

评级：买入（维持）

市场价格：7.95 元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：毛奕玄

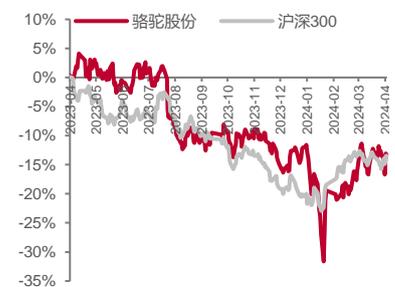
执业证书编号：S0740523020003

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

基本状况

总股本(百万股)	1,173
流通股本(百万股)	1,173
市价(元)	7.95
市值(百万元)	9,327
流通市值(百万元)	9,327

股价与行业-市场走势对比

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,425	14,079	15,995	17,626	19,426
增长率 yoy%	8%	5%	14%	10%	10%
净利润(百万元)	470	572	743	922	1,074
增长率 yoy%	-43%	22%	30%	24%	16%
每股收益(元)	0.40	0.49	0.63	0.79	0.92
每股现金流量	0.21	0.59	0.69	0.99	1.08
净资产收益率	6%	7%	8%	9%	10%
P/E	19.8	16.3	12.6	10.1	8.7
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

备注：数据统计日期为 2024 年 4 月 18 日收盘价

投资要点

- 2024 年 4 月 18 日，公司发布 2023 年年报，2023 年全年实现营业收入 140.79 亿元，同比+4.87%；实现归母净利润 5.72 亿元，同比+21.79%；实现扣非归母净利润 5.35 亿元，同比+4.43%，营收利润持续增长。**
- 2023 年全年营收利润持续增长，Q4 净利润同比有所增长。**2023 年全年实现营业收入 140.79 亿元，同比+4.87%。其中，铅酸蓄电池收入 108.80 亿元，同比+7.83%；锂电池收入 0.85 亿元，同比+37.95%；再生铅收入 28.74 亿元，同比-7.58%，主要系再生铅行业产能过剩、废旧电池采购价格攀升所致。实现归母净利润 5.72 亿元，同比+21.79%。单四季度来看，公司实现营业收入 37.67 亿元，同比-2.18%；实现归母净利润 1.72 亿元，同比+0.59%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比-20.33%。
- 盈利能力同比改善，成本控制得当。**2023 年公司毛利率为 15.05%，同比+0.81pct，其中铅酸电池毛利率 20.34%（同比+0.80pct）、再生铅-3.99%（同比-1.98pct）、锂电池-7.91%（同比-5.42pct），主要系公司锂电池业务处于建设期，前期成本较高所致。费用端来看，2023 年销售费用率 4.99%（同比+0.19pct）、管理费用率 2.94%（+0.20pct）、研发费用率 1.87%（+0.48pct）、财务费用率 0.34%（同比+0.13%），期间费用控制得当。
- 低压铅酸电池龙头地位稳固，持续发展锂电、储能等新业务。**公司作为国内低压铅酸电池龙头，2023 年公司汽车低压铅酸电池产销量均保持增长，全年累计生产 3523 万 KVAH，同比+10.98%，全年累计销售 3460 万 KVAH，同比+7.45%，国内外市场均有所增长，市场份额稳步提升。与此同时，公司在 12V/24V/48V 低压锂电业务中已完成 35 个项目定点，有望在未来贡献收入。储能方面，公司在工商业储能已顺利完成 3 个项目的主体验收与 2 个项目的产品交付工作，未来有望通过海外线上下渠道进一步扩展储能业务。
- 投资建议：**公司是国内铅酸电池行业的龙头企业，业务逐渐向锂电、储能拓展。随着维护市场及海外市场的开拓，公司份额有望进一步提升。考虑到公司稳固销售渠道、拓展开外市场的建设周期较长，我们调整 2024-2026 年公司营业收入，分别为 159.95 亿元（原值 215.92 亿元）、176.26 亿元（原值 254.23 亿元）、194.26 亿元，归母净利润分别为 7.43 亿元（原值 11.50 亿元）、9.22（原值 14.15 亿元）、10.74 亿元。以 2024 年 4 月 18 日收盘价计算，公司当前市值为 93.27 亿元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.55X、10.11X、8.68X，维持“买入”推荐。
- 风险提示：**汽车行业度不景气、海外业务拓展不及预期、锂电渗透率提升不及预期、研报使用的信息数据更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,559	4,799	5,288	5,828	营业收入	14,079	15,995	17,626	19,426
应收票据	62	70	77	85	营业成本	11,960	13,467	14,756	16,159
应收账款	1,573	1,659	1,687	1,801	税金及附加	553	628	692	763
预付账款	244	274	300	329	销售费用	703	816	846	894
存货	2,616	2,946	3,228	3,535	管理费用	414	480	494	544
合同资产	0	0	0	0	研发费用	263	299	300	330
其他流动资产	1,408	1,555	1,680	1,818	财务费用	49	60	82	102
流动资产合计	7,461	11,303	12,261	13,396	信用减值损失	6	6	6	6
其他长期投资	43	47	50	54	资产减值损失	33	33	33	33
长期股权投资	328	328	328	328	公允价值变动收益	3	3	3	3
固定资产	3,371	3,377	3,442	3,560	投资收益	2	2	2	2
在建工程	548	648	648	548	其他收益	608	608	608	608
无形资产	489	486	482	479	营业利润	789	897	1,108	1,286
其他非流动资产	1,776	1,785	1,792	1,798	营业外收入	8	8	7	8
非流动资产合计	6,555	6,671	6,743	6,767	营业外支出	32	32	32	32
资产合计	14,016	17,973	19,004	20,164	利润总额	765	873	1,083	1,262
短期借款	1,555	4,852	5,023	5,119	所得税	114	130	161	188
应付票据	576	648	710	778	净利润	651	743	922	1,074
应付账款	814	808	856	937	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	651	743	922	1,074
合同负债	359	408	450	496	NOPLAT	693	794	992	1,161
其他应付款	288	288	288	288	EPS (按最新股本摊薄)	0.49	0.63	0.79	0.92
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	459	499	526	561					
流动负债合计	4,061	7,513	7,863	8,189					
长期借款	206	200	193	187					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	331	331	331	331					
非流动负债合计	537	530	524	517					
负债合计	4,598	8,044	8,387	8,707					
归属母公司所有者权益	9,262	9,344	10,031	10,871					
少数股东权益	156	586	586	586					
所有者权益合计	9,418	9,930	10,617	11,457					
负债和股东权益	14,016	17,973	19,004	20,164					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	691	807	1,164	1,270
现金收益	1,137	1,259	1,463	1,644
存货影响	-228	-330	-282	-307
经营性应收影响	107	-158	-95	-183
经营性应付影响	328	66	110	149
其他影响	-653	-30	-32	-32
投资活动现金流	-416	-563	-523	-483
资本支出	-573	-559	-521	-482
股权投资	64	0	0	0
其他长期资产变化	93	-4	-2	-1
融资活动现金流	-206	2,996	-152	-247
借款增加	-165	3,291	164	90
股利及利息支付	-293	-445	-587	-655
股东融资	0	0	0	0
其他影响	252	150	271	318

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	4.9%	13.6%	10.2%	10.2%
EBIT 增长率	29.1%	14.6%	25.0%	17.0%
归母公司净利润增长率	21.8%	29.8%	24.1%	16.5%
获利能力				
毛利率	15.1%	15.8%	16.3%	16.8%
净利率	4.6%	4.6%	5.2%	5.5%
ROE	6.9%	7.8%	9.1%	9.7%
ROIC	9.2%	7.4%	8.7%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	32.8%	44.8%	44.1%	43.2%
债务权益比	22.3%	56.8%	54.5%	51.2%
流动比率	1.8	1.5	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转天数	42	36	34	32
应付账款周转天数	22	22	20	20
存货周转天数	75	74	75	75
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.63	0.79	0.92
每股经营现金流	0.59	0.69	0.99	1.08
每股净资产	7.89	7.96	8.55	9.27
估值比率				
P/E	16	13	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	189	170	145	129

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。