

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 毛利率改善，期待储能业务放量

2023年8月23日

➤ **事件：**23H1 公司实现营业收入 15.61 亿元，同比+12.32%，归母净利润亏损 1.37 亿元，去年同期亏损 1.56 亿元。

Q2 公司实现营业收入 9.23 亿元，同比+13.93%，归母净利润亏损 0.95 亿元，亏损同比有所收窄。

➤ **海外电表订单大幅增长，储能业务有望放量。**

智能电网：H1 公司智能电网业务实现营收 13.35 亿元，同比+26.97%。上半年公司及子公司参加国家电网、南方电网相关项目招标累计中标项目超 5 亿元，海外方面公司持续加大拓展力度，上半年新增海外电表订单约 3.6 亿元。

储能：H1 公司储能业务实现营业收入 1.36 亿元，同比-18.20%。上半年公司储能项目累计发货近 800MWh，我们认为上半年公司储能业务收入下滑主要原因之一在于大股东变动对公司签单节奏有所影响，我们预计公司下半年公司储能业务有望放量。

➤ **Q2 毛利改善，资产减值拖累利润表现。**

Q2 公司销售毛利率为 32.23%，同比+6.24pct。分业务来看，23H1 公司智能电网/储能业务毛利率分别为 35.43%、5.41%，分别同比+6.75/-21.66pct。

从费用角度来看，为了拓展业务公司加大了费用投放，Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比+4.05/+1.51/+0.87/-6.36pct。

Q2 公司归母净利润亏损的原因之一在于公司在 H1 期末针对应收账款、存货、固定资产等进行了大额减值计提，减少了归母净利润 9047.87 万元。

➤ **合同回款增加经营性现金流净额。**

1) 公司 23H1 期末货币资金为 17.47 亿元，较 22 年期末 56.24%，主要因为“22 科陆 01”债券到期兑付备款；23H1 期末公司存货合计 13.45 亿元，较 22 年期末+16.07%，主要因为储能海外项目未完成交付增加了期末库存；23H1 期末公司合同负债合计 10.40 亿元，较 22 年期末+43.23%，体现公司未来良好的收入增长潜力。

2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为 2.29 亿元，同比+163.94%，主要系海外储能合同回款增加所致。

➤ **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 1.04/2.82/5.19 亿元，分别同比+202.4/172.4/83.9%，对应

PE93.1/34.2/18.6x。

- **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	282	519
增长率 YoY%	-458.9%	84.8%	202.4%	172.4%	83.9%
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%	19.3%	26.2%
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.31
市盈率 P/E(倍)	—	—	93.08	34.18	18.59
市净率 P/B(倍)	12.58	14.88	8.16	6.59	4.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 22 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	5,516	8,557	12,597	
货币资金	762	1,118	2,437	3,802	5,902	
应收票据	111	98	39	78	107	
应收账款	1,412	1,366	1,356	2,508	3,671	
预付账款	69	23	55	43	91	
存货	719	1,159	1,192	1,865	2,701	
其他	541	461	438	260	124	
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	10,447	13,644	17,796	
流动负债	6,412	7,252	8,281	11,103	14,616	
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	1,297	3,144	3,529	
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	9,208	12,085	15,652	
少数股东权益	206	45	57	95	160	
归属母公司股东权益	767	649	1,182	1,464	1,984	
负债和股东权益	8,281	8,797	10,447	13,644	17,796	

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	282	519	
同比(%)	-458.9%	84.8%	202.4%	172.4%	83.9%	
毛利率(%)	29.0%	26.4%	25.5%	24.2%	22.9%	
ROE%	-86.7%	-15.6%	8.8%	19.3%	26.2%	
EPS(摊薄)(元)	-0.40	-0.06	0.06	0.17	0.31	
P/E	—	—	93.08	34.18	18.59	
P/B	12.58	14.88	8.16	6.59	4.86	
EV/EBITDA	100.26	100.05	16.65	12.22	8.71	

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	212	200	
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	380	679	
营业外收支	-51	-27	-25	7	7	
利润总额	-659	-175	128	387	686	
所得税	7	-55	13	67	102	
净利润	-666	-119	115	320	585	
少数股东损益	0	-18	12	38	65	
归属母公司净利润	-665	-101	104	282	519	
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	928	1,804	2,261	
净利润	-666	-119	115	320	585	
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	194	927	1,183	
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	1,699	1,365	2,100	

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。

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。