

派能科技 (688063)

2022 年报点评: 盈利水平表现亮眼, 全年出货翻倍以上增长

买入 (维持)

2023 年 04 月 12 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

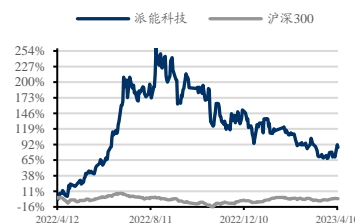
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,013	10,961	16,476	22,167
同比	192%	82%	50%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	1,273	2,500	3,402	4,524
同比	303%	96%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.25	14.24	19.37	25.76
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.56	18.10	13.30	10.00

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **归母净利同增 303%、业绩符合市场预期。**公司 22 年营收 60 亿, 同增 192%, 归母净利 13 亿, 同增 303%, 扣非净利 13 亿元, 同增 319%, 毛利率 35%, 同增 5pct; 其中 Q4 营收 24.45 亿, 环增 43%; 归母净利 6 亿, 环增 65%, 毛利率 38%, 环增 3pct, 业绩与业绩快报基本一致, 符合市场预期。
- **全年出货同增 127%、单位利润表现亮眼。**公司 22 年出货 3.5GWh, 同增 127%, 其中 Q4 出货 1.3GWh, 环增 30%。我们预计公司 23 年全年出货 7GWh, 同比翻倍, 其中 Q1 受欧洲客户去库存影响, 公司出货预计环降 20%左右。盈利方面, 公司 22 年单位价格 1.91 元/Wh (含税), 单位成本 1.11 元/Wh, 单位盈利 0.36 元/Wh, 接近翻倍增长, 其中 Q4 扣非净利 0.47 元/wh, 若加回激励费用, 则单 Wh 净利达 0.5 元, 环增 25%+。23 年原材料价格下行, 但传导存在时滞, 一季度盈利预计维持高位, 全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降, 单位盈利预计维持 0.35 元/Wh 左右, 同比微降。
- **23 年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。**海外能源价格依然较高, 随着户储系统降价, 经济性依然显著, 我们预计 23 年全球户储增速 50-60%, 其中欧洲地区增速 60-70%, 欧洲经销商 22 年年底备有较多库存, 随着 Q1 库存逐步消化完毕, Q2 进入旺季, 预计需求拉动明显。公司 23 年户储日本、美国市场顺利推进, 且预计大储及工商业储能均将贡献增量, 其中工商业出货占比预计从 5%提升至 10-15%, 大储 1GWh 产能投产开始出货, 同时积极布局新技术, 预计钠电池 23H2 开始批量出货。
- **22 年经营性现金流转正、存货高增。**22 年公司期间费用 5 亿, 期间费用率 8.3%, 同减 3.5pct。22 年底存货 14 亿, 较年初增长 106%, 较 Q3 末增长 2%; 应收账款 20 亿, 较年初增长 253%; 22 年经营活动净现金流净额 9.5 亿, 同比转正, 其中 Q4 经营性现金流 4 亿, 环减 2%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于下游需求增速不及预期, 我们下修公司 23-25 年归母净利预测至 25/34/45 亿 (原 23-24 年预测: 28/38.7 亿元), 同比+96.5%/36%/33%, 对应 PE 18/13/10x, 给予 23 年 28xPE, 目标价 398.72 元, “买入”评级。
- **风险提示:** 储能政策支持力度下降, 竞争加剧导致产品价格下降。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	257.70
一年最低/最高价	134.18/511.69
市净率(倍)	9.26
流通 A 股市值(百万元)	21,578.28
总市值(百万元)	45,258.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.83
资产负债率(% ,LF)	46.72
总股本(百万股)	175.63
流通 A 股(百万股)	83.73

相关研究

《派能科技(688063): 2022 年业绩预增点评: 全年出货预计翻倍增长, 单位盈利环增超预期》

2023-01-12

《派能科技(688063): 2022 年三季报点评: 业绩大超市场预期, 盈利水平持续向上》

2022-10-20

22 年归母净利润 12.73 亿元，同比超三倍增长，业绩符合预期。2022 年公司营收 60.13 亿元，同比增长 191.55%；归母净利润 12.73 亿元，同比增长 302.53%；扣非净利润 12.61 亿元，同比增长 319.40%，22 年毛利率为 34.7%，同比提升 4.68pct；净利率为 21.17%，同比提升 5.84pct，22 年业绩符合市场预期。

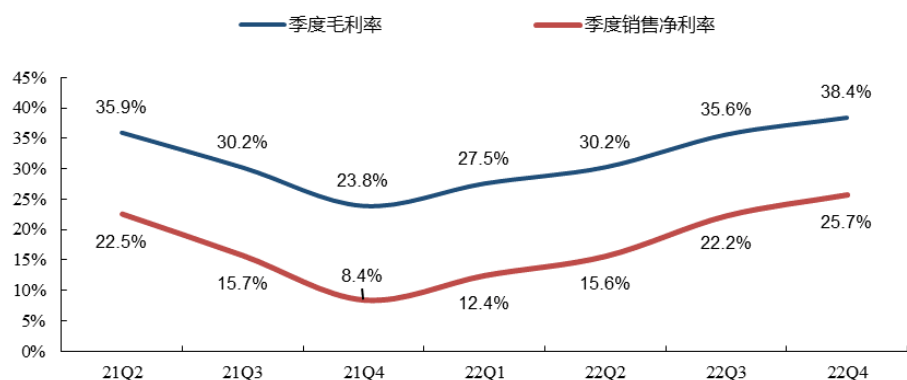
2022 年 Q4 归母净利润 6.28 亿元，环比增长 64.66%，盈利向好。2022 年 Q4 公司实现营收 24.45 亿元，同比增加 218.40%，环比增长 42.56%；归母净利润 6.28 亿元，同比增长 869.33%，环比增长 64.66%，扣非归母净利润 6.15 亿元，同比增长 948.38%，环比增长 61.70%。盈利能力方面，2022Q4 毛利率为 38.39%，同比增长 14.6pct，环比增长 2.8pct；归母净利率 25.68%，同比增长 17.2pct，环比增长 3.5pct；扣非净利率 25.16%，同比增长 17.5pct，环比增长 3.0pct。

图1：派能科技分季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,444.7	1,714.9	1,039.4	814.2
-同比	218.40%	179.71%	145.08%	216.18%
毛利率	38.39%	35.60%	30.19%	27.50%
归母净利润(百万)	627.8	381.3	162.3	101.3
-同比	869.33%	295.72%	69.76%	70.45%
归母净利率	25.68%	22.23%	15.62%	12.44%
扣非归母净利润(百万)	615.2	380.4	166.20	99.03
-同比	948.38%	305.67%	82.99%	72.69%
扣非归母净利率	25.16%	22.18%	15.99%	12.16%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：派能科技分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能业务营收高增，主营业务盈利能力提升。2022 年全年公司主营业务营收 59.60 亿元，同比增长 190%，毛利率为 34.12%，同比上升 4.43pct，其中储能业务营收 59.27

亿元，同比增长 198%，毛利率 34.11%，同比提升 4.38pct；2022H2 主营业务收入 40.78 亿元，同比增长 195%，毛利率 36%，同比+10pct。

图3：派能科技半年度业绩情况

	2022H2				2022H1		2021H2	
	营业收入 (百万元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率
主营业务	4077.58	195%	36%	+10pct	1849.73	29%	1380.90	26%
其他业务	28.56	313%			3.89		6.92	
分地区								
境内	129.86	-55%			115.53		286.55	4%
境外	3976.29	266%			1738.09		1087.42	32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：派能科技产品产销量情况

主要产品	单位	2022年						2021年			2020年		
		产量	同比	销量	同比	库存	同比	产量	销量	库存	产量	销量	库存
软包产品	MWh	4032.40	136.34%	3531.32	129.47%	530.28	140.4%	1706.15	1538.89	220.58	742.80	722.13	140.34
圆柱产品	Mwh	3.97	267.59%	4.08	179.45%	1.33	5.56%	1.08	1.46	1.26	3.42	4.92	1.49

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

全年出货同增 127%、单位利润表现亮眼。公司 22 年出货 3.5GWh，同增 127%，其中 Q4 出货 1.3GWh，环增 30%，23 年全年预计出货 7GWh，同比翻倍，其中 Q1 受欧洲客户去库存影响，公司出货预计环降 20%左右。盈利方面，公司 22 年单位价格 1.91 元/Wh（含税），单位成本 1.11 元/Wh，单位盈利 0.36 元/Wh，接近翻倍增长，其中 Q4 扣非净利 0.47 元/Wh，若加回激励费用，则单 Wh 净利达 0.5 元，环增 25%+。23 年原材料价格下行，但传导存在时滞，一季度盈利预计维持高位，全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降，单位盈利预计维持 0.35 元/Wh 左右，同比微降。

23 年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。海外能源价格依然较高，随着户储系统降价，经济性依然显著，我们预计 23 年全球户储增速 50-60%，其中欧洲地区增速 60-70%，欧洲经销商 22 年年底备有较多库存，随着 Q1 库存逐步消化完毕，Q2 进入旺季，预计需求拉动明显。公司 23 年户储日本、美国市场顺利推进，且预计大储及工商业储能均将贡献增量，其中工商业出货占比预计从 5%提升至 10-15%，大储 1GWh 产能投产开始出货，同时积极布局新技术，预计钠电池 23H2 开始批量出货。

22 年期间费用率下降显著，费用控制平稳。2022 年公司期间费用合计 4.99 亿元，同比增长 105.67%，费用率为 8.29%，同比减少 3.46pct；销售费用 0.95 亿元，同比增长 161.82%，费用率为 1.57%，同比减少 0.18pct；管理费用 1.02 亿元，同比增长 61.61%，费用率 1.70%，同比减少 1.37pct；财务费用-0.80 亿元，同比增长 529.8%，费用率-1.33%，同比增加 0.71pct；研发费用 3.82 亿元，同比增长 145.18%，费用率 6.35%，同比减少 1.2pct。

22Q4 期间费用合计 1.66 亿元，同比增长 56.05%，环比增长 24.98%，期间费用率为 6.81%，同比减少 7.09pct，环比减少 0.96pct；22Q4 销售费用 0.34 亿元，销售费用率 1.41%，同比增加 0.19pct，环比减少 0.44pct；管理费用 0.14 亿元，管理费用率 0.57%，同比减少 2.53pct，环比减少 1.51pct；财务费用-0.25 亿元，财务费用率-1.03%，同比增加 2.62pct，环比减少 1.46pct；研发费用 1.43 亿元，研发费用率 5.87%，同比减少 2.12pct，环比减少 0.46pct。公司 2022Q4 计提资产减值损失 0.075 亿元，计提信用减值损失 0.34 亿元。

图5：派能科技分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	15.95	12.54	31.67	34.41
-销售费用率	1.96%	1.21%	1.85%	1.41%
管理费用	22.11	30.84	35.68	13.86
-管理费用率	2.72%	2.97%	2.08%	0.57%
研发费用	62.36	67.29	108.50	143.42
-研发费用率	7.66%	6.47%	6.33%	5.87%
财务费用	3.71	-15.77	-42.65	-25.22
-财务费用率	0.46%	-1.52%	-2.49%	-1.03%
期间费用	104.14	94.89	133.20	166.47
-期间费用率	12.79%	9.13%	7.77%	6.81%
资产减值损失	-1.71	-12.34	-2.02	-7.53
信用减值损失	-0.12	-15.47	-21.92	-33.63

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

22 年经营性现金流转负为正、存货高增。2022 年底公司存货为 14.16 亿，较年初增长 106%，较 Q3 末增长 2%；应收账款 19.74 亿，较年初增长 253%；期末公司合同负债 0.4365 亿元，较年初增长 7.55%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 9.53 亿元，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 4.04 亿，环减 2.2%；投资活动净现金流净额为-2.80 亿元，流出同比收窄；资本开支为 7.76 亿元，同比上升 69.4%；账面现金为 12.62 亿元，较年初增长 2%。

盈利预测与投资评级：由于下游需求增速不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利润预测至 25/34/45 亿（原 23-24 年预测：28 /38.7 亿元），同比+96.5%/36%/33%，对应 PE 18/13/10x，给予 23 年 28xPE，目标价 398.72 元，“买入”评级。

风险提示：储能政策支持力度下降，竞争加剧导致产品价格下降。

派能科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,959	10,426	16,898	23,925	营业总收入	6,013	10,961	16,476	22,167
货币资金及交易性金融资产	1,978	2,439	6,979	10,594	营业成本(含金融类)	3,926	7,207	11,379	15,528
经营性应收款项	2,009	4,615	6,331	8,544	税金及附加	25	45	68	91
存货	1,416	2,962	3,118	4,254	销售费用	95	153	198	222
合同资产	2	0	0	0	管理费用	102	142	198	333
其他流动资产	555	410	471	533	研发费用	382	526	659	709
非流动资产	2,130	2,820	3,611	4,127	财务费用	-80	-51	16	31
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	15	22	33	44
固定资产及使用权资产	1,339	1,925	2,698	3,095	投资净收益	-3	16	16	11
在建工程	366	466	466	566	公允价值变动	9	0	10	10
无形资产	141	145	154	163	减值损失	-95	-67	-62	-57
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	132	132	131	130	营业利润	1,490	2,910	3,957	5,262
其他非流动资产	152	152	152	152	营业外净收支	-8	-2	-1	-1
资产总计	8,090	13,246	20,509	28,051	利润总额	1,482	2,908	3,956	5,261
流动负债	3,417	6,276	10,441	13,864	减:所得税	210	407	554	736
短期借款及一年内到期的非流动负债	415	751	1,873	2,186	净利润	1,273	2,500	3,402	4,524
经营性应付款项	2,565	4,708	7,433	10,144	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	80	0	0	归属母公司净利润	1,273	2,500	3,402	4,524
其他流动负债	394	736	1,134	1,535	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.25	14.24	19.37	25.76
非流动负债	362	362	362	362	EBIT	1,404	2,887	3,975	5,284
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,545	2,914	4,114	5,499
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.70	34.25	30.94	29.95
租赁负债	287	287	287	287	归母净利率(%)	21.17	22.81	20.65	20.41
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	191.55	82.29	50.31	34.54
负债合计	3,780	6,638	10,803	14,226	归母净利润增长率(%)	302.53	96.46	36.04	32.99
归属母公司股东权益	4,310	6,609	9,706	13,825					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,310	6,609	9,706	13,825					
负债和股东权益	8,090	13,246	20,509	28,051					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	953	1,051	4,677	4,497	每股净资产(元)	27.83	42.68	62.68	89.28
投资活动现金流	-280	-703	-915	-720	最新发行在外股份(百万股)	176	176	176	176
筹资活动现金流	191	112	767	-172	ROIC(%)	28.98	39.23	35.03	32.27
现金净增加额	955	461	4,530	3,605	ROE-摊薄(%)	29.53	37.84	35.05	32.72
折旧和摊销	141	27	139	215	资产负债率(%)	46.72	50.11	52.67	50.72
资本开支	-776	-717	-921	-721	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.56	18.10	13.30	10.00
营运资本变动	-559	-2,036	714	-694	P/B(现价)	9.26	6.04	4.11	2.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

