

## 派能科技 (688063)

### 海外户储市场火热，电芯产能释放助力业绩持续超预期

#### ◆ 三季度收入符合预期，单季度盈利能力持续改善

Q1~3 公司营业收入 35.68 亿元、同比+175.6%，归母净利润 6.45 亿、同比+156.5%，毛利率 32.2%，净利率 18.15%。Q3 单季度营业收入 17.5 亿、同比/环比+179.7%/+65.0%，归母净利润 3.81 亿，同比/环比+295.7%/+134.9%，毛利率 35.6%、较去年同期+5.4pcts，净利率 22.2%、较去年同期+6.5pcts。在行业高景气度和产能释放的共同作用下，公司实现量价齐升、收入与盈利能力持续提升。

#### ◆ 全球能源紧缺带来储能行业高景气度，欧美户储和国内大储成为亮点

全球电化学储能市场规模已经从 2018 年的 6.6GW 提升至 2021 年的 24.5GW，CAGR+54.1%，未来有望保持高速增长。去年以来多国电力供应紧张、电价不断提升，户储成为欧美居民生活用电的重要补充、进入高景气时代。据 GGII 测算，2022 年全球户用储能新增装机有望突破 15GWh、同比+134%，2025 年全球户用储能新增装机规模有望达到 100GWh，CAGR+60.7%。中国电化学储能主要以新能源电站配储为主，根据 CNESA，市场规模从 2018 年的 1.1GW 提升至 2022 年(E)的 9.5GW 左右、CAGR+71.4%。据电规总院预测未来三年国内电力供应紧张，其中 2023~2024 尤其严峻，但若未来欧洲部分重化工产业转移至中国、则 2025 年以后电力仍将出现明显缺口，因此未来数年储能有望保持高速增长。

#### ◆ 公司户储产品量价齐升，产能逐步释放

公司 Q1~3 产品销量为 2.2GWh、同比+128%，其中 Q1/Q2/Q3 分别销售 566.6/642.5/994.0 MWh，单瓦均价分别为 1.44/1.62/1.73 元，单瓦毛利分别为 0.40/0.49/0.61 元。公司的核心产品户储销量逐季增长、价格持续提高。随着 IPO 募投项目预计于今年年底投产，公司的产能瓶颈逐渐缓解，未来储能产品单季产销量均有望超 1GWh、销售均价保持。

#### ◆ 布局电芯解决核心供应链瓶颈，积累技术期待大储领域爆发力

公司积极布局上游电芯制造，由此能在“锂-正极-电芯”供应链持续涨价的背景下实现储能产品持续提价和保持盈利能力。今年有望形成电芯/电池系统产能 7GWh/8GWh。10GWh 锂电池研发制造基地定增项目于 10 月在合肥开工，一期 5GWh 预计于 2024 Q1 投产，二期 5GWh 预计于 2025 年 4 月投产。公司积极切入大储赛道，在定增项目中规划方形铝壳电芯，主要面向电力储能系统。销售模式上，境外市场公司销售策略以各市场区域重点开发为主，境内市场公司优先满足大客户需求。同时公司具备自主研发从电芯到系统全链条的能力，钠电池和磷酸锰铁锂电芯等新一代电池技术均已布局。

#### ◆ 投资建议与盈利预测

未来全球能源供应紧张对来带户储与大型储能需求维持高景气度。公司作为全球户储龙头，积极布局大型储能领域、向上游布局电芯产能构建护城河，且产能投放节奏稳健，有望持续扩大市占率。综上，我们认为公司具备强壁垒和高成长特点，维持“买入”评级，预测公司 2022~2024 年归母净利润分别 10.70、24.29 和 31.98 亿元，2023 年目标价 627.53 元，对应 PE 值分别为 90.9、40.0 和 30.2。

#### ◆ 风险提示

主要经济体不景气，储能市场扩张不及预期；多国储能政策发生改变；公司产能投放节奏不及预期；原材料价格出现大幅度波动。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1120.07	2062.52	5768.24	12920.85	16620.09
增长率 (%)	36.62	84.14	179.67	124.00	28.63
归母净利润 (百万元)	274.49	316.18	1069.51	2429.25	3197.63
增长率 (%)	90.46	15.19	238.26	127.14	31.63
毛利率 (%)	43.52	30.03	33.92	34.42	34.93
每股收益 (元)	1.77	2.04	6.91	15.69	20.65
市盈率 PE	208.84	181.30	53.60	23.60	17.93
市净率 PB	20.97	19.30	15.00	9.96	6.91
净资产收益率 ROE (%)	32.43	10.04	10.65	27.99	42.23

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2022年10月21日

收盘价(元): 370.20

目标价(元): 627.53

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 154.84

总市值(百万) 57,323.45

流通股本(百万股) 81.85

流通市值(百万) 30,301.30

12月最高/最低价(元) 511.69/112.41

资产负债率(%) 46.65

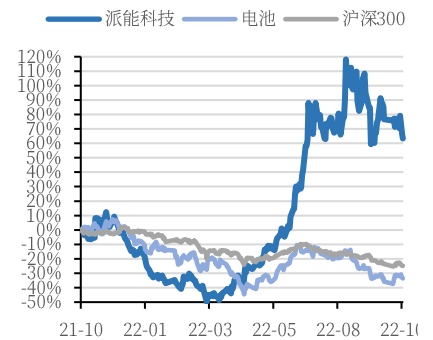
每股净资产(元) 23.60

市盈率(TTM) 80.77

市净率(PB) 15.68

净资产收益率(%) 17.65

#### 股价走势图



#### 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

#### 相关研究报告

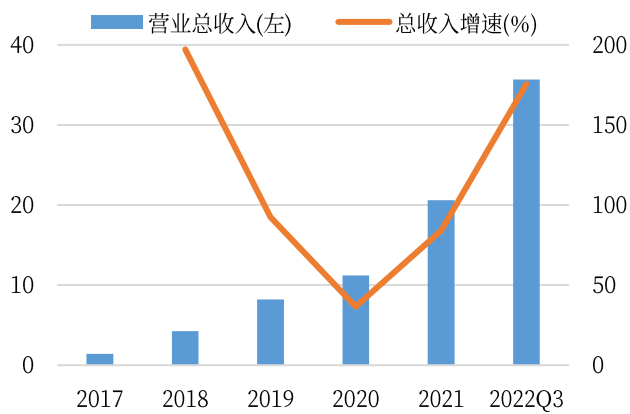
派能科技 (688063): 盈利能力改善, 户储龙头乘储能东风起势 —2022-09-02

股市有风险 入市需谨慎

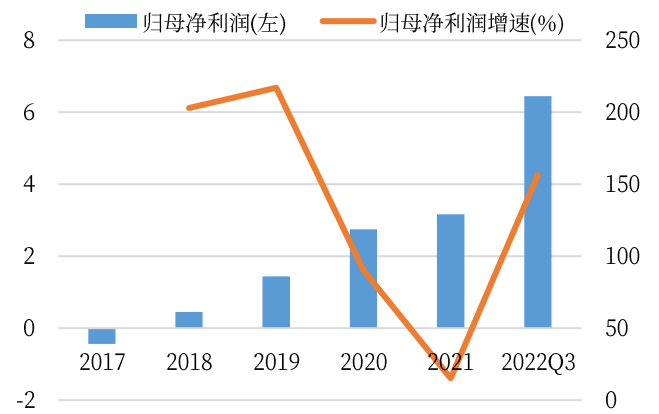
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

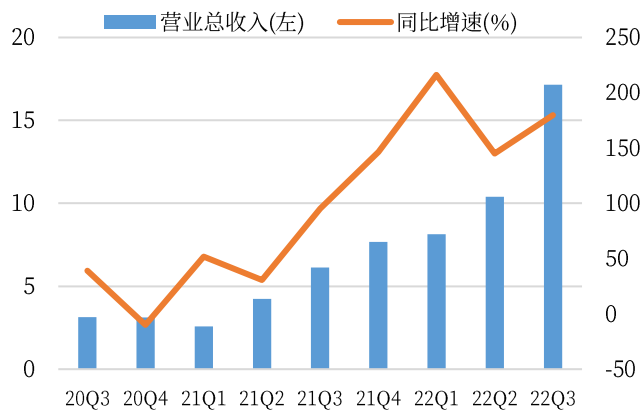
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

**图1 公司连续多年保持营收高增长（亿元）**


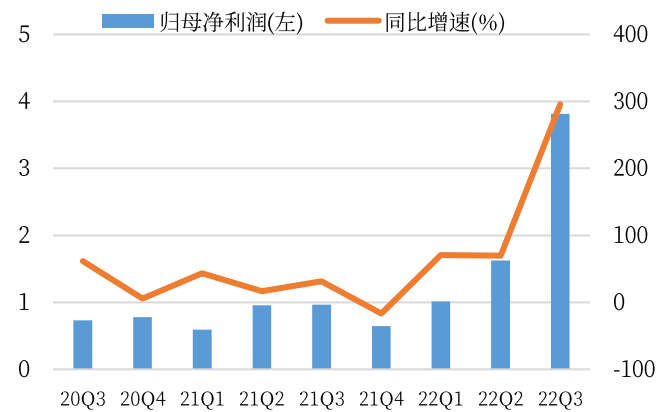
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图2 公司连续多年保持净利润高增长（亿元）**


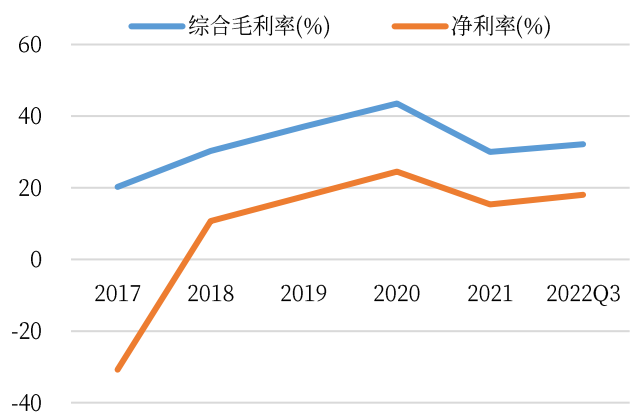
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图3 2021Q3开始销售收入开始快速增长（亿元）**


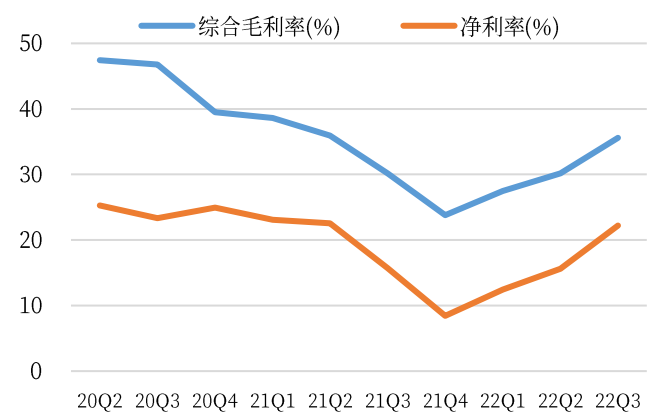
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图4 2022Q1开始净利润快速提升（亿元）**


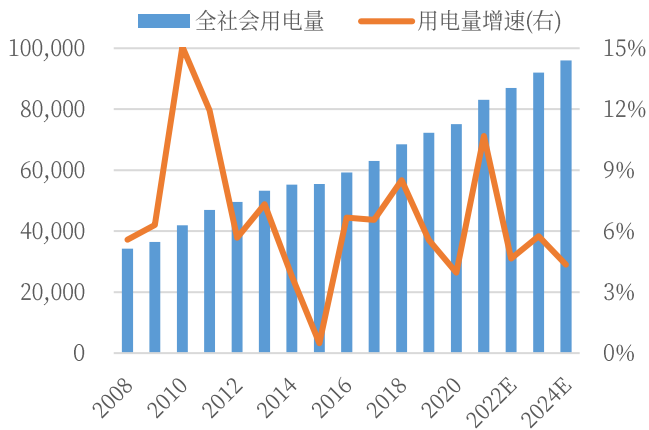
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图5 2018年以来毛利率与净利率维持较高水平**


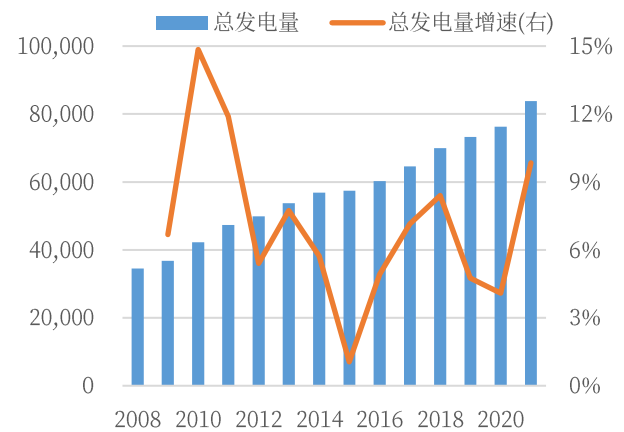
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图6 2021Q4之后盈利能力逐季度提升**


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图7 未来三年社会总用电量增速将保持4~6%(亿千瓦时)**


资料来源：电力规划总院，中航证券研究所

**图8 发电量经两次低谷后重回高增长(亿千瓦时)**


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**表1 公司分业务拆分（亿元）**

		2021	2022E	2023E	2024E
储能电池系统	营收	19.88	57.05	127.79	164.37
	成本	13.97	37.65	83.70	106.84
	毛利润	5.91	19.40	44.09	57.53
	毛利率	29.7%	34.0%	34.5%	35.0%
电芯	营收	0.65	0.58	1.29	1.66
	成本	0.46	0.41	0.90	1.15
	毛利润	0.19	0.17	0.39	0.51
	毛利率	29.2%	29.0%	30.0%	31.0%
其他业务	营收	0.10	0.06	0.13	0.16
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利润	0.09	0.06	0.13	0.16
	毛利率	98.1%	96.9%	98.6%	98.9%
合计	营收	20.63	57.68	129.21	166.20
	成本	14.43	38.06	84.61	107.99
	毛利润	6.19	19.62	44.60	58.21
	毛利率	30.0%	34.0%	34.5%	35.0%

资料来源：Wind，中航证券研究所

**表2 可比公司估值**

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
阳光电源	131.99	1960.30	1.07	1.96	3.43	4.60	123.86	67.36	38.47	28.67
比亚迪	266.30	7752.37	1.05	4.11	7.18	10.23	254.59	64.80	37.09	26.03
科士达	52.80	307.53	0.64	0.87	1.15	1.43	82.41	61.03	45.87	37.01
可比公司平均							153.62	64.40	40.48	30.57
派能科技	370.20	573.23					181.30	53.60	23.60	17.93

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：收盘价为10月21日收盘价，可比公司预测来源为Wind一致预测



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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限。

### 免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637