

# 鹏辉能源（300438.SZ）-2022 年报及 2023 年一季报点评

**增持**

## 储能电池出货量高速增长，盈利能力稳定高位

### 核心观点

公司 2022 年实现净利润 6.28 亿元，同比+244%；2023Q1 实现净利润 1.82 亿元，同比+101%。公司 2022 年实现营收 90.67 亿元，同比+59%，实现归母净利润 6.28 亿元，同比+244%。公司 2022 年毛利率为 18.69%，同比+2.48pct；对应 Q4 毛利率为 18.20%，同比+2.49pct，环比-2.60pct。公司 2023Q1 实现营收 24.95 亿元，同比+50%，环比-3%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比+101%，环比-2%。公司 2023Q1 毛利率为 19.96%，同比+2.65pct，环比+1.76pct。

**公司各业务协同发展，储能电池出货量快速提升。**我们预计 2022 年公司动力电池营收约为 12 亿元，同比+44%；储能电池营收约 49 亿元，同比+178%；消费电池营收约为 24 亿元以上，同比增长近 20%。我们预计公司 2022 年储能电池销量超 5.7GWh，其中 Q4 储能电池销量有望达到 1.7GWh 以上，环比增长近 15%。我们预计 2023Q1 公司储能电池出货量有望达到 2.0GWh 以上，环比略增。产能方面，公司现有储能电池年产能 17.3GWh，大储电池产能约为 5.5GWh；预计到 2023 年底，储能电池产能有望达 34.3GWh，大储电池产能扩张至近 17GWh。展望 2023 年后续季度，在下游旺盛需求推动以及大储产能快速建设下，公司 2023 年储能电池出货量有望达到 15GWh，同比增长超 160%。

**公司盈利能力维持在较高水平。**2022 年公司储能电池毛利率约为 20%左右，同比+1.2pct；其中 Q4 储能电池毛利率约为 20.3%、环比略降。2023Q1 我们预计公司储能电池毛利率约为 20%左右，环比基本持平。公司储能优质客户持续开拓，产能利用率持续高位，助推盈利能力稳定高位。

**公司加大研发投入，在大圆柱电池、钠电池、大储电池等领域取得快速发展。**钠电池方面，公司布局聚阴离子和层状氧化物两大电池体系，其中无负极磷酸钒钠电池能量密度能够达到 160Wh/kg，循环寿命超 6000 次，性能处于行业领先水平。公司主要聚焦储能和动力低温领域，并与车企合作进行样车测试。大圆柱电池方面，公司产品已批量供货便携储能头部客户。大储电池方面，公司 2023 年相继推出 302Ah、320Ah 大电芯产品服务于终端客户需求。

**风险提示：**储能需求不及预期；客户开拓不及预期；投产进度不及预期。

**投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。**基于原材料价格波动对存货价值产生的影响，我们下调 2023 年盈利预测、维持 2024 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.29/19.43/26.05 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 13.90/19.43 亿元），同比+111%/+46%/+34%，EPS 分别为 2.88/4.21/5.65 元，当前 PE 为 18/12/9 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,693	9,067	15,990	24,287	32,719
(+/-%)	56.3%	59.3%	76.4%	51.9%	34.7%
净利润(百万元)	182	628	1329	1943	2605
(+/-%)	242.9%	244.4%	111.5%	46.2%	34.1%
每股收益(元)	0.42	1.36	2.88	4.21	5.65
EBIT Margin	5.3%	8.6%	10.1%	10.2%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	6.5%	18.2%	28.2%	31.3%	31.9%
市盈率 (PE)	123.9	38.3	18.1	12.4	9.2
EV/EBITDA	46.3	26.7	18.1	14.2	11.6
市净率 (PB)	7.65	5.77	4.41	3.36	2.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

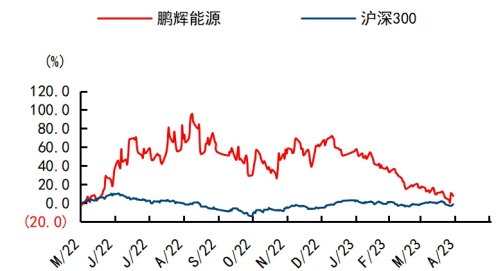
#### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全  
 010-88005313 021-60375434  
 wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn  
 S0980520080003

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	52.15 元
总市值/流通市值	24056/18712 百万元
52 周最高价/最低价	98.47/30.65 元
近 3 个月日均成交额	796.68 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

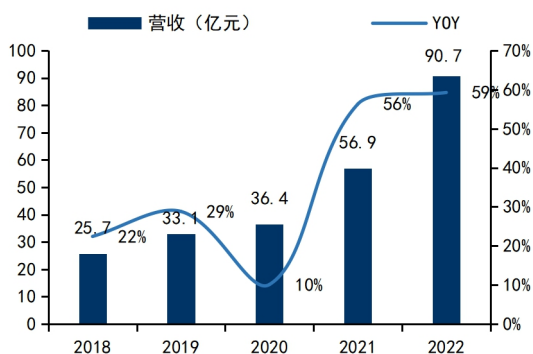
#### 相关研究报告

《鹏辉能源（300438.SZ）-聚焦储能助力高速发展，布局钠电把握行业趋势》——2023-02-28

公司 2022 年实现营收 90.67 亿元，同比+59%，对应 Q4 实现营收 25.65 亿元，同比+43%，环比+5%；公司 2022 年实现归母净利润 6.28 亿元，同比+244%，对应 Q4 实现归母净利润 1.85 亿元，同比+905%，环比-7%。公司 2022 年毛利率为 18.69%，同比+2.48pct；对应 Q4 毛利率为 18.20%，同比+2.49pct，环比-2.60pct。

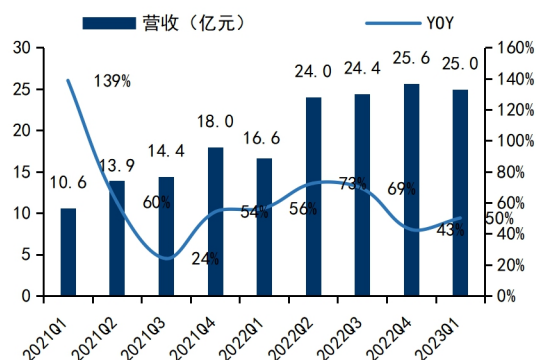
公司 2023Q1 实现营收 24.95 亿元，同比+50%，环比-3%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比+101%，环比-2%。公司 2023Q1 毛利率为 19.96%，同比+2.65pct，环比+1.76pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



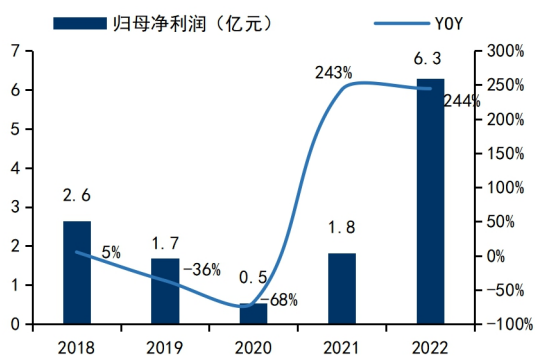
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



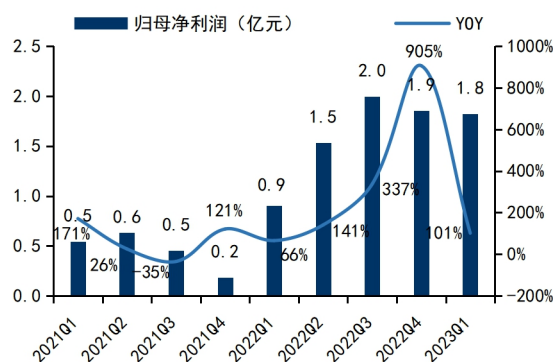
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



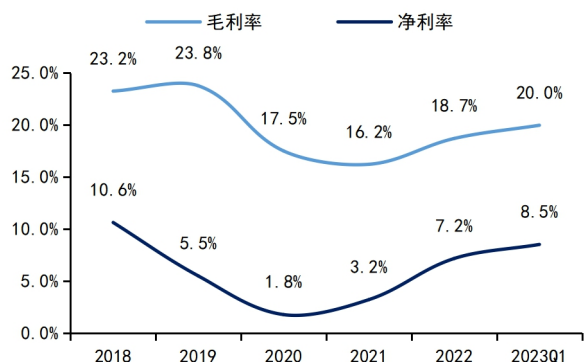
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司期间费用率同比略降。**公司 2022 年期间费用率为 9.80%，同比-1.65pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 2.65% (-0.14pct)、2.39% (-0.91pct)、4.74% (+0.42pct)、0.01% (-1.01pct)。公司 2023Q1 期间费用率为 9.78%，同比+0.36pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 2.14% (-0.45pct)、2.64% (+0.18pct)、4.48% (+0.69pct)、0.52% (-0.05pct)。

公司 2022 年底存货为 26.08 亿元，其中原材料/在产品/库存商品分别为 9.17/4.18/5.97 亿元。公司 2023Q1 存货为 24.36 亿元，较 2022 年末下降 7%。

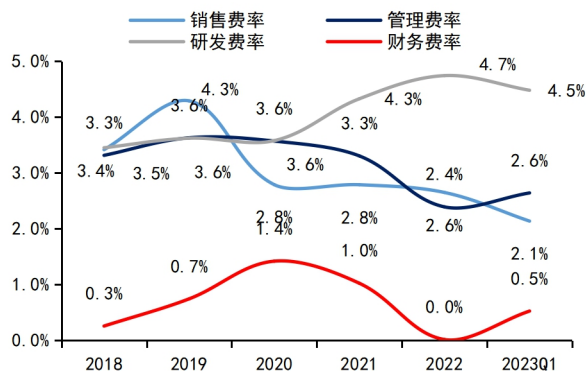
公司 2022 年计提资产减值损失 0.89 亿元，计提信用减值损失 0.49 亿元。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.28 亿元，冲回信用减值损失 0.01 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司各业务协同发展, 储能电池出货量快速提升。**我们预计 2022 年公司动力电池营收约为 12 亿元, 同比+44%; 储能电池营收约 49 亿元, 同比+178%; 消费电池营收约为 24 亿元以上, 同比增长近 20%。

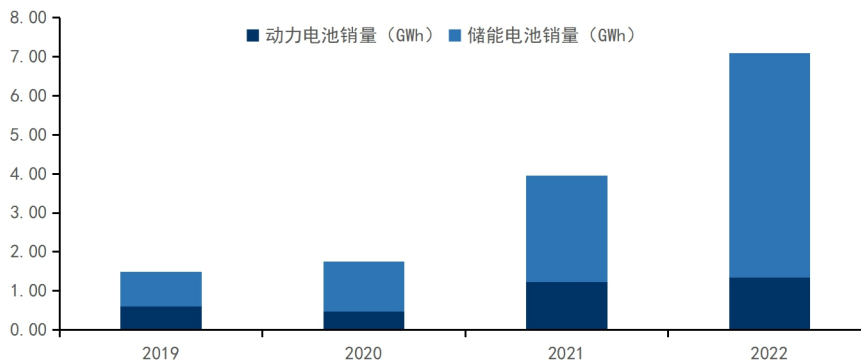
根据 SNE Research 数据, 公司 2022 年在全球储能电池市场中出货量位列第七, 市占率达到 4.7%。我们预计公司 2022 年储能电池销量超 5.7GWh, 其中 Q4 储能电池销量有望达到 1.7GWh 以上, 环比增长近 15%。2022 年公司户用储能与便携式储能产品出货占比略超 70%、大储占比约为 20%以下。我们预计 2023Q1 公司储能电池出货量有望达到 2.0GWh 以上, 环比略增。

**客户方面,**大型储能电池市场方面, 公司在稳固阳光电源、南方电网等原有客户合作的同时, 与三峡电能、电工时代、电建新能源、中节能等开展战略合作。户储电池方面, 公司加深与阳光电源、德业股份、三晶电气、古瑞瓦特等客户合作关系。在便携储能市场, 公司开拓了公牛集团等新的优质客户。动力电池领域, 公司致力于服务好现有客户, 配套上汽通用五菱多款车型。

**产能方面,**公司现有储能电池年产能 17.3GWh, 其中大型储能电池产能约为 5.5GWh。公司衢州 4GWh、常州 4GWh、柳州二期 5GWh、河南 4GWh 等项目均处于在建过程中, 预计将在 2023Q3-Q4 陆续投产。我们预计到 2023 年底, 公司储能电池年产能有望达到 34.3GWh, 其中大型储能电池产能扩张至近 17GWh。

展望 2023 年后续季度, 在下游旺盛需求推动以及大储产能快速建设下, 公司 2023 年储能电池出货量有望达到 15GWh, 同比增长超 160%; 其中大储出货占比有望由 20%左右提升至超 30%。

图7: 公司电池出货量情况 (GWh)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**公司盈利能力维持在较高水平。**2022 年公司储能电池毛利率约为 20%左右，同比+1.2pct；其中 Q4 储能电池毛利率约为 20.3%、环比略降。2023Q1 我们预计公司储能电池毛利率约为 20%左右，环比基本持平。公司储能优质客户持续开拓，产能利用率持续高位，助推盈利能力稳定高位。

**公司持续加大研发投入，在大圆柱电池、钠电池、大规格电池等领域取得快速发展。**钠电池方面，公司布局聚阴离子（磷酸钒钠）和层状氧化物两大电池体系，其中无负极磷酸钒钠电池能量密度能够达到 160Wh/kg，循环寿命超 6000 次，性能处于行业领先水平。公司主要聚焦储能和动力低温领域，并与车企合作进行样车测试。大圆柱电池方面，公司产品已批量供货便携储能头部客户。大规格电池方面，公司 2023 年相继推出 302Ah、320Ah 大电芯产品服务于终端客户需求。

### 投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级

基于原材料价格波动对存货价值产生的影响，我们下调 2023 年盈利预测、维持 2024 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 13.29/19.43/26.05 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 13.90/19.43 亿元），同比+111%/+46%/+34%，EPS 分别为 2.88/4.21/5.65 元，当前 PE 为 18/12/9 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司情况（2023.5.1）

股票代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300750	宁德时代	增持	10148.84	230.85	6.99	10.05	12.39	33.03	22.97	18.63
300014	亿纬锂能	买入	1340.97	65.55	1.72	2.97	4.42	38.14	22.08	14.85
002074	国轩高科	无评级	489.19	27.50	0.18	0.89	1.38	152.78	30.90	19.93
300438	鹏辉能源	增持	240.56	52.15	1.36	2.88	4.21	38.28	18.10	12.38

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算；注：国轩高科盈利预测为 wind 一致预期

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1221	1262	1200	1200	1200	营业收入	5693	9067	15990	24287	32719
应收款项	1743	2655	3198	4990	6723	营业成本	4770	7372	12781	19507	26359
存货净额	1604	2608	4644	7319	10309	营业税金及附加	25	29	64	97	131
其他流动资产	195	470	639	975	1318	销售费用	159	240	384	559	720
<b>流动资产合计</b>	<b>5094</b>	<b>7143</b>	<b>9964</b>	<b>14898</b>	<b>20095</b>	管理费用	188	217	416	583	720
固定资产	2562	3621	6985	10977	12243	研发费用	246	430	728	1069	1407
无形资产及其他	306	395	379	363	348	财务费用	58	1	38	218	378
其他长期资产	446	833	1439	2186	2945	投资收益	30	10	10	10	10
长期股权投资	99	123	123	123	123	资产减值及公允价值变动	(121)	(138)	(115)	(110)	(110)
<b>资产总计</b>	<b>8507</b>	<b>12115</b>	<b>18890</b>	<b>28547</b>	<b>35753</b>	其他收入	152	163	150	150	150
短期借款及交易性金融负债	606	841	6801	12156	14661	营业利润	186	673	1510	2195	2944
应付款项	3316	4284	3513	5146	6611	营业外净收支	(3)	9	0	0	0
其他流动负债	234	1044	1050	1594	2147	<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>682</b>	<b>1510</b>	<b>2195</b>	<b>2944</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4448</b>	<b>6531</b>	<b>12004</b>	<b>19867</b>	<b>24728</b>	所得税费用	0	33	151	220	294
长期借款及应付债券	672	632	632	632	632	少数股东损益	0	21	30	33	44
其他长期负债	434	784	796	879	963	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>182</b>	<b>628</b>	<b>1329</b>	<b>1943</b>	<b>2605</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1106</b>	<b>1416</b>	<b>1428</b>	<b>1511</b>	<b>1595</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5553</b>	<b>7947</b>	<b>13431</b>	<b>21378</b>	<b>26323</b>	净利润	182	628	1329	1943	2605
少数股东权益	191	212	242	275	319	资产减值准备	(68)	(89)	(75)	(70)	(70)
股东权益	2762	3956	5217	6894	9111	折旧摊销	304	418	451	724	960
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8507</b>	<b>12115</b>	<b>18890</b>	<b>28547</b>	<b>35753</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	58	1	38	218	378
每股收益	0.42	1.36	2.88	4.21	5.65	营运资本变动	147	(190)	(3370)	(2425)	(2842)
每股红利	0.05	0.15	0.58	0.84	1.13	其它	(360)	(47)	145	393	567
每股净资产	6.81	9.04	11.83	15.54	20.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>205</b>	<b>721</b>	<b>(1520)</b>	<b>565</b>	<b>1220</b>
ROIC	8%	16%	16%	14%	14%	资本开支	(632)	(1205)	(3800)	(4700)	(2210)
ROE	7%	18%	28%	31%	32%	其它投资现金流	(50)	(34)	(596)	(737)	(749)
毛利率	16%	19%	20%	20%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(682)</b>	<b>(1239)</b>	<b>(4396)</b>	<b>(5437)</b>	<b>(2959)</b>
EBIT Margin	5%	9%	10%	10%	10%	权益性融资	167	587	0	0	0
EBITDA Margin	11%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	(9)	(58)	5959	5355	2506
收入增长	56%	59%	76%	52%	35%	支付股利、利息	(46)	(22)	(68)	(266)	(389)
净利润增长率	243%	244%	111%	46%	34%	其它融资现金流	71	(18)	5959	5355	2506
资产负债率	65%	66%	71%	75%	74%	<b>融资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>506</b>	<b>5853</b>	<b>4872</b>	<b>1739</b>
息率	0.1%	0.3%	1.1%	1.6%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(424)</b>	<b>(13)</b>	<b>(62)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	123.9	38.3	18.1	12.4	9.2	货币资金的期初余额	1475	1221	1262	1200	1200
P/B	7.7	5.8	4.4	3.4	2.6	货币资金的期末余额	1221	1262	1200	1200	1200
EV/EBITDA	46.3	26.7	18.1	14.2	11.6	企业自由现金流	123	(237)	(5262)	(4176)	(1048)
						权益自由现金流	274	238	663	984	1117

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032