

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 25 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

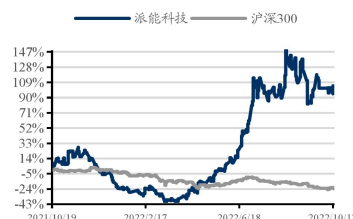
chenrobin@dwzq.com.hk

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

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

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢 曾朵红、阮巧燕和岳斯璐的指导。

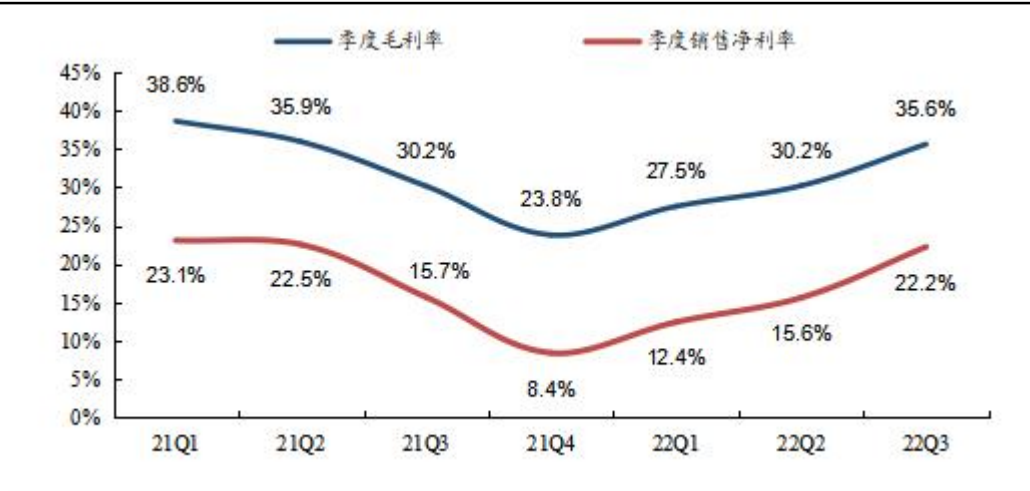
22Q3 归母净利 3.81 亿元，环比大增 135%，扣非净利 3.8 亿元，环增 129%，超市场预期。2022Q1-Q3，公司实现营收 35.68 亿元，同增 175.62%；归母净利润 6.45 亿元，同增 156.52%；扣非净利润 6.46 亿元，同增 166.86%；毛利率为 32.18%，同降 1.55pct；净利率为 18.07%，同降 1.35pct。单季度来看，2022Q3 公司实现营收 17.15 亿元，同增 179.71%，环增 64.98%；归母净利润 3.81 亿元，同增 295.72%，环增 134.89%，扣非归母净利润 3.8 亿元，同增 305.67%，环增 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（香港）

图 2：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

公司 Q3 出货环增 55%，量利大超预期。出货量方面，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。

财务处理稳健，现金流亮财务处理稳健，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)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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					
非流动负债	157	157	157	157	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.04	7.30	17.80	24.96
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	338	1,275	3,146	4,419
租赁负债	150	150	150	150	EBITDA	401	1,365	3,349	4,698
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债合计	1,296	3,186	7,527	10,733	毛利率(%)	30.03	33.08	32.05	30.05
归属母公司股东权益	2,970	4,022	6,532	10,051	归母净利率(%)	15.33	19.72	20.58	19.77
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	收入增长率(%)	84.14	177.99	133.49	46.04
负债和股东权益	4,266	7,208	14,058	20,784	归母净利润增长率(%)	15.19	257.67	143.68	40.25

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		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(香港),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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

