

骆驼股份 (601311.SH)

汽车低压电池龙头，后装市场与海外市场打开成长空间

买入

核心观点

汽车铅酸电池龙头，锂电业务稳健拓展。骆驼股份围绕汽车起停启停电池业务建立了完整的铅酸蓄电池生产回收循环产业链，并积极开拓锂电池业务，应用于汽车低压系统与储能系统。2022年，公司的营业总收入/净利润分别为134/5亿元，分别同比+8%/-43%。其中，铅酸电池/再生铅/锂电池的收入占比分别为75%/23%/0.46%。在汽车起停启停电池行业，骆驼股份在前装配套市场的份额为48.6%，在后装替换市场的份额为29.5%，客户面覆盖国内外主流乘用车和商用车车企。

行业端：铅蓄电池行业准入门槛高，零售及海外市场空间大。工信部对铅蓄电池企业进行严格的名单管理，在132家获批公示企业中骆驼股份相关公司有5家，业内领先。汽车起停启停电池具有消费品属性，根据我们的测算，假设汽车起停电池的单价为300元，则2022年国内前装配套市场的规模大约为94亿元，后装替换市场的规模大约为285亿元，全球前装后装的市场总规模大约为1272亿元。根据Marklines的数据，2021年骆驼股份在全球汽车起停启停电池市场的份额大约为6%。

公司端：产品优，效率高，渠道广，项目多。对比电商平台的公开产品信息，骆驼股份的电池性价比优势明显。全球市占率高于骆驼股份的海外巨头Clarion和Exide Technologies都在近期遭遇了经营困难、所有权转移。我们对比了骆驼股份、理士国际、GS汤浅、Exide Industries的财报，相较于竞争对手，骆驼股份的业务增速、成本控制能力和经营效率明显占优。

零售方面，2022年底，骆驼股份累计完成了2600多家“优能达”服务商及84000多家“优能达”终端商的建设，全国县级区域终端商覆盖率达到96%；全年线上订单同比增长30%，线上销量市场占有率达40.9%。**配套方面，**2022年公司共完成了55款车型项目的量产导入和车型切换，62个项目定点，新开发新能源汽车辅助铅酸电池项目12个，新能源汽车辅助电池销量同比增长270%，客户包括比亚迪、广汽埃安、长安汽车等。

盈利预测与估值：考虑到2023年以来汽车行业的价格竞争较为激烈，库存水平较高，对零部件公司的价格与排产构成了一定的负面影响，我们小幅下调盈利预测。我们预计2023/2024/2025年，公司的归母净利润为8.95/10.60/13.32亿元（原为8.98/10.79/13.57亿元），EPS为0.76/0.90/1.14元，维持“买入”评级。

风险提示：汽车行业价格竞争加剧；国内后装替换市场份额提升进度较慢；锂电池项目落地进度较慢。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,403	13,425	16,716	18,889	21,423
(+/-%)	28.7%	8.2%	24.5%	13.0%	13.4%
净利润(百万元)	832	470	895	1060	1332
(+/-%)	14.6%	-43.5%	90.5%	18.4%	25.7%
每股收益(元)	0.71	0.40	0.76	0.90	1.14
EBIT Margin	5.3%	3.0%	3.4%	3.9%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	5.2%	9.5%	10.7%	12.6%
市盈率 (PE)	13.1	23.1	12.1	10.3	8.2
EV/EBITDA	14.0	18.3	16.5	13.8	11.2
市净率 (PB)	1.28	1.21	1.16	1.09	1.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：余晓飞

0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

S0980523060001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	11.00 - 12.00元
收盘价	9.20元
总市值/流通市值	10793/10793百万元
52周最高价/最低价	13.34/8.05元
近3个月日均成交额	122.77百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《骆驼股份(601311.SH)——一季度营收利润同比正增长，看好全年盈利修复》——2023-04-25
- 《骆驼股份(601311.SH)——单四季度营收同环比增长，后装市场占比提升》——2023-04-23
- 《骆驼股份(601311.SH)——投资建设低压及储能锂电池生产基地，完善公司产业布局》——2023-03-02
- 《骆驼股份(601311.SH)——2021年归母净利润增长15%，一季度毛利率环比改善》——2022-04-27
- 《骆驼股份-601311-重大事件快评：12V锂电系统获宝马定点，战略性业务持续向好》——2022-01-26

内容目录

前言：被低估的细分赛道龙头.....	6
骆驼股份：铅酸龙头行稳致远，锂电业务稳健拓展.....	8
深度布局铅蓄电池循环产业链，锂电业务贡献增量.....	10
2023年一季度营收利润同比正增长，看好全年盈利修复.....	13
行业端：准入门槛高，零售及海外市场空间大.....	16
铅蓄电池行业受工信部强监管，准入壁垒高.....	16
启动电池与牵引电池差别较大，骆驼股份市占率领先.....	18
汽车零部件行业稀缺的消费品赛道，替换及出口市场空间广阔.....	20
公司端：产品优，效率高，渠道广，项目多.....	24
产品优：同类产品价格更低，相似价格产品更优.....	24
效率高：深入对比同行财报，骆驼股份的增长速度和盈利能力明显占优.....	26
渠道广：线上与线下联动，数字化转型开启零售新篇章.....	30
项目多：深度合作国内外优质客户，斩获明星车企订单.....	34
盈利预测.....	36
假设前提.....	36
盈利预测的敏感性分析.....	37
估值与投资建议.....	38
绝对估值：11.03-11.25元.....	38
相对估值：11.45-12.97元.....	39
投资建议：小幅调整预测，维持“买入”评级。.....	40
风险提示.....	41
财务预测与估值.....	43
免责声明.....	44

图表目录

图 1: 骆驼股份与中信汽车指数、中信零部件指数的估值水平对比.....	6
图 2: 骆驼股份的铅酸电池与锂电池业务布局.....	8
图 3: 骆驼股份发展历史.....	9
图 4: 骆驼股份的股权架构.....	9
图 5: 骆驼股份的启动电池产品.....	10
图 6: 骆驼股份的 EFB 电池产品.....	11
图 7: 骆驼股份的 AGM 电池产品.....	11
图 8: 骆驼股份再生铅产能规划.....	12
图 9: 骆驼股份的三元锂电池产品.....	12
图 10: 骆驼股份的磷酸铁锂电池.....	12
图 11: 骆驼股份的锂电启停电池.....	13
图 12: 骆驼股份的商用车锂电系统.....	13
图 13: 骆驼股份营业收入及同比.....	13
图 14: 骆驼股份归母净利润及同比.....	13
图 15: 骆驼股份毛利率与净利率.....	14
图 16: 骆驼股份四费率.....	14
图 17: 骆驼股份蓄电池业务收入.....	14
图 18: 骆驼股份再生铅业务收入.....	14
图 19: 骆驼股份营业收入及同比.....	15
图 20: 骆驼股份归母净利润及同比.....	15
图 21: 骆驼股份一季度营业收入及同比.....	15
图 22: 骆驼股份一季度归母净利润及同比.....	15
图 23: 骆驼股份毛利率与净利率.....	16
图 24: 骆驼股份四费率.....	16
图 25: 骆驼股份一季度毛利率与净利率.....	16
图 26: 骆驼股份一季度归四费率.....	16
图 27: 《铅蓄电池行业规范条件（2015 年本）》主要规定.....	17
图 28: 工信部分批公示的企业数量.....	17
图 29: 工信部分批公示的企业数量.....	18
图 30: 2021 年中国铅蓄电池行业竞争格局.....	19
图 31: 牵引电池的正极板与负极.....	19
图 32: 启动电池的内部结构.....	19
图 33: 2021 年中国汽车启动启停电池市场格局.....	20
图 34: 2021 年全球汽车启动启停电池市场格局.....	20
图 35: 2021 年日本汽车启动启停电池市场格局.....	20
图 36: 2021 年泰国汽车启动启停电池市场格局.....	20
图 37: 骆驼股份海外收入及同比.....	23

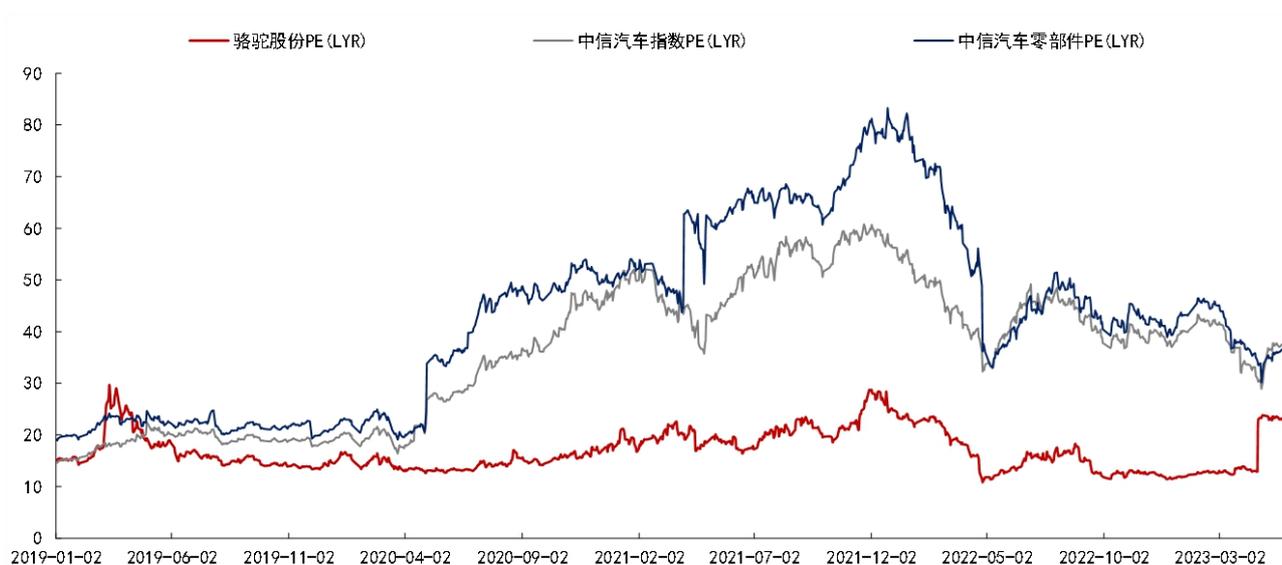
图 38: 骆驼股份、瓦尔塔、风帆的高端 AGM 电池在京东自营旗舰店的售价对比.....	25
图 39: 骆驼、瓦尔塔、风帆同价位段的 EFB 蓄电池型号.....	25
图 40: 江森自控、柯锐世与旗下的瓦尔塔品牌.....	26
图 41: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的相关业务收入对比.....	27
图 42: Exide Industries 所经营的电池品类.....	27
图 43: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的相关业务收入增速对比.....	28
图 44: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的营业利润率对比.....	28
图 45: 骆驼股份（剔除再生铅业务）、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的营业利润率对比.....	29
图 46: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的人均创收对比（万元）.....	29
图 47: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的员工人数对比（个）.....	30
图 48: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际的相关业务研发费用对比（亿元）.....	30
图 49: 骆驼股份“优能达”包含多种服务.....	31
图 50: 骆驼股份的“销一收一”政策.....	31
图 51: 骆驼股份天猫旗舰店.....	32
图 52: 骆驼股份京东旗舰店.....	32
图 53: 骆驼股份自研的骆驼帮 APP.....	32
图 54: 骆驼股份终端渠道铺设情况.....	33
图 55: 骆驼股份 2021 年经销与直销收入、毛利率对比.....	33
图 56: 骆驼股份 2022 年经销与直销收入、毛利率对比.....	33
图 57: 骆驼股份后市场销量增速与市占率.....	34
图 58: 骆驼股份的出口国家和地区数量.....	34
图 59: 骆驼股份的前装配套市场份额.....	35
图 60: 骆驼股份乘用车客户.....	36
图 61: 骆驼股份商用车与工程机械客户.....	36
表 1: 全球汽车起动启停电池市场空间.....	7
表 2: 铅酸电池与锂电池对比.....	7
表 3: 骆驼股份管理层介绍.....	10
表 4: 骆驼股份相关公司获得公示的名单.....	18
表 5: 汽车起动启停电池前装配套市场空间测算.....	21
表 6: 汽车起动启停电池后装替换市场空间.....	22
表 7: 全球汽车起动启停电池市场空间.....	23
表 8: 亚洲（除中国）与北美洲汽车起动启停电池市场空间测算.....	24
表 9: 骆驼股份、瓦尔塔、风帆蓄电池的高端 AGM 电池参数一致.....	24
表 10: 骆驼、风帆、瓦尔塔的电池产品性能参数对比.....	26
表 11: 骆驼股份收入结构拆分.....	37
表 12: 骆驼股份盈利预测.....	37
表 13: 情景分析（乐观、中性、悲观）.....	38
表 14: 公司盈利预测假设条件（%）.....	38
表 15: 资本成本假设.....	38

表 16: 骆驼股份 FCFF 估值表.....	39
表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	39
表 18: 可比公司估值表.....	40

前言：被低估的细分赛道龙头

骆驼股份是国内汽车启动启停电池龙头，前装配套市场的市占率接近 50%，后装替换市场的市占率接近 30%，行业地位稳固。但是从 2019 年 1 月 2 日至 2023 年 6 月 1 日，骆驼股份的平均市盈率（市值/上年利润）仅有 17 倍，远远低于中信 CS 汽车的 36 倍和中信 CS 汽车零部件的 43 倍。

图1：骆驼股份与中信汽车指数、中信零部件指数的估值水平对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

骆驼股份作为汽车低压电池的细分赛道龙头，估值水平长期受到压制，我们认为主要存在以下几点认知差：

1) 汽车铅酸蓄电池龙头的发展空间。铅酸蓄电池作为一种技术非常成熟的产品，应用在汽车上已有相当长的历史，因此骆驼股份作为汽车铅酸蓄电池龙头，常常被人们认为进一步发展的空间比较有限。

但是，我们研究发现，汽车铅酸蓄电池的属性更偏消费品（类似汽车轮胎），汽车铅酸电池的平均寿命在 3 年左右，需要定期更换，除对整车厂配套销售的 T0 B 端商业模式外，还有面向终端消费者替换需求的 T0 C 端零售模式。在我们下文的详细测算中发现，汽车铅酸蓄电池替换市场的空间是前装配套 3 倍以上，而骆驼股份在后装替换市场的市占率仅有大约 30%，低于前装配套市场的大约 50%，仍有很大的成长空间。

此外，根据 Marklines 的统计数据，2021 年骆驼股份在全球汽车低压电池行业的市场份额仅有 6%，Clarios 的全球市占率高达 38%。Clarios 的经营状况不佳，在近几年经历过持续亏损和所有权转让，而骆驼股份正在马来西亚和美国近行积极的产能布局，考虑海外市场空间是国内的 3 倍，骆驼在海外市场份额极低（1.5%），我们认为骆驼股份在全球的市占率都有较大的提升空间。

表1：全球汽车启动启停电池市场空间

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球汽车销量（万辆）	7,705	8,038	7,947	8,027	8,107	8,188
同比			-1%	1%	1%	1%
汽车启动启停电池平均单价（元）			400	408	416	424
同比				2%	2%	2%
全球前装配套市场空间（亿元）			318	327	337	348
同比				3%	3%	3%
全球后装替换市场空间（亿元）			954	982	1,012	1,043
同比				3%	3%	3%
全球汽车启动启停电池总市场空间（亿元）			1,272	1,310	1,350	1,391
同比				3%	3%	3%

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

2) 汽车低压系统中，锂电池对铅酸蓄电池的替代进程较为缓慢。锂电池在汽车动力电池及二轮电池方面的应用日益广泛，能量密度更大，循环寿命更长，且相较于金属铅，金属锂对环境的污染相对较小。因此，市场上有部分观点认为在汽车启动启停电池领域，锂电池也会快速完成对铅酸蓄电池的替代。

但从实际情况来看，这一替代进程较为缓慢，特斯拉、比亚迪、广汽埃安等新能源龙头企业都有大量车型仍然采用铅酸蓄电池。锂电池现阶段仍然存在成本较高（单位带电量的价格是铅酸蓄电池的 2-3 倍）、低温性能不佳、材料回收困难、安全性与稳定性有待提升等局限性。铅酸蓄电池现阶段完全满足汽车启动启停的性能要求，整车厂没有强烈的更换动力和需求。我们将铅酸电池和锂电池做了下表的对比分析，综合原材料、成本、适用范围、稳定性等各维度来看，未来较长一段时间，铅酸电池仍有望保持在低压系统中的主导应用。

表2：铅酸电池与锂电池对比

属性	技术成熟度	原材料供应	生产工艺	成本	配套设施	适用范围	安全稳定性	材料回收率
铅酸电池	历时 160 余年，技术成熟稳定	铅、塑料、硫酸等属常见工业产品，供应非常充分，价格稳定	基础的机械加工和环保设备	市场平均成本 200-300 元/kvah	发动机工作时，电池即可充电；燃油车加油站布局完善	-40℃至 70℃以上；适用从燃油车到纯电动的各种车型	电池结构稳定，不易短路或爆裂	90%以上（铅及其合金回收率约 99%）
锂电池	历时 30 年，技术迭代较大，研发投入高	盐湖锂和矿石锂、钴、镍等储量有限，市场需求增长时，材料价格相应增长	无尘车间，湿度、温度控制，工序更加复杂	目前的成本下限约 600-800 元/kvah	慢充占主流，充电站、充电桩还未全面普及	-10℃至 50℃；通常只适用纯电动和增程式电动车，燃油车使用需要做隔热处理	高温或电解液不稳定时，易燃易爆	目前市场上回收率在 10% 以内（再生利用）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) 骆驼股份在汽车低压锂电池领域同样拥有较强的竞争力。早在 2011 年年报中，骆驼股份就披露了旗下子公司湖北骆驼特种电源有限公司从事锂离子电池的研究生产情况，对锰酸锂、三元锂、磷酸铁锂电池技术均有开发。

凭借长期合作的客户关系、扎实的技术实力、稳定的供货能力，骆驼股份斩获了多个汽车低压锂电项目。2022 年，公司完成了 12V、24V、48V 平台产品的开发，在 2021 年取得 BMW、中国重汽、一汽解放、陕西重汽定点的基础上，又完成了 26 个项目定点，其中 12V 锂电新实现了奇瑞、东风、吉利等多个传统车企的多款车型和国内 2 家知名造车新势力车企项目定点；24V 锂电方面，紧抓商用车市场机遇，实现了北汽福田/戴姆勒、零一重卡、华菱、三一集团、宇通客车、山河智能、东风小康等项目和欧洲一家知名车企项目定点；48V 锂电方面，获得大众双电源系统项目定点。2022 年，公司汽车低压锂电类产品销量同比增长 777.9%。

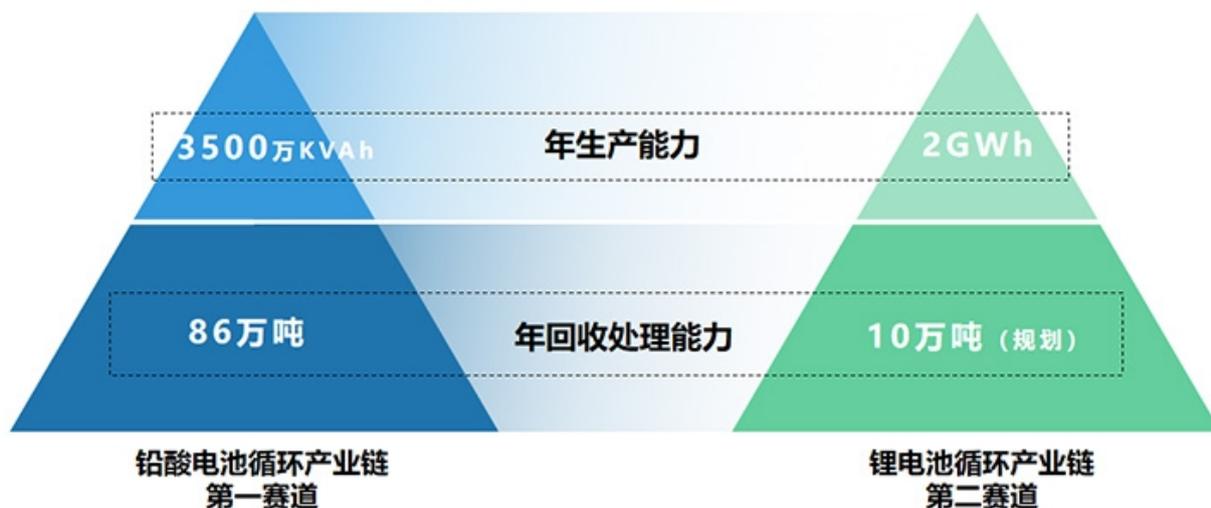
总结来说：骆驼作为国内铅酸蓄电池的龙头企业，主业远期增长点在于：

- 1) 国内替换市场份额提升，至 2022 年底，骆驼股份累计完成了 2600 多家“优能达”服务商及 84000 多家“优能达”终端商的建设，全国县级区域终端商覆盖率达到 96%，后续有望将国内替换市场份额从 30%提升至 50%；
- 2) 海外市场开拓，我们预计 2022 年全球汽车起动启停电池市场空间 1272 亿，全球市场是中国的 3.4 倍。公司当前在海外（除中国外）市场份额 1.5%（出口在公司营收中比例仅 10%）。2022 年，骆驼股份的马来西亚产能与美国产能持续推进，成立了德国、印尼等 5 个海外销售分子公司，海外仓储模式试点推进，实现销售、服务本土化，后续海外市场大有可为。
- 3) 公司在低压锂电业务端增长可期，公司布局研发锂电技术研发逾 10 年，技术积累深入，斩获国内外多家主流车企定点。远期来看，在一定的技术成熟度之下，公司依靠已有的低压铅酸电池的前装供应和后装渠道体系（具备国内近 50%前装份额和近 30%后装份额），有望在低压锂电领域复制铅酸行业的成功经验，低压锂电业务有望成为公司中长期增长第二级。

骆驼股份：铅酸龙头行稳致远，锂电业务稳健拓展

骆驼集团股份有限公司 (SH601311) 成立于 1980 年，地处内陆地区新兴的汽车城——湖北襄阳，公司主要以铅酸蓄电池研发、生产、销售为主，集储能产品、再生资源回收及循环利用等新能源产业为一体，是亚洲最大的汽车用低压电池制造企业。截至 2022 年底，骆驼股份主要有三大块业务，铅酸电池（2022 年收入占比 75%）、再生铅（2022 年收入占比 23%）、锂电池（2022 年收入占比 0.46%）。公司国内铅酸电池产能约 3300 万 KVAH/年、国外铅酸电池产能 200 万 KVAH/年，废铅蓄电池回收处理能力 86 万吨/年。

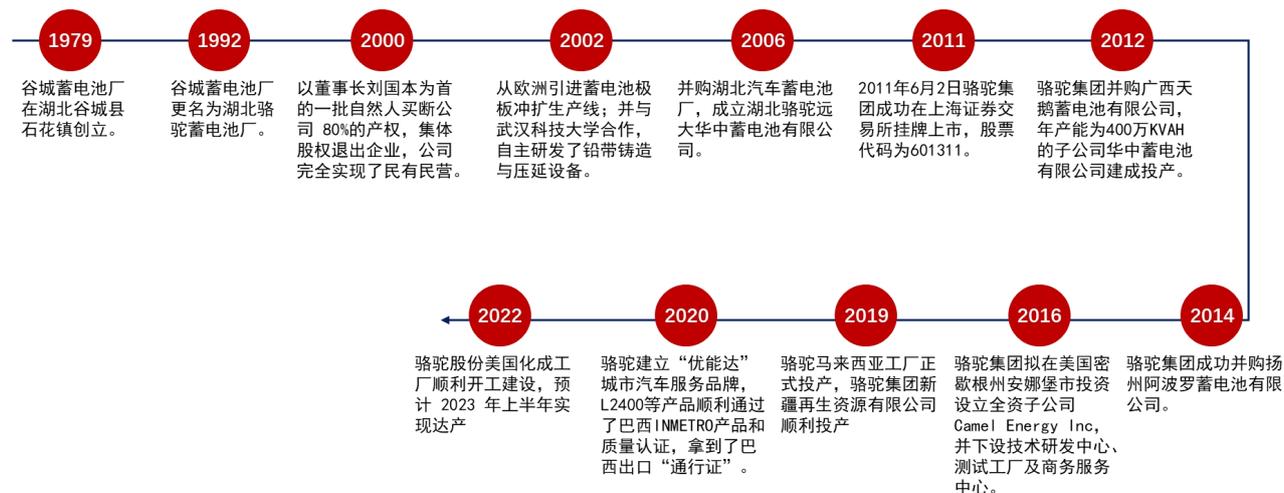
图2：骆驼股份的铅酸电池与锂电池业务布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2000 年，以董事长刘国本为首的一批自然人买断公司 80% 的产权，集体股权退出企业，公司完全实现了民有民营，刘国本成为骆驼股份实际控制人。此后，骆驼股份积极引入海外先进技术与产线，并建成多个废旧铅酸蓄电池回收处理基地，全面布局了铅蓄电池研发、生产、销售、使用、回收的绿色循环产业链。

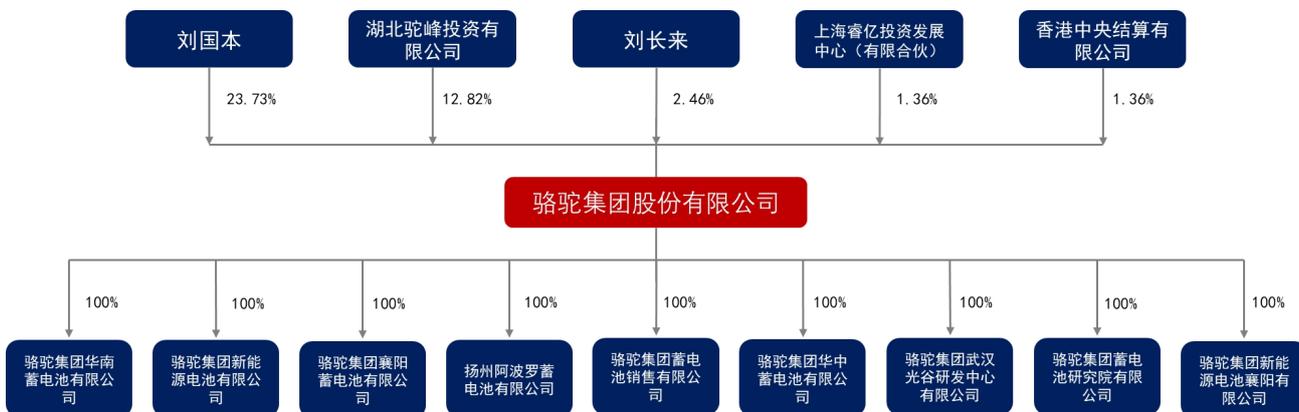
图3: 骆驼股份发展历史



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

根据企查查的数据，截至 2023 年 5 月，刘国本直接持股 23.73%（刘国本先生生于 1944 年 3 月，于 2022 年 11 月 30 日不幸因病逝世），现任董事长刘长来持股 2.46%。

图4: 骆驼股份的股权架构



资料来源：企查查，国信证券经济研究所整理

公司目前已形成较为完善的职业经理人管理体系，总裁夏诗忠 2011 年进入公司，曾任骆驼集团襄阳蓄电池有限公司总经理，骆驼集团蓄电池研究院有限公司总经理，骆驼集团武汉新能源科技有限公司总经理，骆驼集团股份有限公司副总裁。高管队伍精干，忠诚度高，在公司的任职年限长。

表3: 骆驼股份管理层介绍

姓名	职务	年龄	进入骆驼股份的时间	职业经历
夏诗忠	总裁	56	2011年	曾任骆驼集团襄阳蓄电池有限公司总经理, 骆驼集团蓄电池研究院有限公司总经理, 骆驼集团武汉新能源科技有限公司总经理, 骆驼集团股份有限公司副总裁; 2019年5月至今任骆驼集团股份有限公司副董事长, 总裁。
孙权	副总裁	48	2008年	历任生产科长, 生产副经理, 计划部经理, 运营管理部经理; 现任公司董事, 副总裁。
高国兴	副总裁	52	2007年	曾任骆驼集团襄阳蓄电池有限公司总经理, 骆驼集团蓄电池研究院有限公司总经理; 现任公司副总裁
刘婷	副总裁	45	2007年	曾任公司人力资源部经理, 总裁办主任, 现任公司副总裁。
孙光忠	副总裁	40	2009年	曾任骆驼集团襄阳蓄电池有限公司质量部副总经理, 骆驼集团襄阳蓄电池有限公司生产部副总经理, 骆驼集团股份有限公司质量管理部总监, 骆驼集团新能源电池有限公司总经理; 2021年1月至今任公司新能源版块负责人兼骆驼集团新能源电池有限公司总经理。
唐乾	财务负责人	38	2016年	历任湖北骆驼物流有限公司营运科科长, 总经理, 骆驼集团股份有限公司监事会主席, 审计部经理; 现任公司财务总监
余爱华	董事会秘书	55	2017年	历任公司财务部财务经理, 董秘助理, 董事; 现任公司董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

深度布局铅蓄电池循环产业链, 锂电业务贡献增量

骆驼股份现在的三大块业务铅酸电池、再生铅和锂电池业务中, 铅酸电池业务与再生铅业务形成了铅蓄电池循环利用的产业链, 锂电池业务则主要发力于汽车低压锂电平台与储能系统。

1) 铅蓄电池业务: 骆驼股份的相关业务专注于汽车启动启停电池。最基础的启动电池的单车价值量大约为 300 元, 启停电池可分为 EFB 电池和 AGM 电池, EFB 的单车价值量大约是启动电池的 1.5-2.0 倍, AGM 电池的单车价值量大约是启动电池的 2.5-3.0 倍。骆驼股份的汽车启动启停电池产品, 在国内前装配套市场的份额大约为 48.6%, 在后装维护替换市场的份额大约为 29.5%, **国内几乎所有主流的商用车和乘用车整车厂都是骆驼股份的客户。**

启动电池的主要功能是在启动发动机时, 向起动机提供强大的启动电流, 同时给点火系统、电子燃油喷射系统、仪表系统等用电设备供电。当发电机过载时, 协助发电机向用电系统供电。稳定电源电压、保护电子设备。

图5: 骆驼股份的启动电池产品



- 领先的Duralife技术, 寿命延长12.8%以上;
- 极板中添加活性特殊物质, 将充电接受性能提高15.6%以上;
- 采用全新技术, 提升低温启动性能, -30°可满足6C放电;
- 微水损耗 (40°水耗小于1g/AH)。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

启停电池可以自动控制熄火和启动, 减少不必要的燃油消耗, 节能减排。EFB 电池是富液式增强型启停电池, 是在原来普通铅酸电池基础上研发而来, 能耐高温, 和传统电瓶相比, 它在很多细节上做了强化, 使得它可以在短时间里反复释放强大电流, 也能够安稳的忍受比传统电瓶大的多的充电电流, 因此才能成为启停电瓶。可安装在发动机舱内, 能够完全达到启停系统的要求, 比普通电池寿命性能提升三倍, 性价比较高, 价格比普通电池贵两倍多。目前日系厂家主推 EFB 技术。

图6: 骆驼股份的 EFB 电池产品



- 采用先进极板配方、合理的固化工艺，提高电池启停寿命；
- 新型合金耐腐合金，使充电接受能力提升12.6%、低温起动能力达到10倍左右；
- 特殊铅膏配方，循环放电寿命性能延长2倍、卓越的频繁起停性能达36000次以上；
- 4S电池使汽车降低燃油消耗5%左右、减少二氧化碳排放量5%以上。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

AGM 电池是指隔板采用的是超细玻璃棉材料的蓄电池，目前德系、美系主推 AGM 技术。它的循环充电能力比铅钙蓄电池高 3 倍，在整个使用寿命（三年左右）周期内具有更高的电容量稳定性，低温起动更加可靠。

图7: 骆驼股份的 AGM 电池产品



- 领先的铸造和冲压技术，提高板栅更耐腐蚀性；
- 先进外壳设计，内置安全阀，外形美观，使用更稳定、可靠；
- 负极特殊添加剂的应用，提高电池充电接受能力；
- 使用先进的正极配方、合理的固化工艺，提高电池深循环寿命；
- 高吸液量、高回弹性AGM隔板，电池内无流动电液，电池使用安全环保。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2) 再生铅业务：骆驼股份各经销商承担废旧电池回收网点，回收废旧电池后暂存保管，累计一定数量后由经销商运输至骆驼物流废旧电池回收中转仓库，然后由骆驼物流从中转仓库运至对应的废旧电池处理中心。

截至 2022 年底，公司已建有 20 个集中转运点、2520 个收集网点及 299 个联合回收单位。2022 年，公司加大了再生铅产品的外销力度，废铅蓄电池破碎处理量约 67 万吨，同比增长约 10%，产出的成品铅约 70%用于自供。

图8: 骆驼股份再生铅产能规划



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3) 锂电池业务：公司的锂电池产品包括三元锂电池和磷酸铁锂电池，主要应用场景是汽车低压锂电平台和储能系统。

图9: 骆驼股份的三元锂电池产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图10: 骆驼股份的磷酸铁锂电池



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

汽车低压锂电方面，2022年，公司完成了12V、24V、48V平台产品的开发，在2021年取得BMW、中国重汽、一汽解放、陕西重汽定点的基础上，又完成了26个项目定点，其中12V锂电新实现了奇瑞、东风、吉利等多个传统车企的多款车型和国内2家知名造车新势力车企项目定点；24V锂电方面，紧抓商用车市场机遇，实现了北汽福田/戴姆勒、零一重卡、华菱、三一集团、宇通客车、山河智能、东风小康等项目和欧洲一家知名车企项目定点；48V锂电方面，获得大众双电源系统项目定点。2022年，公司汽车低压锂电类产品销量同比增长777.9%。

储能电池方面，2022年，公司完成了工业储能风能产品、户用储能堆叠式和一体式系列产品的研制，推出了5KWh至20KWh可满足不同家庭需求的多款户用储能产品；完成了光储充一体示范项目、储能液冷系统研发项目；启动了储能集成工厂建设项目；完成了储能供应链体系和质量体系建设。工业储能方面，公司签订4

个储能项目，与三峡电能能源管理（湖北）有限公司合作的一期项目正在建设中，其中 50MWh 工商业储能项目主体部分已完成并网验收。户用储能方面，公司重点拓展海外户用储能市场，孵化了聚优电项目，成立了德国公司，依托海外 B 端渠道和线上销售网络，加强与商业伙伴的合作，在北美、欧洲、东南亚、非洲等地积极开拓业务。

图 11: 骆驼股份的锂电启停电池



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 12: 骆驼股份的商用车锂电系统

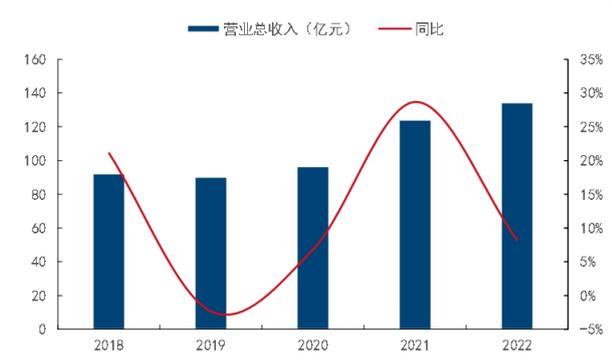


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2023 年一季度营收利润同比正增长，看好全年盈利修复

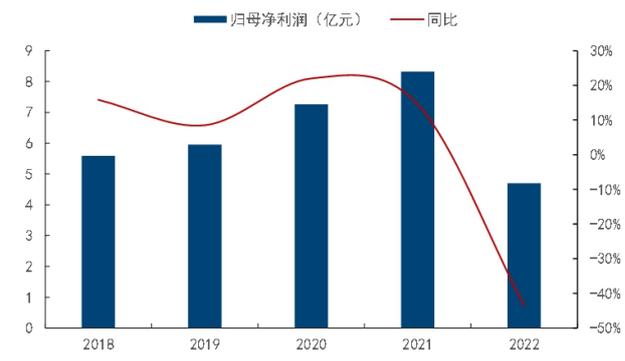
2022 年全年，公司汽车低压铅酸电池全年累计销量达 3221 万 KVAH，同比增长 2%。配套市场累计销量同比下降 11%，市占率 49%；替换市场累计销量同比增长 8%，市占率 30%。公司全年实现销售收入 134 亿元，同比增长 8%；归母净利润 4.7 亿元，同比下降 43%。

图 13: 骆驼股份营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

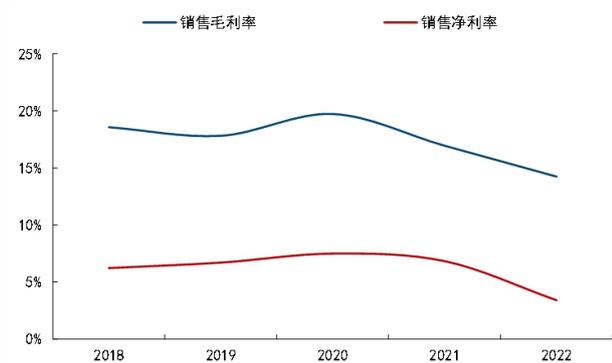
图 14: 骆驼股份归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

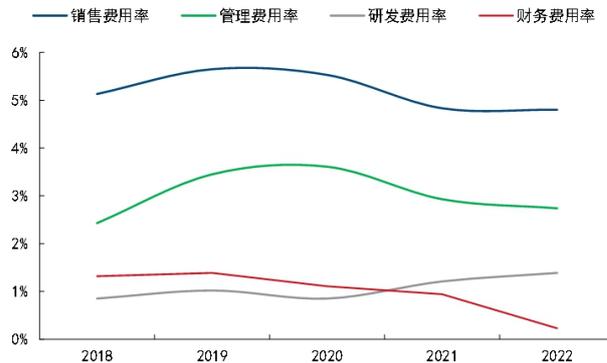
公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.80%/2.74%/1.39%/0.23%，分别同比 -0.03/-0.19/+0.18/-0.71 个百分点。毛利率 14%，同比下降 3 个百分点；净利率 3%，同比下降 3 个百分点。2022 年，毛利率较低的再生铅业务占比提高，海运运费及塑料、硫酸等原材料成本上涨，部分地区的疫情管控导致公司交付成本上涨，多重因素导致公司的毛利率和净利率同比下降。

图 15: 骆驼股份毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

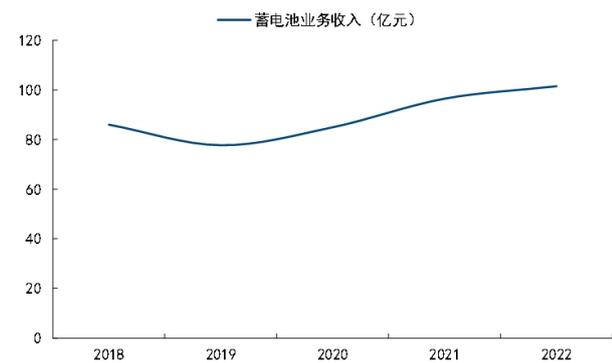
图 16: 骆驼股份四费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2022 年, 公司汽车低压铅酸电池全年累计销量达 3221 万 KVAH, 同比增长 2.16%。其中, 配套市场, 公司全年销量下降 11.2%, 市占率约为 48.6%。商用车全年产销下降超过 30%, 公司商用车配套销量同比下降 40%。

图 17: 骆驼股份蓄电池业务收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

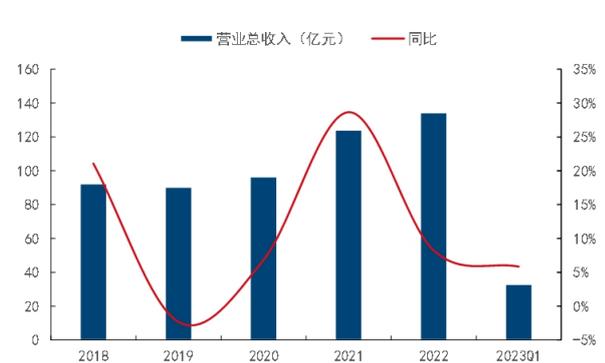
图 18: 骆驼股份再生铅业务收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2023 年一季度公司实现销售收入 33 亿元, 同比增长 5.85%, 环比下降 14.44%; 归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 16.88%, 环比下降 3.99%。2023 年一季度, 国内汽车行业销量同比下降 6.7%, 其中乘用车同比下降 7.3%, 骆驼股份作为低压电池细分赛道龙头, 一方面受益于商用车复苏, 另一方面持续提升维护替换市场份额, 实现了业绩的稳健增长。

图19: 骆驼股份营业收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 骆驼股份归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2023 年一季度公司实现销售收入 33 亿元, 同比增长 5.85%, 环比下降 14.44%; 归母净利润 1.64 亿元, 同比增长 16.88%, 环比下降 3.99%。

图21: 骆驼股份一季度营业收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

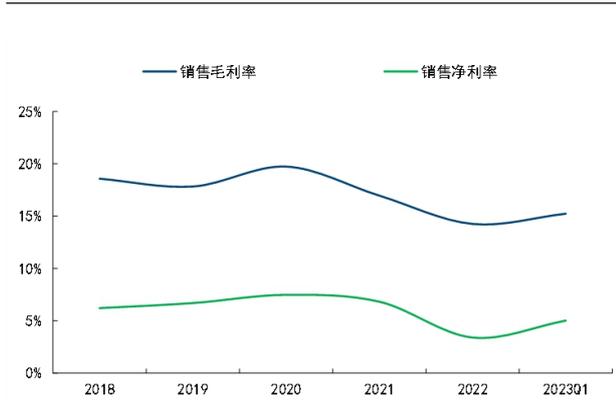
图22: 骆驼股份一季度归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

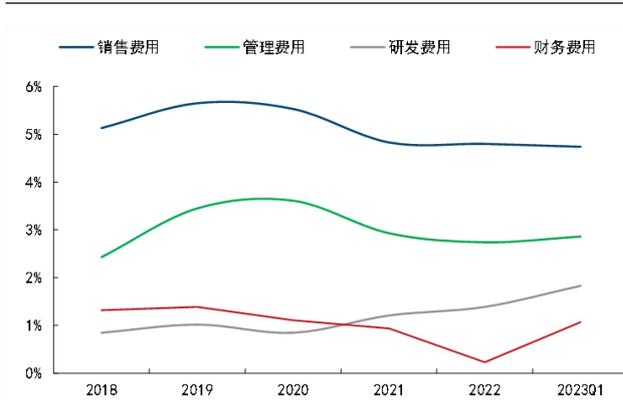
2023 年一季度, 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.74%/2.86%/1.83%/1.07%, 分别同比+0.22%/-0.06%/+0.46%/+0.31%, 分别环比-0.32/+0.50/+0.48/+0.78 个百分点。毛利率 15.22%, 同比下降 0.57 个百分点, 环比下降 0.89 个百分点; 净利率 5.02%, 同比上涨 0.38 个百分点, 环比上涨 1.05 个百分点。

图23: 骆驼股份毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

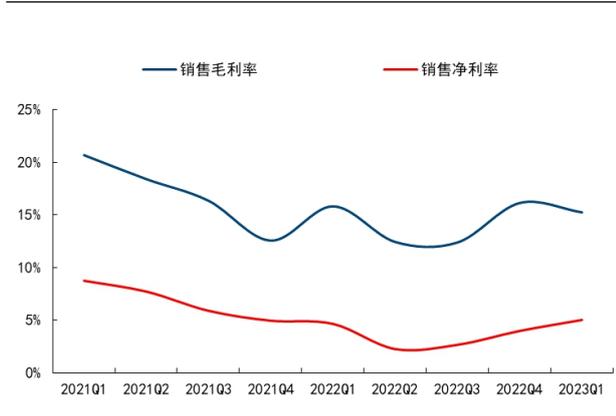
图24: 骆驼股份四费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

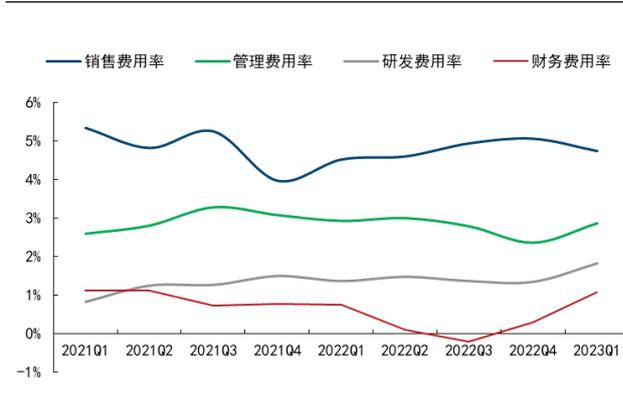
2022 年限制公司盈利能力的负面因素在 2023 年一季度都有明显好转, 国内疫情风控措施已基本解除, 海运成本与原材料成本企稳, 投资净收益大幅转正, 单价较高的商用车市场也明显复苏, 我们看好 2023 年全年公司的盈利能力修复。

图25: 骆驼股份一季度毛利率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 骆驼股份一季度归四费率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业端: 准入门槛高, 零售及海外市场空间大

铅蓄电池行业受工信部强监管, 准入壁垒高

铅酸蓄电池受工信部强监管, 有严格的准入条件。2009-2011 年间, 国内“血铅”超标时间频发, 引起政府部门和社会舆论的高度重视。2012 年 5 月 11 日, 工信部发布《铅蓄电池行业准入条件》, 规定以通过环保核查作为企业申请准入审核的前置条件。2014 年底, 由于环保部发文明确不再开展重点行业环保核查工作, 并表示不再与工信部联合发布符合《准入条件》的企业名单, 工信部对《铅蓄电池行业准入条件》及《铅蓄电池行业准入公告管理暂行办法》进行了修订, 形成了《铅蓄电池行业规范条件(2015 年本)》和《铅蓄电池行业规范公告管理暂行办法(2015 年本)》, 并沿用至今。根据 EV Tank 数据, 中国铅酸蓄电池生产企业已经由 2010 年的 1500 家左右下降到 2021 年的 110 家左右, 且大量企业处于停产或整顿状态。

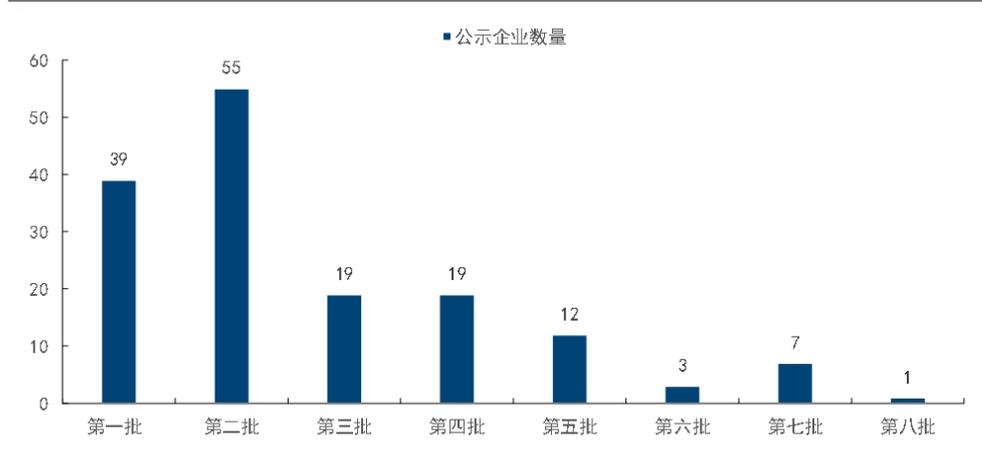
图 27: 《铅蓄电池行业规范条件（2015 年本）》主要规定



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2015 年至今，工信部共公示了八批符合铅蓄电池行业规范条件企业名单，并公示了四批撤销名单，现有符合规范条件的企业共 132 家。此外，公示企业的数量逐批减少，第八批公示名单只有一家公司，这意味着铅蓄电池行业的合法合规的新进入者数量极少。

图 28: 工信部分批公示的企业数量



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官网，国信证券经济研究所整理

骆驼股份共有 5 家相关公司出现在公示名单中，其中骆驼集团襄阳蓄电池有限公司在第一批公示名单中，湖北骆驼海峡新型蓄电池有限公司、骆驼集团华中蓄电池有限公司在第二批公示名单中，扬州阿波罗蓄电池有限公司在第四批公示名单中，骆驼集团华南蓄电池有限公司在第七批公示名单中。

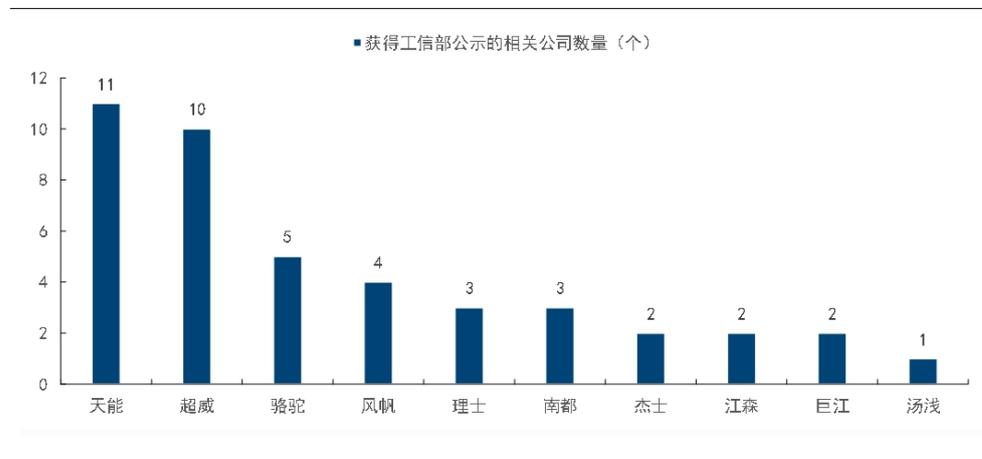
表4: 骆驼股份相关公司获得公示的名单

公示名单批次	公司名称	省份	地址
第一批	骆驼集团襄阳蓄电池有限公司	湖北省	襄阳市经济技术开发区深圳大道6号
第二批	湖北骆驼海峽新型蓄电池有限公司	湖北省	湖北省谷城经济开发区胡家井村六组
第二批	骆驼集团华中蓄电池有限公司	湖北省	湖北省谷城县经济开发区古水路16号
第四批	扬州阿波罗蓄电池有限公司	江苏省	扬州市扬子江南路18号
第七批	骆驼集团华南蓄电池有限公司	广西省	梧州市龙圩区进口再生资源加工园区远景大道6号

资料来源: 中华人民共和国工业和信息化部官网, 国信证券经济研究所整理

根据我们的统计, 在合计 132 家公示企业中, 二轮车铅动力电池龙头天能股份和超威动力的相关公司最多, 分别有 11 家和 10 家, 其次是汽车铅蓄电池龙头骆驼股份和风帆蓄电池, 分别有 5 家和 4 家。与直接竞争对手风帆蓄电池、江森自控、理士国际等相比, 骆驼股份的获批公司数量占优。

图29: 工信部分批公示的企业数量

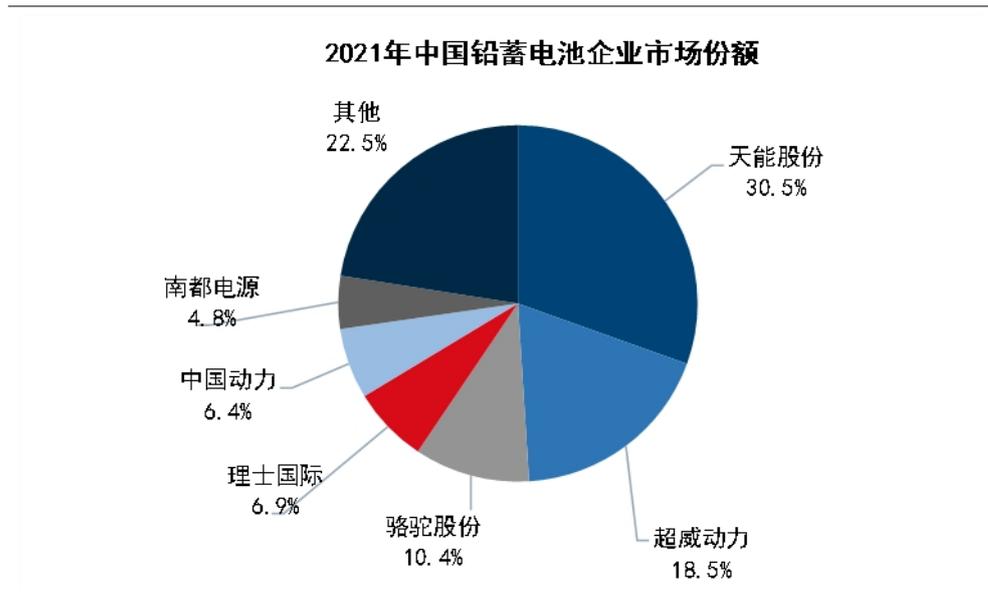


资料来源: 中华人民共和国工业和信息化部官网, 国信证券经济研究所整理

起动电池与牵引电池差别较大, 骆驼股份市占率领先

根据 EVTank 联合伊维经济研究院共同发布的《中国铅酸蓄电池行业发展白皮书 (2022 年)》, 2021 年中国铅酸蓄电池总体出货量首次突破 3 亿 KVAh, 达到 3.04 亿 KVAh, 同比大幅增长 14.9%, 总体市场规模达到 1275.7 亿元。其中, 天能股份、超威动力、骆驼股份的市占率位列前三, 骆驼股份的市占率为 10.4%。

图30：2021年中国铅蓄电池行业竞争格局



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部官网，国信证券经济研究所整理

天能股份与超威动力的主要业务都是铅动力电池（牵引电池），骆驼股份的主要业务是汽车起动启停铅电池，这两种产品之间存在较大差别。

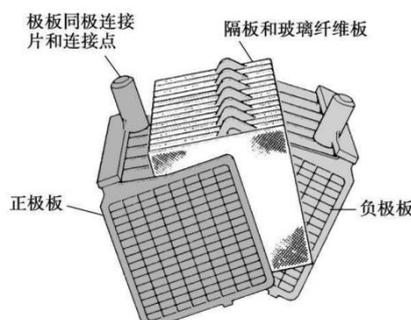
- 1) **性能需求：**起动电池的基础功能是为发动机点火，擅长大电流瞬间放电，电流高达 400-500A；牵引电池的基础功能是提供动力，擅长小电流持续放电，电流大约为 30A。
- 2) **极板材料：**牵引电池极板多是铅钙合金的，起动电池多是铅锑合金的。
- 3) **电解液浓度：**牵引电池电解液浓度更高，部分提至 1.31。起动电池的电解液标准浓度是 1.28, 在这个浓度下能够获得较大的放电电流，使汽车容易启动。
- 4) **内部结构：**牵引电池的正电极板是管状的，负极是糊状物，极性板相对较厚。正极由一排玻璃纤维组成，减小极性板和电解质的面积，并且有源材料利用大大提高，因此放电时间更长。起动电池重要特点是极板薄，片数多，因此瞬时电流大，最大短路电流可以达到电池容量的 5 倍。

图31：牵引电池的正极板与负极



资料来源：百度有驾，国信证券经济研究所整理

图32：起动电池的内部结构



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

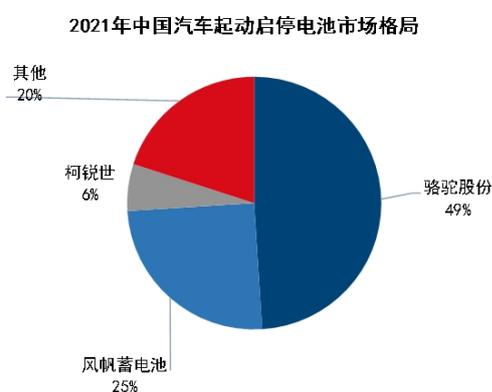
牵引电池与起动电池在材料、性能、生产工艺等方面的差别，导致厂商的生产流

程、工序、设备、配方、技术沉淀等方面都有较大差异，实现技术复用较为困难。牵引电池龙头天能股份的起动电池出货量占比不足 5%，骆驼股份的牵引电池出货量占比不足 2%。

正如英特尔放弃了存储芯片业务，专注于 CPU 业务；福耀玻璃放弃建筑玻璃业务，专注于汽车玻璃。企业的竞争优势往往集中在自己深耕的领域，骆驼股份与天能股份虽然同为铅蓄电池龙头，但专注的细分赛道不同，在过去基本没有直接竞争关系，我们认为在未来也不会爆发激烈的竞争。

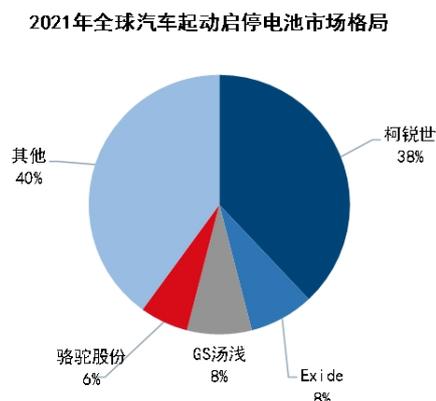
骆驼股份在国内汽车起动启停电池行业的市占率第一，根据 Marklines 的数据，2021 年骆驼股份在中国市场的市占率为 49%，在全球的市占率为 6%。

图 33：2021 年中国汽车起动启停电池市场格局



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

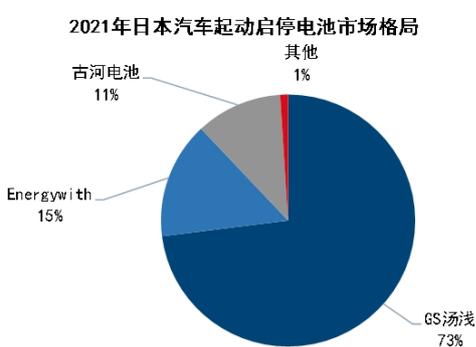
图 34：2021 年全球汽车起动启停电池市场格局



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

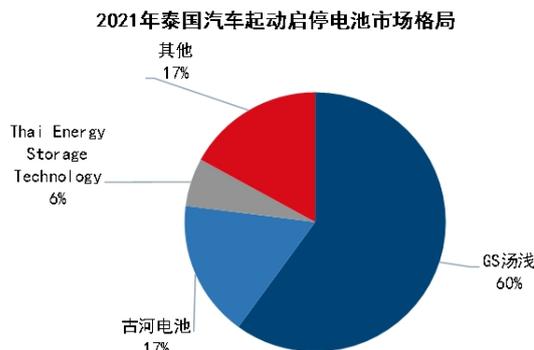
根据 Marklines 的数据，在人均汽车保有量更高的国家，汽车起动启停电池行业的集中度也更高。参考日本市场与泰国市场的竞争格局，GS 汤浅在日本的市占率高达 73%，泰国的市占率高达 60%，骆驼股份在国内 49%的市占率仍有进一步提升的空间。

图 35：2021 年日本汽车起动启停电池市场格局



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

图 36：2021 年泰国汽车起动启停电池市场格局



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

汽车零部件行业稀缺的消费品赛道，替换及出口市场空间广阔

汽车启动启停电池是汽车零部件行业稀缺的具有消费品属性的赛道。由于铅蓄电池的充放电循环次数有限，启动启停电池需要定期更换，终端消费者可以在铅蓄电池销售门店、汽车超市、汽修汽配门店以及各类网络商城或线上服务平台购买，运输安装都非常快捷方便，具有较强的消费品属性。

根据我们的测算，2022年中国商用车的销量为330万辆，乘用车的销量为2356万辆。我们假设商用车上启动电池的平均单价为750元，乘用车上启动电池的平均单价为300元，则2022年国内启动启停电池前装配套市场的市场空间大约为94亿元。

汽车启动启停电池的单价仍在持续提升中。一方面，功能更强大的EFB（单价约为普通启动电池的1.5-2倍）、AGM电池（2.5-3倍）渗透率持续提升；另一方面，车内的用电设备增加，耗电量增加，铅蓄电池的带电量也有所增加。因此，我们假设汽车启动启停电池的平均单车价值量每年增长大约2%。

商用车方面，由于2022年国内商用车下滑较严重，我们预计2023年的商用车销量有一定恢复，并在此后保持每年大约2%的销量增速。至2025年，国内商用车销量大约为429万辆，启动启停电池的单车价值量大约为743元，则国内商用车的配套市场空间大约为32亿元。

乘用车方面，2023年受到购置税优惠政策透支的影响，我们预计全年乘用车销量大约下滑5%，并在2023-2025年间保持每年大约3%的销量增速。至2025年，国内乘用车销量大约为2375万辆，启动启停电池的单车价值量大约为318元，则国内乘用车的配套市场空间大约为76亿元，国内汽车启动启停电池的前装配套市场总规模可达107亿元。

表5：汽车启动启停电池前装配套市场空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
商用车								
销量（万辆）	437.1	432.4	513.3	479.3	330	412.5	421	429
同比	5.1%	-1.1%	18.7%	-6.6%	-31.1%	25.0%	2.0%	2.0%
单价（元）					700	714	728	743
市场空间（亿元）					23.10	29.45	30.64	31.88
乘用车								
销量（万辆）	2371	2144.4	2017.8	2148.2	2356	2238	2306	2375
同比	-4.1%	-9.6%	-5.9%	6.5%	9.7%	-5%	3%	3%
单价（元）					300	306	312	318
市场空间（亿元）					70.69	68.50	71.96	75.60
合计配套市场空间（亿元）					93.79	97.95	102.61	107.49

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

根据公安部的数据，2022年，中国整体汽车保有量为3.19亿辆，同比增长6%。我们假设，商用车保有量为4148万辆，启动启停电池的单车价值量为700元，乘用车的保有量为2.8亿辆，启动启停电池的单车价值量为300元，保守估计商用车每3年更换一次，乘用车每4年更换一次，则2022年国内后装替换市场启动启停电池的市场空间为285亿元。

我们假设国内的商用车和乘用车保有量在2023-2025年间每年增长大约2%，商用车和乘用车的占比分别为13%/87%（和历史数据的平均数保持一致），单车价值量假设与上文前装配套市场相同，则2025年国内的后装替换市场启动启停电池的市场空间大约为333亿元，市场空间大约为前装市场的3倍。

根据骆驼股份年报数据披露，2022 年骆驼股份在国内汽车启动启停电池后装替换市场的份额大约为 30%，前装配套市场的份额大约为 49%，中间有 19% 的差额。假设骆驼股份在后装市场的份额每年提升 2%，则每年有望带来接近 6.66 亿元的收入增量，占 2022 年铅蓄电池营业收入的 7%。

表 6: 汽车启动启停电池后装替换市场空间

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国整体汽车保有量 (亿辆)	3.02	3.19	3.25	3.32	3.39
同比	7%	6%	2%	2%	2%
商用车占比	13%	13%	13%	13%	13%
乘用车占比	87%	87%	87%	87%	87%
商用车	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
保有量 (万辆)	3,926	4,147	4,230	4,315	4,401
同比	7.5%	5.6%	2.0%	2.0%	2.0%
实际替换需求 (万辆)		1382	1410	1438	1467
市场份额		40%	42%	44%	46%
配套电池数量 (万个)		553	592	633	675
单价 (元)		700	714	728	743
市场空间 (亿元)		76.43	83.50	91.01	98.99
乘用车	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
保有量 (万辆)	26,274	27,753	28,308	28,874	29,452
同比	7.5%	5.6%	2.0%	2.0%	2.0%
实际替换需求 (万辆)		6938	7077	7219	7363
市场份额		20%	23%	26%	29%
配套电池数量 (万个)		1388	1628	1877	2135
单价 (元)		300	306	312	318
市场空间 (亿元)		208.15	216.56	225.31	234.41
合计启动启停电池后装替换市场空间 (亿元)		284.58	300.05	316.31	333.40

资料来源：公安部，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

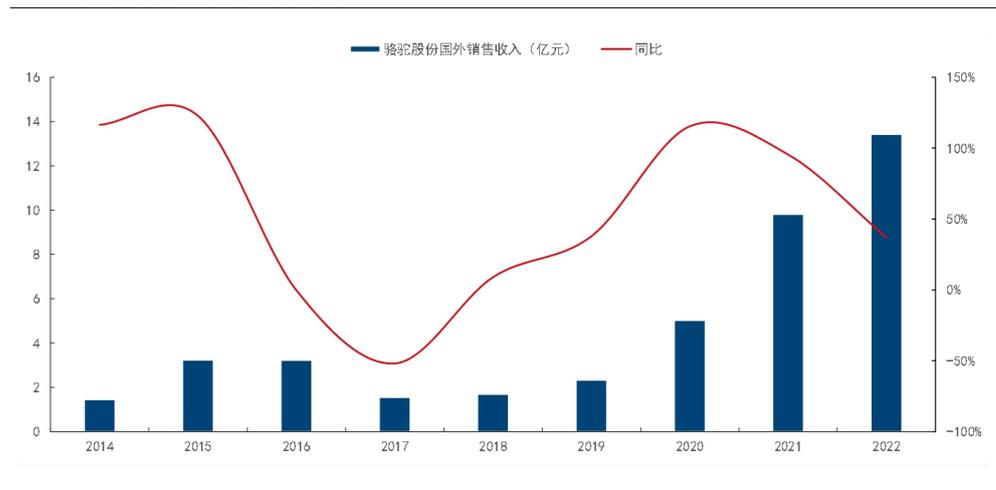
根据 Marklines 的数据，2022 年全球汽车销量为 7947 万辆，同比下降 1%。我们假设全球汽车启动启停电池的平均单价为 400 元，则 2022 年全球前装配套市场空间为 318 亿元。参考中国市场的结构，通常后装替换市场的空间是前装配套市场的 3 倍，则 2022 年全球后装替换市场的空间大约为 954 亿元，全球汽车启动启停电池市场的总规模为 1272 亿元。我们假设全球汽车启动启停电池的平均单价每年增长 2%，全球汽车销量每年增长 1%，则 2025 年全球前装配套市场空间为 348 亿元，后装替换市场空间为 1043 亿元，全球启动启停电池市场的总规模为 1391 亿元。

表 7: 全球汽车启动启停电池市场空间

项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球汽车销量（万辆）	7,705	8,038	7,947	8,027	8,107	8,188
同比			-1%	1%	1%	1%
汽车启动启停电池平均单价（元）			400	408	416	424
同比				2%	2%	2%
全球前装配套市场空间（亿元）			318	327	337	348
同比				3%	3%	3%
全球后装替换市场空间（亿元）			954	982	1,012	1,043
同比				3%	3%	3%
全球汽车启动启停电池总市场空间（亿元）			1,272	1,310	1,350	1,391
同比				3%	3%	3%

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理, 国信证券经济研究所预测

根据 Marklines 的数据, 骆驼股份 2021 年在全球的市占率为 6%。考虑到骆驼股份近几年的海外收入快速增长 (2022 年为 13.42 亿元, 同比增长 37%), 我们预计骆驼股份的全球市占率在未来几年有望稳健增长, 假设在全球的市场份额每年提升 0.5 个百分点, 则有望为骆驼股份每年创造 6.36 亿的收入增量 (大约占铅酸蓄电池业务收入的 6%)。

图 37: 骆驼股份海外收入及同比


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

具体拆分全球市场结构, 目前骆驼股份的海外产能主要建设在亚洲 (马来西亚工厂, 今年上半年产能将从 200 万 KVAH 扩充至 400 万 KVAH) 与北美洲 (美国, 今年上半年将建成 100 万 KVAH 产能), 因此我们假设骆驼股份的全球市占率提升将率先从这两个市场开始。

根据 Marklines 的数据, 2022 年亚洲 (除中国) 的汽车销量为 1669 万辆, 北美洲的汽车销量为 1706 万辆, 合计销量为 3375 万辆。假设汽车启动启停电池的平均单车价值量为 400 元, 后装替换市场的规模是前装配套市场的 3 倍, 则 2022 年亚洲 (除中国) 与北美洲的汽车启动启停电池市场总空间为 540 亿元。假设骆驼股份在当地的市占率每年提升 2%, 则每年有望增加大约 11 亿元的额外收入, 占 2022 年汽车铅酸蓄电池业务销售收入的 11%。

骆驼股份今年在海外的产能计划达到 500 万 KVAH, 合计产值大约 30 亿元, 有充分的产能支撑在亚洲 (除中国) 和北美洲的市占率提升。

表8：亚洲（除中国）与北美洲汽车起动启停电池市场空间测算

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
亚洲（除中国）汽车销量（万辆）	1656	1426	1516	1669	1686	1702	1719
同比		-14%	6%	10%	3%	3%	3%
北美洲汽车销量（万辆）	2087	1753	1827	1706	1706	1706	1706
同比		-16%	4%	-7%	0%	0%	0%
汽车起动启停电池平均单车价值量（元）				400	408	416	424
前装配套市场空间（亿元）				135	138	142	145
后装替换市场空间（亿元）				405	415	426	436
汽车起动启停电池总市场空间（亿元）				540	554	567	582

资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

公司端：产品优，效率高，渠道广，项目多

产品优：同类产品价格更低，相似价格产品更优

在产品上，我们综合对比骆驼股份与国内外主要竞争对手的产品，骆驼股份基本可以做到同性能产品价格最优，同价格产品性能最优，具有明显的产品力与性价比优势。

以高端 AGM 电池为例，骆驼股份、瓦尔塔（柯锐世）、风帆蓄电池旗下均有符合国标 6-QTF-105、欧标 H9 的电池型号，性能基本一致，额定电压也都是 12V。

表9：骆驼股份、瓦尔塔、风帆蓄电池的高端 AGM 电池参数一致

品牌	型号	国标型号	欧标型号	额定容量 (AH)	冷启动电流 AGC	长 (mm)	宽 (mm)	高 (mm)
瓦尔塔	AGM36 H9-105-L-T2-SA	6-QF-105 (950) -L	H9	105	950	394	175	190
风帆	H9 (LN6)	6-QF-105 (950) -L	H9	105	950	394	175	190
骆驼	Vr6105	6-QTF-105	H9	105	950	394	175	190

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

但是对比京东官方自营店的售价，骆驼股份的电池售价仅为 1687 元，相较于瓦尔塔的 2303 元、风帆的 2299 元，同性能下，骆驼的价格最优。

图 38: 骆驼股份、瓦尔塔、风帆的高端 AGM 电池在京东自营旗舰店的售价对比

瓦尔塔 (VARTA) 汽车电瓶蓄电池启停 AGM36 H9 105AH 奥迪/宝马/大众 上门安装

京东价	¥ 2303.00	降价通知	累计评价 1万+
促销	限购 购买1-30件时享受单件价 ¥ 2303, 超出数量以结算价为准		
	满减 满200元减20元		

骆驼 (CAMEL) 汽车电瓶蓄电池启停电瓶AGMVRL6105宝马5系/6系/7系奥迪 A6/A4/Q5

宝马320i320Li350i325Li7系奥迪A4/A6/Q5/保时捷卡宴更多车型找客服查看>

京东价	¥ 1687.00	降价通知	累计评价 1000+
促销	满减 满199元减30元		

风帆(sail)AGM启停汽车电瓶蓄电池6-QF-105 12V以旧换新上门安装适配车型咨询在线客服

京东价	¥ 2299.00	降价通知	累计评价 5000+
-----	-----------	------	---------------

资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

以 EFB 启停电池为例, 我们在各家的京东官方旗舰店搜索同价位段内的产品对比。在 600-700 元价位段, 骆驼股份在售的电池型号为 6-QWPE-70 (720), 风帆蓄电池在售的电池型号为 6-QW-70 (660)-L, 瓦尔塔在售的电池型号为 D26-80-L-T2-E, 售价分别为 648 元 (原价 748 元, 满 500 减 100)、669 元和 693 元 (原价 713 元, 满 200 减 20)。

图 39: 骆驼、瓦尔塔、风帆同价位段的 EFB 蓄电池型号

<p>瓦尔塔 (VARTA) 汽车电瓶蓄电池启停 EFB S95 丰田/轩逸/威驰/骐达/本田 上门安装</p> <p>【瓦尔塔官方旗舰店】德国百年品牌, 至快25分钟上门安装!! 官方电子质保, 正品保障!!</p> <table border="1"> <tr> <td>京东价</td> <td>¥ 713.00</td> <td>降价通知</td> <td>累计评价 1万+</td> </tr> <tr> <td>促销</td> <td>限购 购买1-30件时享受单件价 ¥ 713, 超出数量以结算价为准</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>满减 满200元减20元</td> <td></td> <td></td> </tr> </table>	京东价	¥ 713.00	降价通知	累计评价 1万+	促销	限购 购买1-30件时享受单件价 ¥ 713, 超出数量以结算价为准				满减 满200元减20元			<p>骆驼起停汽车电瓶蓄电池EFB70 启停电瓶70AH 适用于 本田冠道URV 比亚迪L3速锐F3 大通D90</p> <table border="1"> <tr> <td>京东价</td> <td>¥ 748.00</td> <td>降价通知</td> <td>累计评价 100+</td> </tr> <tr> <td>优惠券</td> <td>满500减100</td> <td></td> <td></td> </tr> </table> <p>配送至 广东深圳市宝安区新安街道 有货 店铺单笔订单不满1元, 收运费10元</p> <p>由 骆驼蓄电池旗舰店 发货, 并提供售后服务, 现在下单, 预计5月25日发货, 5月28日送达</p>	京东价	¥ 748.00	降价通知	累计评价 100+	优惠券	满500减100		
京东价	¥ 713.00	降价通知	累计评价 1万+																		
促销	限购 购买1-30件时享受单件价 ¥ 713, 超出数量以结算价为准																				
	满减 满200元减20元																				
京东价	¥ 748.00	降价通知	累计评价 100+																		
优惠券	满500减100																				
<p>门店有售 风帆蓄电池AGM启停电瓶12V急速起停EFB汽车电池以旧换新配送安装 EFB S95汉兰达凯美瑞奥德赛</p> <p>市区内至快28分钟上门安装, 详情咨询在线客服!</p> <table border="1"> <tr> <td>京东价</td> <td>¥ 669.00</td> <td>[厂商指导价 ¥ 1199.00] 降价通知</td> <td>累计评价 5000+</td> </tr> <tr> <td>促销</td> <td>限购 购买1-10件时享受单件价 ¥ 669, 超出数量以结算价为准, 仅限购买一次</td> <td></td> <td></td> </tr> </table> <p>配送至 广东深圳市宝安区新安街道 有货</p> <p>由 风帆蓄电池旗舰店 从河北保定市发货, 并提供售后服务。</p>	京东价	¥ 669.00	[厂商指导价 ¥ 1199.00] 降价通知	累计评价 5000+	促销	限购 购买1-10件时享受单件价 ¥ 669, 超出数量以结算价为准, 仅限购买一次															
京东价	¥ 669.00	[厂商指导价 ¥ 1199.00] 降价通知	累计评价 5000+																		
促销	限购 购买1-10件时享受单件价 ¥ 669, 超出数量以结算价为准, 仅限购买一次																				

资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

骆驼与瓦尔塔的电池产品主要性能参数基本一致, 价格便宜了接近 50 元; 骆驼与风帆的产品相比, 在冷起动电流方面有明显优势, 价格便宜了接近 21 元。骆驼的

产品性能接近则价格占优，价格接近则性能占优。

表 10: 骆驼、风帆、瓦尔塔的电池产品性能参数对比

品牌	型号	实际售价 (元)	电压 (V)	容量 (AH)	冷启动电流 (CCA)
骆驼	6-QWPE-70 (720)	648	12	70	720
风帆	S-95/6-QW-70 (660) -L	669	12	70	660
瓦尔塔	D26-80-L-T2-E	693	12	70	720

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

效率高：深入对比同行财报，骆驼股份的增长速度和盈利能力明显占优

骆驼股份在产品性价比上的优势来源于更高的经营效率、更精细的成本管控与更强的盈利能力。根据 Marklines 的数据，全球市占率超过骆驼的两大国际巨头，Clarios (2021 年全球市占率 38%) 和 Exide Technologies (2021 年全球市占率 8%) 经营情况均不乐观。

Clarios 前身是江森自控旗下生产汽车电池的动力解决方法业务 PowerSolutions。2018 年 11 月，因持续亏损，PowerSolutions 被江森自控作价 132 亿美元出售给加拿大布鲁克菲尔德资产管理公司 (Brookfield Business Partners)。并于 2019 年五月更名柯锐世 (英文名: Clarios)，以新面貌面世。Exide Technologies 则于 2020 年 5 月，受新冠疫情影响，在美国联邦法院申请破产保护，计划将欧洲、中东、非洲及亚太地区的业务出售给债券持有集团。2020 年 10 月，Exide 宣布完成出售欧洲、中东、非洲和亚太地区的业务，Energy Technologies Holdings 旗下的长期股东集团接手，Exide 作为一家新的独立公司开始运营，总部位于巴黎。

Clarios 和 Exide Technologies 都因各种原因出现业务持续亏损、经营困难的问题，并在近几年内发生了所有权转让，在竞争中处于不利地位。

图 40: 江森自控、柯锐世与旗下的瓦尔塔品牌



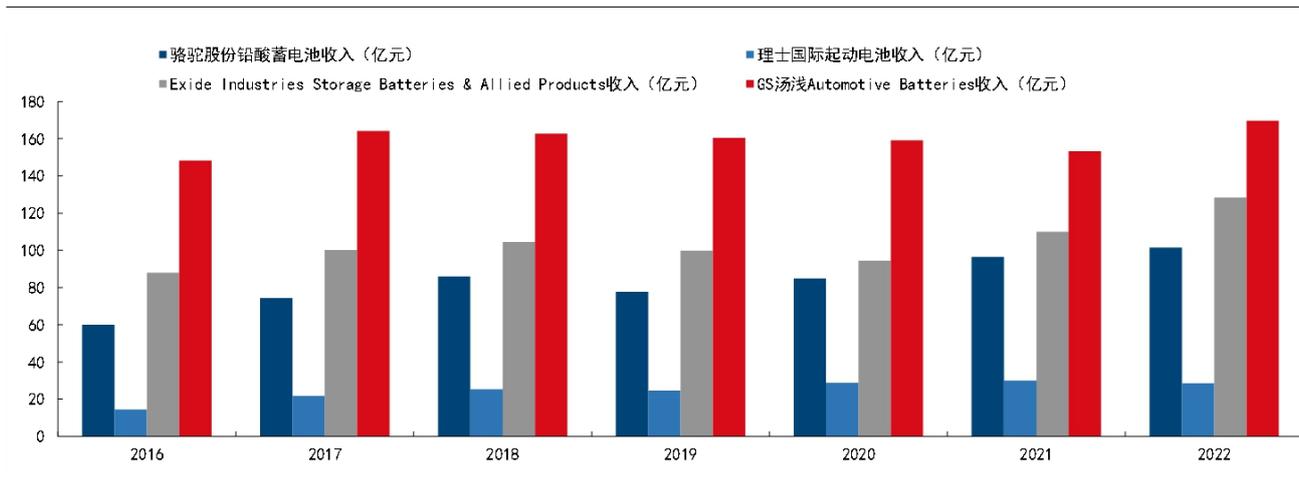
资料来源：柯锐世官网，国信证券经济研究所整理

我们选取了国内外汽车启动启停电池龙头企业骆驼股份 (601311.SH)、理士国际 (0842.HK)、Exide Industries (EXIDE IN)、GS 汤浅 (6674 JT) 的财务报表

进行对比。Clarios 因业务太多，财务数据难以准确反映汽车起动启停电池业务的发展情况，因此不在对比之列。

收入方面，对比骆驼股份的铅酸蓄电池业务、理士国际的起动电池业务、Exide Industris 的 Storage Batteries & Allied Products 以及 GS 汤浅的 Automotive Batteries，2022 年他们的相关业务收入分别为 102/29/128/170 亿元。根据 Marklines 的数据，2021 年 GS 汤浅的汽车起动启停电池全球市占率高于骆驼，且汤浅的电池业务种类较多，因此总体收入也更高。

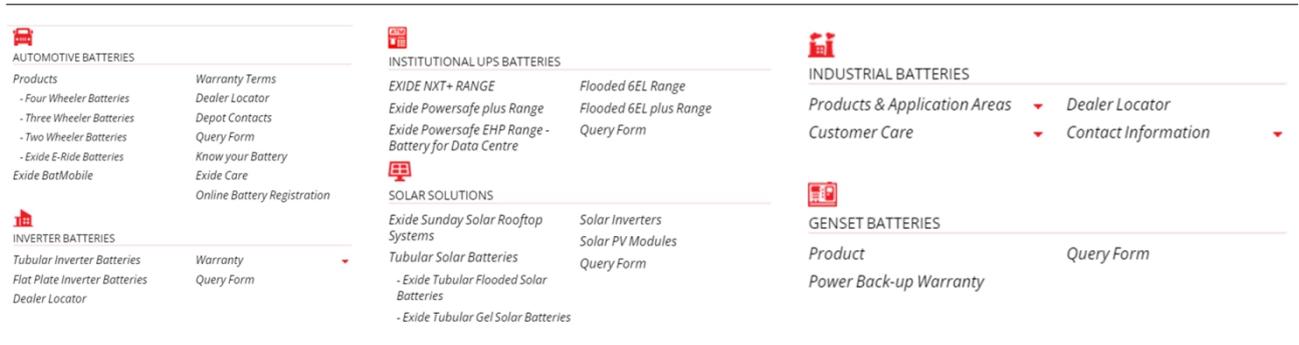
图41: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的相关业务收入对比



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

根据 Marklines 的数据，2021 年 Exide Industries 的汽车起动启停电池业务市占率低于骆驼，但是 Exide Industries 的 Storage Batteries & Allied Products 业务中包含种类繁多的电池，因此总体收入体量大于骆驼。

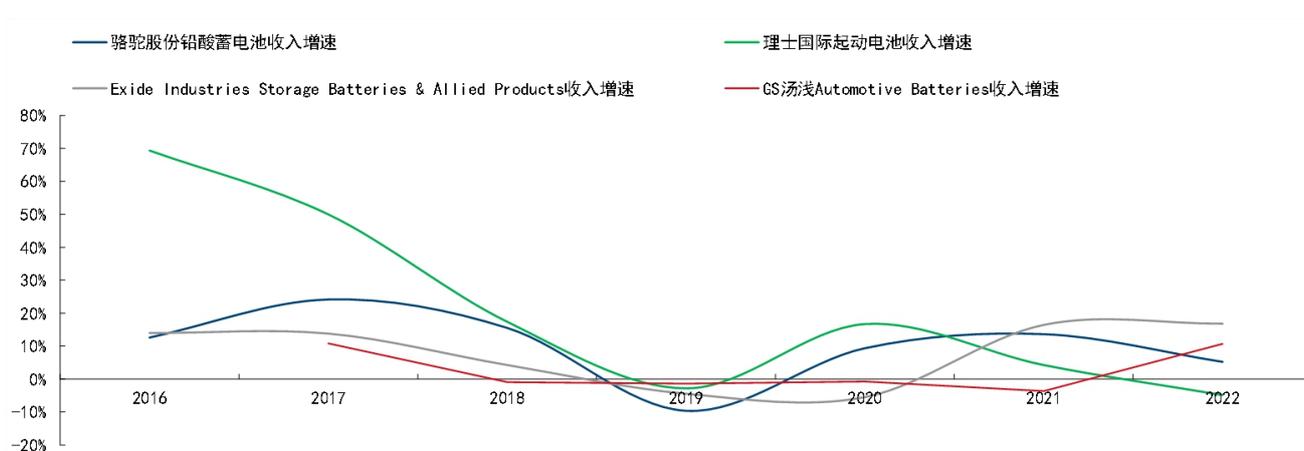
图42: Exide Industries 所经营的电池品类



资料来源: Exide Industries 官网, 国信证券经济研究所整理

增速方面，2018-2022 年，骆驼股份的相关业务收入年均复合增长率为 4.23%，明显领先 GS 汤浅的 1.07%和理士国际的 2.99%。2022 年，由于国内疫情管控较严格，商用车行业景气度较差，骆驼股份的收入增速短暂放缓。Exide Industries 的相关业务由于包含多种储能电池、工业电池，因此增速较快，为 5.29%。

图43: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的相关业务收入增速对比

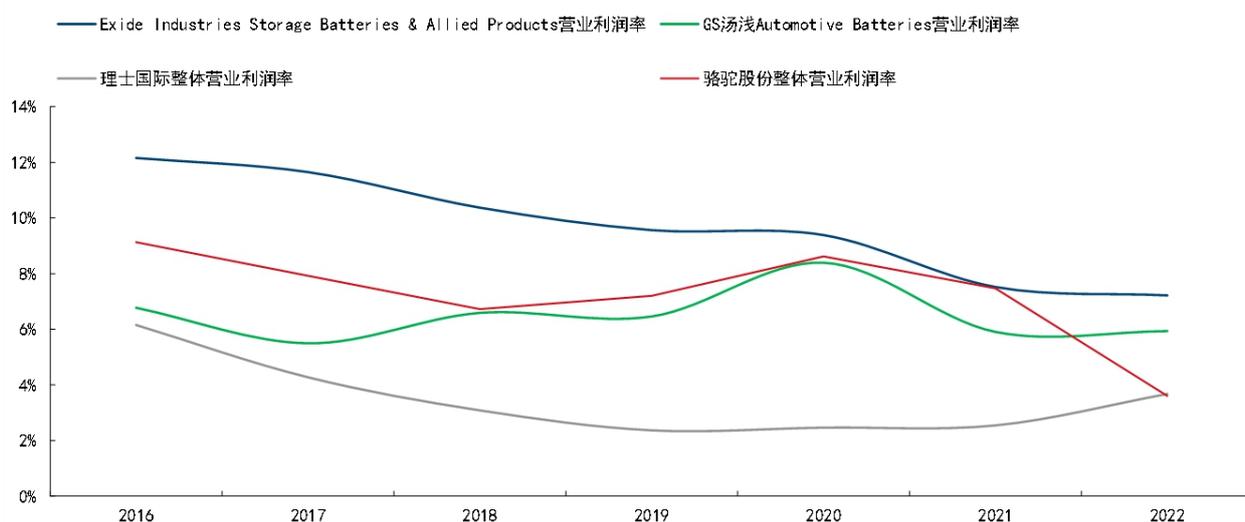


资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

营业利润率方面, 计算自 2016-2022 年的平均数水平, 骆驼股份/理士国际/GS 汤浅/Exide Industries 的营业利润率分别为 7.24%/3.50%/6.51%/9.69% (骆驼股份与理士国际是整体营业利润率, Exide 和汤浅是上文提到的相关业务的营业利润率)。Exide Industries 由于业务构成复杂, 营业利润率领先, 但近年来明显呈下行趋势。骆驼股份的营业利润率保持稳定, 在 2022 年受国内疫情控制影响, 短暂波动, 预计 2023 年有望恢复到正常水平

在产品性价比更高的背景下, 骆驼股份的 2016-2022 年的平均营业利润率依然领先 GS 汤浅和理士国际。尤其是国内的二线启动电池厂商理士国际, 平均营业利润率与骆驼股份相差大约 4 个百分点。

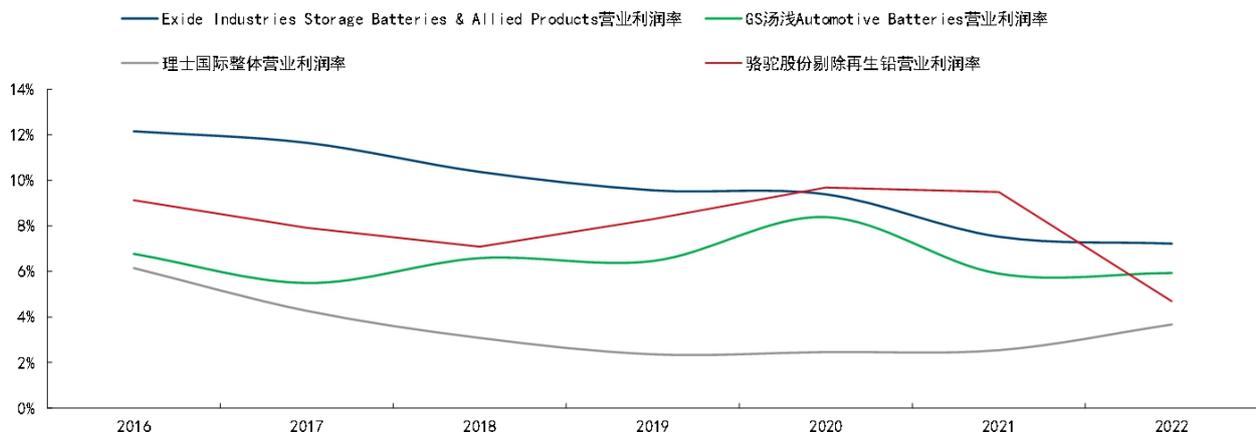
图44: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的营业利润率对比



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 骆驼股份的再生铅业务毛利率较低 (3%以内), 收入规模较大 (收入占比大约 20%-30%), 拉低了整体的营业利润率。假设在营业总收入中剔除再生铅业务的收入, 则骆驼股份 2016-2022 年的平均营业利润率为 8.04%, 分别领先 GS 汤浅/理士国际大约 1.5/4.5 个百分点。

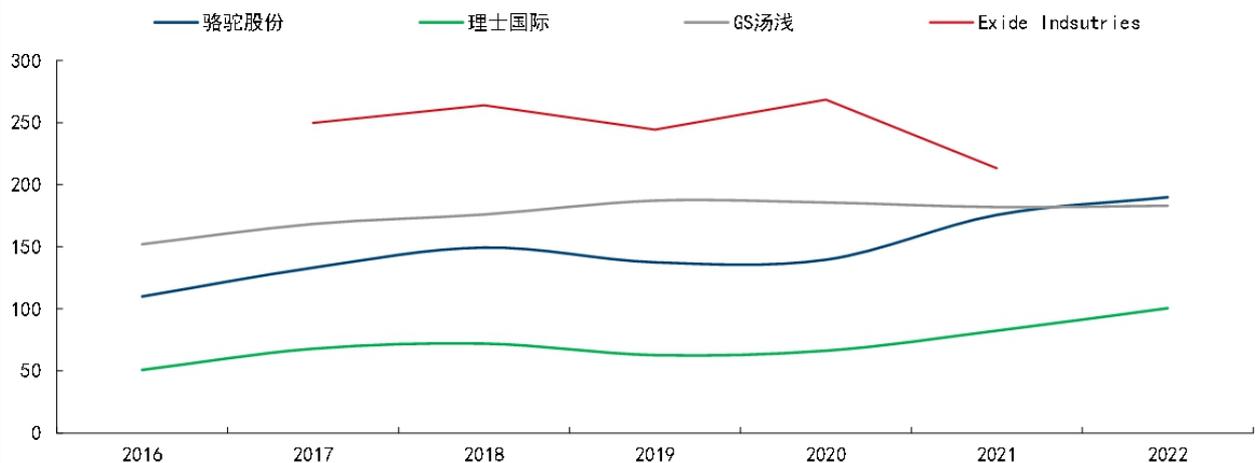
图45: 骆驼股份（剔除再生铅业务）、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的营业利润率对比



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

人均营业收入方面，2022 年，骆驼股份的人均创收为 189.81 万元，领先理士国际的 100.58 万元、GS 汤浅的 183.09 万元。Exide Industries 未公布 2022 年的员工人数，从历史数据来看，由于其他业务的补充，总体人均创收较高。

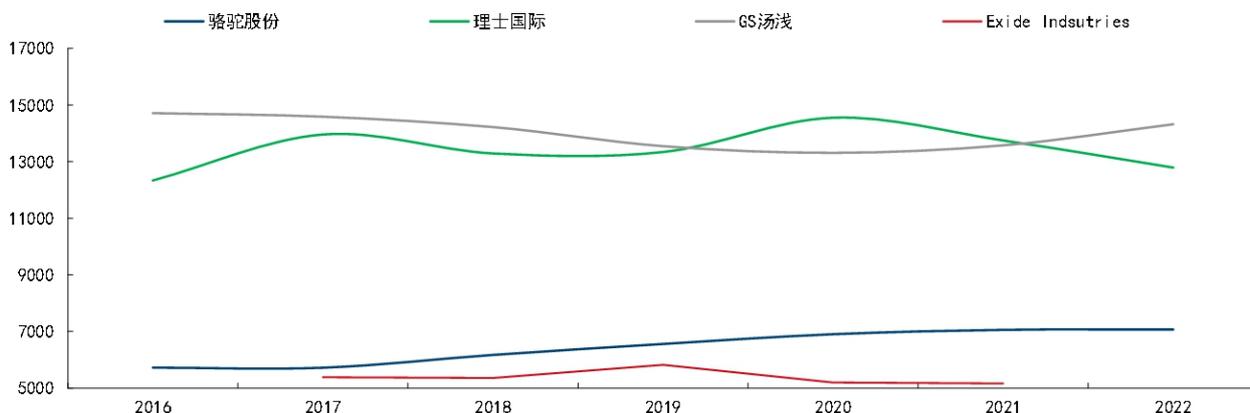
图46: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的人均创收对比（万元）



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

从员工人数的发展趋势来看，骆驼股份仍处于扩张状态，但其他公司的员工数量都出现了不同程度收缩。2022 年，骆驼股份的员工人数达到 7073 人，为上市以来的峰值。但是，理士国际 2022 年的员工人数为 12787 人，是 2017 年以来的最低值；GS 汤浅 2022 年的员工人数为 14317 人，低于 2016 年、2017 年的水平；Exide Industries 2021 年的员工人数为 5163 人，是 2017 年以来的最低值。

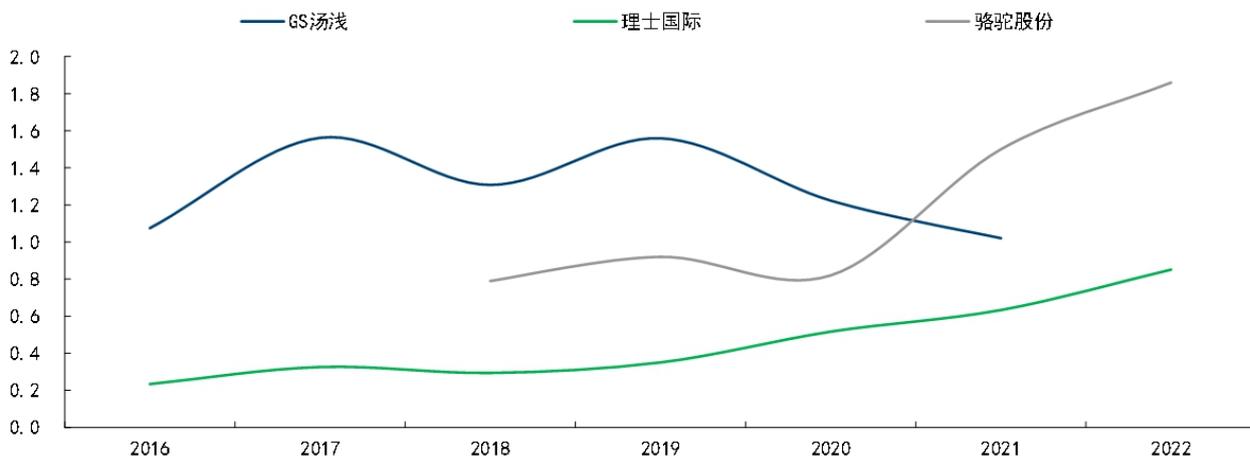
图47: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际、Exide Industries 的员工人数对比 (个)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

从研发费用的角度来看, 骆驼股份在行业内的扩张趋势也明显大于竞争对手。除 Exide Industries 的业务构成复杂, 研发费用较高外, 2022 年骆驼股份的研发费用为 1.86 亿元, 明显高于 GS 汤浅的 1.02 亿元 (Automotive Batteries 业务的研发费用在 2022 年未披露, 2021 年为 1.02 亿元) 和理士国际的 0.85 亿元 (总研发费用*起动电池销售收入占比)。此外, 骆驼股份近年来的研发费用呈明显上升趋势, 但国际巨头 GS 汤浅的相关研发费用却逐年下降, 呈收缩态势。

图48: 骆驼股份、GS 汤浅、理士国际的相关业务研发费用对比 (亿元)



资料来源: Bloomberg, wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 骆驼股份的汽车起动启停电池业务, 相较于竞争对手增速更快, 人均创收更高, 在产品性价比更高的背景下依然可以实现更高的营业利润率, 充分体现了优秀的成本控制能力和经营管理效率。在国际巨头经营困难、所有权易手的背景下, 骆驼股份的员工数量稳健增加, 相关研发费用领先同行, 呈现积极的扩张态势, 有望进一步巩固竞争优势。

渠道广: 线上与线下联动, 数字化转型开启零售新篇章

2020 年是骆驼股份推进终端渠道建设、提升渠道管控能力的全新起点, 推出了多

项重要举措。

1) **“优能达”**：骆驼股份在部分城市试点“优能达”城市汽车服务品牌，采取上门救援、到店送货、旧件回收、售后服务、“电池+”等多种业务服务，开展渠道精耕，推动经销商向服务商转型；

图49：骆驼股份“优能达”包含多种服务



资料来源：京东骆驼蓄电池旗舰店，国信证券经济研究所整理

2) **“购销一体化”**：骆驼股份开始进行“购销一体化”体系建设，一方面通过蓄电池销售网络按照“销一收一”的方式回收废旧电池，一方面通过废旧电池的回收体系进行新电池的销售，反向扩大电池销售渠道及市占率，降低销售成本，提升市场占有率；

图50：骆驼股份的“销一收一”政策



资料来源：京东骆驼蓄电池旗舰店，国信证券经济研究所整理

3) **线上线下联动**：与“阿里”、“京东”等知名电商平台合作日趋成熟，与“途虎养车”等多个知名汽车后市场电商平台实现战略合作；

图51: 骆驼股份天猫旗舰店



资料来源: 淘宝, 国信证券经济研究所整理

图52: 骆驼股份京东旗舰店



资料来源: 京东, 国信证券经济研究所整理

4) 数字化转型: 研发上线终端销售管理系统, 促进终端商与服务商进行线上数字化转型, 规范终端销售过程, 打通线上线下业务。

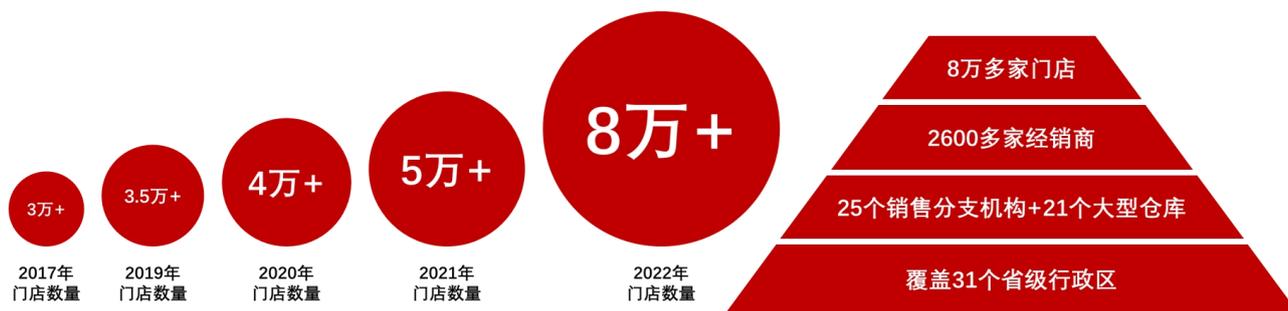
图53: 骆驼股份自研的骆驼帮 APP



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

骆驼股份早在 2017 年起就建立了覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市的一批经销商, 构建覆盖全国的三级销售网络, 包括 21 个大型中心库、25 个销售分支机构、近 2000 个一级大型经销商、3 万多个终端门店和维修点。从 2020 年开始, 骆驼股份的终端渠道建设明显加速。至 2022 年底, 骆驼股份累计完成了 2600 多家“优能达”服务商及 84000 多家“优能达”终端商的建设, 全国县级区域终端商覆盖率达到 96%; 线上销售方面, 继续推广“产品+服务”、“线上+线下”业务模式, 全年线上订单同比增长 30%, 线上销量市场占有率达 40.9%。

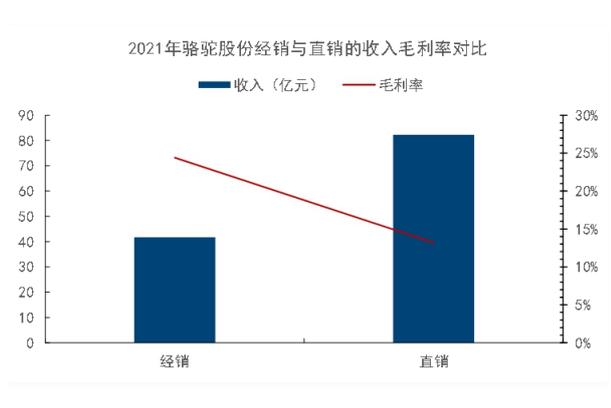
图54：骆驼股份终端渠道铺设情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

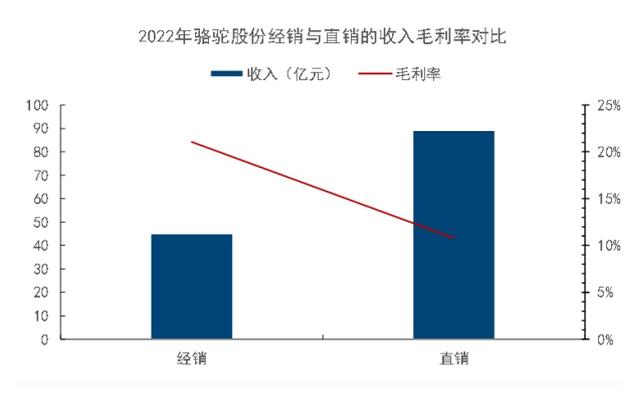
2021年，公司的经销模式收入为41.76亿元，占比为34%；毛利率为24.39%，比直销模式高大约10个百分点。2022年，公司的经销模式销售收入达到了45.10亿元，占比为34%；毛利率为21.05%，比直销模式的毛利率高大约10个百分点。骆驼股份的经销模式毛利率大幅高于直销模式毛利率，经销模式销售收入不能完全反映骆驼股份在维护替换市场的发展，因为骆驼股份在维护替换市场上同样开设了较多的直营店。

图55：骆驼股份2021年经销与直销收入、毛利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

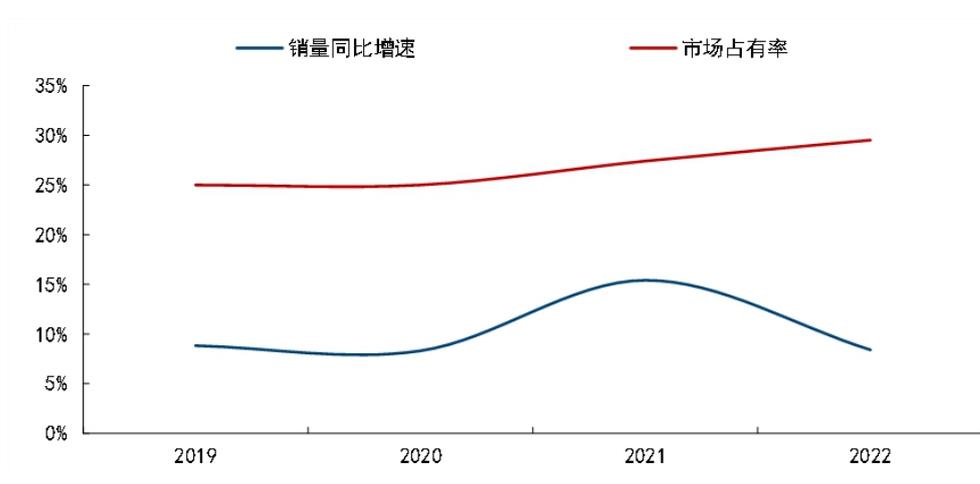
图56：骆驼股份2022年经销与直销收入、毛利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据年报披露，2022年，公司维护替换市场累计销量同比增长约8.4%，市场占有率提升至约29.5%，相较于2021年提升了2.1个百分点，相较于2020年提升了4.5个百分点。

图57: 骆驼股份后市场销量增速与市占率

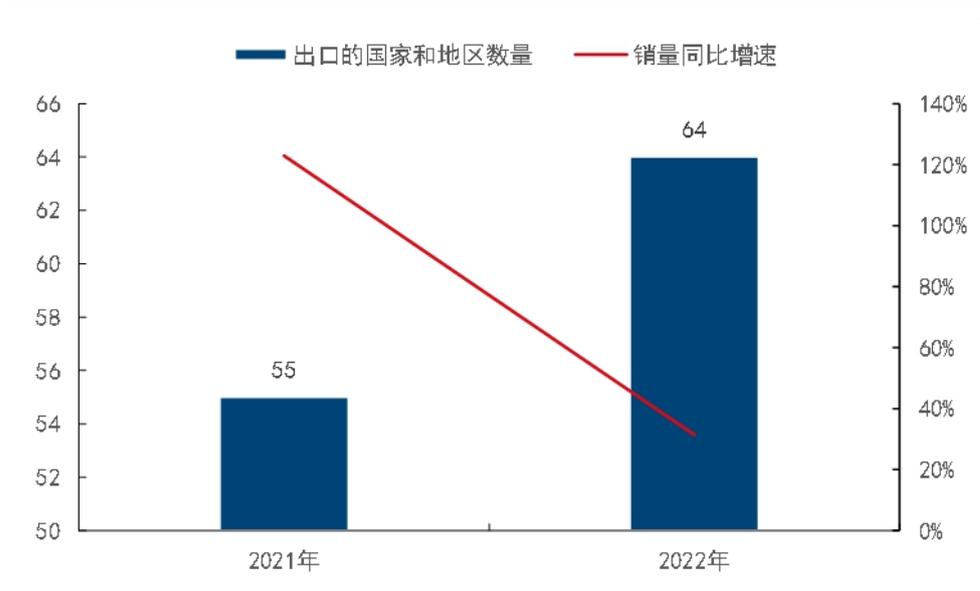


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

海外市场方面, 2022年, 骆驼股份加快了海外产能布局, 重点进行海外市场渠道建设, 加强属地化经营, 进一步提升品牌知名度, 实现了销量的持续增长。公司马来西亚工厂一期达产, 预计2023年实现全部投产达产; 美国化成工厂顺利开工建设, 预计2023年上半年实现达产; 成立了德国、印尼等分子公司, 海外销售分子公司达5个。同时, 海外仓储模式试点推进, 实现销售、服务本土化。报告期内, 公司通过加强线上和线下多种方式进行品牌宣传, 累计开发B2B新客户18个, 新获得KIA、Perodua等项目定点。

骆驼股份销售的国家和地区从2021年的55个增长到了2022年的64个, 产品出口至140个港口, 海外市场销量同比增长大约31.4%。

图58: 骆驼股份的出口国家和地区数量

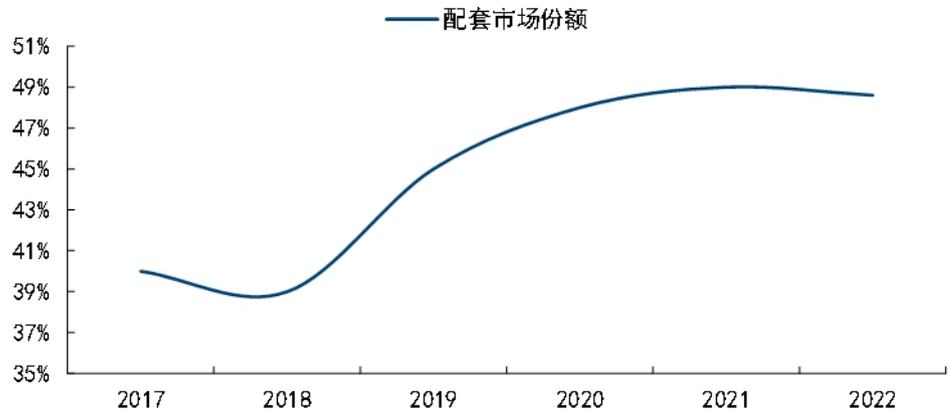


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

项目多: 深度合作国内外优质客户, 斩获明星车企订单

在前装配套市场方面，公司深入合作优质客户，与国内外的乘用车龙头、新能源乘用车龙头都建立起了紧密稳定的合作关系。2017年至2022年，公司在前装配套市场的份额从40%提升至49%。

图 59：骆驼股份的前装配套市场份额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022年，受商用车需求放缓等影响，骆驼股份配套市场业务承压，商用车配套销量出现大幅下滑，全年销量同比下降约40%。公司积极采取应对措施，不断开拓市场，继续优化产品和客户结构，夯实市场基础。

1) **继续推进项目量产导入和车型切换。**2022年公司共完成了55款车型项目的量产导入和车型切换，其中实现了江淮汽车2款商用车和中国重汽出口商用车的独家供货；通过车型切换量产，在东风本田、广汽本田、东风日产、北京现代等主机厂的配套份额得到有效提升；在新能源汽车辅助电池领域，获得大众MEB平台电动车、互联网品牌问界辅助电池的独家供货；实现长安、五菱、吉利车企几款爆款车型和凯迪拉克、零跑首款纯电车型的量产供货；完成了广汽埃安安全系车型切换。

2) **积极跟进项目开发，继续提升高端客户市场份额。**2022年公司完成了62个项目定点，包括上汽大众、一汽红旗、东风日产、长安汽车、中国重汽、吉利等车企新项目，其中获得华晨宝马、斯堪尼亚等高端客户定点；完成本田BEV平台全球项目定点。

3) **紧跟行业发展趋势，积极拓展新能源汽车辅助电池业务。**2022年公司新开发新能源汽车辅助铅酸电池项目12个，主要包括上汽新能源、比亚迪、长安汽车、埃安等车企的电动车辅助电池项目，合创汽车、XEV等造车新势力的低压电池项目，新能源汽车辅助电池销量同比增长270%。

表 11: 骆驼股份收入结构拆分

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
铅酸电池						
收入	84.77	96.32	100.90	131.91	151.62	174.80
增速	9.10%	13.63%	4.75%	30.74%	14.94%	15.28%
成本	65.72	75.00	81.18	102.89	118.27	136.34
毛利	19.05	21.32	19.72	29.02	33.36	38.46
毛利率(%)	22.5%	22.1%	19.5%	22.0%	22.0%	22.0%
再生铅						
收入	10.57	26.30	31.10	32.66	34.29	36.00
增速	-11.03%	148.82%	18.25%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	10.56	26.55	31.73	32.66	33.94	35.64
毛利	0.01	-0.25	-0.62	0.00	0.34	0.36
毛利率(%)	0.1%	-1.0%	-2.0%	0.0%	1.0%	1.0%
锂电池及其他						
收入	1.06	1.42	2.25	2.59	2.98	3.42
增速	60.61%	33.96%	58.45%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	1.09	1.46	2.23	2.64	3.01	3.42
毛利	-0.04	-0.04	0.02	-0.05	-0.03	0.00
毛利率(%)	-3.8%	-2.8%	0.9%	-2.0%	-1.0%	0.0%
合计						
收入	96.40	124.04	134.25	167.16	188.89	214.23
增速	6.83%	28.67%	8.23%	24.51%	13.00%	13.41%
成本	77.37	103.01	115.14	138.19	155.22	175.41
毛利	19.02	21.03	19.11	28.97	33.67	38.82
毛利率(%)	19.73%	16.95%	14.23%	17.33%	17.83%	18.12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

由于公司正处于一个成熟赛道中，费用率波动较小，因此我们根据前几年的数据预测，2023 年公司的管理/研发/销售/财务费用率分别为 3%/1.5%/5%/0%，往后几年基本维持不变。

表 12: 骆驼股份盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
销售收入（亿元）	134.25	167.16	188.89	214.22
毛利率	14.23%	24.51%	13.00%	13.41%
销售费用率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用率	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用率	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
归母净利润（亿元）	4.70	8.95	10.60	13.32
净利率	4%	5%	6%	6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，国信证券经济研究所预测

综上所述，我们小幅下调盈利预测，我们预计 2023/2024/2025 年骆驼股份的销售收入为 167/189/214 亿元，净利润为 8.95/10.60/13.32 亿元（原为 8.98/10.79/13.57 亿元），对应的 EPS 为 0.76/0.90/1.14 元。

盈利预测的敏感性分析

表13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	12,403	13,425	16,881	19,185	21,887
(+/-%)	28.67%	8.24%	25.74%	13.65%	14.08%
净利润(百万元)	832	470	1,705	1,989	2,393
(+/-%)	14.55%	-43.49%	262.82%	16.62%	20.31%
摊薄 EPS	0.71	0.40	1.45	1.70	2.04
中性预测					
营业收入(百万元)	12,403	13,425	16,716	18,889	21,423
(+/-%)	28.67%	8.24%	24.51%	13.00%	13.41%
净利润(百万元)	832	470	895	1,060	1,332
(+/-%)	14.55%	-43.49%	90.45%	18.43%	25.67%
摊薄 EPS(元)	0.71	0.40	0.76	0.90	1.14
悲观的预测					
营业收入(百万元)	12,403	13,425	16,551	18,596	20,965
(+/-%)	28.67%	8.24%	23.29%	12.35%	12.74%
净利润(百万元)	832	470	103	150	286
(+/-%)	14.55%	-43.49%	-78.17%	45.91%	91.36%
摊薄 EPS	0.71	0.40	0.09	0.13	0.24
总股本(百万股)	1,173	1,173	1,173	1,173	1,173

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 11.03-11.25 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表14: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	6.83%	28.67%	8.24%	24.51%	13.00%	13.41%	13.41%	10.00%
营业成本/营业收入	80.27%	83.05%	85.76%	82.67%	82.17%	81.88%	81.88%	81.00%
管理费用/营业收入	3.44%	2.77%	2.57%	4.50%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用/销售收入	5.53%	4.83%	4.80%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
营业税及附加/营业收入	4.04%	3.92%	3.66%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%	4.30%
所得税税率	12.11%	8.11%	4.43%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%
股利分配比率	39.86%	38.09%	74.25%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	5.60%
无风险利率	2.80%	Ka	9.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.24
公司股价(元)	9.27	Ke	10.85%
发行在外股数(百万)	1173	E/(D+E)	88.28%
股票市值(E, 百万元)	10875	D/(D+E)	11.72%
债务总额(D, 百万元)	1444	WACC	10.07%
Kd	4.50%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 11.03-11.25 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，比较适合骆驼股份。

表 16: 骆驼股份 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	571.4	741.7	1,013.7	1,152.1	1,504.6
所得税税率	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%	5.60%
EBIT*(1-所得税税率)	539.4	700.1	956.9	1,087.6	1,420.4
折旧与摊销	376.6	406.7	424.9	441.8	458.4
营运资金的净变动	(884.8)	(506.2)	(602.1)	(673.8)	(564.4)
资本性投资	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)	(250.0)
FCFF	(218.8)	350.6	529.6	605.7	1,064.4
PV(FCFF)	(198.8)	289.4	397.1	412.6	658.7
核心企业价值	13,918.1				
减：净债务	852.0				
股票价值	13,066.1				
每股价值	11.14				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.14	9.7%	9.9%	10.07%	10.3%
永续 增长 率变 化	2.4%	12.41	11.97	11.56	11.17	10.79
	2.2%	12.16	11.74	11.34	10.96	10.60
	2.0%	11.93	11.52	11.14	10.77	10.42
	1.8%	11.71	11.31	10.94	10.59	10.25
	1.6%	11.50	11.12	10.76	10.41	10.09

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：11.45-12.97 元

我们选取了玲珑轮胎(601966.SH)、天能股份(688819.SH)、亿纬锂能(300014.SZ)、珠海冠宇(688772.SH)作为可比公司。玲珑轮胎是国内汽车轮胎龙头企业，汽车轮胎与汽车启动启停电池有很多相似之处，它们都是偏消费品的汽车零部件，借助前装配套市场做品牌、后装替换市场赚利润。天能股份是国内铅酸牵引电池龙头企业，主要为二轮车供应动力电池。珠海冠宇、亿纬锂能则是汽车低压锂电池供应商，在这一赛道与骆驼股份互为竞争对手。

可比公司 2023 年的平均 PE 水平大约为 27 倍，主要是亿纬锂能、珠海冠宇以锂电池为主业，业绩增速相对较快，拉高了平均 PE 水平。结合可比公司的估值水平，我们给予骆驼股份 2023 年 15-17 倍 PE，相较于现在还有 23%-40% 的上涨空间，维

持“买入”评级。

表 18: 可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
		20230531		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601966.SH	玲珑轮胎	21.30	315	0.20	0.93	1.57	107	23	14	买入
688819.SH	天能股份	35.15	342	1.96	2.47	2.99	18	14	12	无评级
688772.SH	珠海冠宇	18.66	209	0.08	0.37	0.98	233	51	19	无评级
300014.SZ	亿纬锂能	64.00	1309	1.72	3.01	4.52	37	21	14	无评级
	平均			0.99	1.69	2.51	99	27	15	
601311.SH	骆驼股份	9.27	108	0.40	0.76	0.90	23	12	10	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司为 Wind 一致预测

投资建议: 小幅调整预测, 维持“买入”评级。

骆驼股份是启动电池龙头企业(2022年OEM市占率49%、AM市占率29%), 布局铅酸电池循环产业链(生产-销售-回收-再制造)和新能源电池循环产业链, 发力于前装、后装、海外三大市场。公司致力于成为全球汽车低压电池全方位解决方案龙头企业, 从铅酸蓄电池、新能源电池、海外市场、创新孵化四维度明确发展目标, 力争到2025年在营收规模上“再造一个骆驼”, 实现营业收入突破200亿的战略目标。

考虑到2023年汽车行业价格竞争激烈, 产业链利润空间收缩, 我们小幅下调盈利预测, 我们预计2023/2024/2025年骆驼股份的销售收入为167/189/214亿元, 净利润为8.95/10.60/13.32亿元(原为8.98/10.79/13.57亿元), 对应的EPS为0.76/0.90/1.14元, 维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 11.03-11.25 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的玲珑轮胎、亿纬锂能、珠海冠宇、天能股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 25%/13%/13%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 17%/18%/18%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司的锂电池业务现阶段尚未实现盈利，未来几年可能会由于业务规模扩大导致亏损增加，影响公司整体的利润水平。

经营风险

后装替换市场开拓不及预期的风险：公司在后装市场的份额提升业绩增长的重要引擎，后装市场依赖渠道下沉、门店铺设与品牌营销，公司的相关工作可能会存在进度较慢、增速较低的风险。

汽车行业竞争加剧的风险：2023 年以来，整车厂面临激烈的市场竞争，不得不采取更激进的定价方式，由此带来的成本压力将不可避免地向上游零部件厂商传导。骆驼股份的铅酸蓄电池产品的供货价格可能会因此收到压制，影响公司的整体盈利能力。

境外经营的风险：公司在马来西亚建有工厂，并计划在美国建设化成工厂，海外的商业环境与法律环境较为复杂，产品出口或在当地销售可能面临一系列税务与安全审查，给公司的业绩增长带来不确定性。

政策风险

公司所处的铅蓄电池行业长期受到政府部门的强力监管，如果监管压力进一步加大，政府对于产线自动化水平、生产工艺、污染排放标准、废旧铅酸蓄电池回收利用的数量等要求进一步提高，可能会给公司带来额外的合规成本，并影响公司的部分产能，降低公司的业绩增速。

技术进步的风险

近年来，有部分高端新能源车型将汽车低压铅酸蓄电池替换为低压锂电池。虽然锂电池在低温性能、成本、稳定性等方面处于劣势，目前未能对汽车低压铅酸蓄电池市场造成明显挤压，但是如果锂电池技术在短期内取得巨大进步，解决了生产成本和低温性能等问题，有可能加速对汽车低压铅酸蓄电池的替代，影响公司的行业地位。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1200	1656	800	850	952	营业收入	12403	13425	16716	18889	21423
应收款项	1440	2019	2061	2329	2641	营业成本	10300	11514	13819	15522	17541
存货净额	2047	2388	3108	3495	3957	营业税金及附加	486	491	719	812	921
其他流动资产	867	700	1672	1889	2142	销售费用	599	645	836	944	1071
流动资产合计	6262	6924	7840	8763	9893	管理费用	363	368	771	869	876
固定资产	3789	3806	3696	3558	3403	研发费用					
无形资产及其他	456	468	450	431	412	财务费用	116	31	72	63	55
投资性房地产	1926	1913	1913	1913	1913	投资收益	85	(6)	40	40	40
长期股权投资	505	392	392	392	392	资产减值及公允价值变动	10	(132)	0	0	0
资产总计	12937	13503	14290	15056	16012	其他收入	295	244	380	370	370
短期借款及交易性金融负债	1181	1723	1231	1117	1000	营业利润	927	484	920	1089	1369
应付款项	960	1098	1360	1529	1731	营业外净收支	(5)	(7)	0	0	0
其他流动负债	933	993	1577	1774	1998	利润总额	922	477	920	1089	1369
流动负债合计	3074	3814	4168	4420	4730	所得税费用	75	21	51	61	77
长期借款及应付债券	732	213	213	213	213	少数股东损益	16	(14)	(27)	(32)	(40)
其他长期负债	351	352	352	352	352	归属于母公司净利润	832	470	895	1060	1332
长期负债合计	1083	565	565	565	565	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4157	4379	4733	4985	5295	净利润	832	470	895	1060	1332
少数股东权益	294	158	144	128	108	资产减值准备	(34)	7	1	(0)	(1)
股东权益	8487	8966	9414	9944	10610	折旧摊销	416	425	377	407	425
负债和股东权益总计	12937	13503	14290	15056	16012	公允价值变动损失	(10)	132	0	0	0
						财务费用	116	31	72	63	55
关键财务与估值指标						营运资本变动	433	(533)	(885)	(506)	(602)
每股收益	0.71	0.40	0.76	0.90	1.14	其它	43	(11)	(15)	(16)	(19)
每股红利	0.27	0.30	0.38	0.45	0.57	经营活动现金流	1681	490	373	945	1135
每股净资产	7.23	7.64	8.02	8.48	9.04	资本开支	0	(295)	(250)	(250)	(250)
ROIC	7%	4%	5%	7%	9%	其它投资现金流	(62)	547	(40)	0	0
ROE	10%	5%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(102)	365	(290)	(250)	(250)
毛利率	17%	14%	17%	18%	18%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	3%	4%	5%	负债净变化	(16)	(519)	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(317)	(349)	(448)	(530)	(666)
收入增长	29%	8%	25%	13%	13%	其它融资现金流	(410)	1338	(492)	(114)	(117)
净利润增长率	15%	-43%	90%	18%	26%	融资活动现金流	(1084)	(398)	(940)	(645)	(783)
资产负债率	34%	34%	34%	34%	34%	现金净变动	495	457	(856)	50	102
息率	2.9%	3.2%	4.1%	4.9%	6.1%	货币资金的期初余额	704	1200	1656	800	850
P/E	13.1	23.1	12.1	10.3	8.2	货币资金的期末余额	1200	1656	800	850	952
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	(13)	(219)	351	530
EV/EBITDA	14.0	18.3	16.5	13.8	11.2	权益自由现金流	0	806	(779)	177	361

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032