

科华数据 (002335.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 业绩快速增长, 数据中心和新能源业务齐头并进

公司公告: 2022 年实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 56.49、2.48、2.47 亿元, 同比分别变化+16.09%、-43.39%、-23.58%。2023 年 Q1 公司实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 14.90、1.44、1.31 亿元, 同比分别增长 50.02%、46.32%、53.41%。

- 计提减值影响 2022 年业绩, 2023 年 Q1 业绩快速增长。公司 2022 年实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 56.49、2.48、2.47 亿元, 同比分别变化 +16.09%、-43.39%、-23.58%。其中 2022 年 Q4 营收、归母净利润、扣非净利分别为 20.06、-0.40、-0.22 亿元, 同比分别变化 +40.45%、-125.91%、-136.20%, 主要是子公司一次性计提 1.18 亿固定资产减值准备的影响。2023 年 Q1 公司实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 14.90、1.44、1.31 亿元, 同比分别增长 50.02%、46.32%、53.41%, 营收、利润强劲增长。
- IDC 服务增长稳健, 数据中心产品有望受益于 AI 快速发展带来的算力建设需求, 中长期成长空间大。2022 年 IDC 业务实现收入 14.79 亿元, 同比增长 2.9%, 毛利率为 27.3%, 总体稳定。数据中心产品实现收入 13.39 亿元, 同比下滑 16.9%, 而盈利能力有所提升, 毛利率同比增加 2.80 个百分点至 34.9%。在 AI 相关应用快速发展的带动下, 算力建设需求凸显, 数据中心作为基础设施有望受益, 中长期市场空间大。
- 新能源业务发展迅猛, 未来有望带来较大业绩贡献。公司新能源产品涵盖光伏逆变器、储能 PCS 和系统集成产品。2022 年新能源产品的产量、销量分别为 7.7 万、7.0 万套, 同比增长 115.27%、85.45%。公司新能源业务发展势头强劲, 液冷储能产品在国内百兆瓦级大储项目中得到应用, 海外市场光储一体机产品也获得大批量订单, 新能源业务正在成为新的业绩增长点。
- 智慧电能技术实力深厚, 盈利能力持续提升。公司 2022 年智慧电能业务实现营收 9.96 亿元, 同比下滑 8.4%, 毛利率大幅提升 5.71 个百分点至 33.64%, 盈利能力持续提升。公司 UPS 领域技术实力深厚, 产品应用在国内多个大型项目, 高端 UPS+S³锂电方案成功打入美国市场。公司在国内 UPS 石化、交通、金融行业中公司市占率第 1, 在全球模块化 UPS 市场份额第 4。
- 投资建议: 公司在“双子星”战略布局下, 持续推动数据中心和新能源业务的高质量发展。中长期来看, 公司数据中心和智慧电源业务有望受益于人工智能加速发展带来的算力建设需求。同时在光伏+储能双驱动下, 新能源业务正成为公司未来具备爆发力的新增长点。维持“强烈推荐”评级, 给予目标价为 48-50 元。
- 风险提示: 储能需求不及预期、光伏装机不及预期、数据中心建设需求不及预期、行业竞争加剧导致产品价格下降。

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 48.00 - 50.00 元
当前股价: 41.42 元

基础数据

总股本 (万股)	46157
已上市流通股(万股)	39728
总市值 (亿元)	191
流通市值 (亿元)	165
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	7.6
资产负债率	61.3%
主要股东	厦门科华伟业股份有限公司
主要股东持股比例	19.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	3	129
相对表现	-14	-11	126



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《科华数据 (002335) — 新能源和数据中心业务双轮驱动, 储能和光伏领域有望实现快速增长》2023-01-11

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

liuwei24@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4866	5648	8651	11484	14900
同比增长	17%	16%	53%	33%	30%
营业利润(百万元)	482	376	901	1248	1681
同比增长	7%	-22%	140%	39%	35%
归母净利润(百万元)	439	248	709	983	1325
同比增长	15%	-43%	185%	39%	35%
每股收益(元)	0.95	0.54	1.54	2.13	2.87
PE	43.6	77.0	27.0	19.4	14.4
PB	5.4	5.2	4.3	3.6	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、2022 年年报、2023 年一季报分析	4
二、人工智能发展带来算力建设需求，数据中心和 IDC 业务中长期市场空间大	7
三、光伏和储能需求旺盛，新能源业务有望成为第二增长曲线	9
四、智慧电能技术实力领先，毛利率水平高	11
盈利预测	13
相关报告	14
风险提示	14

图表目录

图 1 数据中心和 IDC 业务收入情况（百万元）	7
图 2 数据中心和 IDC 业务毛利率情况	7
图 3 科华数据中心集群遍布全国	8
图 4 科华数据 IDC 运营服务	8
图 5 新能源业务收入情况	9
图 6 新能源业务毛利率情况	9
图 7 科华数能 S ³ 液冷储能系统	10
图 8 iStoragE 系列户用光储一体解决方案	10
图 9 2022 年科华数能储能 PCS 出货量位居国内市场第二	11
图 10 2022 年科华数能储能 PCS 出货量位居全球市场第二	11
图 11 智慧电能业务收入情况	12
图 12 智慧电能业务毛利率情况	12
图 13 科华核级 UPS 在国家重大工程中应用案例	12
图 14: 科华数据历史 PE Band	14
图 15: 科华数据历史 PB Band	14
表 1: 业绩摘要	4
表 2: 单季度业绩摘要	5
表 3: 公司经营情况	6

表 4: 负债情况.....	6
表 5: 固定资产和在建工程情况.....	6
表 6: 资产回报率情况.....	6
表 7: 不同 AI 模型对算力参数和电力消耗情况.....	9
表 8: 盈利预测.....	13

一、2022 年年报、2023 年一季度报分析

公司公告: 2022 年实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 56.49、2.48、2.47 亿元，同比分别变化+16.09%、-43.39%、-23.58%，业绩承压。其中 2022 年 Q4 营收、归母净利润、扣非净利分别为 20.06、-0.40、-0.22 亿元，同比分别变化+40.45%、-125.91%、-136.20%，主要是公司子公司在四季度一次性计提了 1.18 亿固定资产减值准备，导致合并报表业绩出现下滑。

2023 年 Q1 公司实现营收、归母净利润、扣非净利分别为 14.90、1.44、1.31 亿元，同比分别增长 50.02%、46.32%、53.41%，营收、业绩强劲增长。

财务分析:

【毛利率】 2022 年公司毛利率为 29.47%，同比增加 0.26 个百分点，2023 年 Q1 毛利率约 29.72%，环比提升 2.27 个百分点，公司毛利率总体较为平稳。

【费用率】 2022 年公司费用率合计 20.73%，同比下降 0.20 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.98%、3.99%、6.16%、1.59%，同比分别变化+0.41、-0.12、+0.68、-1.16 个百分点，其中财务费用大幅减少主要是银行借款减少所致。公司 2023 年 Q1 费用率 19.14%，同比显著下降 2.85 个百分点，体现公司经营管理效率不断提高。

【现金流】 2022 年公司经营性现金流净额为 15.95 亿，同比大幅增长 91.87%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，同时公司加强账款管理，以及公司收到增值税留抵退税增加。经营现金流净额/税后净利润为 642.13%，同比增加 455.76 个百分点，公司现金流健康，盈利质量高。

表 1: 业绩摘要

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化(%)
营业收入	3436.93	3869.31	4167.59	4865.71	5648.50	16.09
营业成本	2405.24	2669.19	2840.45	3444.57	3984.04	15.66
毛利润	1031.69	1200.12	1327.14	1421.14	1664.46	17.12
销售税金	22.59	23.47	21.77	24.08	24.48	1.64
毛利润(扣除销售税金)	1009.10	1176.65	1305.37	1397.06	1639.98	17.39
销售费用	322.40	403.45	385.86	417.37	507.44	21.58
管理费用	214.04	169.28	168.40	200.25	225.44	12.58
研发费用	168.03	221.64	222.42	266.93	348.10	30.41
经营利润	304.64	382.28	528.69	512.51	559.00	9.07
资产和信用减值损失	(166.04)	-112.36	-51.82	-45.27	-173.23	282.66
财务费用	52.42	71.01	82.55	133.83	89.78	-32.91
投资收益	11.57	1.63	6.34	105.87	-0.35	-100.33
资产处置收益	5.46	3.12	-0.01	0.41	3.68	806.08
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.35	0.00	-100.00
其他收益	32.30	46.55	49.91	42.18	76.34	80.96
营业外收入	2.14	3.24	5.99	15.61	7.14	-54.23
营业外支出	1.19	13.94	8.69	13.20	65.47	396.10
利润总额	136.45	239.50	447.86	484.64	317.32	-34.52
所得税	44.62	23.20	57.22	36.10	52.55	45.57
税后净利润	91.83	216.31	390.64	448.54	264.77	-40.97

百万元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	同比变化(%)
少数股东损益	16.24	9.14	8.75	9.84	16.41	66.67
归母净利润	75.59	207.16	381.89	438.69	248.36	-43.39
非经常性损益	38.34	34.93	46.28	115.85	1.65	-98.57
扣非归母净利润	37.25	172.23	335.61	322.84	246.71	-23.58
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	30.02	31.02	31.84	29.21	29.47	0.26
销售费用率	9.38	10.43	9.26	8.58	8.98	0.41
管理费用率	6.23	4.38	4.04	4.12	3.99	-0.12
研发费用率	4.89	5.73	5.34	5.49	6.16	0.68
财务费用率	1.53	1.84	1.98	2.75	1.59	-1.16
经营利润率	8.86	9.88	12.69	10.53	9.90	-0.64
所得税率	35.73	9.75	12.96	9.53	16.54	7.01
净利率	2.67	5.59	9.37	9.22	4.69	-4.53
扣非净利率	1.08	4.45	8.05	6.64	4.37	-2.27

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比 (%)	23Q1 环比 (%)
营业收入	1428.19	993.27	1219.70	1429.71	2005.82	1490.07	50.02	-25.71
营业成本	1035.23	670.85	856.25	1001.68	1455.26	1047.23	56.10	-28.04
毛利润	392.95	322.42	363.45	428.03	550.56	442.85	37.35	-19.56
销售费用	121.07	87.03	120.62	125.92	173.87	118.74	36.44	-31.71
管理费用	62.63	44.49	52.89	64.03	64.03	52.36	17.69	-18.23
研发费用	99.07	59.76	70.34	92.22	125.78	97.90	63.83	-22.17
财务费用	47.78	27.13	22.09	17.26	23.30	16.22	-40.21	-30.38
所得税	13.49	14.16	7.38	8.23	22.78	19.35	36.58	-15.06
归母净利润	154.32	98.10	67.99	122.26	-39.99	143.53	46.32	-458.95
非经常性损益	94.19	12.55	0.08	7.25	-18.22	12.29	-2.05	-167.44
扣非归母净利润	60.12	85.55	67.92	115.01	-21.76	131.24	53.41	-703.00
							百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	27.51	32.46	29.80	29.94	27.45	29.72	-2.74	2.27
销售费用率	8.48	8.76	9.89	8.81	8.67	7.97	-0.79	-0.70
管理费用率	4.39	4.48	4.34	4.48	3.19	3.51	-0.97	0.32
研发费用率	6.94	6.02	5.77	6.45	6.27	6.57	0.55	0.30
财务费用率	3.35	2.73	1.81	1.21	1.16	1.09	-1.64	-0.07
所得税率	23.67	12.19	9.32	6.06	-169.58	11.52	-0.68	181.10
净利率	10.81	9.88	5.57	8.55	-1.99	9.63	-0.24	11.63
扣非净利率	4.21	8.61	5.57	8.04	-1.09	8.81	0.19	9.89

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司经营情况

%	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
赊销比	47.44	42.03	41.52	43.52	38.35	-5.17
存货营收比	13.96	10.81	10.27	9.65	17.37	7.71
销售商品、劳务获现金/营收	89.03	102.83	95.65	94.96	100.10	5.13
经营现金流净额/税后净利润	438.83	370.82	149.86	186.38	642.13	455.76

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
负债率%	53.16	56.06	58.09	61.14	60.76	-0.39
短期借款 (百万元)	452.00	307.64	471.22	282.89	395.40	39.77
一年内到期的非流动负债 (百万元)	233.15	302.34	485.98	451.13	402.22	-10.84
长期借款 (百万元)	1485.46	1823.79	1799.81	2089.27	1298.06	-37.87
在手现金 (百万元)	797.99	645.80	772.33	528.06	608.46	15.23

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化 (%)
固定资产	1,328.45	1,684.58	2,478.24	2,804.55	2,933.03	4.58
在建工程	1,491.03	1,387.00	889.44	646.27	397.23	-38.53

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 资产回报率情况

%	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
ROE	2.22	6.44	12.04	12.74	6.86	-5.88
ROA	1.34	2.82	4.83	5.01	2.71	-2.30
ROIC	2.50	4.78	7.55	8.47	5.05	-3.42

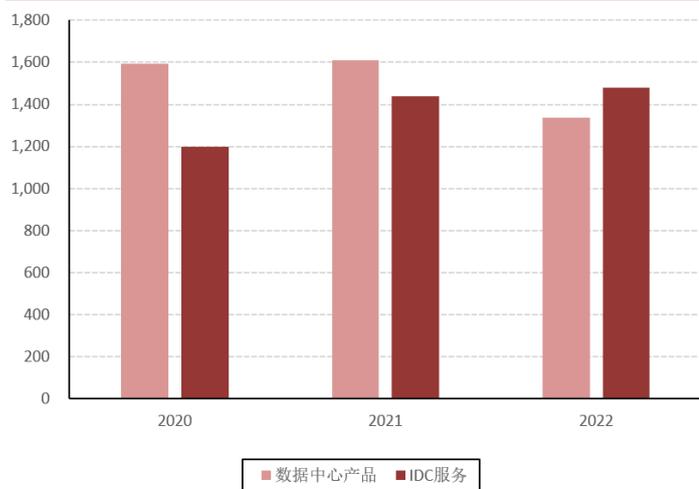
资料来源: 公司公告、招商证券

二、人工智能发展带来算力建设需求，数据中心和 IDC 业务中长期市场空间大

IDC 业务营收稳健增长，毛利率总体稳定。公司可为用户提供从数据中心咨询规划、产品方案、集成管理、工程建设、运维管理、IDC 运营到增值服务的全生命周期服务。公司作为高安全数据中心提供商，公司拥有 10 年以上 IDC 行业运营管理经验，主要客户包括三大运营商、腾讯等大型互联网企业、各大金融机构、政府机关等。2022 年 IDC 业务实现收入 14.79 亿元，同比增长 2.91%。从盈利能力看，毛利率为 27.25%，同比减少 0.43 个百分点，毛利率总体较为稳定。

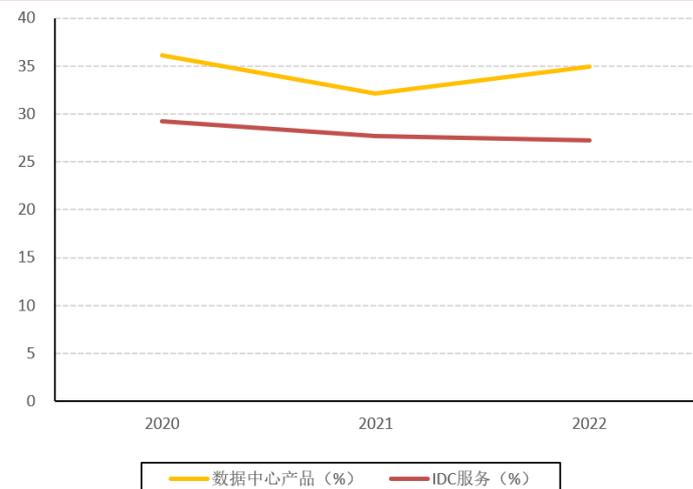
公司深耕数据中心产品和技术，业务毛利率高，发展前景好。公司高度重视数据中心产品技术的研发，产品方案业务主要包括模块化 UPS 电源、一体化高压直流电源、电池箱、配电柜、动环监控系统、模块化数据中心、集装箱数据中心、冷板式液冷微模块数据中心等产品及系统解决方案服务。2022 年实现收入 13.39 亿元，同比下滑 16.88%，毛利率 34.91%，同比增加 2.80 个百分点，盈利能力维持较高水平。在 AI 相关产业快速发展背景下，算力建设需求有望快速增长，数据中心产品作为算力的基础设施，业务发展前景良好。

图 1 数据中心和 IDC 业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 2 数据中心和 IDC 业务毛利率情况



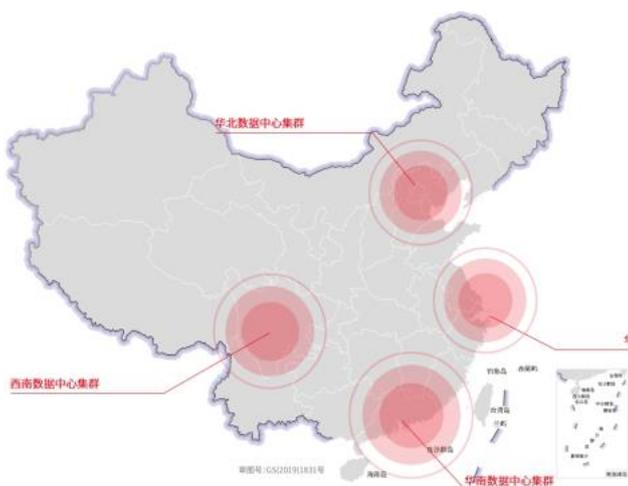
资料来源：公司公告、招商证券

数据中心业务是公司发展战略的重要方向。凭借 10 余年的数据中心建设运营经验，公司已在北上广及周边城市建设 9 大数据中心，于全国 10 多个城市运营 20 多个数据中心，拥有机柜数量超过 3 万架，数据中心总建筑面积超过 23 万平方米，形成华北、华东、华南、西南四大数据中心集群，可为客户提供数据中心稳健基础设施解决方案与高安全云服务，全面支撑金融、互联网、通信、政府、教育、医疗等行业信息化建设。

公司数据中心集群遍布全国。公司数据中心业务在东部和西部皆有布局，形成华北、华东、华南、西南四大数据中心集群，遍布全国。2022 年国家“东数西算”工程正式全面启动，将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等 8 地启动建设国家算力枢纽节点，并规划了 10 个国家数据中心集群。公司数据中心区位优势契合国家战略需求，其中西南数据中心集群辐射四川、重庆，将对成渝国家算力枢纽节点的建设发展提供极大助力。

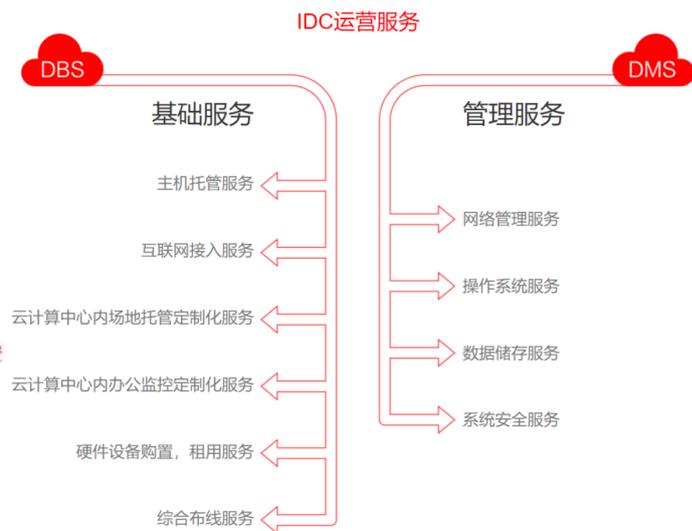
公司 IDC 业务能力不断提升，可与数据中心产品形成全生命周期闭环。公司拥有丰富的数据中心高端产品线和成熟的系统解决方案，涵盖供配电、UPS 电源、制冷、IT 微环境、冷通道、微模块等系统产品，并且在后期还作为专业的 IDC 运营商提供云计算中心基础服务和管理服务，形成全生命周期闭环。公司 IDC 智能运维能力显著提升，打造符合数据中心快速发展的高效运维管理平台，推出数据中心智能运维管理系统综合解决方案满足大型、中小型、分布式数据中心设施监控等不同场景的需求，为用户提供高品质的 IDC 基础服务和多样化的增值服务，得到客户的广泛认可。

图 3 科华数据中心集群遍布全国



资料来源：公司官网、招商证券

图 4 科华数据 IDC 运营服务



资料来源：公司官网、招商证券

公司与国内大客户形成绑定合作，产品在各大关键领域得到应用。公司拥有 10 年以上 IDC 行业运营管理经验，主要客户包括三大运营商、腾讯等大型互联网企业、各大金融机构、政府机关等。

- 在金融领域，公司中标多个大型国有银行总行数据中心项目、大型证券交易所数据中心项目，微模块数据中心解决方案在某国有银行总部级数据中心得到批量应用。根据赛迪顾问（CCID）报告显示，公司在中国 UPS、微模块数据中心金融行业市场份额位居第一位；
- 在互联网领域，公司产品方案入驻腾讯、百度、优酷、科大讯飞等国内大型互联网企业，为实现数字化转型赋能；
- 在科研院所等关键领域，公司方案应用于中国联通宁夏中卫云数据中心、淮安天好大数据产业园大数据中心、浙江奥鑫云、云创数据中心四期、中联云港、厦大嘉庚实验室等项目；为国家生物育种产业创新中心、四川大学博物馆、中芯国际、中天钢铁、一汽大众、深圳梅林数据中心、拉萨堆龙德庆区“雪亮工程”、河北承德市中医院、福建省应急指挥中心提供信息化保障，为国家大科学装置“子午工程二期”总部提供绿色高效的综合解决方案，全面支撑通信、互联网、政府、金融、教育等行业信息化与数字化建设。

AI 下游应用蓬勃发展背景下算力需求激增，数据中心建设和节能升级是重要趋势。未来在 AI 下游应用快速发展的下，模型的升级和算法的迭代会加速对算力的需求，有望带动大量的数据中心建设。同时数据中心对电能消耗也将同步增长，降低数据中心的 PUE 也

是重要的产业趋势。总的来看，数据中心行业将有较强的增量需求和节能升级带来的存量替换，未来市场空间广阔。

表 7: 不同 AI 模型对算力参数和电力消耗情况

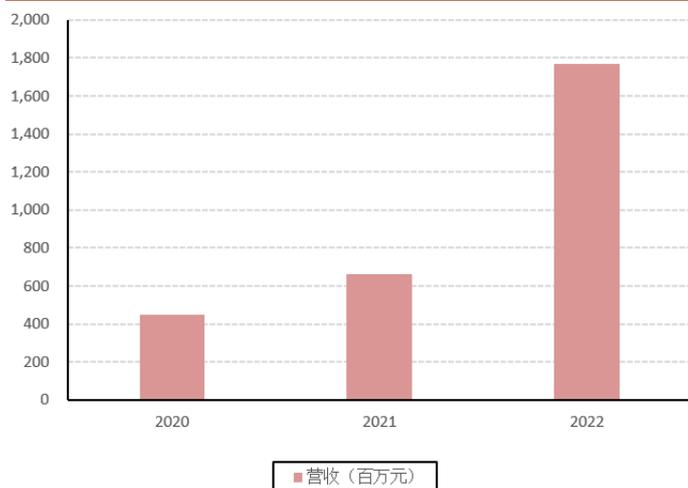
公司	模型	参数量	PUE	电力消耗
DeepMind	Gopher	2800 亿	1.08	1066MWh
Hugging Face	BLOOM	1760 亿	1.20	433MWh
OpenAI	GPT-3	1750 亿	1.10	1287MWh
MetaAI	OPT	1750 亿	1.09	324MWh

资料来源: Luccioni et al.、虎嗅、招商证券

三、光伏和储能需求旺盛，新能源业务有望成为第二增长曲线

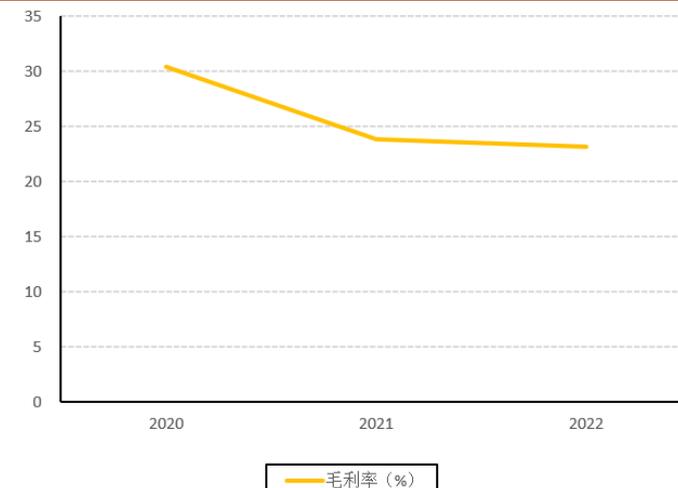
公司新能源业务快速发展，营收、利润增长强劲。公司新能源业务涵盖光伏、储能应用场景，主要产品为光伏逆变器、光伏离网控制器、储能变流器、离网逆变器等产品及相应配套系统解决方案服务。2022 年新能源业务实现收入 17.69 亿元，同比大幅增长 166.96%，毛利率为 23.15%。

图 5 新能源业务收入情况



资料来源: 科华数能、招商证券

图 6 新能源业务毛利率情况



资料来源: 科华数能、招商证券

公司光伏逆变器性能优异，广泛应用于国内大型集中式地面电站项目。公司推出新型能源光储逆变升压成套设备、高可靠无主从并联自适应 BCS 系列大功率 PCS 等多款新产品，技术性能优异。公司光伏逆变器在国内集中式地面电站中得到广泛应用，解决方案中标/入围华能、大唐、国家电投、中核汇能、中广核、新华水电、三峡新能源、华润电力、中电建、中能建、中石油、中石化等超过 12 家央企逆变器集采项目，并助力实现海南临高 100MW 项目、锡林郭勒盟苏尼特右旗 100MW 项目、广东湛江遂溪县 100MW 项目、新疆巴楚 100MW 项目等多个典型光伏电站项目。

公司积极布局储能，产品丰富可满足多样化应用场景的需求。当前公司已在发电侧、电网侧、用电侧以及微网储能等领域进行布局，拥有全系列、全场景储能解决方案，在火电调频、可再生能源并网、电网级输配电、工商业园区、数据中心、城市光储充、无电/弱点地区离并网微网、智能家用光储等领域均拥有丰富的实践经验，可满足客户及市场对于稳定、高效、绿色电能的需求。

公司发布液冷储能系统解决方案，中标多个国内大储项目。公司于 2022 年推出了科华数能 S³液冷储能系统解决方案，技术先进、性能优异，并在国内首个百兆瓦级高安全电力电子化液冷储能示范项目中成功应用。公司先后中标多个百兆瓦时独立储能项目，完成安徽淮北 103MW/206MWh 共享储能示范项目、甘肃临泽 100MW/400MWh 共享储能项目、宁夏灵武 100MW/200MWh 独立共享储能示范项目等多个大型储能项目，储能业务快速发展。

公司持续组建和完善海外战略布局，积极开拓光储产品海外市场。公司大力布局海外市场，积极参与 EESA、美国 RE+、巴西圣保罗、南美、印度 REI 等各类海外主流光伏展会。公司在美国、法国、波兰、澳大利亚、印度、越南、印尼、沙特、巴西等 30 多个国家设有营销和服务团队，持续强化海外战略布局。

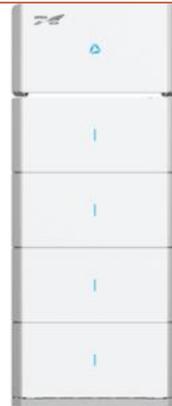
公司光储产品受到市场认可，市占率领先。公司光伏逆变器和储能变流器技术和品质广受好评，荣获 2022 年全球新能源企业 500 强，2022 年度中国储能产业最具影响力企业、最佳系统集成解决方案企业、最佳 PCS 供应商奖，2022 年最具影响力光储解决方案、最具影响力光伏逆变器企业奖等多项荣誉。根据 CNESA 的统计数据，公司 2022 年在中国用户侧储能系统出货量稳居第一，储能 PCS 出货量位居全球及国内 Top2，发展势头强劲，市占率领先。

图 7 科华数能 S³液冷储能系统



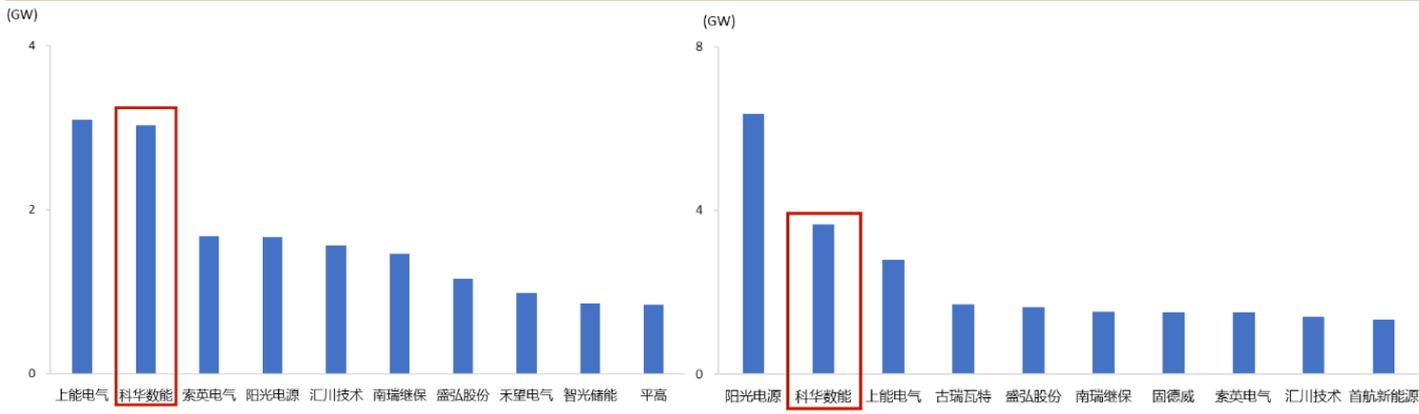
资料来源：科华数能、招商证券

图 8 iStorageE 系列户用光储一体解决方案



资料来源：科华数能、招商证券

图 9 2022 年科华数能储能 PCS 出货量位居国内市场第二 图 10 2022 年科华数能储能 PCS 出货量位居全球市场第二



资料来源: CNESA、招商证券

资料来源: CNESA、招商证券

四、智慧电能技术实力领先，毛利率水平高

公司智慧电能业务营收略有下滑，毛利率稳步提升。公司形成以 UPS 为主的智慧电能产品及系统服务业务，产品功率范围覆盖 0.5kVA-1200kVA，涵盖核级电源、工业电源、电力电源、通信电源、电梯电源、精卫系列、蓄电池及选件，可为金融、交通、核电、政府、医疗、教育、新能源、数据中心等行业用户提供“端到端”和按需定制的全方位解决方案。2022 年受到宏观经济形势及原材料、芯片供应紧张等因素影响，公司智慧电能业务实现收入 9.96 亿元，同比下滑 8.39%。从盈利能力看，智慧电能的毛利率不断提升，2022 年毛利率 33.64%，同比提升 5.71 个百分点。

UPS 电源行业未来市场空间保持增长，大功率高端产品的占比在提升。UPS 电源是电源产业与信息化建设基础设施的重要组成部分，其主要市场在发达国家和地区经济体，其中中国 UPS 的市场规模占比约为 15%。从产品结构上看，大功率及超大功率高端产品和模块化产品的占比也在提升，国内市场 10KVA 以上 UPS 销售占比为 80.4%，其中 100KVA 以上占比超过 50%，模块化 UPS 在整体销售中占比为 34.2%。

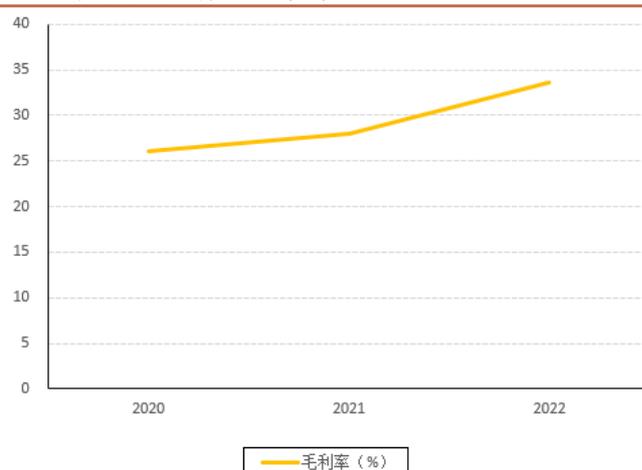
公司 UPS 电源产品国内市占率领先，是国产替代排头兵。在当前中国 UPS 整体市场，根据计世资讯 (CCW Research) 发布的报告显示，科华数据在 2019-2021 年连续三年市占率排名第一。未来在自主可控需求推动下，其他 UPS 电源高端应用领域的国产替代有望提速，公司作为头部厂家有望持续受益。

图 11 智慧电能业务收入情况



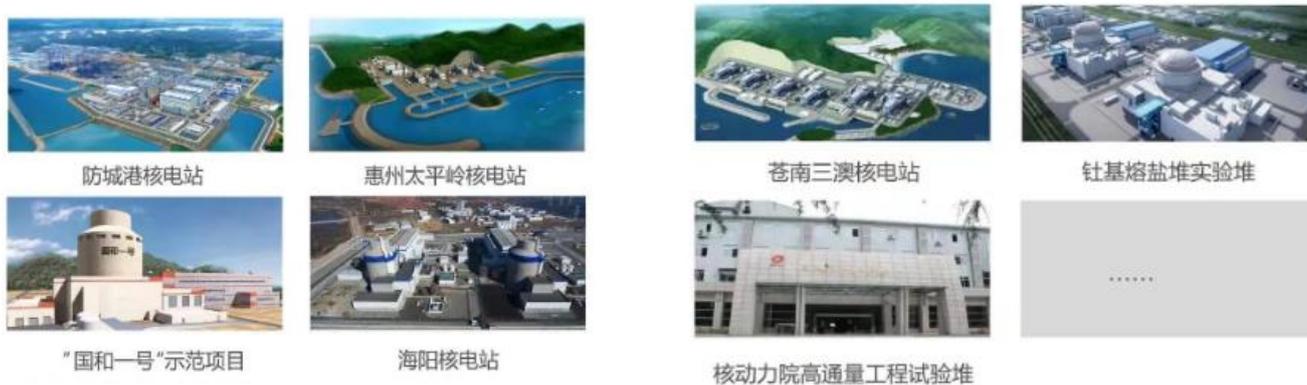
资料来源：公司公告、招商证券

图 12 智慧电能业务毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 13 科华核级 UPS 在国家重大工程中应用案例



资料来源：公司官网、招商证券

盈利预测与目标价

科华数据 2023 年、2024 年和 2025 年预测的归母净利润分别为 7.09 亿、9.83 亿、13.25 亿，同比增长分别为 140%、39%、35%，增速均在 30%以上。公司 2023 年 5 月 4 日收盘价为每股 41.42 元，总市值 191.1 亿元，按 2023 年业绩 7.09 亿计算公司 PE 约 27 倍。基于公司未来业绩增速预期，给予目标价 48-50 元，对应 2023 年 PE 在 31.2-32.5 倍的区间，估值水平与公司预期业绩增速相匹配。

表 8: 盈利预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
IDC 服务	收入 (百万元)	1437.5	1479.3	1849.1	2348.3	2958.9
	YOY (%)	19.8%	2.9%	25.0%	27.0%	26.0%
	成本 (百万元)	1,039.6	1,076.2	1,316.5	1,662.6	2,086.0
	毛利率 (%)	27.7%	27.3%	28.8%	29.2%	29.5%
数据中心产品	收入 (百万元)	1,610.3	1,338.5	1,699.9	2,209.9	2,762.4
	YOY (%)	1.0%	-16.9%	27.0%	30.0%	25.0%
	成本 (百万元)	1,093.3	871.2	1,096.4	1,421.0	1,770.7
	毛利率 (%)	32.1%	34.9%	35.5%	35.7%	35.9%
智慧电能产品	收入 (百万元)	1,087.6	996.4	1,225.6	1,519.8	1,899.7
	YOY (%)	24.4%	-8.4%	23.0%	24.0%	25.0%
	成本 (百万元)	783.9	661.2	796.7	984.8	1,227.2
	毛利率 (%)	27.9%	33.6%	35.0%	35.2%	35.4%
新能源产品	收入 (百万元)	662.5	1,768.7	3,802.6	5,323.7	7,186.9
	YOY (%)	48.5%	167.0%	115.0%	40.0%	35.0%
	成本 (百万元)	504.38	1,359.22	2,870.98	4,019.37	5,426.15
	毛利率 (%)	23.9%	23.2%	24.5%	24.5%	24.5%
其他业务	收入 (百万元)	67.7	65.6	73.5	82.3	92.2
	YOY (%)	27.1%	-3.1%	12.0%	12.0%	12.0%
	成本 (百万元)	23.58	16.24	21.90	24.52	27.46
	毛利率 (%)	65.2%	75.3%	70.2%	70.2%	70.2%
合计	收入 (百万元)	4,865.7	5,648.5	8,650.7	11,484.0	14,900.1
	YOY (%)	16.8%	16.1%	53.2%	32.8%	29.7%
	成本 (百万元)	3,444.7	3,984.1	6102.51	8112.27	10537.51
	毛利率 (%)	29.2%	29.5%	29.5%	29.4%	29.3%

资料来源：公司公告、招商证券

相关报告

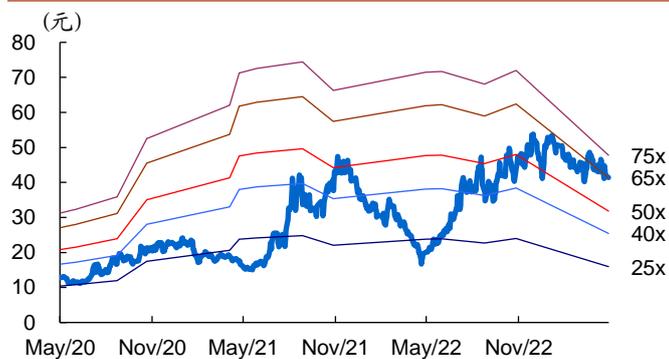
1. 科华数据：新能源和数据中心业务双轮驱动，储能和光伏领域有望实现快速增长 20230110

风险提示

- 1、**储能需求不及预期**：当前储能行业处于快速发展的时期，但相关政策、成本波动等问题可能会影响储能需求，存在需求不及预期的风险，影响公司储能业务的发展。
- 2、**光伏装机不及预期**：全球光伏装机量快速增长，若后续硅料产能释放节奏和降价幅度不及预期，可能会影响下游终端需求，导致光伏装机不及预期。
- 3、**数据中心建设需求不及预期**：数据中心行业需求受到技术迭代和宏观经济环境的影响，若下游客户资本开支和扩张速度下降，可能导致数据中心建设需求不及预期。
- 4、**行业竞争加剧导致产品价格下降**：公司的新能源业务处于快速增长的市场，未来市场竞争加剧，产品价格可能面临下降的压力。若公司无法保持技术水平的领先性，可能会影响公司相关业务的盈利能力。

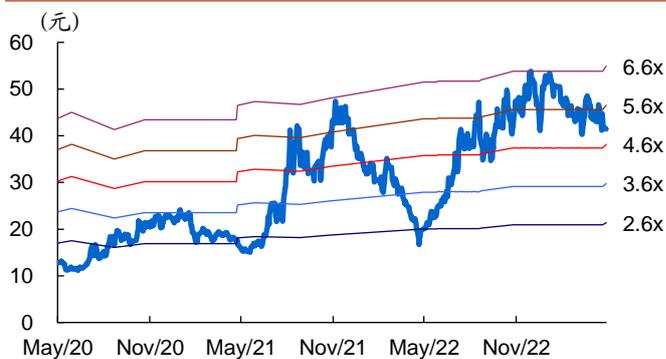
PE-PB Band

图 14：科华数据历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 15：科华数据历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3845	4439	6606	8841	11796
现金	528	608	782	1107	1758
交易性投资	200	0	0	0	0
应收票据	59	82	125	166	216
应收款项	2058	2084	3162	4197	5446
其它应收款	164	132	202	268	348
存货	470	981	1490	1981	2573
其他	366	551	844	1121	1456
非流动资产	5726	5539	5598	5748	5680
长期股权投资	31	36	36	36	36
固定资产	2805	2933	3134	3412	3457
无形资产商誉	1236	1335	1202	1082	973
其他	1655	1235	1227	1220	1214
资产总计	9571	9978	12204	14590	17476
流动负债	3047	4202	5696	7099	8664
短期借款	283	395	598	385	0
应付账款	1896	2787	4270	5676	7372
预收账款	150	296	453	603	783
其他	718	723	375	436	508
长期负债	2806	1860	1860	1860	1860
长期借款	2089	1298	1298	1298	1298
其他	716	562	562	562	562
负债合计	5852	6062	7556	8959	10524
股本	462	462	462	462	462
资本公积金	1770	1755	1755	1755	1755
留存收益	1296	1493	2178	3096	4330
少数股东权益	191	206	253	318	405
归属于母公司所有者	3528	3710	4395	5313	6547
负债及权益合计	9571	9978	12204	14590	17476

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	818	1595	944	1236	1537
净利润	449	265	756	1048	1413
折旧摊销	381	442	490	498	518
财务费用	136	94	95	85	68
投资收益	(106)	(8)	(98)	(103)	(107)
营运资金变动	(26)	796	(314)	(309)	(371)
其它	(17)	6	16	15	17
投资活动现金流	(722)	(413)	(452)	(547)	(343)
资本支出	(570)	(591)	(550)	(650)	(450)
其他投资	(152)	177	98	103	107
筹资活动现金流	(377)	(1068)	(318)	(364)	(544)
借款变动	(780)	(769)	(200)	(213)	(385)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	(15)	0	0	0
股利分配	(138)	(42)	(23)	(66)	(91)
其他	536	(243)	(95)	(85)	(68)
现金净增加额	(282)	113	174	325	650

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4866	5648	8651	11484	14900
营业成本	3445	3984	6103	8112	10538
营业税金及附加	24	24	37	50	65
营业费用	417	507	744	965	1222
管理费用	200	225	328	424	535
研发费用	267	348	516	673	859
财务费用	134	90	95	85	68
资产减值损失	(45)	(170)	(25)	(30)	(40)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	42	76	90	93	95
投资收益	106	(0)	8	10	12
营业利润	482	376	901	1248	1681
营业外收入	16	7	15	20	25
营业外支出	13	65	12	14	16
利润总额	485	317	904	1254	1690
所得税	36	53	148	206	278
少数股东损益	10	16	47	65	88
归属于母公司净利	439	248	709	983	1325

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	17%	16%	53%	33%	30%
营业利润	7%	-22%	140%	39%	35%
归母净利润	15%	-43%	185%	39%	35%
获利能力					
毛利率	29.2%	29.5%	29.5%	29.4%	29.3%
净利率	9.0%	4.4%	8.2%	8.6%	8.9%
ROE	13.0%	6.9%	17.5%	20.3%	22.3%
ROIC	8.7%	6.2%	13.2%	16.1%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	60.8%	61.9%	61.4%	60.2%
净负债比率	29.5%	21.0%	15.5%	11.5%	7.4%
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.4
速动比率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.7	5.5	4.9	4.7	4.6
应收账款周转率	2.5	2.6	3.2	3.0	3.0
应付账款周转率	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.95	0.54	1.54	2.13	2.87
每股经营净现	1.77	3.46	2.05	2.68	3.33
每股净资产	7.64	8.04	9.52	11.51	14.18
每股股利	0.09	0.05	0.14	0.20	0.27
估值比率					
PE	43.6	77.0	27.0	19.4	14.4
PB	5.4	5.2	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA	27.6	31.1	16.9	13.7	11.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。