

科士达 (002518.SZ)

光储充业务表现亮眼，盈利能力大幅改善

买入

核心观点

22H1 光储业务高速增长，盈利能力大幅改善。上半年公司实现营收 15.21 亿元（同比+27.79%），归母净利润 2.18 亿元（同比+21.87%）；二季度单季度公司实现营收 9.60 亿元（同比+34%），归母净利润 1.64 亿元（同比+76%）。二季度整体呈现加速增长态势，充分受益于海内外需求的提升、海运压力的缓解以及原材料端压力减轻。

报告期内公司各业务线表现亮眼，其中，光储业务受益于海外储能需求拉动实现翻倍以上增长，充电桩业务战略调整后实现突破。2022 年上半年，公司数据中心及关键基础设施产品实现营收 10.48 亿元（同比+7.29%），保持稳健增长。公司重点布局高端中大功率 UPS 市场，进一步扩大高端产品市占率，不断夯实渠道业务能力。**新能源光伏储能业务高速增长，实现营收 3.83 亿元（同比+160.05%），光伏逆变器及储能设备产品毛利率恢复 25.85%（同比+10.4pct）。**市场需求持续增长，公司更积极改进产品策略推进产品技术改造，光伏逆变器及储能设备订单量较去年同期增长，发货量增加，成本随之增加；公司光储产品更新迭代，技术改造更新，降低了成本，相应提高毛利。**新能源汽车充电桩业务积极调整战略，营业收入 0.48 亿元（同比+98.08%），实现突破。**国内新基建继续增量提速，充电桩建设需求增长，发货量增加，收入及成本相应增加。

毛利率及净利率持续增长，费用管控颇具成效。受益于公司产品策略改进及市场需求增长，22Q2 毛利率水平增长显著。22Q2 费用管控改善，费用率水平较上季度小幅下降。22 年上半年管理费用为 4597 万元（去年同期为 3418 万元）主要子公司办公楼投入使用发生的水电费及资产折旧额增加，以及本期新增并购相关费用；财务费用为 1013 万元（去年同期为-6.6 万元）主要受美元汇率变动影响汇兑收益增加所致。

风险提示：原材料价格上涨，光伏及储能出货不及预期，疫情反复影响施工。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到俄乌冲突以来欧洲户用储能需求大幅增长带动公司新能源业务全面提速，叠加下半年国内储能建设有望进一步加速，我们上调公司全年盈利预测，原预计公司 2022-2024 年收入亿元 35/45/56 亿元，调整后预计 2022-2024 年收入分别为 39/51/64 亿元（同比+40%/30%/26%），原预计公司归母净利润 4.4/5.6/6.8 亿元，调整后预计为 5.0/6.4/7.7 亿元（同比+36%/27%/20%），当前股价对应 PE=36/28/24 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,423	2,806	3,925	5,085	6,413
(+/-%)	-7.2%	15.8%	39.9%	29.5%	26.1%
净利润(百万元)	303	373	509	648	774
(+/-%)	-5.5%	23.1%	36.4%	27.2%	19.6%
每股收益(元)	0.52	0.64	0.87	1.11	1.33
EBIT Margin	14.9%	12.7%	13.6%	13.3%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	12.2%	14.9%	16.8%	17.7%
市盈率 (PE)	29.6	24.0	17.6	13.8	11.6
EV/EBITDA	24.1	25.3	18.1	15.3	13.8
市净率 (PB)	3.19	2.93	2.63	2.32	2.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙
021-60933150
machenglong@guosen.com.cn
S0980518100002

证券分析师：付晓钦
0755-81982929
fuxq@guosen.com.cn
S0980520120003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	31.25 元
总市值/流通市值	18188/17656 百万元
52 周最高价/最低价	41.50/12.84 元
近 3 个月日均成交额	546.90 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

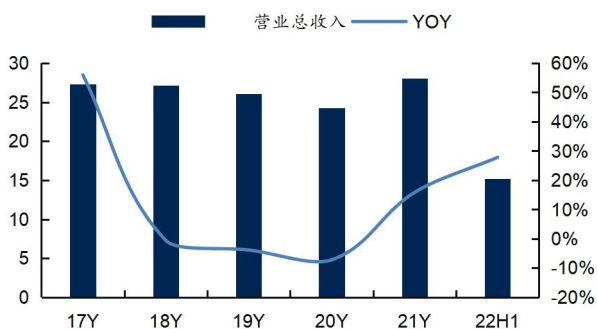
《科士达 (002518.SZ) - 光储业务迎来拐点，疫情及原材料短期扰动业绩》——2022-04-26

《科士达-002518-电源领先企业，数据中心、新能源多点开花》——2022-02-21

上半年业绩受需求拉动提速增长

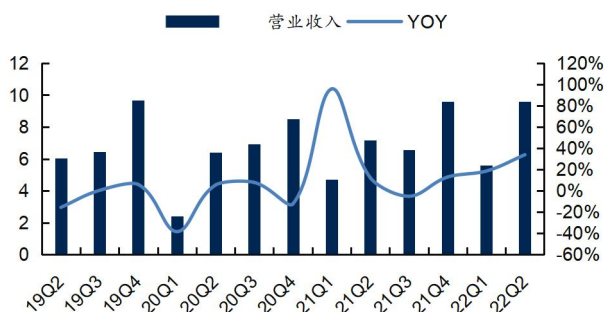
上半年公司实现营收 15.21 亿元（同比+27.79%），归母净利润 2.18 亿元（同比+21.87%）；22Q2 单季度公司实现营收 9.60 亿元（同比+34%），归母净利润 1.64 亿元（同比+76%）。上半年国内外市场需求逐渐恢复，业务量持续增长，促成业绩增长。

图1：科士达营业收入及增速（单位：亿元、%）



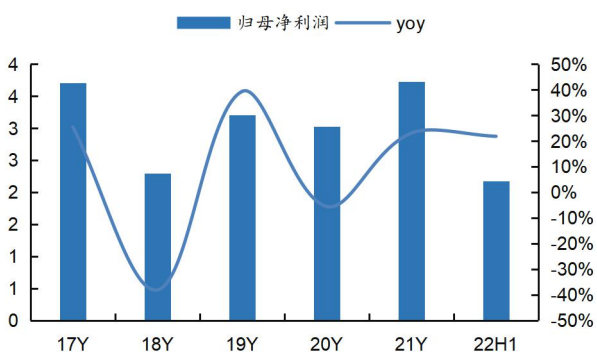
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科士达单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



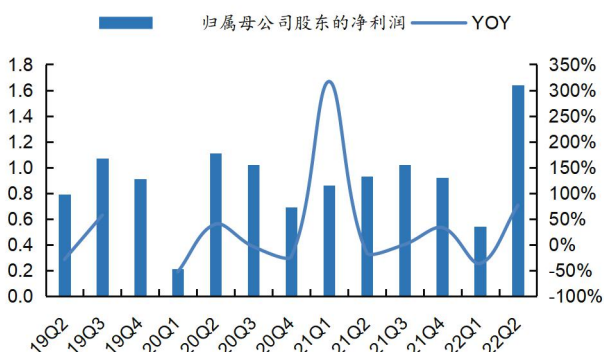
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科士达归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：科士达单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分产品来看，新能源业务高速增长，数据中心产品稳健增长，充电桩业务战略调整后实现突破。

公司数据中心及关键基础设施产品实现营收 10.48 亿元（同比+7.29%），保持稳健增长。公司重点布局高端中大功率 UPS 市场，进一步扩大高端产品市占率，不断夯实渠道业务能力，UPS 及配套电池产品、模块化数据中心产品销量均居全球行业前列。报告期内，公司继续取得各大金融体系客户的目标入围及订单，以及通信行业中国移动、中国联通、中国电信、中国铁塔的电源设备选型入围。公司凭借着产品的高可靠性、技术的行业领先性及科士达的品牌效应，持续在各行业及领域市场深耕发展。

新能源光伏储能业务高速增长，实现营收 3.83 亿元（同比+160.05%），光伏逆变器及储能设备产品毛利率达 25.85%（同比+10.4pct）。市场需求持续增长，公

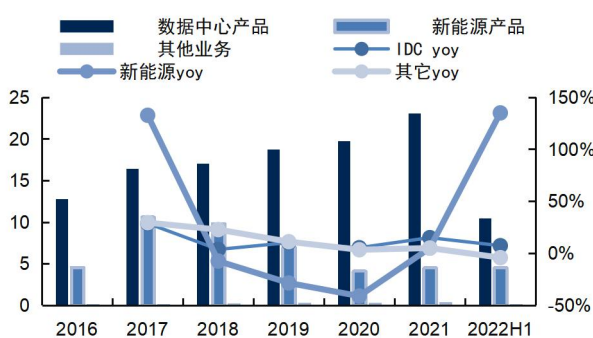
司更积极改进产品策略推进产品技术改造，光伏逆变器及储能设备订单量较去年同期增长，发货量增加，成本随之增加；公司光储产品更新迭代，技术改造更新，降低了成本，相应提高毛利。

公司以电子电力转换技术为基石，布局了新能源光伏及储能产品领域，现有产品主要包括：集中式光伏逆变器、组串式光伏逆变器、智能汇流箱、防逆流箱、直流配电柜、太阳能深循环蓄电池、监控及家用逆变器、户用储能、模块化储能变流器、集中式储能变流器、集逆变升压一体化集成系统、第二代储能系统能量管理及监控平台、调峰调频系统、大型集装箱式储能集成系统、光储充系统等；户用储能一体机方案集合了公司在电力电子、储能领域的技术优势，即插即用，免系统调试，解决海外安装产品服务成本高的痛点，获得海外客户的高度认可。

报告期内，公司在国内大型光伏电站、工商业/户用分布式光伏及储能都取得显著成绩，与国家电网、中核集团、国能集团、中石化、创维光伏、正泰安能、海博思创等关键客户开展项目合作；凭借公司在海外持续积累的渠道优势，并依托公司在电力电子的技术优势以及时代科士达储能电池平台优势，公司与海外电力安装商、户用光伏和储能运营商等客户深入合作，迅速占领市场，海外分布式光伏和户用储能业务实现快速发展。

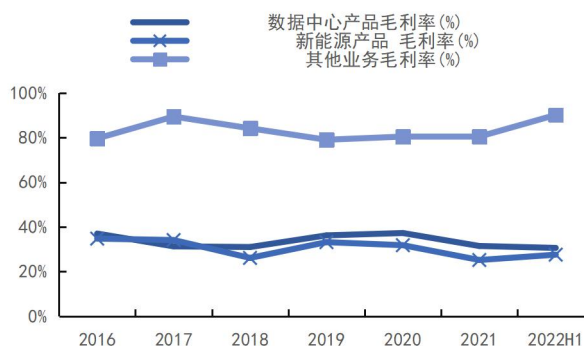
新能源汽车充电桩业务积极调整战略，营业收入 0.48 亿元（同比+98.08%），实现突破。报告期内，公司业务持续深耕公交客运、城投交投、充电运营等行业领域，参与中国铁塔、南方电网、信阳公交、徐州公交、无锡市政、中国能源建设、四川交投等项目，同时积极的延伸提供以新能源充电模块为基础的一体化解决方案，实现收入的快速增长。

图5: 分行业收入及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

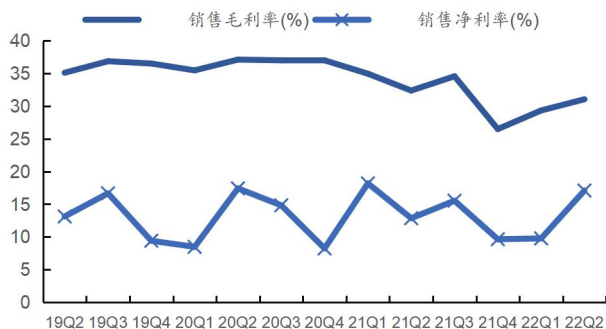
图6: 分行业毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

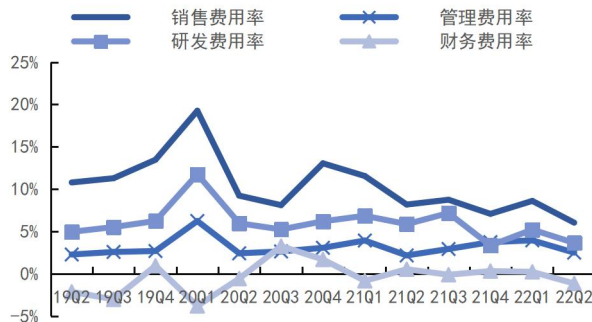
毛利率及净利率持续增长，费用率水平改善。受益于公司产品策略改进及市场需求增长，22Q2 毛利率水平增长显著。22Q2 费用管控改善，费用率水平较上季度小幅下降。

图7：科士达毛利率、净利率变化情况（按季度）



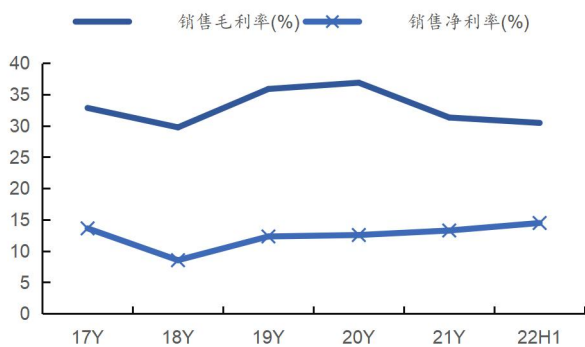
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：科士达三项费用率变化情况（按季度）



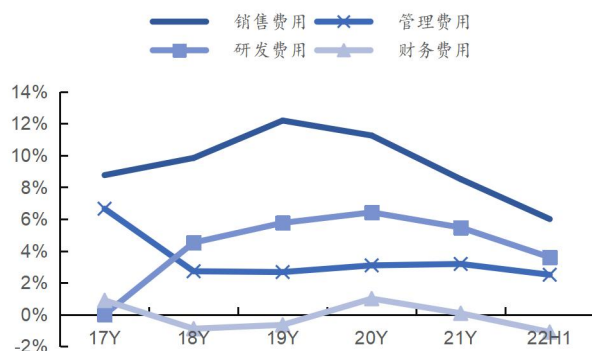
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：科士达毛利率、净利率变化情况（按年度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：科士达三项费用率变化情况（按年度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到俄乌冲突以来欧洲户用储能需求大幅增长带动公司新能源业务全面提速，叠加下半年国内储能建设有望进一步加速，我们重点上调公司新能源业务板块盈利预测，公司整体盈利预测情况同步上调。

1、公司数据中心产品线维持15%增长水平。国内业务中，公司数据中心产品将受益于国内金融、政企、运营商对于数据机房的投入，同时积极开拓互联网新客户打开新的增长曲线，随着海运等压力缓解，公司数据中心产品出口逐步恢复，海外市场将充分受益于全球数据中心基础设施建设。我们预计2022-2024年公司数据中心产品线营业收入分别为26/28/31亿元（同比+15%/11%/11%）；

2、重点上调公司新能源产品业务收入，考虑到公司在储能、逆变器、新能源汽车充电桩板块业务持续发力，我们重点上调公司新能源业务产品线，上调后盈利预测为13.1/21.9/32.2亿元，同比+191%/66%/47%。

1) 上调光储产品盈利预期至11/20/29亿元。随和光伏组件成本下降，海外现场施工有望逐步恢复正常，叠加储能带动效应，预期光伏业务触底反弹；随着合资子公司时代科士达投产，公司储能业务线已经具备了较强的规模化生产能力。考虑到俄乌冲突

以来欧洲户用储能需求大幅增长带动公司新能源业务全面提速，叠加下半年国内储能建设有望进一步加速，我们上调公司储能预期，上调后预计 2022-2024 年期间增速分别为 250%/66%/50%。

2) 上调新能源充电桩设备盈利预测至 1.3/1.8/2.4 亿元。随着公司在充电桩业务经营策略转变，公司为充电桩产品提供包含电源模块在内的综合解决方案提升自身产品价值量，在新能源汽车销量增长带动下，海内外充电桩建设进一步提速，公司充分受益于海内外市场的开拓，上调新能源充电桩设备盈利预测至 1.3/1.8/2.4 亿元，同比+60%/40%/30%。

我们维持能源收入预期不变。

调整后，公司 2022-2024 年整体营收为 39.25/50.85/64.13 亿元，同比增速 40%/30%/26%。我们假设随着大宗商品原材料价格压力的减轻，公司整体毛利率水平下半年有望进一步恢复，全年的净利润水平基本维持稳定。预计 2022-2024 年净利润分别为 5.0/6.4/7.7 亿元（同比+36%/27%/20%）。

表 1：公司营业收入及预测（单位：亿元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
数据中心产品					
收入	19.78	23.12	25.66	28.49	31.33
YOY	5.3%	15%	11%	11%	10%
毛利率(%)	37%	31%	32%	32%	32%
新能源产品					
收入	4.13	4.52	13.14	21.86	32.24
YOY	-41.2%	5%	191%	66%	47%
毛利率(%)	32%	25%	32%	31%	30%
其他业务					
收入	0.31	0.42	0.45	0.50	0.55
YOY	3.3%	5%	8%	10%	10%
毛利率(%)	80%	80%	80%	80%	80%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测

表 2：公司营业收入及预测（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	24.22	28.06	39.25	50.85	64.13
yoy	-7%	16%	40%	30%	26%
毛利润	8.93	8.74	12.79	16.38	20.23
毛利率	37%	31%	33%	32%	32%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

考虑到俄乌冲突以来欧洲户用储能需求大幅增长带动公司新能源业务全面提速，叠加下半年国内储能建设有望进一步加速，我们上调公司全年盈利预测，原预计公司 2022-2024 年收入亿元 35/45/56 亿元，调整后预计 2022-2024 年收入分别为 39/51/64 亿元（同比+40%/30%/26%），原预计公司归母净利润 4.4/5.6/6.8 亿元，调整后预计为 5.0/6.4/7.7 亿元（同比+36%/27%/20%），当前股价对应 PE=36/28/24 倍，维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表 (截至 20220812)

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PB	投资评级
				20A	21A	22E	23E	20A	21A	22E	23E		
002335.SZ	科华数据	37.59	173.50	0.83	0.96	1.3	1.48	45.3	39.2	28.9	25.4	4.79	无评级
688063.SH	派能科技	376.00	582.22	1.77	2.04	3.99	7.76	212.4	184.3	94.2	48.5	18.75	无评级
300274.SZ	阳光电源	123.38	1,832.43	1.34	1.07	2.12	2.93	92.1	115.3	58.2	42.1	11.39	无评级
300763.SZ	锦浪科技	244.53	908.04	2.18	1.91	2.63	3.98	112.2	128.0	93.0	61.4	37.72	无评级
688390.SH	固德威	361.00	444.75	2.96	3.18	4.58	7.33	122.0	113.5	78.8	49.2	26.53	无评级
	平均								116.1	70.6	45.3	18.2	
002518.SZ	科士达	31.25	182.01	0.52	0.64	0.87	1.11	60.1	48.8	35.9	28.2	5.84	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 科士达为国信证券经济研所预测, 其余为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	551	416	1086	1315	1811	营业收入	2423	2806	3925	5085	6413
应收款项	914	992	1486	1881	2356	营业成本	1529	1927	2646	3447	4390
存货净额	324	676	641	840	1075	营业税金及附加	31	40	55	72	90
其他流动资产	89	108	196	254	321	销售费用	272	239	334	433	546
流动资产合计	2789	3315	4531	5412	6685	管理费用	75	89	127	162	202
固定资产	866	1084	991	992	974	研发费用	155	154	230	298	372
无形资产及其他	160	230	321	412	502	财务费用	24	2	(13)	(24)	(40)
投资性房地产	244	320	320	320	320	投资收益	23	26	3	3	3
长期股权投资	74	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	33	21	15	15	0
资产总计	4134	4951	6165	7138	8484	其他收入	(210)	(141)	(230)	(298)	(372)
短期借款及交易性金融负债	30	37	500	300	200	营业利润	338	415	563	716	857
应付款项	885	1348	1654	2197	2893	营业外净收支	(4)	(3)	0	0	0
其他流动负债	237	283	610	798	1020	利润总额	334	413	563	716	857
流动负债合计	1153	1668	2764	3295	4113	所得税费用	30	40	55	70	84
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	169	180	180	180	180	归属于母公司净利润	303	373	509	648	774
长期负债合计	169	180	(50)	(50)	(50)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1321	1848	2714	3245	4063	净利润	303	373	509	648	774
少数股东权益	7	41	40	39	38	资产减值准备	(0)	(54)	105	1	(2)
股东权益	2806	3062	3411	3854	4383	折旧摊销	67	70	112	122	129
负债和股东权益总计	4134	4951	6165	7138	8484	公允价值变动损失	(33)	(21)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	24	2	(13)	(24)	(40)
每股收益	0.52	0.64	0.87	1.11	1.33	营运资本变动	35	(59)	191	80	139
每股红利	0.20	0.20	0.28	0.35	0.42	其它	1	54	(105)	(2)	1
每股净资产	4.82	5.26	5.86	6.62	7.53	经营活动现金流	372	363	797	834	1041
ROIC	25%	24%	36%	49%	60%	资本开支	0	(250)	(200)	(200)	(200)
ROE	11%	12%	15%	17%	18%	其它投资现金流	(214)	(211)	0	0	0
毛利率	37%	31%	33%	32%	32%	投资活动现金流	(263)	(389)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	15%	13%	14%	13%	13%	权益性融资	(17)	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	16%	16%	15%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-7%	16%	40%	30%	26%	支付股利、利息	(119)	(118)	(161)	(205)	(245)
净利润增长率	-5%	23%	36%	27%	20%	其它融资现金流	(20)	128	463	(200)	(100)
资产负债率	32%	38%	45%	46%	48%	融资活动现金流	(275)	(108)	72	(405)	(345)
息率	1.3%	1.3%	1.8%	2.3%	2.7%	现金净变动	(166)	(134)	669	229	496
P/E	29.6	24.0	17.6	13.8	11.6	货币资金的期初余额	717	551	416	1086	1315
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0	货币资金的期末余额	551	416	1086	1315	1811
EV/EBITDA	24.1	25.3	18.1	15.3	13.8	企业自由现金流	0	84	584	611	801
						权益自由现金流	0	211	829	432	738

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032