

2023年三季报点评：欧洲户储持续去库，业绩低于市场预期

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	6,013	3,776	6,088	8,214
同比	192%	-37%	61%	35%
归属母公司净利润（百万元）	1,273	709	602	866
同比	303%	-44%	-15%	44%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	7.25	4.04	3.43	4.93
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.61	29.82	35.13	24.42

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- 23Q3 业绩低于市场预期。**23 年前三季度公司营收 30.5 亿元，同减 15%，归母净利润 6.5 亿元，同增 1.5%，扣非净利润 6 亿元，同减 4%。其中 Q3 公司营收 5 亿元，同减 71%，环减 31%，归母净利润-0.4 亿元，同减 110%，环减 117%，扣非归母净利润-0.5 亿元，同减 113%，环减 124%；Q3 毛利率为 25%，同降 10pct，环降 7pct，归母净利率-8%，同降 30pct，环降 40pct，下游需求持续偏弱，业绩低于市场预期。
- 欧洲户储持续去库，Q3 出货量环降 25%，24Q1 预计逐步恢复。**公司 Q1-Q3 出货 1.68gwh，同降 23%，其中 Q3 出货近 300mwh，同环比-70%/-25%，系欧洲户储经销商持续去库，出货量不及预期，我们预计全年出货 2.2-2.3gwh，同降 35%。24 年 Q1 渠道库存有望逐步消化完毕，欧洲户储需求增速预计恢复至 40%，我们预计公司 24 年出货有望达 4.5gwh，同比翻倍增长。产能方面，公司 23 年具备电芯产能 7gwh，合肥一期 5gwh Q3 已投产，二期 5gwh 预计 24 年年底建成，此外钠电 1gwh 产线也在推进中。
- 产能利用率持续下降，单 wh 净利出现亏损。**价格方面，公司 Q3 电池单 wh 均价 1.85 元，环降 7%，单 wh 毛利 0.41 元/wh，环降 27%，单 wh 亏损 0.014 元，若扣除 4 千万汇兑损益和股权激励，单位 wh 利润预计 0.01 元，同环比-97%/-96%，主要是由于产能利用率降至 10%，提高单位折旧成本。24 年户储电池价格仍存在下行压力，但公司仍具备品牌及渠道优势，随着 24 年 Q1 产能利用率有望恢复，一定程度对冲盈利下行影响，我们预计后续单 wh 利润恢复至 0.1-0.2 元/wh。
- 汇兑亏损提升费用率，资本开支减少，经营现金流环比大幅下滑。**23 年前三季度公司费用率为 10.5%，同增 1pct，其中 Q3 期间费用 1.5 亿元，同减 15%，环比转正，费用率 31%，同环比+23/+31pct，研发费用率环增 4pct，财务费用率环增 26pct；Q3 末存货 8 亿元，较年初减少 40%，环减 16%；Q3 公司资本开支 2.6 亿，环减 28%，经营活动净现金流-0.4 亿元，环减 120%。
- 盈利预测与投资评级：**由于下游需求偏弱，我们下修 23-25 年归母净利润至 7.1/6.0/8.7 亿元（原预测：11.0/15.1/22.5 亿元），同比-44%/-15%/+44%，对应 PE 为 30x/35x/24x，考虑公司为全球户储龙头，工商储等领域逐步放量，欧洲未来需求逐步恢复，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求不及预期，行业竞争加剧，政策支持力度下降，价格下行超预期。

2023 年 10 月 29 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	120.35
一年最低/最高价	110.75/369.00
市净率(倍)	2.18
流通 A 股市值(百万元)	12,491.64
总市值(百万元)	21,136.63

基础数据

每股净资产(元,LF)	55.08
资产负债率(% ,LF)	22.55
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 年中报点评：Q2 下游去库业绩低于预期，2H 有望逐步恢复》

2023-08-28

《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

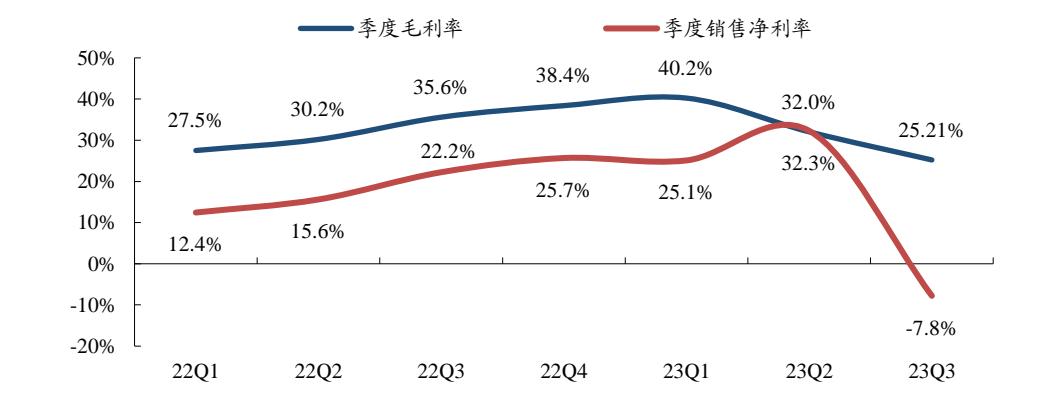
2023年Q3归母净利润-0.38亿元，环比下降116.57%，业绩低于市场预期。2023年前三季度公司营收30.49亿元，同比减少14.55%；归母净利润6.55亿元，同比增长1.54%；扣非净利润6.20亿元，同比减少3.96%；23年前三季度毛利率为35.88%，同比提升3.70pct；销售净利率为21.48%，同比提升3.40pct。2023年Q3公司实现营收4.92亿元，同比减少71.29%，环比减少31.27%；归母净利润-0.38亿元，同比减少110.05%，环比减少116.75%，扣非归母净利润-0.51亿元，同比减少113.43%，环比减少123.77%。盈利能力方面，23年Q3毛利率为25.21%，同比下降10.38pct，环比下降6.83pct；归母净利率-7.78%，同比下降30.02pct，环比下降40.07pct；23年Q3扣非净利率-10.38%，同比下降32.56pct，环比下降40.39pct。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	492.3	716.3	1,840.7	2,444.7	1,714.9	1,039.4	814.2
-同比	-71.29%	-31.09%	126.07%	218.40%	179.71%	145.08%	216.18%
毛利率	25.21%	32.04%	40.23%	38.39%	35.60%	30.19%	27.50%
归母净利润(百万)	-38.3	231.2	461.9	627.8	381.3	162.3	101.3
-同比	-110.05%	42.46%	355.86%	869.33%	295.72%	69.76%	70.45%
归母净利率	-7.78%	32.28%	25.09%	25.68%	22.23%	15.62%	12.44%
扣非归母净利润(百万)	-51.1	215.0	456.24	615.19	380.44	166.20	99.03
-同比	-113.43%	29.34%	360.70%	948.38%	305.67%	82.99%	72.69%
扣非归母净利率	-10.38%	30.01%	24.79%	25.16%	22.18%	15.99%	12.16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

欧洲户储持续去库，Q3出货量环降25%、24Q1预计逐步恢复。公司Q1-Q3出货1.68gwh，同降23%，其中Q3出货近300mwh，同环比-70%/-25%，系欧洲户储经销商持续去库，出货量不及预期，我们预计全年出货2.2-2.3gwh，同降35%。24年Q1渠道库存有望逐步消化完毕，欧洲户储需求增速预计恢复至40%，我们预计公司24年出货有望达4.5gwh，同比翻倍增长。产能方面，公司23年具备电芯产能7gwh，合肥一期5gwh Q3已投产，二期5gwh预计24年年底建成，此外钠电1gwh产线也在推进中。

产能利用率持续下降，单wh净利出现亏损。价格方面，公司Q3电池单wh均价

1.85 元，环降 7%，单 wh 毛利 0.41 元/wh，环降 27%，单 wh 亏损 0.014 元，若扣除 4 千万汇兑损益和股权激励，单位 wh 利润预计 0.01 元，同比-97%/-96%，主要是由于产能利用率降至 10%，提高单位折旧成本。24 年户储电池价格仍存在下行压力，但公司仍具备品牌及渠道优势，随着 24 年 Q1 产能利用率有望恢复，一定程度对冲盈利下行影响，我们预计后续单 wh 利润恢复至 0.1-0.2 元/wh。

汇兑亏损提升费用率。2023Q3 期间费用合计 1.53 亿元，同比减少 15.15%，环比支出增加，期间费用率为 31.16%，同比提升 23.39pct，环比提升 31.49pct；销售费用 0.20 亿元，销售费用率 4.03%，同比提升 2.18pct，环比提升 0.49pct；管理费用 0.25 亿元，管理费用率 5.09%，同比提升 3.01pct，环比提升 0.86pct；财务费用 0.20 亿元，财务费用率 4.14%，同比提升 6.63pct，环比提升 25.83pct；研发费用 0.88 亿元，研发费用率 17.89%，同比提升 11.56pct，环比提升 4.31pct。公司 2023Q3 计提资产减值损失 0.29 亿元；转回信用减值损失 0.09 亿元。

图3：公司费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
销售费用	15.95	12.54	31.67	34.41	25.14	25.34	19.84
-销售费用率	1.96%	1.21%	1.85%	1.41%	1.37%	3.54%	4.03%
管理费用	22.11	30.84	35.68	13.86	28.20	30.30	25.07
-管理费用率	2.72%	2.97%	2.08%	0.57%	1.53%	4.23%	5.09%
研发费用	62.36	67.29	108.50	143.42	121.57	97.26	88.07
-研发费用率	7.66%	6.47%	6.33%	5.87%	6.60%	13.58%	17.89%
财务费用	3.71	-15.77	-42.65	-25.22	-4.70	-155.31	20.40
-财务费用率	0.46%	-1.52%	-2.49%	-1.03%	-0.26%	-21.68%	4.14%
期间费用	104.14	94.89	133.20	166.47	170.22	-2.40	153.37
-期间费用率	12.79%	9.13%	7.77%	6.81%	9.25%	-0.34%	31.16%
资产减值损失	-1.71	-12.34	-2.02	-7.53	-6.29	-16.90	-29.46
信用减值损失	-0.12	-15.47	-21.92	-33.63	-13.38	19.70	9.36

数据来源：Wind，东吴证券研究所

资本开支减少，经营现金流环比大幅下滑。截至 2022 年 Q3 期末公司存货为 8.46 亿元，较年初减少 40.26%，环比 Q2 减少 15.52%；应收账款 15.85 亿元，较年初减少 19.68%；期末公司合同负债 0.38 亿元，较年初减少 13.56%。23 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 11.44 亿元，同比增长 108.13%，Q3 经营性净现金流-0.40 亿元，环比减少 119.81%；前三季度投资活动净现金流净额为-26.93 亿元，同比增长 1223%，前三季度资本开支为 10.34 亿元，同比增长 84.58%，Q3 资本开支 2.6 亿，环减 28%；Q3 末账面现金为 43.41 亿元，较年初增长 244%，短期借款 0.04 亿元，较年初减少 99.13%。

盈利预测和投资评级：由于下游需求偏弱，我们下修 23-25 年归母净利预测至 7.1/6.0/8.7 亿元（原预测：11.0/15.1/22.5 亿元），同比-44%/-15%/+44%，对应 PE 为 30x/35x/24x，考虑公司为全球户储龙头，工商储等领域逐步放量，欧洲未来需求逐步恢复，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，行业竞争加剧，政策支持力度下降，价格下行超预期。

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	5,341	8,005	9,968	营业总收入	6,013	3,776	6,088	8,214
货币资金及交易性金融资产	1,978	2,384	3,930	4,576	营业成本(含金融类)	3,926	2,516	4,779	6,440
经营性应收款项	2,009	1,591	2,408	3,248	税金及附加	25	16	25	34
存货	1,416	1,034	1,309	1,764	销售费用	95	94	116	148
合同资产	2	0	0	0	管理费用	102	113	134	164
其他流动资产	555	332	357	380	研发费用	382	321	335	411
非流动资产	2,130	2,685	3,340	3,720	财务费用	(80)	(130)	(3)	25
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	15	26	12	16
固定资产及使用权资产	1,339	1,790	2,427	2,688	投资净收益	(3)	30	46	57
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	836	709	1,019
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	8,026	11,344	13,688	利润总额	1,482	834	708	1,018
流动负债	3,417	2,685	5,455	7,009	减:所得税	210	125	106	153
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	709	602	866
经营性应付款项	2,565	1,644	3,122	4,207	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	44	28	0	0	归属母公司净利润	1,273	709	602	866
其他流动负债	394	262	459	616	每股收益-最新股本摊薄(元)	7.25	4.04	3.43	4.93
非流动负债	362	362	362	362	EBIT	1,404	716	700	1,017
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,545	879	975	1,367
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.70	33.38	21.51	21.60
租赁负债	287	287	287	287	归母净利率(%)	21.17	18.77	9.88	10.54
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	191.55	(37.20)	61.22	34.91
负债合计	3,780	3,047	5,817	7,371	归母净利润增长率(%)	302.53	(44.31)	(15.13)	43.91
归属母公司股东权益	4,310	4,978	5,528	6,317					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,310	4,978	5,528	6,317					
负债和股东权益	8,090	8,026	11,344	13,688					

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	821	1,402	1,152	每股净资产(元)	27.83	32.15	35.70	40.80
投资活动现金流	(280)	(689)	(885)	(674)	最新发行在外股份(百万股)	176	176	176	176
筹资活动现金流	191	273	1,019	157	ROIC(%)	28.98	11.04	8.68	10.49
现金净增加额	955	406	1,536	635	ROE-摊薄(%)	29.53	14.24	10.88	13.70
折旧和摊销	141	162	275	350	资产负债率(%)	46.72	37.97	51.27	53.85
资本开支	(776)	(717)	(921)	(721)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.61	29.82	35.13	24.42
营运资本变动	(559)	(201)	298	(265)	P/B(现价)	4.32	3.74	3.37	2.95

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提供。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：

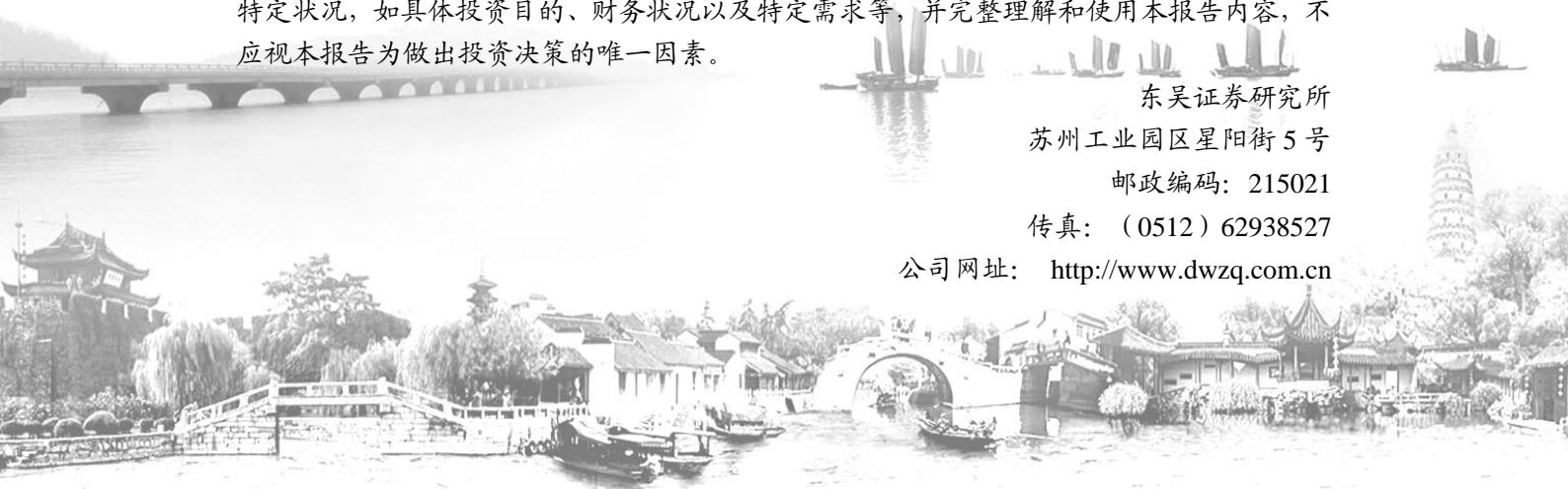
公司投资评级：

- 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>