

业绩持续靓丽、组串逆变耀眼明星

买入（维持）

2020年08月10日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

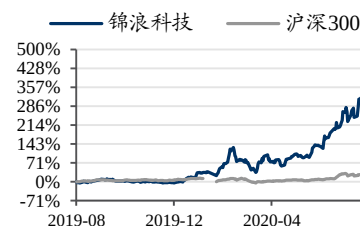
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,139	1,902	2,779	3,871
同比（%）	37.0%	67.0%	46.1%	39.3%
归母净利润（百万元）	127	288	468	648
同比（%）	7.2%	127.6%	62.4%	38.5%
每股收益（元/股）	0.92	2.08	3.39	4.69
P/E（倍）	123.93	54.45	33.52	24.20

投资要点

- **2020H 公司业绩 1.18 亿元，同比增长 281.87%，符合预期：**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 7.27 亿元，同比增长 76.63%；实现利润总额 1.39 亿元，同比增长 300.23%；实现归属母公司净利润 1.18 亿元，同比增长 281.87%，对应 EPS 为 0.86 元。公司业绩处于预告中值（预告为 1.05-1.30 亿元），符合预期。
- **国内外收入高增长持续：**拆分收入结构来看，报告期内，公司国内收入 2.57 亿元，同增约 160%，占比约 35%，海外收入约 4.71 亿元，同增约 50.6%，占比约 65%，分季度看 Q1 海外占比 83%，Q2 海外占比 56%。上半年公司毛利率 36.47%，其中 Q1 44.7%，Q2 31.3%，Q2 海外占比和毛利率环比有所下降主要原因是 Q2 疫情影响海外收入占比下降，国内业务放量所致（19 年海外毛利率 44.7%，国内毛利率 17.6%），但公司整体毛利约 2.65 亿元，仍取得了不错增长。
- **户用高增长，工商业超预期，下半年翻倍增长趋势明确：**疫情影响组件价格超跌，刺激潜在装机需求。能源局公布上半年装机数据，分布式装机约 4.4GW，其中工商业 2.4GW，超预期，户用约 2GW。下半年来看，户用预计 5GW+，工商业预计 4-5GW，电站装机约 35GW 左右，全年国内预计约 45GW。户用来看，公司市占率 30%+，测算全年出货约 2.1-2.4GW；工商业来看，市占率约 35%，测算全年出货约 2.4GW，电站方面公司 255kW 大机型推出，极具竞争优势，预计电站出货 1 个多 GW。下半年户用工商业环比翻倍增长趋势明确，电站业务稳步推进，添加明年业绩增长新动能。
- **出口市占率迅速提升，锦浪海外逆势高增长：**逆变器出口来看，行业 20 年 1-5 月累计出口金额 8.3 亿美元，同比下降 15.8%，但国内厂商逆势高增长，阳光电源 1-5 月累计出口 1.16 亿美元，同比+31%，锦浪科技 1-5 月累计出口 0.58 亿美元，同比+96%，行业下滑背景下锦浪科技高增长的原因在于出口市占率迅速的提升，测算 1-5 月累计出口金额市占率 7%（2019 年仅 4.6%），三季度预计恢复至疫情前水平，环比有显著增长，四季度旺季来袭，环比高增长确定性强，全年出口来看，预计在 23-24 亿美元，同比基本持平，按公司 7%出口市占率测算，全年出口金额约在 1.6-1.7 亿美元，下半年出口高增长趋势明显。
- **费控优秀，三费显著下降 6.86 个百分点至 18.37%：**2020H 销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 8.32%、上升 47.99%、上升 89.22%、上升 440.72%至 0.61 亿元、0.41 亿元、0.32 亿元、-0.09 亿元；费用率分别为 8.33%、5.63%、4.37%、-1.19%。
- **现金流亮眼，存货、预收款较年初高增长印证订单饱满：**2020H 销售商品取得现金 5.84 亿元，同比增长 70.12%。期末预收款项 0.30 亿元，比年初增长 99.91%。期末存货 3.66 亿元，较期初上升 2.41 亿元。Q2 经营活动现金流量净额 0.99 亿元，有所强化；存货上升 1.1 亿元至 3.66 亿元；应收账款增加 0.29 亿元至 2.46 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年业绩 2.88、4.68、6.48 亿元，同比增长 127.6%、62.4%、38.5%，对应 EPS 为 2.08、3.39、4.69 元。目标价 152.6 元，对应 21 年 45 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)	113.50
一年最低/最高价	20.42/116.01
市净率(倍)	15.81
流通 A 股市值(百万元)	6249.28

基础数据

每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	43.17
总股本(百万股)	138.22
流通 A 股(百万股)	55.06

相关研究

- 1、《锦浪科技（300763）：国内爆发海外依然高增长，业绩超预期！》2020-07-13
- 2、《锦浪科技（300763）：业绩符合预期，海外持续高增长》2020-04-22
- 3、《锦浪科技（300763）：总体符合预期、出口大幅增长》2020-03-31

2020H 公司业绩 1.18 亿元，同比增长 281.87%，符合预期：公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 7.27 亿元，同比增长 76.63%；实现利润总额 1.39 亿元，同比增长 300.23%；实现归属母公司净利润 1.18 亿元，同比增长 281.87%，对应 EPS 为 0.86 元。公司业绩处于预告中值（预告为 1.05-1.30 亿元），符合预期。

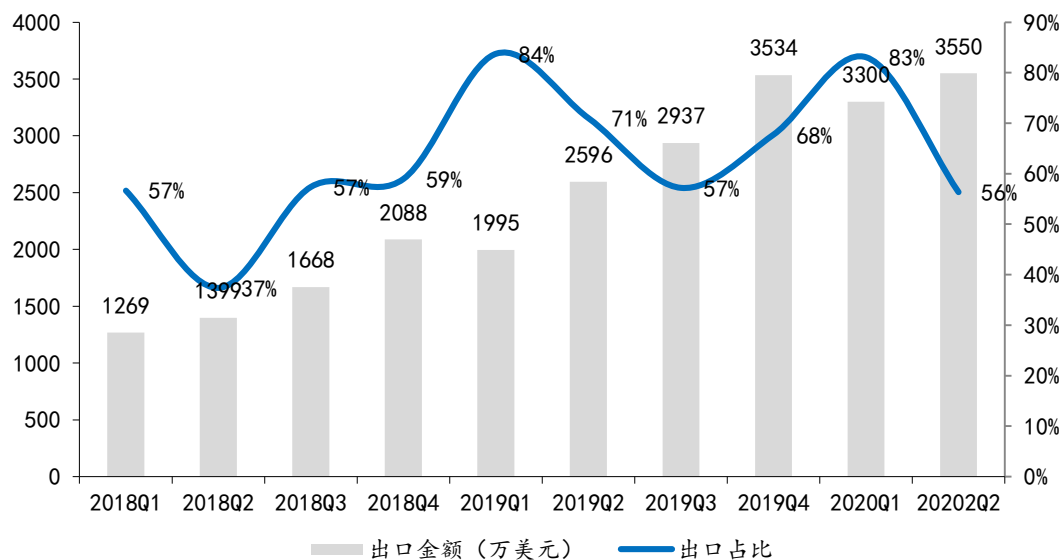
图 1：2020H 收入 7.27 亿元，同比增长 76.63%；盈利 1.18 亿元，同比增长 281.87%

锦浪科技	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	7.27	4.12	76.6%	4.46	2.51	77.4%	2.82	58.4%
毛利率	36.5%	33.0%	3.5%	31.3%	30.5%	0.8%	44.7%	-13.4%
营业利润	1.40	0.35	299.0%	0.70	0.28	152.7%	0.70	0.8%
利润总额	1.39	0.35	300.2%	0.70	0.27	156.9%	0.69	2.7%
归属母公司净利润	1.18	0.31	281.9%	0.60	0.24	146.8%	0.59	2.3%
扣非归母净利润	0.00	0.28	-100.0%	0.60	0.21	181.2%	0.60	1.0%
归母净利率	0.16	0.08	8.7%	13.4%	9.6%	3.8%	20.8%	-7.4%
股本	1.38	0.80	-	1.38	0.80	-	0.81	-
EPS	0.86	0.39	121.4%	0.43	0.30	42.9%	0.72	-39.9%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

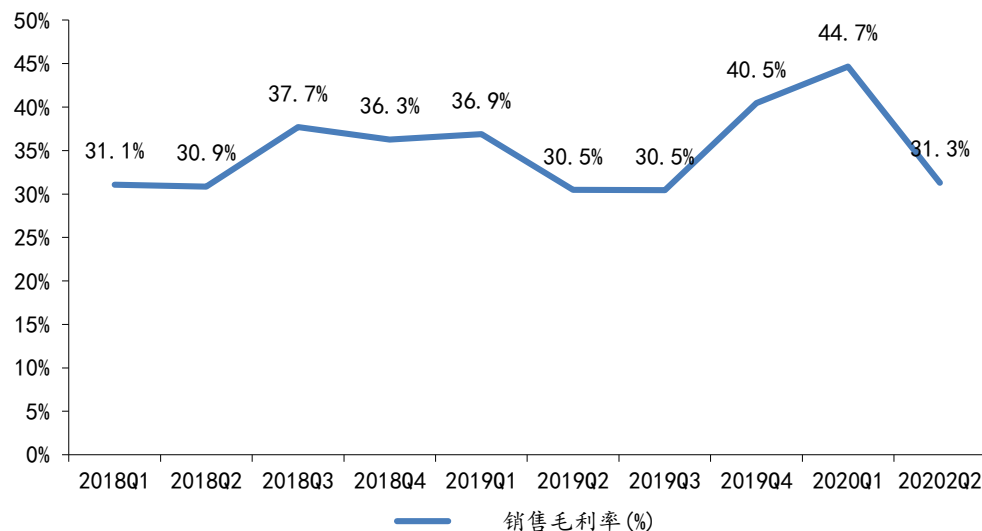
国内外收入高增长持续：拆分收入结构来看，报告期内，公司国内收入 2.57 亿元，同增约 160%，占比约 35%，海外收入约 4.71 亿元，同增约 50.6%，占比约 65%，分季度看 Q1 海外占比 83%，Q2 海外占比 56%。上半年公司毛利率 36.47%，其中 Q1 44.7%，Q2 31.3%，Q2 海外占比和毛利率环比有所下降主要原因是 Q2 疫情影响海外收入占比下降，国内业务放量所致（19 年海外毛利率 44.7%，国内毛利率 17.6%），但公司整体毛利约 2.65 亿元，仍取得了不错增长。

图 2：锦浪科技出口金额及占比



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 3：锦浪科技毛利率

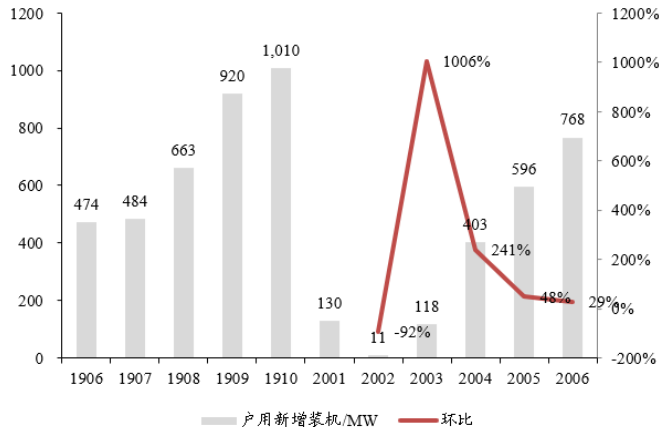


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

户用高增长，工商业超预期，下半年翻倍增长趋势明确：疫情影响组件价格超跌，刺激潜在装机需求。能源局公布上半年装机数据，分布式装机约 4.4GW，其中工商业 2.4GW，超预期，户用约 2GW。下半年来看，户用预计 5GW+，工商业预计 4-5GW，电站装机约 35GW 左右，全年国内预计约 45GW。户用来看，公司市占率 30%+，测算全年出货约 2.1-2.4GW；

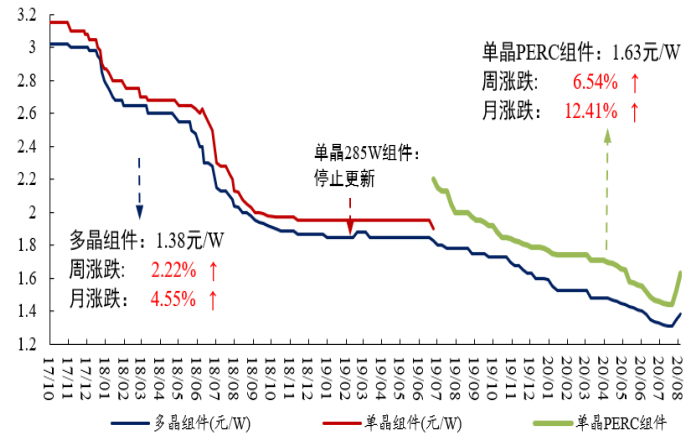
工商业来看，市占率约 35%，测算全年出货约 2.4GW，电站方面公司 255kW 大机型推出，极具竞争优势，预计电站出货 1 个多 GW。下半年户用工商业环比翻倍增长趋势明确，电站业务稳步推进，添加明年业绩增长新动能。

图 4：户用新增装机（GW）



数据来源：能源局，东吴证券研究所

图 5：截止 8 月 8 日组件价格

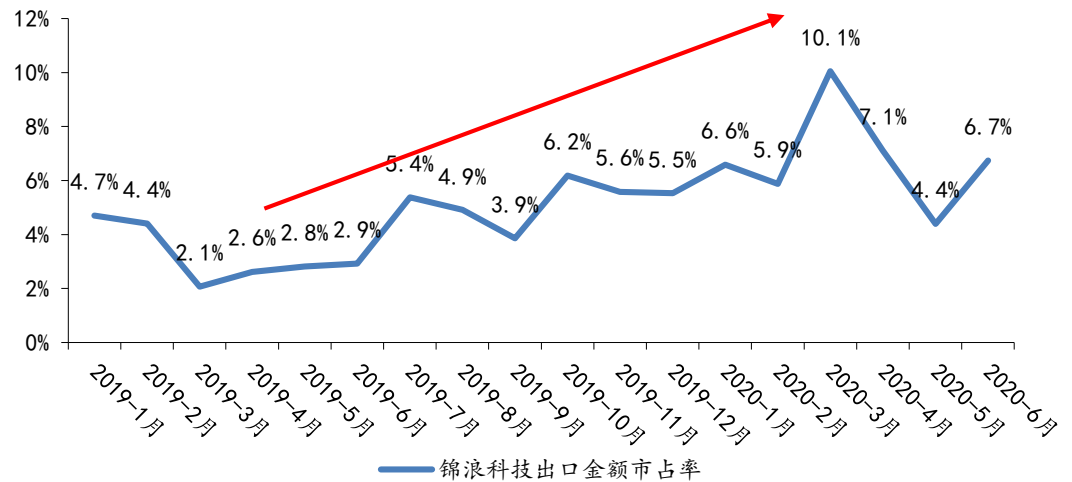


数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

海外疫情逐步恢复，恢复高增长：行业来看，三、四月份疫情些许影响，五月份逐步恢复，六、七月份明显好转，三季度预计恢复至疫情前水平，四季度旺季环比高增，全年判断装机在 80-90GW，同比持平。

出口市占率迅速提升，锦浪海外逆势高增长：逆变器出口来看，行业 20 年 1-5 月累计出口金额 8.3 亿美元，同比下降 15.8%，但国内厂商逆势高增长，阳光电源 1-5 月累计出口 1.16 亿美元，同比+31%，锦浪科技 1-5 月累计出口 0.58 亿美元，同比+96%，行业下滑背景下锦浪科技高增长的原因在于出口市占率迅速的提升，测算 1-5 月累计出口金额市占率 7%（2019 年仅 4.6%），三季度预计恢复至疫情前水平，环比有显著增长，四季度旺季来袭，环比高增长确定性强，全年出口来看，预计在 23-24 亿美元，同比基本持平，按公司 7% 出口市占率测算，全年出口金额约在 1.6-1.7 亿美元，下半年出口高增长趋势明显。

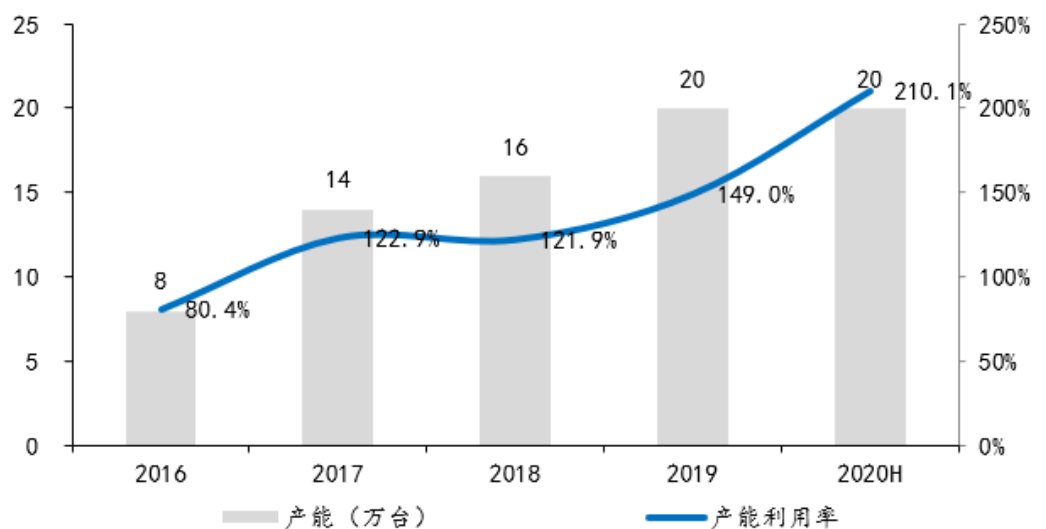
图 6：锦浪科技出口金额市占率增长迅速



数据来源：智新咨询，东吴证券研究所

公司在手订单饱满，产能利用率高企：公司 20 年 H 产量 20.01 万台，产能 20 万台，产能利用率高达 210.1%（2019 年为 149.0%），目前公司在建产能 12 万台，预期 20 年末产能达到 32 万台，同比+60%，预计公司 20 年产量在 50-60 万台。国内户用工商业高增长，海外市占率迅速提升，公司 Q3 看订单饱满，看好公司 Q3/4 增长。

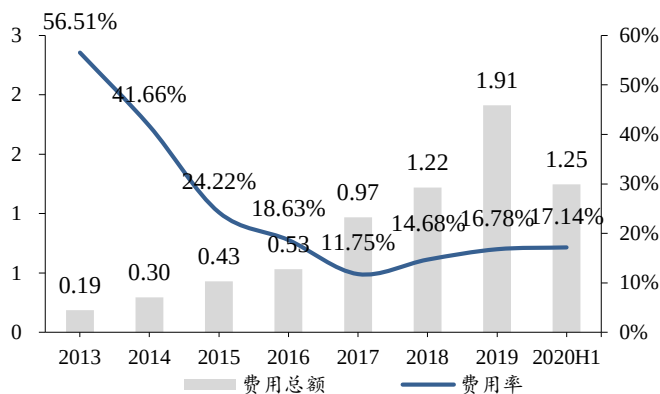
图 7：锦浪科技产能利用率高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

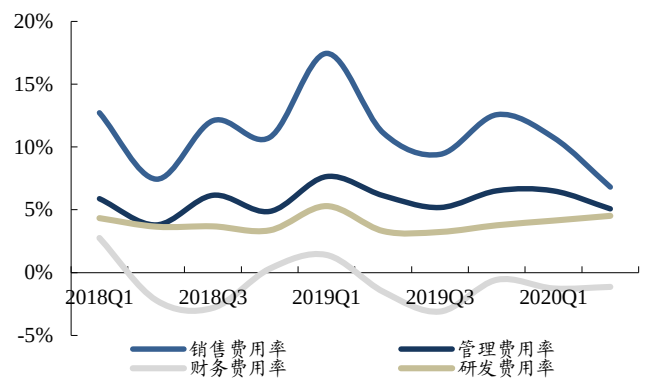
费控优秀，三费显著下降 6.86 个百分点至 18.37%：其中，20H 销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 8.32%、上升 47.99%、上升 89.22%、上升 440.72%至 0.61 亿元、0.41 亿元、0.32 亿元、-0.09 亿元；费用率分别下降 5.25、下降 1.09、上升 0.29、下降 0.8 个百分点至 8.33%、5.63%、4.37%、-1.19%。Q2，销售、管理、研发、财务费用分别同比+8.57%/+46.97%/+142.15%/+32.57%，费用率分别为 6.81%/5.08%/4.52%/-1.15%。

图 8：2020H 期间费用 1.25 亿元，同比+26.17%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

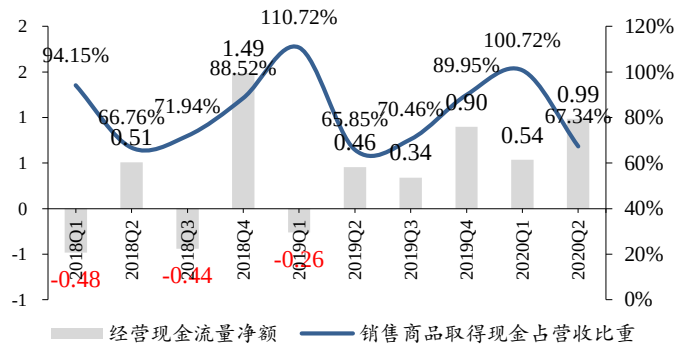
图 9：Q2 期间费用率 15.26%，同比-3.77pct



数据来源：WIND，东吴证券研究所

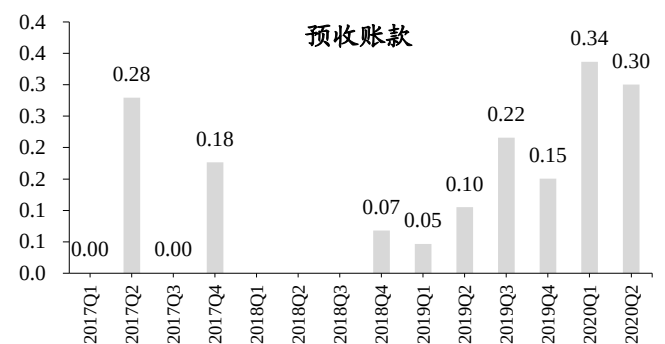
现金流亮眼，存货、预收较年初高速增长印证订单饱满：20H 公司销售商品取得现金 5.84 亿元，同比增长 70.12%。期末预收款项 0.30 亿元，比年初增长 99.91%。期末应收账款 2.46 亿元，较期初增长 0.02 亿元，应收账款周转天数下降 16.57 天至 60.76 天。期末存货 3.66 亿元，较期初上升 2.41 亿元；存货周转天数上升 48.76 天至 95.7 天。Q2 经营活动现金流量净额 0.99 亿元，有所强化；存货上升 1.1 亿元至 3.66 亿元；应收账款增加 0.29 亿元至 2.46 亿元。

图 10: Q2 现金净流入 0.99 亿元, 同比+115.76%



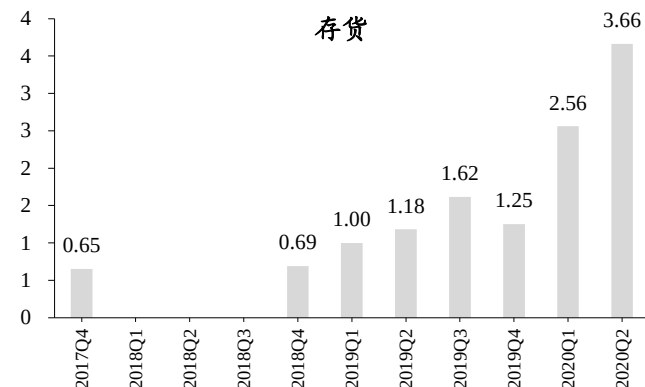
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 11: 期末预收款项 0.3 亿元, 同比+186.35%



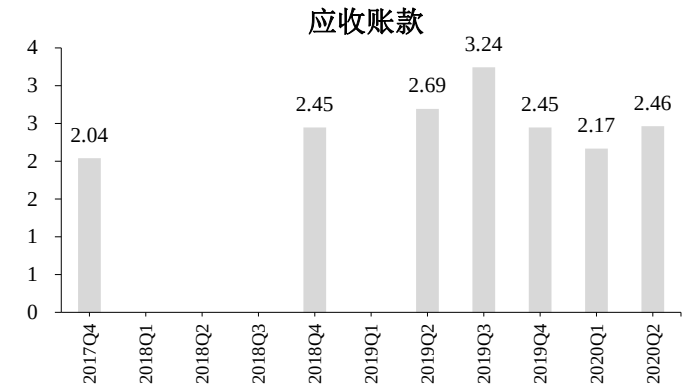
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 12: 期末存货 3.66 亿元, 较期初+2.41 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 13: 期末应收账款 2.46 亿元, 较期初-0.02 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 2.88、4.68、6.48 亿元, 同比增长 127.6%、62.4%、38.5%, 对应 EPS 为 2.08、3.39、4.69 元。目标价 152.6 元, 对应 21 年 45 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	1,572	1,947	3,098	营业收入	1,139	1,902	2,779	3,871
现金	517	684	953	1,516	减:营业成本	745	1,223	1,756	2,498
应收账款	245	573	621	1,042	营业税金及附加	4	7	9	12
存货	125	224	278	436	营业费用	136	188	264	341
其他流动资产	85	91	95	104	管理费用	70	171	236	310
非流动资产	312	443	543	661	财务费用	-15	-17	-23	-35
长期股权投资	0	0	0	1	资产减值损失	-2	4	6	8
固定资产	210	318	414	520	加:投资净收益	-3	-1	-2	-2
在建工程	34	48	43	43	其他收益	3	1	1	1
无形资产	60	69	78	89	营业利润	148	327	531	737
其他非流动资产	8	8	8	8	加:营业外净收支	-1	5	7	8
资产总计	1,284	2,015	2,489	3,758	利润总额	148	331	538	745
流动负债	373	810	840	1,465	减:所得税费用	21	43	70	97
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	194	570	527	1,034	归属母公司净利润	127	288	468	648
其他流动负债	179	240	313	431	EBIT	135	316	516	711
非流动负债	42	45	47	49	EBITDA	148	338	547	751
长期借款	42	45	47	49					
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	855	887	1,514	每股收益(元)	0.92	2.08	3.39	4.69
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	6.29	8.39	11.59	16.23
归属母公司股东权益	869	1,159	1,602	2,244	发行在外股份(百万股)	80	138	138	138
负债和股东权益	1,284	2,015	2,489	3,758	ROIC(%)	12.6%	22.8%	27.2%	27.0%
					ROE(%)	14.6%	24.9%	29.2%	28.9%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.6%	35.7%	36.8%	35.5%
经营活动现金流	143	300	399	689	销售净利率(%)	11.1%	15.1%	16.8%	16.7%
投资活动现金流	-201	-154	-130	-158	资产负债率(%)	32.3%	42.4%	35.6%	40.3%
筹资活动现金流	342	20	0	32	收入增长率(%)	37.0%	67.0%	46.1%	39.3%
现金净增加额	286	167	269	563	净利润增长率(%)	7.2%	127.6%	62.4%	38.5%
折旧和摊销	13	22	30	40	P/E	123.93	54.45	33.52	24.20
资本开支	103	131	99	118	P/B	18.05	13.53	9.79	6.99
营运资本变动	-4	7	-77	36	EV/EBITDA	102.79	44.37	26.94	18.87

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>