

业绩符合预期，海外持续高增长 买入（维持）

2020 年 04 月 21 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@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%	56.8%	35.1%
每股收益（元/股）	1.58	2.83	4.44	6.00
P/E（倍）	42.43	23.73	15.13	11.20

投资要点

- **一季报业绩 0.59 亿元，同比+766.5%，符合预期：**公司发布 2020 年一季度业绩，报告期内实现营业收入 2.82 亿元，同比增长 75.49%，环比下降 22.66%；实现归属母公司净利润 0.59 亿元，同比增长 766.54%，环比上升 8.72%。20Q1 对应 EPS 为 0.72 元。此前业绩预告披露 Q1 业绩区间 0.58-0.6 亿元，Q1 业绩处于预告下限，符合市场预期。
- **Q1 海外订单占比持续增长，盈利能力亮眼：**公司 Q1 综合毛利率为 44.66%，同比上升 7.76pct，环比上升 4.20pct；毛利率大幅增长的原因是海外订单比例进一步提升至 80%+（19Q4 约 68%，环比增长 12pct+），19 年海外业务毛利率 44.74%，国内业务毛利率 17.57%，测算公司 Q1 海外收入约 0.32-0.34 亿美元，同比增速约 65%。Q1 净利率 20.78%，同比增长 16.57pct，环比增长 6.00pct，净利率高增长的原因因为毛利率高增长+销售费用率环比大幅下降，Q1 销售费用率 10.75pct，环比-1.82pct，公司销售费用较为固定，后续收入高增长将带动销售费用率进一步下降。Q2 看海外疫情对于订单有些许负面影响，Q2 国内订单占比提升或对公司毛利率有所拖累，但 19Q2 低基数，同时公司新建产能开始放量，判断 Q2 收入仍同比有较大增长。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。
- **小型化溢价明显、出口市占率提升：**据海关出口数据，2020 年 1-2 月全国逆变器出口量 6.57GW，同增 44%，其中 1 月逆变器出口量 4.17GW，同增 34.5%，2 月逆变器出口量 2.4GW，同增 64%，环比下滑明显，主要是疫情停工影响。锦浪 1-2 月逆变器出口金额 0.16 亿美元，同增 47.1%；根据一季报，Q1 出口约 0.32-0.34 亿美元，测算 3 月出口金额 0.16-0.18 亿美元，超过 1-2 月合计金额，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。
- **公司 20Q1 期间费用同比增长 11.10%至 0.57 亿元，期间费用率同比下降 11.67 个百分点至 20.13%。**其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +8.07%/+44.39%/+37.34%/-258.57%，费用率分别为 10.75%/10.64%/4.14%/-1.27%。
- **现金流、预收账款高增长：**20Q1 年经营活动现金流量净流入 0.54 亿元，同比增长 305.11%；Q1 应收账款 2.17 亿元，环比下降 0.28 亿元，现金流大幅增长和营收规模扩大应收不增反降的原因因为公司海外订单占比高，海外订单回款质量比国内好。Q1 预收款项 0.34 亿元，环比+123.86%，预收款大幅增长表明公司在手订单充裕，后续收入有支撑。Q1 存货 2.56 亿元，环比上升 1.31 亿元。主要是由于 Q1 新冠疫情对供应链的稳定性造成一定的影响，公司为维持生产经营的稳定加大存货的备库所致，存货增长为二季度的业绩增长奠定基础。
- **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%、56.8%、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)	67.14
一年最低/最高价	34.72/85.42
市净率(倍)	6.18
流通 A 股市值(百万元)	2174.54

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）：总体符合预期、出口大幅增长》
2020-03-31
- 2、《锦浪科技（300763）：无惧疫情影响，季度出口新高》
2020-03-25
- 3、《锦浪科技（300763）：出口增长加速，单季利润新高》
2020-02-27

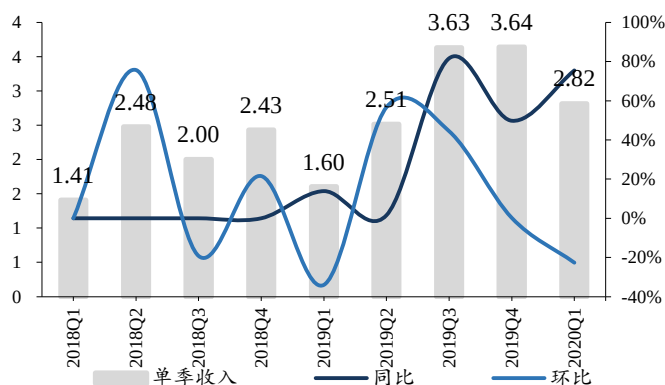
一季报业绩 0.59 亿元，同比+766.5%，符合预期：公司发布 2020 年一季度业绩，报告期内实现营业收入 2.82 亿元，同比增长 75.49%，环比下降 22.66%；实现归属母公司净利润 0.59 亿元，同比增长 766.54%，环比上升 8.72%。20Q1 对应 EPS 为 0.72 元。此前业绩预告披露 Q1 业绩区间 0.58-0.6 亿元，Q1 业绩处于预告下限，符合市场预期。

表 1：20Q1 年收入 2.82 亿元，同比增长 75.5%；盈利 0.59 亿元，同比增长 766.5%

锦浪科技	2020Q1	2019Q1	同比	2020Q1	2019Q4	环比
营业收入	2.82	1.60	75.5%	2.82	3.64	-22.7%
毛利率	44.7%	36.9%	7.8%	44.7%	40.5%	4.2%
营业利润	0.70	0.07	857.7%	0.70	0.64	9.4%
利润总额	0.69	0.07	837.4%	0.69	0.64	7.0%
归属母公司净利润	0.59	0.07	766.5%	0.59	0.54	8.7%
扣非归母净利润	0.60	0.07	747.0%	0.60	0.45	31.1%
归母净利率	20.8%	4.2%	16.6%	20.8%	14.8%	6.0%
股本	0.81	0.80	-	0.81	0.80	-
EPS	0.72	0.08	754.0%	0.72	0.67	7.1%

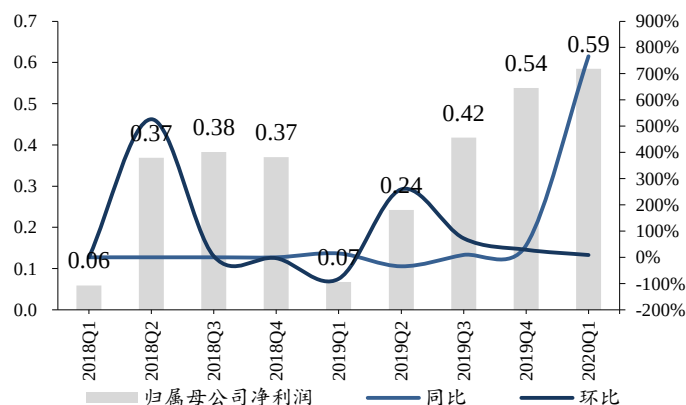
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：Q1 收入 2.82 亿元，同比增长 75.5%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：Q1 盈利 0.59 亿元，同比增长 766.5%

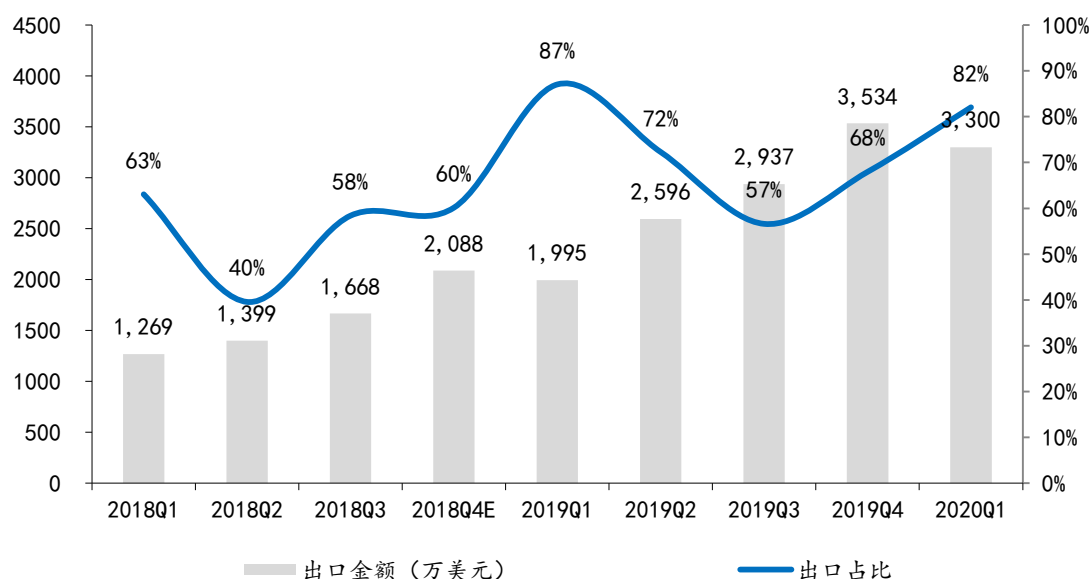


数据来源：WIND，东吴证券研究所

Q1 海外订单占比持续增长，盈利能力亮眼：公司 Q1 综合毛利率为 44.66%，同比上升 7.76pct，环比上升 4.20pct；毛利率大幅增长的原因是海外订单比例进一步提升至 80%+（19Q4 约 68%，环比增长 12pct+），19 年海外业务毛利率 44.74%，国内业务毛利率 17.57%，测算公司 Q1 海外收入约 0.32-0.34 亿美元，同比增速约 65%。Q1 净利率 20.78%，

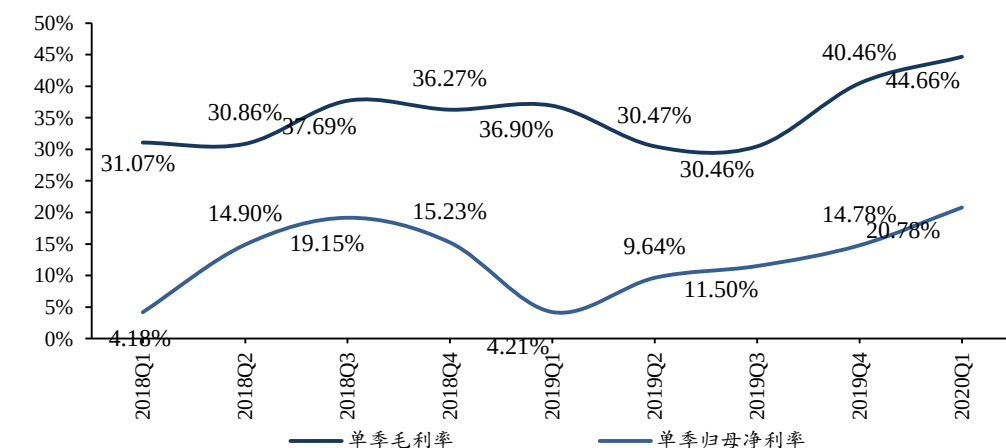
同比增长 16.57pct，环比增长 6.00pct，净利率高增长的原因为毛利率高增长+销售费用率环比大幅下降，Q1 销售费用率 10.75pct，环比-1.82pct，公司销售费用较为固定，后续收入高增长将带动销售费用率进一步下降。Q2 看海外疫情对于订单有些许负面影响，Q2 国内订单占比提升或对公司毛利率有所拖累，但 19Q2 低基数，同时公司新建产能开始放量，判断 Q2 收入仍同比有较大增长。下半年来看，海外疫情缓解，国内旺季，同时公司产能释放，我们判断下半年业绩同比仍有较大增长。

图 3：公司 Q1 海外出口 80%+，带动盈利高增长



数据来源：公司公告，Solarzoom，东吴证券研究所

图 4：公司 Q1 毛利率 44.66%，净利率 20.78%



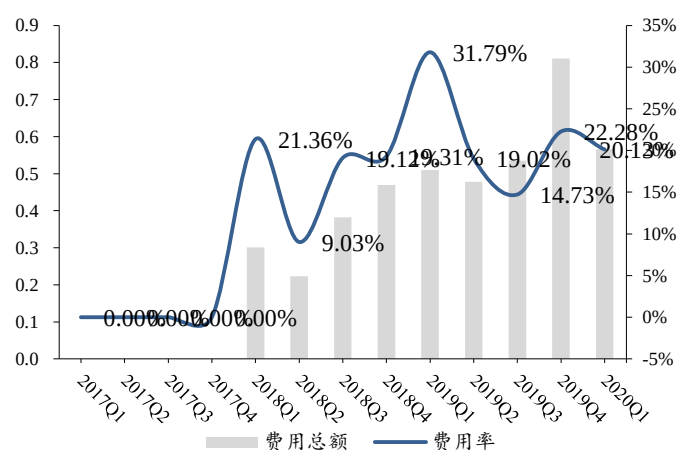
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

小型化溢价明显、出口市占率提升：据海关出口数据，2020年1-2月全国逆变器出口量6.57GW，同增44%，其中1月逆变器出口量4.17GW，同增34.5%，2月逆变器出口量2.4GW，同增64%，环比下滑明显，主要是疫情停工影响。锦浪1-2月逆变器出口金额0.16亿美金，同增47.1%；根据一季报，Q1出口约0.32-0.34亿美金，测算3月出口金额0.16-0.18亿美金，超过1-2月合计金额，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。

2020年户用市场确定性强，利好小型逆变器：截至2020年3月底，全国户用光伏项目装机容量为258.9MW，其中1月、2月和3月新增装机容量分别为12.99、1.07和11.83万千瓦，3月装机出现明显修复。2020年户用市场补贴额度5亿元，度电补贴标准为0.08元，对应大约有6GW的装机规模，同时在山东、河北、河南等地，即使没有国家补贴，也可以在6年左右收回成本，因此我们预计2020年户用装机将有望达到7GW，同比提升60%左右，利好锦浪具有竞争优势的小型逆变器市场。

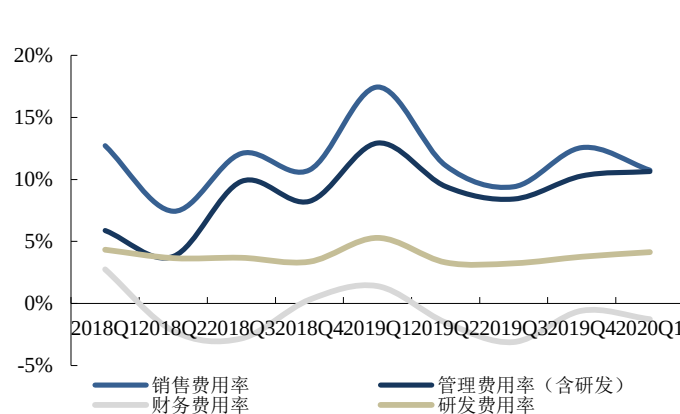
公司20Q1期间费用同比增长11.10%至0.57亿元，期间费用率同比下降11.67个百分点至20.13%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+8.07%/+44.39%/+37.34%/-258.57%，费用率分别为10.75%/10.64%/4.14%/-1.27%。

图 5：20Q1 期间费用 0.57 亿元，同比+11.10%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6：Q1 期间费用率 20.13%，同比下降 11.67pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

现金流、预收账款高增长：20Q1年经营活动现金流量净流入0.54亿元，同比增长

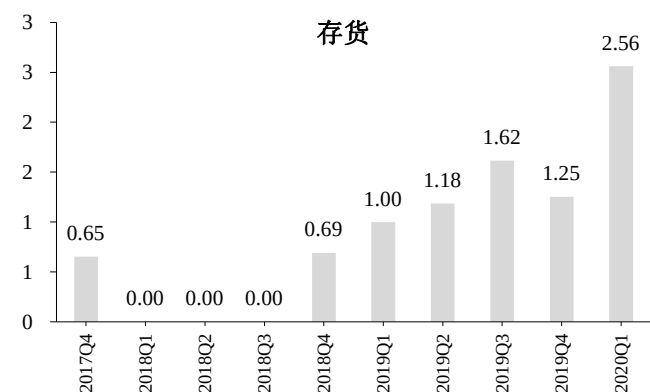
305.11%；Q1 应收账款 2.17 亿元，环比下降 0.28 亿元，现金流大幅增长和营收规模扩大应收不增反降的原因为公司海外订单占比高，海外订单回款质量比国内好。Q1 预收款项 0.34 亿元，环比+123.86%，预收款大幅增长表明公司在手订单充裕，后续收入有支撑。Q1 存货 2.56 亿元，环比上升 1.31 亿元。主要是由于 Q1 新冠疫情对供应链的稳定性造成一定的影响，公司为维持生产经营的稳定加大存货的备库所致，存货增长为第二季度的业绩增长奠定基础。

图 7：Q1 现金净流入 0.54 亿元，同比 305.11%



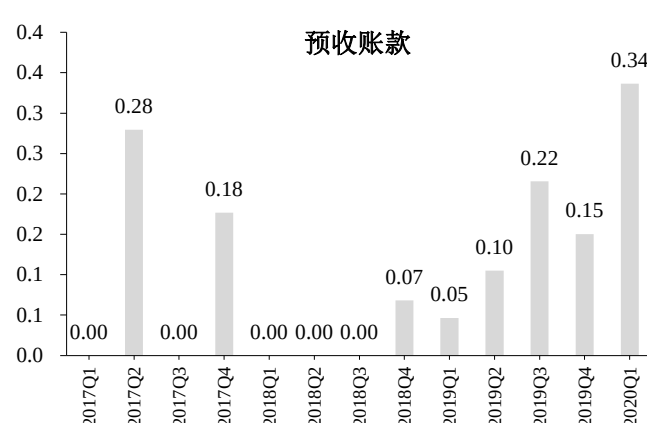
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 9：Q1 存货 2.56 亿元，较期初+1.31 亿元



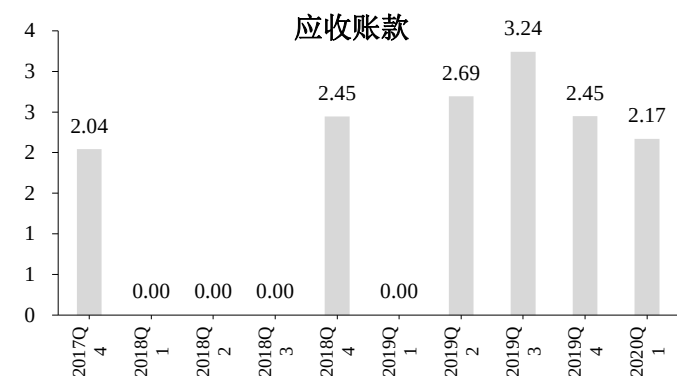
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 8：Q1 预收款项 0.34 亿元，环比+123.86%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：Q1 应收账款 2.17 亿元，较期初-0.28 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%、56.8%、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	1,794	2,765	营业收入	1,139	1,850	2,646	3,529
现金	517	699	834	1,309	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	-30
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	404	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	2,318	3,381	利润总额	148	260	408	551
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	17.82	23.73
归属母公司股东权益	869	1,095	1,425	1,899	发行在外股份(百万股)	80	136	136	136
负债和股东权益	1,284	2,021	2,318	3,381	ROIC(%)	12.6%	18.7%	22.9%	23.3%
					ROE(%)	14.6%	20.7%	24.9%	25.3%
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%	38.5%	43.8%
筹资活动现金流	342	18	-1	26	收入增长率(%)	37.0%	62.4%	43.0%	33.3%
现金净增加额	286	182	134	475	净利润增长率(%)	7.2%	78.8%	56.8%	35.1%
折旧和摊销	13	21	29	38	P/E	42.43	23.73	15.13	11.20
资本开支	103	122	89	92	P/B	6.18	4.90	3.77	2.83
营运资本变动	-4	77	-108	92	EV/EBITDA	58.34	31.62	19.87	13.97

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>