

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738

微逆高增，储能有望发力

——昱能科技(688348)2022 年年报和 2023 年一季度报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

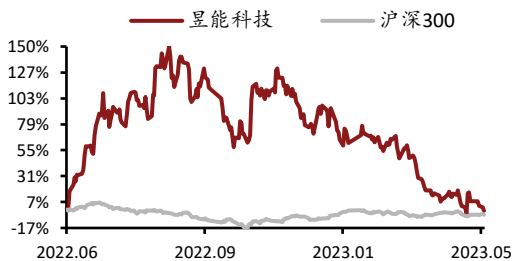
市场数据(2023-05-09)

收盘价(元)	287.00
一年内最高/最低(元)	726.50/278.13
沪深 300 指数	4,027.88
市净率(倍)	5.98
流通市值(亿元)	56.13

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	47.99
每股经营现金流(元)	-5.38
毛利率(%)	41.59
净资产收益率_摊薄(%)	3.06
资产负债率(%)	29.66
总股本/流通股(万股)	8,000.00/1,955.85
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2023 年 05 月 10 日

事件：

公司公布 2022 年年报和 2023 年一季度报告。

2022 年，公司实现营业总收入 13.38 亿元，同比增长 101.27%；归属于上市公司股东的净利润 3.61 亿元，同比增长 250.30%；经营活动产生的现金流量净额-3.23 亿元，同比下滑 730.36%；加权平均净资产收益率 18.02%，同比下滑 24.56 个百分点；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 22 元（含税），拟以资本公积向全体股东每 10 股转增 4 股。

2023 年一季度，公司实现营业总收入 4.36 亿元，同比增长 151.05%；归属于上市公司股东的净利润 1.18 亿元，同比增长 282.91%。

点评：

- **微型逆变器领先企业，2022 年业绩大幅增长。**公司主要从事分布式光伏发电系统中组件级电力电子设备的研发、生产及销售，产品包括微型逆变器、智控关断器、能量通信器以及户用储能系统等。2022 年，公司业绩取得较高的增长速度，一方面得益于全球分布式光伏发电装机的旺盛市场需求，另一方面，公司的微型逆变器推出新品，技术指标领先，得到市场认可。2022 年，公司产品销售毛利率 39.32%，同比提升 1.96 个百分点。公司销售费用、管理费用、财务费用和研发费用 0.85 亿、0.43 亿、-0.73 亿、0.55 亿元，分别同比增长 51.48%、43.03%、-559.96%和 76.08%，体现出规模效应和公司较好的费用控制能力；公司销售净利率 26.91%，同比提升 11.41 个百分点，盈利能力提升显著。
- **公司微逆业务量利齐升，2023 年仍有望实现较高增长。**公司目前拥有单相双体、单相四体、三相四体、三相八体等不同系列多型号产品，能够满足客户不同的应用场景。公司的微型逆变器主要销往北美、拉美以及欧洲区域。2022 年，微逆销售量 93.52 万台，同比增长 91.95%；平均销售均价 1138.36 元/台，同比提高 8.34%；销售收入 10.65 亿元，同比增长 107.97%；销售毛利率 38.28%，同比提高 1.41%。公司通过技术创新，成功推出第四代大电流微型逆变器产品，输入电流达 20A，能够兼容 182、210 大尺寸组件以及向下兼容各种尺寸及功率段的组件。由于欧美等发达国家对光伏发电系统高压直流问题出台强制措施，因此，微型逆变器主要应用市场在欧洲、北美等区域市场尚处于发展初期。根据 Wood Mackenzie 公布的数据，在 2021 年全球微逆市场，公司紧跟 Enphase，位居全球市占率第二。2021 年微逆在全球分布式发电系

统的应用比例为 5.01%，处于不断提升阶段。海外市场，随着分布式光伏发电系统的快速增长以及高压直流问题的重视，预计微逆渗透率提升以及市场空间有望保持高增态势。而国内市场，由于微逆成本较高以及政府对发电单元直流高压未进行强制限制，微逆发展速度较慢。预计随着国内分布式光伏的大力发展以及安全性被重视，微逆有望在中国市场打开局面。

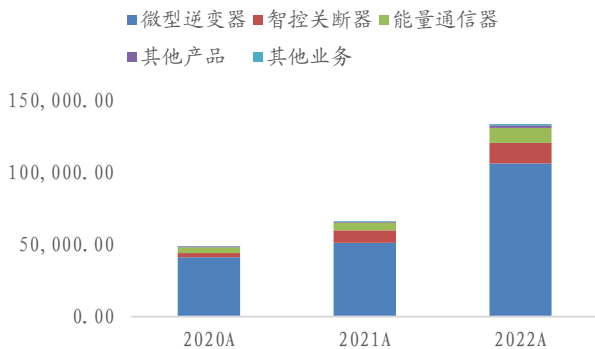
- **公司充分布局各应用场景储能产品，2023 年储能业务将进入放量阶段。**公司的储能产品布局在三大领域，分别是便携式移动储能、户用储能和工商业储能。其中，单相户用储能系列产品已进入量产阶段，并销往欧美市场，其它各系列储能产品有望在 2023 年实现量产供货，并与公司各功率段的微逆产品形成光储一体系统。2023 年，磷酸铁锂等锂电池原材料价格显著下降，新型储能经济性提升，储能系统装机将保持高增态势。按公司指引，预计 2023 年储能产品销售 5 亿元，储能变流器毛利率 40%，将成公司收入重要增长点。
- **公司 2023 年一季度经营数据再度向好。**2023 年一季度，公司业绩继续呈现量利齐升、大幅增长态势。分拆数据来看，2023 Q1，公司微逆销售 31 万台，销售收入 3.56 亿元，同比增长 180.8%，毛利率 40.27%；监控器销售 5 万台，销售收入 3833 万元，同比增长 155.8%，毛利率 67.19%；关断器 20 万台，销售收入 3830 万元，同比增长 31.6%，毛利率 28.58%。公司各业务板块发展趋势向好，全年与厂家规划 800 万个光伏组件对应的产能规划，出货预期强烈。
- **首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。**预计 2023 年、2024 年、2025 年归属于上市公司股东的净利润 7.17 亿、11.91 亿、16.28 亿元，对应每股收益 8.96、14.88、20.35 元，按照 2023 年 5 月 9 日 287 元/股收盘价计算，相应 PE 为 32.02、19.28 和 14.11 倍。公司作为全球微逆领域的领先企业，具备较强的技术研发和渠道优势，有望享受微逆市场渗透率快速提升和分布式光伏高速发展红利。考虑到公司具备较好的成长预期，目前估值偏低，给予公司“买入”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；境内市场拓展进度不及预期风险；国际贸易政策变化风险；全球光伏装机需求不及预期风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	6.65	13.38	32.66	55.40	77.86
增长比率(%)	35.85	101.27	144.01	69.65	40.54
净利润(亿元)	1.03	3.61	7.17	11.91	16.28
增长比率(%)	33.99	250.30	98.87	66.07	36.71
每股收益(元)	1.29	4.51	8.96	14.88	20.35
市盈率(倍)	223.08	63.68	32.02	19.28	14.11

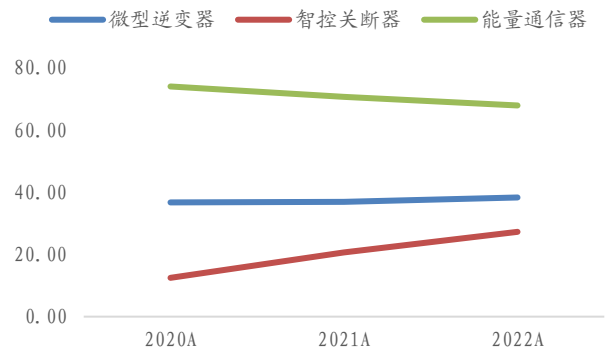
资料来源：聚源，中原证券

图 1：2020-2022 年公司主营业务构成（单位：万元）



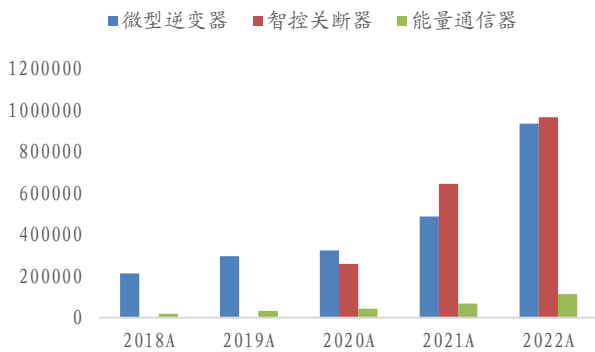
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主要业务毛利率走势（单位：%）



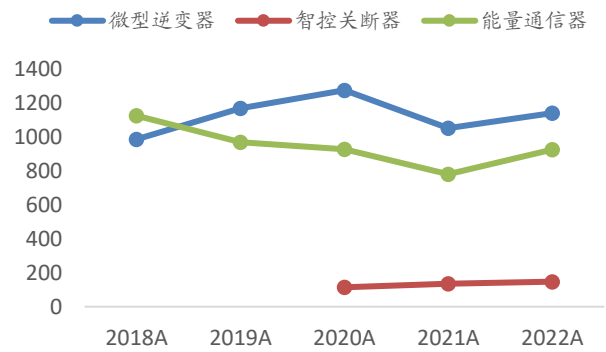
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司主要产品销量情况（台）



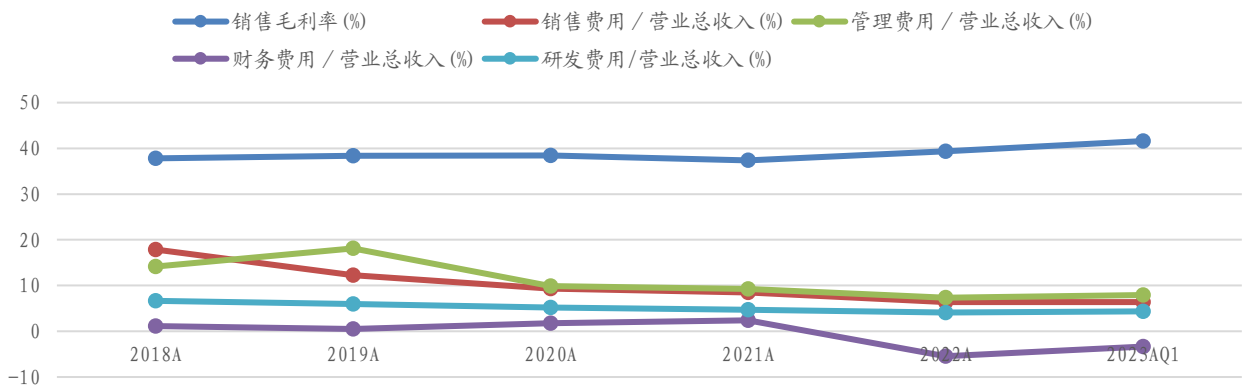
资料来源：公司公告，中原证券

图 4：公司主要产品平均销售价格（元/台）



资料来源：公司公告，中原证券

图 5：公司销售期间费用率&盈利能力情况



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5.92	46.52	59.38	80.91	100.45
现金	2.20	16.30	23.77	31.54	40.42
应收票据及应收账款	1.60	3.67	8.83	9.14	16.01
其他应收款	0.01	0.01	0.03	0.04	0.07
预付账款	0.06	0.31	0.81	1.38	1.96
存货	1.78	13.04	12.75	25.63	28.80
其他流动资产	0.29	13.18	13.18	13.18	13.18
非流动资产	0.35	3.07	3.98	4.85	5.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.24	0.53	1.44	2.31	3.12
无形资产	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06
其他非流动资产	0.04	2.48	2.48	2.48	2.48
资产总计	6.27	49.58	63.36	85.76	106.11
流动负债	2.87	11.57	20.18	34.17	43.24
短期借款	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50
应付票据及应付账款	2.07	9.74	16.61	28.49	35.47
其他流动负债	0.35	1.32	3.07	5.18	7.28
非流动负债	0.48	0.75	0.75	0.75	0.75
长期借款	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
其他非流动负债	0.48	0.73	0.73	0.73	0.73
负债合计	3.35	12.32	20.92	34.92	43.99
少数股东权益	0.00	0.08	0.08	0.08	0.08
股本	0.60	0.80	0.80	0.80	0.80
资本公积	1.25	31.52	31.52	31.52	31.52
留存收益	1.16	4.77	9.94	18.35	29.62
归属母公司股东权益	2.92	37.19	42.36	50.77	62.04
负债和股东权益	6.27	49.58	63.36	85.76	106.11

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	0.51	-3.23	10.50	12.30	14.91
净利润	1.03	3.60	7.17	11.91	16.28
折旧摊销	0.04	0.08	0.08	0.13	0.18
财务费用	0.16	-0.53	0.03	0.03	0.03
投资损失	0.00	-0.12	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-0.76	-6.09	3.02	-0.07	-2.08
其他经营现金流	0.05	-0.18	0.20	0.30	0.50
投资活动现金流	0.01	-13.37	-1.00	-1.00	-1.00
资本支出	-0.04	-0.39	-1.00	-1.00	-1.00
长期投资	0.04	-12.96	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-0.07	30.53	-2.03	-3.53	-5.03
短期借款	0.07	0.05	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-0.01	30.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.13	-0.01	-2.03	-3.53	-5.03
现金净增加额	0.37	14.12	7.47	7.77	8.88

资料来源：携宁，中原证券

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6.65	13.38	32.66	55.40	77.86
营业成本	4.17	8.12	20.18	34.54	48.99
营业税金及附加	0.01	0.03	0.07	0.12	0.17
营业费用	0.56	0.85	1.96	3.32	4.67
管理费用	0.30	0.43	1.05	1.77	2.49
研发费用	0.31	0.55	1.31	2.22	3.11
财务费用	0.16	-0.73	-0.22	-0.33	-0.45
资产减值损失	-0.01	-0.08	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.07	0.12	0.33	0.55	0.78
公允价值变动收益	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.16	4.23	8.44	14.01	19.15
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.16	4.23	8.44	14.01	19.15
所得税	0.13	0.63	1.27	2.10	2.87
净利润	1.03	3.60	7.17	11.91	16.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1.03	3.61	7.17	11.91	16.28
EBITDA	1.36	3.41	8.70	14.41	19.89
EPS (元)	1.72	5.15	8.96	14.88	20.35

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	35.85	101.27	144.01	69.65	40.54
营业利润 (%)	28.87	263.77	99.44	66.07	36.71
归属母公司净利润 (%)	33.99	250.30	98.87	66.07	36.71
获利能力					
毛利率 (%)	37.36	39.32	38.19	37.65	37.08
净利率 (%)	15.48	26.94	21.95	21.49	20.91
ROE (%)	35.26	9.69	16.93	23.46	26.24
ROIC (%)	34.59	7.51	17.03	23.61	26.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.47	24.84	33.02	40.72	41.46
净负债比率 (%)	114.91	33.05	49.30	68.68	70.82
流动比率	2.06	4.02	2.94	2.37	2.32
速动比率	1.32	2.68	2.16	1.51	1.56
营运能力					
总资产周转率	1.25	0.48	0.58	0.74	0.81
应收账款周转率	5.45	5.08	5.14	6.00	6.00
应付账款周转率	3.67	2.17	2.40	2.40	2.40
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.29	4.51	8.96	14.88	20.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.64	-4.04	13.12	15.37	18.64
每股净资产 (最新摊薄)	3.65	46.49	52.95	63.46	77.55
估值比率					
P/E	223.08	63.68	32.02	19.28	14.11
P/B	78.67	6.17	5.42	4.52	3.70
EV/EBITDA	-1.28	-3.28	-2.40	-1.99	-1.89

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10%以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15%以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5%至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。