

盈利能力稳健, 关注新国标最后窗口

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年报及2024一季报。2023年实现营业收入477.48亿元, 同比+14.00%; 实现归母净利润23.05亿元, 同比+20.77%。24Q1实现营业收入93.28亿元, 同比-13.24%; 实现归母净利润5.02亿元, 同比-18.64%。
- 量:** 下游两轮车需求强劲, 铅蓄储能规模出货。2023年公司铅酸电池产品收入444亿元, 同比+19%; 铅蓄电池出货125GWh, 同比+25%, 营业收入、出货量均实现高水平增长。主要系(1)2022年积累的下游需求于23H1集中释放;(2)竞品两轮车锂电池价格高企, 铅蓄电池在性价比和安全性上优势显著等原因影响。24Q1公司实现营业收入93亿元, 在与23Q1高基数的比较下, 同比小幅下降。参考智研咨询数据, 铅酸电池龙头效应日益显著, 当前CR2市场份额达到49%。此外, 2023年公司完成铅炭电池业务收入超3亿元, 同比+115%, 同时实现并网运行全球单体最大铅炭储能电站-“和平共储项目”, 为未来新电站开发合作起到优秀示范作用。考虑市场集中度提升及下游需求旺盛, 同时储能应用合作陆续落地, 预计2024年公司铅蓄电池出货仍能维持10%以上的同比增速。
- 价:** 产品高端化持续升级, Q2有望实现顺价。2023年, 公司持续推进产品升级, 推出天钠T1、锰铁锂TP-MAX、帕欧达启停电池等重磅新品。此外, 公司专注“性价比”产品A+系列推广, 通过“长寿命、高锁水性、大容量”等核心卖点抢占市场。据测算, 2023年公司铅酸电池单价约0.4元/Wh, 同比持平, 在提升产品质量的基础上普惠消费者。Wind数据显示, LME铅价由2023年底的2031美元/吨上涨至2024年4月底的2184美元/吨, LME锡价由25175美元/吨上涨至32300美元/吨, 公司成本端经历较大幅度上涨。根据公司原材料价格联动的定价机制, 预计将于24Q2实现顺价, 产品单价有望上行。
- 利:** 盈利能力稳定。2023年公司铅酸电池业务毛利率达到19%, 位于历史较高水平。据测算, 铅酸电池单位净利约为0.02元/Wh, 同比持平, 公司成本、费用管控能力增强。24Q1公司经营毛利率小幅下降至16%, 主要系短期原材料涨价影响, 预计顺价后毛利率回归至历史平均水平。
- 新国标最后窗口来临, 检测、置换带来需求增长。** 2024年4月为《电动自行车安全技术规范GB 17761-2018》规定的最后过渡期, 检测、置换需求或于前后2月内集中释放。此外, 2024年东南亚地区“油改电”、“禁摩”等政策稳步推进, 公司将首个海外基地即落于越南, 伴随电动轻型车海外需求进一步提升, 下游市场空间将再度膨胀。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为2.61元、2.89元、3.18元, 对应PE分别为11倍、10倍、9倍。公司龙头地位稳固, 改革、创新动作持续落地, 看好未来高质量发展, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新产品技术替代的风险; 核心技术泄密与核心人员流失风险; 新产品、新技术的研发风险; 经销商管理风险; 原材料价格大幅波动风险; 产品质量与安全生产风险; 环境保护及职业健康风险; 存货管理风险; 财务风险; 行业政策风险; 市场竞争加剧的风险; 宏观环境风险。

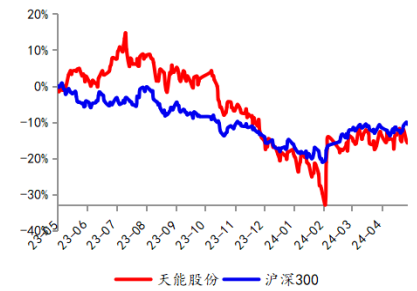
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	47747.57	53400.00	59925.00	66450.00
增长率	14.00%	11.84%	12.22%	10.89%
归属母公司净利润(百万元)	2304.50	2535.00	2804.91	3093.84
增长率	20.77%	10.00%	10.65%	10.30%
每股收益EPS(元)	2.37	2.61	2.89	3.18
净资产收益率ROE	13.63%	13.94%	3.97%	13.90%
PE	12	11	10	9
PB	1.81	1.61	1.42	1.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
分析师: 胡泽邦
执业证号: S1250524030003
邮箱: huzb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通A股(亿股)	9.72
52周内股价区间(元)	21.92~39.50
总市值(亿元)	280
总资产(亿元)	432.11
每股净资产(元)	16.40

相关研究

- 天能股份(688819): 铅蓄业务量价齐升, 期待H2储能需求回暖 (2023-09-03)
- 天能股份(688819): 老树“新”花, 铅碳储能或成新增长点, 展望欧储放量后利润兑现 (2023-03-02)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司铅续产品价格 2024-2026 年维持稳定，为 0.36 元/Wh。

假设 2：公司铅续产品出货量 2024-2026 年维持略领先行业的增长，分别为 140/155/170GWh；

假设 3：公司铅续产品毛利率 2024-2026 年维持历史平均水平，为 19%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
铅酸电池	收入	44407	49700	55025	60350
	增速	18.7%	11.9%	10.7%	9.7%
	毛利率	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%
锂电池等其他电池	收入	904	1200	2400	3600
	增速	-45.0%	32.7%	100.0%	50.0%
	毛利率	-14.8%	2.0%	5.0%	8.0%
其他业务	收入	2436.7	2500	2500	2500
	增速	-14.3%	2.6%	0.0%	0.0%
	毛利率	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%
合计	收入	47748	53400	59925	66450
	增速	14.0%	11.8%	12.2%	10.9%
	毛利率	17.5%	18.0%	17.9%	17.9%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	47747.57	53400.00	59925.00	66450.00	净利润	2129.32	2435.00	2754.91	3093.84
营业成本	39367.98	43770.50	49187.75	54533.00	折旧与摊销	719.65	898.19	898.19	898.19
营业税金及附加	1950.18	2112.05	2387.08	2651.90	财务费用	-207.88	-253.25	-284.14	-355.22
销售费用	1205.22	1335.00	1498.13	1661.25	资产减值损失	-228.91	100.00	0.00	0.00
管理费用	2386.08	3471.00	3895.13	4319.25	经营营运资本变动	560.87	-25.26	588.84	112.51
财务费用	-207.88	-253.25	-284.14	-355.22	其他	-439.29	-85.42	47.51	42.58
资产减值损失	-228.91	100.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2533.76	3069.26	4005.30	3791.91
投资收益	-28.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4042.95	-3000.00	-2000.00	-1500.00
公允价值变动损益	3.80	0.00	0.00	0.00	其他	970.59	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3072.36	-3000.00	-2000.00	-1500.00
营业利润	2736.34	2864.70	3241.06	3639.82	短期借款	282.46	250.83	0.00	0.00
其他非经营损益	22.12	0.00	0.00	0.00	长期借款	830.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	2758.46	2864.70	3241.06	3639.82	股权融资	8.43	0.00	0.00	0.00
所得税	629.14	429.71	486.16	545.97	支付股利	-583.26	-460.90	-507.00	-560.98
净利润	2129.32	2435.00	2754.91	3093.84	其他	-181.40	-201.18	284.14	355.22
少数股东损益	-175.18	-100.00	-50.00	0.00	筹资活动现金流净额	356.82	-411.25	-222.86	-205.76
归属母公司股东净利润	2304.50	2535.00	2804.91	3093.84	现金流量净额	-187.72	-341.99	1782.44	2086.15
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11335.77	10993.78	12776.22	14862.37	成长能力				
应收和预付款项	4108.89	4686.63	5198.46	5822.93	销售收入增长率	14.00%	11.84%	12.22%	10.89%
存货	5697.93	6610.14	7366.64	8228.53	营业利润增长率	15.52%	4.69%	13.14%	12.30%
其他流动资产	1295.45	854.44	931.97	1009.49	净利润增长率	15.79%	14.36%	13.14%	12.30%
长期股权投资	17.22	17.22	17.22	17.22	EBITDA 增长率	5.68%	8.05%	9.84%	8.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10951.54	13174.69	14397.85	15121.00	毛利率	17.55%	18.03%	17.92%	17.93%
无形资产和开发支出	1065.69	945.29	824.89	704.49	三费率	8.23%	8.53%	8.53%	8.47%
其他非流动资产	1359.48	1358.53	1357.58	1356.64	净利率	4.46%	4.56%	4.60%	4.66%
资产总计	35831.96	38640.73	42870.82	47122.67	ROE	13.63%	13.94%	13.97%	13.90%
短期借款	2449.17	2700.00	2700.00	2700.00	ROA	5.94%	6.30%	6.43%	6.57%
应付和预收款项	9523.58	11480.65	12937.92	14138.96	ROIC	13.73%	12.31%	12.24%	12.52%
长期借款	1380.81	1380.81	1380.81	1380.81	EBITDA/销售收入	6.80%	6.57%	6.43%	6.29%
其他负债	6859.73	5610.04	6134.96	6652.91	营运能力				
负债合计	20213.29	21171.51	23153.69	24872.68	总资产周转率	1.40	1.43	1.47	1.48
股本	972.10	972.10	972.10	972.10	固定资产周转率	6.81	6.71	8.34	10.37
资本公积	5770.35	5770.35	5770.35	5770.35	应收账款周转率	24.45	23.60	24.58	24.08
留存收益	8555.46	10629.56	12927.46	15460.33	存货周转率	6.74	6.83	6.80	6.78
归属母公司股东权益	15421.46	17372.01	19669.91	22202.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.34%	—	—	—
少数股东权益	197.21	97.21	47.21	47.21	资本结构				
股东权益合计	15618.67	17469.22	19717.12	22249.99	资产负债率	56.41%	54.79%	54.01%	52.78%
负债和股东权益合计	35831.96	38640.73	42870.82	47122.67	带息债务/总负债	18.95%	19.28%	17.62%	16.41%
					流动比率	1.28	1.26	1.29	1.35
					速动比率	0.96	0.90	0.93	0.98
					股利支付率	25.31%	18.18%	18.08%	18.13%
					每股指标				
					每股收益	2.37	2.61	2.89	3.18
					每股净资产	15.86	17.87	20.23	22.84
					每股经营现金	2.61	3.16	4.12	3.90
					每股股利	0.60	0.47	0.52	0.58
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	3248.12	3509.65	3855.12	4182.79					
PE	12.13	11.03	9.97	9.04					
PB	1.81	1.61	1.42	1.26					
PS	0.59	0.52	0.47	0.42					
EV/EBITDA	5.92	5.55	4.59	3.73					
股息率	2.09%	1.65%	1.81%	2.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
