

首次覆盖

评级: 增持
 目标价格: 45.00

当前价格: 37.21

2019.12.1

交易数据

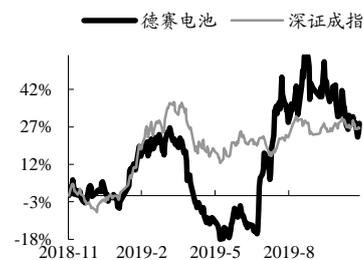
52周内股价区间(元)	23.30-47.08
总市值(百万元)	7,768
总股本/流通A股(百万股)	207/205
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量(百万股)	9.41
日均成交值(百万元)	375.18

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	2,060
每股净资产	9.94
市净率	3.8
净负债率	39.46%

EPS(元)	2018A	2019E
Q1	0.37	0.33
Q2	0.28	0.50
Q3	0.68	0.81
Q4	0.61	0.62
全年	1.94	2.26

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-9%	-2%	32%
相对指数	-7%	-4%	5%

德赛电池 (000049)

消费级电池龙头，受益需求增长

	陈飞达 (分析师)	王聪 (分析师)
	021-38674941	021-38676820
	chenfeida@gtjas.com	wangcong@gtjas.com
证书编号	S0880517050010	S0880517010002

本报告导读:

公司为消费级电池 PACK 及 BMS 龙头，未来将受益于手机电池电量及复杂度提升带来的价值量提升，同时智能硬件市场也将为公司带来长期增长动力

投资要点:

- **首次覆盖，给予增持评级，目标价 45 元：**公司为消费级电池 PACK 及 BMS 龙头，受益于手机电池电量及复杂度提升带来的价格提升，同时智能硬件市场也将为公司带来长期增长动力。我们预测 2019-21 年 EPS 为 2.26 元、2.70 元、3.2 元，增速为 17%、20%、19%。参考行业可比公司估值水平，给予目标价 45 元，对应 2019 年 20 倍 PE。
- **手机电池量价齐升，市场份额向龙头集中：**随着手机性能提升，为保持手机续航时间需增加电池容量，双电芯/L 型电池开始导入智能手机，带来手机电池价值增长，同时 5G 换机有望使智能手机销量重回增长。手机品牌集中度提升，需要电池企业在出货量、交付能力、研发能力上同步跟进，利好龙头供应商。
- **智能硬件百花齐放，NB 与动力电池机会显现：**以智能手表、耳机、VR/AR 为代表的智能硬件将在后智能机时代迎来快速增长，电动工具也将保持稳步增长。智能硬件轻薄化为重要因素，因此带动软包电池需求。公司当前已经成为 Apple Watch 电池独家供应商，体现公司竞争实力。在笔记本电脑电池方面，公司已经成为苹果 MAC，联想电脑核心供应商，未来 NB 电池转向软包有利于公司发展。
- **催化剂：**大客户出货超预期；动力电池业务减亏超预期；
- **风险提示：**贸易战加剧；5G 换机低于预期；

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,486	17,249	18,616	21,409	24,620
(+/-)%	43%	38%	8%	15%	15%
经营利润(EBIT)	487	786	816	970	1,140
(+/-)%	15%	61%	4%	19%	18%
净利润(归母)	301	401	468	559	663
(+/-)%	18%	34%	17%	20%	19%
每股净收益(元)	1.45	1.94	2.26	2.70	3.20
每股股利(元)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	3.9%	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%
净资产收益率(%)	21.4%	22.9%	21.6%	20.9%	20.2%
投入资本回报率(%)	13.5%	18.3%	21.1%	23.4%	25.5%
EV/EBITDA	15.58	7.67	9.18	7.29	5.73
市盈率	25.65	19.21	16.47	13.78	11.62
股息率(%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

模型更新时间: 2019.11.29

股票研究

信息科技
电子元器件

德赛电池 (000049)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 45.00

当前价格: 37.49

2019.11.29

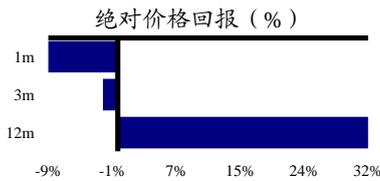
公司网址

www.desaybattery.com

公司简介

公司为控股型企业, 主要围绕锂电池产业链进行业务布局, 其中惠州电池主营中小型锂电池封装集成业务, 惠州蓝微主营中小型移动电源管理系统业务, 二级子公司惠州市蓝微新源技术有限公司主营大型动力电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务。

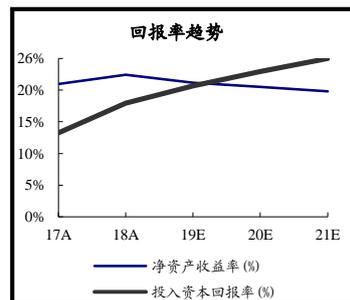
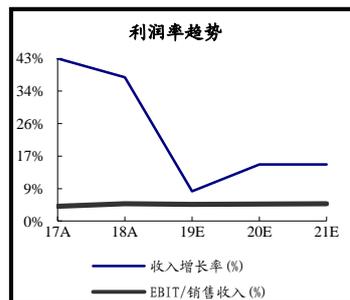
公司已经成为全球中小型移动电源领域的领导厂商之一, 与全球主要电芯厂开展合作, 服务于全球顶级消费电子厂商。



52 周价格范围 23.30-47.08
市值 (百万) 7,768

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	12,486	17,249	18,616	21,409	24,620
营业成本	11,387	15,835	17,084	19,614	22,532
税金及附加	12	30	37	43	49
销售费用	99	104	130	150	172
管理费用	153	187	214	246	283
EBIT	487	786	816	970	1,140
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
投资收益	11	13	15	15	15
财务费用	-17	101	50	31	22
营业利润	500	678	797	968	1,147
所得税	135	151	184	220	261
少数股东损益	63	124	156	186	221
归母净利润	301	401	468	559	663
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	268	317	1,256	1,731	2,314
其他流动资产	6,200	7,331	7,289	8,318	9,503
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	662	686	671	664	656
无形及其他资产	489	487	487	487	487
资产合计	7,619	8,822	9,704	11,202	12,961
流动负债	5,804	6,313	6,623	7,427	8,354
非流动负债	0	244	244	244	244
股东权益	1,815	2,265	2,836	3,530	4,363
投入资本(IC)	2,624	3,346	2,978	3,197	3,447
现金流量表					
NOPLAT	355	611	630	749	880
折旧与摊销	89	127	35	37	38
流动资金增量	458	776	-353	225	258
资本支出	-370	-208	-8	-30	-30
自由现金流	532	1,307	305	981	1,147
经营现金流	-418	122	1,041	598	706
投资现金流	-365	-217	8	-15	-15
融资现金流	657	190	-109	-108	-108
现金流净增加额	-126	96	940	475	583
财务指标					
成长性					
收入增长率	43.1%	38.1%	7.9%	15.0%	15.0%
EBIT 增长率	14.6%	61.4%	3.8%	18.9%	17.5%
净利润增长率	17.7%	33.6%	16.6%	19.5%	18.6%
利润率					
毛利率	8.8%	8.2%	8.2%	8.4%	8.5%
EBIT 率	3.9%	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%
归母净利润率	2.4%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	21.4%	22.9%	21.6%	20.9%	20.2%
总资产收益率(ROA)	3.9%	4.5%	4.8%	5.0%	5.1%
投入资本回报率(ROIC)	13.5%	18.3%	21.1%	23.4%	25.5%
运营能力					
存货周转天数	46	51	51	51	51
应收账款周转天数	94	84	85	85	85
总资产周转天数	187	174	182	178	179
净利润现金含量	-139.0%	30.4%	222.3%	107.0%	106.4%
资本支出/收入	3.0%	1.2%	0.0%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	76.2%	74.3%	70.8%	68.5%	66.3%
净负债率	60.1%	63.8%	8.2%	-11.1%	-26.8%
估值比率					
PE(现价)	25.65	19.21	16.47	13.78	11.62
PB	5.84	3.39	3.56	2.88	2.35
EV/EBITDA	15.58	7.67	9.18	7.29	5.73
P/S	0.61	0.44	0.41	0.36	0.31
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



目录

1. 消费级电池龙头，受益需求增长.....	4
1.1. 消费级电池龙头，下游应用开拓.....	4
1.2. 经营稳健，技术能力出色.....	6
2. 手机电池量价齐升，市场份额向龙头集中.....	8
2.1. 手机功能与算力提升，耗电量与电池容量增加.....	8
2.2. 双电芯/L型提升电池容量，增加PACK及BMS难度.....	9
2.3. 手机出货集中度提升，利好龙头厂商.....	10
3. 智能硬件百花齐放，NB与动力电池机会显现.....	10
3.1. 智能可穿戴高速增长，公司为核心供应商.....	10
3.2. 电动工具市场稳步增长，带动锂电需求.....	11
3.3. NB转向软包电池，利好公司发展.....	12
3.4. 动力电池业务逐渐减亏，未来聚焦BMS.....	12
4. 盈利预测.....	13
4.1. 核心假设.....	13
4.2. 收入拆分.....	13
5. 投资评级及估值分析.....	13
6. 风险提示.....	14

1. 消费级电池龙头，受益需求增长

1.1. 消费级电池龙头，下游应用开拓

- 聚焦小型电池，拓展行业应用

德赛电池成立于 1999 年，主要业务为研究、开发和销售无汞碱锰电池、一次锂电池、锌空气电池、镍氢电池等各类电池和配件设备。公司作为国内锂电池制造领域的先行者，经过多年发展成为全球中小型移动电源领域的领导厂商之一，在智能手机、电动工具等中小型移动电源管理系统和封装领域处于全球领先地位。公司产品广泛用于苹果、三星、华为等公司电子产品中。

图 1: 公司电池产品



数据来源: ifixit, 国泰君安证券研究

目前公司主要业务包括小型锂电池电源管理系统及封装集成业务、中型锂电池电源管理系统及封装集成业务以及大型新能源汽车电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务。

小型锂电池电源管理系统及封装集成业务: 产品形态通常为一至两颗电芯串并而成，主要应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备等电子产品。作为公司电池产品的核心业务，已与苹果、三星、华为等全球顶级消费电子厂商建立稳定的合作关系；

中型锂电池电源管理系统及封装集成业务: 产品形态表现为多串电池组，通常多颗电芯串并联组成，但电池组数量少于大型新能源汽车电池和储能电池，主要应用于笔记本电脑、电动工具、吸尘器、电动自行车以及智能家居等产品；

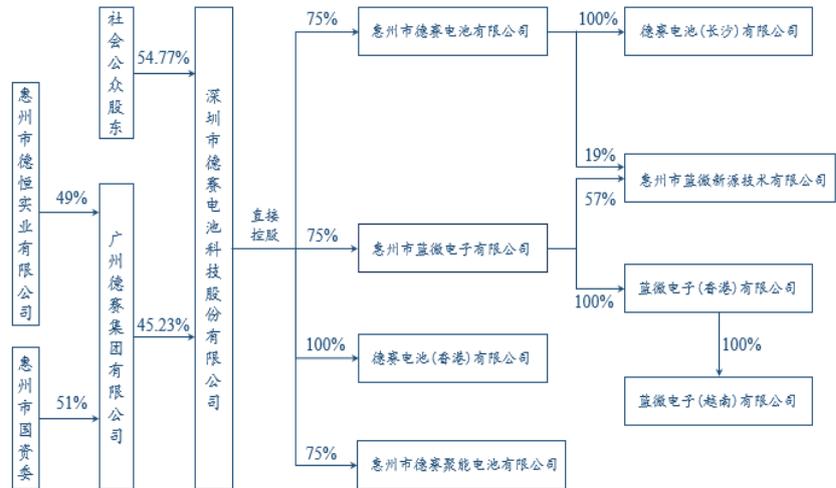
大型新能源汽车电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务: 目标为新能源汽车提供电池封装及电源管理系统，具有较高技术壁垒，未来空间广阔，是公司过去几年重点拓展的业务领域，但仍处于亏损状态，经营不理想。

无刷电机控制系统: 公司为无刷电机提供控制系统，是公司近年来新开拓的业务领域，产品主要应用于电动工具及智能家居领域，目前该业务尚处于起步阶段。

● 股权集中，国资背景

公司的控股股东为广东德赛集团有限公司（持股 45.23%），实际控制人为惠州市人民政府国有资产监督管理委员会。公司为控股型企业，主要围绕锂电池产业链进行业务布局，目前拥有惠州市德赛电池有限公司、惠州市蓝微电子有限公司、惠州市德赛聚能电池有限公司等直接控股的非全资子公司以及惠州市蓝微新源技术有限公司、德赛电池（长沙）有限公司、蓝微电子有限公司等二级子公司。其中惠州电池主营中小型锂电池封装集成业务，惠州蓝微主营中小型锂电池电源管理系统业务，二级子公司蓝微新源主营大型动力电池、储能电池等电源管理等系统及封装集成业务。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司前身为 1999 年成立的德赛科技能源有限公司，主要从事高端电池的研发、制造与销售。公司于 2001 年成为科健、TCL、南方高科等国产手机厂商供应商，于 2002 年成为国内手机电池产业前三强，逐步成为国内手机电池业务的领军者。2004 年，公司收购“深万山 A”，完成借壳上市。2007 至 2011 年，公司相继获得苹果、三星、索尼等高端消费电子厂商认证，进入全球各大知名手机厂商供应体系。2015 年，公司设立蓝微新源，进军汽车电源系统领域。2012 至 2018 年，公司相继成为三星、百得电动工具主流供应商，进入华为、鲨科供应链体系，巩固国际核心客户智能手机电池的主力供应商地位的同时，积极开拓电动工具新市场。

图 3: 公司发展历程



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2. 经营稳健, 技术能力出色

● 营收及净利润稳步成长

近十年来, 智能手机市场兴起, 推动公司以手机电池为代表的中小型锂电池业务迅速发展, 公司业绩得以稳步增长。公司营业收入从 2011 年的 22.46 亿元增长至 2018 年的 172.49 亿元, 7 年 CAGR 为 33.80%; 归母净利润从 2011 年的 1.19 亿元增长至为 2018 年的 4.01 亿元, 7 年 CAGR 为 18.92%。由于公司的小型锂电池产品销量提高以及智能手机锂电池单价上涨, 公司 2018 年营业收入和归母净利润增长势头明显, 同比增速分别达到 38.15% 和 32.22%。

图 4: 公司营业稳步增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

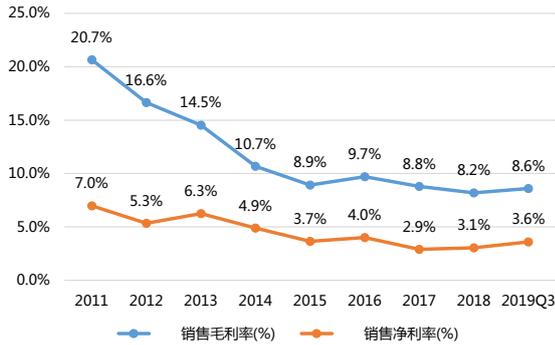
图 5: 公司净利润稳步增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

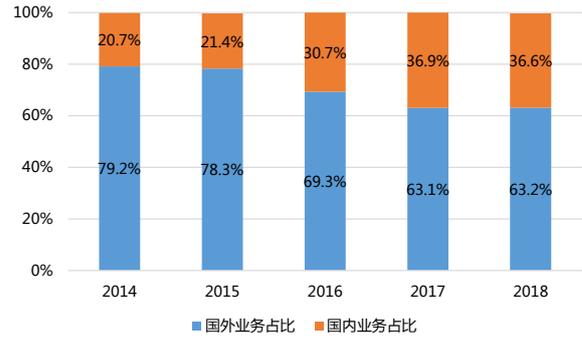
从国内外营收来看, 由于公司进入多家国外高端消费电子产品厂商的供应体系, 公司国外业务占营收比显著上升, 逐渐稳定在 64%。由于锂电池电源管理系统及封装业务技术壁垒不高, 众多制造厂商纷纷进入市场, 市场竞争加剧。再加上公司大型新能源汽车电池业务仍处于亏损状态, 造成公司毛利率与净利率持续下滑。

图 6: 毛利率、净利率企稳回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 国内业务占比提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

● 持续研发创新投入, 专利技术全球领先

公司一直重视积累技术优势, 培养研发创新能力。公司研发支出从 2009 年的 0.24 亿元增长至 2017 年的 3.48 亿元, 8 年 CAGR 达到 39.45%。2018 年研发费用为 3.07 亿元, 同比下降 11.91%, 主要是因为公司基于市场情况降低大型新能源汽车电池、储能电池等电源管理系统及封装集成业务的研发投入。公司 2018 年研发人员数量为 779 人, 同比增长 3.04%。

图 8: 研发投入不断增加 (百万元)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

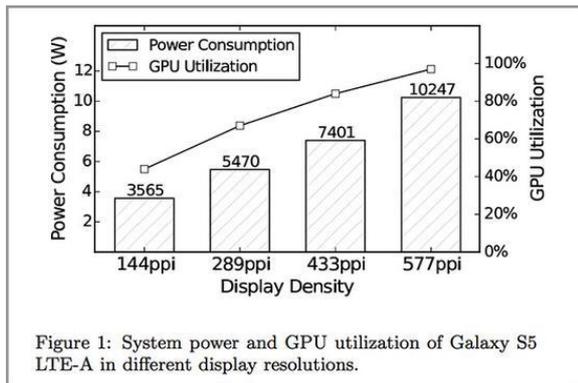
公司在在智能手机、电动工具等中小型移动电源管理系统暨封装领域的技术水平处于全球领先地位。截至 2018 年末, 公司累计拥有发明专利 61 项、实用新型专利 462 项、外观设计专利 14 项和软件著作权 53 项。其中仅 2018 年即新增授权发明专利 19 项、实用新型专利 149 项、外观设计专利 3 项和软件著作权 5 项。

2. 手机电池量价齐升，市场份额向龙头集中

2.1. 手机功能与算力提升，耗电量与电池容量增加

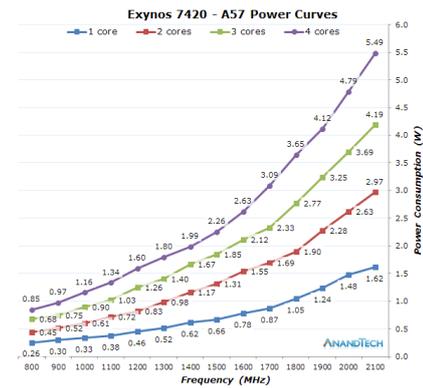
随着手机性能的不断提升，其耗电量也随之快速增加，从硬件的角度进行拆分，目前手机的功耗主要来自显示屏幕、处理器、网络、无线连接以及数据存取模块。其中，屏幕尺寸的扩大、屏幕分辨率的提升、处理器功率的增加、WiFi 速率的加快均对手机的能耗提出了更高的要求。而双摄、3D 成像、VR/AR 等新功能的逐渐普及也将使现有的电池容量显得更加捉襟见肘，续航性能日益成为智能手机使用过程中的痛点。

图 9: 手机屏幕的耗电量随分辨率提升而快速增加



数据来源: 新浪科技

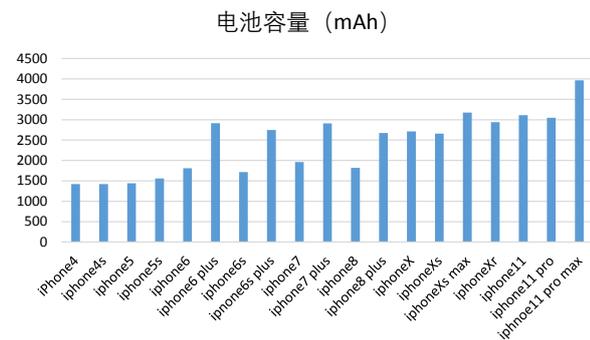
图 10: 手机处理器功耗随性能提升而快速增加



数据来源: AnandTech

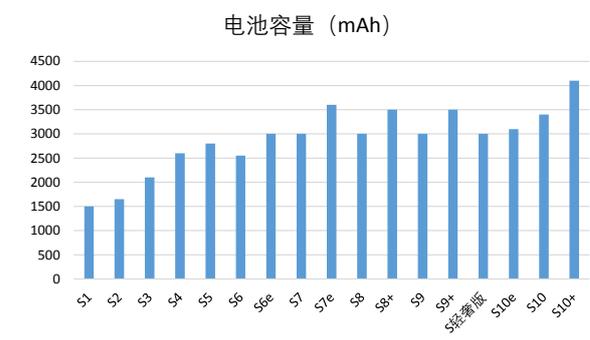
从功能机时代开始，手机上采用的电池经历了镍氢电池到液态锂离子电池，再到聚合物锂离子电池的过程，电池的容量以及能量密度也得到了大幅度的提升。然而，目前手机电池容量的提升主要来自电池体积的增大以及机身设计的优化（电池由可拆卸变为不可拆卸），电池本身的能量密度提升有限。以 iPhone 为例，为了保持轻薄的尺寸与重量，其电池容量在过去几年中提升幅度相当有限。

图 11: iPhone 电量逐渐增加



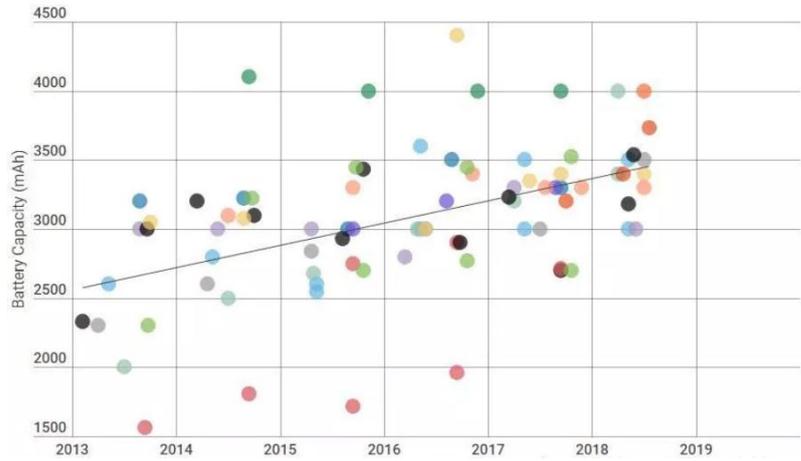
数据来源: 苹果, 国泰君安证券研究

图 12: 三星 Galaxy 电量逐渐增加



数据来源: 三星, 国泰君安证券研究

图 13: 手机电量持续上升



数据来源: 新浪科技

2.2. 双电芯/L型提升电池容量, 增加 PACK 及 BMS 难度

为了进一步提升手机电池容量, 能更大程度利用手机内部空间的双电芯电池/L型电池导入量产。双电芯就是指在一块电池中通过串并联的方式使两个电芯共同发挥供电作用。传统的单电芯电池一般具有规则的形状, 而双电芯电池中两块电芯的形状并不一定要相同, 可根据手机内部结构进行空间布局以减少所占体积。苹果公司今年推出的 iPhone 11 Pro Max 对电池结构进行提升, 续航能力大大提升。外形方面, iPhone 11 Pro Max 采用了整体 L 型电芯, 而上一代推出的 iPhone XR 与 iPhone Xs Max 分别使用普通电芯和 L 型双电芯。电池容量方面, iPhone 11 Pro Max 的电池为 3969mAh, 远高于 iPhone XR (2942mAh) 和 iPhone Xs Max (3174mAh); 与 XS Max 相比, 新电池增厚 0.7 毫米, 增重 13 克。新电池在 A13 芯片和 PMU 的加持下, 令 iPhone 11 Pro Max 拥有 iPhone 迄今最持久的续航能力, 使用时间比 iPhone XS Max 最长增加 5 小时。

图 14: X 光透视下的 iPhone XR, XS Max、11 Pro Max (从左到右)



数据来源: 苹果

双电芯方案不是两块电芯的简单堆砌, 而是通过更优化的设计使电芯之间产生协同作用从而提升整体电池的性能。无论是双电芯方案还是 L 型电池, 电池封装以及电池管理系统的重要性将进一步凸显。

2.3. 手机出货集中度提升，利好龙头厂商

当前智能手机行业已进入存量市场，竞争激烈。没有重大的技术革新的情况下，领先厂商可以拿到更好的供应链资源，生产更具竞争力的产品。在此情况下，智能手机市场份额不断向龙头厂商集中。

表 1: 智能手机市场份额向龙头集中 (百万台)

厂商	2018 年出货量	2018 年市场份额	2017 年出货量	2017 年市场份额	同比增长
华为	105.0	26.4%	90.9	20.4%	15.5%
OPPO	78.9	19.8%	80.5	18.1%	-2.0%
vivo	76.0	19.1%	68.6	15.4%	10.8%
小米	52.0	13.1%	55.1	12.4%	-5.6%
苹果	36.3	9.1%	41.1	9.3%	-11.7%
其他	49.5	12.5%	108.1	24.4%	-54.2%
合计	397.7	100%	444.3	100%	-10.5%

数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

手机品牌集中度提升，对电池企业也提出了更高的要求，其出货量、交付能力、研发能力也需要同步跟进。对德赛电池这样的龙头手机电池企业而言，手机品牌集中度提升意味着客户出货量的提升，有利于公司发展。

3. 智能硬件百花齐放，NB 与动力电池机会显现

3.1. 智能可穿戴高速增长，公司为核心供应商

2019 年中，IDC 公布了最新的可穿戴市场预测报告。2019 年，全球可穿戴市场出货量预计将达到 2.229 亿台，这一数据将在 2023 年增长至 3.023 亿台，5 年内复合增长率 (CAGR) 7.9%。未来 5 年，智能手表将继续领跑可穿戴设备市场。IDC 预测，2019 年智能手表出货量预计为 9180 万，占可穿戴市场 41.3%。这一数据在 2023 将增长到 1.316 亿，市场份额 43.5%，未来 5 年市场复合增长率为 9.4%。

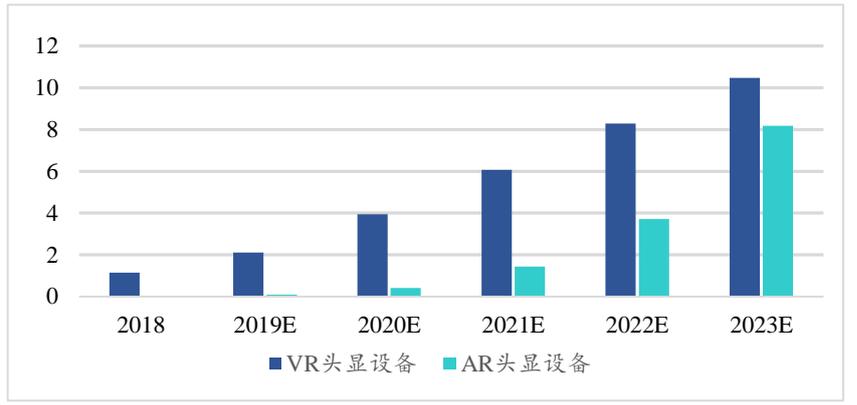
表 2: 智能硬件出货预测 (百万台)

产品类别	2019 出货量	2019 市场	2023 出货量	2023 市场份额	2019-2023 CAGR
Watch	91.8	41.2%	131.6	43.5%	9.4%
Earwear	72.0	32.3%	105.3	34.8%	10.0%
Wrist Band	54.2	24.3%	55.0	18.2%	0.3%
Others	5.0	2.2%	10.4	3.4%	20.3%
Total	222.9	100.0%	302.3	100.0%	7.9%

数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

VR/AR 也将是未来极为重要的智能硬件之一，根据 IDC 数据，2018 年国内头显设备市场总出货量延续增长态势，其中 AR 以及 VR 头显设备出货量分别达到 3.2 万台以及 116.8 万台，桌面头显以及独立头显设备市场保持快速发展。IDC 预测，到 2023 年中国 VR 头显设备出货量将突破 1050.1 万台，AR 头显设备出货量将达到 821.4 万台，未来 5 年整体市场年 CAGR 为 69.9%。

图 15: 中国市场 VR/AR 出货预测 (百万台)



数据来源: IDC, 国泰君安证券研究

智能可穿戴设备追求轻薄短小, 因此大多采用软包电池。公司当前为苹果 Apple Watch 电池独家供应商, 说明公司在可穿戴领域的品质受到国际顶级客户认可。未来将受益于 Apple Watch 及智能可穿戴市场出货量增长。

图 16: Apple Watch 结构



数据来源: 苹果

图 17: Apple Watch 电池由德赛提供

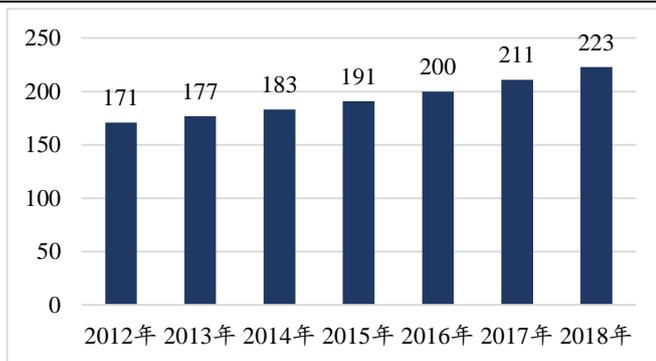


数据来源: 苹果

3.2. 电动工具市场稳步增长, 带动锂电需求

20 世纪 40 年代后, 电动工具成为国际化生产工具, 普及率大幅提升, 现已成为发达国家家庭生活中不可或缺的家装装备之一。我国电动工具从 20 世纪 70 年代开始进入量产, 90 年代兴盛, 产业规模总量不断扩张。中国电动工具行业在承接国际分工转移的过程中不断发展。

图 18: 全球电动工具市场稳步增长 (亿美元)



数据来源: 产业信息网, 国泰君安证券研究

近年来，电动工具的发展呈现小型化、轻型化、无绳化趋势，使得锂电池在电动工具领域具有较好的成长性。2016 年无绳电动工具市场规模 140.4 亿美元，预计 2021 年市场空间将达 193.5 亿美元。锂离子电池在电动工具上使用从 3 串发展到 8-10 串，应用数量成倍增加，因此电动工具用锂电池数量增速将大幅快于无绳电动工具出货量增速。

3.3. NB 转向软包电池，利好公司发展

传统笔记本电脑主要使用 18650 电池，通过多节锂离子电池串并联构成，规格较为固定。与硬壳电池（方形和圆柱）相比，软包电池具有设计灵活、重量轻、内阻小、不易爆炸、循环次数多、能量密度高等特点。

图 19: 传统笔记本电脑电池



数据来源：苹果

图 20: 轻薄型笔记本电脑采用软包电池



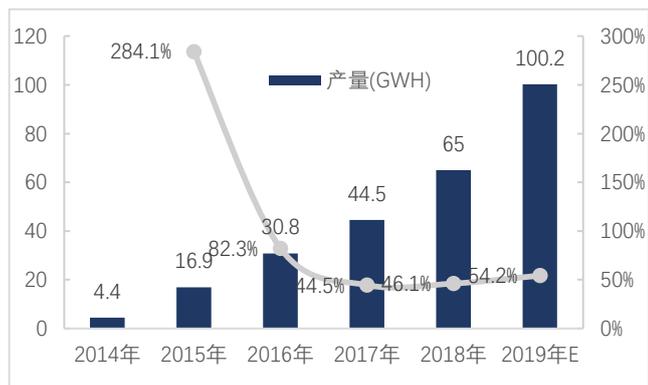
数据来源：三星

随着笔记本电脑逐渐轻薄化，传统 18650 电池组已经无法满足要求，越来越多的笔记本电脑开始采用软包电池。笔记本电脑软包电池在产品设计和生产上与手机软包电池差别较小，利于德赛电池这样的手机电池龙头厂商切入。目前公司在苹果 MAC 系列，联想等品牌均已获得份额。

3.4. 动力电池业务逐渐减亏，未来聚焦 BMS

得益于国家政策对新能源汽车产业的大力支持，新能源汽车销量快速增长。新能源汽车产销规模扩大及单车电量提升，使得动力电池市场保持高速增长。从装机量口径计算，2009-2018 年期间，我国动力电池装机量从 0.028GWh 增加到 57.04GWh，CAGR 达 233.17%。按照 2025 年新能源汽车产量 590 万辆测算，动力电池需求量将达到 330.6GWh，相比 2018 年 57.07GWh，对应年复合增速为 28.52%。按照当前市场均价计算，中国 2019 年动力电池 PACK 市场规模将超千亿元。

图 21: 中国动力电池产量快速增长



数据来源：GGII，国泰君安证券研究

在动力电池业务上,公司主要提供 BMS 和 PACK。过去几年动力电池业务达成情况不理想,持续亏损,2019 年上半年,为了控制动力电池业务的经营风险,惠州新源进一步客户优化和业务聚焦,着力发展有质量的业务,积极提升制造能力和质量管控水平,保障核心客户项目顺利量产,成效显著,亏损大幅下降,2019 年上半年亏损 700 多万元,预计该业务 2019 年能努力实现盈亏平衡。

4. 盈利预测

4.1. 核心假设

- 1、公司苹果手机电池中继续保持领先份额,并不断扩大在中国智能手机品牌中份额;
- 2、公司依靠出色的软包电池 PACK 能力在笔记本电脑电池市场扩大份额,逐步抢占台企份额;

4.2. 收入拆分

公司电池及配件业务毛利率有望在 2019 年企稳回升,主要原因为一是受原材料供应状况好转影响,电动工具及吸尘器锂电业务毛利率比去年同期有较大提升,二是国内核心客户智能手机业务自动化水平提升及内部改善,毛利率有所提升,三是动力电池业务聚焦后毛利有所改善。随着 5G 换机到来,全球智能手机出货量有望重回增长,同时随着单机电量及封装难度提升,单机 PACK 价值实现增长。我们预计 2019-2021 年公司整体营收分别为 186 亿元、214 亿元、246 亿元。

表 3: 德赛电池收入拆分 (单位: 百万元)

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
电池及配件	营收	8,724	12,486	17,204	18,580	21,367	24,572
	营收 YoY	3.7%	43.1%	37.8%	8%	15%	15%
	毛利率	9.7%	8.8%	8.2%	8.2%	8.30%	8.40%
其他业务	营收			45.69	37	42	48
	营收 YoY				-20%	15%	15%
	毛利率			28.1%	50%	50%	50%
总和	营收	8,724	12,486	17,249	18,616	21,409	24,620
	营收 YoY	3.7%	43.1%	38.1%	15%	20%	15%
	毛利率	9.7%	8.8%	8.2%	8.2%	8.4%	8.5%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 投资评级及估值分析

我们预测公司 2019-21 年 EPS 为 2.26 元、2.70 元、3.20 元。

公司主要业务为消费电子产品电池 PACK、BMS 业务,因此选取欣旺达、亿纬锂能为可比公司。

估值方法 1: PE 估值法,行业可比公司 2019 年平均 PE 为 30 倍,由于欣旺达和亿纬锂能涉足电芯、TWS 等高成长业务,而德赛电池无此类业

务。因此我们认为德赛电池应有一定折价，给予 2019 年 20 倍 PE，合理估值 45 元。

估值方法 2: PB 估值法，参考行业可比公司 2019 年平均 5 倍 PB，同上原因，给予德赛电池一定估值折价，给予 2019 年 4.5 倍 PB，合理估值 44.8 元。

综合两种估值方法，我们认为公司经营稳健，业绩确定性高，按 PE 估值给予公司目标价 45 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4: 德赛电子估值表 (截止 2019 年 11 月 29 日)

证券代码	股票简称	收盘价	EPS			PE			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300207.SZ	欣旺达*	17.57	0.56	0.79	1.11	31	22	16	4.93
300014.SZ	亿纬锂能*	44.78	1.52	1.9	2.39	29	24	19	6.04
	平均					30	23	17	5
000049.SZ	德赛电池	37.21	2.26	2.70	3.20	16	14	12	3.74

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, *为 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1、贸易战加剧: 公司部分产品直接对美出口，若贸易战加剧则会带来客户成本上升，存在转单风险；
- 2、智能手机出货下滑: 如果 5G 换机不及预期，可能出现智能手机出货下滑的风险；

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		