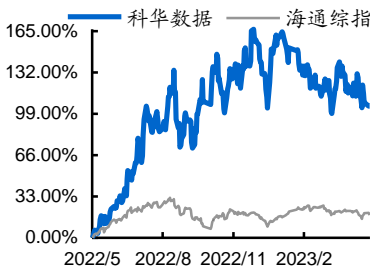


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

22年&23年Q1 新能源业务高速突破, IDC长期前景向好

股票数据

05月08日收盘价(元)	40.95
52周股价波动(元)	19.81-55.14
总股本/流通A股(百万股)	462/397
总市值/流通市值(百万元)	18901/16269

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.9	-10.6	-12.4
相对涨幅(%)	-4.4	-11.3	-12.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 马天一

Tel: 02123219171

Email: mty15264@haitong.com

证书: S0850523030004

联系人: 余政翰

Tel: (021) 23154141

Email: ywh14040@haitong.com

投资要点:

- “数据+能源”战略优化业务结构, 助推公司收入端实现 23Q1 同比 +50.02%。**
 - 收入端:** 22年公司业绩稳定增长, 实现营收 56.48 亿元, 同比增长 16.09%; 23年 Q1 业绩快速拉升, 实现营收 14.90 亿元, 同比增长 50.02%。主要原因系: a) **新能源业务快速放量, 持续提升业务增速:** 22年占比公司总营收 31.31%, 同比高增 166.96%; b) **公司订单量持续增长, 在手订单充裕:** 23年 Q1 和 22年合同负债分别达到 3.90 亿元和 2.96 亿元, 较去年同期增加 2.36 亿元和 1.46 亿元, 同时**存货量充足能够及时完成交付**, 分别为 12.42 亿元和 9.81 亿元。
 - 利润端:** 22年受资产减值损失影响, 公司实现归母净利润 2.48 亿元, 同比下降 43.40%; 23年 Q1 实现归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 46.32%。22年由于低毛利业务占比大幅提升导致毛利率为 29.47%, 同比下降 0.26%, 新能源业务为三大主营业务中毛利最低, 22年毛利为 23.15%; 23年 Q1 毛利率为 29.72%。
- 加速扩张海外市场业务规模, 拉动公司新能源业务继续突破。** 近年来, 公司海外业务占比持续提升, 22年营收占比为 11.43%, 较 21年提升 2.24%。23年将加快海外业务布局, 加速海外马来西亚建厂投产事项落地, 聚焦大客户, 快速提升海外销售规模, 我们认为未来新能源业务仍为公司业绩最大增长点。
- 拥有全系列、全场景储能解决方案, 储能行业需求旺盛。** 储能是公司新能源业务发展重点, 储能行业受益于:
 - 国内市场:** 随着新能源发展, 消纳需求增加。
 - 国外市场需求快速攀升:** 在美国 IRA 法案明确储能补贴背景下, 23年海外市场储能需求量或将迎来快速增长阶段。公司打造光储逆变升压成套设备、大功率 PCS、iStorage 系列光储一体机等产品 and 全新一代 S³ 液冷储能系统解决方案, 技术先进、性能优异, 覆盖不同应用场景。
- 数据中心和智慧电能业务稳步发展, 行业龙头地位稳定。** 22年数据中心业务受下游需求影响, 营收为 28.18 亿元, 同比下降 7.55%; 智慧电能业务营收为 9.96 亿元, 同比下降 8.39%。UPS 作为起家业务, 产品技术持续深耕、系统服务完善, 在中国 UPS 石化、交通、金融行业中, 公司 UPS 市场份额位居第一。同时, 公司在国内拥有 9 大数据中心, 深化与腾讯、京东等大型互联网企业的合作、中标多个大型国有银行总行数据中心项目, 为千行百业实现数字化转型赋能。**展望未来, 我们认为, “东数西算”和“十四五”数字化转型为 IDC 建设带来确定性需求, 数字中心业务将保持稳步增长态势。**
- 投资建议。** 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 6.07/8.03/10.15 亿元, 对应 EPS 分别为 1.32/1.74/2.20 元。可比公司 2023 年平均估值为 37 倍, 我们给予 2023 年科华数据 37-40 倍 PE, 对应合理价值区间为 48.69-52.64 元。首次覆盖, 给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示: 新能源业务下游需求增长不及预期、IDC 建设不及预期、海外市场业务拓展不及预期。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	4866	5648	8530	11417	14511
(+/-)YoY(%)	16.8%	16.1%	51.0%	33.8%	27.1%
净利润(百万元)	439	248	607	803	1015
(+/-)YoY(%)	14.9%	-43.4%	144.6%	32.2%	26.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	0.54	1.32	1.74	2.20
毛利率(%)	29.3%	29.5%	27.9%	26.7%	26.2%
净资产收益率(%)	12.4%	6.7%	14.1%	15.7%	16.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测:

(1) 智慧电能产品&数据中心产品&IDC 业务&其他业务: 公司这几部分业务发展较为成熟, 我们预计 2023-2025 年公司这几部分业务的收入增长分别为 15%、10%和 10%, 毛利率与 2022 年持平。

(2) 新能源产品: 随着储能市场的快速增长, 我们预计公司 2023-2025 年的新能源产品收入增速分别为 130%、60%和 40%。我们预计 2023-2025 年新能源产品毛利率分别为 23%、22.5%和 22.5%

表 1 宁德时代分产品盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智慧电能产品					
收入 (百万元)	1087.64	996.44	1145.90	1260.50	1386.54
yoy	24.36%	-8.39%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	783.87	661.21	760.42	836.46	920.11
毛利 (百万元)	303.77	335.23	385.48	424.03	466.43
毛利率	27.93%	33.64%	33.64%	33.64%	33.64%
数据中心产品					
收入 (百万元)	1610.33	1338.52	1539.30	1693.23	1862.55
yoy	1.03%	-16.88%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	1093.21	871.19	1001.93	1102.12	1212.33
毛利 (百万元)	517.12	467.33	537.37	591.11	650.22
毛利率	32.11%	34.91%	34.91%	34.91%	34.91%
新能源产品					
收入 (百万元)	662.53	1768.66	4067.92	6508.67	9112.14
yoy	48.50%	166.96%	130.00%	60.00%	40.00%
成本 (百万元)	504.37	1359.30	3132.30	5044.22	7061.91
毛利 (百万元)	158.16	409.36	935.62	1464.45	2050.23
毛利率	23.87%	23.15%	23.00%	22.50%	22.50%
IDC 业务					
收入 (百万元)	1437.49	1479.25	1701.14	1871.25	2058.37
yoy	19.83%	2.90%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	1039.54	1076.10	1237.58	1361.33	1497.47
毛利 (百万元)	397.96	403.15	463.56	509.92	560.91
毛利率	27.68%	27.25%	27.25%	27.25%	27.25%
其他业务					
收入 (百万元)	67.71	65.63	75.47	83.02	91.32
yoy	27.07%	-3.08%	15.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	23.58	16.24	18.68	20.55	22.60
毛利 (百万元)	44.13	49.39	56.79	62.47	68.72
毛利率	65.17%	75.25%	75.25%	75.25%	75.25%
合计					
收入 (亿元)	48.66	56.48	85.30	114.17	145.11
yoy	16.75%	16.09%	51.01%	33.85%	27.10%
成本 (亿元)	34.45	39.84	61.51	83.65	107.14
毛利 (亿元)	14.21	16.64	23.79	30.52	37.97
毛利率	29.21%	29.47%	27.89%	27%	26.16%

资料来源: 2021 及 2022 年公司年报, wind, 海通证券研究所

可比公司估值:

我们选取布局储能业务的公司（南网科技、科士达和英维克）作为可比公司。我们预计科华数据 23-25 年归母净利润分别为 6.07/8.03/10.15 亿元，对应 EPS 分别为 1.32/1.74/2.20 元。可比公司 2023 年平均估值为 37 倍，我们给予 2023 年科华数据 37-40 倍 PE，对应合理价值区间为 48.69-52.64 元。首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E
688248.SH	南网科技	227	0.89	1.46	2.14	45.39	27.44	18.80	7.12
002518.SZ	科士达	251	1.86	2.65	3.81	23.15	16.27	11.33	5.58
002837.SZ	英维克	160	0.89	1.21	1.62	41.41	30.37	22.70	6.51
	均值		1.21	1.78	2.52	36.65	24.69	17.61	6.40

注：收盘价为 2023 年 5 月 8 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5648	8530	11417	14511
每股收益	0.54	1.32	1.74	2.20	营业成本	3984	6151	8365	10714
每股净资产	8.04	9.35	11.09	13.29	毛利率%	29.5%	27.9%	26.7%	26.2%
每股经营现金流	3.46	2.14	3.49	3.25	营业税金及附加	24	37	49	63
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	507	725	948	1161
P/E	76.10	31.12	23.54	18.62	营业费用率%	9.0%	8.5%	8.3%	8.0%
P/B	5.10	4.38	3.69	3.08	管理费用	225	340	411	522
P/S	3.35	2.22	1.66	1.30	管理费用率%	4.0%	4.0%	3.6%	3.6%
EV/EBITDA	22.38	15.43	12.23	10.00	EBIT	586	866	1113	1376
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	90	96	95	88
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	1.1%	0.8%	0.6%
毛利率	29.5%	27.9%	26.7%	26.2%	资产减值损失	-140	0	0	0
净利润率	4.4%	7.1%	7.0%	7.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	6.7%	14.1%	15.7%	16.5%	营业利润	376	776	1026	1297
资产回报率	2.5%	4.8%	5.5%	5.7%	营业外收支	-58	0	0	0
投资回报率	7.5%	10.1%	11.6%	12.6%	利润总额	317	776	1026	1297
盈利增长 (%)					EBITDA	1118	1380	1687	2007
营业收入增长率	16.1%	51.0%	33.8%	27.1%	所得税	53	129	170	215
EBIT 增长率	13.5%	47.9%	28.5%	23.6%	有效所得税率%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
净利润增长率	-43.4%	144.6%	32.2%	26.5%	少数股东损益	16	40	53	67
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	248	607	803	1015
资产负债率	60.8%	63.8%	63.2%	63.8%					
流动比率	1.06	1.09	1.16	1.21	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.72	0.80	0.82	0.89	货币资金	608	682	1355	1918
现金比率	0.14	0.11	0.18	0.20	应收账款及应收票据	2166	3710	4155	5842
经营效率指标					存货	981	1259	1787	2114
应收账款周转天数	132.00	120.00	120.00	120.00	其它流动资产	683	1101	1308	1755
存货周转天数	65.54	65.54	65.54	65.54	流动资产合计	4439	6752	8604	11629
总资产周转率	0.58	0.76	0.84	0.89	长期股权投资	36	41	46	51
固定资产周转率	1.96	2.78	3.47	4.21	固定资产	2933	3193	3389	3508
					在建工程	397	299	230	182
					无形资产	635	792	949	1107
					非流动资产合计	5539	5842	6112	6325
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9978	12594	14716	17953
净利润	248	607	803	1015	短期借款	395	395	395	395
少数股东损益	16	40	53	67	应付票据及应付账款	2787	4443	5390	7205
非现金支出	705	514	573	631	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	101	96	94	92	其它流动负债	1019	1333	1652	1992
营运资金变动	523	-271	87	-307	流动负债合计	4202	6171	7437	9592
经营活动现金流	1595	987	1610	1499	长期借款	1298	1298	1298	1298
资产	-584	-781	-806	-804	其它长期负债	562	562	562	562
投资	170	-30	-30	-30	非流动负债合计	1860	1860	1860	1860
其他	1	0	0	0	负债总计	6062	8031	9297	11452
投资活动现金流	-413	-812	-836	-834	实收资本	462	462	462	462
债权募资	-728	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3710	4317	5120	6135
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	206	246	299	366
其他	-340	-102	-102	-102	负债和所有者权益合计	9978	12594	14716	17953
融资活动现金流	-1068	-102	-102	-102					
现金净流量	122	73	673	563					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业、电力设备及新能源和煤炭行业
马天一 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：思源电气,中煤能源,福能股份,神火股份,许继电气,盛剑环境,桂东电力,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,宁德时代,信捷电气,电投能源,隆基绿能,炬华科技,天地科技,阳光电源,华电国际,山西焦煤,汇川技术,潞安环能,江苏国信,湖北能源,爱旭股份,伟创电气,索通发展,璞泰来,三峡能源,华能国际

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。