

禾迈股份 (688032)

证券研究报告

2023年05月04日

22 及 23Q1 毛利率持续改善，新业务拓展或超预期

公司 2022 全年实现收入 15 亿元，同比+93%，归母净利润 5 亿元，同比+164%，扣非净利润 5 亿元，同比+163%，毛利率 45%，同比+2.2pct。

22Q4 公司实现收入 6 亿元，同比+108%，环比+42%，归母净利润 1.7 亿元，同比+113%，环比+6%，扣非净利润 1.7 亿元，同比+113%，环比+6%，毛利率 42%，同比-0.4pct，环比-5.9pct。

23Q1 公司实现收入 5.8 亿元，同比+153%，环比-3%，归母净利润 1.8 亿元，同比+102%，环比+3%，扣非净利润 1.7 亿元，同比+103%，环比+4%，毛利率 46%，同比-1.8pct，环比+4.4pct。

22 年微逆、光伏发电系统营收同增 150%+，新业务储能系统开始放量。公司 22 年全年微逆及 DTU、电气成套设备及元器件、光伏发电系统营收分别为 12.4/1.6/0.4 亿元，同比 +175%/-37%/+159%，毛利率分别为 49.8%/20.2%/32.0%，同比-4.5pct/+0.5pct/+8.0pct；新业务储能系统开始放量，22 年贡献收入 0.7 亿元，毛利率为 18.7%。

其中，2022 年微逆/电气成套设备销量分别为 116.4/1.04 万台，同比+188%/-54%，微逆营收及销量大幅增长主要系光伏发电性价比提升、欧洲俄乌战争等加速行业需求释放所致。

22 全年及 23Q1 毛利率持续改善，高研发投入维持产品领先优势。22 年公司毛利率 45%，较上年同期增长 2.2pct；23Q1 毛利率 46%，环增 4.4pct，毛利率延续改善态势。公司高度重视研发投入，22 全年及 23Q1 研发费用率均在 6%以上；23Q1 末公司无形资产账面价值 3347 万元，较 22 年末增长 88%，高研发投入有望保证产品及技术领先优势。

22 年理财收益大幅降低财务费用率，23Q1 销售费用率环比提升。公司 22 年期间费用率 8%，同比下降 9pct，其中财务费用率为-9.1%，同比下降 9.9pct，主要系公司超募资金理财收益较多所致(22 年理财收益 1.24 亿元)。23Q1 期间费用率 17%，环比上升 4pct。

投资建议：我们判断 23 年公司微逆产品将在欧洲及北美市场持续发力，同时公司积极在光伏及储能领域(22 年光伏发电系统收入增速高、储能系统业务实现“0-1”的突破)开拓市场，未来几年有望维持高速增长；我们将公司 23-24 年营收预测由 33.6/63.7 亿元调整为 41.2/78.5 亿元，归母净利润由 11.4/19.0 亿元调整为 11.6/20.0 亿元，同时新增 25 年预测，25 年营收有望达 127.6 亿元，归母净利润为 30.4 亿元；当前市值对应 23-25 年 PE 估值分别为 27/16/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：微逆渗透率提升不及预期；新业务推进不及预期；光伏需求不及预期；行业竞争加剧；海外市场政策变化风险。

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	559 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	56.00
流通 A 股股本(百万股)	28.16
A 股总市值(百万元)	31,304.00
流通 A 股市值(百万元)	15,743.13
每股净资产(元)	117.74
资产负债率(%)	11.75
一年内最高/最低(元)	1338.88/555.0
	2

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《禾迈股份-半年报点评:微逆延续高速增长，储能蓄势待发》2022-09-11
- 《禾迈股份-季报点评:微逆产品助力业绩增长，MLPE 综合型厂商启航》2022-05-06
- 《禾迈股份-首次覆盖报告:国内微逆龙头，加速出海替代》2022-01-24

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	795.19	1,536.51	4,117.63	7,849.65	12,756.12
增长率(%)	60.64	93.23	167.99	90.64	62.51
EBITDA(百万元)	260.16	535.33	1,176.23	2,148.81	3,338.16
归属母公司净利润(百万元)	201.74	532.55	1,163.84	2,004.15	3,041.40
增长率(%)	93.78	163.98	118.54	72.20	51.76
EPS(元/股)	3.60	9.51	20.78	35.79	54.31
市盈率(P/E)	155.17	58.78	26.90	15.62	10.29
市净率(P/B)	5.23	4.88	4.33	3.50	2.77
市销率(P/S)	39.37	20.37	7.60	3.99	2.45
EV/EBITDA	86.45	87.64	22.13	11.42	7.10

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,579.96	5,287.32	14,169.24	27,011.54	43,895.29
应收票据及应收账款	237.51	340.79	1,993.77	1,944.06	4,200.14
预付账款	2.39	5.90	38.12	28.56	82.43
存货	214.33	641.59	1,382.45	2,756.83	4,429.78
其他	183.34	354.26	493.51	786.55	1,015.64
流动资产合计	6,217.52	6,629.86	18,077.09	32,527.54	53,623.28
长期股权投资	0.00	7.50	7.50	7.50	7.50
固定资产	105.26	206.90	362.59	426.59	444.61
在建工程	43.86	353.35	179.18	92.09	48.54
无形资产	17.33	17.85	16.93	16.02	15.11
其他	19.03	89.87	43.27	49.91	57.74
非流动资产合计	185.48	675.46	609.46	592.11	573.51
资产总计	6,422.96	7,317.73	18,686.55	33,119.65	54,196.80
短期借款	20.01	0.00	7,349.17	16,477.58	29,436.54
应付票据及应付账款	225.12	534.38	1,599.42	2,601.61	4,436.64
其他	95.55	160.79	680.84	1,041.21	1,868.16
流动负债合计	340.69	695.17	9,629.43	20,120.40	35,741.34
长期借款	21.53	0.00	1,780.96	4,013.70	7,104.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.64	67.20	50.02	53.62	56.95
非流动负债合计	65.16	67.20	1,830.98	4,067.31	7,160.98
负债合计	437.69	909.14	11,460.41	24,187.71	42,902.31
少数股东权益	0.00	0.20	0.05	(0.27)	(0.71)
股本	40.00	56.00	56.00	56.00	56.00
资本公积	5,694.84	5,689.40	5,689.40	5,689.40	5,689.40
留存收益	250.44	662.99	1,480.69	3,186.80	5,549.79
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,985.28	6,408.59	7,226.14	8,931.94	11,294.48
负债和股东权益总计	6,422.96	7,317.73	18,686.55	33,119.65	54,196.80

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	201.74	532.25	1,163.84	2,004.15	3,041.40
折旧摊销	8.30	12.93	24.40	29.00	31.43
财务费用	10.00	1.14	(123.86)	(100.00)	(79.98)
投资损失	(1.38)	(10.86)	(12.38)	(21.99)	(30.36)
营运资金变动	(53.70)	(103.97)	(1,082.01)	(249.17)	(1,555.21)
其它	(14.97)	(5.41)	(0.22)	(0.37)	(0.57)
经营活动现金流	149.99	426.07	(30.24)	1,661.61	1,406.71
资本支出	45.02	407.44	22.17	1.40	1.67
长期投资	0.00	7.50	0.00	0.00	0.00
其他	(197.53)	(967.95)	(14.79)	15.59	23.69
投资活动现金流	(152.50)	(553.01)	7.38	16.99	25.36
债权融资	3.85	103.08	9,250.85	11,461.68	16,129.97
股权融资	5,286.38	10.56	(346.08)	(297.97)	(678.29)
其他	132.22	(292.19)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	5,422.45	(178.55)	8,904.78	11,163.70	15,451.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,419.94	(305.48)	8,881.92	12,842.30	16,883.75

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	795.19	1,536.51	4,117.63	7,849.65	12,756.12
营业成本	455.25	845.41	2,428.70	4,787.39	7,954.40
营业税金及附加	4.62	10.02	16.17	27.42	44.00
销售费用	53.55	103.46	185.29	353.23	574.03
管理费用	31.50	65.78	184.34	270.63	397.96
研发费用	45.78	97.40	164.71	313.99	510.24
财务费用	6.15	(139.92)	(123.86)	(100.00)	(79.98)
资产/信用减值损失	(7.66)	(13.76)	(7.97)	(9.80)	(10.51)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.38	10.86	12.38	21.99	30.36
其他	(17.80)	(54.85)	(55.59)	(67.81)	(80.15)
营业利润	222.42	612.11	1,322.28	2,277.00	3,455.47
营业外收入	2.33	1.70	0.09	0.08	0.07
营业外支出	0.20	1.09	0.08	0.06	0.05
利润总额	224.56	612.72	1,322.29	2,277.02	3,455.49
所得税	22.82	80.47	158.68	273.24	414.66
净利润	201.74	532.25	1,163.62	2,003.77	3,040.83
少数股东损益	0.00	(0.30)	(0.22)	(0.37)	(0.57)
归属于母公司净利润	201.74	532.55	1,163.84	2,004.15	3,041.40
每股收益(元)	3.60	9.51	20.78	35.79	54.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	60.64%	93.23%	167.99%	90.64%	62.51%
营业利润	86.80%	175.21%	116.02%	72.20%	51.76%
归属于母公司净利润	93.78%	163.98%	118.54%	72.20%	51.76%
获利能力					
毛利率	42.75%	44.98%	41.02%	39.01%	37.64%
净利率	25.37%	34.66%	28.26%	25.53%	23.84%
ROE	3.37%	8.31%	16.11%	22.44%	26.93%
ROIC	94.20%	129.06%	124.79%	98.03%	136.71%
偿债能力					
资产负债率	6.81%	12.42%	61.33%	73.03%	79.16%
净负债率	-92.53%	-82.43%	-69.71%	-72.98%	-65.09%
流动比率	16.74	7.89	1.88	1.62	1.50
速动比率	16.17	7.13	1.73	1.48	1.38
营运能力					
应收账款周转率	3.56	5.31	3.53	3.99	4.15
存货周转率	4.67	3.59	4.07	3.79	3.55
总资产周转率	0.22	0.22	0.32	0.30	0.29
每股指标(元)					
每股收益	3.60	9.51	20.78	35.79	54.31
每股经营现金流	2.68	7.61	-0.54	29.67	25.12
每股净资产	106.88	114.44	129.04	159.50	201.70
估值比率					
市盈率	155.17	58.78	26.90	15.62	10.29
市净率	5.23	4.88	4.33	3.50	2.77
EV/EBITDA	86.45	87.64	22.13	11.42	7.10
EV/EBIT	89.14	89.63	22.60	11.58	7.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com