

20 年报&21Q1 点评：逆变器出货持续超预期，发力储能高增开启买入（维持）

2021 年 04 月 26 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,084	3,848	5,404	7,178
同比（%）	83.0%	84.6%	40.4%	32.8%
归母净利润（百万元）	318	608	909	1,272
同比（%）	151.3%	91.3%	49.3%	40.0%
每股收益（元/股）	2.18	4.18	6.24	8.73
P/E（倍）	73.67	38.52	25.79	18.42

投资要点

- **20 年归母净利润 3.18 亿元，同增 151.30%，超预期：**公司发布 2020 年报，20 年实现营业收入 20.84 亿元，同比增长 82.98%；实现利润总额 3.71 亿元，同比增长 151.25%；实现归属母公司净利润 3.18 亿元，同比增长 151.30%。其中 2020Q4，实现营业收入 7.33 亿元，同比增长 101.37%；实现归属母公司净利润 1.08 亿元，同比增长 100%。2021Q1，实现营业收入 6.17 亿元，同比增长 119.04%，环比下降 15.90%；实现归属母公司净利润 1.06 亿元，同比增长 81.29%，环比下降 1.71%。
- **逆变器出货超预期，海外盈利能力强劲，21 年出货规划大：**公司逆变器出货 48.2 万台，预计对应约 9GW 出货，同增 125%左右，其中国内出货约 65-70%，海外出货约 30-35%；从收入区域看，海外占比约 60.4%，同比下降约 2pct，主要原因是 20 年国内户用大超预期。从毛利看，国内毛利仅占比 19%，海外毛利占比 81%，公司盈利主要在海外。Q1 看，预计逆变器出货量约 2.4-2.7GW，得益海外占比提升，整体逆变器毛利率环比提升约 4-5pct 至约 32%，全年来看，公司逆变器产量经营目标约 106 万台，同比翻倍，我们预计公司出货 16GW+，同增 78%+。
- **储能优质赛道，公司重点发力：**随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，据 BNEF 预计，21 年储能装机达到 9.7GW/19.9GWH，同比增长 83%，同时能源局近期出台了《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》，中国储能到 2025 年累计装机目标 30GW（20 年 3.3GW），五年 9 倍空间，储能行业高增长开启。20 年公司储能业务约 3700 万收入，同增约 115%，储能毛利率 49.5%，同增约 6pct，主要是规模效应所致。21 年公司重点发力储能，专注储能逆变器赛道，21Q1 储能业务收入与去年全年基本持平，预计 21 全年储能收入 2 亿+，同增超 400%+。
- **持续加大研发力度，紧跟市场需求：**研发方面，2020 年公司研发费用 0.94 亿元，同比增长 122.91%，研发费用率 4.53%，同比增加 0.82pct。2020 年研发人员 301 人，占总员工比例 19.16%，同比增加 1.43pct。2020 年公司紧跟市场需求，推出 GCI-230K-EHV 锦浪超大功率 1500V 组串式逆变器进军电站和大工商业市场，21 年更大机型组串逆变器正在预演和开发，进一步增强公司竞争力。
- **投资建议：**基于出货量大增，我们上调盈利预测。我们预计公司 21-23 年业绩 6.08 亿元、9.09 亿元、12.72 亿元（前值为 21 年 5.55 亿，22 年 7.77 亿），同比+91.3%，+49.3%，+40.0%，EPS 分别为 4.18、6.24、8.73 元每股，目标价 230 元，对应 21 年 55X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，光伏政策超预期变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	160.88
一年最低/最高价	32.36/227.50
市净率(倍)	12.07
流通 A 股市值(百万元)	8858.01

基础数据

每股净资产(元)	13.33
资产负债率(%)	45.02
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)：国内海外双双超预期，21 年出口持续高增！》2021-01-25
- 2、《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
- 3、《锦浪科技 (300763)：业绩持续靓丽、组串逆变器耀明星》2020-08-11

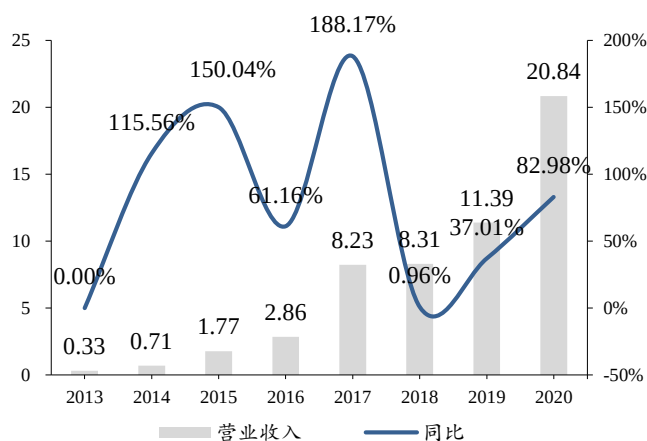
20 年归母净利润 3.18 亿元，同增 151.30%，超预期：公司发布 2020 年报，20 年实现营业收入 20.84 亿元，同比增长 82.98%；实现利润总额 3.71 亿元，同比增长 151.25%；实现归属母公司净利润 3.18 亿元，同比增长 151.30%。其中 2020Q4，实现营业收入 7.33 亿元，同比增长 101.37%；实现归属母公司净利润 1.08 亿元，同比增长 100%。2021Q1，实现营业收入 6.17 亿元，同比增长 119.04%，环比下降 15.90%；实现归属母公司净利润 1.06 亿元，同比增长 81.29%，环比下降 1.71%。利润的大幅增长得益于公司产品快速迭代，逆变器出货持续高增，同时经营管理水平显著提升，总体业绩超预期。

表 1：2020 年收入 20.84 亿元，同比增长 82.98%；盈利 3.18 亿元，同比增长 151.30%

锦浪科技	2020	2019	同比	2021Q1	2020Q1	同比	2020Q4	2019Q4	环比
营业收入	20.84	11.39	83.0%	6.17	2.82	119.0%	7.33	3.64	-15.9%
毛利率	31.8%	34.6%	-2.7%	32.2%	44.7%	-12.4%	27.6%	40.5%	4.6%
营业利润	3.75	1.48	153.2%	1.23	0.70	75.2%	1.27	0.64	-3.5%
利润总额	3.71	1.48	151.3%	1.23	0.69	78.8%	1.28	0.64	-4.4%
归属母公司净利润	3.18	1.27	151.3%	1.06	0.59	81.3%	1.08	0.54	-1.7%
扣非归母净利润	2.79	1.21	130.1%	0.93	0.60	56.7%	0.87	0.45	7.4%
归母净利率	15.3%	11.1%	4.1%	17.2%	20.8%	-3.6%	14.7%	14.8%	2.5%
股本	1.46	0.80	-	1.46	0.81	-	1.46	0.80	-
EPS	2.18	1.58	38.0%	0.73	0.72	1.0%	0.74	0.67	-1.7%

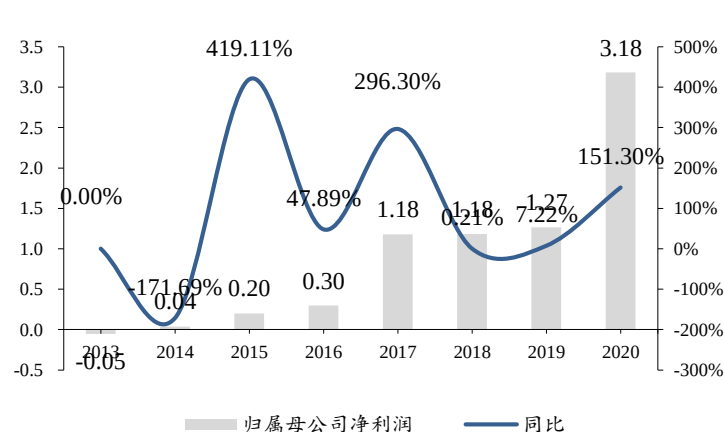
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2020 年收入 20.84 亿元，同比+82.98%（亿元）



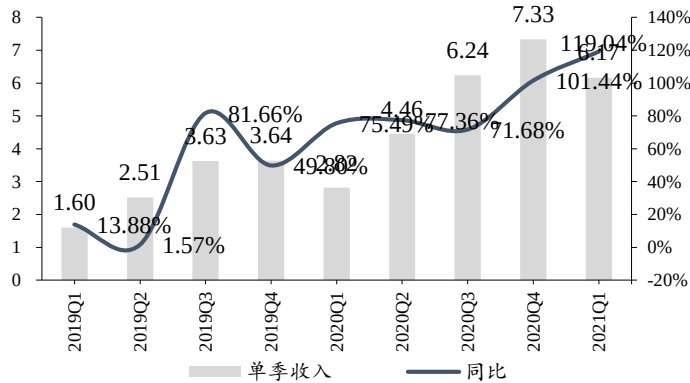
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 2：2020 年归母净利润 3.18 亿元，同比+151.30%（亿元）



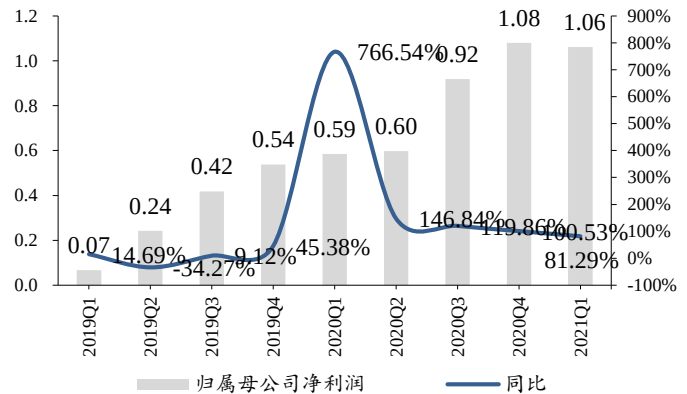
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 3: Q1 收入 6.17 亿元, 同比+119.04% (亿元)



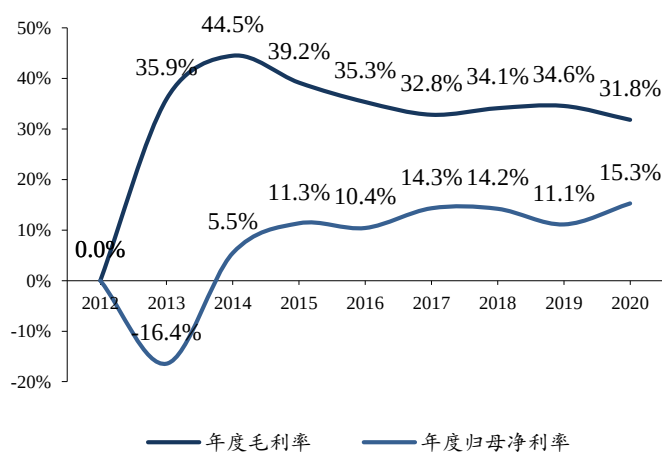
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: Q1 归母净利润 1.06 亿元, 同比+81.29% (亿元)



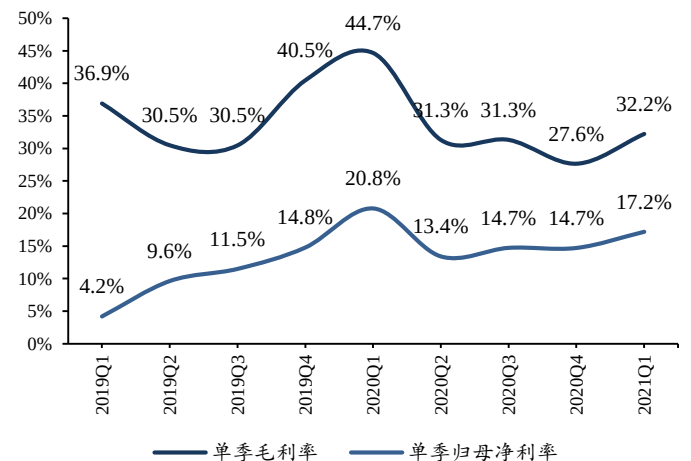
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 2020 年毛利率、净利率同比-2.75、+4.15pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: Q1 毛利率、净利率同比-12.44、-3.58pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

分业务来看:

- 1) 并网逆变器业务: 销售收入 19.82 亿元, 同比增长 84.69%, 毛利率 31.06%, 同比-3.55pct。
- 2) 储能逆变器业务: 销售收入 0.37 亿元, 同比增长 115.42%。
- 3) 新能源电力生产业务: 销售收入 0.38 亿元, 同比增长 509.31%。
- 4) 其他业务: 销售收入 0.27 亿元, 同比减少 36.20%。

表 2：2020 年锦浪科技收入情况

单位：亿元	2020 年		2019 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
分行业					
光伏行业	20.84	100.00%	11.39	100.00%	82.98%
分产品					
并网逆变器	19.82	95.08%	10.73	94.20%	84.69%
储能逆变器	0.37	1.79%	0.17	1.52%	115.42%
新能源电力生产	0.38	1.83%	0.06	0.55%	509.31%
其他	0.27	1.30%	0.42	3.73%	-36.20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：2020 年锦浪科技行业、产品或地区情况

	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营收同比 (%)	会计政策调整前		会计政策调整后	
					成本同比 (%)	毛利率比上年增减	成本同比 (%)	毛利率比上年增减
分行业								
光伏行业	20.84	14.21	31.82%	82.98%	90.66%	-2.75%	82.40%	0.22%
分产品								
并网逆变器	19.82	13.66	31.06%	84.69%	94.70%	-3.55%	85.90%	-0.45%
分地区								
中国大陆	8.25	6.98	15.38%	93.33%	98.48%	-2.19%	91.59%	0.77%
海外地区	12.60	7.23	42.58%	76.78%	83.68%	-2.16%	74.33%	0.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

逆变器出货超预期，海外盈利能力强劲，21 年出货规划大：公司逆变器出货 48.2 万台，预计对应约 9GW 出货，同增 125%左右，其中国内出货约 65-70%，海外出货约 30-35%；从收入区域看，海外占比约 60.4%，同比下降约 2pct，主要原因是 20 年国内户用大超预期。从毛利看，国内毛利仅占比 19%，海外毛利占比 81%，公司盈利主要在海外。测算公司并网逆变器平均单价约 0.22 元/W，同比下降约 18%，下降较快的主要原因是结构的变化：国内户用、工商业逆变器出货占比提升，同时大电站开始有部分出货，测算国内单价约 0.14-0.16 元/W，海外 0.42-0.44 元/W；20 年并网逆变器整体毛利率约 31.06%，同比下降约 3.55pct，主要原因在于会计政策调整运输费用进成本（扣除运输费用毛利率同比-0.45pct），同时国内占比提升，20 年国内毛利率仅 15.4%左右，同比下降约 2.2pct，海外毛利率 42.58%，同比下降 2.16 pct，持续维持高盈利能力。

Q1 看，预计逆变器出货量约 2.4-2.7GW，得益海外占比提升，整体逆变器毛利率环比提升约 4-5pct 至约 32%，全年来看，公司逆变器产量经营目标约 106 万台，同比翻倍，我们预计公司出货 16GW+，同增 78%+。

表 4：2020 年锦浪逆变器销售收入&毛利率地区分布情况

地区	销售收入（万元）	占比	销售毛利率（%）	毛利（万元）	占比
中国大陆	82463.93	39.56%	15.38%	12682.95243	19.12%
海外地区	125973.14	60.44%	42.58%	53639.36301	80.87%
总计	208437.07	100.00%	31.82%	66324.67567	100.00%

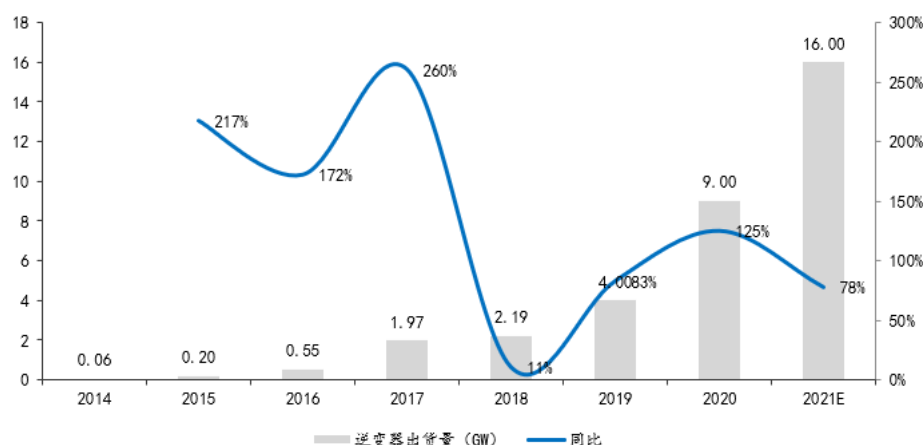
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：2020 年锦浪逆变器销售、生产、库存量

项目	2020 年	2019 年	同比增减
销售量（万台）	48.17	28.47	69.18%
生产量（万台）	53.28	29.80	78.83%
库存量（万台）	5.91	1.71	245.68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：公司逆变器出货量及同比（GW）



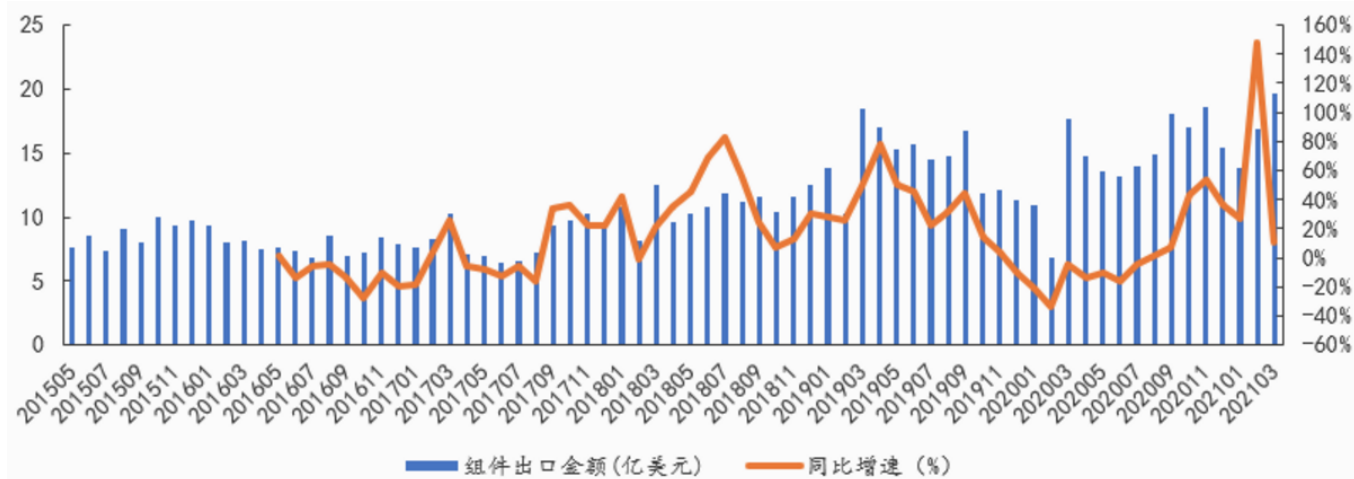
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年受益出货高增公司市占率提升，预计 21 年海外持续高增，公司市占率持续提升：20 年疫情加速行业集中，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 125% 至约 9GW，公司全球市占率快速增长约 3.7 pct 至 6.9%。

据海关总署，2021 年 1-3 月逆变器出口金额 9.97 亿美元，同增 70%；2021 年 1-3 月组件出口金额 50.50 亿美元，同增 42%；出口数据同比均大增，印证海外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器绑定大安装商，全球化布局，将充

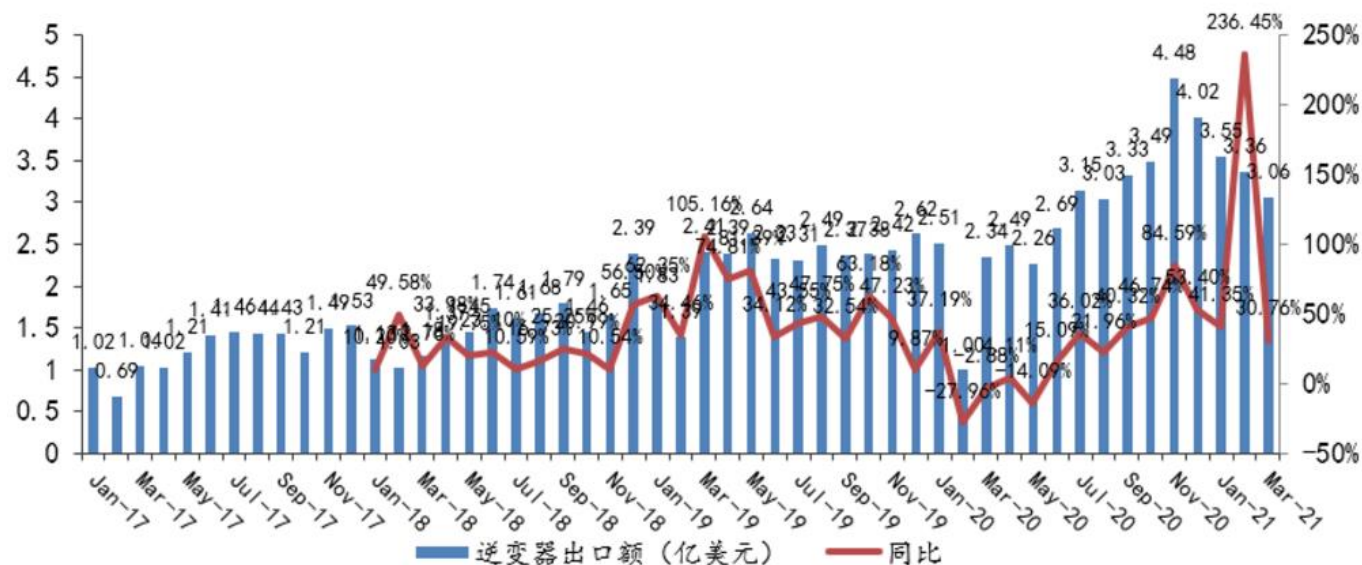
分受益于国内逆变器出海的大趋势；公司海外市场持续拓展，东南亚、美国、澳大利亚等市场持续领先，今年日本、韩国等增量市场重点突破，美国市场重回高增，同时也有新兴市场的拓展，逆变器业务向大型地面电站推进，预计 21 年市占率有望持续提升。

图 8：组件出口金额（亿美元）



数据来源：Solarzoom，东吴证券研究所

图 9：逆变器出口金额（光伏风电等逆变器，亿美元）

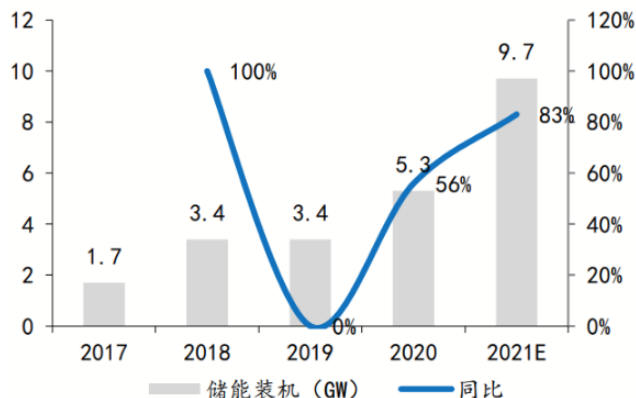


数据来源：海关总署，东吴证券研究所

储能优质赛道，公司重点发力：随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，据 BNEF 预计，21 年储能装机达到 9.7GW/19.9GWH，同比增长 83%，同时能源局近期出台了《关于加快推动

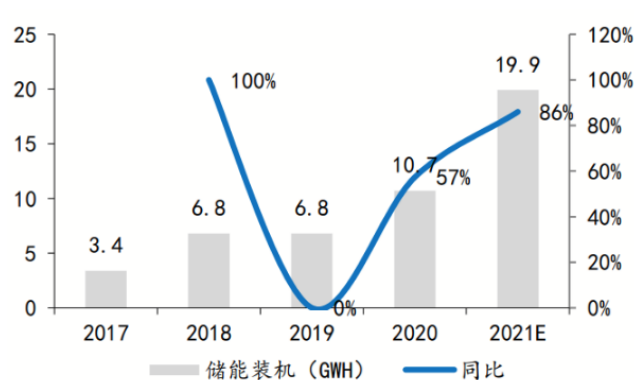
新型储能发展的指导意见(征求意见稿)》，中国储能到 2025 年累计装机目标 30GW（20 年 3.3GW），五年 9 倍空间，储能行业高增长开启。20 年公司储能业务约 3700 万收入，同增约 115%，储能毛利率 49.5%，同增约 6pct，主要是规模效应所致。21 年公司重点发力储能，专注储能逆变器赛道，21Q1 储能业务收入与去年全年基本持平，预计 21 全年储能收入 2 亿+，同增超 400%+。

图 10: 全球储能年度新增装机规模 (GW)



数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 11: 全球储能年度装机规模 (GWH)

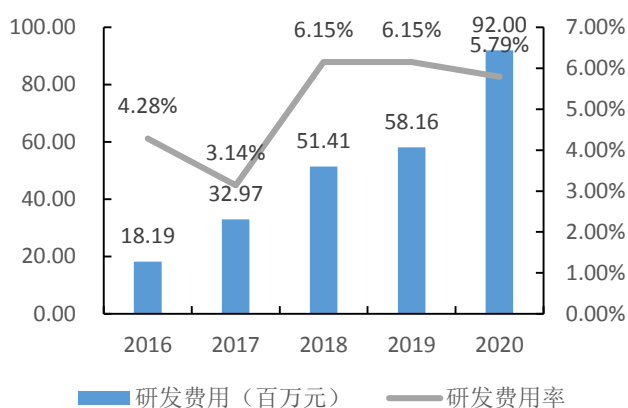


数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

发行可转债募资 9.6 亿，投入分布式光伏电站建设：2021 年 4 月 26 日，公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案》。本次向不特定对象发行可转债募集资金总额不超过人民币 95,838.00 万元，将投资于“分布式光伏电站建设项目”以及“补充流动资金项目”，其中分布式光伏电站建设项目总投资 6.85 亿元，补充流动资金项目总投资 2.8 亿元。

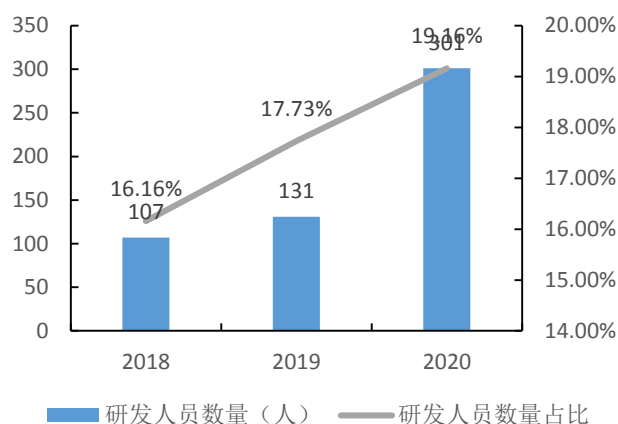
持续加大研发力度，紧跟市场需求：研发方面，2020 年公司研发费用 0.94 亿元，同比增长 122.91%，研发费用率 4.53%，同比增加 0.82pct。2020 年研发人员 301 人，占总员工比例 19.16%，同比增加 1.43pct。2020 年公司紧跟市场需求，推出 GCI-230K-EHV 锦浪超大功率 1500V 组串式逆变器进军电站和大工商业市场，21 年更大机型组串逆变器正在预演和开发，进一步增强公司竞争力。

图 12: 公司研发费用及研发费用率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

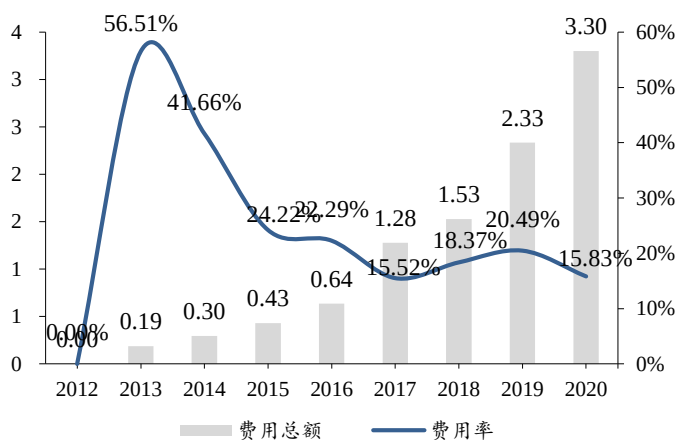
图 13: 研发人员数量及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

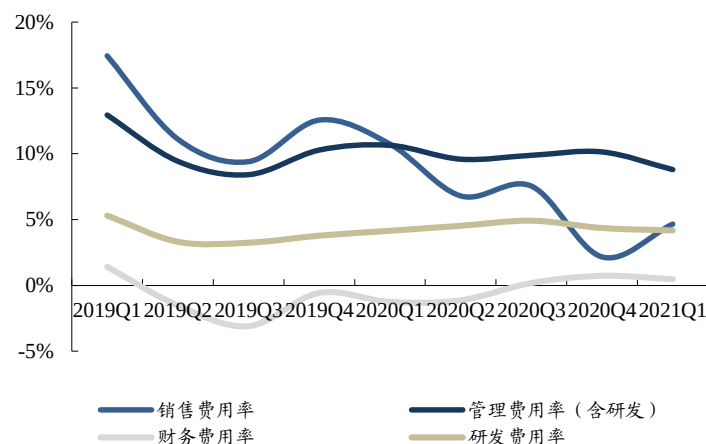
管理、研发、财务费用上升, 销售下降: 公司 2020 年费用同比增长 41.39%至 3.3 亿元, 期间费用率下降 4.66 个百分点至 15.83%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比下降 9.05%、上升 85.57%、上升 122.91%、上升 84.23%至 1.24 亿元、2.09 亿元、0.94 亿元、-0.02 亿元; 费用率分别下降 6、上升 0.14、上升 0.81、上升 1.2 个百分点至 5.93%、10.02%、4.53%、-0.11%。21Q1, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -4.90%/+81.17%/+120.38%/-179.85%, 费用率分别为 4.67%/8.80%/4.17%/0.46%。20 年销售费用下降主要系将销售费用中的运输费调整至营业成本核算所致; 管理费用大幅上升主要系产销规模扩大, 人工薪资等支出相应增加及计提股权激励费用所致; 财务费用大幅上升主要系本期美元汇率波动, 汇兑损失增加所致。

图 14: 2020 年期间费用 3.3 亿元, 同比+41.39% (亿元)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 15: Q1 期间费用率 13.93%, 同比-6.19pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

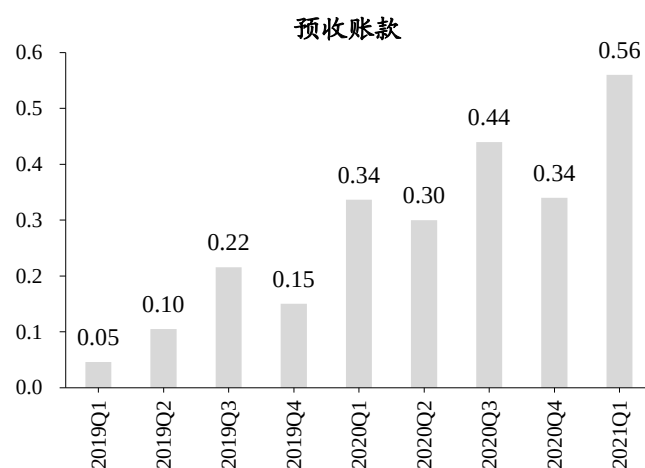
现金流大幅增长,计提减值作风谨慎: 2020 年经营活动现金流量净流入 3.65 亿元, 同比增长 154.23%, 其中经营活动现金流量净额 1.49 亿元。21Q1 经营活动现金流量净额 0.26 亿元; Q1 销售商品取得现金 4.38 亿元, 同比增长 54.43%。21Q1 期末预收款项 0.56 亿元, 同比增长 66.36%。Q1 期末存货 6.45 亿元, 同比增加 3.89 亿元; Q1 期末应收账款 3.86 亿元, 同比增加 1.69 亿元。公司 2020 计提约 0.05 亿减值损失, 21Q1 计提约 0.04 亿减值损失, 体现公司谨慎作风。

图 16: Q1 现金净流入 0.26 亿元, 同比-52.04% (亿元)



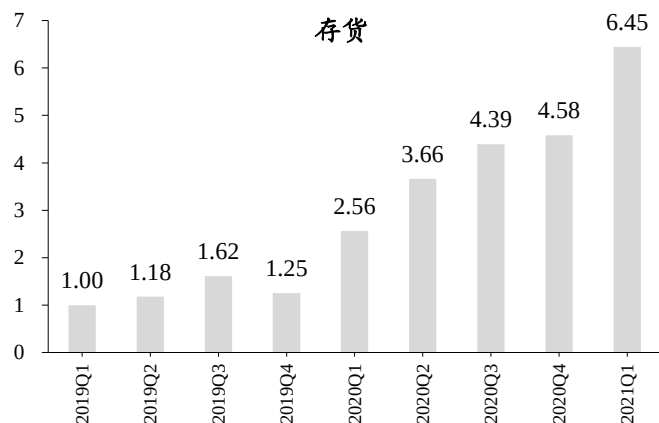
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 17: Q1 期末预收款项 0.56 亿元, 同比+66.36% (亿元)



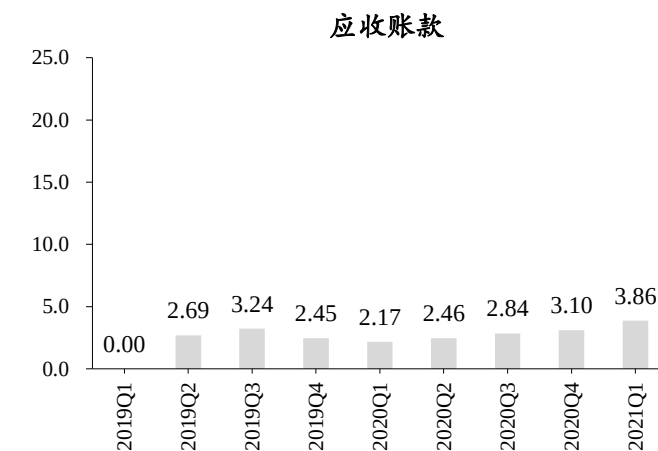
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 18: Q1 期末存货 6.45 亿元, 较上期+1.87 亿元



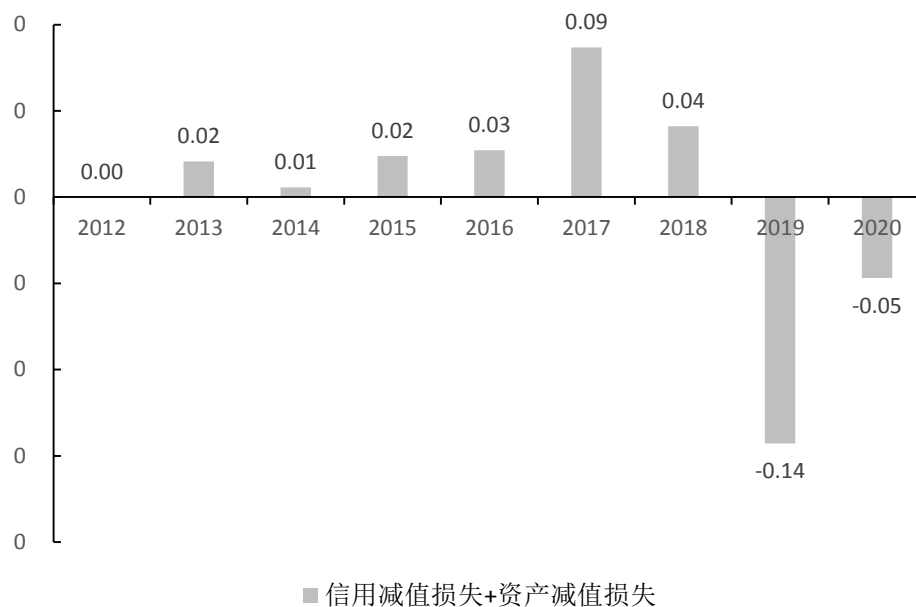
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 19: Q1 期末应收账款 3.86 亿元, 较上期+0.76 亿元



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 20: 公司 20 年计提约 0.05 亿减值损失 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

投资建议: 基于出货量大增, 我们上调盈利预测。我们预计公司 21-23 年业绩 6.08 亿元、9.09 亿元、12.72 亿元(前值为 21 年 5.55 亿, 22 年 7.77 亿), 同比+91.3%, +49.3%, +40.0%, EPS 分别为 4.18、6.24、8.73 元每股, 目标价 230 元, 对应 21 年 55X, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 光伏政策超预期变化

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,880	3,153	3,783	5,887	营业收入	2,084	3,848	5,404	7,178
现金	991	2,022	2,170	3,925	减:营业成本	1,421	2,660	3,704	4,917
应收账款	310	714	724	1,186	营业税金及附加	4	11	15	20
存货	458	301	757	648	营业费用	124	225	292	352
其他流动资产	121	115	132	128	管理费用	114	327	438	538
非流动资产	1,087	1,429	1,688	2,027	财务费用	-2	-41	-56	-85
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	8	11	14
固定资产	837	1,162	1,432	1,763	加:投资净收益	8	28	27	20
在建工程	142	154	134	132	其他收益	30	9	10	13
无形资产	58	65	73	84	营业利润	375	696	1,039	1,455
其他非流动资产	49	48	48	48	加:营业外净收支	-5	4	5	7
资产总计	2,967	4,582	5,470	7,914	利润总额	371	699	1,044	1,462
流动负债	1,004	1,996	1,966	3,124	减:所得税费用	53	91	136	190
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	433	1,229	1,086	1,987	归属母公司净利润	318	608	909	1,272
其他流动负债	570	767	881	1,137	EBIT	350	663	991	1,381
非流动负债	134	149	158	172	EBITDA	376	718	1,062	1,471
长期借款	134	148	157	171					
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	1,138	2,144	2,125	3,296					
少数股东权益	0	0	0	0					
归属母公司股东权益	1,829	2,437	3,346	4,618					
负债和股东权益	2,967	4,582	5,470	7,914					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	365	1,340	372	2,047	每股收益(元)	2.18	4.18	6.24	8.73
投资活动现金流	-587	-360	-293	-396	每股净资产(元)	12.56	16.73	22.97	31.70
筹资活动现金流	700	51	69	104	发行在外股份(百万股)	146	146	146	146
现金净增加额	475	1,032	148	1,755	ROIC(%)	15.2%	22.3%	24.5%	25.0%
折旧和摊销	26	55	71	90	ROE(%)	17.4%	25.0%	27.2%	27.5%
资本开支	302	342	259	339	毛利率(%)	31.8%	30.9%	31.5%	31.5%
营运资本变动	17	754	-514	803	销售净利率(%)	15.3%	15.8%	16.8%	17.7%
					资产负债率(%)	38.4%	46.8%	38.8%	41.6%
					收入增长率(%)	83.0%	84.6%	40.4%	32.8%
					净利润增长率(%)	151.3%	91.3%	49.3%	40.0%
					P/E	73.67	38.52	25.79	18.42
					P/B	12.81	9.61	7.00	5.07
					EV/EBITDA	59.98	29.98	20.15	13.36

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>