

# 受益国内大储+海外小储+两轮车换电需求向上，公司出货量正加速增长

## 电力设备

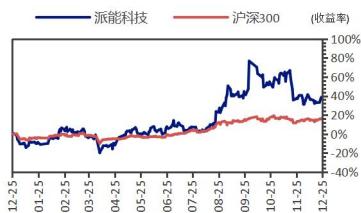
### 报告原因：

### 增持（首次评级）

	2025年12月25日
收盘价(元)	58.39
一年内最高/最低(元)	74.24/33.1
市净率	1.6
股息率(分红/股价)	0.75
流通A股市值(百万元)	14,327
上证指数/深证成指	3,960/13,531
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产(元)	37.3
资产负债率%	28.28
总股本/流通A股(百万)	245/245
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

### 相关研究

-

### 证券分析师

朱攀

S0820525070001

021-32229888-25527

zhupan@ajzq.com

### 联系人

陆嘉怡

S0820124120008

021-32229888-25521

lujiaiyi@ajzq.com

## ——派能科技（688063.SH）首次覆盖报告

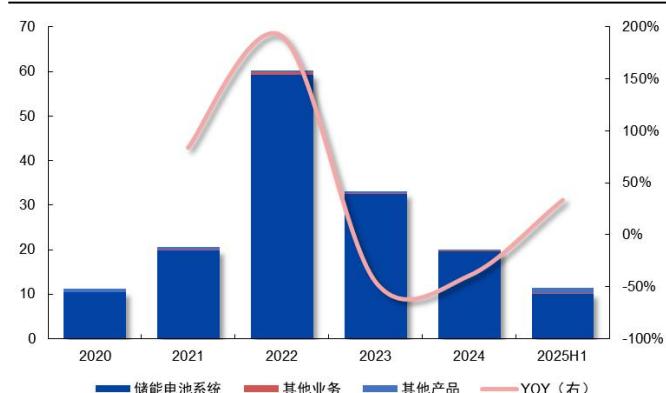
### 投资要点：

- **投资建议：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.90/3.34/4.68亿元，对应PE为159.0/42.9/30.6倍。考虑公司海外业务盈利能力较好，且国内工商业、轻型动力电池多维拓展，公司业绩有望持续改善，公司PE低于可比公司均值，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **行业与公司情况：**1) 公司主营海外户储+国内外工商业储能+轻型动力电池产品，未来增长点主要在于国内外工商业储能产品与轻型动力电池业务；户储行业需求预计随着全球能源转型与新兴市场政策红利有望持续复苏，工商业储能则受益于全球电网升级与峰谷套利经济性凸显；轻型动力电池需求将受益于中国两轮车共享换电的规模化布局。2) 公司是2024年中国企业全球户储系统出货量第四企业；公司核心竞争优势是全产业链垂直整合（自研芯电、BMS及系统集成）、全球化布局与本地化运营、持续的技术与研发积累（年研发投入超2亿元，600余人工工程师团队，累计专利近500项）、认证壁垒（已获取欧盟CE、德国VDE、澳洲AS/NZS5100等全球主流市场核心认证，形成显著市场准入壁垒）。
- **有别于市场的观点：**1) 公司通过全球多元化布局，充分把握新兴市场增长红利：2025年1-9月，我国储能企业新增出海订单超214.7GWh，同比增长131.75%，其中澳大利亚与中东市场份额合计占比38.79%，已成为主要增长来源。公司已在全球约9个国家和地区设立分支机构，重点拓展东南亚、非洲、中东等市场，有效分散了单一区域风险。2) 公司在两轮车换电领域具有产品、安全与规模三重壁垒：公司已形成48V、64V、72V全系列产品矩阵，覆盖全部两轮车型需求，累计出货超20万组；所有产品均通过严格安全测试并具备CCC认证，在安全性上树立行业标杆；同时，公司依托13GWh自建产能保障稳定交付，已成为主流换电运营商的核心供应商。2025年前三季度，公司共享换电电池销售已超400MWh，充分受益于换电渗透率提升（预计2025年达32%）带来的需求放量，该业务正成为公司重要增长引擎。
- **关键假设点：**1) 国内大储与工商业储能：假设25-27年出货量为1.5/2.0/9.0GWh，单价为0.4元/Wh，预计毛利率为9%/10%/10%；2) 海外户储与工商业储能：假设25-27年出货量为1.5/4.0/5.0GWh，单价为1.1/0.8/0.73元/Wh，毛利率为30%/29%/28%；3) 轻型动力电池与钠电：假设25-27年轻型动力电池出货量为1.0/3.5/4.8GWh，单价为0.4元/Wh，伴随出货量提升，规模效应逐步显现，业务盈利能力有望改善，预计毛利率为13%/15%/18%。
- **催化剂：**1) 公司轻型动力电池业务有望快速放量；2) 海外户储订单与交付。
- **风险提示：**原材料价格与汇率波动；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

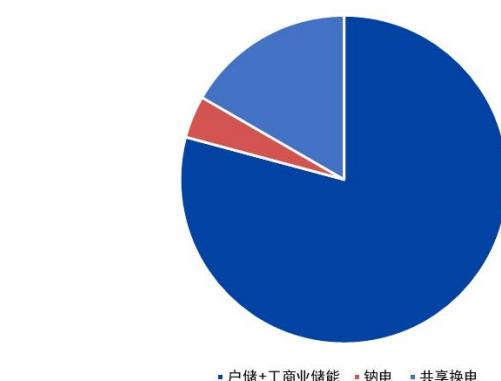
### 财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,299	2,005	2,722	5,341	9,036
同比增长率(%)	-45.1%	-39.2%	35.8%	96.2%	69.2%
归母净利润(百万元)	516	41	90	334	468
同比增长(%)	-59.5%	-92.0%	119.3%	270.9%	40.0%
每股收益(元/股)	2.10	0.17	0.37	1.36	1.91
毛利率(%)	32.1%	28.9%	24.1%	22.7%	18.9%
ROE(%)	5.4%	0.4%	1.0%	3.5%	4.6%
市盈率	19.9	348.5	159.0	42.9	30.6

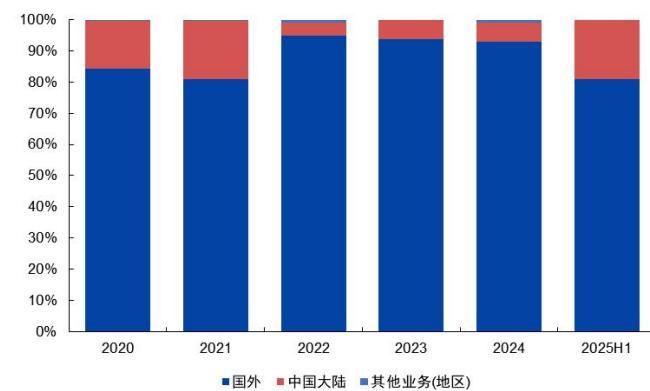
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

**图表 1：公司主营收入来自储能电池系统（亿元、%）**


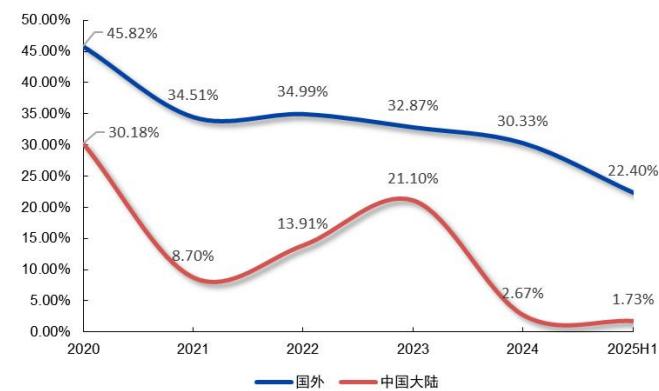
资料来源：Wind，爱建证券研究所

**图表 2：2025年前三季度公司主营产品出货量2405MWh (MWh)**


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

**图表 3：2025年以来公司境内销售占比提升（%）**


资料来源：Wind，爱建证券研究所

**图表 4：公司海外业务毛利率显著高于国内业务（%）**


资料来源：Wind，爱建证券研究所

**图表 5：公司坚持全球发展战略**


资料来源：公司官网，爱建证券研究所

**图表 6：派能科技成功切入欧洲头部储能分销商核心供应链**

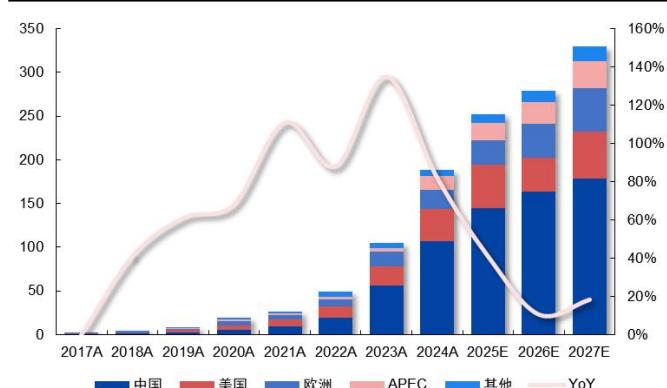
主要海外客户	聚焦市场	公司介绍	合作情况
Segen	核心聚焦欧洲市场（含英国、爱尔兰、DACH、比荷卢、波兰、瑞典等区域），同时业务覆盖北美、非洲等三大洲，重点服务住宅及工商业光储场景。	是全球领先的太阳能及储能分销商，英国最大的光伏系统提供商。产品组合全面，涵盖太阳能组件、逆变器、储能系统、充电桩等，合作全球顶级制造商，服务全球安装商及大型开发商。	与派能科技建立长期稳定合作关系，合作粘性强，共同服务欧洲等地区家庭储能市场，派能凭借产品性能和品牌口碑获得用户认可。
Krannich	以欧洲市场为核心（总部相关业务辐射全球），服务全球范围内各类光伏系统安装商及规划方，覆盖不同规模光储项目。	是德国领先的光储系统提供商，全球知名的光伏产品专业批发商。业务遍及全球 30 多个地区，员工超千人，产品库存丰富（含 5500 种不同产品），致力于推动 100% 可再生能源应用。	与派能科技达成长期稳定合作，依托双方在技术、产品及渠道上的优势，共同拓展全球家用储能市场，重点深耕欧洲市场，派能相关产品在合作区域拥有较高市场认可度。
Energy S.p.A	核心聚焦欧洲市场，已进入德国、奥地利等多个国家，持续拓展全欧洲业务版图，覆盖家庭及大规模储能场景。	意大利领先的储能系统提供商、可再生能源设备制造商，拥有丰富的本地市场洞察和运营服务经验，与派能科技合作超十年，深度了解欧洲储能市场需求及行业政策。	与派能科技开展深度合作，共同投资建设派能首座海外工厂（位于意大利帕多瓦），派能持股 70%。双方融合研发技术与本地资源，联合生产储能产品并共同销售。

资料来源：公司官网，爱建证券研究所

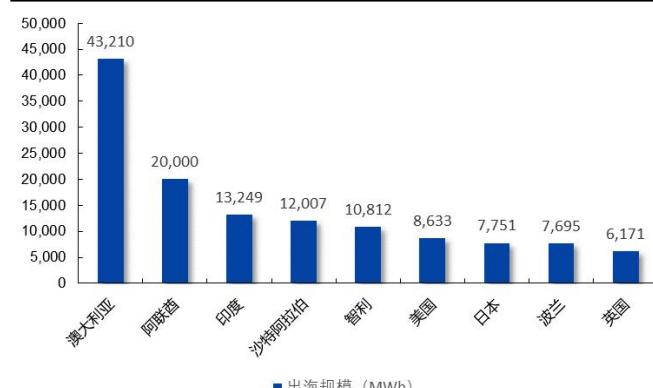
**图表 7：主要新兴市场国家相关储能市场发展的核心驱动因素**

区域	国家	核心驱动因素
亚洲	印度	2023 年，印度政府发布“2022-2032 年国家电力计划”(National Electricity Plan, NEP)，规划到 2031-2032 年印度光伏累计装机量达到 365GW，超过 2023 年累计装机量 (72GW) 5 倍。2024 年推出总理光伏家庭计划，补贴屋顶光伏，为用户最多提供 300kWh 月度免费用电。对屋顶光伏装机提供 362 美元-941 美元/kW 的补贴。2025 年 2 月，印度电力部要求所有可再生能源实施机构和各邦公用事业公司在未来的光伏项目招标中配置至少 10%/2h 的共址储能系统。在强制配储政策下，印度政府预计，2030 年前全国储能装机量将至少达到 14GW/28GWh。
	巴基斯坦	电网设施落后，电价上涨和停电频繁催生储能备电需求
中东	沙特	于 2016 年推出“2030 愿景”，计划到 2030 年可再生能源装机累计容量达到 9.5GW；后续沙特阿拉伯持续上调 2030 年累计装机目标至 58.7GW (2019 年)、130GW (2023 年)
	阿联酋	2024 年阿联酋总统更新 2050 年能源战略：2030 年清洁能源装机量由 14.2GW 提升至 19.8GW；2030 年清洁能源容量份额提升至 30%，2050 年进一步提升至 50%，其中可再生能源占比 44%；阿联酋清洁能源以太阳能为主，人均太阳能消耗量全球第二
拉美	巴西	2024 年出台对分布式项目并网审核的 3 种豁免条件，有助于简化并网流程，进一步刺激巴西光伏装机需求
	智利	通过容量补偿政策+独立储能激励+《电力服务一般法》提高强制配储收益，有望在收益端和消纳端同时充分刺激储能项目投建
澳洲		1) 电价频繁大幅振荡：据 Rystad Energy 研究显示，在全球 39 个电力市场中，澳大利亚国家电力市场(NEM)每日电价波动幅度最大，被称为世界上“最不稳定的电力市场”，迫切需要储能对电网运行进行平衡；2) 政府政策持续加码：。2025 年 7 月，澳大利亚政府启动了一项总额高达 23 亿澳元 的户用储能补贴计划——“Cheaper Home Batteries”，每户家庭安装户储电池可获得最高 3000 澳元补贴。

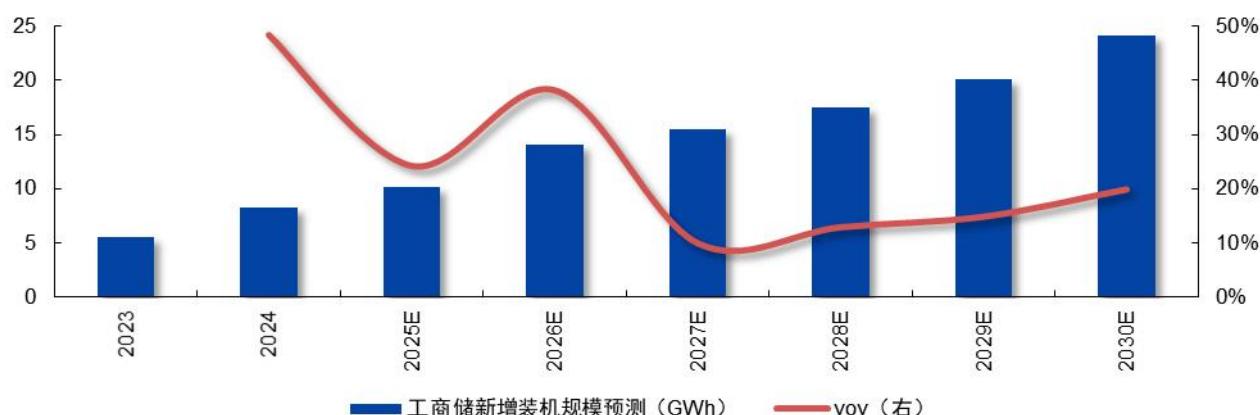
资料来源：北极星太阳能光伏网，InfoLink、CNESA、Energy Trend，爱建证券研究所

**图表 8：全球储能新增装机量有望持续增长 (GWh、%)**


资料来源：EESA, Wood Mackenzie, SolarPower Europe, 爱建证券研究所

**图表 9：2025 年前三季度中国储能产品出口主要目的地 (MWh)**


资料来源：GGII, 爱建证券研究所

**图表 10：2030 年全球工商业储能新增装机量有望达到 24.1GWh (GWh)**


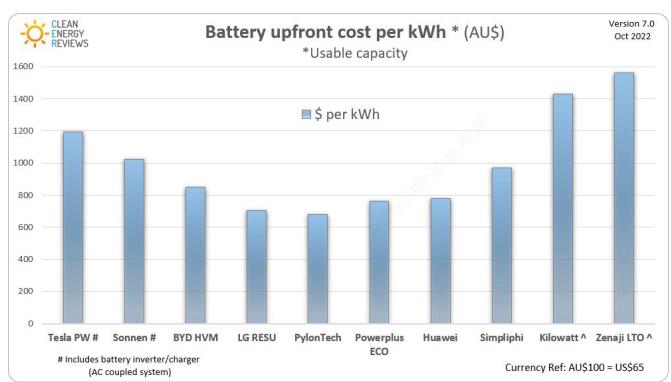
资料来源：华为《工商业储能 C2C 双链安全白皮书》，爱建证券研究所

**图表 11：派能科技储能电池：同效最低成本，同价最高效率**

品牌/制造商	电芯类型	充放电综合效率	质保期限 (年)	质保循环寿命 (次)	每千瓦时前期成本 (按可用容量计)
派能科技 US3000 储能电池	磷酸铁锂	94%	10	3900	\$660.00
德国索能 ECO 系列	磷酸铁锂	89%	10	4000	\$1,022.00
特斯拉 Powerwall 2	镍锰钴三元锂	89%	10	3700	\$1,194.00
比亚迪 HVM 储能系统	磷酸铁锂	93%	10	3600	\$815.00
LG RESU 储能电池	镍锰钴三元锂	93%	10	3600	\$682.00
澳大利亚 Powerplus Energy ECO 电池	磷酸铁锂	94%	10	4000	\$738.00
华为 Luna2000 储能系统	磷酸铁锂	95%	10	4000	\$780.00
美国 Simpliphi Power PHI 3.8 电池	磷酸铁锂	96%	10	4000	\$972.00
Kilowatt Labs Sirius	钛酸锂	94%	10	10000	\$1,553.00
澳大利亚 Zenaji Aeon	钛酸锂	96%	20	22000	\$1,608.00

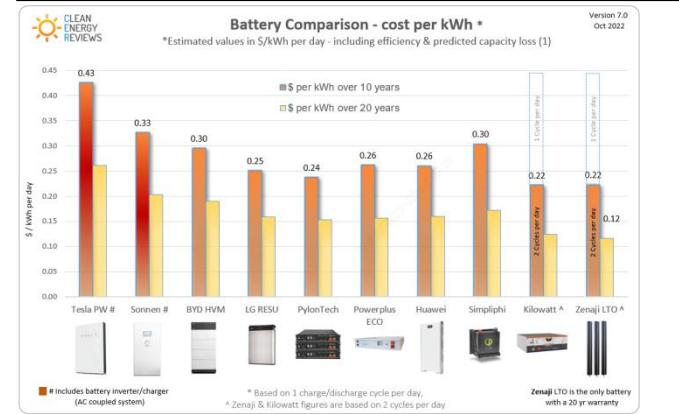
资料来源：Clean Energy Reviews, 爱建证券研究所

**图表 12：派能科技户储产品前期购置成本低于竞品（澳元/kWh）**



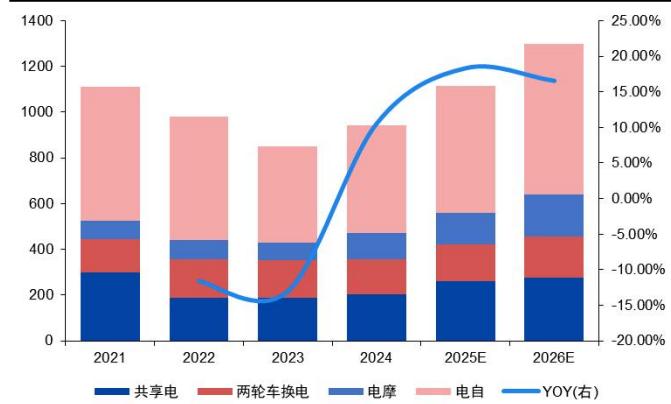
资料来源：Clean Energy Reviews，爱建证券研究所

**图表 13：派能科技户储产品全周期成本低于行业均值（美元/kWh/天）**



资料来源：Clean Energy Reviews，爱建证券研究所

**图表 14：2026年中国两轮车锂电池出货量有望达到1300万组（万组、%）**



资料来源：起点研究院，爱建证券研究所

**图表 15：多地出台支持两轮车换电模式发展政策**

地区	发布时间	政策	主要内容
深圳	2024/03	《深圳市推进电动自行车集中充换电设施高质量发展、打造“换电之城”工作方案（征求意见稿）》	3年内新建5万台换电柜（50万台），保有量与换电柜比例达10:1；2025年新增2万个换电仓位；新建建筑同步配建充换电设施，优先换电柜。
上海	2024/03	《上海市推动电动自行车充换电设施建设管理工作方案》	推进充换电柜网络布局，构建“换电为主、充电为辅”的电动自行车充换电柜服务网络；具备满足30万辆以上外卖、快递等配送行业电动自行车充换电需求的能力。
南京	2024/07	《南京市电动自行车消防安全管理办法》	推进外卖、快递行业共享电池换电模式；运营主体须提供符合国标的蓄电池；实施电池赋码溯源，全生命周期管理；明确违规责任与罚则。
广东	2025/10	《电动自行车集中充换电设施建设及运营管理规范》	国内首个覆盖全生命周期的地方标准，规定场地、供配电、设备、运营及应急要求；实施安全“双检”，强化高温预警与应急演练。

资料来源：Wind，爱建证券研究所

**图表 16：公司围绕电动三轮、电摩、共享换点多场景布局，切入头部两轮车换电企业，实现批量供货**



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

**图表 17：公司现有产能 13GWh，2026 年将有 5GWh 产能投产**

地区	状态	规模
扬州	已投产，磷酸铁锂软包电芯为主，兼容铝壳	8GWh
合肥一期	已投产	5GWh
意大利能工厂	已投产	未披露
合肥二期	2026 年投产，主要生产大容量方形铝壳电芯	5GWh
肥西	预计 2028 年 3 月投产，主要面向工商业与电网级储能系统领域，旨在增强系统集成与整包交付能力	2GWh 电芯产线

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

**图表 18：公司投资逻辑梳理**

项目	观点
利润增长逻辑	1) 海外业务为核心利润驱动：欧洲户储市场库存回归合理区间推动出货量持续复苏，澳大利亚“更便家用电池计划”等补贴政策落地打开户储新增量空间。2) 轻型动力电池与钠电共同构筑营收第二增长曲线：公司依托自研软包磷酸铁锂技术切入换电场景，2025 年前三季度轻型动力电池出货量超 400MWh，带动相关营收大幅增长。随着轻型动力电池出货量持续增长，规模效应有望逐步显现，推动该板块毛利率进一步提升。
行业需求核心变量	海外户储税收抵免/补贴政策落地进度；电网升级规划与大型商业体储能招标进度；国内两轮车共享换电网络铺设速度。
季度业绩趋势判断	公司营收随产能释放而增长，前三季度实现营收同比增长 42.52%，但因产品竞争加剧导致价格下降、出口退税率政策变动、加大市场费用投入和汇率波动，公司净利润增速低于营收增速。随着 2025 年 5 月公司合肥基地一期 5GWh 产线的启用，预计 25Q4 能贡献较大营收，营收有望持续回升。
公司跟踪的核心指标	海外户储终端订单量及交付进度，海外户储产品终端售价波动，工商业储能项目招投标数量及中标率，两轮车换电运营商采购订单量，轻型动力电池终端售价变动，合肥基地二期产线投产时间。

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

**图表 19：可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 25 日）**

名称	代码	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
南网科技	688248.SH	252.6	4.77	6.27	7.95	53.0	40.3	31.8
科陆电子	002121.SZ	131.5	0.51	1.50	3.51	257.9	87.7	37.5
科士达	002518.SZ	297.7	6.16	8.53	10.80	48.3	34.9	27.6
平均值						119.7	54.3	32.3
派能科技	688063.SH	143.3	0.90	3.34	4.68	159.0	42.9	30.6

资料来源：Wind，爱建证券研究所 备注：所有公司业绩均为 Wind 一致预期

## 风险提示

- 1) 原材料价格与汇率波动风险：**公司主要原材料为锂电池材料，其价格波动对成本影响较大。同时，公司境外收入占比较高，主要以美元、欧元结算，面临汇率波动的风险。
- 2) 下游需求不及预期风险：**各国储能补贴政策退坡或电价政策调整，可能导致户储、工商业储能及轻型动力等下游市场需求增长放缓，对公司业绩产生不利影响。
- 3) 市场竞争加剧风险：**储能行业吸引了大量新进入者，市场竞争日趋激烈。若未来出现恶性价格战，可能导致公司产品价格和毛利率进一步承压，压缩盈利空间。

## 财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,287	3,539	3,223	3,763	3,812	净利润	516	38	88	324	449
应收款项	1,318	944	1,567	2,022	2,534	折旧摊销	137	199	234	231	225
存货	707	720	1,348	1,830	3,053	营运资本变动	-1,749	316	1,818	1,788	2,593
<b>流动资产</b>	<b>8,651</b>	<b>8,310</b>	<b>9,221</b>	<b>10,849</b>	<b>12,818</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,072</b>	<b>705</b>	<b>-185</b>	<b>698</b>	<b>148</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	1,201	493	180	190	200
固定资产	1,632	2,239	2,244	2,198	2,139	投资变动	-30	0	35	44	38
在建工程	935	278	160	115	101	<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,872</b>	<b>348</b>	<b>-219</b>	<b>-236</b>	<b>-240</b>
无形资产	156	158	147	137	128	银行借款	0	55	50	45	40
<b>非流动资产</b>	<b>3,480</b>	<b>3,352</b>	<b>3,190</b>	<b>3,069</b>	<b>2,972</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,511</b>	<b>-339</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>59</b>
<b>资产合计</b>	<b>12,131</b>	<b>11,663</b>	<b>12,411</b>	<b>13,918</b>	<b>15,790</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>742</b>	<b>725</b>	<b>-316</b>	<b>540</b>	<b>48</b>
短期借款	0	55	50	45	40	期初现金	1,262	4,287	3,539	3,223	3,763
应付款项	1,230	1,141	1,711	2,223	2,660	期末现金	4,287	3,539	3,223	3,763	3,812
流动负债	1,230	1,141	1,711	2,223	2,660						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>998</b>	<b>898</b>	<b>972</b>	<b>1,460</b>	<b>2,215</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,601</b>	<b>2,464</b>	<b>3,125</b>	<b>4,307</b>	<b>5,731</b>						
股本	176	245	245	245	245						
资本公积	7,522	7,473	7,473	7,473	7,473						
留存收益	1,918	1,777	1,867	2,202	2,670						
归母股东权益	9,523	9,175	9,265	9,599	10,068						
少数股东权益	7	24	22	11	-8						
<b>负债和权益总计</b>	<b>12,131</b>	<b>11,663</b>	<b>12,411</b>	<b>13,918</b>	<b>15,790</b>						

利润表					单位:百万元						
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,299	2,005	2,722	5,341	9,036						
营业成本	2,239	1,425	2,068	4,130	7,324						
税金及附加	11	19	15	32	63						
销售费用	117	78	158	294	452						
管理费用	110	109	142	224	316						
研发费用	385	345	327	336	452						
财务费用	-197	-42	-93	-84	-146						
资产减值损失	-146	-85	69	60	56						
公允价值变动	29	37	25	30	31						
投资净收益	11	21	0	0	0						
<b>营业利润</b>	<b>603</b>	<b>64</b>	<b>116</b>	<b>427</b>	<b>616</b>						
营业外收支	-2	-5	-5	-4	-4						
<b>利润总额</b>	<b>601</b>	<b>59</b>	<b>112</b>	<b>424</b>	<b>612</b>						
所得税	85	21	24	100	163						
<b>净利润</b>	<b>516</b>	<b>38</b>	<b>88</b>	<b>324</b>	<b>449</b>						
少数股东损益	0	-3	-2	-10	-19						
<b>归母净利润</b>	<b>516</b>	<b>41</b>	<b>90</b>	<b>334</b>	<b>468</b>						
EBITDA	767	286	424	735	923						

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

### 评级说明

#### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

#### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

#### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

### 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

### 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。