天能股份（688819.SH）-2024年年报点评

铅价波动扰动短期业绩，以旧换新等政策助推铅酸电池增长

优于大市

核心观点

公司2024年实现归母净利润15.55亿元，同比-33%。公司2024年实现营收450.42亿元，同比-6%；实现归母净利润15.55亿元，同比-33%；会计准则新口径下毛利率为15.10%、同比-1.13pct；净利率为3.53%、同比-0.93pct。公司2024Q4实现营收121.54亿元，同比-4%、环比+8%；实现归母净利润0.90亿元，同比-85%、环比-67%。

公司2024年铅酸电池出货小幅下滑，铅价波动扰动盈利能力。2024年行业政策落地时间较晚、下游需求受到一定程度抑制，造成公司出货小幅承压。公司2024年铅酸电池业务实现营收418.35亿元、同比-6%；铅酸电池销量为113.6GWh，同比-9%。2024年铅价出现急涨急跌走势，对于公司电池盈利能力产生显著影响。2024年公司铅酸电池毛利率为16.15%，同比-1.34pct。伴随铅价走势相对平稳，公司盈利能力有望显著修复。

国内政策催化需求、海外布局持续深化，公司铅酸电池2025年有望实现稳步增长。国内市场来看，1月13日，工信部发布电动自行车新国标，将铅酸电池车型质量上限从55kg放宽至63kg，补足铅酸电池续航短板、支持铅酸电池车型发展。1月23日，商务部等明确2025年延续电动自行车以旧换新工作，江苏、浙江等地补贴力度较2024年进一步提升。国内政策持续催化下，两轮车市场需求有望快速恢复，并带动铅酸电池需求提升。海外市场，公司2024年7月越南组装厂完成试生产、2024年12月自建工厂开工建设。伴随海外基地落地，公司服务能力有望进一步提升、海外业务有望快速增长。

公司锂电业务经营短期承压，客户与新品布局持续推进。公司2024年锂电池业务营收为4.93亿元，同比-45%；毛利率为-30.71%，同比-12.29pct；毛利润为-1.52亿元，同比多亏0.17亿元。此外，公司针对锂电产线进行了约3亿元固定资产减值计提，亦对利润产生消极影响。公司积极寻求转型与突破，现已成功研发100Ah/150Ah家储及通信类系列产品，成为中兴通讯等企业合格供应商。同时，公司积极进行市场开拓，重点拓展工业动力、低速动力、交通通信等细分领域的客户需求。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；储能行业需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。基于锂电业务短期承压对公司业绩产生的不利影响，我们下调盈利预测，预计公司2025-2027年实现归母净利润23.62/28.59/31.75亿元（原预测2025-2026年为27.76/30.25亿元），同比+52%/+21%/+11%，EPS分别为2.43/2.94/3.27元，当前股价对应PE为11.4/9.4/8.5倍。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	47,748	45,042	48,439	51,798	55,120
(+/-%)	14.0%	-5.7%	7.5%	6.9%	6.4%
净利润(百万元)	2305	1555	2362	2859	3175
(+/-%)	20.8%	-32.5%	51.9%	21.1%	11.0%
每股收益（元）	2.37	1.60	2.43	2.94	3.27
EBIT Margin	4.8%	3.1%	4.6%	5.7%	6.2%
净资产收益率（ROE）	14.3%	10.0%	14.1%	15.2%	15.2%
市盈率（PE）	11.7	17.4	11.4	9.4	8.5
EV/EBITDA	15.7	23.7	15.2	12.7	11.5
市净率（PB）	1.73	1.66	1.46	1.30	1.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：李全
021-60375434
liquan2@guosen.com.cn
S0980524070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.78元
总市值/流通市值	27005/27005百万元
52周最高价/最低价	40.27/21.11元
近3个月日均成交额	105.70百万元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天能股份（688819.SH）-2024年中报点评-经营业绩表现稳健，以旧换新助推铅酸电池稳步增长》 ——2024-09-11

公司 2024 年实现营收 450.42 亿元，同比-6%；实现归母净利润 15.55 亿元，同比-33%；实现扣非归母净利润 10.98 亿元，同比-42%；会计准则新口径下毛利率为 15.10%、同比-1.13pct；净利率为 3.53%、同比-0.93pct。

公司 2024Q4 实现营收 121.54 亿元，同比-4%、环比+8%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比-85%、环比-67%；实现扣非归母净利润 0.80 亿元，同比-84%、环比-70%。公司 2024Q4 表观毛利率为 11.07%，同比-5.52pct，环比-4.48pct，主要系年末进行会计准则调整，质保金由销售费用调至营业成本。若按旧会计准则规定，2024Q4 公司毛利率为 15.81%，同比-0.78pct、环比+0.26pct。公司 2024Q4 净利率为 0.73%、同比-3.14pct、环比-1.90pct。

受会计准则调整影响，公司期间费用率同比降低。公司 2024 年期间费用率 7.44%，同比-0.79pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.20%/2.35%/4.16%/-0.28%，同比-1.32/-0.05/+0.41/+0.16pct。根据会计准则最新要求，质保金由销售费用调至营业成本，故而 2024 年公司销售费用率同比显著下滑。

公司 2024 年末固定资产为 101.82 亿元，较 2023 年末增加 18.29 亿元。公司 2024 年末在建工程为 15.06 亿元，较 2023 年末减少 10.93 亿元。公司 2024 年末存货为 65.49 亿元，较 2023 年末增加 8.51 亿元。

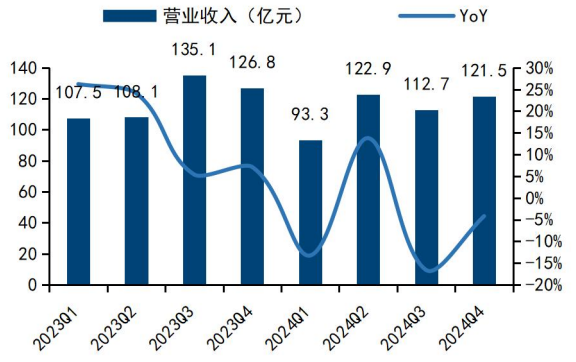
公司 2024 年其他收益 8.79 亿元，同比增加 3.00 亿元；2024Q4 其他收益为 1.29 亿元，其他收益同比增长主要系先进制造业企业增值税加计抵减政策所致。公司 2024 年投资收益 0.30 亿元，同比增加 0.59 亿元，2024Q4 投资收益为-0.79 亿元。

公司 2024 年冲回信用减值损失 0.28 亿元，其中 2024Q4 冲回 0.25 亿元。公司 2024 年计提资产减值损失 3.13 亿元，较 2023 年增加 0.84 亿元，其中 2024Q4 计提 1.51 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）

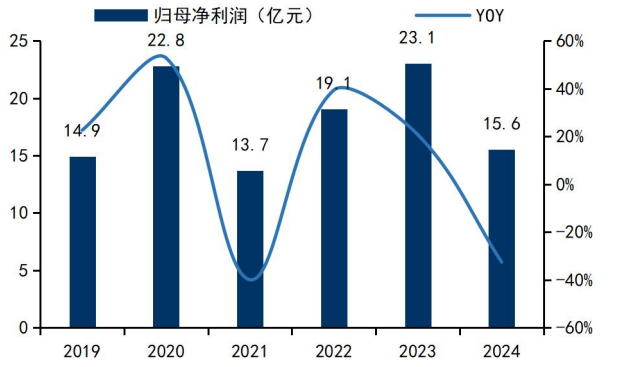
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



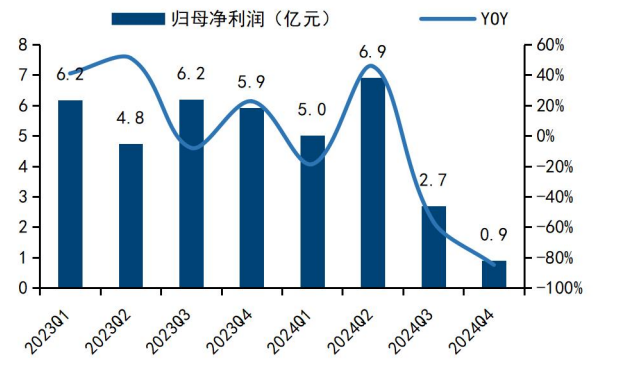
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

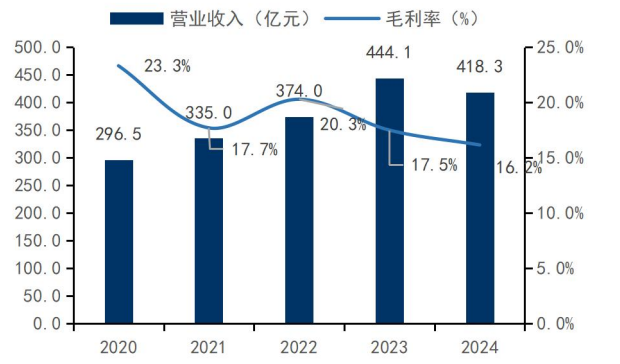
公司 2024 年铅酸电池出货同比小幅承压。2024 年行业政策落地时间较晚、下游需求受到一定程度抑制，进而造成公司出货小幅承压。公司 2024 年铅酸电池业务实现营收 418.35 亿元、同比-6%；铅酸电池销量为 113.6GWh，同比-9%。

受铅价波动影响，公司铅酸电池盈利能力出现小幅波动。2024 年铅价出现急涨急跌走势，对于公司电池盈利能力产生显著影响。2024 年公司铅酸电池毛利率为 16.15%，同比-1.34pct。伴随铅价走势相对平稳，公司盈利能力有望显著修复。

展望 2025 年，国内政策催化需求、海外布局持续深化，公司铅酸电池业务有望实现稳步增长。国内市场来看，1 月 13 日，工信部发布《电动自行车安全技术规范》，新国标将铅酸电池自行车整车质量上限由 55kg 放宽至 63kg，进一步补足铅酸电池车型续航短板、支持铅酸电池车型发展。1 月 23 日，商务部等 5 部门联合印发关于做好 2025 年度电动自行车以旧换新工作的通知，通知明确自 2025 年 1 月 1 日起，延续开展电动自行车以旧换新工作。根据各地方最新细则，江苏、浙江等地补贴力度较 2024 年进一步提升。在国内政策持续催化下，两轮车市场需求有望实现快速恢复，进而带动铅酸电池需求提升。

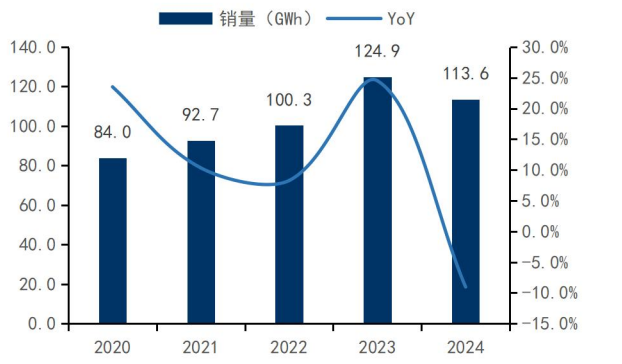
海外市场，公司 2024 年 7 月越南组装厂成功完成试生产、2024 年 12 月自建工厂正式开工建设。伴随海外基地的陆续落地，公司海外服务能力有望进一步提升、海外业务有望实现快速增长。

图5：公司铅蓄电池营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；注：2023-2024 年毛利率均为会计准则最新要求下数据口径

图6：公司铅蓄电池销量（GWh、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司锂电业务经营短期承压，客户与新品布局持续推进。2024 年锂电行业竞争持续激烈，公司 2024 年锂电池业务营收为 4.93 亿元，同比-45%；毛利率为-30.71%，同比-12.29pct。公司积极寻求转型与突破、储能产品布局持续取得新进展。公司现已成功研发 100Ah/150Ah 家储及通信类系列产品，成为中兴通讯等企业合格供应商。同时，公司积极进行市场开拓，重点拓展工业动力、低速动力、交通通信等细分领域的客户需求。

公司业务布局持续拓展，积极布局燃料电池、钠电池、固态电池等前沿技术。燃料电池领域，公司产品全面覆盖中高功率氢燃料电池发动机系统及配套零部件，最高功率达 160kW，可满足公交、工程机械、物流等多领域复杂需求。

钠电池领域，公司针对小动力和储能市场推出能量密度达到 160Wh/kg 的高性能层状氧化物钠电软包电芯。此外，公司还开发出能量密度为 95Wh/kg 的聚阴离子钠电储能电芯。

固态电池领域，公司成功设计并制备出两款固态电池原型产品，其能量密度分别达到 300Wh/kg 和 400Wh/kg。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级

基于锂电业务短期承压对公司业绩产生的不利影响，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 23.62/28.59/31.75 亿元（原预测 2025-2026 年为 27.76/30.25 亿元，同比+52%/+21%/+11%，EPS 分别为 2.43/2.94/3.27 元，当前股价对应 PE 为 11.4/9.4/8.5 倍。

表1：可比公司情况（2025.4.1）

股票代码	股票简称	投资评级	总市值（亿元）	最新股价（元）	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688819.SH	天能股份	优于大市	270.0	27.8	1.60	2.43	2.94	17.37	11.43	9.45
300014.SZ	亿纬锂能	优于大市	965.2	47.2	2.04	2.65	3.43	23.13	17.80	13.76

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11336	18725	17771	20550	23870
应收款项	3720	3241	1593	1703	1812
存货净额	5698	6549	7034	7521	8004
其他流动资产	1052	969	1018	1079	1146
流动资产合计	**22438**	**30350**	**28299**	**31750**	**35741**
固定资产	10952	11688	11154	11073	10732
无形资产及其他	1065	1045	1004	962	920
其他长期资产	1360	1187	1453	1554	1654
长期股权投资	17	17	17	17	17
资产总计	**35832**	**44288**	**41927**	**45356**	**49064**
短期借款及交易性金融负债	2780	6572	2200	2200	2200
应付款项	8152	11974	11946	12673	13455
其他流动负债	5187	5036	4129	4377	4646
流动负债合计	**17464**	**24845**	**19728**	**20805**	**21955**
长期借款及应付债券	1381	1924	1924	1924	1924
其他长期负债	1369	1292	1761	1828	1894
长期负债合计	**2750**	**3217**	**3685**	**3752**	**3819**
负债合计	**20213**	**28062**	**23413**	**24557**	**25773**
少数股东权益	197	337	431	565	740
股东权益	15421	15889	18084	20234	22551
负债和股东权益总计	**35832**	**44288**	**41927**	**45356**	**49064**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.37	1.60	2.43	2.94	3.27
每股红利	0.65	0.17	0.73	0.88	0.98
每股净资产	16.07	16.69	19.05	21.40	23.96
ROIC	10%	5%	8%	14%	17%
ROE	14%	10%	14%	15%	15%
毛利率	18%	15%	16%	17%	17%
EBIT Margin	5%	3%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	5%	7%	8%	8%
收入增长	14%	-6%	8%	7%	6%
净利润增长率	21%	-33%	52%	21%	11%
资产负债率	56%	63%	56%	54%	53%
息率	2.3%	0.6%	2.6%	3.2%	3.5%
P/E	11.7	17.4	11.4	9.4	8.5
P/B	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	15.7	23.7	15.2	12.7	11.5

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**47748**	**45042**	**48439**	**51798**	**55120**
营业成本	39368	38241	40714	43176	45830
营业税金及附加	1950	1932	1986	2046	2095
销售费用	1205	541	562	580	595
管理费用	1144	1059	1090	1140	1213
研发费用	1790	1875	1841	1917	1984
财务费用	(208)	(125)	(176)	(224)	(231)
投资收益	(29)	30	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(285)	(284)	(20)	0	0
其他收入	552	850	850	800	800
营业利润	2736	2113	3252	3964	4434
营业外净收支	22	0	0	1	2
利润总额	**2758**	**2113**	**3252**	**3965**	**4436**
所得税费用	629	523	797	971	1087
少数股东损益	(175)	35	94	135	175
归属于母公司净利润	**2305**	**1555**	**2362**	**2859**	**3175**

现金流量表（百万元）	2020	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2305	1555	2362	2859	3175
资产减值准备	(229)	(313)	(20)	0	0
折旧摊销	713	928	1075	1123	1182
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(208)	(125)	(176)	(224)	(231)
营运资本变动	676	3527	352	405	479
其它	(931)	866	406	(22)	10
经营活动现金流	**2534**	**6563**	**4175**	**4364**	**4846**
资本开支	(3140)	(2218)	(500)	(1000)	(800)
其它投资现金流	67	(240)	(266)	(101)	(100)
投资活动现金流	**(3072)**	**(2457)**	**(766)**	**(1101)**	**(900)**
权益性融资	25	(455)	0	0	0
负债净变化	708	(2206)	(4372)	0	0
支付股利、利息	(583)	(632)	(167)	(709)	(858)
其它融资现金流	(123)	(2750)	(4372)	0	0
融资活动现金流	**357**	**(3168)**	**(4364)**	**(485)**	**(626)**
现金净变动	**(182)**	**937**	**(954)**	**2779**	**3320**
货币资金的期初余额	11104	11336	18725	17771	20550
货币资金的期末余额	11336	18725	17771	20550	23870
企业自由现金流	17	3285	2623	2747	3431
权益自由现金流	885	1173	(1616)	2917	3606

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032