

南都电源 (300068.SZ)

铅酸蓄电池补贴+固态电池验收超预期双重刺激，毛利端持续改善

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 公司 2024H1 营收 57.41 亿元, 同比-27.27%, 归母净利润 1.85 亿元, 同比-39.49%; 2024Q2 单季度实现营收 27.59 亿元, 同比-25.39%, 归母净利润 1.03 亿元, 同比-49.92%。

➤ **业绩拆分:** 1) 电力储能板块: 2024H1 年大储收入 11.62 亿元, 销量约 2GWh, 对应单价 0.58 元/Wh。2) 工业储能: 2024H1 贡献收入 6.59 亿元, 销量约为 1.5GWh, 对应单价 0.44 元/Wh。3) 铅酸电池 24H1 贡献营收 7.51 亿元, 销量为 1.33GWh, 对应单价 0.56 元/Wh。4) 再生铅: 24H1 实现营收 27.43 亿元。

➤ **盈利能力:** 公司 2024H1 毛利率 10.17%, 同比增加 0.37pct, 主要受益于锂电产品盈利提升及再生铅业务亏损缩减: 1) 锂电产品 (电力储能+工业储能): 2024H1 实现毛利率 29.05%, 同比增加 9.14pct, 主要系公司聚焦国内优势订单, 海外占比持续提升及去年高价订单在本报告期进行收入确认。2) 铅酸电池: 2024H1 实现毛利率 7.26%, 同比减少 11pct; 3) 再生铅: 2024H1 亏损约 6000 万, 较 2024Q1 亏损 7000 万损失缩减。

➤ **深度布局铅酸电池, 有望受益政策利好。** 商务部等五部门发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》, 旗帜鲜明支持铅酸车电池, 并将“高安全隐患电动自行车”判定为“使用了高安全隐患锂离子蓄电池的电动自行车”。目前铅酸蓄电池在电动自行车中占比接近 80%, 仍有 20% 锂离子电池替换空间。方案表明对老旧锂离子蓄电池电动自行车换购铅酸蓄电池自行车的消费者, 适当加大补贴力度, 铅酸电池渗透率有望进一步提升。公司目前拥有铅蓄电池产能 2GWh, 2024H1 产量达 1.33GWh, 同比下降 25.70%, 伴随铅酸电池需求增加, 公司产能利用率有望提升。同时公司再生铅业务国内排名前两位, 为铅酸电池提供原材料供应保障。

➤ **固态电池取得突破, 验收进展超预期。** 公司自 2017 年开展固态电池研制工作, 并于 2020 年承担浙江省固态电池重点研发计划, 目前公司固态电池产品已经通过热箱、短路等安全项测试, 并将于 2024Q4 完成项目验收, 验收进度超预期。公司固态电池技术采用耐枝晶复合固态电解质膜改善界面粒子传输, 结合电极内部固态电解质构筑的导锂网络, 电解液占比降低 30%, 循环寿命达 2000 次, 能量密度超 80%, 主要应用于 350Wh/kg 高比能电池和 690Ah 大容量储能电池。

➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.10/8.52/10.81 亿元 (前次预测 10.92/13.45/17.21 亿元, 主要考虑到再生铅业务退税延迟拖累业绩水平), CAGR 45.59%。我们认为, 公司未来将充分享受铅酸电池及大储业务放量, 同时固态电池产业进展超预期, 公司业绩有望放量, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 储能装机规模不及预期、海外拓展速度不及预期。

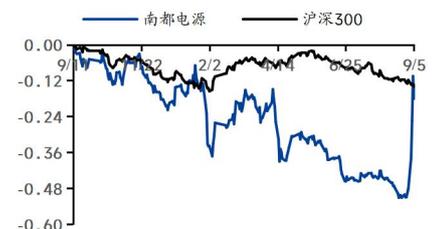
买入 (维持评级)

当前价格: 12.92 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	872.76/829.91
流通 A 股市值(百万元)	10,722.39
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	74.08
一年内最高/最低价(元)	15.14/7.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)
DW3787@hfzq.com.cn
联系人: 李宜琛(S0210124030073)
lyc30451@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、大储业务扩张叠加海外布局深化, 看好公司未来盈利水平——2024.04.25
- 2、【华福电新】南都电源三季报点评: 储能出货持续旺盛, 布局制氢绿色加码——2023.11.03
- 3、需求持续旺盛, 储能量利双升——2023.08.08

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,749	14,666	17,148	18,380	19,237
增长率	-1%	25%	17%	7%	5%
净利润 (百万元)	331	36	510	852	1,081
增长率	124%	-89%	1,317%	67%	27%
EPS (元/股)	0.38	0.04	0.58	0.98	1.24
市盈率 (P/E)	34.0	313.4	22.1	13.2	10.4
市净率 (P/B)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,436	2,572	2,757	2,886
应收票据及账款	3,201	3,589	3,682	3,681
预付账款	353	371	375	371
存货	5,129	5,619	5,603	5,479
合同资产	36	42	45	47
其他流动资产	764	566	607	635
流动资产合计	10,884	12,717	13,024	13,052
长期股权投资	224	254	284	314
固定资产	4,504	4,453	4,467	4,540
在建工程	773	873	873	773
无形资产	368	362	350	345
商誉	125	125	125	125
其他非流动资产	1,327	1,370	1,411	1,444
非流动资产合计	7,321	7,437	7,510	7,541
资产合计	18,205	20,154	20,533	20,593
短期借款	3,612	4,345	3,446	2,094
应付票据及账款	4,312	4,905	5,162	5,344
预收款项	0	0	0	0
合同负债	407	476	510	534
其他应付款	107	147	167	177
其他流动负债	1,628	1,588	1,595	1,598
流动负债合计	10,066	11,461	10,880	9,748
长期借款	1,472	1,572	1,672	1,772
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,368	1,368	1,368	1,368
非流动负债合计	2,839	2,939	3,039	3,139
负债合计	12,906	14,400	13,919	12,887
归属母公司所有者权益	5,422	5,871	6,723	7,804
少数股东权益	-123	-118	-109	-98
所有者权益合计	5,299	5,753	6,614	7,706
负债和股东权益	18,205	20,154	20,533	20,593

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	631	974	1,794	2,113
现金收益	757	1,260	1,597	1,787
存货影响	132	-489	15	124
经营性应收影响	-765	-381	-81	15
经营性应付影响	754	633	277	192
其他影响	-247	-49	-15	-6
投资活动现金流	-1,618	-294	-550	-522
资本支出	-884	-568	-530	-502
股权投资	106	-30	-30	-30
其他长期资产变化	-840	304	10	10
融资活动现金流	743	457	-1,059	-1,462
借款增加	1,590	733	-850	-1,301
股利及利息支付	-301	-250	-253	-214
股东融资	98	0	0	0
其他影响	-643	-26	44	53

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,666	17,148	18,380	19,237
营业成本	13,330	15,163	15,956	16,520
税金及附加	159	177	181	180
销售费用	335	343	331	327
管理费用	453	549	607	654
研发费用	477	566	625	673
财务费用	272	220	209	161
信用减值损失	-114	-84	-75	-91
资产减值损失	-56	-26	-16	-11
公允价值变动收益	0	10	15	20
投资收益	-32	35	20	10
其他收益	549	500	500	500
营业利润	-8	571	924	1,161
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	48	50	52	54
利润总额	-54	523	874	1,108
所得税	-30	8	13	17
净利润	-24	515	861	1,092
少数股东损益	-60	5	9	11
归属母公司净利润	36	510	852	1,081
EPS (按最新股本摊薄)	0.04	0.58	0.98	1.24

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	24.8%	16.9%	7.2%	4.7%
EBIT 增长率	-51.1%	242.0%	45.9%	17.2%
归属母公司净利润增长率	-89.1%	1,317.4%	67.1%	26.9%
获利能力				
毛利率	9.1%	11.6%	13.2%	14.1%
净利率	-0.2%	3.0%	4.7%	5.7%
ROE	0.7%	8.9%	12.9%	14.0%
ROIC	2.3%	6.2%	8.9%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	70.9%	71.5%	67.8%	62.6%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	64	67	67	65
存货周转天数	140	128	127	121
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.58	0.98	1.24
每股经营现金流	0.72	1.12	2.06	2.42
每股净资产	6.21	6.73	7.70	8.94
估值比率				
P/E	313	22	13	10
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA				

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