

林洋能源 (601222)

动态点评: 储能持续放量, TOPCon 电池积极推进

买入 (维持)

2023 年 09 月 21 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 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

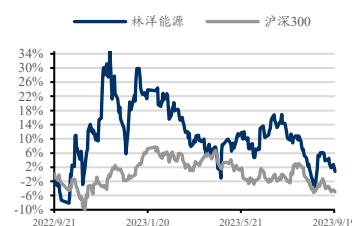
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,944	7,993	11,394	16,301
同比	-7%	62%	43%	43%
归属母公司净利润 (百万元)	856	1,135	1,556	1,868
同比	-8%	33%	37%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.42	0.55	0.76	0.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.16	12.94	9.44	7.86

关键词: #产能扩张 #第二曲线

投资要点

- **23Q2 营收/归母快速增长:** 公司 2023H1 实现营收 32.11 亿元, 同增 38%; 归母净利 5.81 亿元, 同增 42%; 扣非净利 5.52 亿元, 同增 38%。23Q2 实现营收 21.46 亿元, 同环增 61%/102%; 归母净利 3.8 亿元, 同环增 66%/95%; 扣非净利 3.7 亿元, 同环增 53%/103%, 主要系储能放量。
- **电芯+Pack 投产顺利, 储能持续放量:** 2023H1 储能业务收入约 10 亿元, 其中 2023Q2 营收约 8 亿元, 环增约 300%, 2023H1 毛利率相较 2022 全年提升约 4-5pct, 主要系: 1) pack 产能进展顺利放量, 2023 年 7 月江苏启东 6GWh 储能电池第二条产线投产, 形成 3GWh pack 模块年产能贡献产量; 2) 亿纬林洋 10GWh 电芯于 2023Q1 末投产, 电芯自供有效降本; 3) 林洋液冷小柜工商业储能产品正式发布, 并实现批量供货。展望 2023Q3, 公司秉持“集中式共享储能+分布式用户侧储能”双轮驱动战略, 成功获批近 GWh 共享储能项目, 累计储备储能资源 5GWh+, 预计 2023 年储能业务受益新兴储能高增市场。
- **TOPCon 产能积极推进, 拓展新业绩增长点:** 公司前瞻布局 N 型电池产能, 2022 年 12 月投资 100 亿元用于南通 20GW TOPCon 电池项目, 目前一期 12GW 积极推进中, 其中一阶段 6GW 已于 2023 年 7 月通线流片, 公司采取 LP 技术路线, 公司预计一阶段 9 月底全线贯通实现满产, 有望贡献业绩增量。同时二阶段 6GW 预计 2024 年中实现量产, 2024 年末产能将达 12GW, 有望充分受益光伏 N 型时代。
- **EPC+发电容量稳增, 电站持续贡献业绩:** 2023H1 公司光伏 EPC 业务收入 1.73 亿元, 新增获批 200MW, 新增开工风光项目 300MW+, 实现并网约 200MW, 截至 6 月底, 公司已累计开发光伏电站 5GW+。2023H1 光伏发电收入 4.63 亿元, 发电业务保持稳定持续贡献业绩; 2023H1 中标运维容量 1.4GW, 位居全国第二, 总体业务量新增 2.3GW, 运维签约总容量突破 10GW。展望 2023 全年, 公司预计新开工新能源项目 1.5GW。
- **智能电表稳定增长, 持续开展全球化布局:** 2023H1 电表收入 10.3 亿元, 同增 7.2%, 公司深耕西欧/亚太市场, 2023H1 实现智能电表销量 98+万台, 同增约 31%, 公司拓展中东/亚洲/中东欧市场, 目前累计在亚洲市场交付智能电表约 100 万台, 2023H1 首次突破印尼市场并实现规模交货。公司 2023H1 合计中标国网、南网项目共约 4.58 亿元, 子公司 ELGAMA 中标波兰电力局项目约 3.68 亿元, 有望持续贡献营收增量。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司储能加速发展, 新能源加深布局, 我们维持公司 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 11.4/15.6/18.7 亿元, 同增 33%/37%/20%, 基于 2023 年公司储能放量, 电站&发电业务稳增, 给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标价 11 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.13
一年最低/最高价	6.61/9.95
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万元)	14,689.01
总市值(百万元)	14,689.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.29
资产负债率(% ,LF)	30.09
总股本(百万股)	2,060.17
流通 A 股(百万股)	2,060.17

相关研究

《林洋能源(601222): 2022 年 &2023Q1 业绩点评: 电表、新能源加深布局, 储能有望乘风而起》

2023-04-26

《林洋能源(601222): 事件点评: 储能电池项目如期投产, 加速公司储能业务发展》

2022-11-22

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 32.11 亿元, 同比+38.35% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 5.81 亿元, 同比+41.85% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 21.46 亿元, 同比+60.53%, 环比+101.52% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 3.84 亿元, 同比+66.49%, 环比+95.45% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、归母净利率分别为 30.71%、18.10% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 28.00%、17.91% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 3.5 亿元, 同比+3.07% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 1.48 亿元, 同比-5.60%, 环比-26.66% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 10.89%, 同比-3.73pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 6.89%, 同比-4.83pct, 环比-12.05pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流出 1.31 亿元, 同比-201.27%, 环比-74.26% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 2.23 亿元, 同比+18.16%, 环比-30.53% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 18.35 亿元, 同比+145.63%, 环比+4.16% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 38.39 亿元, 同比-8.15%, 环比+23.93% (亿元, %)	7

表 1:	2023H1 收入 32.11 亿元, 同比增长 38.35%; 归母净利润 5.81 亿元, 同比增长 41.85% (单位: 亿元)	3
------	---	---

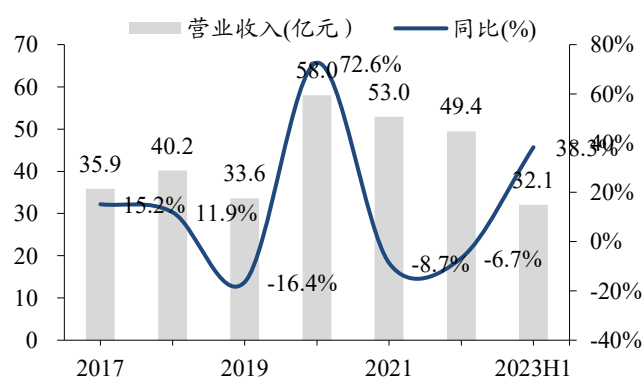
公司 2023H1 实现营业收入 32.11 亿元，同比增长 38.35%；实现利润总额 7.24 亿元，同比增长 32.83%；实现归属母公司净利润 5.81 亿元，同比增长 41.85%；实现扣非归母净利润 5.52 亿元，同比增长 37.81%。2023H1 毛利率为 30.71%，同比下降 6.91pct，2023H1 归母净利率为 18.10%，同比上升 0.45pct；2023H1 扣非归母净利率 17.20%，同比下降 0.07pct。2023Q2 实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 60.53%，环比增长 101.52%；实现利润总额 4.8 亿元，同比增长 50.68%，环比增长 96.76%；实现归属母公司净利润 3.84 亿元，同比增长 66.49%，环比增长 95.45%；实现扣非归母净利润 3.7 亿元，同比增长 52.87%，环比增长 103.14%。2023Q2 毛利率为 28.00%，同比下降 12.48pct，环比下降 8.15pct；2023Q2 归母净利率为 17.91%，同比上升 0.64pct，环比下降 0.56pct；2023Q2 扣非归母净利率 17.25%，同比下降 0.86pct，环比上升 0.14pct。

表1：2023H1 收入 32.11 亿元，同比增长 38.35%；归母净利润 5.81 亿元，同比增长 41.85%（单位：亿元）

林洋能源	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	32.11	23.21	38.35%	21.46	13.37	60.53%	10.65	101.52%
营业成本	22.25	14.48	53.67%	15.45	7.96	94.18%	6.80	127.25%
毛利率	30.7%	37.6%	-6.91pct	28.0%	40.5%	-12.48pct	36.2%	-8.15pct
营业利润	7.15	5.47	30.67%	4.71	3.29	43.29%	2.44	93.46%
利润总额	7.24	5.45	32.83%	4.80	3.19	50.68%	2.44	96.76%
归属母公司净利润	5.81	4.10	41.85%	3.84	2.31	66.49%	1.97	95.45%
扣非归母净利润	5.52	4.01	37.81%	3.70	2.42	52.87%	1.82	103.14%
归母净利率	18.1%	17.6%	+0.45pct	17.9%	17.3%	+0.64pct	18.5%	-0.56pct
扣非归母净利率	17.2%	17.3%	-0.07pct	17.2%	18.1%	-0.86pct	17.1%	+0.14pct

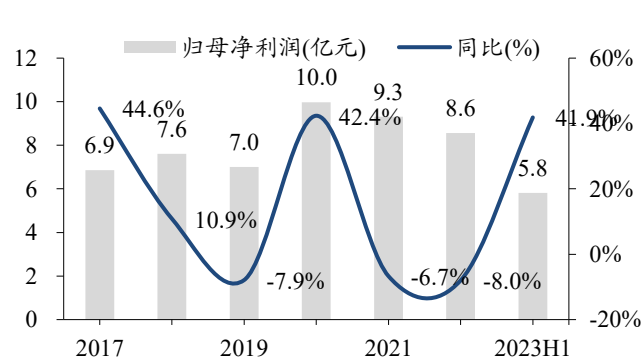
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2023H1 营业收入 32.11 亿元，同比+38.35%（亿元，%）



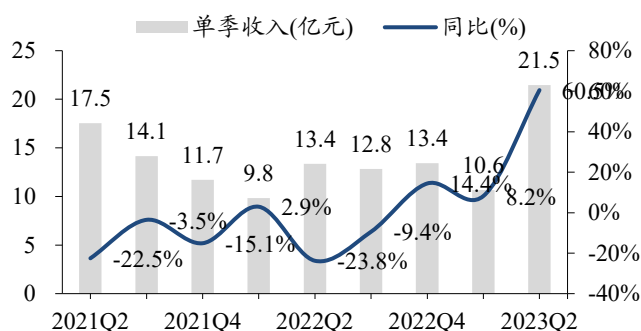
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023H1 归母净利润 5.81 亿元，同比+41.85%（亿元，%）



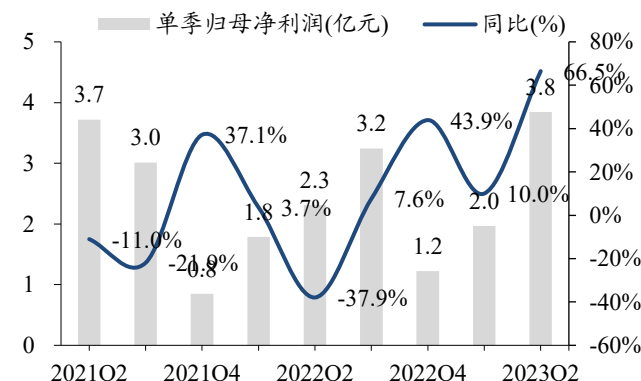
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 21.46 亿元, 同比+60.53%, 环比+101.52% (亿元, %)



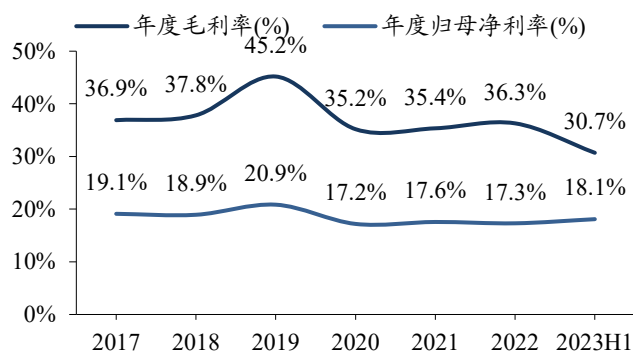
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 3.84 亿元, 同比+66.49%, 环比+95.45% (亿元, %)



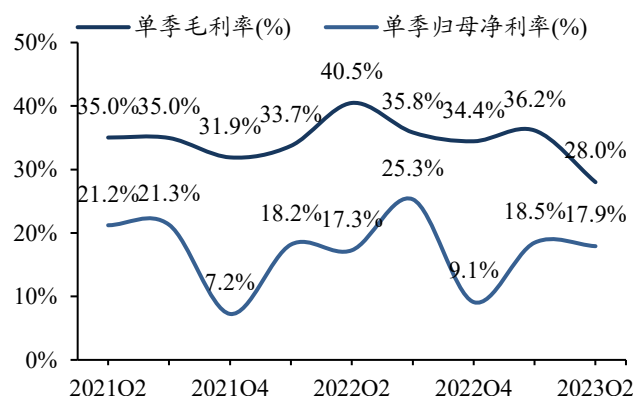
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 30.71%、18.10% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 28.00%、17.91% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电芯+Pack 投产顺利, 储能持续放量。2023H1 储能业务收入约 10 亿元, 其中 2023Q2 营收约 8 亿元, 环增约 300%, 2023H1 毛利率相较 2022 全年提升约 4-5pct, 主要系: 1) pack 产能进展顺利放量, 2023 年 7 月江苏启东 6GWh 储能电池第二条产线投产, 形成 3GWh pack 模块年产能贡献产量; 2) 亿纬林洋 10GWh 电芯于 2023Q1 末投产, 电芯自供有效降本; 3) 林洋液冷小柜工商业储能产品正式发布, 并实现批量供货。展望 2023Q3, 公司秉持“集中式共享储能+分布式用户侧储能”双轮驱动战略, 成功获批近 GWh 共享储能项目, 累计储备储能资源 5GWh+, 预计 2023 年储能业务受益新兴储能高增市场。

TOPCon 产能积极推进, 拓展新业绩增长点。公司前瞻布局 N 型电池产能, 2022 年 12 月投资 100 亿元用于南通 20GW TOPCon 电池项目, 目前一期 12GW 积极推进中, 其中一阶段 6GW 已于 2023 年 7 月通线流片, 公司采取 LP 技术路线, 公司预计一阶段

9月底全线贯通实现满产，有望贡献业绩增量。同时二阶段 6GW 预计 2024 年中实现量产，2024 年末产能将达 12GW，有望充分受益光伏 N 型时代。

EPC+发电容量稳增，电站持续贡献业绩。2023H1 公司光伏 EPC 业务收入 1.73 亿元，2023H1 新增获批 200MW，新增开工风光项目超 300MW，实现并网约 200MW，截至 2023 年 6 月底，公司已累计开发光伏电站 5GW+。2023H1 公司光伏发电收入 4.63 亿元，发电业务保持稳定持续贡献业绩；2023H1 中标运维容量 1.4GW，位居全国第二，总体业务量新增 2.3GW，运维签约总容量突破 10GW。展望 2023 全年，公司预计新开工新能源项目 1.5GW。

智能电表稳定增长，持续开展全球化布局。2023H1 电表收入 10.3 亿元，同增 7.2%，公司深耕西欧/亚太市场，2023H1 实现智能电表销量 98+万台，同增约 31%，公司拓展中东/亚洲/中东欧市场，目前累计在亚洲市场交付智能电表约 100 万台，2023H1 首次突破印尼市场并实现规模交货。公司 2023H1 合计中标国网、南网项目共约 4.58 亿元，子公司 ELGAMA 中标波兰电力局项目约 3.68 亿元，有望持续贡献营收增量。

财务费用下降，期间费用优化。公司 2023H1 期间费用合计 3.50 亿元，同比增长 3.07%；期间费用率为 10.89%，同比下降 3.73pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 17.73%、上升 28.37%、上升 23.06%、下降 152.60%至 0.71 亿元、2.12 亿元、0.89 亿元、-0.22 亿元；费用率分别同比下降 0.39、下降 0.51、下降 0.35、下降 2.48 个百分点至 2.20%、6.60%、2.78%、-0.68%。公司 2023Q2 期间费用合计 1.48 亿元，同比下降 5.60%，环比下降 26.66%；期间费用率为 6.89%，同比下降 4.83pct，环比下降 12.05pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 13.16%、上升 30.01%、上升 41.87%、下降 8532.92%至 0.37 亿元、1.22 亿元、0.44 亿元、-0.55 亿元；费用率分别同比下降 0.72、下降 1.34、下降 0.27、下降 2.51 个百分点至 1.71%、5.70%、2.03%、-2.55%。

图7：2023H1 期间费用 3.5 亿元，同比+3.07%（亿元，%）

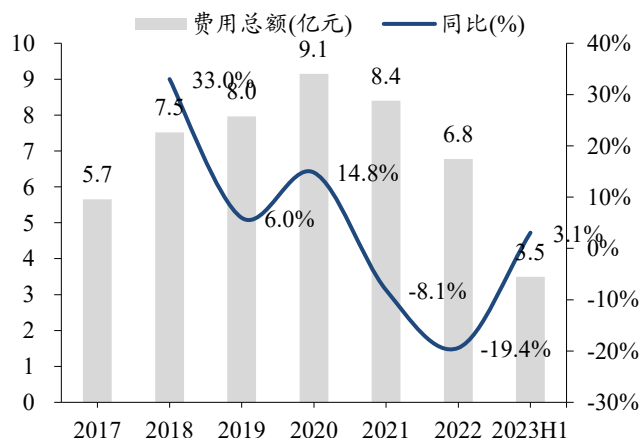
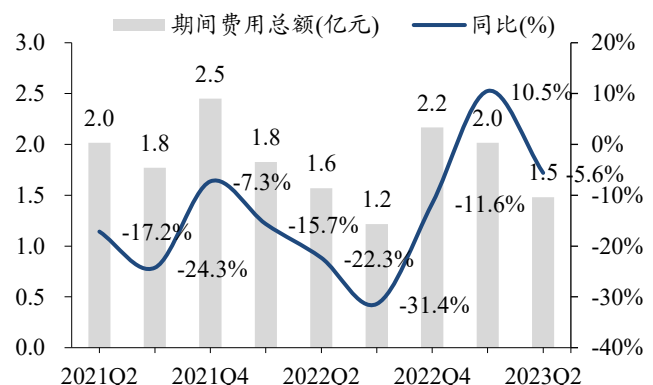
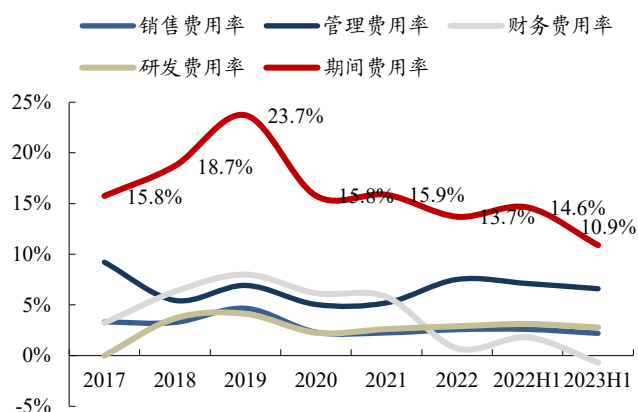


图8：2023Q2 期间费用 1.48 亿元，同比-5.60%，环比-26.66%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

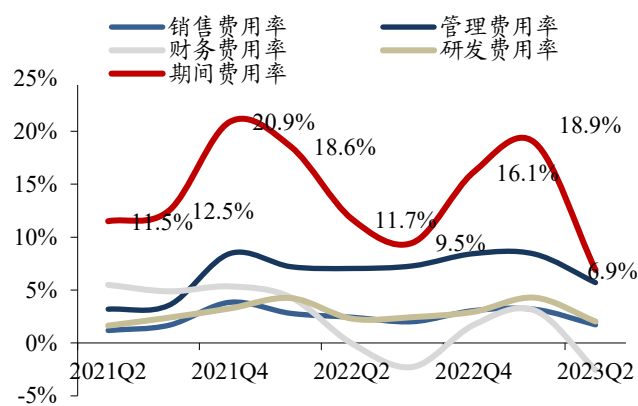
图9：2023H1 期间费用率 10.89%，同比-3.73pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

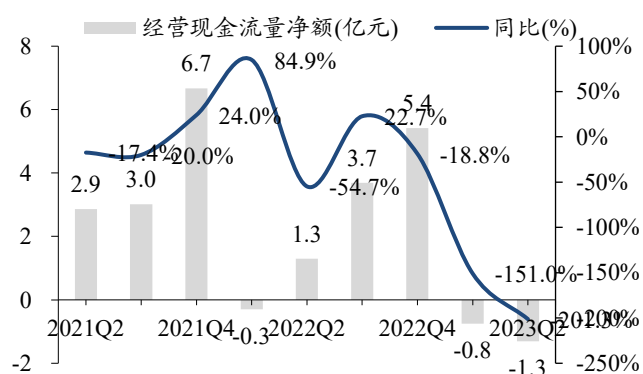
图10：2023Q2 期间费用率 6.89%，同比-4.83pct，环比-12.05pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

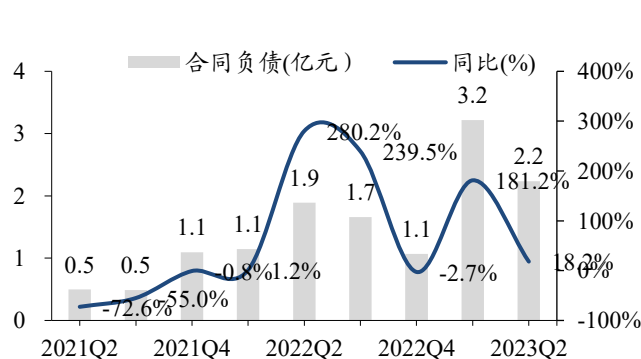
现金流下降，应收账款环比上升。2023Q2 经营活动现金流量净流出 1.31 亿元，同比下降 201.27%，环比下降 74.26%。销售商品取得现金 11.13 亿元，同比增长 15.12%，环比增长 11.44%。期末合同负债 2.23 亿元，同比增长 18.16%，环比下降 30.53%。期末应收账款 38.39 亿元，同比下降 8.15%，环比增长 23.93%。应收账款周转天数同比下降 121.78 天至 194.62 天。期末存货 18.35 亿元，同比上升 145.63%，环比增长 4.16%。存货周转天数同比上升 56.73 天至 154.53 天。

图11：2023Q2 经营活动现金净流出 1.31 亿元，同比-201.27%，环比-74.26%（亿元，%）



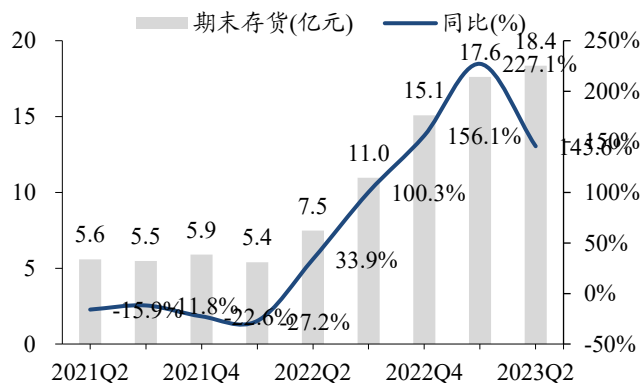
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q2 期末合同负债 2.23 亿元，同比+18.16%，环比-30.53%（亿元，%）



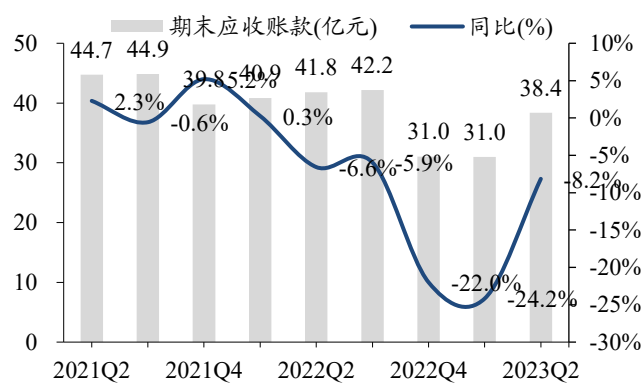
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 18.35 亿元, 同比+145.63%, 环比+4.16% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 38.39 亿元, 同比-8.15%, 环比+23.93% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司储能加速发展, 新能源加深布局, 我们维持公司2023-2025年盈利预测, 我们预计2023-2025年归母净利润为11.4/15.6/18.7亿元, 同增33%/37%/20%, 基于2023年公司储能放量, 电站&发电业务稳增, 给予公司2023年20倍PE, 对应目标价11元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

林洋能源三大财务预测表

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	13,538	15,159	19,315	25,451	营业总收入	4,944	7,993	11,394	16,301
货币资金及交易性金融资产	6,385	5,716	4,738	3,702	营业成本(含金融类)	3,150	5,810	8,499	12,801
经营性应收款项	3,703	6,100	8,959	12,541	税金及附加	34	49	71	104
存货	1,508	1,651	2,650	4,587	销售费用	127	210	262	359
合同资产	114	184	263	376	管理费用	372	524	647	791
其他流动资产	1,827	1,508	2,707	4,245	研发费用	143	240	268	375
非流动资产	7,763	8,204	8,076	7,930	财务费用	36	(22)	(1)	35
长期股权投资	354	404	454	504	加:其他收益	65	108	154	220
固定资产及使用权资产	6,242	6,778	6,614	6,422	投资净收益	5	64	137	196
在建工程	287	151	100	90	公允价值变动	37	0	0	0
无形资产	110	108	105	101	减值损失	(143)	14	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	97	(4)	(6)	82
长期待摊费用	84	76	116	126	营业利润	1,144	1,364	1,933	2,334
其他非流动资产	687	687	687	687	营业外净收支	(28)	(22)	(25)	(25)
资产总计	21,301	23,363	27,392	33,380	利润总额	1,116	1,342	1,907	2,309
流动负债	4,437	4,723	6,999	10,981	减:所得税	252	201	343	428
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,332	601	601	601	净利润	864	1,141	1,564	1,881
经营性应付款项	2,497	3,383	5,215	8,485	减:少数股东损益	8	6	8	13
合同负债	107	185	277	419	归属母公司净利润	856	1,135	1,556	1,868
其他流动负债	501	555	907	1,475	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.55	0.76	0.91
非流动负债	1,996	2,546	3,046	3,546	EBIT	1,063	1,160	1,647	1,871
长期借款	1,593	1,893	2,193	2,493	EBITDA	1,534	1,616	2,107	2,345
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.29	27.31	25.41	21.47
租赁负债	337	587	787	987	归母净利率(%)	17.31	14.20	13.65	11.46
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	(6.66)	61.68	42.55	43.06
负债合计	6,433	7,270	10,046	14,527	归母净利润增长率(%)	(8.00)	32.60	37.05	20.10
归属母公司股东权益	14,786	16,006	17,250	18,745					
少数股东权益	81	87	96	108					
所有者权益合计	14,868	16,093	17,346	18,853					
负债和股东权益	21,301	23,363	27,392	33,380					

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	1,010	357	(869)	(1,002)	每股净资产(元)	7.18	6.75	7.27	7.90
投资活动现金流	1,323	(1,108)	(227)	(75)	最新发行在外股份(百万股)	2,060	2,060	2,060	2,060
筹资活动现金流	(979)	(167)	117	41	ROIC(%)	4.49	5.29	6.74	6.95
现金净增加额	1,439	(919)	(978)	(1,036)	ROE-摊薄(%)	5.79	7.09	9.02	9.97
折旧和摊销	471	456	460	474	资产负债率(%)	30.20	31.12	36.67	43.52
资本开支	(710)	(872)	(273)	(211)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.16	12.94	9.44	7.86
营运资本变动	(515)	(1,633)	(2,012)	(2,221)	P/B(现价)	0.99	1.06	0.98	0.90

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>