

# 国内锂一次电池行业领先者

## 德瑞锂电 (833523)

### 公司主营锂一次电池，下游应用场景广阔

锂一次电池即不可充电的一次性化学电池，公司主营产品包括锂锰电池、锂铁电池，下游应用场景广阔，包括物联网、智能仪器仪表、智能安防、智能家居、GPS 追踪器、RFID 标签等领域。

预计锂一次电池 22 年市场空间 25.4 亿美元，锂锰电池占 40-50%。弗若斯特沙利文报告数据显示，预计 2022 年全球锂一次电池销售收入达到 25.4 亿美元，折合人民币约 162 亿元，年复合增长率达 6%，其中锂锰电池为当前应用范围最广、市场需求量最大的锂一次电池，占比达到 40-50%。

### 公司锂锰电池行业领先，出货量全球前十，国内前三。

锂锰电池为公司最主要产品，业务营收占比超过 97%。据 GIR 统计数据，2019 年公司锂锰电池销量达 36.5 百万件，位列全球第八、国内第二，仅次于亿纬锂能，市占率约 3%。

### 以 ODM 形式切入瓦尔塔等国际主流电池厂供应链。

公司凭借先进的技术水平、优越的生产工艺以及高自动化水平，先后打入 VARTA 等国际知名品牌公司，且受益于国际品牌供应商认证体系严格、认证过程耗时较长，客户对供应商的选择具备稳定性和延续性，客户粘性强。2021 年公司境外营收 1.44 亿元，占比 65%。

### 原材料涨价导致盈利能力阶段性承压，但长期受益于客户结构优化和较好的控费能力。

2013-2020 年公司毛利率由 19% 提升至 42%，净利率由 2% 提升至 20%，利润率持续提升，主要是受益于公司工艺技术不断优化，并切入优质国际客户供应链，实现量与价齐升；2021-2022Q1-3，公司毛利率和净利率受上游锂价大幅增长影响呈下降趋势，但受益于较好的控费能力，净利率降幅低于毛利率。

### 投资建议

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 0.43、0.52、0.68 亿元，对应 PE 为 24.6、20.3、15.6 倍

### 风险提示

下游需求不及预期；原材料价格上涨超预期；锂电产业链重点项目推进不及预期。

### 首次评级

中性

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执业编号：S1440521100008

发布日期：2022 年 11 月 15 日

当前股价：13.52 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.74/0.69	-4.79/1.0	-58.18/-45.42
12 月最高/最低价 (元)			42.65/11.83
总股本 (万股)			7,792.41
流通 A 股 (万股)			4,710.13
总市值 (亿元)			10.54
流通市值 (亿元)			6.37
近 3 月日均成交量 (万股)			37.15
主要股东			
艾建杰			15.09%

### 股价表现

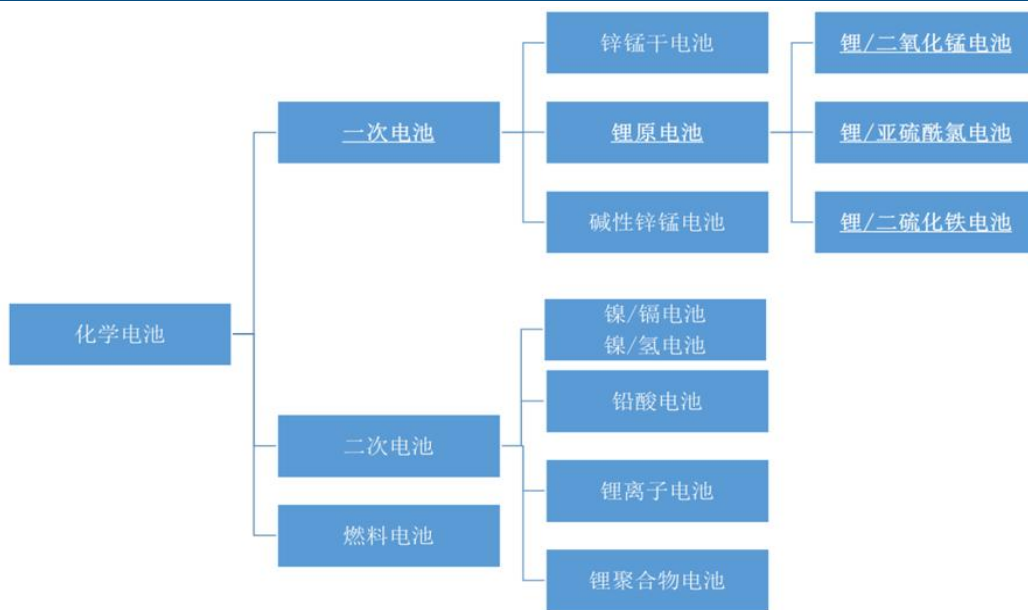


### 相关研究报告

## 公司在国内锂一次电池领域处于领先地位

公司主营锂一次电池，下游应用场景广阔。锂一次电池为不可充电的一次性化学电池，包括锌锰干电池、碱性锌锰电池、锂锰电池、锂亚电池、锂硫电池、锂氟化碳电池、锂铁电池等。公司主营产品为锂锰电池和锂铁电池，以锂锰电池为主。锂一次电池下游应用场景广阔，其中锂锰电池可应用于物联网、智能仪器仪表、智能安防、智能家居、GPS 追踪器、RFID 标签等领域，锂铁电池则适用于大电流放电需求的用电器，如数码相机、摄像机、普通相机、电动玩具、电动剃须刀、数码电子产品、数字显示仪器、医疗器械等。

图表1： 化学电池分为锂一次电池、锂二次电池和燃料电池



资料来源：德瑞锂电公开发行说明书，中信建投

图表2： 锂一次电池在物联网领域的应用



资料来源：德瑞锂电公开发行说明书，中信建投

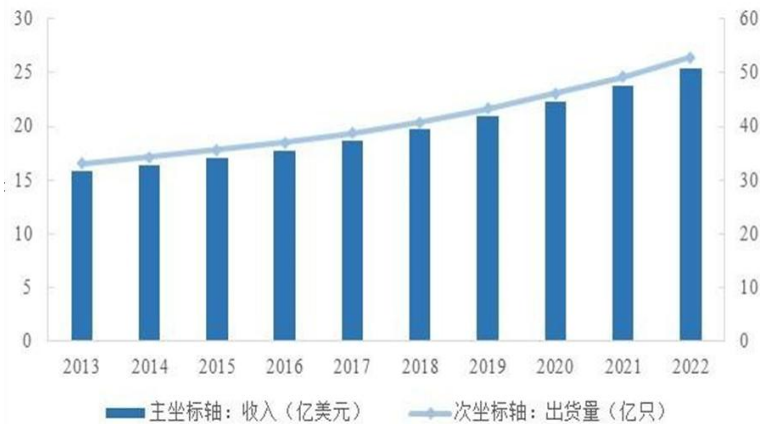
图表3： 锂一次电池在家具建筑领域的应用



资料来源：德瑞锂电公开发行说明书，中信建投

预计锂一次电池 22 年市场空间 25.4 亿美元，锂锰电池占 40-50%。弗若斯特沙利文报告数据显示，预计 2022 年全球锂一次电池销售收入达到 25.4 亿美元，折合人民币约 162 亿元，年复合增长率达 6%，其中锂锰电池为当前应用范围最广、市场需求量最大的锂一次电池，占比达到 40-50%。

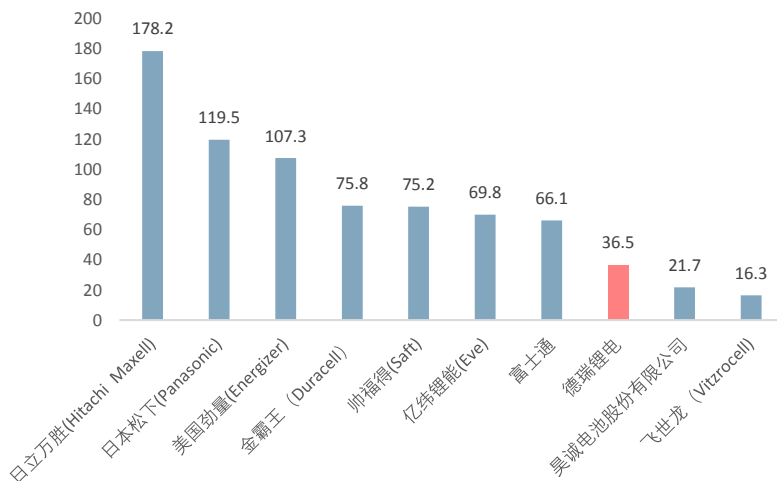
图表4： 预计 2022 年全球锂一次电池市场空间达 25.4 亿美元



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投

公司锂锰电池行业领先，出货量全球前十，国内前三。锂锰电池为公司最主要产品，2018-2020 年锂锰电池业务营收占比连续三年超过 97%。据 GIR 统计数据，2019 年公司锂锰电池销量达 36.5 百万件，位列全球第八、国内第二，仅次于亿纬锂能，市占率约 3%。

图表5： 2019 年公司锂锰电池销量达 36.5 百万件

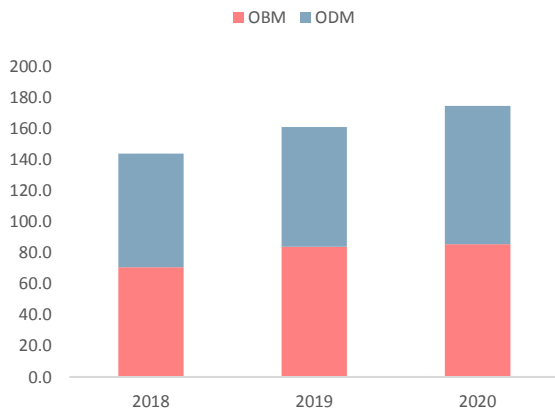


资料来源：Global Info Research，中信建投

以 ODM 形式切入瓦尔塔等国际主流电池厂供应链。公司凭借先进的技术水平、优越的生产工艺以及高自

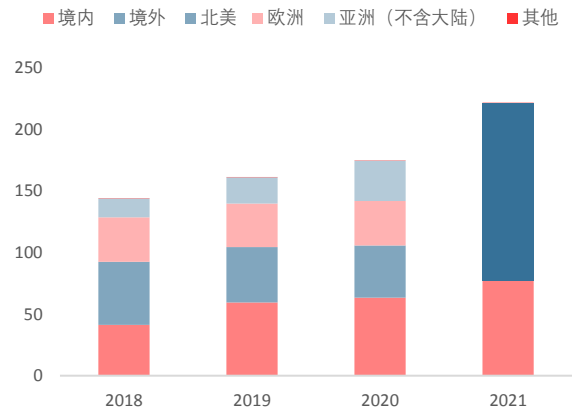
动化水平,先后打入 VARTA 等国际知名品牌公司,且受益于国际品牌供应商认证体系严格、认证过程耗时较长,因此对供应商的选择具备稳定性和延续性,客户粘性强。2021 年公司境外营收 1.44 亿元,占比 65%。

图表6: 公司出货形式主要为 OBM 和 ODM



资料来源: 德瑞锂电公开发行说明书, 中信建投

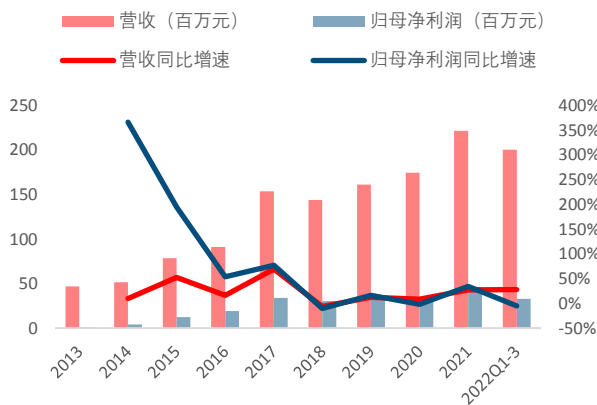
图表7: 公司境外收入占比超 60%



资料来源: 德瑞锂电公开发行说明书, 中信建投

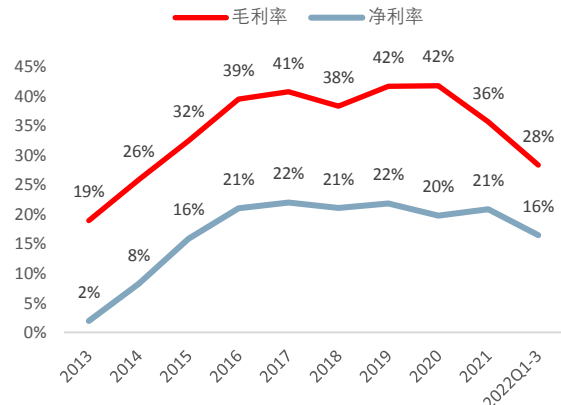
原材料涨价导致盈利能力阶段性承压,但长期受益于客户结构优化和较好的控费能力。2013-2020 年公司毛利率由 19% 提升至 42%,净利率由 2% 提升至 20%,利润率持续提升,主要是受益于公司工艺技术不断优化,并切入优质国际客户供应链,实现量与价齐升;2021-2022Q1-3,公司毛利率和净利率受上游锂价大幅增长影响呈下降趋势,但受益于较好的控费能力,净利率降幅低于毛利率。

图表8: 公司营收规模持续增长



资料来源: 德瑞锂电公开发行说明书, 公司公告, 中信建投

图表9: 受上游锂价高涨影响,利润率短期承压



资料来源: 德瑞锂电公开发行说明书, 公司公告, 中信建投

## 盈利预测

预计 2022-2024 年公司归母净利润为 0.43、0.52、0.68 亿元，对应 PE 为 24.6、20.3、15.6 倍。

## 风险提示

- 1) 下游需求不及预期：销量端可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响产业链盈利能力和估值。
- 2) 原材料价格上涨超预期：2021 年以来原材料价格持续上涨，同时原材料价格阶段性出现大幅波动性，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，对产业链相关公司盈利能力影响较大。
- 3) 锂电产业链重点项目推进不及预期：重点项目的推进是相关公司支撑营收和利润的关键，也是成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩，同时影响产业链稳定性。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	157	319	373	437	510
现金	63	218	228	260	303
应收票据及应收账款合计	32	49	67	89	110
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2	2	3	4	4
存货	27	37	52	63	71
其他流动资产	32	13	23	21	20
<b>非流动资产</b>	99	156	141	137	131
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	21	109	108	104	100
无形资产	6	5	5	5	5
其他非流动资产	72	42	28	28	27
<b>资产总计</b>	255	475	515	574	641
<b>流动负债</b>	48	76	88	106	119
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	33	43	62	75	85
其他流动负债	15	33	26	31	34
<b>非流动负债</b>	4	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	52	78	90	109	121
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	78	78	78	78
资本公积	25	160	160	160	160
留存收益	119	159	186	228	282
归属母公司股东权益	203	397	424	466	520
<b>负债和股东权益</b>	255	475	515	574	641

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	55	46	36	38	53
净利润	34	46	43	52	68
折旧摊销	3	5	6	6	6
财务费用	3	1	-7	-7	-8
投资损失	-1	-1	0	0	0
经营性应收项目的减少	-4	-32	-32	-35	-31
经营性应付项目的增加	9	28	13	18	12
其他经营现金流	10	-0	13	5	7
<b>投资活动现金流</b>	-50	-46	-17	-4	-4
资本支出	51	62	0	0	0
长期投资	0	-22	0	0	0
其他投资现金流	1	-5	-17	-4	-4
<b>筹资活动现金流</b>	6	145	-9	-3	-5
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	18	0	0	0
资本公积增加	18	135	0	0	0
其他筹资现金流	-15	-9	-9	-3	-5
<b>现金净增加额</b>	12	146	10	32	44

资料来源: 公司公告, 中信建投

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	174	221	281	337	391
营业成本	102	143	203	245	277
营业税金及附加	1	1	2	2	2
销售费用	4	5	6	7	9
管理费用	20	12	11	14	17
研发费用	9	11	9	12	14
财务费用	3	1	-7	-7	-8
资产减值损失	0	-0	0	0	0
公允价值变动收益	2	4	-7	-5	-5
其他收益	1	1	1	1	2
投资净收益	1	1	-0	0	0
<b>营业利润</b>	39	53	49	59	77
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	39	53	49	59	77
所得税	5	6	6	7	10
<b>净利润</b>	34	46	43	52	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	34	46	43	52	68
EBITDA	46	58	48	58	75
EPS (元)	0.57	0.59	0.55	0.67	0.87

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.4%	27.0%	26.9%	19.8%	16.2%
营业利润(%)	-3.7%	34.4%	-7.1%	21.5%	30.2%
归属于母公司净利润(%)	-1.9%	34.1%	-7.3%	21.5%	30.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.7%	35.6%	27.6%	27.2%	29.2%
净利率(%)	19.7%	20.8%	15.2%	15.4%	17.3%
ROE(%)	16.9%	11.6%	10.1%	11.2%	13.0%
ROIC(%)	39.1%	33.2%	23.8%	27.7%	34.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.3%	16.4%	17.6%	18.9%	18.9%
净负债比率(%)	4.03%	2.80%	1.97%	1.81%	1.61%
流动比率	3.26	4.19	4.23	4.11	4.29
速动比率	2.69	3.71	3.64	3.51	3.69
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.79	0.61	0.57	0.62	0.64
应收账款周转率	5	5	4	4	4
应付账款周转率	3.54	3.73	3.86	3.57	3.46
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.59	0.55	0.67	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.59	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.61	5.09	5.44	5.98	6.67
<b>估值比率</b>					
P/E	30.61	22.83	24.64	20.28	15.57
P/B	5.18	2.65	2.48	2.26	2.03
EV/EBITDA	17	14	17	14	11

## 分析师介绍

**朱玥：**中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

## 研究助理

**许琳** 17317936615 xulin@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk