

锦浪科技（300763）

芯片保供能力强，逆变器出货高增，储能迎爆发式增长

买入（维持）

2022年04月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,312	7,472	11,137	14,950
同比	59%	126%	49%	34%
归属母公司净利润（百万元）	474	1,050	1,653	2,321
同比	49%	122%	58%	40%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.91	4.24	6.68	9.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	88.30	39.86	25.31	18.02

投资要点

■ **事件：**2021 年实现营收 33.12 亿元，同增 58.92%；归母净利润 4.74 亿元，同增 48.96%。其中 2021Q4 实现营收 10.09 亿元，同增 37.55%，环增 18.63%；实现归属母公司净利润 1.11 亿元，同增 2.69%，环降 11.26%。2022Q1 实现营收 11.02 亿元，同增 78.72%，环增 9.28%；归母净利润 1.64 亿元，同增 54.97%，环增 48.33%，业绩符合市场预期。

■ **芯片保供能力强，市占率快速提升。**2021 年公司并网逆变器收入 28.43 亿元，同增 43.45%，出货 66-68 万台，按单台功率 20kw 计算，对应 13-14GW，同增 60%左右，对应市占率约 9~10%，同增约 2pct。其中 2021Q4 销 18-20 万台，对应 3.7-3.9GW。我们预计 2022Q1 并网逆变器实现收入 9 亿元左右，出货 18-20 万台，对应 3.6-4GW，同增 46%，我们预计 2022Q2 公司出货将持续环比提升 20-30%，全年看，公司芯片保供能力强，我们预计出货将实现翻倍增长，市占率提升至 12%+，2025 年市占率目标 20%，成长性强。

■ **2022Q2 逆变器盈利持续改善。**公司 2021Q4 研发费用 7100 万元，同增 121.9%，2022Q1 研发费用 5200 万元，同增 100%，研发持续投入加强产品竞争力。2022Q1 公司综合毛利率 29.5%，环增 0.2pct，原因有 2:1) 海外销售占比提高至 58%左右；2) 1 月份海外提价 10pct。我们预计 2022Q2 毛利率将环比提升 3~6pct，原因有：1) 人民币汇率贬值；2) 2022 年 1 月海外提价 10pct+2022 年 3 月国内提价 5~10pct 将在 2022Q2 充分体现；3) 海运费用下降。公司 2022Q1 欧洲收入占比约 42%，后续将持续收益欧洲光储需求爆发。

■ **储能迎爆发式增长，在手订单充足。**2021 年公司储能逆变器实现收入 1.76 亿元，同增 370.85%，储能占收入比重 5.3%，同比提升 3.5pct，出货 3-3.5 万台。我们预计 2022Q1 储能逆变器实现收入 1-1.5 亿元，出货 2-2.5 万台，同环比+267%/+70%左右，储能 2022Q1 实际在手订单超 5 万台，2022Q2 需求持续爆发，我们预计接单量超 2022Q1，我们预计若全年物流稳定，储能出货或超 20 万台，同比翻五倍增长

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司芯片保供能力强，海外售价提升，储能业务发力，我们维持此前盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.5/16.5/23.2 亿元，同比+122%/+58%/40%，对应 PE 分别为 40/25/18 倍，给予公司 2022 年 55 倍 PE，对应目标价 233 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

市场数据

收盘价(元)	169.00
一年最低/最高价	169.00/307.15
市净率(倍)	17.38
流通 A 股市值(百万元)	29,529.76
总市值(百万元)	41,841.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.72
资产负债率(%，LF)	70.61
总股本(百万股)	247.58
流通 A 股(百万股)	174.73

相关研究

《锦浪科技(300763)：业绩预告点评：2021Q4 经营性业绩表现亮眼，2022 年将量利双升！》

2022-01-16

《锦浪科技(300763)：毛利率拐点已至，储能业务增长亮眼》

2021-10-31

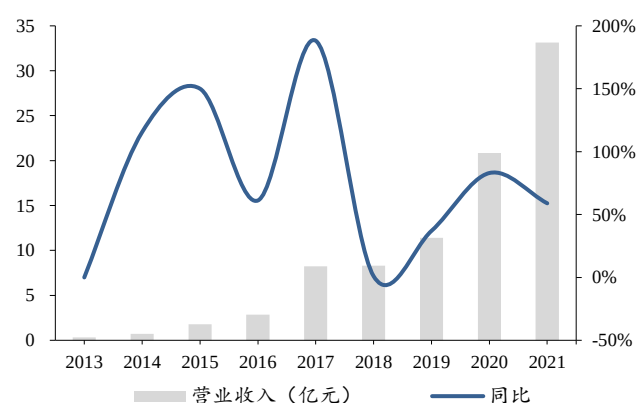
2021 年公司归属母公司净利润 4.74 亿元，同比增长 48.96%。公司发布 2021 年年报，报告期内实现营业收入 33.12 亿元，同比增长 58.92%；实现利润总额 5.29 亿元，同比增长 42.72%；实现归属母公司净利润 4.74 亿元，同比增长 48.96%。其中 2021Q4 实现营业收入 10.09 亿元，同比增长 37.55%，环比增长 18.63%；实现归属母公司净利润 1.11 亿元，同比增长 2.69%，环比下降 11.26%。2022Q1 实现营业收入 11.02 亿元，同比增长 78.72%，环比增长 9.28%；实现归属母公司净利润 1.64 亿元，同比增长 54.97%，环比增长 48.33%。2021 年毛利率为 28.71%，同比下降 3.11pct，2022Q1 毛利率 29.52%，同比下降 2.70pct，环比增长 0.23pct；2021 年归母净利率为 14.30%，同比下降 0.96pct，2022Q1 归母净利率 14.91%，同比下降 2.29pct，环比增长 3.93pct。业绩符合市场预期。

图1：2021 年收入 33.12 亿元，同比增长 58.92%；盈利 4.74 亿元，同比增长 48.96%（单位：亿元）

锦浪科技	2021	2020	同比	2022Q1	2021Q1	同比	2021Q4	环比
营业收入	33.12	20.84	58.9%	11.02	6.17	78.7%	10.09	9.3%
毛利率	28.7%	31.8%	-3.1pct	29.5%	32.2%	-2.7pct	29.3%	0.2pct
营业利润	5.29	3.75	41.0%	1.85	1.23	51.0%	1.35	36.7%
利润总额	5.29	3.71	42.7%	1.84	1.23	50.2%	1.35	36.2%
归属母公司净利润	4.74	3.18	49.0%	1.64	1.06	55.0%	1.11	48.3%
扣非归母净利润	3.92	2.79	40.5%	1.41	0.93	51.2%	0.91	55.5%
归母净利率	14.3%	15.3%	-1.0pct	14.9%	17.2%	-2.3pct	11.0%	3.9pct
股本（亿股）	2.48	1.46	-	2.48	1.46	-	2.48	-
EPS（元/股）	1.91	2.18	-12.4%	0.66	0.73	-8.8%	0.45	48.3%

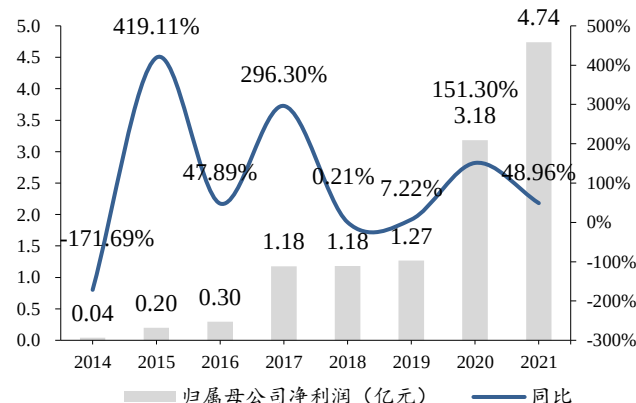
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：2021 年收入 33.12 亿元，同比+58.92%



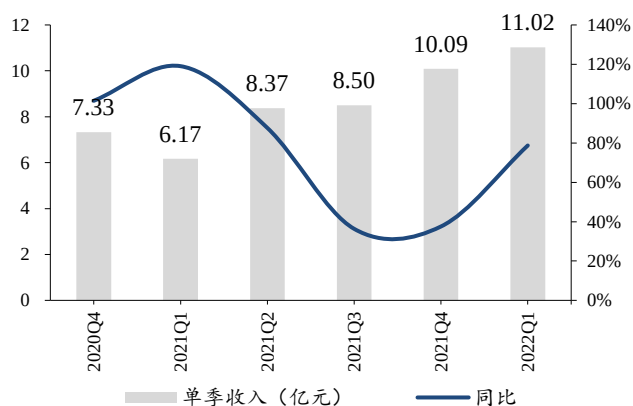
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：2021 年归属净利润 4.74 亿元，同比+48.96%



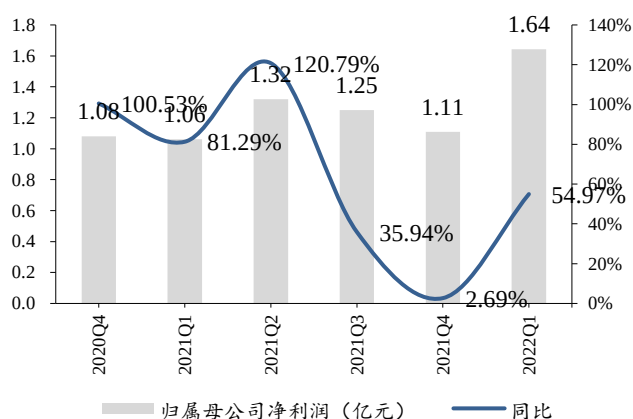
数据来源：wind，东吴证券研究所

图4: 2022Q1 收入 11.02 亿元, 同比+78.72%



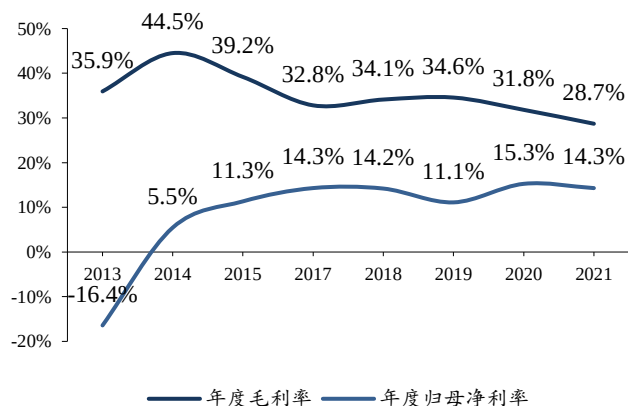
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1 归母净利润 1.64 亿元, 同比+54.97%



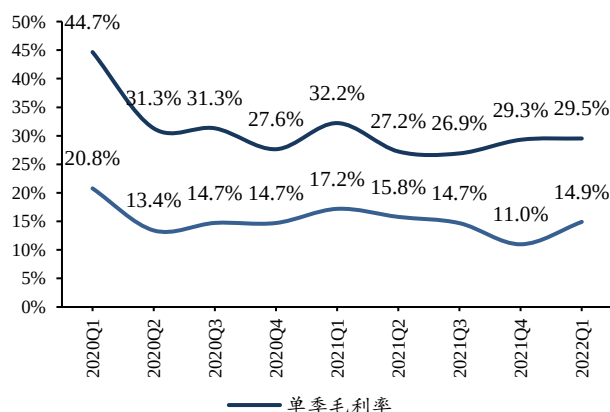
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图6: 2021 年毛利率、净利率同比-3.11、-0.96pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 2022Q1 毛利率、净利率同比-2.7、-2.29pct



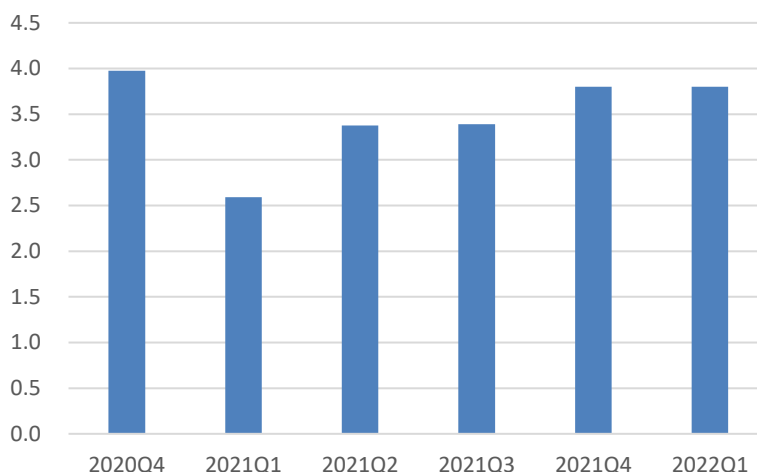
数据来源: wind, 东吴证券研究所

芯片保供能力强, 市占率快速提升。2021 年公司并网逆变器收入 28.43 亿元, 同增 43.45%, 出货 66-68 万台, 按单台功率 20kw 计算, 对应 13-14GW, 同增 60%左右, 对应市占率约 9~10%, 同增约 2pct。其中 2021Q4 销 18-20 万台, 对应 3.7-3.9GW。我们预计 2022Q1 并网逆变器实现收入 9 亿元左右, 出货 18-20 万台, 对应 3.6-4GW, 同增 46%, 公司引入新的海外芯片供应商, 在淡季 2022Q1 出货实现大幅增长, 表现好于行业, 我们预计 2022Q2 公司出货将持续环比提升 20-30%, 全年看, 公司芯片保供能力强, 我们预计出货将实现翻倍增长, 市占率提升至 12%+, 2025 年市占率目标 20%, 成长性强。

2022Q2 逆变器盈利持续改善。公司 2021Q4 研发费用 7100 万元, 同增 121.9%, 2022Q1 研发费用 5200 万元, 同增 100%, 研发持续投入加强产品竞争力。2022Q1 公司综合毛利率 29.5%, 环增 0.2pct, 原因有 2:1) 海外销售占比提高至 58%左右; 2) 1 月份

海外提价 10pct。我们预计 2022Q2 毛利率将环比提升 3~6pct，原因有：1）人民币汇率贬值；2）2022 年 1 月海外提价 10pct+2022 年 3 月国内提价 5~10pct 将在 2022Q2 充分体现；3）海运费下降。公司 2022Q1 欧洲收入占比约 42%，后续将持续收益欧洲光储需求爆发。

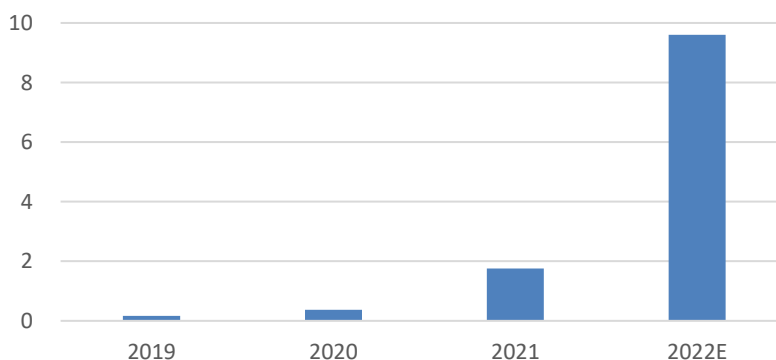
图8：公司逆变器出货情况（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能迎爆发式增长，在手订单充足。2021 年公司储能逆变器实现收入 1.76 亿元，同增 370.85%，储能占收入比重 5.3%，同比提升 3.5pct，出货 3-3.5 万台。我们预计 2022Q1 储能逆变器实现收入 1-1.5 亿元，出货 2-2.5 万台，同环比+267%/+70%左右，储能 2022Q1 实际在手订单超 5 万台，2022Q2 需求持续爆发，我们预计接单量超 2022Q1，我们预计若全年物流稳定，储能出货或超 20 万台，同比翻五倍增长。

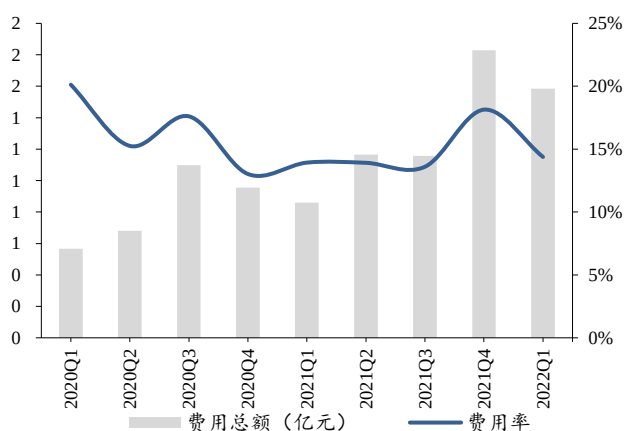
图9：公司储能营收（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

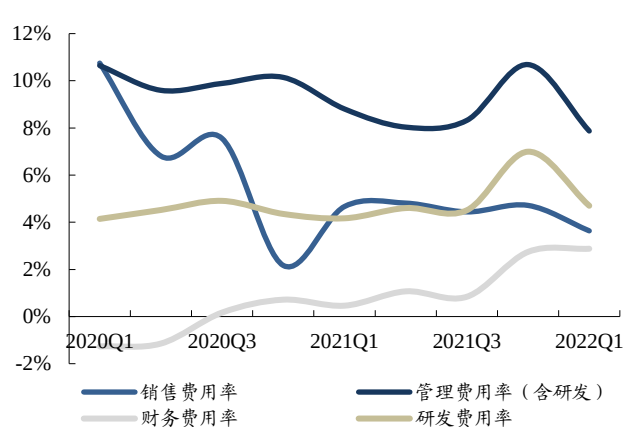
经营规模扩大，期间费用率略有下降。公司 2021 年期间费用同比增长 51.80%至 5.01 亿元，期间费用率下降 0.71 个百分点至 15.52%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 24.85%、上升 43.71%、上升 83.48%、上升 2070.28%至 1.54 亿元、3 亿元、1.73 亿元、0.47 亿元；费用率分别下降 1.27、下降 0.96、上升 0.7、上升 1.52 个百分点至 4.66%、9.06%、5.22%、1.41%。2022Q1，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比 +39.24%/+59.77%/+101.51%/+1013.51%，费用率分别为 3.64%/7.87%/4.70%/2.88%。销售费用、管理费用大幅增加，主要系经营规模扩大，增加销售人员管理人员支出所致，研发费用大幅增加主要系增加研发加快产品迭代所致，财务费用大幅增加主要系汇率波动及锦浪智慧融资规模扩大所致。

图10：2021 年期间费用 5.01 亿元，同比+51.80%



数据来源：wind，东吴证券研究所

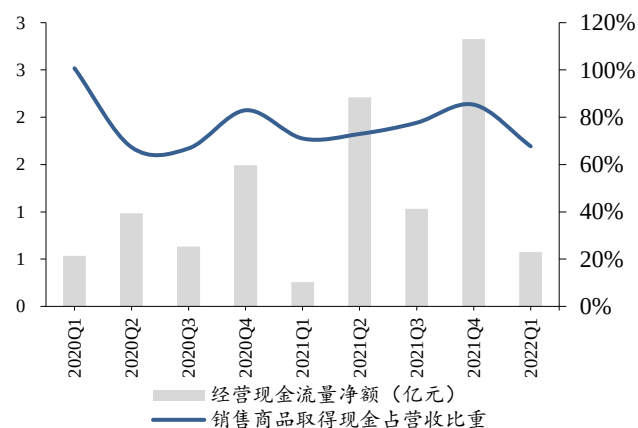
图11：2022Q1 期间费用率 14.38%，同比+0.45pct



数据来源：wind，东吴证券研究所

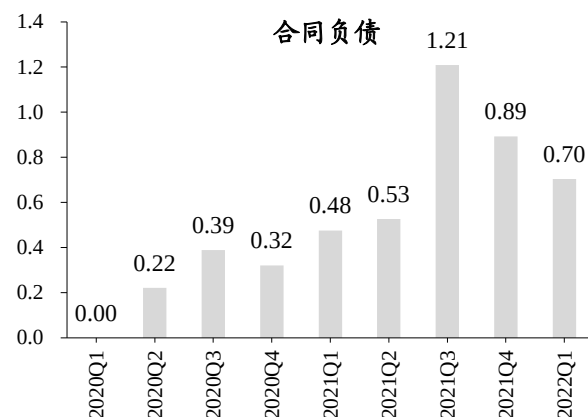
现金流大幅增长，存货大幅提升。2021 年经营活动现金流量净流入 6.33 亿元，同比增长 73.42%，其中经营活动现金流量净额 1.49 亿元；销售商品取得现金 25.69 亿元，同比增长 59.72%。2021 年末合同负债 0.89 亿元，比年初增长 0.57 亿元。2021 年末应收账款 4.82 亿元，较年初增长 1.72 亿元，应收账款周转天数下降 4.85 天至 43.06 天。2021 年末存货 12.91 亿元，较年初上升 8.32 亿元；存货周转天数上升 59.4 天至 133.34 天。2022Q1 经营活动现金净流入 0.57 亿元，同比增长 123.89%。2022Q1 销售商品取得现金增长 7.46 亿元，同比增长 70.43%。2022Q1 末合同负债增长 0.70 亿元，同比增长 0.22 亿元。2022Q1 末存货增长 14.77 亿元，同比增长 8.32 亿元。2022Q1 末应收账款增长 6.47 亿元，同比增长 2.61 亿元。存货大幅增加主要系销售快速增长及公司加大原材料备库所致。

图12: 2022Q1 现金净流入 0.57 亿元, 同比+123.89%



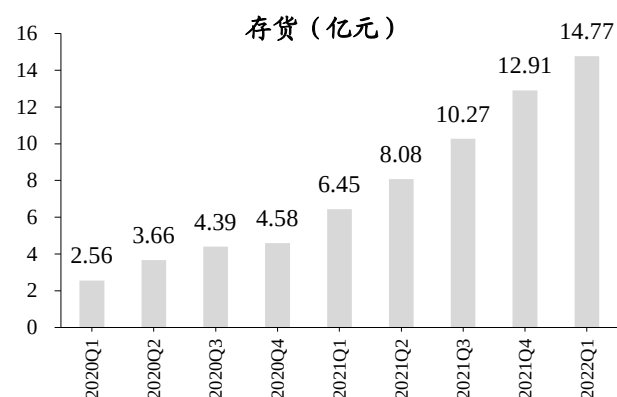
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图13: 2022Q1 期末合同负债 0.70 亿元



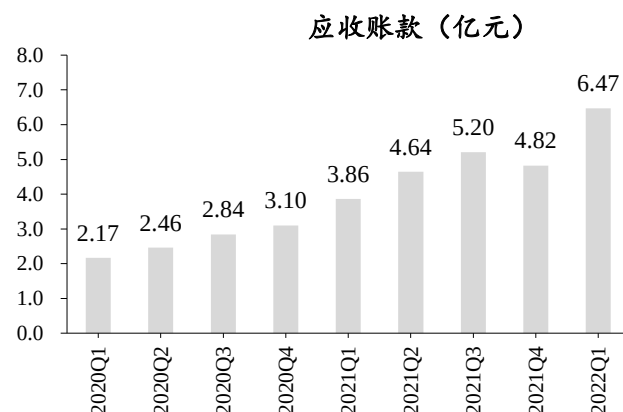
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图14: 2022Q1 期末存货 14.77 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图15: 2022Q1 期末应收账款 6.47 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司芯片保供能力强, 海外售价提升, 储能业务发力, 我们维持此前盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.5/16.5/23.2 亿元, 同比+122%/+58%/40%, 对应 PE 分别为 40/25/18 倍, 给予公司 2022 年 55 倍 PE, 对应目标价 233 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,723	9,722	13,795	18,538	营业总收入	3,312	7,472	11,137	14,950
货币资金及交易性金融资产	800	6,449	9,059	12,350	营业成本(含金融类)	2,361	5,274	7,882	10,464
经营性应收款项	509	50	72	97	税金及附加	6	7	11	15
存货	1,291	2,883	4,309	5,720	销售费用	154	344	501	673
合同资产	12	0	0	0	管理费用	127	269	401	538
其他流动资产	112	341	355	371	研发费用	173	351	501	673
非流动资产	3,588	7,018	7,940	8,793	财务费用	47	50	-9	-48
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	45	59	55
固定资产及使用权资产	2,962	4,346	5,505	6,501	投资净收益	32	13	31	3
在建工程	500	2,550	2,316	2,176	公允价值变动	50	0	0	0
无形资产	55	50	46	41	减值损失	-14	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	2	2
长期待摊费用	4	5	6	7	营业利润	529	1,237	1,942	2,696
其他非流动资产	67	67	67	67	营业外净收支	0	-2	3	3
资产总计	6,311	16,740	21,735	27,331	利润总额	529	1,235	1,945	2,699
流动负债	2,849	6,937	10,278	13,553	减:所得税	55	185	292	378
短期借款及一年内到期的非流动负债	118	118	118	118	净利润	474	1,050	1,653	2,321
经营性应付款项	2,420	6,169	9,220	12,243	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	89	92	137	182	归属母公司净利润	474	1,050	1,653	2,321
其他流动负债	222	558	803	1,010	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.91	4.24	6.68	9.38
非流动负债	1,222	1,222	1,222	1,222	EBIT	490	1,227	1,840	2,588
长期借款	1,212	1,212	1,212	1,212	EBITDA	571	1,549	2,233	3,048
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.71	29.42	29.23	30.01
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	14.30	14.05	14.84	15.53
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	58.92	125.58	49.04	34.24
负债合计	4,071	8,158	11,500	14,775	归母净利润增长率(%)	48.96	121.51	57.51	40.41
归属母公司股东权益	2,240	8,582	10,235	12,556					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,240	8,582	10,235	12,556					
负债和股东权益	6,311	16,740	21,735	27,331					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	633	4,157	3,949	4,658	每股净资产(元)	9.05	15.67	18.69	22.93
投资活动现金流	-1,888	-5,455	-1,278	-1,306	最新发行在外股份(百万股)	248	248	248	248
筹资活动现金流	1,023	5,231	-61	-61	ROIC(%)	15.83	15.45	14.56	17.47
现金净增加额	-243	3,934	2,610	3,291	ROE-摊薄(%)	21.15	12.23	16.15	18.49
折旧和摊销	81	322	392	461	资产负债率(%)	64.50	48.74	52.91	54.06
资本开支	-1,660	-3,750	-1,306	-1,306	P/E(现价&最新股本摊薄)	88.30	39.86	25.31	18.02
营运资本变动	67	2,630	1,648	1,632	P/B(现价)	18.68	10.78	9.04	7.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

