

国内海外双双超预期，21 年出口持续高增！ 买入（维持）

2021 年 01 月 24 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 陈瑶

执业证号：S0600520070006

15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,139	2,170	3,493	5,139
同比（%）	37.0%	90.5%	60.9%	47.1%
归母净利润（百万元）	127	326	555	777
同比（%）	7.2%	157.5%	70.2%	40.0%
每股收益（元/股）	0.87	2.24	3.81	5.33
P/E（倍）	212.54	82.53	48.47	34.62

投资要点

- **20 年业绩 3.0-3.6 亿元，同比增长 137.0% -184.4%，超预期！** 20 年预计实现归母净利润 3.0-3.6 亿元，同增 137.0% -184.4%；Q4 归属母公司净利润 0.89-1.49 亿元，同比增长 64.8%-175.9%，环比增长-3.26%-61.96%，公司报告期内非经常性损益约 0.44 亿元，20 年扣非归母净利润 2.56-3.16 亿元，同增 111.6%-161.2%。按中值测算，公司 Q4 收入 7.48 亿元，同比增长 105.5%，环比增长 20%，归母净利润 1.19 亿元，同比增长 120.4%，环比增长 29%。总体收入和利润增长超出市场预期。
- **疫情加速出海+国内户用超预期，国内海外收入双双超预期：** 预计公司 20 年收入 20-21 亿元，其中海外占比 60%+，对应约 12-13 亿元，同比增长约 75%-80%，国内收入占比约 40%，对应约 8-9 亿元，同比增长 200%+。（1）疫情加速国内逆变器企业出海：20 年疫情影响下，海外装机韧性极强，前 11 月组件出口 67.4GW，同增 8.9%，预计全年海外装机 90GW+，同比 20 年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；（2）国内户用大超预期：20 年国内户用装机大超预期，全年户用新增 10.1GW，同比增长 68%，公司作为国内户用龙头，充分受益。
- **逆变器格局加速集中，公司脱颖而出：** 公司逆变器全年总体出货 30 多万台，约 8-9GW，同比增长 100%+。20 年疫情加速行业集中，国内龙头加速出海国产替代，20 年公司全球市占率 6.5%左右，相比 19 年翻倍增长，位列全球前五。
- **海外龙头地位强化，出口金额市占率同比翻番：** 从出口金额来看，预计国内逆变器出口金额 24 亿美元+，同比持平或略增，公司全年海外出口金额约在 1.8-1.9 亿美元，出口市占率接近 8%，19 年仅约 4%，同比翻番！
- **国内户用装机超预期，公司户用龙头地位稳固：** 根据国家能源局公布数据，20 年户用新增 10.1GW，公司国内户用全年出货预计 3.6-4GW，测算市占率 35-40%，同比提升 5-10pct！预计全国工商业装机 6-8GW，公司市占率 20%左右，测算全年出货 1.5GW 左右；电站方面公司 255kW 大机型业内首推，极具竞争优势，目前国内、海外均有电站项目中标，预计 20 年出货小几百兆瓦，电站业务稳步推进，预计是 21 年业绩重要增量。
- **21 年看海外加速拓展，公司出口持续高增：** 公司海外市场持续拓展，欧洲、美国、东南亚、澳大利亚、拉美等市场持续领先，近两年储备拓展了日本、韩国高端市场，预计 21 年开始放量；同时美国市场 20 年有意控制体量，21 年预计重点发力，公司是最早进入美国市场的中国逆变器企业之一，叠加美国市场 21 年高增，原有市场持续扩张+高端增量市场加速拓展贡献 21 年业绩增量。20 年海外同比略增，公司出货同比接近翻番，21 年海外增长 40-50%，预计公司出货增长 80%+。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 20-22 年业绩为：3.26、5.55、7.77 亿元，同比+157.5%、+70.2%、+40.0%，给予目标价 229 元，对应 21 年 60X，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)	184.7
一年最低/最高价	40.36/189.00
市净率(倍)	28.11
流通 A 股市值(百万元)	10162.42

基础数据

每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	50.74
总股本(百万股)	145.66
流通 A 股(百万股)	55.06

相关研究

- 1、《锦浪科技（300763）：锦浪科技三季报点评：Q3 业绩超预期，明年高增长确定！》2020-10-21
- 2、《锦浪科技（300763）：业绩持续靓丽、组串逆变耀眼明星》2020-08-11
- 3、《锦浪科技（300763）：国内爆发海外依然高增长，业绩超预期！》2020-07-13

20 年业绩 3.0-3.6 亿元，同比增长 137.0%-184.4%，超预期！20 年预计实现归母净利润 3.0-3.6 亿元，同增 137.0%-184.4%；Q4 归属母公司净利润 0.89-1.49 亿元，同比增长 64.8%-175.9%，环比增长-3.26%-61.96%，公司报告期内非经常性损益约 0.44 亿元，20 年扣非归母净利润 2.56-3.16 亿元，同增 111.6%-161.2%。按中值测算，公司 Q4 收入 7.48 亿元，同比增长 105.5%，环比增长 20%，归母净利润 1.19 亿元，同比增长 120.4%，环比增长 29%。总体收入和利润增长超出市场预期。

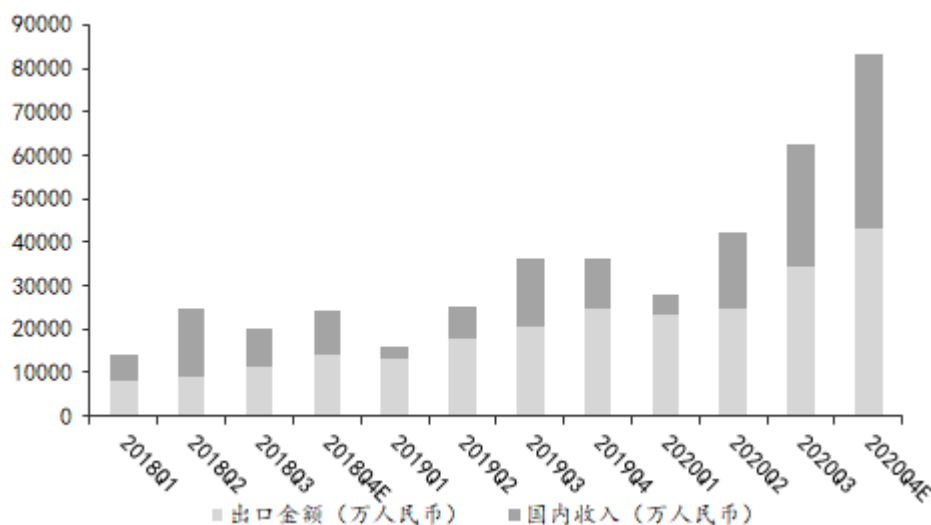
图 1：锦浪科技分季度业绩摘要与测算

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4中值	20Q4E	2020E	2020E中值
营收（亿元）	2.82	4.46	6.24	7.48	6.48~8.48	20.00~22.00	21.00
同比(%)	76.3%	77.7%	71.9%	105.5%	78.0%~133.0%	75.6%~93.1%	85%
归母净利润（亿元）	0.59	0.60	0.92	1.19	0.89~1.49	3.00~3.60	3.30
同比(%)	742.9%	150.0%	119.0%	120.4%	64.8%~175.9%	137.0%~184.4%	159.8%
扣非归母净利润（亿元）	0.60	0.60	0.73	0.93	0.63~1.23	2.56~3.16	2.86
同比(%)	757.1%	185.7%	52.1%	106.7%	31.3%~156.3%	111.6%~161.2%	136.4%
归母净利润/营收	20.9%	13.5%	14.7%	15.9%	11.9%~19.9%	14.3%~17.1%	15.7%

数据来源：WIND，东吴证券研究所

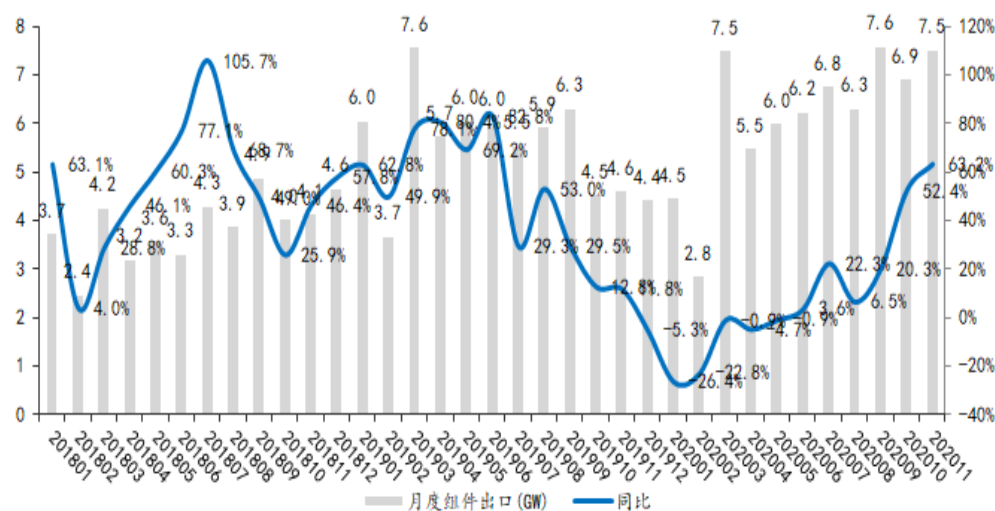
疫情加速出海+国内户用超预期，国内海外收入双双超预期：预计公司 20 年收入 20~21 亿元，其中海外占比 60%+，对应约 12~13 亿元，同比增长约 75%~80%，国内收入占比约 40%，对应约 8~9 亿元，同比增长 200%+。（1）疫情加速国内逆变器企业出海：20 年疫情影响下，海外装机韧性极强，前 11 月组件出口 67.4GW，同增 8.9%，预计全年海外装机 90GW+，同比 20 年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；（2）国内户用大超预期：20 年国内户用装机大超预期，全年户用新增 10.1GW，同比增长 68%，公司作为国内户用龙头，充分受益。

图 2：公司国内外收入结构（测算值）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

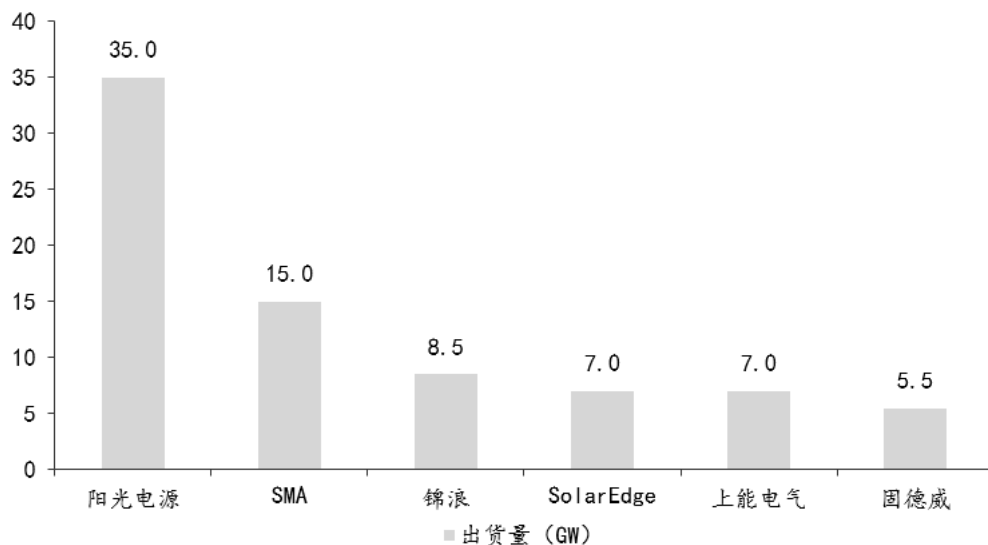
图 3: 组件出口持续高增



数据来源：solarzoom，东吴证券研究所

逆变器格局加速集中，公司脱颖而出：公司逆变器全年总体出货 30 多万台，约 8-9GW，同比增长 100%+。20 年疫情加速行业集中，国内龙头加速出海国产替代，20 年公司全球市占率 6.5%左右，相比 19 年翻倍增长，位列全球前五。

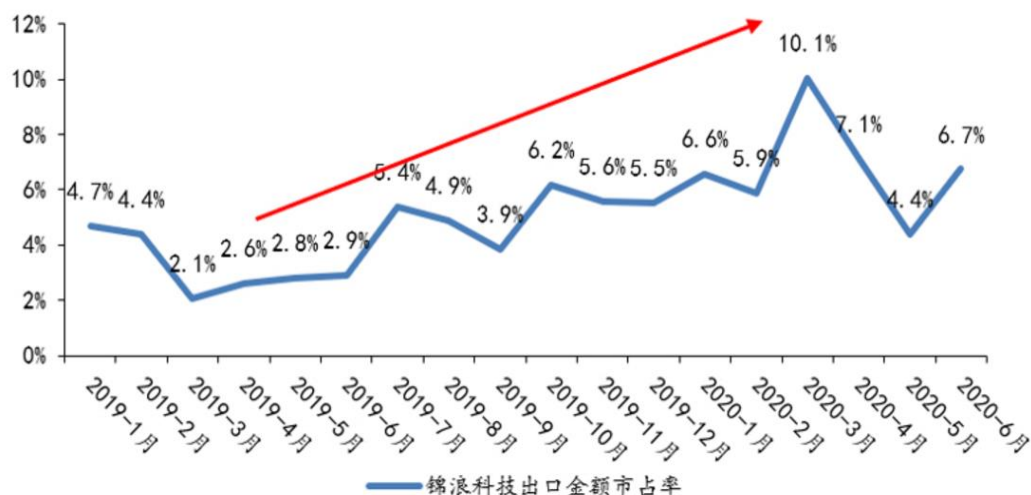
图 4: 2020 年逆变器全球竞争格局（预计）



数据来源：东吴证券研究所测算

海外龙头地位强化，出口金额市占率同比翻番！从出口金额来看，预计国内逆变器出口金额 24 亿美元+，同比持平或略增，公司全年海外出口金额约在 1.8-1.9 亿美元，出口市占率接近 8%，19 年仅约 4%，同比翻番！

图 5：公司出口金额市占率持续提升

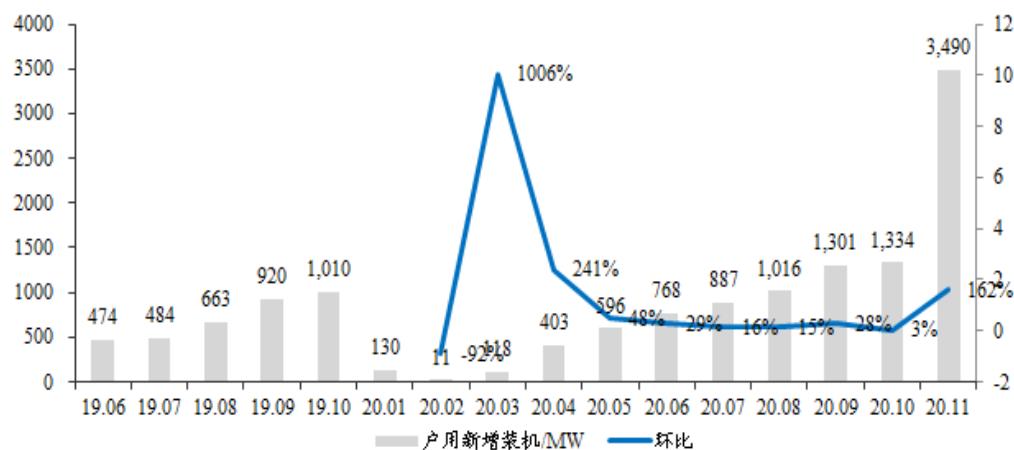


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内户用装机超预期，公司户用龙头地位稳固。根据国家能源局公布数据，20 年户用新增 10.1GW，公司国内户用全年出货预计 3.6-4GW，测算市占率 35-40%，同比提升 5-10pct！预计全国工商业装机 6-8GW，公司市占率 20%左右，测算全年出货 1.5GW 左

右；电站方面公司 255kW 大机型业内首推，极具竞争优势，目前国内、海外均有电站项目中标，预计 20 年出货小几百兆瓦，电站业务稳步推进，预计是 21 年业绩重要增量。

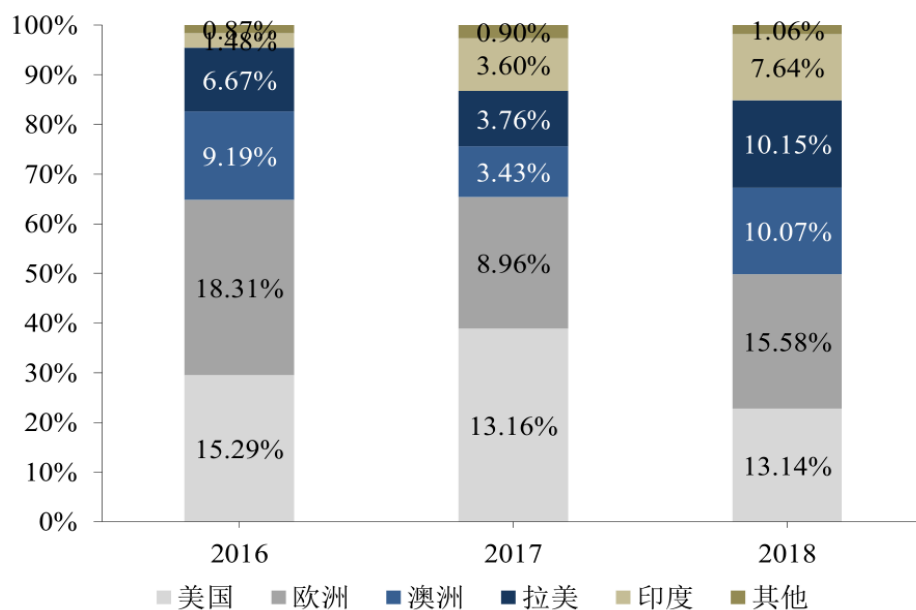
图 6: 国内户用装机超预期 (MW)



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

21 年看海外加速拓展，公司出口持续高增！公司海外市场持续拓展，欧洲、美国、东南亚、澳大利亚、拉美等市场持续领先，近两年储备拓展了日本、韩国高端市场，预计 21 年开始放量；同时美国市场 20 年有意控制体量，21 年预计重点发力，公司是最早进入美国市场的中国逆变器企业之一，叠加美国市场 21 年高增，原有市场持续扩张+高端增量市场加速拓展贡献 21 年业绩增量。20 年海外同比略增，公司出货同比接近翻番，21 年海外增长 40-50%，预计公司出货增长 80%+。

图 7: 2016-2018 公司海外销售地区分布



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 20-22 年业绩为：3.26、5.55、7.77 亿元，同比+157.5%、+70.2%、+40.0%，给予目标价 229 元，对应 21 年 60X，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	1,789	2,281	3,800	营业收入	1,139	2,170	3,493	5,139
现金	517	717	1,006	1,684	减:营业成本	745	1,451	2,281	3,399
应收账款	245	688	813	1,395	营业税金及附加	4	7	11	17
存货	125	289	362	609	营业费用	136	184	279	391
其他流动资产	85	94	100	113	管理费用	70	228	349	488
非流动资产	312	445	589	755	财务费用	-15	-18	-25	-39
长期股权投资	0	0	0	1	资产减值损失	-2	4	7	10
固定资产	210	311	449	599	加:投资净收益	-3	28	27	20
在建工程	34	57	53	57	其他收益	3	1	1	1
无形资产	60	68	79	90	营业利润	148	342	618	895
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	2,233	2,870	4,555	利润总额	148	347	625	903
流动负债	373	1,011	1,101	1,996	减:所得税费用	21	45	81	117
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	194	713	713	1,412	归属母公司净利润	127	326	555	777
其他流动负债	179	298	388	584	EBIT	135	331	602	0
非流动负债	42	42	45	49	EBITDA	148	353	635	911
长期借款	42	42	45	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	1,053	1,146	2,045	每股收益(元)	0.87	2.24	3.81	5.33
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	5.97	8.27	12.08	17.42
归属母公司股东权益	869	1,205	1,760	2,537	发行在外股份(百万股)	80	146	146	146
负债和股东权益	1,284	2,233	2,870	4,555	ROIC(%)	12.6%	23.6%	29.6%	29.4%
					ROE(%)	14.6%	25.6%	31.5%	31.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.6%	33.1%	34.7%	33.9%
经营活动现金流	143	301	408	824	销售净利率(%)	11.1%	15.0%	15.9%	15.1%
投资活动现金流	-201	-126	-148	-190	资产负债率(%)	32.3%	47.1%	39.9%	44.9%
筹资活动现金流	342	25	29	44	收入增长率(%)	37.0%	90.5%	60.9%	47.1%
现金净增加额	286	200	289	678	净利润增长率(%)	7.2%	157.5%	70.2%	40.0%
折旧和摊销	13	22	33	46	P/E	212.54	82.53	48.47	34.62
资本开支	103	133	144	165	P/B	30.96	22.33	15.29	10.61
营运资本变动	-4	24	-115	53	EV/EBITDA	178.82	74.14	40.80	27.67

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>