

总体符合预期、出口大幅增长 买入（维持）

2020年03月31日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,139	1,850	2,646	3,529
同比（%）	37.0%	62.4%	43.0%	33.3%
归母净利润（百万元）	127	226	355	480
同比（%）	7.2%	78.8%	56.9%	35.1%
每股收益（元/股）	1.58	2.83	4.44	6.00
P/E（倍）	39.56	22.12	14.10	10.44

投资要点

- **19 业绩 1.27 亿元，同比增长 7.22%，略超快报预期：**公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 37.01%；实现利润总额 1.48 亿元，同比增长 7.98%；实现归属母公司净利润 1.27 亿元，同比增长 7.22%，对应 EPS 为 1.58 元。其中 2019Q4，实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 49.80%，环比增长 0.23%；实现归属母公司净利润 0.54 亿元，同比增长 45.38%，环比增长 28.79%。Q4 对应 EPS 为 0.67 元。公司每 10 股转增 7 股。此前公司业绩快报 2019 年业绩为 1.25 亿元，实际业绩略超快报预期。
- **逆变器业务快速增长，毛利率升高主要原因在于海外高增长与产品更新迭代降本，新产品为业绩注入新动能：**公司 19 年逆变器业务快速增长，19 年逆变器收入 10.90 亿元，同比+35.5%，2019 年逆变器销量 28.47 万台，同比+46.3%，逆变器毛利率（并网+储能）约为 34.75%（2018 年为 34.24%），同比+0.51pct。逆变器毛利率升高主要原因在于海外高增长，19 年海外业务收入 7.13 亿元，同比+48.68%，海外业务毛利率 44.74%，同比+3.25pct，国内业务毛利率 17.57%，海外业务占比 62.60%（2018 年为 57.65%），同比+4.95pct。公司 19 年产品从 2G 更新迭代到 5G，单台成本从 2718 元/台下降至 2499 元/台，成本下降幅度大于单价下降幅度。公司通过新技术的应用和产品线丰富升级，已推出多种大功率段组串式逆变器产品，在巩固小型龙头地位前提下，战略性进入集中电站市场，为业绩注入新动能。
- **公司在手订单饱满，产能利用率较高：**公司 19 年产量 29.79 万台，同比+52.7%，产能 20 万台，同比+25.0%，产能利用率 149.0%（2018 年为 121.9%），同比+27.1pct，公司预期 20 年产能达到 32 万台，同比+60%。Q1 公司订单饱满，业绩预告归母净利润 5800-6000 万元，同比+759.07%-788.69%，疫情影响有限。目前二季度来看海外疫情对于订单有些许负面影响，但国内户用市场三月中旬开始启动，国内增长对冲海外订单下降，同时 19Q2 基数较低，判断 Q2 收入同比仍有不错增长，但国内订单比例升高对 Q2 毛利率有所拖累。下半年来看，海外疫情缓解，国内旺季，同时公司产能释放，我们判断下半年业绩同比仍有较大增长，维持原先目标不变。
- **小型化溢价明显、出口市占率提升：**据海关出口数据，2019 年全国逆变器出口总额 23.41 亿美元，出货量 51.91GW，其中锦浪科技出口额 1.08 亿美元（位居第三，市占率 4.6%），出货量 1.52GW（位居第六，市占率 2.9%），单价 0.0713 美元/W（位居第三），远超行业平均水平（0.045 美元/W）。锦浪 1-2 月逆变器出口金额 0.16 亿美金，同增 47.1%；根据业绩预告，Q1 出口 0.37-0.42 亿美金，同增大约 100%，测算 3 月出口金额 0.21-0.28 亿美金，恢复相当明显。按金额测算，1-2 月出口市占率 6.35%，较之 2019Q4 的 4.35%提升显著。单价方面，2020 年 1-2 月锦浪以 0.0673 美元/W，远超行业平均水平（0.0384 美元/W）。公司主打小型化、高溢价优势相当明显。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年业绩 2.26、3.55、4.80 亿元，同比增长 78.8%、56.9%、35.1%，对应 EPS 为 2.83、4.44、6.00 元。目标价 84.9 元，对应 20 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	62.60
一年最低/最高价	34.72/85.42
市净率(倍)	5.76
流通 A 股市值(百万元)	2027.49

基础数据

每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	32.34
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	32.39

相关研究

- 1、《锦浪科技（300763）：无惧疫情影响，季度出口新高》2020-03-25
- 2、《锦浪科技（300763）：出口增长加速，单季利润新高》2020-02-27
- 3、《锦浪科技（300763）：逆变器新贵，组串式龙头》2020-02-17

19 业绩 1.27 亿元，同比增长 7.22%，略超快报预期：公司发布 2019 年年报，报告期内实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 37.01%；实现利润总额 1.48 亿元，同比增长 7.98%；实现归属母公司净利润 1.27 亿元，同比增长 7.22%，对应 EPS 为 1.58 元。其中 2019Q4，实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 49.80%，环比增长 0.23%；实现归属母公司净利润 0.54 亿元，同比增长 45.38%，环比增长 28.79%。Q4 对应 EPS 为 0.67 元。公司每 10 股转增 7 股。此前公司业绩快报 2019 年业绩为 1.25 亿元，实际业绩略超快报预期。

表 1：2019 年收入 11.39 亿元，同比增长 37.01%；盈利 1.27 亿元，同比增长 7.22%

锦浪科技	2019	2018	同比	2019Q4	2018Q4	单季度同比	2019Q3	环比
营业收入	11.39	8.31	37.0%	3.64	2.43	49.8%	3.63	0.2%
毛利率	34.6%	34.1%	0.4%	40.5%	36.3%	4.2%	30.5%	10.0%
营业利润	1.48	1.32	12.0%	0.64	0.44	45.7%	0.49	30.1%
利润总额	1.48	1.37	8.0%	0.64	0.41	55.7%	0.49	31.4%
归属母公司净利润	1.27	1.18	7.2%	0.54	0.37	45.4%	0.42	28.8%
扣非归母净利润	1.21	1.08	12.0%	8.99			8.99	0.0%
归母净利率	11.1%	14.2%	-3.1%	14.8%	15.2%	-0.4%	11.5%	3.3%
股本	0.80	0.60		0.80	0.60		0.80	-
EPS	1.58	1.97	-19.6%	0.67	0.62	9.0%	0.52	28.8%

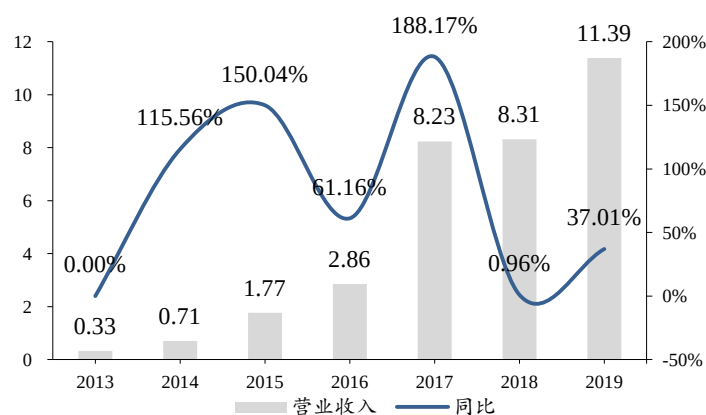
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：分季度财务数据（元）

分季度财务数据	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	160,436,119.53	251,429,698.54	363,216,105.28	364,033,514.83
归属于上市公司股东的净利润	6,751,474.50	24,234,528.90	41,783,700.28	53,814,062.57
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	7,025,342.39	21,378,304.15	47,505,090.20	45,383,170.30
经营活动产生的现金流量净额	-26,087,910.09	45,704,348.77	34,078,627.05	89,770,487.93
归母净利率	4.21%	9.64%	11.50%	14.78%

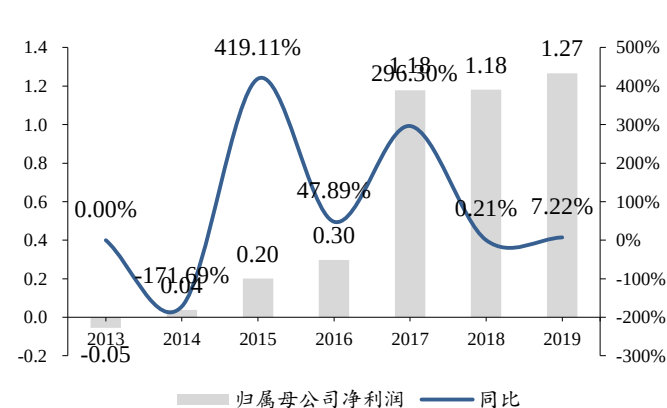
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2019 年收入 11.39 亿元，同比+37.01%



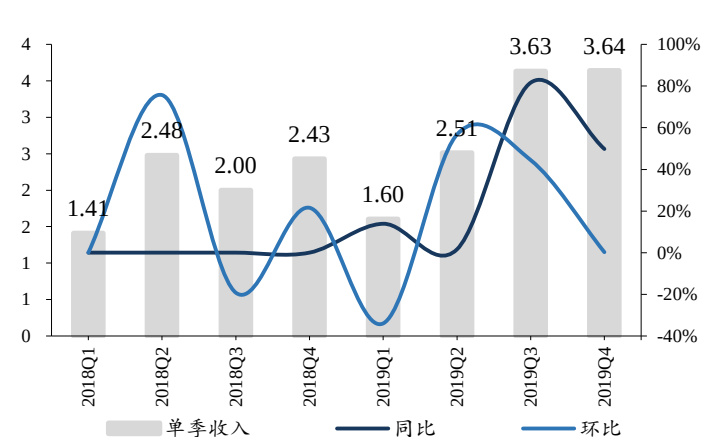
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2019 年归母净利润 1.27 亿元，同比+7.22%



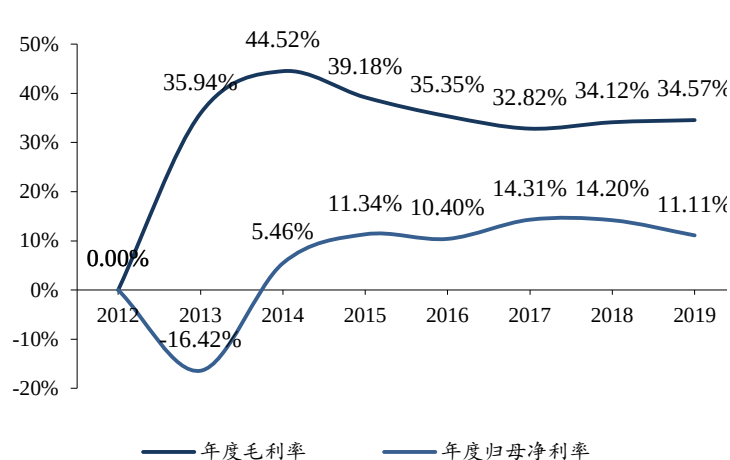
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3：Q4 收入 3.64 亿元，同比+49.80%



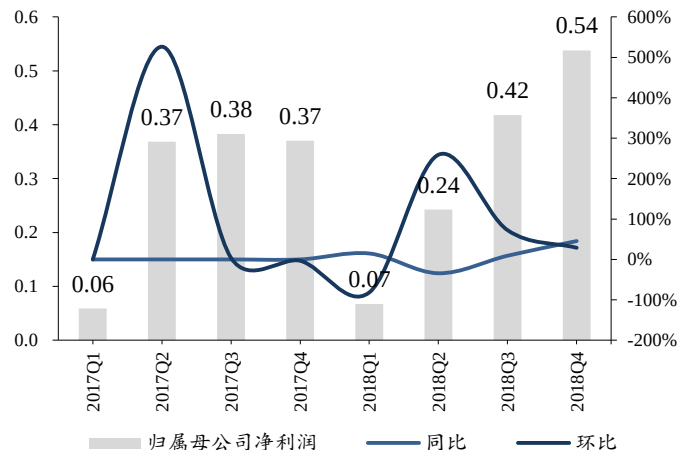
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2019 年毛利率、净利率同比+0.44、-3.09pct



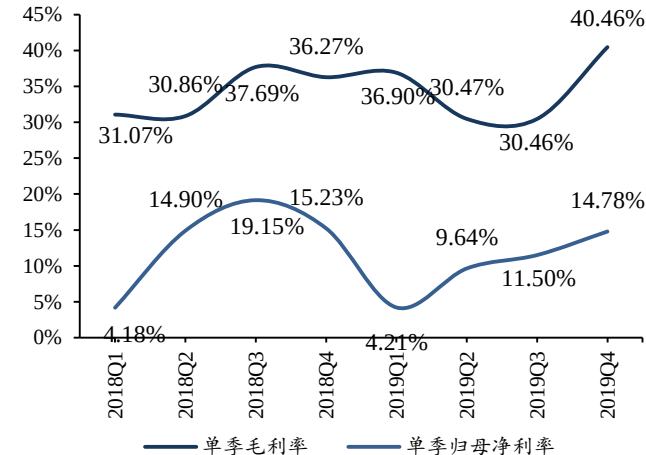
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 4：Q4 归母净利润 0.54 亿元，同比+45.38%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

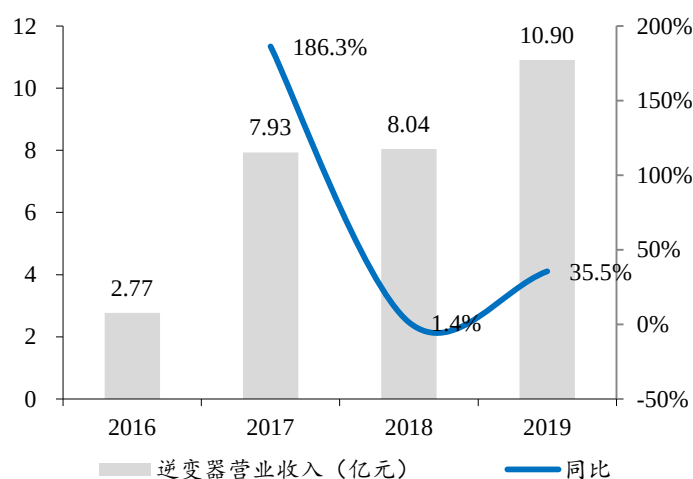
图 6：Q4 毛利率、净利率同比+4.19、-0.45pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

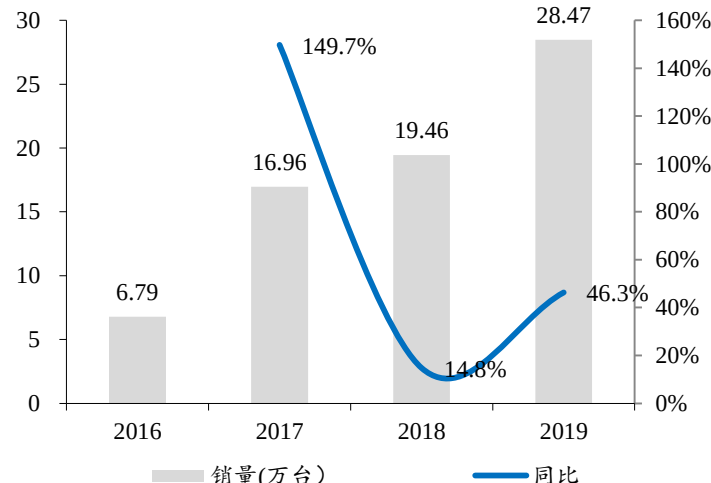
逆变器业务快速增长，毛利率升高主要原因在于海外高增长与产品更新迭代降本，新产品为业绩注入新动能：公司 19 年逆变器业务快速增长，19 年逆变器收入 10.90 亿元，同比+35.5%，2019 年逆变器销量 28.47 万台，同比+46.3%，逆变器毛利率（并网+储能）约为 34.75%（2018 年为 34.24%），同比+0.51pct。逆变器毛利率升高主要原因在于海外高增长，19 年海外业务收入 7.13 亿元，同比+48.68%，海外业务毛利率 44.74%，同比+3.25pct，国内业务毛利率 17.57%，海外业务占比 62.60%（2018 年为 57.65%），同比+4.95pct。公司 19 年产品从 2G 更新迭代到 5G，单台成本从 2718 元/台下降至 2499 元/台，成本下降幅度大于单价下降幅度。公司通过新技术的应用和产品线丰富升级，已推出多种大功率段组串式逆变器产品，在巩固小型龙头地位前提下，战略性进入集中电站市场，为业绩注入新动能。

图 7：2019 年逆变器收入 10.90 亿元，同比+35.5%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 8：2019 年逆变器销量 28.47 万台，同比+46.3%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

表 3：主营业务分拆（元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
光伏行业	1,139,115,438.18	745,369,556.37	34.57%	37.01%	36.09%	0.44%
分产品						
并网逆变器	1,073,018,766.29	701,680,613.24	34.61%	33.51%	32.49%	0.50%
储能逆变器	17,330,357.50	9,789,797.84	43.51%	228.71%	374.81%	-17.38%
新能源电力生产	6,266,955.94	2,169,528.11	65.38%	-	-	-
其他	42,499,358.45	31,729,617.18	25.34%	89.83%	98.03%	-3.09%
分地区						

中国大陆（不包括中国港澳台）	426,535,016.08	351,575,732.91	17.57%	21.14%	31.55%	-6.53%
海外地区（包括中国港澳台）	712,580,422.10	393,793,823.46	44.74%	48.68%	40.42%	3.25%

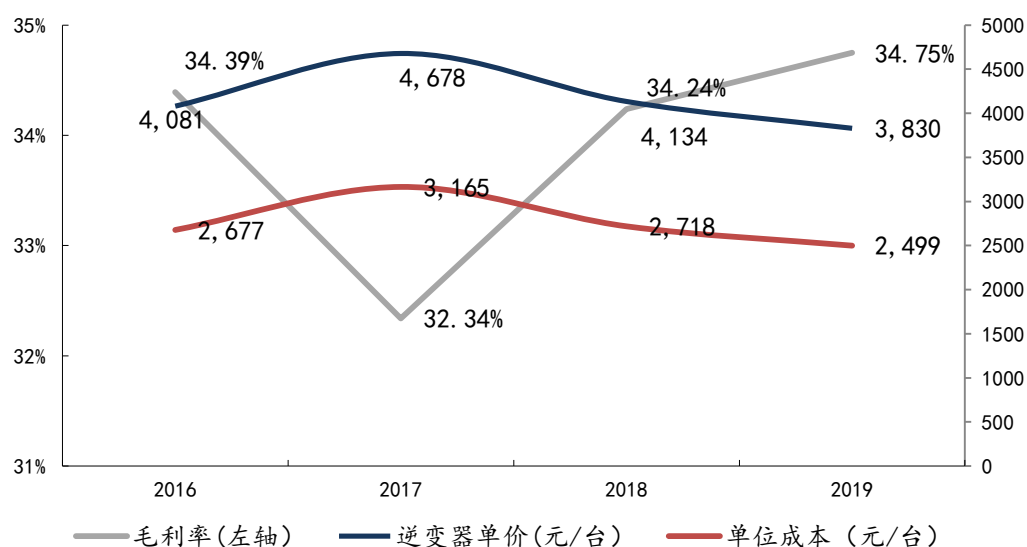
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：公司主要收入来源

主要收入来源国	销售量（台）	销售收入（元）
中国（不包括中国港澳台）	106,706	426,535,016.08
巴西	34,934	166,337,391.51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：公司逆变器不断降本，毛利率微升

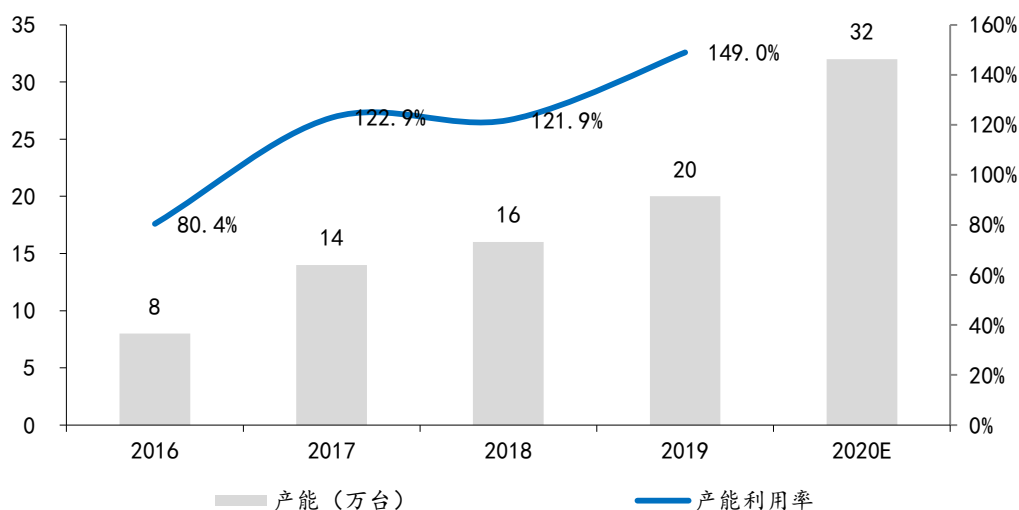


数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司在手订单饱满，产能利用率较高：公司 19 年产量 29.79 万台，同比+52.7%，产能 20 万台，同比+25.0%，产能利用率 149.0%（2018 年为 121.9%），同比+27.1pct，公司预期 20 年产能达到 32 万台，同比+60%。Q1 公司订单饱满，业绩预告归母净利润 5800-6000 万元，同比+759.07%-788.69%，疫情影响有限。目前二季度来看海外疫情对于订单有些许负面影响，但国内户用市场三月中旬开始启动，国内增长对冲海外订单下降，同时 19Q2 基数较低，判断 Q2 收入同比仍有不错增长，但国内订单比例升高对 Q2

毛利率有所拖累。下半年来看，海外疫情缓解，国内旺季，同时公司产能释放，我们判断下半年业绩同比仍有较大增长。

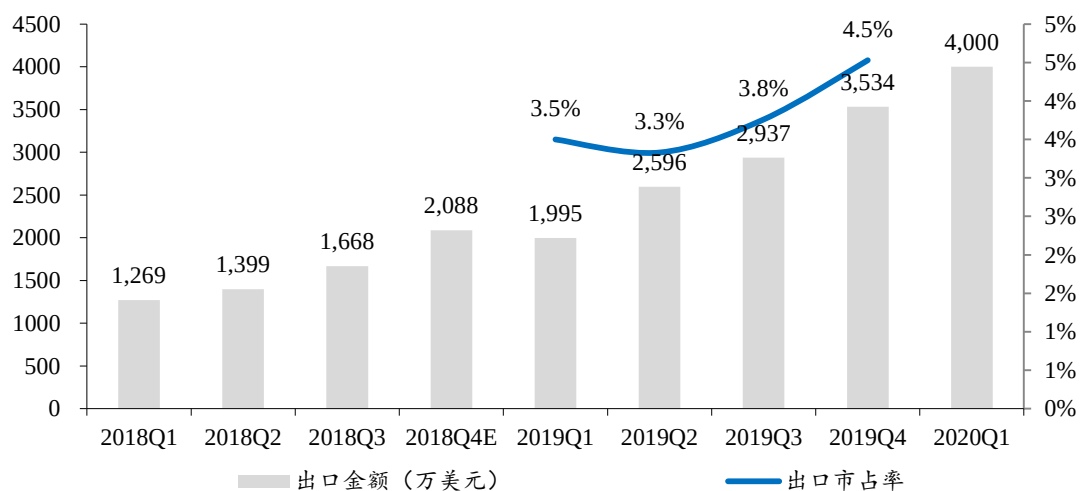
图 10：公司 2019 产能 20 万台，产能利用率达 149.0%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

小型化溢价明显、出口市占率提升：据海关出口数据，2019 年全国逆变器出口总额 23.41 亿美元，出货量 51.91GW，其中锦浪科技出口额 1.08 亿美元（位居第三，市占率 4.6%），出货量 1.52GW（位居第六，市占率 2.9%），单价 0.0713 美元/W（位居第三），远超行业平均水平（0.045 美元/W）。锦浪 1-2 月逆变器出口金额 0.16 亿美金，同增 47.1%；根据业绩预告，Q1 出口 0.37-0.42 亿美金，同增大约 100%，测算 3 月出口金额 0.21-0.28 亿美金，恢复相当明显。按金额测算，1-2 月出口市占率 6.35%，较之 2019Q4 的 4.35% 提升显著。单价方面，2020 年 1-2 月锦浪以 0.0673 美元/W，远超行业平均水平（0.0384 美元/W）。公司主打小型化、高溢价优势相当明显。

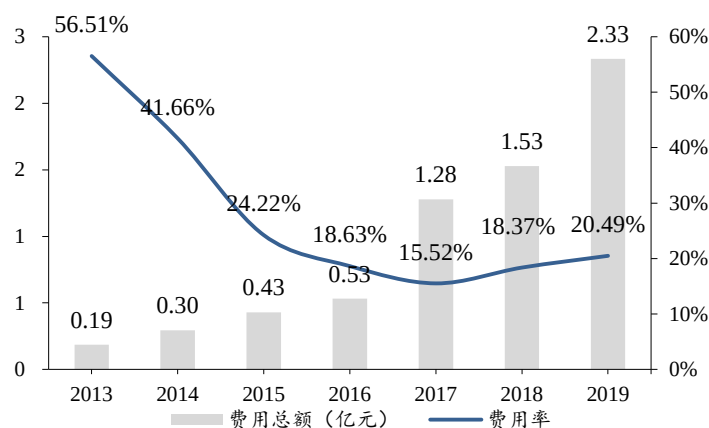
图 11：锦浪科技季度出口情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

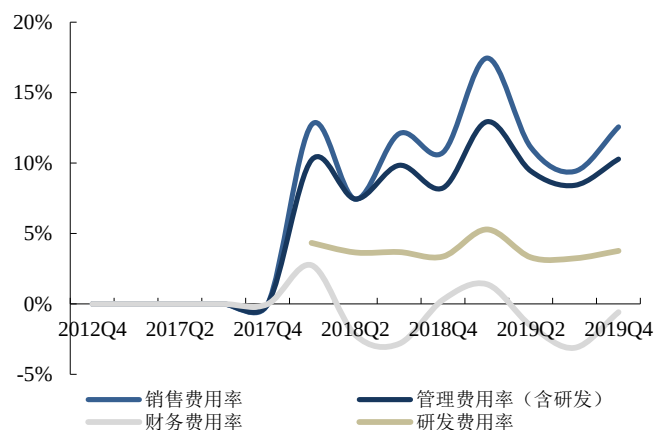
公司 2019 年费用同比增长 52.81%至 2.33 亿元，期间费用率上升 2.12 个百分点至 20.49%：其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 56.81%、上升 55.06%、上升 37.68%、下降 131.67%至 1.36 亿元、0.7 亿元、0.42 亿元、-0.15 亿元；费用率分别上升 1.51、上升 1.13、上升 0.02、下降 0.54 个百分点至 11.93%、6.16%、3.71%、-1.32%。Q4，销售、管理、研发、财务费用分别同比+74.97%/+86.94%/+67.58%/-382.84%，费用率分别为 12.57%/6.51%/3.77%/-0.58%。销售费用上升的原因在于公司加大营销网络铺设力度，境外服务费及运输费等开支增加，公司产销量相应增长；管理费用上升的原因产销规模扩大，人工薪资、办公费等相应增加；财务费用下降的原因在于公司将暂时闲置的募集资金及自有资金购买结构性存款，利息收入快速增加；研发费用的增加原因在于公司加大产品研发投入及新产品迭代速度。

图 12: 2019 年期间费用 2.33 亿元, 同比+52.81%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: Q4 期间费用率 22.28%, 同比+2.97pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

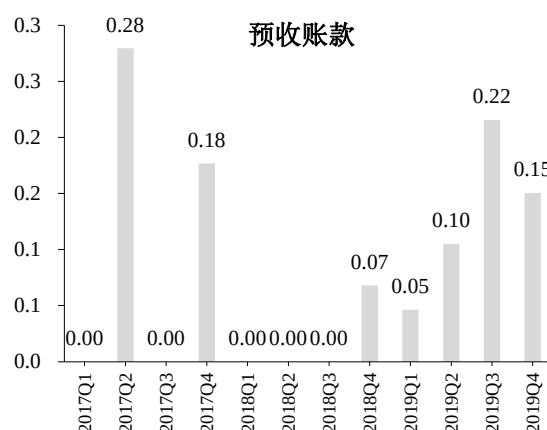
2019 年经营活动现金流量净流入 1.43 亿元, 同比增长 33.66%; 销售商品取得现金 9.27 亿元, 同比增长 41.06%。期末预收款项 0.15 亿元, 比年初增长 121.15%。期末应收账款 2.45 亿元, 较期初增长 0 亿元, 原因是公司加大回款力度, 应收账款周转天数下降 19.73 天至 77.44 天。期末存货 1.25 亿元, 较期初上升 0.56 亿元; 存货周转天数上升 2.70 天至 46.85 天。期末固定资产 2.10 亿元, 较期初增长 1.62 亿元, 原因是公司新增设备扩产及子公司锦浪智慧新建及收购光伏电站。

图 14: Q4 现金净流入 0.9 亿元, 同比-39.66%



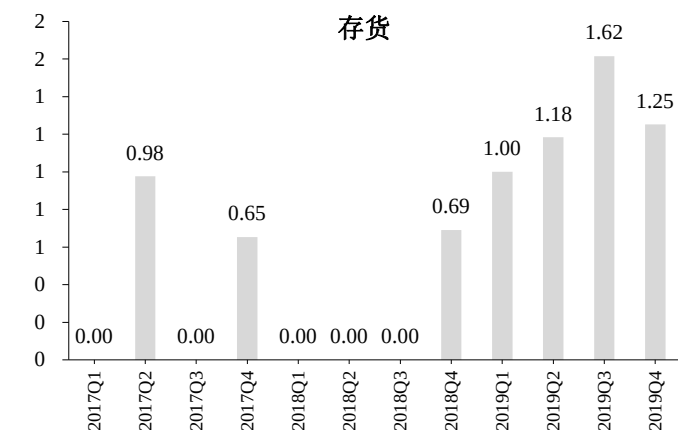
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: 期末预收款项 0.15 亿元, 同比+121.15%



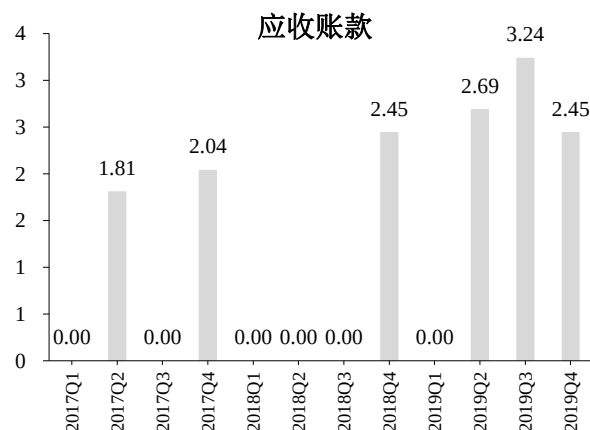
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 16: 期末存货 1.25 亿元, 较期初+0.56 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 17: 期末应收账款 2.45 亿元, 较期初+0 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年业绩 2.26、3.55、4.80 亿元, 同比增长 78.8%、56.9%、35.1%, 对应 EPS 为 2.83、4.44、6.00 元。目标价 84.9 元, 对应 20 年 30 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不达预期, 竞争加剧等

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	972	1,587	1,805	2,778	营业收入	1,139	1,850	2,646	3,529
现金	517	699	844	1,322	减:营业成本	745	1,303	1,842	2,470
应收账款	245	550	587	929	营业税金及附加	4	6	8	11
存货	125	247	279	426	营业费用	136	159	220	282
其他流动资产	85	91	94	101	管理费用	70	139	188	240
非流动资产	312	434	524	616	财务费用	-15	-18	-22	-31
长期股权投资	0	0	0	1	资产减值损失	-2	4	5	7
固定资产	210	311	397	480	加:投资净收益	-3	-1	-2	-2
在建工程	34	46	40	39	其他收益	3	1	1	1
无形资产	60	69	78	89	营业利润	148	256	405	548
其他非流动资产	8	8	8	8	加:营业外净收支	-1	4	4	3
资产总计	1,284	2,021	2,328	3,395	利润总额	148	260	408	552
流动负债	373	881	846	1,434	减:所得税费用	21	34	53	72
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	194	620	531	1,012	归属母公司净利润	127	226	355	480
其他流动负债	179	261	315	422	EBIT	135	245	388	522
非流动负债	42	45	46	48	EBITDA	148	266	417	560
长期借款	42	44	46	48					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	415	926	892	1,482	每股收益(元)	1.58	2.83	4.44	6.00
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	10.86	13.69	17.95	23.90
归属母公司股东权益	869	1,095	1,436	1,912	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
负债和股东权益	1,284	2,021	2,328	3,395	ROIC(%)	12.6%	18.7%	22.7%	23.2%
					ROE(%)	14.6%	20.7%	24.7%	25.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.6%	29.6%	30.4%	30.0%
经营活动现金流	143	308	255	579	销售净利率(%)	11.1%	12.2%	13.4%	13.6%
投资活动现金流	-201	-144	-120	-131	资产负债率(%)	32.3%	45.8%	38.3%	43.7%
筹资活动现金流	342	18	9	29	收入增长率(%)	37.0%	62.4%	43.0%	33.3%
现金净增加额	286	182	145	478	净利润增长率(%)	7.2%	78.8%	56.9%	35.1%
折旧和摊销	13	21	29	38	P/E	39.56	22.12	14.10	10.44
资本开支	103	122	89	92	P/B	5.76	4.57	3.49	2.62
营运资本变动	-4	77	-108	92	EV/EBITDA	30.39	16.14	9.96	6.58

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>