

# 派能科技 (688063.SH) 终端需求持续向好，户储龙头量价齐升

2022年10月24日

——公司信息更新报告

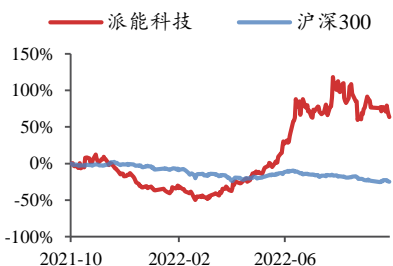
**投资评级：买入（维持）**
**殷晟路（分析师）**

yinshenglu@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

日期	2022/10/24
当前股价(元)	373.00
一年最高最低(元)	511.69/112.41
总市值(亿元)	577.57
流通市值(亿元)	307.76
总股本(亿股)	1.55
流通股本(亿股)	0.83
近3个月换手率(%)	215.05

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《全球户储龙头加码发力，业绩增速加速向上——公司信息更新报告》  
-2022.6.12

《欧洲家储市场需求旺盛，户储龙头量利齐升——公司信息更新报告》  
-2022.4.26

《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》  
-2022.4.9

### ● 终端需求旺盛，公司业绩持续超预期

公司2022前三季度实现营业收入35.68亿元，同比增长175.62%，实现归母净利润6.45亿元，同比增长156.52%。其中2022Q3公司实现营业收入17.15亿元，同比增长179.71%，环比增长64.98%，实现归母净利润3.81亿元，同比增长295.72%，环比增长134.89%。盈利能力方面，公司2022Q3毛利率为35.6%，环比提升5.41%，净利率为22.23%，环比提升6.61%。主要系终端需求旺盛，公司上调产品售价与收入规模扩大后公司期间费用率被摊薄所致。考虑到公司作为户储龙头企业，在终端需求持续旺盛，公司产能稳步释放的情况，有望持续量价齐升。因此我们上调公司盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为11.29/27.85/42.67亿元（原5.9/9.9/14.3亿元），EPS为7.29/17.99/27.56元（原3.83/6.41/9.21元），对应当前股价PE为50.8/20.6/13.4倍，维持“买入”评级。

### ● 量价齐升，户储龙头有望维持高增长

出货量方面，根据公司2022年三季度公告，其在2022年1-9月累计出货达2203MWh，同比增长128%，其中Q3出货994MWh，环比增长55%。单位售价方面，我们测算公司2022Q3户储产品单位售价为1.73元/Wh，环比Q2提升7%，主要原因在于公司2022Q3确认收入的大多为提价后的订单以及Q3美元升值所致。随着Q4冬天旺季到来，海外欧美市场对户储产品的需求有望保持高增长，公司作为户储龙头Q4出货量有望持续提升，我们预计公司2022Q4将实现户储出货1300MWh左右，全年出货量有望达到3500MWh，同比提升127%。

### ● 产能建设稳步推进，保障公司出货稳步提升

截至2021年底公司拥有3GWh储能产能，2022年下半年公司将新增4GWh产能。根据公司2022年定增募投项目规划，其位于合肥肥西县的两期5GWh共10GWh电芯及系统产能将分别与2024年2月与2025年4月建成投产。公司稳步推进产能建设，保障自身出货量稳步提升，稳固其市场地位。

### ● 风险提示：终端需求不及预期、市场竞争加剧导致产品售价下降

## 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	5,806	13,600	20,995
YOY(%)	36.6	84.1	181.5	134.2	54.4
归母净利润(百万元)	274	316	1,129	2,785	4,267
YOY(%)	90.5	15.2	257.0	146.8	53.2
毛利率(%)	43.5	30.0	33.6	33.0	33.0
净利率(%)	24.5	15.3	19.4	20.5	20.3
ROE(%)	10.0	10.6	28.2	41.3	39.0
EPS(摊薄/元)	1.77	2.04	7.29	17.99	27.56
P/E(倍)	208.8	181.3	50.8	20.6	13.4
P/B(倍)	21.0	19.3	14.3	8.5	5.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q3 业绩超预期，盈利能力持续提升.....	3
1.1、 营收利润双增长，公司业绩持续提升.....	3
1.2、 量价齐升，户储龙头持续向好.....	3
1.3、 扩产加速，抢占先机.....	5
2、 盈利预测与投资建议.....	6
2.1、 盈利预测.....	6
2.2、 投资建议.....	6
3、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

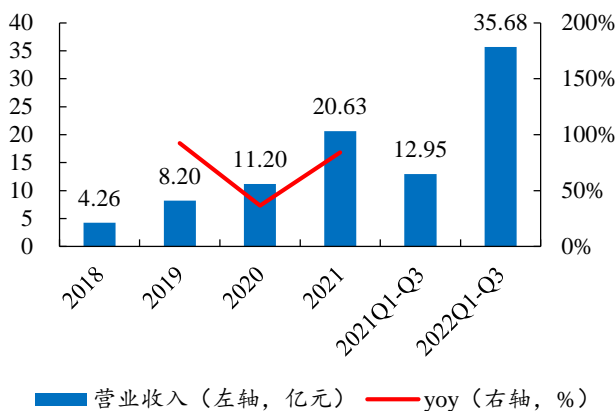
图 1： 派能科技 2022 年前三季度营业收入为 35.68 亿元.....	3
图 2： 派能科技 2022 年前三季度归母净利润为 6.45 亿元.....	3
图 3： 派能科技 2022Q3 毛利率 35.6%，净利率 22.2%.....	3
图 4： 派能科技 2022Q3 期间费用率为 7.8%.....	3
图 5： 公司出货量与单位净利 2022 年来逐季提升.....	4
图 6： 公司单位价格 2022 年来逐季提升.....	4
图 7： 2021 年全球户储新增装机 8.2GWh.....	4
图 8： 2022 年来美元持续升值.....	4
表 1： 派能科技肥西基地扩产计划.....	5
表 2： 公司营收拆分与盈利预测.....	6

## 1、2022Q3 业绩超预期，盈利能力持续提升

### 1.1、营收利润双增长，公司业绩持续提升

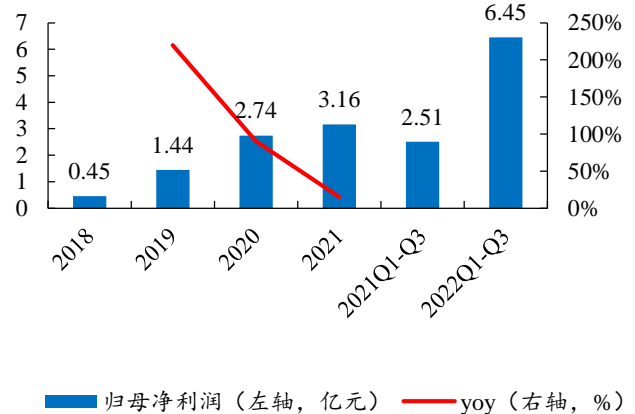
行业高景气度下，户储龙头业绩再超预期。公司 2022Q1-Q3 实现营业收入 35.68 亿元，同比增长 175.62%，实现归母净利润 6.45 亿元，同比增长 156.52%。其中 2022Q3 公司实现营业收入 17.15 亿元，同比增长 179.71%，环比增长 64.98%。实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 295.72%，环比增长 134.89%。

图1：派能科技 2022 年前三季度营业收入为 35.68 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

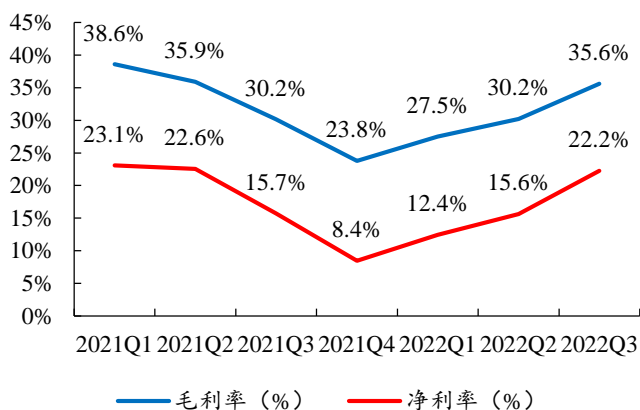
图2：派能科技 2022 年前三季度归母净利润为 6.45 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

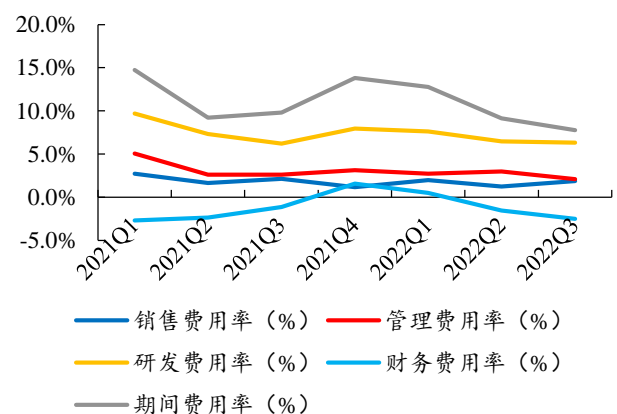
毛利率逐季提升，费用率逐季下降。公司 2022Q3 毛利率为 35.6%，环比提升 5.4%，净利率为 22.2%，环比提升 6.6%。在费用率方面，公司销售费用率为 1.9%，环比提升 0.6%，管理费用率为 2.1%，环比下降 0.9%，研发费用率为 6.3%，环比下降 0.2%，财务费用率为 -2.5%，环比下降 1%。公司 2022Q3 整体期间费用率为 7.8%，环比下降 1.4%，主要原因在于公司销售规模的扩大所带来的规模效应使得公司的费用率实现了逐季下降。

图3：派能科技 2022Q3 毛利率 35.6%，净利率 22.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：派能科技 2022Q3 期间费用率为 7.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2、量价齐升，户储龙头持续向好

量价齐升，户储龙头单位盈利持续提升。出货量方面，公司 2022 年 1-9 月累计

出货达 2203MWh，同比增长 128%，其中 Q3 出货 994MWh，环比增长 55%。单位盈利方面，经过测算公司 2022Q3 户储产品单位售价为 1.73 元/Wh，环比 Q2 提升 7%。公司 2022Q3 单位成本为 1.11 元/Wh，环比下降 1.6%，主要原因在于公司运费及除碳酸锂外的原材料价格均处于下降通道。2022 年来单位毛利的提升是公司单位净利提升的关键因素。

图5：公司出货量与单位净利 2022 年来逐季提升

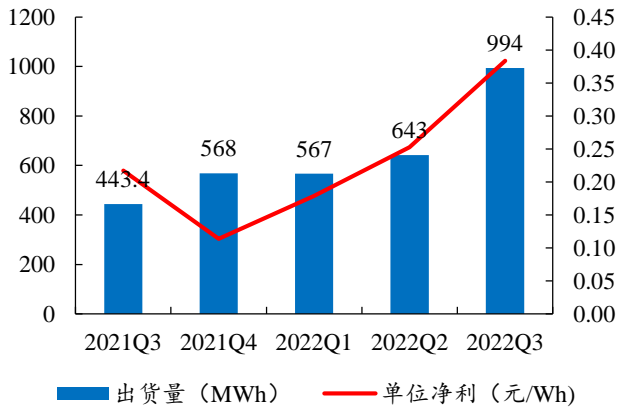
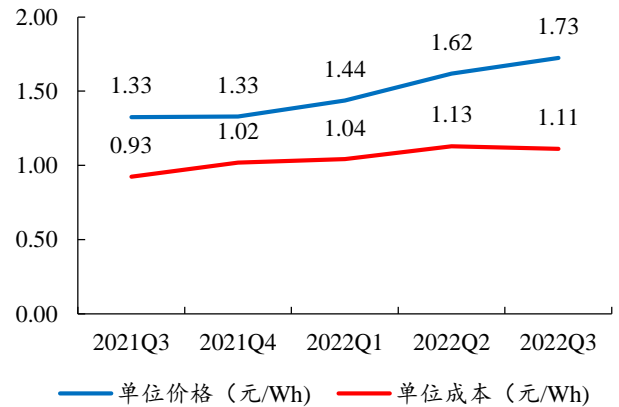


图6：公司单位价格 2022 年来逐季提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

**单价提升源于终端需求旺盛叠加美元升值。**根据 IHS 统计，2021 年全球户储新增装机 8211MWh，同比提升 74%。其中德国新增装机量为 2081MWh，同比提升 62.6%，意大利新增装机 913MWh，同比提升 272.7%。随着 2022 年俄乌冲突的发生，欧洲能源危机愈发严重，户储产品成为了欧洲居民应对能源危机、解决用电荒的重要措施之一。同时，2022 年来美元的持续升值也增厚了公司的盈利能力。

图7：2021 年全球户储新增装机 8.2GWh

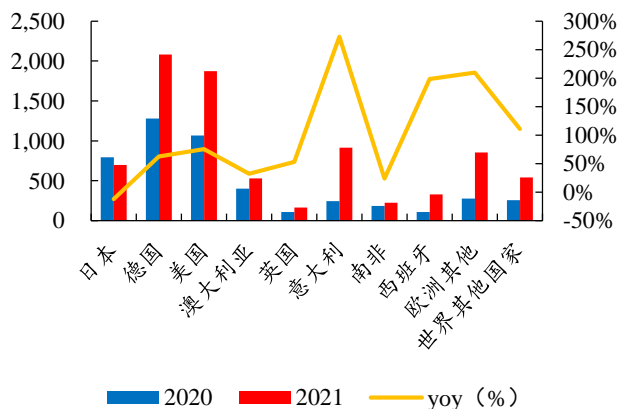
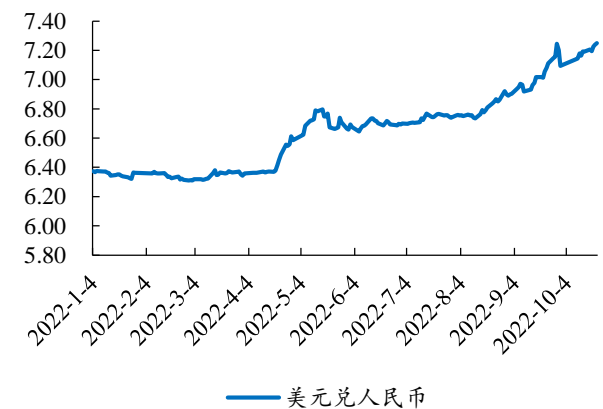


图8：2022 年来美元持续升值



数据来源：IHS、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司出货量持续提升的原因之一在于公司的先发优势。**根据 IHS 统计，2021 年公司户储产品全球市占率为 14%，位列全球第二，在部分优势市场当中份额排名第一。其在意大利市场就超过了华为、比亚迪、LG 等竞争对手，市场份额位列第一。此前在欧洲和全球所建立的销售渠道、品牌影响力及市场地位优势是公司在 2022 年的户储市场中抢得先机的关键因素。

### 1.3、扩产加速，抢占先机

**扩产提速，抢占市场先机。**截至 2021 年底公司拥有 3GWh 储能产能，2022 年下半年公司将新增 4GWh 产能。根据公司 2022 年定增募投项目规划，其位于合肥肥西县的两期 5GWh 共 10GWh 电芯及系统产能将分别与 2024 年 2 月与 2025 年 4 月建成投产。公司稳步推进产能建设，保障自身出货量稳步提升，稳固其市场地位。

**表1：派能科技肥西基地扩产计划**

项目名称	公告时间	产能 (GWh)	内容
肥西一期	2022-6-10	5	一期项目计划 2022 年 12 月开工建设，预计 2024 年 2 月建成投产
肥西二期	2022-6-10	5	二期项目计划 2024 年 2 月开工建设，预计 2025 年 4 月建成投产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利预测与投资建议

### 2.1、盈利预测

**储能业务：**公司作为户储龙头，有望随着下游需求持续旺盛和公司产能逐步释放，实现收入稳步提升。我们预计 2022-2024 年营收 58.06、136.00、209.95 亿元，同比增长 181%、134%、54%，毛利率分别为 33.6%、33.0%、33.0%。

表2：公司营收拆分与盈利预测

业务	项目	2021	2022E	2023E	2024E
储能	营业收入（亿元）	19.88	58.06	136.00	209.95
	YOY	90%	192%	134%	54%
	营业成本（亿元）	13.97	38.52	91.12	140.67
	毛利（亿元）	5.91	19.54	44.88	69.28
	毛利率（%）	29.7%	33.6%	33.0%	33.0%
电芯	营业收入（亿元）	0.65			
	YOY	-11%			
	营业成本（亿元）	0.46			
	毛利（亿元）	0.18			
	毛利率（%）	28.6%			
其他业务	营业收入（亿元）	0.10			
	YOY	254%			
	营业成本（亿元）	0.00			
	毛利（亿元）	0.10			
	毛利率（%）	100.0%			
总计	营业收入（亿元）	20.63	58.06	136.00	209.95
	YOY	84%	181%	134%	54%
	营业成本（亿元）	14.43	38.52	91.12	140.67
	毛利（亿元）	6.19	19.54	44.88	69.28
	毛利率（%）	30.0%	33.6%	33.0%	33.0%

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、投资建议

考虑到公司作为户储龙头企业，在终端需求持续旺盛，公司产能稳步释放的情况，有望持续量价齐升。因此我们上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 11.29/27.85/42.67 亿元（原 5.9/9.9/14.3 亿元），EPS 为 7.29/17.99/27.56 元（原 3.83/6.41/9.21 元），对应当前股价 PE 为 50.8/20.6/13.4 倍，维持“买入”评级。

### 3、风险提示

终端需求不及预期、市场竞争加剧导致产品售价下降

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2813	3178	7890	17602	24093
现金	2254	1235	3476	8143	12571
应收票据及应收账款	269	653	1943	4138	5250
其他应收款	10	25	74	159	201
预付账款	7	177	341	873	1001
存货	190	687	1654	3884	4666
其他流动资产	83	400	401	405	405
<b>非流动资产</b>	507	1088	2632	4975	7017
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	222	488	1796	3705	5399
无形资产	21	24	28	28	29
其他非流动资产	265	576	809	1242	1589
<b>资产总计</b>	3321	4266	10522	22577	31111
<b>流动负债</b>	482	1139	6362	15677	20000
短期借款	56	130	3935	10441	13540
应付票据及应付账款	343	829	2299	5100	6322
其他流动负债	84	179	128	136	138
<b>非流动负债</b>	105	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	105	157	157	157	157
<b>负债合计</b>	587	1296	6519	15835	20158
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	1390	3325	6286
<b>归属母公司股东权益</b>	2734	2970	4003	6742	10953
<b>负债和股东权益</b>	3321	4266	10522	22577	31111

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	281	-330	234	687	3684
净利润	274	316	1129	2785	4267
折旧摊销	27	46	113	249	391
财务费用	24	-13	-11	-111	-135
投资损失	0	-8	0	0	0
营运资金变动	-59	-766	-998	-2236	-839
其他经营现金流	14	95	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-146	-1649	-1657	-2592	-2433
资本支出	146	458	1657	2592	2433
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-1190	-0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2006	-25	-140	66	78
短期借款	15	75	3805	6506	3099
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	-3944	-6440	-3020
<b>现金净增加额</b>	2120	-2035	-1563	-1839	1329

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1120	2063	5806	13600	20995
营业成本	633	1443	3852	9112	14067
营业税金及附加	4	7	32	74	115
营业费用	22	36	101	190	294
管理费用	46	63	156	326	504
研发费用	73	156	380	843	1302
财务费用	24	-13	-11	-111	-135
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	-0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	313	359	1297	3165	4849
营业外收入	0	0	-0	0	0
营业外支出	1	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	312	356	1296	3165	4849
所得税	37	40	168	380	582
<b>净利润</b>	274	316	1129	2785	4267
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	274	316	1129	2785	4267
EBITDA	274	373	1462	3675	5656
EPS(元)	1.77	2.04	7.29	17.99	27.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	36.6	84.1	181.5	134.2	54.4
营业利润(%)	89.8	14.7	261.6	144.1	53.2
归属于母公司净利润(%)	90.5	15.2	257.0	146.8	53.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.5	30.0	33.6	33.0	33.0
净利率(%)	24.5	15.3	19.4	20.5	20.3
ROE(%)	10.0	10.6	28.2	41.3	39.0
ROIC(%)	42.5	18.5	28.5	34.7	40.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.7	30.4	62.0	70.1	64.8
净负债比率(%)	-79.8	-35.1	11.6	34.2	8.9
流动比率	5.8	2.8	1.2	1.1	1.2
速动比率	5.3	1.9	0.9	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	5.5	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.77	2.04	7.29	17.99	27.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	-2.13	1.51	4.44	23.79
每股净资产(最新摊薄)	17.65	19.18	25.85	43.54	70.74
<b>估值比率</b>					
P/E	208.8	181.3	50.8	20.6	13.4
P/B	21.0	19.3	14.3	8.5	5.2
EV/EBITDA	200.9	150.5	39.4	16.2	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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