

鹏辉能源 (300438.SZ) / 电力设备

证券研究报告/研究简报

2023年6月2日

评级：增持（首次）

市场价格：48.63元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,693	9,067	13,941	1	19,972
增长率 yoy%	56%	59%	54%	2	12%
净利润(百万元)	182	628	1,323	1	2,333
增长率 yoy%	243%	244%	111%	3	28%
每股收益(元)	0.40	1.36	2.87	3	5.06
每股现金流量	0.44	1.56	3.70	5	6.11
净资产收益率	6%	15%	24%	2	25%
P/E	123.0	35.7	17.0	1	9.6
P/B	8.1	5.7	4.4	3	2.5

备注：股价为2023年6月2日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	461
流通股本(百万股)	359
市价(元)	48.63
市值(百万元)	22,433
流通市值(百万元)	17,468

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 深耕锂电行业多年，产品结构丰富，全面覆盖动力、消费、储能领域。**公司是国内最早的锂电池生产商之一，主营业务为二次锂离子电池的研发、生产和销售。公司创始人夏信德具备较强的专业知识与深厚的技术背景，21年引入职业经理人甄少强先生，强化公司经营管理水平。2022年公司实现营收90.67亿元，同比增长59%，实现归母净利润6.28亿元，同比增长244%。
- 储能电池领域，提前布局扩张产能，集中精力开拓国内外储能市场。**公司自聚焦储能业务后，储能业务收入占比逐年提升，从2020年的18%提升至2022年的54%，公司远期规划储能电池业务占比提升到80%以上。2022年公司的储能全球市场出货量排名前五、户用储能出货量排名前三。
- 客户资源方面，公司在各应用场景下均积累了较多的优质客户，在大型储能领域，公司与阳光电源、天合光能、南方电网加深合作，并与中节能、三峡电能、智光电气开始合作；在户储电池方面，合作的新老客户有阳光电源、德业股份、三晶电气、古瑞瓦特等头部客户；在便携储能市场，公司与正浩科技大规模合作，同时开拓了公牛等新客户；在通信储能领域，公司积累了包括中国铁塔、中国移动在内的多家优质大客户。产能方面，公司与天合光能在常州合资建立“天辉锂电”、在广西柳州市投资建设基地，主要布局锂电池电芯、PACK生产线。**
- 鹏辉能源持续推进扩产。**2023年以来发布多项扩产公告，目前公司在建项目有浙江衢州10GWh、广西柳州14.5GWh。此外，2023年5月22日公司公告，拟在山东省青岛市城阳区投资建设储能1号项目，年产36GWh储能电池，项目分三期建设，其中一期12GWh计划于2023年9月底前开工建设，预计24年12月底前建成投产。
- 提前布局钠电新技术。**公司通过内部研发及对外投资积极布局钠电池正负极材料，公司目前有三个团队在做钠离子电池的研发工作，包括层状氧化物、聚阴离子体系等正极路线；2021年10月，公司投资硬碳负极材料企业成都佰思格，持股8.33%。截至2023年3月，公司聚阴离子体系的钠离子电池循环次数已达6000次以上，层状氧化物体系的钠离子电池已交车厂装车测试。
- 盈利预测、估值及投资评级：**预计公司2023-2025年营业收入分别为139、178、200亿元，实现归母净利润分别为13.2、18.2、23.3亿元，对应23PE为17.0X，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加速风险、原材料价格波动风险、技术进步和产品替代风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

内容目录

1、二十年深耕电池业，消费、动力及储能齐发力.....	- 4 -
2、营收结构及利润来源.....	- 6 -
3、动力电池绑定上汽通用五菱.....	- 7 -
4、持续深耕消费数码电池，TWS 产业爆发助增长.....	- 8 -
5、储能市场不断扩大，锚定赛道加速扩产.....	- 9 -
6、提前布局钠电新技术.....	- 11 -
7、盈利预测与估值.....	- 12 -
风险提示.....	- 15 -

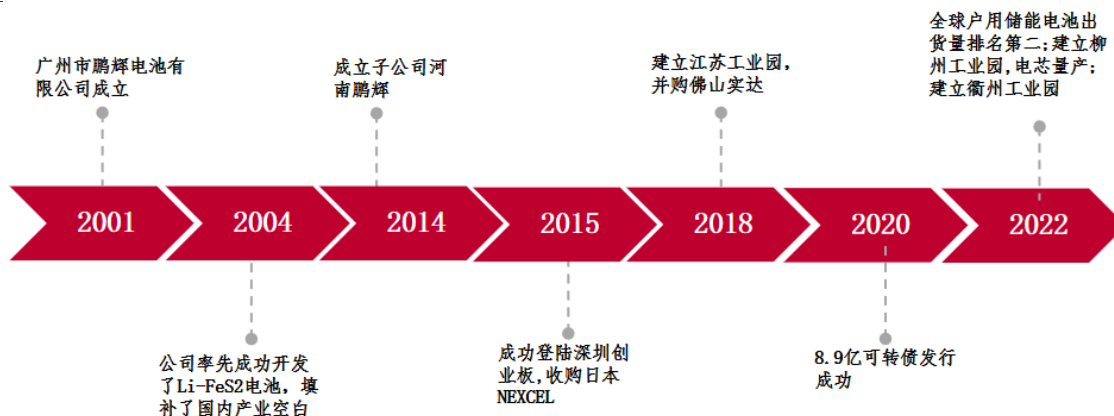
图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	- 4 -
图表 2：鹏辉能源消费数码类产品.....	- 4 -
图表 3：鹏辉能源动力电池系统类产品.....	- 4 -
图表 4：鹏辉能源储能类产品.....	- 4 -
图表 5：公司股权结构（截至 2023 年 2 月）.....	- 5 -
图表 6：控股公司明确分工.....	- 5 -
图表 7：高管团队履历.....	- 5 -
图表 8：2019-2023Q1 公司营业收入.....	- 6 -
图表 9：2019-2023Q1 公司归母净利润.....	- 6 -
图表 10：2018-2022 公司营业收入结构（%）.....	- 7 -
图表 11：2018-2022 公司境内外收入情况（%）.....	- 7 -
图表 12：鹏辉能源与同行业公司毛利率对比.....	- 7 -
图表 13：2018-2022 公司期间费用率.....	- 7 -
图表 14：2022 年中国动力电池企业磷酸铁锂装机量 TOP10.....	- 8 -
图表 15：公司消费数码类电池产品应用.....	- 8 -
图表 16：TWS 耳机电池种类.....	- 9 -
图表 17：TWS 扣式电池厂商主要客户情况.....	- 9 -
图表 18：2020-2022 年鹏辉能源储能收入及占比.....	- 9 -
图表 19：公司储能业务主要客户情况.....	- 10 -
图表 20：公司储能业务发展时间线.....	- 11 -
图表 21：公司钠电技术进展.....	- 11 -
图表 22：公司盈利预测拆分.....	- 12 -
图表 23：2023 年归母净利润（百万元）相对储能出货量及储能毛利率敏感性分析.....	- 13 -
图表 24：可比公司盈利预测与估值表.....	- 13 -
图表 25：三张报表摘要.....	- 16 -

1、二十年深耕电池业，消费、动力及储能齐发力

- 公司成立于 2001 年，成立之初聚焦于锂电池和镍氢电池业务。2002-2004 年公司先后推出聚合物软包电池、锂锰电池、锂铁电池，深化消费电子领域布局；2009 年公司推出磷酸铁锂动力电池，2011 年推出储能电池，持续拓展业务深度。2015 年公司成功登陆创业板。据中国汽车动力电池产业创新联盟，2022 年鹏辉能源动力电池装机量 1.29Gwh，市占率 0.44%，排名第十五；其中，鹏辉磷酸铁锂动力电池装机量 1.29GWh，市占率 0.7%，排名第八。

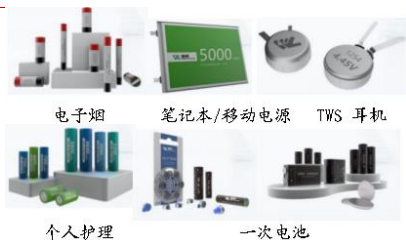
图表 1：公司历史沿革



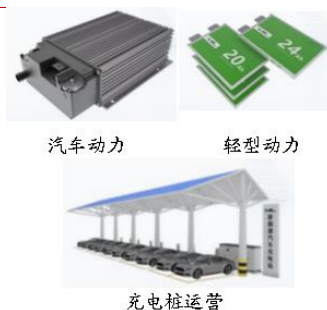
来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司产品按用途主要分为三大类，分别是储能类、消费类、动力类，其中储能类包括储能电芯、储能模组、电池簇、集装箱储能系统；动力类包括轻型动力、汽车动力、充电桩运营；消费类包括电子烟、笔记本/移动电源、TWS 耳机、个人护理、一次电池等。传统优势业务为消费类数码电池业务，目前保持平稳增长、优势继续扩大。动力类业务迅速增长，受益于新能源汽车飞速发展。储能业务布局初见成效、国际市场前景巨大。

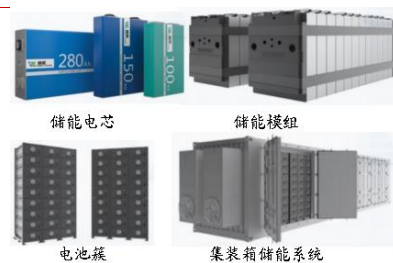
图表 2：鹏辉能源消费数码类产品



图表 3：鹏辉能源动力电池系统类产品



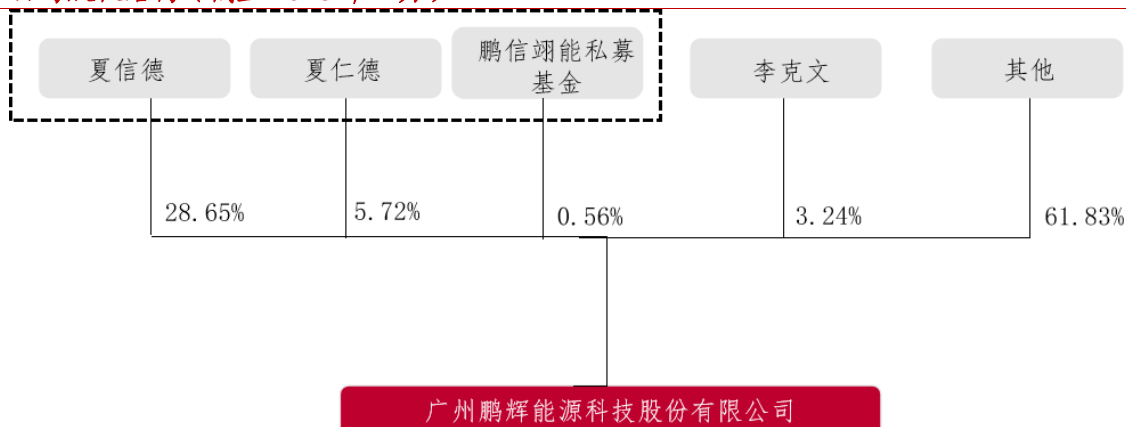
图表 4：鹏辉能源储能类产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 股权结构稳定，实控人夏信德先生与一致行动人合计持有公司 34.93% 股权。截至 2023 年 2 月，夏信德先生直接持有公司股份 28.65%，其一致行动人夏仁德持股比例为 5.72%，其一致行动人鹏信翊能私募基金持股比例为 0.56%。夏信德及其一致行动人合计持有公司 34.93% 的股权。

图表 5: 公司股权结构 (截至 2023 年 2 月)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 控股公司明确分工

公司名称	主要业务	参控关系
广州鹏辉	中央研究院与小型电池生产区	公司总部
珠海鹏辉工业园	方形铝壳、软包电芯与小型电芯	子公司
河南鹏辉工业园	圆柱电芯与方形铝壳电芯	子公司
柳州鹏辉工业园	PACK 自动化组装	子公司
柳州鹏辉电池制造基地	方形铝壳电芯	子公司
常州鹏辉工业园	方形铝壳电芯	子公司
日本 NEXCELL 公司	新型电池研发	子公司
佛山实达科技	高倍率小型电池	控股公司
耐时科技	锂铁电池生产	控股公司

来源: wind、中泰证券研究所

- **积极推动管理层改革, 支持公司成长。**夏信德先生于 1988 年至 1994 年 9 月期间, 在广州 555 电池研究所担任副所长; 1994 年 9 月至 2001 年 1 月期间, 在广州伟力电源有限公司担任经理; 2001 年 1 月至 2011 年 8 月在鹏辉有限工作, 担任公司总裁。夏信德先生具有丰富的电池研究经历, 擅于把握行业技术发展方向并专注务实做产品, 有利于公司稳定经营和长远发展。

图表 7: 高管团队履历

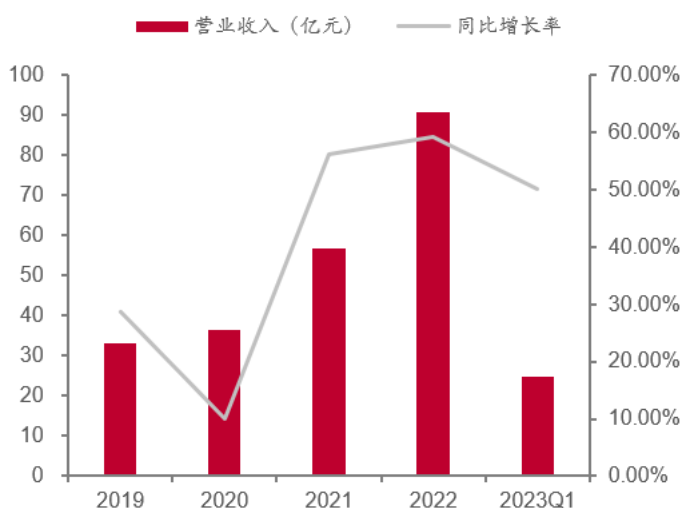
姓名	职务	履历
夏信德	董事长	<ul style="list-style-type: none"> •中南大学化学化工学院本科、中南大学化学化工学院硕士 •曾担任广州 555 电池研究所副所长, 广州伟力电源有限公司经理, 鹏辉有限公司总裁 •2011 年 8 月至今任广州鹏辉能源科技股份有限公司董事长和总裁。现兼任珠海鹏辉能源有限公司执行董事兼总经理, 河南省鹏辉电源有限公司执行董事兼总经理, 鹏辉新能源有限公司董事, 珠海市冠力电池有限公司执行董事, 鹏辉能源常州动力锂电有限公司执行董事兼总经理, 佛山市实达科技有限公司董事长, 江苏天辉锂电池有限公司董事长
甄少强	董事、执行总裁、总裁	<ul style="list-style-type: none"> •1988 年 7 月至 1993 年 7 月期间, 在河南师范大学工作, 担任讲师; •1993 年 8 月至 2018 年 8 月期间, 在美的集团公司工作, 先后担任工程师、经理、厂长、集团下属事业部副总经理、总经理等。 •2020 年 2 月至今任鹏辉能源执行总裁, 2020 年 8 月至今任鹏辉能源董事。

鲁宏力	副董事长、副总裁、 董事会秘书	<ul style="list-style-type: none"> • 中山大学概率统计专业硕士，注册会计师 • 曾就职于广州远洋宾馆、青岛汉堡大酒店、广州运通企业集团 • 1998年11月至2010年9月期间，在广州金鹏集团历任下属公司财务部长，财务总监，集团公司预算总监，审计部长，集团公司监事和集团经营考核组委员。 • 2010年10月入职公司，历任广州鹏辉能源科技股份有限公司财务负责人，现任公司副董事长、副总裁、董事会秘书。
潘丽	财务负责人	<ul style="list-style-type: none"> • 毕业于安徽师范大学财务管理专业，学士，中国注册会计师。 • 曾在美的集团公司历任其下属事业部工厂成本及经营财务、子公司财务负责人。 • 2020年3月入职广州鹏辉能源科技股份有限公司，历任广州鹏辉能源科技股份有限公司财务中心管理会计部经理、财务副总监，现任财务总监。

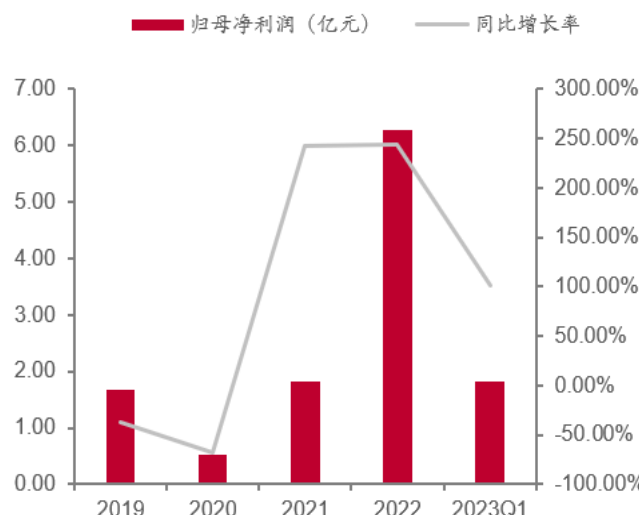
来源：wind、中泰证券研究所

2、营收结构及利润来源

- 公司营收多年持续向好，2020年以来盈利快速回升。2022年公司实现营收90.67亿元，同比增长59.26%，实现归母净利润6.28亿元，同比增长244.45%；2023Q1公司实现营业收入24.95亿元，同比增长50.14%，归母净利润1.82亿元，同比增长101.46%。

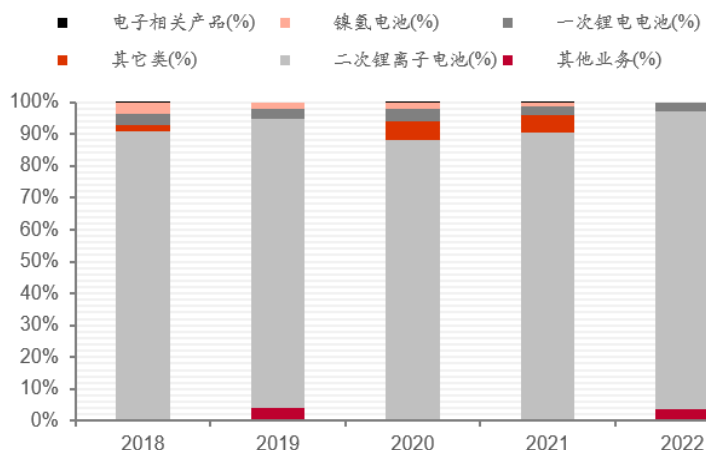
图表 8：2019-2023Q1 公司营业收入


来源：公司年报、中泰证券研究所

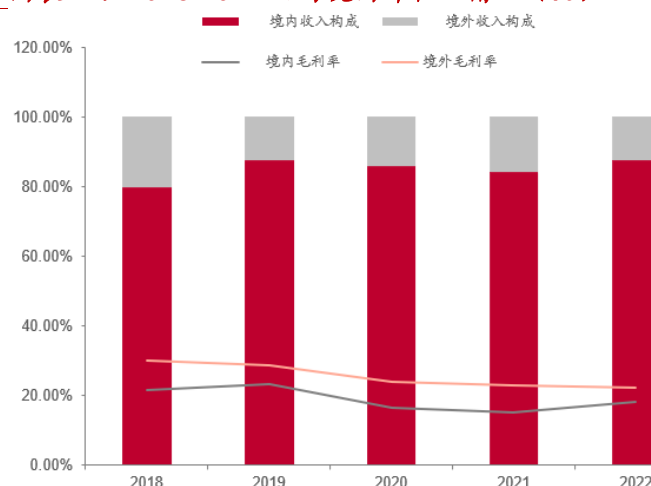
图表 9：2019-2023Q1 公司归母净利润


来源：公司年报、中泰证券研究所

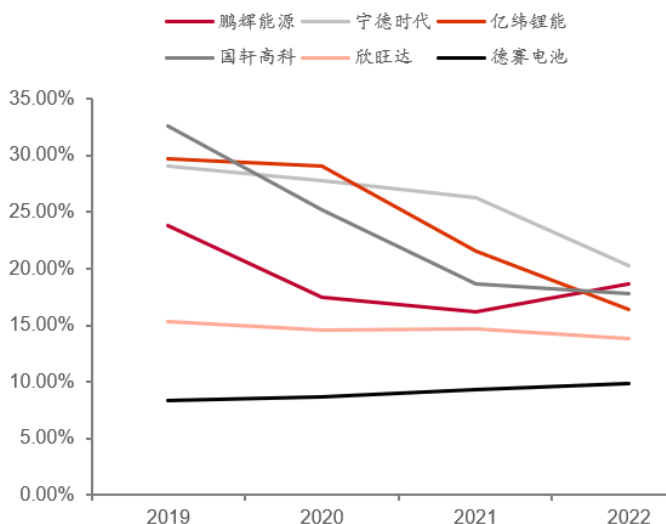
- 锂离子电池收入占比提升，费用管控能力较强。二次电池业务是公司主要的收入来源，其中锂离子电池收入占比最大，2021年达到90.52%。公司费用管控良好，近年来三费率有所下降并维持在较低水平，2021年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.79%、3.30%、1.02%。与同行业公司相比，公司的毛利率处于行业中等水平，低于主打动力电池的宁德时代、国轩高科等企业，高于集中消费电池PACK的欣旺达和德赛电池。

图表 10: 2018-2022 公司营业收入结构 (%)


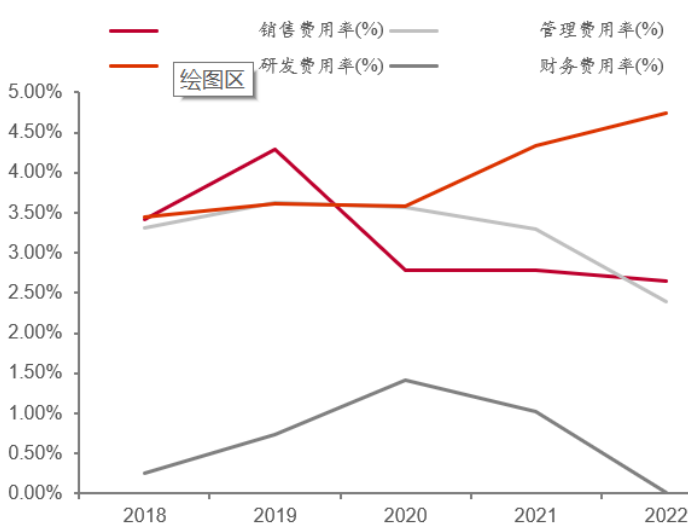
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 11: 2018-2022 公司境内外收入情况 (%)


来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 12: 鹏辉能源与同行业公司毛利率对比


来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 13: 2018-2022 公司期间费用率


来源: 公司年报、中泰证券研究所

3、动力电池绑定上汽通用五菱

- 多种技术解决方案满足差异化需求。**公司在电动汽车动力电池市场一方面加强自身研发投入和全自动化设备导入,针对电动车细分市场不同客户的差异化需求,根据各类电芯的技术特点用不同的工艺路线开发满足不同类型电动汽车需要的电池模组或电池系统,增加核心客户对公司的依赖度和粘性,打造产品竞争力。另一方面在市场开拓中稳中求进,积极拓展优质客户。
- 多元复合锂电池、磷酸铁锂电池及 6C 快充技术快速发展,增强公司竞争力。**公司在专用车、乘用车等领域积极推广多元复合锂电池,为上汽通用五菱等下游头部厂商采用多元复合锂电池,多元复合锂

做正极材料的电池在能量密度、成本等方面具有较高的性价比。在磷酸铁锂电池领域，公司采用正极均相包覆，粒径及晶型结构优化，三维高速导电网络构建，降低了电芯内阻及温升。

- **公司铁锂电池装机量稳步增长，2022 年排名第八。**据中国汽车动力电池产业创新联盟，2022 年鹏辉能源动力电池装机量 1.29Gwh，市占率 0.44%，排名第十五；其中，鹏辉磷酸铁锂动力电池装机量 1.29GWh，市占率 0.7%，排名第八。

图表 14：2022 年中国动力电池企业磷酸铁锂装机量 TOP10

动力电池产能扩张技术	2022 年中国动力电池企业磷酸铁锂装机量 TOP10		
	企业	装车量 (GWh)	占比
	宁德时代	80.18	43.63%
	比亚迪	68.25	37.14%
	国轩高科	11.89	6.47%
	中创新航	6.79	3.69%
	亿纬锂能	4.5	2.45%
	瑞浦兰钧	4.04	2.20%
	蜂巢能源	2.69	1.47%
	鹏辉能源	1.29	0.70%
	欣旺达	1.27	0.69%
	正力新能	0.58	0.31%

来源：中国汽车动力电池产业创新联盟、中泰证券研究所

4、持续深耕消费数码电池，TWS 产业爆发助增长

- **消费数码电池应用广泛，下游市场稳定。**公司持续深耕消费类数码领域，主要应用领域包括平板电脑、蓝牙音箱、蓝牙耳机、机器人、可穿戴设备等，在多个细分市场处于行业领先地位，带动公司业绩的增长。消费数码类市场变化快，电子产品更新换代速度加快，对电池的能量密度、工作性能要求高，目前行业处于稳定发展阶段。

图表 15：公司消费数码类电池产品应用



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **TWS 产业助推公司业绩，形成新的利润增长点。**蓝牙 5.0 技术突破为 TWS 发展创造良好的技术条件，各耳机厂商争先推出 TWS 耳机抢占市场。蓝牙 5.0 产品在传输能力、室内导航和智能家居服务等方面远超蓝牙 4.2 产品，优越的性能也提升了市场对 TWS 耳

机的需求。

- 目前 TWS 耳机电池可以分为扣式电池和针状软包电池两大类。其中扣式电池技术路线分为卷绕和叠片，卷绕电池能量密度高于叠片电池。目前，采用卷绕技术的主要有瓦尔塔、亿纬锂能和鹏辉能源，紫建电子采用叠片技术，LG 化学采用的是针状软包技术。鹏辉采用与头部企业相同的卷绕技术路线，相比于其他技术路线能量密度高且工艺成熟，优点明显。

图表 16: TWS 耳机电池种类

	扣式卷绕电池	扣式叠片电池	针状软包电池
产品示例			
主要生产厂家	亿纬锂能、瓦尔塔、鹏辉能源	紫建电子	LG 化学
性能	能量密度高，但价格相对较高；工艺成熟，但存在专利壁垒	能量密度高，但价格相对较高，生产效率和良率弱于卷绕	成本较低，但能量密度低；相同容量电池体积小

来源：wind，中泰证券研究所

图表 17: TWS 扣式电池厂商主要客户情况

Varta	亿纬锂能	鹏辉能源	赣锋锂业	VDL
主要是 APPLE、BOSE、三星	三星等	哈曼、铁三角等	OPPO 等	华为、小米、哈曼、OPPO、LG、森海塞尔、OOGLE 等

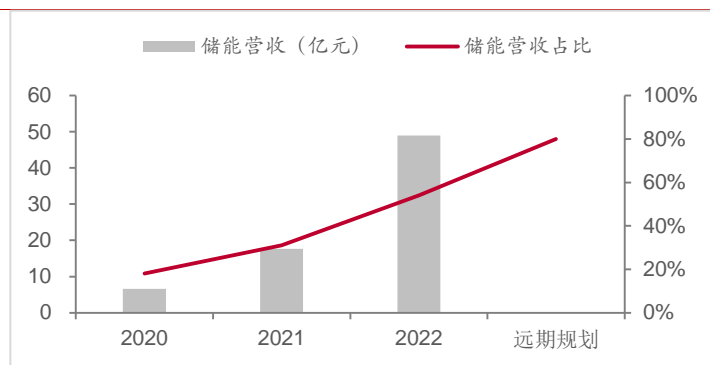
来源：紫建电子招股书，中泰证券研究所

- 拥有 TWS 耳机多种类型电池产品，积极开展专利布局。鹏辉能源最新研发和生产的可充电纽扣电池，主要用于 TWS 耳机产品，具有快充电、长循环寿命、高安全可靠结构以及使用温度范围大等特点，主要产品型号包括：ICR1254、ICR1454、ICR1654、ICR9440、ICR1054、ICR1440 等。

5、储能市场不断扩大，锚定赛道加速扩产

- 公司具备储能业务实力，可根据客户应用场景需求提供完整的储能系统解决方案，其中包含系统集成、项目交付、项目安装及调试等综合服务，以实现通过更完善的电源一站式服务为客户带来实际性效益。公司自聚焦储能业务后，其销售规模逐年提升，其中 2020 年占营收比例为 18%，2021 提升至 31%，2022 年占比已经提升至 54%，公司远期规划储能电池业务占比提升到 80% 以上。2022 年上半年储能收入同比增长近三倍，占总收入比例大幅提升至 50%，其中户用储能收入同比增长 6 倍以上。

图表 18: 2020-2022 年鹏辉能源储能收入及占比



来源：投资者关系活动记录表、中泰证券研究所

- 产品方面，2023 年 4 月公司发布新一代储能电芯。大型储能方面，公司发布 320Ah 电芯产品，其循环寿命>8000 次，使用寿命超 20 年。同时，公司开发了多项独有工艺技术，包括独家电解液设计配方和工艺，有效降低成膜内阻，提升能效 0.5%，并实现极耳结构仿真优化，卷芯空间利用率提升 1%，更好地提升产品的安全性能。户用储能方面，公司发布的 72Ah 户储电芯循环寿命提升至 6000 次，并优化功能型电解液配方，并成功开发低温石墨负极和宽温程电解液，存储温度范围可实现-40℃-60℃。同时，通过盖板结构仿真优化，72Ah 将卷芯空间利用率提升 1.3%。
- 客户资源方面，公司在各应用场景下均积累了较多的优质客户。大型储能领域（发电侧、电网侧），2022 年继续与阳光电源、天合光能、南方电网加深合作，并与中节能、三峡电能、智光电气开始合作。户储电池方面，合作的新老客户有阳光电源、德业股份、三晶电气、古瑞瓦特等头部客户。在便携储能市场，公司与正浩科技大规模合作，同时开拓了公牛等新客户。在通信储能领域耕耘多年，已积累包括中国铁塔、中国移动在内的多家优质大客户。

图 19: 公司储能业务主要客户情况

类型	客户	合作内容
户用储能	阳光电源	2021 年成为其优秀供应商，2022 年度优秀供应商
	德业股份	主力供应商
	三晶电气	主力供应商
	古瑞瓦特	主力供应商
	大秦	供应商
	艾罗	供应商
	电工时代	2022 年签署战略合作，在户用储能、风光储基地类大型储能电站、独立（共享）储能电站、钠离子电池研发及工程应用等方向深度合作
	weco	供应商
	科华数能	2023 年签署战略合作，进一步拓展和加深在储能电芯领域的产业链合作
	固德威	供应商
大型储能	麦田	供应商
	阳光电源	友好合作，获得批量订单；2021 年成为其优秀供应商
	天合光能	友好合作，获得批量订单；2019 年共同出资设立江苏天辉锂电池有限公司
	南方电网	友好合作，获得批量订单
	中节能	友好合作，获得批量订单
	三峡电能	2022 年签订战略合作协议，合作 4GWh 锂电池储能项目，同时，双方就钠电池联合研发和储能示范项目达成初步合作意向
智光电气	2022 年签署战略合作，在储能电池与储能 PACK、BMS、PCS、储能系统集成、储能产品研发、市场开发等领域展开深度合作	

智光储能	2022 年签署战略合作，在储能电池与储能 PACK、BMS、PCS、储能系统集成、储能产品研发、市场开发等领域展开深度合作
	2022 年签署战略合作，在风光发电、工商业储能、共享储能、分布式光伏等领域，从项目层面、技术研究层面进行合作
	2022 年与控股子公司鹏力通盛签署框架协议，围绕国内外电力行业范围内的低压配电设备、储能系统及电池设备业务展开合作
	2023 年展开战略合作，在国内共同开发锂矿资源，同时成立合资公司共同推进储能设备全产业链业务
便携式储能	西电电力 供应商
	正浩科技 供应商
通信储能	公牛集团 40135 大圆柱电池获批量采购订单
	中国铁塔 中标其 2021-2022 年过渡期磷酸铁锂换电电池产品集中招标项目
	中国移动 连续两年中标其通信用磷酸铁锂电池项目
	中兴通讯 通过其认证审核，将在大型储能、户用储能、基站储能等方面开展合作

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 根据 CNESA 发布《储能产业研究白皮书 2023》，公司在 2022 年度储能全球市场出货量排名前五、户用储能出货量排名前二。鹏辉能源持续扩产，2023 年以来发布多项扩产公告，目前公司在建项目有浙江衢州 10GWh、广西柳州 14.5GWh。此外，2023 年 5 月 22 日公司发布公告，拟在山东省青岛市城阳区投资建设储能 1 号项目，年产 36GWh 储能电池，项目分三期建设，其中一期 12GWh 计划于 2023 年 9 月底前开工建设，预计 24 年 12 月底前建成投产。

图表 20：公司储能业务发展时间线

时间	事项
2011 年	推出 10Ah/20Ah 磷酸铁锂储能电池，广泛应用于 UPS、通信基站等领域
2017 年	公司在储能领域的布局初步取得成效，销售收入增幅较大，储能电池销售收入增长 44.76%，持续开拓兆瓦级储能项目
2019 年	迎来第一个业务高速增长期。大型储能方面，兆瓦级储能系统获得了由 TÜV 南德意志集团颁布合格证书，储能产品符合相持股 51%；通信储能方面，正式进入中国铁塔供应商系统，签订电池供货框架合同，合同金额超 6000 万。
2020 年	公司在通信储能领域大展身手，中标中国铁塔项目，进入中兴通讯供应链，同时，家储产品通过欧洲和澳洲的认证。
2021 年	公司通信储能业务持续扩张，首次中标中国移动，再次中标中国铁塔；海外家储迎来爆发，营收占比大幅提高，其中欧洲市场贡献主要增量。
2022 年	控股子公司天辉锂电与天合储能签订采购协议，合同金额约 6 亿元-9 亿元。
2023 年	拟建设年产 21GWh 储能电池项目、河南鹏辉大型储能锂离子电池生产线建设项目，总投资分别约 70 亿元、3 亿元，合计涉及资金 73 亿元。

来源：公司公告，中泰证券研究所

6、提前布局钠电新技术

- 公司通过内部研发及对外投资积极布局钠电池正负极材料。公司目前有三个团队在做钠离子电池的研发工作，包括层状氧化物、聚阴离子体系等正极路线；2021 年 10 月，公司投资硬碳负极材料企业成都佰思格，持股 8.33%。
- 截至 2023 年 3 月，公司聚阴离子体系的钠离子电池循环次数已达 6000 次以上，层状氧化物体系的钠离子电池已交车厂装车测试，钠电正极材料的研发、生产也在正常进行。

图表 21：公司钠电技术进展

	日期	事件/专利名	主要内容
技术路线	/	层状氧化物、聚阴离子体系等正极路线	
进展	截至 23 年 3 月	公司聚阴离子体系的钠离子电池循环次数已达 6000 次以上，层状氧化物体系的钠离子电池已交车厂装车测试	
材料布局：硬碳负极	2021/10	投资成都佰思格，持股 8.33%	成都佰思格专注于硬碳负极材料的开发，目前已开发出适用于钠电池、锂电池的硬碳材料
	2022/9/23	一种钠离子电池极片处理装置	钠离子电池极片处理装置
	2022/6/27	钠/钾离子电池用碳基负极及其制备方法	钠钾电池负极
专利布局	2022/3/16	碳包覆钠离子电池正极材料 Na ₄ Fe ₃ -xMx(PO ₄) ₂ P ₂ O ₇ /C 及其制备方法	聚阴离子
	2021/8/19	低缺陷晶体结构普鲁士蓝二次电池正极材料的制备方法	普鲁士蓝

来源：国家专利局、公司公告、中泰证券研究所

7、盈利预测与估值

■ 盈利预测的核心假设：

- 动力方面，预计 23 年公司动力电池价格下降，出货同比持平。23 年 1-4 月碳酸锂价格持续下行，电池价格跟随下降，根据鑫椽锂电，2023 年 5 月电芯价格相对 2022 年 12 月下降 17%。我们预计公司 2023-2025 年动力电池业务营业收入分别为 12.4/15.5/18.6 亿元，同比增速分别为 -18%/25%/20%；价格联动机制使盈利能力稳定，预计 2023-2025 年毛利率为 16%。公司轻型动力业务稳定发展，我们预计轻型动力业务 2023-2025 年营业收入分别为 3.0/3.2/3.4 亿元，毛利率为 13%。
- 储能方面，随着国内外储能需求高速增长，公司凭借布局早、产品性能优势，处于行业的领先地位。产能方面，公司柳州二期 5GWh 产能及浙江省衢州一期 10GWh 产能预计将于 2023 年下半年投产。我们预计公司 2023-2025 年储能电池销量分别为 15/22.5/28GWh。23 年原材料价格下行，导致储能价格下降，收入增速低于出货量增速，我们预计 2023-2025 年储能电池业务营业收入分别为 92.4/124.7/139.7 亿元；盈利能力方面，预计 23 年原材料成本下降幅度高于价格下降幅度，储能电池毛利率略增，我们预计 2023-2025 年储能电池毛利率分别为 23.0%/23.0%/22.5%。
- 消费电池：公司消费电池业务稳定增长，我们预计消费电池业务 2023-2025 年营业收入分别为 28.8/31.7/34.8 亿元，毛利率为 20%。

图表 22：公司盈利预测拆分

分业务拆分	2022	2023E	2024E	2025E
动力储能收入, 亿元	63.08	107.81	143.39	161.61
YOY	90.6%	70.9%	33.0%	12.7%
动力储能毛利率	17.8%	21.9%	22.0%	21.6%
动力收入, 亿元	15.08	12.37	15.46	18.55
YOY	83.9%	-18.0%	25.0%	20.0%
动力出货, GWh	1.5	1.5	1.9	2.3
毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
储能收入, 亿元	44.96	92.40	124.74	139.71
YOY	158.4%	105.5%	35.0%	12.0%
储能出货, GWh	5.5	15.0	22.5	28.0
储能单价, 元/wh	0.81	0.62	0.55	0.50
毛利率	18.8%	23.0%	23.0%	22.5%
轻型动力收入, 亿元	3.04	3.04	3.19	3.35
YOY	-59.5%	0.0%	5.0%	5.0%
毛利率	11.8%	13.0%	13.0%	13.0%
消费电池收入, 亿元	25.02	28.77	31.65	34.82
YOY	20.6%	15.0%	10.0%	10.0%
消费电池毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
公司总收入, 亿元	90.67	139.41	178.09	199.72
YOY	59.3%	53.8%	27.8%	12.1%
公司整体毛利率	18.6%	21.6%	21.7%	23.0%
公司毛利润, 亿元	16.91	30.09	38.67	45.92

来源: wind、中泰证券研究所

- 我们对 2023 年归母净利润相对储能出货量及储能毛利率做了以下的敏感性分析。

图表 23: 2023 年归母净利润 (百万元) 相对储能出货量及储能毛利率敏感性分析

		2023 储能出货量 GWh				
		13	14	15	16	17
储能毛利率	22.8%	1168	1236	1306	1375	1443
	22.9%	1175	1245	1315	1383	1453
	23.0%	1182	1253	1322	1393	1464
	23.1%	1190	1260	1331	1402	1473
	23.2%	1198	1268	1340	1411	1483

来源: 中泰证券研究所

- 盈利预测、估值及投资评级: 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 139、178、200 亿元, 实现归母净利润分别为 13.2、18.2、23.3 亿元。按照 2023 年 5 月 29 日的收盘价, 可比公司亿纬锂能、国轩高科、宁德时代 2023 年平均 PE 为 26.55 倍。预计鹏辉能源 2023、2024 年每股收益分别为 2.87、3.94 元, 对应 PE 分别为 16.96X/12.34X。首次覆盖并给予公司“增持”评级。

图表 24: 可比公司盈利预测与估值表

股票代码	公司	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E

300014.SZ	亿纬锂能	1343	1.65	3.01	4.52	39.74	21.80	14.54
002074.SZ	国轩高科	483	0.17	0.75	1.19	161.73	36.03	22.76
300750.SZ	宁德时代	10043	11.98	10.47	13.97	19.06	21.82	16.35
	平均	3956	4.60	4.74	6.56	73.51	26.55	17.88
300438.SZ	鹏辉能源	224	1.42	2.87	3.94	34.25	16.96	12.34

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 鹏辉盈利为中泰电新团队预测值, 其他公司为 wind 一致预期。股价为 2023 年 6 月 2 日收盘价

风险提示

- **电动车受国家政策调控的风险：**若电动车销量受到政策影响、电池价格波动、供应链短缺等不利因素影响而下滑，公司动力电池需求将受到抑制，将对公司业绩产生不利影响。
- **储能市场景气度不及预期：**若储能政策支持力度下降，储能领域投资增速或下滑，致使储能电池需求不及预期，影响公司储能业务的发展。
- **市场竞争加剧的风险：**新能源汽车行业的高速增长带动了电池行业的快速发展，大量资金投入导致产能迅速增加，如果公司不能准确把握行业发展的规律，持续技术创新、改善经营管理以提升产品质量、降低生产成本，则日益激烈竞争的市场将对公司业绩产生不利影响。
- **主要原材料价格波动的风险：**公司主要原材料价格均存在一定程度的波动，如果主要原材料价格因宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素影响而出现大幅波动，仍然可能在一定程度上影响公司毛利率水平，对公司业绩造成不利影响。
- **技术进步和产品替代的风险：**如果未来全固态电池等新兴电池突破技术瓶颈、实现量产并完成商业化进程，则市场对于锂离子电池的需求将受到影响。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 25：三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,262	4,182	5,343	7,103	营业收入	9,067	13,941	17,809	19,972
应收票据	774	1,191	1,521	1,706	营业成本	7,372	10,932	13,942	15,380
应收账款	1,881	2,793	3,441	3,806	税金及附加	29	44	57	64
预付账款	87	129	164	181	销售费用	240	382	463	499
存货	2,608	3,867	4,932	5,440	管理费用	217	418	516	559
合同资产	25	38	49	55	研发费用	430	625	766	859
其他流动资产	531	797	1,008	1,126	财务费用	1	6	-6	-20
流动资产合计	7,143	12,958	16,409	19,362	信用减值损失	-49	-49	-49	-49
其他长期投资	16	16	16	16	资产减值损失	-89	-89	-89	-89
长期股权投资	123	123	123	123	公允价值变动收益	-12	-12	-12	-12
固定资产	3,178	3,126	3,142	3,215	投资收益	10	10	10	10
在建工程	442	542	542	442	其他收益	32	32	32	32
无形资产	395	477	551	618	营业利润	673	1,429	1,967	2,528
其他非流动资产	817	825	831	836	营业外收入	22	22	22	22
非流动资产合计	4,972	5,110	5,205	5,249	营业外支出	13	13	13	13
资产合计	12,115	18,068	21,614	24,611	利润总额	682	1,438	1,976	2,537
短期借款	804	2,266	1,250	335	所得税	33	72	99	127
应付票据	1,775	2,633	3,358	3,704	净利润	649	1,366	1,877	2,410
应付账款	2,509	3,720	4,745	5,234	少数股东损益	21	44	60	77
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	628	1,322	1,817	2,333
合同负债	362	557	712	798	NOPLAT	650	1,372	1,872	2,391
其他应付款	87	87	87	87	EPS (按最新股本摊薄)	1.36	2.87	3.94	5.06
一年内到期的非流动负债	38	38	38	38					
其他流动负债	956	1,451	1,830	2,009	主要财务比率				
流动负债合计	6,531	10,752	12,019	12,204	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	632	1,125	1,619	2,113	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	59.3%	53.8%	27.8%	12.1%
其他非流动负债	784	784	784	784	EBIT增长率	183.3%	111.3%	36.4%	27.7%
非流动负债合计	1,416	1,910	2,404	2,897	归母公司净利润增长率	244.4%	110.5%	37.4%	28.4%
负债合计	7,947	12,662	14,422	15,102	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,956	5,151	6,876	9,117	毛利率	18.7%	21.6%	21.7%	23.0%
少数股东权益	212	256	316	392	净利率	7.2%	9.8%	10.5%	12.1%
所有者权益合计	4,168	5,406	7,191	9,509	ROE	15.1%	24.5%	25.3%	24.5%
负债和股东权益	12,115	18,068	21,614	24,611	ROIC	12.4%	16.6%	19.8%	21.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	65.6%	70.1%	66.7%	61.4%
					债务权益比	54.2%	77.9%	51.3%	34.4%
					流动比率	1.1	1.2	1.4	1.6
					速动比率	0.7	0.8	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
					应收账款周转天数	71	60	63	65
					应付账款周转天数	109	103	109	117
					存货周转天数	103	107	114	121
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.36	2.87	3.94	5.06
					每股经营现金流	1.56	3.70	5.15	6.11
					每股净资产	8.58	11.17	14.91	19.76
					估值比率				
					P/E	36	17	12	10
					P/B	6	4	3	2
					EV/EBITDA	265	151	119	97

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。