

金盘科技 (688676)

2022 三季度报点评：业绩超市场预期，主业利润率开启修复，储能进展顺利

买入 (维持)

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

执业证书：S0600121060016

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,303	4,523	6,545	9,283
同比	36%	37%	45%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	235	290	541	924
同比	1%	23%	87%	71%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.55	0.68	1.27	2.17
P/E (现价&最新股本摊薄)	75.79	61.41	32.88	19.25

#业绩符合预期

投资要点

- **2022Q1-3 营收+39.35%、归母净利+0.35%，Q3 归母净利+31.35%，业绩符合市场预期。**公司 2022Q1-3 实现营收 31.87 亿元，同增 39.35%；实现归母净利 1.68 亿元，同增 0.35%。其中 2022Q3 实现营收 12.13 亿元，同增 52.50%，环增 14.97%；实现归母净利 0.72 亿元，同增 31.35%。收入端实现高增，涨价后的订单占比提升，同时大宗原材料价格下行，公司毛利率环比开始修复，利润端同样超市场预期。
- **储能：1)国内大储方面，大客户订单+产能充足，技术优势带动业绩高弹性。**公司液冷高压级联储能产品国内领先，凭借高可靠性、高循环效率、占地面积小等优势，有望在大储市场逐步渗透。订单层面，截至公告日订单合计约 2.05 亿元，主要客户有中广核、国家能源集团。公司产能充分布局，目前桂林工厂 1.2GWh 大储系统的产能已顺利投产，同时武汉工厂 2.7GWh 有望于 2023H2 建成，若 2024 年满产，两大工厂合计可共享近 60 亿产值。2) **海外户储方面**，公司正积极布局，后续有望给公司带来新增量。
- **主业干式逆变器：传统领域或将维持高增，新能源带动整体增速。**1) **风电方面**，受益于海风+风机大型化，干变凭借系统成本更低、安全免维护性高等优势替换油变。三一、金风等多家风机厂大兆瓦风机开始配备干变，静待 2023-2024 年渗透率大幅提高。2) **光伏方面**，硅料配套干变、光伏升压站成套设备订单均较为饱满。3) **传统领域方面**，基于公司自身经营 α 较强，我们预计传统领域增速不亚于新能源整体增速。
- **Q3 毛利率开始恢复，现金流环比有所改善。**公司毛利率逐季下滑，Q3 开始有所恢复，主要系 1) 成本疏导，公司 Q3 主要产品价格已根据高价大宗商品有所上调；2) 费用率控制整体较好，2022Q3 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比+5.47%/+56.44%/+47.39%/-72.15%。同时公司 2022Q3 销售商品取得现金 24.52 亿元，同比增长 25.09%，应收账款周转天数下降 0.23 天至 115.31 天，存货周转天数下降 22.62 天至 165.34 天。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 2.90 亿元/5.41 亿元/9.24 亿元，同比分别+23%/+87%/+71%，对应现价 PE 分别 61 倍、33 倍、19 倍。
- **风险提示：**大宗原材料涨价超预期，干变渗透不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.93
一年最低/最高价	13.50/44.99
市净率(倍)	6.31
流通 A 股市值(百万元)	7,151.64
总市值(百万元)	16,146.80

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.01
资产负债率(% ,LF)	60.88
总股本(百万股)	425.70
流通 A 股(百万股)	188.55

相关研究

- 《金盘科技(688676): 2022 中报点评：业绩符合预期，干变利润恢复在望，储能起势》
2022-08-31
- 《金盘科技(688676): 储能接棒高增，干变利润拐点》
2022-07-11

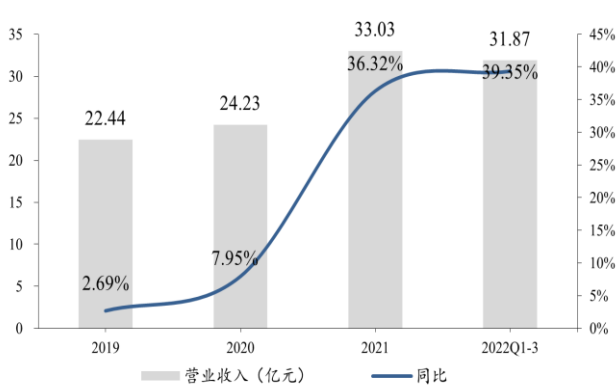
2022Q1-3 营收+39.35%、归母净利润+0.35%，Q3 归母净利润+31.35%，业绩符合市场预期。公司 2022Q1-3 实现营业收入 31.87 亿元，同比增长 39.35%；实现归母净利润 1.68 亿元，同比增长 0.35%。其中 2022Q3 实现营业收入 12.13 亿元，同比增长 52.50%，环比增长 14.97%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 31.35%。收入端实现高增，涨价后的订单占比提升，同时大宗原材料价格下行，公司毛利率环比开始修复，利润端同样超市场预期。

图1: 金盘科技 2021-2022 年营业利润表 (亿元)

金盘科技	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	31.87	22.87	39.4%	12.13	7.95	52.5%	10.55	15.0%
毛利率	19.3%	23.6%	-4.3%	20.3%	22.7%	-2.3%	19.0%	1.4%
营业利润	1.83	1.80	1.5%	0.80	0.58	38.8%	0.57	41.2%
利润总额	1.85	1.84	0.8%	0.81	0.60	34.9%	0.57	42.6%
归属母公司净利润	1.68	1.67	0.3%	0.72	0.55	31.4%	0.54	35.2%
扣非归母净利润	1.66	1.48	12.0%	0.75	0.48	58.2%	0.58	30.5%
归母净利率	5.3%	7.3%	-2.0%	6.0%	6.9%	-1.0%	5.1%	0.9%
股本	4.26	4.26	-	4.26	4.26	-	4.26	-
EPS	0.39	0.39	0.3%	0.17	0.13	31.4%	0.13	35.2%

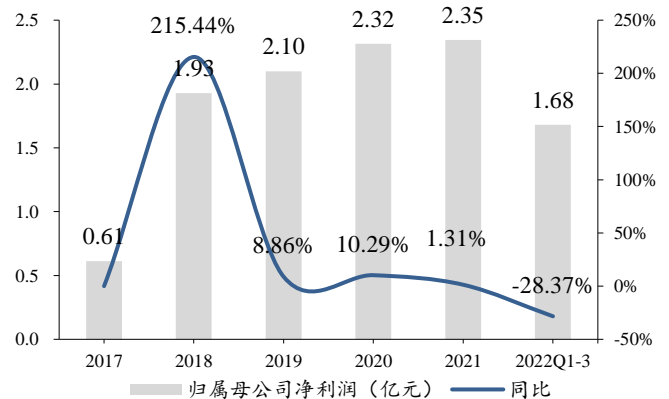
数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

图2: 金盘科技 2019-2022 年营业收入情况



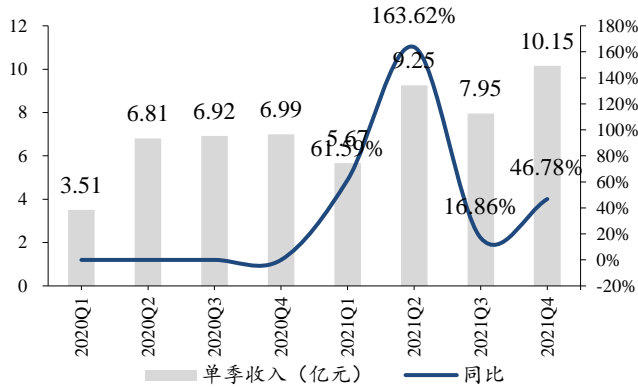
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3: 金盘科技 2017-2022 年归母净利润情况



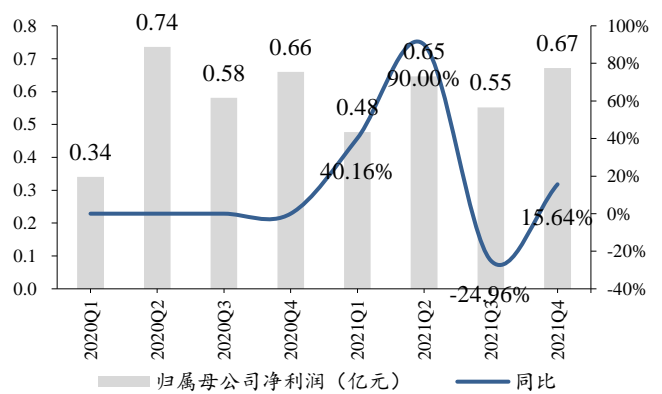
数据来源：wind，东吴证券研究所

图4: 金盘科技 2020-2022 年单季收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

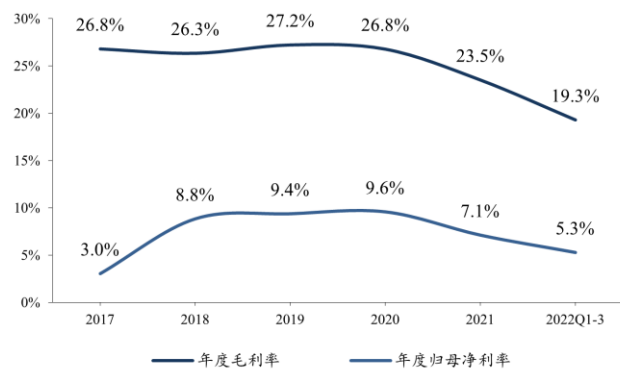
图5: 金盘科技 2020-2022 年单季归母净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

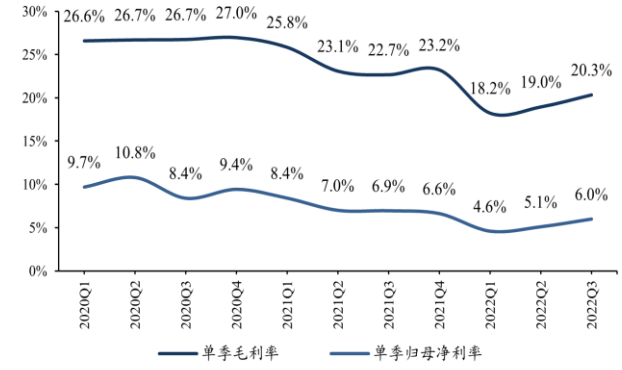
受硅钢片、铜等原材料持续涨价影响，毛利率逐季环比下滑，Q3 成本疏导后毛利率环比开始修复。Q1-3 毛利率为 19.28%，同比下降 4.35pct，Q3 毛利率 20.35%，同比下降 2.33pct，环比上升 1.39pct；Q1-3 归母净利率为 5.27%，同比下降 2.05pct，Q3 归母净利率 5.98%，同比下降 0.96pct，环比上升 0.90pct。公司主要产品干式变压器是基于原材料（主要是硅钢、铜）成本加成的模式定价的，2022Q2 达到毛利率低点；而 Q3 交付订单的价格已根据高价的大宗原材料有所上调，导致毛利率环比向上修复。

图6: 金盘科技 2017-2022 年毛利率及归母净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 公司 2017-2022 年单季毛利率及归母净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

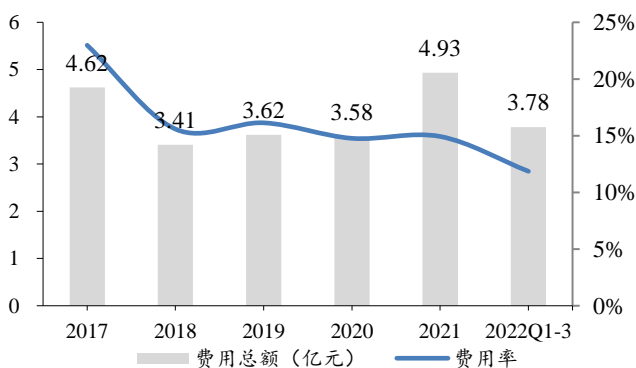
储能加速产业化落地，国内大储高压级联技术领先，订单弹性大。1) 国内大储方面，公司液冷高压级联储能产品国内领先，凭借高可靠性、高循环效率、占地面积小等优势，有望在大储市场逐步渗透。订单层面，截至公告日订单合计约 2.05 亿元，主要客户有中广核、国家能源集团。公司产能充分布局，目前桂林工厂 1.2GWh 大储系统的产能已顺利投产，明年满产状态下、以 1.5 元/Wh 系统集成单价计，对应 18 亿产值；同时武汉工厂 2.7GWh 有望于 2023H2 建成，若 2024 年满产，两大工厂合计可共享近 60 亿产值。基于现有干变业务，公司在发电侧和工商业侧渠道资源丰富、技术方案领先，展望 2023 年我们预计订单弹性较大，有望充分利用桂林现有产能。利润率方面，后续随着明年电芯价格下降、数字化制造赋能，相比 2022 年有望边际提升。2) 海外户储方面，

技术上与第三方合作，目前户储一体机产品已正式发布，待渠道等布局完善，后续有望投入市场。

主业干式变压器持续向上、利润开始修复，风电干变加速渗透，提供成长性。收入端：1) 风电：受益于海风+风机大型化，干变凭借系统成本更低、安全免维护性高等优势替换油变。2022 年国内陆风大兆瓦风机招标开始起量，干变在 4MW 以上风机的系统成本更低，同时安全免维护，逐步替代油变的趋势已显现。三一、金风等多家风机厂大兆瓦风机开始配备干变，不过仍有多数风机厂对干变产品处于验证阶段，静待 2023-2024 年渗透率大幅提高。**2) 光伏：**硅料配套干变、光伏升压站成套设备订单均较为饱满。**3) 传统下游：**轨交、基础设施、节能环保等稳投资领域需求向上，基于公司自身经营 α 较强，我们预计传统领域增速不亚于新能源整体增速。我们预计整体 Q3 订单仍维持较快增长，因平均订单交期接近半年，展望 2022H1，干变主业仍可实现至少 20-30% 增长。**利润端：**前期干变业务受大宗铜、硅钢等涨价压制利润率，我们预计 2022Q3 起公司交付调价后的订单，叠加大宗原材料铜等开始跌价，我们预计利润率环比逐季修复，2023 年主业净利率水平有望向上修复到 8% 左右。

费用率控制整体较好，美元升值带来一定汇兑收益。公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 42.54% 至 3.78 亿元，期间费用率下降 3.26 个百分点至 14.93%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 23.23%、上升 22.07%、上升 24.97%、下降 224.21% 至 1.03 亿元、2.98 亿元、1.38 亿元、-0.23 亿元；费用率分别下降 0.42、下降 1.32、下降 0.5、下降 1.52 个百分点至 3.22%、9.35%、4.34%、-0.72%。2022Q3 销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+5.47%/+56.44%/+47.39%/-72.15%，费用率分别为 3.36%/9.61%/4.69%/-1.32%。

图8：金盘科技 2017-2022 年费用总额情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：金盘科技 2019-2022 年各季度费用率情况

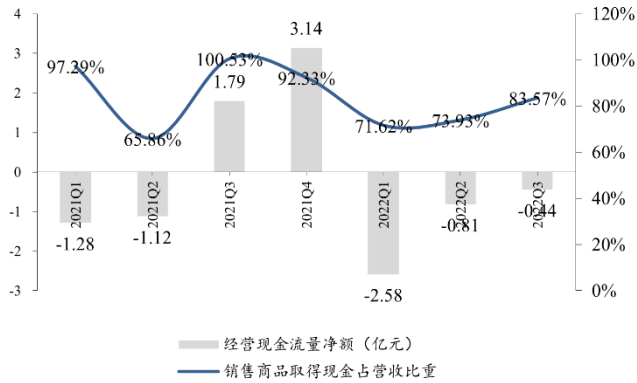


数据来源：wind，东吴证券研究所

Q3 现金流环比有所改善，合同负债、存货、应收账款有所增长。公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流出 3.83 亿元，同比下降 530.13%，其中 2022Q3 经营活动现金流量

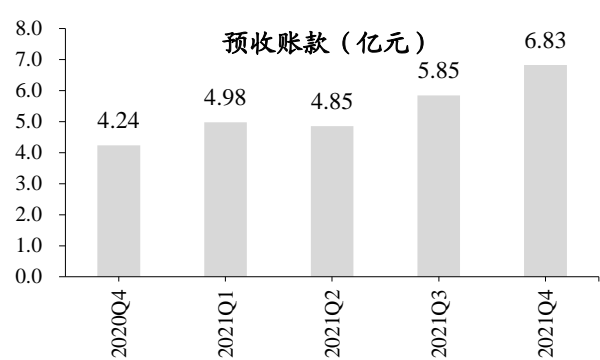
净额-0.44 亿元；销售商品取得现金 24.52 亿元，同比增长 25.09%。期末合同负债 8.39 亿元，比期初增长 22.84%。期末应收账款 15.81 亿元，较期初增长 4.4 亿元，应收账款周转天数下降 0.23 天至 115.31 天。期末存货 17.27 亿元，较期初上升 3.45 亿元；存货周转天数下降 22.62 天至 165.34 天。

图10: 金盘科技 2021-2022 年各季度现金流情况



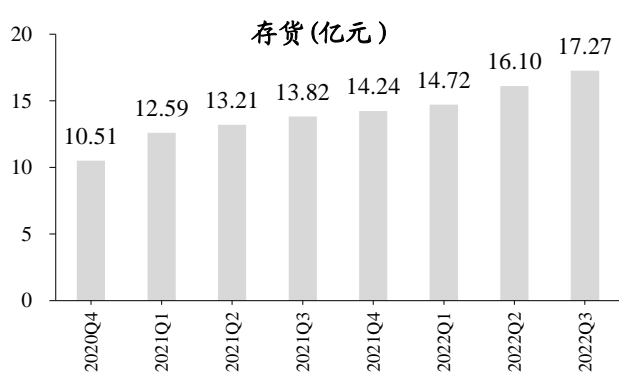
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 金盘科技 2020-2022 年各季度预收账款



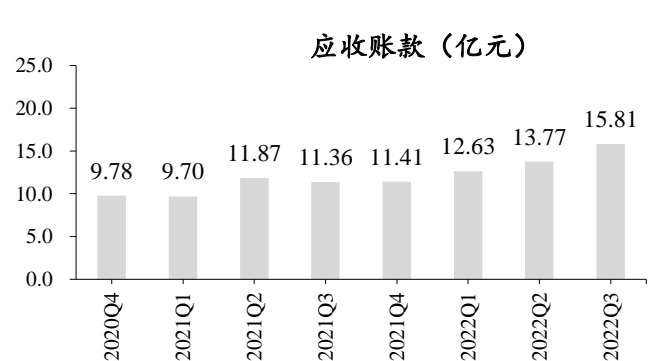
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图12: 金盘科技 2020-2022 年各季度存货



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图13: 金盘科技 2020-2022 年各季度应收账款



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 2.90 亿元/5.41 亿元/9.24 亿元，同比分别+23%/+87%/+71%，对应现价 PE 分别 61 倍、33 倍、19 倍。

风险提示: 大宗原材料涨价超预期，干变渗透不及预期，竞争加剧等。

金盘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	4,252	5,851	8,578	10,736	营业总收入	3,303	4,523	6,545	9,283
货币资金及交易性金融资产	1,059	1,547	2,540	2,363	营业成本(含金融类)	2,526	3,567	5,046	7,026
经营性应收款项	1,585	2,130	3,056	4,288	税金及附加	19	27	38	54
存货	1,424	1,960	2,733	3,788	销售费用	115	156	216	297
合同资产	0	0	0	0	管理费用	185	240	334	464
其他流动资产	183	213	249	296	研发费用	158	222	319	434
非流动资产	1,130	1,218	1,542	1,833	财务费用	35	-9	-6	-3
长期股权投资	13	13	13	13	加:其他收益	15	15	13	26
固定资产及使用权资产	556	764	1,053	1,357	投资净收益	-4	-2	-4	-7
在建工程	264	175	240	258	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	165	134	103	72	减值损失	-37	-22	-19	-18
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-1	0	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	247	312	590	1,013
其他非流动资产	132	132	132	132	营业外净收支	10	10	10	10
资产总计	5,382	7,070	10,120	12,568	利润总额	258	322	600	1,023
流动负债	2,496	3,424	4,876	6,837	减:所得税	22	32	57	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	142	59	59	59	净利润	235	290	542	926
经营性应付款项	1,422	2,080	3,080	4,350	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	683	963	1,311	1,874	归属母公司净利润	235	290	541	924
其他流动负债	249	322	426	554	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.68	1.27	2.17
非流动负债	423	573	1,800	1,591	EBIT	278	312	593	1,007
长期借款	336	486	516	546	EBITDA	359	427	734	1,173
应付债券	0	0	1,197	958	毛利率(%)	23.51	21.14	22.91	24.31
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.10	6.40	8.26	9.95
其他非流动负债	82	82	82	82	收入增长率(%)	36.32	36.96	44.69	41.84
负债合计	2,919	3,997	6,676	8,428	归母净利润增长率(%)	1.31	23.42	86.78	70.77
归属母公司股东权益	2,462	3,072	3,443	4,136					
少数股东权益	0	1	2	4					
所有者权益合计	2,462	3,072	3,445	4,141					
负债和股东权益	5,382	7,070	10,120	12,568					

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	253	309	421	755	每股净资产(元)	5.78	6.56	7.35	8.83
投资活动现金流	-459	-485	-458	-452	最新发行在外股份(百万股)	426	426	426	426
筹资活动现金流	494	374	1,029	-480	ROIC(%)	9.91	8.57	12.12	16.69
现金净增加额	280	198	993	-177	ROE-摊薄(%)	9.53	9.43	15.71	22.33
折旧和摊销	81	115	141	166	资产负债率(%)	54.25	56.54	65.96	67.06
资本开支	-231	-193	-454	-445	P/E(现价&最新股本摊薄)	75.79	61.41	32.88	19.25
营运资本变动	-118	-164	-370	-472	P/B(现价)	7.22	6.37	5.68	4.73

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>

