

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

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

科陆电子：Q2 营收稳健，综合毛利同比上升

2023年7月16日

- **事件：**公司发布 2023 年半年度预告，H1 公司预计亏损 1-1.5 亿，去年同期亏损 1.56 亿元，扣非后预计亏损 1.05-1.55 亿元，去年同期亏损 1.61 亿元。
- **收入增长稳健，智能电网业务稳定中标。**H1 公司预计实现营业收入 15~16.5 亿元，Q2 预计实现营业收入 8.61~10.11 亿元，同比 +6.34~24.86%。我们预计上半年公司智能电表业务进展稳定，6 月份公司公告了中标南网和国家电网项目，中标金额分别约为 8270.92 万元、16324.50 万元。储能业务方面，随着公司产能逐步释放，我们预计 H1 公司储能业务规模逐步提升。
- **Q2 亏损或缩窄。**Q2 公司预计归母净利润亏损 0.58~1.08 亿元，去年同期亏损 1.09 亿元；扣非后归母净利润预计亏损 0.64~1.14 亿元，去年同期亏损 1.06 亿元，我们预计 23Q2 公司亏损幅度较 22Q2 有所收窄。公司延续 Q1 亏损缩窄的原因主要在于：
 - 1) 积极降本增效，公司综合毛利率有所提升；
 - 2) 公司向美的的定增所募集的资金补充了公司现金流，偿还有息负债，公司利息支出减少。我们认为未来美的或可为公司提供更多资金、资信支持。
- **扩大储能产能，静待业务放量。**公司已与宜春经济技术开发区管理委员会签署了《投资合同书》拟投建“宜春科陆储能基地一期扩建项目”，我们认为公司作为国内较早进入储能系统集成领域的企业，拥有 PCS、BMS、EMS 和 O&MS 等核心单元的自研自产能力，随着产能的逐步扩大，借助美的在供应链、渠道、资金、资信等方面的协同帮助，公司储能业务有望加速发展。
- **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 2023-2025 年公司营业收入分别实现 49.35/70.27/111.22 亿元，分别同比+39.4/42.4/58.3%，实现归母净利润 1.04/2.89/5.14 亿元，分别同比+202.4/178.9/77.7%，对应 PE111.7/40.0/22.5x。
- **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	4,935	7,027	11,122
增长率 YoY %	-4.2%	10.7%	39.4%	42.4%	58.3%
归属母公司净利润 (百万元)	-665	-101	104	289	514
增长率 YoY%	-458.9%	84.8%	202.4%	178.9%	77.7%
毛利率%	29.0%	26.4%	25.5%	24.2%	22.9%
净资产收益率ROE%	-86.7%	-15.6%	8.8%	19.7%	25.9%
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.31
市盈率 P/E(倍)	—	—	111.66	40.04	22.53
市净率 P/B(倍)	15.09	17.85	9.79	7.87	5.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年7月14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	7,680	9,538	16,897	
货币资金	762	1,118	2,899	3,443	6,917	
应收票据	111	98	121	330	291	
应收账款	1,412	1,366	2,452	3,364	5,287	
预付账款	69	23	29	43	71	
存货	719	1,159	1,192	1,865	2,701	
其他	541	461	987	493	1,629	
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	12,610	14,625	22,096	
流动负债	6,412	7,252	10,445	12,077	18,915	
短期借款	2,524	2,954	3,354	3,454	3,764	
应付票据	487	271	750	731	1,653	
应付账款	1,707	1,766	3,461	4,117	7,828	
其他	1,695	2,260	2,880	3,775	5,670	
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	11,371	13,058	19,951	
少数股东权益	206	45	57	96	160	
归属母公司股东权益	767	649	1,182	1,471	1,985	
负债和股东权益	8,281	8,797	12,610	14,625	22,096	

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	4,935	7,027	11,122	
同比(%)	-4.2%	10.7%	39.4%	42.4%	58.3%	
归属母公司净利润	-665	-101	104	289	514	
同比(%)	-458.9%	84.8%	202.4%	178.9%	77.7%	
毛利率(%)	29.0%	26.4%	25.5%	24.2%	22.9%	
ROE%	-86.7%	-15.6%	8.8%	19.7%	25.9%	
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.31	
P/E	—	—	111.66	40.04	22.53	
P/B	15.09	17.85	9.79	7.87	5.83	
EV/EBITDA	100.26	100.05	18.62	14.72	9.55	

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	4,935	7,027	11,122	
营业成本	2,272	2,605	3,676	5,329	8,579	
营业税金及附加	24	29	25	35	56	
销售费用	312	334	345	457	779	
管理费用	284	254	296	351	501	
研发费用	214	234	262	408	612	
财务费用	312	314	220	203	207	
减值损失合计	-128	-191	-87	-56	-66	
投资净收益	-43	358	25	9	89	
其他	-217	-83	103	191	259	
营业利润	-607	-148	153	389	672	
营业外收支	-51	-27	-25	7	7	
利润总额	-659	-175	128	396	679	
所得税	7	-55	13	68	101	
净利润	-666	-119	115	328	578	
少数股东损益	0	-18	12	39	65	
归属母公司净利润	-665	-101	104	289	514	
EBITDA	114	163	744	915	1,084	
EPS(当年)(元)	-0.47	-0.07	0.06	0.17	0.31	

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	1,390	983	3,635	
净利润	-666	-119	115	328	578	
折旧摊销	240	176	319	342	379	
财务费用	298	293	242	261	276	
投资损失	43	-358	-25	-9	-89	
营运资金变动	-64	175	656	98	2,562	
其它	395	277	82	-37	-72	
投资活动现金流	-436	-39	-614	-333	-251	
资本支出	-432	-372	-397	-68	-76	
长期投资	-7	346	-247	-279	-268	
其他	3	-12	30	14	94	
筹资活动现金流	10	45	1,388	-106	89	
吸收投资	0	0	813	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	2,161	544	3,474	

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	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	sunrong@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	粟琳	18810582709	sulin@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	wangyupei@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，并非作为或被视作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。