

科陆电子 (002121.SZ) / 电力设备

证券研究报告/公司点评

2024 年 2 月 4 日

评级：增持（维持）

市场价格：3.7 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

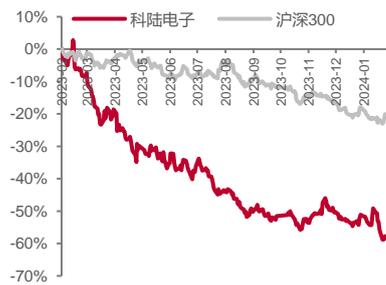
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,198	3,539	4,425	5,582	6,815
增长率 YoY%	-4%	11%	25%	26%	22%
净利润 (百万元)	-665	-101	-557	108	307
增长率 YoY%	-459%	85%	-450%	119%	184%
每股收益 (元)	-0.40	-0.06	-0.34	0.07	0.18
每股现金流量	0.15	0.27	-0.11	0.24	0.40
净资产收益率	-68%	-15%	262%	-29%	-98%
P/E	-9.2	-60.7	-11.0	56.9	20.0
P/B	8.0	9.5	-31.4	-16.6	-17.9

备注：股价取自 2024 年 2 月 2 日收盘价

基本状况

总股本 (百万股)	1,661
流通股本 (百万股)	1,400
市价 (元)	3.70
市值 (百万元)	6,145
流通市值 (百万元)	5,180

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年业绩预告，归母净利润亏损 4.8-6.2 亿元，同比下降：512.3%-374.0%；扣非净利润亏损 2.8-3.8 亿元，同比减亏。根据测算，公司 2023Q4 归母净利润亏损 4.0-5.4 亿元，扣非净利润亏损 2.3-3.3 亿元。
- **2023 年费用同比增加，投资收益同比减少。**根据公司公告，2023 年利润下滑的原因主要有四点：1) 由于储能产品质保期较长，公司对 2023 年末在质保期内的储能合同计提售后服务费，销售费用同比增加。2) 2023 年公司增加计提光明智慧能源产业园折旧费用等，管理费用同比增加。3) 2022 年公司完成深圳车电网络有限公司、怀来中尚新能源科技的股权交割，实现投资收益 3.79 亿元，2023 年投资收益同比大幅减少。4) 2023 年公司部分储能海外合同未能按照约定时间交付，违反合同约定，营业外支出同比增加。
- **2023Q4 以来储能新增订单超 900 MWh，产能扩张持续推进。**根据公告，公司分别在 2023 年 10 月和 2024 年 1 月，与美国客户签订了 2 笔储能项目订单，包含储能系统 917 MWh 和储能 PCS 200MW。根据此前公告，公司将在珠三角地区投建生产基地，投资总额不超过 9.5 亿元，项目达产后 BESS 产能预计达 14 GWh，PCS 产能预计达 5 GW，有望提升公司整体综合实力。
- **盈利预测：**考虑到公司 2023 年亏损同比扩大，美国储能出货不及预期，以及储能系统价格在 2023 年下降较明显，我们下调对公司的盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为-5.6、1.1、3.1 亿元（之前 2023-2024 年的预测值为 2.8、4.9 亿元），对应 2024-2025 年 PE 估值 57、20 倍。考虑到公司股价下跌已经反应亏损扩大的影响，公司海外订单持续增加，预计后续有改善空间，对公司维持“增持”评级。
- **风险提示：**公司出货不及预期、市场竞争加剧、价格下降超预期等。

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,118	1,328	1,675	2,044	营业收入	3,539	4,425	5,582	6,815
应收票据	98	123	155	189	营业成本	2,605	3,357	4,138	5,070
应收账款	1,366	1,683	2,091	2,538	税金及附加	29	36	39	48
预付账款	23	29	36	44	销售费用	334	354	419	477
存货	1,159	1,493	1,840	2,255	管理费用	254	310	363	409
合同资产	0	0	0	0	研发费用	234	332	391	443
其他流动资产	461	577	727	888	财务费用	314	217	259	289
流动资产合计	4,225	5,232	6,525	7,959	信用减值损失	-81	-120	-30	-30
其他长期投资	158	163	168	175	资产减值损失	-191	-300	-50	-30
长期股权投资	442	442	442	442	公允价值变动收益	-50	20	50	80
固定资产	1,023	1,263	1,530	1,823	投资收益	358	-20	100	100
在建工程	1,230	1,330	1,330	1,230	其他收益	36	36	50	70
无形资产	463	412	367	326	营业利润	-148	-554	143	369
其他非流动资产	1,256	1,233	1,214	1,199	营业外收入	15	16	30	50
非流动资产合计	4,573	4,842	5,051	5,194	营业外支出	42	150	40	40
资产合计	8,797	10,074	11,576	13,153	利润总额	-175	-688	133	379
短期借款	2,954	3,945	4,536	4,951	所得税	-56	-69	13	38
应付票据	271	350	431	528	净利润	-119	-619	120	341
应付账款	1,766	2,275	2,805	3,436	少数股东损益	-18	-62	12	34
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-101	-557	108	307
合同负债	726	908	1,145	1,398	NOPLAT	95	-424	353	601
其他应付款	727	727	727	727	EPS (按最新股本摊薄)	-0.06	-0.34	0.07	0.18
一年内到期的非流动负债	658	658	658	658					
其他流动负债	150	174	197	219	主要财务比率				
流动负债合计	7,252	9,035	10,499	11,916	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	219	619	819	919	成长能力				
应付债券	510	510	510	510	营业收入增长率	10.7%	25.0%	26.2%	22.1%
其他非流动负债	123	123	123	123	EBIT增长率	-140.3%	-437.5%	-183.3%	70.1%
非流动负债合计	851	1,251	1,451	1,551	归母公司净利润增长率	-84.8%	450.4%	-119.4%	184.2%
负债合计	8,103	10,287	11,950	13,468	获利能力				
归属母公司所有者权益	649	-196	-369	-344	毛利率	26.4%	24.1%	25.9%	25.6%
少数股东权益	45	-17	-5	30	净利率	-3.4%	-14.0%	2.2%	5.0%
所有者权益合计	694	-212	-374	-315	ROE	-14.6%	262.4%	-28.9%	-97.6%
负债和股东权益	8,797	10,074	11,576	13,153	ROIC	5.3%	-9.5%	9.8%	14.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	92.1%	102.1%	103.2%	102.4%
					债务权益比	643.2%	-2755.9%	-1776.7%	-2276.3%
单位:百万元					流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营活动现金流	444	-183	405	665	营运能力				
现金收益	367	-235	561	831	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
存货影响	-440	-334	-348	-414	应收账款周转天数	141	124	122	122
经营性应收影响	297	-48	-397	-459	应付账款周转天数	240	217	221	222
经营性应付影响	-21	587	611	729	存货周转天数	130	142	145	145
其他影响	241	-153	-22	-20	每股指标(元)				
投资活动现金流	-39	-499	-309	-239	每股收益	-0.06	-0.34	0.07	0.18
资本支出	-16	-456	-404	-353	每股经营现金流	0.27	-0.11	0.24	0.40
股权投资	-303	0	0	0	每股净资产	0.39	-0.12	-0.22	-0.21
其他长期资产变化	280	-43	95	114	估值比率				
融资活动现金流	45	892	251	-56	P/E	-61	-11	57	20
借款增加	452	1,390	792	514	P/B	9	-31	-17	-18
股利及利息支付	-266	-1,896	111	697	EV/EBITDA	369	-378	200	132
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-141	1,398	-652	-1,267					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。