

天能股份 (688819.SH)

Q1 盈利能力略有下滑，新型电池业务稳步推进

事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年公司实现营业收入 477.48 亿元，同比+14.00%；归母净利润 23.05 亿元，同比+20.77%；扣非归母净利润 18.83 亿元，同比+21.92%；2024 年 Q1 公司实现营业收入 93.28 亿元，同比-13.24%；归母净利润 5.02 亿元，同比-18.64%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比-71.95%。

投资要点：

➤ **铅蓄电池主业稳健发展，行业领军地位持续巩固。**铅蓄电池作为公司的传统主业，近年来对公司总营收贡献比重在 90% 左右。23 年内，公司通过推进 IPD 研发体系建设、提升材料与工艺科技水平、推进智能工厂建设等手段，有效提升了铅蓄电池产品性能并保障了充足的产能释放，进而持续稳固行业领军地位。其中，公司大力推进铅炭电池的产品研发与项目建设，于 23 年内并网运行了全球单体最大铅炭储能电站-“和平工储项目”，且在政策的推动下，得益于较低的成本、高安全性和高回收率，公司 23 年铅炭电池实现了 3.55 亿元的收入，同比大幅增长 114.76%。

➤ **期间费用率持续增长，现金流状况良好。**2023 年，公司毛利率和净利率分别为 17.55%/4.46%，分别同比-1.01/+0.07pct；24 年 Q1，公司毛利率和净利率分别为 15.86%/5.44%，分别同比-3.29/-0.1pct。24 年 Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.69%/2.69%/4.29%/-0.08%，同比分别变化+0.18/+0.19/+0.79/+0.13 个 pct。从现金流上看，24 年 Q1 公司经营产生的现金流量净额约 20.50 亿元，同比大幅增长 997.67%，主要票据支付增加及预收款增加所致。24 年 Q1 公司扣非归母净利润同比大幅减少 71.95%，主要系 24Q1 公司净利润减少以及政府补助增加所致。

➤ **大力布局锂电储能，新型电池业务稳步推进。**锂电业务作为公司另一个主要收入来源，23 年为公司贡献营收 9.04 亿元，同比减少 45%。考虑到锂电原材料价格持续下滑，行业竞争加剧，公司战略性大力布局储能业务作为锂电发展方向之一，在加强技术研发的同时拓展储能各级应用领域客户，23 年公司完成了大唐鲁北发电公司 100MW/200MWh 独立共享储能电站的顺利并网。此外，公司还稳步发展氢燃料电池、钠离子电池等新型电池业务，23 年公司自主研发的氢燃料电池系统（80kW/130kW）和电堆（100kW 石墨板）已具备装车条件，燃料电池系统公交车也已在江苏沐阳投入运行；而钠离子电池“天钠 1 号”系列产品也已在两轮整车企业测试之中，未来商业化进程有望进一步加快。

➤ **盈利预测与投资建议。**公司是国内铅蓄电池龙头企业，且近年来在铅炭、新型电池等领域积极布局，考虑到公司持续加大研发投入，但对应项目现多处于研发或试产中，为公司贡献额外营收和业绩仍需时间，因此我们调低盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 26.41、30.84、35.18 亿元（24-25 年原预测为 29.77、34.38 亿元），对应 PE 分别为 11、9、8 倍，给予公司 24 年 12 倍 PE，对应目标价 32.60 元，维持“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。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41,882	47,748	54,199	60,611	66,479
增长率	8%	14%	14%	12%	10%
净利润（百万元）	1,908	2,305	2,641	3,084	3,518
增长率	39%	21%	15%	17%	14%
EPS（元/股）	1.96	2.37	2.72	3.17	3.62
市盈率（P/E）	14.7	12.1	10.6	9.1	7.9
市净率（P/B）	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：人民币

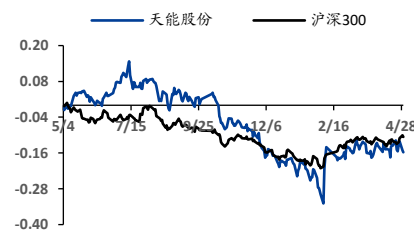
买入（维持评级）

当前价格：28.76 元
目标价格：32.6 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	972.10/972.10
流通 A 股市值(百万元)	27,957.60
每股净资产(元)	16.40
资产负债率(%)	62.63
一年内最高/最低价(元)	39.50/21.92

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：汪磊(S0210523030001)
WL30040@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、短期业绩承压，铅炭储能未来可期——2023.11.02
- 2、连续两季度高增，期待铅炭储能继续放量——2023.08.29
- 3、铅酸电池龙头，铅炭及锂电储能大有可为——2023.08.25

图表1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,336	13,153	16,001	20,012	营业收入	47,748	54,199	60,611	66,479
应收票据及账款	3,720	2,149	2,420	2,481	营业成本	39,368	44,852	50,264	55,201
预付账款	368	449	503	828	税金及附加	1,950	2,081	2,354	2,605
存货	5,698	6,336	7,554	7,675	销售费用	1,205	1,341	1,354	1,339
合同资产	39	41	44	50	管理费用	1,144	1,271	1,276	1,253
其他流动资产	1,317	1,493	1,673	1,580	研发费用	1,790	2,005	2,097	2,154
流动资产合计	22,438	23,579	28,151	32,575	财务费用	-208	-181	-214	-15
长期股权投资	17	17	17	17	信用减值损失	-56	-92	-105	-84
固定资产	8,353	7,954	7,654	7,443	资产减值损失	-229	-113	-146	-163
在建工程	2,599	2,699	2,699	2,599	公允价值变动收益	4	2	3	3
无形资产	1,065	1,123	1,124	1,106	投资收益	-29	47	31	17
商誉	0	0	0	0	其他收益	579	491	491	520
其他非流动资产	1,359	1,364	1,367	1,370	营业利润	2,736	3,127	3,715	4,199
非流动资产合计	13,394	13,158	12,862	12,536	营业外收入	50	50	46	49
资产合计	35,832	36,737	41,013	45,111	营业外支出	28	34	34	32
短期借款	2,449	30	30	0	利润总额	2,758	3,143	3,727	4,216
应付票据及账款	8,152	9,330	10,729	12,504	所得税	629	628	809	907
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,129	2,515	2,918	3,309
合同负债	1,345	1,551	1,748	1,197	少数股东损益	-175	-126	-165	-209
其他应付款	3,322	3,322	3,322	3,322	归属母公司净利润	2,304	2,641	3,083	3,518
其他流动负债	2,196	2,328	2,397	2,445	EPS (按最新股本摊薄)	2.37	2.72	3.17	3.62
流动负债合计	17,464	16,561	18,227	19,468					
长期借款	1,381	1,381	1,381	1,306					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,369	1,369	1,369	1,369					
非流动负债合计	2,750	2,750	2,750	2,675					
负债合计	20,213	19,311	20,976	22,142					
归属母公司所有者权益	15,421	17,355	20,131	23,272					
少数股东权益	197	71	-94	-303					
所有者权益合计	15,619	17,426	20,036	22,969					
负债和股东权益	35,832	36,737	41,013	45,111					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,534	5,318	3,496	4,989
现金收益	2,641	3,251	3,590	4,152
存货影响	-71	-638	-1,218	-121
经营性应收影响	62	1,603	-179	-223
经营性应付影响	499	1,178	1,400	1,775
其他影响	-597	-77	-96	-593
投资活动现金流	-3,072	-631	-554	-511
资本支出	-4,565	-678	-587	-528
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,493	47	33	17
融资活动现金流	357	-2,870	-94	-467
借款增加	1,357	-2,419	0	-105
股利及利息支付	-796	-873	-946	-515
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-205	422	852	153

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	14.0%	13.5%	11.8%	9.7%
EBIT 增长率	5.2%	16.1%	18.6%	19.6%
归母公司净利润增长率	20.8%	14.6%	16.8%	14.0%
获利能力				
毛利率	17.5%	17.2%	17.1%	17.0%
净利率	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%
ROE	14.8%	15.2%	15.4%	15.3%
ROIC	12.9%	15.6%	16.2%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	56.4%	52.6%	51.1%	49.1%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.5	1.5	1.5
应收账款周转天数	12	14	14	13
存货周转天数	52	48	50	50
每股指标 (元)				
每股收益	2.37	2.72	3.17	3.62
每股经营现金流	2.61	5.47	3.60	5.13
每股净资产	15.86	17.85	20.71	23.94
估值比率				
P/E	12	11	9	8
P/B	2	2	1	1
EV/EBITDA	25	21	18	16

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：hfjys@hfzq.com.cn