

IDC 业务渐入稳态，光储业务恢复进行时

投资要点

- **业绩总结：**2021年上半年公司实现营收 11.90 亿元，同比增长 35.20%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 35.96%；实现扣非归母净利润 1.54 亿元，同比增长 40.21%，EPS 0.31 元。
- **IDC 关键基础设施产品业务稳步增长，光储业务快速放量。**2021 年上半年公司继续取得各大银行体系客户的订单，以及通信运营商的电源设备选型入围，数据中心关键基础设施产品业务保持稳定的增长态势，报告期内实现营收 9.76 亿元，同比增长 34.57%，为公司主要营收来源。光伏逆变器及储能设备业务实现营收 1.47 亿元，同比高增达 68.69%，主要源于公司调整产品策略，完善渠道布局，获取订单量同比有较大增长，光伏逆变器业务年内有望实现恢复。
- **受原材料成本上涨影响，光储业务盈利能力短期承压。**2021 上半年受半导体和有色金属价格上涨的影响，公司营业成本同比增长 42.15%，影响短期盈利能力。分业务看，光伏逆变器和储能设备营业成本增幅最为显著，同比增长 114.47%，毛利率下降约 18pp，上半年毛利率在 15.5% 左右；公司主营业务数据中心设备产品毛利率微降约 1.6pp，仍保持约 35% 的高毛利水平。整体来看，公司综合毛利率略有下降，相较于 2020 年下降约 3.5pp，至 33.4% 左右。
- **持续加强研发投入，积极备货应对上游涨价风险。**公司持续保持高研发投入，报告期内研发投入 0.84 亿元，同比增长 21.55%；研发费用 0.74 亿元，研发费用率继续保持在 6% 以上，未来公司产品竞争力有望持续提高。报告期内公司加强关键原材料备货，积极应对上游涨价风险。截至 6 月末，公司原材料库存同比增长 95.88%，在一定程度上盈利能力。同时公司新产能建设稳步推进，惠州工厂二期工程基本完成并已逐步启用，后期可满足 IDC 基础设施产品和光储产品生产。
- **盈利预测与投资建议。**公司逆变器技术领先，新兴储能业务发展顺利。未来三年公司归母净利润复合增长率为 36%。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**全球光伏装机不及预期的风险；原材料成本持续上涨，影响公司盈利能力的风险；竞争格局变化，公司市场地位下降的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2422.55	2719.36	3249.30	3780.23
增长率	-7.19%	12.25%	19.49%	16.34%
归属母公司净利润(百万元)	303.10	359.79	517.10	754.24
增长率	-5.49%	18.70%	43.72%	45.86%
每股收益EPS(元)	0.52	0.62	0.89	1.29
净资产收益率 ROE	10.81%	11.59%	14.57%	17.96%
PE	74	62	43	30
PB	7.95	7.18	6.28	5.31

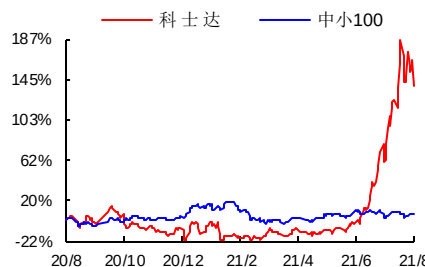
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
 执业证号: S1250521080001
 电话: 021-58351917
 邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

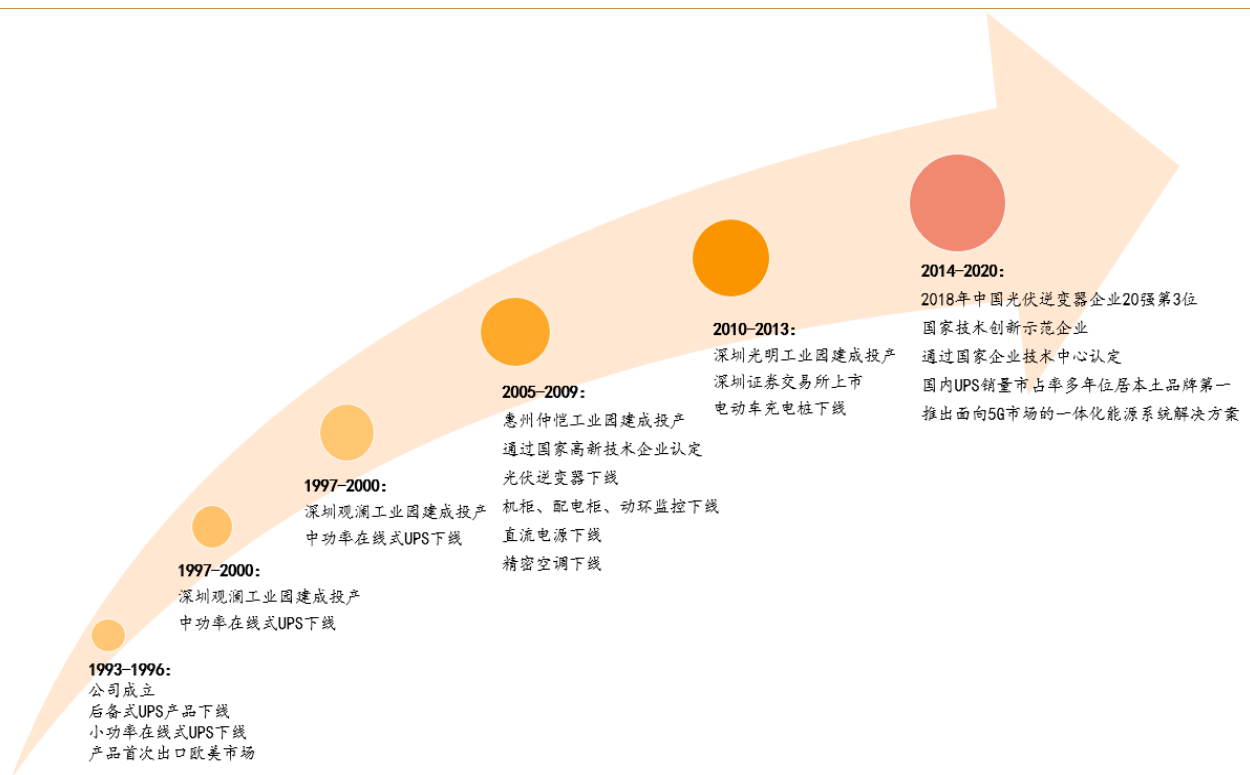
总股本(亿股)	5.82
流通 A 股(亿股)	5.65
52 周内股价区间(元)	11.39-41.38
总市值(亿元)	200.71
总资产(亿元)	43.26
每股净资产(元)	4.92

相关研究

1 UPS 产业引领者，逆变器业务复苏在即

不间断电源产业领航者、安全用电环境一体化解决方案提供商。公司成立于 1993 年，专注于数据中心（IDC）及新能源领域的智能网络能源供应，研发生产的数据中心关键基础设施产品、新能源光伏发电系统产品、储能系统产品、电动汽车充电产品技术处于行业领先水平，一体化解决方案广泛应用于各行业领域。近三十年来，公司始终坚持行业深耕，建立了行业领先的以市场需求为导向的营销网络平台、产品研发平台及智能化供应链生产管理平台。2010 年公司在深圳交易所上市，2018 年位于中国光伏逆变器企业 20 强第 3 名。公司在国内 UPS 销量市场占有率多年位居本土品牌第一，并逐步推出面向 5G 市场的一体化能源系统解决方案。

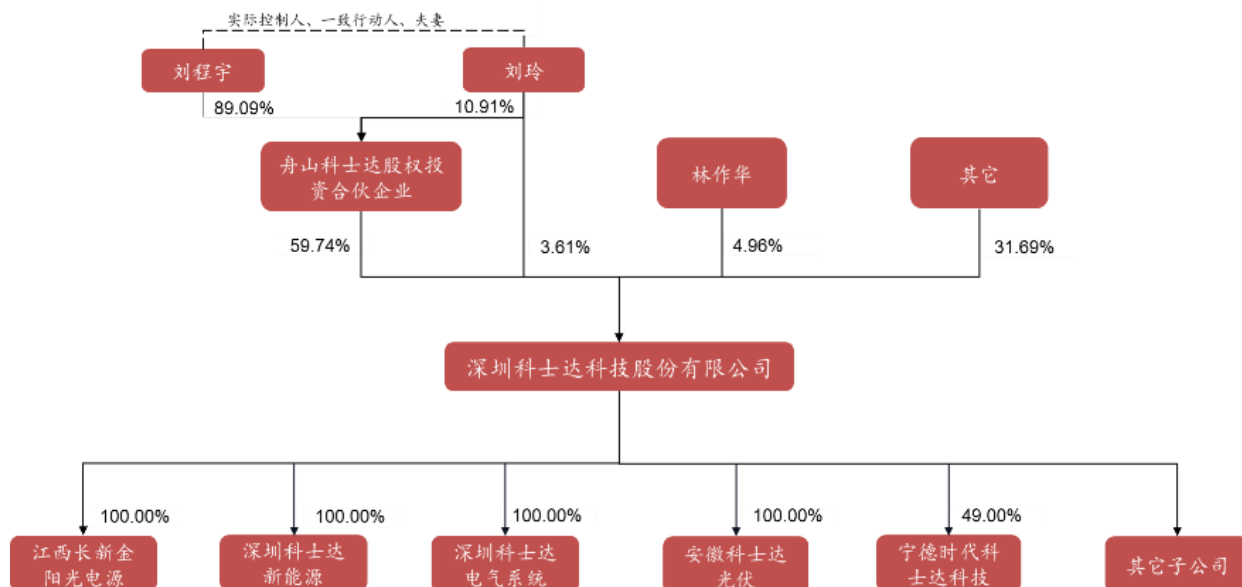
图 1：公司是国内 UPS 产业领航者，已形成一定品牌优势



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控制权较为集中，治理通道顺畅。公司实际控制人为董事长刘程宇先生及其妻子刘玲女士，其中刘程宇作为公司最终受益人，通过舟山科士达股权投资合伙企业间接持股公司 59.74%的股权，其妻子刘玲直接持股公司 3.61%股权，二人合计持股 63.35%，股权高度集中，有利于公司持续稳健经营。

图 2：公司最终受益人为董事长刘程宇先生，通过间接持股持有公司 59.74% 股权

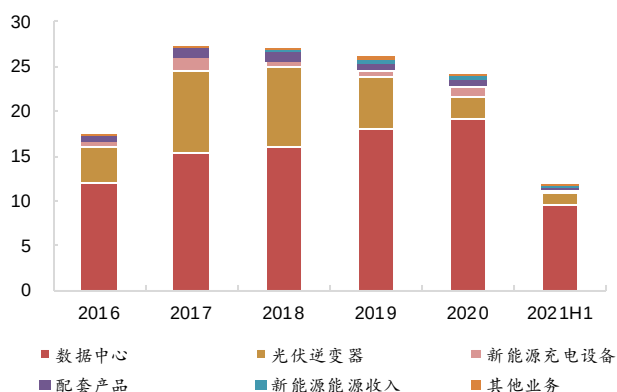


数据来源：公司公告、Wind，西南证券整理

近年来公司数据中心设备产品业务总体呈增长趋势。从公司营收构成来看，数据中心设备产品为主要营收来源。2021H1 公司数据中心设备产品营收 9.49 亿元，同比增长 37.15%，占总营收比例达 78.57%。在 IDC 业务的支撑下，近年来公司营收总体稳定。2021 年上半年，公司光伏逆变器业务由于调整产品策略和完善渠道布局而恢复，营收同比增长 68.69%。2021 年上半年公司整体营收 11.90 亿元，同比增长 35.20%；归母净利润 1.79 亿元，同比增长约 36%。

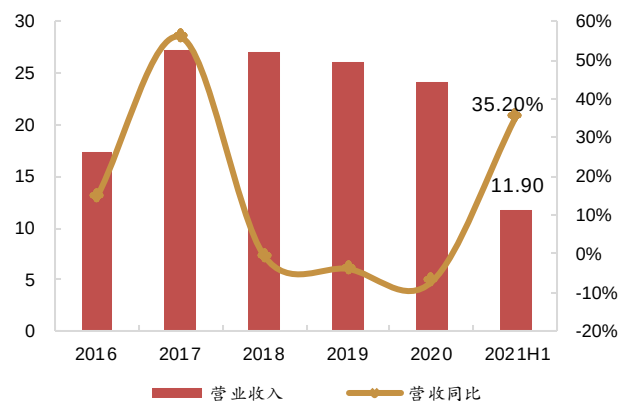
盈利能力方面，光伏逆变器和储能设备营业成本增幅最为显著，毛利率下降约 18pp，上半年毛利率在 15.5% 左右；公司主营业务数据中心设备产品毛利率微降约 1.6pp，仍保持约 35% 的高毛利水平。整体来看，公司综合毛利率略有下降，相较于 2020 年下降约 3.5pp，至 33.4% 左右。

图 3：公司营收主要来自数据中心设备产品（亿元）



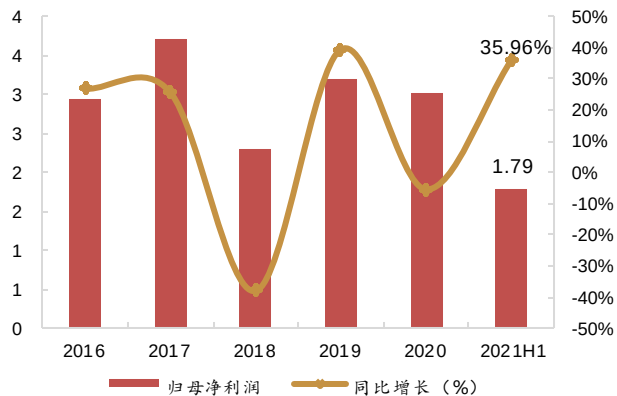
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2021H1 公司营收 11.90 亿元，同比+35.20%（亿元）



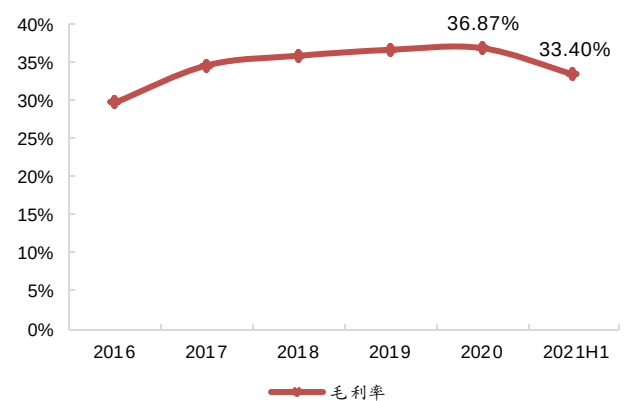
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5: 2021H1 公司归母净利润 1.79 亿元, 同比+35.96%(亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

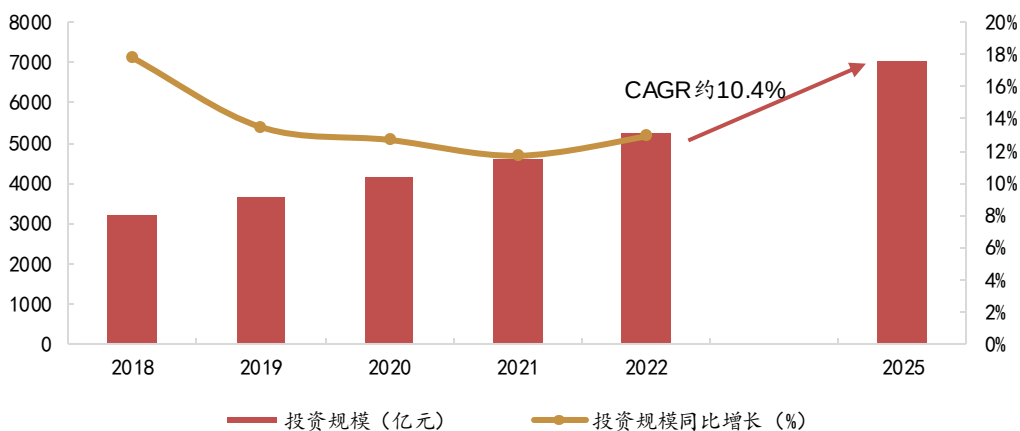
图 6: 2021H1 公司综合毛利率略有所降



数据来源: Wind, 西南证券整理

数据中心市场空间广阔, 有望迎来快速发展。数据中心作为 5G、人工智能、云计算等新一代信息通信技术的重要载体, 已经成为数字经济时代的底座, 具有空前重要的战略地位, 堪称“数字经济发动机”。未来, 数据中心产业仍将保持高速发展的态势, 高效化、智能化、集成化、绿色化逐渐成为数据中心产品发展的主流方向。根据中国电子信息产业发展研究院(赛迪集团)统计数据, 2019 年中国数据中心 IT 投资规模为 3698.1 亿, 预计 2022 年投资规模将达 5256 亿元, 2025 年达 7070.9 亿元, 复合增速为 10.39%, 有较大增长空间。

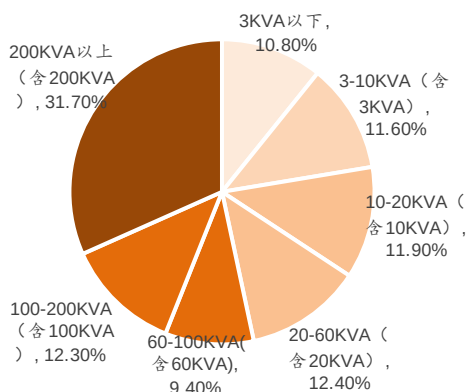
图 7: 中国数据中心 IT 投资规模 2025 年有望达 7070.9 亿元



数据来源: CCID, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

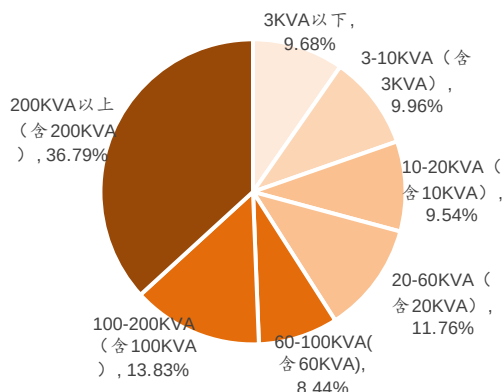
大功率 UPS 产品将成为未来主流趋势。在数据中心景气度持续提升的背景下, 不间断电源作为数据中心供电系统的核心, 起着至关重要的作用。UPS 按应用功率大小划分可分为大功率、中功率、小功率三种。大功率 UPS 电源是指功率在 10KVA 以上的产品, 可进一步细分为 10-50KVA 产品和 50KVA 以上产品; 中功率 UPS 电源是功率在 3-10KVA 之间的产品; 小功率 UPS 电源则是功率在 3KVA 以下的产品。近年来, 随着全球电力、医疗、海洋等附属设施和信息化建设方面加快, 大功率 UPS 产品的市场份额越来越大, 其利润的优势将使得未来发展重心更倾向于高端市场。

图 8：2017 年中国 UPS 市场不同功率产品占比



数据来源：CCID，西南证券整理

图 9：2019 年中国 UPS 市场不同功率产品占比



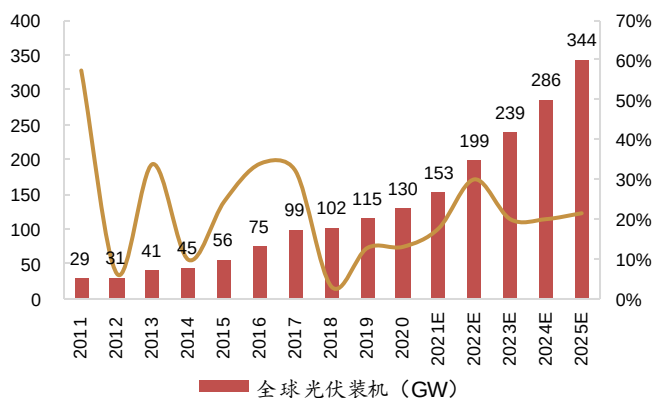
数据来源：CCID，西南证券整理

逆变器方面，新增装机+存量替换，逆变器细分赛道增速有望超越行业。从整体空间上看，光伏逆变器增量空间主要来自新增光伏装机量和存量电站中老旧逆变器替换两部分。

在全球“平价+碳中和目标”下，光伏中长期成长空间广阔。当前光伏已成为全球最安全且便宜的新能源之一，全球主要光伏市场 LCOE 已平价。在全球主要经济体宣布节能减排与碳中和目标后，光伏装机有望长期保持高增趋势，预计至 2025 年新增装机将达约 350GW。

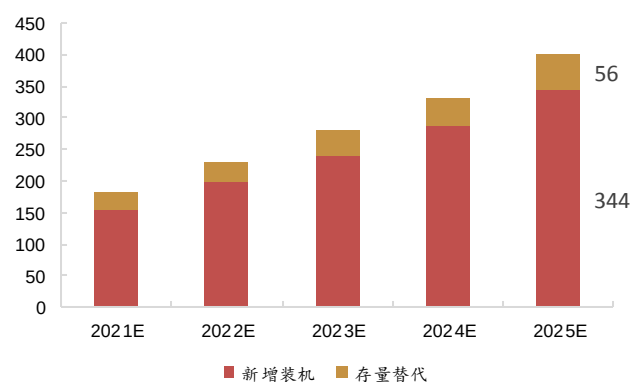
存量替换方面，由于逆变器为电力电子技术产品，平均寿命在 10 年左右。光伏电站寿命平均为 20-25 年，故光伏电站在生命周期中至少面临一次逆变器的替换需求。2012 年起中美日光伏市场逐渐主导全球装机，因此这部分电站中的逆变器于 2021 年起陆续进入替换周期。新增装机+存量替换，我们认为未来逆变器行业的增长速度将超越光伏装机增速。

图 10：中长期需求高增，预计 2025 年新增光伏装机约 350GW



数据来源：CPIA，西南证券整理

图 11：新增装机+存量替换，光伏逆变器增速超越行业（GW）



数据来源：CPIA，西南证券

UPS 行业积累深厚，光伏逆变器大有可为。公司是国内最早进入数据中心产品的企业之一，产品涵盖 UPS 不间断电源、蓄电池、精密配电等数据中心关键基础设施。公司 UPS 销量领先多年，自 2000 年以行业领先优势，连续十七年市占率排名位列国产品牌第一，产品广泛应用于北京奥运会、上海世博会、青藏铁路等国家重点工程。在光伏逆变器领域，随着公司海外渠道建设完成和产品更新迭代推进，逆变器业务有望企稳回升，近期公司陆续中标中广核、中国能建等央企项目即为印证。

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：光伏逆变器市占率逐步回升到之前高峰，2021/2022/2023 年分别达到 3GW/4.5GW/6.5GW 销量。

假设 2：数据中心稳定增长，营收增速保持 10%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
光伏逆变器	营收	247.87	400	700	1,000
	增速	-58.2%	61.4%	75.0%	42.9%
	毛利率	28%	20%	25%	30%
数据中心	营收	1,908.50	2,099	2,309	2,540
	增速	6.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	38%	36%	36%	36%
合计	营收	2422.5	2719.4	3249.3	3780.2
	增速	-7.2%	12.3%	19.5%	16.3%
	毛利率	36%	34%	34%	35%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取逆变器及数据中心的四家头部公司，2021 年四家公司平均 PE 为 81 倍，2022 年平均 PE 为 56 倍。公司逆变器技术领先，新兴储能业务发展顺利。未来三年公司归母净利润复合增长率为 36%。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300274.SZ	阳光电源	150.05	1.34	1.98	2.65	111.98	75.94	56.55
002335.SZ	科华数据	42.29	0.83	1.08	1.38	50.95	39.12	30.60
300763.SZ	锦浪科技	277.01	2.31	2.33	3.54	119.92	118.84	78.29
688390.SH	固德威	441.00	3.64	5.00	7.50	121.15	88.26	58.78
						101.00	80.54	56.05

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 全球光伏装机不及预期的风险；
- 2) 原材料成本持续上涨，影响公司盈利能力的风险；
- 3) 竞争格局变化，公司市场地位下降的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2422.55	2719.36	3249.30	3780.23	净利润	304.11	360.98	518.81	756.73
营业成本	1529.25	1789.51	2144.00	2466.79	折旧与摊销	70.59	110.79	110.79	110.79
营业税金及附加	30.58	37.53	44.35	26.08	财务费用	24.19	3.60	2.76	1.69
销售费用	272.48	176.76	162.46	132.31	资产减值损失	-29.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.86	326.32	324.93	302.42	经营营运资本变动	-0.20	-144.62	-3.81	-85.56
财务费用	24.19	3.60	2.76	1.69	其他	5.71	-37.22	-56.15	-19.94
资产减值损失	-29.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	374.41	293.53	572.40	763.72
投资收益	23.44	30.00	30.00	30.00	资本支出	-66.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.52	1.88	2.69	2.56	其他	-371.15	52.19	32.69	32.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-437.74	52.19	32.69	32.56
营业利润	338.13	417.52	603.48	883.50	短期借款	30.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.65	7.15	6.88	6.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	334.47	424.68	610.36	890.27	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	30.37	63.70	91.55	133.54	支付股利	-116.45	-60.62	-71.96	-103.42
净利润	304.11	360.98	518.81	756.73	其他	-2.71	-3.72	-2.76	-1.69
少数股东损益	1.00	1.19	1.71	2.50	筹资活动现金流净额	-89.15	-94.34	-74.72	-105.11
归属母公司股东净利润	303.10	359.79	517.10	754.24	现金流量净额	-169.38	251.38	530.38	691.17
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	550.52	801.90	1332.28	2023.45	成长能力				
应收和预付款项	931.89	1119.80	1310.43	1524.45	销售收入增长率	-7.19%	12.25%	19.49%	16.34%
存货	324.33	390.11	495.89	558.23	营业利润增长率	-5.58%	23.48%	44.54%	46.40%
其他流动资产	982.46	914.79	919.47	924.15	净利润增长率	-5.47%	18.70%	43.72%	45.86%
长期股权投资	74.14	74.14	74.14	74.14	EBITDA 增长率	5.95%	22.87%	34.80%	38.90%
投资性房地产	83.52	83.52	83.52	83.52	获利能力				
固定资产和在建工程	866.49	774.66	682.83	591.00	毛利率	36.87%	34.19%	34.02%	34.74%
无形资产和开发支出	160.45	142.54	124.62	106.70	三费率	15.34%	18.63%	15.09%	11.54%
其他非流动资产	160.43	159.38	158.33	157.28	净利率	12.55%	13.27%	15.97%	20.02%
资产总计	4134.23	4460.84	5181.50	6042.92	ROE	10.81%	11.59%	14.57%	17.96%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.36%	8.09%	10.01%	12.52%
应付和预收款项	996.86	1112.83	1373.55	1569.74	ROIC	26.40%	26.50%	37.58%	55.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.87%	19.56%	22.07%	26.35%
其他负债	294.33	234.74	247.83	259.75	营运能力				
负债合计	1321.19	1347.57	1621.38	1829.49	总资产周转率	0.59	0.63	0.67	0.67
股本	582.45	582.45	582.45	582.45	固定资产周转率	3.56	4.35	6.10	8.57
资本公积	503.42	503.42	503.42	503.42	应收账款周转率	2.52	2.76	2.80	2.79
留存收益	1721.61	2020.78	2465.92	3116.74	存货周转率	4.41	4.64	4.69	4.61
归属母公司股东权益	2805.61	3104.65	3549.79	4200.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.91%	—	—	—
少数股东权益	7.43	8.62	10.33	12.82	资本结构				
股东权益合计	2813.04	3113.27	3560.12	4213.43	资产负债率	31.96%	30.21%	31.29%	30.27%
负债和股东权益合计	4134.23	4460.84	5181.50	6042.92	带息债务/总负债	2.27%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.42	2.74	2.79	3.03
					速动比率	2.14	2.41	2.45	2.69
					股利支付率	38.42%	16.85%	13.92%	13.71%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	432.91	531.92	717.04	995.98	每股收益	0.52	0.62	0.89	1.29
PE	73.58	61.99	43.13	29.57	每股净资产	4.82	5.33	6.09	7.21
PB	7.95	7.18	6.28	5.31	每股经营现金	0.64	0.50	0.98	1.31
PS	9.21	8.20	6.86	5.90	每股股利	0.20	0.10	0.12	0.18
EV/EBITDA	47.33	37.99	27.44	19.06					
股息率	0.52%	0.27%	0.32%	0.46%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn