

增持

# 鹏辉能源 (300438.SZ)

## 聚焦储能助力高速发展，布局钠电把握行业趋势

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 电力设备 · 电池

### ◆ 投资评级: 增持(首次评级)

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 执证编码: S0980520080003  
联系人: 李全 021-60375434 liquan2@guosen.com.cn

### 事项:

近日，公司发布 2022 年向特定对象发行 A 股股票募集说明书（注册稿），拟募集 40 亿元，主要用于：1）建设鹏辉智慧储能制造基地项目（年产 10GWh 储能电池项目）；2）补充流动资金。

### 国信电新观点:

- 1) 公司深耕锂电行业二十余载，产品涉及消费电子/新能源车/储能/轻型动力等多应用场景。此次定增募集资金后，有望增强公司资金实力、加速产能扩张，强化公司在储能电池等领域竞争力。
- 2) 公司发力储能电池业务，凭借布局早、产品优、产能全等优势，领军行业发展。公司 2011 年涉足储能电池业务，前瞻布局把握发展先机。公司具有电芯到集装箱的全方位配套能力，产品循环寿命、功率性能优势明显，叠加产能高速扩张，助力持续实现客户开拓。公司与阳光电源、古瑞瓦特、天合光能、南方电网等客户积极携手，实现协同高速发展。根据起点锂电数据，2022 年公司位列国内储能电池出货量第三名。
- 3) 公司动力消费等业务多轮驱动，贡献稳定现金流。动力电池方面，公司产品主打性价比、深入绑定上汽通用五菱等客户；消费电池方面，公司与飞利浦、哈曼等客户合作密切；轻型动力电池方面，公司与爱玛、雅迪、哈罗出行、TTI 等客户深入合作。公司动力消费电池业务布局久、产品优，通过持续客户优化和效率提升，有望为公司贡献优质稳定的现金流。
- 4) 前瞻布局钠电池，或成为新的业绩增长点。公司布局聚阴离子（磷酸钒钠）和层状氧化物两大电池体系，其中无负极磷酸钒钠电池性能处于行业领先水平。公司主要聚焦储能和动力低温领域，并与车企合作进行样车测试，未来有望成为新的业绩增长点。
- 5) 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。我们认为公司作为储能电池行业先行者，产能扩张保障供货、提升全品类储能产品供应能力，海外客户持续开拓保障盈利稳定高位；前瞻布局钠电池，把握行业发展机遇。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 6.45/13.90/19.41 亿元，同比+254%/115%/40%，EPS 分别为 1.40/2.62/3.66 元（考虑定增后），当前股价对应 PE 分别为 47/25/18 倍。我们认为公司股票合理价值在 76-82 元之间，相对于公司目前股价有 15%-24%溢价空间。

### 评论:

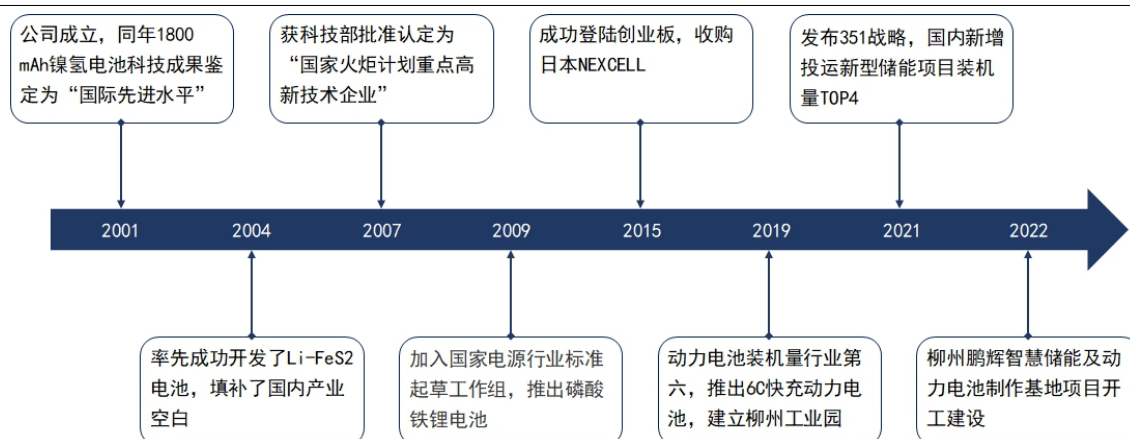
### ◆ 深耕锂电行业二十余载，应用场景延伸谋求可持续发展

### 公司是锂电行业老兵，产品布局横跨多应用场景

公司成立于 2001 年，产品覆盖消费电子/新能源车/储能/轻型动力等多应用场景。公司成立于 2001 年，成立之初聚焦于锂电池和镍氢电池业务。2002-2004 年公司先后推出聚合物软包电池、锂锰电池、锂铁电池，深化消费电子领域布局；2009 年公司推出磷酸铁锂动力电池，2011 年推出储能电池，持续拓展业务深度。2015 年公司成功登陆创业板。根据起点锂电数据，2022 年公司位列国内储能电池出货量第三、户储电池出货量国内第二。

**目前公司产品包括：**锂一次电池、镍氢电池、锂离子电池等，产品应用领域涉及物联网、消费电子产品、新能源车、储能（户储/大储/便携式储能/通信储能）、轻型动力（二轮车/三轮车）等领域。

图1：鹏辉能源发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

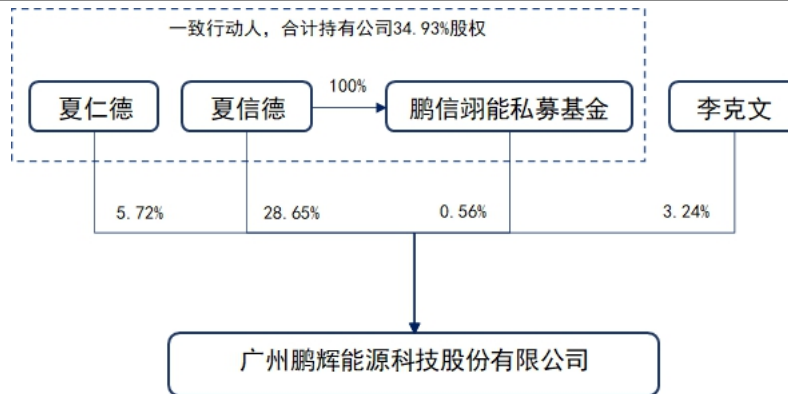
表1：鹏辉能源产品矩阵

| 产品大类 | 产品名称       | 应用场景                                            | 主要客户                                                  |
|------|------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 储能类  | 储能电芯       | UPS 备用电源、通讯基站备用电源、便携式储能、发电侧储能、电网侧储能以及用户侧储能等     | 家庭储能：阳光电源、德业、三晶、古瑞瓦特等                                 |
|      | 储能模组       |                                                 | 便携储能：正浩科技、公牛                                          |
|      | 电池簇        |                                                 | 通信储能：中国铁塔、中国移动                                        |
|      | 集装箱储能系统    |                                                 | 大型储能：阳光电源、天合光能、南方电网、中节能等                              |
| 动力类  | 汽车动力       | 含低速车、乘用车、专用车、客车、大巴车等                            | 上汽通用五菱、长安汽车、奇瑞汽车、五菱工业、广西玉柴等                           |
|      | 轻型动力       | 含电动工具、电动自行车、电动摩托车、启动电源、平衡车、无人机、扫地机、吸尘器等         |                                                       |
|      | 充电桩运营      | 满足不同车型同时充电的需求                                   |                                                       |
| 消费类  | 电子烟        | 平板电脑、电脑、充电宝、安防、智能物联、灯具、电子烟、ETC、TWS耳机、蓝牙设备、智能穿戴等 | 飞利浦、哈曼国际、美国通用电气、Honeywell、TCL、TOSHIBA、微软、联想、RAYOVAC 等 |
|      | 笔记本 / 移动电源 |                                                 |                                                       |
|      | TWS 耳机     |                                                 |                                                       |
|      | 个人护理       |                                                 |                                                       |
|      | 一次电池       |                                                 |                                                       |

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司控股股东及实控人为夏信德，其与一致行动人合计持有公司 34.93%股权。**公司控股股东兼实控人为董事长夏信德，其直接持有公司 28.65%股权。其一致行动人夏仁德（系夏信德兄弟）持有公司 5.72%股权，一致行动人鹏信翊能私募基金持有公司 0.56%股权。夏信德及其一致行动人合计持有公司 34.93%股权。

图2：鹏辉能源股权结构图（2023.2.21）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司核心管理层具有丰富的技术实力和管理经验。**公司董事长夏信德先后在广州 555 电池研究所、广州伟力电源工作，具有丰富技术背景；董事兰凤崇任华南理工大学教授，在车辆工程学研究领域积淀深厚；董事、总裁甄少强曾任美的集团下属事业部总经理，企业管理经验丰富。

表2：鹏辉能源核心高管情况

| 姓名  | 职务             | 简介                                                                                                  |
|-----|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 夏信德 | 董事长            | 硕士学历，曾任广州 555 电池研究所副所长，广州市伟力电源有限公司经理。2001 年 1 月至 2021 年 1 月任鹏辉能源总裁，现任公司董事长。                         |
| 鲁宏力 | 副董事长、副总裁、董事会秘书 | 统计概率专业硕士。曾任青岛汉堡大酒店财务总监，深圳运通鑫达通讯设备有限公司财务经理兼总经理助理，广州金鹏集团预算总监、审计部长，鹏辉能源财务负责人。现任公司副董事长、副总裁、董事会秘书。       |
| 甄少强 | 董事、总裁          | 曾任河南师范大学讲师，美的集团工程师、经理、厂长、集团下属事业部副总经理、总经理等。现任公司董事、总裁。                                                |
| 梁朝晖 | 董事             | 本科学历。曾任冶金部第十九冶金建设工程公司项目部任技术员，广州海特天高信息系统工程有限公司方案部主管，广东南粤物流实业有限公司计划部业务主管，广州新粤沥青有限公司沥青业务部业务主管。现任本公司董事。 |
| 兰凤崇 | 董事             | 车辆工程学博士。曾任吉林大学汽车工程学院任讲师、副教授、教授，副院长。现任华南理工大学机械与汽车工程学院教授、博士生导师，华南理工大学广东省汽车工程重点实验室主任，兼任本公司董事。          |
| 夏杨  | 董事             | 国际经济与金融专业硕士。曾任广州耐时电池科技有限公司总经理。现任公司储能事业部总经理，公司董事，广州耐时电池科技有限公司总经理。                                    |
| 潘丽  | 财务负责人          | 曾任美的集团下属事业部工厂成本及经营财务、子公司财务负责人，鹏辉能源财务中心管理会计部经理、财务副总监。现任公司财务总监。                                       |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司多次进行股权激励，与员工共享发展成果。**公司上市以来，先后进行三期股权激励，三次激励人数分别为 70/163/386，授予股票占当时总股本的 0.47%/0.37%/0.87%。公司完善的股权激励制度让员工分享发展成果，有利于吸引和保留核心员工，并且增长员工凝聚力和发展活力，推动公司持续高速发展。

表3：鹏辉能源历次股权激励情况

| 名称                        | 股权激励发布日     | 股权激励人数 | 股权激励股票数量 | 激励股票占当时总股本比重 | 股权激励授予条件                                              |
|---------------------------|-------------|--------|----------|--------------|-------------------------------------------------------|
| 第一期限制性股票激励计划暨“鹏辉能源精英创享计划” | 2019 年 1 月  | 70     | 130.8 万股 | 0.47%        | 业绩考核目标：2019-2021 年单年净利润同比增速分别为 20/20/20%。             |
| 第二期限制性股票激励计划              | 2020 年 12 月 | 171    | 160 万股   | 0.38%        | 业绩考核目标：2021-2023 年每年营业收入较 2020 年增长率分别不低于 20/50/88%。   |
| 第三期限制性股票激励计划              | 2022 年 9 月  | 391    | 400 万股   | 0.87%        | 业绩考核目标：2022-2024 年每年营业收入较 2021 年增长率分别不低于 50/125/237%。 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司向特定对象发行 A 股股票，募集资金推进产能持续扩张。2023 年 2 月公司发布定增注册稿，拟募集 40 亿元，主要用于：1) 鹏辉智慧储能制造基地项目。该项目总投资 30 亿元建设年产 10GWh 储能电池项目，项目一期 5GWh、建设期 16 个月，项目二期 5GWh、建设期 18 个月；2) 补充流动资金。

表 4: 鹏辉能源募集资金用途

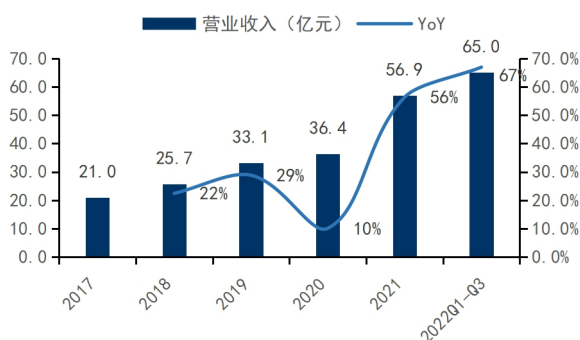
| 项目名称                           | 项目总投资 (亿元) | 拟使用募集资金金额 (亿元) |
|--------------------------------|------------|----------------|
| 鹏辉智慧储能制造基地项目 (年产 10GWh 储能电池项目) | 30.0       | 24.0           |
| 补充流动资金                         | 10.0       | 10.0           |
| 合计                             | 40.0       | 34.0           |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 多产品协同发展，发力储能助力公司爆发式增长

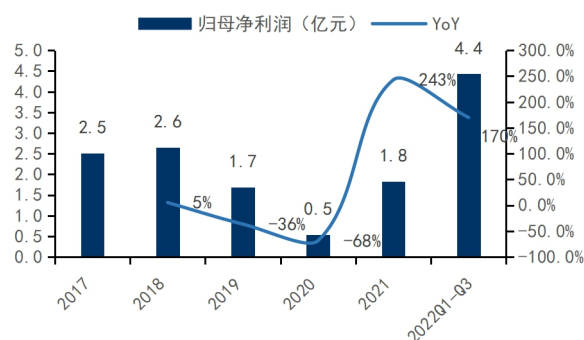
伴随储能市场发展，公司实现爆发式增长。2017 至 2021 年公司营业收入由 21.0 亿元增长至 56.9 亿元，年均复合增速达到 28%；公司归母净利润由 2.5 亿元变动至 1.8 亿元。根据公司业绩预告，2022 年公司预计实现归母净利润 6.0-6.9 亿元，同比增长 229%-279%。2018-2020 年国内新能源车销量表现不佳叠加行业竞争加剧对公司动力电池出货和盈利产生较大压力，同时消费类电池亦有增长放缓趋势。因此 2018-2020 年公司盈利呈现承压态势。2021 年以来，新能源车市场再度迎来高增长期，叠加公司多年储能业务布局迎来收获，公司业绩实现爆发式增长。

图 3: 鹏辉能源营业收入及增速 (亿元、%)



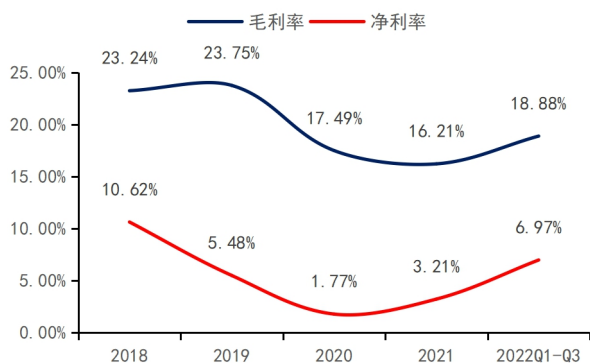
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4: 鹏辉能源归母净利润及增速 (亿元、%)



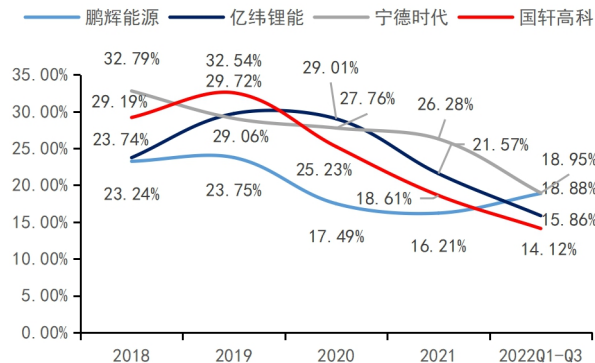
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5: 鹏辉能源毛利率及净利率情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

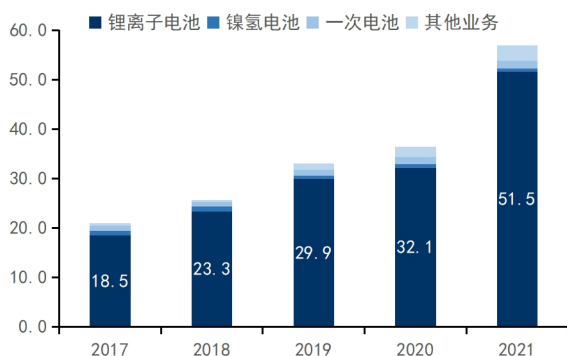
图 6: 部分电池企业毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

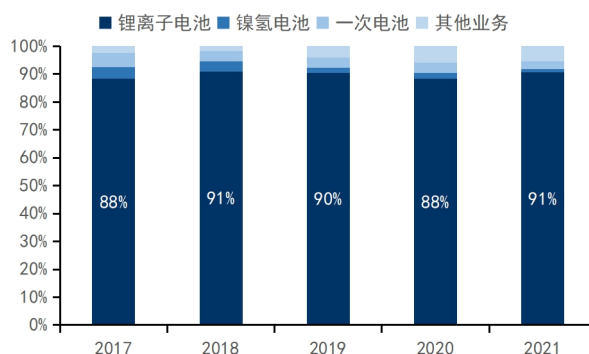
**公司业务包括：**1) 锂离子电池：含动力电池、消费类电池、储能电池、轻型动力电池等；2) 镍氢电池；3) 一次电池：含锂铁电池、锂锰电池等；4) 其他业务：含充电桩运营、可充电便携式台灯/手电筒/充电器等电池应用产品。2021 年公司锂离子电池/镍氢电池/一次电池/其他业务营收分别为 51.5/0.7/1.5/3.2 亿元，分别占总营收的 91%/1%/3%/6%。

图7：鹏辉能源各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

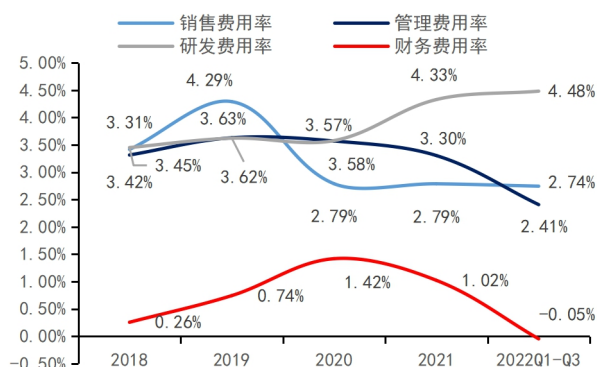
图8：鹏辉能源各业务营业收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

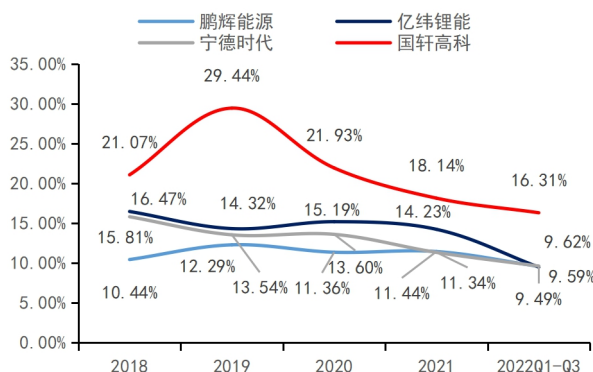
**公司期间费用管控良好，费用率处于行业较低水平。**公司 2018-2022 年前三季度期间费用率分别为 10.44%/12.29%/11.36%/11.44%/9.59%，呈现稳步下行趋势。与同行业其他电池企业对比，公司期间费用率处于行业里较低水平。

图9：鹏辉能源费用率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：部分电池企业期间费用率情况（%）



资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司战略发力储能业务，其他板块协同稳定发展。**2022 年，公司再次升级“351 战略目标”，希冀“公司在未来三到五年，成为行业头部客户优秀供应商，跨越三百亿营收，成为一流储能电池供应商”。同时公司明确细化三大业务板块发展策略：做优消费，稳固 20 年积累的消费基本盘，改善客户结构，提升经营效率；做强储能，集中优势资源，突破储能市场，抢占市场高点；细分动力，聚焦中小型车市场，紧跟大客户，提质保量。

## ◆ 重点聚焦储能业务，前瞻布局钠电池产品

### 政策+经济性双轮驱动，储能市场迎来爆发式增长

**全球电化学储能市场规模持续增长。**储能是通过储存介质或设备将能量存储起来，到需要的时候再释放，以实现能量在时间和空间上转换的过程和设备。其中电化学储能凭借建设周期短、能量转换效率高、产业链相对成熟等优势，近年来呈现高速发展态势。根据 CESA 数据，2021 年全球储能市场装机功率 205.3GW，其中抽水蓄能/压缩空气储能/电化学储能装机功率占比分别达到 86.4%/0.9%/10.3%。2021 年全球电化学储能新增装机规模达到 7.54GWh，同比提升 96%。根据 CESA 数据，2021 年全球电化学储能市场中，锂电储能项目的功率占比达到了 93.9%。

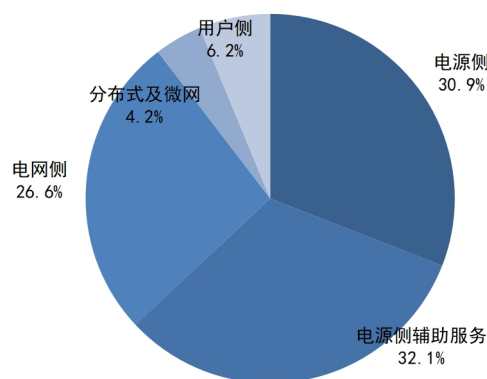
根据应用场景不同，储能可以分为电源侧储能、电网侧储能、用户侧储能等。2021 年全球电化学储能中电源侧/电源侧辅助服务/电网侧/分布式及微网/用户侧等场景装机规模占比分别为 30.9%/32.1%/26.6%/4.2%/6.2%。

图 11：全球电化学储能新增装机规模（GW）



资料来源：CESA，国信证券经济研究所整理

图 12：2021 年全球电化学储能各场景装机功率占比



资料来源：CESA，国信证券经济研究所整理

表 5：储能电池细分应用领域介绍

| 领域  | 系统带电量                                                | 作用                   | 主流电池产品        |
|-----|------------------------------------------------------|----------------------|---------------|
| 电源侧 | 发电\电网侧: MWh 以上;<br>独立储能: MWh 以上;<br>工商业储能: 0.2-10MWh | 调峰调频、可再生能源并网、辅助动态运行等 | 100/200/280Ah |
| 电网侧 | 100KWh 以下                                            | 紧急备电                 | 20/50Ah/100Ah |
| 用户侧 | 0.5-20KWh                                            | 峰谷价差套利、电力自发自用等       | 50/100Ah      |

资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所整理

### 大型储能（电源侧储能（含辅助服务）+电网侧储能）：政策引领行业快速发展

**中国：强制配储政策刺激大储市场发展，商业模式演变优化储能经济性。**根据 CESA 数据，2021 年中国电化学储能装机累计规模达到 5.12GW，同比+56%，其中 2021 年新增电化学储能装机规模为 1.84GW，同比+18%，新增大储装机 1.77GW，同比+15%。

**储能配置优化新能源发电灵活性，强制配储政策加快国内大储发展。**从电源侧来看，配置储能能够有效减少废光废风率、平滑输出功率曲线，提高新能源项目经济效益；从电网侧来看，储能产品能够有效参与电力市场辅助服务（包括调频调峰、无功调节等）。

2021 年以来，国家在储能政策持续加码。2021 年 8 月发改委、能源局发布《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》，鼓励发电企业自建储能或调峰能力增加并网规模，超过电网企业保障性并网以外的规模初期按照功率 15% 的挂钩比例（时长 4 小时以上）配建调峰能力，按照 20% 以上挂钩比例进行配建的优先并网，国家强制配储政策正式推出。随后各地方政府分别推出相应配储政策，国内大储市场进入快速发展期。

表 6: 部分省份强制配储政策

| 省份  | 强制配储要求  | 主要内容                                                                                         |
|-----|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 内蒙古 | 15%、4h  | 新增负荷所配置的新能源项目配建储能比例不低于新能源配置规模的 15%（4 小时）。                                                    |
| 甘肃  | 5%+、2h  | 河西 5 市配置 10% 以上、2h 储能；其他地区配置 5% 以上、2h 配套储能设施                                                 |
| 海南  | 10%     | 每个申报光伏平价上网项目规模不得超过 10 万千瓦，且需配套建设 10% 的储能装置。                                                  |
| 青海  | 10%、2h  | 新建新能源项目，储能容量原则上不低于新能源项目装机量的 10%，储能时长 2 小时以上。                                                 |
| 江西  | 10%、1h  | 2021 年新增光伏发电竞争优选的项目，可自愿选择光储一体化的建设模式，配置储能标准不低于光伏电站装机规模的 10% 容量/1 小时，储能电站原则上不晚于光伏电站同步建成。       |
| 天津  | 10%~20% | 单体超过 50MW 项目，光伏配储 10%、风电储能 15%                                                               |
| 湖南  | 10%、2h  | 光伏项目配储 5%、2h，风电项目配储 15%、2h；新增项目配建储能电站应与主体工程同步投产使用，存量项目（指 2021 年前取得指标的项目）应于 2022 年底前落实配建储能容量。 |

资料来源：各省发改委、能源局官网，北极星储能网，国信证券经济研究所整理

**商业模式优化，增益储能项目经济性。**在强配政策背景下，各地方政府纷纷提出政策补贴优化储能项目经济性。同时，共享储能等商业模式的提出，通过服务多个发电项目的模式，减少新能源项目初始建设资本开支、提高资源利用效率，优化配储经济性。

**美国：补贴激励行业发展。**根据 CESA 数据，2021 年美国电化学储能装机累计规模达到 6.36GW，同比+115%，其中 2021 年新增电化学储能装机规模 3.40GW，同比+154%，新增大储装机近 3.0GW。联邦政策和地方政策对行业发展具有积极影响。2022 年 8 月，美国正式发布 IRA 法案，针对储能提出延长 ITC 税收抵免有效时间且放宽抵免要求：1) **抵免有效期延长**：此前版本 2022 年抵免比例开始滑坡，现行版本 2033 年之后再滑坡。2) **抵免力度增加**：税收抵免由基础抵免+额外抵免，其中基础抵免额度由过去最高的 26% 提升至 30%、结合额外抵免后最高可抵免税收的 70%。3) **独立储能纳入 ITC 补贴范围**。

表 7: 美国储能项目投资基础税收抵免比例

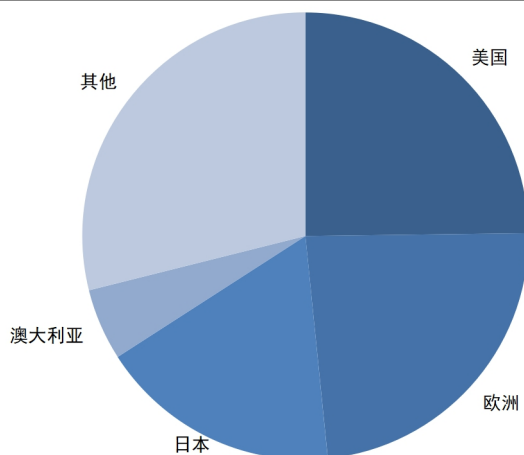
|     | 2022 | 2023 | 2024-2032 | 2033 | 2034 其他                            |
|-----|------|------|-----------|------|------------------------------------|
| 原法案 | 26%  | 22%  | 0%        | 0%   | 0% 只有光伏配储能够享受补贴                    |
| 新法案 | 30%  | 30%  | 30%       | 26%  | 22% 独立储能可享受补贴，另如果满足附加条款补贴额最高可达 70% |

资料来源：美国财政部，国信证券经济研究所整理

## 户用储能：刚需+电价高企助推发展

**户储市场高速增长，美国&欧洲引领发展。**根据 CESA 数据，2021 年全球户用储能累计装机量达到 1.41GW，2021 年新增装机量 1.37GW，其中欧美地区合计新增户储装机占比近一半。

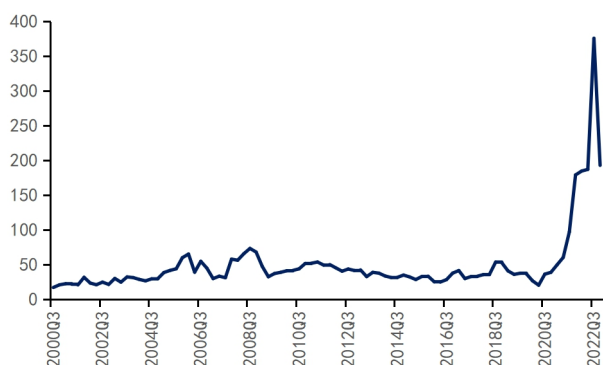
图 13: 2021 年全球户用储能新增装机分布情况



资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所整理

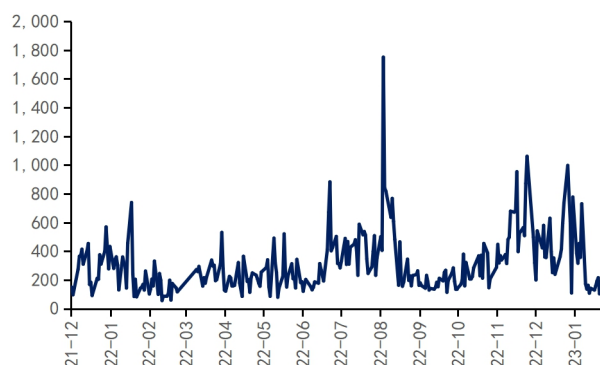
**电价高企+用电稳定性推动户储市场发展：**1) 灾害频发下用电稳定性需求推动户储发展。美国的电力设施相对老旧且各州电网相对独立，相互之间难以调度协同，在飓风、暴风雪等自然灾害频发影响下，居民会出现用电中断等问题。户储能够有效保障居民用电的稳定性。2) 居民用电高企，户储经济性明显。近年来通货膨胀影响下能源价格持续居高不下，2022 年初俄乌冲突爆发，天然气价格飙升推动居民用电成本提升。海外居民电价高、上网电价低，政策给予税收优惠及资金补贴下户储具有较高经济性。

图 14: 德国电价指数 KWK-Preis (EUR/MWh)



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图 15: 美国主要州际交易所电力加权平均价格 (USD/MWh)



资料来源：EEX，国信证券经济研究所整理

我们预计 2025 年全球新型储能新增装机量有望达到 554GWh, 2022-2025 年均复合增速达到 128%; 其中 2025 年美国/欧洲/中国新增装机分别为 134.0/125.9/206.6GWh。

表8: 全球储能市场需求情况 (GWh)

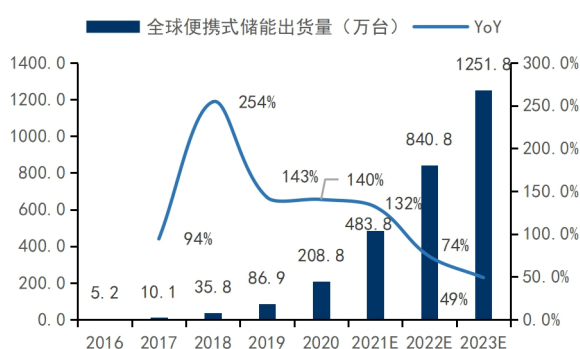
|      |       | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 美国   | 大型储能  | 8.8  | 11.2  | 30.3  | 66.6  | 113.3 |
|      | 户用储能  | 1.0  | 1.8   | 4.6   | 10.1  | 16.2  |
|      | 工商业储能 | 0.4  | 0.4   | 1.1   | 2.5   | 4.5   |
|      | 合计    | 10.1 | 13.4  | 36.0  | 79.3  | 134.0 |
|      | YOY   |      | 32%   | 168%  | 120%  | 69%   |
| 欧洲   | 大型储能  | 2.9  | 4.0   | 10.0  | 22.0  | 41.8  |
|      | 户用储能  | 2.3  | 5.2   | 14.6  | 36.4  | 69.2  |
|      | 工商业储能 | 0.5  | 1.2   | 3.6   | 8.3   | 14.9  |
|      | 合计    | 5.2  | 10.4  | 28.2  | 66.7  | 125.9 |
|      | YOY   |      | 100%  | 171%  | 137%  | 89%   |
| 中国   | 新增装机  | 4.9  | 15.3  | 45.9  | 114.8 | 206.6 |
|      | YOY   |      | 212%  | 200%  | 150%  | 80%   |
| 其他地区 | 新增装机  | 2.6  | 7.9   | 22.1  | 48.6  | 87.6  |
|      | YOY   |      | 209%  | 180%  | 120%  | 80%   |
| 全球   | 新增装机  | 22.8 | 47.0  | 132.2 | 309.4 | 554.0 |
|      | YOY   |      | 106%  | 181%  | 134%  | 79%   |

资料来源: WoodMackenzie, ACP, Delta-EE, EASE, SPE, CNESA, GGII, 国信证券经济研究所整理与预测

### 便携式储能: 户外活动+家庭应用是最重要应用场景

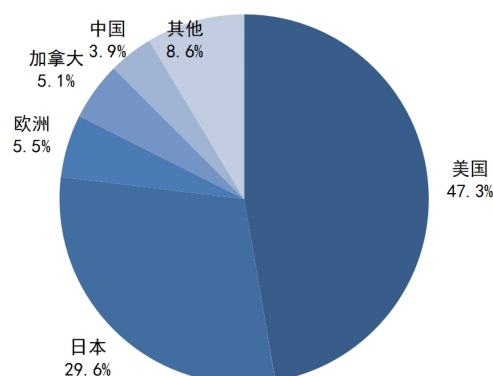
欧美国家户外活动气氛浓郁叠加家庭应急需求提振, 便携式储能市场规模不断提升。根据中国化学与物理电源行业协会数据, 2021 年全球便携式储能出货量约为 484 万台, 2016-2021 年均复合增速达到 148%。2020 年全球便携式储能应用市场中, 美国/日本份额分别达到 47.3%/29.6%。而根据中国化学与物理电源行业协会测算, 2025 年全球便携式储能出货量有望达到 2242 万台, 2021-2025 年均复合增速 47%。

图 16: 全球便携式储能出货量 (万台)



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2020 年全球便携式储能销售国家和地区



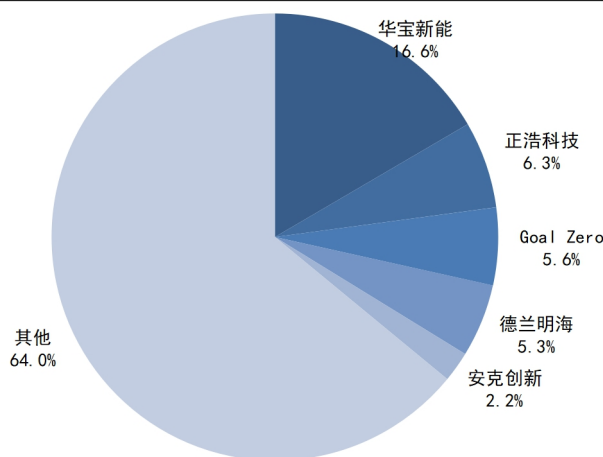
资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 国信证券经济研究所整理

近年来便携式储能市场需求持续增长得益于: 1) 欧美户外活动历史悠久, 疫情影响下室内场所及大型娱乐设施运营受到明显影响, 户外活动普及率提升推动便携式储能需求增长, 如美国户外活动参与率由 2017 年的 49% 提升至 2020 年的 53%。2) 日本自然灾害频发, 家庭应急备灾需求持续增长。3) 锂电池技术持续优化, 能量密度、成本、循环寿命等性能不断优化, 便携式储能对于小型燃油发电机的替代率以及自身市

场市占率有明显提升。

**中国企业参与度高，头部企业份额较大。**2020 年全球便携式企业中，华宝新能/正浩科技/Goal Zero 市占率分别为 16.6%/6.3%/5.6%，市场份额前五名企业中有四家为中国企业。

图 18：2020 年全球便携式储能企业市场份额（按出货量）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，国信证券经济研究所整理

## 公司储能布局早、产品全，伴随行业发展快速放量

**公司布局储能业务早、产品认证全，助力公司把握市场爆发机遇。**公司 2011 年推出 10Ah/20Ah 磷酸铁锂储能电池，进军 UPS/通信基站等领域。2012-2018 年间，公司积极在 MW 级储能系统/便携式储能/移动基站储能等领域持续布局。2015 年，公司提出把新能源车和储能作为战略发展方向，2018 年提出新能源车业务稳中求进、储能积极发展，给予储能业务更高定位。2019 年公司收到 TUV 认证，完成欧洲市场储能产品认证；同年与天合光能携手设立天辉锂电、加强战略合作。2020 年，公司户储完成欧洲、澳洲认证；2021/2022 年公司户储/大储产品先后通过 UL9540A 认证。公司储能业务切入早、重视程度高、产品认证全面，从而伴随行业实现高速增长。

表 9：鹏辉能源储能业务发展历程

| 时间   | 发展历程                                                                                        |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011 | 推出 10Ah/20Ah 磷酸铁锂储能电池，进军 UPS/通信基站等领域                                                        |
| 2015 | 公司已与兴业太阳能公司开展合作，国际市场开拓取得初步进展                                                                |
| 2017 | 海内外积极布局、持续开拓兆瓦级储能项目                                                                         |
| 2019 | 进入中国铁塔供应商名录，直接向中国铁塔大批量供应基站后备电源。获得 TUV 对 MW 级储能系统的欧洲市场认证证书。与天合光能合作成立储能公司。                    |
| 2020 | 大储 150Ah 产品批量出货，280Ah 产品进入中试阶段。通信储能 100Ah 产品送样给战略客户。家储 50/86/100Ah 产品均已量产并批量供货。户储完成欧洲、澳洲认证。 |
| 2022 | 升级“351 战略目标”，希冀“公司在未来三到五年，成为行业头部客户优秀供应商，跨越两百亿营收，成为一流储能电池供应商”。                               |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 10：部分电池企业储能业务布局时间以及海外认证进展

|      | 布局储能业务时间 | 澳洲 | 欧洲 | 美国 UL9540A |
|------|----------|----|----|------------|
| 鹏辉能源 | 2011     | ✓  | ✓  | ✓          |
| 宁德时代 | 2011     | ✓  | ✓  | ✓          |
| 亿纬锂能 | 2015     | ✓  | ✓  | ✓          |
| 国轩高科 | 2014     |    |    | ✓          |
| 海辰储能 | 2019     | ✓  |    | ✓          |
| 瑞浦兰均 | 2017     | ✓  | ✓  |            |

资料来源：各公司公告，各公司官网，国信证券经济研究所整理；注：不完全统计，最新情况以各公司公告为准

**公司产品布局全面、性能优异，满足客户多样化需求。**从产品类型看，公司具备电芯、模组、电池簇、集装箱系统全方位配套能力；从封装形态来看，公司可生产方型铝壳、软包聚合物、圆柱钢壳等形态电池；从电芯容量看，公司具有 3/4/18/25/30/50/100/150/280Ah 等产品，服务于户储、大储、便携式储能、通信储能等场景。公司在长循环寿命（万次以上）、大功率放电（4-6C）、大圆柱（40 系列全极耳电池）等技术领域持续布局，助推产品性能领军行业。公司新产品 40 系列大圆柱已经给便携式储能客户批量供应，大储 320Ah 电芯也在 2023 年 2 月正式亮相北美市场。

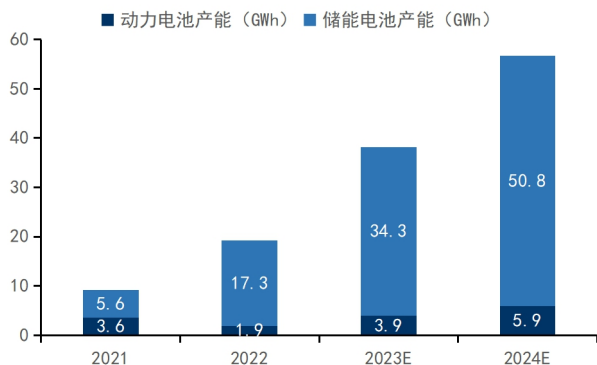
图 19：鹏辉能源先进技术布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

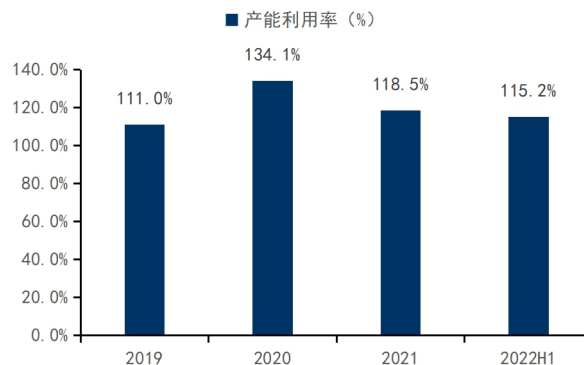
**公司产能快速提升，夯实订单供应能力。**2021 年底公司动力&储能电池总产能达 9GWh 以上，2022/2023 年底有望分别达到 19/38GWh 以上。2019-2022H1 公司产能利用率分别为 111.0/134.1/118.5/115.2%。公司产能持续扩张，规模化实现成本优化和供应保障。

图20：鹏辉能源动力储能电池产能情况（GWh）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

图21：鹏辉能源产能利用率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

凭借布局早、产品全、产能足等优势，公司与行业领军客户达成密切合作关系，实现协同发展。在户储领域，公司与阳光电源、三晶电气、德业股份、古瑞瓦特等客户合作密切；在大储领域，公司与阳光电源、天合光能、南方电网、智光电气、中节能等企业积极携手；在便携式储能领域，公司深入绑定正浩科技，并与公牛集团等展开合作；在通信储能领域，公司中标中国铁塔、中国移动等项目。

表11：公司主要储能客户情况

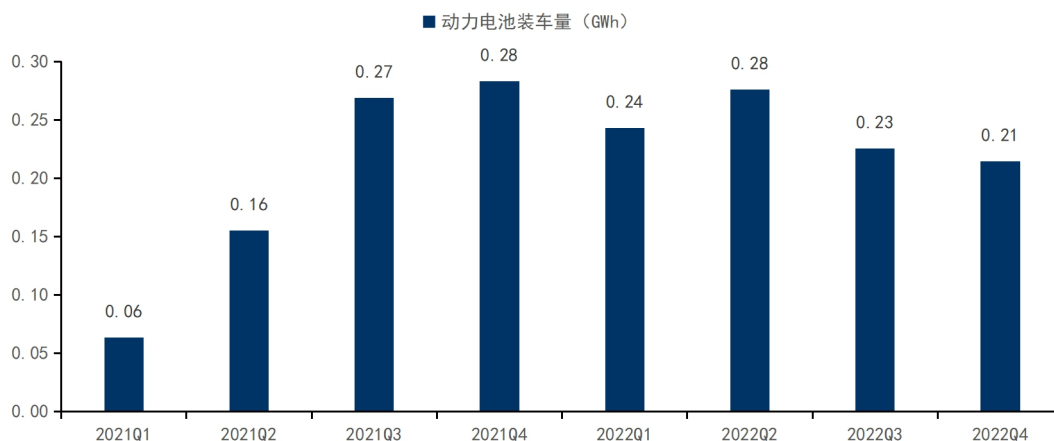
| 终端应用场景 | 客户    | 合作内容                                                  |
|--------|-------|-------------------------------------------------------|
| 户储     | 阳光电源  | 荣获阳光电源“2021年度优秀供应商奖”                                  |
|        | 德业股份  | 供应商                                                   |
|        | 三晶电气  | 首选供应商                                                 |
|        | 古瑞瓦特  | 首选供应商                                                 |
|        | 固德威   | 供应商                                                   |
|        | 艾罗能源  | 供应商                                                   |
|        | 大秦新能源 | 供应商                                                   |
|        | 电工时代  | 优势互补，聚焦于家庭户用储能领域                                      |
|        | 中节能   | 供应商                                                   |
| 大型储能   | 南方电网  | 供应商                                                   |
|        | 天合光能  | 成立合资公司天辉锂电                                            |
|        | 阳光电源  | 荣获阳光电源“2021年度优秀供应商奖”                                  |
|        | 智光电气  | 在储能电池、PACK、BMS、PCS、储能系统集成、储能产品研发、市场开发等领域深入合作          |
|        | 三峡电能  | 双方就光伏、储能、换电站、电动船等业务，从项目层面、技术研究层面战略合作                  |
|        | 华电重工  | 围绕国内外电力行业范围内的低压配电设备、储能系统及电池设备业务展开合作                   |
|        | 电工时代  | 电工时代愿意将鹏辉能源作为唯一绑定的钠离子电池应用实证合作关系，在各类储能电站、移动储能车等各类储能产品上 |
| 便携储能   | 西电电力  | 供应商                                                   |
|        | 正浩科技  | 双方进行大规模合作                                             |
| 通讯储能   | 公牛    | 为其提供40系列大圆柱电池                                         |
|        | 中国铁塔  | 提供三轮/两轮车用磷酸铁锂电池                                       |
|        | 中国移动  | 斩获中国移动2021年至2022年通信用磷酸铁锂电池集中采购订单，中标份额达11.46%          |
|        | 中兴通讯  | 进入供应链                                                 |

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 动力消费等业务多轮驱动，贡献稳定现金流

**动力电池：**产品主打性价比，深入绑定上汽通用五菱。公司动力电池产品性价比高，主要服务于 A0 及以下乘用车、商用车等车型。公司 2022 年供应上汽通用五菱 12.2% 的电池，是其第四大供应商，同时公司还与广西汽车、吉麦新能源、玉柴新能源等积极合作。新技术方面，公司具有 6C 电池量产能力，并积极探索磷酸锰铁锂等新型电池体系。

图 22：鹏辉能源动力电池装车量（GWh）



资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所整理

**消费电池：**公司产品主要包括锂一次电池、镍氢电池、锂离子电池等，主要应用于蓝牙音箱、蓝牙耳机、机器人、电子烟等领域。公司客户主要包括飞利浦、哈曼（JBL）、TCL、东芝、联想等。

**轻型动力电池：**公司重点布局两轮车换电环节，并在电动工具领域进入 TTI 供应链。公司主要产品为铁锂大圆柱、软包快充电池、圆柱电池等，主要应用于电动自行车、电动工具、共享换电等领域。公司凭借高能量密度磷酸铁锂技术（能量密度超 190Wh/kg）、磷酸铁锂低温超导通技术（-20℃ 下 LFP 电池正常使用）等在轻型动力电池领域持续实现客户开拓，目前与爱玛、雅迪、哈罗出行等两轮车客户、TTI 等电动工具客户进行密切合作。

公司战略明确，要求做优消费，稳固 20 年积累的消费基本盘，改善客户结构，提升经营效率；细分动力，聚焦中小型车市场，紧跟大客户，提质保量。动力+消费+轻型动力电池等业务有望凭借优质的产品实现持续增长，为公司贡献优质稳定的现金流。

## 前瞻布局钠电池，或将成为新的业务增长点

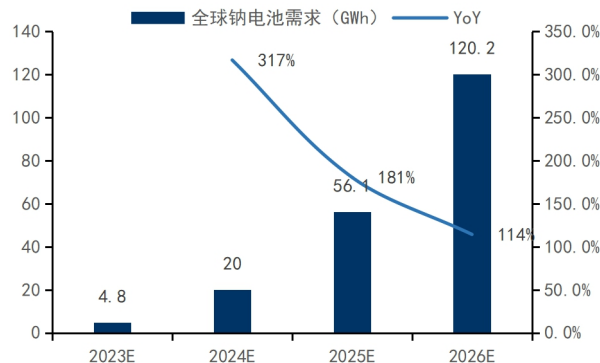
**钠电池产业化加速推进，千亿市场未来可期。**碳酸锂价格高企下锂电池价格持续走高，成本更低且具有优异安全性和低温性能的钠离子电池逐步获得大家关注。宁德时代、亿纬锂能、鹏辉能源、中科海纳、钠创新能源等电池和材料企业纷纷布局，加快钠电池产业化。在技术进步和规模降本持续推动下，钠电池有望逐步应用于储能、两轮车、商用车、低速电动车等应用场景。我们预计 2023 年全球钠离子电池市场需求有望达到 4GWh，2026 年需求有望突破 120GWh，对应市场空间突破 600 亿元。

图23：钠离子电池优势



资料来源：唐堃，陈立泉，胡勇胜等. 钠离子电池：从基础研究到工程化探索[J]. 储能科学与技术, 2020, 国信证券经济研究所整理

图24：全球钠电池市场需求（GWh）



资料来源：GGII、鑫锂锂电、国信证券经济研究所整理与预测

**公司积极推动钠电池产品布局。**公司布局聚阴离子（磷酸钒钠）和层状氧化物两大电池体系，其中无负极磷酸钒钠电池能量密度能够达到 160Wh/kg，循环寿命超 6000 次，性能处于行业领先水平。应用场景方面，公司主要聚焦储能和动力低温领域，并与车企合作进行样车测试。此外，公司还入股上游钠电池负极企业佰思格，实现产业链协同发展。

## 积极推动上游布局，实现原材料稳价保供

公司积极在原材料领域布局，实现成本优化并保障原料供应。公司主要布局包括：

- 1) 正极及原材料：**2021 年公司与四川锂源、湖南鸿跃等合资成立四川盈达锂电（鹏辉现持股 18.4%），主要从事磷酸铁生产，项目总规划 10 万吨，一期 5 万吨在 2022 年底建成投产。
- 2) PACK 材料：**2022 年 1 月，公司投资持有河南广鹏电池材料有限公司 33% 股权。该公司主营业务为有色金属压延加工、金属材料制造等，主要为公司提供电池 PACK 材料。
- 3) 钢带等：**2021 年 7 月，公司投资间接持有河南省华弘新材料有限公司 25.1% 的股权。该公司主营业务为金属材料制造、金属结构制造等，主要为公司供应钢带、钣金支架等。

## ◆ 盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

**储能电池：**欧美户储需求高速增长，公司凭借布局早、产品性能优等多维度优势，持续在行业处于领先地位。公司大储产能快速扩张，充分把握大储和工商业储能爆发前期的发展机遇。同时，公司原材料成本持续优化、欧美客户开拓加速布局，盈利能力有望维持稳定高位。我们预计公司 2022-2024 年储能电池业务营业收入分别为 53.29/133.16/222.49 亿元，储能电池销量分别为 6.1/17.1/31.6GWh，毛利率分别为 20.0/20.2/18.9%。

**动力电池：**公司与上汽通用五菱、广西汽车等深度合作，伴随客户放量而稳步发展。我们预计公司 2022-2024 年动力电池业务营业收入分别为 13.43/15.23/16.43 亿元，动力电池销量分别为 1.5/1.9/2.3GWh，毛利率分别为 16.8/16.7/15.0%。

**轻型动力：**公司轻型动力业务稳定发展，我们预计轻型动力业务 2022-2024 年营业收入分别为 3.90/2.93/2.49 亿元，毛利率分别为 13.6/13.5/13.5%。

**消费电池：**消费电子需求 2023 年有望逐步回暖，公司消费电池业务有望稳步增长。我们预计消费电池业务 2022-2024 年营业收入分别为 21.47/24.26/26.69 亿元，毛利率分别为 19.7/20.0/20.0%。

表 12：主营业务结构

|             | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |            | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）    | 8.2   | 13.4  | 15.2  | 16.4  | 营业收入（亿元）   | 17.4  | 53.3  | 133.2 | 222.5 |
| 销量（GWh）     | 1.2   | 1.5   | 1.9   | 2.3   | 销量（GWh）    | 2.7   | 6.1   | 17.1  | 31.6  |
| 单位价格（元/Wh）  | 0.67  | 0.90  | 0.81  | 0.73  | 单位价格（元/Wh） | 0.64  | 0.87  | 0.78  | 0.70  |
| 单位毛利（元/Wh）  | 0.10  | 0.15  | 0.14  | 0.11  | 单位毛利（元/Wh） | 0.12  | 0.18  | 0.16  | 0.13  |
| 毛利率（%）      | 15.0% | 16.8% | 16.7% | 15.0% | 毛利率（%）     | 18.5% | 20.0% | 20.2% | 18.9% |
| 毛利润（亿元）     | 1.2   | 2.3   | 2.5   | 2.5   | 毛利润（亿元）    | 3.2   | 10.7  | 26.9  | 42.1  |
| 营业收入（亿元）    | 7.5   | 3.9   | 2.9   | 2.5   | 营业收入（亿元）   | 20.6  | 21.5  | 24.3  | 26.7  |
| 毛利率（%）      | 11.9% | 13.6% | 13.5% | 13.5% | 毛利率（%）     | 15.0% | 19.7% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利润（亿元）     | 0.9   | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 毛利润（亿元）    | 3.1   | 4.2   | 4.9   | 5.3   |
| 营业收入（亿元）    | 3.2   | 3.9   | 4.5   | 5.0   | 营业收入（亿元）   | 56.9  | 96.0  | 180.1 | 273.1 |
| 其他业务 毛利率（%） | 25.0% | 25.3% | 25.0% | 25.0% | 合计 毛利率（%）  | 16.2% | 19.5% | 19.9% | 18.9% |
| 毛利润（亿元）     | 0.8   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 毛利润（亿元）    | 9.2   | 18.7  | 35.8  | 51.5  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表 13：盈利预测假设条件

|              | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增速       | 56.3% | 68.7% | 87.6% | 51.6% |
| 营业成本/营业收入    | 83.8% | 80.5% | 80.1% | 81.1% |
| 销售费用率        | 2.8%  | 2.8%  | 2.8%  | 2.7%  |
| 管理费用率        | 3.3%  | 2.6%  | 2.4%  | 2.1%  |
| 研发费用率        | 4.3%  | 4.6%  | 4.4%  | 4.2%  |
| 营业税金及附加/营业收入 | 0.4%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  |
| 所得税税率        | 0.2%  | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 股利分配比率       | 10.8% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

综上，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 96.03/180.11/273.07 亿元，同比+69/88/52%；实现归母净利润 6.45/13.90/19.41 亿元，同比+254/115/40%，EPS 分别为 1.40/2.62/3.66 元（考虑定增后），当前股价对应 PE 分别为 47/25/18 倍。

表 14：未来三年盈利预测表（亿元）

|       | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入  | 56.9 | 96.0  | 180.1 | 273.1 |
| 营业成本  | 47.7 | 77.3  | 144.3 | 221.6 |
| 毛利率   | 0.2  | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 销售费用  | 1.6  | 2.7   | 5.0   | 7.4   |
| 管理费用  | 1.9  | 2.5   | 4.2   | 5.7   |
| 研发费用  | 2.5  | 4.4   | 7.9   | 11.5  |
| 财务费用  | 0.6  | 0.1   | 1.4   | 3.1   |
| 营业利润  | 1.9  | 7.2   | 15.5  | 21.6  |
| 利润总额  | 1.8  | 7.2   | 15.5  | 21.6  |
| 归母净利润 | 1.8  | 6.5   | 13.9  | 19.4  |
| EPS   | 0.42 | 1.40  | 2.62  | 3.66  |
| ROE   | 6.5% | 19.7% | 32.7% | 33.9% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与测算

## ◆ 估值

### 绝对估值：74-82 元

全球储能市场依旧处于高速增长状态，公司凭借产品、服务等优势与阳光电源、天合光能等深入合作，有望实现业绩高速增长。根据对行业和分析，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 96.03/180.11/273.07 亿元，同比+69/88/52%。

表 15: 资本成本假设

|             |       |              |              |
|-------------|-------|--------------|--------------|
| 无杠杆 Beta    | 1.07  | T            | 15.00%       |
| 无风险利率       | 3.50% | Ka           | 8.85%        |
| 股票风险溢价      | 5.00% | 有杠杆 Beta     | 1.24         |
| 公司股价（元）     | 66.3  | Ke           | <b>9.71%</b> |
| 发行在外股数（百万）  | 461   | E/(D+E)      | 75.00%       |
| 股票市值（E，百万元） | 30597 | D/(D+E)      | 25.00%       |
| 债务总额（D，百万元） | 5495  | WACC         | <b>8.24%</b> |
| Kd          | 4.50% | 永续增长率（10 年后） | 2.00%        |

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 74-82 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 16: 绝对估值的敏感性分析（元）

| 78.14               |             | WACC 变化      |              |              |              |              |
|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                     |             | 8.0%         | 8.1%         | 8.2%         | 8.3%         | 8.4%         |
| 永续<br>增长<br>率变<br>化 | 2.2%        | 86.84        | 84.08        | 81.41        | 78.84        | 76.36        |
|                     | 2.1%        | 85.03        | 82.34        | 79.75        | 77.25        | 74.83        |
|                     | <b>2.0%</b> | <b>83.28</b> | <b>80.67</b> | <b>78.14</b> | <b>75.70</b> | <b>73.34</b> |
|                     | 1.9%        | 81.59        | 79.04        | 76.58        | 74.20        | 71.90        |
|                     | 1.8%        | 79.96        | 77.47        | 75.07        | 72.75        | 70.51        |

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：76-81 元

公司主营业务为锂离子电池，重点布局储能电池领域。我们选取国内主要的锂离子电池企业宁德时代、亿纬锂能、国轩高科作为可比公司，通过对比可以看出国内锂电池企业 2023 年平均估值为 25 倍。

相比于同行业其他企业，公司聚焦储能业务发展，业务竞争格局较动力电池、消费电池更优，行业增速高且盈利能力强，由此我们给到公司一定的估值溢价。我们给予公司 2023 年 29-31 倍的 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间为 76-81 元。

表 17：可比公司情况（2023. 2. 27）

| 股票代码   | 股票简称 | 投资评级 | 总市值<br>(亿元) | 最新股价<br>(元) | EPS   |       |       | PE     |       |       |
|--------|------|------|-------------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|        |      |      |             |             | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E  | 2023E | 2024E |
| 300750 | 宁德时代 | 增持   | 9796.93     | 401.10      | 11.90 | 16.68 | 22.07 | 33.72  | 24.04 | 18.18 |
| 300014 | 亿纬锂能 | 买入   | 1479.47     | 72.32       | 1.82  | 3.54  | 5.12  | 39.74  | 20.43 | 14.13 |
| 002074 | 国轩高科 | 无评级  | 522.81      | 29.39       | 0.20  | 1.00  |       | 146.95 | 29.39 |       |
|        | 均值   |      |             |             |       |       |       | 73.47  | 24.62 | 16.15 |
| 300438 | 鹏辉能源 | 增持   | 305.97      | 66.33       | 1.40  | 2.62  | 3.66  | 47.42  | 25.32 | 18.11 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算；注：国轩高科盈利预测为 wind 一致预期

### 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 76-82 元之间，相对于公司目前股价有 15%-24% 溢价空间。

我们认为公司作为储能电池先行者，产能扩张保障供货、提升全品类储能产品供应能力，海外客户持续开拓保障盈利稳定高位。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 6.45/13.90/19.41 亿元，同比 +254/115/40%，EPS 分别为 1.40/2.62/3.66 元（考虑定增后），当前股价对应 PE 分别为 47/25/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ◆ 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司原料涉及正极、电解液等，相关产品价格受到碳酸锂报价影响明显，若碳酸锂价格波动过大会对公司盈利能力产生明显影响。

**产能建设不及预期：**公司电池产能建设可能存在建设进度不及预期的风险。

**客户开拓不及预期：**公司开拓海外客户过程中，若存在开拓或验证不及预期，会对公司业绩产生一定影响。

**估值的风险：**我们采取了绝对估值和相对估值方法，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。

**盈利预测的风险：**我们假设公司未来 3 年收入增长 69/88/52%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表（百万元）          | 2020         | 2021         | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 1475        | 1221        | 1200         | 1200         | 1200         | 营业收入              | 3642         | 5693         | 9603          | 18011         | 27307         |
| 应收款项             | 1753        | 1743        | 1973         | 3948         | 6359         | 营业成本              | 3005         | 4770         | 7734          | 14429         | 22160         |
| 存货净额             | 877         | 1604        | 2736         | 5428         | 8604         | 营业税金及附加           | 20           | 25           | 43            | 81            | 123           |
| 其他流动资产           | 141         | 195         | 309          | 577          | 886          | 销售费用              | 102          | 159          | 269           | 495           | 737           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4287</b> | <b>5094</b> | <b>6692</b>  | <b>12016</b> | <b>18360</b> | 管理费用              | 130          | 188          | 250           | 423           | 573           |
| 固定资产             | 2009        | 2562        | 4288         | 7628         | 11592        | 研发费用              | 130          | 246          | 442           | 792           | 1147          |
| 无形资产及其他          | 266         | 306         | 294          | 281          | 269          | 财务费用              | 52           | 58           | 9             | 137           | 314           |
| 其他长期资产           | 352         | 446         | 864          | 1621         | 2458         | 投资收益              | 7            | 30           | 2             | 0             | 10            |
| 长期股权投资           | 45          | 99          | 99           | 99           | 99           | 资产减值及公允价值变动       | (193)        | (121)        | (125)         | (125)         | (120)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>6959</b> | <b>8507</b> | <b>12237</b> | <b>21646</b> | <b>32779</b> | 其他收入              | 248          | 152          | 110           | 145           | 140           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 521         | 606         | 4823         | 10652        | 17751        | 营业利润              | 74           | 186          | 719           | 1547          | 2164          |
| 应付款项             | 2480        | 3316        | 2122         | 3824         | 5573         | 营业外净收支            | (2)          | (3)          | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 191         | 234         | 398          | 744          | 1136         | <b>利润总额</b>       | <b>72</b>    | <b>183</b>   | <b>719</b>    | <b>1547</b>   | <b>2164</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3219</b> | <b>4448</b> | <b>7535</b>  | <b>15580</b> | <b>25006</b> | 所得税费用             | 8            | 0            | 72            | 155           | 216           |
| 长期借款及应付债券        | 753         | 672         | 672          | 672          | 672          | 少数股东损益            | 11           | 0            | 1             | 3             | 4             |
| 其他长期负债           | 345         | 434         | 431          | 473          | 520          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>53</b>    | <b>182</b>   | <b>645</b>    | <b>1390</b>   | <b>1943</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1098</b> | <b>1106</b> | <b>1103</b>  | <b>1145</b>  | <b>1192</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>4317</b> | <b>5553</b> | <b>8638</b>  | <b>16725</b> | <b>26198</b> | 净利润               | 53           | 182          | 645           | 1390          | 1943          |
| 少数股东权益           | 187         | 191         | 183          | 176          | 170          | 资产减值准备            | (80)         | (68)         | (75)          | (85)          | (90)          |
| 股东权益             | 2455        | 2762        | 3416         | 4745         | 6410         | 折旧摊销              | 252          | 304          | 287           | 471           | 748           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6959</b> | <b>8507</b> | <b>12237</b> | <b>21646</b> | <b>32779</b> | 公允价值变动损失          | 0            | 0            | 40            | 0             | 0             |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 财务费用              | 52           | 58           | 9             | 137           | 314           |
| 每股收益             | 0.13        | 0.42        | 1.40         | 2.62         | 3.66         | 营运资本变动            | 490          | 147          | (2789)        | (3108)        | (4017)        |
| 每股红利             | 0.10        | 0.05        | 0.28         | 0.52         | 0.73         | 其它                | (279)        | (360)        | 41            | 267           | 445           |
| 每股净资产            | 6.30        | 6.81        | 7.80         | 9.28         | 12.40        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>437</b>   | <b>205</b>   | <b>(1850)</b> | <b>(1066)</b> | <b>(971)</b>  |
| ROIC             | 7%          | 8%          | 13%          | 13%          | 12%          | 资本开支              | (342)        | (632)        | (2000)        | (3800)        | (4700)        |
| ROE              | 3%          | 7%          | 20%          | 33%          | 34%          | 其它投资现金流           | 42           | (50)         | (377)         | (757)         | (827)         |
| 毛利率              | 17%         | 16%         | 19%          | 20%          | 19%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(300)</b> | <b>(682)</b> | <b>(2377)</b> | <b>(4557)</b> | <b>(5527)</b> |
| EBIT Margin      | 7%          | 5%          | 9%           | 10%          | 9%           | 权益性融资             | 74           | 167          | 28            | 69            | 0             |
| EBITDA Margin    | 14%         | 11%         | 12%          | 13%          | 12%          | 负债净变化             | 764          | (9)          | 4217          | 5829          | 7100          |
| 收入增长             | 10%         | 56%         | 69%          | 88%          | 52%          | 支付股利、利息           | (66)         | (46)         | (30)          | (139)         | (288)         |
| 净利润增长率           | -68%        | 243%        | 254%         | 115%         | 40%          | 其它融资现金流           | 31           | 71           | 4217          | 5829          | 7100          |
| 资产负债率            | 62%         | 65%         | 71%          | 77%          | 80%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>720</b>   | <b>53</b>    | <b>4206</b>   | <b>5622</b>   | <b>6498</b>   |
| 息率               | 0.2%        | 0.1%        | 0.4%         | 0.8%         | 1.1%         | <b>现金净变动</b>      | <b>857</b>   | <b>(424)</b> | <b>(21)</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| P/E              | 523.0       | 157.6       | 47.4         | 25.3         | 18.1         | 货币资金的期初余额         | 457          | 1475         | 1221          | 1200          | 1200          |
| P/B              | 10.5        | 9.7         | 8.5          | 7.2          | 5.3          | 货币资金的期末余额         | 1475         | 1221         | 1200          | 1200          | 1200          |
| EV/EBITDA        | 63.3        | 56.4        | 34.0         | 23.0         | 18.5         | 企业自由现金流           | 629          | 123          | (3723)        | (4827)        | (5658)        |
|                  |             |             |              |              |              | 权益自由现金流           | 594          | 274          | 486           | 879           | 1159          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032