



德瑞锂电(833523)

当前价格: 23.91

2021.10.19

专注一次电池，锂锰与锂铁并驾齐驱

——新三板精选层德瑞锂电分析

	庞钧文(分析师)	石岩(分析师)
	021-38674703	0755-23976068
	pangjunwen@gtjas.com	shiyan019020@gtjas.com
证书编号	S0880517120001	S0880519080001

本报告导读:

公司扎根锂原电池领域,随着后续新增产能的投放以及锂铁电池欧洲市场的进一步打开,公司整体业务发展有望继续保持稳定增长趋势。

摘要:

- **投资建议:** 公司专注于锂原电池领域,预计 2021-2023 年公司归母净利润为 0.39、0.46、0.54 亿元,对应 2021-2023 年 EPS 为 0.51、0.60、0.69 元。参考 2021 年行业平均估值水平 50X PE, 给予公司 2021 年 50X PE, 给予公司目标价为 25.5 元,首次覆盖,给予谨慎增持评级。
- **锂原电池应用场景广阔,锂锰电池占据近半份额。** 锂原电池凭借能量密度高、使用寿命长、适用温度范围广等特点广泛应用于医疗、工业、民用市场及航空航天市场。根据 FROST&SULLIVAN 预测 2022 年锂一次电池销售收入将达到 25.4 亿美元,增速达 5.9%; 其中锂锰电池占锂原电池市场规模比重达到 49%, 且增速超过其他类别产品
- **绑定下游优质客户,公司锂锰电池出货量位居全球第八。** 公司凭借 OBM 与 ODM 两种合作模式牢牢绑定下游客户,并与 VARTA、BRK、Tenergy、VITZROCELL 等品牌建立了稳定合作关系,整体锂锰电池出货量位居全球第八。随着后续新产品的陆续推出、新增产能的投放以及更高水平自动化产线的应用,公司锂锰电池有望买上新台阶。
- **公司锂铁电池发力欧洲市场。** 公司 2020 年销售锂铁电池约 108.54 万只,并且公司目前也正与国际知名电池品牌企业,后续将面向欧洲市场生产销售锂铁电池,进一步打开成长空间。产能方面公司募投项目“惠德瑞锂电池制造产业园项目”达产后也将形成年产 250 万粒锂铁电池的产能,为公司后续进一步发展奠定了良好的基础。
- **风险提示:** 新增产能投放进度低于预期、原材料成本大幅上涨

交易数据

52 周内股价区间(元)	9.04-27.33
总市值(元)	1,863,165,948
总股本/流通股(股)	77,924,130/0
流通股比例	0%
日均成交量(股)	663848.12
日均成交值(元)	14442145.10

资产负债表摘要

股东权益(元)	348,886,626
每股净资产	4.48
市净率	5.3
净负债率	-57.77%

主要股东比例(前五)

股东名称	股东比例
艾建杰	15.56%
潘文硕	13.74%
刘秋明	9.66%
何献文	3.72%
王伟	3.59%

收入净利列表(三年)

年份	收入 (万元)	归母净利润 (万元)
2018	14373	3021
2019	16090	3510
2020	17437	3442

请务必阅读正文之后的免责条款部分

找报告,上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

目录

1. 深耕锂原电池领域，公司经营稳定增长.....	3
2. 锂原电池应用场景广阔，锂锰+锂铁助力公司成长.....	5
2.1. 锂原电池规模稳定增长，锂锰电池占据半壁江山.....	5
2.2. 锂锰电池为锚，继续发力锂铁电池.....	7
3. 募投加码电池产能，提升产线自动化能力	9
4. 盈利预测与估值.....	10
5. 风险提示	11

1. 深耕锂原电池领域，公司经营稳定增长

德瑞锂电自 2012 年成立以来一直专注于锂锰电池、锂铁电池等一次电池的研发、生产和销售工作，目前产品主要应用于物联网、智能仪表、智能家居、智能安防等领域。经过多年发展公司已经成为国内圆柱形锂锰电池最大生产商之一，下游客户包括 BRK、霍尼韦尔、JABI、VARTA、博实结、几米物联等国内知名企业；2021 年公司正式入选工业和信息化部第三批专精特新“小巨人”企业。

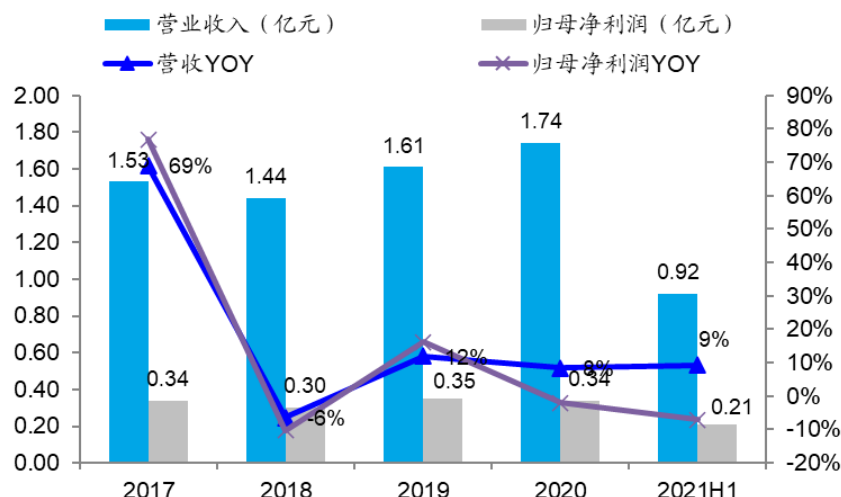
图 1：公司产品主要应用于物联网、智能家居、智能安防等领域



数据来源：公司公告

收入规模和盈利水平稳中略升。2017 年以来受益于锂锰电池的快速放量公司整体收入规模持续稳定增长，2020 年受疫情影响公司整体收入增速和盈利能力受到一定影响；当年收入为 1.74 亿元，归母净利润为 0.34 亿元。2021 年随着公司新增产能的释放公司收入继续恢复较快发展水平，上半年实现收入 0.92 亿元，同比增长 9%，归母净利润为 0.21 亿元。

图 2：公司收入规模持续稳定增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司目前产品主要包括锂锰电池和锂铁电池，其中锂锰电池依然是公司的主要收入来源，占整体收入比重达到 97% 以上。锂铁电池方面公司自成立以来也一直有所布局，此前定增募投项目之一的“惠德瑞锂电池制造产业园项目”达产后，将形成年产 250 万粒锂铁电池的产能；此外公司还与国际知名电池品牌企业合作，目前已经完成相关产品认证，后续将面向欧洲市场生产销售锂铁电池。从国内外市场销售结构来看由于锂锰电池整体下游客户市场集中度较高，并且公司和国际客户合作较为紧密，一方面直接销售给下游终端客户，另一方面以 ODM 方式向 Varta、VITZROCELL 等国际电池品牌商销售电池产品。因此公司整体海外收入占比一直超过国内市场。

图 3：锂锰电池是公司主要收入来源

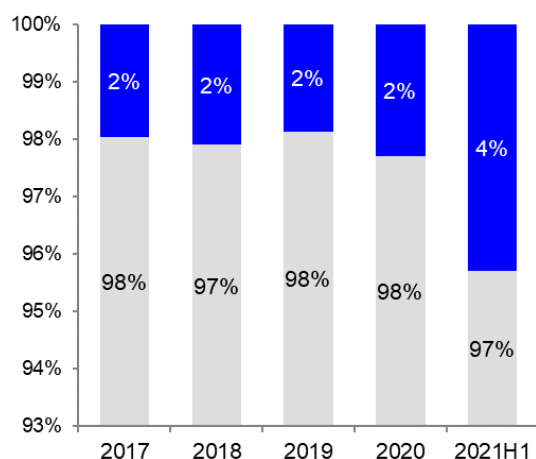
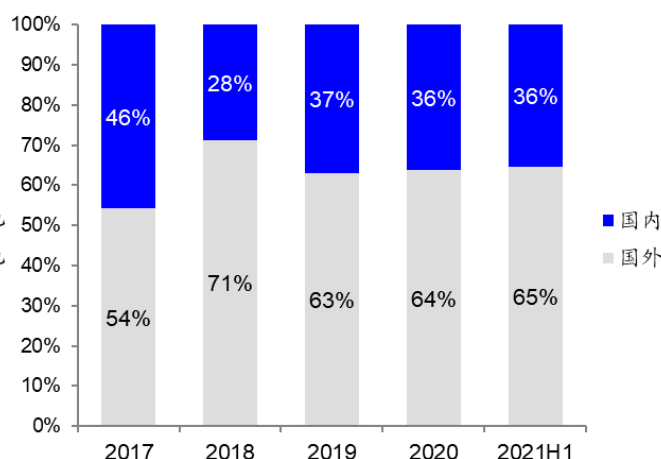


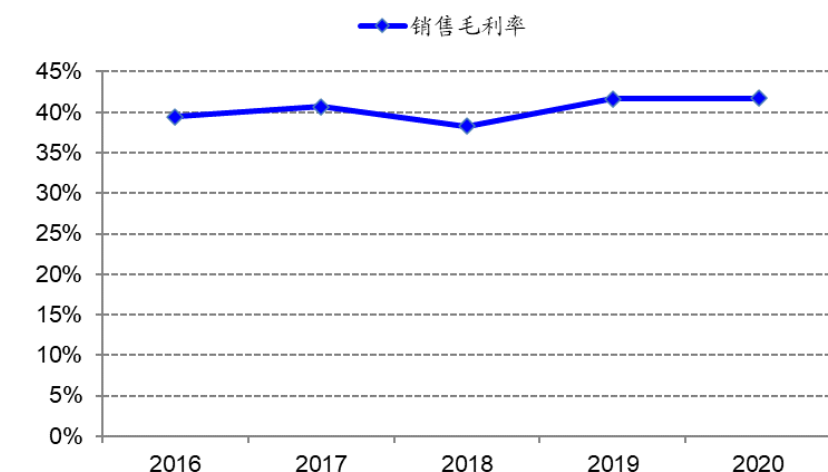
图 4：公司海外收入占比高于国内收入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

锂原电池作为一个相对来说比较成熟的行业，电池企业市场集中度较高；而公司作为国内锂原电池的优秀企业在全球市场依然保有一席之地。2016 年至今公司整体毛利率基本保持在 40% 上下波动，其中会受到原材料价格、汇率等因素的影响；但公司已经通过套期保值等途径尽可能减少非经营因素对公司毛利率的影响。

图 5：2016 年至今公司整体毛利率较为稳定



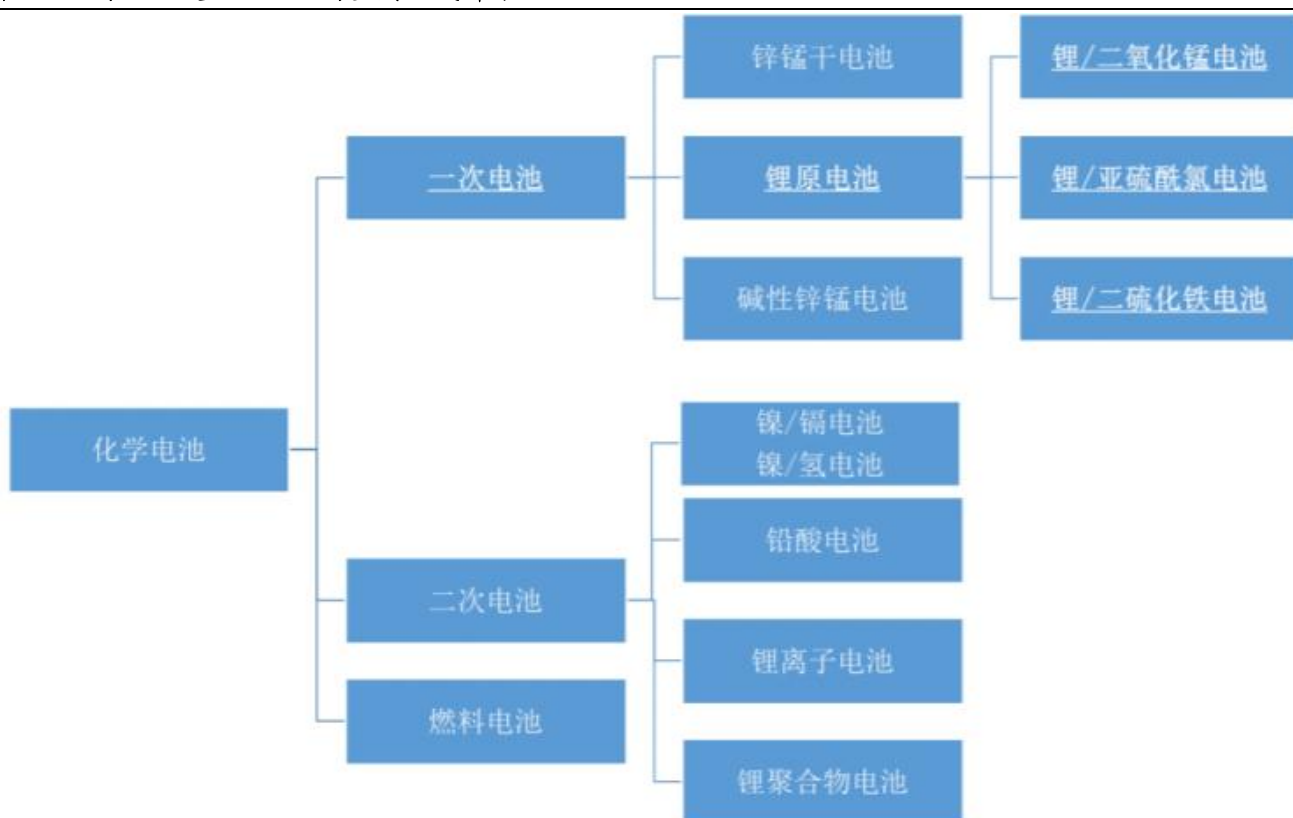
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 锂原电池应用场景广阔，锂锰+锂铁助力公司成长

2.1. 锂原电池规模稳定增长，锂锰电池占据半壁江山

锂原电池是电池领域重要的组成部分。根据是否可以充电可以将电池分为一次电池和二次电池，其中锂原电池是一次电池的重要组成部分，其中根据材料的不同可以分为锂锰电池、锂亚电池和锂铁电池等。

图 6：锂原电池是一次电池的重要组成部分



数据来源：公司公告

锂离子电池具备能量密度高、使用寿命长、适用温度范围广、重量轻等特点，其下游广泛应用于医疗、工业、民用市场及航空航天及国防市场等。根据 FROST&SULLIVAN 统计显示，医疗、工业和航空航天及国防市场占据锂离子电池的主要份额。

表 1：锂离子电池广泛应用于航空航天、工业、医疗等领域

终端客户类别	终端应用场景
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

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7：医疗、工业和航空航天及国防市场占据锂离子电池的主要份额



数据来源：公司公告

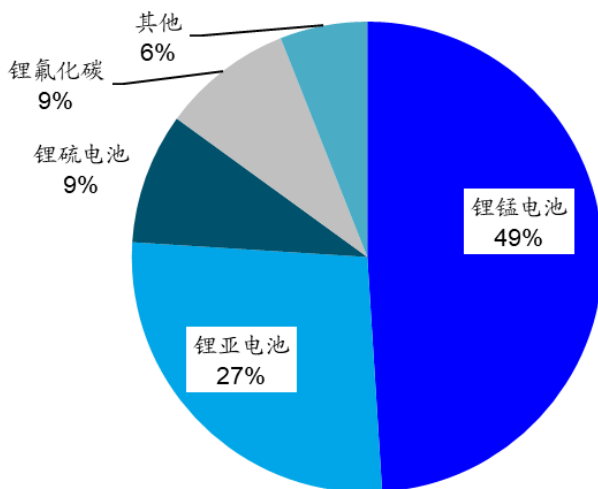
锂锰电池是目前全球市场用量最大、市场范围最广阔的锂一次电池。根据 FROST&SULLIVAN 报告显示预计 2022 年锂一次电池销售收入达到 25.4 亿美元，年复合增长率为 5.9%。进一步从细分产品结构来看，锂锰电池凭借其近 50 年的发展历程成为市场用量最大、市场范围最广阔的锂一次电池，其占锂离子电池市场规模比重达到 49%，且增速超过其他类别产品。

图 8：锂原电池市场规模持续提升



数据来源：公司公告

图 9：锂锰电池占据锂原电池近一半份额



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.2. 锂锰电池为锚，继续发力锂铁电池

欧美电池品牌拥有较高的进入门槛，公司已经获得多项国际认证。针对进口电池产品，欧美等主流国家均设立了一些检验和认证，这对于国内企业而言天然形成了较高的准入门槛。而德瑞目前已经获得 UL、UN、CE、RoHS 等多项认证，下游客户包括美国、欧洲等著名企业，真正实现产品全球化覆盖。

表 2：公司产品通过多项国际认证

标准名称	国别/地区	内容简介
UL 认证	美国	美国保险商试验所（Underwriter Laboratories Inc.）的简写。该机构确定各种材料、装置、产品、设备、建筑等对生命、财产有无危害和危害的程度，确定、编写、发行相应的标准和有助于减少及防止造成生命财产受到损失的资料。
UN 认证	联合国	联合国制定的锂电池运输安全标准测试认证方法，是一个比 UL 更严格的测试，被美国运输部以及各国航空部门采纳作为标准，要求锂电池必须通过 UN 标准测试，共 8 个测试项目。

CE 认证	欧盟	强制认证标志，欧盟境内所用商品必须加贴该标志以表明产品质量符合欧盟《技术协调与标准化新方法》基本要求。
RoHS 指令	欧盟	欧盟立法制定的一项强制性标准，主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准，使之更加有利于人体健康及环境保护。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

ODM 与 OBM 并存，绑定下游核心优质客户。公司电池下游客户主要为工业客户及电池品牌商，其中对于工业客户主要采取 OBM 的合作模式，例如美国著名报警器品牌企业 BRK 一直是公司的前两大客户，公司主要向其销售锂锰电池。而对于电池品牌商公司则采取 ODM 的合作模式，主要为其代工生产电池产品，目前下游客户包括 VARTA、Tenergy、VITZROCELL、AJAX 等。

表 3：公司下游客户均为国内外优质工业客户和电池品牌企业

2020					
序号	客户	销售金额 (万元)	占比	业务模式	备注
1	VARTA	2497.48	14%	ODM	欧洲企业，1887 年设立，拥有 130 多年的历史，电池和便携式照明产品品牌制造商，欧洲第一电池品牌
2	BRK	2492.99	14%	OBM	美国著名公司，1992 年设立，60 多年报警器品牌，全球安防领域品牌制造商
3	VITZROCELL	1502.11	9%	ODM	韩国企业，1987 年设立，世界主要的锂一次电池制造商之一
4	AJAX	854.13	5%	OBM	2011 年设立，注册地址在阿联酋，主要生产基地在欧洲乌克兰，安防方案和产品品牌制造商
5	轻松表计	707.14	4%	OBM	国内主要水表生产企业之一
	合计	8053.85	46%		
2019					
序号	客户	销售金额 (万元)	占比	业务模式	备注
1	VARTA	2497.96	16%	ODM	
2	BRK	1869.23	12%	OBM	
3	东莞优卓	1158.32	7%	OBM	2008 年设立，注册在加拿大，生产超市手推车防盗系统行业领先企业
4	VITZROCELL	1134.01	7%	ODM	
5	几米物联	824.42	5%	OBM	母公司-深圳几米物联为美国、德国、法国、俄罗斯、印度、韩国、马来西亚等 100 多个国家地区提供行业级平台服务，是国内领先汽车 GPS 导航系统生产企业
	合计	7483.94	47%		
2018					
序号	客户	销售金额 (万元)	占比	业务模式	备注
1	VARTA	2095.3	15%	ODM	
2	BRK	1983.61	14%	OBM	

3	VITZROCELL	1168.44	8%	ODM	
4	东莞优卓	1112.84	8%	OBM	
5	SPECTRUM	748.96	5%	ODM	2018 年其电池业务被 Energizer 收购
	合计	7109.15	49%		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司锂锰电池出货量位居全球第八，核心技术和研发储备丰富。由于锂锰电池属于较为成熟的行业，其整体市场集中度较高且比较稳定，根据 GIR 的统计全球前八名锂锰电池生产企业市场份额占比约为 60%，其中公司凭借出货量 3650 万件位列全球第八名。此外从研发实力和技术储备来看，公司凭借过年的行业经验在产品性能、新产品开发和自动化方面都具备相应的技术储备：1) 公司着手开展高可靠性锂-二氧化锰电池的研发和高可靠性锂-二硫化铁电池的研发，进一步提升电池生命周期的使用可靠性；2) 开发小尺寸圆柱形锂锰电池，满足后续医疗、价签卡等新型应用场景的使用需求；3) 设备端凭借高度定制化进一步提高产品一致性与稳定性。

表 4：德瑞锂电锂锰电池

公司	2019 年锂锰电池销量（百万件）
日立万胜	178.2
日本松下	119.5
美国劲量	107.3
金霸王	75.8
帅福得	75.2
亿纬锂能	69.8
富士通	66.1
德瑞锂电	36.5
昊诚电池股份有限公司	21.7
飞世龙	16.3
Ultralife	16.3

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

锂铁电池发力欧洲市场。锂铁电池目前由于售价相对较高主要应用于数码相机、摄像机、普通相机、电动玩具、电动剃须刀、数字显示仪器、医疗器械等领域，主要用于替代碱性电池和碳性电池；我们认为随着技术的不断进步的电池成本的不断下降，锂铁电池有望持续替代锌锰、碱锰电池，市场空间有望持续增长。公司自成立以来一直专注于锂铁电池生产，2020 年销售约 108.54 万只；并且公司目前也正与国际知名电池品牌企业，后续将面向欧洲市场生产销售锂铁电池，进一步打开成长空间。产能方面公司募投项目“惠德瑞锂电池制造产业园项目”达产后也将形成年产 250 万粒锂铁电池的产能，为公司后续进一步发展奠定了良好的基础。

3. 募投加码电池产能，提升产线自动化能力

公司拟募资在惠州建设“惠德瑞锂电池制造产业园项目”厂房及配套设

施，并且还将引进 120PPM（每分钟 120 粒）自动生产线；项目建成后将新增锂一次电池 6000 万颗/年（包括锂锰柱式电池 5230 万粒/年、锂锰软包电池 520 万粒/年及锂铁电池 250 万粒/年），预计将于 2023 年 4 月完全达产。

表 5：公司募资进一步扩大锂原电池产能

	项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	惠德瑞锂电池制造产业园项目	19000	15400
2	补充流动资金	6600	6600
	合计	25600	22000

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 1.96、2.23、2.56 亿元，同比增长 13%、14%、15%；归母净利润为 0.39、0.46、0.54 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 0.51、0.60、0.69 元。

表 6：公司盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	1.44	1.61	1.74	1.96	2.23	2.56
增速	-6%	12%	8%	13%	14%	15%
毛利率	38%	42%	42%	37%	39%	39%
毛利（亿元）	0.55	0.67	0.73	0.73	0.87	1.00
锂锰电池（亿元）	1.40	1.58	1.70	1.904	2.15	2.45
增速	-7%	13%	8%	12%	13%	14%
毛利率	39%	42%	42%	39%	40%	41%
毛利（亿元）	0.55	0.67	0.72	0.73	0.86	0.99
锂铁电池（亿元）	0.03	0.03	0.04	0.06	0.08	0.11
增速	0%	0%	33%	50%	33%	38%
毛利率	7%	10%	8%	3%	6.0%	7%
毛利（亿元）	0.002	0.003	0.003	0.002	0.005	0.008

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我们选取 A 股上市公司鹏辉能源、亿纬锂能作为可比公司，参考 2021 年平均估值水平 50X PE，给予公司 2021 年 50X PE，给予公司目标价为 25.5 元，首次覆盖，给予谨慎增持评级。

表 7：可比公司估值一览

股票代码	股票名称	收盘价	EPS			PE			评级
		2021.10.18	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300014	亿纬锂能	111.01	1.76	2.51	3.51	63	44	32	增持
300438	鹏辉能源	29.71	0.81	1.12	1.55	37	27	19	-
					均值	50	35	25	

备注：鹏辉能源盈利预测来自于 Wind 一致预期

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5. 风险提示

新增产能投放进度低于预期。公司锂铁电池后续将要开拓欧洲市场，如果新增产能投放进度低于预期，则可能会影响公司整体销量和收入增长情况。

原材料成本大幅上涨。2021 年以来电池原材料价格大幅上涨，从而影响公司产品毛利率水平，如果后续原材料价格继续大幅上涨，则可能会继续影响公司的盈利水平，进而影响整体净利润。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		