



库存影响逆变器出货，业绩短期承压

2023 年 10 月 27 日

► **事件：**2023 年 10 月 25 日，公司发布 2023 年三季报。前三季度公司实现收入 46.41 亿元，同比+11.39%；实现归母净利润 7.52 亿元，同比+6.84%；实现扣非净利 7.72 亿元，同比+8.20%。

分季度来看，23Q3 公司实现收入 13.90 亿元，同比-19.41%，环比-12.91%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比-59.26%，环比-58.96%；实现扣非净利 1.25 亿元，同比-63.77%，环比-62.76%。

► **库存影响逆变器出货，Q3 收入及盈利承压。**受欧洲渠道库存影响，公司逆变器出货有所下降，导致三季度收入下降。展望 Q4 和明年，随着欧洲渠道库存持续去化以及亚非拉市场放量，公司出货有望改善。盈利方面，公司前三季度毛利率 35.81%，同比-0.69pct；单三季度毛利率为 33.65%，同比-3.13pct，环比-3.11pct，盈利有所承压。费用方面，公司前三季度销售期间费用率为 17.54%，同比+3.77pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.70pct/+1.87pct/+0.08pct/+0.12pct，销售费用率提高主要系公司经营规模扩大，境外服务费、广告宣传费及展览费等费用开支增加所致，管理费用率提高主要系公司实施股权激励计划，计提的股权激励费用增加所致。

► **户用光伏发电系统业务和新能源电力生产业务快速发展。**公司户用光伏发电系统业务由全资子公司锦浪智慧开展，锦浪智慧使用其户用光伏发电系统设备为居民提供户用分布式光伏电站设计、安装、管理、运营和维护等发电相关服务，获取相关服务收入。新能源电力生产业务同样由锦浪智慧开展，投资运营的分布式光伏电站包括工商业分布式光伏电站和户用分布式光伏电站，通常分别采用“自发自用、余电上网”和“全额上网”的售电模式，将所生产的电力销售给终端企业客户和电网公司等电力需求方以实现收入，该等电站所有权归属公司所有。2022 年底以来，硅料产能释放带动光伏产业链价格下调，刺激下游装机需求，公司户用光伏发电系统业务和新能源电力生产业务迎来快速发展。

► **投资建议：**受益于下游光储行业需求高增长，公司逆变器业务加速放量。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 61.22、96.85、127.77 亿元，对应增速分别为 3.9%、58.2%、31.9%；归母净利润分别为 9.81、16.25、22.66 亿元，对应增速分别为-7.5%、65.7%、39.4%，以 10 月 26 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 28X、17X、12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游装机不及预期，行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,890	6,122	9,685	12,777
增长率 (%)	77.8	3.9	58.2	31.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,060	981	1,625	2,266
增长率 (%)	123.7	-7.5	65.7	39.4
每股收益 (元)	2.64	2.45	4.06	5.65
PE	26	28	17	12
PB	6.4	3.4	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

67.66 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 锦浪科技 (300763.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：逆变器出货高增长，储能业务加速放量-2023/04/26

2. 锦浪科技 (300763.SZ) 2022 年三季报点评：逆变器加速放量，盈利能力持续向好-2022/10/29

3. 锦浪科技 (300763.SZ) 2022 年半年报点评：逆变器赛道广阔，储能业务可期-2022/09/01

4. 锦浪科技 (300763.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：Q1 业绩亮眼，储能业务可期-2022/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,890	6,122	9,685	12,777
营业成本	3,915	3,892	6,323	8,330
营业税金及附加	14	6	10	13
销售费用	253	318	407	511
管理费用	182	269	310	383
研发费用	301	282	426	549
EBIT	1,219	1,382	2,238	3,040
财务费用	36	309	465	567
资产减值损失	-4	-5	-5	-5
投资收益	2	31	48	64
营业利润	1,189	1,099	1,816	2,532
营业外收支	-5	-3	0	0
利润总额	1,184	1,096	1,816	2,532
所得税	124	115	191	266
净利润	1,060	981	1,625	2,266
归属于母公司净利润	1,060	981	1,625	2,266
EBITDA	1,475	2,308	3,069	3,923

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,577	3,633	4,062	5,777
应收账款及票据	1,053	1,076	1,564	1,912
预付款项	87	86	158	208
存货	2,064	2,255	3,355	3,577
其他流动资产	470	673	912	1,129
流动资产合计	5,250	7,723	10,051	12,603
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	7,777	13,112	14,913	16,100
无形资产	134	129	124	119
非流动资产合计	9,675	14,753	16,425	17,545
资产合计	14,925	22,476	26,476	30,148
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	5,188	3,244	3,430	3,280
其他流动负债	980	1,178	1,517	1,724
流动负债合计	6,168	4,422	4,947	5,004
长期借款	4,463	10,063	12,063	13,563
其他长期负债	48	58	68	78
非流动负债合计	4,511	10,121	12,131	13,641
负债合计	10,679	14,543	17,078	18,645
股本	377	402	402	402
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,246	7,933	9,398	11,504
负债和股东权益合计	14,925	22,476	26,476	30,148

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	77.80	3.94	58.21	31.92
EBIT 增长率	146.32	13.41	61.87	35.87
净利润增长率	123.70	-7.46	65.71	39.39
盈利能力 (%)				
毛利率	33.52	36.43	34.72	34.81
净利率	18.00	16.02	16.78	17.73
总资产收益率 ROA	7.10	4.36	6.14	7.52
净资产收益率 ROE	24.96	12.36	17.30	19.70
偿债能力				
流动比率	0.85	1.75	2.03	2.52
速动比率	0.48	1.19	1.29	1.73
现金比率	0.26	0.82	0.82	1.15
资产负债率 (%)	71.55	64.70	64.50	61.84
经营效率				
应收账款周转天数	46.92	63.00	50.00	50.00
存货周转天数	154.22	200.00	160.00	150.00
总资产周转率	0.55	0.33	0.40	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	2.64	2.45	4.06	5.65
每股净资产	10.59	19.79	23.45	28.70
每股经营现金流	2.40	0.61	4.32	7.69
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
估值分析				
PE	26	28	17	12
PB	6.4	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	22.98	14.69	11.05	8.64
股息收益率 (%)	0.59	0.59	0.59	0.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,060	981	1,625	2,266
折旧和摊销	256	925	831	882
营运资金变动	-435	-1,983	-1,219	-625
经营活动现金流	962	243	1,733	3,083
资本开支	-4,189	-6,003	-2,500	-2,000
投资	-171	-200	-200	-200
投资活动现金流	-4,617	-6,175	-2,655	-2,139
股权募资	0	2,866	0	0
债务募资	4,556	5,610	2,010	1,510
筹资活动现金流	4,405	7,988	1,350	771
现金净流量	800	2,056	429	1,715

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026