

2025 年 4 月 25 日
理士国际 (842.HK)

SDICS

公司深度分析

证券研究报告

电池

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

3.11 港元

股价 2025-04-25

2.11 港元

业务高速增长驱动，盈利有望提质

事件：2024 年全年实现收入 161.3 亿人民币，同比增加 19.7%；实现毛利 22.67 亿，同比增加 16.6%。实现归母净利 5.67 亿，同比增加 5.8%。公司分派末期股息 7 港仙/股，全年派息率 27%，股息率 5.0%（采用最近收盘价）。我们对公司维持买入评级，目标价 3.11 港元，对应 2025 年 P/E 5x。

报告摘要

去年各电池板块和地区板块皆有不同增长。2024 年公司电源解决方案业务营收 145.04 亿元，增长 26.7%。其中，数据中心及网络电池营收 68.53 亿元，增长 9.0%，受益于可再生能源投资和储能行业发展；起动电池营收 59.32 亿元，大增 60.9%，得益于公司之前收购的天津杰士和顺德汤浅和内生性增长；动力电池营收 14.42 亿元，增长 19.2%，因物料搬运设备等领域需求增加。回收铅业务营收 16.23 亿元，下降 19.8%，受去年检修以及回收铅行业成本较高影响。从各地区来看，中国、EMEA、美洲和亚太地区（不包括中国）分别占 58.8%，17.1%，15.9%和 8.2%，营收也分别增长 16.1%、42.3%、20.1%、7.2%。

数据中心和起动电池需求不断增加，产能持续增长。公司在 24 年底拥有产能 33.62GWh，管理层预计 2025 年产能维持 30%左右的增长，主要是海外的产能开始进一步释放，包括墨西哥工厂以及马来西亚工厂。目前公司产能利用率比较高，受益于数据中心需求的拉动以及起动电池板块的增长，得益于这两个板块的需求拉动，公司预计今年收入有望实现 20-30%的增长。另外公司也不断开拓渠道市场，目前公司前装和后装市场比例为 70%:30%，而行业比例为 1:3，在未来公司有望达到行业平均水平，渠道市场的开拓也有利于现金流的改善和利润率的增加。

海外工厂布局较早，关税影响有限。公司目前在墨西哥、马来西亚、越南、印度等拥有海外工厂，在海外拥有丰富的办厂经验。公司对美洲业务敞口大概 15.9%，目前主要由东南亚供应，关税为 3.7%。如果美国大幅提升关税，料对公司影响有限，主要因为公司在墨西哥工厂预计可于今年 6 月份投产，产能为 4GWh，能够满足美国的需求。而根据美墨加协定，墨西哥到美国为零关税。另外主要是公司的下游客户承担关税，如果公司关税相对同业少，反而更有竞争优势。我们料此次关税对公司影响有限。

25 年利润有望实现高增，利润率有所提升。24 年毛利率从 14.4%下降至 14.1%，主要是受运费不断上升影响公司近 1 亿的利润以及中国政府削减或取消了铅酸蓄电池回收企业的本地政府优惠政策或补贴的影响。今年以来，公司在旺季之前已与航运公司商定多份长期合约，并锁定费率以避免现货市场波动。另外公司的新收购的两个工厂也有望在今年扭亏为盈。渠道市场的开拓也有利于今年利润率进一步提升。预计今年的业绩有望实现高增。

目标价 3.11 港元，维持“买入”评级。我们预计公司 2025E/2026E/2027E 收入分别为 192.91/228.25/267.87 亿元，同比+19.6%/+18.3%/+17.4%；归母净利润分别为 8.04/10.14/12.32 亿元，同比+42.0%/+26.0%/21.5%。基于港股和同行的估值水平，我们给予公司 2025 年 P/E=5 x（汇率假设 1 港币=0.94 元），对应目标价 3.11 港元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；地缘政治；原材料价格不断上升

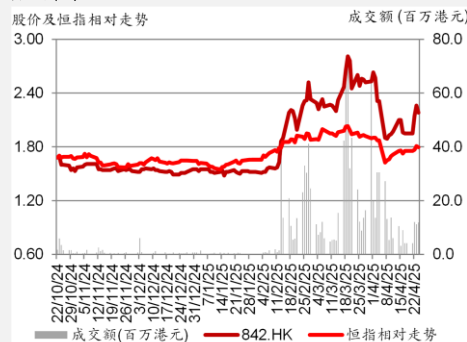
（财务及估值摘要见下一页...）

总市值(亿港元)	2,972.51
流通市值(亿港元)	2,972.50
总股本(亿股)	1,408.77
流通股本(亿股)	1,408.77
12 个月低/高(港元)	1.2/2.92
平均成交(百万港元)	15.98

股东结构

董李	73.42%
其他	26.58%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-9.08	28.37	45.78
绝对收益	-14.92	37.91	72.95

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万澳元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,471	16,126	19,291	22,825	26,787
增长率 (%)	4.9	19.7	19.6	18.3	17.4
毛利	1,944	2,267	2,799	3,353	3,949
增长率 (%)	21.9	16.6	23.5	19.8	17.8
归母净利润	535	566	804	1,014	1,232
增长率 (%)	11.2	5.8	42.0	26.0	21.5
毛利率 (%)	14.4	14.1	14.5	14.7	14.7
归母净利率 (%)	4.0	3.5	4.2	4.4	4.6
每股收益 (人民币)	0.39	0.42	0.59	0.74	0.90
市盈率	5.74	5.42	3.82	3.03	2.49
净资产收益率 (%)	11.7	11.3	14.2	15.7	16.6
股息收益率 (%)	4.5	4.5	5.5	8.0	10.1

数据来源：公司资料，国证国际预测

附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位：人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						资产负债表					
营业收入	13,471	16,126	19,291	22,825	26,787	现金	1,563	743	736	355	357
营业成本	(11,528)	(13,860)	(16,492)	(19,473)	(22,838)	应收账款	3,247	3,704	4,655	5,236	6,372
毛利	1,944	2,267	2,799	3,353	3,949	存货	2,749	3,365	3,598	4,191	4,944
其他开支	(21)	(32)	(30)	(30)	(30)	其他流动资产	1,811	1,512	1,512	1,512	1,512
其他收益及亏损	228	241	180	180	180	流动资产合计	9,371	9,324	10,501	11,293	13,185
分销及销售开支	(464)	(535)	(637)	(753)	(884)	固定资产	2,964	3,073	3,312	3,248	3,093
行政开支	(446)	(500)	(598)	(708)	(830)	无形资产	1,298	1,297	1,294	1,283	1,280
研发成本	(372)	(343)	(405)	(479)	(563)	按公允价值计入损益的权益	303	306	306	306	306
资产减值亏损	4	(59)	-	-	-	其他长期资产	160	523	523	523	523
融资成本	(224)	(300)	(296)	(286)	(270)	非流动资产合计	4,725	5,200	5,435	5,361	5,203
公允价值变动计入损益的金融工具的公允价值（亏损）/收益净额	(5)	(45)	-	-	-	总资产合计	14,095	14,524	15,936	16,654	18,388
除税前利润	644	694	1,013	1,277	1,552	应付账款	3,004	2,603	3,994	4,228	5,415
所得税开支	(76)	(131)	(193)	(243)	(295)	短期借款	3,501	4,005	4,000	4,000	4,000
年度溢利	568	563	821	1,034	1,257	租赁负债	14	23	23	23	23
-非控股权益	32	(3)	16	21	25	其他流动负债	1,691	1,397	1,397	1,397	1,397
-本公司拥有人	535	566	804	1,014	1,232	流动负债合计	8,210	8,028	9,413	9,647	10,834
同比 (%)						长期借款	956	1,116	1,100	1,100	1,000
营业收入	5%	20%	20%	18%	17%	递延政府补贴	147	142	142	142	142
毛利	22%	17%	23%	20%	18%	其他	194	219	219	219	219
税前利润	10%	8%	46%	26%	22%	非流动负债合计	1,297	1,477	1,461	1,461	1,361
归母净利润	11%	6%	42%	26%	22%	负债合计	9,507	9,505	10,874	11,108	12,195
现金流量表						股本	117	118	118	118	118
税前利润	644	694	1,013	1,277	1,552	储备	4,056	4,453	5,077	5,799	6,667
折旧和摊销	581	665	638	740	728	少数股东权益	389	420	475	541	620
营运资本变动	(473)	(1,466)	207	(939)	(703)	所有者权益合计	4,589	5,019	5,671	6,459	7,405
财务成本	224	300	296	286	270	负债及所有者权益合计	14,095	14,524	16,545	17,567	19,601
已付所得税	(76)	(131)	(193)	(243)	(295)	主要财务比率					
其他	54	-	-	-	-	P/E (x)	5.4	5.1	3.6	2.8	2.3
经营性现金净流量	953	63	1,962	1,121	1,552	P/B (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
资本开支	(1,069)	(1,111)	(870)	(670)	(570)	Dividend yield (%)	4.5	4.5	5.5	8.0	10.1
其他	104	(270)	(300)	(300)	(300)	Gross margin (%)	14.4	14.1	14.5	14.7	14.7
投资性现金净流量	(964)	(1,381)	(1,170)	(970)	(870)	Pre-tax profit margin (%)	4.8	4.3	5.3	5.6	5.8
新发股份	-	-	-	-	-	Net margin (%)	4.0	3.5	4.2	4.4	4.6
支付股息	(172)	(138)	(169)	(246)	(310)	Effective tax rate (%)	11.8	18.8	19.0	19.0	19.0
新增债务	1,747	663	(21)	-	(100)	ROE (%)	11.7	11.3	14.2	15.7	16.6
利息支出	(224)	(300)	(296)	(286)	(270)	ROA (%)	3.8	3.9	5.0	6.1	6.7
其他	(214)	(41)	-	-	-	A/R turnover days (s)	79.9	77.6	78.0	78.0	78.0
融资性现金净流量	1,138	185	(485)	(532)	(680)	A/P turnover days (s)	83.8	72.8	72.0	76.0	76.0
净现金流	1,127	(1,134)	306	(381)	2	Interest coverage (x)	3.9	3.3	4.4	-	-
汇兑损益	-	-	-	-	-	Net debt/ (cash) to equity (%)	63%	87%	77%	73%	63%
期初现金余额	436	1,563	430	736	355	Total asset to equity ratio (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
期末现金余额	1,563	430	736	355	357	Dividend payout ratio (%)	25.6	24.4	30.0	30.0	30.0

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

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或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,而应按照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