

# 锦浪科技 (300763)

## 2023 年半年报点评：出货环比略降，随库存去化+新市场放量 2023H2 有望改善

买入 (维持)

2023 年 08 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003  
guoyan@dwzq.com.cn

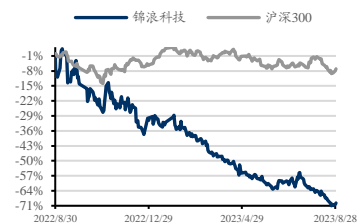
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	5,890	7,890	11,286	14,917
同比	78%	34%	43%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	1,060	1,433	2,227	3,015
同比	124%	35%	55%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.64	3.58	5.56	7.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	29.39	21.74	13.99	10.33

关键词：#第二曲线

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 营收 32.5 亿元，同增 33%；归母净利润 6.3 亿元，同增 58%；扣非归母净利润 6.5 亿元，同增 75%，其中套保损失约 0.54 亿元，主要损失集中在 2023Q2；毛利率为 36.7%，同比上升 5.38pct。其中 2023Q2 营收 16.0 亿元，同增 19%，环降 3%；归母净利润 3.0 亿元，同增 30%，环降 7%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同环增 47%/7%；毛利率为 36.8%，同增 3.92pct，环增 0.08pct；业绩符合预期。
- **低位回购彰显信心。**2023 年 8 月 29 日公司公告拟采用 0.5-1 亿元用于回购公司股份，所购股份用于员工持股计划或股权激励，低价回购彰显公司经营信心。
- **2023H1 逆变器出货同比略降、下半年有望环比高增。**2023H1 公司逆变器整体营收/出货为 25.4 亿元/38.77 万台：其中 1) 并网营收约 22.3 亿元，同增 23%，我们预计出货约 33-34 万台，同比略降，毛利率约 28%，同比提升 3.1pct；2) 储能营收约 3.1 亿元，同增 5%，我们预计出货约 5 万台，同比略降，欧洲库存压力影响下 2023Q2 环比亦有所下降，但亚非拉市场开始起量，逐步为公司贡献增量，2023H1 储能逆变器毛利率约 40%，同增 9.3pct，主要系 IGBT 供应缓解进而成本得到控制。展望后续，随欧洲库存逐步消化叠加亚非拉市场放量，需求将进一步增强，出货有望改善。
- **户用电站大幅增长、工商业电站稳增贡献增量。**2023H1 末公司固定资产超百亿元，主要系户用电站自持，户用电站资产超 80 亿元，我们预计自持超 2GW，对应实现户用光伏发电业务营收 5.56 亿元，同增 131%，毛利率约为 64%，同降约 6pct；截至 2023H1 末公司工商业电站累计并网规模达 0.47GW，较 2023 年年初 0.296GW 增长 57%，同比翻倍+增长，对应新能源电力生产业务实现营收约 1.0 亿元，同增 77%。
- **费用率环比略降、现金流受规模扩大影响加大采购转负。**2023Q2 期间费率为 13.6%，环降 1.1pct，主要系汇兑收益带动财务费率下降；2023H1 公司经营性净现金流为-1.0 亿，较去年同期减少 4 亿，主要系规模扩大影响加大采购支出，2023Q2 末存货/合同负债分别为 25.95/0.73 亿元，较 2023 年年初增长 26%/-9%。
- **投资建议：**考虑逆变器行业竞争加剧，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 14.3/22.3/30.2 亿元（2023-2025 年前值为 22.1/35.1/50.4 亿元），同比+35%/55%/35%，考虑公司的行业领先地位，给予 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 122 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，销量不及预期，政策不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	77.72
一年最低/最高价	74.10/271.50
市净率(倍)	4.04
流通 A 股市值(百万元)	24,983.06
总市值(百万元)	31,153.90

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	19.24
资产负债率(% ,LF)	62.39
总股本(百万股)	400.85
流通 A 股(百万股)	321.45

### 相关研究

《锦浪科技(300763): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 产销量迎大幅增长, 2023 年储能有望加速放量!》

2023-04-25

## 图表目录

图 1: 2023H1 营业收入 32.51 亿元, 同比+33.16% (亿元, %)	4
图 2: 2023H1 归母净利润 6.27 亿元, 同比+57.51% (亿元, %)	4
图 3: 2023Q2 营业收入 15.97 亿元, 同比+19.22%, 环比-3.49% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q2 归母净利润 3.03 亿元, 同比+29.56%, 环比-6.57% (亿元, %)	4
图 5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 36.73%、19.29% (%)	5
图 6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 36.77%、18.97% (%)	5
图 7: 2023H1 期间费用 4.61 亿元, 同比+33.68% (亿元, %)	6
图 8: 2023Q2 期间费用 2.17 亿元, 同比+16.47%, 环比-10.91% (亿元, %)	6
图 9: 2023H1 期间费用率 14.19%, 同比+0.05pct (%)	6
图 10: 2023Q2 期间费用率 13.61%, 同比-0.32pct, 环比-1.14pct (%)	6
图 11: 2023Q2 经营活动现金净流出-2.21 亿元, 同比-191.46%, 环比-289.35% (亿元, %)	7
图 12: 2023Q2 期末合同负债 0.73 亿元, 同比-16.29%, 环比-28.73% (亿元, %)	7
图 13: 2023Q2 期末存货 25.95 亿元, 同比+49.07%, 环比+7.85% (亿元, %)	7
图 14: 2023Q2 期末应收账款 11.78 亿元, 同比+46.17%, 环比+2.43% (亿元, %)	7
表 1: 2023H1 收入 32.51 亿元, 同比增长 33.16%; 归母净利润 6.27 亿元, 同比增长 57.51% (单位: 亿元)	3

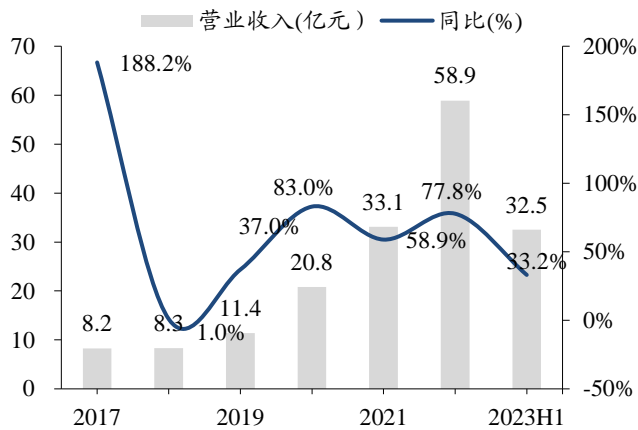
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 32.51 亿元, 同比增长 33.16%; 实现利润总额 6.99 亿元, 同比增长 60.62%; 实现归属母公司净利润 6.27 亿元, 同比增长 57.51%; 实现扣非归母净利润 6.47 亿元, 同比增长 75.35%。2023H1 毛利率为 36.73%, 同比上升 5.38pct, 2023H1 归母净利率为 19.29%, 同比上升 2.98pct; 2023H1 扣非归母净利率 19.92%, 同比上升 4.79pct。2023Q2 实现营业收入 15.97 亿元, 同比增长 19.22%, 环比下降 3.49%; 实现利润总额 3.31 亿元, 同比增长 31.88%, 环比下降 9.92%; 实现归属母公司净利润 3.03 亿元, 同比增长 29.56%, 环比下降 6.57%; 实现扣非归母净利润 3.35 亿元, 同比增长 46.88%, 环比增长 7.38%。2023Q2 毛利率为 36.77%, 同比上升 3.92pct, 环比增长 0.08pct; 2023Q2 归母净利率为 18.97%, 同比上升 1.51pct, 环比下降 0.63pct; 2023Q2 扣非归母净利率 21.00%, 同比上升 3.95pct, 环比上升 2.12pct。

**表1: 2023H1 收入 32.51 亿元, 同比增长 33.16%; 归母净利润 6.27 亿元, 同比增长 57.51% (单位: 亿元)**

锦浪科技	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	32.51	24.41	33.16%	15.97	13.39	19.22%	16.54	-3.49%
营业成本	20.57	16.76	22.73%	10.10	8.99	12.27%	10.47	-3.61%
毛利率	36.7%	31.3%	+5.38pct	36.8%	32.8%	+3.92pct	36.7%	+0.08pct
营业利润	7.01	4.37	60.34%	3.33	2.52	32.13%	3.68	-9.47%
利润总额	6.99	4.35	60.62%	3.31	2.51	31.88%	3.68	-9.92%
归属母公司净利润	6.27	3.98	57.51%	3.03	2.34	29.56%	3.24	-6.57%
扣非归母净利润	6.47	3.69	75.35%	3.35	2.28	46.88%	3.12	7.38%
归母净利率	19.3%	16.3%	+2.98pct	19.0%	17.5%	+1.51pct	19.6%	-0.63pct
扣非归母净利率	19.9%	15.1%	+4.79pct	21.0%	17.0%	+3.95pct	18.9%	+2.12pct
股本	4.01	3.71	-	4.01	3.71	-	3.97	-

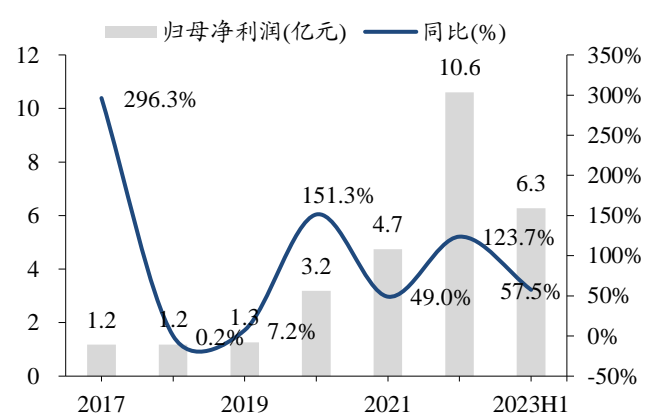
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 32.51 亿元, 同比+33.16% (亿元, %)



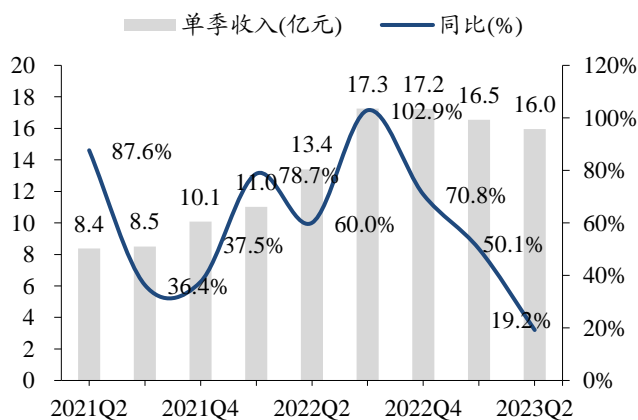
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 6.27 亿元, 同比+57.51% (亿元, %)



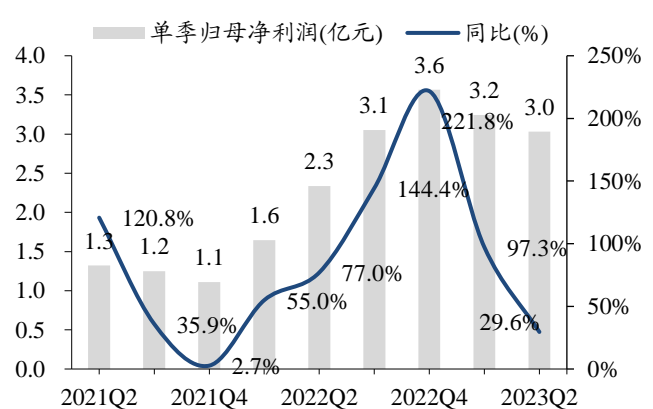
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 15.97 亿元, 同比+19.22%, 环比-3.49% (亿元, %)



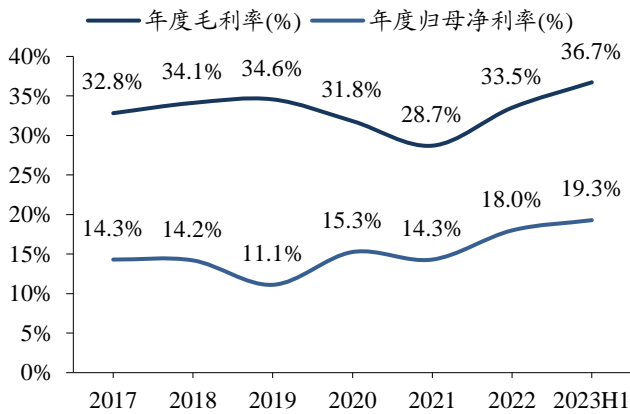
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 3.03 亿元, 同比+29.56%, 环比-6.57% (亿元, %)



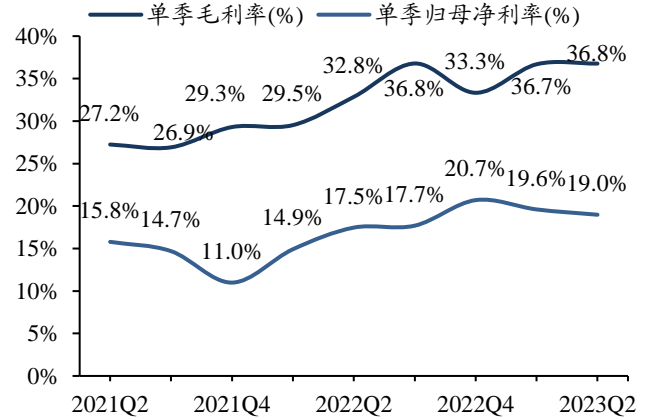
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 36.73%、19.29% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 36.77%、18.97% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**低位回购彰显信心。**2023年8月29日公司公告拟采用0.5-1亿元用于回购公司股份,所购股份用于员工持股计划或股权激励,低价回购彰显公司经营信心。

**2023H1 逆变器出货同比略降、下半年有望环比高增。**2023H1公司逆变器整体营收/出货为25.4亿元/38.77万台:其中1)并网营收约22.3亿元,同增23%,我们预计出货约33-34万台,同比略降,毛利率约28%,同比提升3.1pct;2)储能营收约3.1亿元,同增5%,我们预计出货约5万台,同比略降,欧洲库存压力影响下2023Q2环比亦有所下降,但亚非拉市场开始起量,逐步为公司贡献增量,2023H1储能逆变器毛利率约40%,同增9.3pct,主要系IGBT供应缓解进而成本得到控制。展望后续,随欧洲库存逐步消化叠加亚非拉市场放量,需求将进一步增强,出货有望改善。

**户用电站大幅增长、工商业电站稳增贡献增量。**2023H1末公司固定资产超百亿元,主要系户用电站自持,户用电站资产超80亿元,我们预计自持超2GW,对应实现户用光伏发电业务营收5.56亿元,同增131%,毛利率约为64%,同降约6pct;截至2023H1末公司工商业电站累计并网规模达0.47GW,较2023年年初0.296GW增长57%,同比翻倍+增长,对应新能源电力生产业务实现营收约1.0亿元,同增77%。

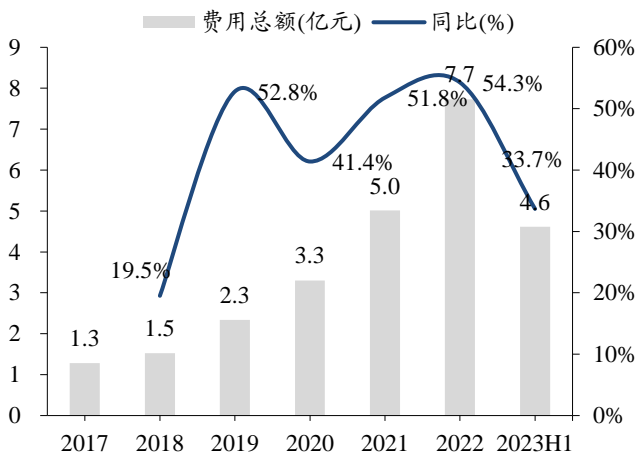
**费用率环比略降、现金流受规模扩大影响加大采购转负。**2023Q2期间费率为13.6%,环降1.1pct,主要系汇兑收益带动财务费率下降;2023H1公司经营性净现金流为-1.0亿,较去年同期减少4亿,主要系规模扩大影响加大采购支出,2023Q2末存货/合同负债分别为25.95/0.73亿元,较2023年年初增长26%/-9%。

**H1期间费用率同比略升,财务费用同比下降。**公司2023H1期间费用合计4.61亿元,同比增长33.68%;期间费用率为14.19%,同比增长0.05pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升80.02%、上升61.82%、上升33.51%、下降85.17%至1.69亿元、



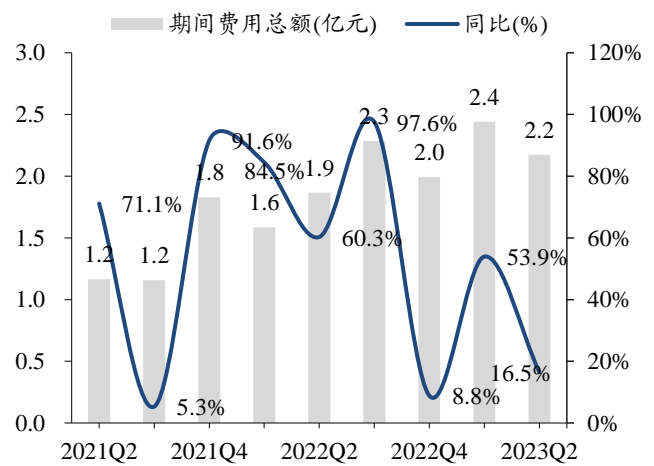
1.25 亿元、1.59 亿元、0.08 亿元；费用率分别上升 1.36、上升 0.68、下降 1.99、上升 0.01 个百分点至 5.21%、3.83%、0.25%、4.90%。公司 2023Q2 期间费用合计 2.17 亿元，同比增长 16.47%，环比下降 10.91%；期间费用率为 13.61%，同比下降 0.32pct，环比下降 1.14pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 82.56%、上升 62.68%、上升 9.42%、下降 202.04%至 0.99 亿元、0.68 亿元、0.74 亿元、-0.24 亿元；费用率分别同比上升 2.14、上升 1.14、下降 0.41、下降 3.19 个百分点至 6.18%、4.28%、4.63%、-1.47%。

图7: 2023H1 期间费用 4.61 亿元, 同比+33.68% (亿元, %)



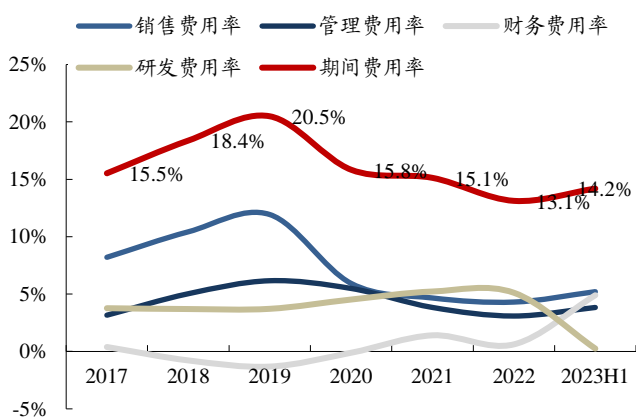
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 2.17 亿元, 同比+16.47%, 环比-10.91% (亿元, %)



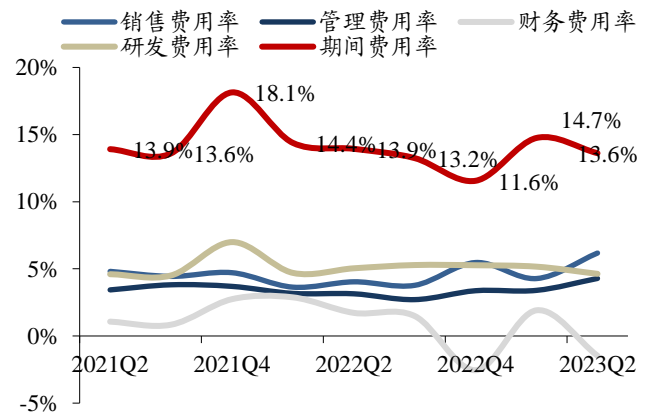
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 14.19%, 同比+0.05pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q2 期间费用率 13.61%, 同比-0.32pct, 环比-1.14pct (%)

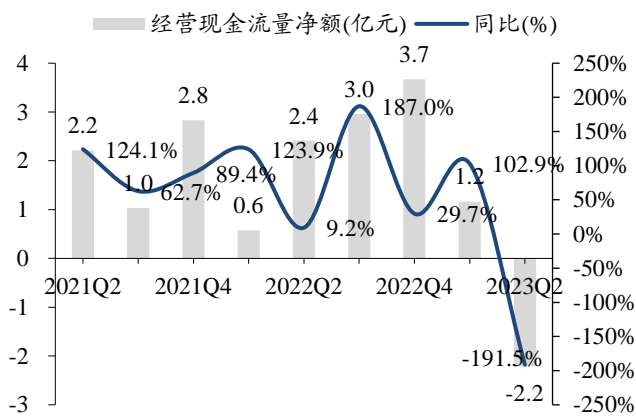


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

H1 现金流净流出, 应收账款同比增加。2023H1 经营活动现金流量净流出 1.04 亿

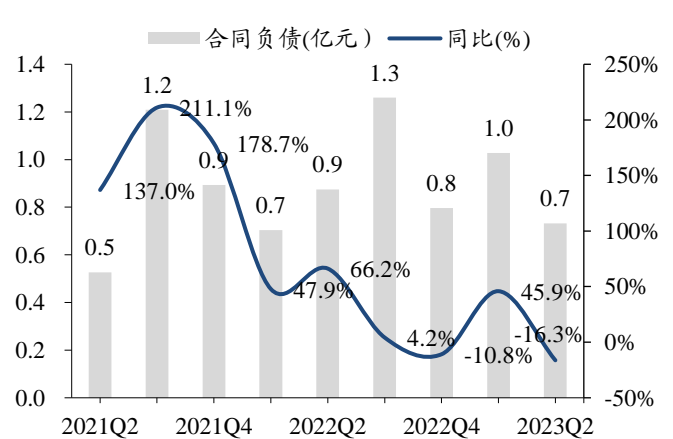
元，同比下降 134.86%。销售商品取得现金 28.47 亿元，同比增长 56.49%。期末合同负债 0.73 亿元，同比下降 16.29%。期末应收账款 11.78 亿元，同比增长 46.17%。应收账款周转天数同比上升 14.26 天至 61.77 天。期末存货 25.95 亿元，同比上升 49.07%。存货周转天数同比上升 41.49 天至 206.19 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 2.21 亿元，同比下降 191.46%，环比下降 289.35%。销售商品取得现金 14.17 亿元，同比增长 32.15%，环比下降 0.81%。期末合同负债 0.73 亿元，同比下降 16.29%，环比下降 28.73%。期末应收账款 11.78 亿元，同比增长 46.17%，环比增长 2.43%。应收账款周转天数同比上升 14.26 天至 61.77 天。期末存货 25.95 亿元，同比上升 49.07%，环比增长 7.85%。存货周转天数同比上升 41.49 天至 206.19 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出-2.21 亿元，同比-191.46%，环比-289.35% (亿元，%)



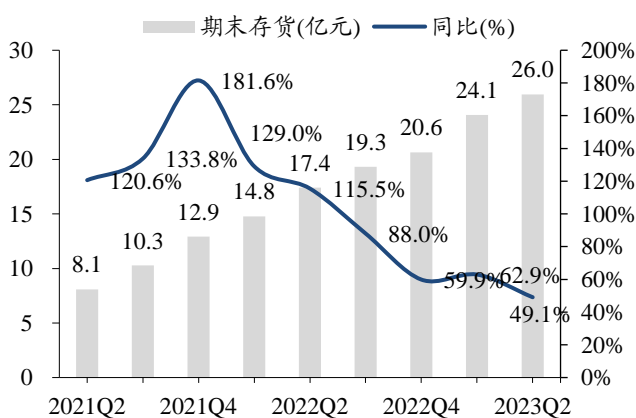
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 0.73 亿元，同比-16.29%，环比-28.73% (亿元，%)



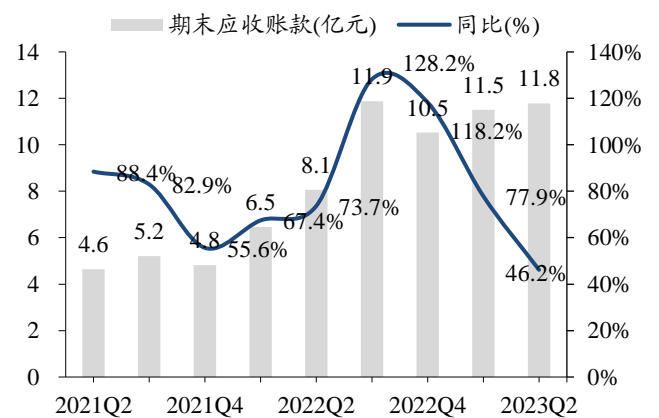
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 25.95 亿元，同比+49.07%，环比+7.85% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 11.78 亿元，同比+46.17%，环比+2.43% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**投资建议：**考虑逆变器行业竞争加剧，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 14.3/22.3/30.2 亿元（2023-2025 年前值为 22.1/35.1/50.4 亿元），同比+35%/55%/35%，考虑公司的行业领先地位，给予 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 122 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧，销量不及预期，政策不及预期等



## 锦浪科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>5,250</b>	<b>8,476</b>	<b>14,056</b>	<b>20,440</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,890</b>	<b>7,890</b>	<b>11,286</b>	<b>14,917</b>
货币资金及交易性金融资产	1,901	5,408	9,802	14,900	营业成本(含金融类)	3,915	5,157	7,328	9,654
经营性应收款项	1,143	49	79	117	税金及附加	14	8	11	15
存货	2,064	2,710	3,850	5,069	销售费用	253	426	576	746
合同资产	22	0	0	0	管理费用	182	292	406	522
其他流动资产	121	310	325	354	研发费用	301	395	553	716
<b>非流动资产</b>	<b>9,675</b>	<b>9,627</b>	<b>9,790</b>	<b>10,232</b>	财务费用	36	22	8	20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	32	63	90	119
固定资产及使用权资产	7,813	8,111	8,335	8,620	投资净收益	2	12	25	42
在建工程	1,510	1,169	1,112	1,273	公允价值变动	6	(45)	(2)	10
无形资产	134	130	125	120	减值损失	(37)	(28)	(43)	(65)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	10	11	<b>营业利润</b>	<b>1,189</b>	<b>1,592</b>	<b>2,474</b>	<b>3,350</b>
其他非流动资产	208	208	208	208	营业外净收支	(5)	0	1	0
<b>资产总计</b>	<b>14,925</b>	<b>18,104</b>	<b>23,846</b>	<b>30,672</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,184</b>	<b>1,592</b>	<b>2,475</b>	<b>3,350</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,168</b>	<b>9,069</b>	<b>12,584</b>	<b>16,395</b>	减:所得税	124	159	247	335
短期借款及一年内到期的非流动负债	556	556	556	556	<b>净利润</b>	<b>1,060</b>	<b>1,433</b>	<b>2,227</b>	<b>3,015</b>
经营性应付款项	5,189	7,898	11,222	14,785	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	80	38	54	71	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,060</b>	<b>1,433</b>	<b>2,227</b>	<b>3,015</b>
其他流动负债	344	577	752	983	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.64	3.58	5.56	7.52
非流动负债	4,511	4,511	4,511	4,511	EBIT	1,219	1,612	2,412	3,264
长期借款	4,463	4,463	4,463	4,463	EBITDA	1,475	2,101	2,935	3,835
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.52	34.63	35.07	35.28
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	18.00	18.16	19.74	20.21
其他非流动负债	27	27	27	27	收入增长率(%)	77.80	33.96	43.04	32.17
<b>负债合计</b>	<b>10,679</b>	<b>13,580</b>	<b>17,094</b>	<b>20,906</b>	归母净利润增长率(%)	123.70	35.20	55.43	35.37
归属母公司股东权益	4,246	4,524	6,752	9,767					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,246</b>	<b>4,524</b>	<b>6,752</b>	<b>9,767</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,925</b>	<b>18,104</b>	<b>23,846</b>	<b>30,672</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	962	5,315	5,279	6,294	每股净资产(元)	11.26	11.99	17.90	25.89
投资活动现金流	(4,617)	(429)	(661)	(971)	最新发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
筹资活动现金流	4,405	(1,379)	(224)	(224)	ROIC(%)	16.96	15.40	20.33	22.09
现金净增加额	800	3,507	4,394	5,098	ROE-摊薄(%)	24.96	31.67	32.99	30.87
折旧和摊销	256	488	524	571	资产负债率(%)	71.55	75.01	71.69	68.16
资本开支	(4,189)	(438)	(683)	(1,010)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.39	21.74	13.99	10.33
营运资本变动	(471)	3,109	2,128	2,258	P/B(现价)	6.90	6.48	4.34	3.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>