

锦浪科技 (300763)

2022 年三季度报点评: Q3 毛利率改善超预期, 23 年将迎量利双升, 继续强推

买入 (维持)

2022 年 10 月 27 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

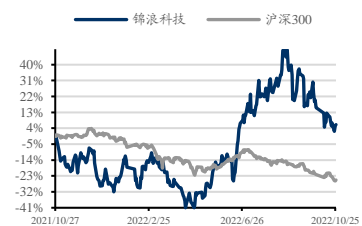
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,312	6,440	13,096	18,722
同比	59%	94%	103%	43%
归属母公司净利润 (百万元)	474	1,204	2,836	4,371
同比	49%	154%	136%	54%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.26	3.19	7.52	11.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	163.53	64.38	27.33	17.73

#产品结构变动带来利润率上升 #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营收 41.67 亿元, 同增 80.86%; 实现归母净利润 7.03 亿元, 同增 93.75%。其中 2022Q3, 实现营收 17.25 亿元, 同增 102.91%, 环增 28.83%; 实现归母净利润 3.05 亿元, 同增 144.37%, 环增 30.51%。2022Q1-Q3 毛利率为 33.60%, 同增 5.14pct, 2022Q3 毛利率 36.78%, 同增 9.87pct, 环增 3.93pct; 2022Q1-Q3 归母净利率为 16.88%, 同增 1.12pct, 2022Q3 归母净利率 17.69%, 同增 3.00pct, 环增 0.23pct。业绩略超市场预期。
- **国产 IGBT 比例仍处低位, 2023 年将迎量利双升。** 受益于行业需求及产能爬坡, 公司出货量持续增长, 我们预计 2022Q1-Q3 出货 73-75 万台, 其中 2022Q3 公司逆变器出货 30 万台+, 环增 20%+, 同增 50%+。其中户储出货 7~8 万台, 出货超上半年总量, 同比 6~7 倍增长, 同时户储产能持续提升, 年底产能有望达年产 120 万台。2022Q3 公司国产 IGBT 比例仍控制在 10%内, 随着 2023 年公司国产 IGBT 比例提升, 将迎量利双升。2023 年户储加速放量, 我们预计公司储能收入将同比翻 3-4 倍增长, 长期看, 光储需求旺盛叠加公司中长期 20%市占率目标, 成长性凸显。
- **2022Q3 毛利率提升 4pct, 汇率波动预计影响 5000-6000 万利润。** 2022Q3 综合毛利率 36.8%, 环增 4pct, 主要受益于: 1) 储能出货占比提升至 20%+; 2) 海外出货占比提升至 60%; 3) 2022Q3 国内提价。目前逆变器供不应求, 近期还将有所提价, 我们预计 2022Q4 将进一步提升 2-3pct。2022Q3 公司公允价值损失 5000 万, 主要为锁汇损失, 同时欧元和英镑贬值, 我们预计在财务费用中产生 1000-2000 万的汇兑损失。近期美元有所回落, 欧元有所升值, 我们预计 2022Q4 外汇端将有所收益。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司逆变器出货高增, 叠加出货结构改善带来毛利率提升, 我们维持公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 12.0/28.4/43.7 亿元, 同比+154%/136%/54%, 给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 375.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	202.67
一年最低/最高价	139.50/294.86
市净率(倍)	19.66
流通 A 股市值(百万元)	60,791.09
总市值(百万元)	76,447.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.31
资产负债率(% ,LF)	69.78
总股本(百万股)	377.20
流通 A 股(百万股)	299.95

相关研究

《锦浪科技(300763): 三季度业绩预告点评: 光储需求旺盛, 出货量快速提升, 毛利率持续提升》

2022-10-14

《锦浪科技(300763): 2022 年中报点评: 储能及海外出货高增, 需求旺盛继续量利双升》

2022-08-30

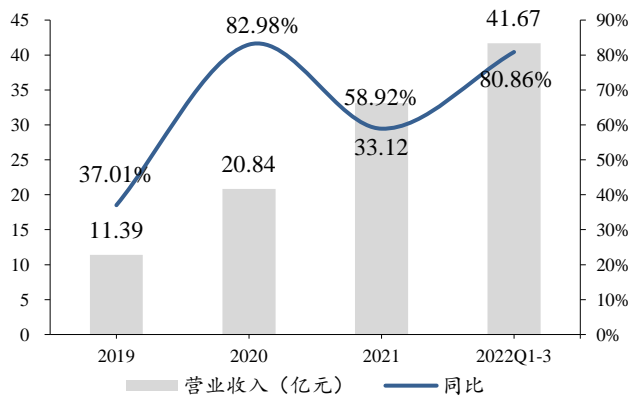
事件: 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营收 41.67 亿元, 同增 80.86%; 实现归母净利润 7.03 亿元, 同增 93.75%。其中 2022Q3, 实现营收 17.25 亿元, 同增 102.91%, 环增 28.83%; 实现归母净利润 3.05 亿元, 同增 144.37%, 环增 30.51%。2022Q1-Q3 毛利率为 33.60%, 同增 5.14pct, 2022Q3 毛利率 36.78%, 同增 9.87pct, 环增 3.93pct; 2022Q1-Q3 归母净利率为 16.88%, 同增 1.12pct, 2022Q3 归母净利率 17.69%, 同增 3.00pct, 环增 0.23pct。业绩略超市场预期。

表1: 2022Q1-3 收入 41.67 亿元, 同比增长 80.86%; 盈利 7.03 亿元, 同比增长 93.75% (单位: 亿元)

锦浪科技	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	41.67	23.04	80.9%	17.25	8.50	102.9%	13.39	28.8%
毛利率	33.6%	28.5%	5.1pct	36.8%	26.9%	9.9pct	32.8%	3.9pct
营业利润	7.78	3.94	97.5%	3.41	1.38	146.7%	2.52	35.4%
利润总额	7.77	3.94	97.1%	3.41	1.38	146.7%	2.51	35.8%
归属母公司净利润	7.03	3.63	93.8%	3.05	1.25	144.4%	2.34	30.5%
扣非归母净利润	7.14	3.01	136.8%	3.45	0.99	247.8%	2.28	51.0%
归母净利率	16.9%	15.8%	1.1pct	17.7%	14.7%	3.0pct	17.5%	0.2pct
股本 (元/股)	3.77	2.48	-	3.77	2.48	-	3.71	-
EPS	1.86	1.47	27.2%	0.81	0.50	60.4%	0.63	28.5%

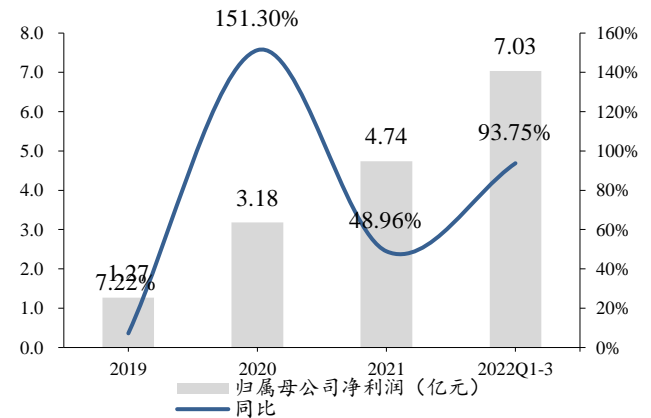
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022Q1-3 收入 41.67 亿元, 同比+80.86%



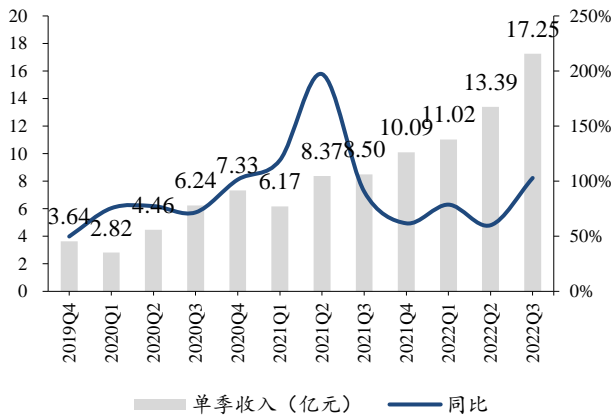
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022Q1-3 归母净利润 7.03 亿元, 同比+93.75%



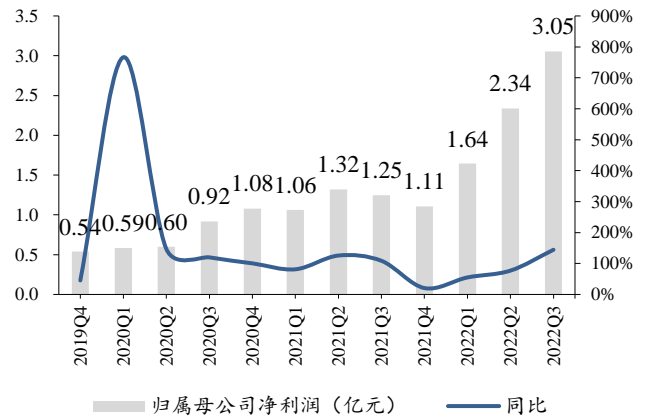
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 17.25 亿元, 同比+102.91%



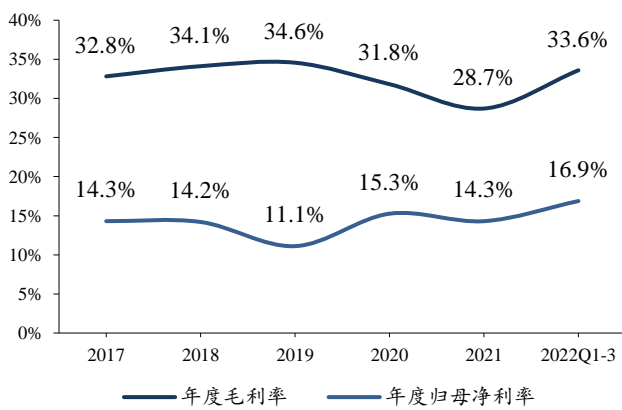
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 3.05 亿元, 同比+144.37%



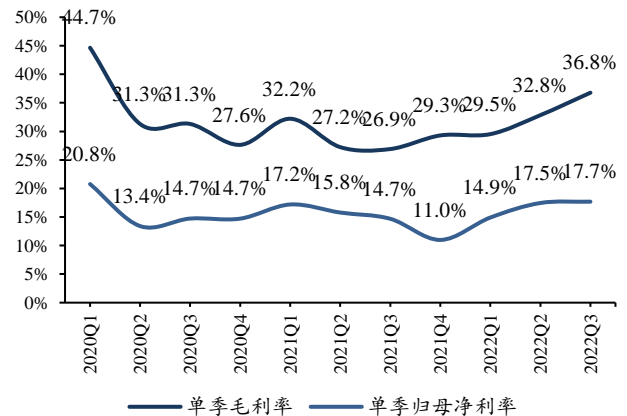
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比+5.14、+1.12pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

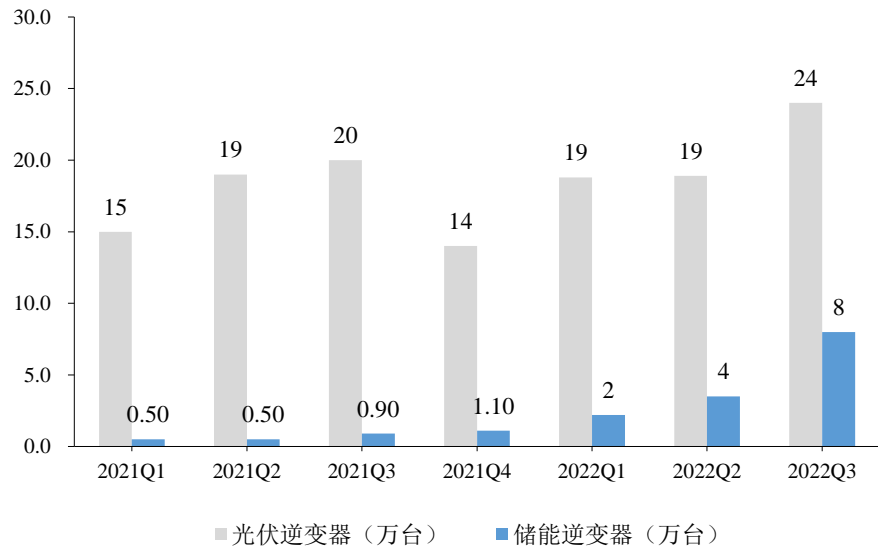
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比+9.87、+3pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国产 IGBT 比例仍处低位, 2023 年将迎量利双升。受益于行业需求及产能爬坡, 公司出货量持续增长, 我们预计 2022Q1-Q3 出货 73-75 万台, 其中 2022Q3 公司逆变器出货 30 万台+, 环增 20%+, 同增 50%+。其中户储出货 7~8 万台, 出货超上半年总量, 同比 6~7 倍增长, 同时户储产能持续提升, 年底产能有望达年产 120 万台。2022Q3 公司国产 IGBT 比例仍控制在 10% 内, 随着 2023 年公司国产 IGBT 比例提升, 将迎量利双升。2023 年户储加速放量, 我们预计公司储能收入将同比翻 3-4 倍增长, 长期看, 光储需求旺盛叠加公司中长期 20% 市占率目标, 成长性凸显。

图7：公司光伏逆变器和储能逆变器季度出货

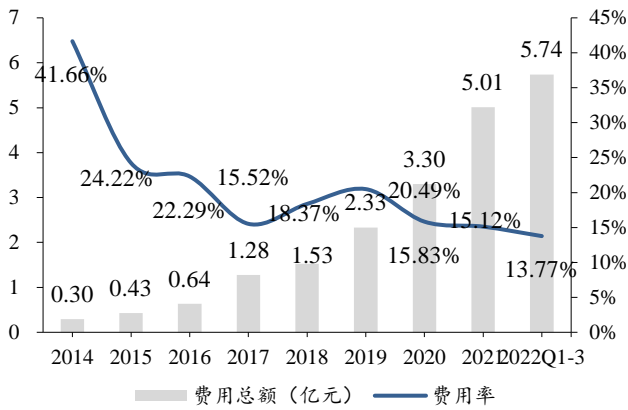


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2022Q3 毛利率提升 4pct，汇率波动预计影响 5000-6000 万利润。2022Q3 综合毛利率 36.8%，环增 4pct，主要受益于：1) 储能出货占比提升至 20%+；2) 海外出货占比提升至 60%；3) 2022Q3 国内提价。目前逆变器供不应求，近期还将有所提价，我们预计 2022Q4 将进一步提升 2-3pct。2022Q3 公司公允价值损失 5000 万，主要为锁汇损失，同时欧元和英镑贬值，我们预计在财务费用中产生 1000-2000 万的汇兑损失。近期美元有所回落，欧元有所升值，我们预计 2022Q4 外汇端将有所收益。

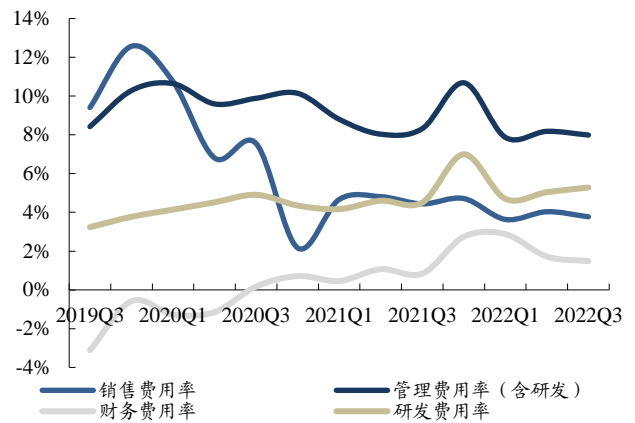
费用控制能力优秀，2022Q1-3 期间费用率保持稳定。公司 2022Q1-Q3 期间费用同比增长 57.54%至 5.74 亿元，期间费用率下降 0.03 个百分点至 13.77%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 49.06%、上升 73.79%、上升 105.22%、上升 324.23%至 1.59 亿元、3.34 亿元、2.1 亿元、0.8 亿元；费用率分别下降 0.81、下降 0.33、上升 0.6、上升 1.11 个百分点至 3.82%、8.02%、5.05%、1.93%。Q3，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+72.42%/+44.10%/+137.74%/+258.29%，费用率分别为 3.77%/7.99%/5.28%/1.48%。

图7: 2022Q1-3 期间费用 5.74 亿元, 同比+57.54%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

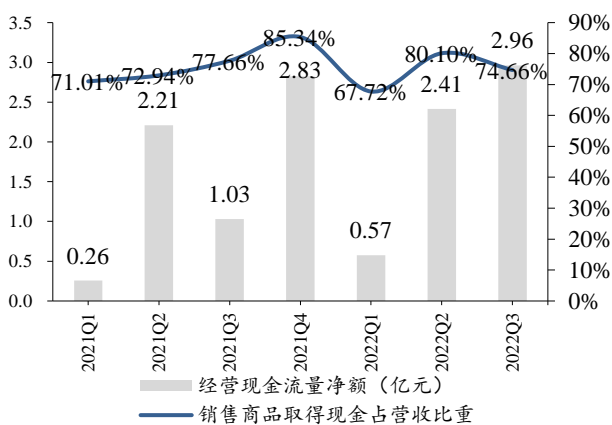
图8: 2022Q3 期间费用率 10.82%, 同比-3.92pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

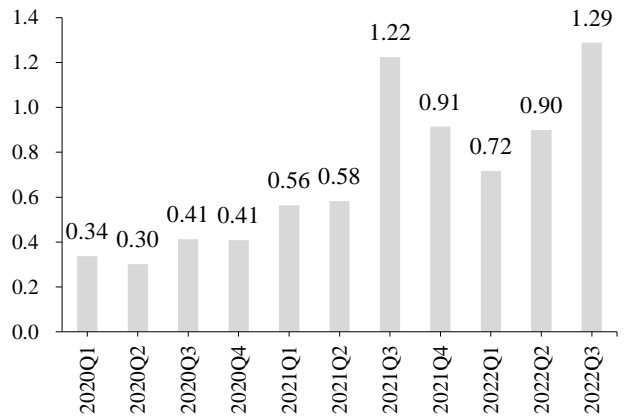
现金流大幅增长, 盈利能力提升。公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 5.95 亿元, 同比增长 70.06%, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 2.96 亿元; 2022Q1-3 销售商品取得现金 31.07 亿元, 同比增长 81.84%。期末合同负债 1.26 亿元, 同比+4.21%。期末应收账款 11.88 亿元, 较期初增长 7.05 亿元, 应收账款周转天数上升 11.05 天至 54.11 天。期末存货 19.31 亿元, 较期初上升 6.4 亿元; 存货周转天数上升 23.86 天至 157.21 天。

图9: 2022Q3 现金净流入 2.96 亿元, 同比-187.02%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末合同负债 1.29 亿元, 同比+4.21%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司逆变器出货高增, 叠加出货结构改善带来毛利率提升, 我们维持公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 12.0/28.4/43.7 亿元, 同比+154%/136%/54%, 给予公司 2023 年 50 倍 PE, 对应目标价 375.9 元, 维持“买入”

评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

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	2,120	9,459	17,456	营业总收入	3,312	6,440	13,096	18,722
货币资金及交易性金融资产	800	-507	4,462	10,489	营业成本(含金融类)	2,361	4,251	8,477	12,000
经营性应收款项	509	20	48	67	税金及附加	6	6	13	19
存货	1,291	2,316	4,621	6,540	销售费用	154	238	432	562
合同资产	12	0	0	0	管理费用	127	193	327	505
其他流动资产	112	291	328	361	研发费用	173	309	589	711
非流动资产	3,588	7,018	7,940	8,793	财务费用	47	26	46	-50
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	13	20	22
固定资产及使用权资产	2,962	4,346	5,505	6,501	投资净收益	32	12	26	28
在建工程	500	2,550	2,316	2,176	公允价值变动	50	-45	10	10
无形资产	55	50	46	41	减值损失	-14	-28	-43	-65
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	5	6	7	营业利润	529	1,368	3,223	4,970
其他非流动资产	67	67	67	67	营业外净收支	0	0	-1	-2
资产总计	6,311	9,139	17,399	26,249	利润总额	529	1,368	3,222	4,968
流动负债	2,849	5,628	11,053	15,532	减:所得税	55	164	387	596
短期借款及一年内到期的非流动负债	118	118	118	118	净利润	474	1,204	2,836	4,371
经营性应付款项	2,420	4,972	9,916	14,041	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	89	74	148	209	归属母公司净利润	474	1,204	2,836	4,371
其他流动负债	222	464	871	1,164	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.26	3.19	7.52	11.59
非流动负债	1,222	1,222	1,222	1,222	EBIT	495	1,442	3,257	4,924
长期借款	1,212	1,212	1,212	1,212	EBITDA	576	1,764	3,649	5,385
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.71	33.99	35.27	35.90
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	14.30	18.69	21.65	23.35
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	58.92	94.41	103.36	42.96
负债合计	4,071	6,850	12,275	16,753	归母净利润增长率(%)	48.96	154.00	135.61	54.16
归属母公司股东权益	2,240	2,289	5,124	9,496					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,240	2,289	5,124	9,496					
负债和股东权益	6,311	9,139	17,399	26,249					

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	3,650	6,319	7,376	每股净资产(元)	9.05	9.24	20.70	38.35
投资活动现金流	-1,888	-5,456	-1,289	-1,288	最新发行在外股份(百万股)	377	377	377	377
筹资活动现金流	1,023	-1,216	-61	-61	ROIC(%)	15.97	35.21	56.79	50.10
现金净增加额	-243	-3,022	4,969	6,027	ROE-摊薄(%)	21.15	52.58	55.34	46.04
折旧和摊销	81	322	392	461	资产负债率(%)	64.50	74.95	70.55	63.82
资本开支	-1,660	-3,750	-1,312	-1,313	P/E(现价&最新股本摊薄)	163.53	64.38	27.33	17.73
营运资本变动	67	1,984	2,642	2,183	P/B(现价)	22.70	22.22	9.92	5.36

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>

