

储能高增，盈利大幅减亏

科陆电子(002121)

事件概述

4月28日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入35.4亿元(YOY+10.7%)，实现归母净利润-1亿元(YOY+84.8%)，扣非归母净利润-4.7亿元(YOY+22.3%)。

对应22Q4：公司实现营业收入14.4亿元(YOY+48.9%)，实现归母净利润142.6万元(YOY+100.3%)，扣非归母净利润为-2.8亿元(YOY+33%)。

23Q1：公司实现营业收入6.4亿元(YOY+10.1%)，实现归母净利润-0.4亿元(YOY+11.4%)，扣非归母净利润-0.4亿元(YOY+24.5%)。

分析判断：

► 收入端：储能业务同比高增

公司22年营收同比+10.7%，分业务看，其中：

智能电网：22年收入25.2亿元(YOY+3%)。根据公司年报，22年公司接连中标国家电网、南方电网项目，中标数量及金额排名靠前。此外，公司在非洲、美洲、欧洲多个国家实现业务突破，全年新签合同同比增长30%以上。

储能业务：22年收入6.9亿元(YOY+197.3%)。根据公司年报，22年公司签署的储能项目合同总计超过2GWh。公司储能系统已广泛应用于国内外发电侧、电网侧、用户侧等领域。

► 业绩端：同比大幅减亏

2022年：公司整体毛利率为26.4%(YOY-2.6pct)，归母净利率为-2.9%(YOY+17.9pct)，扣非归母净利率为-13.3%(YOY+5.5pct)。

对应22Q4：公司整体毛利率为25.2%(YOY-3.7pct)，归母净利率为0.1%(YOY+45.2pct)，扣非归母净利率为-19.4%(YOY+23.9pct)。

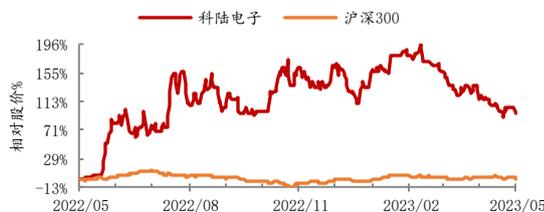
分业务看，其中：

智能电网：22年毛利率为31%(YOY+2.63pct)。根据公司年报，主要由于公司智能电网制造基地迁址顺德后，产能效率及制造工艺有所提升和优化，实现整体降本。

储能业务：22年毛利率为14.1%(YOY-23.1pct)。

评级及分析师信息

| | |
|-------------|------------|
| 评级： | 增持 |
| 上次评级： | |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 7.77 |
| 股票代码： | 002121 |
| 52周最高价/最低价： | 12.15/3.91 |
| 总市值(亿) | 109.43 |
| 自由流通市值(亿) | 108.77 |
| 自由流通股数(百万) | 1,399.93 |



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

研究助理：喇睿萌
邮箱：larm@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

► 23Q1：营收稳定增长，盈利水平保持提升

营收稳步增长，盈利水平保持提升。公司 23Q1 收入同比 +10.1%。整体毛利率为 32.9%(YOY+2.7pct)，归母净利率为 -6.5%(YOY+1.6pct)，扣非归母净利率为 -6.3%(YOY+2.4pct)。

投资建议

公司为国内领先的能源领域综合服务商。智能电网业务为公司核心基础，公司为国家电网和南方电网的主流供应商，未来有望受益于海内外智能电网建设；公司 2009 年开始布局储能业务，目前主要覆盖 B 端，22 年公司储能业务快速增长，未来有望持续为公司贡献业绩增量。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 88/139/154 亿元，同比分别 +150%/+57%/+11%。预计 23-25 年归母净利润分别为 3.7/6.3/7.3 亿元，同比分别 +470%/+67%/+16%，相应 EPS 分别为 0.27/0.44/0.51 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 7.77 元计算，对应 PE 分别为 29/17/15 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

技术失密和核心技术人员流失的风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,198 | 3,539 | 8,835 | 13,857 | 15,399 |
| YoY (%) | -4.2% | 10.7% | 149.7% | 56.8% | 11.1% |
| 归母净利润(百万元) | -665 | -101 | 374 | 626 | 725 |
| YoY (%) | -458.9% | 84.8% | 469.6% | 67.2% | 15.8% |
| 毛利率 (%) | 29.0% | 26.4% | 26.1% | 26.0% | 26.2% |
| 每股收益 (元) | -0.47 | -0.07 | 0.27 | 0.44 | 0.51 |
| ROE | -86.7% | -15.6% | 36.6% | 38.0% | 30.5% |
| 市盈率 | -16.45 | -108.07 | 29.24 | 17.48 | 15.10 |

资料来源：Wind、华西证券研究所

正文目录

| | |
|----------------|---|
| 1. 事件概述..... | 4 |
| 2. 分析判断..... | 4 |
| 3. 投资建议..... | 4 |
| 4. 风险提示: | 5 |

图表目录

| | |
|-----------------|---|
| 图 1 可比公司估值..... | 5 |
|-----------------|---|

1. 事件概述

4月28日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年：公司实现营业收入35.4亿元(YOY+10.7%)，实现归母净利润-1亿元(YOY+84.8%)，扣非归母净利润-4.7亿元(YOY+22.3%)。

对应22Q4：公司实现营业收入14.4亿元(YOY+48.9%)，实现归母净利润142.6万元(YOY+100.3%)，扣非归母净利润为-2.8亿元(YOY+33%)。

23Q1：公司实现营业收入6.4亿元(YOY+10.1%)，实现归母净利润-0.4亿元(YOY+11.4%)，扣非归母净利润-0.4亿元(YOY+11.4%)。

2. 分析判断

► 收入端：储能业务同比高增

公司22年营收同比+10.7%，分业务看，其中：

智能电网：22年收入25.2亿元(YOY+3%)。根据公司年报，22年公司接连中标国家电网、南方电网项目，中标数量及金额排名靠前。此外，公司在非洲、美洲、欧洲多个国家实现业务突破，全年新签合同同比增长30%以上。

储能业务：22年收入6.9亿元(YOY+197.3%)。根据公司年报，22年公司签署的储能项目合同总计超过2GWh。公司储能系统已广泛应用于国内外发电侧、电网侧、用户侧等领域。

► 业绩端：同比大幅减亏

2022年：公司整体毛利率为26.4%(YOY-2.6pct)，归母净利率为-2.9%(YOY+17.9pct)，扣非归母净利率为-13.3%(YOY+5.5pct)。

对应22Q4：公司整体毛利率为25.2%(YOY-3.7pct)，归母净利率为0.1%(YOY+45.2pct)，扣非归母净利率为-19.4%(YOY+23.9pct)。

分业务看，其中：

智能电网：22年毛利率为31%(YOY+2.63pct)。根据公司年报，主要由于公司智能电网制造基地迁址顺德后，产能效率及制造工艺有所提升和优化，实现整体降本。

储能业务：22年毛利率为14.1%(YOY-23.1pct)。

► 23Q1：营收稳定增长，盈利水平保持提升

营收稳步增长，盈利水平保持提升。公司23Q1收入同比+10.1%。整体毛利率为32.9%(YOY+2.7pct)，归母净利率为-6.5%(YOY+1.6pct)。扣非归母净利率为-6.3%(YOY+2.4pct)。

3. 投资建议

公司为国内领先的能源领域综合服务商。智能电网业务为公司核心基础，公司为国家电网和南方电网的主流供应商，未来有望受益于海内外智能电网建设；公司2009年开始布局储能业务，目前主要覆盖B端，22年公司储能业务快速增长，未来有望持续为公司贡献业绩增量。

我们预计23-25年公司收入分别为88/139/154亿元，同比分别+150%/+57%/+11%。预计23-25年归母净利润分别为3.7/6.3/7.3亿元，同比分别+470%/+67%/+16%，相

应 EPS 分别为 0.27/0.44/0.51 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 7.77 元计算，对应 PE 分别为 29/17/15 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值

| 股票代码 | 公司 | 股价 (元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 688248.SH | 南网科技 | 40.40 | 0.88 | 1.44 | 2.14 | 46.06 | 28.11 | 18.91 |
| 300693.SZ | 盛弘股份 | 58.95 | 1.57 | 2.21 | 3.05 | 37.45 | 26.73 | 19.34 |
| 300827.SZ | 上能电气 | 54.11 | 1.64 | 2.57 | 3.96 | 33.00 | 21.03 | 13.67 |
| 002335.SZ | 科华数据 | 41.40 | 1.48 | 1.98 | 2.69 | 27.89 | 20.89 | 15.40 |
| | | 平均值 | | | | 36.10 | 24.19 | 16.83 |
| 002121.SZ | 科陆电子 | 7.77 | 0.27 | 0.44 | 0.51 | 29.24 | 17.48 | 15.10 |

资料来源：Wind、华西证券研究所，数据截止 2023 年 5 月 5 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测。

4. 风险提示

技术失密和核心技术人员流失的风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 3,539 | 8,835 | 13,857 | 15,399 | 净利润 | -119 | 402 | 676 | 804 |
| YoY (%) | 10.7% | 149.7% | 56.8% | 11.1% | 折旧和摊销 | 176 | 94 | 93 | 92 |
| 营业成本 | 2,605 | 6,529 | 10,254 | 11,364 | 营运资金变动 | 175 | 564 | 1,098 | 1,444 |
| 营业税金及附加 | 29 | 66 | 107 | 120 | 经营活动现金流 | 444 | 966 | 1,568 | 1,940 |
| 销售费用 | 334 | 813 | 1,287 | 1,433 | 资本开支 | -372 | -308 | -332 | -347 |
| 管理费用 | 254 | 618 | 998 | 1,109 | 投资 | 346 | -75 | -89 | -104 |
| 财务费用 | 314 | 268 | 257 | 231 | 投资活动现金流 | -39 | 94 | 258 | 319 |
| 研发费用 | 234 | 574 | 921 | 1,018 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -191 | -5 | 5 | 15 | 债务募资 | 399 | 240 | -25 | 130 |
| 投资收益 | 358 | 477 | 679 | 770 | 筹资活动现金流 | 45 | -51 | -324 | -173 |
| 营业利润 | -148 | 509 | 835 | 1,046 | 现金净流量 | 451 | 1,010 | 1,502 | 2,085 |
| 营业外收支 | -27 | -34 | -37 | -33 | | | | | |
| 利润总额 | -175 | 474 | 798 | 1,013 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | -55 | 72 | 122 | 210 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | -119 | 402 | 676 | 804 | 营业收入增长率 | 10.7% | 149.7% | 56.8% | 11.1% |
| 归属于母公司净利润 | -101 | 374 | 626 | 725 | 净利润增长率 | 84.8% | 469.6% | 67.2% | 15.8% |
| YoY (%) | 84.8% | 469.6% | 67.2% | 15.8% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | -0.07 | 0.27 | 0.44 | 0.51 | 毛利率 | 26.4% | 26.1% | 26.0% | 26.2% |
| | | | | | 净利率 | -2.9% | 4.2% | 4.5% | 4.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | -1.2% | 2.1% | 3.0% | 3.0% |
| 货币资金 | 1,118 | 2,128 | 3,630 | 5,716 | 净资产收益率 ROE | -15.6% | 36.6% | 38.0% | 30.5% |
| 预付款项 | 23 | 131 | 256 | 227 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 1,159 | 3,477 | 4,054 | 3,994 | 流动比率 | 0.58 | 0.82 | 0.85 | 0.89 |
| 其他流动资产 | 1,925 | 7,311 | 7,419 | 8,370 | 速动比率 | 0.39 | 0.58 | 0.61 | 0.68 |
| 流动资产合计 | 4,225 | 13,046 | 15,359 | 18,307 | 现金比率 | 0.15 | 0.13 | 0.20 | 0.28 |
| 长期股权投资 | 442 | 452 | 467 | 487 | 资产负债率 | 92.1% | 93.9% | 91.4% | 89.3% |
| 固定资产 | 1,023 | 1,373 | 1,753 | 2,156 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 463 | 498 | 540 | 589 | 总资产周转率 | 0.41 | 0.66 | 0.72 | 0.69 |
| 非流动资产合计 | 4,573 | 4,929 | 5,345 | 5,813 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 8,797 | 17,975 | 20,705 | 24,120 | 每股收益 | -0.07 | 0.27 | 0.44 | 0.51 |
| 短期借款 | 2,954 | 3,154 | 3,124 | 3,224 | 每股净资产 | 0.46 | 0.73 | 1.17 | 1.69 |
| 应付账款及票据 | 2,037 | 8,555 | 7,852 | 9,953 | 每股经营现金流 | 0.32 | 0.69 | 1.11 | 1.38 |
| 其他流动负债 | 2,260 | 4,278 | 7,060 | 7,441 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 7,252 | 15,987 | 18,036 | 20,618 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 219 | 234 | 249 | 264 | PE | -108.07 | 29.24 | 17.48 | 15.10 |
| 其他长期负债 | 632 | 657 | 647 | 662 | PB | 20.15 | 10.70 | 6.64 | 4.61 |
| 非流动负债合计 | 851 | 891 | 896 | 926 | | | | | |
| 负债合计 | 8,103 | 16,878 | 18,933 | 21,544 | | | | | |
| 股本 | 1,408 | 1,408 | 1,408 | 1,408 | | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 74 | 123 | 202 | | | | | |
| 股东权益合计 | 694 | 1,096 | 1,772 | 2,576 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8,797 | 17,975 | 20,705 | 24,120 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。