

鹏辉能源 (300438)

2022 年报及 2023 年一季报点评：业绩略好于市场预期，全年出货翻倍以上增长

买入 (维持)

2023 年 04 月 30 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

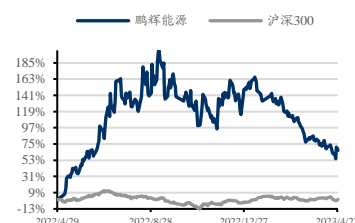
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,067	15,599	22,264	30,467
同比	59%	72%	43%	37%
归属母公司净利润 (百万元)	628	1,353	2,010	2,687
同比	244%	115%	49%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.36	2.93	4.36	5.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	38.28	17.79	11.97	8.95

关键词：#业绩超预期

投资要点

- 年报符合市场预期、一季度业绩略好于市场预期。公司 22 年营收 91 亿，同增 59%，归母净利 6.3 亿，同增 244%，其中 22Q4 营收 26 亿，同环比+43%/+5%，归母净利 1.9 亿，同环比+905%/-7%；23 年 Q1 营收 25 亿元，同环比+50%/-2.7%，归母净利 1.8 亿元，同环比 101%/-1.5%，一季度淡季情况下营收利润环比基本持平，业绩略好于市场预期。
- Q1 储能出货环比微增、全年出货超 130% 增长。出货方面，22 年看，储能预计出货 6GWh (户储+便携 71%，大储 20%，通信 9%)，对应收入 50 亿左右，同增 180%+，其中 Q4 储能预计出货 1.8-2GWh，环增 25% 左右；23 年看，Q1 储能预计出货超 2GWh，环比小幅增长，Q2 出货预计环增 50%，此外 17gwh 产能 Q3 起陆续投产，全年储能出货预计超 14GWh (户储+便携超 60%，大储 30%，通信近 10%)，实现同比 130% 以上增长。公司户储持续加深与阳光、德业、三晶、古瑞瓦特等头部客户的合作，大储稳固与阳光、南方等大客户的合作，新增三峡、电工、电建、中节能、西电、南瑞等优质客户。
- 海外大储占比提升、盈利水平保持稳定。盈利方面，22 年看，公司全年毛利率 18.7%，其中户储毛利率超 20%，大储毛利率约 15%，Q4 实现毛利率 18.2%，若加回股权费用、商誉减值共计 0.34 亿费用影响，公司盈利水平稳定 8% 左右，23 年看，原材料价格下行，储能电池价格下降 10-20%，但价格联动机制保证单位利润稳定，Q1 实现毛利率 20.0%，全年户储毛利率保持稳定，大储海外占比提升至 20-30%，毛利率提升至 17%+，整体毛利率预计维持 19% 左右，净利率维持 8% 左右。
- Q1 存货较年初小幅降低、资本开支同比高增。22 年公司期间费用 8.9 亿，费用率 9.8%，同减 1.7pct，23Q1 期间费用 2.4 亿，期间费用率 9.8%，同环比+0.36pct/-0.56pct。22 年底存货 26 亿，较 22 年初增长 63%，Q1 末存货 24 亿，较 23 年初降低 6.6%；22 年经营活动现金流 7.2 亿，同增 252%，Q1 经营活动现金流 0.18 亿，同比转正；22 年资本开支 12 亿，同增 91%，23Q1 资本开支 5 亿，同环比+331%/0.6%。
- 盈利预测与投资评级：我们维持 23-25 年公司归母净利润预测 13.5/20.1/26.9 亿元，同比增长 115%/49%/34%，对应 PE 为 18x/12x/9x，考虑到公司钠电池业务放量在即，产品结构进一步优化，给予公司 23 年 27 倍 PE，目标价 79 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：电芯价格竞争超预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.15
一年最低/最高价	30.65/98.47
市净率(倍)	5.79
流通 A 股市值(百万元)	18,711.67
总市值(百万元)	24,056.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.01
资产负债率(% ,LF)	66.83
总股本(百万股)	461.29
流通 A 股(百万股)	358.80

相关研究

《鹏辉能源(300438): 2022 年业绩预告点评: Q4 产能释放出货环增, 业绩受费用影响略低于预期【勘误版】》

2023-01-20

2022 年公司归母净利润 6.28 亿元，同比增长 244.45%，略低于市场预期。2022 年公司营收 90.67 亿元，同比增长 59.26%；归母净利润 6.28 亿元，同比增长 244.45%；扣非净利润 5.67 亿元，同比增长 314.29%；22 年毛利率为 18.69%，同比增加 2.48pct；净利率为 7.16%，同比增加 3.95pct。此前业绩预告公司 22 年归母净利 6.0-6.9 亿，业绩处于预告中值偏下，略低于市场预期。22Q4 公司实现营收 25.65 亿元，同比增加 42.73%，环比增长 5.25%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 905.25%，环比降低 7.03%，扣非归母净利润 1.35 亿元，同比转正，环比降低 26.15%。盈利能力方面，22Q4 毛利率为 18.2%，同比增长 2.49pct，环比降低 2.6pct；归母净利率 7.22%，同比增长 6.2pct，环比降低 0.95pct；扣非净利率 5.27%，同比提升 5.75pct，环比降低 2.24pct。

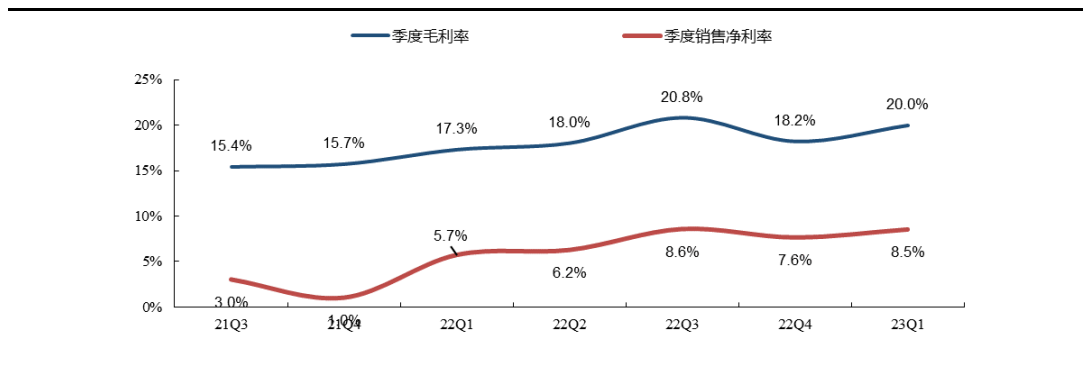
2023 年 Q1 公司归母净利润 1.82 亿元，同比增长 101.46%，环比降低 1.5%，略低于预期。23Q1 公司实现营收 24.95 亿元，同比增加 50.14%，环比降低 2.71%；归母净利润 1.82 亿元，同比增长 101.46%，环比降低 1.5%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长 100.92%，环比增长 25.6%，略低于市场预期。盈利能力方面，Q1 毛利率为 19.96%，同比增长 2.65pct，环比增长 1.76pct；归母净利率 7.31%，同比增长 1.86pct，环比增长 0.09pct；扣非净利率 6.8%，同比提升 1.72pct，环比提升 1.53pct。

图1：鹏辉能源季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,495.3	2,564.9	2,437.0	2,402.8	1,662.0
-同比	50.14%	42.73%	69.13%	72.51%	56.48%
毛利率	19.96%	18.20%	20.80%	18.02%	17.31%
归母净利润(百万)	182.5	185.3	199.3	153.3	90.6
-同比	101.46%	905.25%	337.02%	140.71%	65.51%
归母净利率	7.31%	7.22%	8.18%	6.38%	5.45%
扣非归母净利润(百万)	169.6	135.1	182.88	164.47	84.43
-同比	100.92%	-1659.01%	347.56%	196.21%	71.96%
扣非归母净利率	6.80%	5.27%	7.50%	6.84%	5.08%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：鹏辉能源分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022 年公司期间费用合计 8.88 亿元，同比增长 36.36%，费用率为 9.8%，同比降低 1.65pct。2022 年销售费用 2.4 亿元，销售费用率 2.65%，同比降低 0.14pct；管理费用 2.17 亿元，管理费用率 2.39%，同比降低 0.91pct；财务费用 0.01 亿元，财务费用率 0.01%，同比降低 1.01pct；研发费用 4.3 亿元，研发费用率 4.74%，同比增长 0.42pct。公司 2022 年计提资产减值损失-0.89 亿元；计提信用减值损失-0.49 亿元。22Q4 公司期间费用合计 2.65 亿元，同比增长 14.08%，环比增长 11.48%，期间费用率为 10.34%，同比降低 2.6pct，环比增长 0.58pct；销售费用 0.62 亿元，销售费用率 2.41%，同比降低 1.23pct，环比降低 0.53pct；管理费用 0.6 亿元，管理费用率 2.35%，同比降低 0.59pct，环比降低 0.1pct；财务费用 0.04 亿元，财务费用率 0.17%，同比降低 0.95pct，环比增长 0.56pct；研发费用 1.39 亿元，研发费用率 5.41%，同比增长 0.18pct，环比增长 0.65pct。公司 Q4 计提资产减值损失-0.35 亿元，计提信用减值损失-0.13 亿元。

2023Q1 公司期间费用合计 2.44 亿元，同比增长 55.81%，环比降低 7.94%，期间费用率为 9.78%，同比增长 0.36pct，环比降低 0.56pct；销售费用 0.53 亿元，销售费用率 2.14%，同比降低 0.45pct，环比降低 0.27pct；管理费用 0.66 亿元，管理费用率 2.64%，同比增长 0.18pct，环比增长 0.29pct；财务费用 0.13 亿元，财务费用率 0.52%，同比降低 0.05pct，环比增长 0.35pct；研发费用 1.12 亿元，研发费用率 4.48%，同比增长 0.69pct，环比降低 0.93pct。公司 2023Q1 计提资产减值损失-0.28 亿元，计提信用减值损失 0.01 亿元。

图3：鹏辉能源分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	43.06	63.68	71.70	61.80	53.30
-销售费用率	2.59%	2.65%	2.94%	2.41%	2.14%
管理费用	40.98	55.83	59.69	60.29	65.91
-管理费用率	2.47%	2.32%	2.45%	2.35%	2.64%
研发费用	63.02	112.53	115.88	138.69	111.83
-研发费用率	3.79%	4.68%	4.76%	5.41%	4.48%
财务费用	9.61	-3.35	-9.42	4.38	13.07
-财务费用率	0.58%	-0.14%	-0.39%	0.17%	0.52%
期间费用	156.67	228.68	237.85	265.15	244.10
-期间费用率	9.43%	9.52%	9.76%	10.34%	9.78%
资产减值损失	-13.45	-23.00	-17.16	-35.24	-27.51
信用减值损失	-5.59	4.27	-34.71	-13.06	0.67

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1 储能出货环比微增、全年出货超 130%增长。出货方面，22 年看，储能预计出货 6GWh(户储+便携 71%，大储 20%，通信 9%)，对应收入 50 亿左右，同增 180%+，其中 Q4 储能预计出货 1.8-2GWh，环增 25%左右；23 年看，Q1 储能预计出货超 2GWh，环比小幅增长，Q2 出货预计环增 50%，此外 17gwh 产能 Q3 起陆续投产，全年储能出货预计超 14GWh(户储+便携超 60%，大储 30%，通信近 10%)，实现同比 130%以上增长。公司户储持续加深与阳光、德业、三晶、古瑞瓦特等头部客户的合作，大储稳固与阳光、南方等大客户的合作，新增三峡、电工、电建、中节能、西电、南瑞等优质客户。

海外大储占比提升、盈利水平保持稳定。盈利方面,22 年看,公司全年毛利率 18.7%,其中户储毛利率超 20%,大储毛利率约 15%,Q4 实现毛利率 18.2%,若加回股权费用、商誉减值共计 0.34 亿费用影响,公司盈利水平稳定 8%左右,23 年看,原材料价格下行,储能电池价格下降 10-20%,但价格联动机制保证单位利润稳定,Q1 实现毛利率 20.0%,全年户储毛利率保持稳定,大储海外占比提升至 20-30%,毛利率提升至 17%+,整体毛利率预计维持 19%左右,净利率维持 8%左右。

Q1 存货较年初小幅降低、资本开支同比高增。2022 年公司存货为 26.08 亿元,较 22 年初增长 62.55%;应收账款 18.81 亿元,较 22 年初增长 9.45%;期末公司合同负债 3.62 亿元,较 22 年初增长 24.06%。2022 年末公司经营活动净现金流净额为 7.21 亿元,同比上升 251.58%;投资活动净现金流净额为-12.39 亿元,同比减少 81.7%;资本开支为 12.05 亿元,同比上升 90.66%,其中 Q4 资本开支为 5.01 亿,同比增长 230%,环比增长 29%;账面现金为 12.62 亿元,较 22 年初增长 3.33%,短期借款 8.04 亿元,较 22 年初增长 35.34%。2023Q1 公司存货为 24.36 亿元,较 23 年初降低 6.58%;应收账款 20.14 亿元,较 23 年初增长 7.06%;23Q1 公司合同负债 4.31 亿元,较 23 年初增长 18.87%。Q1 公司经营活动净现金流净额为 0.18 亿元,同比转正;投资活动净现金流净额为-4.72 亿元,同比上升 11.28%;资本开支为 5.04 亿元,同比增长 331%,环比增长 0.6%;账面现金为 13.47 亿元,较年初增长 6.74%,短期借款 6.84 亿元,较年初降低 14.91%。

投资建议:我们维持 23-25 年公司归母净利润预测 13.5/20.1/26.9 亿元,同比增长 115%/49%/34%,对应 PE 为 18x/12x/9x,考虑到公司钠电池业务放量在即,产品结构进一步优化,给予公司 23 年 27 倍 PE,目标价 79 元,维持“买入”评级。

风险提示:电芯价格竞争超预期等。

鹏辉能源三大财务预测表

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	7,143	13,574	20,352	27,541	营业总收入	9,067	15,599	22,264	30,467
货币资金及交易性金融资产	1,299	3,157	5,613	7,674	营业成本(含金融类)	7,372	12,616	18,087	25,149
经营性应收款项	3,074	5,782	8,142	10,744	税金及附加	29	50	71	97
存货	2,608	4,320	6,194	8,613	销售费用	240	374	490	548
合同资产	25	78	111	152	管理费用	217	343	445	548
其他流动资产	138	237	292	359	研发费用	430	655	846	1,005
非流动资产	4,972	5,754	6,462	6,560	财务费用	1	120	118	173
长期股权投资	123	123	133	143	加:其他收益	32	55	67	76
固定资产及使用权资产	3,243	3,920	4,511	4,590	投资净收益	10	62	82	104
在建工程	442	542	642	642	公允价值变动	-12	0	10	10
无形资产	395	399	408	417	减值损失	-138	-72	-82	-82
商誉	12	12	12	12	资产处置收益	5	0	0	0
长期待摊费用	19	19	18	17	营业利润	673	1,486	2,284	3,054
其他非流动资产	738	738	738	738	营业外净收支	9	2	3	3
资产总计	12,115	19,328	26,814	34,101	利润总额	682	1,488	2,287	3,057
流动负债	6,531	12,524	18,177	23,014	减:所得税	33	134	274	367
短期借款及一年内到期的非流动负债	841	3,530	5,907	6,398	净利润	649	1,354	2,012	2,690
经营性应付款项	4,284	7,331	10,511	14,615	减:少数股东损益	21	1	2	3
合同负债	362	568	543	629	归属母公司净利润	628	1,353	2,010	2,687
其他流动负债	1,044	1,095	1,216	1,372	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.36	2.93	4.36	5.83
非流动负债	1,416	1,416	1,416	1,416	EBIT	697	1,561	2,325	3,119
长期借款	632	632	632	632	EBITDA	1,123	2,096	3,046	3,952
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.69	19.13	18.76	17.46
租赁负债	53	53	53	53	归母净利率(%)	6.93	8.67	9.03	8.82
其他非流动负债	732	732	732	732	收入增长率(%)	59.26	72.05	42.73	36.84
负债合计	7,947	13,940	19,594	24,430	归母净利润增长率(%)	244.45	115.24	48.64	33.67
归属母公司股东权益	3,956	5,174	7,006	9,453					
少数股东权益	212	213	215	218					
所有者权益合计	4,168	5,387	7,221	9,671					
负债和股东权益	12,115	19,328	26,814	34,101					

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	721	680	1,818	2,904	每股净资产(元)	8.58	11.22	15.19	20.49
投资活动现金流	-1,239	-1,252	-1,344	-823	最新发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
筹资活动现金流	506	2,430	1,973	-31	ROIC(%)	13.31	18.57	17.47	17.96
现金净增加额	-5	1,858	2,446	2,051	ROE-摊薄(%)	15.88	26.14	28.70	28.43
折旧和摊销	425	535	722	833	资产负债率(%)	65.60	72.13	73.07	71.64
资本开支	-1,199	-1,313	-1,417	-917	P/E(现价&最新股本摊薄)	38.28	17.79	11.97	8.95
营运资本变动	-569	-1,292	-1,192	-952	P/B(现价)	6.08	4.65	3.43	2.54

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>

