

2021 年 01 月 02 日

派能科技 (688063.SH)

公司快报

证券研究报告

全球户用储能领先企业，业绩有望持续高增

■全球户用储能领先企业，2020 年业绩实现大幅增长。公司深耕磷酸铁锂储能电池系统领域，是国内较早成功研发磷酸铁锂储能电池系统解决方案，并率先规模化生产和批量应用的企业。2013 年起公司进入海外户用储能市场，凭借优越的产品品质及成本竞争力迅速成长为全球家用储能市场的领先企业。2019 年公司自主品牌家用储能产品出货量市占率 8.5%，位居全球第三，仅次于特斯拉和 LG 化学。公司自有品牌定位中高端，海外家储与 Sonnen、Segen 等大型优质客户进行了深度合作，通信备电绑定中兴通讯，积累了丰富的产品应用经验和优质客户资源。公司在招股说明书中披露 2020 年预计实现营业收入 11 亿-13 亿元，同增 34.17%-58.57%；预计实现归母净利润 2.7 亿-3.2 亿元，同增 87.35%-122.05%。

■全球能源革命大势所趋，电化学储能市场空间有望充分打开。近年来电化学储能应用高速增长，核心驱动因素主要包括：1) 亚、欧、美等主要国家和地区不断调高可再生能源占比目标，夯实能源转型政策；2) 对电力系统消纳与电网稳定性的要求提升；3) 储能应用场景商业模式逐步成熟，成本快速下降，技术经济性凸显；4) 各国推出储能支持政策等。2018 年，全球电化学储能在电力系统的新增装机约 3.7GW，同增 305%，实现跨越式增长。据 IHS 预测，2019-2023 年全球电力系统电化学储能新增装机规模年均复合增长率达 53%。此外，通信基站、轨道交通和数据中心等其他储能应用需求也将呈现快速增长态势。

■全产业链布局优势尽显，持续研发投入夯实技术壁垒。公司拥有产业链垂直整合的综合服务优势，是国内少数具备电芯、模组、电池管理系统及能量管理系统等储能核心部件的自主研发和生产能力，同时具备储能系统集成解决方案设计能力的企业。公司的储能电池系统基于软包磷酸铁锂电池，并采用模块化设计，十分贴合储能场景的应用需求，具备技术路线优势。近三年公司研发投入维持高位，研发费用占营业收入比重始终在 6%以上，为持续提升创新能力提供了有力保障。截至 2020 年 6 月底，公司已取得授权发明专利 15 项、实用新型专利 47 项、软件著作权 3 项、集成电路布图设计 11 项。

■加速产能扩张，规模优势释放助力降本增利。锂电池储能行业规模壁垒较高，2017 年以来，公司一方面不断扩大经营规模，增加生产的规模效应，另一方面通过对瓶颈工艺的技术改进以及增加核心设备，不断提高生产效率和产能利用率，毛利率持续提高。截至 2020 年 6 月，公司已具备年产 1GWh 电芯产能和年产 1.15GWh 电池系统产能。随着

投资评级 买入-A

首次评级

股价 (2020-12-31) 258.62 元

交易数据

总市值 (百万元)	40,045.89
流通市值 (百万元)	9,297.06
总股本 (百万股)	154.84
流通股本 (百万股)	35.95
12 个月价格区间	235.29/258.62 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.61	-7.92	-13.87
绝对收益			

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

王瀚

报告联系人

wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰

报告联系人

guoyc@essence.com.cn

相关报告



市场快速增长，公司原有产能已经无法满足下游客户对高性能磷酸铁锂电池的需求。本次募投项目完成后，公司将新增 4GWh 锂离子电芯产能和 5GWh 储能锂电池系统产能，有利于提升公司的产品生产能力与市场快速响应能力，化解产能瓶颈并释放规模效益，进一步巩固和提升公司的行业竞争地位。未来随着新建产能释放、新客户开拓，公司业绩有望实现进一步跃升。

■**投资建议：**首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年收入分别为 12.79、21.67 和 36.04 亿元；归母净利润分别为 3.02、5.21 和 8.7 亿元，首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级。

■**风险提示：**产能投放不及预期；产业政策变化；国际贸易摩擦风险；汇率风险等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	426.0	819.8	1,279.2	2,167.3	3,603.6
净利润	45.5	144.1	301.8	521.0	869.6
每股收益(元)	0.29	0.93	1.95	3.36	5.62
每股净资产(元)	1.72	2.87	4.87	7.90	12.96
盈利和估值					
市盈率(倍)	880.9	277.9	132.7	76.9	46.0
市净率(倍)	150.4	90.1	53.1	32.7	20.0
净利润率	10.7%	17.6%	23.6%	24.0%	24.1%
净资产收益率	17.1%	32.4%	40.0%	42.6%	43.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
ROIC	20.8%	60.9%	90.3%	85.1%	96.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	426.0	819.8	1,279.2	2,167.3	3,603.6	成长性					
减:营业成本	297.1	516.2	719.4	1,285.5	2,233.3	营业收入增长率	197.2%	92.4%	56.0%	69.4%	66.3%
营业税费	1.8	3.6	4.6	7.2	10.8	营业利润增长率	-194.8%	223.4%	109.2%	72.5%	66.9%
销售费用	22.3	35.2	44.8	65.0	90.1	净利润增长率	-203.0%	217.0%	109.4%	72.6%	66.9%
管理费用	20.4	42.7	57.6	75.9	90.1	EBITDA 增长率	-231.0%	225.0%	118.2%	66.3%	64.1%
研发费用	26.6	60.2	83.1	119.2	162.2	EBIT 增长率	-181.8%	280.6%	116.6%	66.7%	66.3%
财务费用	-2.0	-1.1	15.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	-207.2%	226.7%	119.8%	66.7%	66.3%
资产减值损失	14.2	-4.1	10.0	15.0	20.0	投资资本增长率	11.7%	48.2%	76.7%	47.4%	41.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	20.6%	66.9%	69.8%	62.1%	64.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	50.9	164.7	344.7	594.6	992.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	毛利率	30.3%	37.0%	43.8%	40.7%	38.0%
利润总额	50.7	164.3	344.2	594.1	991.6	营业利润率	12.0%	20.1%	26.9%	27.4%	27.5%
减:所得税	5.2	20.2	42.3	73.1	122.0	净利润率	10.7%	17.6%	23.6%	24.0%	24.1%
净利润	45.5	144.1	301.8	521.0	869.6	EBITDA/营业收入	13.0%	21.9%	30.6%	30.0%	29.7%
						EBIT/营业收入	10.2%	20.3%	28.1%	27.7%	27.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	101	57	62	63	51
						流动营业资本周转天数	55	39	43	46	47
						流动资产周转天数	225	188	173	164	168
						应收帐款周转天数	78	62	58	58	56
						存货周转天数	99	64	51	47	43
						总资产周转天数	390	291	273	249	233
						投资资本周转天数	189	128	136	127	110
						投资回报率					
						ROE	17.1%	32.4%	40.0%	42.6%	43.3%
						ROA	8.6%	18.1%	26.5%	28.1%	31.0%
						ROIC	20.8%	60.9%	90.3%	85.1%	96.1%
						费用率					
						销售费用率	5.2%	4.3%	3.5%	3.0%	2.5%
						管理费用率	4.8%	5.2%	4.5%	3.5%	2.5%
						研发费用率	6.2%	7.3%	6.5%	5.5%	4.5%
						财务费用率	-0.5%	-0.1%	1.2%	0.2%	0.1%
						四费/营业收入	15.8%	16.7%	15.7%	12.2%	9.6%
						偿债能力					
						资产负债率	49.7%	44.2%	33.8%	34.0%	28.5%
						负债权益比	98.8%	79.3%	51.0%	51.6%	39.9%
						流动比率	1.29	1.51	1.85	2.03	2.64
						速动比率	0.75	1.07	1.31	1.45	2.00
						利息保障倍数	-22.15	-146.52	23.98	119.92	199.42
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.19	0.34	0.56
						分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%

现金流量表	业绩和估值指标										
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	45.5	144.1	301.8	521.0	869.6	EPS(元)	0.29	0.93	1.95	3.36	5.62
加:折旧和摊销	14.9	18.3	31.8	51.6	71.4	BVPS(元)	1.72	2.87	4.87	7.90	12.96
资产减值准备	14.2	4.8	-	-	-	PE(X)	880.9	277.9	132.7	76.9	46.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	150.4	90.1	53.1	32.7	20.0
财务费用	-2.0	-0.9	15.0	5.0	5.0	P/FCF	-9,187.6	630.2	-5,453.8	175.5	81.1
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	94.0	48.8	31.3	18.5	11.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	102.0	61.0	36.8
营运资金的变动	-60.7	-68.1	-96.0	-141.3	-247.6	CAGR(%)	125.5%	82.1%	-289.8%	125.5%	82.1%
经营活动产生现金流量	7.1	124.5	252.6	436.2	698.4	PEG	7.0	3.4	-0.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-33.0	-91.1	-200.0	-200.0	-200.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	27.3	18.8	-47.5	-57.1	-92.0	REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034