

2023年05月08日

证券研究报告|公司研究|公司点评

## 鹏辉能源 (300438)

### 全面转向储能见成效，锂价逐降有望“以价换量”

#### ◆ 全年业绩高速增长，23Q1 盈利能力持续修复

2022年公司营收90.67亿元、同比+59.3%，归母净利润6.28亿、同比+244.4%，毛利率18.7%、同比+2.5pcts，净利率7.2%、同比+4.0pcts。其中Q4单季度营收25.65亿、同/环比+42.7%/+5.2%，归母净利润1.85亿、同/环比+905.2%/-7.0%，毛利率18.2%、同比+2.5pcts，净利率7.6%、同比+6.6pcts。2023Q1营收24.95亿、同比+50.1%，归母净利润1.82亿、同比+101.5%，毛利率20.0%、同/环比+2.7pcts/+1.8pcts，净利率8.5%、同/环比+2.8pcts/+0.9pcts，盈利能力持续修复主要系规模效应持续降本叠加锂价下行拓宽下游盈利空间。

#### ◆ 高增预期维持行业景气度，表前+表后市场共振向上

据CNESA数据，2022年全球新型储能新增装机20.2GW、同比+93.6%，其中中/美/欧新增装机分别为7.3/4.9/5.3GW、同比+191.3%/+37.1%/+129.5%。各省新能源并网配储标准趋严/美国IRA法案落地/欧洲Re Power EU稳步推进，叠加风光装机占比升带来调峰调频需求与峰谷套利需求提升，2023年全球新型储能装机有望超40GW，保持翻倍的增长。分应用场景看，欧洲分布式光伏装机强预期提升推动储电需求、中国电力供需持续偏紧和峰谷价差拉大等因素将提振户用/工商业等表前侧储能需求；发电侧新能源配储政策趋严/电网侧独立储能盈利模式逐渐成型等共同推进大储发展成为行业主升浪。

#### ◆ 持续加码储能领域，碳酸锂下行+海外市场预期打开盈利增长空间

公司业务重心持续向储能倾斜。据CNESA，公司为2022年度储能全球市场出货量排名TOP5、户储出货量排名前二的中国企业。2022年储能营收占比由2021年的约30%上升至54%、同比+184%，行业供需共振或将推动储能板块占比持续提升。

碳酸锂价格下行推动公司盈利持续修复。2022年公司二次锂电池业务营收84.7亿、同比+64.4%，毛利率为18%、同比+3.1pcts，随着碳酸锂价格由去年60万/吨高位回落至20万/吨以内，下游盈利承压有望缓解。公司积极布局海外市场，储能系列产品已通过欧洲/澳洲/北美等主要市场产品认证，考虑到海外市场盈利优势（2022年境内/境外毛利率分别为18.2%/22.3%），在海外储能需求强预期下公司盈利结构或将持续改善。

#### ◆ 完善细分领域产品+客户布局，定增获批助力产能稳步投放

公司在储能各细分领域内均形成稳定的产品与客户布局，大储方面维系阳光电源、南方电网等原有大客户布局的同时新开拓三峡电能、中节能、南瑞继保等优质客户；户储方面，持续加深与阳光电源、德业股份、三晶电气、古瑞瓦特等头部客户合作关系；便携储能市场开拓了公牛集团等新优质客户，同时钠电产品已初步具备量产能力。产品+客户多元化布局有利于公司开拓渠道，平滑风险。

3月20日公司定增获批，拟募集不超过34亿元用于衢州10GWh储能电池项目，一期和二期均规划5GWh，有望于今年下半年投产。产能稳步释放有利于公司较好的匹配市场需求。随着柳州二期5GWh、衢州10GWh于今年投产，保底测算公司今年产能有望增加15GWh+。

#### ◆ 投资建议与盈利预测

全球储能行业高景气有望维持。公司为全球储能龙头，大储产能投放稳健，积极开拓海外市场，增长性及盈利修复具备较强预期。综上，我们认为公司成长性较好，维持“买入”评级。预计公司2023-2025年归母净利润为12.8亿元、18.9亿元和26.7亿元，对应PE估值分别为19、13和9倍。

#### ◆ 风险提示

主要经济体不景气，储能发展不及预期；储能政策改变；公司产能投放不及预期；原材料价格波动。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5692.89	9066.70	14752.15	23611.30	36672.56
增长率(%)	56.30	59.26	62.71	60.05	55.32
归母净利润(百万元)	182.43	628.38	1282.24	1893.50	2672.50
增长率(%)	242.90	244.45	104.05	47.67	41.14
毛利率(%)	16.21	18.69	19.91	18.93	17.83
每股收益(元)	0.40	1.36	2.78	4.10	5.79
市盈率PE	134.87	39.16	19.19	12.99	9.21
市净率PB	9.14	6.22	5.07	3.98	3.06
净资产收益率ROE(%)	6.60	15.88	26.43	30.67	33.23

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2023年05月05日

收盘价(元):

50.98

目标价(元):

#### 公司基本数据

总股本(百万股)

461.29

总市值(百万)

23,516.66

流通股本(百万股)

358.80

流通市值(百万)

18,291.87

12月最高/最低价(元)

98.47/33.00

资产负债率(%)

66.83

每股净资产(元)

9.01

市盈率(TTM)

32.65

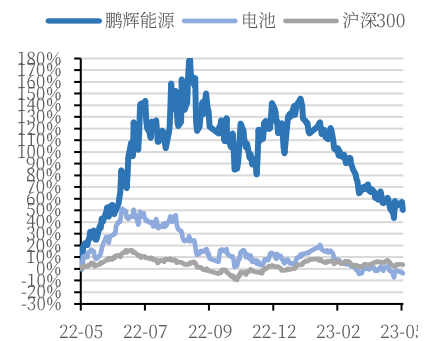
市净率(PB)

5.66

净资产收益率(%)

4.39

#### 股价走势图



#### 作者

曾帅

分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

#### 相关研究报告

鹏辉能源(300438): 业绩持续高增长，储能产能释放切入全球市场，领先储备钠电 —2023-01-30

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

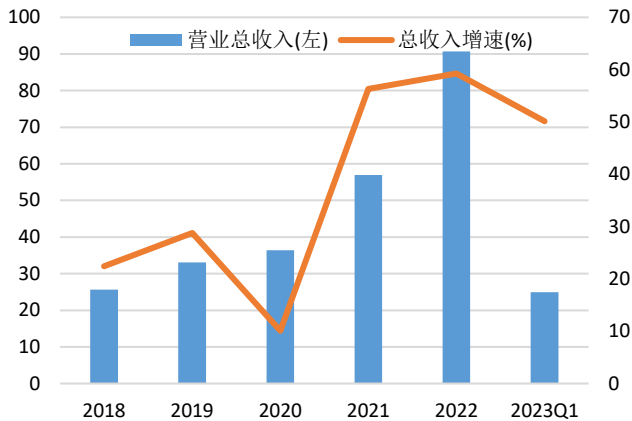
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

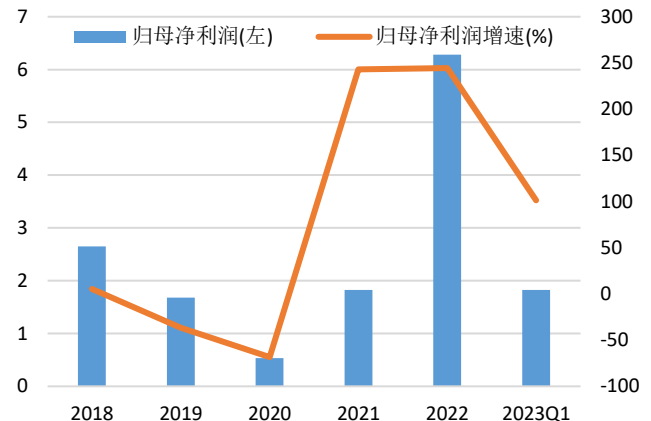
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

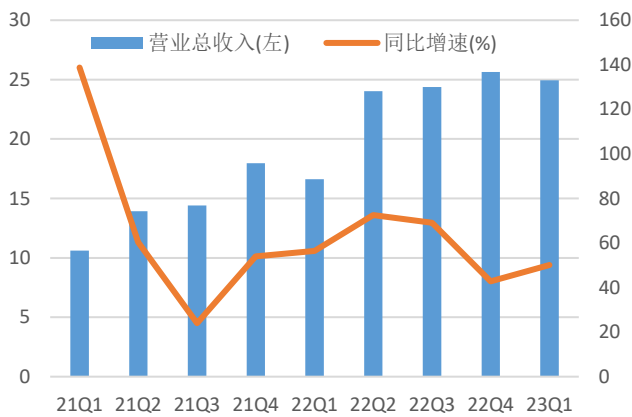
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

**图1 公司连续多年保持营收高增长（亿元）**


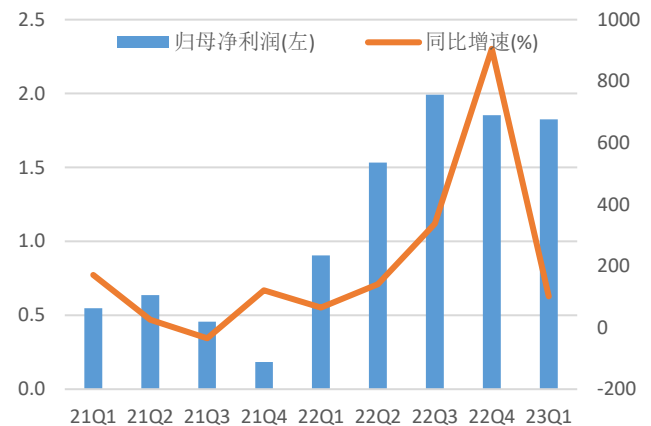
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图2 自 2020 年开始公司净利润触底反弹（亿元）**


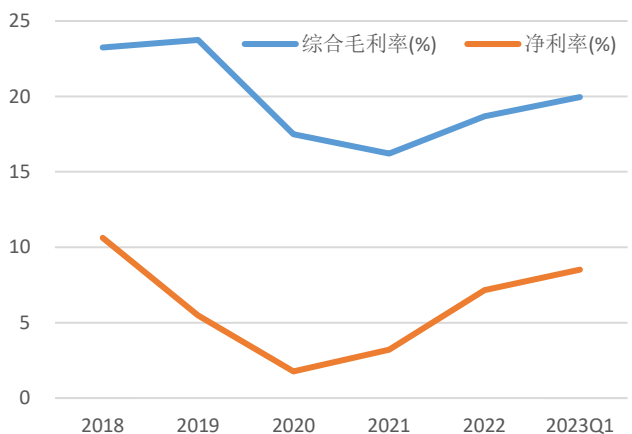
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图3 公司营收自 21Q1 起呈稳步增长趋势（亿元）**


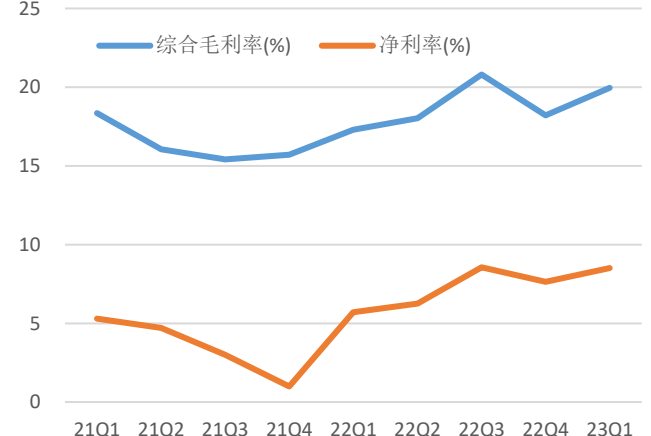
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图4 2021Q4 开始净利润快速提升（亿元）**


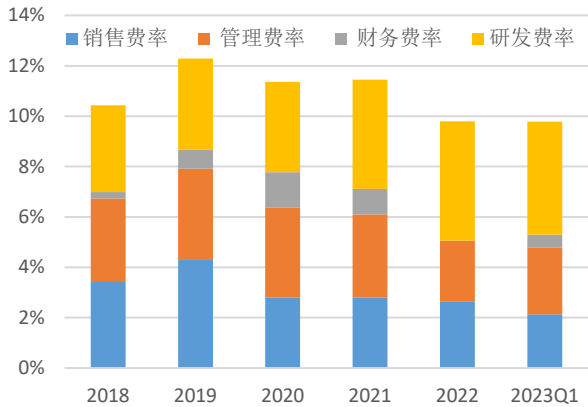
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图5 2021 年公司毛利率迎来拐点**


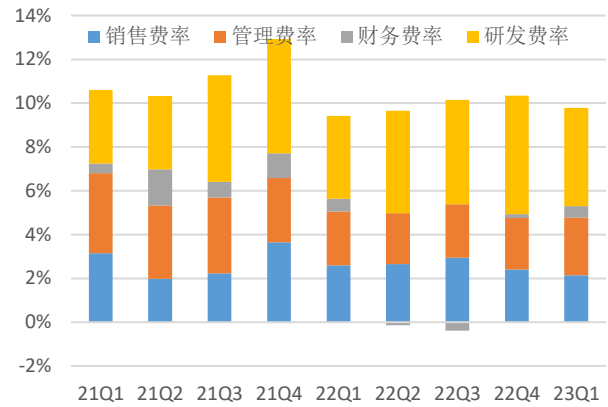
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图6 2021Q4 之后公司盈利能力呈上升趋势**


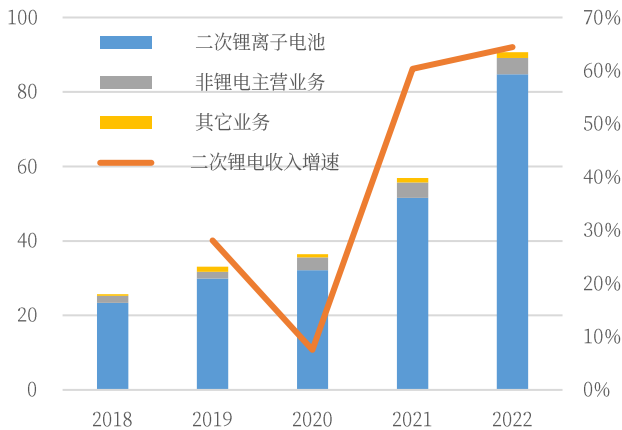
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图7 2019年开始公司费用率呈下降趋势**


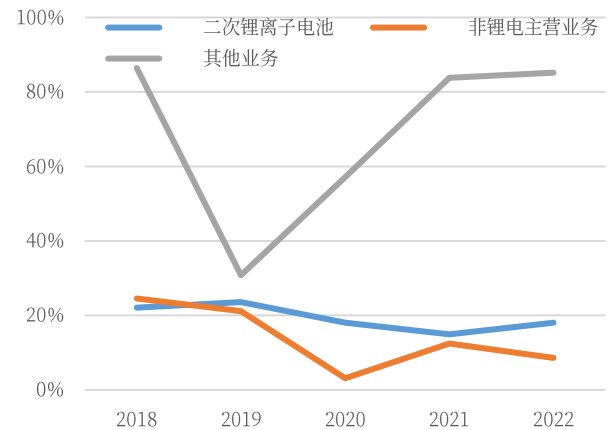
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图8 公司分季度费用率情况**


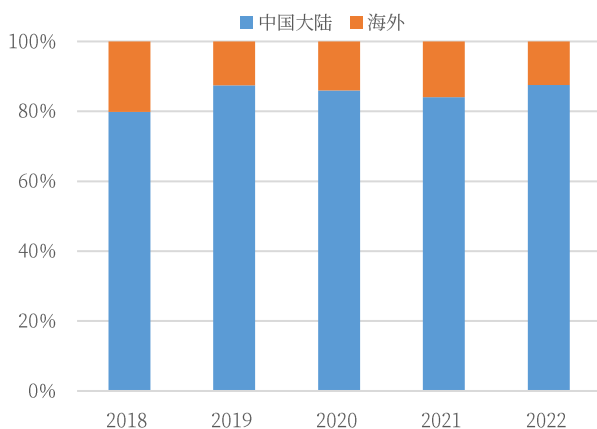
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图9 公司锂离子电池业务持续高增（亿元）**


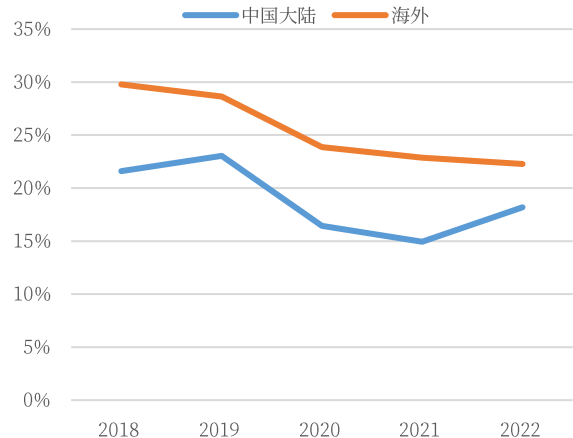
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图10 公司锂离子电池业务毛利率迎来拐点**


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图11 公司中国大陆营收占比稳定在80%以上**


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**图12 公司海外市场具备更高的毛利率**


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1221	1262	1475	2361	3667	营业收入	5693	9067	14752	23611	36673
应收票据及账款	1822	3011	5667	9070	14087	营业成本	4770	7372	11815	19142	30134
预付账款	239	87	281	449	698	税金及附加	25	29	47	75	117
其他应收款	44	30	117	187	291	销售费用	159	240	317	496	752
存货	1604	2608	3866	6264	9861	管理费用	188	217	354	543	807
其他流动资产	163	145	241	363	543	研发费用	246	430	649	1015	1540
<b>流动资产总计</b>	<b>5094</b>	<b>7143</b>	<b>11647</b>	<b>18695</b>	<b>29148</b>	财务费用	58	1	90	142	184
长期股权投资	99	123	127	131	135	资产减值损失	-68	-89	-74	-94	-147
固定资产	2183	3243	3499	4373	5807	信用减值损失	-53	-49	-7	-12	-18
在建工程	436	442	2035	2928	3121	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	306	395	331	266	202	投资收益	30	10	16	16	16
长期待摊费用	15	19	10	0	0	公允价值变动损益	8	-12	0	0	0
其他非流动资产	374	750	746	742	738	资产处置收益	-3	5	-0	-0	-0
<b>非流动资产合计</b>	<b>3413</b>	<b>4972</b>	<b>6748</b>	<b>8441</b>	<b>10003</b>	其他收益	26	32	38	38	38
<b>资产总计</b>	<b>8507</b>	<b>12115</b>	<b>18395</b>	<b>27136</b>	<b>39151</b>	营业利润	186	673	1452	2145	3028
短期借款	594	804	1856	2996	3884	营业外收入	3	22	9	9	9
应付票据及账款	3316	4284	8277	13411	21111	营业外支出	7	13	8	8	8
其他流动负债	538	1443	1516	2439	3815	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>4448</b>	<b>6531</b>	<b>11649</b>	<b>18846</b>	<b>28811</b>	利润总额	183	682	1453	2146	3029
长期借款	717	684	855	935	919	所得税	0	33	75	111	157
其他非流动负债	388	732	732	732	732	净利润	183	649	1378	2035	2872
<b>非流动负债合计</b>	<b>1106</b>	<b>1416</b>	<b>1587</b>	<b>1667</b>	<b>1651</b>	少数股东损益	0	21	96	141	199
<b>负债合计</b>	<b>5553</b>	<b>7947</b>	<b>13236</b>	<b>20512</b>	<b>30461</b>	归属母公司净利润	182	628	1282	1893	2672
股本	433	461	461	461	461	EBITDA	551	1109	2272	3300	4655
资本公积	1068	1615	1615	1615	1615	NOPLAT	239	649	1462	2168	3045
留存收益	1261	1880	2775	4098	5966	EPS (元)	0.4	1.4	2.8	4.1	5.8
归属母公司权益	2762	3956	4852	6175	8042						
少数股东权益	191	212	307	449	648						
<b>股东权益合计</b>	<b>2953</b>	<b>4168</b>	<b>5159</b>	<b>6623</b>	<b>8690</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>8507</b>	<b>12115</b>	<b>18395</b>	<b>27136</b>	<b>39151</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>主要财务比率</b>					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	183	649	1326	1982	2819	<b>成长能力</b>					
折旧与摊销	310	425	728	1012	1442	营收增长率	56.3%	59.3%	62.7%	60.1%	55.3%
财务费用	58	1	90	142	184	营业利润增长率	152.6%	261.2%	115.6%	47.7%	41.2%
投资损失	-30	-10	-16	-16	-16	EBIT 增长率	95.2%	183.3%	125.8%	48.2%	40.4%
营运资金变动	-431	-569	-225	-105	-71	EBITDA 增长率	44.5%	101.3%	104.9%	45.3%	41.1%
其他经营现金流	115	223	55	55	55	归母净利润增长率	242.9%	244.4%	104.1%	47.7%	41.1%
<b>经营性现金净流</b>	<b>205</b>	<b>721</b>	<b>1958</b>	<b>3070</b>	<b>4414</b>	经营现金流增长率	-53.1%	251.6%	171.8%	56.8%	43.8%
资本支出	589	862	2500	2700	3000	<b>盈利能力</b>					
长期投资	-59	-18	0	0	0	毛利率	16.2%	18.7%	19.9%	18.9%	17.8%
其他投资现金流	-35	-359	9	9	9	净利率	3.2%	7.2%	9.3%	8.6%	7.8%
<b>投资性现金净流</b>	<b>-682</b>	<b>-1239</b>	<b>-2491</b>	<b>-2691</b>	<b>-2991</b>	营业利润率	3.3%	7.4%	9.8%	9.1%	8.3%
短期借款	73	210	1052	1140	889	ROE	6.6%	15.9%	26.4%	30.7%	33.2%
长期借款	-36	-33	171	80	-16	ROA	2.1%	5.2%	7.0%	7.0%	6.8%
普通股增加	14	28	0	0	0	ROIC	8.6%	18.4%	28.2%	28.0%	29.2%
资本公积增加	171	547	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
其他筹资现金流	-170	-247	-477	-713	-989	P/E	135	39	19	13	9
<b>筹资性现金净流</b>	<b>53</b>	<b>506</b>	<b>746</b>	<b>507</b>	<b>-117</b>	P/S	4	3	2	1	1
<b>现金流量净额</b>	<b>-424</b>	<b>-5</b>	<b>213</b>	<b>886</b>	<b>1306</b>	P/B	9	6	5	4	3
						股息率	0.1%	0.0%	1.6%	2.3%	3.3%
						EV/EBIT	88	54	18	13	9
						EV/EBITDA	39	34	12	9	6
						EV/NOPLAT	89	57	19	13	10

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。