

科士达 (002518)

修炼内功，携手龙头，光储充持续高增 买入（首次）

2022 年 10 月 31 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万港元）	2,806	4,028	6,873	10,610
同比（%）	16%	44%	71%	54%
归母净利润（百万港元）	373	633	1,055	1,588
同比（%）	23%	70%	67%	51%
每股收益（港元/股）	0.64	1.09	1.81	2.73
P/E（倍）	82.40	48.58	29.16	19.36

投资要点

- **两大赛道+两个市场全面推进。**1) 公司业务主要包括数据中心、新能源两块，其中新能源业务包括光伏逆变器、储能、新能源汽车充电桩等，近年随着光储充行业景气度持续提升，公司新能源业务快速扩大，2022H1 年收入 4.54 亿元，占总收入的 30%，毛利率 27.55%。2) 在市场拓展上，公司成立初期便布局海外市场，建立了完善渠道，为后续各类业务有效赋能。
- **新能源业务多点开花，高贝塔下修炼内功提高阿尔法。**1) 海外户储接棒高增，与多家大厂合作天花板打开：公司主要为海外渠道商、安装商 ODM 生产电池 PACK 和一体机，目前已与宁德时代、SolarEdge、美的等大厂达成合作。与宁德成立合资公司，电芯供应上优势凸显，与 SolarEdge 达成合作供给电池 Pack，借助其渠道进入欧美市场，可充分受益海外户储市场爆发，增量显著且盈利确定性强，我们预计 2022-23 年公司储能业务收入分别为 8.2/29.6 亿元。2) 工商业储能、大储已有布局：国内外工商业储能、国内大储发展持续起量中，公司相关产品已落地，有望成为储能业务未来新增量。3) 光伏逆变器有望底部反转：公司早期聚焦集中式光伏逆变器市场，因国内竞争激烈、疫情出口受阻，该业务短期承压。近年来公司调整战略，重新聚焦中小功率组串式逆变器，加快海外渠道建设，该业务有望企稳回升，我们预计 2022-2024 年增速保持 50% 以上。4) 充电桩市场高增：我们预计 2021-2025 年充电桩行业规模 CAGR=54%，受益于行业高 β ，该业务增速持续较高，我们预计 2022-2023 年增速保持 50% 左右。
- **数据中心基本盘稳健，行业稳增长确定性高，同时东数西算、产品迭代使行业兼具结构性增长机会。**根据信通院，2021 年国内数据中心市场规模达 1500 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 31%。公司是全球数据中心 UPS 龙头，国内 UPS 出货量多年保持第一（销量口径），同时毛利率较为稳定，约 30-35%，我们预计未来该业务有望继续保持 10-15% 稳定增速。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.33/10.55/15.88 亿元，同比分别+70%/+67%/+51%，对应现价（10 月 21 日）PE 分别为 49/29/19 倍。综合考虑储能行业高增态势，以及公司业务结构持续优化，给予公司 2023 年 40 倍 P/E，对应目标价 72.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外户储发展不及预期，原材料供应不足等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.80
一年最低/最高价	12.84/55.35
市净率(倍)	9.14
流通 A 股市值(百万元)	29,850.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.77
资产负债率(%,LF)	39.07
总股本(百万股)	582.45
流通 A 股(百万股)	565.36

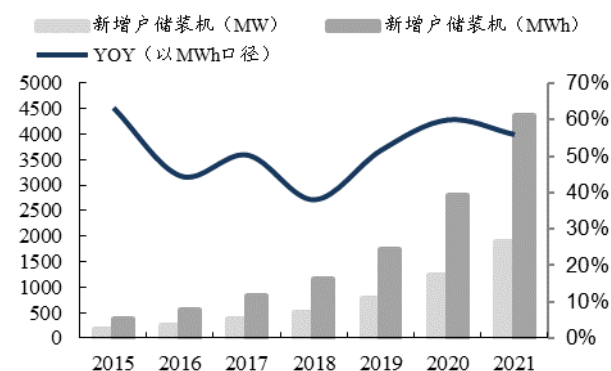
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、谢哲栋和郭亚男的指导。

1. 海外户储高歌猛进，携手全球巨头加速成长

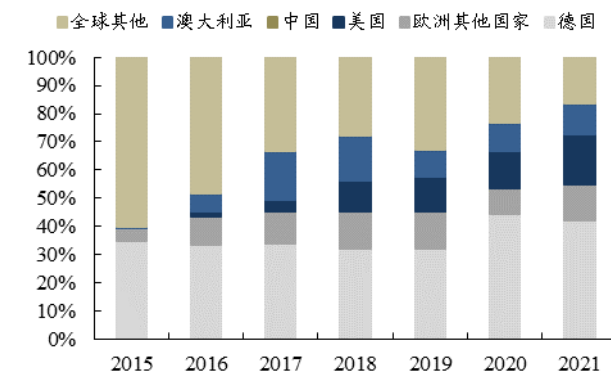
高电价使户储需求起量，尽管电价有所下滑，但户储仍存经济性且能缓解用电不稳定的痛点。居民电价高昂是户储需求大幅起量的导火索，同时我们认为户储需求不会因电价下降而缩水：1) 以当前电价配储，经济性仍非常显著；2) 在经历过高电价以及缺电等带来的诸多问题后，消费者对用电稳定容易产生焦虑。**全球户储装机高速增长，欧美是主要市场。**根据 BNEF，2021 年全球户储新增装机为 1.91GW/4.36GWh。从市场分布上看，欧洲（尤其是德国）与美国是主要的户储市场，2021 年德国/美国户储新增装机分别占全球总装机的 42.05%/18.00%。我们预计 2022/2025 年全球户储新增装机量为 15.3GWh/122.2GWh，CAGR=100%；其中，2022/2025 年美国户储新增装机量为 2.7GWh/18.2GWh，CAGR=88%，欧洲户储新增装机量为 9.7 GWh/73.1GWh，CAGR= 96%。考虑到短期需求旺盛，渠道商存在囤货等行为，我们预计 2022/2025 年全球户储出货量为 24.4/195.5GWh，CAGR=100%。

图1：全球户储新增装机高速增长



数据来源：BNEF，东吴证券（香港）

图2：分国家户储装机量：美国&德国遥遥领先



数据来源：BNEF，东吴证券（香港）

公司与宁德时代、SolarEdge 和美的等大厂深度合作，保障上游材料供应，加快渠道建设。公司携手宁德时代，保障电芯供应，有助于高端的品牌调性塑造；同时，公司借海外户储铁锂替代三元的趋势切入 SolarEdge 等头部经销商，并与美的等多家具有渠道、安装的自然优势的家电商前瞻合作，加快渠道建设。

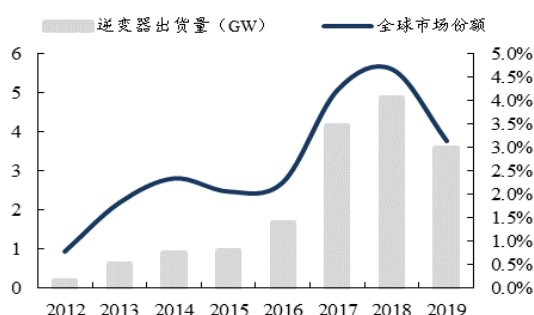
2. 布局新能源黄金赛道，光+充业务有望持续高增

战略调整“再出发”，重点布局海外小功率市场。科士达为国内较早涉足光伏逆变器领域的厂商之一，但定位+市场下行+价格竞争多重压力下公司逆变器业务业绩触底。基于公司传统 UPS 业务的积淀，中小功率逆变器在产品设计生产与渠道铺设上都更符合公司的已有优势，因此公司调整战略将目标重新聚焦海外中小逆变器市场。公司海外逆变器业务主要采用自有渠道，同时储能的 ODM 客户资源未来有望套用至光伏逆变器，我们预计 2022 年海外出货有望提升至光伏板块收入的 40-50%，海外小功率逆变器的高

β属性有望帮助公司该业务实现底部扭转，同时海外小功率组串逆变器毛利率水平也显著高于国内外集中式逆变器，为公司盈利带来更多保障。

未来充电桩市场预计仍将保持较高速增长，公司产品品类已较为齐全，拥有多领域优质客户。我们预计 2022/2025 年我国新能源汽车保有量为 1280/2989 万辆，车桩比分别为 2.5/1.8，则对应 2022/2025 年充电桩保有量为 512.15/1660.75 万台，新增需求为 250.45/529.17 万台，2021-2025 年行业增量 CAGR=54.21%。目前公司已有直流充电整桩、交流充电整桩、充电模块等多种产品，功率主要为 15/20kw，已经取得国家电网、南方电网等客户的持续订单。

图3：公司逆变器出货量及市场份额



数据来源：公司公告，BP，东吴证券（香港）

图4：我国充电桩市场需求测算

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
我国新能源汽车销量 (万辆)	352	600	517	656	880
YOY	157.57%	70.41%	-13.83%	26.89%	34.15%
我国新能源汽车保有量 (万辆)	784	1280	1717	2263	2989
YOY	59.34%	63.31%	34.12%	31.80%	32.09%
车桩比	3.0	2.5	2.2	2	1.8
充电桩保有量 (万台)	261.70	512.15	780.53	1131.59	1660.75
新增充电桩数量 (万台)	93.58	250.45	268.38	351.05	529.17
新增充电桩 YOY		167.63%	7.16%	30.80%	50.74%

数据来源：EVCIPA，乘联会，东吴证券（香港）

3. 盈利预测与投资评级

公司坚持数据中心基本盘与新能源光储充全面发展，在数据中心业务上卡位全球龙头；新能源业务多点开花，储能业务有望充分受益于产业趋势。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 40.28/68.73/106.10 亿元，分别同比+44%/+71%/+54%；2022-2024 年归母净利润分别为 6.33/10.55/15.88 亿元，同比分别+70%/+67%/+51%，对应现价（10 月 21 日）PE 分别为 49/29/19 倍。分产品看：

- **数据中心：**数据中心稳增长确定性高，而东数西算、产品升级使行业同时具备结构性增长机遇。公司是数据中心 UPS 全球龙头，市占率遥遥领先，产品、渠道俱全，我们认为公司数据中心业务将保持略高于行业的增速，我们预计 2022-2024 年数据中心业务收入分别为 25.20/28.98/32.46 元，增速分别为 9%/15%/12%。
- **新能源：**1) 海外户储需求高涨，公司兼具供应链与渠道优势，我们预计 2022-2024 年储能业务收入分别为 8.17/29.60/58.10 亿元；2) 光伏逆变器随着出海加速，边际好转不断体现，我们预计 2022-2024 年光伏逆变器业务收入分别为 5.18/7.77/11.66 亿元；3) 充电桩业务在行业高增背景下增速同样可观，我们预计充电桩业务 2022-2024 年收入分别为 1.23/1.84/3.31 亿元。

科士达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,315	4,439	7,363	10,638	营业收入	2,806	4,028	6,873	10,610
现金	1,539	1,367	2,523	3,704	减:营业成本	1,927	2,808	4,813	7,518
应收账款	1,028	2,268	3,145	4,919	营业税金及附加	40	56	94	146
存货	676	775	1,632	1,919	销售费用	239	278	433	637
其他流动资产	72	29	63	96	管理费用	89	121	179	255
非流动资产	1,636	1,684	1,803	1,917	研发费用	154	181	296	446
长期股权投资	1	26	51	79	财务费用	2	-48	-26	-48
固定资产	985	1,000	1,017	1,029	资产减值损失	3	0	0	0
在建工程	119	62	65	66	加:投资净收益	26	36	48	64
无形资产	230	301	373	444	其他收益	37	32	34	36
其他非流动资产	301	295	297	299	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,951	6,123	9,167	12,555	营业利润	415	701	1,167	1,756
流动负债	1,668	2,356	4,347	6,150	加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
短期借款	37	69	79	89	利润总额	413	699	1,164	1,753
应付账款	1,348	1,898	3,585	4,980	减:所得税费用	40	67	111	168
其他流动负债	283	389	683	1,081	少数股东损益	-1	-1	-2	-3
非流动负债	180	178	178	178	归属母公司净利润	373	633	1,055	1,588
长期借款	0	0	0	0	NOPLAT	381	617	1,093	1,644
其他非流动负债	180	178	178	178	EBITDA	463	746	1,229	1,790
负债合计	1,848	2,534	4,525	6,328	重要财务与估值指标				
少数股东权益	41	39	37	34	每股收益(元)	0.64	1.09	1.81	2.73
归属母公司股东权益	3,062	3,550	4,605	6,193	每股净资产(元)	5.26	6.09	7.91	10.63
负债和股东权益	4,951	6,123	9,167	12,555	发行在外股份(百万股)	582	582	582	582
					ROIC(%)	11.45	16.34	23.51	26.86
					ROE(%)	12.19	17.83	22.91	25.65
					毛利率(%)	31.31	30.29	29.98	29.14
					销售净利率(%)	13.3	15.71	15.35	14.97
					资产负债率(%)	37.32	41.38	49.36	50.4
					收入增长率(%)	15.83	43.56	70.63	54.37
					净利润增长率(%)	23.13	69.61	66.64	50.57
					P/E	82.4	48.58	29.16	19.36
					P/B	10.04	8.66	6.68	4.97
					EV/EBITDA	0.64	1.09	1.81	2.73
现金流量表 (百万元)									
	2021	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	450	88	1,359	1,371					
投资活动现金流	-495	-44	-410	-398					
筹资活动现金流	-112	-117	8	7					
现金净增加额	-159	-72	957	980					
折旧和摊销	82	129	136	146					
资本开支	-191	-133	-203	-203					
其他经营资金	34	-640	213	-301					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

