

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

买入（维持）

2022 年 10 月 20 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,063	5,734	13,387	19,551
同比	84%	178%	133%	46%
归属母公司净利润（百万元）	316	1,131	2,756	3,865
同比	15%	258%	144%	40%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.04	7.30	17.80	24.96
P/E（现价&最新股本摊薄）	192.26	53.75	22.06	15.73

#业绩超预期

投资要点

■ **Q3 归母净利 3.81 亿元，环比大增 135%，扣非净利 3.8 亿元，环增 129%，超市场预期。**前三季度合计归母净利 6.45 亿元，同增 157%，扣非净利润 6.46 亿元，同增 167%；Q3 毛利率 35.6%，环增 5.4pct；归母净利率 22.23%，环增 6.62pct。

■ **公司 Q3 出货环增 55%，量利大超预期。**22 年 Q1-Q3 合计出货 2.2gwh，同增 128%，其中 Q3 出货 1gwh，同增 110%，环比大增 55%，现有产能满产满销，Q4 新增 4gwh 产能投产，我们预计出货环增 40%左右，对应 22 年出货 3.6gwh，23 年出货 8gwh+，连续翻倍增长。盈利方面，公司 Q3 单 wh 不含税售价 1.73 元/wh，环增 7%，单位成本 1.11 元/wh，环微降 2%，Q3 单位扣非净利 0.38 元/wh，若加回股权激励费用，则单 wh 净利达 0.42 元/wh，环增 35%+，主要系售价环增、成本环比微降、且汇兑损益贡献 0.4 亿左右及规模效应摊薄费用。看全年，我们预计 Q4 售价维持，全年单位扣非净利有望达 0.31 元/wh+，且 23 年股权激励费用减少，随着规模效应降本，单位盈利有进一步提升空间。

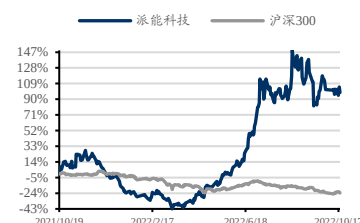
■ **欧洲电价波动不改户储经济性，22-23 年市场需求预计翻倍以上增长。**22 年欧洲能源成本攀升，推动户用光伏高增，尽管近期欧盟出台政策限制非气电价在 180 欧元/MWh 导致电价波动，我们预计终端电价依旧维持 40 欧分+，户储仍具备经济性。我们预计欧洲 22/23 年户储装机达 10/23GWh，同增 378%/133%，22/23 年全球户储装机达 15/35GWh，同增 250%/127%，考虑渠道库存，22/23 年全球户储出货预计达 24/55gwh，同增 250%/127%。储能电池具备品牌与渠道优势，壁垒深厚，且 23 年电池供给预计仍维持紧平衡，我们预计公司作为户储龙头将充分受益。

■ **财务处理稳健、现金流亮眼。**公司 Q3 期间费用 1.33 亿，环增 40%，期间费用率 7.77%，环降 1.36pct，规模效应降费明显，财务费用-0.43 亿，预计主要为汇兑损益的正向贡献，此外计提信用减值损失 0.2 亿。公司 Q3 经营性净现金流 4.13 亿，较 Q2 的 0.07 亿大幅度提升，表现亮眼。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司 Q3 业绩超预期，我们上修公司 22-24 年归母净利润至 11.31/27.56/38.65 亿元（原预测为 8.32/23.01/32.27 亿元），同比增长 258%/144%/40%，对应 PE 分别为 54/22/16x，考虑到欧洲户用储能爆发，公司订单供不应求，给予 23 年 35xPE，对应目标价 623 元，维持“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)	392.58
一年最低/最高价	112.41/511.69
市净率(倍)	16.63
流通 A 股市值(百万元)	32,133.13
总市值(百万元)	60,788.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.60
资产负债率(% ,LF)	46.65
总股本(百万股)	154.84
流通 A 股(百万股)	81.85

相关研究

《派能科技(688063)：户储需求爆发量利齐升，业绩超市场预期》

2022-08-26

《派能科技(688063)：欧洲户用储能超预期，涨价顺利预计量利双升》

2022-07-04

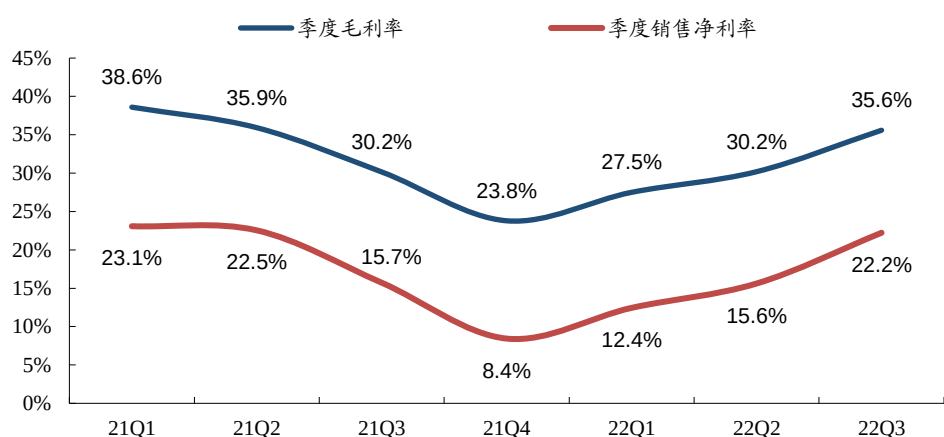
Q3 归母净利 3.81 亿元，环比大增 135%，扣非净利 3.8 亿元，环增 129%，超市场预期。2022 年前三季度公司营收 35.68 亿元，同比增长 175.62%；归母净利润 6.45 亿元，同比增长 156.52%；扣非净利润 6.46 亿元，同比增长 166.86%；毛利率为 32.18%，同比降低 1.55pct；净利率为 18.07%，同比降低 1.35pct。其中 2022 年 Q3 实现营收 17.15 亿元，同比增加 179.71%，环比增长 64.98%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 295.72%，环比增长 134.89%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 305.67%，环比增长 128.9%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 35.6%，同比+5.44pct，环比+5.4pct；归母净利率 22.23%，同比+6.52pct，环比+6.62pct；Q3 扣非净利率 22.18%，同比+6.89pct，环比+6.19pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万)	1,714.9	1,039.4	814.2	767.8	613.1
-同比	179.71%	145.08%	216.18%	146.38%	95.36%
毛利率	35.60%	30.19%	27.50%	23.79%	30.16%
归母净利润(百万)	381.3	162.3	101.3	64.8	96.3
-同比	295.72%	69.76%	70.45%	-16.72%	31.65%
归母净利率	22.23%	15.62%	12.44%	8.44%	15.72%
扣非归母净利润(百万)	380.4	166.2	99.03	58.68	93.78
-同比	305.67%	82.99%	72.69%	-22.33%	31.04%
扣非归母净利率	22.18%	15.99%	12.16%	7.64%	15.30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司 Q3 出货环增 55%，量利大超预期。22 年 Q1-Q3 合计出货 2.2gwh，同增 128%，其中 Q3 出货 1gwh，同增 110%，环比大增 55%，现有产能满产满销，Q4 新增 4gwh 产能投产，我们预计出货环增 40%左右，对应 22 年出货 3.6gwh，23 年出货 8gwh+，连续翻倍增长。盈利方面，公司 Q3 单 wh 不含税售价 1.73 元/wh，环增 7%，单位成本 1.11 元/wh，环微降 2%，Q3 单位扣非净利 0.38 元/wh（扣除汇兑损益对应 0.34 元/wh，环增 36%），若加回股权激励费用，则单 wh 净利达 0.42 元/wh，环增 35%+（扣除汇兑损益对应 0.38 元/wh，环增 23%），主要系售价环增、成本环比微降、且汇兑损益贡献 0.4 亿左右及规模效应摊薄费用（单 wh 股权激励费用下降 0.02 元/wh 至 0.04 元/wh）。看全年，我们预计 Q4 售价维持，全年单位扣非净利有望达 0.31 元/wh+，且 23 年股权激励费用减少，随着规模效应降本，单位盈利有进一步提升空间。

欧洲电价波动不改户储经济性，22-23 年市场需求预计翻倍以上增长。22 年欧洲能源成本攀升，推动户用光伏高增，尽管近期欧盟出台政策限制非气电价在 180 欧元/MWh 导致电价波动，我们预计终端电价依旧维持 40 欧分+，户储仍具备经济性。我们预计欧洲 22/23 年户储装机达 10/23GWh，同增 378%/133%，2022/2023 年全球户储装机达 15/35GWh，同增 250%/127%，考虑渠道库存，22/23 年全球户储出货预计达 24/55gwh，同增 250%/127%。储能电池具备品牌与渠道优势，壁垒深厚，且 23 年电池供给预计仍维持紧平衡，我们预计公司作为户储龙头将充分受益。

图3：公司期间费用情况

单位：百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	6.99	7.25	12.52	9.37	15.95	12.54	31.67
-销售费用率	2.71%	1.71%	2.04%	1.22%	1.96%	1.21%	1.85%
管理费用	12.72	11.14	15.78	23.77	22.11	30.84	35.68
-管理费用率	4.94%	2.63%	2.57%	3.10%	2.72%	2.97%	2.08%
研发费用	24.84	30.95	38.50	61.34	62.36	67.29	108.50
-研发费用率	9.65%	7.30%	6.28%	7.99%	7.66%	6.47%	6.33%
财务费用	-7.10	-10.43	-7.36	12.20	3.71	-15.77	-42.65
-财务费用率	-2.76%	-2.46%	-1.20%	1.59%	0.46%	-1.52%	-2.49%
期间费用	37.45	38.91	59.43	106.68	104.14	94.89	133.20
-期间费用率	14.54%	9.18%	9.69%	13.89%	12.79%	9.13%	7.77%
资产减值损失	-0.65	-0.65	-1.09	-4.90	-1.71	-12.34	-2.02
信用减值损失	2.97	-5.11	-17.13	-5.37	-0.12	-15.47	-21.92

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

财务处理稳健，现金流亮眼。公司 Q3 期间费用 1.33 亿，环增 40%，期间费用率 7.77%，同/环降 1.93pct/1.36pct，规模效应降费明显，其中销售费用率 1.85%，同比-0.2pct，环比+0.64pct；管理费用率 2.08%，同比-0.49pct，环比-0.89pct；财务费用率-2.49%，同

比-1.29pct，环比-0.97pct；研发费用率 6.33%，同比+0.05pct，环比-0.15pct。财务费用-0.43 亿，预计主要为汇兑损益的正向贡献，此外公司计提信用减值损失 0.2 亿，会计处理稳健。公司 Q3 经营性净现金流 4.13 亿，较 Q2 的 0.07 亿大幅度提升，表现亮眼。2022 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 5.5 亿元，同比下降 769.31%；投资活动净现金流净额为-2.04 亿元，同比下降 57%；资本开支 5.6 亿元，同比增长 101.67%；账面现金为 8.49 亿元，较年初下降 31.27%，短期借款 4.58 亿元，较年初增长 251.42%。

盈利预测与投资评级：考虑到公司 Q3 业绩超预期，我们上修公司 22-24 年归母净利润至 11.31/27.56/38.65 亿元（原预测为 8.32/23.01/32.27 亿元），同比增长 258%/144%/40%，对应 PE 分别为 54/22/16x，考虑到欧洲户用储能爆发，公司订单供不应求，给予 23 年 35xPE，对应目标价 623 元，维持“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)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,178	5,494	11,617	17,892	营业总收入	2,063	5,734	13,387	19,551
货币资金及交易性金融资产	1,436	1,326	3,654	6,199	营业成本(含金融类)	1,443	3,837	9,097	13,675
经营性应收款项	830	2,330	5,126	7,533	税金及附加	7	20	47	68
存货	687	1,577	2,492	3,747	销售费用	36	92	174	215
合同资产	1	0	0	0	管理费用	63	138	241	293
其他流动资产	224	261	345	412	研发费用	156	373	683	880
非流动资产	1,088	1,714	2,441	2,893	财务费用	-13	-51	6	22
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	13	20	31	33
固定资产及使用权资产	679	1,201	1,910	2,243	投资净收益	8	9	13	10
在建工程	154	254	254	354	公允价值变动	1	0	10	10
无形资产	24	28	37	46	减值损失	-32	-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	59	59	58	57	营业利润	359	1,287	3,133	4,393
其他非流动资产	172	172	172	172	营业外净收支	-2	-2	-1	-1
资产总计	4,266	7,208	14,058	20,784	利润总额	356	1,285	3,132	4,392
流动负债	1,139	3,028	7,369	10,576	减:所得税	40	154	376	527
短期借款及一年内到期的非流动负债	185	483	1,605	1,918	净利润	316	1,131	2,756	3,865
经营性应付款项	829	2,204	5,226	7,856	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	41	108	0	0	归属母公司净利润	316	1,131	2,756	3,865
其他流动负债	84	233	538	802	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.04	7.30	17.80	24.96
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	338	1,275	3,146	4,419
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	401	1,365	3,349	4,698
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.03	33.08	32.05	30.05
租赁负债	150	150	150	150	归母净利率(%)	15.33	19.72	20.58	19.77
其他非流动负债	8	8	8	8	收入增长率(%)	84.14	177.99	133.49	46.04
负债合计	1,296	3,186	7,527	10,733	归母净利润增长率(%)	15.19	257.67	143.68	40.25
归属母公司股东权益	2,970	4,022	6,532	10,051					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,970	4,022	6,532	10,051					
负债和股东权益	4,266	7,208	14,058	20,784					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-330	393	2,400	3,359	每股净资产(元)	19.18	25.98	42.18	64.91
投资活动现金流	-1,649	-710	-918	-721	最新发行在外股份(百万股)	155	155	155	155
筹资活动现金流	-25	207	836	-102	ROIC(%)	9.84	28.18	42.78	38.12
现金净增加额	-2,035	-110	2,318	2,535	ROE-摊薄(%)	10.65	28.12	42.19	38.45
折旧和摊销	63	91	203	279	资产负债率(%)	30.38	44.20	53.54	51.64
资本开支	-458	-717	-921	-721	P/E(现价&最新股本摊薄)	192.26	53.75	22.06	15.73
营运资本变动	-766	-1,011	-858	-1,086	P/B(现价)	20.47	15.11	9.31	6.05

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>

