

鹏辉能源 (300438)

2023 年中报点评: Q2 储能出货量环降叠加
减值损失, 业绩不及预期

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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	11,207	13,560	17,234
同比	59%	24%	21%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	628	653	920	1,294
同比	244%	4%	41%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.36	1.42	2.00	2.81
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.39	27.31	19.39	13.78

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **Q2 出货量环降叠加减值损失, 业绩不及预期。**公司 H1 营收 44 亿元, 同增 8%, 归母净利 2.5 亿元, 同增 3%; 其中, Q2 营收 19 亿元, 同环比-22%/-25%, 归母净利 0.69 亿元, 同环比-55%/-62%, 扣非净利 0.66 亿元, 同环比-60%/-61%; Q2 毛利率 17.4%, 同环比-0.7pct/-2.6pct, 归母净利率 3.7%, 同环比-2.7pct/-3.7pct, 相比 Q1 下滑明显, 其中计提信用减值 0.44 亿元, 业绩不及市场预期。
- **储能高增, 动力大幅下降, 消费稳定。**公司 H1 储能收入 28 亿元, 同增 43%, 占比 64%, 消费收入 12-13 亿元, 同增 18%, 占比 29%, 动力收入 3 亿元, 同降 90%, 占比 7%, 主要受五菱销量大幅下降影响。全年看, 储能业务仍实现大幅增长, 预计收入保持 45-50%增长, 消费业务维持 20%增长。
- **Q2 储能出货环降, H2 大储贡献增量。**H1 公司储能出货量 3.5gwh, 其中 Q2 为 1.5gwh, 环降 25%, 主要由于便携式储能大幅减少, 而户储 Q2 逆势环+10%、大储基本持平。预计 Q3 末户储、便携式储能去库存一段落, 需求有望逐步恢复, 且 H2 公司大储产能释放, 全年储能出货量有望达到 10gwh+, 同增 60%。产能看, 公司年中储能产能 17.3gwh, Q3 起 22gwh 陆续投产, 年底可实现产能 40gwh, 支撑明年持续增长。H1 公司储能均价 0.9 元/wh, 其中 Q2 预计环降 20%; Q2 整体毛利率 17%, 环降 2.6pct, 受降价及产能利用率降低所致, 预计下半年盈利水平基本维持。
- **Q2 存货下降, 合同负债增加, 减值损失影响明显。**Q2 期间费用 1.9 亿元, 期间费用率 9.9%, 同环比+0.3pct/+0.1pct, 计提信用减值损失 0.44 亿元, 资产减值损失 0.19 亿元; 期末存货 24.7 亿元, 较年初下降 5.4%; 应收账款 18.9 亿元, 较年初增 0.7%; 期末合同负债 5.3 亿元, 较年初增长 45.9%; H1 经营现金流净额为 0.9 亿元, 同比升 172%; 资本开支 9.5 亿元, 同比增加 201%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于储能电芯竞争加剧, 我们下调公司 23-25 年归母净利预测至 6.5/9.2/12.9 亿元 (原预测为 13.5/20.1/26.9 亿元), 同比 +4%/+41%/+41%, 对应 PE 27/19/14x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.68
一年最低/最高价	36.38/98.47
市净率(倍)	4.26
流通 A 股市值(百万元)	13,890.10
总市值(百万元)	17,840.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.09
资产负债率(% ,LF)	70.57
总股本(百万股)	461.24
流通 A 股(百万股)	359.10

相关研究

《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》

2023-05-01

《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

23年H1公司归母净利润2.5亿元，同增3.0%，业绩不及市场预期。2023年H1公司营收43.75亿元，同比增长7.62%；归母净利润2.51亿元，同比增长3.05%；扣非净利润2.35亿元，同比减少5.43%；23H1毛利率为18.84%，同比增加1.11pct；销售净利率为6.42%，同比增加0.39pct。

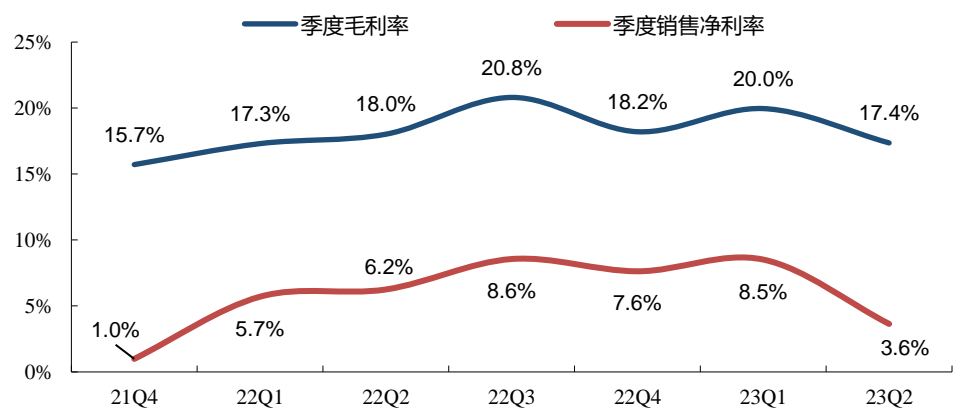
23年Q2公司归母净利润0.7亿元，同环比-55.1%/-62.3%，业绩不及市场预期。2023年Q2公司实现营收18.79亿元，同比减少21.79%，环比减少24.69%；归母净利润0.69亿元，同比减少55.1%，环比减少62.28%，扣非归母净利润0.66亿元，同比减少60.02%，环比减少61.24%。盈利能力方面，23Q2毛利率为17.36%，同比下降0.66pct，环比下降2.6pct；归母净利率3.66%，同比下降2.72pct，环比下降3.65pct；23Q2扣非净利率3.5%，同比下降3.35pct，环比下降3.3pct。

图1：鹏辉能源季度业绩情况

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万)	1,879.3	2,495.3	2,564.9	2,437.0	2,402.8
-同比	-21.79%	50.14%	42.73%	69.13%	72.51%
毛利率	17.36%	19.96%	18.20%	20.80%	18.02%
归母净利润(百万)	68.8	182.5	185.3	199.3	153.3
-同比	-55.10%	101.46%	905.25%	337.02%	140.71%
归母净利率	3.66%	7.31%	7.22%	8.18%	6.38%
扣非归母净利润(百万)	65.8	169.6	135.06	182.88	164.47
-同比	-60.02%	100.92%	-1659.01%	347.56%	196.21%
扣非归母净利率	3.50%	6.80%	5.27%	7.50%	6.84%

数据来源：公司公告，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：公司公告，东吴证券研究所

储能高增，动力大幅下降，消费稳定。公司H1储能收入28亿元，同增43%，占比64%，消费收入12-13亿元，同增18%，占比29%，动力收入3亿元，同降90%，占比7%，主要受五菱销量大幅下降影响。全年看，储能业务仍实现大幅增长，预计收入保持45-50%增长，消费业务维持20%增长。

Q2 储能出货环降，H2 大储贡献增量。H1 公司储能出货量 3.5gwh，其中 Q2 为 1.5gwh，环降 25%，主要由于便携式储能大幅减少，而户储 Q2 逆势环+10%、大储基本持平。预计 Q3 末户储、便携式储能去库存告一段落，需求有望逐步恢复，且 H2 公司大储产能释放，全年储能出货量有望达到 10gwh+，同增 60%。产能看，公司年中储能产能 17.3gwh，Q3 起 22gwh 陆续投产，年底可实现产能 40gwh，支撑明年持续增长。H1 公司储能均价 0.9 元/wh，其中 Q2 预计环降 20%；Q2 整体毛利率 17%，环降 2.6pct，受降价及产能利用率降低所致，预计下半年盈利水平基本维持。

公司 2023 年 Q2 费率环比下降，计提信用减值损失。2023 年 Q2 期间费用合计 1.85 亿元，同比减少 18.99%，环比减 24.11%，期间费用率为 9.86%，同比增 0.34pct，环比增 0.08pct；销售费用 0.37 亿元，销售费用率 1.97%，同比减 0.68pct，环比减 0.17pct；管理费用 0.53 亿元，管理费用率 2.8%，同比增 0.48pct，环比增 0.16pct；财务费用-0.08 亿元，财务费用率-0.41%，同比减 0.27pct，环比减 0.94pct；研发费用 1.03 亿元，研发费用率 5.5%，同比增 0.82pct，环比增 1.02pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失 0.19 亿元，同环比-18.02%/-31.48%；计提信用减值损失 0.44 亿元，同环比+1126.76%/+6629.44%。

图3：鹏辉能源分季度费用情况

单位：百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	63.68	71.70	61.80	53.30	37.03
-销售费用率	2.65%	2.94%	2.41%	2.14%	1.97%
管理费用	55.83	59.69	60.29	65.91	52.61
-管理费用率	2.32%	2.45%	2.35%	2.64%	2.80%
研发费用	112.53	115.88	138.69	111.83	103.36
-研发费用率	4.68%	4.76%	5.41%	4.48%	5.50%
财务费用	-3.35	-9.42	4.38	13.07	-7.75
-财务费用率	-0.14%	-0.39%	0.17%	0.52%	-0.41%
期间费用	228.68	237.85	265.15	244.10	185.26
-期间费用率	9.52%	9.76%	10.34%	9.78%	9.86%
资产减值损失	-23.00	-17.16	-35.24	-27.51	-18.85
信用减值损失	4.27	-34.71	-13.06	0.67	-43.82

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 Q2 存货下降，经营性现金流增长转正，资本开支大幅增加。2023 年 H1 公司存货为 24.68 亿元，较年初减少 5.37%；应收账款 18.93 亿元，较年初增长 0.66%；期末公司合同负债 5.29 亿元，较年初增长 45.87%。23H1 公司经营活动现金流净额为 0.87 亿元，同比上升 171.92%；投资活动现金流净额为-10.44 亿元，同比减少 207.81%；资本开支为 9.49 亿元，同比上升 200.87%；账面现金为 14.62 亿元，较年初增长 15.88%，短期借款 7.32 亿元，较年初减少 8.91%。

盈利预测与投资评级：由于储能电芯竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 6.5/9.2/12.9 亿元（原预测为 13.5/20.1/26.9 亿元），同比+4%/+41%/+41%，对应 PE 27/19/14x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

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	9,700	12,580	15,713	营业总收入	9,067	11,207	13,560	17,234
货币资金及交易性金融资产	1,299	2,278	3,437	4,365	营业成本(含金融类)	7,372	9,383	11,334	14,385
经营性应收款项	3,074	3,952	4,975	6,085	税金及附加	29	36	43	55
存货	2,608	3,213	3,881	4,927	销售费用	240	269	298	310
合同资产	25	56	68	86	管理费用	217	247	285	345
其他流动资产	138	201	220	250	研发费用	430	471	515	603
非流动资产	4,972	5,754	6,462	6,560	财务费用	1	98	60	96
长期股权投资	123	123	133	143	加:其他收益	32	39	41	43
固定资产及使用权资产	3,243	3,920	4,511	4,590	投资净收益	10	45	50	59
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	717	1,044	1,469
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	15,454	19,043	22,273	利润总额	682	719	1,047	1,472
流动负债	6,531	9,288	12,036	14,085	减:所得税	33	65	126	177
短期借款及一年内到期的非流动负债	841	2,392	4,045	4,233	净利润	649	654	921	1,296
经营性应付款项	4,284	5,453	6,586	8,360	减:少数股东损益	21	1	1	1
合同负债	362	422	340	360	归属母公司净利润	628	653	920	1,294
其他流动负债	1,044	1,021	1,064	1,132	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.36	1.42	2.00	2.81
非流动负债	1,416	1,416	1,416	1,416	EBIT	697	802	1,085	1,535
长期借款	632	632	632	632	EBITDA	1,123	1,338	1,806	2,368
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.69	16.28	16.42	16.53
租赁负债	53	53	53	53	归母净利率(%)	6.93	5.83	6.79	7.51
其他非流动负债	732	732	732	732	收入增长率(%)	59.26	23.61	20.99	27.09
负债合计	7,947	10,704	13,452	15,501	归母净利润增长率(%)	244.45	3.96	40.86	40.68
归属母公司股东权益	3,956	4,538	5,377	6,557					
少数股东权益	212	213	214	215					
所有者权益合计	4,168	4,750	5,591	6,772					
负债和股东权益	12,115	15,454	19,043	22,273					

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	872	1,117	1,915	每股净资产(元)	8.58	9.84	11.66	14.21
投资活动现金流	(1,239)	(1,270)	(1,377)	(868)	最新发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
筹资活动现金流	506	1,377	1,408	(128)	ROIC(%)	13.31	10.80	10.52	12.28
现金净增加额	(5)	979	1,149	918	ROE-摊薄(%)	15.88	14.40	17.11	19.74
折旧和摊销	425	535	722	833	资产负债率(%)	65.60	69.26	70.64	69.60
资本开支	(1,199)	(1,313)	(1,417)	(917)	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.39	27.31	19.39	13.78
营运资本变动	(569)	(357)	(731)	(461)	P/B (现价)	4.51	3.93	3.32	2.72

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>