

锦浪科技 (300763.SZ)

三季报业绩符合预期，光储业务持续发力

核心观点:

- **公司披露 2022 年三季度报告。**2022 年前三季度，公司实现营业收入 41.67 亿元，同比+80.86%；实现归母净利润 7.03 亿元，同比+93.75%；毛利率 33.6%，同比+5.15pct。其中 2022Q3 实现营收 17.25 亿元，同比+102.91%，环比+28.83%；实现归母净利润 3.05 亿元，同比+144.37%，环比+30.51%；毛利率 36.78%，同比+9.87pct。公司 2022 年前三季度业绩提升显著，符合市场预期，主要系逆变器出货量增加与销售结构改善；毛利率稳中有升，系产销规模扩张与出货结构影响。三季度汇率波动影响远期结售汇损益，对净利润产生约 4000 万元影响。
- **新能源需求高增+产能扩张，公司逆变器业务出货高增。**2022 年前三季度新能源领域保持高速增长态势，公司组串式并网逆变器及储能逆变器市场需求快速增长，同时随着公司产能逐渐爬坡叠加芯片供应缓解，出货快速提升，2022 年 9 月公司公布扩产计划，预期组串式逆变器年产能新增 95 万台，新增产能预计于 2022Q4 起逐步释放，明年出货量有所保障。此外，公司发展“锦浪”和“Solis”双自主品牌的全球化战略布局，持续提升产品竞争力和市场占有率，盈利能力提升显著。
- **光储业务持续发力，IGBT 供应有望改善。**2022 年俄乌冲突带来欧洲光储市场需求激增，未来预期户储、分布式市场将持续扩张，公司有望受益于该市场增长，光储业务持续发力。IGBT 供应方面，公司 IGBT 现有合作厂家产能扩张正逐步落地，同时公司正积极导入国产芯片，保障原材料供应，预计 2023Q1 起 IGBT 单管供应将有所改善。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.78/5.64/8.15 元/股，综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值，给予公司 23 年 40x PE，对应合理价值 225.77 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**全球光伏装机不及预期，原材料价格波动，汇率波动等。

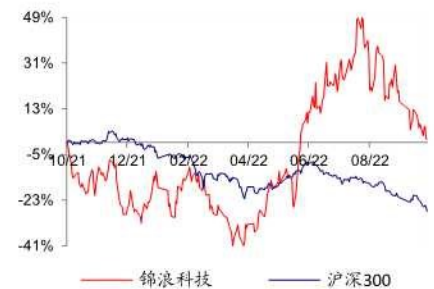
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,084	3,312	7,183	13,342.95	18,673.62
增长率 (%)	83.0	58.9	116.9	85.76	39.95
EBITDA (百万元)	361	576	1,519	2,777	3,916
归母净利润 (百万元)	318	474	1,047	2,129	3,074
增长率 (%)	151.3	49.0	121.0	103.3	44.4
EPS (元/股)	2.18	1.91	2.78	5.64	8.15
市盈率 (P/E)	68.23	120.99	69.38	34.12	23.63
ROE (%)	17.4	21.2	30.6	38.3	35.6
EV/EBITDA	57.75	100.60	48.12	25.59	17.44

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	192.58 元
合理价值	225.77 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-29

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

分析师:

曹瑞元



SAC 执证号: S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意, 陈子坤, 曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

锦浪科技 (300763.SZ): 并网逆变器稳中有升, 储能成为新增长极
2022-04-26

一、盈利预测和投资建议

锦浪科技为国内逆变器龙头企业，凭借可靠的产品性能和全球化营销策略，在亚洲、欧洲、美洲及澳洲等多个国家和地区积累了众多优质客户，累计出货超过25GW。随着全球能源革命下光伏行业高景气发展态势，光储需求持续扩张，公司并网逆变器和储能逆变器业务有望高速增长，基于公司和行业的发展情况，对其盈利预测做出如下核心假设：

(1) 并网逆变器业务：由于欧洲能源危机，带动光伏装机迅速增长。我们预计2022-2024年公司并网逆变器出货量为22.1/39.8/53.7GW，预计单瓦价格为0.23/0.22/0.20元/W。根据以上假设，预计22-24年营收分别为50.81/86.88/106.28亿元，毛利率分别为28.3%/28.0%/27.8%。

(2) 储能逆变器业务：欧洲户储需求释放驱动储能逆变器业务大幅扩张我们预计2022-2024年公司储能逆变器出货量为0.98/2.51/5.01GW，预计单瓦价格为1.16/1.13/1.07元/W。根据以上假设，预计22-24年营收分别为11.32/28.31/53.79亿元，毛利率分别为43.0%/43.0%/43.0%。

(3) 新能源电力生产业务：我们预计22年新能源电力营收将扩张为22H1的2.5倍，23年相比22年营收增长20%，24年相比23年增长10%。根据以上增长率假设，预计22-24年营收分别为1.45/1.74/1.91亿元，毛利率分别为63%/62%/60%。

基于以上假设，我们测算公司2022-2024年营收分别为71.83/133.43/186.74亿元，同比分别增长116.9%/85.8%/40.0%。预计2022-2024年EPS分别为2.78/5.64/8.15元/股，综合考虑行业空间、公司市场地位、行业估值，给予公司23年40x PE，对应合理价值225.77元/股，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
并网逆变器业务				
收入	2843.00	5080.67	8688.95	10628.32
增长率	43.4%	78.7%	71.0%	22.3%
成本	2082.50	3641.97	6353.83	7671.83
毛利	760.50	1438.70	2434.11	2956.49
毛利率(%)	26.75%	28.32%	28.00%	27.80%
储能逆变器				
收入	175.78	1132.40	2831.00	5378.90
增长率	370.88%	544.21%	150.00%	90.00%
成本	100.72	656.79	1613.67	3065.97
毛利	75.06	486.93	1217.33	2312.93
毛利率(%)	42.70%	43.00%	43.00%	43.00%
新能源电力				
收入	86.84	145.00	174.00	191.40
增长率	127.43%	66.97%	20.00%	10.00%
成本	31.61	53.65	66.12	76.56
毛利	55.23	91.35	107.88	114.84

毛利率(%)	63.60%	63.00%	62.00%	60.00%
其他业务				
收入	205.95	825.00	1650.00	2475.00
增长率	688.63%	300.58%	100.00%	50.00%
成本	146.55	602.25	1204.50	1806.75
毛利	59.40	222.75	445.50	668.25
毛利率(%)	28.84%	27.00%	27.00%	27.00%
合计				
收入	3311.57	7183.07	13,342.95	18,673.62
增长率	58.93%	116.91%	85.76%	39.95%
成本	2361.38	4943.34	9138.12	12621.11
毛利	950.19	2239.73	4204.82	6052.51
毛利率(%)	28.69%	31.18%	31.51%	32.41%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 可比公司估值 (对应2022年10月28日最新收盘价)

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE估值水平		
					2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300763.SZ	锦浪科技	192.58	3.77	726.41	1.91	2.87	5.74	120.99	67.10	33.55
300274.SZ	阳光电源	129.13	14.85	1,917.83	1.07	2.13	3.72	136.82	60.62	34.71
605117.SH	德业股份	352.00	2.39	841.05	3.39	4.91	8.27	80.76	71.68	42.56
688390.SH	固德威	346.69	1.23	427.12	3.18	3.90	8.79	144.68	89.00	39.44

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

(一) 全球光伏装机增速不及预期

受疫情影响, 部分国家可能因为疫情影响装机的情况, 从而造成全球新增光伏装机不及预期, 进一步影响逆变器需求。

(二) 原材料价格大幅波动风险

若光伏上游原材料价格大幅波动, 如硅料、IGBT元件价格持续上涨, 且上涨压力不能全部传导至下游, 则企业盈利能力将受较大影响。

(三) 汇率波动影响部分国家需求

在国际环境剧烈波动下, 部分国家的本币相较于美元出现了贬值, 而组件是以美元结算为主, 如果本币贬值幅度较大, 存在实际成本上升的情况从而影响装机预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,880	2,723	4,361	9,420	14,749	经营活动现金流	365	633	1,609	3,728	4,507
货币资金	991	747	902	2,910	5,662	净利润	318	474	1,047	2,129	3,074
应收及预付	326	504	1,185	2,124	2,985	折旧摊销	26	81	359	503	618
存货	458	1,291	2,020	4,024	5,648	营运资金变动	83	85	196	1,150	899
其他流动资产	105	181	254	363	454	其它	-63	-7	7	-54	-83
非流动资产	1,087	3,588	4,814	6,085	7,309	投资活动现金流	-587	-1,888	-1,541	-1,677	-1,712
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-302	-1,660	-1,589	-1,774	-1,844
固定资产	837	2,948	3,946	4,962	5,921	投资变动	-318	-290	0	-11	-6
在建工程	142	500	717	963	1,217	其他	34	63	48	108	138
无形资产	58	55	63	65	68	筹资活动现金流	700	1,023	87	-43	-43
其他长期资产	49	85	89	95	102	银行借款	105	1,244	0	0	0
资产总计	2,967	6,311	9,176	15,505	22,058	股权融资	745	0	130	0	0
流动负债	1,004	2,849	4,534	8,731	12,207	其他	-149	-221	-43	-43	-43
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	475	-243	155	2,008	2,752
应付及预收	729	2,420	3,729	7,349	10,404	期初现金余额	516	990	747	902	2,910
其他流动负债	275	429	805	1,382	1,803	期末现金余额	990	747	902	2,910	5,662
非流动负债	134	1,222	1,222	1,222	1,222						
长期借款	134	1,212	1,212	1,212	1,212						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1	10	10	10	10						
负债合计	1,138	4,071	5,756	9,953	13,429						
股本	146	248	377	377	377						
资本公积	1,231	1,181	1,181	1,181	1,181						
留存收益	480	830	1,880	4,012	7,089						
归属母公司股东权益	1,829	2,240	3,420	5,552	8,629						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,967	6,311	9,176	15,505	22,058						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,084	3,312	7,183	13,343	18,674
营业成本	1,421	2,361	4,943	9,138	12,621
营业税金及附加	4	6	14	26	36
销售费用	124	154	380	664	959
管理费用	114	127	335	567	832
研发费用	94	173	350	674	927
财务费用	-2	47	43	43	43
资产减值损失	-2	-3	-2	-2	-2
公允价值变动收益	30	50	0	0	0
投资净收益	8	32	48	108	138
营业利润	375	529	1,197	2,404	3,489
营业外收支	-5	0	-2	-1	-2
利润总额	371	529	1,194	2,403	3,487
所得税	53	55	147	274	413
净利润	318	474	1,047	2,129	3,074
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	318	474	1,047	2,129	3,074
EBITDA	361	576	1,519	2,777	3,916
EPS (元)	2.18	1.91	2.78	5.64	8.15

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	83.0%	58.9%	116.9%	85.8%	40.0%
营业利润增长	153.2%	41.0%	126.1%	100.9%	45.1%
归母净利润增长	151.3%	49.0%	121.0%	103.3%	44.4%
获利能力					
毛利率	31.8%	28.7%	31.2%	31.5%	32.4%
净利率	15.3%	14.3%	14.6%	16.0%	16.5%
ROE	17.4%	21.2%	30.6%	38.3%	35.6%
ROIC	14.6%	12.4%	21.4%	29.2%	29.2%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	64.5%	62.7%	64.2%	60.9%
净负债比率	62.2%	181.7%	168.3%	179.3%	155.6%
流动比率	1.87	0.96	0.96	1.08	1.21
速动比率	1.40	0.49	0.50	0.60	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.52	0.78	0.86	0.85
应收账款周转率	6.72	6.87	6.33	6.57	6.53
存货周转率	4.55	2.57	3.56	3.32	3.31
每股指标 (元)					
每股收益	2.18	1.91	2.78	5.64	8.15
每股经营现金流	3	3	6	15	18
每股净资产	12.56	9.05	9.07	14.72	22.88
估值比率					
P/E	68.23	120.99	69.38	34.12	23.63
P/B	11.87	25.59	21.24	13.08	8.42
EV/EBITDA	57.75	100.60	48.12	25.59	17.44

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷茜：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。