

2022Q3 季报点评: 欧美需求旺盛, 微逆出货环比高增, 23 年储能加速放量

2022 年 11 月 23 日

买入 (维持)

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

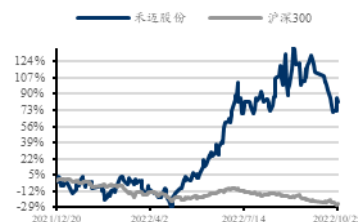
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	795	1,680	4,089	9,043
同比 (%)	61%	111%	143%	121%
归母净利润 (百万元)	202	636	1,338	2,967
同比 (%)	94%	215%	110%	122%
每股收益 (元/股)	3.60	11.36	23.89	52.99
P/E (倍)	261.49	82.94	39.44	17.78

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 2022Q1-3 实现营业收入 9.36 亿元, 同增 84.67%; 实现归属母公司净利润 3.62 亿元, 同增 197.79%。其中 2022Q3, 实现营业收入 4.22 亿元, 同增 123.59%, 环增 48.33%; 实现归属母公司净利润 1.6 亿元, 同增 273.45%, 环增 39.94%。2022Q1-3 毛利率为 46.90%, 同增 3.94pct, 2022Q3 毛利率 47.90%, 同增 6.59pct, 环增 3.52pct, 业绩靠近预告上限。
- **欧美需求旺盛下, 微逆出货环比高增:** 欧美需求旺盛下, 微逆出货环比高增。公司 2022Q3 微逆业务实现出货 35 万台, 环增 48%, DTU 出货 5-6 万台。分市场看, 欧美需求旺盛, 欧洲占比上升达 46%, 北美市场出货超 20 万台, 占比约 30%, 拉美占比有所下降, 不到 20%; 分产品看, 欧洲占比提升带动一拖一/一拖二占比提升, 2022Q3 合计超 50%, 一拖四占比下降至约 38%; 盈利方面, 2022Q3 公司综合毛利率 47.9%, 环增 3.5PCT, 主要因为 1) 公司北美占比提升+价格上涨, 微逆毛利率环增; 2) 随着微逆收入持续增长, 占公司整体收入比重提升。需求旺盛下公司产能持续提升, 我们预计年底产能达月产 20 万台, 2022 全年我们预计微逆出货 120 万台, 同比增长 200%, 2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长, 微逆出货 250 万台+。
- **关断器+储能拓展产品布局, 2023 年储能加速放量:** 公司推出一拖一、一拖二系列关断器产品, 与微逆共同丰富客户组件级关断方案选择; 储能方面公司推出 3-6KW 单相低压以及 5-12KW 三相高压储能逆变器, 直流及交流耦合技术均有布局, 主要市场为欧洲/亚太地区, 美国机型产品也在布局中, 我们预计 2022Q4 开始放量出货, 全年我们预计出货 3000 台, 2023 年为销售重点, 我们预计实现 20 倍以上增长, 成为公司新增长动力, 单台储能盈利远超微逆, 将充分增厚公司业绩。
- **上市后首次股权激励, 彰显公司发展信心:** 2022 年 10 月 9 日, 公司发布股权激励草案, 授予 113 人共计 38.36 万股, 占总股本 0.69%, 授予价格 562 元, 公司按 2020 年 10 月 31 日是否入职分类两类激励对象, 前者要求公司 2022/2022-2023/2022-2024 年累计利润不低于 4/10.5/20 亿元, 后者要求公司 2022-2023/2022-2024/2022-2025 累计净利润不低于 10.5/20/33.5 亿元, 公司业绩考核目标较易实现, 有利于提升公司员工积极性, 彰显公司发展信心。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司微逆出货增加, 储能业务景气度高, 我们维持此前盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元, 同增 215%/110%/122%。考虑公司为国产微逆龙头, 储能加速放量, 我们给予 2023 年 60 倍 PE, 对应目标价 1433 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	942.00
一年最低/最高价	508.95/1,338.88
市净率(倍)	8.47
流通 A 股市值(百万元)	12,218.48

基础数据

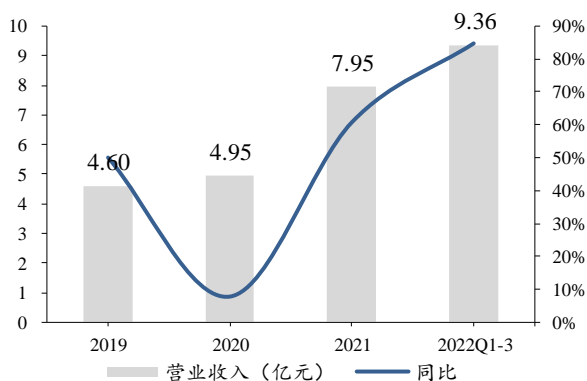
每股净资产(元,LF)	111.20
资产负债率(% ,LF)	9.59
总股本(百万股)	56.00
流通 A 股(百万股)	12.97

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 陈璐和郭亚男的指导。

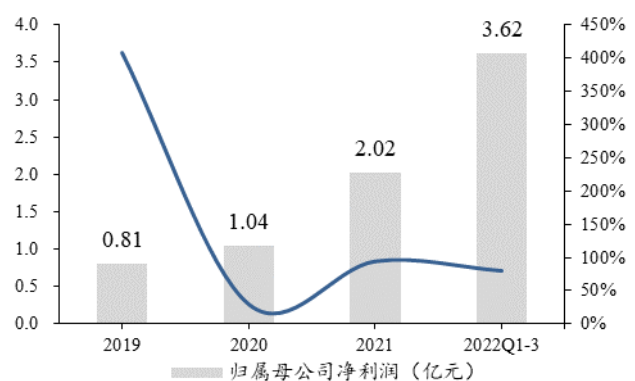
事件： 公司发布 2022 年三季度报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 9.36 亿元，同比增长 84.67%；实现归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 197.79%。其中 2022Q3，实现营业收入 4.22 亿元，同比增长 123.59%，环比增长 48.33%；实现归属母公司净利润 1.6 亿元，同比增长 273.45%，环比增长 39.94%。2022Q1-3 毛利率为 46.90%，同比上升 3.94pct，2022Q3 毛利率 47.90%，同比上升 6.59pct，环比上升 3.52pct；2022Q1-3 归母净利率为 38.68%，同比上升 14.69pct，2022Q3 归母净利率 37.95%，同比上升 15.23pct，环比下降 2.28pct，业绩靠近预告上限。

图1: 全 2022Q1-3 收入 9.36 亿元，同比+84.67%



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

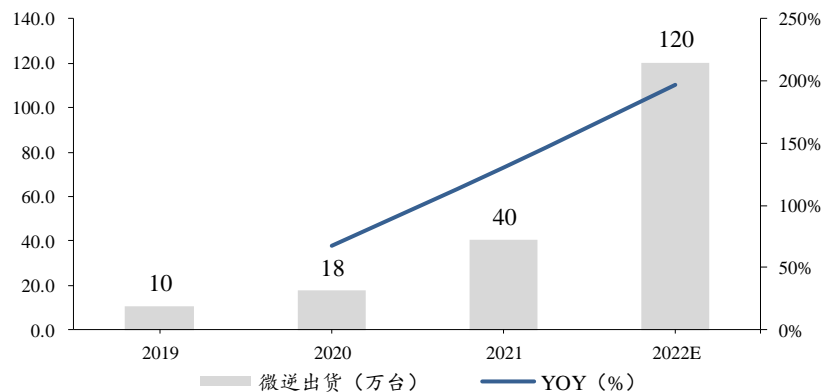
图2: 2022Q1-3 归母净利润 3.62 亿元，同比+79.50%



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

欧美需求旺盛下，微逆出货环比高增： 公司 2022Q3 微逆业务实现出货 35 万台，环增 48%，DTU 出货 5-6 万台。分市场看，欧美需求旺盛，欧洲占比上升达 46%，北美市场出货超 20 万台，占比约 30%，拉美占比有所下降，不到 20%；分产品看，欧洲占比提升带动一拖一/一拖二占比提升，Q3 合计超 50%，一拖四占比下降至约 38%；盈利方面，2022Q3 公司综合毛利率 47.9%，环增 3.5PCT，主要因为 1) 公司北美占比提升+价格上涨，微逆毛利率环增；2) 随着微逆收入持续增长，占公司整体收入比重提升。需求旺盛下公司产能持续提升，我们预计年底产能达月产 20 万台，2022 全年我们预计微逆出货 120 万台，同比增长 200%，2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长，微逆出货 250 万台+。

图3: 微逆出货分布 (单位: 万台)



数据来源: 公司公告, 东吴证券(香港)

关断器+储能拓展产品布局, 2023年储能加速放量: 公司推出一拖一、一拖二系列关断器产品, 与微逆共同丰富客户组件级关断方案选择; 储能方面公司推出 3-6KW 单相低压以及 5-12KW 三相高压储能逆变器, 直流及交流耦合技术均有布局, 主要市场为欧洲/亚太地区, 美国机型产品也在布局中, 我们预计 2022Q4 开始放量出货, 全年我们预计出货 3000 台, 2023 年为销售重点, 我们预计实现 20 倍以上增长, 成为公司新增长动力, 单台储能盈利远超微逆, 将充分增厚公司业绩。

上市后首次股权激励, 彰显公司发展信心: 2022 年 10 月 9 日, 公司发布股权激励草案, 授予 113 人共计 38.36 万股, 占总股本 0.69%, 授予价格 562 元, 公司按 2020 年 10 月 31 日是否入职分类两类激励对象, 前者要求公司 2022/2022-2023/2022-2024 年累计利润不低于 4/10.5/20 亿元, 后者要求公司 2022-2023/2022-2024/2022-2025 累计净利润不低于 10.5/20/33.5 亿元, 公司业绩考核目标较易实现, 有利于提升公司员工积极性, 彰显公司发展信心。

盈利预测与投资评级: 基于公司微逆出货增加, 储能业务景气度高, 我们维持此前盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元, 同增 215%/110%/122%。考虑公司为国产微逆龙头, 储能加速放量, 我们给予 2023 年 60 倍 PE, 对应目标价 1433 元, 维持“买入”评级。**数据中心:** 数据中心稳增长确定性高, 而东数西算、产品升级使行业同时具备结构性增长机遇。公司是数据中心 UPS 全球龙头, 市占率遥遥领先, 产品、渠道俱全, 我们认为公司数据中心业务将保持略高于行业的增速, 我们预计 2022-2024 年数据中心业务收入分别为 25.20/28.98/32.46 元, 增速分别为 9%/15%/12%。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

禾迈股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,237	12,747	14,867	19,973	营业收入	795	1,680	4,089	9,043
现金	5,690	11,715	12,388	14,451	减:营业成本	455	910	2,198	4,979
应收账款	260	508	1,165	2,640	营业税金及附加	5	8	20	45
存货	214	412	1,016	2,280	销售费用	54	101	204	317
其他流动资产	73	112	298	602	管理费用	32	69	155	275
非流动资产	185	342	668	831	研发费用	46	74	148	226
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	6	-162	-134	-122
固定资产	105	239	526	671	资产减值损失	8	0	0	0
在建工程	44	65	84	101	加:投资净收益	1	3	4	9
无形资产	17	17	16	16	其他收益	30	55	53	118
其他非流动资产	19	21	42	43	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	6,423	13,090	15,535	20,804	营业利润	222	738	1,554	3,449
流动负债	373	726	1,732	3,934	加:营业外净收支	2	1	2	1
短期借款	20	0	0	0	利润总额	225	740	1,555	3,450
应付账款	225	475	1,118	2,568	减:所得税费用	23	104	218	483
其他流动负债	128	251	614	1,366	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	65	65	65	65	归属母公司净利润	202	636	1,338	2,967
长期借款	22	22	22	22	EBIT	227	519	1,362	3,201
其他非流动负债	43	43	43	43	EBITDA	236	532	1,387	3,241
负债合计	438	791	1,797	3,999					
少数股东权益	0	0	0	0	重要财务及估值指标	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	5,985	12,298	13,738	16,805	每股收益(元)	3.6	11.36	23.89	52.99
负债和股东权益	6,423	13,090	15,535	20,804	每股净资产(元)	149.63	245.96	274.75	336.11
					发行在外股份(百万股)	56	56	56	56
					ROIC(%)	6.35	4.86	8.98	18
					ROE(%)	3.37	5.17	9.74	17.66
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	42.75	45.87	46.24	44.94
经营活动现金流	150	535	917	2,158	销售净利率(%)	25.37	37.85	32.71	32.81
投资活动现金流	-153	-67	-243	-93	资产负债率(%)	6.81	6.05	11.57	19.22
筹资活动现金流	5,422	5,557	-1	-1	收入增长率(%)	60.64	111.32	143.36	121.14
现金净增加额	5,412	6,025	673	2,064	净利润增长率(%)	93.78	215.28	110.3	121.84
折旧和摊销	8	13	25	40	P/E	261.49	82.94	39.44	17.78
资本开支	-43	-67	-247	-101	P/B	6.3	3.83	3.43	2.8
其他经营资金	-69	-177	-586	-1,190					

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

