

2023年07月14日

理士国际 (842.HK)

公司探访报告

证券研究报告

新能源物料

## 渠道革新发力售后市场，储能、锂电打开成长空间

近期我们参观调研了理士国际位于广东肇庆的工厂，并与管理层做了交流。理士国际 842.HK 创立于 1999 年，于 2010 年在香港主板上市。公司产品主要是铅酸蓄电池和锂电池，产品种类丰富，拥有超过 3000 种电池型号。产品广泛应用于通信、UPS、数据中心、汽车配套、安防、叉车、童车等相关产业。公司与行业龙头奠定长远合作关系，客户有中国移动、中国电信、万国数据、比亚迪、小鹏、沃尔沃、上汽集团、美泰等。2022 年公司实现收入 128.46 亿元，同比增长 13.6%；实现归母净利润 4.43 亿元，同比增长 225.3%。预计公司在近两三年受益于储能等板块的增长，盈利将进入高速发展阶段。

### 报告摘要

通信备用电池市场龙头之一，海外市场收入占比超过 40%。在众多电池制造商中，理士国际是提供最广泛铅酸蓄电池系列产品的制造商之一，拥有超过 3000 种电池型号。公司涉及下游领域较多，包括备用电池、启动启停电池、动力电池以及铅回收等领域，但在每个领域都做出不错水平。备用电池业务为公司的第一大收入来源，达到 60.06 亿元，占 2022 年总收入的 46.8%。公司为通信备用电池市场龙头之一，根据 2021 年营业额及市场规模推算，公司在中国电信行业市占率达到 32%。全球 10 大通信运营商中，8 家使用理士备用电池。而在汽车配套领域，根据 2021 年的数据，公司占中国新能源汽车制造商配套市占率为 20%。动力电池领域主要包括清扫机、物料搬运、铁路、玩具车等。目前公司总共拥有年产能 26.59GWh，后续公司产能也将不断提升。公司也进一步加大对锂电和储能的投入和布局。公司为海外建厂先行者，拥有丰富的海外生产销售经验，在全球 100 多个国家及地区分销产品，包括美国、欧盟、英国以及非洲等。目前公司的海外收入占比已经超过 40%，近两年海外市场收入年增长率超过 25%。公司目前在安徽、广东、江苏设立厂房，海外设有越南、马来西亚、印度和斯里兰卡的厂房。除此之外，公司已在墨西哥建厂，生产包括汽车启动起停电池和网络电池等。国内出口至美国的铅酸蓄电池需要征收 25% 左右的高额关税，海外建厂有利于规避高额关税影响。墨西哥建厂能够更好的服务北美客户，而靠近客户也有利于减少库存和产品在途时间。除此之外，也有助于公司海外整车厂客户配套市场取得突破。公司也于今年 4 月份跟全球知名电池品牌 banner 集团签署合作协议，而 Banner 集团在高端汽车电池配套市场享有良好的声誉，产品专供宝马、保时捷等，有利于强强联合。

**行业：数据中心、新能源车、储能等新兴市场空间广阔。**随着我国通信行业的不断发展及通信基站数量的不断增加特别是 5G 的发展机遇，通信基站储能电池未来的市场需求持续增加。根据 EV Tank 数据，2030 年，中国通信基站储能电池的累计市场需求量将达到 142.7GWh。而随着数字经济带动的建设规模不断拓展，数据中心储能电池的市场需求可期。根据行业专家研判，当前铅酸电池在我国数据中心储能领域的市场占有率超过 90%。随着 5G、云计算、人工智能等新一代信息技术快速发展，数据中心产业链相关产业将迎来快速发展。而在储能这块，根据 GGII 数据，全球家用储能新增装机规模逐年攀升，2022 年已达到 15GWh，预计在 2025 年，这一数据将达到 100GWh，年复合增长率 88%。电力储能同样增长强劲。根据 GGII 数据，2022 年我国电力储能锂离子电池出货量达到 92GWh，预计到 2025 年，这一数据将达到 300GWh，年复合增长率达到 48%。

**增长点：加大储能和锂电布局，售后市场带来新的增长和利润提升。**公司抓住储能发展机遇，进一步加大锂电和储能业务的布局，重点发力在储能系统。公司的储能应用在电网储能、工商业储能、家庭储能等。公司在储能领域经验较为丰富，特别是在储能系统的把握上。公司除了在电芯有生产能力之外，在逆变器、EMS 和 BMS 都有相关涉及。公司也进一步加大研发投入，产品系列推陈出新提升竞争力。如公司的铅炭电池产品循环寿命可做到 2700 次循环，远超平均水平 2000 次。除了中

投资评级: -

目标价格: -

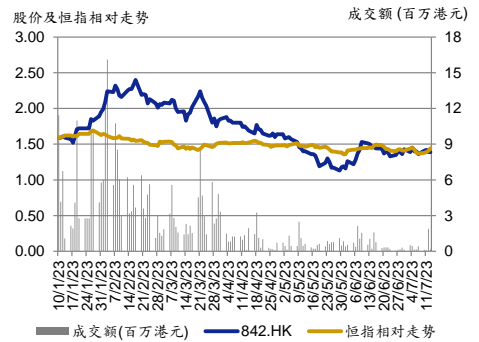
现价 (2023-07-13): 1.39 港元

总市值(百万港元)	1,892.77
流通股市值(百万港元)	1,892.77
总股本(百万股)	1,361.71
流通股股本(百万股)	1,361.71
12 个月低/高(港元)	0.48/2.44
平均成交(百万港元)	0.67

### 股东结构

董李	74.49%
印海燕	0.26%
曹亦雄	0.08%
刘智杰	0.08%
卢志强	0.02%
其他	25.07%

### 股价表现



数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 新能源行业分析师

+852-22131403

joyceyan@eif.com.hk

国，公司也看好产品在欧洲和非洲市场的销售。目前储能板块收入占比大概在 10%左右，预计在未来两三年，随着储能行业的不断发展，储能板块的收入占比将不断提升，2025 年收入达到 40 多亿，占比超过 20%。公司另外一个利润的增长点在于售后市场。公司近年来加强零售市场渠道建设，抓住电池后续的更换市场。储能、备用电池、启动启停电池每三年即需要替换，而渠道销售价格高，对资金占用少，售后市场的发展能够给公司带来利润率的提升和现金流的改善。

**财务端：毛利率有所提升，股息率达到 7.2%。**公司 2022 年调整毛利率达到 15.7%，同比提升 2.3 个百分点。主要是公司降本增效持续发挥作用，分销及销售开支占收入比重由 5.2%下降至 3%。公司将继续降本增效的动作，包括构建采购平台，加入专家团，头部供应商的认证等，预计将带来毛利率的持续改善。公司去年派发每股 0.1 港元，分红率达到 30%，股息率达到 7.2%，较为吸引。但公司有息负债率不低，达到 62%。

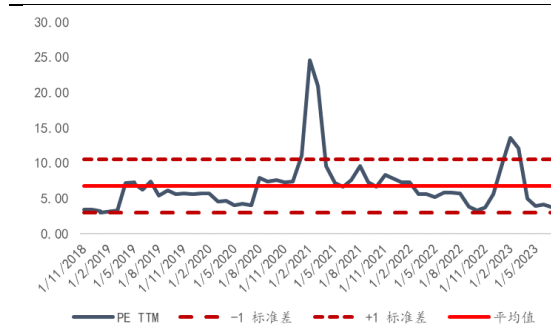
**投资建议：**公司电池种类多样，不同下游领域都能做到不错水平。数据中心、新能源汽车和储能三大新兴市场空间广阔。公司的全球化布局有利于公司把握不同市场。公司紧抓储能领域的行业发展，叠加渠道的发展和降本增效带来的利润率的提升，预计公司未来两三年将会进入到高速发展阶段。目前公司估值便宜，P/E TTM 为 3.74x。公司股息率较为吸引，达到 7.2%。建议投资者关注。

**风险提示：**原材料价格波动，地缘政治影响，电池需求不及预期

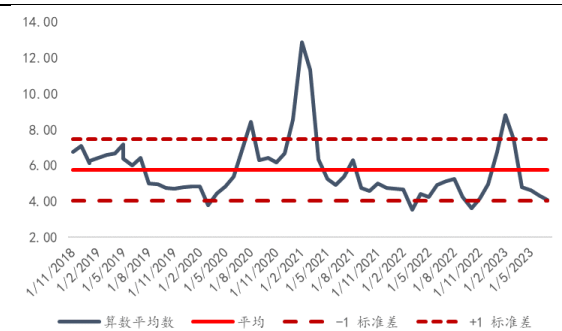
(转下页...)

## 附表 1：公司历年动态 P/E 和可比公司情况

图表：理士国际历年 P/E



图表：行业历年 P/E



数据来源：Wind, 安信国际整理

采取天能动力、超威动力和理士国际作为行业历年 P/E 样本

图表：可比公司情况

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表			市盈率 (倍)			每股盈利增长 (%)				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
				年份, YO	YO	Y1f	Y2f	Y3f	YO	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	YO	Y1f	Y2f				
<b>A股</b>																						
南都电源	300068.SZ	17,453	20.5	12/2022	54.0	20.5	14.5	10.8	n/a	163.2	41.0	34.4	n/a	0.48	0.68	3.44	2.97	2.52	116.4	-0.9	-0.30	
圣阳股份	002580.SZ	4,353	9.64	12/2022	32.1	n/a	n/a	n/a	328.6	n/a	n/a	n/a	0.20	n/a	n/a	2.35	n/a	n/a	5.3	8.8	5.72	
雄韬股份	002733.SZ	6,701	17.6	12/2022	42.9	26.0	19.9	n/a	n/a	64.6	31.1	n/a	0.57	n/a	n/a	2.56	n/a	n/a	26.5	7.1	3.12	
派能科技	688063.SH	34,971	200	12/2022	24.4	14.6	10.2	8.1	302.9	67.3	42.9	26.4	1.09	2.19	3.12	7.20	4.33	3.32	9.6	25.2	17.40	
骆驼股份	688064.SH	10,957	9.41	12/2022	23.5	12.1	9.7	8.3	-45.2	95.0	25.0	16.9	2.14	4.14	5.15	1.23	1.16	1.08	n/a	5.6	3.66	
天能股份	688065.SH	36,998	39.2	12/2022	20.0	16.2	13.3	11.6	38.0	23.7	21.2	15.0	1.58	1.23	1.43	2.78	2.35	2.02	n/a	15.5	6.19	
<b>行业平均</b>																						
					<b>32.8</b>	<b>17.9</b>	<b>13.5</b>	<b>9.7</b>	<b>156.1</b>	<b>82.8</b>	<b>32.3</b>	<b>23.2</b>	<b>1.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>39.5</b>	<b>10.2</b>	<b>6.0</b>	
<b>港股</b>																						
天能动力	819.HK	9,752	8.83	12/2022	5.0	4.1	3.4	3.6	39.1	23.8	20.5	-6.5	4.62	4.71	4.71	0.63	0.55	0.48	n/a	13.1	4.93	
超威动力	951.HK	1,667	1.53	12/2022	3.7	n/a	n/a	n/a	-19.1	n/a	n/a	n/a	4.37	n/a	n/a	0.26	n/a	n/a	56.9	7.3	2.08	
理士国际	842.HK	1,852	1.39	12/2022	3.8	n/a	n/a	n/a	230.0	n/a	n/a	n/a	7.35	n/a	n/a	0.45	n/a	n/a	99.4	12.3	4.41	
<b>行业平均</b>																						
					<b>4.2</b>	<b>4.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>83.3</b>	<b>23.8</b>	<b>20.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>78.2</b>	<b>10.9</b>	<b>3.8</b>	

注：\*净负债比率为负数代表净现金

数据来源：彭博, 安信国际整理

(转下页...)

## 附表 2：财务报表

单位：人民币百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>利润表</b>					
营业额	<b>9,544</b>	<b>8,363</b>	<b>9,631</b>	<b>11,303</b>	<b>12,846</b>
营业成本	(8,489)	(7,347)	(8,443)	(9,793)	(11,251)
毛利	1,055	1,015	1,188	1,510	1,595
其他开支	(35)	(42)	(36)	(103)	(14)
其他收益及亏损	118	174	108	84	242
分销及销售开支	(409)	(392)	(481)	(586)	(389)
行政开支	(270)	(274)	(266)	(306)	(334)
研发成本	(111)	(119)	(173)	(239)	(383)
资产减值亏损	(3)	(6)	(21)	(24)	(28)
融资成本	(202)	(198)	(158)	(144)	(156)
应占一间合营公司及联营公司的溢利及亏损	-	-	-	-	-
除税前溢利	143	159	162	192	533
所得税开支	(16)	(31)	(24)	(25)	(68)
<b>年度溢利</b>	<b>127</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>167</b>	<b>464</b>
-非控股权益	21	(5)	14	31	22
<b>-本公司拥有人</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>443</b>
Total SHS (MM)	1,357	1,358	1,358	1,358	1,358
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
EBIT	345	357	320	336	689
EBITDA	734	770	775	884	1,250
同比 (%)					
营业收入	1%	-12%	15%	17%	14%
毛利	-9%	-4%	17%	27%	6%
税前利润	-53%	11%	2%	19%	177%
归母净利润	-56%	25%	-7%	10%	225%
<b>现金流量表</b>					
税前利润	143	159	162	192	533
折旧和摊销	388	413	455	548	562
营运资本变动	135	272	57	(364)	(83)
财务成本	202	198	158	144	156
已付所得税	(27)	(21)	(13)	(28)	(37)
其他	83	141	(55)	227	(341)
<b>经营性现金净流量</b>	<b>924</b>	<b>1,162</b>	<b>763</b>	<b>719</b>	<b>788</b>
资本开支	(606)	(661)	(672)	(514)	(602)
其他	33	166	181	(176)	(209)
<b>投资性现金净流量</b>	<b>(573)</b>	<b>(495)</b>	<b>(491)</b>	<b>(689)</b>	<b>(811)</b>
新发股份	0	-	0	0	-
支付股息	-	(24)	-	-	-
新增债务	(130)	(578)	(17)	83	338
利息支出	(202)	(198)	(158)	(144)	(156)
其他	(84)	(54)	63	20	(101)
<b>融资性现金净流量</b>	<b>(416)</b>	<b>(854)</b>	<b>(112)</b>	<b>(41)</b>	<b>81</b>
净现金流	(65)	(187)	160	(12)	58
汇兑损益	90	43	(54)	(26)	29
期初现金余额	401	425	281	387	349
期末现金余额	425	281	387	349	436
FCFF	318	500	91	205	186
FCFE	(14)	(275)	(84)	144	368

(转下页...)

单位：人民币百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<b>资产负债表</b>					
现金	425	281	387	349	436
应收账款	2,425	2,307	2,420	2,726	2,736
存货	1,963	1,817	1,777	2,019	2,136
其他流动资产	942	886	1,010	1,000	1,481
<b>流动资产合计</b>	<b>5,755</b>	<b>5,291</b>	<b>5,594</b>	<b>6,094</b>	<b>6,789</b>
固定资产	2,061	2,151	2,372	2,292	2,290
无形资产	808	873	865	926	1,025
按公允价值计入损益的权益资产	137	165	143	183	255
其他长期资产	271	192	99	101	136
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,277</b>	<b>3,380</b>	<b>3,479</b>	<b>3,502</b>	<b>3,705</b>
<b>总资产合计</b>	<b>9,032</b>	<b>8,672</b>	<b>9,073</b>	<b>9,596</b>	<b>10,494</b>
应付账款	2,002	2,010	2,139	2,319	2,361
短期借款	2,171	2,270	1,761	2,042	2,642
租赁负债	-	-	-	4	7
其他流动负债	863	946	1,098	1,187	1,199
<b>流动负债合计</b>	<b>5,036</b>	<b>5,226</b>	<b>4,998</b>	<b>5,553</b>	<b>6,209</b>
长期借款	713	36	542	330	68
递延政府补贴	61	60	72	65	94
其他	48	76	61	70	87
<b>非流动负债合计</b>	<b>822</b>	<b>172</b>	<b>675</b>	<b>465</b>	<b>250</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,858</b>	<b>5,397</b>	<b>5,673</b>	<b>6,017</b>	<b>6,458</b>
股本	116	116	116	116	116
储备	2,861	3,002	3,123	3,270	3,706
少数股东权益	197	156	160	192	214
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,174</b>	<b>3,274</b>	<b>3,400</b>	<b>3,579</b>	<b>4,036</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>9,032</b>	<b>8,672</b>	<b>9,073</b>	<b>9,596</b>	<b>10,494</b>
<b>主要财务比率</b>					
P/E (x)	17.8	14.3	15.3	13.9	4.3
P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Dividend yield (%)	3.3	3.4	-	-	7.2
Gross margin (%)	11.1	12.1	12.3	13.4	12.4
Pre-tax profit margin (%)	1.5	1.9	1.7	1.7	4.1
Net margin (%)	1.1	1.6	1.3	1.2	3.4
Effective tax rate (%)	11.1	19.7	14.7	13.1	12.8
ROE (%)	3.4	4.1	3.7	3.9	11.6
ROA (%)	1.2	1.5	1.4	1.5	4.4
A/R turnover days (s)	89.4	101.8	88.3	81.9	76.5
A/P turnover days (s)	77.8	98.3	88.5	81.9	74.9
Interest coverage (x)	1.7	1.8	2.0	2.3	4.4
Net debt/ (cash) to equity (%)	91%	70%	67%	66%	67%
Total asset to equity ratio (x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
Dividend payout ratio (%)	3.3	3.4	-	-	7.2

## 客戶服務熱線

香港：2213 1888

國內：40086 95517

## 免責聲明

此報告只提供給閣下作參考用途，並非作為或被視為出售或購買或認購證券的邀請或向任何特定人士作出邀請。此報告內所提到的證券可能在某些地區不能出售。此報告所載的資料由安信國際證券(香港)有限公司(安信國際)編寫。此報告所載資料的來源皆被安信國際認為可靠。此報告所載的見解，分析，預測，推斷和期望都是以這些可靠數據為基礎，只是代表觀點的表達。安信國際，其母公司和/或附屬公司或任何個人不能擔保其準確性或完整性。此報告所載的資料、意見及推測反映安信國際於最初發此報告日期當日的判斷，可隨時更改而毋須另行通知。安信國際，其母公司或任何其附屬公司不會對因使用此報告內之材料而引致任何人士的直接或間接或相關之損失負上任何責任。

此報告內所提到的任何投資都可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也可能不適合所有的投資者。此報告中所提到的投資價值或從中獲得的收入可能會受匯率影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此報告沒有把任何投資者的投資目標，財務狀況或特殊需求考慮進去。投資者不應僅依靠此報告，而應按照自己的判斷作出投資決定。投資者依據此報告的建議而作出任何投資行動前，應諮詢專業意見。

安信國際及其高級職員、董事、員工，可能不時地，在相關的法律、規則或規定的許可下 (1)持有或買賣此報告中所提到的公司的證券，(2)進行與此報告內容相異的倉盤買賣，(3)與此報告所提到的任何公司存在顧問，投資銀行，或其他金融服務業務關係，(4)又或可能已經向此報告所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。投資銀行或資產管理可能作出與此報告相反投資決定或持有與此報告不同或相反意見。此報告的意見亦可能与銷售人員、交易員或其他集團成員專業人員的意見不同或相反。安信國際，其母公司和/或附屬公司的一位或多位董事，高級職員和/或員工可能是此報告提到的證券發行人的董事或高級人員。(5)可能涉及此報告所提到的公司的證券進行自營或莊家活動。

此報告對於收件人來說是完全機密的文件。此報告的全部或任何部分均嚴禁以任何方式再分發予任何人士，尤其(但不限於)此報告及其任何副本均不可被帶往或傳送至日本、加拿大或美國，或直接或間接分發至美國或任何美國人士(根據1933年美國證券法S規則的解釋)，安信國際也沒有任何意圖派發此報告給那些居住在法律或政策不允許派發或發布此報告的地方的人。

收件人應注意安信國際可能會與本報告所提及的股票發行人進行業務往來或不時自行及/或代表其客戶持有該等股票的權益。因此，投資者應注意安信國際可能存在影響本報告客觀性的利益衝突，而安信國際將不會因此而負上任何責任。

此報告受到版權和資料全面保護。除非獲得安信國際的授權，任何人不得以任何目的複製，派發或出版此報告。安信國際保留一切權利。

## 規範性披露

- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擔任此報告提到的上市公司的董事或高級職員。
- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擁有此報告提到的上市公司有關的任何財務權益。
- 安信國際擁有此報告提到的上市公司的財務權益少於1%或完全不擁有該上市公司的財務權益。

## 公司評級體系

收益評級：

- 買入 — 預期未來6個月的投資收益率為15%以上；
- 增持 — 預期未來6個月的投資收益率為5%至15%；
- 中性 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至5%；
- 減持 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至-15%；
- 賣出 — 預期未來6個月的投資收益率為-15%以下。

## 安信國際證券(香港)有限公司

地址：香港中環交易廣場第一座三十九樓

電話：+852-2213 1000

傳真：+852-2213 1010