



锂一次电池领域深耕者，稳步扩产打开成长空间

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 因客户需求稳增、规模效应显著和锂价回落，公司 24Q1 营收规模和归母净利润分别同比高增 79.2%和 473.8%；2) 新兴应用场景发展迅速，如国内电子价签市场有望在 2025 年增至 8.8 亿元，2020-2025 年期间 CAGR 约为 17.1%，各新兴应用场景发展有望推动锂锰电池行业规模稳增；3) 公司新增 1.8 亿只产能并计划 2025 年投产，大幅打开公司上行空间。
- 锂一次电池领域领军者，24Q1 营收规模和归母净利润迅速增长。** 公司自 2012 年成立以来深耕锂一次电源领域，持续开拓市场，营收和利润一直保持稳定增长。2024 年 Q1 因为公司规模效应显著且锂价回落，公司归母净利润达到 2878.3 万元，同比增长 473.8%。
- 新兴应用场景推动锂锰电池行业规模稳步提升，锂铁电池潜在市场巨大未来可期。** 锂锰电池市场规模有望突破十亿美元，公司全球市占率第八。锂锰电池的传统应用领域如航空航天、国防军工等需求稳定。物联网的快速发展，提高了锂锰电池行业规模天花板。如国内电子价签市场，沙利文预测其规模有望在 2025 年增至 8.8 亿元，2020-2025 年期间复合年均增长率约为 17.1%。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、绿色环保等方面的指标，均大幅超越后者。因此锂铁电池未来有望替代碳碱一次电池，潜在空间超百亿。
- 新增 1.8 亿只产能，打开公司上行空间。** 为了完善公司产能布局，解决产能瓶颈问题，公司于 2023 年投资惠德瑞高性能锂电池研发生产项目。项目建成后，预计将新增年产 18000 万只锂电池的生产能力。截至 2024 年 5 月，该项目已完成土建工程的 30%左右，公司力争在 2025 年下半年投产。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 107.1/125.9/155.4 百万元，CAGR 为 42.9%，对应 PE 为 11/9/8 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 19 倍，公司下游领域需求持续增长，新产能在 2025 年开始释放，业绩有望稳步增长；同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 14.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争及市场开拓风险、核心原材料价格波动的风险、汇率变动风险、新产品开发和新工艺试制失败风险、公司产品被其他一次电池替代的风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	346.38	421.57	563.88	677.43
增长率	23.79%	21.71%	33.76%	20.14%
归属母公司净利润(百万元)	53.30	107.10	125.88	155.37
增长率	20.77%	100.93%	17.54%	23.43%
每股收益 EPS(元)	0.53	1.06	1.24	1.53
净资产收益率 ROE	11.63%	19.59%	19.83%	20.83%
PE	22	11	9	8
PB	2.57	2.15	1.86	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn
联系人: 潘妍洁
电话: 023-67791663
邮箱: panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(万股)	10130.14
流通 A 股(万股)	6066.57
总市值(亿元)	11.65
总资产(亿元)	6.02
每股净资产(元)	6.27

相关研究

目 录

1 锂一次电池领域领军者，盈利能力稳步提升	1
1.1 股权结构稳定，员工共享公司成长.....	1
1.2 专注锂一次电池研发，核心技术迈入行业先进水平.....	2
1.3 营收规模稳步扩张，盈利能力.....	3
2 锂锰电池为锂一次电池主流，新兴行业带来全新增长空间	5
2.1 锂一次电池性能卓越，市场规模稳定增长.....	5
2.2 锂锰电池为锂一次电池主流，下游新兴市场崛起加速行业发展.....	8
2.3 锂一次电池全球竞争格局稳定，国内市场集中度小幅提升.....	13
3 技术高筑产业护城河，扩产打开上行空间	15
3.1 坚持自主研发，核心技术人员经验丰富.....	15
3.2 深耕锂一次电池领域，客户资源丰富且稳定.....	17
3.3 锂带为主要原材料，锂价回落增厚公司利润空间.....	18
3.4 大力扩产打开上行空间，锂铁电池有望成为第二成长曲线.....	19
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 相对估值.....	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	2
图 3: 公司主要产品的应用领域	3
图 4: 家居建筑领域具体应用场景	3
图 5: 2019-2024Q1 公司营业总收入及增速	3
图 6: 2019-2024Q1 公司归母净利润及增速	3
图 7: 2019-2023 年公司主营业务收入应用领域区分情况	4
图 8: 2019-2023 年公司主营业务收入按地区构成情况	4
图 9: 2019-2024Q1 年公司毛利率及净利率情况	5
图 10: 2019-2024H1 年碳酸锂现货价格变动情况	5
图 11: 2019-2024Q1 年公司各项费用率	5
图 12: 电池行业的主要分类	6
图 13: 锂一次电池行业产业链状况	6
图 14: 2013-2022 年全球锂一次电池市场规模	7
图 15: 2013-2022 年中国锂一次电池市场规模	7
图 16: 2022 年全球锂一次电池分类占比	9
图 17: 2019-2025E 年全球锂锰电池市场规模	9
图 18: 2022-2032E 年全球物联网规模	10
图 19: 2022-2033E 年全球物联网连接数	10
图 20: 2019-2024E 年中国物联网规模	10
图 21: 2019-2025E 年中国物联网连接数	10
图 22: 2017-2022 年智能烟感市场规模	11
图 23: 2019-2024H1 年汽车保有量及新注册登记汽车量	11
图 24: 2019-2024Q1 年中国智能水表行业市场规模	12
图 25: 2024-2030 年中国智能水表行业市场规模预测	12
图 26: 2019-2024E 年中国 RFID 市场规模测算	13
图 27: 2017-2024E 年全球电子价签市场规模	13
图 28: 2022 年部分国家电子价签市场渗透率	13
图 29: 2019.1-2024.5 电池级碳酸锂 99.5% 平均价	19
图 30: 2019-2023 年公司锂锰电池毛利率及同比变化率	19
图 31: 2020-2028E 年全球锌锰电池行业市场规模	20

表 目 录

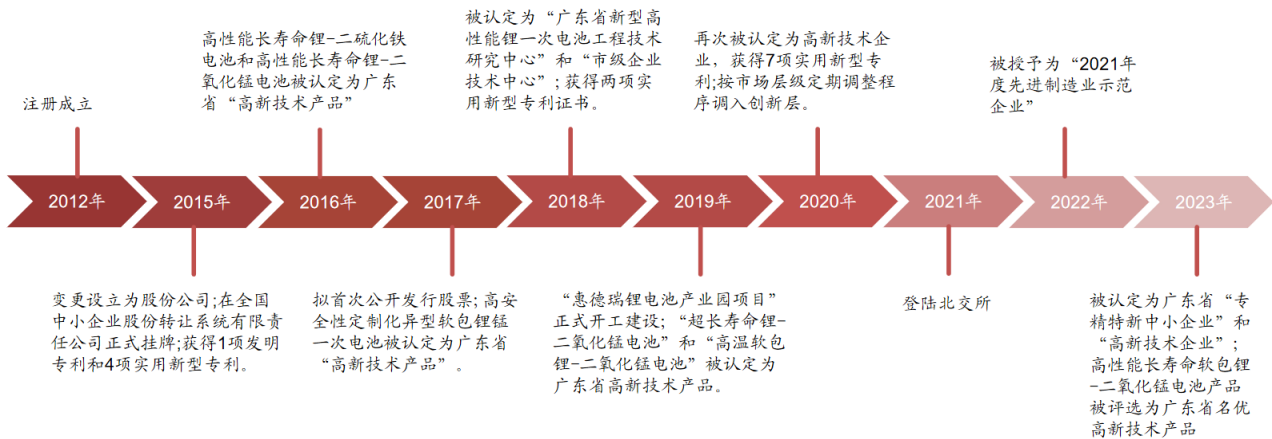
表 1: 公司主要产品及服务构成	2
表 2: 锂一次电池终端客户主要应用场景	7
表 3: 主要法律法规及政策	8
表 4: 全球锂锰电池销售数量和生产商市场份额	14
表 5: 中国锂一次电池行业可比上市公司	15
表 6: 公司研发项目情况	16
表 7: 公司主要核心技术人员	16
表 8: 公司主要产品性能与国标 (GB/T8897.2:2013)、IEC (60086-2:2015) 标准的比较情况	17
表 9: 公司前五大客户情况	18
表 10: 公司与主要美国客户的关税分摊情况以及加征 25%关税前后销售情况	19
表 11: 分业务收入及毛利率	21
表 12: 可比公司估值	21
附表: 财务预测与估值	23

1 锂一次电池领域领军者，盈利能力稳步提升

锂一次电池领军者，注重研发与新技术储备。公司专注于锂一次电池的研发、生产和销售。锂一次电池相比于其他电池，具有能量密度高、使用寿命长、使用温度范围广的良好特性。公司高度重视锂一次电池的新技术研发和储备，“超长寿命锂-二氧化锰电池”、“高温软包锂-二氧化锰电池”和高性能长寿命软包锂-二氧化锰电池等多种产品先后被认定为广东省“高新技术产品”。凭借其优秀的产品与技术，公司获得工信部授予的第三批“专精特新‘小巨人’企业”称号，截至 2023 年末，公司已获得 5 项发明专利和 22 项实用新型专利。公司核心技术逐步迈入行业先进水平，已成为国内圆柱形锂锰电池最大生产商之一，对外逐步树立起高品质锂一次电池制造商的良好品牌形象。

专注锂一次电池研发创新，持续处于行业领先地位。德瑞锂电全称惠州市惠德瑞锂电科技股份有限公司，于 2012 年 5 月 7 日注册成立。2015 年，公司由有限责任公司整体变更设立为股份公司，并于 9 月在全国中小企业股份转让系统有限责任公司正式挂牌；2017 年，公司拟首次公开发行股票；2018 年，公司被认定为“广东省新型高性能锂一次电池工程技术研究中心”和“市级企业技术中心”；2019 年，公司“惠德瑞锂电池产业园项目”正式开工建设；2021 年，公司成为首批登陆北交所的上市公司；2023 年，公司被认定为广东省“专精特新中小企业”和“高新技术企业”。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

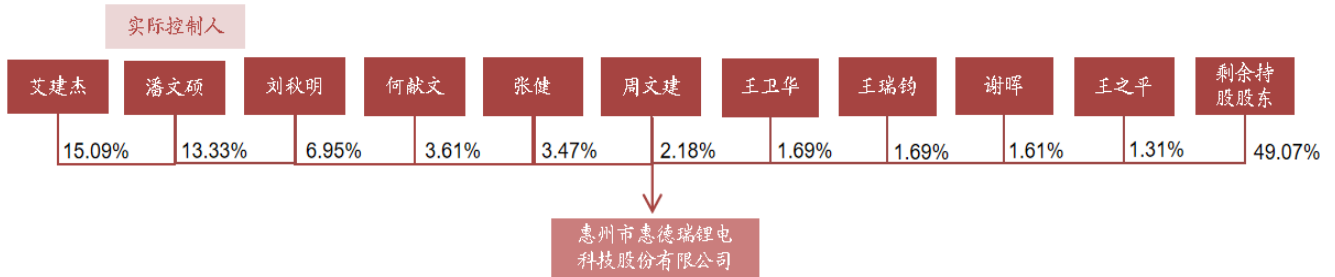
1.1 股权结构稳定，员工共享公司成长

公司股权结构稳定，实际控制人为第二大股东。截至 2024 年 3 月 31 日，潘文硕先生直接持股 13.3%，为公司第二大控股股东、实际控制人。公司其余持股 5%以上的股东包括艾建杰（15.1%）、刘秋明（7.0%）。同时，公司实际控制人潘文硕先生与林菊红、何献文、张健、王卫华 5 人签署《一致行动人协议》，已于 2024 年 4 月 28 日生效，合计持有公司 22.74% 股份。

员工持股计划顺利完成，解锁条件均成就。根据公司公告，公司董事会于 2022 年 11 月 14 日通过了“2022 年员工持股计划”议案，该持股计划设立时持股规模为 200.2 万股，占公司股本总额 2.6%。该员工持股计划参加对象为公司董事（不含独立董事）、

高级管理人员、监事,核心骨干员工及董事会认为需要激励的其他员工,分两批解锁,考核条件为考核期营业收入增长率不低于 15%。第一个锁定期已于 2023 年 12 月 11 日届满,第二个锁定期已于 2024 年 4 月 8 日届满,且解锁条件均成就,各解锁股份数量 100.1 万股,共解锁 200.2 万股,已全部解锁完成。

图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)



数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理

1.2 专注锂一次电池研发, 核心技术迈入行业先进水平

产品应用领域广, 全球市场广受欢迎。公司主要业务为锂锰电池、锂铁电池等锂一次电池研发、生产及销售。作为国内圆柱形锂锰电池最大生产商之一, 公司产品广泛应用于物联网、智能仪器仪表、智能安防、智能家居、GPS 追踪器、RFID 标签等领域, ISO9001、ISO14001、ISO45001、BSCI、Sedex、CE、UL、UN、SGS (RoHS) 等多项认证, 在全球范围内受到广泛欢迎。远销北美、欧洲、亚太等地区, 并与 BRK、HONEYWELL、JABIL、FLEXTRONICS、VARTA、ENERGIZER、博实结、几米物联等国内外知名品牌企业建立了长期稳定的合作关系。

表 1: 公司主要产品及服务构成

业务类别	产品/服务名称	服务内容	图示	应用场景
锂锰电池系列	锂锰柱式电池	用于信号发射仪器/指示灯、智能仪器、烟雾报警器、安全装置、便携设备、照明设备、医疗设备、军用无线仪器、水表/气表/电表、后备电源和弓箭跟踪器等		
	锂锰超薄电池	用于智能仪器、RFID、GPS 系统等		
锂铁电池系列		用于数码相机、便携设备、照明设备、医疗仪器和后备电源等		

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 3：公司主要产品的应用领域



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 4：家居建筑领域具体应用场景



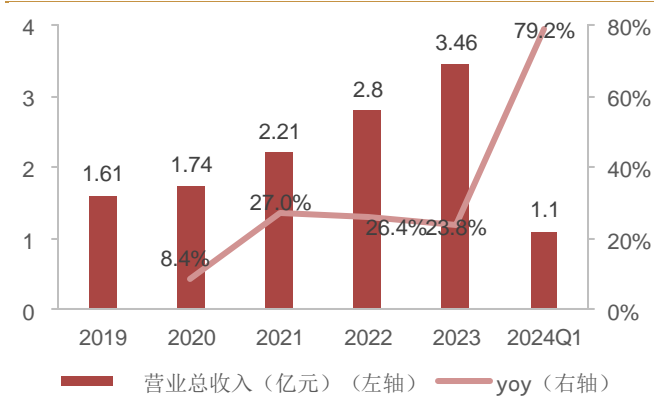
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 营收规模稳步扩张，盈利能力

2024Q1 营收规模和归母净利润迅速增长。 1) 从营收端看，2019-2023 年，公司营业收入由 1.6 亿元增长至 3.5 亿元，年化复合增长率达 19.2%，营收规模稳步增长。2024 年一季度营业收入达到 1.1 亿元，同比增长 79.2%。主要是由于公司业务订单的稳步增长。公司持续加强市场开拓，在深挖现有客户的基础上，积极开发新客户，未来公司营收规模有望持续增长。

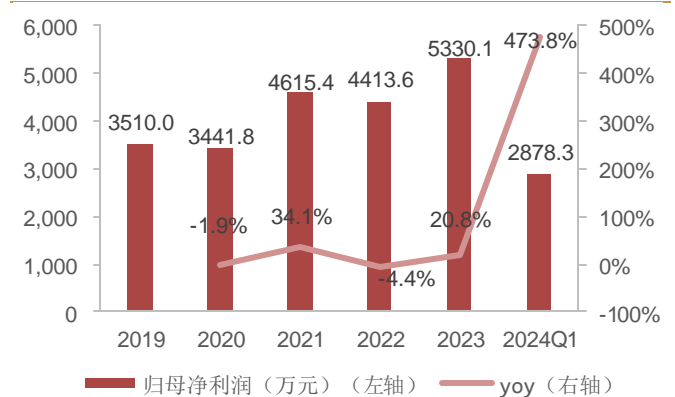
2) 从利润端看，2019-2023 年，公司归母净利润由 3510.0 万元增长至 5330.1 万元，年化复合增长率为 12.0%，整体呈上升趋势。其中，2022 年公司归母净利润有所下降，主要是由于公司销售规模的扩大和主要原材料的价格上涨而导致营业成本的同步上升。根据 iFind，2020-2022 碳酸锂的现货价格由 5.0 万元/吨持续涨至 50.7 万元/吨，涨幅超十倍，到 2023 年年末回落至 9.4 万/吨。2024 年一季度归母净利润达到 2878.3 万元，同比增长 473.8%，主要是受到营业收入上涨、原材料价格回落、美元汇率波动、以及产销规模的扩大的影响。

图 5：2019-2024Q1 公司营业总收入及增速



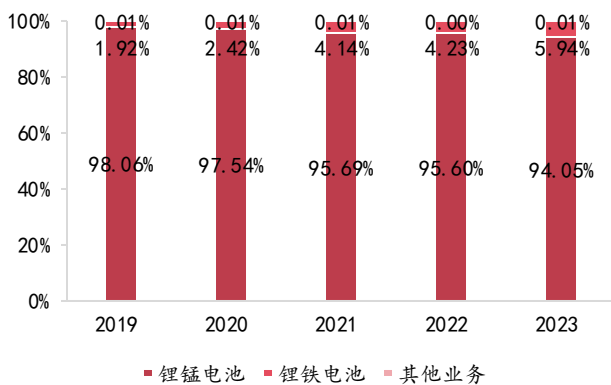
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 6：2019-2024Q1 公司归母净利润及增速

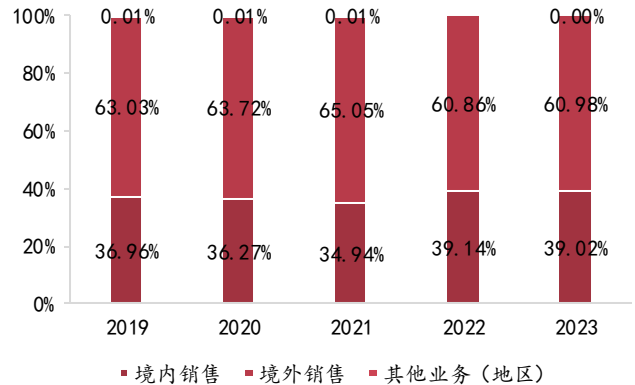


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

锂锰电池占营收九成以上，以境外销售为主。分业务来看，2019-2023 年公司锂锰电池占营收的 94.0% 以上，是公司的核心优势业务。而锂电池业务贡献从 2019 年 1.9% 逐步增长至 2023 年 5.9%，未来存在较大的发展空间。从销售区域来看，公司以境外业务为主。2019-2023 年公司境外收入占主营业务收入的比重超过 60.0%，境内业务比重在逐年增加，由 2019 年 37.0% 增长至 2023 年 39.0%，主要是由于公司电子价签业务的增长和原材料价格上涨所导致的提价。

图 7：2019-2023 年公司主营业务收入应用领域区分情况


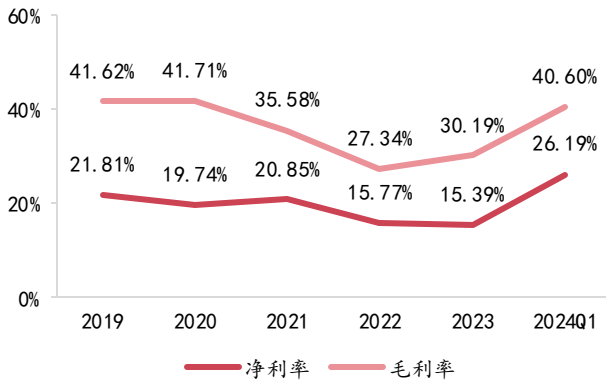
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 8：2019-2023 年公司主营业务收入按地区构成情况


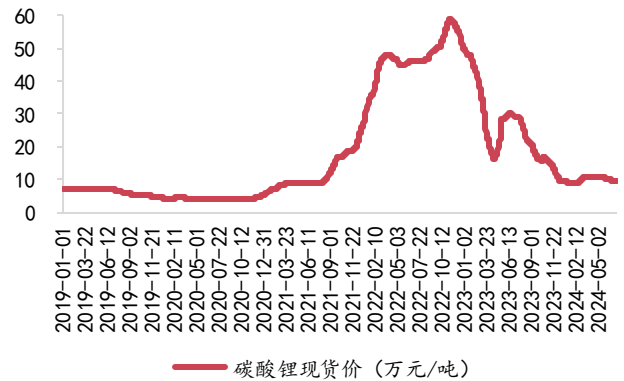
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

3) 盈利水平随原材料价格波动。2019-2023 年公司毛利率总体呈下降趋势，2023 年有所回升。其中，2020-2022 年，公司毛利率由 41.7% 下降至 27.3%，主要系原材料价格大幅上涨、锂电池产业园投入使用导致固定资产折旧、水电费增加及汇率波动等原因。根据 IFind，2020-2022 年碳酸锂价格高涨，由 5.0 万元/吨涨至 50.7 万元/吨，2023 年回落至 9.4 万元。随着原材料价格的回落，2023 年毛利率回升至 30.2%，2024 年一季度毛利率继续升至 40.6%。2019-2023 受原材料价格上涨影响，公司净利率总体呈下降趋势，由 21.8% 降至 15.4%。2024Q1 受益于公司业务的扩张，净利率出现回升，上涨至 26.2%。

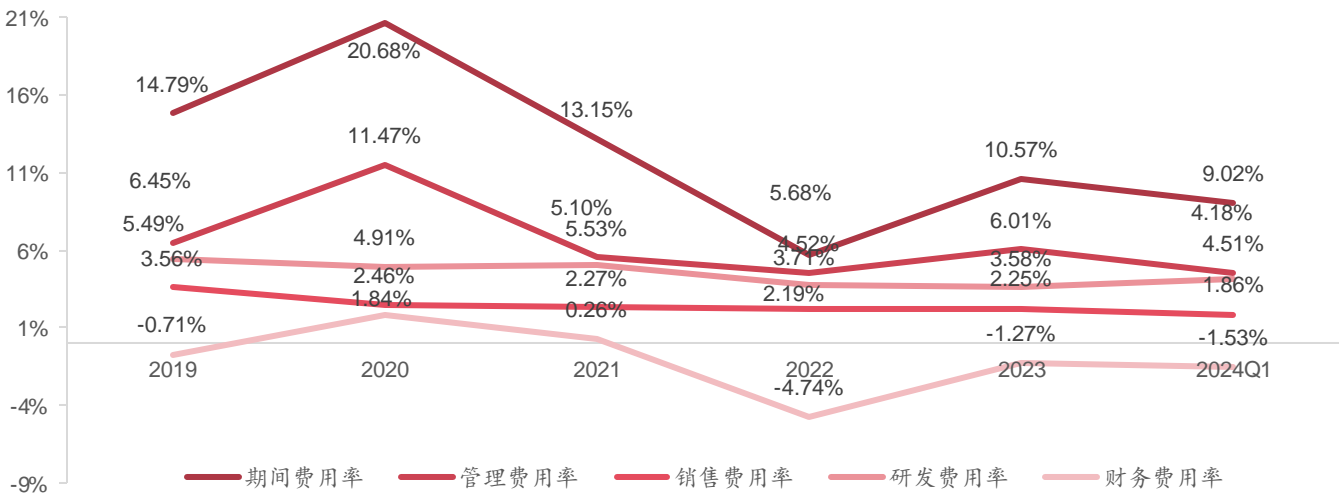
管理费用率和财务费用率波动较大，2019-2024Q1 期间费用率整体呈下降趋势，2023 年小幅上升。其中，2019-2022 年公司费用率整体较为平稳，但 2020 年出现异常，主要是受到管理费用率和财务费用率增幅影响。其中，2020 年管理费用率出现较高值 11.5%，主要是由于 2020 年定向发行股票产生股份支付费用导致管理费用较高，财务费用率主要受到由于汇率波动的影响。2023 年公司整体费用率有所上升至 10.6%，主要是由于美元汇率波动和本期分摊的员工持股计划的股份支付费用较上期增加所致。2024 年一季度受美元汇率波动带来汇兑收益增加的影响，整体费用率降至 9.0%。

图 9：2019-2024Q1 年公司毛利率及净利率情况


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 10：2019-2024H1 年碳酸锂现货价格变动情况


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 11：2019-2024Q1 年公司各项费用率


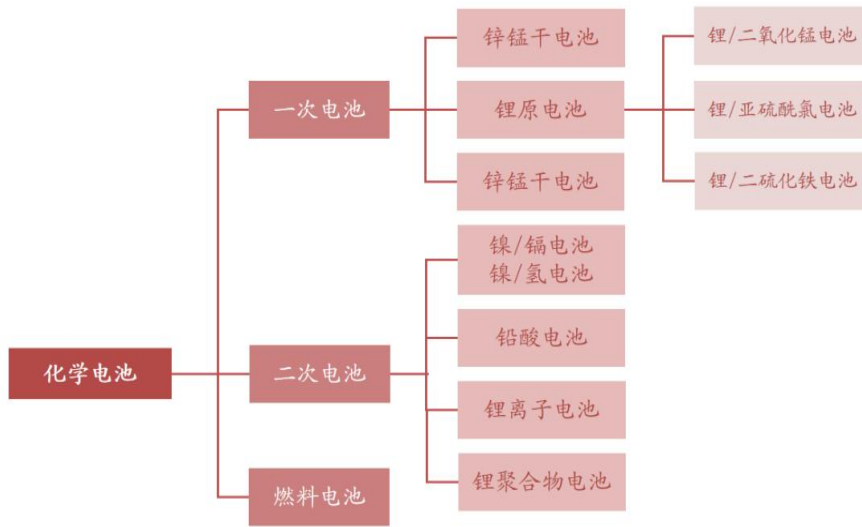
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 锂锰电池为锂一次电池主流，新兴行业带来全新增长空间

2.1 锂一次电池性能卓越，市场规模稳定增长

锂一次电池包括锂锰电池、锂亚电池和锂铁电池。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，是指电极反应不可逆，可连续或间歇放电，放电后不能充电复原的电池，主要包括锌锰电池、碱锰电池和锂一次电池等，其中锂一次电池又根据材料不同主要分为锂锰电池、锂亚电池和锂铁电池等。二次电池也叫蓄电池，是指电极上进行的反应都是可逆的，可以通过充电方法使活性物质复原，从而获得再生放电的能力，实现多次充放电循环使用的电池。

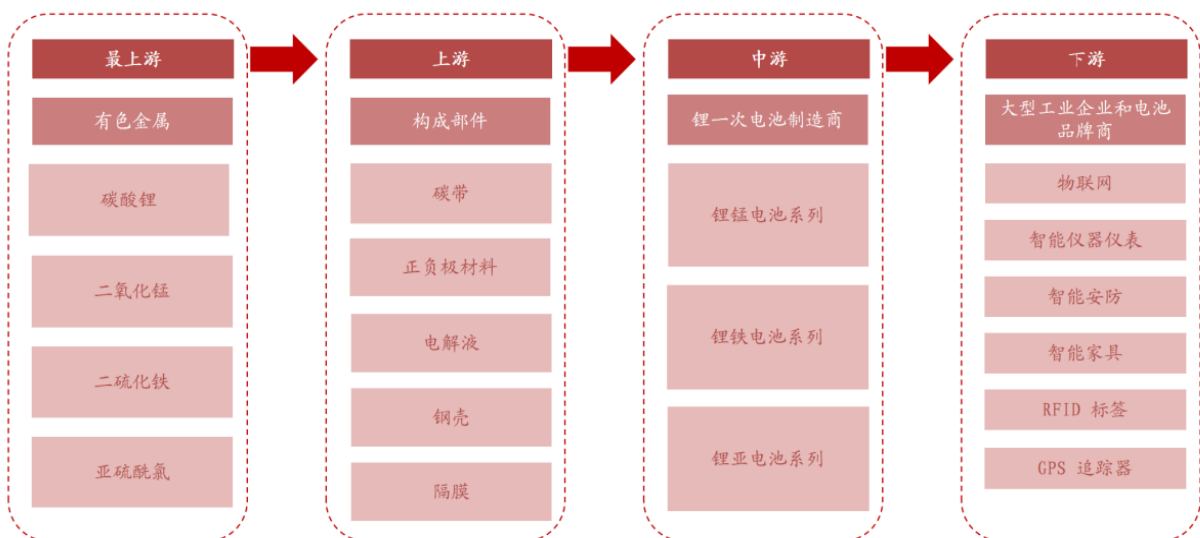
图 12：电池行业的主要分类



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

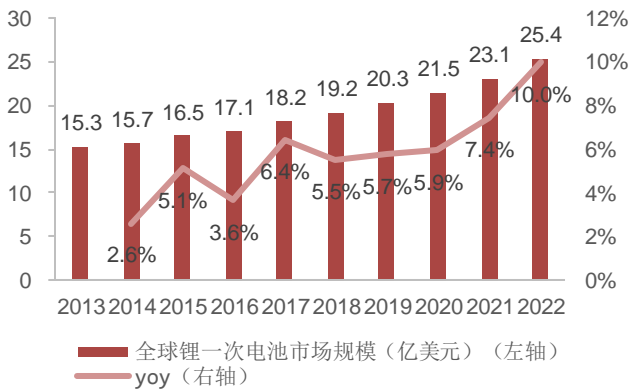
锂一次电池产业链条成熟，涉及行业范围多应用领域广。锂一次电池产业涉及最上游原料、上游构成部件、中游整体生产、下游消费市场四个链条。公司主营业务为锂一次电池，该产品属于锂电池行业产业链中游的细分行业。锂一次电池行业的上游为有色金属、化工产品等行业，具体包括锂带、二氧化锰、二硫化铁、亚硫酰氟、钢壳、隔膜、电解液等材料，下游企业主要为大型工业企业和电池品牌商，覆盖医疗、工业、民用市场及航空航天及国防市场等行业，广泛应用于物联网、智能仪器仪表、智能安防、智能家居、GPS 追踪器、RFID 标签等领域。近年来，随着行业的不断发展和技术的逐渐成熟，锂一次电池产业链条不断完善拓展。全球范围内的企业凭借自身的比较优势参与到锂电池产业链的竞争中，锂一次电池产业得到快速发展。

图 13：锂一次电池行业产业链状况

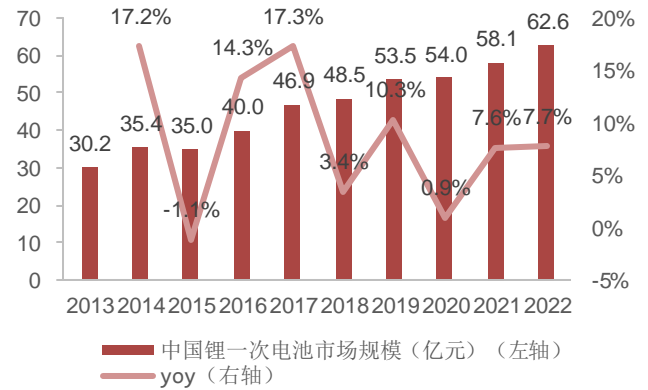


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

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性,市场规模不断增长。锂一次电池提供的高能量密度相当于碱性电池的三倍;同时其使用寿命通常至少有5年以上;可以适应各种极端的大气条件,能够在零下55摄氏度至120摄氏度的温度范围内工作。正是由于锂一次电池的固有特性及良好性能,下游产业应用领域广泛,行业市场规模不断增长。2013-2022年,全球锂一次电池市场规模由15.3亿美元稳健增长至25.4亿美元(约人民币184.4亿元),国内锂一次电池市场规模由30.2亿元持续增长至62.6亿元,未来发展前景乐观。

图 14: 2013-2022 年全球锂一次电池市场规模


数据来源: FROST&SULLIVAN, 亿渡数据, 西南证券整理

图 15: 2013-2022 年中国锂一次电池市场规模


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

表 2: 锂一次电池终端客户主要应用场景

终端客户类别	终端客户主要应用场景
航空航天和国防	通讯系统、GPS、夜视镜、个人用便携设备、导弹发射器、航空器探测仪、应急无线通信、热视系统
医疗设施	起搏器、除颤器、血糖仪、红外测温仪、数字血压计、注射泵、脉搏血氧仪、便携式自动体外除颤器(AEDs)、便携式手术设备
工业	智能仪表、RFID 标签、无匙门禁系统、救生衣系统、表计读取 仪器包括水表、智能电表和表计自动读取仪器、离岸油气探测 仪表、远程信息处理系统、遥控仪表监控仪、保密设备和其它 民用电子设备
终端消费者	计算机包括音视频存储备份、时钟、电子装置诸如 PDA、相机、 计算器、手表、专业运动和时间跟踪的便携计时器、 赌博机、 称重仪、遥控器、视频游戏中的无线操纵杆, 等等
其它	其它应用, 包括自动化、安全和保密系统、资产追踪系统、感应器, 和其它锂电池专业应用

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

行业政策利好, 有助于产业发展。随着锂一次电池行业不断发展, 近年来, 国家多次在纲领性文件中体现对锂一次电池的重视与扶持, 为行业发展提供了良好的外部环境。随着下游应用市场利好政策频出, 锂一次电池未来市场应用空间不断拓展, 有利于行业生态环境优化和企业的快速发展。

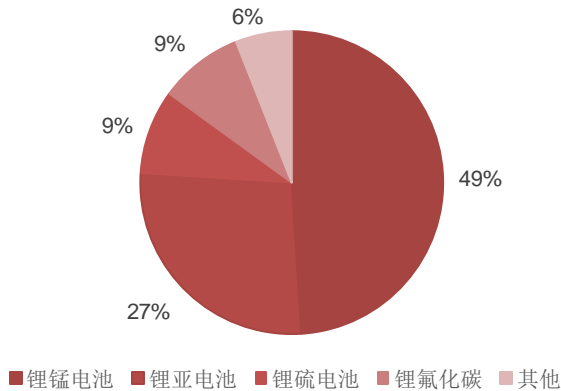
表 3：主要法律法规及政策

名称	颁布单位	颁布时间	内容
《轻工业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	2023 年 7 月	提到电池领域，要加快铅蓄电池、锂离子电池、原电池等领域关键技术及材料研究应用。大力发展高安全性锂离子电池、铅炭电池、钠离子电池等产品，扩大在新能源汽车、储能、通信等领域应用。
《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	国家发展和改革委员会	2021 年 7 月	指出要坚持储能技术多元化，推动锂离子电池等相对成熟新型储能技术成本持续下降和商业化规模应用，实现压缩空气、液流电池等长时储能技术进入商业化发展初期，加快飞轮储能、钠离子电池等技术开展规模化试验示范，以需求为导向，探索开展储氢、储热及其他创新储能技术的研究和示范应用。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发展和改革委员会	2019 年 10 月	明确规定将“新型锂原电池”再次被列为鼓励类产业；“城市智能视觉监控、视频分析、视频辅助刑事侦察技术设备”、“智能安防，视频图像身份识别系统”等列入“第一类鼓励类”。
《中国化学与物理电源（电池）行业“十三五”发展规划》	中国化学与物理电源行业协会	2017 年 2 月	提出继续支持关键材料与关键设备的关键技术攻关，尽快完善锂原电池产业链建设，支撑锂原电池产业与产品升级以及成本降低；发挥我国在锂原电池研究方面的优势（成果、人才队伍、国家经费支持等），突破锂原电池关键技术。
《轻工业发展规划（2016-2020 年）》	工业和信息化部	2016 年 7 月	重点发展新型一次电池、新型铅蓄电池、新能源汽车用动力电池和燃料电池。
《电池行业清洁生产评价指标体系》	国家发改委、生态环境部、工业和信息化部	2015 年 12 月	指出为指导和推动电池企业依法实施清洁生产，提高资源利用率，减少和避免污染物的产生，保护和改善环境。规范了包括铅蓄电池、锌系列电池、镉镍电池、氢镍电池、锂离子电池、锂原电池生产企业的清洁生产评价指标。

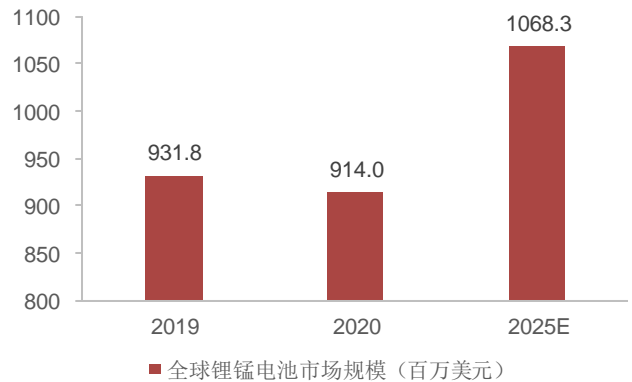
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.2 锂锰电池为锂一次电池主流，下游新兴市场崛起加速行业发展

锂锰电池是全球用量最大、市场范围最广阔的锂一次电池，市场规模有望突破十亿美元。锂锰电池至今已有近 50 年的发展历史，是目前全球市场中用量最大、市场范围最广的锂一次电池。根据《Global Primary Lithium Battery Market, Forecast to 2022》中提到，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，其中锂锰电池占比达到 49%，且增速超过其他类别产品。在产品性能上，锂锰电池在工作电压、放电性能、安全性、环保等方面有着突出的优势，短期内被其他电池替代可能性较小，主要用于物联网、智能仪器仪表、智能安防、智能家居、GPS 追踪器、RFID 标签等领域。根据《Global Lithium Manganese Dioxide Battery (Li/MnO₂) Market 2020 by Manufacturers, Regions, Type and Application, Forecast to 2025》中预测数据，全球锂锰电池市场规模未来将快速增长，预计从 2020 年 9.1 亿美元增长至 2025 年的 10.7 亿美元，年复合增长率达 2.3%。

图 16：2022 年全球锂一次电池分类占比


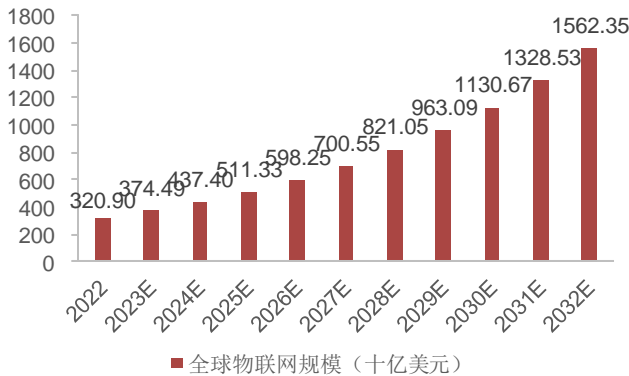
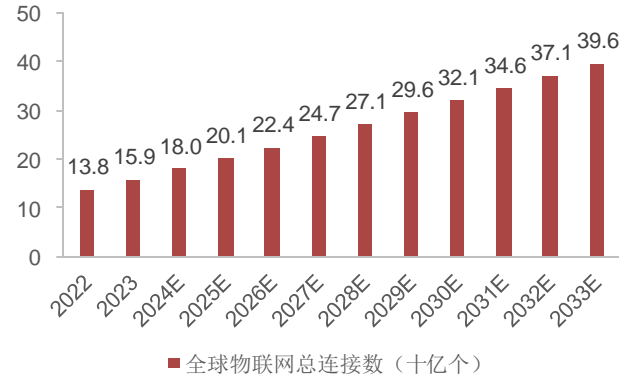
数据来源：《Global Primary Lithium Battery Market, Forecast to 2022》，公司招股说明书，西南证券整理

图 17：2019-2025E 年全球锂锰电池市场规模


数据来源：Global Lithium Manganese Dioxide Battery (Li/MnO₂) Market 2020 by Manufacturers, Regions, Type and Application, Forecast to 2025，公司招股说明书，西南证券整理

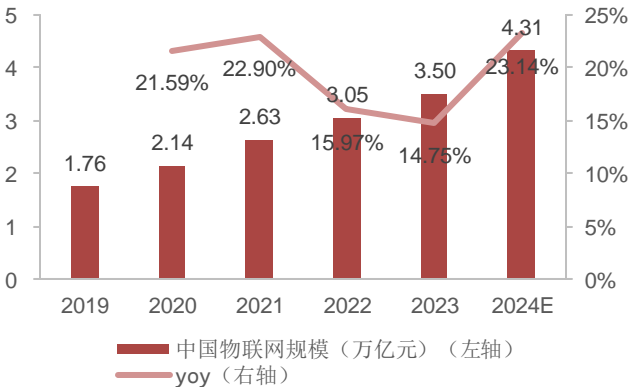
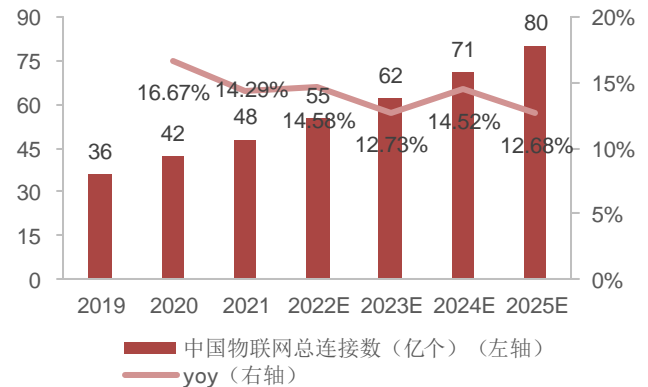
锂锰电池的传统应用领域需求稳定，锂锰电池较难替代其他锂一次电池。锂一次电池的传统应用领域为航空航天、国防军工、医疗器械、工业和民用消费品等市场。由于特定应用场景需要特定性能的电池产品与之匹配，下游行业对锂一次电池的需求较为稳定。根据 FROST&SULLIVAN，2020 年全球锂一次电池销售收入达到 21.5 亿美元，2022 年达到 25.4 亿美元，年复合增长率为 7.8%。在传统应用市场，锂锰电池替代其他一次电池可能性较小。少数传统应用场景因锂锰电池产品性能的改善，可替代其他电池。例如在军事领域，随着锂锰电池在低温条件下的性能不断改善，其军%事用途范围也开始逐渐扩大。早在 2009 年，美国 Ultralife 公司就开发出了军事领域可替代锂亚、锂硫电池的锂锰电池。

国内外物联网市场规模不断扩张，新兴行业为锂锰电池提供增长新动能。物联网，即物物相连的物联网，是将无线连接和各类智能传感器相结合并搭配微控制器实现设备的联网。在应用方面，物联网作为一个大趋势，并不是独立存在的一种新行业，而是与不同领域的传统行业深度结合，形成“物联网+”的新业态、新模式。根据 Precedence Research 数据，2022 年全球物联网规模为 3209.0 亿美元，预计到 2032 年将增长到 15623.5 亿美元，2023-2032 年期间复合增长率达 15.4%。根据 Statista 的数据显示，2022 年全球物联网总连接数达到 138.0 亿，预计到 2033 年将达到 396.0 亿，2023-2033 年期间年复合增长率达 10.1%。根据中商产业研究院数据，预计到 2025 年我国物联网连接数全球占比将高达 36.0%，2020 年我国的物联网连接数 42.0 亿，2025 年预计将达到 80.0 亿，年复合增长率 14.2%。物联网的快速发展对物联网终端电能供应方案的放电性能、稳定性、安全性、可靠性等提出了新的更高要求，锂锰电池的应用将更加广泛。

图 18: 2022-2032E 年全球物联网规模

图 19: 2022-2033E 年全球物联网连接数


数据来源: Precedence Research, 西南证券整理

数据来源: Statista, 西南证券整理

图 20: 2019-2024E 年中国物联网规模

图 21: 2019-2025E 年中国物联网连接数


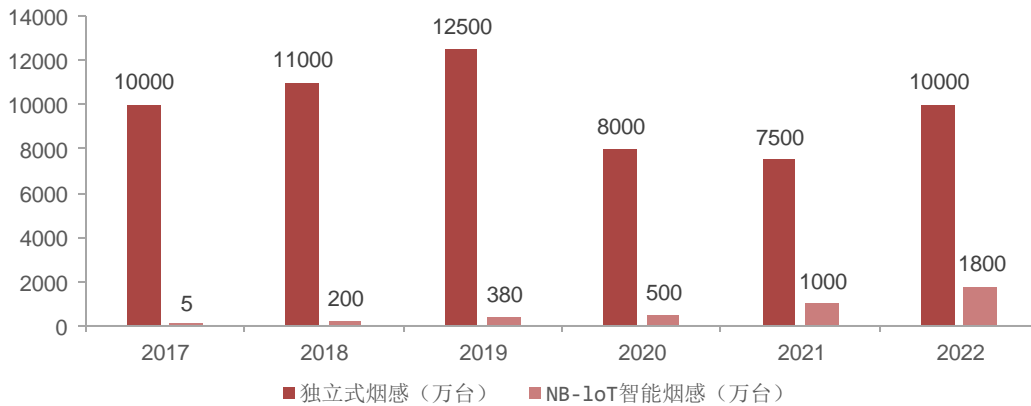
数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

2.2.1 智能安防市场

社会安防意识大幅提升, 计算机信息技术、物联网技术与安防领域融合趋势显著。随着国内国民经济的稳步提升和社会发展趋于发达, 社会消防安全意识的也大幅提升, 国家和地方政策也在推进相关安防领域建设。以智能烟感器为例, 我国地方法规对安装火灾报警设施的要求在逐步提高, 深圳市、浙江省、上海市等地都先后推出相关法规。根据 5G 产业联盟和公司招股说明书的数据显示, 全国大约有 4 亿套存量住宅, 平均一个街道派出所辖区的小场所数量超过 600 个, 合计大约有 3.5 亿个小场所。对于政府买单的小场所, 未来智能烟感的年需求量约为 5000 万台。

锂锰电池是智能烟感器未来能源供应首选, 需求有望随着智能烟感器的普及而增长。智能烟感器的主要组成部分为硬件系统、软件系统及管理系统。其中电池的选择是独立式智能烟感器制造中一个非常重要的环节, 因为电池是决定产品生命周期的关键因素。随着 NB-IoT 低压芯片的推出, 以及 PCB 电路设计的优化, 3V 锂锰电池成为 NB-IoT 智能烟感的首选。根据公司招股说明书, 目前智能烟感器中主流的电池选择有两种: 1) 通信部份采用锂锰电池+感烟部分采用碳性电池; 2) 仅用一节锂锰电池同时为通信部分和感烟部分供电。从成本上判断, 未来锂锰电池会成为智能烟感器能源供应的首选, 需求也会随着智能烟感器的广泛使用而持续增长。

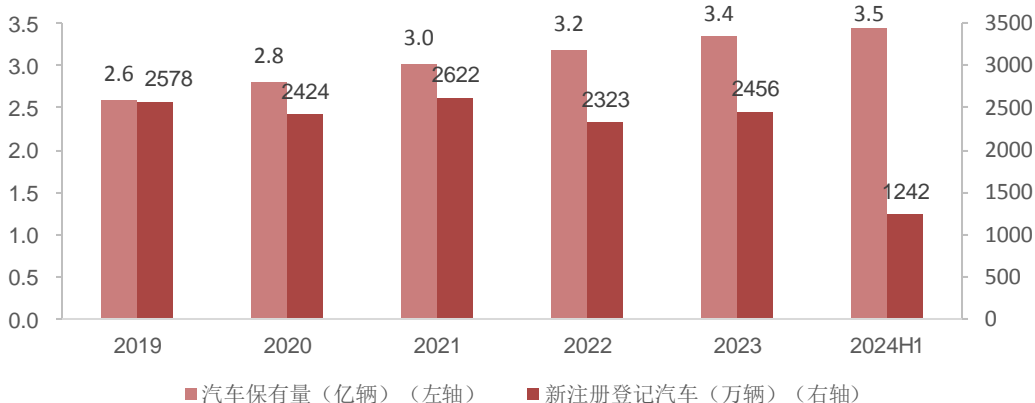
图 22：2017-2022 年智能烟感市场规模


数据来源：5G 产业联盟，公司招股说明书，西南证券整理

2.2.2 汽车追踪器市场

国内汽车市场保有量巨大，汽车追踪器市场规模逐年增长。根据公安部统计数据，全国汽车保有量由 2019 年的 2.6 亿增长至 2023 年的 3.5 亿辆，新注册登记汽车稳定在每年 2500.0 万辆左右。截至 2024 年 6 月底，全国已有 96 个城市的汽车保有量超过 100 万辆，其中 43 个城市超 200 万辆，26 个城市超 300 万辆，成都、北京、重庆超过 600 万辆，上海、苏州、郑州超过 500 万辆。由此可见，汽车市场的保有量巨大，汽车追踪器终端设备与此相匹配，市场需求量同样巨大。

基于大电流、安全性能强等特点，锂猛电池是汽车追踪器可靠的能源提供方式。电池作为汽车追踪定位器的能源提供方式，其决定追踪定位器的使用寿命、通信信息传递的持续性及稳定性，在整个汽车追踪定位器的部件中占据重要的地位。相比 LTE Cat.1，NB-IoT 技术拥有能耗低、使用寿命更长的特点。采用 NB-IoT 技术的追踪器终端设备通常采用锂一次电池。根据公司招股说明书，目前采用的锂一次电池方案主要有：1) 锂亚电池+电容；2) 锂猛电池。因为“锂亚电池+电容”的方案存在有安全隐患、电池不稳定等问题，而锂猛电池在使用上有更多优势，所以在 NB-IoT 技术作为 5g 技术标准的背景下，锂猛电池需求有望随着汽车追踪器市场的快速发展而增长。

图 23：2019-2024H1 年汽车保有量及新注册登记汽车量


数据来源：公安部，西南证券整理

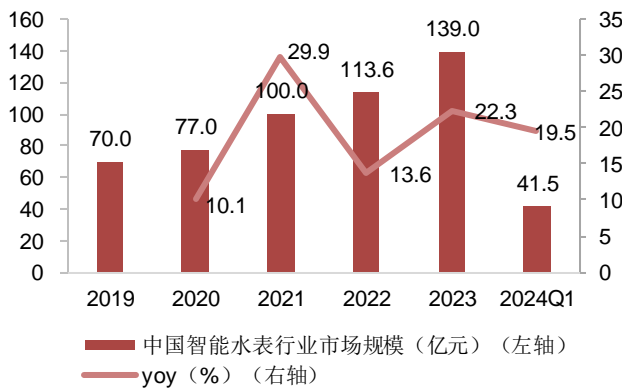
2.2.3 智能表计市场

我国当前智能表计整体渗透率偏低，但已进入高速发展期，以智能水表为例：

我国智能水表行业自 2021 年起进入高速发展期，2030 年我国智能水表行业市场规模有望突破 400 亿元。在国家政策大力支持智能水务领域发展和城镇化进程加速推进的大背景下，我国智能水表在 2021 年迎来了发展里程碑，市场规模高达 100.0 亿元。根据智研瞻产业研究院数据，2019 年中国智能水表行业市场规模 70.0 亿元，2024 年 Q1 中国智能水表行业市场规模 41.5 亿元，同比增长 19.5%。随着我国对水资源管理和节能减排政策的持续加强，我国智能水表产量和市场规模稳步增长的趋势预计将得以持续。物联网、大数据、人工智能等前沿技术的不断突破也将赋予智能水表更加丰富的功能和更高的智能化水平。根据智研瞻产业研究院数据，2024-2030 年中国智能水表行业市场规模增长率在 15.8%-19.5%，2030 年中国智能水表行业市场规模 434.0 亿元，同比增长 15.8%。

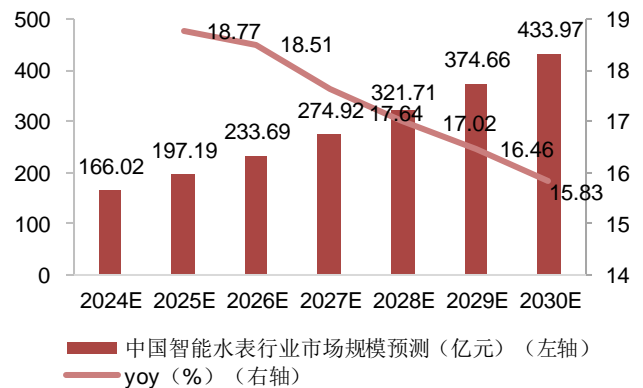
基于诸多优越特性，锂锰电池有望成为未来智能水表的主要能源提供方式。目前智能燃气表的主要能源供应方式有锂锰电池、锂亚电池以及干电池。根据公司招股说明书，与锂亚电池相比，锂锰电池拥有长期稳定低内阻、大电流脉冲能力、剩余容量可检测、可靠性优异、安全无毒等优越特性，未来有望跟随智能水表市场规模的扩大而增长。

图 24：2019-2024Q1 年中国智能水表行业市场规模



数据来源：智研瞻产业研究院，西南证券整理

图 25：2024-2030 年中国智能水表行业市场规模预测



数据来源：智研瞻产业研究院，西南证券整理

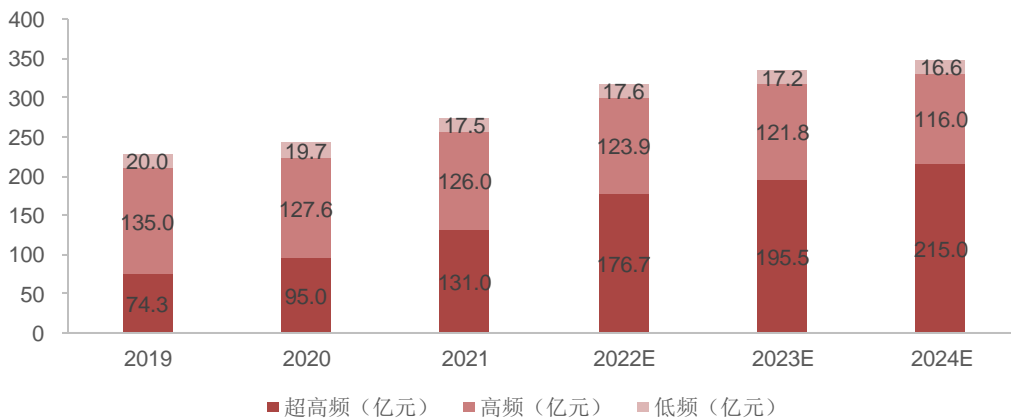
2.2.4 智能标签市场

国内电子价签渗透率仍处低位，市场规模有望快速增长。RFID (Radio Frequency Identification) 即射频识别，是物联网的核心关键技术之一。根据头豹研究院数据，2024 年中国 RFID 市场规模有望达到 347.6 亿元，2020 年至 2024 年期间 CAGR 约为 8.7%。RFID 智能标签中的电子货架标签在近年来发展尤为迅速。在 2016 年“新零售”概念问世以及门店数字化需求提升后，电子价签成为我国零售业的新宠。根据沙利文数据，中国电子价签出货量从 2016 年约 200 万片增长至 2020 年约 800 万片，复合年均增长率高达 41.4%。未来，中国电子价签出货量有望保持高速增长，预计到 2025 年将增长至 2000 万片，2020 年至 2025 年期间复合年均增长率约为 20.1%；中国电子价签市场规模(以出货量统计的零售额)从 2016 年约 1.5 亿元增长至 2020 年约 4.0 亿元，复合年均增长率约为 27.8%。未来几年，电子价签在现有门店的渗透率逐步提高以及零售门店数量的稳步增长，市场需求量有望继续增长，以及在技术进步和智慧场景的协力推进之下，电子价签将逐步被应用在越来越多的领域，电

子价签市场规模有望恢复并持续保持快速增长。预计到 2025 年，中国电子价签市场规模将增至 8.8 亿元，2020 年至 2025 年期间复合年均增长率约为 17.1%。

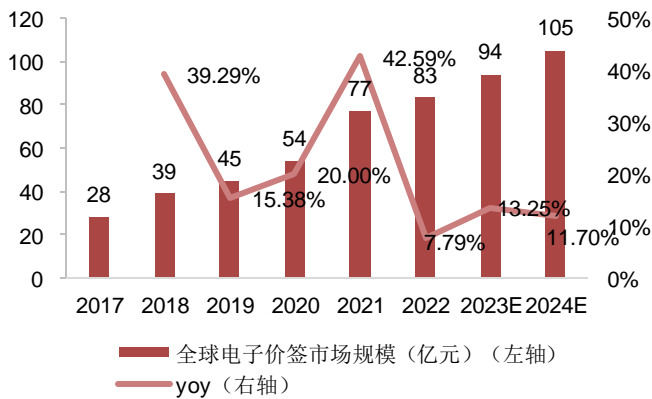
锂锰一次电池为电子价签主电源，大尺寸、彩色显示电子价签的需求提升将拉动锂锰软包电池市场规模增长。根据公司调研公告和力佳科技招股说明书，目前主流的电子价签主要采用锂锰扣式和软包电池。随着电子价签领域的发展，大型连锁超市、家电卖场等终端客户对大尺寸、彩色显示的电子价签需求逐步提升，锂锰软包电池在满足电子价签功能方面具有一定的优势，未来将被更多使用在电子标签上，市场规模有望快速扩大。

图 26：2019-2024E 年中国 RFD 市场规模测算



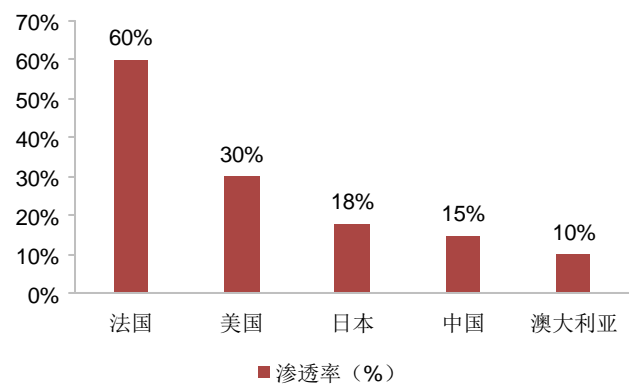
数据来源：头豹研究院，西南证券整理

图 27：2017-2024E 年全球电子价签市场规模



数据来源：观研报告网，西南证券整理

图 28：2022 年部分国家电子价签市场渗透率



数据来源：观研报告网，西南证券整理

2.3 锂一次电池全球竞争格局稳定，国内市场集中度小幅提升

全球锂锰电池制造商相对固定，竞争格局稳定。由于锂原电池行业具有较高的技术壁垒，经过多年的发展，市场主要的锂原电池制造商数量相对固定，行业竞争格局相对稳定。全球范围来看，日立万胜、美国劲量、日本松下、帅福得、金霸王等国际知名锂电品牌企业生产规模大，生产设备和制造工艺水平高，占据了主要的市场份额。根据 GIR 关于 2019 年全球锂锰电池收入和生产商市场份额的统计数据，公司市场占有率约为 3.0%，位列全球锂锰电池生产厂商第八名，全球前八名锂锰电池生产企业市场份额占比约 60.0%。

表 4：全球锂锰电池销售数量和生产商市场份额

排名	公司名称	主营业务	行业地位	2019 年锂锰电池市场份额 (百万件)
1	日立万胜 (Hitachi Maxell)	产品包括一次电池、二次电池、镜头单元以及光学元器件等	1960 年成立，是日本第一家研发生产碱性电池的企业，在纽扣电池行业占有绝对领军地位	178.2
2	日本松下 (Panasonic)	产品包含消费电子产品、电子零件、电工零件（如插座盖板）、半导体等	2021 年《财富》世界 500 强第 154 位	119.5
3	美国劲量 (Energizer)	电池的研发、生产、销售，产品包含碱性电池、碳性电池、镍氢充电电池、一次性锂电池、特殊电池和照明设备	成立于 1896 年，现为美国上市公司，是全世界最大的干电池与便携式照明设备制造商之一。	107.3
4	金霸王 (Duracell)	高品质碱性电池，特殊型号电池及可充电电池的制造商	1940 年成立于美国，电池行业的国际性龙头企业之一	75.8
5	帅福得 (Saft)	镍镉电池（工业应用）生产和一次性锂电池（广泛应用于许多终端市场）生产	有超过一百年的行业经验，是世界先进高科技工业电池的设计及制造商	75.2
6	亿纬锂能 (Eve)	消费电池（包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池）、动力电池（包括新能源乘用车电池及其电池系统）和储能电池的研发、生产和销售。	公司先后被认定为国家知识产权优势企业、国家知识产权示范企业等系列荣誉，2023 年 1-6 月，亿纬锂能锂电电芯出货量位列全球第三名。	69.8
7	富士通	服务器、存储设备等平台产品、流通领域终端设备、零售领域终端设备、金融终端设备、软件开发及支持、咨询及系统集成业务等。	1935 年创立于东京，日本排名第一的 IT 厂商，全球第四大 IT 服务公司，全球前五大服务器和 PC 机生产商。	66.1
8	德瑞锂电	锂锰电池、锂铁电池等锂一次电池产品的研发、生产和销售	2012 年注册成立，全国圆柱形锂锰电池最大生产商之一	36.5
9	昊诚电池股份有限公司	锂亚电池、锂锰电池、电池电容器（UPC）等锂一次电池研发、生产及销售	2004 年注册成立，省级专精特新企业	21.7
10	飞世龙 (Vitzrocell)	研发、涉及、制造、服务于电力系统的一二次设备、自动控制系统设备、数字多媒体系列设备、监控设备、网络终端设备及信息通讯设备。	1968 年在韩国成立，是韩国电力设备制造行业中的品牌企业，占主导地位。	16.3
11	Ultralife	提供从便携式电源解决方案到通讯与电子系统等一系列的产品与服务。设计、生产、组装和维护电力通讯系统，包括可再充电和不可再充电电池、收费系统、通讯及电力系统及辅助程序，以及定制化工程系统。	1990 年在美国成立，在其 Ultralife 电池、McDowell Research、AMTITM 和 ABLETM 品牌市场内有很高的知名度。	16.3

数据来源：GIR, IFind, 公司招股说明书, 亿渡数据, 西南证券整理

国内锂一次电池市场集中度小幅提升。锂锰电池作为应用最广泛的锂一次电池，其市场格局状况与锂一次电池市场密切相关。公司是国内锂锰圆柱形电池最大生产商之一。目前可查询到公开资料的国内锂锰电池制造商有亿纬锂能（300014.SZ）、鹏辉能源（300438.SZ）、力佳科技（835237.OC）等上市公司。其中亿纬锂能锂一次电池业务以生产锂亚电池为主，鹏辉能源以生产锂二次电池为主，锂一次电池占比较小；力佳科技主要生产锂锰扣式电池，与公司产品的应用场景差异较大。根据 IFind 关于企业锂原电池销售收入统计数据，以及智

研咨询关于国内锂源市场规模统计数据，推算出 2019 年四家上市公司市占率合计 44.9%，2022 年市占率上升至 48.4%，市场集中度小幅提升。

表 5：中国锂一次电池行业可比上市公司

公司名称	主要锂一次产品	主要客户	2022 年总营收 (亿元)	2022 年锂一次电池 营收 (亿元)	2022 年锂一次电池 毛利率 (%)	市占率 (%)
亿纬锂能 (300014.SZ)	锂亚电池、锂锰电池及 电池电容器,以锂亚电 池为主	林洋能源、科陆电子、海兴 电力等国内智能电表龙头 公司	363.0	21.5	34.7	34.3
鹏辉能源 (300438.SZ)	锂锰电池、锂铁电池	广立登、劲量、京东方、金 霸王、捷普	90.7	2.7	18.0	4.3
德瑞锂电 (833523.BJ)	锂锰电池及锂铁电池, 其中锂锰电池包括锂 锰圆柱形电池及锂锰 软包电池	VARTA、BRK, VITZROCELL、AJAX、轻 松表计	2.8	2.8	27.3	4.5
力佳科技 (835237.BJ)	锂锰电池及锂氟化碳 电池。其中锂锰电池主 要为锂锰扣式电池	阿里巴巴、 V-POWERTECHLIMITED 、移为通信、比苛电池、魔 方电子	3.4	3.4	27.5	5.4

数据来源: IFind, 西南证券整理。*其中鹏辉能源为综合毛利率, 包括锂离子电池和锂一次电池

3 技术高筑产业护城河，扩产打开上行空间

3.1 坚持自主研发，核心技术人员经验丰富

坚持自主研发，聚焦产品性能提升、新产品开发和自动化。公司从创立之初即坚持自主研发，并致力于相关技术的产业化。经过多年的发展和完善，公司已形成一套完整的研究、开发和创新体系。公司的核心技术研发重点聚焦在产品性能提升、新产品开发(新应用场景、使用要求)和自动化三个方面：

产品性能提升方面，公司已开展高可靠性锂-二氧化锰电池的研发和高可靠性锂-二硫化铁电池的研发，提升电池 10 年储存期内的使用可靠性，达到国际领先电池水平，全面满足该类市场需求；

新产品方面，公司针对新兴应用场景变化需求进行了大量技术储备，如能烟感器领域的“安防用 9V 锂电池组的开发与产业化”、“容量改善型 9V 锂电池组的研究”、“超长寿命锂-二氧化锰电池的研发”等；智能仪表领域的“智能水表专用防水锂-二氧化锰电池的研发”、“低温安全型锂-二氧化锰电池的研究及产业化”、“NB-IoT 用大容量电池的开发”等；电子价签领域的“小型电子价签卡电池的研发”、“冷链用电子价签卡电池的研发”等；

自动化方面，公司持续优化生产工艺及制备水平，增强产品竞争力。公司在多个制造环节进行工艺优化，例如在正极极片的生产过程中，公司在传统的正极制片工艺(挂网工艺)的基础上完成新工艺(拉浆工艺)的研发，提高了产品的一致性和原材料的使用效率。在注液过程中，公司使用了独特的电解液配方体系，在采用铝网相关工艺的情况下，保证了

产品的安全性及稳定性。此外，公司也非常重视生产设备自动化水平，因为其是产品稳定性和一致性的重要保障。所以公司从 2018 年起持续加大对生产线的自动化改造。在电芯生产的卷绕环节，公司已全面使用自动卷绕机，目前单台卷绕机可达到 15PPM(每分钟 15 粒)的卷绕速度，处于国内同行业领先水平。公司也定制开发发卷芯传输、入壳、点底、滚槽、注液、封口等一系列工序的自动化设备，稳定后整条生产线可实现 120PPM(每分钟 120 粒)，为国内同行自动化最高水平，并在国际上处于先进水平。公司生产设备自动化水平的提高，将提高产品的稳定性和一致性，提高生产效率，降低单位产品人工成本，增强产品竞争力。

表 6：公司研发项目情况

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
增加投资高一一致性软包锂-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 2023 年年报，西南证券整理

拥有经验丰富的研发团队，核心技术人员均拥有相关产业经验。公司拥有一支具有国际先进水平的研发团队，通过多年的技术研发积累，研发生产出的锂锰电池、锂铁电池产品质量稳定，获得了客户的认可并保持长期稳定的合作关系。公司的研发中心已被广东省科学技术厅认定为“广东省新型高性能锂一次电池工程技术研究中心”。根据公司招股说明书，公司多名核心技术人员在电池或设备自动化领域具备丰富从业经验，为公司巩固和发展锂一次电池相关优势打下坚实基础，产品竞争力有望持续提升。

表 7：公司主要核心技术人员

核心技术人员	任职情况	相关简历	主要负责领域
潘文硕	董事长、总经理，全面负责公司各项工作。	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，现任公司董事长、总经理。	主导完成所有项目的开发工作
何献文	董事、副总经理、总工程师、技术部经理，全面负责产品研发工作。	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，现任公司董事、副总经理、总工程师，全面负责产品研发工作	共同主导完成所有项目的开发工作
劳忠奋	技术部项目经理	2004 年 11 至 2012 年 5 月，任德赛集团下属公司项目主管，负责锂二硫化铁电池项目。2012 年 6 月入职惠德瑞有限，现任公司技术部项目经理，负责锂二硫化铁电池及软包锂锰电池相关工作。	主要负责锂铁和软包锂锰电池新产品开发与技术改善工作

核心技术人员	任职情况	相关简历	主要负责领域
谢远军	技术部项目经理	1999年10月至2003年10月任广东番禺华力电池有限公司工程师，2003年11月至2012年6月任德赛集团下属公司工程师；2012年6月入职惠德瑞有限，现任公司技术部项目经理，负责圆柱锂电池相关工作。	主要负责圆柱锂电池新产品开发与技术改善工作

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

基于夯实的研发能力，公司产品性能均不低于或优于国际、IEC标准。虽然各竞争对手同类产品规格书载明的性能指标差异较小，但根据产品的生产工艺和原材料配方的不同，跟国际电池品牌企业实际产品性能会有一些差异。从公司产品与日本松下同型号产品在不同测试条件下放电性能对比测试及俄国可以看出公司锂电池产品已基本达到国际电池品牌企业的水平，与国际电池品牌企业电池品质差距较小。根据公司问询函回复，常温条件下公司CR123A产品放电性能与日本松下基本一致，低温放电性能较日本松下更具优势；公司CR17450产品常温大电流放电性能更具优势，在其他各放电测试条件下，公司CR17450产品放电容量与日本松下同型号产品性能接近；公司CR2产品放电性能与日本松下产品基本一致。

表 8：公司主要产品性能与国标（GB/T8897.2:2013）、IEC（60086-2:2015）标准的比较情况

产品	型号	IEC 标准	国标	公司产品指标
锂锰电池	CR123A	40h	40h	≥50h
		1400次	1400次	≥1600次
	CR2	48h	48h	≥60h
		840次	840次	≥840次
	CR17450	710h	710h	≥710h
	CR14250	750h	750h	≥750h
	CR-P2	40h	40h	≥50h
		1400次	1400次	≥1600次
2CR5	40h	40h	≥50h	
	1400次	1400次	≥1600次	
锂铁电池	FR14505	1.05	370次	≥525次
		1.0	120min	≥138min
	FR10445	1.05	100次	≥140次
		0.9	16h	≥17h
		1.0	140min	≥192min

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 深耕锂一次电池领域，客户资源丰富且稳定

公司客户主要分工业客户和电池品牌商两大类，分别采用 OBM 和 ODM 的合作模式。公司核心技术处于行业先进水平，产品远销北美、欧洲、亚太等地区，与国内外知名品牌企业建立了长期稳定的合作关系。公司客户主要可以分为，工业客户和电池品牌商客户，分别对其采用 OBM（Original Brand Manufacture）和 ODM（Original Design Manufacture）的合作模式。OBM 的合作模式具体为，公司针对工业客户提出的产品规格要求，公司生产自主品牌的电池对其销售。该模式下客户主要有 BRK、轻松表计、几米物联等，涵盖智能安防、

智能表计和 GPS 领域。公司对电池品牌商客户主要采用 ODM 的合作模式，为其代工生产客户品牌的电池。ODM 模式下主要客户包括 VARTA、Tenenergy、VITZROCELL、AJAX 等。

公司锂锰电池客户粘性强，结构稳定。锂一次电池的研发与生产，需要可靠的化学体系和深厚的生产工艺体系支撑，有较高的技术门槛和产品认证门槛。特别是国际品牌对供应商有着严格的认证体系，通常需要经过 2 年以上各种环境的测试认证才能最终被客户接受，而客户选定供应商后也会形成一定的稳定性和延续性，一般不会轻易更换。因此公司的客户粘性较强，客户结构稳定。根据 2018-2020 年公司前五大客户情况可以看出，VARTA、VITZROCELL、BRK、几米物联、轻松表计、AJAX 等均为公司的长期客户，且销售产品均为锂锰电池，合作关系稳定。2021-2023 年由于公司签订保密协议，未披露前五大客户信息，但根据年报数据显示，前五大客户合计销售占比分别为 48.3%、45.9% 和 47.9%，均维持在 45% 以上。可以看出公司锂锰电池客户比较集中，客户结构稳定。

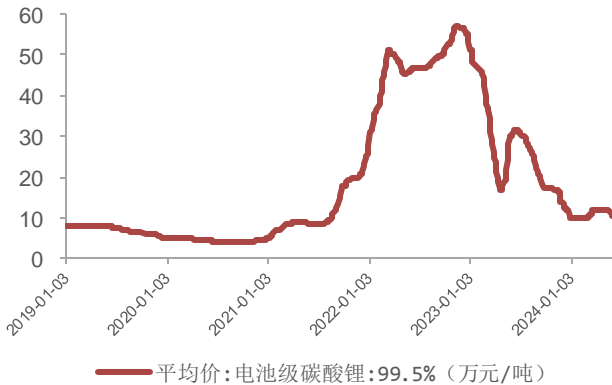
表 9：公司前五大客户情况

序号	客户	销售占比			行业地位	合作内容	合作模式
		2020	2019	2018			
1	VARTA	14.3%	15.5%	14.6%	全球电池品牌制造商	圆柱锂锰电池	ODM
2	BRK	14.3%	11.6%	13.8%	全球安防领域品牌制造商	软包锂锰电池	OBM
3	VITZROCELL	8.6%	7.1%	8.1%	亚洲锂一次电池品牌制造商	圆柱锂锰电池	ODM
4	AJAX	4.9%	-	-	安防方案和产品品牌制造商	圆柱锂锰电池	ODM
5	轻松表计	4.1%	-	-	国内主要的水表生产企业之一	圆柱锂锰电池	OBM
6	东莞优卓	-	7.2%	7.7%	母公司 GATEKEEPER SYSTEMS 为超市手推车防盗系统行业龙头企业	圆柱锂锰电池	OBM
7	几米物联	-	5.1%	-	国内领先汽车 GPS 导航系统生产企业	圆柱锂锰电池	OBM
8	SPECTRUM	-	-	5.2%	全球电池品牌制造商	圆柱锂锰电池	ODM
合计		46.2%	46.5%	49.5%			

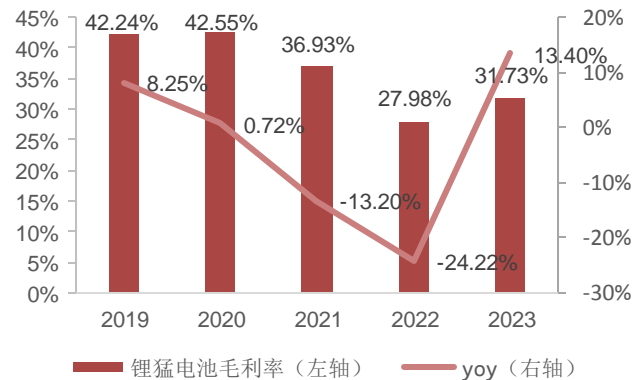
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.3 锂带为主要原材料，锂价回落增厚公司利润空间

锂价回落且预期稳定，有助于公司产品毛利率回升。公司主要原材料为锂带、电解液、钢壳、二氧化锰、隔膜等，直接材料占主营业务成本的比例较高。根据公司公告，锂电大约占电池原材料成本的 35.0%-55.0%。虽然公司和客户基本上达成了一致意见，定期根据锂价波动情况调整产品的销售价格，但是根据历史财务数据可以看出价格传导仍有一定滞后性，在锂价上涨迅猛的 2021 和 2022 年，公司锂锰电池毛利率下降幅度明显。2023 年起公司毛利率水平恢复，且在 2024 年 Q1 达到 40.6%，较去年同期增加 19.2pp。除了规模效应及美元汇率的影响外，锂价的回落也是推动毛利率增长的主要因素。随着锂价的回落，公司的毛利率有望回升且保持在较高水平。

图 29：2019.1-2024.5 电池级碳酸锂 99.5% 平均价


数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理

图 30：2019-2023 年公司锂锰电池毛利率及同比变化率


数据来源: 同花顺 iFind, 西南证券整理

公司具备与客户协商分摊加征关税的能力, 若美国再次加征锂一次电池关税对公司整体影响不大。根据公司招股说明书, 此前因中美贸易摩擦, 美国已对进口中国的锂一次电池进行了两次关税调整。在美国加征 25% 关税后, 公司出口美国产品的平均单价有小幅下降, 但整体影响不大。针对加征关税, 公司与涉及关税的美国客户协商共同分摊增加的关税。总体来看, 随着关税的提高, 美国客户采购公司锂一次电池的成本增加, 但锂一次电池在工业领域和民用领域应用广泛, 且具有必需品的属性, 同时公司在美国的主要客户均为知名电池品牌商及工业客户, 相较于采购成本更注重产品品质, 因此此前中美贸易摩擦未对公司在美国的销售产生重大不利影响。若美国再次加征关税, 预期对公司整体影响不大。此外, 随着国内物联网加速发展, 公司国内业务增速有望进一步提升, 海外部分地区变化对公司整体营收不会造成巨大影响。

表 10：公司与主要美国客户的关税分摊情况以及加征 25% 关税前后销售情况

客户名称	收货地区	是否涉及关税	分摊情况	加征 25% 关税前		加征 25% 关税后	
				月收入(美元)	毛利率	月收入(美元)	毛利率
BRK	美国 (保税区)	否	-	248,292.61	39.94%	269,527.78	50.21%
东莞优卓	东莞保税区	否	-	141,425.67	56.04%	69,528.33	61.23%
ASCENT	美国	是	双方协商共同分摊	72,451.36	43.38%	63,881.89	44.16%
Energizer (含 Spectrum)	美国	是	双方协商共同分摊	86,135.13	37.88%	49,471.37	38.85%
TENERGY	美国	是	双方协商共同分摊	20,215.38	36.65%	34,327.81	35.23%

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理。注: Energizer 收入下降明显的原因是 2018 年 Energizer 收购 Spectrum 的电池业务, 订单随之转移至 Energizer, 但 Energizer 本身为电池知名品牌商, 有完整的供应商体系, 完成收购后对其供应商进行了整合, 导致减少了对公司产品的采购。

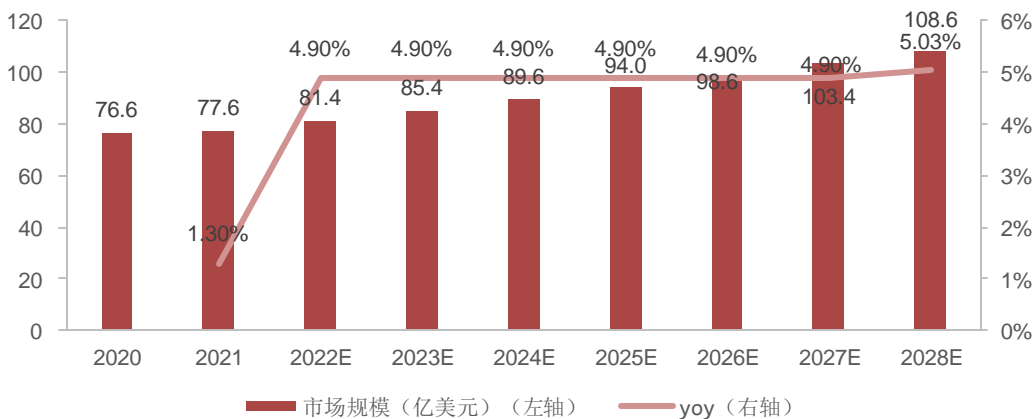
3.4 大力扩产打开上行空间, 锂铁电池有望成为第二成长曲线

惠德瑞高性能锂电池研发生产项目新增 1.8 亿只产能, 打开公司上行空间。公司募投项目锂电池产业园项目累计形成的 6000 万产能已在 2022 年投产。由于下游行业快速发展, 公司在 2023 年 9 月公告中表示产能已处于满负荷状态。为了完善公司产能布局, 解决产能瓶颈问题, 公司于 2023 年投资惠德瑞高性能锂电池研发生产项目。项目计划总投资 4.1 亿元, 一次性供地、一次性开发建设。项目建成后, 预计将新增年产 18000 万只锂电池的生产

能力。截至 2024 年 5 月，该项目已完成土建工程的 30% 左右，公司力争在 2025 年下半年投产。

锂铁电池拥有超百亿发展空间，有望成为公司第二增长曲线。 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、绿色环保等方面的指标，均大幅超越后者，可满足下游领域对高端一次电池的需求。因此锂铁电池对现有碳碱一次电池存在替代性。据华经产业研究院数据，全球锌锰电池行业市场规模预计 2028 年将达到 108.6 亿美元，市场空间巨大。根据公司招股说明书，目前锂铁电池的销售规模不足碳碱一次电池 1%。未来即使很小的替代率，也将为锂铁电池创造巨大的市场空间。全球可规模化生产锂铁电池的主要有美国劲量、鹏辉能源和公司等少数生产商。公司有望直接受益于锂铁电池市场规模提升。

图 31：2020-2028E 年全球锌锰电池行业市场规模



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：锂锰电池下游应用广泛，物联网相关的新兴市场发展迅速，客户需求稳定增加。随着惠德瑞高性能锂电池研发生产项目投产，公司锂锰电池收入有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年，公司锂锰电池销量约为 9000/12000/15000 万只，销售价格约为 4.4/4.3/4.2 元/只。因为 2023 年下半年开始，锂价快速回落，有利于公司增厚利润空间，此外公司规模效应显著，所以我们预计公司 2024-2026 年毛利率约为 40%/37%/37%。

假设 2：锂铁电池拥有巨大市场空间，公司是全球少数可以规模化生产锂铁电池的电池制造商。随着锂铁电池对碳碱一次电池的替代率提升，公司锂铁电池收入有望稳步提升。为我们预计 2024-2026 年，公司锂铁电池销量约为 400/500/600 万只，销售价格约为 6.4/6.2/6.1 元/只。因为 2023 年下半年开始，锂价快速回落，有利于公司增厚利润空间，此外公司规模效应显著，所以我们预计公司毛利率约为 8%/7%/7%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
锂锰电池	收入	325.8	396.5	532.3	639.5
	增速	21.8%	21.7%	34.3%	20.2%
	成本	222.4	237.9	335.3	402.9
	毛利率	31.7%	40.0%	37.0%	37.0%
锂铁电池	收入	20.6	25.1	31.6	37.9
	增速	73.8%	21.7%	26.0%	20.0%
	成本	19.4	23.1	29.4	35.2
	毛利率	5.9%	8.0%	7.0%	7.0%
合计	收入	346.4	421.6	563.9	677.4
	增速	23.8%	21.7%	33.8%	20.1%
	成本	241.8	261.0	364.7	438.1
	毛利率	30.2%	38.1%	35.3%	35.3%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们根据公司销售的主要产品选取了亿纬锂电和鹏辉能源作为可比公司。从 PE 的角度看，24-26 年，两家公司平均估值为 19/15/12 倍。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.2/5.6/6.8 亿元，yoy 为 21.7%/33.8%/20.1%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 107.1/125.9/155.4 百万元，CAGR 为 42.9%，对应 PE 为 11/9/8 倍。考虑到 2024 年可比公司平均估值为 19 倍，公司下游领域需求持续增长，新产能在 2025 年开始释放，业绩有望稳步增长；同时考虑到不同市场间的流动性差异，我们给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 14.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300014.SZ	亿纬锂能	818.29	40.00	1.98	2.4	3.02	3.66	21.31	16.54	13.17	10.87
300438.SZ	鹏辉能源	94.34	18.74	0.09	0.85	1.16	1.48	330.43	22.08	16.22	12.7
平均值								175.87	19.31	14.70	11.79
833523.BJ	德瑞锂电	11.78	11.63	0.53	1.06	1.24	1.53	22	11	9	8

数据来源：同花顺 iFinD, 西南证券整理 (数据截止日期 2024.7.19)。注：除德瑞锂电，其他公司盈利预测来自同花顺 iFinD

5 风险提示

竞争及市场开拓风险。得益于优秀的产品性能和环保特性，锂锰电池应用市场稳定增长且潜力巨大，竞争对手加速布局，行业研发和技术水平不断提高。未来锂锰电池市场尤其是新兴应用市场的竞争日趋激烈。面对不断提高的产品性能要求和潜在竞争对手，如果公司不能根据行业发展态势实施切实可行的战略布局、持续提高产品技术、积极拓展市场，将面临竞争优势降低、市场份额缩减的风险。

核心原材料价格波动的风险。公司主要原材料为锂带、电解液、钢壳、二氧化锰、隔膜等，直接材料占主营业务成本的比例较高，其价格波动对生产成本影响较大。锂带系大宗商品，受宏观经济波动、国内外政策环境、新能源汽车和智能手机下游需求等多种因素的综合影响较大。如果未来锂带采购价格仍然处于高位或持续上涨，将对公司经营业绩造成不利影响。

税收优惠政策变化的风险。公司出口业务主要以美元报价和结算，人民币兑美元汇率的波动，将会影响折算成人民币的销售价格，期末外币资产的汇兑损益也会受到影响。如果未来人民币大幅升值，将会导致公司业绩受损或降低产品价格竞争力，对公司生产经营产生不利影响。

技术泄密与技术人员流失风险。公司从事的锂一次电池业务是技术密集型行业。公司经过多年的发展，已经形成了具有丰富经验的技术研发团队。但随着行业的持续发展，对技术人员的竞争将不断加剧，公司存在技术人员流失和技术泄密风险。若公司发生核心技术、核心工艺泄密或关键技术人员流失，将对公司技术研发能力和经营业绩造成不利影响。

新产品开发、新工艺试制失败风险。公司历来重视技术研发的投入，注重提高企业的自主创新能力，已经形成了较为成熟的技术创新机制。但新产品、新工艺的开发需要投入大量的人力和财力，需要一定的研发周期，且开发过程不确定因素较多，如果新产品工艺的研发、试制失败，将导致研发投入无法收回，并对公司产品的竞争力造成不利影响，进而影响公司的经营业绩。

公司产品被其他一次电池替代的风险。一次电池也称原电池，主要包括锂一次电池和锌锰电池、碱锰电池等，其中锂一次电池又包括锂锰电池、锂亚电池和锂铁电池等。不同类型的一次电池在工作电压、放电性能、工作温度、安全环保等方面存在差异。经过几十年的发展，各类一次电池都有其较为固定的应用场景，总体上在不同应用场景之间相互替代性不强。一次电池应用场景的变化，主要是电池性能本身的改善，以及出现了新的应用场景，或原有应用场景对电池性能提出了新的要求导致更换电池类型。锂一次电池领域，曾出现锂氟电池替代锂锰电池的情形，但锂氟电池价格昂贵，使用场景有限，整体规模较小，无法大规模替代锂锰电池。锂锰电池在工作电压、放电性能、安全性、环保等方面有其突出的优势，短期内被其他电池替代可能性较小。但不排除因其他化学体系电池技术进步、应用场景对电池性能要求的改变、出现新的化学体系等，导致锂锰电池被其他电池代替的风险。锂铁电池是锌锰、碱锰电池等民用消费一次电池的升级替代品，其本身代表着电池技术的进步，短期内被其他电池技术替代的可能性较小。但不排除因其他化学体系电池技术进步、应用场景对电池性能要求的改变、出现新的化学体系等，导致锂铁电池被其他电池代替的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	346.38	421.57	563.88	677.43	净利润	53.30	107.10	125.88	155.37
营业成本	241.79	260.97	364.72	438.15	折旧与摊销	14.50	10.36	14.50	18.57
营业税金及附加	3.21	3.14	4.35	5.34	财务费用	-4.39	-2.29	-0.40	-0.29
销售费用	7.79	9.41	12.58	15.13	资产减值损失	-0.10	-0.02	1.89	-0.90
管理费用	20.81	25.35	31.94	38.77	经营营运资本变动	21.30	30.97	-69.87	-13.88
财务费用	-4.39	-2.29	-0.40	-0.29	其他	28.68	2.55	4.68	3.14
资产减值损失	-0.10	-0.02	1.89	-0.90	经营活动现金流净额	113.30	148.67	76.68	162.00
投资收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.05	-100.00	-70.00	-4.00
公允价值变动损益	-2.16	-2.55	-4.69	-3.13	其他	-39.10	-4.38	-3.77	-3.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.14	-104.38	-73.77	-7.28
营业利润	61.82	122.47	144.12	178.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	-0.34	-0.36	-0.30	长期借款	0.00	50.00	80.00	0.00
利润总额	61.79	122.13	143.76	177.80	股权融资	9.31	0.00	0.00	0.00
所得税	8.49	15.03	17.88	22.42	支付股利	-15.58	-18.82	-37.82	-44.45
净利润	53.30	107.10	125.88	155.37	其他	-9.31	2.29	0.40	0.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-15.58	33.47	42.58	-44.16
归属母公司股东净利润	53.30	107.10	125.88	155.37	现金流量净额	49.64	77.75	45.49	110.56
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	224.30	302.05	347.55	458.10	成长能力				
应收和预付款项	93.54	109.35	147.40	177.70	销售收入增长率	23.79%	21.71%	33.76%	20.14%
存货	50.38	12.89	89.18	108.47	营业利润增长率	23.21%	98.11%	17.68%	23.57%
其他流动资产	0.99	3.04	2.53	3.01	净利润增长率	20.77%	100.93%	17.54%	23.43%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	50.55%	81.48%	21.21%	24.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	166.96	257.39	313.67	299.88	毛利率	30.19%	38.10%	35.32%	35.32%
无形资产和开发支出	34.80	34.08	33.36	32.64	三费率	6.99%	7.70%	7.82%	7.91%
其他非流动资产	4.00	3.93	3.87	3.81	净利率	15.39%	25.40%	22.32%	22.94%
资产总计	574.98	722.74	937.56	1083.62	ROE	11.63%	19.59%	19.83%	20.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.27%	14.82%	13.43%	14.34%
应付和预收款项	106.25	117.37	161.48	194.75	ROIC	19.32%	35.30%	31.41%	32.69%
长期借款	0.00	50.00	130.00	130.00	EBITDA/销售收入	20.77%	30.96%	28.06%	28.99%
其他负债	10.26	8.62	11.26	13.13	营运能力				
负债合计	116.51	175.99	302.74	337.88	总资产周转率	0.64	0.65	0.68	0.67
股本	77.92	101.30	101.30	101.30	固定资产周转率	2.14	2.63	2.39	2.22
资本公积	155.36	131.98	131.98	131.98	应收账款周转率	4.65	4.55	4.82	4.57
留存收益	225.19	313.47	401.53	512.45	存货周转率	3.99	8.21	7.00	4.37
归属母公司股东权益	458.47	546.75	634.82	745.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.85%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	458.47	546.75	634.82	745.74	资产负债率	20.26%	24.35%	32.29%	31.18%
负债和股东权益合计	574.98	722.74	937.56	1083.62	带息债务/总负债	0.00%	28.41%	42.94%	38.48%
					流动比率	3.22	3.45	3.44	3.63
					速动比率	2.78	3.34	2.91	3.10
					股利支付率	29.24%	17.57%	30.04%	28.61%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	71.93	130.53	158.22	196.37	每股收益	0.53	1.06	1.24	1.53
PE	22.10	11.00	9.36	7.58	每股净资产	4.53	5.40	6.27	7.36
PB	2.57	2.15	1.86	1.58	每股经营现金	1.12	1.47	0.76	1.60
PS	3.40	2.79	2.09	1.74	每股股利	0.15	0.19	0.37	0.44
EV/EBITDA	9.43	7.05	6.04	4.31					
股息率	1.32%	1.60%	3.21%	3.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
