

# 派能科技 (688063)

## 2023 年中报点评: Q2 下游去库业绩低于预期, 2H 有望逐步恢复

买入 (维持)

2023 年 08 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,013	4,511	7,748	13,358
同比	192%	-25%	72%	72%
归属母公司净利润 (百万元)	1,273	1,102	1,514	2,245
同比	303%	-13%	37%	48%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.25	6.28	8.62	12.78
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.11	23.22	16.91	11.40

关键词: #业绩不及预期

### 投资要点

■ **Q2 营收利润均低于预期。**公司 H1 营收 26 亿元, 同+38%, 归母净利 6.9 亿元, 同+163%; 其中, Q2 营收 7 亿元, 同环比-31%/-61%, 归母净利 2.3 亿元, 同环比+42%/-50%, 扣非净利 2.2 亿元, 同环比+29%/-53%; Q2 毛利率 32%, 同环比+1.9pct/-8.2pct, 归母净利率 32.3%, 同环比+16.7pct/+7.2pct, 下游需求偏弱, 业绩低于预期。此前拟以 0.8-1.2 亿元回购公司股份, 价格不超 248.34 元/股。

■ **欧洲户储去库致 Q2 出货量下滑 60%, 预计 Q3 末需求逐步恢复。**公司 H1 出货 1.39gwh, 同比+15%, 预计 Q2 出 0.4gwh, 同环比-37%/-60%, 系下游欧洲户储经销商去库影响出货量不及预期。预计 Q3 末渠道库存将逐步消化完毕, 公司出货量将恢复正常, 全年销量预期 2.9gwh, 同降 16%。24 年随着户储需求增速恢复至 50%+, 叠加公司在工商业等储能拓展, 我们预计出货有望达到 6gwh, 同比翻倍。产能方面, 公司 23 年具备电芯产能 7gwh, 合肥一期 5gwh 预计 Q3 跑线, 二期 5gwh 预计 24 年年底建成, 此外钠电 1gwh 产线也在推进中。

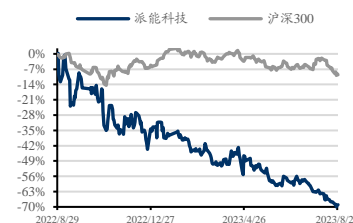
■ **Q2 产能利用率低, 单位盈利环降近 50%。**价格方面, 1H 公司电池均价 2.1 元/wh, 同比+20%, 其中 Q2 预计为 2 元/wh, 环降 6%, 欧洲户储调价基本可由原材料降价覆盖。盈利方面, Q2 单 wh 归母利润预计 0.65 元/wh (扣除股权激励影响), 同环比+110%/+29%, 其中汇兑损益贡献 1.3 亿元, 扣除后 Q2 单 wh 利润 0.26 元/wh, 同环比+2%/-47%, 系 Q2 产能利用率约 30%所致。户储电池行业竞争加剧价格存下行压力, 但公司仍具备品牌及渠道优势, 同时 2H 产能利用率有望恢复, 一定程度对冲盈利下行影响, 我们预计后续公司单 wh 经营利润有望维持 0.2 元/wh。

■ **Q2 期间费用大幅下降, 存货下降, 经营现金流高增。**Q2 三费合计-1.0 亿元, 同环下降 1.48/0.03 亿元, 主要系汇兑收益贡献 1.3 亿元, 致使财务费率大幅下降; 期末存货 10 亿元, 较年初下降 29%; 应收账款 19 亿元, 较年初-6%; 期末合同负债 0.5 亿元, 较年初增长 14%; H1 经营净现金流净额为 12 亿元, 同比+765%; 资本开支 7.7 亿元, 同比+160%。

■ **盈利预测与投资评级:** 由于下游需求偏弱, 我们下修 23-25 年归母净利至 11.0/15.1/22.5 亿元 (原预测 25.0/34.0/45.2 亿元), 同比-13%/+37%/+48%, 对应 PE 23/17/11x, 考虑到户用储能市场竞争加剧, 给予 24 年 26xPE, 目标价 224 元, “买入”评级。

■ **风险提示:** 需求不及预期, 行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	145.71
一年最低/最高价	141.25/503.50
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	15,123.87
总市值(百万元)	25,590.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	55.39
资产负债率(% ,LF)	28.13
总股本(百万股)	175.63
流通 A 股(百万股)	103.79

### 相关研究

《派能科技(688063): 2023 一季报点评: 业绩符合市场预期, Q1 盈利维持高位》

2023-04-26

《派能科技(688063): 2022 年报点评: 盈利水平表现亮眼, 全年出货翻倍以上增长》

2023-04-12

23 年 H1 公司归母净利润 6.9 亿元，同增 162.9%，下游需求仍偏弱，业绩低于市场预期。23 年 H1 公司营收 25.57 亿元，同比增长 37.94%；归母净利润 6.93 亿元，同比增长 162.91%；扣非净利润 6.71 亿元，同比增长 153.06%；23H1 毛利率为 37.93%，同比增加 8.92pct；销售净利率为 27.11%，同比增加 12.88pct。此前公司拟以 0.8-1.2 亿元回购公司股份，价格不超 248.34 元/股。

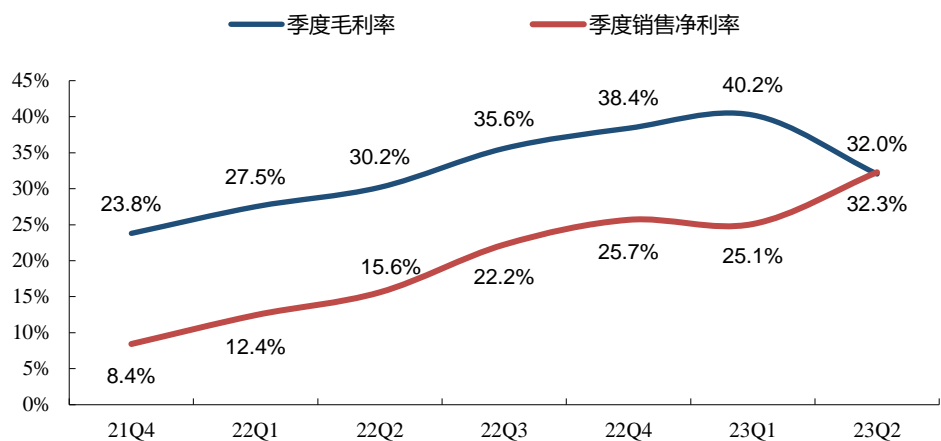
23 年 Q2 公司归母净利润 2.3 亿元，同环比+42.5%/-49.9%，业绩低于市场预期。2023 年 Q2 公司实现营收 7.16 亿元，同比下降 31.09%，环比下降 61.09%；归母净利润 2.31 亿元，同比增长 42.46%，环比下降 49.94%，扣非归母净利润 2.15 亿元，同比增长 29.34%，环比下降 52.88%。盈利能力方面，23Q2 毛利率为 32.04%，同比增加 1.85pct，环比下降 8.19pct；归母净利率 32.28%，同比增加 16.67pct，环比增加 7.19pct；23Q2 扣非净利率 30.01%，同比增加 14.02pct，环比增加 5.23pct。

图1：派能科技季度业绩情况

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万)	716.3	1,840.7	2,444.7	1,714.9	1,039.4
-同比	-31.09%	126.07%	218.40%	179.71%	145.08%
毛利率	32.04%	40.23%	38.39%	35.60%	30.19%
归母净利润(百万)	231.2	461.9	627.8	381.3	162.3
-同比	42.46%	355.86%	869.33%	295.72%	69.76%
归母净利率	32.28%	25.09%	25.68%	22.23%	15.62%
扣非归母净利润(百万)	215.0	456.2	615.19	380.44	166.20
-同比	29.34%	360.70%	948.38%	305.67%	82.99%
扣非归母净利率	30.01%	24.79%	25.16%	22.18%	15.99%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：派能科技分季度毛利率和销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

欧洲户储去库致 Q2 出货量下滑 60%，预计 Q3 末需求逐步恢复。公司 H1 出货 1.39gwh，同比+15%，预计 Q2 出 0.4gwh，同环比-37%/-60%，系下游欧洲户储经销商去

库影响出货量不及预期。预计 Q3 末渠道库存将逐步消化完毕，公司出货量将恢复正常，全年销量预期 3.5gwh，同比持平。24 年随着户储需求增速恢复至 50%+，叠加公司在工商业等储能拓展，我们预计出货有望达到 6gwh+，同+70%。产能方面，公司 23 年具备电芯产能 7gwh，合肥一期 5gwh 预计 Q3 跑线，二期 5gwh 预计 24 年年底建成，此外钠电 1gwh 产线也在推进中。

**Q2 产能利用率低，单位盈利环降近 50%。**价格方面，1H 公司电池均价 2.1 元/wh，同比+20%，其中 Q2 预计为 2 元/wh，环降 6%，欧洲户储更看重渠道与品牌，整体调价较慢，基本可由原材料降价覆盖。盈利方面，Q2 单 wh 归母利润预计 0.65 元/wh（扣除股权激励影响），同环比+110%/+29%，其中汇兑损益贡献 1.3 亿元，扣除后 Q2 单 wh 利润 0.26 元/wh，同环比+2%/-47%，系 Q2 产能利用率约 30%所致。后续户储电池行业竞争进一步加剧，价格存下行压力，但公司仍具备品牌及渠道优势，同时 2H 产能利用率有望逐步恢复，一定程度对冲盈利下行影响，我们预计后续公司单 wh 经营利润有望维持 0.2 元/wh。

**公司 2023Q2 费率大幅下降，计提资产和信用减值损失。**2023 年 Q2 期间费用合计 -0.02 亿元，同比下降 102.53%，环比下降 101.41%，期间费用率为-0.34%，同降 9.46pct，环降 9.58pct；销售费用 0.25 亿元，销售费用率 3.54%，同增 2.33pct，环增 2.17pct；管理费用 0.3 亿元，管理费用率 4.23%，同增 1.26pct，环增 2.7pct；财务费用-1.55 亿元，财务费用率-21.68%，同降 20.17pct，环降 21.43pct；研发费用 0.97 亿元，研发费用率 13.58%，同增 7.1pct，环增 6.97pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失-0.17 亿元，同增 0%，环增 0%；计提信用减值损失 0.2 亿元，同降 227.39%，环降 247.3%。

图3: 派能科技分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	12.54	31.67	34.41	25.14	25.34
-销售费用率	1.21%	1.85%	1.41%	1.37%	3.54%
管理费用	30.84	35.68	13.86	28.20	30.30
-管理费用率	2.97%	2.08%	0.57%	1.53%	4.23%
研发费用	67.29	108.50	143.42	121.57	97.26
-研发费用率	6.47%	6.33%	5.87%	6.60%	13.58%
财务费用	-15.77	-42.65	-25.22	-4.70	-155.31
-财务费用率	-1.52%	-2.49%	-1.03%	-0.26%	-21.68%
期间费用	94.89	133.20	166.47	170.22	-2.40
-期间费用率	9.13%	7.77%	6.81%	9.25%	-0.34%
资产减值损失	-12.34	-2.02	-7.53	-6.29	-16.90
信用减值损失	-15.47	-21.92	-33.63	-13.38	19.70

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司 Q2 存货下降，经营性现金流高增，资本开支同比增加。**2023 年 H1 公司存货为 10.01 亿元，较年初下降 29.28%；应收账款 18.5 亿元，较年初下降 6.27%；期末公司合同负债 0.5 亿元，较年初增长 13.91%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 11.85 亿元，同比上升 764.78%；投资活动净现金流净额为-17.34 亿元，同降 483.25%；资本开支为 7.74 亿元，同增 160.32%；账面现金为 59.21 亿元，较年初增长 369.06%，短期借

款 2.14 亿元，较年初下降 46.23%。

**盈利预测与投资评级：**由于下游需求偏弱，我们下修 23-25 年归母净利至 11.0/15.1/22.5 亿元（原预测 25.0/34.0/45.2 亿元），同比-13%/+37%/+48%，对应 PE 23/17/11x，考虑到户用储能市场竞争加剧，给予 24 年 26xPE，目标价 224 元，“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期，行业竞争加剧。

## 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>5,959</b>	<b>5,897</b>	<b>9,433</b>	<b>14,605</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,013</b>	<b>4,511</b>	<b>7,748</b>	<b>13,358</b>
货币资金及交易性金融资产	1,978	2,450	4,582	6,245	营业成本(含金融类)	3,926	2,950	5,434	9,894
经营性应收款项	2,009	1,895	2,987	5,213	税金及附加	25	19	32	55
存货	1,416	1,212	1,489	2,711	销售费用	95	63	93	134
合同资产	2	0	0	0	管理费用	102	59	93	200
其他流动资产	555	340	375	437	研发费用	382	217	310	427
<b>非流动资产</b>	<b>2,130</b>	<b>2,820</b>	<b>3,611</b>	<b>4,127</b>	财务费用	(80)	(130)	(3)	24
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	15	9	15	27
固定资产及使用权资产	1,339	1,925	2,698	3,095	投资净收益	(3)	7	8	7
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	<b>营业利润</b>	<b>1,490</b>	<b>1,284</b>	<b>1,761</b>	<b>2,611</b>
其他非流动资产	152	152	152	152	营业外净收支	(8)	(2)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>8,090</b>	<b>8,718</b>	<b>13,044</b>	<b>18,732</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,482</b>	<b>1,282</b>	<b>1,760</b>	<b>2,610</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,417</b>	<b>3,019</b>	<b>5,967</b>	<b>9,610</b>	减:所得税	210	179	246	365
短期借款及一年内到期的非流动负债	415	751	1,873	2,186	<b>净利润</b>	<b>1,273</b>	<b>1,102</b>	<b>1,514</b>	<b>2,245</b>
经营性应付款项	2,565	1,927	3,550	6,463	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	33	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,273</b>	<b>1,102</b>	<b>1,514</b>	<b>2,245</b>
其他流动负债	394	308	544	961	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.25	6.28	8.62	12.78
非流动负债	362	362	362	362	EBIT	1,404	1,205	1,787	2,648
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,545	1,232	1,926	2,863
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.70	34.62	29.87	25.94
租赁负债	287	287	287	287	归母净利率(%)	21.17	24.43	19.54	16.80
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	191.55	(24.97)	71.74	72.41
<b>负债合计</b>	<b>3,780</b>	<b>3,381</b>	<b>6,329</b>	<b>9,972</b>	归母净利润增长率(%)	302.53	(13.39)	37.33	48.28
归属母公司股东权益	4,310	5,336	6,716	8,760					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,310</b>	<b>5,336</b>	<b>6,716</b>	<b>8,760</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,090</b>	<b>8,718</b>	<b>13,044</b>	<b>18,732</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	953	946	2,108	2,344	每股净资产(元)	27.83	34.46	43.37	56.57
投资活动现金流	(280)	(712)	(923)	(724)	最新发行在外股份(百万股)	176	176	176	176
筹资活动现金流	191	238	937	33	ROIC(%)	28.98	18.20	20.15	22.65
现金净增加额	955	472	2,122	1,653	ROE-摊薄(%)	29.53	20.66	22.54	25.62
折旧和摊销	141	27	139	215	资产负债率(%)	46.72	38.79	48.52	53.23
资本开支	(776)	(717)	(921)	(721)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.11	23.22	16.91	11.40
营运资本变动	(559)	(395)	162	(589)	P/B (现价)	5.23	4.23	3.36	2.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>