

罗岸阳 家电行业首席分析师
 执业编号：S1500520070002
 联系电话：13656717902
 邮箱：luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理
 联系电话：18800112133
 邮箱：yinshengdi@cindasc.com

科陆电子：亏损逐步缩窄，期待储能业务放量

2023年5月3日

- **事件：**22年公司实现营业收入35.39亿元，同比+10.65%，归母净利润亏损1.01亿元，21年亏损6.65亿元，亏损明显缩窄。23Q1公司实现营业收入6.39亿元，同比+10.07%，归母净利润亏损4162万元，减亏537.63万元，扣非后归母净利润亏损4096.68万元，减亏1327.77万元。
- **Q4收入高增，储能业务实现跨越式增长。**22Q4公司实现营业收入14.44亿元，同比+48.85%，实现归母净利润143万元，21Q4同期公司为亏损状态，我们认为Q4公司营业收入实现大幅增长的主要原因为公司储能、电网的工程类订单在Q4集中确认收入。分产品来看，2022年公司智能电网/储能/综合能源管理业务收入分别同比+2.97%、+197.31%、-13.41%，公司智能电网业务在国网和南网招标活动中分别中标6.94、2.75亿元；储能业务方面，公司围绕独立储能电站、电网侧调峰、用户侧填谷等核心项目以及海外表前储能、工商业储能业务开展经营活动，22年公司储能项目合同涉及总量超过2GWh。分地区看，22年公司国内外收入分别同比+16.65%、-14.42%。
- **23Q1毛利同比改善，费用率管控得当。**22年公司实现毛利率26.38%，同比-2.60pct；23Q1公司实现毛利率32.86%，同比+2.70pct。分产品来看，22年智能电网/储能业务/综合能源管理及服务业务毛利率分别同比+2.63、-23.12、-11.37pct；分地区来看，22年公司国内外业务毛利率分别同比-2.60、+16.14pct。
从费用率来看，22年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.32、-1.71、-0.09、-0.88pct，23Q1公司各项费用率分别同比-2.34、-2.04、-1.74、-3.77pct，22年开始公司根据战略发展需求对组织架构进行了优化调整，从而提升公司的盈利能力和经营效率，费用率管控成果显著。此外，受汇率波动影响，22年和23Q1公司都因埃及镑贬值产生了大额的汇兑损失，若撇除汇兑损失影响，我们预计公司亏损缩窄幅度将进一步体现。
- **货币资金充足，存货大幅增加。**
 - 1) 22年期末公司货币资金合计11.18亿元，较期初+46.80%，主要原因为年末集中回款导致货币资金在年末增加，23Q1期末公司货币资金合计9.19亿元，较期初-17.76%。22年公司应收账款和应收票据合计14.64亿元，较期初-3.84%，23Q1期末公司应收账款和应收票据合计11.78亿元，较期初-19.54%。22年期末公司存货合计11.59亿元，较期初+66.11%，23Q1期末公司存货合计13.22亿元，较期初+14.07%，公司存货持续增长的原因主要为储能海外项目未完成交付增加了库存。22年期末公司合同负债合计7.26亿元，较期初+165.53%，23Q1期末公司合同负债合计7.57亿元，合同负债的增加主要为海外储能合同新增大额预收款项，也体现了公司未来的营收增长潜力。

2) 23Q1 经营活动产生的现金流净额为 1624 万元，22 年 Q1 为-4104 万元，主要原因为 23Q1 销售商品、提供劳务收到的现金增加。

- **盈利预测:** 我们认为随着美的集团入主,公司业务规划有望进一步明确,借助美的集团在供应链、制造、渠道、资金等多方优势,公司经营效率提升空间较大。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别实现 89.60/150.53/161.49 亿元,分别同比+153.2%/68.0%/7.3%,实现归母净利润 4.08/6.49/7.44 亿元,分别同比+502.8/+59.1/+14.7%。
- **风险因素:** 外围业务剥离减值风险、原材料价格波动、储能业务订单不及预期、电网订单不及预期、公司过去 2 年归母净利为负值。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,198	3,539	8,960	15,053	16,149
增长率 YoY %	-4.2%	10.7%	153.2%	68.0%	7.3%
归属母公司净利润 (百万元)	-665	-101	408	649	744
增长率 YoY%	-458.9%	84.8%	502.8%	59.1%	14.7%
毛利率%	29.0%	26.4%	26.4%	26.1%	26.4%
净资产收益率ROE%	-86.7%	-15.6%	60.6%	49.1%	36.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.47	-0.07	0.29	0.46	0.53
市盈率 P/E(倍)	—	—	27.83	17.50	15.25
市净率 P/B(倍)	14.80	17.50	16.85	8.58	5.49

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,614	4,225	13,638	17,383	19,529	
货币资金	762	1,118	2,910	5,080	8,815	
应收票据	111	98	300	667	236	
应收账款	1,412	1,366	5,583	6,921	5,639	
预付账款	69	23	53	89	98	
存货	719	1,159	3,135	3,466	2,941	
其他	541	461	1,658	1,160	1,800	
非流动资产	4,667	4,573	4,930	5,087	5,199	
长期股权投资	139	442	642	876	1,099	
固定资产(合)	1,223	1,023	1,138	1,260	1,292	
无形资产	489	463	434	406	378	
其他	2,816	2,644	2,716	2,544	2,431	
资产总计	8,281	8,797	18,568	22,470	24,729	
流动负债	6,412	7,252	16,877	19,989	21,354	
短期借款	2,524	2,954	3,354	3,454	3,764	
应付票据	487	271	1,559	1,532	1,771	
应付账款	1,707	1,766	7,606	8,219	8,338	
其他	1,695	2,260	4,357	6,783	7,480	
非流动负债	895	851	926	981	1,036	
长期借款	185	219	269	319	369	
其他	711	632	657	662	667	
负债合计	7,308	8,103	17,803	20,970	22,391	
少数股东权益	206	45	91	178	271	
归属母公司股东权益	767	649	673	1,322	2,066	
负债和股东权益	8,281	8,797	18,568	22,470	24,729	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,198	3,539	8,960	15,053	16,149	
同比(%)	-4.2%	10.7%	153.2%	68.0%	7.3%	
归属母公司净利润	-665	-101	408	649	744	
同比(%)	-458.9%	84.8%	502.8%	59.1%	14.7%	
毛利率(%)	29.0%	26.4%	26.4%	26.1%	26.4%	
ROE%	-86.7%	-15.6%	60.6%	49.1%	36.0%	
EPS(摊薄)(元)	-0.47	-0.07	0.29	0.46	0.53	
P/E	—	—	27.83	17.50	15.25	
P/B	14.80	17.50	16.85	8.58	5.49	
EV/EBITDA	100.26	100.05	17.83	9.09	6.51	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,198	3,539	8,960	15,053	16,149	
营业成本	2,272	2,605	6,591	11,128	11,892	
营业税金及附加	24	29	45	75	81	
销售费用	312	334	762	1,204	1,340	
管理费用	284	254	645	1,054	1,147	
研发费用	214	234	627	903	969	
财务费用	312	314	220	202	174	
减值损失合计	-128	-191	-87	-56	-66	
投资净收益	-43	358	340	20	129	
其他	-217	-83	204	432	367	
营业利润	-607	-148	529	881	977	
营业外收支	-51	-27	-25	7	7	
利润总额	-659	-175	504	888	984	
所得税	7	-55	50	153	146	
净利润	-666	-119	454	735	838	
少数股东损益	0	-18	46	86	94	
归属母公司净利润	-665	-101	408	649	744	
EBITDA	114	163	764	1,276	1,266	
EPS(当年)(元)	-0.47	-0.07	0.29	0.46	0.53	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	246	444	1,857	2,478	3,805	
净利润	-666	-119	454	735	838	
折旧摊销	240	176	319	342	379	
财务费用	298	293	242	261	276	
投资损失	43	-358	-340	-20	-129	
营运资金变动	-64	175	1,141	1,317	2,564	
其它	395	277	42	-157	-122	
投资活动现金流	-436	-39	-258	-203	-160	
资本支出	-432	-372	-357	52	-26	
长期投资	-7	346	-247	-279	-268	
其他	3	-12	345	25	134	
筹资活动现金流	10	45	576	-106	89	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	4,262	4,641	450	150	360	
支付利息或股息	-269	-266	-242	-261	-276	
现金流净增加额	-207	451	2,172	2,170	3,735	

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。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。