

天能股份 (688819.SH)

买入(首次评级)

当前价格: 33.77 元
 目标价格: 45.68 元

铅酸电池龙头，铅炭及锂电储能大有可为

投资要点:

➤ **铅蓄电池龙头企业，渠道、产能优势地位稳固。**铅蓄电池性能适配电动二轮车所要求的安全性、保障性、经济性，难以被锂电替代。随着22年国内临时牌照过渡期结束，电动二轮车迎来新车换购热潮，销量提升+存量替换保障市场稳步增长。天能股份是铅酸电池龙头企业，和超威集团的市场占有率之和约85%，行业呈双寡头格局。公司二轮车电池主要采用经销模式，已建成覆盖全国32个省、自治区、直辖市的超过3,000个经销商的营销及售后一体化网络，渠道优势显著。此外，公司坐拥全国最大的铅蓄电池产能，龙头地位稳固。

➤ **铅炭储能项目多地开花，有望打开储能市场新局面。**铅炭电池的安全性远高于锂电池，而原材料价格远低于锂电池。2021年以来，国家多次发布政策强调储能安全性，铅炭储能前景乐观。公司与太湖能谷等能源公司深度合作，签订3年出货30GWh铅炭电池的框架协议，而铅炭储能项目22年至今已落地多个项目，未来发展可期。

➤ **加速扩张锂电及储能产能，积极拓展钠、氢新型电池研发。**公司积极布局新型材料电池研发，目前包括锂电、氢能、钠电和储能等业务。公司2010年左右启动锂离子电池技术研发生产，2019年与帅福得合作加速扩张锂电业务增加技术储备，现在已建立起铅蓄和锂离子电池协同带动其他新材料电池发展的业务产品体系，并大举加码锂电储能产能，有望成为国内锂电储能生力军。此外，公司在钠离子电池、氢燃料电池亦有深度布局。

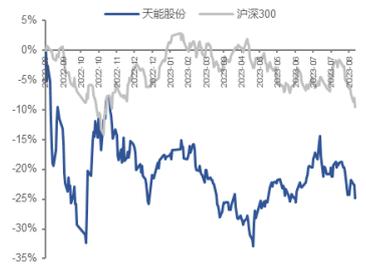
➤ **盈利预测与投资建议：**预计2023-2025年公司的营业收入分别为529.25、629.53、702.00亿元，分别同比增长26.37%、18.95%、11.51%；2023-2025年归母净利润分别为24.67、29.77、34.28亿元，分别同比增长29.29%、20.67%、15.14%。预计2023-2025年EPS分别为2.54、3.06、3.53元，对应PE分别为13.31、11.03、9.58倍。目标价45.68元（23年18倍PE），首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**铅蓄电池被替代的风险；产能释放不及预期的风险；锂电原材料价格大幅波动的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息之后或更新不及时的风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	972/131
总市值/流通市值 (百万元)	32828/4420
每股净资产 (元)	14.11
资产负债率 (%)	56.53
一年内最高/最低 (元)	45.7/30.7

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊
 执业证书编号: S0210523030001
 邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

研究助理 陈若西
 邮箱: crx30052@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	38,716	41,882	52,925	62,953	70,200
增长率	10%	8%	26%	19%	12%
净利润 (百万元)	1,369	1,908	2,467	2,977	3,428
增长率	-40%	39%	29%	21%	15%
EPS (元/股)	1.41	1.96	2.54	3.06	3.53
市盈率 (P/E)	23.97	17.20	13.31	11.03	9.58
市净率 (P/B)	2.68	2.40	2.12	1.80	1.54

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键变量

公司历史产销量稳定增长，我们假设公司 2023-2025 年铅酸电池销量增速分别为 10.00%、9.50%、8.50%，分别为 11052.58、12102.57、13131.29 万 kWh，单价保持为 0.38 元/kWh。公司铅炭储能项目逐步落地，假设公司 2023-2025 年销量分别为 5.00、10.00、15.00GWh，单价为 0.35 元/Wh。预测公司 2023-2025 年铅蓄业务收入分别为 437.50、494.90、551.49 亿元。鉴于铅蓄电池技术较为成熟，铅价较为稳定，公司作为龙头公司议价能力较强，因此假设毛利率稳定在 20.00%。

预测公司 2023-2025 年锂电池销量分别为 5.50、10.50、13.00GWh，锂电池业务整体收入分别为 51.75、94.63、110.50 亿元。预测锂电池业务毛利率随产能利用率增加和规模优势显现而呈上升趋势，2023-2025 年分别为 8.11%、11.97%、14.02%。

我们区别于市场的观点

市场认为锂电池在电动二轮车领域将取代铅蓄电池，我们认为铅蓄电池具有更高的安全性和经济性，且后运维服务体系完善，与电动二轮车的应用场景匹配，不会被锂电池完全取代。未来电动二轮车市场将会是铅蓄电池与锂电池并存的市场，铅蓄电池面向规模更大、可靠性要求更高的大众市场，锂电池面向性能要求更高的细分市场。

股价上涨的催化因素

铅炭储能项目装机超预期；锂电储能出货量超预期。

估值和目标价格

预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 529.25、629.53、702.00 亿元，分别同比增长 26.37%、18.95%、11.51%；2023-2025 年归母净利润分别为 24.67、29.77、34.28 亿元，分别同比增长 29.29%、20.67%、15.14%。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.54、3.06、3.53 元，对应 PE 分别为 13.31、11.03、9.58 倍。我们选取从事铅蓄电池、锂电池和储能业务的南都能源、亿纬锂能、阳光电源 3 家公司作为可比公司，2023-2025 年，可比公司 PE 估值的平均值分别为 17.82、12.39、9.39 倍，高于公司估值。对标可比公司平均水平给予 23 年 18 倍估值，目标价 45.68 元。

投资风险

铅蓄电池被替代的风险；产能释放不及预期的风险；锂电原材料价格大幅波动的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息之后或更新不及时的风险。

正文目录

1	多品类电池研发、生产、销售一体化领先企业	5
1.1	专研电池行业 35 余年，领军国内绿色能源发展	5
1.2	主业稳定增长，积极探索前沿技术	7
2	铅蓄电动二轮龙头地位稳固，贡献稳增长现金流	9
2.1	铅蓄电池未来有望保持主力地位，换购潮下置换需求继续释放	9
2.2	渠道、格局、产能占尽优势，公司龙头地位持续稳固	14
3	铅炭储能大有可为，锂电、新型电池蓄势待发	15
3.1	铅炭储能电池性能有所延展，国家政策下安全保障需求激增	15
3.2	大举提升锂电产能，积极扩展国内外市场	18
3.3	新型材料电池多技术布局，一体多翼新能源业务发展	20
4	盈利预测和投资建议：给予公司“买入”评级	21
5	风险提示	23
	图表 1：公司发展历程	5
	图表 2：公司主营业务	6
	图表 3：公司主营业务	6
	图表 4：公司股权结构（截至 2023Q1）	7
	图表 5：公司 2017-2022 营业收入（亿元）	7
	图表 6：公司 2017-2022 归母净利润（亿元）	7
	图表 7：公司各业务板块收入和毛利率情况	8
	图表 8：公司 2017-2022 毛利率和净利率情况（%）	8
	图表 9：公司 2017-2022 期间费用率情况（%）	8
	图表 10：公司 2017-2022 研发费用情况	9
	图表 11：公司 2017-2022 年负债情况（%）	9
	图表 12：公司 2017-2022 年经营性现金流情况	9
	图表 13：消费者选择电动车的考虑因素	10
	图表 14：再生铅技术的经济性对比	11
	图表 15：再生铅技术的环保性对比	11
	图表 16：2019 年全球主要国家再生铅产量占铅总量比重情况对比	12
	图表 17：铅蓄电池和锂离子电池性能对比	13
	图表 18：2017-2022 公司铅蓄电池和锂电池平均原材料成本	13
	图表 19：公司 2017-2020H1 铅蓄原材料成本构成	13
	图表 20：2016-2022 中国锂电两轮电动车销量和渗透率	13
	图表 21：2012-2022E 中国两轮电动车产量和销量	14
	图表 22：2016-2022 中国两轮电动车保有量	14
	图表 23：公司和超威集团 2017-2022 铅蓄电池业务收入	15
	图表 24：公司 2017-2022 铅蓄电池出货量和产量	15
	图表 25：公司 2017-2019 铅蓄电池产能	15
	图表 26：铅碳电池反应原理	16
	图表 27：国家储能安全政策具体要求	17
	图表 28：部分国内公开铅炭储能项目	18
	图表 29：公司 2017-2022 锂电出货量和产量	19
	图表 30：公司 2017-2022 年锂电收入和同比	19
	图表 31：公司锂电扩产项目情况	19
	图表 32：公司储能合作项目情况	20

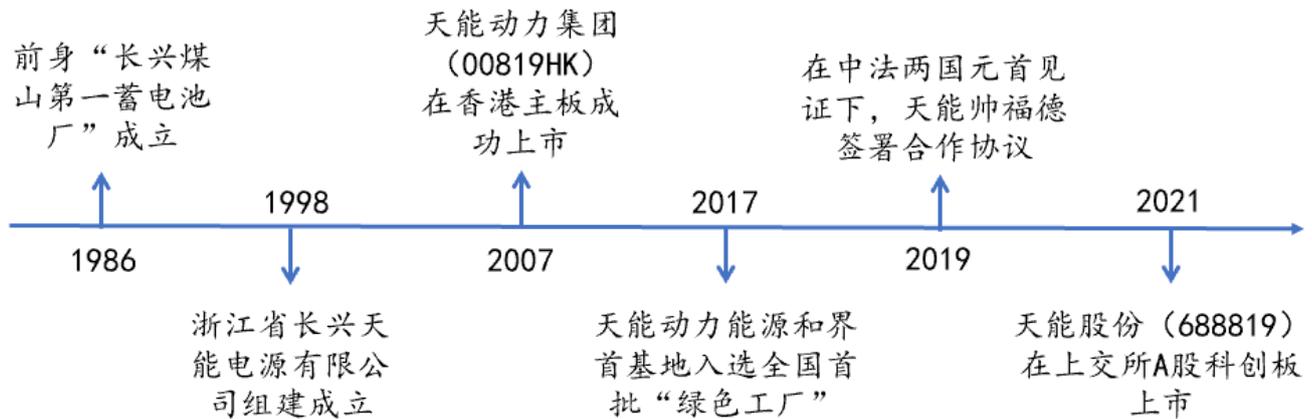
图表 33: 钠离子电池和锂离子当前性能比较.....	21
图表 34: 天能股份收入和毛利率预测 (亿元)	22
图表 35: 天能股份可比公司情况.....	23
图表 36: 财务预测摘要	24

1 多品类电池研发、生产、销售一体化领先企业

1.1 专研电池行业 35 余年，领军国内绿色能源发展

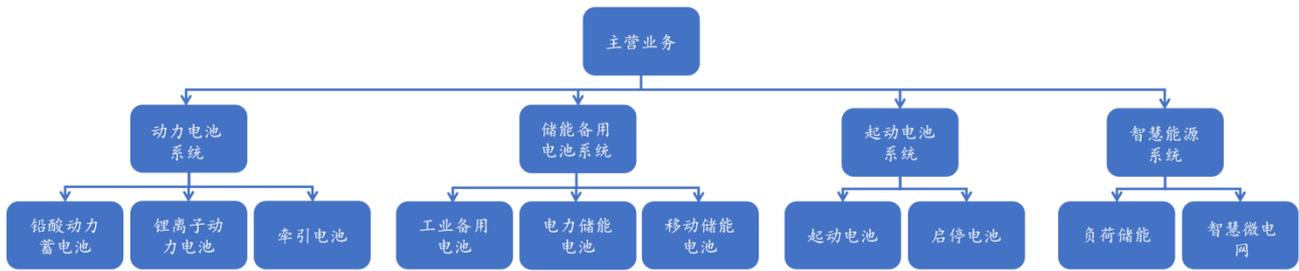
天能股份是国内一家以电动车动力电池业务为主的制造商，前身“长兴煤山第一蓄电池厂”于 1986 年成立于“中国绿色动力能源中心”浙江长兴，2021 年公司在上交所 A 股科创板上市。公司作为铅酸电池龙头企业，和超威集团在铅酸动力电池市场占有率约 85%，呈行业双寡头格局。此外，公司致力于成为全球领先的绿色能源解决方案商，保持技术研发体系优势，形成了“总部研究部+事业部技术中心+生产基地技术部”的三级研发架构。根据公司公告，截至 2022 年 H1，公司拥有专利 3382 项，其中发明专利 660 项。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司的电池业务应用领域广泛。公司的业务范围覆盖动力电池、储能电池、启动启停电池等多品类电池的研发、生产、销售。动力电池包括铅酸动力蓄电池、牵引用铅酸蓄电池和锂离子电池，应用领域在电动轻型车、新能源电动汽车和电动特种车；储能电池包括工业备用电池、电力储能电池和移动储能电池，应用领域在全球通信、铁路、UPS、数码和消费类产品等；启动电池和启停电池主要应用领域在汽车。

图表 2：公司主营业务


数据来源：公司官网，华福证券研究所

铅蓄业务为基本盘，锂电技术储备较厚。铅酸业务是公司的传统业务和发展后盾，自 1986 年公司成立以来经历了三次铅蓄动力电池的技术改革响应低碳发展。近年来为了适应电池行业的能源变革期，公司开始积极布局新型材料电池研发，目前包括锂电、氢能、钠电和储能等业务，现已建立起铅蓄和锂离子电池协同带动其他新材料电池发展的业务产品体系。

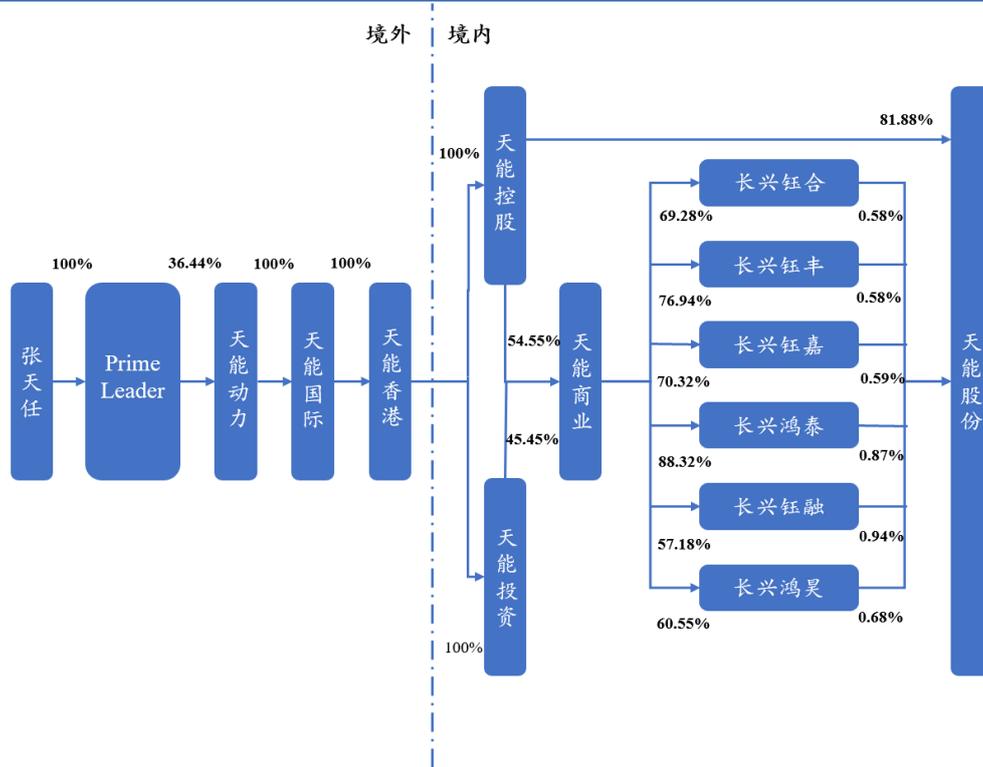
图表 3：公司主营业务

公司业务	业务产品	应用领域
动力电池	铅蓄电池	电动自行车，电动三轮车，电动汽车
	锂离子电池	电动自行车，电动汽车
	特种动力电池	电动叉车，电动三轮车，电动游览车
	工业备用电池	通信，数据中心，应急电源，日常工具
储能/3C 电池	电力储能电池	消费类产品，灯光系统，户外一体化基站，无空调通信机房，混合储能系统，交通大型开关电源，不间断电源（UPS）系统，新能源储能，通信基站，变电厂，核电站
	移动储能电池	手机，笔记本电脑，充电宝，平板，相机，蓝牙耳机
起停启停	起动力电池	汽车起停，摩托车起停，船舶起停，内燃机车起停
	启停电池	起停汽车系统
	户用并离网储能系统	家庭负载，蓄电池，国网电网
能源系统解决方案	户用离网储能系统	负载使用
	户用并网系统	负载使用，公网
	智能微电网能源系统	削峰填谷、调频、独立供电运行
	复合储能系统	削峰填谷模式，调频模式

数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权较为集中。截至 2023 年 Q1，公司的最大股东是天能控股集团有限公司，持股比例 81.88%。香港上市公司天能动力间接通过天能投资、天能控股和天能商业持有天能股份 86.12% 股份，张天任先生直接控股 Prime Leader 100% 股份、间接持有天能动力 36.44% 股权，为天能股份实际控制人。

图表 4：公司股权结构（截至 2023Q1）

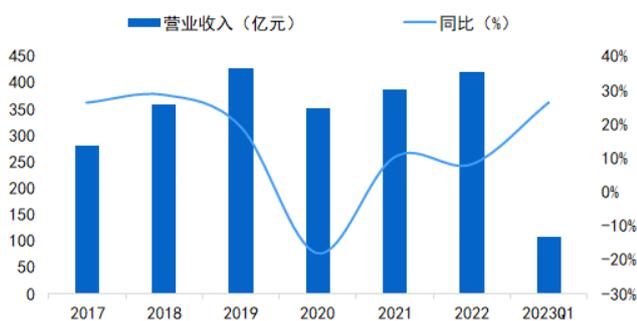


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 主业稳定增长，积极探索前沿技术

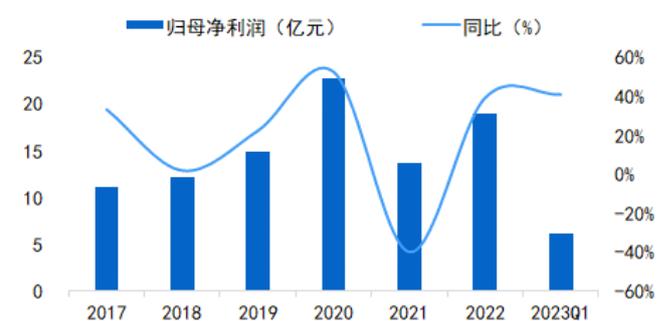
公司收入保持提升，盈利恢复增长。2020 年受疫情对国内经济冲击的影响，公司主动控制贸易规模导致营业收入下降。2021 年公司实现营业收入 387.16 亿元，同比增长 10.30%；净利润为 13.69 亿元，同比下降 39.94%，原因系报告期内公司主要产品原辅材料大幅上涨导致营业成本增加。2022 年公司实现营业收入 418.82 亿元，同比增长 8.18%；归母净利润为 19.08 亿元，同比增长 39.35%，公司收入和业绩增长的原因主要系公司有效应对原材料涨价及锂电储能业务发展带动增长。2023Q1 公司实现营业收入 107.52 亿元，同比增长 26.23%；归母净利润为 6.18 亿元，同比增长 41.10%，主要系毛利率同比提升 2.09pct。

图表 5：公司 2017-2022 营业收入（亿元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

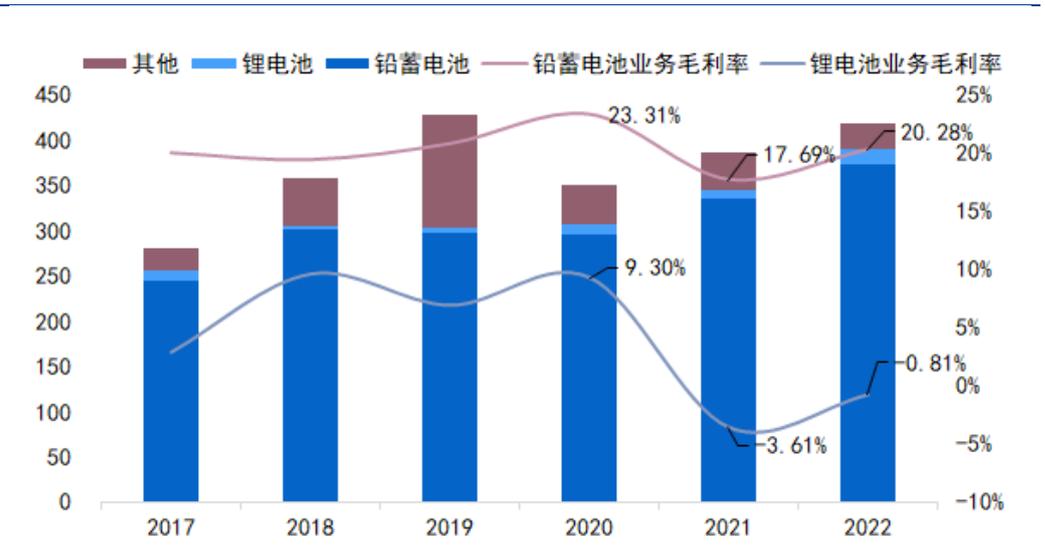
图表 6：公司 2017-2022 归母净利润（亿元）



数据来源：WIND，华福证券研究所

铅蓄业务稳中精进，锂电业务翻倍增长。截至 2022 年，铅蓄电池和锂离子电池是公司主要收入来源。2022 年铅蓄电池业务收入 373.97 亿元，占比 89.29%；锂电池业务收入 16.44 亿元，占比 3.92%，同比增长 64.93%。2022 年铅蓄电池业务板块受益于营收规模增长，下游电动轻型车整车市场迅速整合，以及 2021 年第四季度公司针对辅材价格上涨的定价机制调整，毛利率水平回升至 20.28%。锂电池业务随着公司产能释放和研发投入呈快速增长趋势，收入和业绩规模实现翻倍。

图表 7：公司各业务板块收入和毛利率情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

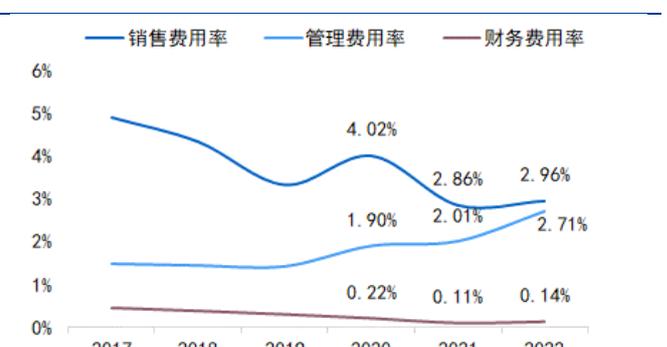
毛利率实现回升，管理费用率有所增长。2021 年公司毛利率 15.58%，同比下降 4.63pct，主要受铅蓄业务毛利率下降影响。2022 年公司毛利率回升至 18.56%；期间费用率中，管理费用率保持波动上涨，2022 年为 2.71%，同比增长 0.70pct，销售费用率和财务费用率则整体呈下行态势。

图表 8：公司 2017-2022 毛利率和净利率情况 (%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：公司 2017-2022 期间费用率情况 (%)

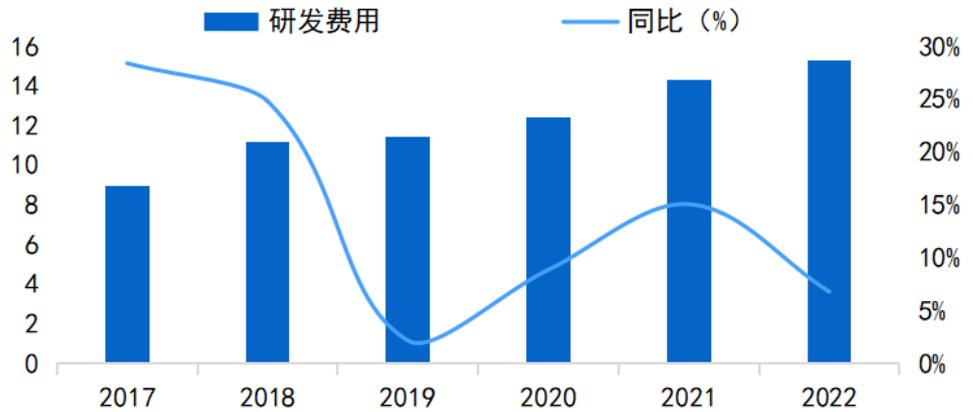


数据来源：Wind，华福证券研究所

公司研发费用持续增长，投入规模显著高于同行。2017-2022 年，公司研发费用从 8.95 亿元增至 15.26 亿元，CAGR 为 11.26%。2022 年，研发费用率为 3.64%，

同比增长-0.05pct。公司研发投入规模持续稳定增长，体现公司高度重视科研工作，持续加大整体研发投入，旨在增强公司技术创新能力，坚定将科技创新作为公司持续发展的重要手段和核心竞争力。

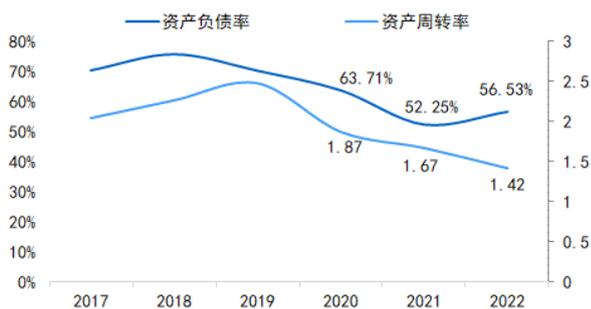
图表 10：公司 2017-2022 研发费用情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

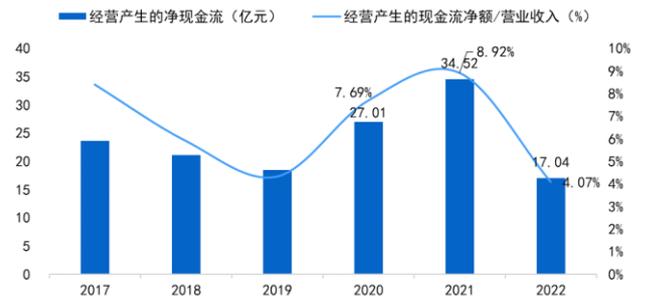
资产负债率有所回升，资产周转率略有下降。2017-2021 年间，公司资产负债率有一定优化趋势，从 70.44%降至 52.25%，2022 年底，公司资产负债率回升至 56.53%。公司经营产生的净现金流保持为正，行业地位显著，回款情况良好。

图表 11：公司 2017-2022 年负债情况 (%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 12：公司 2017-2022 年经营性现金流情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

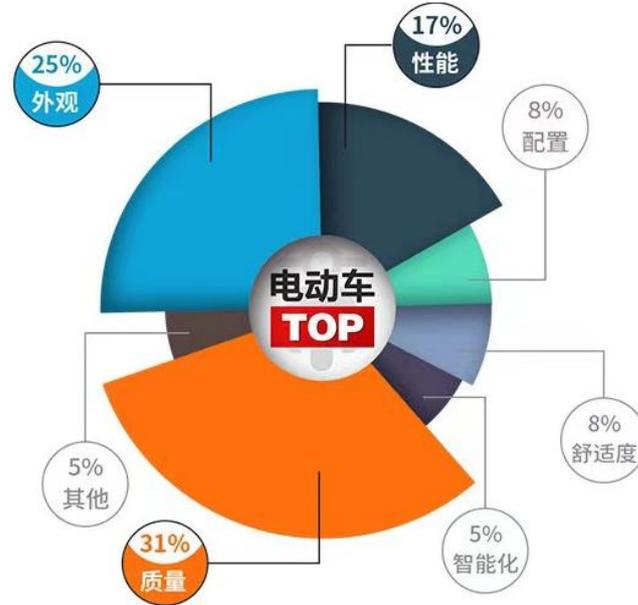
2 铅蓄电动二轮龙头地位稳固，贡献稳增长现金流

2.1 铅蓄电池未来有望保持主力地位，换购潮下置换需求继续释放

铅蓄电池特性适配电动二轮车场景，未来仍将主导市场。电动二轮车应用场景主要为上下班、单人接送等短程通勤，消费者对续航等性能要求偏低，而更注重安全性、保障性、经济性。据广东省电动车商会调研，31%的消费者将质量作为首选标准，仅有 17%的消费者将性能放在首位。铅蓄电池的物理特性与用户需求完美适配，不会轻

易被锂电取代。我们认为未来电动二轮车市场将会是铅蓄电池与锂电池并存，铅蓄面向规模更大、可靠性要求更高的大众市场，锂电池面向性能要求更高的细分市场。

图表 13：消费者选择电动车的考虑因素



数据来源：广东省电动车商会，华福证券研究所

1) 安全性：铅蓄电池化学成分稳定，锂电池起火事件频发。铅酸电池由铅和铅的氧化物组成，电解液主要成分是硫酸，无易燃物质。而锂金属化学性质活泼，短路后会导致内部温度升高，电解液气化，从而导致外壳膨胀，甚至爆炸燃烧。整理近期发生的锂电池起火事件：5月22日，四川省西昌市某住户为电动自行车锂电池充电，发生起火事故；8月20日，南京市一辆城际公交车在行驶过程中起火，初步调查起火原因为一乘客携带的锂电池电瓶自燃。两起事件均为锂电池起火。锂电池仍有安全隐患，铅蓄电池是户用二轮车的更优选择。

2) 再生性：再生铅产业发展完善，铅蓄电池支持“以旧换新”。再生铅工艺主要有火法和湿法，湿法环境效益更好、回收率更高，但化学试剂的高成本拉低项目经济性，因此当前国内再生铅工艺还是以火法为主。根据中国有色金属报道，与原生铅生产相比，每吨再生铅可节省标煤659公斤，节水235立方，减少固废排放128吨，二氧化硫排放0.03吨，带来显著的环境效益。当前湿法中的硫酸亚铁-氢氧化钠法和亚硝酸钠-碳酸氢铵法虽还未规模化应用，但环境和经济优势明显，随着工艺从高温熔炼向低温熔炼、免冶炼技术的迭代创新，再生铅的经济性和环保性有望进一步提升。

图表 14：再生铅技术的经济性对比

工艺类型	铅膏回收技术	铅回收率 /%	吨铅能耗（标煤） /kg	副产物	吨铅回收成本 /元	
火法	直接高温熔炼	回转炉熔炼-烟气钙法脱硫	>98	<180	硫酸钙	1100~1300
		侧吹炉熔炼-烟气制酸		<140	硫酸	600~700
	预脱硫-低温熔炼 (回转炉)	钠法预脱硫		<130	硫酸钠	1100~1300
		间接钙法预脱硫	>98.5	<130	硫酸钙	900~1100
	铵法预脱硫		<130	硫酸铵	700~800	
湿法	电化学转化法	电沉积	>98	<100	硫酸钠	1200~1400
		固相电解	>95	<120	硫酸钠	1300~1500
	典型化学转化法	过氧化氢-柠檬酸钠法	>99		硫酸钠	>2000
		硫酸亚铁-氢氧化钠法	>99.5	<50	硫酸钠	900~1000
		亚硝酸钠-碳酸氢铵法	>99.5		硫酸铵	650~800

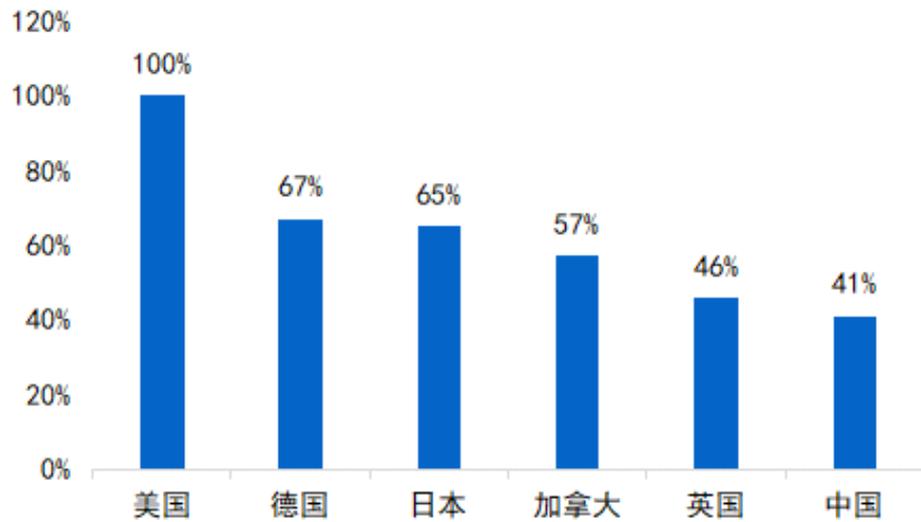
数据来源：张俊丰等《废铅酸蓄电池资源回收行业技术与发展》，华福证券研究所

图表 15：再生铅技术的环保性对比

工艺类型	废铅膏回收技术	铅尘/g	SO ₂ /g	NO _x /g	二噁英 /mgTEQ	酸雾或碱雾 /g	CO ₂ /kg	
火法	直接高温熔炼	排放量	8~10	700~800	900~1000	0.20~0.25	—	450~550
	预脱硫-低温熔炼	排放量	3~5	200~300	500~600	0.05~0.08	—	300~350
		较高温熔炼工艺下降率	50%~60%	65%~75%	40%~50%	70%~80%	—	35%~45%
湿法	电化学转化法	排放量	1~2	0	0	0	50~100	<60
		较低温熔炼工艺下降率	70%~80%	100%	100%	100%	—	>80%
	化学转化法	排放量	<0.1	0	0	0	—	<60
	较低温熔炼工艺下降率	>90%	100%	100%	100%	—	>80%	

数据来源：张俊丰等《废铅酸蓄电池资源回收行业技术与发展》，华福证券研究所

据观研天下统计，19 年我国再生铅产量占比为 41%，2021 年提升至 49.7%，但仍然低于美国、德国、日本、加拿大 2019 年的水平，仍有广阔发展空间。根据工信部的《“十四五”工业绿色发展规划》，预计至 2025 年，我国再生铅将达到 290 万吨。再生铅行业发展带动铅蓄电池回收体系完善，以北京为例，市民可以在任意销售或维修门店“以旧换新”，或交给专门的收集废铅蓄电池的网点，废铅蓄电池的质保和弃置得到充分保障。

图表 16：2019 年全球主要国家再生铅产量占铅总量比重情况对比


数据来源：观研天下，华福证券研究所

锂电池回收工艺仍有缺陷，回收体系不完善。锂电池回收方式包括梯次利用和拆解回收，其中梯次利用涉及电池的检测、筛选、重组，有较高技术难度，并且梯次利用的安全、循环寿命和再利用价值较难得到保证。拆解回收是指将电池拆解以提取锂、钴、镍元素，不同于传统铅酸电池的简单回收利用方式，锂离子电池的拆解回收利用工艺相对复杂，不当拆解会导致安全、环境与资源等多方面问题，如存在钴、镍等重金属污染、氟污染和电池隔膜造成的白色污染。且在碳酸锂价格下跌背景下，其发展或将承压。当前锂电池仍未建立起有效的回收机制，不支持“以旧换新”，后运维服务市场不够完善。

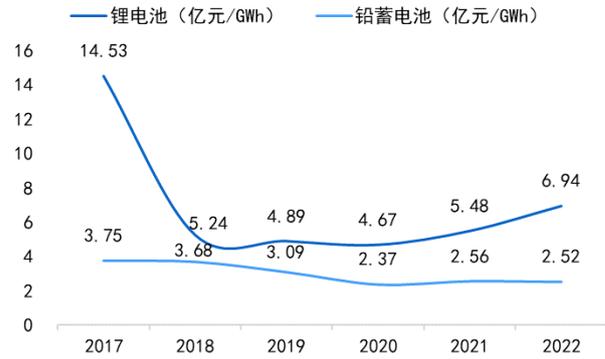
3) 经济性：铅为主要原材料，价格优势显著。铅蓄电池主要原材料为铅及铅制品，辅材系电解质硫酸溶液、塑料件和极板等。截至 2020 年 H1，公司铅蓄电池原材料采购中，铅采购价为 67.43 亿，占比 60.93%。根据公司公告数据，2017-2018 年公司锂电池平均原材料成本有较大下滑，2019-2022 年保持上涨趋势，截至 2022 年，公司锂电池平均成本为 6.94 亿元/GWh，约为公司铅蓄电池平均成本 2.75 倍（2.52 亿元/GWh）。高昂的锂电池成本直接增加了两轮电动车企业的电动车成本，影响消费者决策。除了直接材料成本方面，铅蓄电池的“以旧换新”服务降低后期保养成本，进一步加大经济性优势。

图表 17: 铅蓄电池和锂离子电池性能对比

性能参数	铅蓄电池	锂离子电池
能量密度	28-40Wh/kg	120-180Wh/kg
采购价格	0.3-0.4 元/Wh	0.8-1.2 元/Wh
循环寿命	较短	较长
安全性	高	一般
回收利用率	高	低
温度适应性	宽	一般
重量	较重	较轻

数据来源: 公司公告, 博立威公司公告, 华福证券研究所

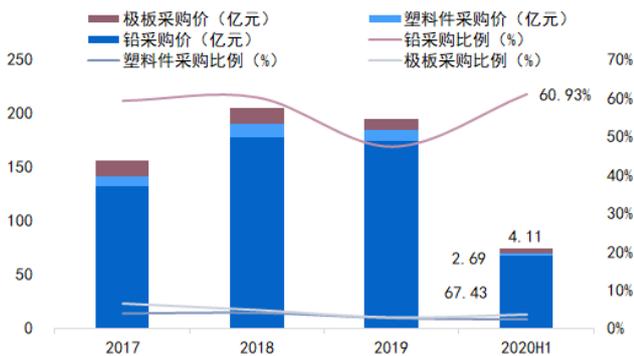
图表 18: 2017-2022 公司铅蓄电池和锂电池平均原材料成本



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

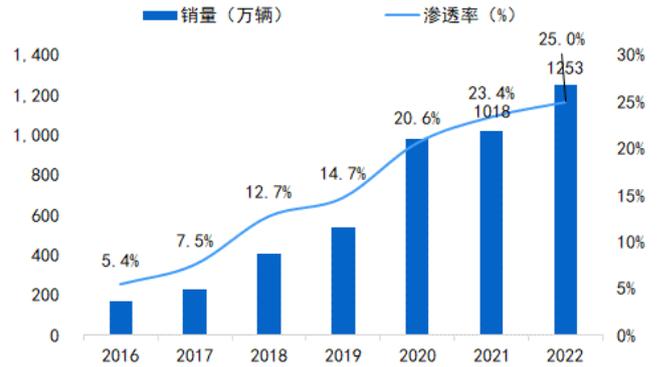
对比之下, 锂电池更适合电动汽车, 两轮车锂电化不及预期。根据《铅酸电池现状及发展》和公司公告的数据, 锂离子电池主要优势在于电池能量密度偏高、循环寿命长, 但在生产成本、回收利用率和安全性上并不占优, 更适合电动汽车应用。根据 GGII 数据, 2022 年中国电动两轮车及平衡车用锂电池出货量为 18.6GWh, 同比下滑 7.0%, 主要是原材料成本上涨和以锂电为主的共享电单车推广遭受政策阻力。根据艾瑞咨询, 2022 年锂电两轮车的渗透率为 25.0%, 低于预期 (27.3%)。鉴于铅蓄电池在性价比和安全性方面的优越性显著, 中期内我们认为铅蓄电池在两轮车市场的主体地位不会改变。

图表 19: 公司 2017-2020H1 铅蓄原材料成本构成



数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

图表 20: 2016-2022 中国锂电两轮电动车销量和渗透率



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

两轮车保有量持续增加, 超标车换购潮有望到来。2019 年 4 月, 电动自行车《新国标》的正式实施促进了中国电动二轮车行业供给侧结构性改革, 产业集中度提升带动产品价值提高。2022 年国内大量城市政策实施临时牌照过渡期结束, 电动二轮车迎来新车换购热潮。根据艾瑞咨询发布的《2023 年中国两轮电动车行业白皮书》, 2022 年, 中国电动两轮车销量 5010 万辆, 同比增加 15.17%, 远超预期 (4500 万辆); 预计 2023 年全年销量将达到 5400 万辆, 同比增长 7.78%。根据中

国自行车协会数据，2019年新国标执行时，国内两轮电动车保有量3亿辆，其中大部分属于超标车，2023年超标车换购大潮或将延续，置换需求继续释放。

图表 21：2012-2022E 中国两轮电动车产量和销量



数据来源：EVTank，艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 22：2016-2022 中国两轮电动车保有量

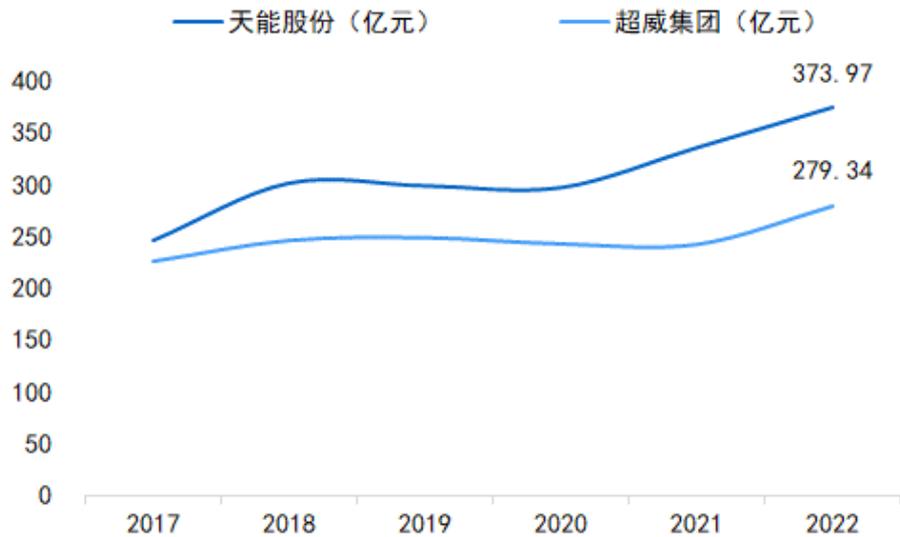


数据来源：中国自行车协会，中国产业研究院，华福证券研究所

2.2 渠道、格局、产能占尽优势，公司龙头地位持续稳固

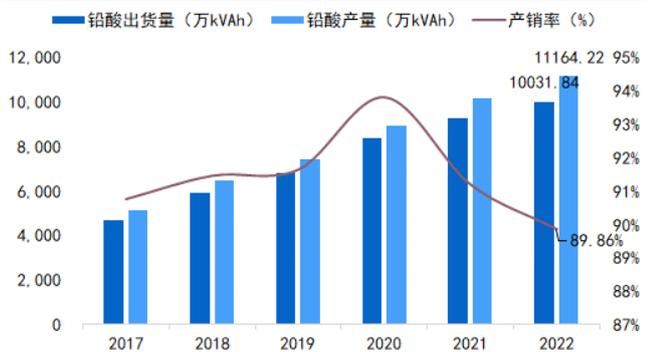
存量替换市场可观，渠道优势为铅蓄业务保驾护航。公司铅酸动力电池业务中，70%-80%的营收来自于存量替换市场，20-30%的营收来自于一级整车市场。一级市场方面，公司与爱玛、雅迪、新日、小牛等国内主流整车厂商均建立了稳定的合作关系。在存量替换市场方面，公司主要采用经销模式，已建成覆盖全国32个省、自治区、直辖市的超过3,000个经销商的营销及售后一体化网络，并借助该网络链接数十万家终端网点。铅酸电池二轮车通常2-3年需要更换电池，终端网点是触及消费者的重要抓手，公司的渠道优势为铅蓄业务提供了有力的保障。

浙江湖州双龙头企业，铅蓄电池市场良性竞争。公司和超威集团均为浙江省长兴县的龙头动力电池企业，铅蓄电池的起步并推动电动车产业化发展与之有着密切关联。随着近年来大部分二三线品牌退出市场，公司和超威形成铅蓄电池行业双寡头格局。较公司的多元电池材料发展战略，超威集团的主要产品为电动两轮车用铅蓄电池，集中度较高且产品较为单一化。截至2022年，公司铅蓄电池业务收入为373.97亿，同比增长11.62%；超威集团铅蓄电池业务收入为279.34亿，同比增长15.31%。

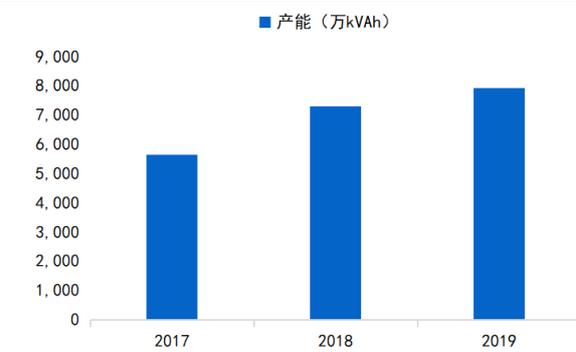
图表 23：公司和超威集团 2017-2022 铅蓄电池业务收入


数据来源：Wind，华福证券研究所

产能优势明显，出货量稳步增长。公司已在浙、苏、皖、豫、黔五省建成十大生产基地，2022年，公司铅蓄产量和出货量分别为11164.22万kVAh和10031.84kVAh，同比增长9.90%和8.28%。2017-2022年公司铅蓄产量和出货量均持续增长，产销率始终保持在90%以上，业务表现优异。

图表 24：公司 2017-2022 铅蓄电池出货量和产量


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：公司 2017-2019 铅蓄电池产能


数据来源：公司公告，华福证券研究所

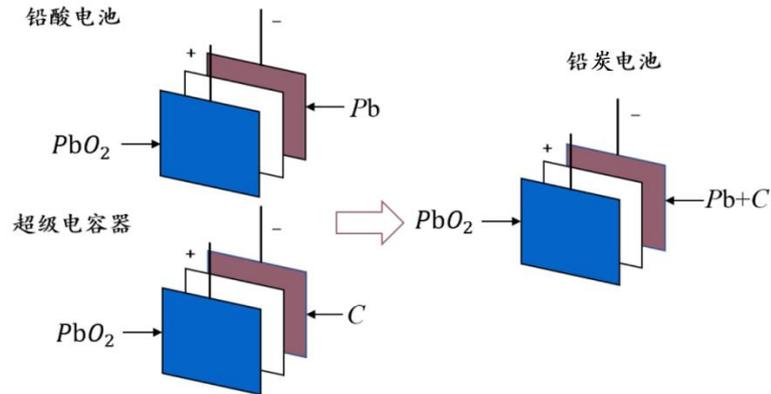
3 铅炭储能大有可为，锂电、新型电池蓄势待发

3.1 铅炭储能电池性能有所延展，国家政策下安全保障需求激增

铅炭电池：兼具高功率、大容量，充放电性能良好。铅炭电池是铅酸电池和超级电容器并联形成的新型储能装置。传统铅酸电池由一块二氧化铅正极板和一块海绵状铅负极板构成，极板涂有很多活性物质，在反应过程中容易形成硫酸盐沉积物，脱落聚集在电极表面，限制铅酸电池循环寿命。为提高铅酸电池使用寿命，铅炭电

池应运而生。铅炭电池负极板混合有活性炭，能够有效抑制放电过程中负极板表面硫酸盐的不均匀分布，同时利用脉冲减慢沉积物沉淀周期，从而延长使用寿命。

图表 26：铅碳电池反应原理



数据来源：清华大学能源互联网创新研究院，华福证券研究所

循环寿命达 4000 次，成本具备显著优势。与锂电池相比，铅炭电池在循环次数、使用寿命中不存在优势，但也没有形成明显差距。根据昆工科技，铅炭电池在 70% 部分荷电状态下循环寿命大于 4000 次。铅炭电池具有明显成本优势，根据太湖能谷信息，其铅炭电池储能系统全生命周期度电成本在 0.25 元左右，且有清晰的降本路径；而根据文军等《储能技术全生命周期度电成本分析》，不考虑充电成本且折现率为 0 时，磷酸铁锂储能度电成本为 0.68 元，铅炭度电成本显著低于磷酸铁锂。

储能安全需求提高，铅炭电池迎来发展机遇。2012 年至今，国内外发生多起电化学储能电站事故，造成严重损失。截至 2022 年 8 月，全国电化学储能项目非计划停机达 300 余次。2021 年以来，国家多次发布政策强调储能安全，安全问题将成为电化学储能健康发展的关键因素。铅炭电池不含有易燃物，能量密度低，不易燃烧，安全性高的铅炭电池有望迎来发展机遇。

图表 27：国家储能安全政策具体要求

时间	政策文件	来源	主要内容
2021 年 7 月 23 日	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	国家发展改革委、国家能源局	推动建立安全技术标准及管理体系，强化消防安全管理，严守安全底线。推动建立储能设备制造、建设安装、运行监测等环节的安全标准及管理体系。
2021 年 11 月 30 日	《电化学储能电站安全风险隐患专项整治工作方案》	国务院安委会	从电池本体、电池管理系统、储能系统、储能场所、安防设施、应急处置、建设安装和运维管理等方面开展电化学储能电站安全风险隐患专项整治工作。
2022 年 1 月 26 日	《电力安全生产“十四五”行动计划》	国家能源局	完善新能源发电安全技术标准体系，加强新能源和储能电站发电并网安全管理，强化抽水蓄能电站建设运行安全监管，提升新能源发电运行安全水平。
2022 年 1 月 29 日	《“十四五”新型储能发展实施方案》	国家发展改革委、国家能源局	加强新型储能安全风险防范，明确新型储能产业链各环节安全责任主体，建立健全新型储能技术标准、管理、监测、评估体系，保障新型储能项目建设运行的全过程安全。
2022 年 4 月 26 日	《国家能源局综合司关于加强电化学储能电站安全管理的通知》	国家能源局	重视并进一步加强电化学储能电站安全管理，做好电化学储能电站设备选型，严格电化学储能电站施工、并网验收，加强电化学储能电站运行维护安全管理，提升电化学储能电站应急消防处置能力。
2022 年 5 月 23 日	《全国电力安全生产大检查工作方案》	国家能源局	要求电力企业将电化学储能电站纳入企业安全生产工作体系，加强储能电站规划设计、设备选型、竣工验收、并网接入等多环节的安全管理，并增强储能电站应急消防处置能力，杜绝电站异常危及电力系统运行安全情况发生。
2023 年 3 月 9 日	《防止电力生产事故的二十五项重点要求（2023 版）》	国家能源局	中大型电化学储能电站不得选用三元锂电池、钠硫电池，不宜选用梯次利用动力电池。

数据来源：中国政府网，国家能源局，北极星储能网，华福证券研究所

铅炭储能项目多地开花，携手太湖能谷拟合作 30GWh 项目。公司于 2020 年供应国内首座铅炭电网侧储能电站 24MWh 电池，项目运行稳定。之后，公司与大型能源企业、地方政府展开积极合作。其中，太湖能谷为公司重要合作方，是一家成立于 2016 年的能源互联网公司，专注于打造智慧能源互联网平台，同时促进传统铅酸蓄电池制造业的转型升级。太湖能谷已与国家电投浙江分公司、吉电股份、国家电网、南方电网等国家队签订战略合作协议。2022 年末，公司与太湖能谷在多个项目展开深度合作，包括：

1) “和平共储”项目：2022 年 3 月，公司和国家电投联手打造湖州综合智慧零

碳电厂“和平共储”项目，电站容量达 100MW/1000MWh，是目前全世界规模最大的铅炭储能电站。

2) 《储能项目战略采购合作协议》: 2022 年 12 月 12 日，公司与太湖能谷达成《储能项目战略采购合作协议》。根据协议，未来三年太湖能谷在其所实施的储能项目（含公司下属生产基地）中，采用天能股份的铅炭电池电芯总量合计不低于 30GWh，为公司的生产基地投资配套建设不超过 3GWh 的储能电站。

3) 煤山镇共享储能项目: 2022 年 10 月 12 日，公司与国家电投、国家电网和太湖能谷共同签署煤山镇共享储能项目合作协议，推动经济能源绿色低碳转型。2023 年 3 月，该项目 EPC 开标，规模为 5.04MW/48.66MWh，中标人为太湖能谷。

图表 28：部分国内公开铅炭储能项目

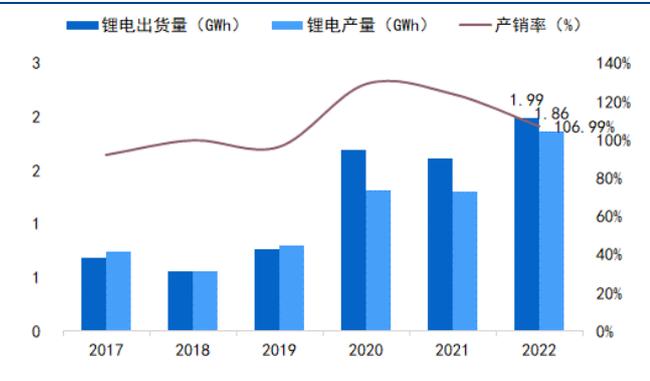
时间	项目名称	项目合作方
2023 年 5 月	“浙江会战” 3GWh 储能项目	国家电投、太湖能谷等
2023 年 3 月	铅炭电池生产及储能一体化项目	山东省临沂市政府、吉电能谷、吉电新能
2023 年 3 月	湖州综合智慧零碳电厂“和平共储”项目	国家电投、太湖能谷、天能股份
2022 年 12 月	储能项目战略采购合作协议	天能股份、太湖能谷
2022 年 10 月	25.2MW/243.3MWh 铅炭电池储能电站项目	国家电投、太湖能谷
2022 年 10 月	煤山镇共享储能项目	国家电投、国家电网、太湖能谷
2022 年 8 月	超威郎山 10MW/97.312MWh 储能项目	吉电太能、太湖能谷、长兴电气、超威集团
2022 年 2 月	新型铅炭长时储能电池生产基地项目、陆良县铅炭储能电池用铝基铅合金复合材料项目	昆工科技

数据来源：公司微信公众号，中国招标投标公共服务平台，北极星电力网，临沂临港宣传，金砖储能，浙江省能源业联合会，电池中国，中冶有色技术平台，华福证券研究所

3.2 大举提升锂电产能，积极扩展国内外市场

较早布局锂电业务，具备客户协同优势。公司布局锂离子电池研发和生产已有十余年时间，通过采用“LMFP+”等多种先进材料、BMS 多重保护、耐高温阻燃材料、高镍包覆型复合材料、电化学技术的优质能源效率等技术手段实现了电动车动力电池、电动汽车动力电池模组、储能系统等多项锂电产品的性能提升。2019 年，公司与世界 500 强法国道达尔集团的子公司帅福得（SAFT）签订合作协议，设立合资子公司天能帅福得，双方结合各自优势共同发展，目前公司下游客户有小牛、爱玛、雅迪等知名厂商。2017-2022 年，公司锂电产能已从 0.83GWh 增长至 7GWh。

截至 2022 年，公司锂电出货量 1.99GWh，并维持着优异的产销率；锂电业务收入 16.44 亿，同比增长 64.93%，呈翻倍增长态势。

图表 29：公司 2017-2022 锂电出货量和产量


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：公司 2017-2022 年锂电收入和同比


数据来源：Wind，华福证券研究所

优化锂电业务产品客户结构，积极提升储能业务占比。公司目前已形成铅蓄电池为主，锂电池为辅的产品体系，锂电应用领域涵盖了动力、储能、3C 和备用电池。公司锂电池业务已经从主营电动轻型车领域逐渐转向储能领域，公司 2022 年 11 月公告，未来公司锂电产能将持续增长，其中 60-80%将用于储能业务。2022 年，公司锂电储能业务出货量为 600MWh，锂电储能营业收入为 5.63 亿元，占主营收入 1.34%。

锂电产能建设发展如火如荼，预计 23 年新增 7GWh 产能。截至 2022 年底，公司具备 7GWh 锂电产能，其中三元锂电池 2GWh、磷酸铁锂电池 1GWh，22 年新增的 4GWh 磷酸铁锂产能重点用于储能领域，包含了国内大型储能电站、工商业储能，以及海外工商业以及户用领域，锂电储能产品规格主要为 280Ah 和 180Ah。公司预计到 2023 年底，将再建成 7GWh 锂电产能。

图表 31：公司锂电扩产项目情况

项目名称	预计总投资 (亿元)	建设内容	项目周期
年产 15GWh 储能及动力锂电池项目	51.7	项目拟新建 10 条全自动电芯及 PACK 生产线，新增设备投资约 30 亿元，建成后形成 15GWh 储能及动力锂电池电芯及 PACK 产能，分为三期。	预计 2025 年全部建成达产
湖州南太湖基地年产 10GWh 锂电池项目	39.73	一期项目拟通过司法拍卖方式浙江逊优相关资产后进行技改升级，并在空置厂房新建电芯及 PACK 产线，达产后形成年产 3GWh 磷酸铁锂电池产能。二期项目为新建项目，达产后形成年产 7GWh 磷酸铁锂电池产能。	一期 12 个月 二期 30 个月

数据来源：公司公告，华福证券研究所

国内市场面向三侧客户，与大型能源企业合作。目前公司储能市场面对着国内市场和海外市场，国内主要是面向发电侧、电网侧和用户侧的客户。公司于2021年与华能(浙江)能源开发有限公司、大唐山东发电有限公司以及国家电网供电公司等地区公司建立战略合作伙伴关系，将在储能、光伏等领域进行深度合作，陆续推出相关项目。2022年8月2日，公司山东省威海市文登区人民政府、签约高能储能锂电池项目，拟牵头在当地经济开发区投资建设2GWh/年储能PACK生产线项目，锂电池全产业链基地项目等。2023年4月13日，公司与中国电建集团核电工程有限公司以联合体形式中标大唐鲁北100MW(200MWh)储能电站项目EPC总承包。2023年4月25日，公司与金昌市签订共享储能电站系统项目投资协议。公司与大型能源企业、地方政府的合作不断深化，支持未来业务发展。

图表 32：公司储能合作项目情况

时间	项目名称	项目合作方
2023年4月	大唐鲁北100MW(200MWh)储能电站项目	大唐鲁北发电有限责任公司
2023年4月	金昌市共享储能电站系统项目	甘肃省金昌市经开区人民政府

数据来源：新储网，钒钛之窗，华福证券研究所

携手帅福得进军欧美市场。公司通过与帅福得合作在海外欧美市场渠道销售锂电储能产品，主要面向商用领域。根据公司公告，未来将产品销售范围拓展至户用储能板块，公司提供电芯及PACK产品。2022下半年至2023年，公司面向储能业务的产能将新增4GWh，预计国内市场和海外市场的比例为1:1。此外，公司海外锂电储能毛利率约在20-25%区间，高于国内锂电储能毛利率，因此海外业务预计将为公司贡献优厚的盈利。

3.3 新型材料电池多技术布局，一体多翼新能源业务发展

工信部：加强替代新材料开发应用催化储能领域。2023年1月3日，工信部发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见》提出，加快研发固态电池、钠离子电池、氢储能/燃料电池等新型电池，加强固态电池、钠离子电池、超级电容器、氢储能/燃料电池等标准体系研究。国家重视锂电池之外的其他新型电池研发，多个锂电厂商开始布局新型电池技术。

研发钠离子电池产业化落地。截至2022年11月，公司钠离子电池业务在顺利

进行研发与实测，前期在研究院下设了钠电研发机构，组建了由博士专家领衔的研发团队，并于2022年9月5日成立了浙江天能钠电科技有限公司为钠电独立运营公司，使公司钠离子电池产业化正式落地实施。在公司的布局理念中，钠电在未来锂电池原材料价格保持高位的背景下，会成为锂电的补充和替代。钠离子电池相较于锂离子电池能量密度和循环等性能现阶段较差，目前钠电产业化仍需要全行业的共同推进，以此建立成熟的供应链促进规模化生产。

图表 33：钠离子电池和锂离子电池当前性能比较

项目	钠离子电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池
能量密度 (Wh/kg)	90-160	120-180	200-300
循环寿命	>3000	>3000	>800
工作电压 (V)	2.8-3.5	3.2	3.7
-20℃ 容量保持率	>88%	<70%	>70%
耐过放电	优	差	差
安全性	优	优	差
环保性	优	优	优

数据来源：容晓晖等《钠离子电池：从基础研究到工程化探索》，赛瑞研究，全国电子化学品信息站，华福证券研究所

氢燃料电池攻破技术难关，进入基础设施建设阶段。氢燃料电池业务是公司目前进展最为迅速的新型电池业务，研发涉及氢制造到运输的全部环节，以及膜电极、电堆、系统等关键零部件。截至2022年，公司已经完成了500（套/年）氢电产能的中试组装线，其中自主研发的T70系统已通过强制检验。目前公司已与南京金龙、徐工集团、吉利汽车等厂商签订战略合作协议，相关合作车辆登上工信部目录；公司在江苏沭阳基地建设的3000套燃料电池发动机系统正在稳步推进过程中。与钠离子电池相同，公司加氢站等基础设施的建设还在完善过程中，未来氢燃料电池的应用场景在储能、重卡和工程车辆等。

4 盈利预测和投资建议：给予公司“买入”评级

核心假设：基于公司各项业务过往发展情况和在手资源，结合铅蓄及锂电细分行业的政策发展，我们对公司经营做出如下假设：

铅蓄业务：公司历史产销量稳定增长，我们假设公司2023-2025年铅酸电池销量增速分别为10.00%、9.50%、8.50%，分别为11052.58、12102.57、13131.29万kVAh，单价保持为0.38元/Vah。公司铅炭储能项目逐步落地，假设公司2023-2025年销量分别为5.00、10.00、15.00GWh，单价为0.35元/Wh。预测公司2023-2025年铅蓄业务（铅酸电池+铅炭储能）收入分别为437.50、494.90、551.49亿元。

鉴于铅蓄电池技术较为成熟，铅价较为稳定，公司作为龙头公司议价能力较强，因此假设毛利率稳定在 20.00%。

锂电业务：“双碳”目标下储能需求高增，公司大幅扩张锂电产能，假设公司 2023-2025 年国内锂电储能销量分别为 2.00、4.00、5.00GWh，收入分别为 26.00、48.00、55.00 亿元；海外户储需求持续旺盛，公司与帅福得深度合作，渠道优势显著，假设公司 2023-2025 年海外锂电储能销量分别为 2.00、4.00、5.00GWh，收入分别为 16.00、31.00、37.50 亿元；其他锂电产品主要随锂电二轮车出货量增长而增长，2023-2025 年销量分别为 1.50、2.50、3.00GWh，收入分别为 9.75、15.63、18.00 亿元。合计 2023-2025 年锂电业务收入分别为 51.75、94.63、110.50 亿元，假设公司锂电毛利率随产能利用率和规模效应增加而增加，2023-2025 年锂电业务毛利率分别为 8.11%、11.97%、14.02%。

其他业务：公司其他业务主要包括再生资源销售、贸易业务和废旧电池销售，毛利率较低，我们预测 2022-2024 年其他业务收入稳定在 40.00 亿元，假设毛利率保持在 3.00%。

期间费用：参照公司历史情况，假设公司 2023-2025 年销售费用率保持为 3.0%，管理费用率保持为 2.2%，研发费用率保持为 3.7%。

图表 34：天能股份收入和毛利率预测（亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
铅蓄业务收入	296.51	335.04	373.97	437.50	494.90	551.49
增长率 yoy	-0.57%	12.99%	11.62%	16.99%	13.12%	11.43%
毛利率	22.84%	17.08%	20.28%	20.00%	20.00%	20.00%
锂电池业务收入	10.21	9.97	16.44	51.75	94.63	110.50
增长率 yoy	92.28%	-2.35%	64.93%	214.78%	82.85%	16.78%
毛利率	9.30%	-3.61%	-0.81%	8.11%	11.97%	14.02%
其他业务收入	44.28	42.16	28.42	40.00	40.00	40.00
增长率 yoy	-64.27%	-4.79%	-32.59%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	1.99%	3.30%	7.24%	3.00%	3.00%	3.00%
营业总收入	351.00	387.17	418.82	529.25	629.53	702.00
增长率 yoy	-17.89%	10.30%	8.17%	26.37%	18.95%	11.51%
毛利率	19.24%	15.58%	18.56%	17.55%	17.71%	18.09%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取从事铅蓄电池、锂电池和储能业务的南都能源、亿纬锂能、阳光电源 3 家公司作为可比公司，2023-2025 年，可比公司 PE 估值的平均值分别为 17.82、12.39、9.39 倍，高于公司估值。对标可比公司平均水平给予 23 年 18 倍估值，目标价 45.68 元。

图表 35：天能股份可比公司情况

股票代码	简称	股价	EPS				PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300068.SZ	南都电源	15.37	0.38	0.95	1.44	2.00	40.26	16.19	10.65	7.70
300014.SZ	亿纬锂能	49.97	1.72	2.93	4.42	5.85	29.13	17.05	11.31	8.54
300274.SZ	阳光电源	99.30	2.42	4.91	6.53	8.33	41.04	20.24	15.21	11.92
	平均						36.81	17.82	12.39	9.39
688819.SH	天能股份	33.77	1.96	2.54	3.06	3.53	17.20	13.31	11.03	9.58

数据来源：Wind，华福证券研究所注：股价取自 2023 年 8 月 24 日，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

公司作为铅蓄电池行业龙头，基本盘稳中有增，积极布局铅炭储能，同时切入多种新型电池研发。公司与国内外大型企业、地方政府在储能领域建立深度合作关系，有利于铅炭储能发展、锂电业务放量。预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 529.25、629.53、702.00 亿元，分别同比增长 26.37%、18.95%、11.51%；2023-2025 年归母净利润分别为 24.67、29.77、34.28 亿元，分别同比增长 29.29%、20.67%、15.14%。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 2.54、3.06、3.53 元，对应 PE 分别为 13.31、11.03、9.58 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

铅蓄电池被替代的风险：当前公司主体业务仍为铅蓄电池，若铅蓄电池在电动二轮车被迅速替代，存在收入下滑的风险。

产能释放不及预期的风险：公司在锂电池业务方面正加速建设产能布局，若产能释放不及预期，将影响经营业绩。

锂电原材料价格大幅波动的风险：原材料成本占公司锂电池 80%以上，原材料价格波动将对公司盈利能力造成影响。若公司无法有效传导上游价格，将在一定程度上影响公司经营业绩。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本状况。

图表 36：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,104	12,099	14,205	16,352	营业收入	41,882	52,925	62,953	70,200
应收票据及账款	3,545	1,579	1,878	2,101	营业成本	34,107	43,636	51,802	57,500
预付账款	375	436	518	575	税金及附加	1,619	1,989	2,366	2,655
存货	5,627	6,155	7,250	8,551	销售费用	1,239	1,588	1,889	2,106
合同资产	29	29	43	45	管理费用	1,136	1,167	1,388	1,548
其他流动资产	1,666	2,029	2,326	2,542	研发费用	1,526	1,958	2,329	2,597
流动资产合计	22,317	22,297	26,177	30,121	财务费用	57	-186	-249	-224
长期股权投资	17	17	17	17	信用减值损失	-166	-74	-98	-113
固定资产	5,672	6,997	8,166	9,196	资产减值损失	-97	0	0	0
在建工程	1,406	906	906	906	公允价值变动收益	2	1	1	1
无形资产	1,094	1,189	1,302	1,374	投资收益	75	63	78	72
商誉	0	0	0	0	其他收益	404	404	404	404
其他非流动资产	1,871	1,875	1,879	1,881	营业利润	2,369	3,121	3,765	4,335
非流动资产合计	10,060	10,985	12,270	13,375	营业外收入	37	37	37	37
资产合计	32,378	33,283	38,448	43,496	营业外支出	39	39	39	39
短期借款	2,167	1,000	1,000	1,000	利润总额	2,367	3,119	3,763	4,333
应付票据及账款	9,057	8,729	10,815	12,377	所得税	528	696	839	967
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,839	2,423	2,924	3,366
合同负债	1,246	1,728	1,895	2,165	少数股东损益	-69	-44	-53	-61
其他应付款	1,918	1,918	1,918	1,918	归属母公司净利润	1,908	2,467	2,977	3,427
其他流动负债	1,968	2,110	2,333	2,491	EPS (按最新股本摊薄)	1.96	2.54	3.06	3.53
流动负债合计	16,356	15,485	17,961	19,951	主要财务比率				
长期借款	550	550	550	550		2022A	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,398	1,398	1,398	1,398	营业收入增长率	8.2%	26.4%	18.9%	11.5%
非流动负债合计	1,948	1,948	1,948	1,948	EBIT 增长率	49.6%	21.0%	19.8%	16.9%
负债合计	18,304	17,433	19,910	21,899	归母公司净利润增长率	39.3%	29.3%	20.7%	15.1%
归属母公司所有者权益	13,676	15,496	18,237	21,357	获利能力				
少数股东权益	398	354	301	240	毛利率	18.6%	17.6%	17.7%	18.1%
所有者权益合计	14,073	15,850	18,538	21,597	净利率	4.4%	4.6%	4.6%	4.8%
负债和股东权益	32,378	33,283	38,448	43,496	ROE	13.6%	15.6%	16.1%	15.9%
现金流量表					ROIC	15.0%	18.0%	18.6%	18.7%
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	1,704	4,695	4,251	4,364	资产负债率	56.5%	52.4%	51.8%	50.3%
现金收益	2,544	3,020	3,625	4,242	流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5
存货影响	-1,918	-528	-1,095	-1,301	速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
经营性应收影响	-1,028	1,905	-381	-280	营运能力				
经营性应付影响	3,124	-328	2,086	1,562	总资产周转率	1.3	1.6	1.6	1.6
其他影响	-1,018	626	16	141	应收账款周转天数	11	10	10	10
投资活动现金流	-1,266	-2,137	-2,158	-2,133	存货周转天数	49	49	47	49
资本支出	-2,505	-1,703	-2,231	-2,202	每股指标 (元)				
股权投资	-2	0	0	0	每股收益	1.96	2.54	3.06	3.53
其他长期资产变化	1,241	-434	73	69	每股经营现金流	1.75	4.83	4.37	4.49
融资活动现金流	-1,233	-1,564	13	-84	每股净资产	14.07	15.94	18.76	21.97
借款增加	1,167	-1,167	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-805	-702	-804	-915	P/E	17	13	11	10
股东融资	2	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-1,597	305	817	831	EV/EBITDA	224	186	154	132

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn