

2023 年 02 月 06 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

派能科技（688063）

定增获批稳步扩张户储+大储产能，业绩持续超预期

◆ 核心逻辑：中美欧储能高景气度+产能扩张+储备钠电

◆ 欧洲户储维持高景气度，中美政策强推大储进入增量时代

2022 年欧洲因地缘冲突与政治博弈致能源危机、电价大涨。据 SolarPowerEurope 数据，当年欧洲户储装机约 5.2GWh、同比+126.1%，虽近期电价回调但仍较 2021 年仍处高位，叠加户用光储度电成本持续下滑。因此从需求侧看，2023 年欧洲户储仍存较大增长空间。

中国新能源强制配储政策和美国 IRA 法案独立储能 ITC 补贴政策将分别推动中美两大储能市场的发展，因相关储能设施存在并网要求，两国储能增量主要来自于电站级别大功率储能。据 CNESA，2022 年中国电化学储能新增装机约 5.9GW、同比增速超 160%。据 EIA，2022 年美国电化学储能新增装机约 6.0GW、同比+71.4%。在政策落地及盈利条件双重利好加持下，2023 年中美两国电化学储能装机增量有望持续翻倍增长。

◆ 四季度业绩大超预期，公司户储产品量价齐升，全球布局打开增长天花板

公司发布 2022 年度业绩预告，预计归母净利润 11.80~13.10 亿元、同比+273.2%~314.3%，扣非后净利润 11.70~13.00 亿元、同比+289.2%~332.4%；Q4 单季归母净利润 5.35~6.65 亿元、同比+726.2%~926.9%，扣非后净利润 5.24~6.54 亿元、同比+793.5%~1015.1%，单季业绩超预期。公司 Q4 延续户储产品量价齐升趋势，Q4 单季销量约 1.4GWh、同比+143.9%，年度销量达到 3.6GWh 左右、同比+133.7%。公司产品议价能力持续提升，预计 Q4 单季产品单位均价和单位毛利分别为 1.76/0.65 元/Wh，相比 Q3 1.71/0.60 元/Wh 均有小幅提升。

欧洲基本盘稳固，积极拓展中国和美国储能市场。公司深耕欧洲市场多年，长期与 Krannich Solar、Sonnen GmbH 和 Segen 等全球知名光伏产品及分布式储能产品供应商保持合作，欧洲市场核心地位稳固。在中国工商业及电网储能市场方面，公司已与多家设备生产商和集成商达成合作，集装箱储能系统和 MWh 级电池持续发货。电芯及储能系统产品已通过美国 UL 认证并规模化发货。

◆ 定增获批将缓解中长期产能瓶颈，户储+大储并行，储备钠电技术

公司积极布局上游电芯及系统核心环节制造，2022 年底电芯/电池系统产能分别 7GWh/8GWh。定增项目正式获批，一期 5GWh 预计于 2024Q1 投产，二期 5GWh 预计于 2025 年 4 月投产。全面投产后预计电芯/电池系统产能分别达到 17GWh/18GWh，产能瓶颈将大幅缓解。

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。在全球大储放量预期下顺应行业趋势，有望持续支撑业绩增长。在新一代储能技术方面，公司积极布局具备大储潜力的聚阴离子化合物钠电正极材料，第一代钠离子电池产品已经完成开发并进入中试验证阶段，将与当前锂电产品优势互补，改善产品结构和盈利能力。

◆ 投资建议与盈利预测

全球能源结构改变和供需紧张维持储能高景气度。公司为全球户储龙头，积极扩张产能并布局大型储能领域，户储+大储双轮驱动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，上调公司 2022~2024 年归母净利润分别为 12.33、26.07 和 41.73 亿元，对应 EPS 值分别为 7.96、16.84 和 26.95，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

主要经济体不景气；各国储能政策改变；公司产能投放节奏不及预期；原材料价格波动。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1120.07	2062.52	6083.41	12837.56	20443.81
增长率（%）	36.62	84.14	194.95	111.03	59.25
归母净利润（百万元）	274.49	316.18	1232.88	2607.20	4172.91
增长率（%）	90.46	15.19	289.93	111.47	60.05
毛利率（%）	43.52	30.03	34.44	34.55	34.65
每股收益（元）	1.77	2.04	7.96	16.84	26.95
市盈率 PE	168.67	146.43	37.55	17.76	11.10
市净率 PB	16.94	15.59	11.02	6.80	4.22
净资产收益率 ROE（%）	10.04	10.65	29.33	38.28	37.99

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023 年 02 月 03 日

收盘价(元):

299.00

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	154.84
总市值(百万)	46,298.52
流通股本(百万股)	83.01
流通市值(百万)	24,820.74
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)	65.24
市净率(PB)	12.48
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)：海外户储市场火热，电芯

产能释放助力业绩持续超预期 —2022-10-24

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

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

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2254	1235	1275	1757	3755	营业收入	1120	2063	6083	12838	20444
应收票据及账款	269	654	1637	3454	5501	营业成本	633	1443	3988	8402	13360
预付账款	7	177	208	440	700	税金及附加	4	7	21	45	72
其他应收款	10	25	49	103	164	销售费用	22	36	94	193	307
存货	190	687	1425	3003	4775	管理费用	46	63	146	308	491
其他流动资产	83	399	650	1148	1709	研发费用	73	156	395	834	1329
流动资产总计	2813	3178	5243	9904	16603	财务费用	24	-13	-9	-16	-35
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-7	-24	-51	-82
固定资产	222	679	819	1223	1832	信用减值损失	-5	-25	-34	-73	-116
在建工程	82	154	662	1103	1177	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	21	24	20	16	12	投资收益	0	8	3	3	3
长期待摊费用	24	59	29	0	0	公允价值变动损益	0	1	0	0	0
其他非流动资产	52	172	172	172	172	资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
非流动资产合计	401	1088	1703	2514	3194	其他收益	7	13	9	9	9
资产总计	3214	4266	6946	12418	19797	营业利润	313	359	1400	2959	4735
短期借款	56	130	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0	0
应付票据及账款	346	829	2074	4370	6949	营业外支出	1	3	1	1	1
其他流动负债	73	179	519	1094	1740	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	475	1139	2593	5464	8688	利润总额	312	356	1398	2957	4733
长期借款	0	150	142	136	118	所得税	37	40	166	350	560
其他非流动负债	6	8	8	8	8	净利润	274	316	1233	2607	4173
非流动负债合计	6	157	150	144	126	少数股东损益	0	0	0	0	0
负债合计	480	1296	2743	5608	8814	归属母公司净利润	274	316	1233	2607	4173
股本	155	155	155	155	155	EBITDA	363	389	1575	3230	5118
资本公积	2202	2207	2207	2207	2207	NOPLAT	296	307	1226	2594	4143
留存收益	377	608	1841	4448	8621	EPS (元)	2	2	8	17	27
归属母公司权益	2734	2970	4203	6810	10983						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	2734	2970	4203	6810	10983						
负债和股东权益	3214	4266	6946	12418	19797						

现金流量表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	274	316	1224	2598	4164
折旧与摊销	27	46	186	289	420
财务费用	24	-13	-9	-16	-35
投资损失	0	-8	-3	-3	-3
营运资金变动	-59	-766	-441	-1308	-1477
其他经营现金流	14	77	10	10	10
经营性现金净流	281	-347	967	1571	3080
资本支出	145	456	800	1100	1100
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-0	-1192	1	1	1
投资性现金净流	-146	-1649	-799	-1099	-1099
短期借款	15	75	-130	0	0
长期借款	0	150	-7	-6	-18
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	-255	9	16	35
筹资性现金净流	2006	-25	-129	10	17
现金流量净额	2120	-2052	40	482	1998

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营收增长率	36.6%	84.1%	195.0%	111.0%	59.3%
营业利润增长率	89.8%	14.7%	290.3%	111.4%	60.0%
EBIT 增长率	105.8%	2.3%	304.6%	111.7%	59.7%
EBITDA 增长率	99.7%	7.3%	304.8%	105.1%	58.4%
归母净利润增长率	90.5%	15.2%	289.9%	111.5%	60.1%
经营现金流增长率	125.4%	-223.8%	378.4%	62.4%	96.1%
盈利能力					
毛利率	43.5%	30.0%	34.4%	34.6%	34.6%
净利率	24.5%	15.3%	20.3%	20.3%	20.4%
营业利润率	27.9%	17.4%	23.0%	23.0%	23.2%
ROE	10.0%	10.6%	29.3%	38.3%	38.0%
ROA	8.5%	7.4%	17.7%	21.0%	21.1%
ROIC	65.3%	47.4%	60.7%	74.6%	66.0%
估值倍数					
P/E	169	146	38	18	11
P/S	41	22	8	4	2
P/B	17	16	11	7	4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/EBIT	113	86	33	16	9
EV/EBITDA	105	76	29	14	9
EV/NOPLAT	128	96	37	18	11

数据来源：iFinD，中航证券研究所

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效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、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、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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