

# 锦浪科技（300763.SZ）—2022 年报及 2023 一季报业绩点评

增持

逆变器出货量持续高增，关注储能逆变器增长潜力

## 核心观点

**2022 归母净利润 10.6 亿元，同比增长 123.7%。**锦浪科技 2022 年实现营收 58.9 亿元，同比+77.8%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比+123.7%，22 年实现毛利率 33.5%，同比+6.8pct，净利率 18%，同比+3.7pct；对应 22Q4 实现收入 17.23 亿元，同比+70.8%，环比持平，Q4 实现归母净利润 3.57 亿，同比+221%，环比+17%，22Q4 实现毛利率 33.3%，环比-3.5pct，净利率 20.7%，环比+3pct；2023Q1 公司实现营收 16.54 亿元，同比+50%，环比-4%，实现归母净利润 3.24 亿元，同比+97%，环比-9%，毛利率 36.7%，同比+7.2pct，环比+3.4pct，净利率 19.6%，同比+4.7pct，环比-1.1pct。

**逆变器出货量持续高增。**公司 2022 年实现逆变器出货 94.2 万台，同比+34%，其中我们估计光伏并网逆变器全年出货 77-77.5 万台，全年实现营收 40.03 亿元，同比+40.8%，毛利率 27.43%，对应 22Q4 光伏并网逆变器出货 18.5-19 万台，贡献约 11.7 亿收入。2022 年储能逆变器出货约 16.7-17.2 万台，全年实现营收 10.68 亿元，同比+507.4%，毛利率 34.33%，对应 22Q4 出货 4.4-4.9 万台，贡献约 3.3 亿收入。2023Q1 我们估算公司光伏并网逆变器出货 16-17 万台，环比下降 10%-15%，贡献约 9.5-10 亿收入；储能逆变器出货约 5.7-6.3 万台，环比上升 23%-34%，贡献收入约 4 亿-4.5 亿。

**展望 2023 全年，关注储能逆变器增长潜力。**2023 年在全球分布式光储将继续保持高景气增长，我们预计全球分布式光伏装机 165GW，同比+30%；预计全球工商业储能 2023 年实现装机 13.9GWh，同比+296%；预计全球户储 2023 年实现装机 28.7GWh，同比+171%；在此背景下，公司光储逆变器有望实现较高出货量增长，同时公司向更高功率段的工商业光储产品拓展，提升产品价值量。我们预计公司 2023 年光伏并网逆变器出货 100 万台，同比增长 30%，预计储能逆变器出货量 50 万台，同比增长 200%。

**投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。**公司是全球组串式逆变器领军企业，受益于全球光伏、储能行业高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 20.54/27.76/30.16 亿元，同比增长分别为 93.8%/35.1%/11.9%，EPS 分别为 5.18/7.00/7.83 元。对应 2023-2025 年估值分别为 21.5/15.9/14.2 倍，继续维持“增持”评级。

**风险提示：**1. 原材料波动的风险、2. 行业竞争加剧的风险、3. 全球政策波动的风险

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,312	5,890	10,240	12,780	14,190
(+/-%)	58.9%	77.8%	73.9%	24.8%	11.0%
净利润(百万元)	474	1060	2054	2776	3106
(+/-%)	49.0%	123.7%	93.8%	35.1%	11.9%
每股收益(元)	1.91	2.81	5.18	7.00	7.83
EBIT Margin	14.8%	20.8%	25.7%	27.0%	26.5%
净资产收益率 (ROE)	21.2%	25.0%	32.5%	32.7%	28.9%
市盈率 (PE)	58.1	39.6	21.5	15.9	14.2
EV/EBITDA	55.6	35.7	15.1	12.0	11.1
市净率 (PB)	12.29	9.88	6.98	5.20	4.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：李恒源

010-88005313

021-60875174

wangweiqi2@guosen.com.cn | lihengyuan@guosen.com.cn

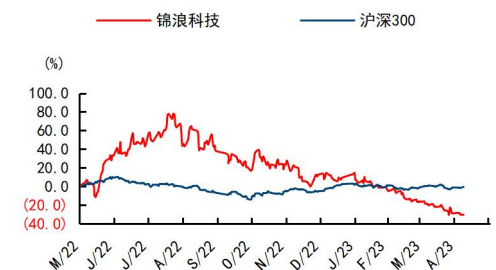
S0980520080003

S0980520080009

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	111.18 元
总市值/流通市值	44104/33555 百万元
52 周最高价/最低价	292.12/109.72 元
近 3 个月日均成交额	665.06 百万元

### 市场走势



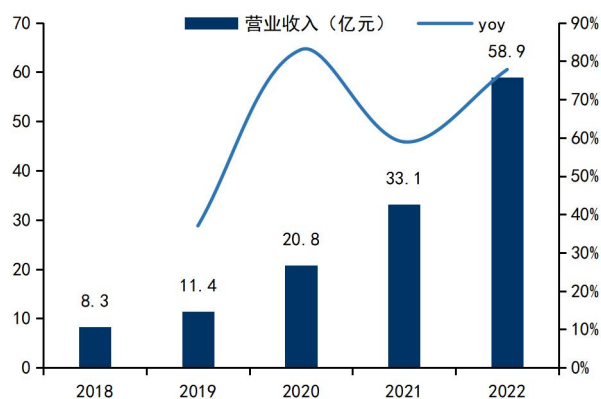
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《锦浪科技（300763.SZ）-立足全球分布式光伏，乘储能之风而起》——2023-03-01

锦浪科技 2022 年实现营收 58.9 亿元，同比+77.8%，实现归母净利润 10.6 亿元，同比+123.7%，22 年实现毛利率 33.5%，同比+6.8pct，净利率 18%，同比+3.7pct；对应 22Q4 实现收入 17.23 亿元，同比+70.8%，环比持平，Q4 实现归母净利润 3.57 亿，同比+221%，环比+17%，22Q4 实现毛利率 33.3%，环比-3.5pct，净利率 20.7%，环比+3pct；2023Q1 公司实现营收 16.54 亿元，同比+50%，环比-4%，实现归母净利润 3.24 亿元，同比+97%，环比-9%，毛利率 36.7%，同比+7.2pct，环比+3.4pct，净利率 19.6%，同比+4.7pct，环比-1.1pct。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元，%）



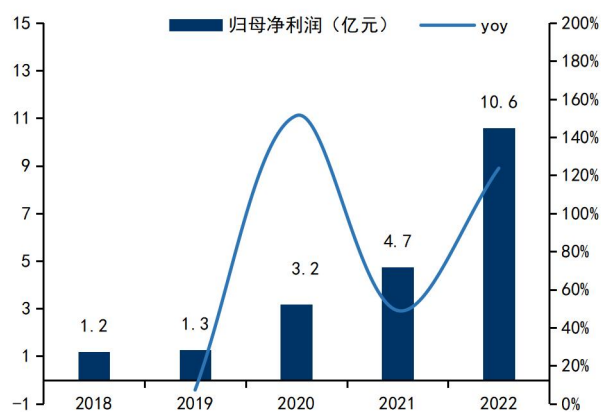
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司各季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



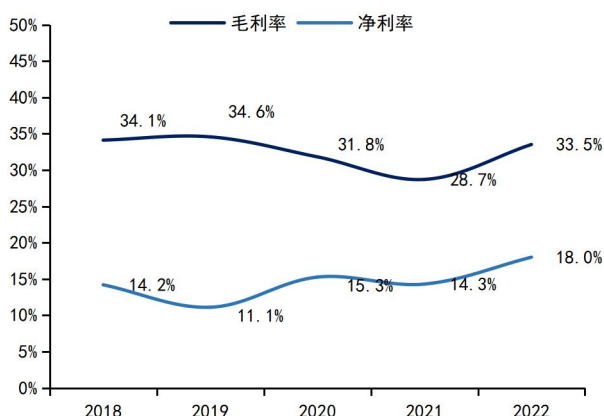
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元）



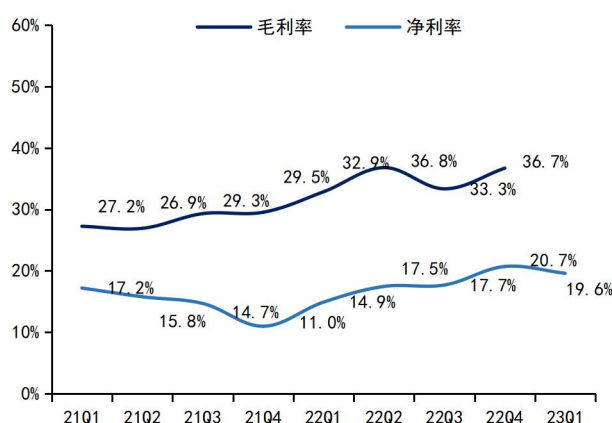
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

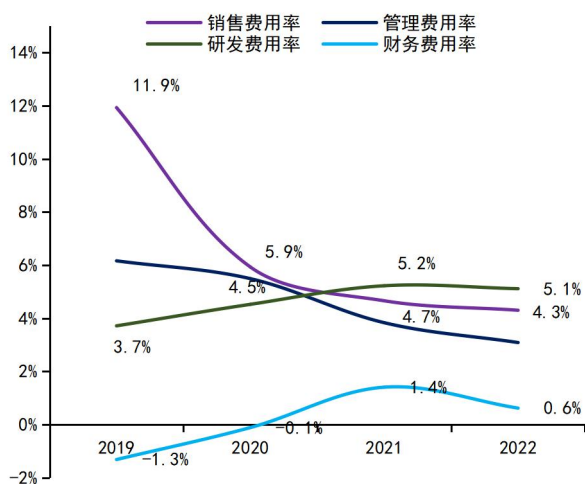
图6：公司季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

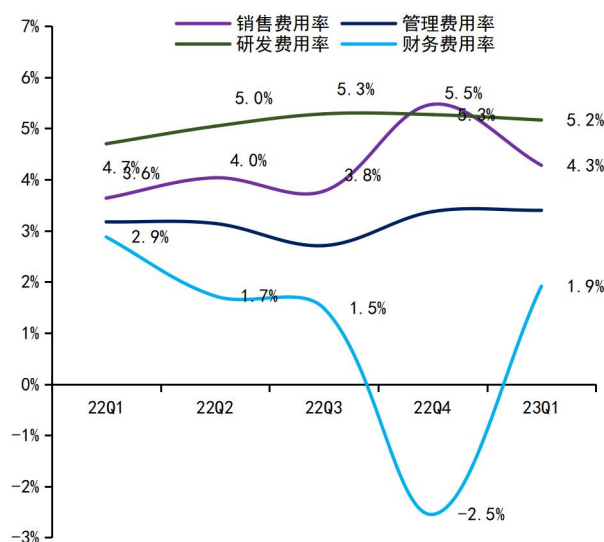
费用率方面，公司整体费用率呈现下行趋势，2022年期间费用率13.12%，同比减少2pct，经营杠杆凸显，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.3%/3.1%/5.1%/0.6%；2023Q1公司期间费用率为14.75%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.3%/3.4%/5.2%/1.9%。

图7：公司年度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**逆变器出货量持续高增。**公司 2022 年实现逆变器出货 94.2 万台，同比+34%，其中我们估计光伏并网逆变器全年出货 77-77.5 万台，全年实现营收 40.03 亿元，同比+40.8%，毛利率 27.43%，对应 22Q4 光伏并网逆变器出货 18.5-19 万台，贡献约 11.7 亿收入。2022 年储能逆变器出货约 16.7-17.2 万台，全年实现营收 10.68 亿元，同比+507.4%，毛利率 34.33%，对应 22Q4 出货 4.4-4.9 万台，贡献约 3.3 亿收入。2023Q1 我们估算公司光伏并网逆变器出货 16-17 万台，环比下降 10%-15%，贡献约 9.5-10 亿收入；储能逆变器出货约 5.7-6.3 万台，环比上升 23%-34%，贡献收入约 4 亿-4.5 亿。

**展望 2023 全年，关注储能逆变器增长潜力。**2023 年在全球分布式光储将继续保持高景气增长，我们预计全球分布式光伏装机 165GW，同比+30%；预计全球工商业储能 2023 年实现装机 13.9GWh，同比+296%；预计全球户储 2023 年实现装机 28.7GWh，同比+171%；在此背景下，公司光储逆变器有望实现较高出货量增长，同时公司向更高功率段的工商业光储产品拓展，提升产品价值量。我们预计公司 2023 年光伏并网逆变器出货 100 万台，同比增长 30%，预计储能逆变器出货量 50 万台，同比增长 200%。

**投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。**

公司是全球组串式逆变器领军企业，受益于全球光伏、储能行业高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 20.54/27.76/30.16 亿元，同比增长分别为 93.8%/35.1%/11.9%，EPS 分别为 5.18/7.00/7.83 元。对应 2023-2025 年估值分别为 21.5/15.9/14.2 倍，继续维持“增持”评级。

表 4：可比公司估值表（2023 年 5 月 9 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			PB	投资评级
			亿元	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	MRQ		
300274.SZ	阳光电源	107.10	1591	2.4	4.8	6.5	44.3	22.5	16.4	7.72	买入	
605117.SH	德业股份	240.92	575.6	6.4	12.9	16.8	37.9	18.7	14.3	13.4	增持	
688390.SH	固德威	263.00	324.0	5.3	16.1	21.4	49.6	16.3	12.3	13.64	增持	
300763.SZ	锦浪科技	109.11	432.8	2.8	5.2	7.0	38.8	21.1	15.6	7.09	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	747	1577	800	2237	4351	<b>营业收入</b>	<b>3312</b>	<b>5890</b>	<b>10240</b>	<b>12780</b>	<b>14190</b>
应收款项	483	1053	1122	1401	1555	营业成本	2361	3915	6517	8114	9240
存货净额	1291	2064	1786	2223	2532	营业税金及附加	6	14	10	13	11
其他流动资产	117	124	196	243	277	销售费用	154	253	358	396	383
<b>流动资产合计</b>	<b>2723</b>	<b>5250</b>	<b>4292</b>	<b>6509</b>	<b>9131</b>	管理费用	127	182	266	294	284
固定资产	3448	9287	9963	10062	9712	研发费用	173	301	461	511	511
无形资产及其他	55	134	125	117	108	财务费用	47	36	222	218	177
其他长期资产	85	253	102	128	142	投资收益	32	2	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(37)	(13)	(7)	0
<b>资产总计</b>	<b>6311</b>	<b>14925</b>	<b>14483</b>	<b>16816</b>	<b>19093</b>	其他收入	81	74	27	35	40
短期借款及交易性金融负债	118	556	587	100	100	营业利润	529	1189	2416	3265	3634
应付款项	2418	5188	2678	3334	3291	营业外净收支	(0)	(5)	0	0	20
其他流动负债	222	344	286	264	297	<b>利润总额</b>	<b>529</b>	<b>1184</b>	<b>2416</b>	<b>3265</b>	<b>3654</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2849</b>	<b>6168</b>	<b>3653</b>	<b>3826</b>	<b>3830</b>	所得税费用	55	124	362	490	548
长期借款及应付债券	1212	4463	4463	4463	4463	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	48	48	48	48	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>474</b>	<b>1060</b>	<b>2054</b>	<b>2776</b>	<b>3106</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1222</b>	<b>4511</b>	<b>4511</b>	<b>4511</b>	<b>4511</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4071</b>	<b>10679</b>	<b>8164</b>	<b>8337</b>	<b>8341</b>	净利润	474	1060	2054	2776	3106
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	(4)	0	0	0
股东权益	2240	4246	6319	8479	10752	折旧摊销	77	248	833	910	959
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6311</b>	<b>14925</b>	<b>14483</b>	<b>16816</b>	<b>19093</b>	公允价值变动损失	(50)	(6)	0	0	0
						财务费用	47	36	222	218	177
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	667	1455	(2365)	(120)	(504)
每股收益	1.91	2.81	5.18	7.00	7.83	其它	(533)	(1792)	212	208	167
每股红利	0.50	0.00	1.55	2.10	3.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>633</b>	<b>962</b>	<b>733</b>	<b>3774</b>	<b>3727</b>
每股净资产	9.05	11.26	15.93	21.37	27.11	资本开支	(1660)	(4189)	(1500)	(1000)	(600)
ROIC	19%	17%	22%	24%	23%	其它投资现金流	(227)	(427)	161	(15)	(4)
ROE	21%	25%	32%	33%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1888)</b>	<b>(4617)</b>	<b>(1339)</b>	<b>(1015)</b>	<b>(604)</b>
毛利率	29%	34%	36%	37%	35%	权益性融资	61	946	19	0	0
EBIT Margin	15%	21%	26%	27%	27%	负债净变化	1147	3619	31	(487)	0
EBITDA Margin	17%	25%	34%	34%	33%	支付股利、利息	(138)	(124)	0	(616)	(833)
收入增长	59%	78%	74%	25%	11%	其它融资现金流	69	368	31	(487)	0
净利润增长率	49%	124%	94%	35%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1023</b>	<b>4405</b>	<b>(171)</b>	<b>(1321)</b>	<b>(1009)</b>
资产负债率	65%	72%	56%	50%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>(232)</b>	<b>750</b>	<b>(777)</b>	<b>1437</b>	<b>2114</b>
息率	0.4%	0.0%	1.4%	1.9%	2.8%	货币资金的期初余额	991	747	1577	800	2237
P/E	58.1	39.6	21.5	15.9	14.2	货币资金的期末余额	747	1577	800	2237	4351
P/B	12.3	9.9	7.0	5.2	4.1	企业自由现金流	(476)	(1390)	(799)	2725	3051
EV/EBITDA	55.6	35.7	15.1	12.0	11.1	权益自由现金流	629	2196	(957)	2052	2901

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032