

毛利率拐点已至，储能业务增长亮眼 买入（维持）

2021年10月31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 郭亚男

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,084	3,463	5,271	7,793
同比（%）	83.0%	66.1%	52.2%	47.8%
归母净利润（百万元）	318	552	909	1,354
同比（%）	151.3%	73.7%	64.5%	49.0%
每股收益（元/股）	1.28	2.23	3.67	5.47
P/E（倍）	226.09	130.19	79.13	53.12

投资要点

- **2021Q1-3 公司归母净利润 3.63 亿元，同比增长 72.7%，符合我们的预期：**公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 23.04 亿元，同比增长 70.5%；实现利润总额 3.94 亿元，同比增长 62.5%；实现归属母公司净利润 3.63 亿元，同比增长 72.7%。其中 2021Q3，实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 36.4%，环比增长 1.6%；实现归属母公司净利润 1.25 亿元，同比增长 35.9%，环比下降 5.4%。Q1-3 毛利率为 28.5%，同比下降 5.6pct，Q3 毛利率 26.9%，同比下降 4.4pct，环比下降 0.3pct。
- **逆变器出货量持续提升，毛利率环比基本持平：**公司逆变器出货 52-54 万台，按照 20 年报单台功率 18kW 测算，出货量约 9.3-9.7GW，同增 95%左右，其中 Q3 出货 19-20 万台，测算约 3.4-3.6GW，同比增长 38-46%，环比增长 1-7%。2021Q3 公司逆变器平均单价约 0.24 元/W，环比略有上涨，主要是国内因芯片紧缺，国内 Q2 涨价逐步兑现所致，整体毛利率约 26-27%，环比基本持平。
- **储能业务发力，收入占比显著提升：**公司 2021Q1-3 储能逆变器业务收入 1.1-1.2 亿元，其中 Q3 收入 0.5 亿元+，收入占比由 2021H1 的 4.5%提升至 2021Q3 的 5.8%。储能逆变器出货仍保持高速增长，三季度出货超 9000 台（实际发出 1 万台，仍有部分在途未计入），毛利率维持 45%左右。国内分时电价机制+各地方强制配储，打开储能长期空间。海外高电价和电力不稳定，公共项目与户用需求共振，储能市场快速发展。目前公司在手订单充足，主要市场在欧洲、澳洲、美洲等，充分受益于海外储能市场起量，公司预计 2022 年可实现 10-20 万台出货。
- **三费控制能力稳定，期间费用率下降 3.55 个百分点至 13.80%：**公司 2021Q1-3 费用同比增长 25.19%至 2.15 亿元，期间费用率下降 3.55 个百分点至 13.80%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-0.86%、+43.04%、+64.29%、+348.82%至 1.07 亿元、1.92 亿元、1.03 亿元、0.19 亿元；费用率分别下降 3.34、下降 1.6、下降 0.17、上升 1.39 个百分点至 4.63%、8.35%、4.45%、0.82%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-19.85%/+14.74%/+25.28%/+575.09%，费用率分别为 4.44%/8.32%/4.51%/0.84%。
- **经营现金流表现亮眼，同比+62.34%：**2021Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.50 亿元，同比增长 62.34%，其中 Q3 经营活动现金流量净额 1.03 亿元；销售商品取得现金 17.09 亿元，同比增长 70.78%。期末预收款项 1.22 亿元，比期初增长 110.05 亿元。期末应收账款 5.2 亿元，较期初增长 0.56 亿元，应收账款周转天数上升 0.72 天至 48.66 天。期末存货 10.27 亿元，较期初上升 5.88 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**基于芯片紧张、原材料价格上涨，我们略微下调公司 2021 年盈利预测；基于光伏未来高增长，公司作为龙头将受益，我们维持公司 2022 年盈利预测、上调公司 2023 年盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年净利润预测为 5.5/9.1/13.5 亿元（前值为 6.1/9.1/12.8 亿元），同比+73.7%/+64.5%/+49.0%，对应 2021-2023 年 EPS 为 2.23/3.67/5.47 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE130/79/53 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)	278.79
一年最低/最高价	102.00/350.00
市净率(倍)	32.28
流通 A 股市值(百万元)	29928.98

基础数据

每股净资产(元)	8.64
资产负债率(%)	59.77
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）：境内户用逆变器龙头地位稳固，储能业务高增》2021-08-03
- 2、《锦浪科技（300763）：20 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
- 3、《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

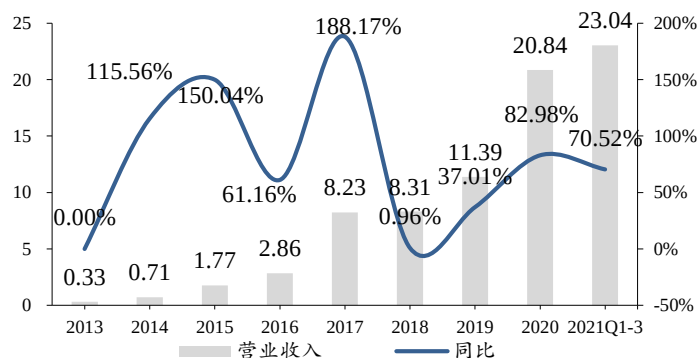
2021Q1-3 公司归母净利润 3.63 亿元，同比增长 72.7%，符合我们的预期：公司发布 2021 年三季报，公司 2021Q1-3 实现营业收入 23.04 亿元，同比增长 70.5%；实现利润总额 3.94 亿元，同比增长 62.5%；实现归属母公司净利润 3.63 亿元，同比增长 72.7%。其中 2021Q3，实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 36.4%，环比增长 1.6%；实现归属母公司净利润 1.25 亿元，同比增长 35.9%，环比下降 5.4%。Q1-3 毛利率为 28.5%，同比下降 5.6pct，Q3 毛利率 26.9%，同比下降 4.4pct，环比下降 0.3pct。

图 1：2021Q1-3 收入 23.04 亿元，同比增长 70.52%；盈利 3.36 亿元，同比增长 72.71%（亿元，%）

锦浪科技	2021Q1-3	2020Q1-3	同比	2021Q3	2020Q3	同比	2021Q2	环比
营业收入	23.04	13.51	70.5%	8.50	6.24	36.4%	8.37	1.6%
毛利率	28.5%	34.1%	-5.6%	26.9%	31.3%	-4.4%	27.2%	-0.3%
营业利润	3.94	2.48	58.6%	1.38	1.08	28.1%	1.33	3.9%
利润总额	3.94	2.43	62.5%	1.38	1.04	33.5%	1.33	3.8%
归属母公司净利润	3.63	2.10	72.7%	1.25	0.92	35.9%	1.32	-5.4%
扣非归母净利润	3.01	1.92	56.8%	0.99	0.73	36.4%	1.09	-9.2%
归母净利率	15.8%	15.6%	0.2%	14.7%	14.7%	0.0%	15.8%	-1.1%
股本	2.48	1.38	-	2.48	1.38	-	2.48	-
EPS	1.47	1.52	-3.6%	0.50	0.66	-24.1%	0.53	-5.4%

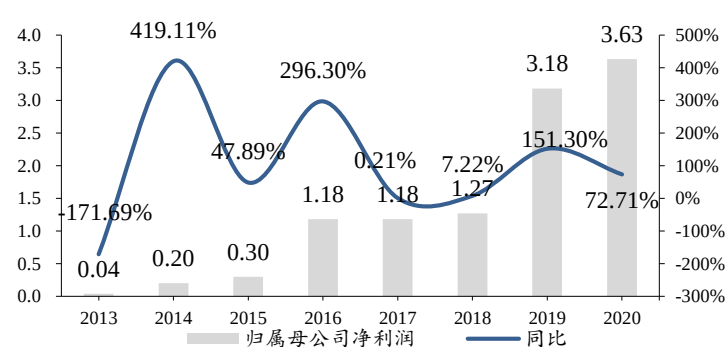
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021Q1-3 收入 23.04 亿元，同比+70.52（亿元，%）



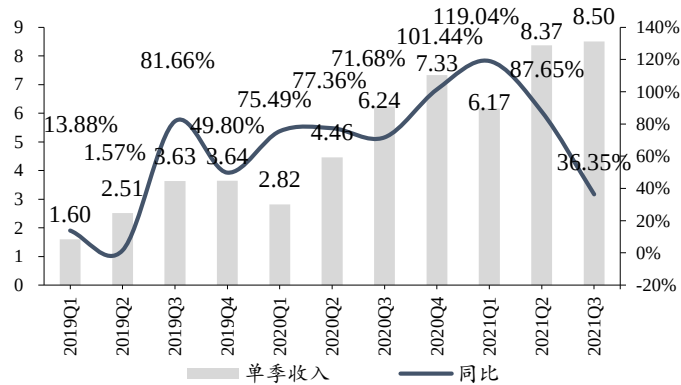
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2021Q1-3 归母净利润 3.63 亿元，同比+72.71%（亿元，%）



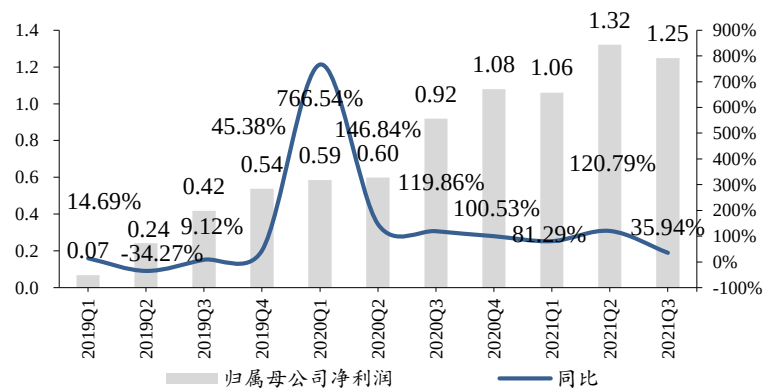
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 2021Q3 收入 8.5 亿元, 同比+36.35% (亿元, %)



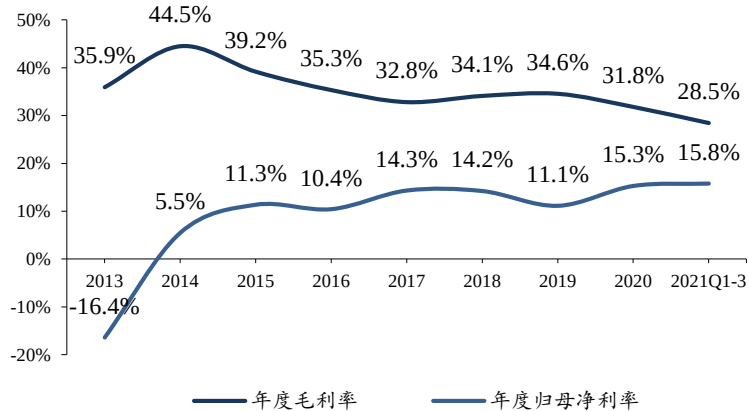
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021Q3 归母净利润 1.25 亿元, 同比+35.94% (亿元, %)



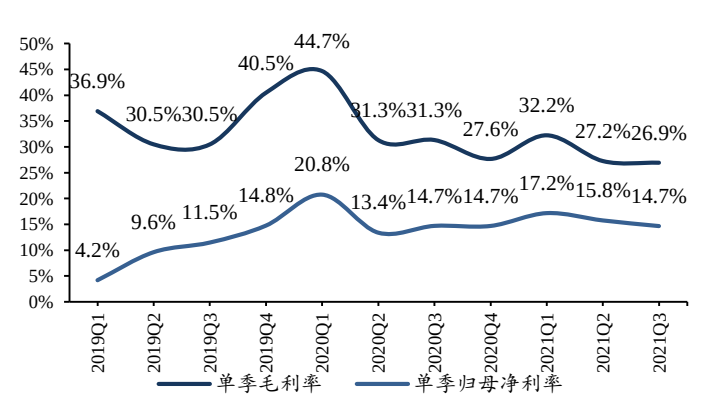
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q1-3 毛利率、净利率同比-5.63、+0.2pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

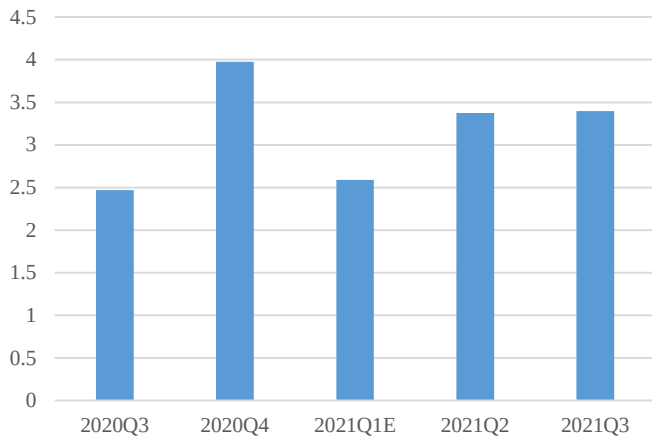
图 7: 2021Q3 毛利率、净利率同比-4.4pct、-0.04pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

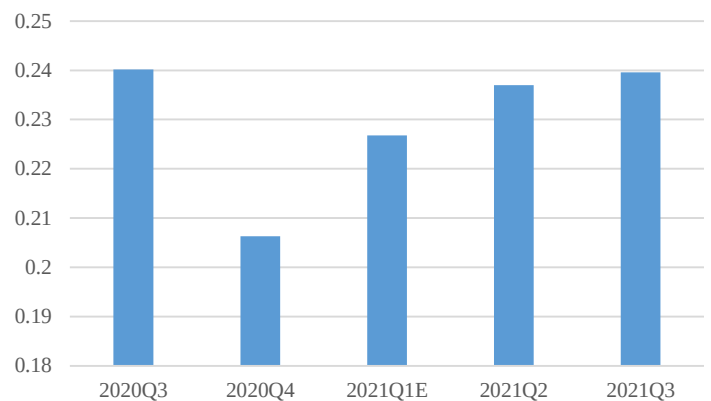
逆变器出货量持续提升, 毛利率环比基本持平: 公司逆变器出货 52-54 万台, 按照 20 年报单台功率 18kW 测算, 出货量约 9.3-9.7GW, 同增 95%左右, 其中 Q3 出货 19-20 万台, 测算约 3.4-3.6GW, 同比增长 38-46%, 环比增长 1-7%。2021Q3 公司逆变器平均单价约 0.24 元/W, 环比略有上涨, 主要是国内因芯片紧缺, 国内 Q2 涨价逐步兑现所致, 整体毛利率约 26-27%, 环比基本持平, 公司价格上涨订单毛利率未明显改善的原因主要是: 1) 海运紧张, 2021Q3 运费支出增长 1300 万左右, 若扣除运费上涨因素的影响, 逆变器毛利率环比提升 1pct; 2) 三季度出货维持海外占比 50%左右的结构。10 月初公司在国内市场再次提价 5-10%, 海外正酝酿涨价, 我们预计后续毛利率将逐步改善; 明年看, 公司新建产能释放, 总产能将达到 100 万台, 日韩市场重点突破并逐步向大型地面电站推进, 且芯片紧缺问题将逐季缓解, 我们预计明年公司出货量将持续提升。

图 8: 公司逆变器季度出货情况 (GW)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9: 公司逆变器价格变动情况 (元/W)

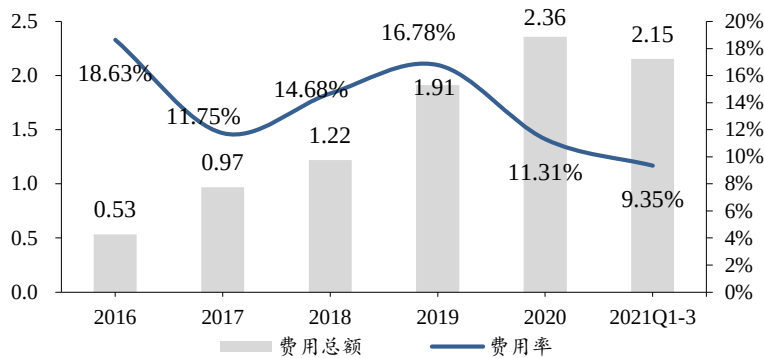


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

储能业务发力, 收入占比显著提升: 公司 2021Q1-3 储能逆变器业务收入 1.1-1.2 亿元, 其中 Q3 收入 0.5 亿元+, 收入占比由 2021H1 的 4.5% 提升至 2021Q3 的 5.8%。储能逆变器出货仍保持高速增长, 三季度出货超 9000 台 (实际发出 1 万台, 仍有部分在途未计入), 毛利率维持 45% 左右。国内分时电价机制+各地方强制配储, 打开储能长期空间。海外高电价和电力不稳定, 公共项目与户用需求共振, 储能市场快速发展。目前公司在手订单充足, 主要市场在欧洲、澳洲、美洲等, 充分受益于海外储能市场起量, 公司预计 2022 年可实现 10-20 万台出货。

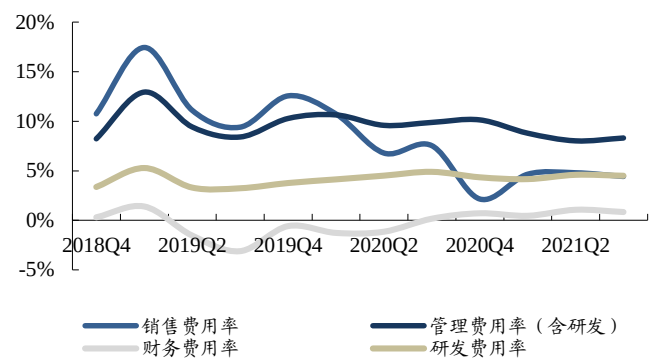
三费控制能力稳定, 期间费用率下降 3.55 个百分点至 13.80%: 公司 2021Q1-3 费用同比增长 25.19% 至 2.15 亿元, 期间费用率下降 3.55 个百分点至 13.80%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -0.86%、+43.04%、+64.29%、+348.82% 至 1.07 亿元、1.92 亿元、1.03 亿元、0.19 亿元; 费用率分别下降 3.34、下降 1.6、下降 0.17、上升 1.39 个百分点至 4.63%、8.35%、4.45%、0.82%。Q3, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 -19.85%/+14.74%/+25.28%/+575.09%, 费用率分别为 4.44%/8.32%/4.51%/0.84%。其中, 公司财务费用大幅增长主要是银行融资增加相应借款利息增加及外汇汇率波动所致。

图 10: 2021Q1-3 期间费用 2.15 亿元, 同比+25.19% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

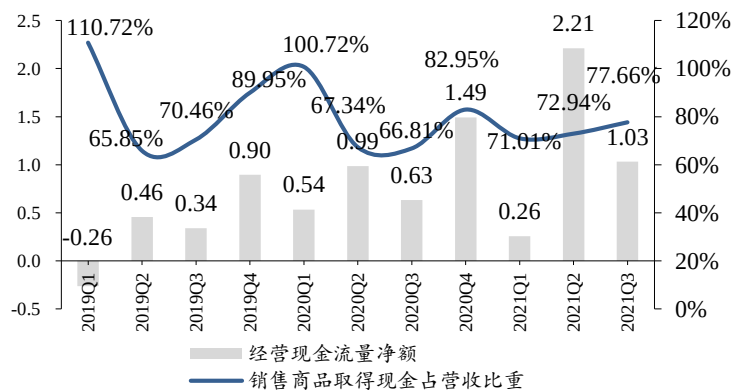
图 6: 2021Q3 期间费用率 13.60%, 同比-4.01pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

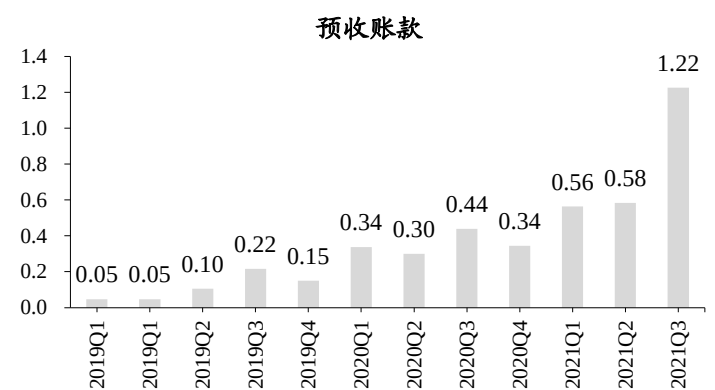
经营现金流表现亮眼, 同比+62.34%: 2021Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.50 亿元, 同比增长 62.34%, 其中 Q3 经营活动现金流量净额 1.03 亿元; 销售商品取得现金 17.09 亿元, 同比增长 70.78%。期末预收款项 1.22 亿元, 比期初增长 110.05 亿元。期末应收账款 5.2 亿元, 较期初增长 0.56 亿元, 应收账款周转天数上升 0.72 天至 48.66 天。期末存货 10.27 亿元, 较期初上升 5.88 亿元, 主要系销售快速增长及公司加大原材料备库所致。

图 12: Q3 现金净流入 1.03 亿元, 同比+62.74% (亿元, %)



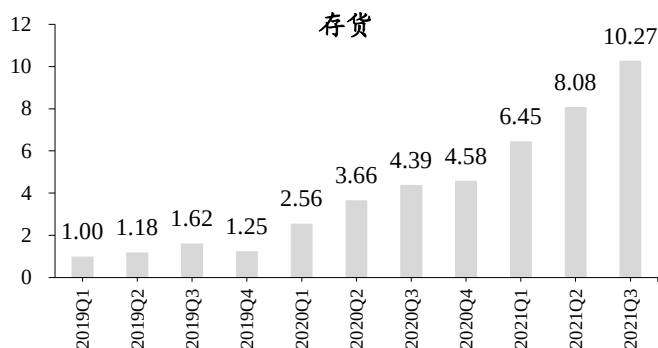
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: Q3 期末预收款项 1.22 亿元, 同比+178.42% (亿元, %)



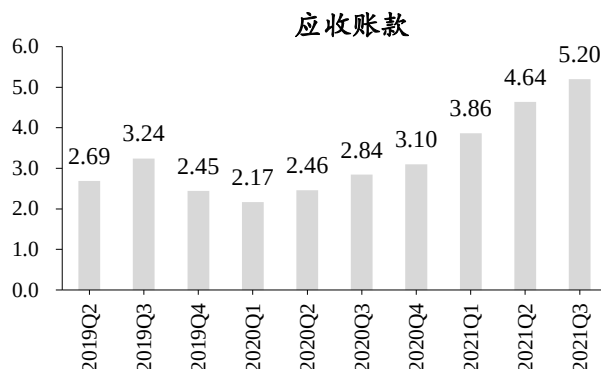
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: Q3 期末存货 10.27 亿元, 较期初+5.88 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: Q3 期末应收账款 5.2 亿元, 较期初+0.56 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于芯片紧张、原材料价格上涨, 我们略微下调公司 2021 年盈利预测; 基于光伏未来高增长, 公司作为龙头将受益, 我们维持公司 2022 年盈利预测、上调公司 2023 年盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年净利润预测为 5.5/9.1/13.5 亿元 (前值为 6.1/9.1/12.8 亿元), 同比+73.7%/+64.5%/+49.0%, 对应 2021-2023 年 EPS 为 2.23/3.67/5.47 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE130/79/53 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
流动资产	1,880	3,014	4,022	6,130	营业收入	2,084	3,463	5,271	7,793
现金	991	2,070	2,289	3,993	减:营业成本	1,421	2,375	3,596	5,361
应收账款	310	612	791	1,283	营业税金及附加	4	10	15	22
存货	458	220	808	724	营业费用	124	202	285	382
其他流动资产	121	113	134	130	管理费用	114	294	427	584
非流动资产	1,087	1,346	1,659	2,170	财务费用	-2	-19	-59	-88
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	7	5	16
固定资产	837	1,092	1,407	1,891	加:投资净收益	8	28	27	20
在建工程	142	141	130	148	其他收益	30	9	10	13
无形资产	58	65	73	84	营业利润	375	631	1,039	1,549
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	4,360	5,681	8,301	利润总额	371	635	1,045	1,556
流动负债	1,004	1,732	2,131	3,372	减:所得税费用	53	83	136	202
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	433	1,051	1,197	2,154	归属母公司净利润	318	552	909	1,354
其他流动负债	570	681	934	1,218	EBIT	350	598	988	1,472
非流动负债	134	145	158	183	EBITDA	376	651	1,057	1,565
长期借款	134	144	158	182					
其他非流动负债	1	1	1	1	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,138	1,877	2,289	3,555	每股收益(元)	1.28	2.23	3.67	5.47
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	7.39	10.03	13.70	19.17
归属母公司股东权益	1,829	2,483	3,392	4,746	发行在外股份(百万股)	146	248	248	248
负债和股东权益	2,967	4,360	5,681	8,301	ROIC(%)	15.2%	19.8%	24.2%	25.9%
					ROE(%)	17.4%	22.2%	26.8%	28.5%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	31.8%	31.4%	31.8%	31.2%
经营活动现金流	365	1,227	488	2,154	销售净利率(%)	15.3%	16.0%	17.2%	17.4%
投资活动现金流	-587	-276	-345	-571	资产负债率(%)	38.4%	43.0%	40.3%	42.8%
筹资活动现金流	700	128	76	120	收入增长率(%)	83.0%	66.1%	52.2%	47.8%
现金净增加额	475	1,079	219	1,704	净利润增长率(%)	151.3%	73.7%	64.5%	49.0%
折旧和摊销	26	53	69	93	P/E	226.09	130.19	79.13	53.12
资本开支	302	259	313	511	P/B	39.33	28.96	21.20	15.15
营运资本变动	17	678	-394	829	EV/EBITDA	188.93	107.43	65.98	43.51

数据来源: Wind, 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>