

2022 年报点评：盈利水平表现亮眼，全年出货翻倍以上增长 买入（维持）

2023 年 04 月 25 日

分析师
芮雯

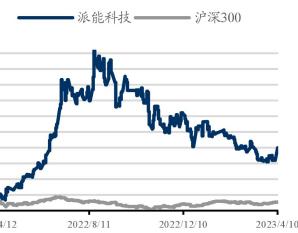
(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,013	10,961	16,476	22,167
同比	192%	82%	50%	35%
归属母公司净利润 (百万元)	1,273	2,500	3,402	4,524
同比	303%	96%	36%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.25	14.24	19.37	25.76
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.56	18.10	13.30	10.00

- 归母净利同增 303%、业绩符合市场预期。**公司 22 年营收 60 亿，同增 192%，归母净利 13 亿，同增 303%，扣非净利 13 亿元，同增 319%，毛利率 35%，同增 5pct；其中 Q4 营收 24.45 亿，环比 43%；归母净利 6 亿，环比 65%，毛利率 38%，环比 3pct，业绩与业绩快报基本一致，符合市场预期。
- 全年出货同增 127%、单位利润表现亮眼。**公司 22 年出货 3.5GWh，同增 127%，其中 Q4 出货 1.3GWh，环比 30%。我们预计公司 23 年全年出货 7GWh，同比翻倍，其中 Q1 受欧洲客户去库存影响，公司出货预计环比降 20%左右。盈利方面，公司 22 年单位价格 1.91 元/Wh（含税），单位成本 1.11 元/Wh，单位盈利 0.36 元/Wh，接近翻倍增长，其中 Q4 扣非净利 0.47 元/wh，若加回激励费用，则单 Wh 净利达 0.5 元，环比增 25%+。23 年原材料价格下行，但传导存在时滞，一季度盈利预计维持高位，全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降，单位盈利预计维持 0.35 元/Wh 左右，同比微降。
- 23 年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。**海外能源价格依然较高，随着户储系统降价，经济性依然显著，我们预计 23 年全球户储增速 50-60%，其中欧洲地区增速 60-70%，欧洲经销商 22 年年底备有较多库存，随着 Q1 库存逐步消化完毕，Q2 进入旺季，预计需求拉动明显。公司 23 年户储日本、美国市场顺利推进，且预计大储及工商业储能均将贡献增量，其中工商业出货占比预计从 5% 提升至 10-15%，大储 1GWh 产能投产开始出货，同时积极布局新技术，预计钠电池 23H2 开始批量出货。
- 22 年经营性现金流转正、存货高增。**22 年公司期间费用 5 亿，期间费用率 8.3%，同减 3.5pct。22 年底存货 14 亿，较年初增长 106%，较 Q3 末增长 2%；应收账款 20 亿，较年初增长 253%；22 年经营活动净现金流净额 9.5 亿，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 4 亿，环比减 2%。
- 盈利预测与投资评级：**由于下游需求增速不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利预测至 25/34/45 亿（原 23-24 年预测：28/38.7 亿元），同比 +96.5%/36%/33%，对应 PE 18/13/10x，给予 23 年 28xPE，目标价 398.72 元，“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)	257.70
一年最低/最高价	134.18/511.69
市净率(倍)	9.26
流通 A 股市值(百万元)	21,578.28
总市值(百万元)	45,258.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.83
资产负债率(% ,LF)	46.72
总股本(百万股)	175.63
流通 A 股(百万股)	83.73

相关研究

《派能科技(688063): 2022 年业绩预增点评：全年出货预计翻倍增长，单位盈利环增超预期》

2023-01-12

《派能科技(688063): 2022 年三季度报点评：业绩大超市场预期，盈利水平持续向上》

2022-10-20

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢曾朵红，阮巧燕和岳斯瑶的指导。

22 年归母净利润 12.73 亿元，同比超三倍增长，业绩符合预期。2022 年公司营收 60.13 亿元，同比增长 191.55%；归母净利润 12.73 亿元，同比增长 302.53%；扣非净利润 12.61 亿元，同比增长 319.40%，22 年毛利率为 34.7%，同比提升 4.68pct；净利率为 21.17%，同比提升 5.84pct，22 年业绩符合市场预期。单季度来看，2022 年 Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 24.45/6.28/6.15 亿元，同比增长 218.40 % /869.33%/948.38%。Q4 归母净利润和扣非归母净利润分别环比增长 64.66 %/61.70%，盈利向好。

图 1：派能科技分季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,444.7	1,714.9	1,039.4	814.2
-同比	218.40%	179.71%	145.08%	216.18%
毛利率	38.39%	35.60%	30.19%	27.50%
归母净利润(百万)	627.8	381.3	162.3	101.3
-同比	869.33%	295.72%	69.76%	70.45%
归母净利率	25.68%	22.23%	15.62%	12.44%
扣非归母净利润 (百万)	615.2	380.4	166.20	99.03
-同比	948.38%	305.67%	82.99%	72.69%
扣非归母净利率	25.16%	22.18%	15.99%	12.16%

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

储能业务营收高增，主营业务盈利能力提升。2022 年全年公司主营业务营收 59.60 亿元，同比增长 190%，毛利率为 34.12%，同比上升 4.43pct，其中储能业务营收 59.27 亿元，同比增长 198%，毛利率 34.11%，同比提升 4.38pct；2022H2 主营业务收入 40.78 亿元，同比增长 195%，毛利率 36%，同比+10pct。

图 2：派能科技半年度业绩情况

	2022H2				2022H1				2021H2			
	营业收入 (百万元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率	营业收入 (百万元)	毛利率
主营业务	4077.58	195%	36%	+10pct	1849.73	29%	1380.90	26%				
其他业务	28.56	313%			3.89		6.92					
分地区												
境内	129.86	-55%			115.53		286.55	4%				
境外	3976.29	266%			1738.09		1087.42	32%				

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 3：派能科技产品产销量情况

主要产品	单位	2022年				2021年				2020年			
		产量	同比	销量	同比	库存	同比	产量	销量	库存	产量	销量	库存
软包产品	MWh	4032.40	136.34%	3531.32	129.47%	530.28	140.4%	1706.15	1538.89	220.58	742.80	722.13	140.34
圆柱产品	Mwh	3.97	267.59%	4.08	179.45%	1.33	5.56%	1.08	1.46	1.26	3.42	4.92	1.49

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

全年出货同增 127%，单位利润表现亮眼。公司 22 年出货 3.5GWh，同增 127%，其中 Q4 出货 1.3GWh，环增 30%，23 年全年预计出货 7GWh，同比翻倍，其中 Q1 受欧洲客户去库存影响，公司出货预计环降 20%左右。盈利方面，公司 22 年单位价格 1.91 元/Wh（含税），单位成本 1.11 元/Wh，单位盈利 0.36 元/Wh，接近翻倍增长，其中 Q4 扣非净利 0.47 元/Wh，若加回激励费用，则单 Wh 净利达 0.5 元，环增 25%+。23 年原材料价格下行，但传导存在时滞，一季度盈利预计维持高位，全年售价预计随碳酸锂跌价小幅下降，单位盈利预计维持 0.35 元/Wh 左右，同比微降。

23 年户储行业维持高增、公司大储及工商业储能开始起量。海外能源价格依然较高，随着户储系统降价，经济性依然显著，我们预计 23 年全球户储增速 50-60%，其中欧洲地区增速 60-70%，欧洲经销商 22 年年底备有较多库存，随着 Q1 库存逐步消化完毕，Q2 进入旺季，预计需求拉动明显。公司 23 年户储日本、美国市场顺利推进，且预计大储及工商业储能均将贡献增量，其中工商业出货占比预计从 5%提升至 10-15%，大储 1GWh 产能投产开始出货，同时积极布局新技术，预计钠电池 23H2 开始批量出货。

22 年期间费用率下降显著，经营性现金流转负为正。2022 年公司期间费用合计 4.99 亿元，同比增长 105.67%，费用率为 8.29%，同比减少 3.46pct。2022 年公司经营活动净现金流净额为 9.53 亿元，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 4.04 亿，环减 2.2%；投资活动净现金流净额为 -2.80 亿元，流出同比收窄；资本开支为 7.76 亿元，同比上升 69.4%；账面现金为 12.62 亿元，较年初增长 2%。

图 4：派能科技分季度费用率

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	15.95	12.54	31.67	34.41
-销售费用率	1.96%	1.21%	1.85%	1.41%
管理费用	22.11	30.84	35.68	13.86
-管理费用率	2.72%	2.97%	2.08%	0.57%
研发费用	62.36	67.29	108.50	143.42
-研发费用率	7.66%	6.47%	6.33%	5.87%
财务费用	3.71	-15.77	-42.65	-25.22
-财务费用率	0.46%	-1.52%	-2.49%	-1.03%
期间费用	104.14	94.89	133.20	166.47
-期间费用率	12.79%	9.13%	7.77%	6.81%
资产减值损失	-1.71	-12.34	-2.02	-7.53
信用减值损失	-0.12	-15.47	-21.92	-33.63

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

盈利预测与投资评级：由于下游需求增速不及预期，我们下修公司 23-25 年归母净利润预测至 25/34/45 亿（原 23-24 年预测：28 /38.7 亿元），同比+96.5%/36%/33%，对应 PE 18/13/10x，给予 23 年 28xPE，目标价 398.72 元，“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)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,959	10,426	16,898	23,925	营业总收入	6,013	10,961	16,476	22,167
货币资金及交易性金融资产	1,978	2,439	6,979	10,594	营业成本(含金融类)	3,926	7,207	11,379	15,528
经营性应收款项	2,009	4,615	6,331	8,544	税金及附加	25	45	68	91
存货	1,416	2,962	3,118	4,254	销售费用	95	153	198	222
合同资产	2	0	0	0	管理费用	102	142	198	333
其他流动资产	555	410	471	533	研发费用	382	526	659	709
非流动资产	2,130	2,820	3,611	4,127	财务费用	-80	-51	16	31
长期股权投资	0	0	10	20	加: 其他收益	15	22	33	44
固定资产及使用权资产	1,339	1,925	2,698	3,095	投资净收益	-3	16	16	11
在建工程	366	466	466	566	公允价值变动	9	0	10	10
无形资产	141	145	154	163	减值损失	-95	-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	132	132	131	130	营业利润	1,490	2,910	3,957	5,262
其他非流动资产	152	152	152	152	营业外净收支	-8	-2	-1	-1
资产总计	8,090	13,246	20,509	28,051	利润总额	1,482	2,908	3,956	5,261
流动负债	3,417	6,276	10,441	13,864	减: 所得税	210	407	554	736
短期借款及一年内到期的非流动负债	415	751	1,873	2,186	净利润	1,273	2,500	3,402	4,524
经营性应付款项	2,565	4,708	7,433	10,144	减: 少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	80	0	0	归属母公司净利润	1,273	2,500	3,402	4,524
其他流动负债	394	736	1,134	1,535					
非流动负债	362	362	362	362	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.25	14.24	19.37	25.76
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,404	2,887	3,975	5,284
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	1,545	2,914	4,114	5,499
租赁负债	287	287	287	287					
其他非流动负债	75	75	75	75					
负债合计	3,780	6,638	10,803	14,226	毛利率(%)	34.70	34.25	30.94	29.95
归属母公司股东权益	4,310	6,609	9,706	13,825	归母净利率(%)	21.17	22.81	20.65	20.41
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,310	6,609	9,706	13,825	收入增长率(%)	191.55	82.29	50.31	34.54
负债和股东权益	8,090	13,246	20,509	28,051	归母净利润增长率(%)	302.53	96.46	36.04	32.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	953	1,051	4,677	4,497	每股净资产(元)	27.83	42.68	62.68	89.28
投资活动现金流	-280	-703	-915	-720	最新发行在外股份 (百万股)	176	176	176	176
筹资活动现金流	191	112	767	-172	ROIC(%)	28.98	39.23	35.03	32.27
现金净增加额	955	461	4,530	3,605	ROE-摊薄(%)	29.53	37.84	35.05	32.72
折旧和摊销	141	27	139	215	资产负债率(%)	46.72	50.11	52.67	50.72
资本开支	-776	-717	-921	-721	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.56	18.10	13.30	10.00
营运资本变动	-559	-2,036	714	-694	P/B (现价)	9.26	6.04	4.11	2.89

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及的任何证券、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/>