

天能股份（688819.SH）

优于大市

铅酸电池业务表现平稳，前瞻布局多元技术路线

核心观点

公司 2025H1 实现归母净利润 8.69 亿元，同比-27%。公司 2025H1 实现营收 209.17 亿元，同比-3%；实现归母净利润 8.69 亿元，同比-27%；会计准则新口径下毛利率为 15.02%、同比-0.70pct；净利率为 4.25%、同比-1.32pct。2025Q2 实现营收 106.79 亿元，同比-13%、环比+4%；实现归母净利润 4.48 亿元，同比-35%、环比+7%；会计准则新口径下毛利率为 15.14%、同比-1.55pct、环比+0.25pct；净利率为 4.32%、同比-1.35pct、环比+0.14pct。公司 2025Q2 利润同比有所下滑主要系 2024Q2 铅价上行、公司具有部分库存及期货收益致使同期利润基数较高。

铅酸电池业务稳健发展，应用场景持续丰富。公司 2025H1 铅酸电池实现营收 191.5 亿元，同比-5%；毛利率为 15.97%。公司持续拓展铅酸电池多元应用场景，产品在电动轻型车、储能及备用电源、汽车起停启停、电动工程机械等领域实现广泛应用。同时，公司加快全球化产能，越南组装厂产能利用率已接近 100%、越南自建工厂项目预计 2025 年底建成投产。展望 2025H2，电动自行车以旧换新政策支持依旧、新国标对铅酸电池重量放松有望提升单车带电量，公司铅酸电池业务同比有望实现显著改善。

锂电收入快速增长，经营情况持续向好。2025H1 公司锂电池业务实现营收 5.40 亿元，同比+193%；盈利能力同比显著向好。公司通过产品结构优化升级，重点突破通信储能领域，成功与中兴通信等客户建立战略合作。此外，公司自主研发的 280Ah、314Ah 两款锂电池电芯获得 CCS 中国船级社认证，在抗震、防水、散热等关键指标上展现出卓越性能。

公司加快技术迭代，前瞻布局多元技术路线。固态电池领域，公司已推出能量密度达 300Wh/kg 和 400Wh/kg 的固态电池原型产品，其中无人机领域已实现固态电池订单突破。钠离子电池领域，公司成功开发出 160Wh/kg 高能量密度层状氧化物钠电软包电芯，以及 105Wh/kg 长循环寿命聚阴离子钠电储能电芯，相关产品已在电动交通工具及储能系统领域实现示范应用。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；两轮车行业需求不及预期。

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以及电动两轮车需求波动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 19.57/23.04/26.02 亿元（原预测为 23.62/28.59/31.75 亿元），同比+26%/+18%/+13%，EPS 分别为 2.01/2.37/2.68 元，当前股价对应 PE 为 15.0/12.8/11.3 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	47,436	50,554	53,617
(+/-%)	14.0%	-5.7%	5.3%	6.6%	6.1%
净利润(百万元)	2305	1555	1957	2304	2602
(+/-%)	20.8%	-32.5%	25.9%	17.7%	13.0%
每股收益(元)	2.37	1.60	2.01	2.37	2.68
EBIT Margin	4.8%	3.1%	4.0%	4.6%	5.2%
净资产收益率(ROE)	14.3%	10.0%	11.8%	12.6%	12.9%
市盈率(PE)	12.8	18.9	15.0	12.8	11.3
EV/EBITDA	16.5	24.8	18.7	16.4	14.6
市净率(PB)	1.88	1.81	1.63	1.48	1.34

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

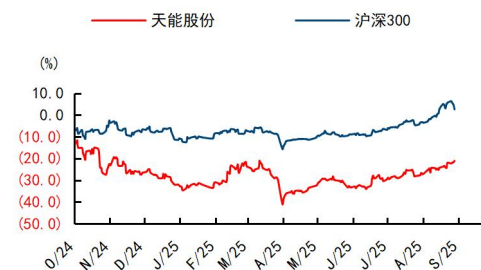
liquan2@guosen.com.cn

S0980524070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	30.28 元
总市值/流通市值	29435/29435 百万元
52 周最高价/最低价	40.27/22.31 元
近 3 个月日均成交额	88.18 百万元

市场走势



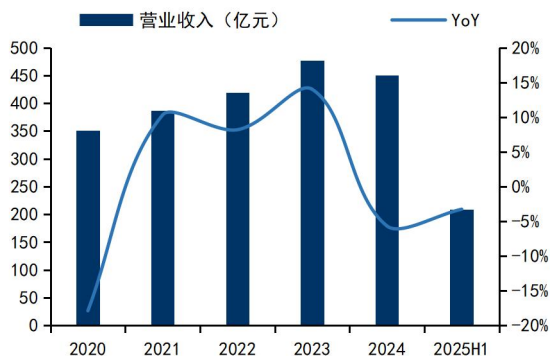
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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》——2025-04-02

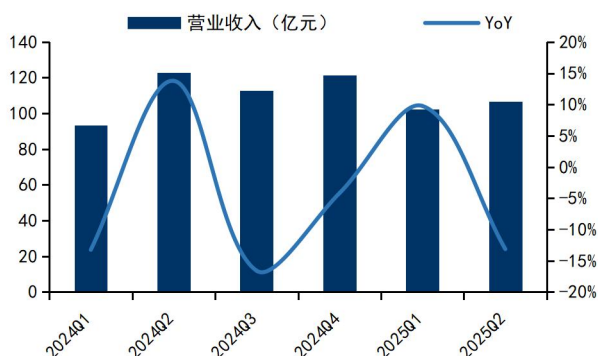
《天能股份（688819.SH）-2024 年中报点评-经营业绩表现稳健，以旧换新助推铅酸电池稳步增长》——2024-09-11

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



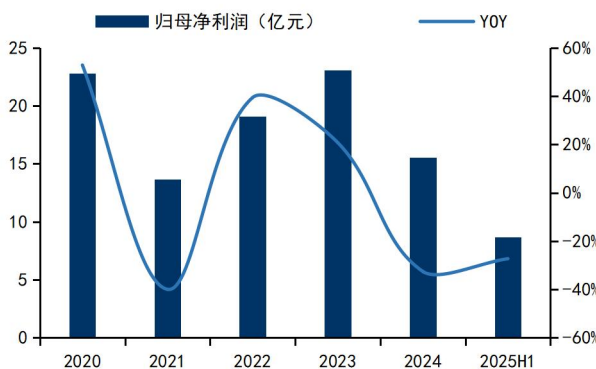
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



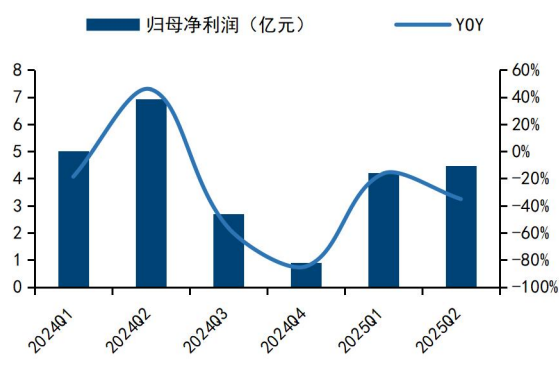
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



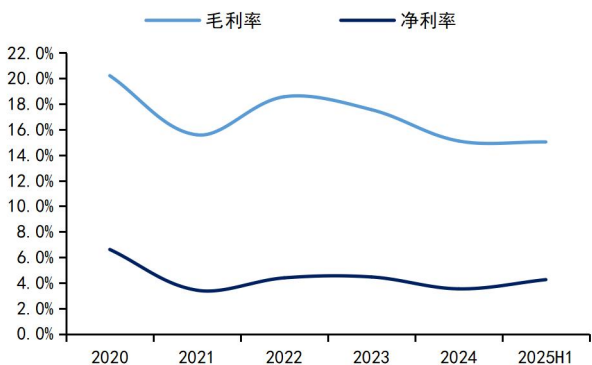
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



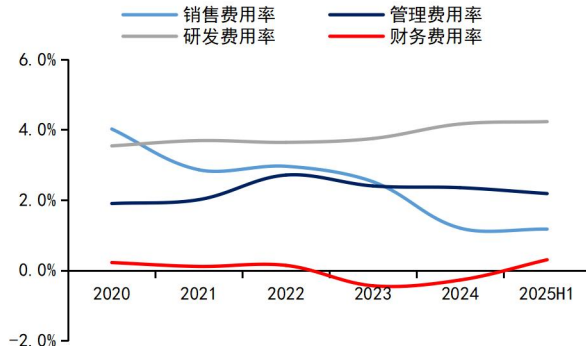
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；注：2024年&2025H1 毛利率数据采用会计准则最新口径

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；注：2024年&2025H1 费用率数据采用会计准则最新口径

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11336	18725	20165	22534	25342	营业收入	47748	45042	47436	50554	53617
应收款项	3720	3241	1560	1662	1763	营业成本	39368	38241	40392	42966	45447
存货净额	5698	6549	6888	7341	7785	营业税金及附加	1950	1932	1803	1870	1957
其他流动资产	1052	969	1010	1074	1136	销售费用	1205	541	508	531	552
流动资产合计	22438	30350	30505	33506	36933	管理费用	1144	1059	972	961	965
固定资产	10952	11688	11154	11073	10732	研发费用	1790	1875	1874	1896	1930
无形资产及其他	1065	1045	1004	962	920	财务费用	(208)	(125)	53	70	81
其他长期资产	1360	1187	1423	1517	1609	投资收益	(29)	30	40	50	50
长期股权投资	17	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	(285)	(284)	(45)	0	0
资产总计	35832	44288	44104	47075	50211	其他收入	552	850	770	770	770
短期借款及交易性金融负债	2780	6572	5000	5000	5000	营业利润	2736	2113	2600	3080	3504
应付款项	8152	11974	11849	12610	13340	营业外净收支	22	0	0	1	2
其他流动负债	5187	5036	4080	4333	4578	利润总额	2758	2113	2600	3081	3506
流动负债合计	17464	24845	22351	23460	24527	所得税费用	629	523	572	693	806
长期借款及应付债券	1381	1924	1924	1924	1924	少数股东损益	(175)	35	71	84	97
其他长期负债	1369	1292	1741	1803	1864	归属于母公司净利润	2305	1555	1957	2304	2602
长期负债合计	2750	3217	3665	3727	3788	现金流量表（百万元）					
负债合计	20213	28062	26016	27187	28315	净利润	2305	1555	1957	2304	2602
少数股东权益	197	337	408	492	589	资产减值准备	(229)	(313)	(60)	0	0
股东权益	15421	15889	17679	19396	21307	折旧摊销	713	928	1075	1123	1182
负债和股东权益总计	35832	44288	44104	47075	50211	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(208)	(125)	53	70	81
每股收益	2.37	1.60	2.01	2.37	2.68	营运资本变动	676	3527	364	477	447
每股红利	0.65	0.17	0.60	0.71	0.80	其它	(931)	866	592	167	190
每股净资产	16.07	16.69	18.61	20.46	22.52	经营活动现金流	2534	6563	3928	4070	4422
ROIC	10%	5%	7%	12%	14%	资本开支	(3140)	(2218)	(500)	(1000)	(800)
ROE	14%	10%	12%	13%	13%	其它投资现金流	67	(240)	(196)	(44)	(42)
毛利率	18%	15%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(3072)	(2457)	(696)	(1044)	(842)
EBIT Margin	5%	3%	4%	5%	5%	权益性融资	25	(455)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	6%	7%	7%	负债净变化	708	(2206)	(1572)	0	0
收入增长	14%	-6%	5%	7%	6%	支付股利、利息	(583)	(632)	(167)	(587)	(691)
净利润增长率	21%	-33%	26%	18%	13%	其它融资现金流	(123)	(2750)	(1572)	0	0
资产负债率	56%	63%	59%	58%	56%	融资活动现金流	357	(3168)	(1792)	(657)	(772)
息率	2.1%	0.6%	2.0%	2.3%	2.7%	现金净变动	(182)	937	1440	2369	2807
P/E	12.8	18.9	15.0	12.8	11.3	货币资金的期初余额	11104	11336	18725	20165	22534
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3	货币资金的期末余额	11336	18725	20165	22534	25342
EV/EBITDA	16.5	24.8	18.7	16.4	14.6	企业自由现金流	17	3285	2412	2406	2959
						权益自由现金流	885	1173	798	2351	2896

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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所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