开源证券

派能科技（688063.SH）

2022 年 04 月 09 日

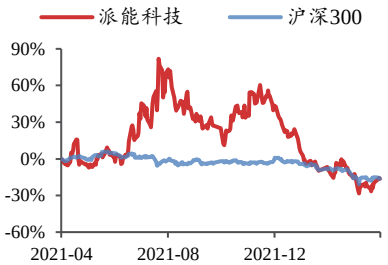
产品利润率有望回升，新技术引领未来成长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/8
当前股价(元)	132.67
一年最高最低(元)	316.44/112.41
总市值(亿元)	205.43
流通市值(亿元)	108.93
总股本(亿股)	1.55
流通股本(亿股)	0.82
近 3 个月换手率(%)	148.25

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-三季度盈利拐点向上，户用储能龙头受益行业大趋势》-2021.10.24

《公司信息更新报告-储能产品量升价稳，后期高增长可期》-2021.8.20

《公司信息更新报告-2020 年业绩高增长，户储龙头成长空间广阔》-2021.4.28

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

● 2021 年营收大幅增长，成本压力导致毛利率有所下滑

2021 年公司营收 20.63 亿元，同比+84.14%；实现归属母公司净利润 3.16 亿元，同比增长 15.19%。上游原材料价格大幅上涨，国际海运运力不足、物流成本增加，人民币持续升值等因素导致公司主营业务毛利率有所下降；后续将边际改善。我们调整 2022/2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 5.93(-3.13)/9.93(-5.94)/14.26 亿元，EPS 分别为 3.83/6.41/9.21 元/股，当前股价对应市盈率分别为 34.7/20.7/14.4 倍，看好公司 2022 年产品涨价后利润率修复，维持“买入”评级。

● 看好公司后续产品利润率提升

前三季度产品均价 1.34 元/Wh，单位利润约为 0.25 元/Wh。四季度出货 574.34MWh，产品均价为 1.34 元/Wh，单位利润为 0.10 元/Wh。2021 年四季度碳酸锂等上游原材料持续涨价，公司利润端承压。产品均价没有提升的主要原因我们分析：（1）国内产品占比提升，2021 年境内收入+120.39%，高于海外收入增长（+76.95%），国内产品均价相对较低，拉低公司整体产品均价；（2）个别海外项目涨价相对滞后。我们预计 2022 年 1 季度后公司利润率逐步改善，主要基于：（1）上游价格逐步松动，公司也加强在上游的布局和原材料储备；（2）向下游涨价兑现，在利润端体现。

● 长寿命电芯&LMFP 电芯&钠离子电池重点突破，储能电芯技术引领未来成长

（1）长寿命电芯：通过研究负极人造 SEI、预锂化、多层涂层等技术以提升电池寿命和综合性能。公司的长寿面电池在保持能量密度不低于 175Wh/Kg 的基础上，循环寿命提升至 12000 次以上，未来有望突破 15000 次，使用寿命超过 20 年，是行业最高水平；（2）布局了磷酸锰铁锂电芯，目前已完成化学体系平台验证与电芯小试开发，重点解决了加工工艺技术难题；（3）钠离子电池核心材料体系开发、关键材料自主研究开发、匀浆及涂覆工艺开发与电芯设计等研究工作，开发出了第一代钠离子电池产品并完成小试。

● 风险提示：产能扩建情况不及预期、上游原材料价格回调不及预期、疫情影响

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,120	2,063	5,481	9,184	13,822
YOY(%)	36.6	84.1	165.8	67.6	50.5
归母净利润(百万元)	274	316	593	993	1,426
YOY(%)	-90.5	15.2	87.5	67.5	43.7
毛利率(%)	43.5	30.0	23.8	27.7	26.9
净利率(%)	24.5	15.3	10.8	10.8	10.3
ROE(%)	10.0	10.6	17.1	22.5	24.7
EPS(摊薄/元)	1.77	2.04	3.83	6.41	9.21
P/E(倍)	74.8	65.0	34.65	20.69	14.40
P/B(倍)	7.5	6.9	5.9	4.7	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2813	3178	5788	7765	12525
现金	2254	1235	1358	2276	3425
应收票据及应收账款	269	653	1798	2309	3872
其他应收款	10	25	69	89	148
预付账款	7	177	312	508	726
存货	190	687	1851	2183	3954
其他流动资产	83	400	400	400	400
非流动资产	401	1088	2494	3533	4793
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	222	488	1682	2560	3604
无形资产	21	24	28	28	29
其他非流动资产	158	576	785	946	1160
资产总计	3214	4266	8282	11298	17317
流动负债	475	1139	4658	6727	11376
短期借款	56	130	1958	3763	5852
应付票据及应付账款	346	829	2571	2834	5388
其他流动负债	73	179	128	130	136
非流动负债	6	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	157	157	157	157
负债合计	480	1296	4815	6884	11534
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	155	155	155	155	155
资本公积	2202	2207	2207	2207	2207
留存收益	377	608	1110	1912	2996
归属母公司股东权益	2734	2970	3467	4414	5784
负债和股东权益	3214	4266	8282	11298	17317

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	281	-330	56	789	1266
净利润	274	316	593	993	1426
折旧摊销	27	46	109	200	273
财务费用	24	-13	97	394	621
投资损失	0	-8	-2	-2	-3
营运资金变动	-59	-766	-741	-796	-1050
其他经营现金流	14	95	-0	-0	-0
投资活动现金流	-146	-1649	-1513	-1236	-1529
资本支出	146	458	1406	1039	1259
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1190	-107	-197	-270
筹资活动现金流	2006	-25	-248	-440	-677
短期借款	15	75	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	39	0	0	0	0
资本公积增加	1976	5	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-105	-248	-440	-677
现金净增加额	2120	-2035	-1704	-887	-940

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1120	2063	5481	9184	13822
营业成本	633	1443	4176	6638	10098
营业税金及附加	4	7	19	30	41
营业费用	22	36	104	172	235
管理费用	46	63	164	367	553
研发费用	73	156	252	459	663
财务费用	24	-13	97	394	621
资产减值损失	-9	-7	0	0	0
其他收益	7	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	8	2	2	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	313	359	671	1126	1615
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	3	1	1	1
利润总额	312	356	670	1125	1614
所得税	37	40	77	132	187
净利润	274	316	593	993	1426
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	274	316	593	993	1426
EBITDA	274	373	711	1444	2092
EPS(元)	1.77	2.04	3.83	6.41	9.21

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	84.1	165.8	67.6	50.5
营业利润(%)	89.8	14.7	87.0	67.9	43.4
归属于母公司净利润(%)	-90.5	15.2	87.5	67.5	43.7
获利能力					
毛利率(%)	43.5	30.0	23.8	27.7	26.9
净利率(%)	24.5	15.3	10.8	10.8	10.3
ROE(%)	10.0	10.6	17.1	22.5	24.7
ROIC(%)	7.8	8.8	9.6	13.2	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	14.9	30.4	58.1	60.9	66.6
净负债比率(%)	-80.2	-30.1	21.8	37.3	44.7
流动比率	5.9	2.8	1.2	1.2	1.1
速动比率	5.3	1.9	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	4.8	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.77	2.04	3.83	6.41	9.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	-2.13	0.36	5.09	8.18
每股净资产(最新摊薄)	17.65	19.18	22.39	28.51	37.35
估值比率					
P/E	74.8	65.0	34.7	20.7	14.4
P/B	7.5	6.9	5.9	4.7	3.6
EV/EBITDA	66.9	52.2	29.7	15.2	11.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn