

# 天能动力 (00819)

证券研究报告

2025年01月16日

## 格局优、估值低的两轮车铅酸电池龙头

行业层面，随着两轮车以旧换新、新国标等逐步落地，2025年两轮车行业预计有望重回双位数增长，铅酸电池也受益于电动两轮车整体复苏。

未来看，铅酸渗透率回升。两轮车电池安全性第一位，铅酸为最优选，被替换可能性较弱。此外，新国标限重放宽电池带电量有望略提升，中长期出海业务也将贡献新增量空间。

### 两轮领域重归铅酸，供给端高集中度

2023年锂电在新增电动轻型车中的渗透率不足10%，铅酸电池将继续在电动轻型车的动力电池市场中占据主导地位。主要原因：

- 1) 安全性考量：相较于新能源汽车，电动轻型车的使用环境更为严苛，锂电车型安全事故频发。
- 2) 经济性：铅酸电池回收价值较高，48V 20Ah 铅酸电池以旧换新价格287元，直接买新的价格546元。而48V 12Ah 锂电池终端价格978元/组。
- 3) 使用体验与服务：铅酸电池已基本满足消费者日常出行的需求，且售后服务体系成熟。面对近4亿的终端用户，天能终端40万家门店。

政策方面，1) 电动自行车新国标或放宽车重，带电量提升；2) 以旧换新政策明确规定鼓励锂电池换铅酸电池，锂电换铅酸车型补贴多100元。

新增+存量替换为目前铅酸电池主要市场。2023年两轮、三轮铅酸电池需求近300Gwh。假设2030年中国电动自行车年销量5000万辆、电动摩托车1200万辆，由于续航要求提升，容量也略微提升。我们预计2030年中国铅酸电池需求323Gwh，行业空间1131亿元。

在国内电动轻型车动力铅酸电池领域，天能股份行业市占率第一，市占率已超过40%。展望2030年，轻型动力铅酸电池龙头收入、利润有望达566、34亿元，为公司贡献稳定现金流。

### 公司优势：消费品属性，铅酸电池业务高ROE

天能铅酸动力电池一级整车市场与售后替换市场销售比例维持在1:3左右，约75%的产品直接面对终端消费者，因此铅酸电池不仅是中游制造环节，也具有消费品属性。

公司与3000多家经销商紧密合作，终端门店超过40万家，建立广泛的分销和售后服务网络，完善高效的信息反馈机制。

锂电业务大规模投入资本开支之前，天能动力在2019、2020年ROE分别为25%、28%，天能股份为30%、34%。2021年起受到锂电业务影响ROE有所下降，后续锂电不再新增产能，重新聚焦铅酸业务，ROE有望回升。

截至2023年底，天能锂电产能共14Gwh，其中储能10Gwh，鉴于当前市场状况和公司战略考量，公司暂时没有计划进行额外的资本开支以增加锂电产能，锂电的资本开支将下降。2024年Q1-3天能股份构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金14.8亿元，下降明显。

### 盈利预测与估值

预计2024-2026年营收886.3、944.5、1011.6亿元，同比增长-12%、14%、12%；归母净利13.9、20、23.8亿元，同比增长-24%、44%、19%。考虑同类型公司估值水平，及港股相对A股有一定估值折价，给予2025年PE 6x，对应股价10.02港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**两轮车新国标政策不及预期、原材料价格大幅波动、新品开发不及预期、行业竞争加剧、锂电替代风险、测算具有主观性

### 投资评级

行业	工业/工业工程
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.46 港元
目标价格	10.02 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	1,126.12
港股总市值(百万港元)	8,400.89
每股净资产(港元)	15.56
资产负债率(%)	65.47
一年内最高/最低(港元)	9.42/5.03

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 引言	4
2. 主营业务包括铅酸电池、贸易业务等，利润率稳定	4
2.1. 铅酸电池业务为核心，电池制造业务贡献大部分利润	4
2.2. 发展历史：铅酸电池领军企业，建立覆盖全国的销售网络	5
2.3. 股权结构较为集中，多元化发展	5
3. 行业：两轮领域重归铅酸，供给端高集中度	6
3.1. 政策引导两轮锂电换铅酸，铅酸可替代性较弱	6
3.2. 行业空间：2030 年两轮、三轮用铅酸电池规模有望达 1131 亿元	7
3.3. 供给端高集中度，天能在轻型动力铅酸市占率超 40%	9
4. 公司优势：消费品属性，壁垒在品牌、渠道	11
4.1. 消费品属性，壁垒在品牌、渠道、售后服务	11
4.2. 铅酸电池业务高 ROE，人均效率改善	12
4.3. 锂电业务不新扩产能，铅酸电池中长期看出海、下游延展	13
5. 盈利预测与估值	14
5.1. 预计 2024-2026 年营收 886.3、944.5、1011.6 亿元，同比增长-12%、14%、12%； 归母净利 13.9、20、23.8 亿元，同比增长-24%、44%、19%	14
5.1. 给予 2025 年 PE 6X，给予“买入”评级	15
6. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：天能动力收入、归母净利及增速（亿元、%）	4
图 2：天能动力分业务营收结构（亿元）	4
图 3：天能动力分业务营收占比（%）	5
图 4：天能动力电池业务、贸易毛利率（%）	5
图 5：天能动力发展历程	5
图 6：天能动力股权结构（截至 2024 年中报）	6
图 7：电动自行车以旧换新各地政策	7
图 8：铅酸电池下游应用	8
图 9：2015-2022 年中国铅酸电池下游需求领域分布	8
图 10：2023 年中国电动三轮产销量（万辆）	9
图 11：电动三轮车竞争格局	9
图 12：超威动力 2023 年收入结构	10
图 13：天能动力、超威动力毛利率（%）	11
图 14：天能动力、超威动力净利率（%）	11
图 15：天能两轮车客户	11
图 16：柯锐世营业收入（单位：10 亿美金）	14
表 1：2023 年电动两轮车、三轮车铅酸电池用量测算	8

表 2: 2030 年电动两轮车、三轮车铅酸电池用量测算.....	9
表 3: 两轮、三轮铅酸电池龙头企业收入、利润规模则算 .....	10
表 4: 天能股份铅酸电池营收、销量、毛利率 (亿元、Gwh、%) .....	12
表 5: 天能股份员工人数&人均指标 (万人、万元) .....	12
表 6: 天能股份、天能动力 ROE、PB.....	13
表 7: 天能股份、天能动力资本开支 (亿元) .....	13
表 8: 天能动力营收拆分 .....	15
表 9: 同类企业估值对比 (PE) .....	15

## 1. 引言

行业层面，随着两轮车以旧换新、新国标等逐步落地，2025 年两轮车行业预计有望重回双位数增长，铅酸电池也受益于电动两轮车整体复苏。

未来看，铅酸渗透率回升。两轮车电池安全性第一位，且政策引导消费者锂电换铅酸，电池环节被替换风险较弱，铅酸为最优选。此外，新国标限重提升铅酸电池有望带电量略提升，中长期出海也将贡献新增量。

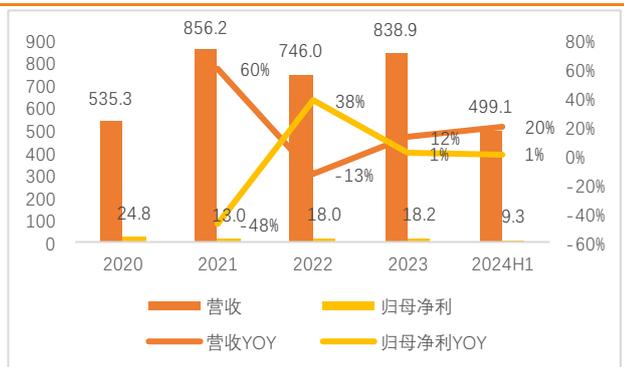
供给端非常集中，天能为龙头，在电动两轮车铅酸电池市占率超 40%，且与行业第二名有盈利差距。

## 2. 主营业务包括铅酸电池、贸易业务等，利润率稳定

### 2.1. 铅酸电池业务为核心，电池制造业务贡献大部分利润

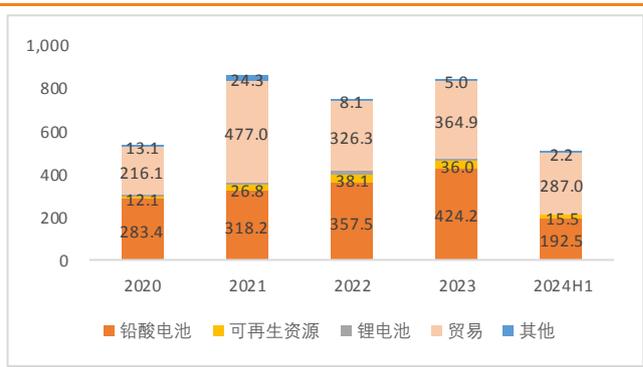
**营收结构中铅酸电池、贸易业务贡献主要收入。**公司 2024H1 实现营收 499.1 亿元，同比增长 20%；归母净利润 9.3 亿元，同比增长 1%。分业务结构看，2024H1 铅酸电池营收 192.5 亿元，同比几乎持平，营收占比 39%；再生资源营收 15.5 亿元，同比减少 10%，营收占比 3%；贸易业务营收 287 亿元，同比增长 45%，营收占比 58%。

图 1：天能动力收入、归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：天能动力公告、天风证券研究所

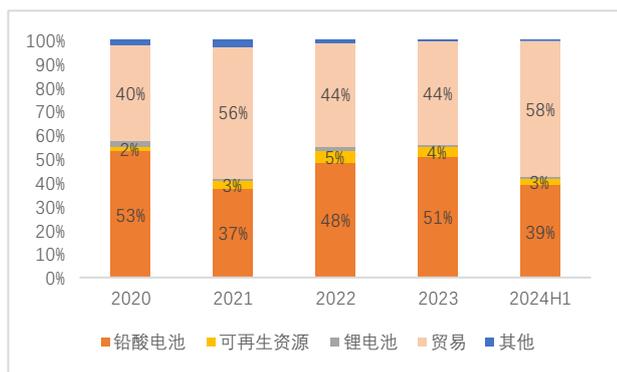
图 2：天能动力分业务营收结构（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

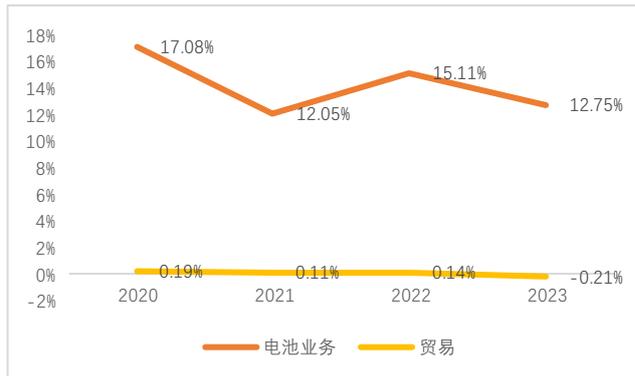
**电池业务毛利率受到原材料、价格及锂电业务影响，贸易业务几乎不贡献毛利。**2020-2023 年公司电池业务毛利率分别为 17.08%、12.05%、15.11%、12.75%。2021 年毛利率下降，原因为铅酸电池辅料价格上涨较多，电解液价格翻了 3 倍，塑壳、隔板及少量添加剂的金属涨幅也超过 50%；2022 年毛利率有所增长，原因为公司加强成本管理使成本下降，同时产品价格有所增长；2023 年电池业务毛利率下降，主要为锂电业务影响。2020-2023 年贸易业务毛利率分别为 0.19%、0.11%、0.14%、-0.21%，几乎不贡献毛利。

图 3：天能动力分业务营收占比（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：天能动力电池业务、贸易毛利率（%）



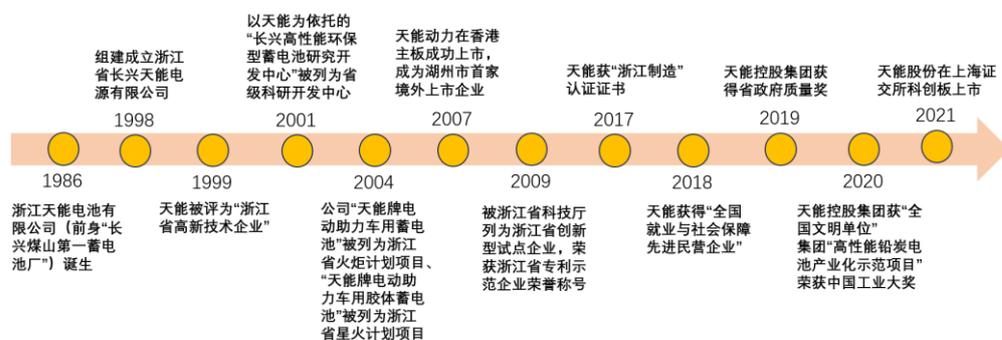
资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2.2. 发展历史：铅酸电池领军企业，建立覆盖全国的销售网络

**1986 年成立，逐步成为铅酸电池领军企业。**天能动力自 1986 年成立以来，专注于电池领域的研发、生产和销售，成为行业内的领先企业。公司起源于长兴县煤山第一蓄电池厂，经过 30 多年的创新发展，逐渐成为铅酸电池行业的领军企业。天能动力在铅酸电池领域积累了深厚的技术基础，并逐步发展成为行业内的领先企业。2007 年 6 月，天能动力在香港主板成功上市，标志着公司在资本市场的重要里程碑。

**专注于铅酸电池，建立覆盖全国销售网络。**公司凭借其其在铅酸电池领域的深厚积累，逐步发展成为行业内的领先企业。通过不断的技术创新和市场拓展，天能动力已经建立起覆盖全国的销售网络，经销商超 3000 家，终端门店约 40 万家。

图 5：天能动力发展历程

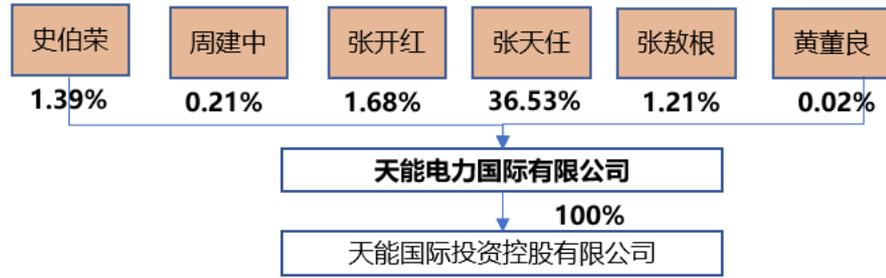


资料来源：长三角商业创新案例公众号、天能控股集团、天风证券研究所

## 2.3. 股权结构较为集中，多元化发展

**股权结构较为集中。**张天任作为受控法团权益的持有人，持有 41135.57 万股，占公司已发行股本总额的约 36.53%，张天任配偶持有 25.8 万股，占比约为 0.02%。张敖根同样作为受控法团权益的持有人，持有 1364.1 万股，占比 1.21%。张开红持有 1888.42 万股，占比 1.68%，史伯荣持有 1568.61 万股，占比 1.39%，周建中持有 236.28 万股，占比 0.21%，黄董良持有 24 万股，占比 0.02%。

图 6：天能动力股权结构（截至 2024 年中报）



资料来源：天能动力公告、天风证券研究所

### 3. 行业：两轮领域重归铅酸，供给端高集中度

#### 3.1. 政策引导两轮锂电换铅酸，铅酸可替代性较弱

**电动自行车新国标或放宽车重，提高铅酸电池带电量。**2024 年 9 月 19 日，国家市场监督管理总局联合国家标准化管理委员会发布《电动自行车安全技术规范》（简称“新国标”）征求意见稿，为了提升产品实用性，新国标修订将使用铅酸电池的整车重量限值由 55kg 放宽至 63kg，并且不再强制安装脚踏骑行装置。本次新国标修订放宽电动自行车限重，可以提升电动自行车的单车带电量,提升续航里程,减少充电次数,提升消费者使用体验感。

**各地出台的以旧换新政策明确规定鼓励锂电池换铅酸电池。**自五部门 2024 年 8 月联合发布《推动电动自行车以旧换新实施方案》以来，多数省份已出台以旧换新细则。部分省份规定每车补贴 500 元，有的省份则设定了根据购买新车的价值梯度补贴。此外，各地出台的政策都明确鼓励锂电池换铅酸电池。如江苏提出，对交回老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的消费者，在每档补贴标准基础上增加 100 元补贴。

图 7：电动自行车以旧换新各地政策

地区	省份	补贴金额	补贴时间	政策文件
华北地区	山西省	一次性500元	截止2024年12月31日	《山西省电动自行车以旧换新实施方案》
	河北省	旧车换铅酸按车价20%最高500元 旧车换锂电按车价10%最高300元	2024年9月20日至2024年12月31日	《河北省2024年电动自行车以旧换新方案》
	辽宁省	300元/辆	截止2024年12月31日	《辽宁省2024年加力支持消费品以旧换新实施方案》
	黑龙江省	新车价20%最高500元	截止2024年12月31日	《黑龙江省电动自行车以旧换新补贴实施细则》
	吉林省	新车价20%最高500元	截止2024年12月31日	《吉林省加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》
华东地区	上海	一次性500元购车立减	2024年9月底至2025年6月30日	《上海市关于进一步加大力度推进消费品以旧换新工作方案》
	江苏省	旧车抵扣金额不计算在补贴内 新车价<2000元补300元 2000≤新车价<3000补400元 新车价≥3000补500元	2024年9月14日至2024年12月31日	《江苏省推进电动自行车以旧换新实施办法》
	浙江省	车价20%补贴最高不超过500元/辆	2024年9月26日至2024年12月31日	《浙江省进一步推动消费品以旧换新行动方案》
	安徽省	旧车换铅酸车价20%最高600元 旧车换锂电车价15%最高500元 每位消费者最多可申领2次补贴	2024年9月24日起2024年12月3日	合肥市电动自行车以旧换新活动启动仪式
	福建省	新车价<2000补300元； 新车价≥2000补500元	截止2024年12月31日	《福建省加力支持消费品以旧换新实施方案》
	江西省	一次性500元可申领2次	2024年9月19日至2024年12月31日	《江西省加力支持消费品以旧换新实施细则》
	山东省	不超过500元 旧锂电池车换购新铅酸车不超过600元	截止2024年12月31日	《山东省推动电动自行车以旧换新实施方案》
华中地区	湖北省	1200≤新车价<2000元补300元 2000≤新车价<3000元补400元 新车价≥3000元补500元	2024年8月22日至12月31日	《湖北省电动自行车以旧换新实施细则》
	湖南省	500元/辆定额补贴	2024年9月6日起至12月31日	《2024年湖南省加力支持电动自行车以旧换新实施方案》
华南地区	广东省	车价1500元以上给予一次性补贴500元	2024年9月1日至12月31日	广东省电动自行车“以旧换新”政策解读培训
	广西省	新车价<2500元补300元 2500新车价3000元补400元 新车价≥3000元补500元	2024年9月至12月	《广西加力支持电动自行车以旧换新补贴工作方案》
	海南省	旧锂电池车换购新铅酸车享800元 定额补贴其他为新车价格20%最高500元	2024年7月25日至2024年12月31日	《2024年海南省电动自行车以旧换新补贴实施细则》
西南地区	重庆市	每辆给予500元定额补贴	2024年8月20日至2024年12月31日 (补贴资金使用完毕或政策期满即止)	《重庆市加力促进消费品以旧换新实施方案》
	四川省	旧锂电池换购新铅酸车按新车价20%最高500元 其他按新车15%补贴最高500元	2024年8月26日至2024年12月3日	《四川省电动自行车以旧换新实施方案》
	贵州省	新车价20%最高500元	截止2024年12月31日	《贵州省2024年超长期特别国债支持消费品以旧换新工作实施方案》
	云南省	500元/辆可申请4次	2024年9月1日至2024年12月31日	《2024年云南省电动自行车以旧换新补贴实施细则》
	西藏	526万元支持电动自行车以旧换新	截止2024年12月31日	《西藏自治区关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案》
西北地区	陕西省	新车价<1500元补300元 新车价≥1500元补500元	2024年9月10日至12月3日	《陕西省加力支持消费品以旧换新实施方案》
	甘肃省	500元/辆定额补贴	2024年8月1日至2024年12月31日	《推动电动自行车以旧换新实施方案》
	青海省	新车价30%最高不超过1000元	2024年1月1日至2024年12月31日	《青海省2024年加力支持消费品以旧换新实施细则》
	宁夏	新车价20%最高500元/辆	2024年8月29日起至2024年12月31日	《宁夏回族自治区家电以旧换新补贴实施细则》
	新疆	旧锂电池车换购新铅酸一次性补贴600元 其他为一次性补贴500元	2024年7月25日至12月31日	《自治区推动电动自行车以旧换新实施细则》

资料来源：轻出行报告公众号、天风证券研究所

两轮车安全性问题突出，铅酸电池为两轮车主流方案。2023 年锂电在新增电动轻型车中的渗透率不足 10%，铅酸电池将继续在电动轻型车的动力电池市场中占据主导地位。主要原因：

- ✓ **安全性考量：**相较于新能源汽车，电动轻型车的使用环境更为严苛。然而，由于成限制，这些车辆往往无法配备高端的电池管理系统（BMS），导致了锂电池车型的安全事故频发。
- ✓ **铅酸电池回收价值较高：**天能 A+系列 48V 20Ah 铅酸电池以旧换新价格 287 元，直接买新的价格 546 元。而 48V 12Ah 锂电池终端价格 978 元/组。铅酸电池主要成分是铅，占电池原材料比例 75%-85%，具有回收价值。由于铅酸电池制造工艺简单容易拆卸，回收过程不复杂。锂电池由于制造工艺复杂，金属锂提取成本较高，难以进行回收。
- ✓ **使用体验与服务：**在使用体验上，铅酸电池已基本满足消费者日常出行的需求，且铅酸电池售后服务体系已非常成熟。面对近 4 亿的终端用户，天能终端 40 万家门店，超威终端超过 30 万家门店。相比之下，锂电池的售后服务体系尚未完全建立。

### 3.2. 行业空间：2030 年两轮、三轮用铅酸电池规模有望达 1131 亿元

轻型车动力电池为铅酸蓄电池最主要应用场景。据智研咨询，铅酸电池按照下游应用可分为动力电池（用于叉车、电动自行车等）、储能电池、备用电源电池、起动电池（汽车、

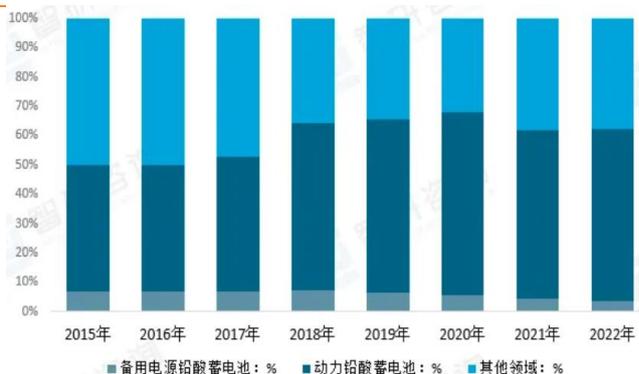
摩托车、拖拉机等), 2022 年动力铅酸蓄电池需求占比 58.5%。2023 年国内铅酸电池产量达到 529Gwh。

图 8: 铅酸电池下游应用



资料来源: 智研咨询、天风证券研究所

图 9: 2015-2022 年中国铅酸电池下游需求领域分布



资料来源: 智研咨询、天风证券研究所

新增+存量替换为目前铅酸电池主要市场, 2023 年两轮、三轮铅酸电池需求近 300Gwh。铅酸电池 2 年需要替换一次, 新增市场主要包括电动两轮车、三轮车, 我们测算 2023 年新增铅酸电池需求 93GWh, 根据 SMM 测算两轮车铅酸电池存量替换需求 200GWh, 铅酸电池需求 293Gwh。

- ✓ **两轮车:** 2023 年电动两轮车产量 5460 万辆, 包括 4400 万辆电动自行车、1060 万辆电动摩托车, 铅酸电池占比分别为 90%、95%。电动自行车主流电池型号 48V 20AH, 单车带量 0.96kwh; 电动摩托车主流电池型号 72V 30AH, 单车带电 2.2kwh, 电动两轮车铅酸电池需求量 59.8Gwh。
- ✓ **三轮车:** 2023 年电动三轮车销量约 1210 万辆, 铅酸车型约 760 万辆, 主流电池型号 72V 60AH, 单车带电量 4.3kwh, 电动三轮车铅酸电池需求量 32.8Gwh。

表 1: 2023 年电动两轮车、三轮车铅酸电池用量测算

	产量 (万辆)	铅酸电池占比 (%)	铅酸车型产量 (万辆)	电池型号	单车带电量 (kwh)	铅酸电池用量 (Gwh)
电动自行车	4400	90%	3960	48V 20AH	0.96	38.0
电动摩托车	1060	95%	1007	72V 30AH	2.16	21.8
电自+电摩	5460		4967			59.8
电动三轮车	1210	63%	760	72V 60AH	4.32	32.8
两轮车铅酸电池存量替换需求						200
合计						293

资料来源: SMM 电动有料公众号、天风证券研究所

新国标电动两轮车限重预计从 55kg 提升至 63kg, 铅酸电池带电量有望略有提升。电动摩托车、电动三轮车由于续航要求提升, 容量也略微提升。而中长期两轮车、三轮车出海也将带来新增电池需求, 我们预计 2030 年铅酸电池需求 323Gwh, 行业空间 1131 亿元。

- ✓ **电动自行车:** 假设 2030 年电动自行车采用 48V 22AH 电池, 单车带电量 1.06kwh, 相比 20AH 电池带电量提升 10%。假设 2030 年电动自行车产量 5000 万辆 (存量替换+消费群体扩容), 铅酸电池占比 95%, 铅酸电池需求 50.2GWh;
- ✓ **电动摩托车:** 假设采用 72V 32AH 电池, 电车带电量 2.3kwh, 相比 30AH 带电量提升 7%。假设 2030 年电动摩托车产量 1200 万辆 (产品力提升, 消费群体扩容), 铅酸电池占比 95%, 铅酸电池需求 26.3Gwh;
- ✓ **电动三轮车:** 假设采用 72V 62AH 电池, 单车带电量 4.5kwh, 相比 30AH 电池带电量提升 3%。假设 2030 年电动三轮车 1200 万辆, 铅酸电池占比 50%, 铅酸电池需求 26.8Gwh。

表 2：2030 年电动两轮车、三轮车铅酸电池用量测算

	产量 (万辆)	铅酸电池占比 (%)	铅酸车型产量 (万辆)	电池型号	单车带电量 (kwh)	铅酸电池用量 (Gwh)
电动自行车	5000	95%	4750	48V 22AH	1.06	50.2
电动摩托车	1200	95%	1140	72V 32AH	2.30	26.3
电自+电摩	6200		5890			76.4
电动三轮车	1200	50%	600	72V 62AH	4.46	26.8
两轮车铅酸电池存量替换需求						220
合计						323

资料来源：SMM 电动有料公众号、天风证券研究所

### 3.3. 供给端高集中度，天能在轻型动力铅酸市占率超 40%

三轮电动车品类多样，海外需求也非常旺盛。2023 年电动三轮车的三大主要品类：休闲三轮车、货运三轮车、三轮篷车。

- ✓ **休闲三轮**：2023 年销量 300-350 万辆左右，在三轮车占比约 27%，销量基本集中在爱玛、金彭、雅迪、台铃等头部企业。头部电动两轮车企业开始将休三品类作为发展重点，在产品的制造上更年轻化、更多元化。
- ✓ **货运三轮**：2023 年销量 750-800 万辆左右，销量基本集中在金彭、宗申、淮海等企业。从整个品类的发展周期来看，传统电三市场目前正处在趋于下行后的稳定期。
- ✓ **三轮篷车**：2023 年销量在 100-120 万辆左右。

此外，国产电动三轮车热销海外，像东南亚电动观光三轮摩托车居多，以支持当地旅游业发展；非洲三轮摩托车多用于货物运输，尺寸更大、更耐用；欧美国家农场多，城市街道相对狭窄，大马力、轻型化三轮摩托车的需求比较旺盛。

图 10：2023 年中国电动三轮产销量 (万辆)

	销量 (万辆)	销量中值 (万辆)	占比 (%)
休闲三轮	300-350	325	27%
货运三轮	750-800	775	64%
三轮篷车	100-120	110	9%
合计		1210	100%

资料来源：营商电动车公众号、天风证券研究所

图 11：电动三轮车竞争格局

梯队	年产量	企业数量
第一梯队	30万辆以上	8家
第二梯队	10-30万辆	约10家
第三梯队	5-10万辆	约20家
第四梯队	3-5万辆	约30家
第五梯队	3万辆以下	约200家

资料来源：电动新能源车公众号、天风证券研究所

**展望 2030 年，轻型动力铅酸电池龙头收入、利润有望达 566、34 亿元。**在国内电动轻型车动力铅酸电池领域，天能股份行业市占率第一，市占率已超过 40%。2023 年天能铅酸电池销量 124.9Gwh，我们预计公司 2023 年市占率约 43%。展望 2030 年，我们预计两轮、三轮车铅酸电池需求 323Gwh，假设单价 0.35 元/wh，对应行业空间 1131 亿元。若龙头企业提升市占率至 50%，对应销量 162Gwh、收入 566 亿元。假设净利率 6%，对应利润 33.9 亿元。

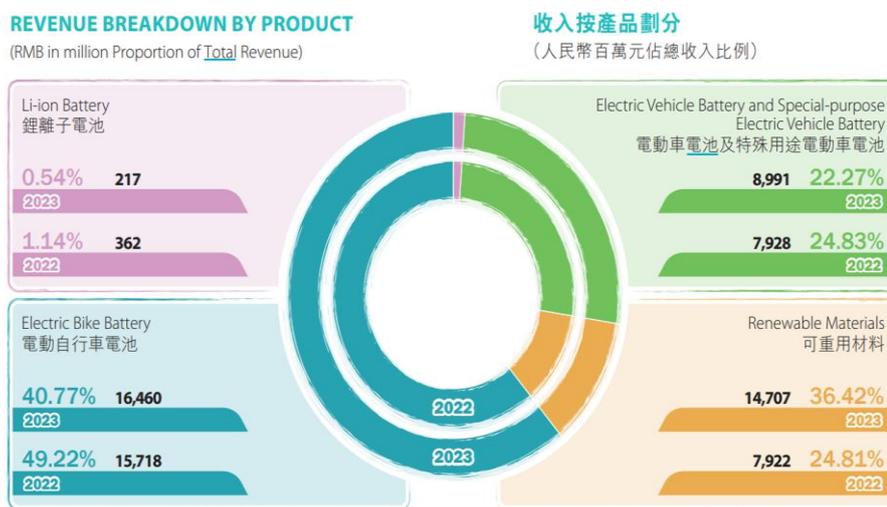
表 3：两轮、三轮铅酸电池龙头企业收入、利润规模测算

	单位	2023	2030E
铅酸电池需求	Gwh	293	323
单价	元/wh	0.35	0.35
行业空间	亿元	1024	1131
龙头企业销量	Gwh	124.9	162
市占率	%	43%	50%
收入空间	亿元		566
净利率	%		6.0%
净利润空间	亿元		33.9

资料来源：SMM 电动有料公众号、公司公告、公司投资者关系活动记录表、天风证券研究所

超威动力收入构成主要为铅酸电池、可重用材料等。超威动力 2023 年营收 404 亿元，同比增长 26.3%，其中电动自行车电池收入 164.6 亿元，营收占比 40.77%；电动车电池及特殊用途收入 89.9 亿元，营收占比 22.27%；可重用材料收入 14.7 亿元，营收占比 36.42%。

图 12：超威动力 2023 年收入结构



资料来源：超威动力年报、天风证券研究所

天能毛利率低于超威主要为营收结构所致。2019-2024H1，超威毛利率在多数时期领先天能，2024H1 天能动力毛利率 5.1%，超威动力为 7.6%。2023 年天能动力 43% 收入来自贸易，这部分毛利率较低。2023 年超威 36.4% 营收来自再生资源产品，低毛利率业务占比相对较小。

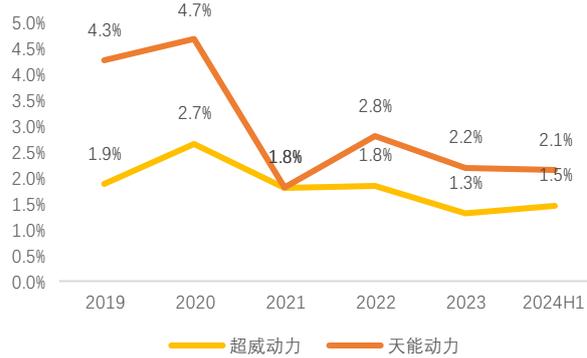
净利率方面，天能动力相较超威更高，费用控制能力更强。2024H1 天能动力净利率 2.1%，超威动力净利率 1.5%，天能比超威高 0.6pct，天能具有规模优势使得费用率较低。

图 13：天能动力、超威动力毛利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：天能动力、超威动力净利率 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司客户为电动两轮车头部企业。公司铅酸动力电池一级整车市场与售后替换市场销售比例维持在 1:3 左右，公司在铅酸电池上有着规模效应形成的成本优势，不断迭代形成的技术优势，精益化制造的生产能力及卓越的管理能力。公司铅酸动力电池一级市场下游客户主要为电动两轮车企业，2023 年上半年前五大客户为爱玛、雅迪、台铃、绿源、新日，合计销售占总体铅酸电池营收比例为 20.2%。

图 15：天能两轮车客户



资料来源：天能股份官网、天风证券研究所

## 4. 公司优势：消费品属性，壁垒在品牌、渠道

### 4.1. 消费品属性，壁垒在品牌、渠道、售后服务

替换市场需求直接面对终端消费者，具有消费品属性。天能铅酸动力电池一级整车市场与售后替换市场销售比例维持在 1:3 左右，约 75% 的产品直接面对终端消费者，因此铅酸电池不仅是中游制造环节，也具有消费品属性。

终端门店超过 40 万家，建立广泛的分销和售后服务网络。公司与 3000 多家经销商紧密合作，覆盖全国 40 多万家终端门店，建立高效的信息反馈机制，掌握下游市场的库存销售情况。数字化营销模式优化了公司的柔性生产，能够更快速、准确地响应市场需求变化，进行生产计划调整。

**铅酸电池业务销量稳定增长，维持较高毛利率。**2023 年公司铅酸电池销量 124.9Gwh，同比增长 25%，我们认为销量高增与 2022 年末疫情影响部分需求延迟到 2023 年有关。2020-2023 年天能动力铅酸电池业务毛利率维持较高水平，分别为 23.3%、17.7%、20.3%、18.8%。定价方面，公司产品与原材料价格联动，灵活调整产品定价，成本上涨压力可传导至市场。

表 4：天能股份铅酸电池营收、销量、毛利率（亿元、Gwh、%）

	单位	2020	2021	2022	2023
营收	亿元	296.5	335.0	374.0	444.1
YOY			13%	12%	19%
销量	Gwh	84.0	92.6	100.3	124.9
YOY			10%	8%	25%
售价	元/wh	0.35	0.36	0.37	0.36
YOY			2%	3%	-5%
毛利率	%	23.3%	17.7%	20.3%	18.8%

资料来源：天能股份年报、Wind、天风证券研究所

**高产能利用率，且注重生产效率。**截至 2024 年中报，公司铅酸电池产能约 130GWh，产能利用率始终保持在 90%以上。2011 年，天能推出行业首条全自动电池组装生产线；2015 年，公司建立国内首条连铸连轧连冲连涂全自动极板生产线；2022 年，全产业链智慧工厂投入运行；2023 年，发布行业首个全生命周期关键技术智造平台。公司不断探索以技术创新为核心的高品质生产模式，现已成为数字化、智能化、自动化的高效生产典范。

#### 4.2. 铅酸电池业务高 ROE，人均效率改善

**2020 年以来人均收入持续改善。**公司员工数量较为稳定，2023 年员工人数 2.4 万人。2020-2023 年公司人均创收 157.2、162、167.5、200.7 万元，同比增长-23%、3%、3%、20%，2020 年营收受到新冠影响，随后持续提升。2020-2023 年人均创利 10.2、5.7、7.6、9.7 万元，同比增长 42%、-44%、33%、27%，2021 年人均利润下降原因为铅酸电池原材料涨价，而产品价格没有同步上涨所致。

表 5：天能股份员工人数&人均指标（万人、万元）

	单位	2019	2020	2021	2022	2023
员工人数	万人	2.1	2.2	2.4	2.5	2.4
YOY			7%	7%	5%	-5%
人均薪酬	万元	9.2	10.1	10.6	12.4	12.4
YOY			10%	6%	16%	0%
人均创收	万元	205.4	157.2	162.0	167.5	200.7
YOY			-23%	3%	3%	20%
人均创利	万元	7.2	10.2	5.7	7.6	9.7
YOY			42%	-44%	33%	27%

资料来源：Wind、天风证券研究所

**铅酸电池业务高 ROE，锂电资本开支下降后 ROE 有望提升。**锂电业务大规模投入资本开支之前，天能动力在 2019、2020 年 ROE 分别为 25%、28%（2021 年起资本开支加速，2021 年前锂电业务投入较少），天能股份为 30%、34%。2021 年起受到锂电业务影响 ROE 有所下降，2022、2023 年 ROE 分别为 14%、14.9%，天能动力 2022、2023 年 ROE 12.4%、11.5%。后续锂电不再新增产能，重新聚焦铅酸业务，ROE 有望回升。

表 6：天能股份、天能动力 ROE、PB

		2019	2020	2021	2022	2023
天能股份	ROE	30.2%	33.8%	11.2%	14.0%	14.9%
	PB			3.5	2.7	1.8
天能动力	ROE	25.2%	28.3%	10.0%	12.4%	11.5%
	PB	1.03	2.69	0.62	0.59	0.46

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 4.3. 锂电业务不新扩产能，铅酸电池中长期看出海、下游延展

**锂电产能 14Gwh，后续主要提高运营效率。**截至 2023 年底，天能锂电产能共 14Gwh，其中储能 10Gwh，涵盖发电侧、电网侧、工商业、通讯及家储储能应用场景。鉴于当前市场状况和公司战略考量，公司暂时没有计划进行额外的资本开支以增加锂电产能，锂电的资本开支将下降。公司将更加注重利用现有产能来制定和执行销售计划，以确保资源的高效利用和市场的稳定供应。

**2023 年资本开支主要用于铅酸、锂电池，2024 年没有新增大规模投入。**2023 年天能股份资本开支约 30 亿，主要包括：1) 铅酸电池：江西信丰基地及马鞍山基地的建设；2) 锂电：主要为公司湖州锂电项目及南太湖项目部分开工建设产能的落地。2024 年，公司将没有大规模的产能投入，铅酸电池将以技改为主、锂电板块阶段性暂缓新的投入，整体资本开支相较 23 年将有所下降。

**天能股份 2023Q1-3 资本开支下降明显，天能动力资本开支包括部分回收业务。**2024 年 Q1-3 天能股份构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 14.8 亿元，同比下降 48%。天能动力 2023 年资本开支 37.2 亿元，主要来自锂电板块、铅碳储能建设、铅酸智能制造提升、回收板块建设投入等。

表 7：天能股份、天能动力资本开支（亿元）

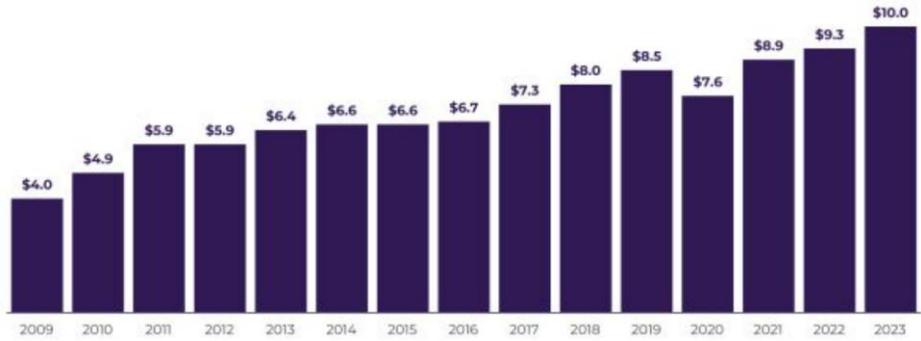
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-3
天能股份	构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6.3	9.3	8.3	20.2	25.8	31.4	14.8
	YOY		48%	-11%	143%	28%	22%	-48%
天能动力	资本开支	6.54	11.18	11.8	23.6	30.3	37.2	
	YOY		71%	6%	100%	29%	23%	

资料来源：Wind、天能动力年报、天风证券研究所

**布局东南亚市场，越南组装厂 2024 年已完成试生产。**公司关注增长潜力大的海外市场，2024 年 7 月，公司越南组装厂完成试生产，目前产能为 5000 只/天，另外公司首期规划年产能 1000 万只的自建工厂，预计 2025 年完成落地。销售端，公司已在 7 个国家建立本土化办公室，已签订约 30 家海外经销商，客户主要以东盟地区为主。

**铅酸电池下游有望延展，打开成长空间。**两轮车之外，铅酸电池还可用于汽车启停电池、工业备用电池、储能等领域，随着公司拓宽下游应用，成长空间有望打开。以主营业务为汽车低压电池（启停电池）企业柯锐世为例，2023 年营收约 100 亿美金，收入规模超过天能股份 2023 年铅酸电池收入规模。在汽车启停领域，公司与中国重型汽车有限公司、上期通用五菱、南京依维柯汽车等知名企业建立紧密合作，实现批量供货。

图 16：柯锐世营业收入（单位：10 亿美金）



资料来源：柯锐世招股书、天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 预计 2024-2026 年营收 886.3、944.5、1011.6 亿元，同比增长-12%、14%、12%；归母净利润 13.9、20、23.8 亿元，同比增长-24%、44%、19%

**制造业务、贸易业务均稳步增长。**公司业务分为两大类：制造业务和贸易，其中贸易业务包括铅酸电池、可再生资源、锂电产品及其他。预计 2024-2026 年营收 886.3、944.5、1011.6 亿元，同比增长-12%、14%、12%

- ✓ **铅酸电池：**2024 年三季度，由于新国标政策尚未实施以及铅价的剧烈波动，下游市场出现了观望情绪，导致了本应是销售旺季的时期并未达到预期。我们预计 2024 年铅酸电池营收 373.3 亿元，同比减少 12%。2025 年由于新国标政策落地销量有望快速增长。我们预计 2025、2026 年铅酸电池收入 429.3、480.8 亿元，同比增长 15%、12%。
- ✓ **可再生资源：**随铅酸电池保有量稳步提升，我们预计 2024-2026 年营收 36、37.8、39.7 亿元，同比增长 0%、5%、5%。
- ✓ **锂电产品：**锂电产品竞争较为激烈，且受到价格下降等影响，我们预计 2024 年公司锂电产品营收 4.4 亿元，同比下降 50%。随着公司销售、产品端不断完善，我们预计 2025、2026 年锂电产品营收 5.7、7.4 亿元，同比增长 30%、30%。
- ✓ **贸易业务：**2024H1 公司贸易业务营收 287 亿元，同比增长 45%，我们预计 2024 全年营收 510.9 亿元，同比增长 40%，预计 2025、2026 年营收 562、618.2 亿元，同比增长 10%、10%。

**制造业务毛利率稳步提升，公司整体利润率也稳中有升。**2024 年上半年铅价大幅上涨，以及行业传统三季度销售旺季公司采取了备货式生产，导致三季度铅酸电池产品的成本相对较高，进而压缩了利润空间，我们预计 2024 年制造业务毛利率 12%，相比 2023 年略有下降。铅酸电池业务经过长期洗牌，利润率较为稳定，锂电业务随着产能利用率提升，利润率也逐步提升，我们预计 2025、2026 年制造业务毛利率 13%、13.5%。贸易业务毛利率较为稳定，预计 2024-2026 年毛利率维持在 0%。由于规模效应、管理销量提升，我们预计 2024-2026 年归母净利润 13.9、20、23.8 亿元，同比增长-24%、44%、19%。

表 8：天能动力营收拆分

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	亿元					
制造业务		419.7	474.0	417.7	476.8	532.3
铅酸电池		357.5	424.2	373.3	429.3	480.8
可再生资源		38.1	36.0	36.0	37.8	39.7
锂电产品		16.0	8.8	4.4	5.7	7.4
其他		8.1	5.0	4.0	4.0	4.4
贸易		326.3	364.9	510.9	562.0	618.2
合计		746.0	838.9	886.3	944.5	1011.6
YOY	%					
制造业务			13%	-12%	14%	12%
铅酸电池			19%	-12%	15%	12%
可再生资源			-6%	0%	5%	5%
锂电产品			-45%	-50%	30%	30%
其他			-38%	-20%	0%	10%
贸易			12%	40%	10%	10%
合计			12%	-12%	14%	12%
毛利率	%	8.6%	7.1%	5.7%	6.6%	7.1%
制造业务		15.1%	12.8%	12.0%	13.0%	13.5%
贸易		0.1%	-0.2%	0%	0%	0%
净利率	%	2.79%	2.19%	1.57%	2.1%	2.4%
归母净利	亿元	18.0	18.2	13.9	20.0	23.8
YOY			1%	-24%	44%	19%

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 5.1. 给予 2025 年 PE 6X，给予“买入”评级

与同类企业相比，天能股份（A 股）、雅迪控股、爱玛科技 2025 年 PE 分别为 9、11、14x，考虑我们预计 2024-2026 年公司归母净利 13.9、20、23.8 亿元，同比增长-24%、44%、19%。考虑同类型公司估值水平，及港股相对 A 股有一定估值折价，给予 2025 年 PE 6x，对应股价 10.02 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：同类企业估值对比（PE）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
天能股份	19	12	11	9	8
雅迪控股	17	14	15	11	9
爱玛科技	14	11	18	14	12

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2025.01.14

## 6. 风险提示

**两轮车新国标政策不及预期：**若两轮车政策变化或延迟推出，可能对铅酸电池销售造成影响；

**原材料价格大幅波动：**公司产品价格和原材料联动，若原材料价格大幅波动而价格调整滞后，可能短期影响公司利润；

**新品开发不及预期：**铅酸电池也在产品迭代，若新品开发不顺利，可能对公司收入有影响；

**行业竞争加剧：**若新进入者进入两轮车铅酸电池领域，可能引起行业竞争加剧，利润率或

受到影响；

**锂电替代风险：**电池技术在不断迭代，若锂电池技术进步安全性问题得到解决，可能存在部分替代铅酸电池的风险。

**测算具有主观性：**测算涉及对两轮车、三轮车销量、铅酸电池带电量、铅酸占比等假设，具有主观性，仅供参考。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com