

储能业务迎爆发增长，海外需求无忧

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年度报告, 2022年全年实现营业收入44.0亿元, 同比+56.8%; 实现归母净利润6.6亿元, 同比+75.9%; 实现扣非净利润6.1亿元, 同比+90.1%。2022年销售/管理/研发/财务费用率分别为6.8%/2.5%/3.9%/-0.5%, 期间费用率为12.7%, 同比下降4.5pp, 主要原因是规模效应优化+汇兑收益增加所致。总体业绩符合市场预期。
- **光储业务:** 前瞻布局海外市场获得重大突破, 23年订单无忧。2022年实现营收18.4亿元(yoy+465.1%), 占总营收比重41.7%(同比提升30.2pp), 毛利率24.7%(同比提升5.2pp), 其中光伏业务以国内为主, 储能以出口为主。公司核心布局大功率光伏逆变器/储能PCS、户用储能系统、并逐步发力工商业储能系统等多款产品。从海外市场来看, 主要对标欧洲、东南亚及非洲市场, 北美产品认证目前尚在进行中。公司在市场竞争中取得突破性进展, 与海外电力安装商、户用光伏和储能运营商等客户深入合作, 迅速占领市场, 目前欧洲、东南亚市场占公司海外市场比重约为70%-80%。公司在研更具成本性的储能产品, 未来毛利率有望进一步提升。从订单情况来看, 2022年底, 公司与A客户签署储能产品采购订单, 订单金额为人民币14.6亿元, 执行期为2023年上半年, 2023年公司在手订单充沛。
- **数据中心 UPS:** 2022年国内需求低迷, 2023年有望改善。2022年实现营收21.8亿元(yoy+1.6%), 营收占比49.6%(同比下降27.0pp), 毛利率36.4%(同比提升3.7pp), 主要因产品结构调整所致。根据Omdia, 公司2021年UPS出货量位居全球第五。公司目前已成功研发100kw/125kw超大功率模块UPS, 产品密度较50kw功率模块UPS提升一倍, 有效降低系统损耗, 此外公司亦有新型智能微模块数据中心产品(PUE 1.217)。数据中心作为数据中心的底层物理架构, 随着AI革命来袭, 算力需求叠加能耗指引, 公司业务有望迎来新一轮增长。
- **充电桩:** 目前业务以国内为主, 未来海外有望成为新的增长点。2022年实现营收1.1亿元(yoy+33.2%), 营收占比2.5%(同比下降0.4pp), 毛利率23.4%(同比下降1.2pp)。公司业务持续深耕传统能源、城投交投、充电运营商、车企等行业, 参与中国石化、中国铁塔、中国普天、国家电网、信阳公交、长安汽车等项目。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司海外户储的持续高增+工商业储能拓展、数据中心业务需求改善, 故上调盈利预测。预计2023-2025年归母净利润分别为10.6/16.2/23.9亿元, 我们看好公司“大渠道+大行业+大客户+大项目”的经营模式, 给予公司2023年33x估值, 对应目标价60.39元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观环境影响风险, 政策风险, 市场竞争风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4400.69	7529.23	11989.64	18024.15
增长率	56.84%	71.09%	59.24%	50.33%
归属母公司净利润(百万元)	656.48	1063.12	1620.53	2387.35
增长率	75.90%	61.94%	52.43%	47.32%
每股收益EPS(元)	1.13	1.83	2.78	4.10
净资产收益率ROE	18.88%	23.34%	27.13%	29.68%
PE	42	26	17	12
PB	7.74	6.10	4.65	3.44

数据来源: Wind, 西南证券

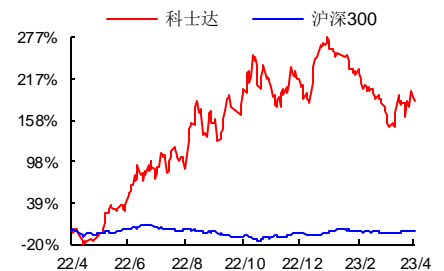
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.82
流通A股(亿股)	5.65
52周内股价区间(元)	13.3-62.2
总市值(亿元)	274.68
总资产(亿元)	49.51
每股净资产(元)	5.26

相关研究

1. 科士达(002518): 海外户储业绩持续兑现, 美洲市场积极推进 (2022-10-26)
2. 科士达(002518): 光储业务快速增长, 盈利持续恢复 (2022-08-15)
3. 科士达(002518): 逆变器业务如期恢复, 原材料上涨盈利承压 (2022-05-01)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司光储业务进入高爆发阶段，海外表现亮眼，23Q1 起工商业储能系统有望打开新的增长点，我们预计公司 2023-2025 年光储业务销量分别为 47.1/94.1/169.4 万套，同比+150%/+100%/+80%。

假设 2：公司数据中心 UPS 业务市占率较为稳定，随着需求端提振，我们预计 2023-2025 年数据中心 UPS 销量为 227.1/267.9/310.8 万套，同比+20%/+18%/+16%。

假设 3：公司充电桩业务目前以国内为主，24 年起海外市场有望起量，我们预计公司 2023-2025 年充电桩业务销量分别为 4.3/7.3/13.8 万套，同比+50%/+70%/+90%。

假设 4：考虑到公司在研成本更低的储能产品，我们预计 2023-2025 年公司光储毛利率 25.0%/25.5%/26.0%；数据中心 UPS 毛利率较为稳定，预计 2023-2025 年毛利率 36.0%/36.0%/36.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏逆变器及储能	收入	1837	4363	8114	13291
	增速	465%	138%	86%	64%
	毛利率	25%	25%	26%	26%
数据中心 UPS	收入	2184	2699	3281	3920
	增速	2%	24%	22%	19%
	毛利率	36%	36%	36%	36%
新能源充电桩	收入	109	147	225	385
	增速	33%	35%	53%	71%
	毛利率	23%	25%	25%	25%
新能源能源收入	收入	49	54	59	65
	增速	5%	10%	10%	10%
	毛利率	70%	68%	68%	68%
配套产品	收入	179	215	258	309
	增速	11%	20%	20%	20%
	毛利率	30%	20%	20%	20%
其他业务	收入	42	50	50	50
	增速	1%	19%	0%	0%
	毛利率	100%	85%	85%	85%
合计	收入	4401	7529	11990	18024
	增速	57%	71%	59%	50%
	毛利率	32%	30%	29%	28%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 75.3 亿元(+71%)、119.9 亿元(+59%)和 180.2 亿元(+50%)，归母净利润分别为 10.6 亿元(+61.9%)、16.2 亿元(+52.4%)、23.9 亿元(+47.3%)，EPS 分别为 1.83 元、2.78 元、4.1 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、17 倍、12 倍。

综合考虑业务范围，选取了储能板块 3 家上市公司作为估值参考，其中德业股份、上能电气为 PCS 厂商，科华数据为 UPS+储能系统集成厂商，三家公司与科士达在业务上均具有一定的相似性。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E
605117.SH	德业股份	628.0	262.8	6.5	10.7	16.1	41	25	16
002335.SZ	科华数据	198.8	43.1	1.0	1.44	1.9	43	30	23
300827.SZ	上能电气	131.3	55.3	0.5	1.6	2.5	123	35	22
平均值							69	30	21
002518.SZ	科士达	274.7	47.16	1.13	1.83	2.78	42	26	17

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 26 倍，行业平均值为 30 倍，显著低于行业平均估值水平。我们看好公司“大渠道+大行业+大客户+大项目”的经营模式，同时海外户储、工商业储能业务有望维持高景气增长，给予公司 2023 年 33x 估值，对应目标价 60.39 元，上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4400.69	7529.23	11989.64	18024.15	净利润	682.03	1068.12	1624.53	2390.35
营业成本	3001.54	5307.48	8548.07	12911.31	折旧与摊销	98.27	103.71	112.96	120.51
营业税金及附加	47.03	89.00	137.20	208.53	财务费用	-22.54	-7.53	-11.99	9.01
销售费用	298.84	489.40	773.33	1135.52	资产减值损失	-23.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	283.54	466.81	740.60	1108.49	经营营运资本变动	24.53	-923.03	-659.20	-826.21
财务费用	-22.54	-7.53	-11.99	9.01	其他	100.46	376.35	340.77	495.14
资产减值损失	-23.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	859.13	617.63	1407.05	2188.79
投资收益	24.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-128.43	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.55	3.99	2.84	3.23	其他	754.05	-410.41	59.04	44.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	625.62	-560.41	-90.96	-105.81
营业利润	799.22	1188.05	1805.27	2654.53	短期借款	32.95	-64.84	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.96	-3.48	-3.64	-3.59	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	795.26	1184.57	1801.63	2650.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	113.23	116.44	177.10	260.59	支付股利	-145.56	-131.30	-212.62	-324.11
净利润	682.03	1068.12	1624.53	2390.35	其他	-121.78	30.54	11.99	-9.01
少数股东损益	25.55	5.00	4.00	3.00	筹资活动现金流净额	-234.39	-115.60	-100.64	-233.12
归属母公司股东净利润	656.48	1063.12	1620.53	2387.35	现金流量净额	1252.98	-58.38	1215.46	1849.87
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1729.61	1671.23	2886.69	4736.56	成长能力				
应收和预付款项	1343.14	2644.93	4139.00	6150.39	销售收入增长率	56.84%	71.09%	59.24%	50.33%
存货	957.56	1687.91	2805.48	4182.51	营业利润增长率	92.41%	48.65%	51.95%	47.04%
其他流动资产	306.76	741.17	737.54	784.96	净利润增长率	83.16%	56.61%	52.09%	47.14%
长期股权投资	1.45	1.45	1.45	1.45	EBITDA 增长率	76.76%	46.78%	48.43%	46.05%
投资性房地产	76.71	76.71	76.71	76.71	获利能力				
固定资产和在建工程	1134.09	1209.23	1275.13	1333.47	毛利率	31.79%	29.51%	28.70%	28.37%
无形资产和开发支出	230.35	204.60	178.86	153.11	三费率	12.72%	12.60%	12.53%	12.50%
其他非流动资产	440.53	437.42	434.32	431.21	净利率	15.50%	14.19%	13.55%	13.26%
资产总计	6220.21	8674.66	12535.17	17850.38	ROE	18.88%	23.34%	27.13%	29.68%
短期借款	64.84	0.00	0.00	0.00	ROA	10.96%	12.31%	12.96%	13.39%
应付和预收款项	2066.23	3710.29	6026.00	9118.03	ROIC	40.78%	49.74%	54.02%	61.96%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	19.88%	17.06%	15.90%	15.45%
其他负债	476.39	338.30	371.21	428.14	营运能力				
负债合计	2607.46	4098.59	6547.21	9796.17	总资产周转率	0.79	1.01	1.13	1.19
股本	582.45	582.45	582.45	582.45	固定资产周转率	4.47	6.98	10.05	14.25
资本公积	503.42	503.42	503.42	503.42	应收账款周转率	3.10	3.13	2.93	2.90
留存收益	2489.29	3421.12	4829.02	6892.27	存货周转率	3.60	3.99	3.79	3.69
归属母公司股东权益	3546.68	4504.99	5912.89	7976.13	销售商品提供劳务收到现金营业收入	94.10%	—	—	—
少数股东权益	66.08	71.08	75.08	78.08	资本结构				
股东权益合计	3612.75	4576.07	5987.97	8054.21	资产负债率	41.92%	47.25%	52.23%	54.88%
负债和股东权益合计	6220.21	8674.66	12535.17	17850.38	带息债务/总负债	2.49%	1.22%	2.29%	2.55%
					流动比率	1.84	1.78	1.72	1.71
					速动比率	1.43	1.33	1.26	1.26
					股利支付率	22.17%	12.35%	13.12%	13.58%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	874.95	1284.23	1906.24	2784.04	每股收益	1.13	1.83	2.78	4.10
PE	41.84	25.84	16.95	11.51	每股净资产	6.09	7.73	10.15	13.69
PB	7.74	6.10	4.65	3.44	每股经营现金	1.48	1.06	2.42	3.76
PS	6.24	3.65	2.29	1.52	每股股利	0.25	0.23	0.37	0.56
EV/EBITDA	28.52	19.14	12.34	7.83					
股息率	0.53%	0.48%	0.77%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn