

禾迈股份（688032）：微逆出货快速增长，储能新品推出静待放量

——2022 年年报及 23 年一季报点评

2023 年 4 月 28 日

推荐/维持

禾迈股份

公司报告

财务要点：公司披露 2022 年年报，实现收入 15.37 亿元，同比增长 93.23%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比增长 163.98%。2023Q1 实现收入 5.80 亿，同比增长 153.48%，归母净利 1.76 亿，同比增长 102.08%。

微逆出货快速增长，全年业绩符合预期。公司收入快速增长得益于核心产品微型逆变器销量快速增长，22 年全年销售 116.41 万台，同比增长 187.86%，欧洲/北美/拉美/国内/其他市场出货占比分别为 46%/26%/19%/7%/2%。年报净利润增速远快于营收增速，主要是由于得益于期间费用的下降，22 年期间费用率 8.25%，同比减少 8.98bp，其中受益利息收入增加，财务费用率下降 9.88bp。22 年毛利率 44.98%，较去年提升 2.23bp。

2023Q1 营收增 153.48%，主要是出货 56 万台，环比增长 30%，尽管有库存和安装压力的影响，但海外需求向好趋势不改。Q1 净利润增速不及应收增速，主要是由于期间费用增长所致，23Q1 期间费用率 16.56%，同比增加 9.19bp，销售、研发费用增长的同时利息收入有所减少，毛利率、净利率分别为 46.41%、30.17%，较 22 年 Q1 分别减少 1.79bp、7.94bp。预计随着欧洲小型光伏系统普及，今年微逆一拖二需求仍将旺盛，全年微逆出货有望实现 250+万台，实现翻番以上增长。

推出组件级快速关断器和储能相关新产品，多元化补全业务板块。公司定位为组件级电力电子领域综合型厂商，目前微型逆变器贡献了主要营收，公司着力于多元化，研发具有渠道协同效应的光伏组件级电力电子领域新产品，补全业务板块。储能方面，22 年 12 月，公司公告拟在丽水市莲都区范围内投资建设储能系统集成智能制造基地项目，项目计划固定资产投资 14.5 亿元，欧美市场对储能产品需求旺盛，公司已推出适用于欧洲市场的储能产品并已完成欧洲市场主要国家的产品认证，同时公司计划于 2023 年年中开始在美国市场推广储能产品，随着美国市场的产品认证完成，储能将迎来增长爆发点。关断器方面，公司也将于今年开始推进海外各国的验证，下半年有望实现批量出货。新产品的推出进一步完善公司的产品链，有望增强公司产品影响力，从而提升公司在组件级电力电子领域的综合竞争力。

深耕技术，产品优势突出。公司核心竞争力突出，第一、公司深耕技术，具有微逆全系列产品的生产能力，产品功率密度业内领先。第二，海外企业产品迭代较慢，Enphase 公司的微型逆变器以一拖一为主，而公司通过主打集成度更高的一拖四、一拖二产品，在相同功率下实现了较 Enphase 公司更低的生产成本。公司是国内出货量最大的微逆生产企业，凭借两大核心竞争力，有望加速微逆出海替代进程。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.83/22.72/34.31 亿元，EPS 分别为 21.13/40.57/61.28 元，对应 2023.4.27 收盘价 620.73 元，PE 分别为 32/17/11。维持公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

公司简介：

禾迈股份成立于 2012 年，成立至今主要从事光伏逆变器、电力变换设备和电气成套设备及相关产品的研发、制造与销售业务，其中光伏逆变器及相关产品主要包括微型逆变器及监控设备、模块化逆变器及其他电力变换设备、分布式光伏发电系统，电气成套设备及相关产品主要包括高压开关柜、低压开关柜、配电柜等。

（资料来源：公司招股说明书及 2022 年年报）

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	1338.88/512.00
总市值（亿元）	348
流通市值（亿元）	173
总股本/流通 A 股（万股）	5600/2792
流通 B 股/H 股（万股）	
52 周日均换手率	3.06

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	795.19	1,536.51	4,178.02	8,130.50	12,269.01
增长率(%)	60.64%	93.23%	171.92%	94.60%	50.90%
归母净利润(百万元)	201.74	532.55	1,183.21	2,272.10	3,431.49
增长率(%)	93.78%	163.98%	122.18%	92.03%	51.03%
净资产收益率(%)	3.37%	8.31%	16.08%	24.75%	28.76%
每股收益(元)	3.60	9.51	21.13	40.57	61.28
PE	189.53	71.80	32.32	16.83	11.14
PB	6.39	5.97	5.20	4.17	3.21

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	6,237.48	6,642.28	8,894.50	12,861.04	17,882.80	营业收入	795.19	1,536.51	4,178.02	8,130.50	12,269.01
货币资金	5,579.96	5,287.32	5,603.27	6,558.16	8,409.71	营业成本	455.25	845.41	2,431.54	4,873.35	7,460.28
应收账款	277.23	359.09	1,438.50	2,799.35	4,224.25	营业税金及附加	4.62	10.02	24.61	47.90	72.28
其他应收款	9.22	43.65	101.88	194.75	378.98	营业费用	53.55	103.46	206.92	310.39	403.50
预付款项	2.39	5.90	20.56	40.00	60.37	管理费用	31.50	65.78	131.57	197.35	256.56
存货	214.33	641.59	1,353.67	2,713.07	4,153.24	财务费用	6.15	-139.92	-119.51	-133.67	-164.71
其他流动资产	119.93	246.50	283.75	371.48	463.34	研发费用	45.78	97.40	175.32	262.98	341.87
非流动资产合计	185.48	675.46	624.31	563.93	498.48	资产减值损失	-7.66	-13.76	-21.48	-28.32	-37.42
长期股权投资	0.00	7.50	7.22	6.94	6.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	105.26	220.34	235.49	241.41	238.10	投资净收益	1.38	10.86	4.02	4.02	4.02
无形资产	17.33	17.85	14.87	11.90	8.92	加:其他收益	30.36	60.66	33.84	33.84	33.84
其他非流动资产	16.47	68.11	68.11	68.11	68.11	营业利润	222.42	612.11	1,343.96	2,581.75	3,899.68
资产总计	6,422.96	7,317.73	9,518.80	13,424.97	18,381.28	营业外收入	2.33	1.70	1.55	1.55	1.55
流动负债合计	372.52	841.94	2,098.34	4,187.00	6,396.20	营业外支出	0.20	1.09	0.51	0.51	0.51
短期借款	20.01	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	224.56	612.72	1,345.00	2,582.79	3,900.73
应付账款	225.12	534.38	1,378.04	2,761.90	4,227.99	所得税	22.82	80.47	162.02	311.12	469.87
其他流动负债	127.39	307.57	720.30	1,425.10	2,168.21	净利润	201.74	532.25	1,182.99	2,271.67	3,430.85
非流动负债合计	65.16	67.20	63.49	59.82	56.45	少数股东损益	0.00	-0.30	-0.22	-0.42	-0.64
长期借款	21.53	7.72	4.01	0.34	-3.03	归属母公司净利润	201.74	532.55	1,183.21	2,272.10	3,431.49
其他非流动负债	43.64	59.48	59.48	59.48	59.48	主要财务比率					
负债合计	437.69	909.14	2,161.82	4,246.82	6,452.65	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.20	-0.02	-0.44	-1.08	营业收入增长	60.64%	93.23%	171.92%	94.60%	50.90%
实收资本(或股本)	40.00	56.00	56.00	56.00	56.00	营业利润增长	86.80%	175.21%	119.56%	92.10%	51.05%
资本公积	5,694.84	5,689.40	5,689.40	5,689.40	5,689.40	归属于母公司净利润增长	93.78%	163.98%	122.18%	92.03%	51.03%
未分配利润	250.44	662.99	1,611.59	3,433.19	6,184.30	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5,985.28	6,408.39	7,357.00	9,178.59	11,929.70	毛利率(%)	42.75%	44.98%	41.80%	40.06%	39.19%
负债和所有者权益	6,422.96	7,317.73	9,518.80	13,424.97	18,381.28	净利率(%)	25.37%	34.64%	28.31%	27.94%	27.96%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2021A						2021A					
2022A						2022A					
2023E						2023E					
2024E						2024E					
2025E						2025E					
经营活动现金流	149.99	423.82	435.14	1,275.78	2,370.99	偿债能力					
净利润	201.74	532.25	1,148.77	2,237.45	3,396.63	资产负债率(%)	7%	12%	23%	32%	35%
折旧摊销	8.30	12.93	50.87	60.10	65.17	流动比率	16.74	7.89	4.24	3.07	2.80
财务费用	6.15	-139.92	-119.51	-133.67	-164.71	速动比率	16.14	7.05	3.54	2.37	2.09
投资损失	-1.38	-10.86	-4.02	-4.02	-4.02	营运能力					
营运资金变动	-68.66	-102.55	-679.88	-922.99	-961.00	总资产周转率	0.12	0.21	0.44	0.61	0.67
其他经营现金流	3.84	131.97	38.92	38.92	38.92	应收账款周转率	3.22	4.78	3.45	3.45	3.45
投资活动现金流	-152.50	-553.01	-0.39	-0.39	-0.39	应付账款周转率	2.12	1.65	1.86	1.86	1.86
资本支出	39.01	454.26	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	-110.01	-89.21	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	3.60	9.51	21.13	40.57	61.28
其他投资现金流	-81.50	-918.06	-0.39	-0.39	-0.39	每股净现金流(最新摊薄)	1.54	-2.58	5.09	18.02	37.80
筹资活动现金流	5,422.45	-178.55	-118.80	-320.50	-519.04	每股净资产(最新摊薄)	106.88	114.44	131.37	163.90	213.03
短期借款增加	-11.53	-20.01	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	21.53	-13.81	-3.71	-3.67	-3.37	P/E	189.53	71.80	32.32	16.83	11.14
普通股增加	10.00	16.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.39	5.97	5.20	4.17	3.21
资本公积增加	5,396.38	-5.44	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	94.52	97.10	25.75	12.87	8.12
现金净增加额	5,412.00	-308.32	315.95	954.89	1,851.55						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526