



國證國際
S D I C S I

理士国际-优质铅酸蓄电池 企业分拆赴美上市

国证国际研究部

2025年02月13日

分析师:

颜晨 Joyce YAN (中央編號: BNQ534)

joyceyan@sdicsi.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明



美国分拆上市

- ◆ 分拆公司为一家根据开曼群岛法律注册成立的豁免公司，截至本公告日期为本公司的直接全资附属公司。分拆公司集团的主要业务为于欧洲、中东和非洲、美洲及亚太地区（不包括中国内地、香港及澳门）销售备用电池、启动电池及动力电池等产品。
- ◆ 我们认为美国上市有利于公司更好的运营海内外不同的业务，释放留存公司和分拆公司的市值。

风险提示：销量不及预期；美国关税等地缘政治影响；原材料价格大幅上涨



优质的铅酸蓄电池企业

- ◆ 通信备用铅酸电池市场龙头之一，涉及多种下游领域
 - 1999年成立，目前全球80多个工厂以及销售公司，员工14000人
 - 拥有3000多种电池型号，下游包括备用电池、启动启停电池、动力电池以及铅回收等领域。备用电池客户：全球排名靠前的通信运营商（前十大占八家）、数据中心、电力及设备运营商；汽车启动启停客户：涵盖新能源和燃油车以及零配件供应商
 - 收入组成来看，2024年中期，备用电池占42%，启动启停占38%，动力电池9%，回收铅业务10%
 - 区域来看，根据2024年中期，中国58%，EMEA 15%，美洲18%，亚太地区8.8%（不包括中国）
 - 2023年公司收购天津杰士和顺德汤浅70%股权

通信运营	数据中心	汽车品牌及零配件供应商	
	<th>电力及设备供应商</th> <td> </td>	电力及设备供应商	

来源：公司资料



优质的铅酸蓄电池企业

应用领域	说明	细分领域	产品系列	
网络能源	备用电池作为通信基站和数据中心的配套基础设施，用于防止断电、缺电事故发生对通信系统造成网络瘫痪、中断风险，是保障通信系统实现可靠运行的关键；同时亦可以合理利用峰谷价差，降低设备用电成本。	通信 UPS 储能 消费 船舶	纯铅电池：PLX系列、PLH系列 AGM蓄电池：LGH系列、LG系列、DJM-中密电池、DJ-大密系列、FT-前置端子系列 高温电池：2V LHT系列 胶体电池：DGM系列、DG系列 管式电池：OPzS系列、OPzV系列 锂电池：48V锂电池 纯铅电池 胶体电池：DGM系列、DG系列 高功率电池：LHR系列 小型AGM电池：DJW-小密系列 铅炭电池：LC系列、LRC系列 胶体电池：DGM系列、DG系列 管式电池：OPzS系列、OPzV系列 小型AMG电池：DJW-小密系列 船舶电池：CTF系列	
起动电池	应用于汽车启动、摩托车启动和船舶启动等，产品供给全球知名配套厂商及售后市场	汽车 摩托车 轨道交通 船舶电池	起停电池：EFB电池、AGM电池 高性能免维护电池 加水式摩托车电池 免维护摩托车电池：LT干荷免维护系列、EB干荷免维护系列、MX湿荷、HPG胶体免维护、PP湿荷EB、ABS湿荷LT 轨道交通电池：TM系列、DLM系列、NM系列、DTF系列 船舶启动电池	
动力电池	主要应用于电动自行车、电动三轮车、低速电动汽车、高尔夫球车和观光车	电动汽车 电动三轮车 电动自行车 高尔夫球车 叉车 高空作业平台 矿用防爆电池	电动汽车电池：EVF系列 电动三轮车电池：EVF系列 电动自行车电池：DZF系列 富液高尔夫电池：EVF系列和DT系列 叉车电池：PzS系列和PzB系列 高空作业平台电池：DT系列和AGM免维护系列 矿用防爆电池	
理士锂电	以储能集成及应用技术为核心，专注于家用储能、网络电源、电力储能及智慧能源等领域，具有专业的BMS研发团队	网络能源 绿色储能 绿色出行	电信：48V通信锂电池、48VGP通信锂电池、48V智能锂电池、5G一体化电源电池 数据中心：UPS短时备电系列、BU UPS长时备电系列、HDU HVDC短时备电系列、DU直流电源屏长时备电系列 家用储能：普通家用储能、分体式低压家用储能、堆叠式低压电池包、一体式低压家用储能 工商业解决方案：分布式储能、集中式储能 动力解决方案：叉车锂电池、堆高车锂电池、洗地机锂电池、AGV动力锂电池、两轮电动车、高尔夫球车锂电池 摩托车启动：12V摩托车启动锂电池	

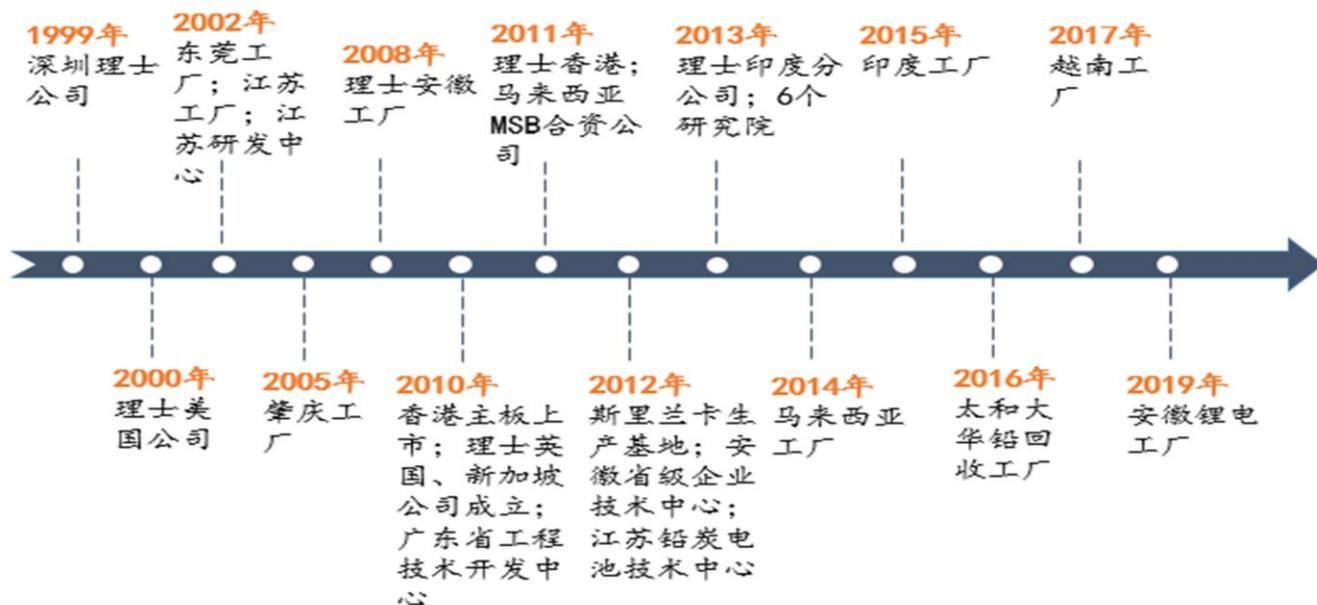
来源：公司官网，国证国际整理



优质的铅酸蓄电池企业

◆ 全球化布局，海外生产经验丰富

- 公司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%
- 现有产能33GWh，在中国、越南、马来、印度、墨西哥设有工厂。墨西哥厂房2024年6月份进行第一阶段投产，主要服务美洲客户。预计2025年6月份进行第二阶段扩产。公司锂电布局主要在中国的安徽工厂和越南工厂，服务欧亚客户，主要为pack生产线。



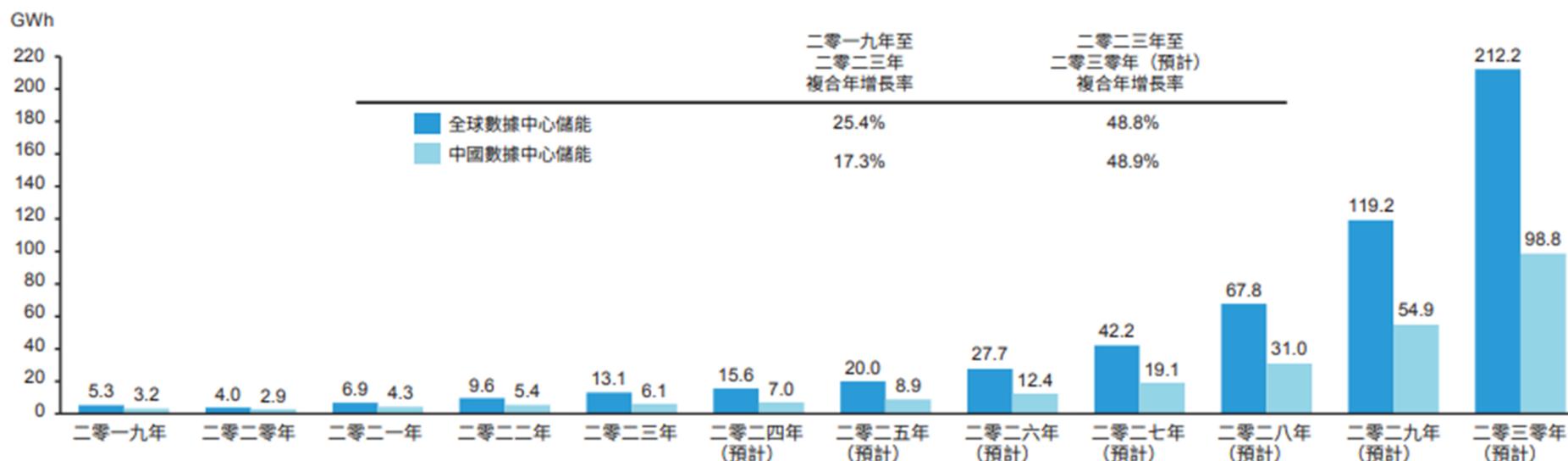


公司亮点

◆ AI、数据中心需求助力

- 公司在备用电池领域一半来自数据中心的需求，理士已与亚马逊达成战略合作并提供通信备用电池
- 预计AI数据中心对备用电池要求比较高，比普通数据中心有5倍增量

數據中心儲能新增裝機容量（全球及中國），二零一九年至二零三零年（預計）



来源：双登集团招股书，弗若斯特沙利文



公司亮点

◆ 渠道市场继续发力：

- 公司在主机厂和渠道市场占比大概为3:1，未来希望做到行业平均水平1:3，能够拥有更好的利润率和现金流
- 2024年上半年在中国和海外在起动车电池海外售后市场收入增速分别为51%和180%

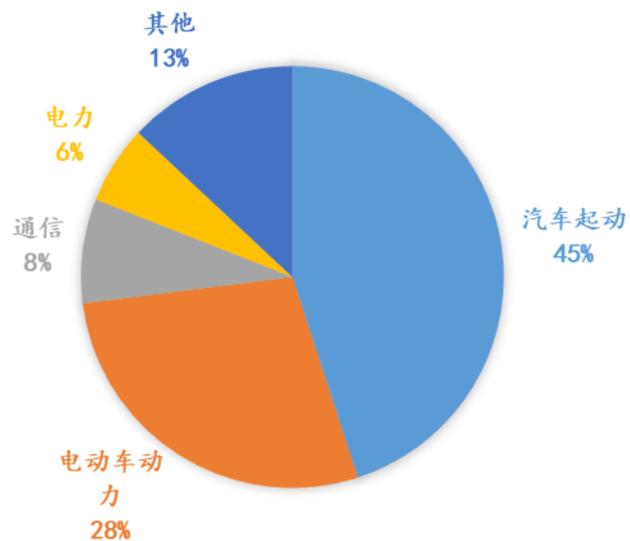
◆ 公司未来铅酸和锂电起头并进

- 铅酸行业较为成熟和稳定，锂电市场未来增速相对较快
- 目前公司锂电收入占比不到10%，未来有很大的发展空间
- 积极布局新型电池，如钠电、钒液流电池、锂硫电池等，顺应时机适时推出



行业

中国铅蓄电池下游结构



中国通信基站储能电池主要企业出货量排序（按2022年出货量）

排序	锂离子电池企业	铅酸电池企业
1	昆宇电源	理士国际
2	南都电源	双登集团
3	海四达	圣阳股份
4	双登集团	南都电源
5	国轩高科	雄韬股份

同行不同领域收入比较

2022年收入 百万人民币	备用电池（包括储能电池）	铅蓄动力电池	汽车起动启停
理士国际	6006	1258	2860
圣阳股份	2047		
雄韬股份	3569		
天能动力	652	35109	481
超威动力		27933	
骆驼股份			10090
中国动力			9446
GS汤浅			16413

来源：智研咨询，EVTank，公开资料，国证国际



公司股权架构

◆ 公司创始人和实控人为董李博士，购股权计划进行员工激励

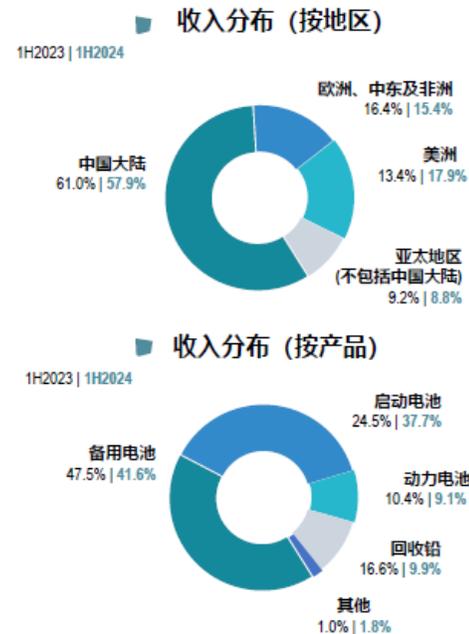
股东	比例	购股权数目	每股行使价 HK\$	行使期
董李博士	73.78%	5,530,000	1.020	2017.12.1-2026.11.21
洪渝女士	0.14%	1,450,000	1.760	2018.6.1-2027.5.24
睿思资本	8.03%	3,550,000	1.442	2018.12.16-2027.12.3
		13,900,000	1.280	2020.8-2029.12.3
Asian Equity Special Opportunitites Portfolio	6.97%	2,100,000	0.600	2021.4.16-2023.4.2
		5,000,000	0.560	2022.1.16-2031.9.1
		13,050,000	0.910	2022.9.16-2031.9.1
其他	11.08%	36,000,000	0.572	2023.10.1-2032.9.30
		900,000	0.520	2023.11.1-2032.10.23



财务情况

- ◆ 公司分红率维持在30%左右 目前股息率在5.8%左右
- ◆ 2024年中期营业额75.43亿元，同比增长25.6%；实现毛利10.62亿元，同比增长29.8%；母公司拥有人应占利益2.45亿元，同比增长5.6%
- ◆ 启动启停电池业务收入增长93.4%，当中内生性增长57.1%

公司历年收入情况



资料来源：公司年报，国证国际



估值较低

股份名稱	代碼	市值 百萬元	股價 元	最近報表 年結, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增長 (%) --				股息率 (%)			市淨率 (倍)			淨負債 比率%	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
A股																					
浙江南都电源动力股份有限公司	300068.SZ	13,999	15.9	12/2023	398.3	27.2	20.4	17.5	-89.5	13.6x	33.3	16.7	0.41	n/a	n/a	2.56	2.37	2.15	154.8	-3.1	-0.89
山东圣阳电源股份有限公司	002580.SZ	4,185	9.16	12/2023	24.1	n/a	n/a	n/a	26.7	n/a	n/a	n/a	0.62	n/a	n/a	2.06	n/a	n/a	5.8	8.2	5.05
深圳市雄韬电源科技股份有限公	002733.SZ	6,351	16.6	12/2023	46.0	n/a	n/a	n/a	-12.2	n/a	n/a	n/a	0.91	n/a	n/a	2.33	n/a	n/a	9.2	3.0	1.55
上海派能能源科技股份有限公司	688063.SH	10,131	41.4	12/2023	19.5	118.3	33.0	19.1	-63.9	-83.5	258.3	72.6	1.80	0.29	1.63	1.06	1.06	1.03	-37.1	-1.1	-0.84
骆驼集团股份有限公司	688064.SH	9,456	8.14	12/2023	16.6	13.6	10.4	8.9	22.5	22.4	30.0	16.7	3.35	3.93	5.53	1.03	1.01	0.94	n/a	7.1	4.57
天能电池集团股份有限公司	688065.SH	26,179	26.7	12/2023	11.3	12.1	9.6	8.1	20.9	-6.8	26.2	17.6	2.41	n/a	n/a	1.68	1.48	1.28	n/a	13.4	4.79
行业平均					86.0	42.8	18.4	13.4	-15.9	-22.6	87.0	30.9	1.6	2.1	3.6	1.8	1.5	1.4	33.2	4.6	2.4
港股																					
天能动力国际有限公司	819.HK	8,851	7.73	12/2023	4.5	4.2	3.8	3.4	1.3	6.8	10.4	12.0	5.47	5.94	6.63	0.51	0.47	0.43	n/a	11.8	3.61
超威动力控股有限公司	951.HK	1,612	1.46	12/2023	4.4	n/a	n/a	n/a	-18.4	n/a	n/a	n/a	3.63	n/a	n/a	0.25	n/a	n/a	-5.3	4.8	1.33
理士国际技术有限公司	842.HK	2,572	1.63	12/2023	3.9	n/a	n/a	n/a	11.4	n/a	n/a	n/a	5.91	n/a	n/a	0.50	n/a	n/a	116.2	13.5	4.51
彩客新能源科技有限公司	843.HK	818	0.83	12/2023	25.9	n/a	n/a	n/a	-87.5	n/a	n/a	n/a	5.60	n/a	n/a	0.42	n/a	n/a	n/a	0.6	0.35
中创新航科技集团股份有限公司	843.HK	26,407	14.7	12/2023	82.8	n/a	n/a	n/a	-62.3	n/a	n/a	n/a	n/a	0.06	0.09	0.70	n/a	n/a	n/a	1.1	0.38
行业平均					24.3	4.2	3.8	n/a	-31.1	6.8	10.4	n/a	5.2	3.0	3.4	0.5	0.5	0.4	55.4	6.4	2.0



免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010