

调价落地，盈利能力修复

投资要点

- **事件：**公司发布2022年一季度报告，2022年一季度实现营业收入8.14亿元，同比增长216.18%，环比增长6.00%；实现归母净利润1.01亿元，同比增长70.45%，环比增长55.38%；实现扣非归母净利润0.99亿元，同比增长72.69%，环比增长67.80%。
- **储能产品涨价，成本顺利传导。**公司2021年实现储能电池系统营业收入19.88亿元，产品销售量1.54GWh，对应储能产品单价1.29元/MWh，较2020年1.54元/MWh的产品均价仍有小幅下降，成本端原材料涨价叠加产品单价下滑，导致公司21Q4毛利率显著低于历史水平，公司盈利能力不及预期。公司22Q1营业成本为5.90亿元，与21Q4基本持平，在碳酸锂等原材料持续涨价的背景下，预测一季度出货量略低于21Q4水平。同时，报告期内公司实现营业收入8.14亿元，环比增长约6%，增速高于营业成本，可得公司成本端压力正逐步向下游传导。经测算，若碳酸锂材料涨价实现完全传导，公司产品单位价格较2021年应涨价约0.2元/MWh，即产品单价上调至1.5元/MWh，对应22Q1出货量约为0.53GWh；若碳酸锂材料涨价由上下游平摊，公司产品单位价格较2021年应涨价约0.1元/MWh，即产品单价上调至1.4元/MWh，对应22Q1出货量约为0.57GWh。
- **公司盈利能力较21Q4显著修复，预期逐步恢复至历史平均水平。**经测算，公司2021年全年储能系统单位毛利约为0.38元/MWh，其中21Q4仅为0.31元/MWh。公司22Q1销售毛利率修复至27.50%，在产品均价1.4~1.5元/MWh的基础上，对应单位毛利为0.39~0.41元/MWh，较21Q4有较为显著的上涨，公司成本端压力已实现传导，公司盈利能力上修。预计随着后续调价措施的进一步落地，公司盈利水平仍有一定上行空间，中长期看，利润的稳步增长将平滑成本跳涨带来的损失，公司盈利情况预期向好。
- **积极扩产，与下游客户形成良好合作关系。**公司兼顾国内与海外市场，与中兴通讯、英国Segen、德国Krannich、意大利Energy等光、储系统供应商建立了长期稳定的合作关系，并积极扩产满足日益增长的下游需求。当前公司拥有年产3GWh电芯产能和3.5GWh系统产能，同时，公司新增产能持续优化设备配置，通过设备生产效率的提升有效带动产能提升，预计募投项目建成后形成年产7GWh电芯和8GWh系统产能规模。
- **产品结构丰富，产品价值量有望增加。**公司于2021年发布了5KWh的新一代家庭储能产品和100KWh的工商业储能产品，产品线实现Wh级到MWh级无缝覆盖，产品能量密度提升10%，功率性能提升20%，产品竞争力大幅提升。同时，公司积极推动替代解决方案如钠离子电池技术的开发，2021年公司开发出了第一代钠离子电池产品并完成小试。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为4.05元、6.58元、9.47元，未来三年归母净利润将保持67%的复合增长率。考虑到公司户用储能龙头地位，且公司产品相较可比公司拥有一定差异，我们给予公司2022年45倍PE，对应目标价182.25元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动风险；公司产能未能如期释放风险；海外疫情形势持续严峻，下游需求萎缩风险；政策变动风险；汇率风险。

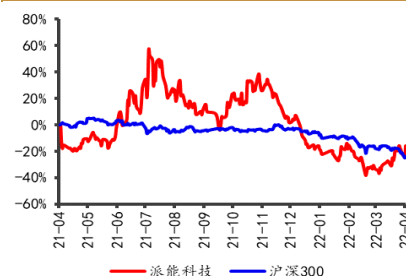
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2062.52	5324.59	7574.59	10574.59
增长率	84.14%	158.16%	42.26%	39.61%
归属母公司净利润(百万元)	316.18	627.46	1019.18	1466.59
增长率	15.19%	98.45%	62.43%	43.90%
每股收益EPS(元)	2.04	4.05	6.58	9.47
净资产收益率ROE	10.65%	17.75%	3.02%	25.77%
PE	69	35	21	15
PB	7.35	6.18	4.93	3.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.55
流通A股(亿股)	0.82
52周内股价区间(元)	112.41-316.44
总市值(亿元)	218.28
总资产(亿元)	42.66
每股净资产(元)	19.18

相关研究

1. 派能科技(688063): 业绩持续稳健, 三季度营收高增 (2021-10-25)
2. 派能科技(688063): 政策持续加持, 户储龙头充分受益 (2021-08-20)

关键假设:

假设 1: 预计公司 8GWh 系统产能至 2024 年完全建成, 期间产能稳步投放, 产销比维持 2021 年 90% 以上水平, 对应 2022 至 2024 年公司储能电池系统销量为 3.5/5.0/7.0GWh;

假设 2: 主要原材料碳酸锂持续紧缺, 价格维持 2022 年初水平, 为保障盈利能力, 公司储能产品单价维持 1.5 元/Wh;

假设 3: 储能电池系统毛利率稳中有升, 随着规模效益增强, 2022 至 2024 年业务毛利率分别为 27.5%/28.0%/28.5%;

假设 4: 人民币汇率与 2021 年持平。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
储能电池系统	收入	1987.9	5250.0	7500.0	10500.0
	增速		164.1%	42.9%	40.0%
	毛利率	29.7%	27.5%	28.0%	28.5%
其他	收入	74.6	74.6	74.6	74.6
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	2062.5	5324.6	7574.6	10574.6
	增速		158.2%	42.3%	39.6%
	毛利率	30.0%	27.6%	28.1%	28.6%

数据来源: Wind, 西南证券

相对估值:

我们选取储能电池(系统)行业四家主流公司, 2022 年四家公司平均 PE 为 43 倍, 2023 年平均 PE 为 28 倍。公司储能业务将继续保持高速增长, 未来三年公司归母净利润复合增长率为 67%。考虑公司户用储能龙头地位, 且公司产品相较可比公司拥有一定差异, 我们给予公司 2022 年 45 倍 PE, 上调至“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
300750.SZ	宁德时代	390.11	6.83	11.32	16.45	86.03	34.45	23.71
002594.SZ	比亚迪	227.50	1.05	2.59	4.22	256.32	87.79	53.89
300014.SZ	亿纬锂能	56.45	1.53	2.30	3.44	77.21	24.57	16.41
300274.SZ	阳光电源	58.90	1.70	2.30	3.11	136.82	25.58	18.93
平均值						139	43	28

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2062.52	5324.59	7574.59	10574.59	净利润	316.18	627.46	1019.18	1466.59
营业成本	1443.20	3852.49	5446.24	7553.74	折旧与摊销	45.73	43.18	43.18	43.18
营业税金及附加	7.22	19.77	27.54	38.48	财务费用	-12.69	60.05	51.85	127.38
销售费用	36.12	106.49	113.62	158.62	资产减值损失	-7.28	20.00	30.00	40.00
管理费用	63.42	559.08	757.46	1004.59	经营营运资本变动	-671.88	-1117.75	-870.71	-1100.96
财务费用	-12.69	60.05	51.85	127.38	其他	-0.19	-20.00	-30.00	-40.00
资产减值损失	-7.28	20.00	30.00	40.00	经营活动现金流净额	-330.12	-387.06	243.49	536.18
投资收益	7.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-339.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.77	0.00	0.00	0.00	其他	-1309.53	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1648.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	358.60	706.70	1147.88	1651.78	短期借款	74.54	128.62	271.35	245.04
其他非经营损益	-2.49	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	356.11	706.70	1147.88	1651.78	股权融资	5.44	0.00	0.00	0.00
所得税	39.93	79.23	128.70	185.20	支付股利	-85.16	-63.24	-125.49	-203.84
净利润	316.18	627.46	1019.18	1466.59	其他	-20.22	-114.61	-51.85	-127.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-25.40	-49.23	94.01	-86.18
归属母公司股东净利润	316.18	627.46	1019.18	1466.59	现金流量净额	-2034.66	-436.29	337.50	450.00
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1234.97	798.69	1136.19	1586.19	成长能力				
应收和预付款项	855.81	1930.60	2855.82	3969.31	销售收入增长率	84.14%	158.16%	42.26%	39.61%
存货	687.18	1834.36	2593.23	3596.71	营业利润增长率	14.68%	97.07%	62.43%	43.90%
其他流动资产	400.04	712.18	928.29	1216.43	净利润增长率	15.19%	98.45%	62.43%	43.90%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.81%	106.80%	53.46%	46.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	641.90	607.32	572.73	538.14	毛利率	30.03%	27.65%	28.10%	28.57%
无形资产和开发支出	23.96	21.26	18.56	15.86	三费率	11.76%	13.63%	12.18%	12.20%
其他非流动资产	422.38	416.50	410.61	404.72	净利率	15.33%	11.78%	13.46%	13.87%
资产总计	4266.26	6320.91	8515.42	11327.37	ROE	10.65%	17.75%	23.02%	25.77%
短期借款	130.46	259.07	530.42	775.46	ROA	7.41%	9.93%	11.97%	12.95%
应付和预收款项	910.47	2362.66	3388.98	4688.97	ROIC	26.52%	27.79%	27.88%	30.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.99%	15.21%	16.41%	17.23%
其他负债	255.34	164.97	168.12	172.29	营运能力				
负债合计	1296.28	2786.70	4087.52	5636.72	总资产周转率	0.55	1.01	1.02	1.07
股本	154.84	154.84	154.84	154.84	固定资产周转率	5.81	11.31	17.37	26.34
资本公积	2207.10	2207.10	2207.10	2207.10	应收账款周转率	5.09	5.70	4.72	4.63
留存收益	608.04	1172.27	2065.96	3328.71	存货周转率	3.25	3.06	2.46	2.44
归属母公司股东权益	2969.98	3534.21	4427.90	5690.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.57%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2969.98	3534.21	4427.90	5690.65	资产负债率	30.38%	44.09%	48.00%	49.76%
负债和股东权益合计	4266.26	6320.91	8515.42	11327.37	带息债务/总负债	10.06%	9.30%	12.98%	13.76%
					流动比率	2.79	2.01	1.91	1.89
					速动比率	2.19	1.31	1.25	1.24
					股利支付率	26.94%	10.08%	12.31%	13.90%
					每股指标				
					每股收益	2.04	4.05	6.58	9.47
					每股净资产	19.18	22.82	28.60	36.75
					每股经营现金	-2.13	-2.50	1.57	3.46
					每股股利	0.55	0.41	0.81	1.32
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	391.64	809.93	1242.91	1822.34					
PE	69.04	34.79	21.42	14.88					
PB	7.35	6.18	4.93	3.84					
PS	10.58	4.10	2.88	2.06					
EV/EBITDA	51.61	25.59	16.62	11.22					
股息率	0.39%	0.29%	0.57%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn