

2022年12月28日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

产品结构持续优化，储能+钠电池焕发新机 买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,693	9,511	16,716	21,754
同比	56%	67%	76%	30%
归属母公司净利润（百万元）	182	668	1,342	2,015
同比	243%	266%	101%	50%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.40	1.45	2.91	4.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	188.33	51.43	25.60	17.05

投资要点

- **动力、消费、储能三大领域全面布局，发力储能盈利稳健向上。**公司深耕锂电领域二十余年，产品全面覆盖动力、消费、储能三大领域。管理层技术背景深厚兼具产业背景，聘任前美的高管推行精细化管理。19年计提大量坏账短暂影响盈利，近年发力储能，产品结构逐步调整，高毛利率户储及便携式产品、海外大储占比上升，盈利稳健向上。
- **客户开拓与产品认证快速推进，主打性价比优势，钠电池带来新增长点。**公司产品主打性价比优势，客户开拓与产品认证进展迅速。储能方面，户储及便携式产品大客户不断突破，认证持续推进，逐步具备自主海外销售能力；大储与通信备电切入阳光电源、铁塔、移动等供应链，多次中标排名靠前；钠电池聚阴离子产品性能优异，增资入股供应商布局硬碳。汽车动力绑定上通五菱，主打入门级a00级车型，跟随行业增速发展。轻型动力业务稳步增长，绑定爱玛科技供应两轮车电池产品。消费业务稳定增长，TWS耳机电池业务平稳，新客户持续开拓。
- **Q3满产满销量利双升，产品结构优化，后续盈利预计维持。**22年储能电芯需求火爆，公司满产满销，我们预计全年储能出货5.8GWh，动力电池出货1.5GWh，23年储能预计出货翻倍，动力预计维持50%+增长。盈利方面，公司22年Q3毛利率20.8%，环比+2.78pct，净利率8.56%，环比+2.31pct，盈利能力大幅提升，主要系产品结构优化，高毛利户储产品销量增加、通信产品亏损订单减少、价格进一步传导所致。虽然Q4锂价进一步上探，但随着公司产品结构进一步优化，整体规模效应显现，良品率及自动化水平的提升，预计盈利水平可维持，23年储能预计出货量翻倍，其中大储有望大幅放量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑储能市场高速增长，公司聚焦储能领域打开成长空间，我们预计2022-2024年公司归母净利润为6.68/13.42/20.15亿元，同比增长266%/101%/50%，对应PE为51/26/17x。考虑到公司钠电池业务放量在即，产品结构进一步优化，可享受一定估值溢价，我们给予公司2023年35倍PE，目标价101.8元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**储能市场景气度不及预期，新能源车销量不及预期，原材料价格涨幅超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.48
一年最低/最高价	28.75/98.47
市净率(倍)	9.16
流通A股市值(百万元)	26,709.61
总市值(百万元)	34,357.03

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.13
资产负债率(% ,LF)	60.46
总股本(百万股)	461.29
流通A股(百万股)	358.61

相关研究

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、阮巧燕和岳斯瑶的指导。

1. 鹏辉能源：三大领域全面布局，发力储能盈利有望持续向上

发家于消费电子，重心逐步聚焦储能领域。公司成立于 2001 年，是国内最早开始生产和研发锂电池的企业之一，在宽泛覆盖传统数码消费类电池后全面进军动力电池系统及配套交流直流充电桩、户用储能系统、大型离并网式储能系统以及电池原材料回收等领域。产品布局应用广泛，储能各领域全覆盖，动力主要应用于中低端车型。我们测算 2021 年消费、储能、动力电池（含轻型动力）和其他产品收入占比分别为 34%/31%/27%/8%。盈利能力处于行业中游，产品结构变化推动毛利提升。公司锂电业务毛利率中枢基本维持在 20%，2021 年及以前低于宁德时代、亿纬锂能、国轩高科等头部电池厂商，高于欣旺达等二线厂商，盈利能力处于行业中游水平；2022 年 Q1-3 公司销售毛利率、净利率分别为 19%、7%，同比+2.4pct/+2.7pct，毛利率提升主要由于公司户储销量增加、亏损订单减少，叠加良率与自动化程度提高，销售价格提高所致。

2. 储能：经济性拐点已至，市场迎来全面迸发

2021 年储能系统成本降至 1.5 元/Wh 左右，达经济性拐点，电化学储能装机持续增长，2021 年全球新增电化学储能 10GW/22GWh，同比+105%（装机容量，下同），主要得益于美国（新增 4GW/10.9GWh，同比+341%）和中国（新增 2.5GW/4.6GWh，同比+88%）储能市场的爆发。截至 2021 年底，全球已投运电化学储能累计装机 26.9GW/55.4GWh，同比+66%，核心市场是户储和大储。出货量看，我们预计 2025 年全球储能电池出货量超过 640GWh，2021-2025 年 CAGR 超 80%。竞争格局方面，Top5 企业储能锂离子电池出货量合计份额接近 70%，其中宁德时代市占率 27%，龙头地位稳固，SDI（14%）、LG（12%）、比亚迪（8%）、国轩高科（7%）紧随其后。国内企业亿纬锂能、南都电源、鹏辉能源、派能科技等市占率在 3%-5%。

行业发展上，1) 供电可靠性需求+政策支持下高收益率推动户储发展，2022 年全球户用储能新增装机 9.0GW/14.2GWh，同比+216%/+259%，我们预计 2025 年全球户用储能累计装机有望达 116GW/221GWh，2021-2025 年 CAGR 达 120%/140%。2) 近两年国内政策方向主要针对发电侧（并网侧）、用户侧、电网侧，引导储能大规模发展，预计 2022/2023 年国内大储新增容量需求分别为 12/34GWh，同比+150%/+197%。3) “技术提升+应用场景广泛”打造便携式储能市场需求，国内市场仍处早期。根据中国化学与物理电源行业协会数据及我们测算，2022 年全球便携式储能出货量将达 840.8 万台，对应电池容量需求 5.66GWh，市场规模达 208.1 亿元，预计到 2025 年，全球便携式储能市场规模达 636.2 亿元。4) 5G 基站备用电源需求稳定，国内数据中心建设和国产替代提速。我们预计 2022-2023 年 5G 备用电源需求容量分别为 15/13GWh。后疫情时代国内数据中心更多采用国产品牌替代进口，国内电池厂率先恢复生产也为提高海外数据中心市场份额增加机遇。5) 钠电池规模化后具备明显成本优势，近两年技术进步显著，23 年开启产业化元年。

3. 公司储能业务迎来爆发、动力+消费领域稳定增长

储能：细分方向多点发展，22 年储能营收有望再翻倍。公司储能产品矩阵丰富，适用于户用储能、大型储能、便携式储能及通信储能等场景，产品矩阵丰富，可快速响应客户需求。我们测算 22 年 H1 户用储能业务占比 50%，便携式储能业务占比 20%+，大型储能占比 20%，通信储能占比 10%。随着大型储能迎来爆发，预计公司大型储能业务占比提升。公司销售战略以 To B 端为主，深度绑定大客户，可有效降低渠道开拓费用。此外，公司获取欧美市场“通行证”，拓宽产品销售渠道，实现“两条腿走路”。公司产品兼有卷绕和叠片工艺，目前产品良率达 90% 以上，兼具性价比优势，加速布局新技术，持续提升产品性能。公司独创的 LTSC 铁锂大圆柱（40135），具备优越低温性能+长循环寿命，随着客户配套加速，40135 大圆柱电池将成为鹏辉能源市场开拓的“利器”。与此同时，钠离子电池有望打造新增长点。

动力：新能源车绑定现有客户，轻型动力持续开拓新客户。公司动力产品包括新能源汽车动力电池和轻型动力电池，主打性价比优势，多应用于 A00 级等低端车。公司动力产品以磷酸铁锂为主，深度绑定上汽通用五菱（装机占比 95%）；轻型动力主打两轮车换电，客户包括爱玛、雅迪、铁塔换电、易玛车服等客户。根据 GGII，公司 2022 年 1-9 月动力电池装机量 0.74GWh，同比增长 50%，行业占比 0.008%，市场份额较小；其中 9 月动力电池装机量 0.06GWh（全磷酸铁锂），同环比-53%/-17%。

消费：传统优势业务，保持平稳增长。老牌消费锂电企业，TWS 电池技术优异，业务预计平稳增长。公司锂原电池业务亦保持平稳增长，并不断开拓新渠道，20 年开拓电子烟电池市场，与麦克韦尔、合元科技等国内外众多电子烟客户均有业务合作。此外，公司进入电动工具巨头 TTI 供应链，获大批量订单。

加码储能产能扩张，充分享受行业爆发红利。2021 年底，公司电池产能达 16.3GWh，其中方形 9.2GWh（储能 5.6GWh，动力 3.6GWh），圆柱 3GWh，软包 2.1GWh，消费类小产品 2GWh。伴随珠海 1.5GWh（户储）投产，河南基地扩产，柳州 5.5GWh（户储+大储）产能年底投产，我们预计 22 年底公司产能约 24GWh，其中方形 16-17GWh（户储 10.5GWh，大储 5.5GWh），圆柱类 3.5GWh，软包 2.1GWh，消费类小产品 2GWh。23 年电池产能预计超 40GWh，其中储能超 31-32GWh，同比翻倍，享受行业爆发红利。此外，公司 Q3 满产满销量利双升，产品结构优化，后续盈利预计维持；公司亦积极布局上游材料，保证供应链安全。

4. 投资建议：

考虑储能市场高速增长，公司聚焦储能领域打开成长空间，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 6.68/13.42/20.15 亿元，同比增 266%/101%/50%，对应 PE 为 51/26/17x。我们给予公司 2023 年 35 倍 PE，目标价 101.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示：

储能市场景气度不及预期、新能源车销量不及预期、原材料价格涨幅超预期。

鹏辉能源三大财务预测表

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	5,094	8,827	15,371	19,648	营业总收入	5,693	9,511	16,716	21,754
货币资金及交易性金融资产	1,287	1,968	4,255	5,525	营业成本(含金融类)	4,770	7,763	13,668	17,748
经营性应收款项	2,036	3,977	6,117	7,661	税金及附加	25	42	74	97
存货	1,604	2,658	4,681	6,078	销售费用	159	257	368	392
合同资产	25	48	84	109	管理费用	188	219	368	435
其他流动资产	141	175	234	276	研发费用	246	399	585	653
非流动资产	3,413	4,339	5,191	5,431	财务费用	58	98	169	198
长期股权投资	99	99	109	119	加:其他收益	26	33	50	54
固定资产及使用权资产	2,183	3,005	3,739	3,961	投资净收益	30	38	62	74
在建工程	436	536	636	636	公允价值变动	8	0	10	10
无形资产	306	310	319	328	减值损失	-121	-72	-82	-82
商誉	28	28	28	28	资产处置收益	-3	0	0	0
长期待摊费用	15	15	14	13	营业利润	186	733	1,524	2,289
其他非流动资产	345	345	345	345	营业外净收支	-3	2	3	3
资产总计	8,507	13,165	20,562	25,079	利润总额	183	735	1,527	2,292
流动负债	4,448	8,476	14,647	17,328	减:所得税	0	66	183	275
短期借款及一年内到期的非流动负债	606	2,475	4,322	4,022	净利润	183	669	1,344	2,017
经营性应付款项	3,316	5,397	9,503	12,339	减:少数股东损益	0	1	1	2
合同负债	292	349	410	444	归属母公司净利润	182	668	1,342	2,015
其他流动负债	234	254	413	522	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	1.45	2.91	4.37
非流动负债	1,106	1,106	1,106	1,106	EBIT	238	832	1,653	2,431
长期借款	138	138	138	138	EBITDA	547	1,223	2,231	3,120
应付债券	534	534	534	534	毛利率(%)	16.21	18.39	18.23	18.42
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	3.20	7.02	8.03	9.26
其他非流动负债	388	388	388	388	收入增长率(%)	56.30	67.08	75.74	30.14
负债合计	5,553	9,581	15,753	18,433	归母净利润增长率(%)	242.90	266.18	100.93	50.10
归属母公司股东权益	2,762	3,392	4,616	6,451					
少数股东权益	191	192	193	195					
所有者权益合计	2,953	3,584	4,809	6,646					
负债和股东权益	8,507	13,165	20,562	25,079					

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	205	228	2,088	2,796	每股净资产(元)	6.21	7.66	10.48	14.72
投资活动现金流	-682	-1,277	-1,365	-853	最新发行在外股份(百万股)	461	461	461	461
筹资活动现金流	53	1,729	1,553	-684	ROIC(%)	5.79	13.69	17.50	20.15
现金净增加额	-424	681	2,277	1,260	ROE-摊薄(%)	6.60	19.69	29.08	31.23
折旧和摊销	310	392	578	689	资产负债率(%)	65.28	72.78	76.61	73.50
资本开支	-621	-1,313	-1,417	-917	P/E(现价&最新股本摊薄)	188.33	51.43	25.60	17.05
营运资本变动	-431	-950	-112	-176	P/B(现价)	12.00	9.72	7.10	5.06

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/>

