

经营性现金流改善，储充业务值得期待

投资要点

- **业绩总结**：2021年前三季度公司实现营收 18.48 亿元，同比增长 17.41%；实现归母净利润 2.81 亿元，同比增长 20.23%；实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比增长 12.09%。其中三季度公司实现营收 6.57 亿元，同比下降 5.18%；实现归母净利润 1.02 亿元，扣非净利润 0.76 亿元，EPS 0.17 元。
- **盈利能力环比增长，经营性现金流环比改善**。2021年三季度公司综合毛利率为 34.56%，较二季度提升约 2.2pp，基本恢复至 2021年一季度水平。毛利率环比提升下公司归母净利润环比增长，三季度公司实现归母净利润 1.02 亿元，环比增长近 10%，部分源于收购时代科士达 31%的股权产生的投资收益。现金流方面，2021年公司经营性现金流持续改善，三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.21 亿元，较二季度增加 0.5 亿元，主要源于销售回款。
- **合同负债环比高增，海运缓解后业绩确定性较强**。2021年三季度末，公司合同负债为 1.00 亿元，较二季度末 0.78 亿元环比增长约 28%，后期业绩确定性较强。另一方面三季度末公司存货为 6.10 亿元，较二季度末增加约 1 亿元，主要系出口海运舱位货柜紧张而不能及时发货，亦印证公司订单的稳定性。此外三季度存货增长也有订单备货增加，以及收购时代科士达存货并入等原因。
- **收购时代科士达 31%的股权，储充业务值得期待**。2019年公司与宁德时代合资成立时代科士达专注储能 PCS、储能 PACK 和充电桩业务，公司持股比例为 49%。2021年 9 月公司收购时代科士达 31%的股权，交易完成后公司持股时代科士达 80%的股权，时代科士达成为公司控股子公司。我们认为随着风光大基地建设推进，发电侧储能需求放量在即，在此背景下时代科士达成为公司控股子公司，后续有望为公司储能业务积极贡献增量。
- **盈利预测与投资建议**。公司不间断电源业务保持稳定，逆变器技术领先且处于恢复中，新兴储能业务发展顺利。我们预计未来三年公司归母净利润复合增长率为 36%，维持“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	57	48	34	23
PB	6.19	5.59	4.89	4.13

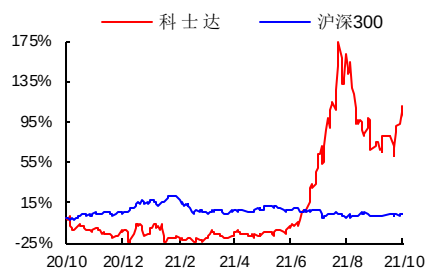
数据来源: Wind, 西南证券

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)	173.57
总资产(亿元)	45.76
每股净资产(元)	5.10

相关研究

1. 科士达 (002518): IDC 业务渐入稳态, 光储业务恢复进行时 (2021-08-28)

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%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.62	0.89	1.29
					每股净资产	4.82	5.33	6.09	7.21
					每股经营现金	0.64	0.50	0.98	1.31
					每股股利	0.20	0.10	0.12	0.18
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	432.91	531.92	717.04	995.98					
PE	57.26	48.24	33.57	23.01					
PB	6.19	5.59	4.89	4.13					
PS	7.16	6.38	5.34	4.59					
EV/EBITDA	35.91	28.70	20.55	14.10					
股息率	0.67%	0.35%	0.41%	0.60%					

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
	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
	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
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@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
	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	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	yx@swsc.com.cn