

锦浪科技三季报点评：Q3 业绩超预期，明年高增长确定！

买入（维持）

2020 年 10 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	2,013	3,027	3,957
同比（%）	37.0%	76.8%	50.3%	30.7%
归母净利润（百万元）	127	303	505	687
同比（%）	7.2%	139.3%	66.7%	36.1%
每股收益（元/股）	0.92	2.19	3.65	4.97
P/E（倍）	127.27	53.19	31.90	23.44

投资要点

- **20Q1-3 业绩 2.1 亿元，同增 188.8%，超预期！**公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 总收入 13.51 亿元，同比增长 74.31%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 188.84%；Q3 实现营业收入 6.24 亿元，同比增长 71.68%，环比增长 39.83%；Q3 归属母公司净利润 0.92 亿元，同比增长 119.86%，环比增长 53.57%；收入和利润增长超市场预期。
- **Q3 国内外出货均高增，Q4 国内环比略降海外高增盈利能力迅速提升！**拆分收入结构来看，Q3 公司国内收入约 2.8 亿元，同比增长 80%，环比增长 61%，海外收入约 3.44 亿元，同比+66%，环比+39%，占比 55%。Q4 传统旺季，预计 Q4 海外出货环比有 50%以上增长，Q4 海外收入占比将有较大增长，带动公司盈利能力迅速提升。
- **海外看，锦浪海外持续高增长，出口市占率迅速提升：**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，锦浪科技 1-5 月累计出口 0.58 亿美元，同比+96%，原因在于出口市占率迅速的提升。公司全年出口预计 2.5-3GW，对应金额约在 1.7-1.8 亿美元，出口市占率接近 7%+！
- **国内看，户用装机需求超预期，公司户用市占率再提升。**根据国家能源局公布数据，20 年 1-9 月户用新增 5.27GW，户用补贴 11 月用完，预计全年户用装机 7.5-8GW，公司户用全年出货预计 3GW 左右，测算市占率约 40%。工商业来看，上半年装机 2.4GW，预计全年 6.5-7.5GW，公司市占率 25%左右，测算全年出货约 1.5-2GW。电站方面公司 255kW 大型机推出，极具竞争优势，今年国内开始部分出货，电站业务稳步推进，预计是明年业绩重要增量。
- **Q4 最强旺季，明年出口继续高增！**今年 Q1-3 受疫情及组件涨价影响，行业需求延迟，预计四季度将迎来最强旺季，环比高增长确定性强，预计全年海外装机在 80-90GW，我们预计对应逆变器 23-24 亿美元的出口金额，同比基本持平。公司海外市场持续拓展，预计今年出口市占率将提升至 7%+。明年公司计划产品端继续降本提效，销售端深耕主力市场、扩展客户群体，今年海外同比持平，公司出货同比 60%+，明年海外增长 40-50%，预计公司出货增长 80%+。
- **费用管控合理，期间费用率下降至 17.36%。**由于公司经营销售规模扩大且研发投入加大，2020Q1-3 费用同比增长 53.95%至 2.35 亿元，但期间费用率下降 2.3 个百分点至 17.36%。其中，Q1-3 公司财务费用同比下降 40.93%至-0.08 亿元，主要是外汇汇率波动，汇兑损益增加所致；同时，由于公司积极拓展海外销售渠道，销售费用同比上升 19.48%至 1.08 亿元，销售费用环比增速超过收入增速；经营规模和产品认证投入加大，管理费用上升 54.88%至 0.72 亿元；公司积极加大对研发人才及研发项目的投入，致使研发费用上升 118.34%至 0.62 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年业绩 3.03、5.05、6.87 亿元，同比增长 139.3%、66.7%、36.1%，对应 EPS 为 2.19、3.65、4.97 元。目标价 164.25 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)	116.56
一年最低/最高价	20.23/141.46
市净率(倍)	16.84
流通 A 股市值(百万元)	6417.76

基础数据

每股净资产(元)	6.92
资产负债率(%)	50.74
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）：业绩持续靓丽、组串逆变耀眼明星》2020-08-11
- 2、《锦浪科技（300763）：国内爆发海外依然高增长，业绩超预期！》2020-07-13
- 3、《锦浪科技（300763）：业绩符合预期，海外持续高增长》2020-04-22

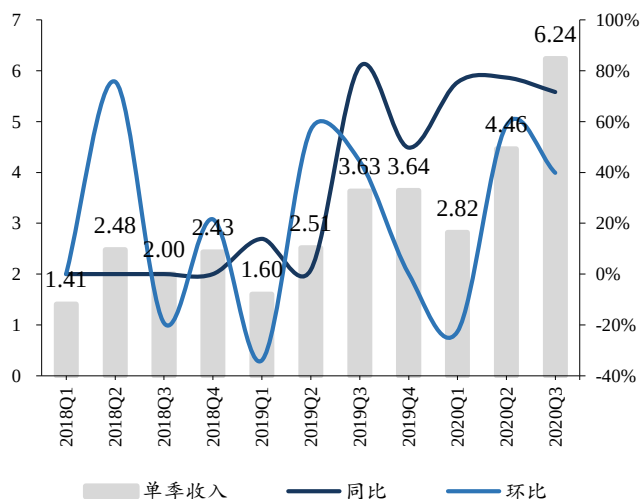
20Q1-3 业绩 2.1 亿元，同增 188.8%，超预期！公司发布 2020 年三季报，20Q1-3 总收入 13.51 亿元，同比增长 74.31%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 188.84%；Q3 实现营业收入 6.24 亿元，同比增长 71.68%，环比增长 39.83%；Q3 归属母公司净利润 0.92 亿元，同比增长 119.86%，环比增长 53.57%；收入和利润增长超出市场预期。

图 1: Q1-3 收入 13.51 亿元，同比增长 74.31%；盈利 2.1 亿元，同比增长 188.84%

锦浪科技	20Q1-3	19Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	13.51	7.75	74.3%	6.24	3.63	71.7%	4.46	39.8%
毛利率	34.1%	31.8%	2.3%	31.3%	30.5%	0.8%	31.3%	0.0%
营业利润	2.48	0.84	194.5%	1.08	0.49	119.7%	0.70	53.2%
利润总额	2.43	0.83	190.5%	1.04	0.49	112.4%	0.70	47.2%
归属母公司净利润	2.10	0.73	188.8%	0.92	0.42	119.9%	0.60	53.6%
扣非归母净利润	1.92	0.76	153.3%	0.73	0.48	52.9%	0.60	20.8%
归母净利率	15.6%	9.4%	6.17%	14.7%	11.5%	3.2%	13.4%	1.3%
股本	1.38	0.80	-	1.38	0.80	-	1.38	-
EPS	1.52	0.91	67.2%	0.66	0.52	27.3%	0.43	53.6%

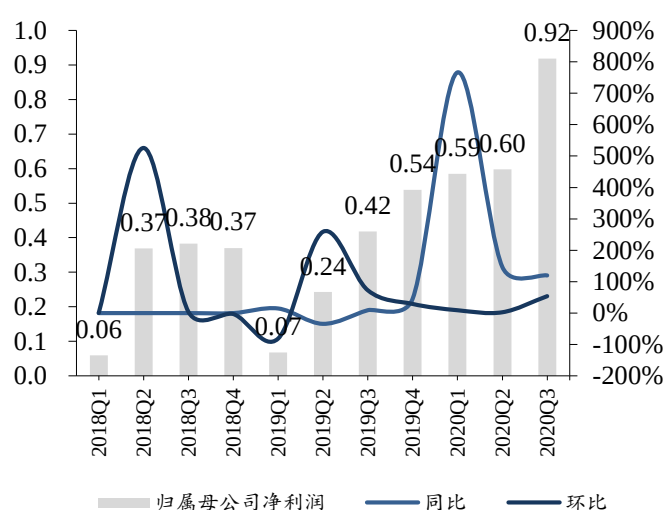
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: Q3 收入 6.24 亿元，同比+71.68%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3: Q3 归母净利润 0.92 亿元，同比+119.86%

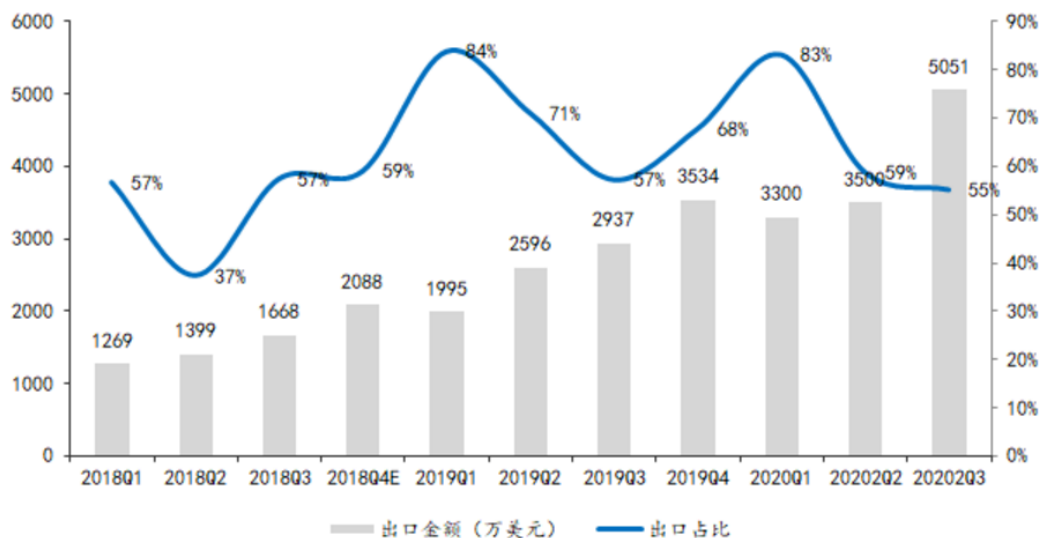


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 国内外出货均高增，Q4 国内环比略降海外高增盈利能力迅速提升！拆分收入结构来看，Q3 公司国内收入约 2.8 亿元，同比增长 80%，环比增长 61%，海外收入约 3.44 亿元，同比增长 66%，环比增长 39%，占比 55%。公司海外收入占比略降，主要原因在于国内 Q3 户用工商业装机爆发，带动国内收入增幅高于海外；Q4 看，国内户用补贴 11

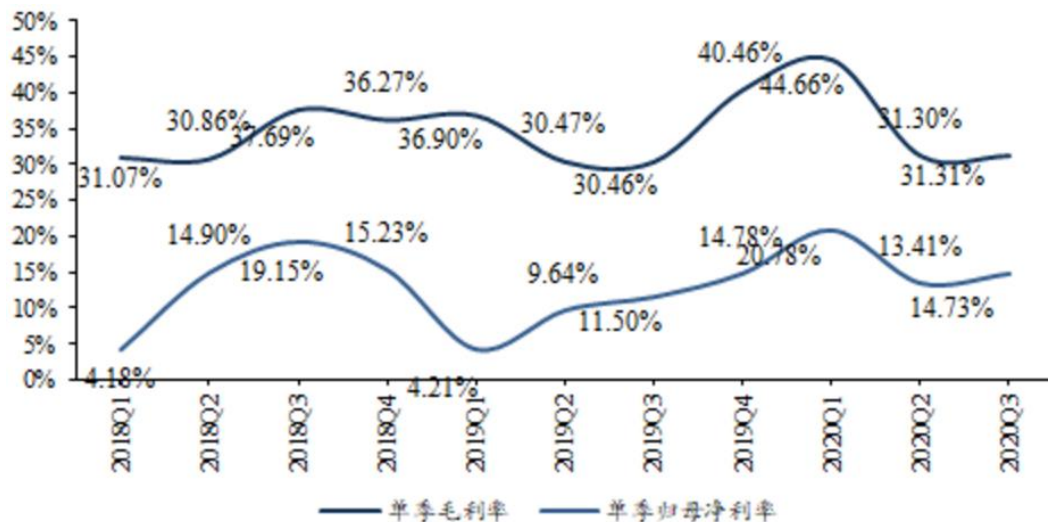
月用完，预计 10、11 月仍有 2.5-3GW 户用装机，但环比 Q3 略有下降；Q4 传统旺季，预计 Q4 海外出货环比有 50%以上增长，Q4 海外收入占比将有较大增长，带动公司盈利能力迅速提升。

图 4：公司分季度国内外收入分拆（万美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：Q3 毛利率、净利率同比+0.84、+3.23pt

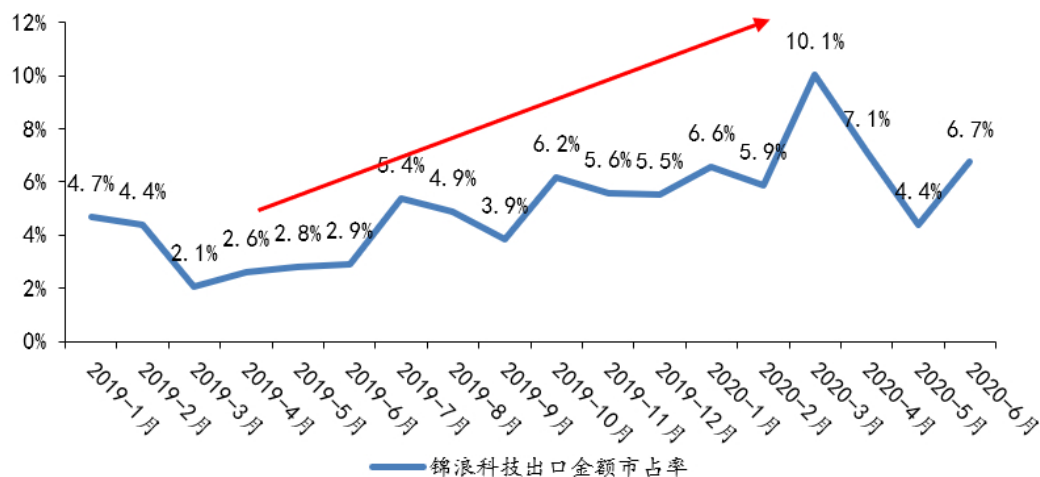


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外看，锦浪海外持续高增长，出口市占率迅速提升：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%)，三季度出口高增，四季度旺季来袭，环比预计增长 50%+，全年出口来看，预计在 23-24 亿美元，同比基本持平，公司全年海外出口预计 2.5-3GW，对应全年出口金额约在 1.7-1.8 亿美元，出口市占率接近 7%+!

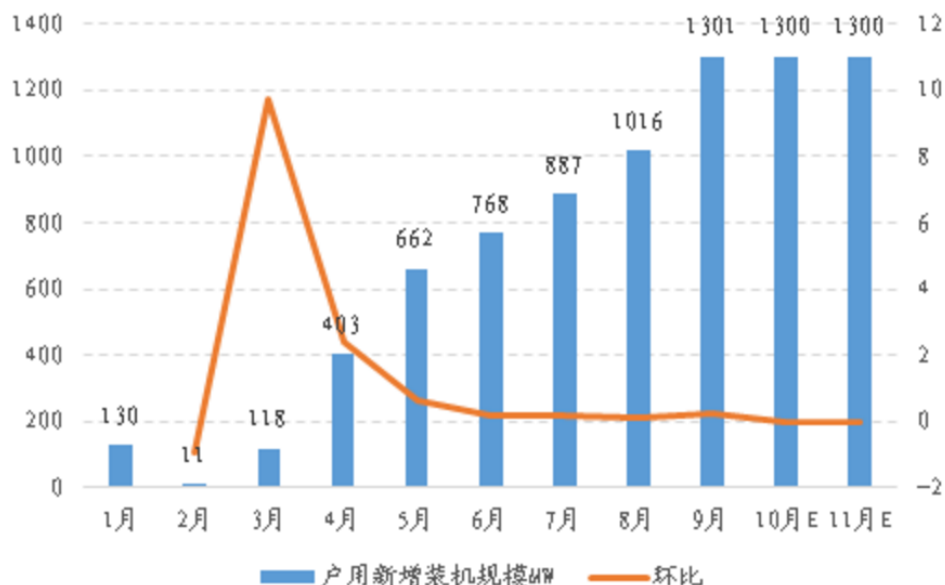
图 6: 锦浪科技出口金额市占率增长迅速



数据来源: 智新咨询, 东吴证券研究所

国内看, 户用装机需求超预期, 公司户用市占率再提升。根据国家能源局公布数据, 20 年 1-9 月户用新增 5.27GW, 户用补贴 11 月用完, 预计全年户用装机 7.5-8GW, 公司户用全年出货预计 3GW 左右, 测算市占率约 40%。工商业来看, 上半年装机 2.4GW, 预计全年 6.5-7.5GW, 公司市占率 25%左右, 测算全年出货约 1.5-2GW。电站方面公司 255kW 大机型推出, 极具竞争优势, 今年国内开始部分出货, 电站业务稳步推进, 预计是明年业绩重要增量。

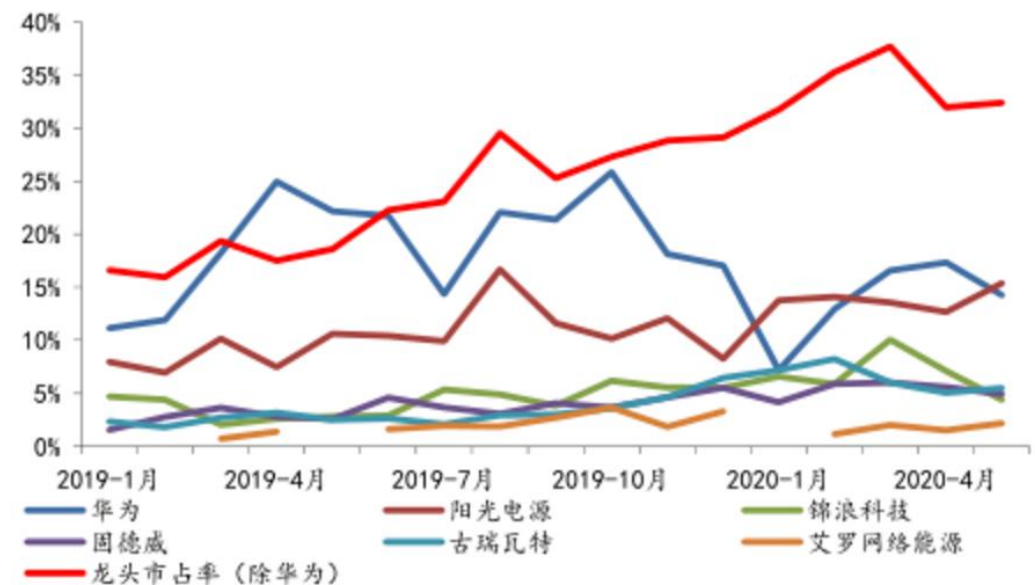
图 7: 20 年户用光伏新增装机量 (MW)



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

Q4 最强旺季，明年出口继续高增！今天 Q1-3 受疫情及组件涨价影响，行业需求延迟，预计四季度将迎来最强旺季，环比高增长确定性强，预计全年海外装机在 80-90GW，我们预计对应逆变器 23-24 亿美元的出口金额，同比基本持平。中国逆变器出海大势所趋，阳光、固德威、古瑞瓦特出口均有较大增长，公司海外市场持续拓展，东南亚、美国、日本、韩国、澳大利亚等市场持续领先，原有市场进一步巩固，也有新兴市场的拓展，预计今年出口市占率将提升至 7%+。明年公司计划产品端继续降本提效，销售端深耕主力市场、扩展客户群体，今年海外同比持平，公司出货同比 60%+，明年海外增长 40-50%，预计公司出货增长 80%+

图 8：中国企业海关出口市占率

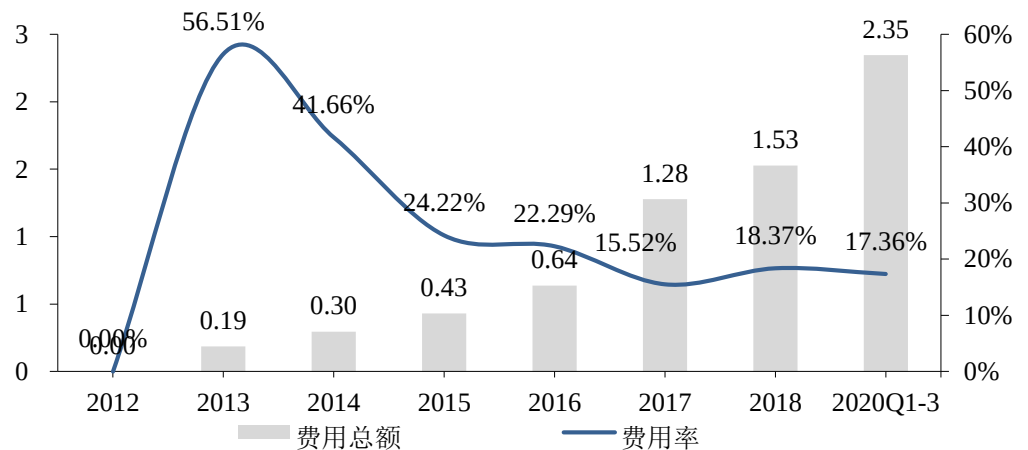


数据来源：智新咨询，东吴证券研究所

费用管控合理，期间费用率下降至 17.36%。由于公司经营销售规模扩大且研发投入加大，2020Q1-3 费用同比增长 53.95%至 2.35 亿元，但期间费用率下降 2.3 个百分点至 17.36%。其中，Q1-3 公司财务费用同比下降 40.93%至 -0.08 亿元，主要是外汇汇率波动，汇兑损益增加所致；同时，由于公司积极拓展海外销售渠道，销售费用同比上升 19.48%

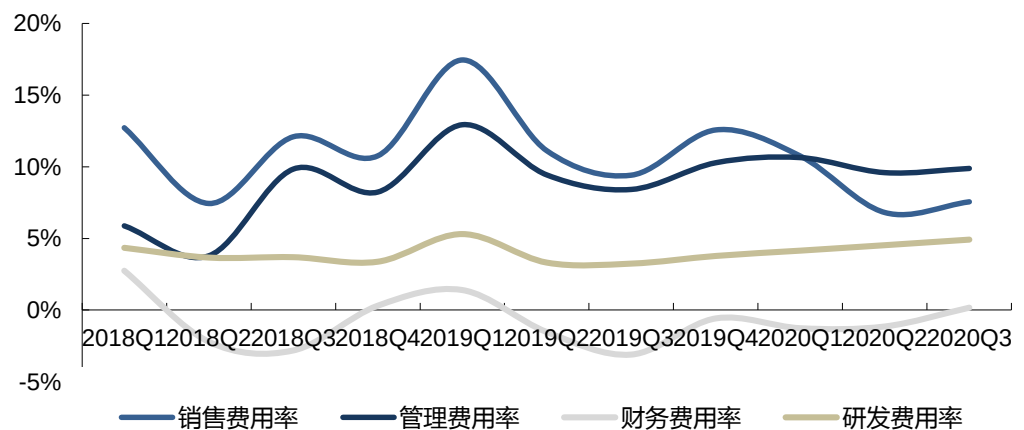
至 1.08 亿元，销售费用环比增速超过收入增速；经营规模和产品认证投入加大，管理费用上升 54.88%至 0.72 亿元；公司积极加大对研发人才及研发项目的投入，致使研发费用上升 118.34%至 0.62 亿元；费用率分别下降 3.66、上升 0.26、上升 0.93、上升 1.1 个百分点至 7.97%、9.95%、4.62%、-0.56%。其中，Q3 销售、管理、研发、财务费用分别同比+37.75%/+65.02%/+159.94%/-109.38%，费用率分别为 7.55%/9.89%/4.91%/0.17%。

图 9：Q1-3 期间费用 2.35 亿元，同比+53.95%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：Q3 期间费用率 17.36%，同比-2.3pct



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流表现亮眼，存货、预收较年初高增长印证订单饱满。得益于公司销量持续增长，Q1-3 经营活动现金流量净流入 2.16 亿元，同比增长 301.36%；销售商品取得现金

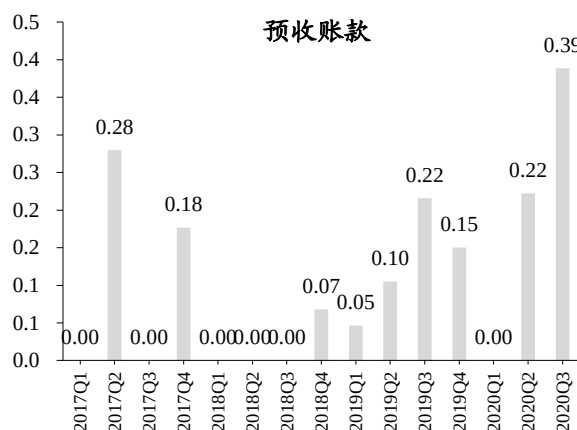
10 亿元，同比增长 66.98%。期末预收款项 0.39 亿元，比年初增长 80.15%，期末存货 4.39 亿元，较期初上升 3.14 亿元，存货及预收账款的高增长，印证了公司订单饱满，加大备库存，以满足行业需求的快速增长。从 Q3 单季度来看，公司经营活动现金流量净额 0.63 亿元，有所强化；存货上升 3.66 亿元至 4.39 亿元；应收账款减少 0.38 亿元至 2.84 亿元。

图 11: Q3 现金净流入 0.63 亿元，同比+86.02%



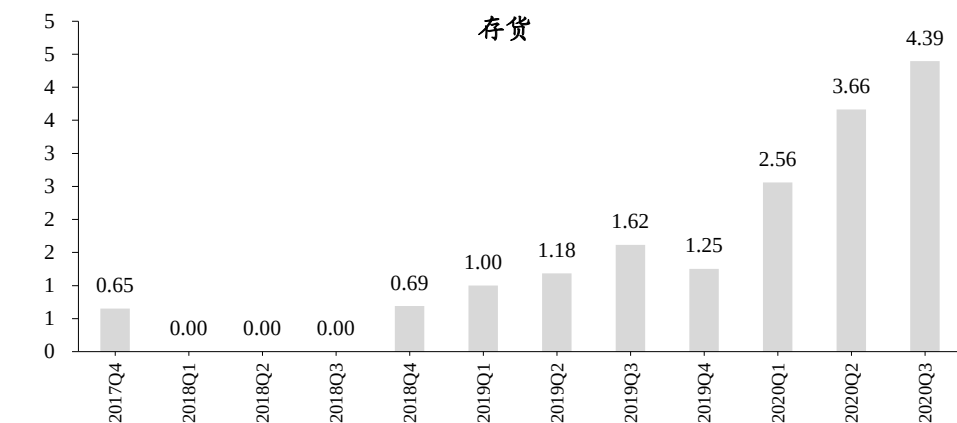
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 期末预收款项 0.39 亿元，同比+80.15%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 期末存货 4.39 亿元，较 20Q1-3 期初+3.14 亿元



数据来源：公司公告，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 3.03、5.05、6.87 亿元，同比增长 139.3%、66.7%、36.1%，对应 EPS 为 2.19、3.65、4.97 元。目标价 164.25 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	1,655	2,041	3,130	营业收入	1,139	2,013	3,027	3,957
现金	517	690	961	1,585	减: 营业成本	745	1,323	1,944	2,536
应收账款	245	620	680	1,020	营业税金及附加	4	7	9	13
存货	125	253	303	422	营业费用	136	171	242	301
其他流动资产	85	93	97	103	管理费用	70	211	303	376
非流动资产	312	463	579	674	财务费用	-15	-18	-24	-36
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	334	446	533	加: 投资净收益	-3	28	27	20
在建工程	34	52	47	44	其他收益	3	1	1	1
无形资产	60	69	78	89	营业利润	148	343	574	782
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	2,118	2,620	3,804	利润总额	148	348	581	790
流动负债	373	899	918	1,420	减: 所得税费用	21	45	75	103
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	194	633	583	1,002	归属母公司净利润	127	303	505	687
其他流动负债	179	266	336	418	EBIT	135	333	559	755
非流动负债	42	45	48	49	EBITDA	148	355	591	797
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	944	966	1,469	每股收益(元)	0.92	2.19	3.65	4.97
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	6.29	8.50	11.96	16.89
归属母公司股东权益	869	1,174	1,654	2,335	发行在外股份(百万股)	80	138	138	138
负债和股东权益	1,284	2,118	2,620	3,804	ROIC (%)	12.6%	23.8%	28.5%	27.5%
					ROE (%)	14.6%	25.8%	30.5%	29.4%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率 (%)	34.6%	34.3%	35.8%	35.9%
经营活动现金流	143	296	390	707	销售净利率 (%)	11.1%	15.0%	16.7%	17.4%
投资活动现金流	-201	-144	-120	-115	资产负债率 (%)	32.3%	44.6%	36.9%	38.6%
筹资活动现金流	342	21	1	32	收入增长率 (%)	37.0%	76.8%	50.3%	30.7%
现金净增加额	286	172	271	624	净利润增长率 (%)	7.2%	139.3%	66.7%	36.1%
折旧和摊销	13	22	32	42	P/E	127.27	53.19	31.90	23.44
资本开支	103	151	116	95	P/B	18.54	13.72	9.74	6.90
营运资本变动	-4	17	-95	36	EV/EBITDA	105.65	43.37	25.64	18.23

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>