

# 境内户用逆变器龙头地位稳固，储能业务高增

2021年08月03日

买入（维持）

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

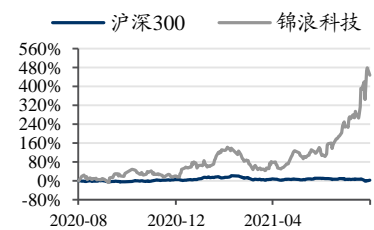
huangyh@dwzq.com.cn

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	610	911	1,275
同比（%）	151.3%	91.7%	49.4%	39.9%
每股收益（元/股）	1.28	2.46	3.68	5.15
P/E（倍）	226.09	117.94	78.92	56.41

## 投资要点

- **2021H1 公司归母净利润 2.38 亿元，同比增长 101.26%，符合我们的预期：**公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营业收入 14.54 亿元，同比增长 99.80%；实现利润总额 2.56 亿元，同比增长 84.08%；实现归属母公司净利润 2.38 亿元，同比增长 101.26%。其中 2021Q2，实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 87.65%，环比增长 35.69%；实现归属母公司净利润 1.32 亿元，同比增长 120.79%，环比增长 24.52%。
- **逆变器出货高增，21 年出货规划大：**公司逆变器出货 33.83 万台，按照 20 年报单台功率 18kW 测算，出货量约 6.1GW，同增 150%，其中 Q2 出货 19 万台左右，测算约 3.3-3.7GW。21H1 并网逆变器整体毛利率约 26.73%，同比下降约 9.55pct，主要原因在于会计政策调整、境内占比提升、芯片紧张成本上涨所致。21 年全年看，我们预计公司出货 16GW+，同增约 80%，出货规划大。
- **21H1 分布式成为境内装机主力，公司出货高增：**21 年 1-6 月户用装机 5.9GW，同增 181%，占总装机量 45%，大超市场预期；我们预计今年户用新增装机将达 18GW+，同增 78%+，打开逆变器中长期发展空间，明年虽然户用补贴退坡但组件价格下降有所对冲，我们预计明年户用 25GW+，公司作为龙一持续受益。
- **境外高增需求向好，公司持续受益：**据海关总署，2021 年 1-6 月组件出口金额 108.97 亿美元，同增 41.3%；21 年 1-6 月逆变器出口金额 21.45 亿美元，同增 61%，单 6 月出口金额 4.38 亿美元，同环比+63%/+29%；出口数据同比均大增，印证境外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，境内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，我们预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高增长。
- **储能优质赛道，公司重点发力：**境内看，分时电价机制政策落地+25 年新增装机 30GW 的目标，打开储能长期空间。21 年公司重点发力储能方向，21H1 公司储能业务销售收入 0.66 亿元，同比增长 642.26%，但环比有所下降，主要原因在于芯片+产能紧张优先供货境内并网户用，同时船期紧张影响所致，储能毛利率约 45%。
- **费控优秀，期间费用率下降 3.27 个百分点至 9.50%：**公司 2021H1 费用同比增长 48.73%至 1.38 亿元，期间费用率下降 3.27 个百分点至 9.50%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 13.89%、上升 67.02%、上升 101.81%、上升 236.02%至 0.69 亿元、1.22 亿元、0.64 亿元、0.12 亿元；
- **经营现金流表现亮眼，同比+124.15%：**2021H1 经营活动现金流量净流入 2.47 亿元，同比增长 62.17%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 2.21 亿元；销售商品取得现金 10.48 亿元，同比增长 79.55%。
- **盈利预测与投资评级：**基于光伏高景气度，我们维持 2021-2023 年净利润预测 6.1/9.1/12.8 亿元，同比+91.7%/+49.4%/+39.9%，对应 2021-2023 年 EPS 为 2.46/3.68/5.15 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 118/79/56 倍，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)	290.49
一年最低/最高价	82.52/350.00
市净率(倍)	34.10
流通 A 股市值(百万元)	31185.01

## 基础数据

每股净资产(元)	8.52
资产负债率(%)	55.25
总股本(百万股)	247.58
流通 A 股(百万股)	107.35

## 相关研究

- 1、《锦浪科技（300763）：20 年半年报&21Q1 点评：逆变器出货持续超预期，发力储能高增开启》2021-04-26
- 2、《锦浪科技（300763）：境内境外双双超预期，21 年出口持续高增！》2021-01-25
- 3、《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

1 / 10

东吴证券研究所

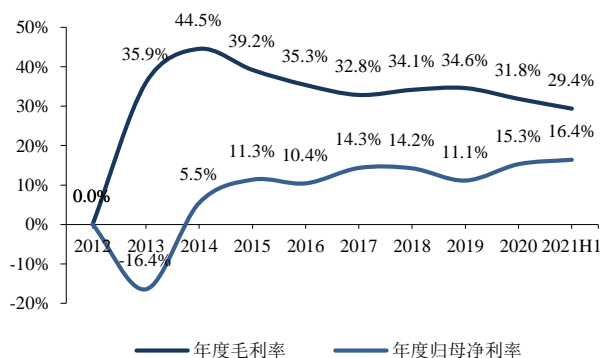
**2021H1 公司归母净利润 2.38 亿元，同比增长 101.26%，符合我们的预期：**公司发布 2021 年半年报，2021 上半年实现营业收入 14.54 亿元，同比增长 99.80%；实现利润总额 2.56 亿元，同比增长 84.08%；实现归属母公司净利润 2.38 亿元，同比增长 101.26%。其中 2021Q2，实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 87.65%，环比增长 35.69%；实现归属母公司净利润 1.32 亿元，同比增长 120.79%，环比增长 24.52%。扣非少于归母主要原因在于锁汇的汇兑收益以及政府补助。

图 1：2021H1 收入 14.54 亿元，同比增长 99.80%；盈利 2.38 亿元，同比增长 101.26%

锦浪科技	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入	14.54	7.27	99.8%	8.37	4.46	87.6%	6.17	35.7%
毛利率	29.4%	36.5%	-7.1pct	27.2%	31.3%	-4.1pct	32.2%	-5.0pct
营业利润	2.56	1.40	82.0%	1.33	0.70	88.9%	1.23	8.7%
利润总额	2.56	1.39	84.1%	1.33	0.70	89.2%	1.23	8.7%
归属母公司净利润	2.38	1.18	101.3%	1.32	0.60	120.8%	1.06	24.5%
扣非归母净利润	2.02	1.20	69.1%	1.09	0.60	81.4%	0.93	16.9%
归母净利率	16.4%	16.3%	0.1pct	15.8%	13.4%	2.4pct	17.2%	-1.4pct
股本	2.48	1.38	-	2.48	1.38	-	1.46	-
EPS	0.96	0.86	12.4%	0.53	0.43	23.3%	0.73	-26.7%

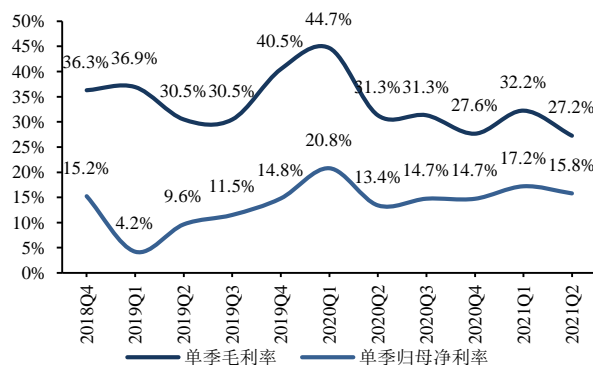
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H1 毛利率、净利率同比+4.69p、+0.12pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：Q2 毛利率、净利率同比-4.1pct、+2.4pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 分产品来看：

- 1) 并网逆变器业务：2021H1 销售收入 12.95 亿元，同比增长 89.48%；
- 2) 储能逆变器业务：2021H1 销售收入 0.66 亿元，同比增长 642.26%；

3) 新能源电力生产业务: 2021H1 销售收入 0.38 亿元, 同比增长 147.46%;

4) 其他业务: 2021H1 销售收入 0.54 亿元, 同比增长 173.68%;

表 1: 锦浪科技分业务营收 (单位: 元)

	2021H1		2020H1		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	1,453,522,440.94	100%	727,497,075.03	100%	99.80%
分行业					
光伏行业	1,453,522,440.94	100.00%	727,497,075.03	100.00%	99.80%
分产品					
并网逆变器	1,294,760,055.73	89.08%	683,331,889.78	93.93%	89.48%
储能逆变器	66,428,185.88	4.57%	8,949,468.13	1.23%	642.26%
新能源电力生产	38,170,274.29	2.63%	15,425,005.77	2.12%	147.46%
其他	54,163,925.04	3.72%	19,790,711.34	2.72%	173.68%
分地区					
中国大陆 (不包括中国 港澳台)	651,132,847.78	44.80%	256,826,440.59	35.30%	153.53%
海外地区 (包括中国港 澳台)	802,389,593.16	55.20%	470,670,634.44	64.70%	70.48%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

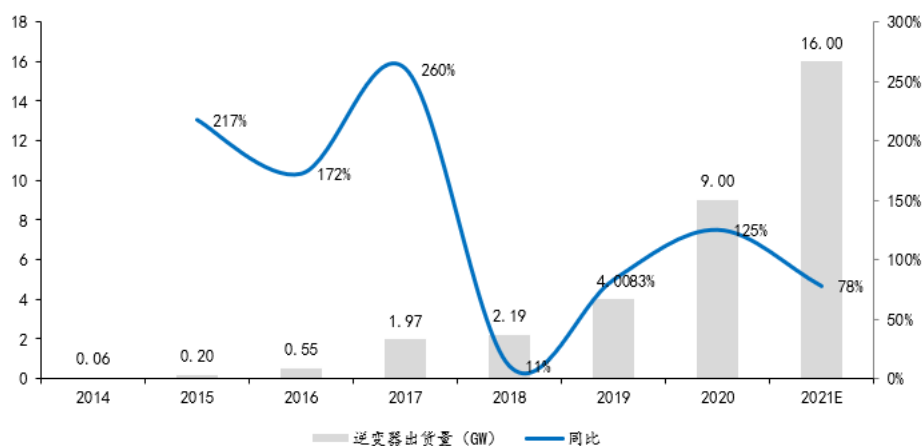
**逆变器出货高增, 21 年出货规划大:** 公司逆变器出货 33.83 万台, 按照 20 年报单台功率 18kW 测算, 出货量约 6.1GW, 同增 150%, 其中 Q2 出货 19 万台左右, 测算约 3.3-3.7GW。分区域看, 公司境内逆变器销售 13.13 万台, 约占公司出货台数的 39%, 若按照 20 年报单台功率 18kW 测算, 境内销售约 2.4GW, 同增 250%+, 境内收入占比约 48%, 同比提升 13pct, 主要原因是 21H1 境内户用大超市场预期。测算公司并网逆变器平均单价约 0.22 元/W, 在境内占比大幅提升下仍较去年持平, 主要原因在于芯片紧缺但需求较好成本传导。21H1 并网逆变器整体毛利率约 26.73%, 同比下降约 9.55pct, 主要原因在于会计政策调整、境内占比提升、芯片紧张成本上涨所致。21 年全年看, 我们预计公司出货 16GW+, 同增约 80%, 出货规划大。

图 4: 公司逆变器销售区域分布

主要收入来源国	销售量 (万台)	占比 (%)	销售收入 (亿元)	占比 (%)
中国大陆 (不包括港澳台)	13.13	39%	6.51	48%
巴西	5.11	15%	1.98	15%
总计	33.83	100%	13.61	100%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

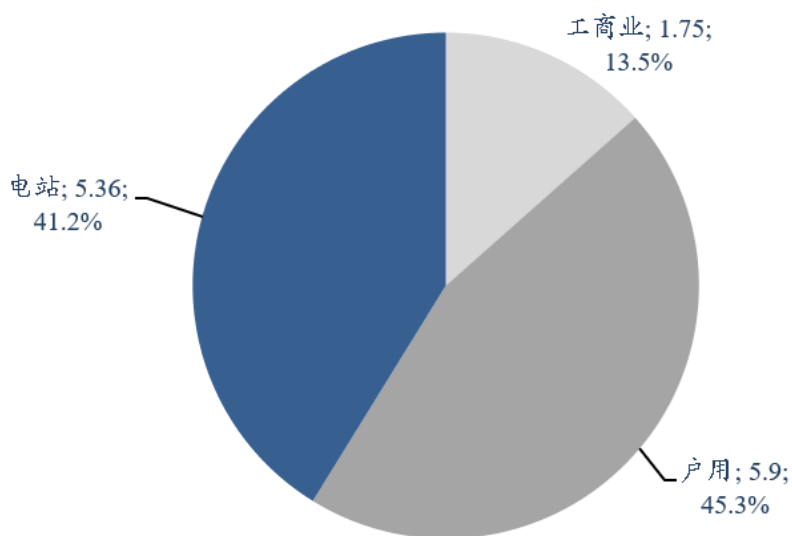
图 5: 公司逆变器出货量



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

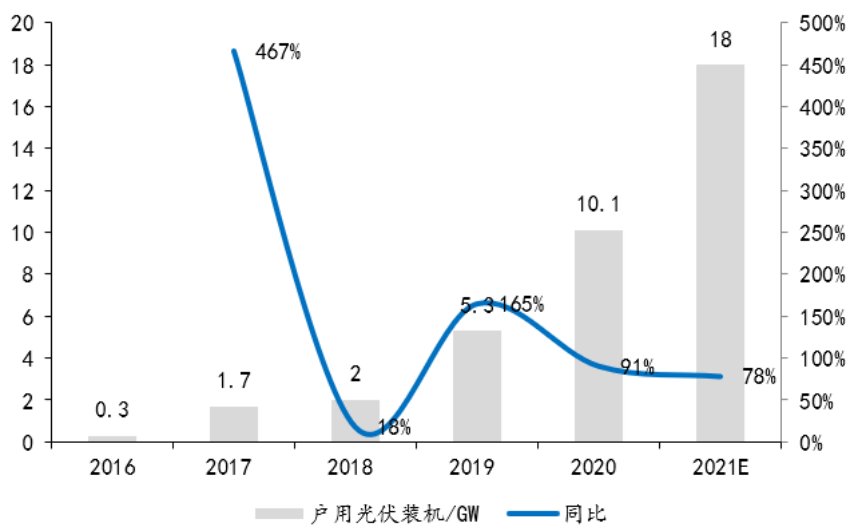
**21H1 分布式成为境内装机主力，公司出货高增：**21 年 1-6 月户用装机 5.9GW，同增 181%，占总装机量 45%，大超市场预期；公司境内逆变器销售 13.13 万台，约占公司出货台数的 39%，若按照 20 年报单台功率 18kW 测算，境内销售约 2.4GW，估算工商业逆变器出货约 0.35GW，实际户用出货约 2.05GW 左右，测算市占率约 35%，境内户用龙一地位稳固。我们预计今年户用新增装机将达 18GW+，同增 78%+，7 月整线推进快速推进+储能政策落地，打开逆变器中长期发展空间，明年虽然户用补贴退坡但组件价格下降有所对冲，我们预计明年户用 25GW+，公司作为龙一持续受益。

图 6: 21H1 境内装机构成



数据来源: 能源局、东吴证券研究所

图 7: 境内户用装机高增长

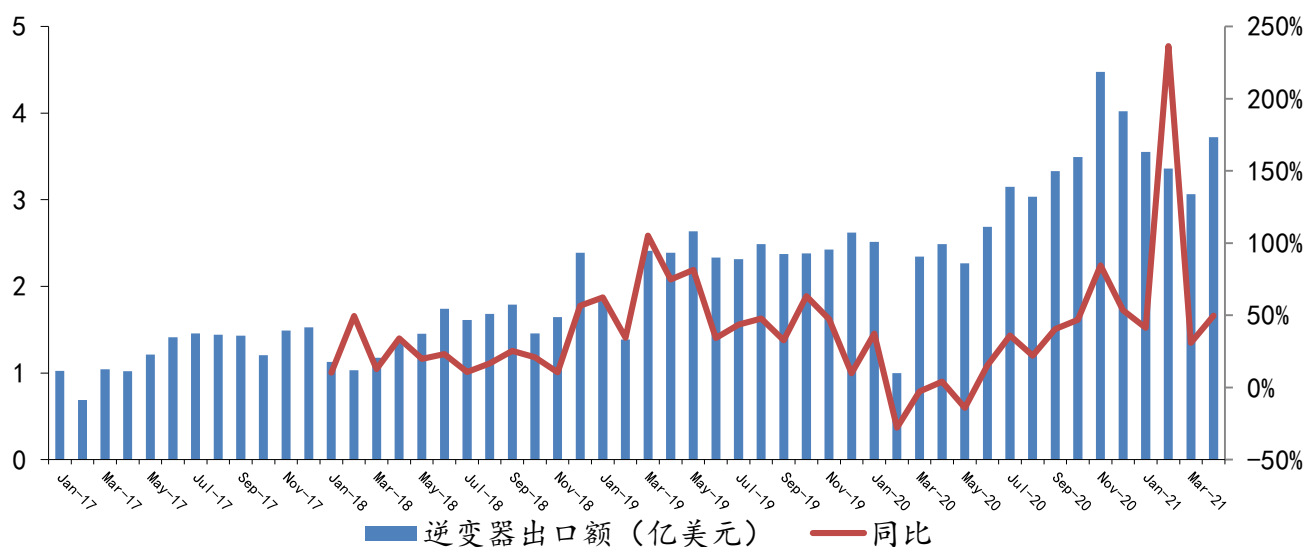


数据来源: 能源局、东吴证券研究所

**境外高增需求向好,公司持续受益:**据海关总署,2021年1-6月组件出口金额108.97亿美元,同增41.3%;21年1-6月逆变器出口金额21.45亿美元,同增61%,单6月出口金额4.38亿美元,同环比+63%/+29%;出口数据同比均大增,印证境外需求向好,同时逆变器出口金额增速显著快于组件,境内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证,我们预计21年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司境外市场持续拓展,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,我们预计21年市占率有

望持续提升。

图 8: 逆变器出口金额 (光伏、风电等逆变器)



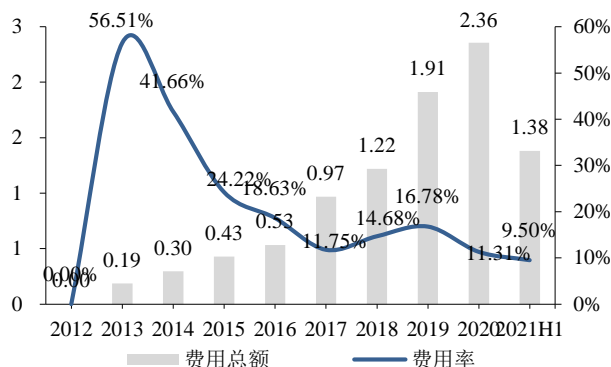
数据来源: 能源局、东吴证券研究所

**储能优质赛道, 公司重点发力:** 境内看, 分时电价机制政策落地+25 年新增装机 30GW 的目标, 打开储能长期空间。境外高电价和电力不稳定, 公共项目与户用需求共振, 我们预计 25 年全球装机 107GW/252GWh, 21-25 年复合增速 72%。21 年公司重点发力储能方向, 21H1 公司储能业务销售收入 0.66 亿元, 同比增长 642.26%, 但环比有所下降, 主要原因在于芯片+产能紧张优先供货境内并网户用, 同时船期紧张影响所致。储能毛利率约 45%, 收入区域主要为欧洲、澳洲、美洲, 我们预计 21 全年储能收入 2 亿左右, 同增约 400%。

**费控优秀, 期间费用率下降 3.27 个百分点至 9.50%:** 公司 2021H1 费用同比增长 48.73%至 1.38 亿元, 期间费用率下降 3.27 个百分点至 9.50%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 13.89%、上升 67.02%、上升 101.81%、上升 236.02%至 0.69 亿元、1.22 亿元、0.64 亿元、0.12 亿元; 费用率分别下降 3.58、下降 1.64、上升 0.04、上升 2 个百分点至 4.75%、8.36%、4.42%、0.81%。21Q2, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+32.62%/+57.12%/+91.06%/-275.23%, 费用率分别为 4.81%/8.03%/4.60%/1.07%。

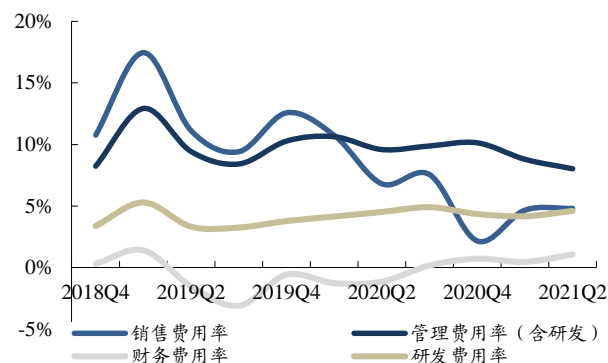


图 9: 2021H1 期间费用 1.38 亿元, 同比+48.73%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

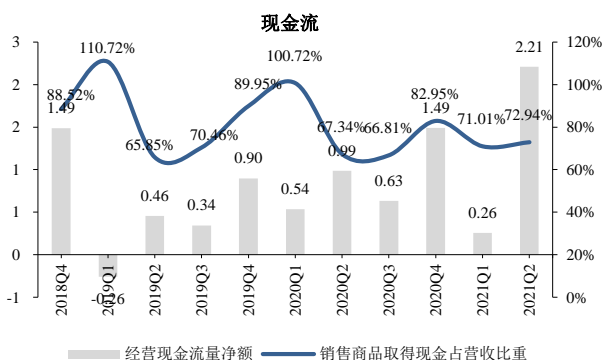
图 10: Q2 期间费用率 13.91%, 同比-1.34pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

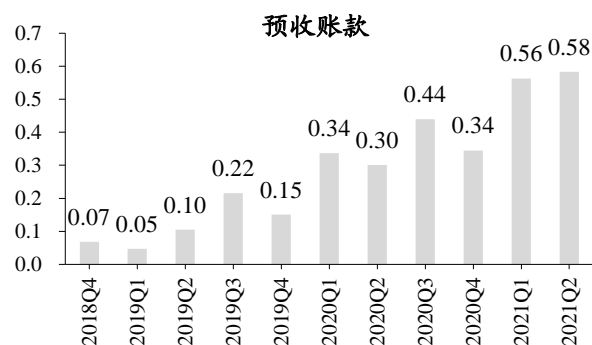
**经营现金流表现亮眼, 同比+124.15%:** 2021H1 经营活动现金流量净流入 2.47 亿元, 同比增长 62.17%, 其中 Q2 经营活动现金流量净额 2.21 亿元; 销售商品取得现金 10.48 亿元, 同比增长 79.55%。期末预收款项 0.58 亿元, 比期初增长 0.2 亿元。期末应收账款 4.64 亿元, 较期初增长 1.54 亿元, 应收账款周转天数上升 0.03 天至 47.94 天。期末存货 8.08 亿元, 较期初上升 3.49 亿元; 存货周转天数上升 37.05 天至 110.99 天。

图 11: Q2 现金净流入 2.21 亿元, 同比+124.15%



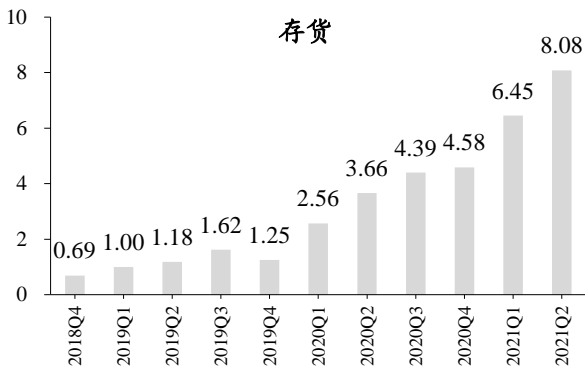
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: Q2 期末预收款项 0.58 亿元, 同比+93.94%



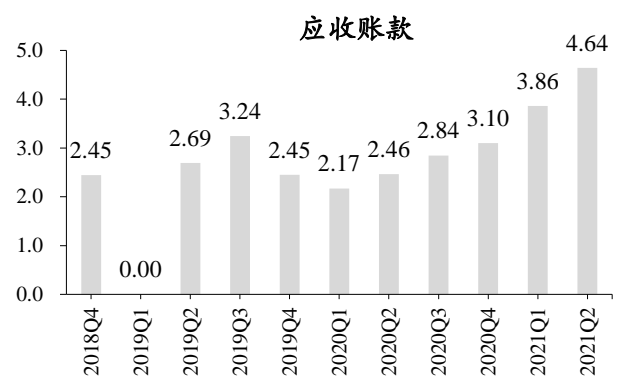
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: Q2 期末存货 8.08 亿元, 较期初+1.63 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: Q2 期末应收账款 4.64 亿元, 较期初+0.78 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于光伏高景气度, 我们维持 2021-2023 年净利润预测 6.1/9.1/12.8 亿元, 同比+91.7%/+49.4%/+39.9%, 对应 2021-2023 年 EPS 为 2.46/3.68/5.15 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 118/79/56 倍, 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
<b>流动资产</b>	<b>1,880</b>	<b>3,256</b>	<b>3,889</b>	<b>5,996</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,084</b>	<b>3,848</b>	<b>5,404</b>	<b>7,178</b>
现金	991	2,125	2,276	4,033	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
<b>非流动资产</b>	<b>1,087</b>	<b>1,429</b>	<b>1,688</b>	<b>2,027</b>	财务费用	-2	-42	-60	-88
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	<b>营业利润</b>	<b>375</b>	<b>697</b>	<b>1,042</b>	<b>1,458</b>
其他非流动资产	49	48	48	48	加:营业外净收支	-5	4	5	7
<b>资产总计</b>	<b>2,967</b>	<b>4,685</b>	<b>5,576</b>	<b>8,022</b>	<b>利润总额</b>	<b>371</b>	<b>701</b>	<b>1,047</b>	<b>1,466</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,004</b>	<b>1,996</b>	<b>1,966</b>	<b>3,124</b>	减:所得税费用	53	91	136	191
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>318</b>	<b>610</b>	<b>911</b>	<b>1,275</b>
其他流动负债	570	767	881	1,137	EBIT	350	663	991	1,381
<b>非流动负债</b>	<b>134</b>	<b>149</b>	<b>158</b>	<b>172</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,138</b>	<b>2,144</b>	<b>2,125</b>	<b>3,296</b>	每股收益(元)	1.28	2.46	3.68	5.15
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	7.39	10.26	13.94	19.09
归属母公司股东权益	1,829	2,541	3,452	4,727	发行在外股份(百万股)	146	248	248	248
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,967</b>	<b>4,685</b>	<b>5,576</b>	<b>8,022</b>	ROIC(%)	15.2%	21.4%	23.8%	24.5%
					ROE(%)	17.4%	24.0%	26.4%	27.0%
					毛利率(%)	31.8%	30.9%	31.5%	31.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	15.3%	15.8%	16.9%	17.8%
经营活动现金流	365	1,340	371	2,046	资产负债率(%)	38.4%	45.8%	38.1%	41.1%
投资活动现金流	-587	-360	-293	-396	收入增长率(%)	83.0%	84.6%	40.4%	32.8%
筹资活动现金流	700	155	72	107	净利润增长率(%)	151.3%	91.7%	49.4%	39.9%
现金净增加额	475	1,135	150	1,757	P/E	226.09	117.94	78.92	56.41
折旧和摊销	26	55	71	90	P/B	39.33	28.31	20.84	15.22
资本开支	302	342	259	339	EV/EBITDA	188.93	97.35	65.70	46.25
营运资本变动	17	754	-514	803					

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>