

德瑞锂电 (833523)

锂一次电池先行者，扩产顺应市场高需求

增持 (首次)

2024年07月12日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

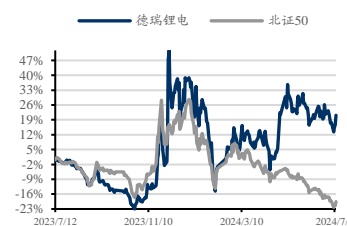
xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	279.81	346.38	432.94	561.53	673.84
同比	26.39	23.79	24.99	29.70	20.00
归母净利润 (百万元)	44.14	53.30	101.65	135.90	166.36
同比	(4.37)	20.77	90.71	33.70	22.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.53	1.00	1.34	1.64
P/E (现价&最新摊薄)	24.38	20.18	10.58	7.92	6.47

投资要点

- **锂一次电池龙头，营收及盈利稳步增长：**公司成立于2012年，专注于锂一次电池领域研发、生产及销售，以锂锰电池为基，拓展开发锂铁电池新增长点，公司营收及净利润持续稳健增长，2018-2023年营收及归母净利润CAGR分别达15%/10%，2023年实现营业收入3.46亿元，同比增长24%；归母净利润0.53亿元，同比增长21%。
- **下游应用场景多样化，需求高增推动市场空间稳步提升：**1) **锂一次电池市场稳健增长：**根据 Business Research Insights 数据显示，全球锂一次电池市场规模稳步增长，预测到2031年达到42.47亿美元，2021-2031年CAGR为4.8%；2) **锂锰市场新兴应用场景兴起、成长空间广阔。**锂锰电池作为物联网终端设备的一次电源具有天然的优势，GSMA 预计2025年物联网总连接数达246亿个，2019-2025年CAGR达13%，锂锰电池有望受益增长；同时智能安防、GPS定位等市场需求持续稳健增长，电子价签市场为新兴起的应用市场，市场规模增长迅速，2023年全球电子价签市场规模为169亿元，同增40.8%，预计2028年市场规模达349亿元，2023-2028年CAGR达13.2%。3) **锂铁电池未来发展可期：**锂铁电池与锌锰电池下游应用市场重合度较高，且锂铁电池多项性能指标超越锌锰、碱锰电池，随制造成本降低及社会环保意识加强，锂铁电池未来有望逐步替代锌锰、碱锰电池。
- **研发巩固技术护城河，产能扩张满足高增需求：**1) **技术研发巩固护城河，市占率处于前列：**公司注重自主研发，持续加大研发投入，紧跟市场需求开发新产品，产品性能基本达到国际电池品牌企业的水平，在业内处于相对领先地位，2019年公司锂锰电池产品销量在全球排名第八，市占率位居前列；2) **稳固优质客户，产能扩张满足高增需求：**公司ODM及OEM并行发展，稳固核心优质客户，下游需求高增下加速扩产满足高增需求，1.8亿粒电池产能预计于2025年下半年投产释放，助力业绩稳步增长；3) **锂锰为基、锂铁为未来新增长曲线：**锂铁电池对锌锰电池、碱锰电池等传统一次电池市场存在一定的替代性，未来有望成为新增长基点。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024/2025/2026年归母净利润为1.02/1.36/1.66亿元，同比+91%/34%/22%，对应PE为11/8/6倍，可比公司我们选择均有锂一次电池业务的亿纬锂能及鹏辉能源，可比公司2024-2026年平均PE为19/14/11倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格波动风险、下游需求不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.62
一年最低/最高价	8.66/18.69
市净率(倍)	1.69
流通A股市值(百万元)	644.27
总市值(百万元)	1,075.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.27
资产负债率(%,LF)	18.84
总股本(百万股)	101.30
流通A股(百万股)	60.67

相关研究

内容目录

1. 锂一次电池龙头，构筑技术护城河	4
1.1. 深耕锂一次电池领域，筑牢技术壁垒	4
1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富	5
1.3. 公司经营稳健，营收及净利润稳步增长	6
2. 下游应用场景多样化，需求高增推动市场空间稳步提升	9
2.1. 锂原电池应用场景广泛，市场保持稳定快速增长	9
2.2. 锂锰电池为锂原电池市场主流，市场规模逐年提升	10
2.3. 锂锰电池新兴应用市场兴起，未来增长空间广阔	10
2.4. 对现有一次电池市场具有替代性，锂铁电池未来发展可期	12
3. 研发巩固技术护城河，产能扩张满足高增需求	13
3.1. 公司综合实力强劲，市占率处于前列	13
3.2. 注重自主研发，筑牢核心技术护城河	13
3.3. ODM 及 OEM 并行发展，稳固优质客户	14
3.4. 释放产能以满足市场需求，助力业绩稳步增长	15
3.5. 锂锰为基、锂铁为未来新增长曲线	15
4. 盈利预测与投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 3:	营业收入持续攀升.....	6
图 4:	归母净利润平稳上升.....	6
图 5:	锂锰电池为公司主要收入来源.....	6
图 6:	国外营收占比超过六成.....	6
图 7:	盈利能力较为稳定.....	7
图 8:	各产品毛利率相对平稳.....	7
图 9:	国内外业务毛利率呈下降趋势.....	7
图 10:	费用管控能力整体加强.....	8
图 11:	2017-2022 年全球锂一次电池市场终端用户构成情况 (千万美元)	9
图 12:	全球锂一次电池市场规模.....	9
图 13:	我国锂一次电池市场规模.....	9
图 14:	2022 年全球锂一次电池产品分类市场份额.....	10
图 15:	全球锂锰电池市场规模.....	10
图 16:	全球物联网市场规模及物联网连接数.....	11
图 17:	我国物联网市场规模及物联网连接数.....	11
图 18:	全球定位追踪系统市场规模.....	11
图 19:	全球电子价签市场规模.....	12
图 20:	我国电子价签市场规模.....	12
图 21:	2017-2023 年公司研发费用总额 (万元) 及比例	14
图 22:	2018-2020 年公司前五大客户 OBM、ODM 模式销售额比例.....	15
图 23:	公司持续扩大产能满足高增需求.....	15
图 24:	AA 型号锂铁电池.....	16
图 25:	AAA 型号锂铁电池.....	16
图 26:	公司盈利拆分.....	17
图 27:	可比公司估值对比 (截至 2024 年 7 月 12 日)	18
表 1:	公司管理层情况.....	5
表 2:	公司锂锰电池、锂铁电池系列产品技术水平和行业标准对比.....	13
表 3:	研发项目情况.....	14

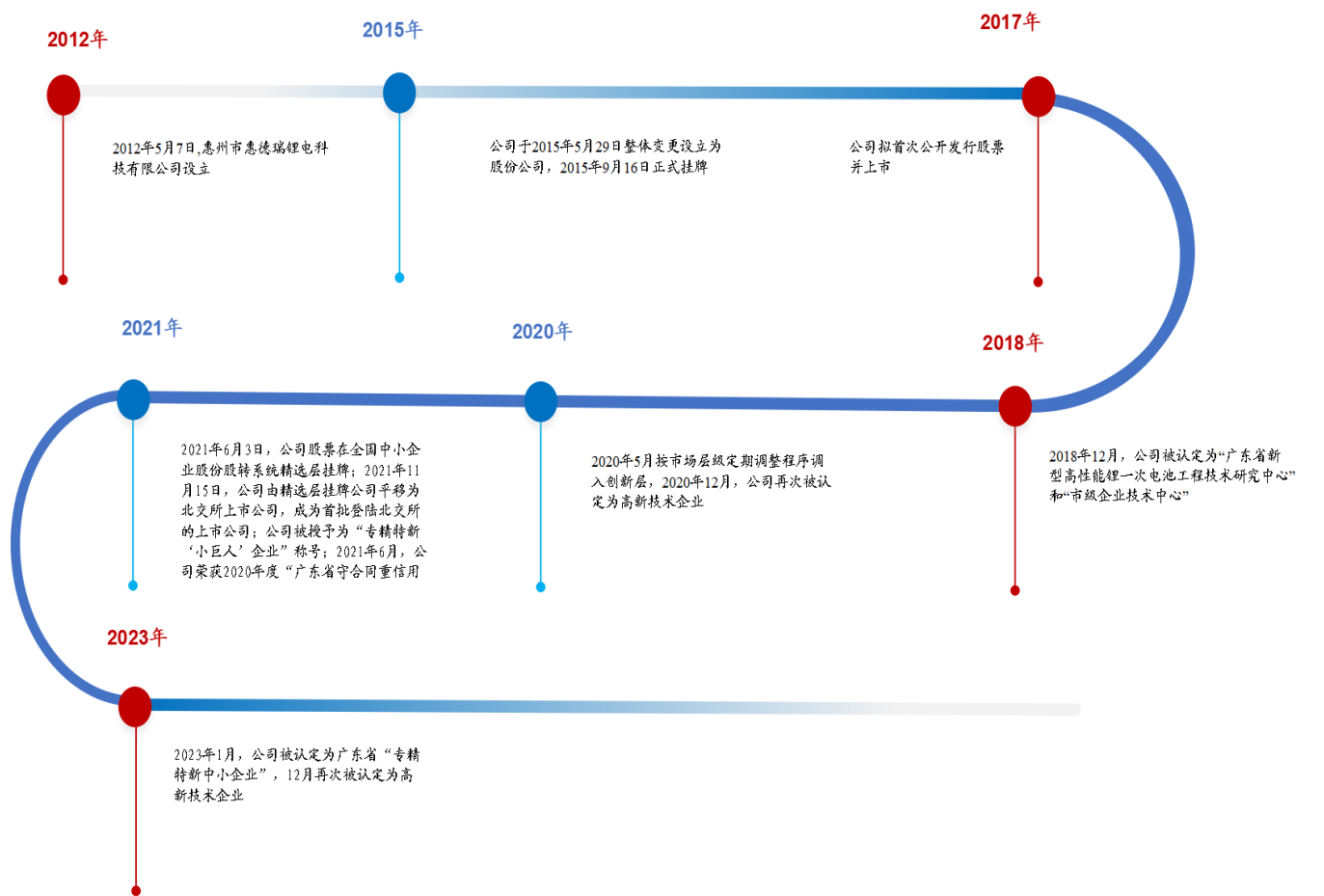
1. 锂一次电池龙头，构筑技术护城河

1.1. 深耕锂一次电池领域，筑牢技术壁垒

深耕锂一次电池领域。公司成立于 2012 年，致力于锂一次电池领域的技术研发、生产及销售。公司在通过代工开展业务同时也着力于发展自主品牌，掌握“低温安全型锂—二氧化锰电池技术”、“超长寿命锂—二氧化锰电池技术”等核心技术，是业内少数几家具备规模化量产锂铁电池能力的公司，目前还在积极开发锂硫电池等其他品类产品；

(2)公司主要产品为锂一次电池中的锂锰电池和锂铁电池，其中锂锰电池为主要产品，都是以金属锂作为负极材料的不可充电电池。锂一次电池具有能量密度高、使用寿命长、适用温度范围广等特点，在航天军工、医疗器械、工业和民用消费品等市场有着广泛的用途。公司主要采取 ODM 代工和 OBM 自主品牌并行发展的模式，不断积累优质客户，和多家国际知名电池品牌建立了稳定的合作关系；2021 年公司于北交所成功上市。

图1：公司发展历程

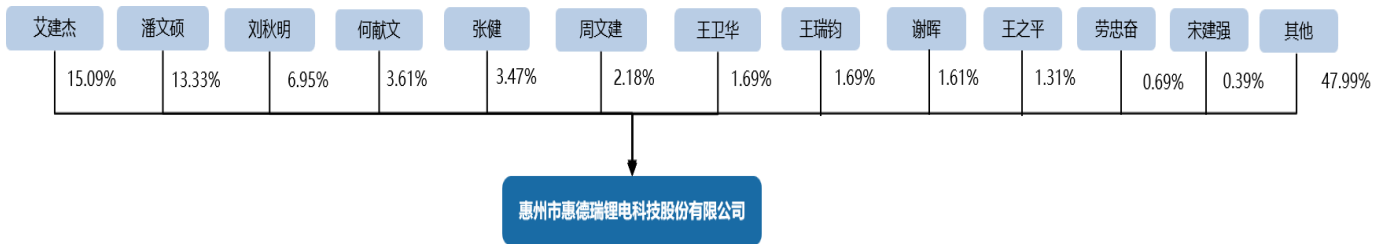


数据来源：公司官网，公开发行说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，管理层经验丰富

公司股权结构较为清晰。截至 2024 年 3 月 31 日，公司实际控制人为董事长潘文硕及艾建杰，分别持股 13.33%、15.09%，公司股权结构较为清晰。

图2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司管理层经验丰富，技术背景深厚。公司管理层行业经验丰富，董事长潘文硕在德瑞锂电工作十余年，管理经验丰富；副总经理及总工程师何献文，技术背景出身，对公司及锂电产业认识深刻。

表1：公司管理层情况

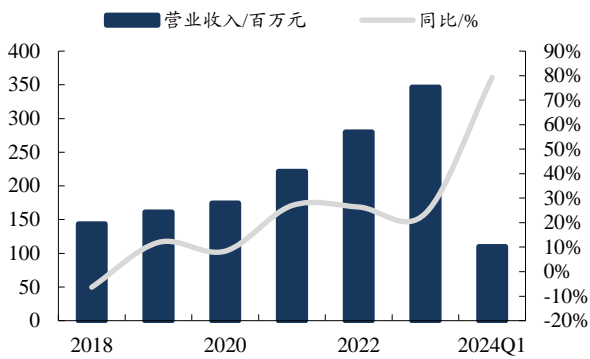
姓名	职务	履历情况
潘文硕	董事长、总经理	大学本科学历，工程师。1991年7月至1993年3月，历任湖南衡阳江雁机械厂技术员、调度、总工程师助理，1993年4月至2012年12月，在惠州市德赛集团有限公司及其下属公司工作，先后任下属公司生产部主任、经理、下属公司副总经理、德赛集团外资部副总经理、下属公司常务副总经理、总经理。2013年1月入职惠德瑞有限，现任惠州市惠德瑞锂电科技股份有限公司董事长、总经理。
何献文	董事，副总经理，总工程师	硕士研究生学历。2002年7月毕业于西北轻工业学院应用化学本科专业，2005年3月获得天津大学应用化学专业硕士研究生学位。2005年1月至2012年5月，在德赛集团下属公司工作，历任项目经理、技术部经理。2012年6月入职惠德瑞有限，现任惠州市惠德瑞锂电科技股份有限公司董事、副总经理、总工程师，全面负责产品研发工作。
王卫华	财务总监	大专学历，会计师。1995年7月至2001年10月，在湖南常德水表厂财务部工作；2001年10月至2012年12月，在惠州市德赛集团下属公司工作，历任会计、会计主管、财务经理。2013年1月入职惠德瑞有限，现任惠州市惠德瑞锂电科技股份有限公司财务总监。
丁实荣	董事会秘书	本科学历。2010年4月至2014年4月，任广发证券股份有限公司惠州下埔路证券营业部投资顾问；2017年11月至2020年7月，任万联证券股份有限公司惠州惠沙堤二路证券营业部合规经理；2024年3月任惠州市惠德瑞锂电科技股份有限公司证券事务代表。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 公司经营稳健，营收及净利润稳步增长

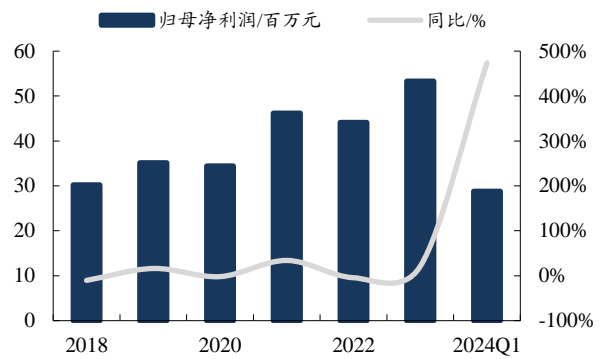
公司营收及归母净利润持续稳步增长。2018-2023 年营收及归母净利润 CAGR 分别达 15%/10%，2023 年实现营业收入 3.46 亿元，同比增长 24%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 21%。公司业绩增长主要系公司持续加强市场开拓，坚持技术创新，不断提升客户服务水平，深挖现有客户需求，加大市场渗透力度，国内外业务订单稳步增长。

图3：营业收入持续攀升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

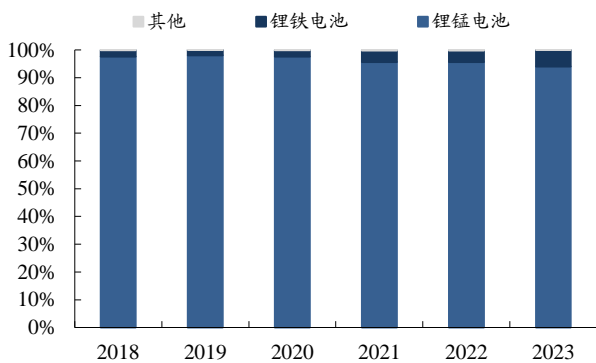
图4：归母净利润平稳上升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

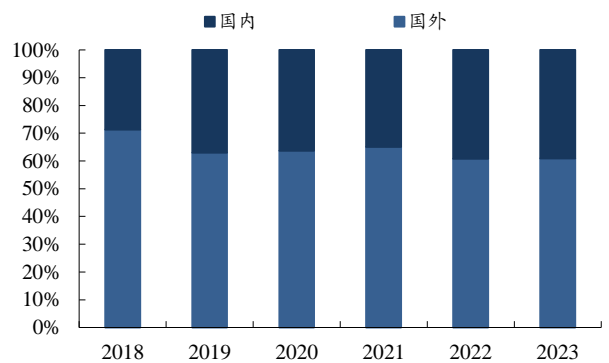
锂锰电池为公司主要收入来源，国外营收占比超过六成。2018-2023 年，锂锰电池始终为公司盈利的主要来源，营业收入逐年增加，从 2018 年的 1.40 亿元增长到 2023 年的 3.26 亿元，增加了 1.86 亿元，CAGR 为 15.1%；2018-2023 年，国外业务营业收入逐年增加，从 2018 年的 1.02 亿元增长到 2023 年的 2.11 亿元，增加了 1.1 亿元，CAGR 为 15.6%，营收占比始终超 60%。

图5：锂锰电池为公司主要收入来源



数据来源：iFind，东吴证券研究所

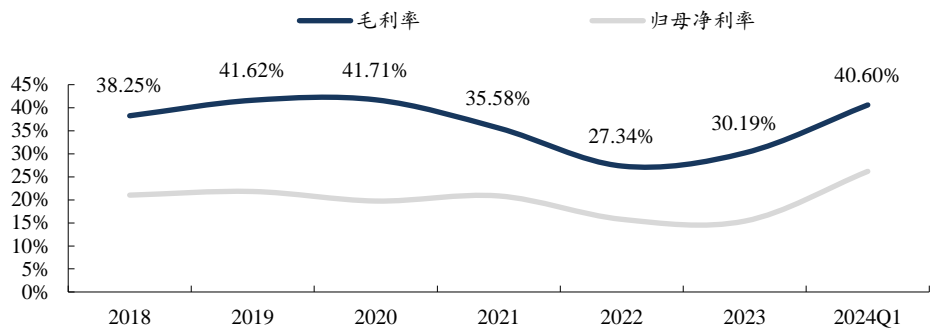
图6：国外营收占比超过六成



数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司盈利能力逐步回升。2019-2022 年公司盈利能力随行业竞争及成本上涨影响有所下滑，2022 年处于历史底部，2023 年盈利能力逐步企稳回升，毛利率为 30.19%，同增 2.8pct，归母净利率为 15.39%，同比略有下滑，主要系 2023 年分摊部分 2022 年度实施员工持股计划的股份支付费用，2024 年一季度毛利率和归母净利率分别为 40.60%/26.19%，均延续回升趋势，主要系原材料价格的回落、美元汇率波动以及产销规模的扩大摊薄了单位产品固定费用。

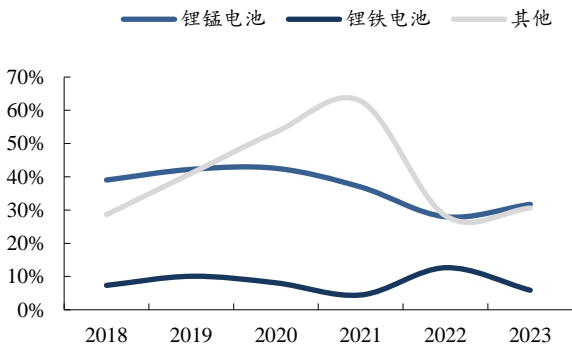
图7：盈利能力较为稳定



数据来源：iFind，东吴证券研究所

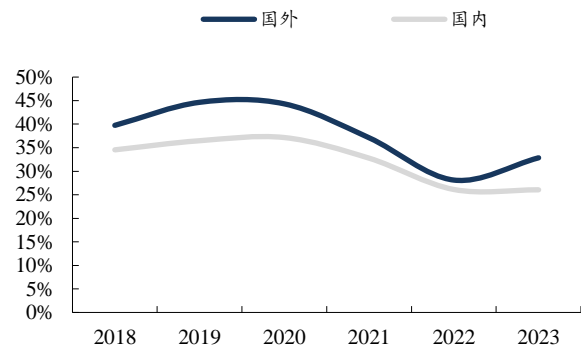
产品毛利率均企稳回升，海外修复更为明显。分产品看，占据业务大头的锂锰电池毛利率企稳回升，2023 年毛利率分别为 31.73%，同增 3.75pct；分区域来看，国外业务毛利率高于国内，2023 年毛利率修复更为明显，2023 年国内外业务毛利率分别为 26.05%/32.85%。

图8：各产品毛利率相对平稳



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图9：国内外业务毛利率呈下降趋势

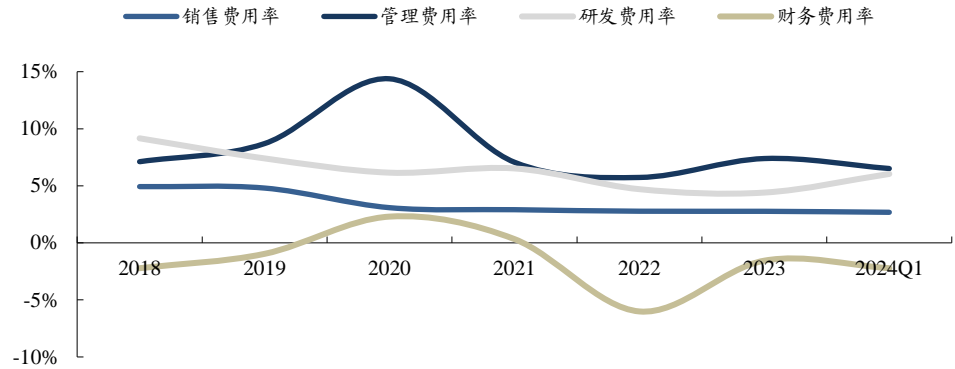


数据来源：iFind，东吴证券研究所

费用管控能力整体加强，期间费用率呈下降趋势，研发费用逐年提升。2021-2023 年

公司期间费用率分别为 13.15%、5.68%、10.57%，整体呈下降趋势；管理费用率为 7.1%、5.7%、7.4%，较为平稳；销售费用率为 2.9%、2.8%、2.8%，保持相对稳定。2023 年公司研发费用为 4.4%，2020 年到 2023 年研发费用整体呈上升趋势，主要系公司为提升研发创新能力持续加大研发投入，改进生产工艺、提高产品品质和生产自动化水平。

图10：费用管控能力整体加强



数据来源：iFind，东吴证券研究所

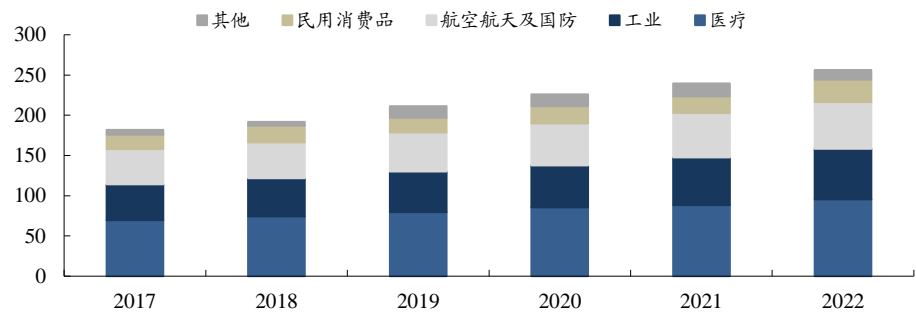
2. 下游应用场景多样化，需求高增推动市场空间稳步提升

2.1. 锂原电池应用场景广泛，市场保持稳定快速增长

锂原电池属一次电池，根据材料不同主要分为锂锰电池、锂亚电池和锂铁电池等。根据可充电与否，电池可分为一次电池和二次电池，一次电池也称原电池，主要包括锌锰电池、碱锰电池和锂一次电池等。各锂原电池在材料构成、生产工艺等方面具有不同的特点，其性能也存在较大的差异。

下游应用场景广泛，终端用户集中医疗设备、航空航天和国防、工业三大领域。基于锂原电池能量密度高、使用寿命长、适用温度范围广、重量轻等固有特性，其在航空航天、国防军工、医疗器械、工业和民用消费品等市场具有广泛的用途。

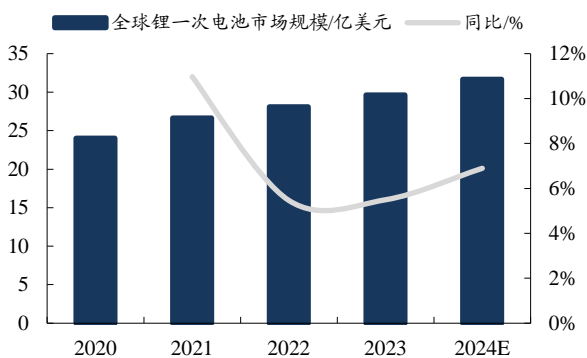
图11: 2017-2022 年全球锂一次电池市场终端用户构成情况 (千万美元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

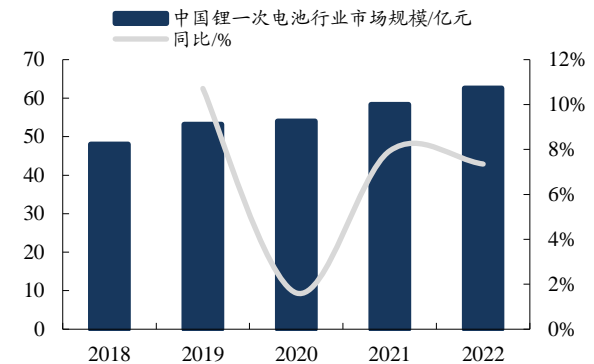
全球及中国市场均保持稳定的快速增长。根据 Business Research Insights 数据显示, 近年来全球锂一次电池市场规模不断增长, 2021 年达到 26.63 亿美元, 预测到 2031 年达到 42.47 亿美元, 2021-2031 年 CAGR 为 4.8%; 根据智研咨询数据显示, 中国锂一次电池市场几年来规模持续扩大, 发展前景乐观, 2022 年市场规模约为 62.6 亿元。

图12: 全球锂一次电池市场规模



数据来源: Business Research Insights, 东吴证券研究所

图13: 我国锂一次电池市场规模



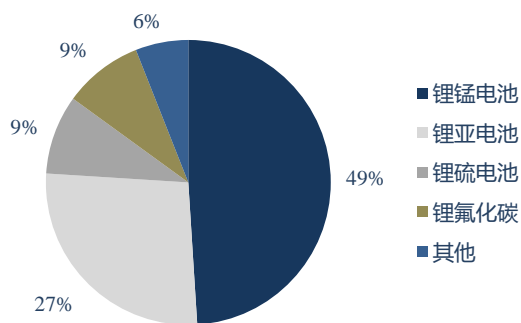
数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

2.2. 锂锰电池为锂原电池市场主流，市场规模逐年提升

锂锰电池是目前全球市场用量最大、市场范围最广阔的锂一次电池。基于其固有特性，锂锰电池是下游市场使用最广泛的化学体系。从产品的构成上看，全球锂一次电池市场主要由锂锰电池、锂亚电池、锂硫电池和锂氟化碳电池占据，其中锂锰电池仍是目前全球市场用量最大、市场范围最广阔的锂一次电池，占比达到 49%。

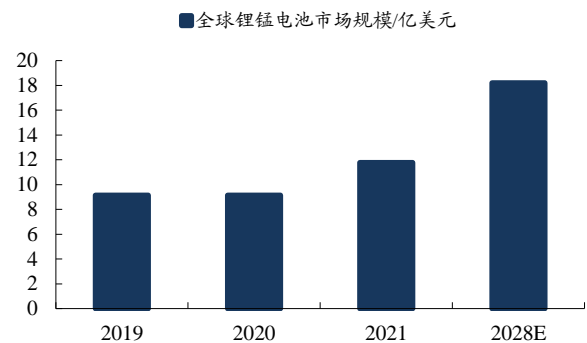
全球锂锰电池市场规模未来将快速增长。锂锰电池市场增速超过锂一次电池其他类别产品，根据 markets and research 发布的报告显示，2021 年全球锂锰电池市场规模达到 11.78 亿美元，预计到 2028 年，全球锂锰电池市场规模达到 18.2 亿美元，CAGR 达 6.4%。

图14：2022 年全球锂一次电池产品分类市场份额



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图15：全球锂锰电池市场规模



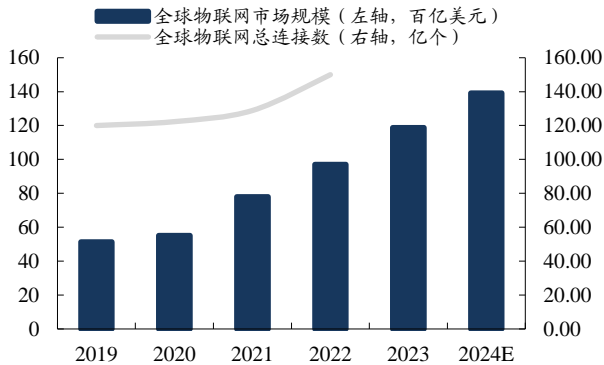
数据来源：公司招股书，markets and research，东吴证券研究所

2.3. 锂锰电池新兴应用市场兴起，未来增长空间广阔

锂锰电池下游市场快速发展，整体市场保持稳定持续增长。锂锰电池广泛应用于物联网、智能安防、GPS 定位系统（追踪器设备）、智能表计等领域，这些新兴领域应用市场的快速发展，为锂锰电池整体市场的持续增长打下坚实基础。

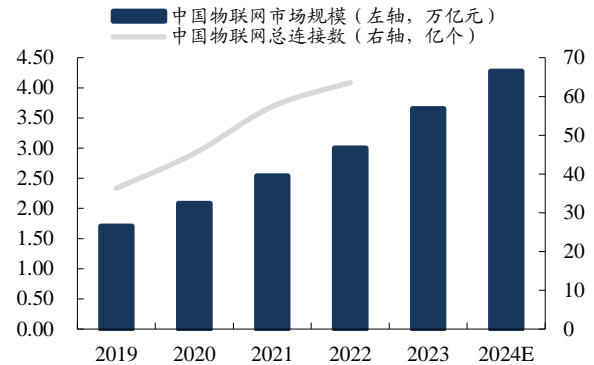
国内外物联网市场保持高速增长，与多领域传统行业深度结合。物联网是数字化转型时代热门的技术之一，锂锰电池作为物联网终端设备的一次电源具有天然的优势。根据 GSMA 发布的《The mobile economy 2020(2020 年移动经济)》报告显示，2019 年全球物联网总连接数达到 120 亿，预计到 2025 年，全球物联网总连接数模达到 246 亿，CAGR 高达 13%；我国物联网市场规模整体呈快速上升的趋势，根据 2021 年世界物联网大会上的数据，我国物联网连接数在 2019 年达 36.3 亿个，预计 2025 年能够超过 80 亿个。

图16: 全球物联网市场规模及物联网连接数



数据来源: GSMA, 东吴证券研究所

图17: 我国物联网市场规模及物联网连接数

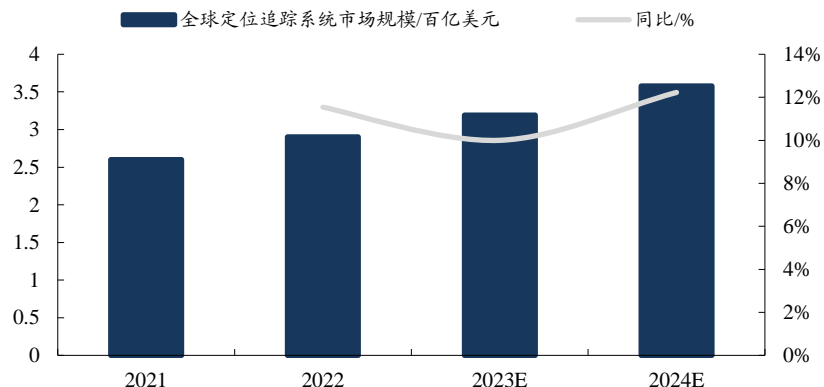


数据来源: 世界物联网大会, 东吴证券研究所

智能安防市场需求具有显著增长潜力, 细分领域市场规模逐步扩大。智能安防不仅限于报警系统, 还包括监控系统、门禁系统、智能烟感器等等。随着社会消防安全意识大幅提升, 以及部分国家(地区)立法强制要求在烟雾报警器中使用长寿命的锂一次电池, 为锂原电池带来市场机会。未来随着计算机信息技术、物联网技术与安防领域融合的不断深入, 智能安防的市场规模也将逐步扩大。

GPS 定位追踪系统市场潜力较大, 国内锂原电池主要应用于汽车追踪器市场。2022年, 全球定位追踪系统市场规模为290亿美元, 2032年超过900亿美元, 2023-2032年CAGR达12.5%(资料来源: Global Market Insights)。目前国内部分GPS定位设备(追踪器设备)已安装锂一次电池, 主要应用于出租车、工程车、混凝土车、警车、长途车、物流车、校车、公务车等汽车追踪器市场, 贝哲斯咨询的数据显示, 中国汽车GPS跟踪器市场规模在2022年达10.01亿元人民币, 汽车追踪器终端设备与中国广阔的汽车市场保有量相匹配, 市场需求空间广阔。

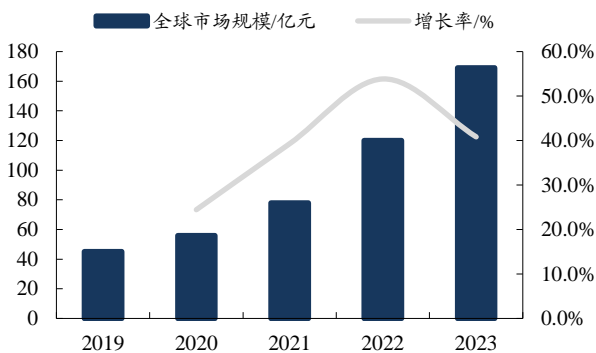
图18: 全球定位追踪系统市场规模



数据来源: Global Market Insights, 东吴证券研究所

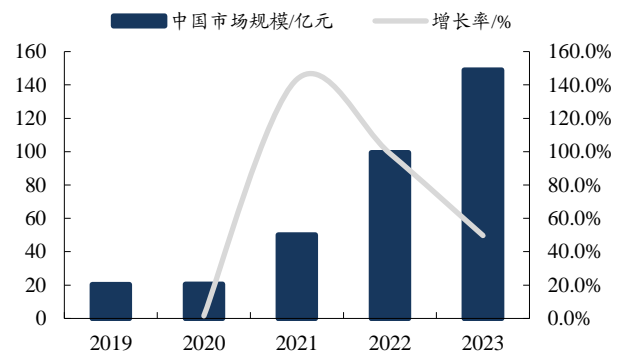
全球和中国电子价签市场均实现持续高增长。2023 年全球电子价签市场规模为 169 亿元，2020-2023 年市场规模增长率分别为 24.4%/39.3%/53.8%/40.8%，预计 2028 年市场规模达 349 亿元，CAGR 达 13.2%；2023 年我国电子价签市场规模为 148.93 亿元，2021-2023 年市场规模增长率分别为 143.4%/98.9%/49.7%。在人工成本持续上升的背景下，电子价签是降低零售门店运营成本、推动门店数字化转型的重要工具，市场渗透率连年走高，市场规模增长迅速。

图19：全球电子价签市场规模



数据来源：CINNO，东吴证券研究所

图20：我国电子价签市场规模



数据来源：智研瞻，东吴证券研究所

2.4. 对现有一次电池市场具有替代性，锂铁电池未来发展可期

当前一次电池市场以锌锰电池和碱锰电池为主，但锂铁电池具有替代性。目前我国一次电池领域，锌锰电池、碱锰电池占据了 90% 以上的市场份额。锂铁电池与锌锰电池具有相同的电压及重合度较高的下游应用市场，且在比能量、电池寿命、适用工作温度、绿色环保等方面指标大幅超越锌锰电池、碱锰电池，可满足下游领域对高端一次电池的需求，尤其是大电流放电需求的用电器领域具有较高的替代性。

制造成本不断降低，社会环保意识提升，激发锂铁电池市场潜力。随着技术的不断进步以及规模化优势的不断提升，未来锂铁电池的制造成本将不断降低；碳性锌锰电池长期使用后容易发生漏液，含有少量的金属镉，对环境具有一定的污染，需要进行专业的回收处理，随着全社会环保意识不断提升，高性能绿色环保的锂铁电池将作为锌锰、碱锰电池未来的替代品，未来具有较大的市场潜力。

3. 研发巩固技术护城河，产能扩张满足高增需求

3.1. 公司综合实力强劲，市占率处于前列

从业内竞争格局来看，2019 年公司锂锰电池产品销量在全球排名第八，在国内锂原电池生产企业中排名第八。此外，在锂铁电池领域，作为少数可量产锂铁电池的公司之一，德瑞锂电的技术水平业内领先。公司通过代工与自主品牌并行发展方式，已积累了诸多国内外知名企业客户，而锂原电池综合性能大幅优于传统锌锰电池，在物联网时代下用途更为广泛，具有较大成长空间，未来具有很大市场潜力。

3.2. 注重自主研发，筑牢核心技术护城河

公司研发团队长期深耕锂一次电池领域，具有较强的专业积累和深厚的技术背景。公司拥有 5 项发明专利和 22 项实用新型专利，不断将新的研发成果转化为实践，生产出了一系列高性能电池产品。通过对比产品技术水平与行业标准可以看出，公司产品性能基本达到国际电池品牌企业的水平，在国内处于相对领先地位，诸多产品的放电性能指标明显超过国际标准。以制约生产效率的关键设备卷绕机为例，同行业公司单台卷绕机最快速率不超过每分钟 10 粒，公司定制开发的卷绕机能够稳定达到单台每分钟 15 粒的卷绕速度，领先于同行业公司。

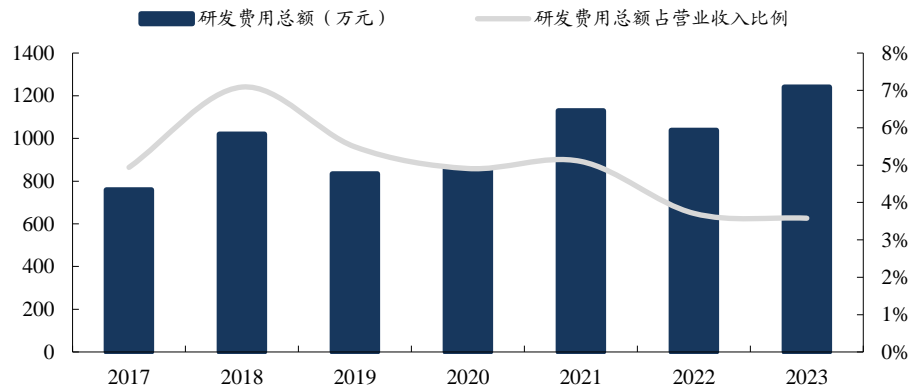
表2: 公司锂锰电池、锂铁电池系列产品技术水平和行业标准对比

产品	型号	放电条件 (20℃, 55 ± 20%RH)			IEC 标准	国标	公司产品指标
		放电电流、电阻、功率	每天放电时间	终止电压 V			
锂 锰 电 池	CR123A	0.1KΩ	24h	2.0	40h	40h	≥50h
		900mA	3s on/27s off 24 h/d	1.55	1400 次	1400 次	≥1600 次
	CR2	0.2KΩ	24h	2.0	48h	48h	≥60h
		900mA	3s on/27s off 24 h/d	1.55	840 次	840 次	≥840 次
	CR17450	1KΩ	24h	2.0	710h	710h	≥710h
	CR14250	3KΩ	24h	2.0	750h	750h	≥750h
	CR-P2	200Ω	24h	4.0	40h	40h	≥50h
		900mA	3s on/27s off 24 h/d	3.1	1400 次	1400 次	≥1600 次
2CR5	200Ω	24h	4.0	40h	40h	≥50h	
	900mA	3s on/27s off 24 h/d	3.1	1400 次	1400 次	≥1600 次	
锂 铁 电 池	FR14505	1.5W/ 0.65W	2s/28s,5min/h,10 次/h	1.05	370 次	—	≥525 次
		1,000mW	4 min on, 11 min off 8h/d	1.0	120min	—	≥ 138min
	FR10445	1.2W/ 0.65W	2s/28s,5min/h,10 次/h	1.05	100 次	—	≥140 次
		50mA	1 h on, 11 h off for 24 h	0.9	16h	—	≥17h
		400mW	4 min on, 11 min off 8h/d	1.0	140min	—	≥ 192min

数据来源：公开发行人说明书，东吴证券研究所

公司注重研发投入，紧跟市场需求开发新产品。2017—2023 年公司持续投入研发费用，今年第一季度，公司研发费用为 459.52 万元，同比增加 120.06%。总体来说，公司的研发投入在同行可比公司中排中上水平。除此之外，公司 20 年寿命圆柱锂—二氧化锰电池的研发、高一一致性软包锂—二氧化锰电池的研发及耐高温高湿锂—二氧化锰电池的研发已完成项目结题，提升了公司相关电池产品的品质，更好满足客户的新需求。

图21：2017-2023 年公司研发费用总额（万元）及比例



数据来源：同花顺 iFinD，东吴证券研究所

表3：研发项目情况

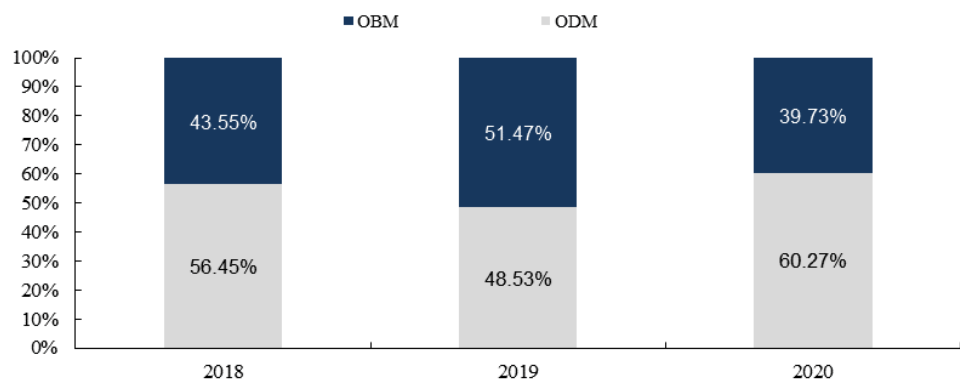
研发项目名称	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
20 年寿命圆柱锂—二氧化锰电池的研发	开发出 20 年寿命圆柱锂—二氧化锰电池，全面满足该类市场需求	项目已结题	得到 20 年寿命圆柱锂—二氧化锰电池	提升公司技术水平满足客户需求。
高一一致性软包锂—二氧化锰电池的研发	开发出高一一致性软包锂—二氧化锰电池，全面满足该类市场需求	项目已结题	得到高一一致性软包锂—二氧化锰电池	提升公司技术水平满足客户需求。
耐高温高湿锂—二氧化锰电池的研发	开发出耐高温高湿锂—二氧化锰电池，全面满足该类市场需求	项目已结题	得到耐高温高湿锂—二氧化锰电池	提升公司技术水平满足客户需求。
高一一致性锂—二硫化铁电池的研发	开发出高一一致性锂—二硫化铁电池，全面满足该类市场需求	试制样品阶段	得到高一一致性锂—二硫化铁电池	提升公司技术水平满足客户需求。
大容量圆柱锂—二氧化锰电池的研发	开发出大容量圆柱锂—二氧化锰电池，全面满足该类市场需求。	研究开发阶段	得到大容量圆柱锂—二氧化锰电池	开发下游市场需要的型号

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.3. ODM 及 OEM 并行发展，稳固优质客户

公司采用 ODM 代工和 OBM 自主品牌并行发展的模式。ODM (Original Design Manufacturer) 模式主要针对国外电池品牌厂商的定制化生产, OBM (Original brand Manufacture) 模式主要针对一般工业终端客户, 公司根据对方的产品规格需求, 生产自主品牌电池对其销售, 部分终端客户也会采用 ODM 形式合作。公司均进行自主研发、设计、生产, 仅包装阶段的标签要求存在差异。在双模式并行发展的条件下, 公司的产品远销北美、欧洲、亚太等地区, 并与多家国际知名品牌企业、国内知名企业建立了长期稳定的合作关系。在电池品牌厂商方面主要包括欧洲第一电池品牌 VARTA、美国电池巨头 Energizer 等, 在自有品牌终端客户方面包括美国知名安防品牌制造商 BRK、国内汽车 GPS 导航领先企业博实结、几米物联等, 拥有深厚的客户资源。

图22: 2018-2020 年公司前五大客户 OBM、ODM 模式销售额比例



数据来源: 公司公开发行说明书, 东吴证券研究所

3.4. 释放产能以满足市场需求, 助力业绩稳步增长

为更好满足产销需求, 公司于 2023 年投入建设“惠德瑞高性能锂电池研发生产项目”。该项目主要生产锂锰、锂铁电池。项目建成后, 公司预计新增 1.8 亿颗锂电池的生产能力, 助力锂锰电池、锂铁电池产品营业收入额进一步提升, 预计 2025 年产能投产。

图23: 公司持续扩大产能满足高增需求

年份	项目	资金	扩产内容
2023年	惠德瑞高性能锂电池研发生产项目	自有资金及部分银行贷款	扩充年产1.8亿粒电池产能

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.5. 锂锰为基、锂铁为未来新增长曲线

公司将继续以锂锰电池产品为主、同步拓展锂铁电池市场，构建未来新增长曲线。公司当前产品为锂一次电池中的锂锰电池和锂铁电池，其中锂锰电池为最主要产品，包含圆柱、软包等多种类别型号，锂铁电池包括AA（五号）、AAA（七号）两种。

图24: AA 型号锂铁电池



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25: AAA 型号锂铁电池



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

锂铁电池对锌锰电池、碱锰电池等传统一次电池市场存在一定的替代性，未来发展潜力可期。在我国一次电池领域，锌锰电池和碱锰电池目前占据了90%以上的市场份额。由于碳性锌锰电池使用锌筒外壳作为负极，容易发生漏液且含有少量的金属镉，对环境具有一定的污染，而锂铁电池在电池寿命、适用工作温度、绿色环保等方面的指标均大幅超越锌锰电池、碱锰电池，可满足下游领域对高端一次电池的需求。随着技术的不断进步以及规模化优势的不断提升，未来锂铁电池的制造成本将不断降低。同时全社会环保意识不断提升，高性能绿色环保的锂铁电池作为锌锰、碱锰电池未来的替代品，有着较大的市场潜力。公司将紧紧抓住市场机遇，以更高性能的锂铁电池回应市场需求，放大新增长基点。

4. 盈利预测与投资建议

1) 锂锰电池业务: 公司锂锰电池需求旺盛, 2025 年随产能进一步投放, 市场增长有望加速, 我们假设 2024-2026 年公司锂锰电池业务收入增速分别为 25.00%/30.00%/20.00%, 毛利率随原材料价格下降有所提升后并保持稳定, 分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

2) 锂铁电池业务: 随着公司不断优化技术、降低成本, 研发出更高性能的锂铁电池, 我们假设 2024-2026 年公司锂铁电池业务收入增速分别为 25.00%/25.00%/20.00%, 毛利率分别为 8.00%/10.00%/10.00%。

整体我们预计 2024-2026 年分别实现营收 4.3/5.6/6.7 亿元, 同增 25%/30%/20%, 毛利率分别为 38.1%/38.3%/38.3%。

图26: 公司盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	221.39	279.81	346.38	432.94	561.53	673.84
yoy		26.39%	23.79%	24.99%	29.70%	20.00%
总成本 (百万元)	142.62	203.33	241.79	268.00	346.57	415.89
毛利率	35.58%	27.34%	30.19%	38.10%	38.28%	38.28%
锂锰电池						
收入 (百万元)	211.86	267.49	325.76	407.20	529.36	635.23
yoy		26.26%	21.78%	25.00%	30.00%	20.00%
成本 (百万元)	133.62	192.64	222.39	244.32	317.62	381.14
毛利率	36.93%	27.98%	31.73%	40.00%	40.00%	40.00%
锂铁电池						
收入 (百万元)	9.16	11.85	20.59	25.74	32.17	38.61
yoy		29.42%	73.76%	25.00%	25.00%	20.00%
成本 (百万元)	8.75	10.35	19.38	23.68	28.95	34.75
毛利率	4.44%	12.65%	5.87%	8.00%	10.00%	10.00%
其他业务						
收入 (百万元)	0.38	0.47	0.03			
yoy		24.49%	-93.31%			
成本 (百万元)	0.25	0.34	0.02			
毛利率	34.55%	28.29%	30.60%			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

首次覆盖, 给予“增持”评级。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 1.02/1.36/1.66 亿元, 同比+91%/34%/22%, 对应 PE 为 11/8/6 倍, 可比公司我们选择均有锂一次电池业务的亿纬锂能及鹏辉能源, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 19/14/11 倍, 考虑公司估值相较同业可比公司平均 PE 更低, 同时公司下游需求旺盛, 产能持续超产, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图27: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 7 月 12 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300014.SZ	亿纬锂能	37.33	20.46	763.67	49.30	61.85	74.74	15	12	10
300438.SZ	鹏辉能源	18.59	5.03	93.59	4.27	5.80	7.43	22	16	13
								19	14	11
833523.BJ	德瑞锂电	10.62	1.01	10.76	1.02	1.36	1.66	11	8	6

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除德瑞锂电外其余盈利预测均为 Wind 一致预期预测

5. 风险提示

行业竞争加剧: 电子价签等市场需求较为旺盛, 若同业纷纷加码竞争, 行业竞争加剧或将影响公司盈利水平。

原材料价格波动: 若原材料锂价格发生大幅波动, 或将影响公司盈利水平。

下游需求不及预期: 若下游电子价签等市场需求增长不及预期, 订单有所减少, 公司未来业绩增长或将放缓。

德瑞锂电三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	369	515	684	911	营业总收入	346	433	562	674
货币资金及交易性金融资产	224	331	441	628	营业成本(含金融类)	242	268	347	416
经营性应收款项	93	111	147	178	税金及附加	3	3	4	5
存货	50	73	95	105	销售费用	8	9	11	13
合同资产	0	0	0	0	管理费用	21	24	29	34
其他流动资产	1	1	1	1	研发费用	12	15	19	22
非流动资产	206	234	256	251	财务费用	(4)	(5)	(6)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	1	1	1
固定资产及使用权资产	163	168	170	170	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	4	27	25	21	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	35	36	36	36	减值损失	(2)	(1)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	62	119	158	194
其他非流动资产	3	3	23	23	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	575	749	940	1,162	利润总额	62	118	158	193
流动负债	115	156	185	223	减:所得税	8	17	22	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	53	102	136	166
经营性应付款项	87	98	123	150	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	7	4	6	归属母公司净利润	53	102	136	166
其他流动负债	26	51	59	67	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	1.00	1.34	1.64
非流动负债	2	52	102	152	EBIT	60	114	152	185
长期借款	0	50	100	150	EBITDA	74	131	170	205
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.19	38.10	38.28	38.28
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	15.39	23.48	24.20	24.69
其他非流动负债	2	2	2	2	收入增长率(%)	23.79	24.99	29.70	20.00
负债合计	117	208	287	375	归母净利润增长率(%)	20.77	90.71	33.70	22.41
归属母公司股东权益	458	542	653	788					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	458	542	653	788					
负债和股东权益	575	749	940	1,162					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	113	121	128	187	每股净资产(元)	5.88	6.95	8.37	10.11
投资活动现金流	(43)	(46)	(41)	(16)	最新发行在外股份(百万股)	101	101	101	101
筹资活动现金流	(16)	29	21	14	ROIC(%)	11.84	18.65	19.42	18.85
现金净增加额	50	106	110	187	ROE-摊薄(%)	11.63	18.76	20.83	21.12
折旧和摊销	15	17	18	20	资产负债率(%)	20.26	27.69	30.58	32.24
资本开支	(54)	(45)	(40)	(15)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.18	10.58	7.92	6.47
营运资本变动	37	0	(29)	(3)	P/B(现价)	1.81	1.53	1.27	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>