产品收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：德瑞锂电外销占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

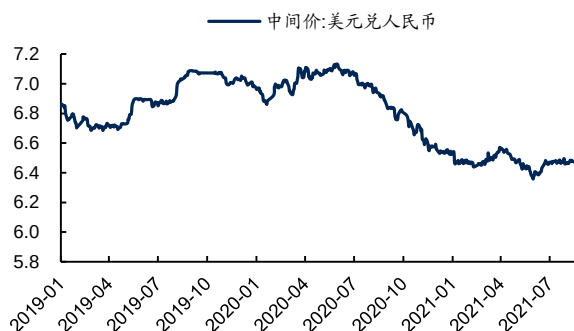
具体来看，2021 年上半年美元兑人民币日汇率中间价平均值为 6.47，而去年同期为 7.03，同比下跌 7.97%，导致公司外销产品实际人民币价格下跌。从走势来看，在去年下半年，人民币兑美元汇率呈现快速单边上涨，一直持续至今年初才进入底部震荡区间，并延续至今。

另一方面，内外销及产品结构的一定变化也造成影响。公司一般对境外客户的销售价格和毛利率相对较高，但今年上半年国内收入增长相对较快，而境外销售占比从去年的 66.88% 下降至 64.57%，也一定程度拉低了售价和毛利率，此外部分国内竞争对手在出口业务压力加大情况下加大了对国内业务的低价竞争。

同时，公司最核心产品锂锰电池的售价和毛利率一般较锂铁电池更高，上半年其销售收入为 8868 万元，同比增长 6.83%，而锂铁电池销售收入 361 万元，

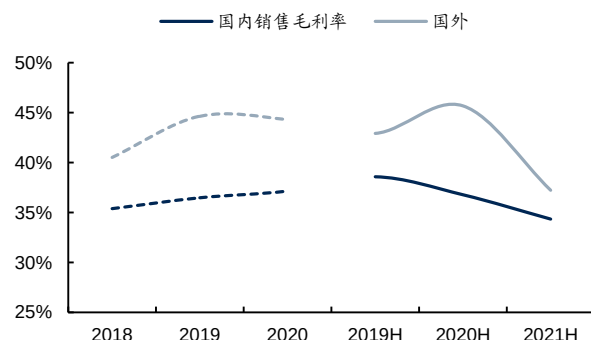
同比大幅增长 125.36%，其销售占比提升 2pct.。

图 5：美元兑人民币中间价变动



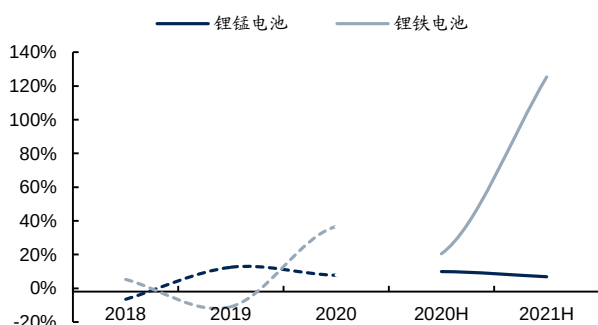
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：德瑞锂电内外销毛利率



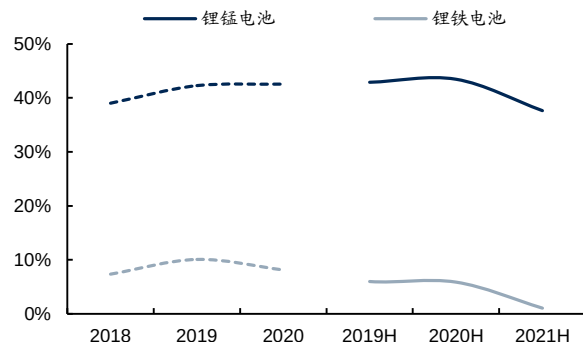
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：德瑞锂电德瑞锂电主要产品销售增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：德瑞锂电主要产品毛利率情况

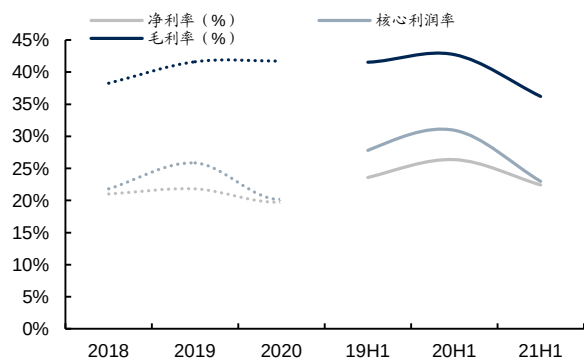


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力短期下降，但经营质量保持稳健，对汇率波动有一定应对手段

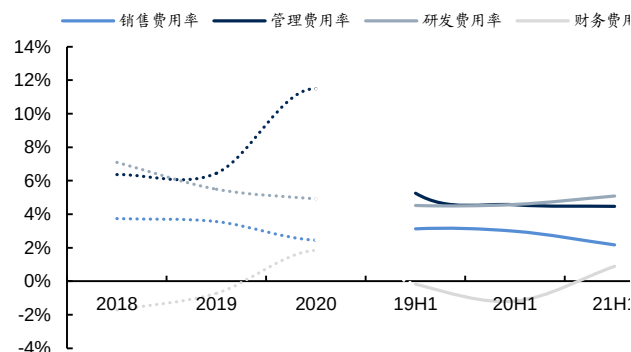
上半年公司综合毛利率为 36.20%，同比-6.52pct.，降幅较大主要系前述价格下跌因素所致，此外直接材料成本上升也一定程度造成影响；期间费率为 12.61%，同比+1.66pct.，其中财务费率 0.89%，+2.07pct.，主要系汇兑损失；销售费率 2.17%，同比-0.81pct.，预计系销售规模扩大所致，管理/研发费率为 4.47/5.08%，同比-0.09/+0.50pct.，其中研发费用增加；

图 9：德瑞锂电毛利率、净利率及核心利润率变化



资料来源：公司公告、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

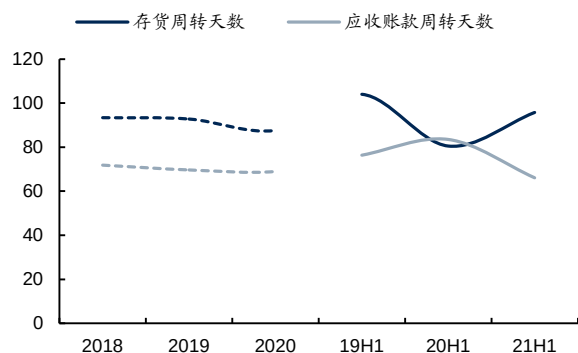
图 10：德瑞锂电期间费用率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

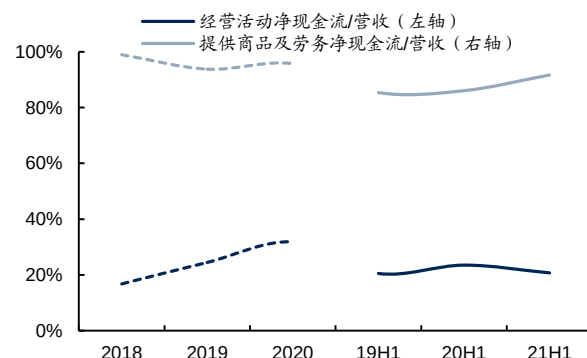
运营及现金方面保持相对稳健，其中存货周转天数同比+8 天至 88 天，应收账款周转天数同比-15 天至 68 天，经营净现金流/营收为 20.7%，同比略降 3pct.，提供商品及劳务净现金流/营收为 91.6%，同比上升 6pct.。

图 11: 德瑞锂电运营能力情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：半年为年化值

图 12: 德瑞锂电经营现金流情况



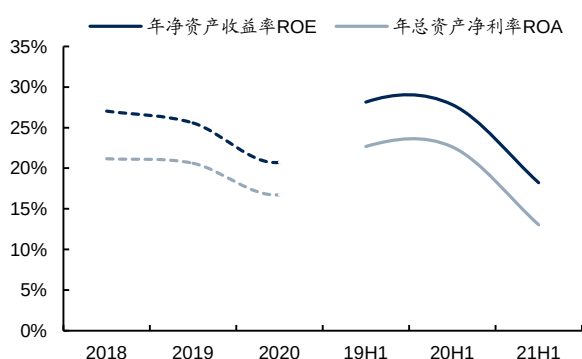
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

另外，公司针对汇率波动采取了一定应对手段，带来正向贡献。上半年投资收益/公允价值变动收益分别为 59/187 万元，同比分别增长 1180/5129%，主要为远期结售汇业务贡献。

净资产收益率水平较高，但连续募资产生一定稀释，负债率保持较低水平

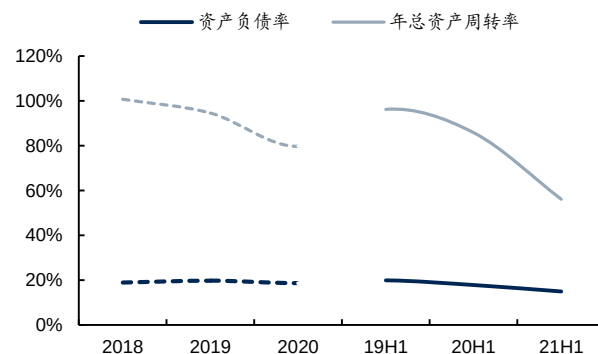
公司 ROE 一般水平较高，近年在 25% 左右，但去年 9 月和今年 6 月分别进行了定向增发和公开发行融资，造成一定稀释。2021 上半年 ROE 为 18.21%，同比下降 9.61pct.，除前述净利润下滑因素外，公开发行实际募资 1.31 亿元，也带来影响。公司资产负债率水平较低，一般不超过 20%。

图 13: 德瑞锂电 ROE 及 ROA



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：半年数据为年化值

图 14: 德瑞锂电资产负债率及总资产周转率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：半年数据为年化值

投资建议：短期拐点或至，长期趋势向好，给予“买入”首次评级

短期来看，下半年汇率方面的不利影响有望减退，同时公司年产 6000 万粒锂原电池产业园项目推进顺利，首批产线已进入设备调试阶段，部分核心设备为合作研发先进度较高，生产效率有望大幅提升，预计在不久后投产，基本面拐点或至。

中长期而言，公司为国内具备较大规模实力和技术优势的锂原电池供应商，下

游终端面向智能表计、智能安防、GPS 定位追逐、医疗器械、国防军工等众多领域，受到国际知名工业企业和电池品牌大客户认可，并有望受益物联网应用爆发红利，长期趋势向好。

我们预计 21-23 年 EPS0.52/0.85/1.05 元，PE30/18/14 倍，给予“买入”首次评级。

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

(1) 需求情况：公司下游客户分为直接工商企业和电池品牌商，多为海内外知名企业。由于公司产品技术质量优势，近年持续处于订单旺盛，供不应求状态，根据招股书披露，其 2018-2020 年其锂锰电池和锂铁电池的产能利用率分别达到 117/114/132%和 117/82/146%，产销率分别达到 85/100/95%和 74/95/78%。同时公司仍在持续拓展宁水集团、HONEYWELL 等重要新客户，在下游物联网快速爆发红利下，公司订单需求有望持续保持充裕。

(2) 价格情况：根据招股书，公司 2018-2020 年产品价格一直较为稳定，其中核心的锂锰电池均价变动率不超过 2%，锂铁电池不超过 6%，因此我们认为在汇率正常波动情况下，公司产品价格可以维持相对稳定的正常水平，具有一定的议价能力。今年来看美元兑人民币汇率虽有波动，但都在一定区间波动，根据全球宏观环境，人民币再次单边上涨可能性不大，同时公司与客户也存在议价空间，我们认为公司产品将在近两年内逐步恢复过去正常水平。

(3) 锂锰电池：1) 从产能来看，目前公司年设计产能 3,194.40 万只，近三年未有变化，而目前在建的产业园项目将通过建厂房和生产线，形成年产 6000 万只锂原电池产能，其中 5750 万只均为锂锰电池。项目预计将于 2022 年 3 月形成 3,800 万只年产能，2023 年 4 月达产，而第一批产线已经进入调试阶段，我们根据公司计划节奏，预计将于 10 月左右形成年产 1600 万只的产能。因此我们预计公司在 21-23 年锂锰电池的新增产能为 1534/2108/2108 万只，同时由于公司老厂房为租赁，产能较为落后，我们保守的认为公司将在 22 年开始分三年逐步淘汰掉原有产能，因此每年净增加产能为 1534/1043/1043 万只。2) 成本方面，今年由于大宗商品整体上涨，导致公司成本上升，但我们认为并非长期状态，未来仍会回归正常水平，加之规模生产效应，未来公司毛利率将恢复正常状态。3) 综上，结合半年报情况，我们认为公司锂锰电池 21-23 年增速为 15.70/31.23/10.85%，毛利率分别为 37.42/40.99/43.83%。

(4) 锂铁电池：对于锂铁电池，我们的产能和成本分析假设类似锂锰电池，但在成本方面由于过去生产规模很小，成本下降速度相对更快，再考虑今年上半年增速达到 125%（预计除新生产产品外，往年库存出售也较多），我们认为锂铁电池在 21-23 年的业务增速为 74.80/-1.02/4.00%，毛利率分别为 1.13/8.20/12.61%。

表 1：未来三年主营业务分拆预测（单位：百万元）

		2021E	2022E	2023E
锂锰电池	收入（百万元）	196.8	258.2	286.3
	收入增速	15.70%	31.23%	10.85%
	毛利率	37.42%	40.99%	43.83%
锂铁电池	收入（百万元）	7.38	7.31	7.60
	收入增速	74.80%	-1.02%	4.00%
	毛利率	1.13%	8.20%	12.61%
其他业务	收入（百万元）	0.05	0.05	0.05
	收入增速	0%	0%	0%
	毛利率	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入（百万元）	204.22	265.59	293.90
	收入增速	17.13%	30.05%	10.66%
	毛利率	36.10%	40.09%	43.02%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

费用率方面，我们认为随公司收入规模扩大，管理费用率和销售费用率都会呈下降趋势，此外 2020 年因定向发行股票，发行价格和公允价格之间的差额确认股份支付 1,108.80 万元，导致管理费用大幅增加 92.73%，占营业收入比例显著升高，该因素将在今年消除，具体预测情况如下。

表 2：未来 3 年收入增速、毛利率及费用率预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	174.37	204.24	265.63	293.94
营收增速	8.37%	17.13%	30.05%	10.66%
毛利率	41.73%	36.10%	40.09%	43.02%
管理费用率	16.31%	10.91%	9.48%	9.17%
销售费用率	2.46%	1.85%	1.63%	1.55%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

根据上述假设条件，我们得到公司 2021-2023 年收入分别为 2.04/2.66/2.94 亿元，归母净利润 0.39/0.64/0.80 亿元，利润年增速分别为 13.12/64.74/24.15%，摊薄 EPS=0.52/0.85/1.05 元。

表 3：可比上市&挂牌公司估值对比

代码	简称	股价	EPS				PE				PB	PEG	总市值 (亿元)
			2020	21E	22E	23E	2020	21E	22E	23E			
833523	德瑞锂电	15.22	0.57	0.52	0.85	1.05	26.7	29.5	17.9	14.4	7.5	0.69	13
可比上市&挂牌公司													
300014	亿纬锂能	104.37	0.87	1.72	2.47	3.37	119.4	60.6	42.3	31.0	11.3	1.07	1,991
300438	鹏辉能源	31.81	0.13	0.80	1.08	1.43	251.7	39.7	29.5	22.2	4.9	0.32	142
835237	力佳科技	9.79	0.73				13.8						4
	可比均值						128.3	50.1	35.9	26.6	8.1	0.69	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：股价截止至 2021 年 8 月 17 日；可比公司均有经营锂原电池业务，但未必为最核心业务，盈利预测采用万得一致预期，EPS 按照当期末总股本计算

风险提示：汇率波动，业内竞争加剧，原材料价格变动，大客户合作变动

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	63	191	199	261	营业收入	174	204	266	294
应收款项	32	42	55	60	营业成本	102	131	159	167
存货净额	27	31	37	38	营业税金及附加	1	2	2	2
其他流动资产	3	4	5	6	销售费用	4	4	4	5
流动资产合计	157	268	295	366	管理费用	29	23	26	28
固定资产	71	134	172	172	财务费用	3	(1)	(2)	(2)
无形资产及其他	6	5	5	5	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	1	0	0	0
资产总计	250	424	489	559	营业利润	39	46	76	94
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	(1)	(1)	(1)
应付款项	33	41	49	51	利润总额	39	46	75	94
其他流动负债	13	15	18	19	所得税费用	5	7	11	14
流动负债合计	46	56	67	70	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	34	39	64	80
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	46	57	67	70		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	34	39	64	80
股东权益	203	367	422	489	资产减值准备	0	0	0	0
负债和股东权益总计	250	424	489	559	折旧摊销	3	8	13	15
					公允价值变动损失	(2)	0	0	0
					财务费用	3	(1)	(2)	(2)
					营运资本变动	(9)	(4)	(9)	(5)
					其它	0	0	0	0
					经营活动现金流	26	43	68	90
					资本开支	(36)	(71)	(51)	(16)
					其它投资现金流	(0)	31	0	0
					投资活动现金流	(36)	(40)	(51)	(16)
					权益性融资	10	131	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(3)	(6)	(10)	(12)
					其它融资现金流	17	0	0	0
					融资活动现金流	22	125	(10)	(12)
					现金净变动	12	128	8	62
					货币资金的期初余额	51	63	191	199
					货币资金的期末余额	63	191	199	261
					企业自由现金流	(9)	(28)	16	73
					权益自由现金流	8	(27)	18	75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

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