

研究所
 证券分析师: 邱迪 S0350522010002
 qiud@ghzq.com.cn
 证券分析师: 李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn

微逆持续高增，储能放量在即

——禾迈股份（688032）2022 年年报及 2023 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/04/27

表现	1M	3M	12M
禾迈股份	-5.2%	-28.9%	5.3%
沪深 300	-0.6%	-4.6%	2.4%

市场数据

2023/04/27

当前价格(元)	620.73
52 周价格区间(元)	566.00-1,338.88
总市值(百万)	34,760.88
流通市值(百万)	17,481.64
总股本(万股)	5,600.00
流通股本(万股)	2,816.30
日均成交额(百万)	1,302.85
近一月换手(%)	57.66

事件:

2023 年 4 月 26 日，禾迈股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司营收 15.4 亿，同比增长 93%，归母净利 5.3 亿，同比增长 164%。其中 2022Q4，营收 6.0 亿，同比增长 108%，环比增长 42%，归母净利 1.7 亿，同比增长 113%，环比增长 6%。2023Q1 实现营收 5.8 亿，同比增长 153%，环比减少 3%；归母净利 1.8 亿，同比增长 102%，环比增长 4%。

投资要点:

- 微逆销量翻倍增长，2023 年高增速持续** 2022 年公司微型逆变器与监控设备营收 12.4 亿元，同比+175%，其中微逆销量 116.4 万台，同比+188%，监控设备销量 19.7 万台。分地区看，欧洲占比 46%，北美 26%，拉美 19%，其中北美、欧洲市场毛利率均超 50%。我们预计 2023Q1 微逆出货约 45 万台，预计欧洲市场占比近 60%，2023Q2 微逆出货有望超 55 万台，环比提升。我们预计 2023 年微逆出货有望超 250 万台，监控设备出货有望超 30 万台，总销量实现翻倍以上增长。
- 储能系统、户储逆变器 2023 年放量在即** 2022 年公司储能系统营收 0.69 亿元，储能系统为 2022 年新设单独披露业务，主要为国内市场的大储和工商业系统。2023 年预计储能系统有望增长 5-10 倍，对应约 4-5 亿收入，净利率有望达 7-8%，2024 年预计有望保持 2-3 倍高速增长。同时，2023 年户储逆变器业务开始放量，全年销量有望超 6 万台，对应约 4-5 亿收入。公司储能业务储备多年，2023 年多品类同步发力，有望与微逆渠道形成共振。
- 盈利预测和投资评级:** 我们认为当前全球分布式光伏市场微逆渗透率较低，渗透率提升逻辑不变。基于公司是国内微逆龙头，发力储能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 11/18/28 亿元，对应 PE 32X/19X/12X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游光伏需求不及预期；市场竞争加剧；海外市场拓展受阻；微逆渗透率提升不及预期；政策变化风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1537	4060	7649	12790
增长率 (%)	93	164	88	67
归母净利润 (百万元)	533	1084	1827	2846
增长率 (%)	164	104	69	56
摊薄每股收益 (元)	9.51	19.35	32.63	50.82
ROE (%)	8	14	20	23
P/E	98.54	32.07	19.02	12.21
P/B	8.19	4.64	3.73	2.86
P/S	34.16	8.56	4.54	2.72
EV/EBITDA	99.05	24.13	13.65	8.44

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：禾迈股份盈利预测表

证券代码:	688032				股价:	620.73				投资评级:	买入				日期:	2023/04/27			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	8%	14%	20%	23%	EPS	9.51	19.35	32.63	50.82										
毛利率	45%	41%	38%	36%	BVPS	114.44	133.74	166.37	217.19										
期间费率	2%	9%	9%	9%	估值														
销售净利率	35%	27%	24%	22%	P/E	98.54	32.07	19.02	12.21										
成长能力					P/B	8.19	4.64	3.73	2.86										
收入增长率	93%	164%	88%	67%	P/S	34.16	8.56	4.54	2.72										
利润增长率	164%	104%	69%	56%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.21	0.41	0.57	0.66	营业收入	1537	4060	7649	12790										
应收账款周转率	5.06	2.87	4.67	3.73	营业成本	845	2387	4769	8215										
存货周转率	2.39	2.79	2.69	2.75	营业税金及附加	10	25	47	79										
偿债能力					销售费用	103	231	428	716										
资产负债率	12%	24%	31%	37%	管理费用	66	154	283	473										
流动比	7.89	3.90	3.02	2.53	财务费用	-140	-10	-9	-11										
速动比	7.04	3.20	2.26	1.82	其他费用/(-收入)	97	203	375	614										
					营业利润	612	1233	2078	3243										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	1	0	0	0										
现金及现金等价物	5478	5303	6757	7861	利润总额	613	1233	2078	3243										
应收款项	341	1700	1898	4054	所得税费用	80	149	252	398										
存货净额	642	1453	2844	4646	净利润	532	1084	1827	2845										
其他流动资产	182	443	694	1153	少数股东损益	0	0	-1	-1										
流动资产合计	6642	8899	12193	17714	归属于母公司净利润	533	1084	1827	2846										
固定资产	207	288	372	446															
在建工程	353	520	711	914	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	108	120	134	148	经营活动现金流	426	112	1758	1391										
长期股权投资	8	11	16	20	净利润	533	1084	1827	2846										
资产总计	7318	9839	13427	19243	少数股东权益	0	0	-1	-1										
短期借款	0	-14	-29	-45	折旧摊销	15	22	30	37										
应付款项	534	1566	2641	4622	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-92	-978	-64	-1430										
其他流动负债	308	730	1432	2438	投资活动现金流	-553	-271	-288	-270										
流动负债合计	842	2282	4043	7015	资本支出	-470	-284	-319	-327										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-89	-4	-4	-5										
其他长期负债	67	67	67	67	其他	6	16	36	62										
长期负债合计	67	67	67	67	筹资活动现金流	-179	-17	-17	-18										
负债合计	909	2349	4110	7082	债务融资	-42	-14	-16	-16										
股本	56	56	56	56	权益融资	1	-3	0	0										
股东权益	6409	7490	9316	12161	其它	-138	-1	-1	-2										
负债和股东权益总计	7318	9839	13427	19243	现金净增加额	-306	-176	1454	1104										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

【分析师承诺】

邱迪，李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。