

拟收购科陆电子布局发电侧储能，B端业务发力趋势尽显

2022年05月25日

事件：2022年5月23日，美的与科陆电子签署股份认购协议，拟以非公开方式认购电子发行的不超过总股本30%的股票（3.94~4.23亿股），认购价格为3.28元/股，预计认购总价约为12.93~13.86亿元。此次发行完成后美的预计将持有科陆电子29.96%股份，美的将成为科陆电子控股股东。同时，美的与科陆电子实控人深圳资本集团签署协议拟以6.64元/股价格受让科陆电子8.95%股份。

点评：

- **科陆电子是一家国际化的综合能源服务商，其业务主要涵盖智能电网、储能、新能源汽车充电及运营和综合能源服务等板块。**

从业务结构来看：2021年科陆电子智能电网/储能/综合能源管理业务分别收入24.51/2.33/3.14亿元，分别占营业收入的76.53/7.30/9.82%。

从公司的业务优势来看：科陆电子的智能电网产品广泛应用于国家电网、南方电网等，业务也覆盖了非洲、亚太、南美、欧洲等地；储能业务方面科陆电子在2021年大力布局海外市场，已实现在北美、非洲、澳洲等地电网级储能产品的批量出货；此外，科陆电子在新能源车充电桩业务方面也与小鹏、爱驰、长城、吉利等新势力车企保持合作。

- **补全电网侧、工商业布局，美的储能业务再落一子。**总体来看，科陆电子具有从供能、配电、储能、用能到运营维护的综合服务提供能力，可有效补充美的能源综合管理方面的实力。此前美的集团户用储能产品通过合康新能已在欧洲上市销售，此次美的收购科陆电子进一步完善了公司在储能业务中发电侧、工商业储能业务板块的布局。科陆电子智能电网业务多年来在国内外积累电网、工矿企业、城市楼宇等资源，将有望协同美的储能业务在海内外的渠道、产品和品牌推广。同时，科陆电子充电桩业务或可进一步完善美的的新能源车相关产品布局。
- **B端业务转型加速推进。**近两年来，美的B端业务在集团内部的优先级明显提升，公司不断通过收购整合的方法拓宽在新能源车、光伏储能、机器人、医疗等赛道布局，加速集团从传统家电企业向工业化科技企业的转型。我们认为，美的凭借其多年来积累的研发、制造、供应链管理、采购、销售、渠道优势有望在保持家电主业平稳运营的同时，实现集团内部多板块协同发展，在ToB转型的过程中挖掘更多增长点。
- **盈利预测和投资评级：**在C端业务方面，我们认为美的通过高端化、场景化的方式实现家电业务的稳定增长，海外市场方面通过OEM和自主品牌出海提高市场份额。同时，公司不断加大B端业务的布局，抓住高端制造、光伏储能、新能源车等赛道的发展转型机遇，本次收购也将进一步助力公司B端业务的加速发展。

我们预计公司22-24年收入为3804.81/4149.23/4481.88亿元，同比+10.8%/+9.1%/+8.0%；归母净利润327.10/378.93/432.43亿元，分别同比

+14.5/15.8/14.1%，对应 PE 为 11.42/9.86/8.64 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**疫情影响消费者家电消费需求、原材料成本上涨、芯片紧缺、海运费高企、海外自主品牌开拓不及预期、汇率大幅波动、B 端业务开拓不及预期、新能源车/光伏政策补贴退坡等

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	285,710	343,361	380,481	414,923	448,188
增长率 YoY %	2.3%	20.2%	10.8%	9.1%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243
增长率 YoY%	12.4%	5.0%	14.5%	15.8%	14.1%
毛利率%	24.1%	22.9%	22.8%	23.5%	24.5%
净资产收益率ROE%	23.2%	22.9%	20.6%	19.2%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18
市盈率 P/E(倍)	25.30	18.07	11.42	9.86	8.64
市净率 P/B(倍)	5.86	4.14	2.36	1.89	1.54

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 05 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	241,655	248,865	295,120	344,957	398,059	
货币资金	81,210	71,876	111,618	152,719	198,326	
应收票据	5,305	4,785	6,088	6,531	6,959	
应收账款	22,978	24,636	28,086	30,800	33,022	
预付账款	2,764	4,353	4,219	4,694	5,049	
存货	31,077	45,924	47,535	51,625	55,559	
其他	98,322	97,290	97,574	98,588	99,144	
非流动资产	118,727	139,082	141,307	144,386	147,939	
长期股权投资	2,901	3,797	3,797	3,797	3,797	
固定资产(含无形资产)	22,239	22,853	24,196	25,873	27,758	
其他	15,422	17,173	17,502	18,174	19,092	
其他	78,164	95,259	95,813	96,541	97,293	
资产总计	360,383	387,946	436,427	489,343	545,998	
流动负债	184,151	222,851	237,137	250,308	261,392	
短期借款	9,944	5,382	5,000	4,500	4,800	
应付票据	28,250	32,752	36,834	39,887	42,386	
应付账款	53,930	65,984	71,478	78,156	83,170	
其他	92,026	118,734	123,824	127,765	131,036	
非流动负债	51,995	30,270	30,170	30,220	30,408	
长期借款	42,827	19,734	19,634	19,684	19,872	
其他	9,168	10,536	10,536	10,536	10,536	
负债合计	236,146	253,121	267,306	280,528	291,799	
少数股东权益	6,721	9,957	10,559	11,169	11,893	
归属母公司股东权益	117,516	124,868	158,562	197,646	242,306	
负债和股东权益	360,383	387,946	436,427	489,343	545,998	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	285,710	343,361	380,481	414,923	448,188	
同比(%)	2.3%	20.2%	10.8%	9.1%	8.0%	
归属母公司净利润	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243	
同比(%)	12.4%	5.0%	14.5%	15.8%	14.1%	
毛利率(%)	24.1%	22.9%	22.8%	23.5%	24.5%	
ROE%	23.2%	22.9%	20.6%	19.2%	17.8%	
EPS(摊薄)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18	
P/E	25.30	18.07	11.42	9.86	8.64	
P/B	5.86	4.14	2.36	1.89	1.54	
EV/EBITDA	24.16	16.97	9.27	7.09	5.11	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	285,710	343,361	380,481	414,923	448,188	
营业成本	216,911	264,626	293,731	317,416	338,382	
营业税金及附加	1,534	1,609	1,902	2,057	2,208	
销售费用	23,563	28,647	31,580	33,816	36,303	
管理费用	9,264	10,266	10,463	11,825	13,446	
研发费用	10,119	12,015	11,833	14,107	15,911	
财务费用	-2,638	-4,386	-2,036	-3,502	-5,184	
减值损失合计	-705	-483	-53	-67	-27	
投资净收益	2,362	2,366	3,424	3,319	2,241	
其他	2,879	816	1,476	1,717	1,051	
营业利润	31,493	33,281	37,854	44,172	50,388	
营业外收支	170	436	0	0	0	
利润总额	31,664	33,718	37,854	44,172	50,388	
所得税	4,157	4,702	4,543	5,670	6,421	
净利润	27,507	29,015	33,312	38,502	43,967	
少数股东损益	284	442	602	610	725	
归属母公司净利润	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243	
EBITDA	27,729	29,427	34,207	38,851	45,096	
EPS(当年)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	29,557	35,092	42,654	44,523	49,414	
净利润	27,507	29,015	33,312	38,502	43,967	
折旧摊销	3,410	3,230	3,236	3,150	3,157	
财务费用	-1,715	-3,120	1,171	1,146	1,146	
投资损失	-2,362	-2,366	-3,424	-3,319	-2,241	
营运资金变动	7,676	12,014	8,154	4,935	3,288	
其它	-4,958	-3,682	205	109	97	
投资活动现金流	-35,311	13,600	-1,269	-1,826	-3,150	
资本支出	-4,383	-6,489	-4,694	-5,145	-5,390	
长期投资	-35,803	14,440	0	0	0	
其他	4,875	5,648	3,424	3,319	2,241	
筹资活动现金流	-756	-31,205	-1,642	-1,596	-658	
吸收投资	2,657	1,551	10	0	0	
借款	43,715	808	-482	-450	488	
支付利息或股息	-12,823	-12,894	-1,171	-1,146	-1,146	
现金流净增加额	-6,893	17,002	39,743	41,101	45,607	

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。