

德赛电池 (000049.SZ)

受益 5G，电池需求再提高，德赛扬帆再起航

在 2019H1 公司营业收入实现了 16.09% 的增长达到了 73.28 亿元，同时归母净利润实现 27.7% 的增长达到了 1.7 亿元。单 19Q2 实现营业收入 38.67 亿元，同比增长 15.99%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 78.71%。在 2019H1 公司表现杰出，我们分析其主要原因为：1) 公司在下游消费电子客户的份额得到提升的同时，下游客户的市场份额也在稳步提高；2) 公司财务费用在 18H1 为约 2.7 亿元，而在 19H1 降至约 1 亿元，其中主要原因为汇兑。3) 二级控股子公司惠州新源在公司的调整下对客户进行了优化，同时将业务更加聚焦，帮助减亏幅度较大，18H1 亏损约 3400 万元，19H1 亏损下降至 762 万元。

5G 时代消费终端将重新振作消费电子出货量，换机潮将到来；同时 5G 耗电量将超 4G，电池容量提高将是趋势。随着 5G 时代的到来，5G 智能手机所带来的换机潮将重新作为消费电子行业的助力剂，帮助手机市场摆脱疲软的负增长情况。而对应的电池需求也将水涨船高的提高。另一方面在 5G 终端上所采取的芯片将会产生相比于 4G 手机更高的功耗。据了解，高通的 5G 芯片耗电量达 5.3W，若同时含镜头及 3D 感测操作，整部手机瞬间能耗可以达到 9.6W。为满足 5G 手机的高功耗，电池容量势必必要扩大，预计未来双电芯/异形电芯的使用率将进一步提升。

新能源汽车用动力电池市场广阔，BMS 将持续增长。中国动力电池 BMS 市场需求规模在新能源汽车市场的推动下迅速增长，根据高工产研电动车研究所 (GGII) 数据，2018 年中国新能源汽车动力电池 BMS 装机量 122 万套，较 2017 年的 81.1 万套同比增长 50.43%，产值规模达 55 亿元。目前公司的耳机子公司在动力电池方面进一步优化聚焦，帮助公司在该业务上实现了较大的减亏。我们看好公司在后期对该业务的持续减亏从而带来从负到正的突破。

盈利预测及投资建议：公司受益着整体消费电子行业因为 5G 的到来致使的新一轮 5G 手机换机潮及 5G 手机所带来的高功耗，我们认为将会进一步带动单机内电池 Pack 及 BMS 的价值量增加。再到公司层面来看，随着德赛电池在下游客户中的份额逐步提高，同时消费电子市场前五家的市场占有率不断提升，德赛电池在绝对值以及份额占比两方面都将迎来提升。我们预计德赛电池将在 2019/2020/2021 年将会实现营收 189.74/220.10/253.12 亿元收入；归母净利润分别为 4.97/5.84/6.94 亿元，对应目前 PE 分别为 21.1/17.1/14.1x，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、客户集中度较高。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,486	17,249	18,974	22,010	25,312
增长率 yoy (%)	43.1	38.1	10.0	16.0	15.0
归母净利润 (百万元)	301	401	425	522	635
增长率 yoy (%)	17.7	33.6	5.9	23.0	21.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.45	1.94	2.05	2.52	3.06
净资产收益率 (%)	20.0	23.2	20.0	19.9	19.5
P/E (倍)	29.8	22.3	21.1	17.1	14.1
P/B (倍)	6.4	5.1	4.2	3.4	2.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	电子制造
最新收盘价	43.22
总市值(百万元)	8,955.09
总股本(百万股)	207.20
其中自由流通股(%)	99.06
30 日日均成交量(百万股)	8.22

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,468	7,648	14,336	11,489	17,219	营业收入	12,486	17,249	18,974	22,010	25,312
现金	268	317	1,897	2,201	2,531	营业成本	11,387	15,835	17,361	20,117	23,185
应收账款	3,636	0	4,000	640	4,696	营业税金及附加	12	30	60	43	50
其他应收款	42	0	46	7	54	营业费用	99	104	153	168	188
预付账款	25	31	31	41	41	管理费用	501	187	567	653	699
存货	1,889	2,553	3,486	3,830	5,003	财务费用	-17	101	135	161	136
其他流动资产	607	4,747	4,876	4,770	4,893	资产减值损失	13	31	0	0	0
非流动资产	1,151	1,174	1,172	1,210	1,246	公允价值变动收益	-6	0	-3	-1	-3
长期投资	0	0	5	7	8	投资净收益	11	13	22	14	15
固定投资	662	686	645	643	645	营业利润	500	678	717	881	1,066
无形资产	59	56	60	60	60	营业外收入	1	0	3	3	2
其他非流动资产	430	431	463	501	533	营业外支出	1	2	2	2	2
资产总计	7,619	8,822	15,507	12,699	18,464	利润总额	499	676	718	882	1,066
流动负债	5,804	6,313	12,541	9,148	14,199	所得税	135	151	164	205	254
短期借款	1,112	1,123	6,731	2,473	6,707	净利润	364	526	554	677	812
应付账款	3,955	4,070	4,729	5,467	6,284	少数股东收益	63	124	129	155	177
其他流动负债	736	1,120	1,081	1,209	1,208	归属母公司净利润	301	401	425	522	635
非流动负债	0	244	196	151	104	EBITDA	647	878	1,058	1,250	1,444
长期借款	0	238	190	144	98	EPS (元/股)	1.45	1.94	2.05	2.52	3.06
其他非流动负债	0	6	6	6	6						
负债合计	5,804	6,557	12,738	9,299	14,303	主要财务比率					
少数股东权益	410	514	643	798	975	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	205	205	207	207	207	成长能力					
资本公积	8	8	8	8	8	营业收入 (%)	43.1	38.1	10.0	16.0	15.0
留存收益	1,191	1,537	2,003	2,569	3,254	营业利润 (%)	14.5	35.6	5.8	22.9	21.0
归属母公司股东收益	1,405	1,750	2,126	2,602	3,186	归属母公司净利润 (%)	17.7	33.6	5.9	23.0	21.5
负债和股东权益	7,619	8,822	15,507	12,699	18,464	盈利能力					
						毛利率 (%)	8.8	8.2	8.5	8.6	8.4
						净利率 (%)	2.4	2.3	2.2	2.4	2.5
						ROE (%)	20.0	23.2	20.0	19.9	19.5
						ROIC (%)	16.2	18.3	7.9	16.1	9.7
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	76.2	74.3	82.1	73.2	77.5
						净负债比率 (%)	46.5	49.3	183.1	13.7	103.9
						流动比率	1.1	1.2	1.1	1.3	1.2
						速动比率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.96	2.10	1.56	1.56	1.62
						应收账款周转率	4.0	9.5	9.5	9.5	9.5
						应付账款周转率	3.4	3.9	3.9	3.9	3.9
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	1.45	1.94	2.05	2.52	3.06
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.22	-0.14	-17.68	24.06	-16.80
						每股净资产 (最新摊薄)	6.78	8.45	10.26	12.56	15.38
						估值指标 (倍)					
						P/E	29.8	22.3	21.1	17.1	14.1
						P/B	6.4	5.1	4.2	3.4	2.8
						EV/EBITDA	15.8	12.1	13.9	8.2	9.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、德赛电池：电池行业龙头之一	5
1.1 中小型移动电源领导厂商	5
1.2 股权集中利于公司长远发展	6
1.3 公司业绩稳步增长，费用管控能力良好	7
二、消费电子及新能源带动锂电池市场高速增长	11
2.1 消费电子电池：下游应用领域持续扩宽	14
2.1.1 智能手机行业集中度提升，5G 带来新一轮换机热潮	15
2.1.2 笔记本轻薄化趋势明显，聚合物锂电池需求上升	17
2.1.3 可穿戴设备迎来爆发增长	18
2.1.3 智能家居市场空间巨大	19
2.2 动力电池：锂电行业增长主要动力	20
2.2.1 新能源汽车快速增长，动力电池成锂电行业增长主要动力	20
2.2.2 动力电池 PACK 市场空间巨大	22
三、公司竞争优势	25
3.1 注重研发，制造水平领先	25
3.2 专注中小型市场，客户关系稳固，份额持续提高	25
3.3 受益手机待机需求的增长，实现稳定增长	26
四、盈利预测及投资建议	28
五、风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: iwatch 中的电池	6
图表 3: iPhone 中的锂电池	6
图表 4: 公司股权结构	7
图表 5: 公司年度营收情况	8
图表 6: 公司年度归母净利润情况	8
图表 7: 公司季度营收情况	8
图表 8: 公司季度归母净利润情况	8
图表 9: 公司年度盈利能力情况	9
图表 10: 公司年度三费率情况	9
图表 11: 公司季度盈利能力情况	9
图表 12: 公司季度三费率情况	9
图表 13: 公司研发投入情况	10
图表 14: 软包锂电池结构	11
图表 15: 锂离子电池工作原理	11
图表 16: 锂电池产业链	12
图表 17: 全球锂电池产业规模	12
图表 18: 国家锂电池相关政策、	13
图表 19: 2018 全球锂电池产品结构	14
图表 20: 软包锂电池优势	14
图表 21: 全球智能手机出货量	15

图表 22: 智能手机前五大厂商市场份额	15
图表 23: iPhoneX 中的“L”型双芯电池.....	16
图表 24: iPhoneXs 中的异形电池.....	16
图表 25: 5G 智能手机出货量.....	17
图表 26: 18650 电芯与锂聚合物电芯.....	17
图表 27: 轻薄本占比持续提升.....	17
图表 28: 2018Q4 消费性电子产品用锂电池价格.....	18
图表 29: 可穿戴设备市场规模预测（百万台）	18
图表 30: 全球 AR/VR 市场规模预测.....	19
图表 31: 全球 AR/VR 终端出货量预测.....	19
图表 32: 中国智能家居市场规模	19
图表 33: 各类型动力电池对比.....	20
图表 34: 各国推广新能源汽车政策及目标.....	21
图表 35: 全球新能源汽车销量（万台）	21
图表 36: 2022 年中国新能源汽车销量预测（万辆）	21
图表 37: 中国新能源汽车动力电池产量（GWh）.....	22
图表 38: 动力电池 PACK 结构	23
图表 39: 全球动力锂电池 PACK 市场规模（亿美元）	23
图表 40: 中国新能源汽车动力锂电池 BMS 市场规模（亿元）	24
图表 41: 公司今年研发费用情况	25
图表 42: 公司今年研发费用率情况.....	25
图表 43: 2018 公司前五大客户收入占比情况	26
图表 44: 华为 Mate、P 系列、苹果 iPhone 各代电池容量情况（mAh）	27
图表 45: iPhone 内部电池大小（最右为 iPhone 11 Pro Max）	27
图表 46: 德赛电池营收分拆（亿元）	28
图表 47: 可比公司估值情况（截止至 2019 年 9 月 22 日）	29

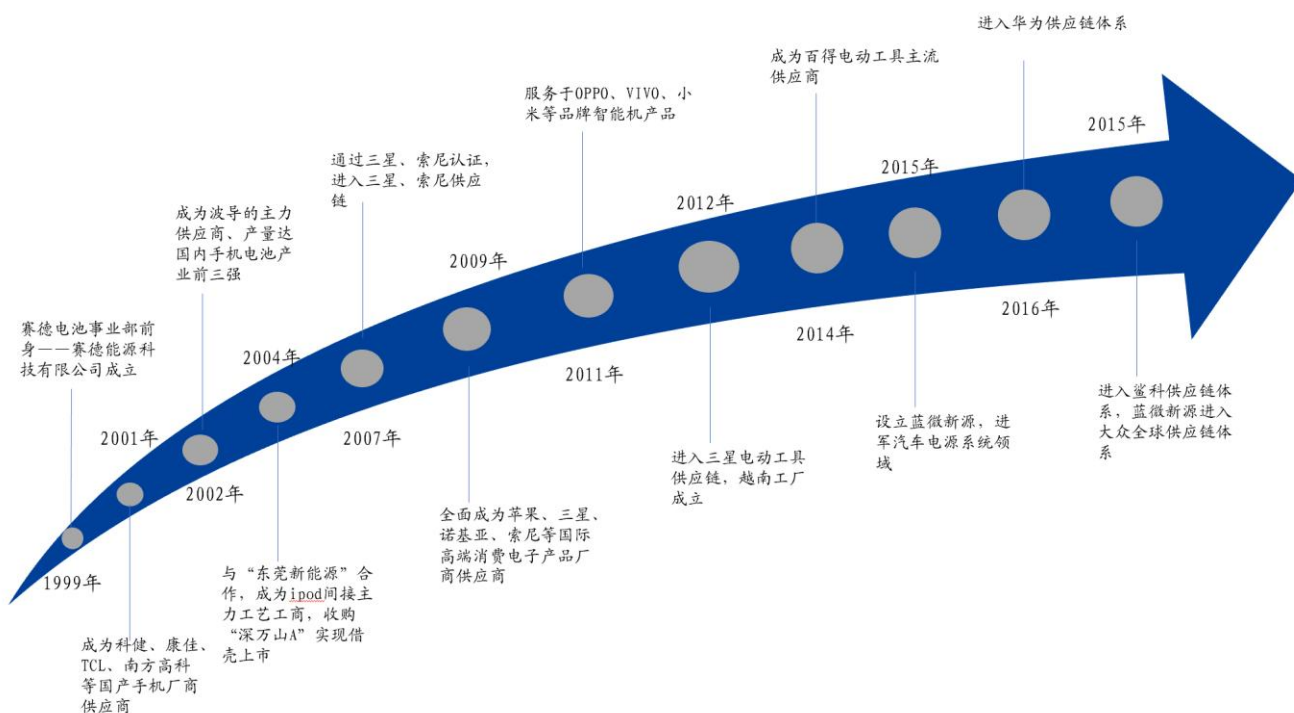
一、德赛电池：电池行业龙头之一

1.1 中小型移动电源领导厂商

德赛电池为深圳塞德集团旗下公司，前身为成立于 1999 年的德赛能源科技有限公司，德赛集团与深圳万山实业股份有限公司于 2004 年进行资产置换完成后，深万山主营业务变更为电池的生产、开发与销售，“深万山 A”于 2005 年更名为“德赛电池”。

公司目前是国内锂电池制造领域的先行者和全球中小型移动电源领域的领导厂商之一，在智能手机、消费电子、电动工具等中小型移动电源管理系统和领域中均处于全球领先地位，产品广泛运用与苹果、三星、华为、OPPO 和 VIVO 等公司电子产品中。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告整理，国盛证券研究所

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，和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。目前公司业务主要集中于小型锂电池电源管理系统及封装集成领域。

小型锂电池电源管理系统及封装集成业务：产品形态通常为一颗或两个电芯串并而成，目前主要运用于智能手机、平板电报、可穿戴设备等消费电子产品中。目前公司相关电池产品以小型锂电池封装及电源管理系统为主，服务于全球顶级消费电子厂商，与苹果、三星、华为、OPPO 等一流企业建立了稳定的合作关系，且公司目前是 iPhone 电池的主要供应商之一。

图表 2: iwatch 中的电池



资料来源：电子说，国盛证券研究所

图表 3: iPhone 中的锂电池



资料来源：搜狐科技，国盛证券研究所

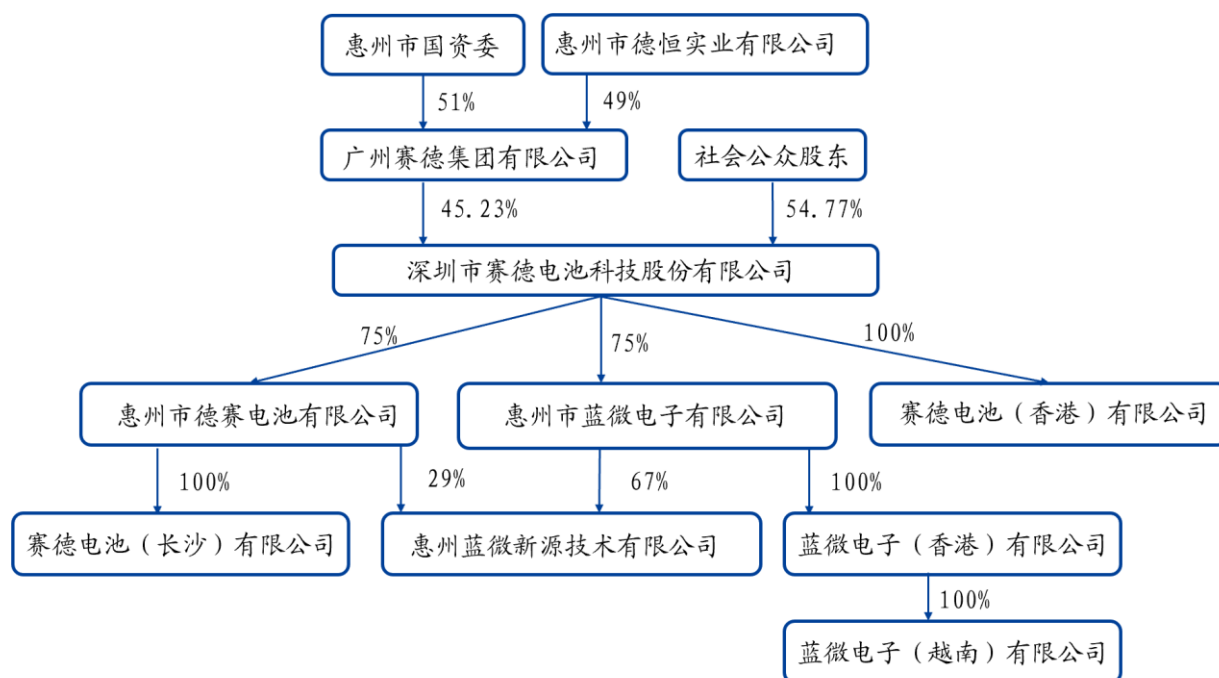
中型锂电池电源管理系统及封装集成业务：公司在过去几年大力拓展中型锂电池电源管理系统及封装集成业务领域，产品形态通常表现为多串电池组，由多颗电芯串并联而成，但是在电池组数量上仍旧少于大型新能源汽车电池和储能电池。目前公司众多主要厂商开展了广泛的商务合作，产品广泛运用于笔记本电脑、医疗器械、物联终端、电动自行车、无人机等终端产品和服务。

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：随着新能源汽车市场的爆发式增长，车用锂动力电池的需求也持续走高，动力电池已逐渐成为锂电池产业增长的主导力量。公司为新能源电池提供电池封装及电源管理系统，此项业务是公司近几年重点拓展的业务领域。

1.2 股权集中利于公司长远发展

公司第一大股东为广州德赛集团有限公司，目前持股 45.23%，该集团由惠州市国资委控股。公司为控股型企业，主要围绕锂电池产业链进行业务布局，目前持有惠州市德赛电池有限公司和惠州市蓝微电子有限公司两家子公司 75% 股权以及德赛电池（香港）有限公司 100% 股权。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以及封装集成业务。

图表 4: 公司股权结构



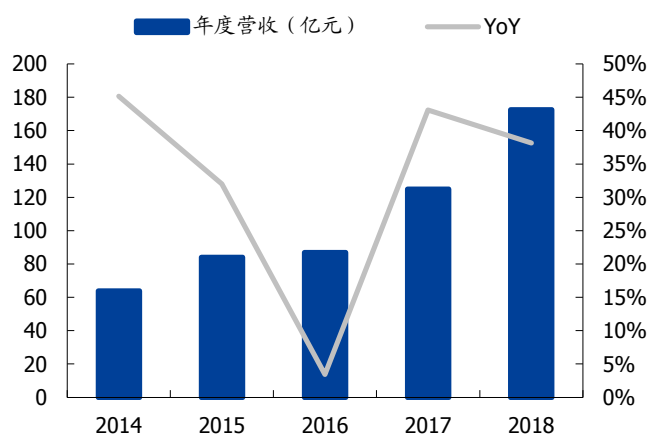
资料来源：公司公告整理，国盛证券研究所

1.3 公司业绩稳步增长，费用管控能力良好

公司业绩稳步增长。公司 2018 年营收为 172.49 亿元，同比增长 38.15%，归母净利润 4.01 亿元，同比增长 32.22%。公司营业收入自 2014 年的 63.9 亿元增长至 2018 年的 172.49 亿元，年均复合增长率 28.18%，归母净利润自 2014 年的 2.35 亿元增长至 2018 年的 4.01 亿元，年均复合增长率 14.29%。

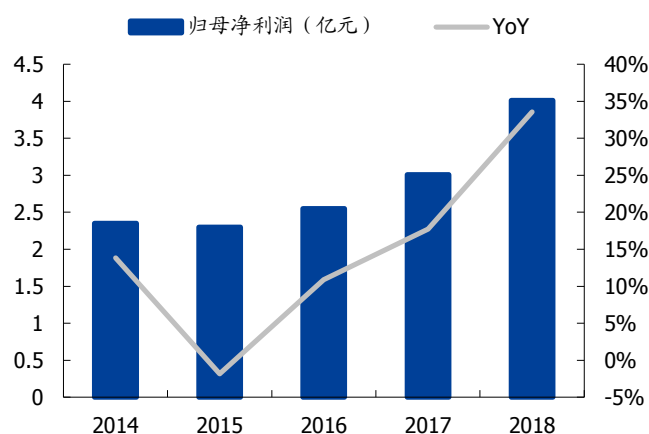
公司营业收入的持续增长主要是由于在小型锂电池领域公司市场份额进一步巩固，销售数量保持着较好的增长，同时智能手机锂电池单机均价的增长给公司营收带来较大的提升。中型锂电池业务领域，2018 年实现营收 26.37 亿元，同比增长 84.68%。在动力电池业务领域，公司除了聚焦核心战略客户，积极推动项目的定点和量产以外，惠州新源内部组织架构和人员规模调整，严格控制成本支出，降低该项业务的亏损。

图表 5: 公司年度营收情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司年度归母净利润情况



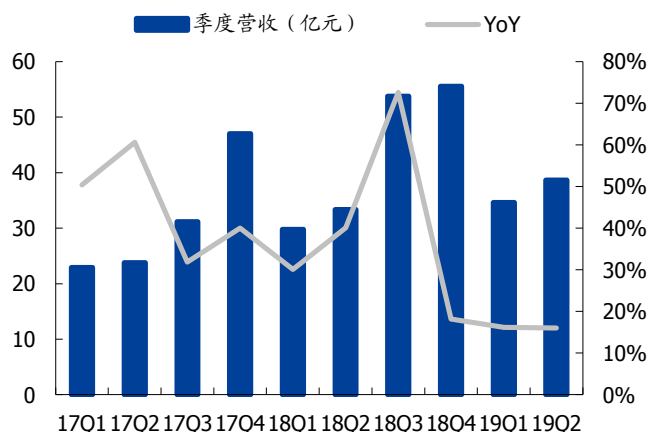
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在 2019H1 公司营业收入实现了 16.09% 的增长达到了 73.28 亿元, 同时归母净利润实现 27.7% 的增长达到了 1.7 亿元。单 19Q2 实现营业收入 38.67 亿元, 同比增长 15.99%; 实现归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 78.71%。

此次公司增速达到 16% 的同时, 同时净利润增长较营收增长高出超过 10% 的主要原因根据我们的分析主要为以下:

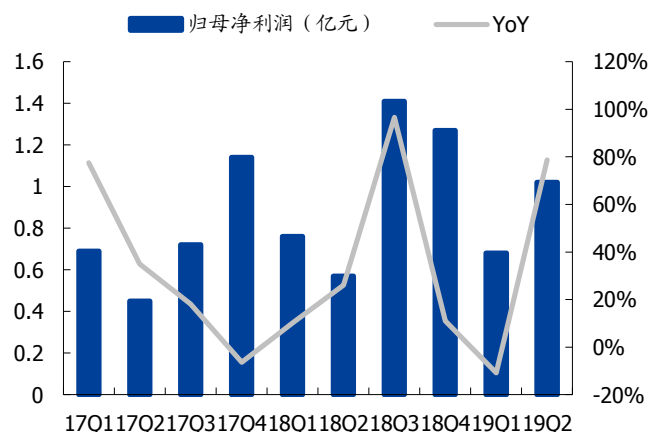
- 1) 公司在下游消费电子客户的份额得到提升的同时, 下游客户的市场份额也在稳步提高;
- 2) 公司财务费用在 18H1 为约 2.7 亿元, 而在 19H1 降至约 1 亿元, 其中主要原因为汇兑。
- 3) 二级控股子公司惠州新源在公司的调整下对客户进行了优化, 同时将业务更加聚焦, 帮助减亏幅度较大, 18H1 亏损约 3400 万元, 19H1 亏损下降至 762 万元。

图表 7: 公司季度营收情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 公司季度归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从收入及利润在看到公司的盈利能力及对应费用率的情况。

1) 盈利能力: 对于年度的毛利率及净利率来看, 2018 年公司的毛利率为 8.2%, 与 2017 年相比下降 0.6%, 主要是由于众多制造厂商争相进入锂电池电源管理系统及封装市场, 导致市场竞争加剧以及产业链毛利率下滑。

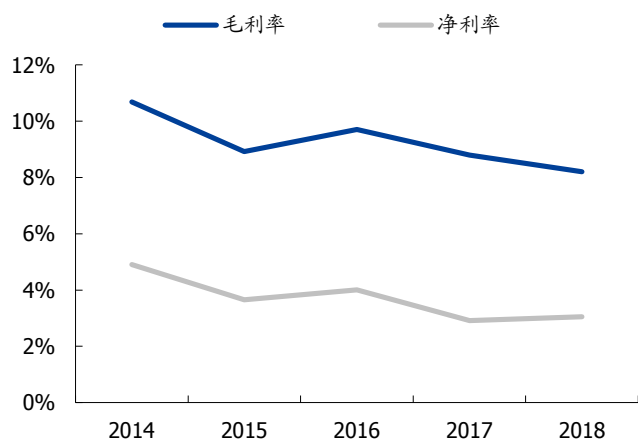
2) 费用率: 公司 2018 年财务费用有一定的增长是由于汇兑损失和利息费用增加导致。

再到公司单季度的盈利能力以及费用率来看:

1) 盈利能力: 公司上半年毛利率及净利率分别为 7.99% 和 3.09%, 19Q2 毛利率及净利率分别为 8.56% 和 3.55%, 较 19Q1 提升了 1.2% 和 0.96%。毛利率及净利率提高的原因与收入增速相似, 主要受益于下游客户份额及绝对值的增长, 从而致使规模化效应提高。同时也受益于子公司减亏带来的盈利能力的提高。

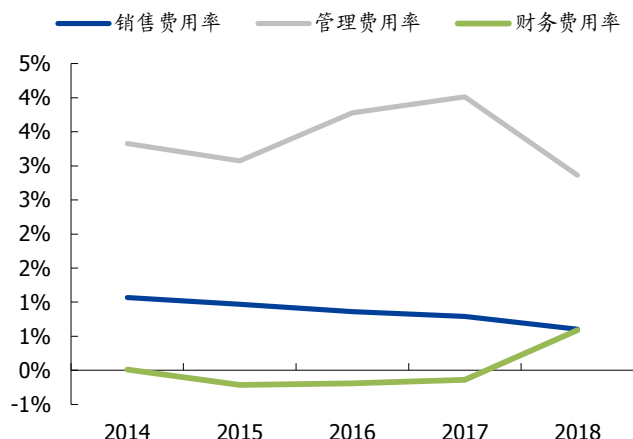
2) 费用率: 单 19Q2 来看, 公司综合管理费用率为 3.9792 (含研发), 在 19Q1 则为 3.7233%, 略微有所下降。但是从财务费用的角度来看, 受益于汇兑, 公司财务费用降幅较为明显。

图表 9: 公司年度盈利能力情况



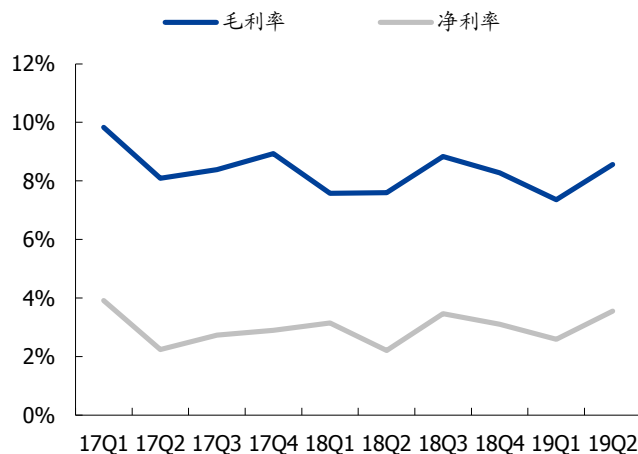
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司年度三费率情况



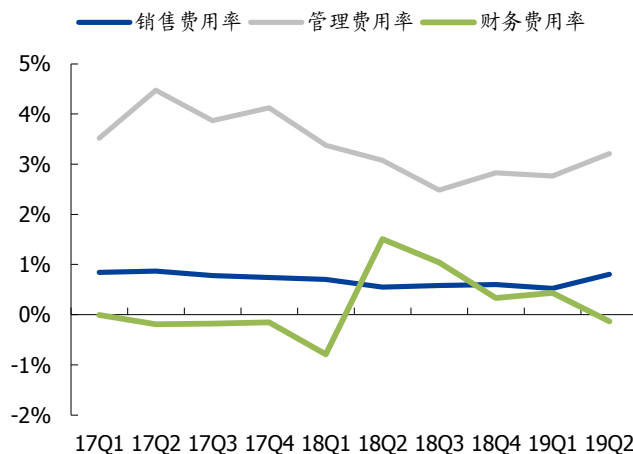
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 公司季度盈利能力情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

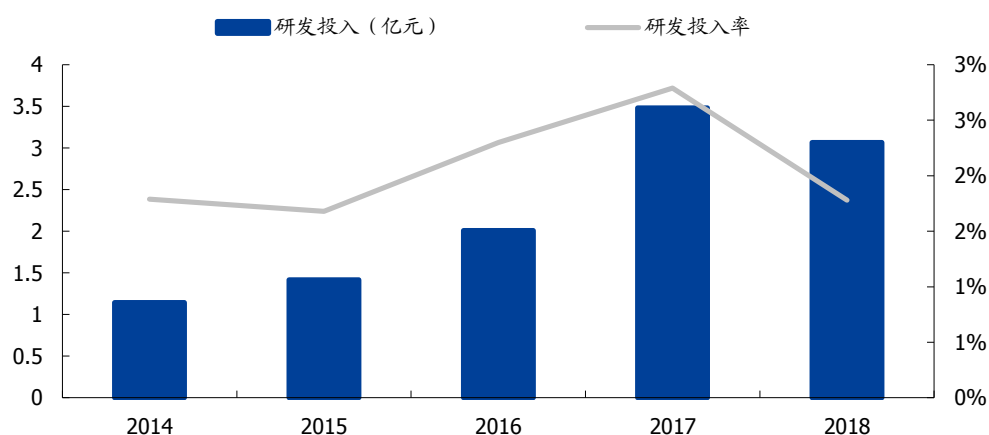
图表 12: 公司季度三费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注重研发创新投入。公司 2014-2017 年研发费用逐年大幅上升，年均复合增长率 44.87%。2018 年研发费用为 3.07 亿元，同比有所下降，主要是由于公司调整研发投入结构，战略性缩减大型新能源汽车电源管理系统及封装业务的研发投入，同时加强研发物料采购和消耗管理所导致。公司 2018 年研发人员数量为 779 人，较去年增加 23 人，同比增长 3.04%。

图表 13: 公司研发投入情况

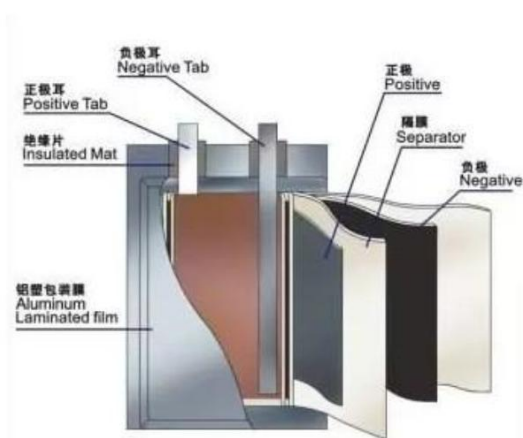


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、消费电子及新能源带动锂电池市场高速增长

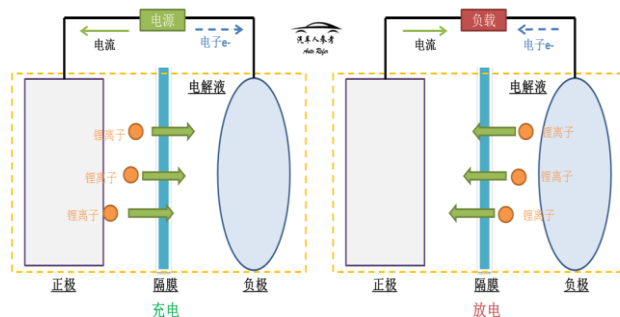
锂电池是一种二次充电电池，电池结构包括正负极、隔膜、有机电解液以及电池外壳组成。其中正极通常为锰酸锂、钴酸锂或镍钴锰酸锂等活性物质材料；负极的活性物质通常为石墨或近似石墨结构的碳；电池中的隔膜是一种经特殊成型具有微孔结构的高分子薄膜，能够使锂离子自由通过而电子无法通过；电池外壳通常由钢壳、铝壳、铝塑膜等构成。在充电时，锂电池正极的锂离子和电解液中的锂离子向负极聚集得到电子，被还原成锂镶嵌在负极材料中，放电时镶嵌在负极材料中的锂失去电子，变成锂离子进入电解液中向正极移动。

图表 14: 软包锂电池结构



资料来源：百度图片，国盛证券研究所

图表 15: 锂离子电池工作原理



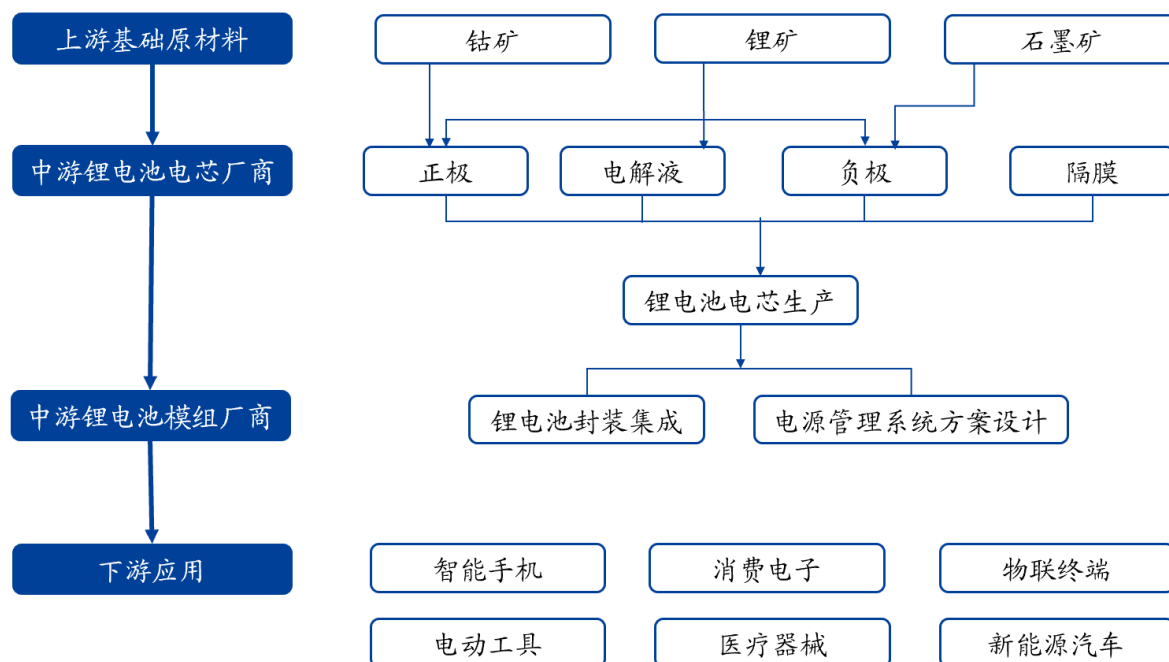
资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

锂本身是一种比较活泼的金属，每个锂电池包都需要配以一块电池管理板，即电源管理系统（Battery Management System, BMS）来智能化管理及维护各个电池单元，监控电池状态，防止过充和过放的现象出现，尽可能的提高锂电池的安全性和使用寿命。BMS 最核心的功能主要包括：电芯监控、SOC（荷电状态）计算、单体电池均衡。其中电芯监控主要包括包括单体电池温度和电压的采集和电池组电流的检测；

SOC 计算通过准确估测电池荷电状态，保证 SOC 在合理范围内，防止过放和过充对电池带来的损害；单体电池均衡主要通过电力电子技术是单体电池的电压偏差保持在合理的预期范围内，保证每个单体电池在使用时保持相同状态。锂电池的 PACK 通常指电池的封装，PACK 厂商根据下游终端厂商的需要将多个单体电芯串、并联以达到一定的电压和容量并配以电源管理系统，根据客户需求组成特定形状，锂电池的 PACK 主要包括电芯、模块、热管理系统、BMS 和壳体等。

从产业链角度来看，锂电池行业已经成为了一个清晰明了且专业化程度非常之高的体系。产业链上游为各类基础原材料，包括钴矿、锂矿、石墨矿等等，中游为锂电池电芯生产厂商和电池模组生产厂商，电芯制造企业使用正负极材料、电解液和隔膜等生产原料生产出不同规格与容量的锂电池电芯产品，电池模组厂商根据消费电子、物联终端、新能源汽车等终端客户对于产品不同性能与使用要求选择不同的锂电池电芯、电源管理系统方案、精密结构件以及生产工艺进行锂电池模组的设计与生产。

图表 16: 锂电池产业链

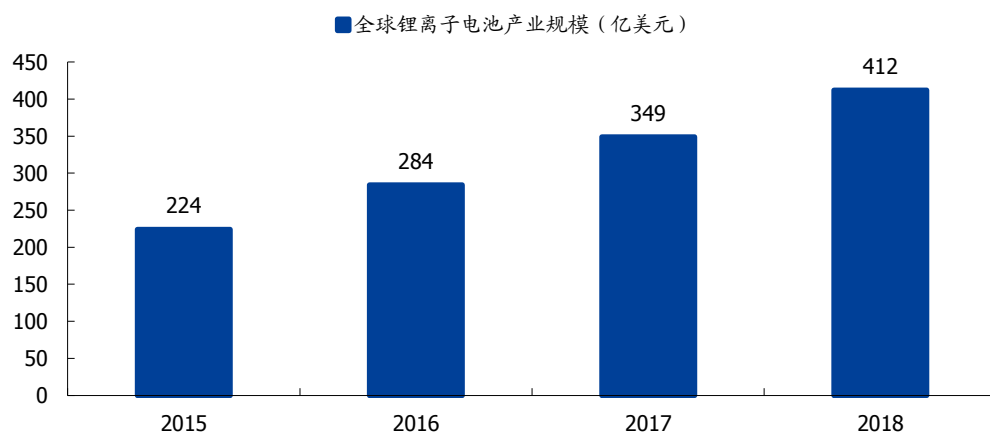


资料来源：公司公告及公开资料整理，国盛证券研究所

在新兴科技以及能源技术变革的推动下，全球锂电池产业进入快速增长阶段。根据中国电子产业发展研究院发布的《锂离子电池产业发展白皮书（2019）》数据显示，2018年全球锂离子电池产业规模达到412亿美元，同比增长18%，2015至2018年年均复合增长率达22.52%。

根据市场研究机构Adroit Market Research数据，2018-2025年全球锂电池市场将以14.3%的年均复合增长率增长，至2025年市场规模预计将超过1000亿美元。

图表 17: 全球锂电池产业规模



资料来源：《锂离子电池产业发展白皮书（2019）》，国盛证券研究所

从政策面来看，中国锂电池行业也受到国家的关注并且希望其进行着高速发展。从“十二五”和“十三五”来看，中国目前大力发展新能源、新能源汽车、以及新材料三大行业，而锂电池则是该三类行业的交叉产业。

根据高工产业锂电研究所(GGII)数据,2018 年中国锂离子电池市场产量达 102.00GWh,同比增长 26.71%,预计 2019-2023 年将以 30.6%的年复合增长率增长,至 2023 年出货量有望达到 380GWh。德赛电池作为锂电池封装与电源管理系统的领先企业,将受益于中国锂电池产业的快速增长。

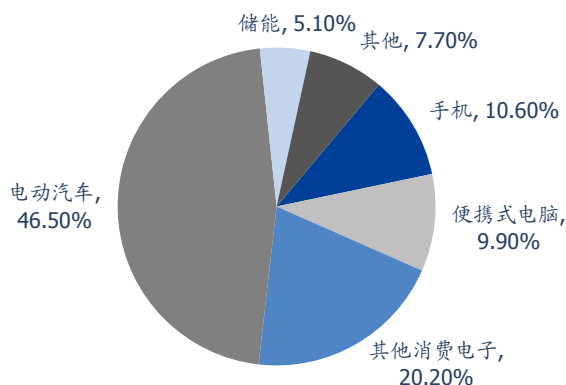
图表 18: 国家锂电池相关政策。

政策名称	发布时间	发布部门	相关产业政策
《国家重点新产品计划优先发展技术领域》	2010 年	科技部	把锂离子电池以及相关产品及技术列为优先发展技术领域。
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	2011 年	发改委、科技部、工信部、商务部、国家知识产权局	锂电池位于“信息”大类中“10.信息功能材料与器件类”类型。
《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》	2012 年	科技部	第二阶段: 2010-2015 年实现混合动力汽车产业化技术突破。开展以能量型锂离子动力电池为重点, 电池模块化为核心的动力电池全方位技术创新, 实现我国车用动力电池大规模产业化的技术突破。
《电子基础材料和关键元器件“十二五”规划》	2012 年	工信部	大力发展新能源汽车用高效节能无刷电机、高性能磁性元件和动力电池, 推动锂离子动力电池的产业化。
《发改委<产业结构调整指导目录(2011 年本)>(修正)》	2013 年	发改委	锂离子电池属于第一类“鼓励类”第十九“轻工”类中的第 16 小类, 明确了对动力电池、储能电池和正极材料发展的政策鼓励。
关于印发《促进汽车动力电池产业发展行动方案》的通知	2017 年	工信部、发改委、科技部、财政部	提出分三个阶段推进我国动力电池发展: 2018 年, 提升现有产品性价比, 保障高品质电池供应; 2020 年, 基于现有技术改进的新一代锂离子动力电池实现大规模应用; 2025 年, 采用新化学原理的新体系电池力争实现技术变革和开发测试。
《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	2017 年	科技部	将锂离子电池作为先进能源材料成为国家重点战略新材料

资料来源: 观研天下、东方财富网, 国盛证券研究所

新能源汽车市场持续增长, 全球锂离子电池市场结构发生变化。从产品结构来看, 受到新能源汽车市场发展的影响, 全球锂电池市场结构发生变化, 根据《锂离子电池产业发展白皮书(2019)》统计, 2018 年全球包括手机、便携式电脑和其他消费电子在内的消费类锂电池产品占比 40.7%, 同比下降 7.3%, 而电动汽车用锂电池占比同比上升 6.5%, 达到 46.5%, 首次超过消费类锂电池产品。

图表 19: 2018 全球锂电池产品结构



资料来源:《锂离子电池产业发展白皮书(2019)》,国盛证券研究所

2.1 消费电子电池:下游应用领域持续扩宽

锂电池按照电芯外壳的材质和形状可分为软包和硬壳两类,其中软包锂电池通产采用铝塑薄膜,硬壳锂电池根据通常以铝壳和钢壳封装。与硬壳锂电池相比,软包电池具有重量轻、内阻小、电池容量大、循环性能好等优点,被广泛运用于 3C 电子产品中。

图表 20: 软包锂电池优势

优势	细则
安全性能好	软包锂电池的电解液较少发生漏液现象,发生安全隐患情况下软包电池会鼓气裂开,而硬壳电池容易因为内压过大发生爆炸
重量轻	软包电池重量相比同等容量的硬壳方形锂电池轻 40%,铝壳方型锂电池轻 20%
电池容量大	软包电池节约体积约 20%,较同等尺寸规格的钢壳电池容量 50%,较铝壳电池容量高 20%-30%。
循环性能好	软包电池的循环寿命更长,100 次循环衰减较铝壳少 4%-7%
内阻小	软包电池的内阻更小,极大的降低了电池的自耗电
设计灵活	软包电池可以根据客户需要定制外形,做到比铝壳更薄。

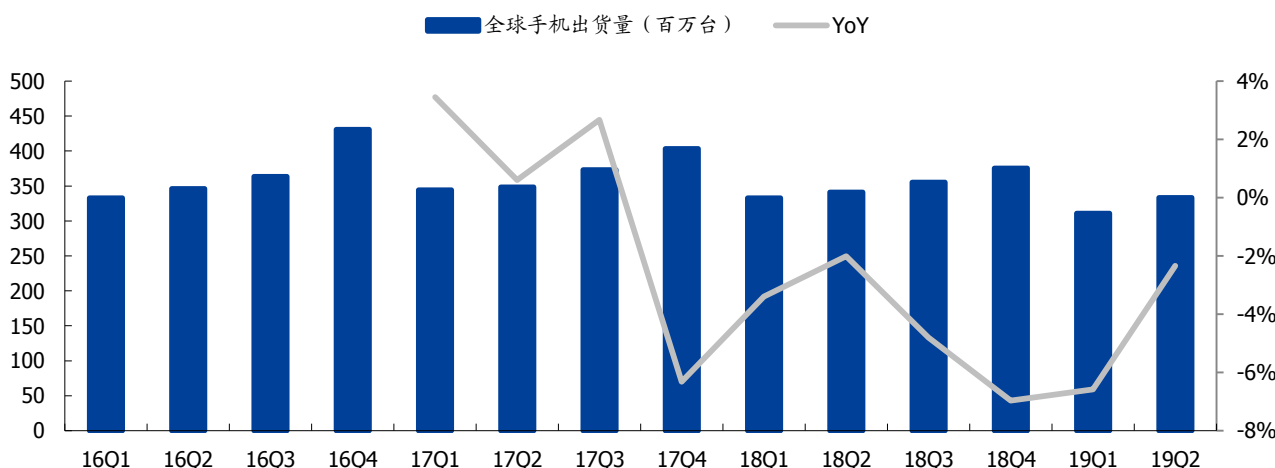
资料来源:新能源网,国盛证券研究所

2.1.1 智能手机行业集中度提升，5G 带来新一轮换机热潮

智能手机行业集中度持续提升，国内厂商表现强劲。智能手机市场经多年发展已逐渐趋于饱和状态，根据 IDC 数据，全球智能手机出货量连续 7 个月下滑，2019Q2 全球智能手机出货量为 3.33 亿台，同比下降 2.3%。但是智能手机行业集中程度进一步提升，IDC 数据显示 2016-2018 年智能手机市场前五大厂商所占份额分别为 55.9%、60.6%和 67.1%，行业集中度持续提升。

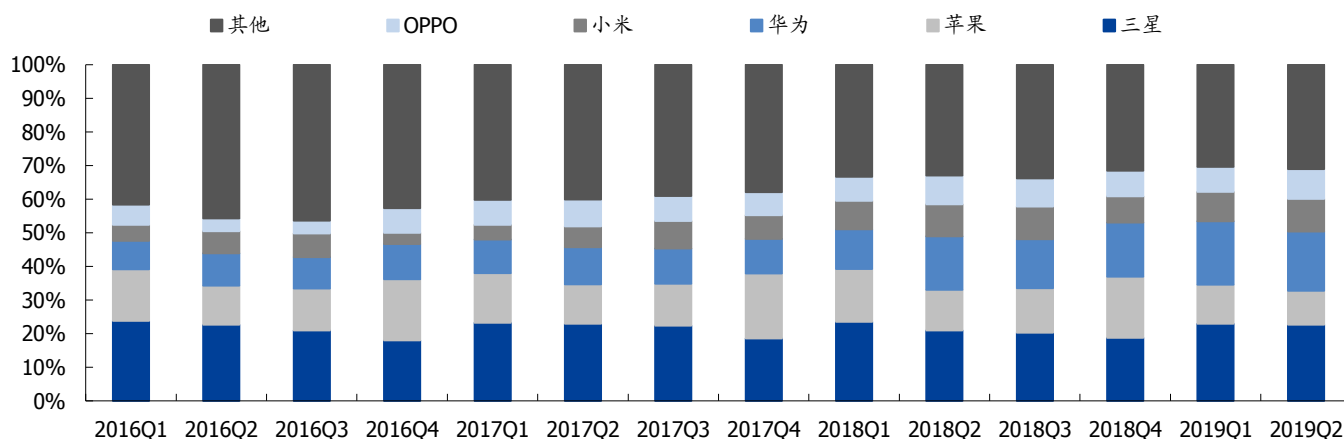
在前五大厂商中，国产手机厂商表现强劲，无论在出货量还是市场份额上均有提升，2018 年苹果和三星出货量同比分别下降 3.2%和 7.9%，华为、小米和 OPPO 则同比上升 34.6%，29.1%和 4.0%。德赛电池客户覆盖苹果、三星、华为和 OPPO 等海内外企业，销售额主要来自于大客户的订单，在智能手机行业集中度和国产手机市场份额提升的过程中有望受益。

图表 21: 全球智能手机出货量



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

图表 22: 智能手机前五大厂商市场份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

手机续航需求增加，双芯/异形电池出现。随着科技的发展，手机功能逐渐丰富，显示屏尺寸不断扩大，随之而来的是手机电池的续航问题。面对不断增大的续航需求，大部分手机厂商早期选择直接增大电池容量，但是锂电池受物理定律限制，容量与体积和重量成正比，这种方法不仅会增大电池体积，不符合智能手机轻薄化的发展趋势，同时还会造电池的稳定性下降，存在安全隐患。

此外，随着类载板（SLP）和其他先进工艺技术的出现，PCB 而其他电子零部件尺寸缩小，手机内部多出不规则空间，此时双芯/异形电池则成为较为理想的电池方案。双电芯简单来说就是在手机中使用两块电池串联，在扩大手机电池容量的前提下最大程度的节约手机内部空间。最早使用双电芯的智能手机是 2015 年推出的金立 M5，电池容量高达 6020mAh，能够保证电池的安全性与续航能力。苹果在 2017 年发布的 iPhoneX 中首次使用“L”型双芯电池，将两颗电池串联摆放成“L”型，在 2018 年推出的 iPhoneXs 中更是首次使用异形电池。

目前采用双芯/异形电池方案的基本只有高端机型，例如 iPhone X，iPhoneXs，iPhoneXs Max，vivo IQOO，OPPO Find X 等。对于锂电池模组厂商来说，电芯数量越多，形状越不规则，需要的封装及 BMS 技术相对更加复杂，与单电芯相比，双电芯的价格高出了 50%-100%，在单机价值量上有较大的提升。

图表 23: iPhoneX 中的“L”型双芯电池



资料来源: iFixit, 国盛证券研究所

图表 24: iPhoneXs 中的异形电池

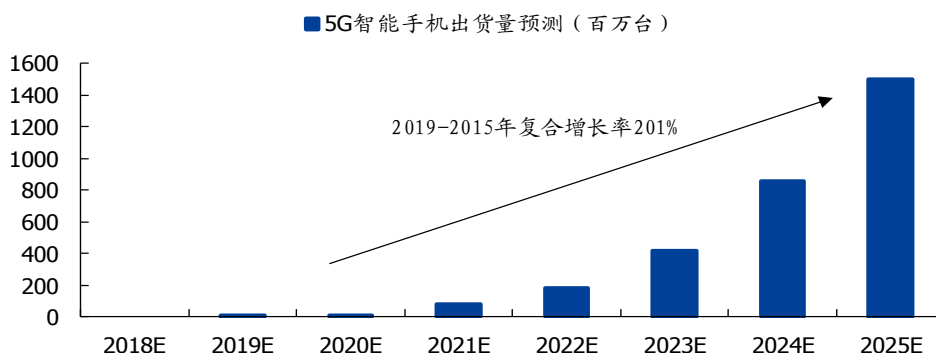


资料来源: iFixit, 国盛证券研究所

5G 推进带来换机热潮，续航需求进一步提升。5G 网络作为第五代移动通信网络，传输速度比 4G 网络快了百倍。随着 5G 通信建设步伐的逐渐推进，将带来未来智能手机换机新热潮。根据 Strategy Analytics 预测，5G 智能手机出货量将从 2019 年的 200 万台增长至 2025 年的 15 亿台，年复合增长率高达 201%。

5G 更高速率的芯片意味着更大的功耗，根据华为轮值董事长徐直军称华为的 5G 芯片将会消耗目前 4G 调制解调器 2.5 倍的功率，而据了解，高通的 5G 芯片耗电量达 5.3W，若同时含镜头及 3D 感测操作，整部手机瞬间能耗可以达到 9.6W。为满足 5G 手机的高功耗，电池容量势必要扩大，预计未来双电芯/异形电芯的使用率将进一步提升，锂电池 PACK 和 BMS 厂商将从中受益。

图表 25: 5G 智能手机出货量



资料来源: Strategy Analytics, 国盛证券研究所

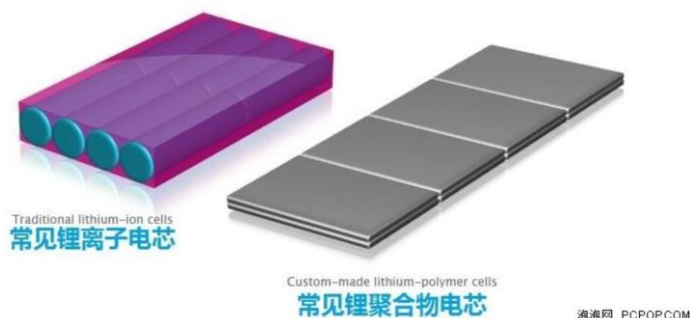
2.1.2 笔记本轻薄化趋势明显, 聚合物锂电池需求上升

早期笔记本电脑电池一般由 6 节 18650 电池组成, 18650 电池是 Sony 定下的一种标准锂离子电池型号, 其中 18 表示直径为 18mm, 65 表示长度为 65mm, 0 则表示圆柱形电池, 18650 电池的电解液为液态, 外壳多为合金或不锈钢材质。

从 2008 年苹果发布 MacBook Air 起, 笔记本向着轻薄化的方向不断发展, 微软、戴尔、联想、华硕、华为等厂商纷纷推出轻薄本产品, 目前全球最薄的笔记本宏基 Swift7 更是做到了仅 8.98mm。

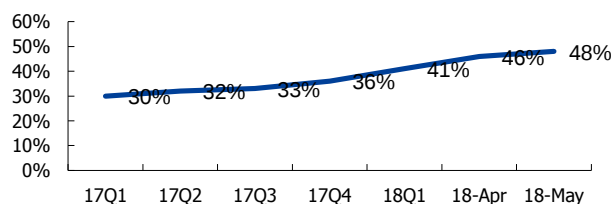
根据捷孚凯市场咨询数据我们可以看到轻薄本的占比正在陆续提升。受物理尺寸限制, 传统的 18650 电芯难以放置于轻薄本中, 取而代之的是锂聚合物电池。相较于 18650 电池, 锂聚合物电池电解液为固态, 外壳多为软包设计, 在体积尺寸方面不受限制, 更加适合轻薄本的使用。从电池容量方面来看, 相同体积的锂聚合物电芯电池容量比 18650 电芯电池更大, 能够满足笔记本电脑的续航需求。

图表 26: 18650 电芯与锂聚合物电芯



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

图表 27: 轻薄本占比持续提升



资料来源: 捷孚凯市场咨询, 国盛证券研究所

根据 EnergyTrend 2018 年四季度消费性电子产品用锂电池价格数据显示, 聚合物锂电池的价格高于圆形和方形锂电池, 随着未来轻薄本占比持续提升, 锂聚合物电池逐步替代 18650 电池, 笔记本电脑电池单机价格有望提升。

图表 28: 2018Q4 消费性电子产品用锂电池价格

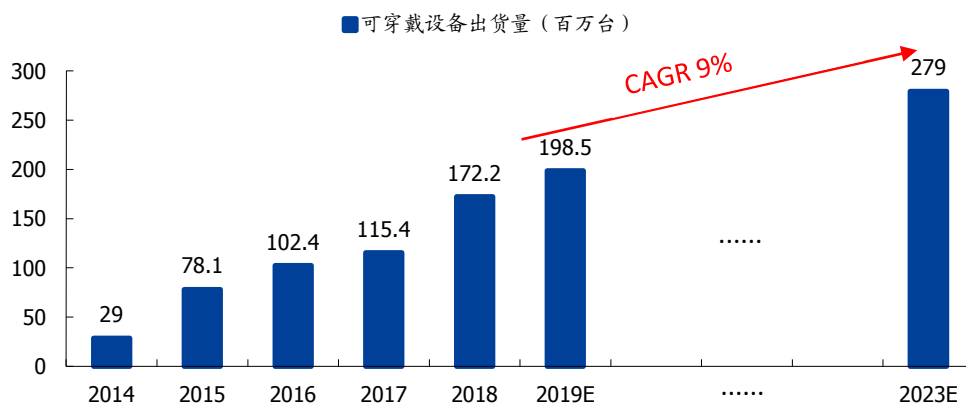
单位 (USD / Wh)	高	低	平均
圆柱形锂电池 (< 2.8 Ah)	0.26	0.23	0.24
聚合物锂电池 (< 2 Ah)	0.38	0.33	0.36
方形锂电池 (< 4 Ah)	0.27	0.25	0.29

资料来源: EnergyTrend, 国盛证券研究所

2.1.3 可穿戴设备迎来爆发增长

近年来随着科技进步,可穿戴设备蓬勃发展。根据市场调研机构 IDC 数据,2018 年全球可穿戴设备出货量为 1.722 亿台,同比增长 49.2%,预计 2019 年出货量可突破 1.98 亿台,按照 9%的年均复合增长率来计算,2023 年出货量将增加至 279 亿台。

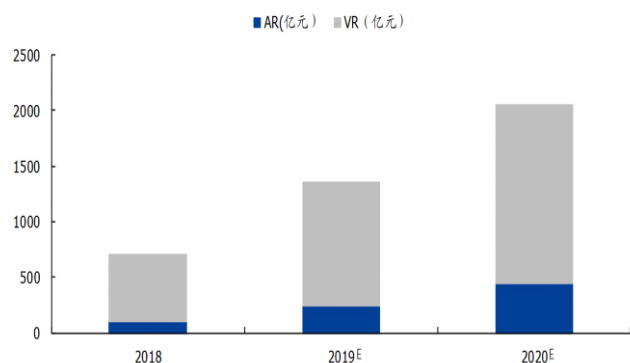
图表 29: 可穿戴设备市场规模预测 (百万台)



AR/VR 持续发展,年均复合增速有望超过 70%。根据中国信息通信院数据显示,全球虚拟显示产业规模接近千亿人民币,在 2017-2022 年均复合增速有望超过 70%。

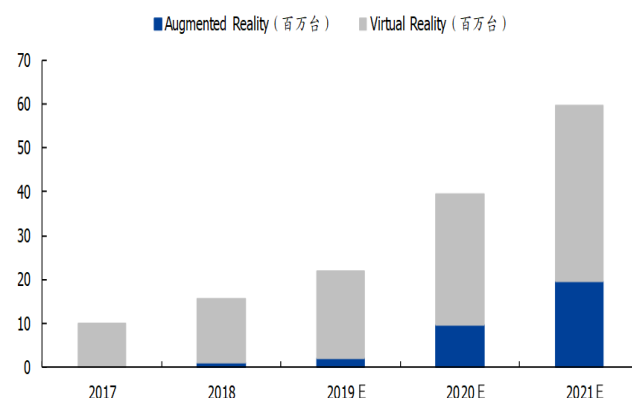
根据 Greenlight 数据,2018 年全球 AR/VR 市场规模超过 700 亿人民币,同比增长 126%,预计到 2020 年全球 AR/VR 产业规模将超过 2000 亿人民币。从终端出货量来看, IDC 预计 2018 年全球终端出货量超 1200 万台,至 2020 年有望接近 4000 万台。

图表 30: 全球 AR/VR 市场规模预测



资料来源: Greenlight, 国盛证券研究所

图表 31: 全球 AR/VR 终端出货量预测

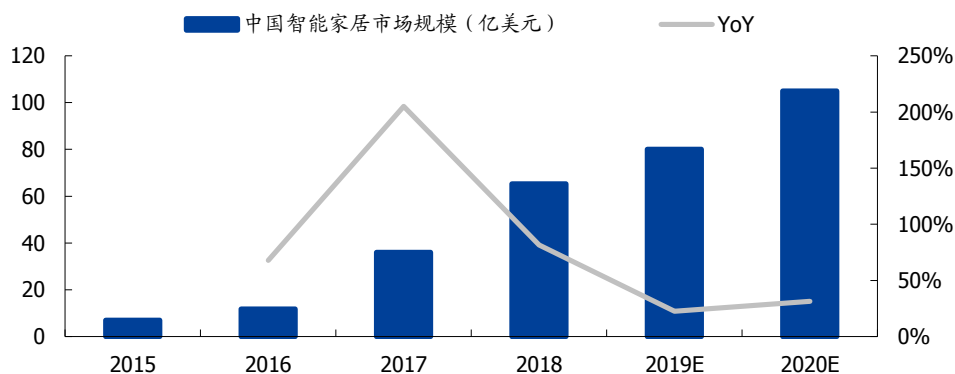


资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2.1.3 智能家居市场空间巨大

随着人工智能的兴起和物联网的发展,智能门锁、扫地机器人等新兴智能家居产品飞速发展,根据《2018 中国智能家居产业发展白皮书》数据,中国智能家居市场渗透率仅有 4.9%,远低于同期美国的 32%,市场空间巨大。2018 年中国智能家居市场规模达到 65.32 亿美元,同比增长 81.4%,预计到 2020 年市场规模可达到 105 亿美元。随着智能家居市场规模的进一步扩大,对锂电池需求潜力巨大。作为中小型移动电源领域领导厂商之一的德赛电池,将受益于智能家居市场规模的快速扩张。

图表 32: 中国智能家居市场规模



资料来源:《2018 中国智能家居产业发展白皮书》, 国盛证券研究所

2.2 动力电池：锂电行业增长主要动力

动力电池多指为电动汽车、电动自行车等交通工具提供动力的蓄电池，主要包括传统的铅酸电池、镍氢电池以及锂离子动力电池。其中铅酸蓄电池是技术最成熟，成本售价最低廉的蓄电池，在上世纪一度成为重要的车用动力电池，应用于欧美汽车公司开发的众多 EV 和 HEV 中，但由于铅酸电池具有比能量低、续航时间短、自放电率高、生产回收过程中可能产生重金属污染等缺点，目前主要用于汽车启动的点火装置及电动自行车等小型设备中。

镍氢电池属于碱性电池，循环使用寿命较长，有着良好的耐过充、过放能力，与铅酸电池相比具有更高的比能量、比功率以及循环寿命，但是镍氢电池价格较高，且在充放电循环的过程中贮氢合金会渐渐丧失催化能力导致电池内压升高，影响使用。锂离子电池诞生于 1970 年，凭借高比能量、自放电少、循环寿命长、无记忆效应以及绿色环保等优点，迅速成为电动汽车电池市场的主要选择。

图表 33: 各类型动力电池对比

类型	重量能量密度 (Wh/kg)	电池单体标称电压	理论循环使用寿命 (次)	商品化程度
铅酸电池	30-50	2V 左右	500-800	已淘汰
镍氢电池	70-100	1.2V	1000	现使用
锰酸铁锂电池	100	3.7V	600-1000	已淘汰
钴酸铁锂电池	170	3.6V	300	已淘汰
磷酸铁锂电池	100-110	3.2V	1500-2000	现使用
三元锂电池	200	3.8V	2000	现使用

资料来源: OFweek 锂电网, 国盛证券研究所

2.2.1 新能源汽车快速增长，动力电池成锂电行业增长主要动力

为应对气候变化以及资源限制，各厂商纷纷开始研发新能源汽车，各国积极出台政策推广新能源汽车，包括对混合动力机车以及电动汽车的税收减免，对电动汽车生产企业的贷款资助等等。

图表 34: 各国推广新能源汽车政策及目标

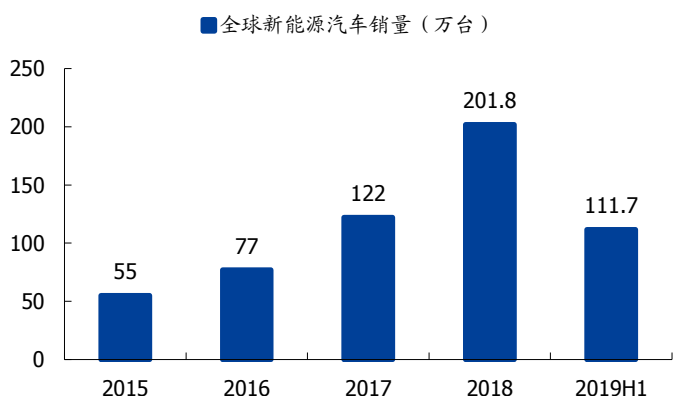
国家	细则
德国	于 2016 年 7 月推出了一项名为“环境奖金”的购买激励措施，每辆电动汽车都有资格获得 2000 欧元补贴，而每公里排放最多 50 克二氧化碳的混合动力车有资格获得 1500 欧元的补贴； 德国联合政府计划减轻电动汽车用户的税收负担，在全国范围内至少增加 10 万个充电站，并补贴共享汽车，以推动向绿色交通的转变； 到 2022 年实现 100 万辆电动汽车上路目标
挪威	电动汽车免征购置税，免除 25% 的增值税
英国	英国政府“零排放之路”战略要求，到 2030 年，英国至少要有 50% 的汽车和 40% 的面包车达到超低排放（二氧化碳含量低于 50 克/公里）； 政府计划在 2040 年前禁止销售传统内燃机驱动的新车
美国	自 2010 年开始新购置的符合条件的插电式混合动力汽车及纯电动汽车，可享受相对应的税收返还； 美国政府对电动汽车生产予以贷款资助，2009 年 6 月，福特、日产北美公司和特斯拉获得 80 亿美元贷款用于混合动力和纯电动汽车的生产
日本	2006 年日本提出了新的国家能源战略，计划到 2020 年普及以电动汽车为主体的下一代汽车。 日本从 2009 年期实施“绿色税制”，包括对混合动力汽车、纯电动汽车等车辆予以赋税优惠。
韩国	韩国从 2014 年开始推行绿色环保汽车计划，确定以发展纯电动汽车、混合动力汽车以及氢能汽车为核心的推广计划，用“世界最高水准的补贴”来激励新能源汽车的推广。
中国	2017 年 4 月中国国家工信部、发改委、科技部联合颁布的《汽车产业中长期发展规划》要求，到 2020 年中国新能源汽车产量将达 200 万辆，累计产销量超过 500 万辆

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

根据美国新能源汽车销量统计网站 EV Sales 统计，2018 年全球新能源汽车销量为 201.8 万台，同比增长 65.4%，2019 年上半年全球新能源汽车销量为 111.74 万台，较去年同期增长 47.4%，占上半年全球汽车总销量的 2.4%，同比增长 0.8%。在全球汽车销量下行的大环境下，新能源汽车销量逆势增长。

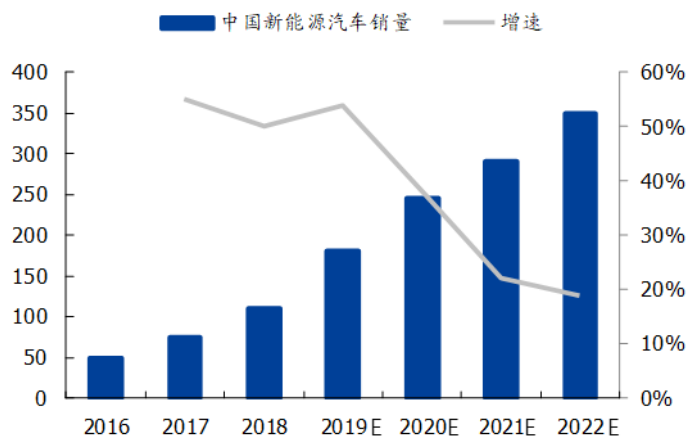
中国自 2001 年开始电动汽车的研发配以政策的支持，经过 10 多年的发展，中国新能源汽车的产量已经从 2011 年仅有 8000 辆上升至 2017 的 79.4 万辆。根据工信部、发改委、科技部联合颁布的《汽车产业中长期发展规划》，2020 年我国新能源汽车年产量将达到 200 万辆，2025 年新能源汽车销量占总销量的比例达到 20% 以上。

图表 35: 全球新能源汽车销量（万台）



资料来源：EV Sales，国盛证券研究所

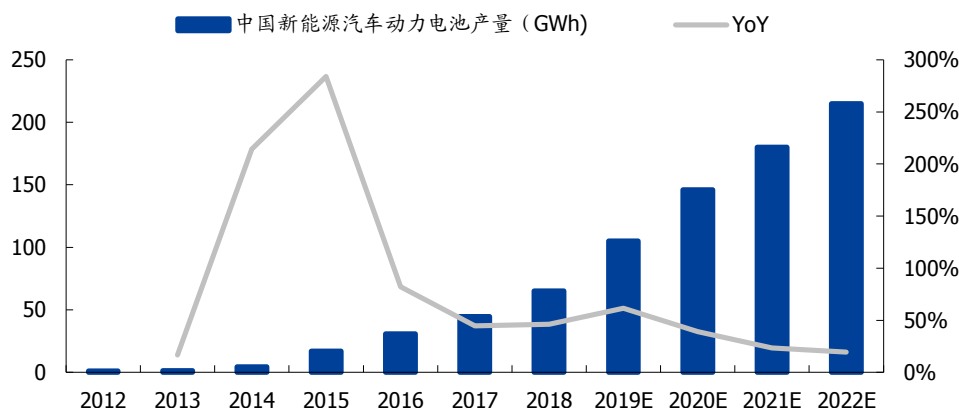
图表 36: 2022 年中国新能源汽车销量预测（万辆）



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

随着新能源汽车规模的快速的增长，动力电池将逐渐成为推动锂电池行业增长的主要动力。据统计，2018 年中国汽车动力锂电池产量 65GWh，同比增长 46.07%，据前瞻产业研究院预计，到 2022 年中国汽车动力锂电池产量将达到 215GWh。

图表 37: 中国新能源汽车动力电池产量 (GWh)



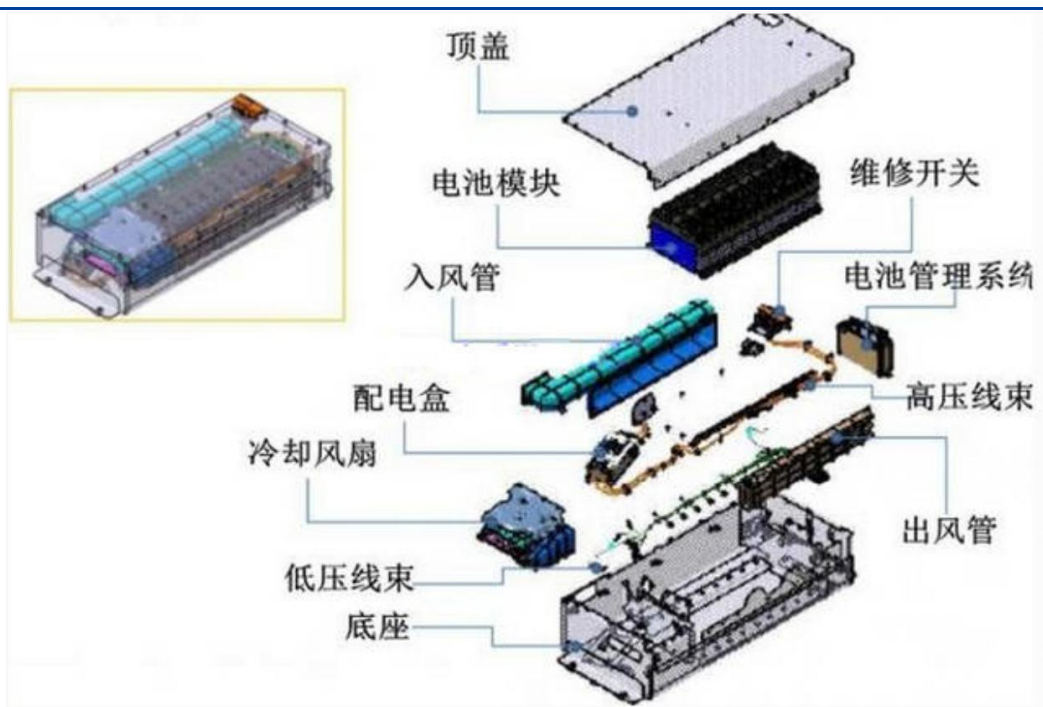
资料来源：前瞻产业研究院、GGII，国盛证券研究所

2.2.2 动力电池 PACK 市场空间巨大

动力电池 PACK 作为新能源汽车的核心能量源，为车辆提供驱动电能，主要由动力电池模块、结构系统、电气系统、热管理系统以及 BMS 五大部分组成：

- 1) 动力电池模块就像是电池 PACK 的“心脏”储存和释放能量；
- 2) 机构系统可以看作电池 PACK 的“骨架”，主要由电池 PACK 的上盖、托盘及各种支架等组成，起支撑、抗机械冲击和防水防尘的作用；
- 3) 电气系统主要由高压线束、低压线束以及继电器组成，其中高压线束将动力传输到各部件中，低压线束传输检测信号和控制信号；
- 4) 热管理系统可分为风冷、水冷、液冷和变相材料四种，电池在充放电的过程中产生大量热量，通过热管理系统将热量传导散发出去，是电池处于合理工作温度内提高电池的安全性并延长使用寿命；
- 5) BMS 主要包含 CMU 和 BMU 两大部分，CMU (Cell Monitor Unit) 为单体监控单元，测量电池的电压、电流和温度等参数，并将数据通过低压线束发送给 BMU (Battery Management Unit, 电池管理单元)，如果 BMU 评估数据异常将会发出低电量要求或切断充放电通路对电池进行保护，同时 BMU 还会对电池的电量 and 温度等参数进行判断，在需要预警情况下将警示发送给整车控制器。

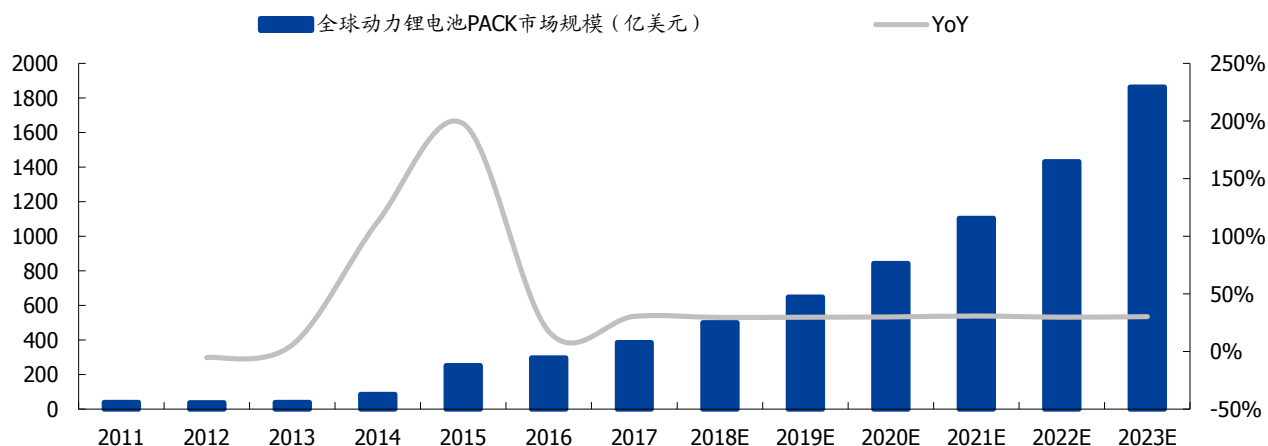
图表 38: 动力电池 PACK 结构



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

根据前瞻产业研究院数据, 从成本拆分来看, 新能源汽车动力成本的 50% 在于电芯, 电力电子和 PACK 约各占 20%, BMS 与热管理系统占 10%。全球动力电池 PACK 行业市场规模从 2011 年的 39.8 亿美元左右快速增长至 2017 年的 386 亿美元, 年均复合增长率高达 46%, 预计未来将保持 30% 左右速度增长, 到 2023 年全球动力电池 PACK 市场规模将达到 1863 亿美元, 市场空间巨大。

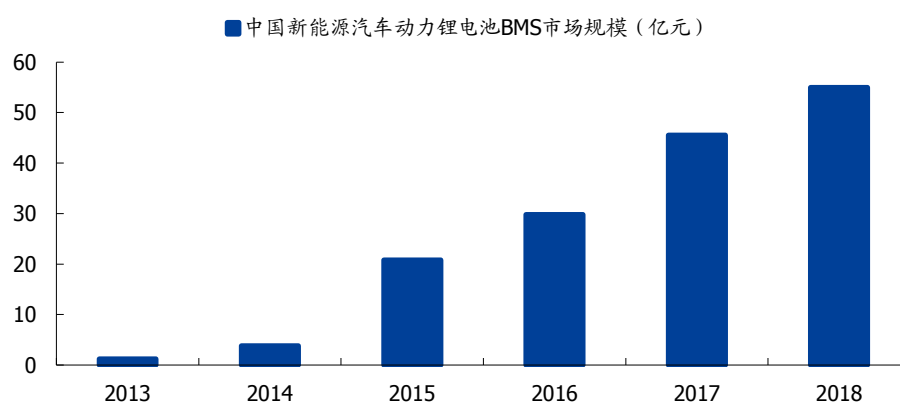
图表 39: 全球动力锂电池 PACK 市场规模 (亿美元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

中国动力电池 BMS 市场需求规模在新能源汽车市场的推动下迅速增长, 根据高工产研电动车研究所 (GGII) 数据, 2018 年中国新能源汽车动力锂电池 BMS 装机量 122 万套, 较 2017 年的 81.1 万套同比增长 50.43%, 产值规模达 55 亿元。

图表 40: 中国新能源汽车动力锂电池 BMS 市场规模 (亿元)



资料来源: GGII, 国盛证券研究所

随着新能源汽车动力电池载电量的不断增加,对于电池组安全性能管理的要求逐渐提升,目前中国电池管理系统(BMS)国标正在制定当中,BMS技术标准将更加严格。虽然目前电芯厂商和整车厂商均在向BMS产业链延伸,但第三方专业BMS厂商凭借长期技术积累有着一定的优势。

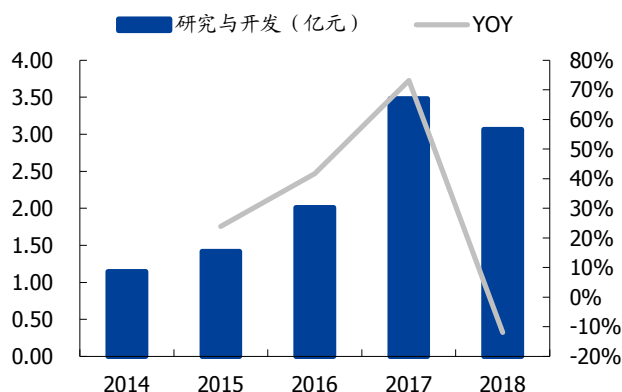
三、公司竞争优势

3.1 注重研发，制造水平领先

德赛电池是国内最早从事锂电池封装集成和电源管理系统生产制造的企业，有着领先的制造水平和丰富的生产管理经验，在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。作为国内锂电池制造的先行者，公司积累了雄厚的技术优势，并且一直注重研发投入。

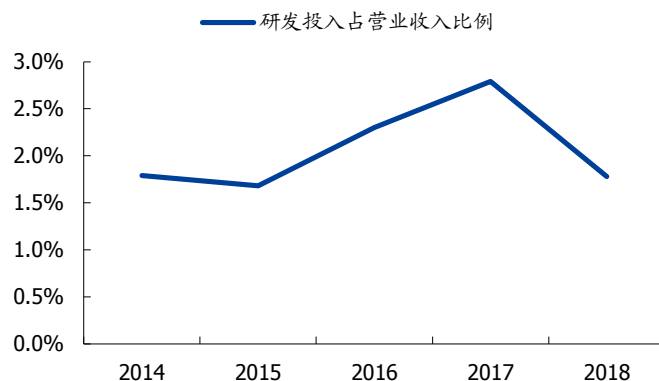
近年来公司持续加大研发投入，研发费用投入从2014年的1.14亿元上升至2017年的3.48亿元，年均符合增长率44.87%，研发费用率也从2014年的1.79%上升至2017年的2.79%。2018年研发费用稍有下降主要是由于战略性缩减了大型新能源汽车电源管理系统及封装业务的研发投入，同时加强研发物料采购和研发物料消耗的管理导致。截至2018年，公司控股企业累计拥有发明专利61项、实用新型专利462项、外观设计专利14项和软件著作权53项。

图表 41: 公司今年研发费用情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: 公司今年研发费用率情况



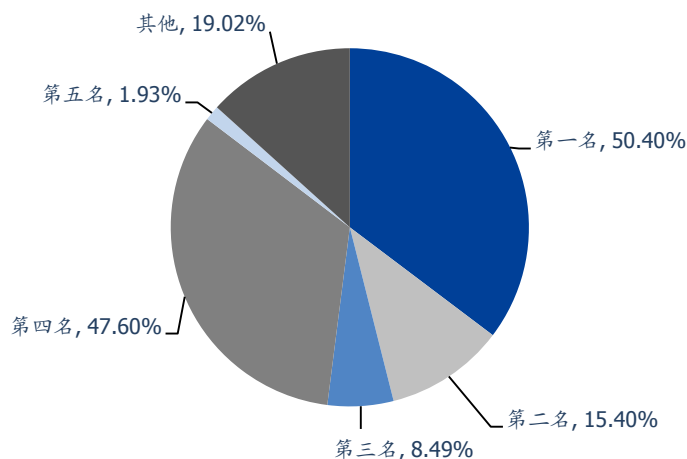
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 专注中小型市场，客户关系稳固，份额持续提高

公司专注于中小型电源管理系统暨封装细分市场，目前以智能手机为主的中小型电池业务是公司主要的收入构成，占公司总营收的99%以上。同时目前智能手机行业集中度不断提升，苹果、三星、华为、OPPO等领先手机品牌市场份额进一步扩大，公司专注于手机里电池业务，围绕行业领先客户展开业务，将在行业集中化的过程中受益。

公司自 2009 年进入苹果供应链以来，与苹果关系稳固，目前在 iPhone、iPad、iWatch 以及苹果笔记本电脑中均有公司产品使用，苹果目前为公司的第一大客户，2018 年占据公司营收的 50.4%。除苹果外，公司积极开拓其他客户，包括华为、OPPO 等，并进一步拓展笔记本电脑电池、电动工具、扫地机器人等中型锂电池业务。2018 年公司前五大客户收入占公司总营收的 80.98%，近年来这一数据均维持在 75%-85% 左右，与大客户合作关系稳定。

图表 43: 2018 公司前五大客户收入占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在此次 2019 年半年报中，公司实现了收入以及净利润的增长的原因之一就是公司对在下游客户：华为内手机业务的份额提高。同时不仅收益于份额提高，随着华为在手机市场的占有率的不断提高，德赛电池所占据的份额的绝对值也在持续提高。

3.3 受益手机待机需求的增长，实现稳定增长

我们整理了手机品牌中的代表人物：华为以及苹果，进行了各代型号中电池容量的对比，可以看到不管是华为还是苹果，在各代各系列的手机，随着更新迭代，iPhone 的电池容量从 iPhone 7 的 1960 mAH 提高到了 iPhone 11 Pro Max 的 3969 mAH；在看到目前华为在近日发布的 Mate 30 Pro，手机容量也提高至 4500 mAH。

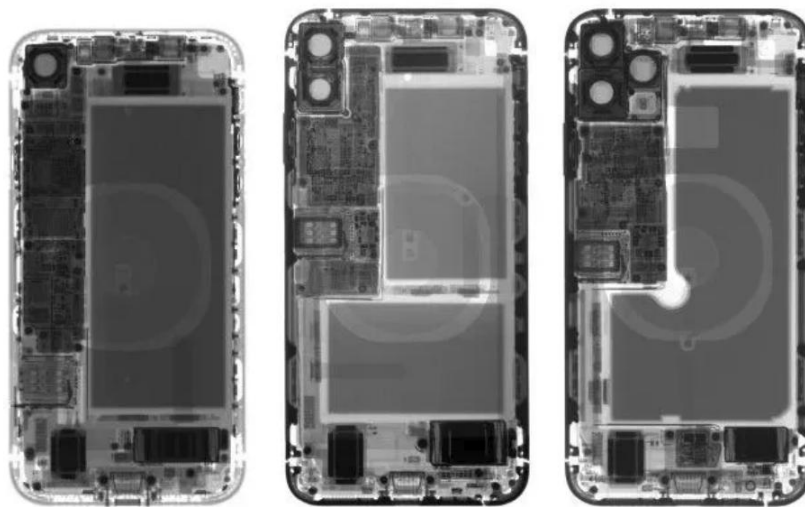
图表 44: 华为 Mate、P 系列、苹果 iPhone 各代电池容量情况 (mAh)

iPhone	电池容量	华为 Mate 系列	电池容量	华为 P 系列	电池容量
11	3110	30 Pro	4500	30 Pro	4200
11 Pro	3046	30	4200	30	3650
11 Pro Max	3969	20 Pro	4200	20 Pro	4000
XS	2658	X	4200	20	3400
XS Max	3174	20 Rs	4200	10	3200
XR	2942	20	4000	8	2680
X	2716	10 Pro	4000	7	2500
8	1821	10	4000		
8P	2675	9 Pro	4000		
7P	2910	9	4000		
7	1960	8	4000		

资料来源: 工信部、iFixit、国盛证券研究所

随着电池的容量的提高, 而电池在目前并没有出现新的技术路径的时候, 如若增加电池容量的话只能通过增加电池体积来解决容量提高。随着电池体积的增加, 德赛电池所做的 Pack 业务的价值量也将随之提高。

图表 45: iPhone 内部电池大小 (最右为 iPhone 11 Pro Max)



资料来源: iFixit、国盛证券研究所

四、盈利预测及投资建议

首先德赛电池将会受益着整体消费电子行业因为 5G 的到来致使的新一轮 5G 手机换机潮，我们认为消费电子在 2018 年和 2019 年的疲软状态将会有所扭转。同时因为 5G 手机所带来的高功耗所致使的手机内部电池容量提升所带来的电池体积的增加，将会进一步带动单机内电池 Pack 及 BMS 的价值量增加。

从公司层面来看，随着德赛电池在下游客户中的份额逐步提高，同时消费电子市场前五家的市场占有率不断提升，德赛电池在绝对值以及份额占比两方面都将迎来提升，所以我们预计公司在 2019 年、2020 年以及 2021 年主营业务电池及配件的收入将会迎来约 10%、16%以及 15%的增长达到 189 亿元、220 亿元、以及 253 亿元；对应在 2019 年至 2021 年的毛利率为 8.1%、8.05%以及 8.05%。

综上所述，我们预计德赛电池在 2019/2020/2021 年将会实现综合营收 10%、16%、15% 的增长，即我们预计公司将在 2019/2020/2021 年将会实现营收 189.74/220.10/253.12 亿元收入；归母净利润分别为 4.97/5.84/6.94 亿元，对应目前 PE 分别为 21.1/17.1/14.1x。

图表 46: 德赛电池营收分拆 (亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电池及配件	87.24	124.86	172.04	189.46	219.75	252.77
YoY	3.71%	43.12%	37.79%	10.13%	15.99%	15.03%
毛利率	9.71%	8.80%	8.15%	8.10%	8.05%	8.05%
其他业务			0.46	0.28	0.35	0.35
毛利率			28.11%	57.07%	40%	40%
总收入	87.24	124.86	172.50	189.74	220.10	253.12
YoY	3.44%	43.12%	38.15%	9.99%	16.00%	15.00%
综合毛利率	9.71%	8.80%	8.20%	8.17%	8.10%	8.09%

资料来源：国盛电子测算，国盛证券研究所

从估值角度出发来看，我们选取了 A 股中与德赛电池业务相似的欣旺达（300207.SZ），欣旺达在万德一致预期下 2019/2020/2021 的盈利预测所对应的 PE 分别为 25.7/17.6/13.3x，而德赛电池的估值较欣旺达更低，所以综上所述，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 47: 可比公司估值情况 (截止至 2019 年 9 月 22 日)

代码	公司名称	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021
000049.SZ	德赛电池	92.2	2.4	2.82	3.3	21.1	17.1	14.1
300207.SZ	欣旺达	246.9	0.6	0.9	1.2	25.6	17.6	13.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

五、风险提示

- 1) **下游需求不及预期:** 公司所做的电池 Pack 以及 BMS 主要用于消费电子市场, 如若消费电子市场的需求大幅不及预期, 则公司的订单情况将会受到影响, 即也将影响公司的营收以及利润。
- 2) **客户集中度较大:** 根据公司在 2019 年中报披露, 第一大客户占比较高, 为 41.37%; 前五大客户合计占比 80.47%。如若公司第一大客户产生销量不及预期等情况, 将会对公司的经营产生一定的影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com