

微逆出货量维持高增长，储能逆变器蓄势待发

核心观点

公司发布了 2022 年报、2023 年一季报，报告期内公司微逆产品出货，一季度环比增长 28.7%，主要系公司产品在品牌与服务方面优势显著以及 2022Q4 公司约 15%微逆订单出货节奏受到影响转移至了 Q1 业绩中。报告期内公司微逆产能顺利释放，今年开始有充足的产能应对多样化的市场需求，预计公司微逆销量维持翻倍增长。储能逆变器蓄势待发，公司已经基本完成欧洲、美洲等主要国家市场认证，预计 2023 年中能够完成北美市场认证，打开第二成长曲线。当前全球户用分布式、储能市场快速增长，公司是行业领先的微型逆变器供应商，同时也在开拓储能逆变器第二赛道，预计未来几年产品销量维持高速增长。

事件

2022 全年公司营业收入为 15.37 亿元，同比增长 93.23%，归母净利润为 5.33 亿元，同比增长 163.98%；其中，2022Q4 单季度公司营业收入为 6 亿元，同比增长 108.27%，环比增长 42.13%，归母净利润为 1.7 亿元，同比增长 112.68%，环比增长 6.32%。2023Q1 单季度公司营业收入为 5.8 亿元，同比增长 153.48%，环比下降 3.34%；2023Q1 单季度公司归母净利润为 1.76 亿元，同比增长 102.08%，环比增长 3.45%。

简评

公司 Q1 微逆出货量超过 56 万台，环比增长 28.7%，我们判断 Q1 公司微逆出货量增速较快主要系：（1）公司产品在品牌与服务方面优势显著，尽管 Q1 德国市场 Q1 将阳台系统功率限制提升至 800W 影响了部分客户安装节奏，但消除去年结转订单后，Q1 实际销量依然环比持平；（2）2022Q4 公司约 15%微逆订单出货节奏受到影响，转移至了 Q1 业绩中。

Q1 公司营收环比增速低于出货量环比增速主要系近期阳台光伏需求增长较快，公司微逆出货结构向一拖一、一拖二倾斜，导致微逆加权平均出货单价下滑。2022 年全年公司一拖一、一拖二、一拖四占比分别约为 20%、40%、40%，Q1 以上占比分别来到 30%、46%、23%左右；由于一拖一产品单个功率较低，单价相对较低，导致加权平均出货价格下降。

公司微逆产能顺利释放，今年开始有充足的产能应对多样化的市场需求，预计公司微逆销量维持翻倍增长。当前公司微逆出货量中 60%-70%来自欧美市场，价格敏感度低，系统安全性要

禾迈股份 (688032.SH)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100008

王吉颖

wangjiying@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521120004

发布日期：2023 年 04 月 28 日

当前股价：568.99 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.83/-11.80	-34.85/-34.85	-1.22/-6.98
12 月最高/最低价 (元)		1231.20/515.97
总股本 (万股)		5,600.00
流通 A 股 (万股)		2,792.00
总市值 (亿元)		347.61
流通市值 (亿元)		173.31
近 3 月日均成交量 (万)		63.27
主要股东		
杭开控股集团有限公司		30.99%

股价表现



相关研究报告

【中信建投光伏设备】禾迈股份 (688032):疫情略微影响年底微逆出货，全年超额完成年初目标

求高，预计需求维持旺盛；拉美市场去年受制于公司产能不足的影响，增速略低于预期，但当前公司微逆产能已经来到 30-40 万台/月，可留出余量以应对不时之需，也会针对拉美市场推出有针对性的产品，预计拉美市场增速有望修复。

储能逆变器蓄势待发，打开第二成长曲线。公司已经基本完成欧洲、美洲等主要国家市场认证，预计 2023 年中能够完成北美市场认证；目前公司提供 3-12KW 产品，包括 Hybrid 和 AC-couple 两种解决方案，能够充分覆盖各种类型客户需求；2022Q4 起公司已经有几千台出货，预计 2023 年出货量将达到 6 万台以上。

投资建议：当前全球户用分布式、储能市场快速增长，公司是行业领先的微型逆变器供应商，同时也在开拓储能逆变器第二赛道，预计未来几年产品销量维持高速增长，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.3、20.9、29.4 亿元，同比增速分别为 93%、103%、41%，每股收益分别为 18.4、37.3、52.5 元，对应 4 月 27 日收盘市值的 PE 分别为 33.8、16.7、11.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1、**光伏终端需求不及预期。**组件需求可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力；2、**行业竞争加剧。**当前转型做微逆的内资逆变器厂商较多，若行业竞争加剧，可能导致公司产品毛利率受到影响；3、**原材料、成本大幅上涨。**若大宗原材料、电子元器件成本大幅上涨，公司微逆、储能逆变器毛利率可能受到影响；4、**汇率变动、海运费上涨的风险。**公司主要市场为欧洲、美国、拉美市场，出口占比较高，因此若汇率变动、海运费上涨，公司业绩可能受到影响。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	795.19	1,536.51	3,953.74	7,678.56	10,267.84
YoY(%)	60.64	93.23	157.32	94.21	33.72
净利润(百万元)	201.74	532.55	1,028.47	2,086.74	2,941.45
YoY(%)	93.78	163.98	93.12	102.90	40.96
毛利率(%)	42.75	44.98	41.96	43.11	44.92
净利率(%)	25.37	34.66	26.01	27.18	28.65
ROE(%)	3.37	8.31	14.22	23.43	26.11
EPS(摊薄/元)	3.60	9.51	18.37	37.26	52.53
P/E(倍)	172.31	65.27	33.80	16.66	11.82
P/B(倍)	5.81	5.42	4.81	3.90	3.09

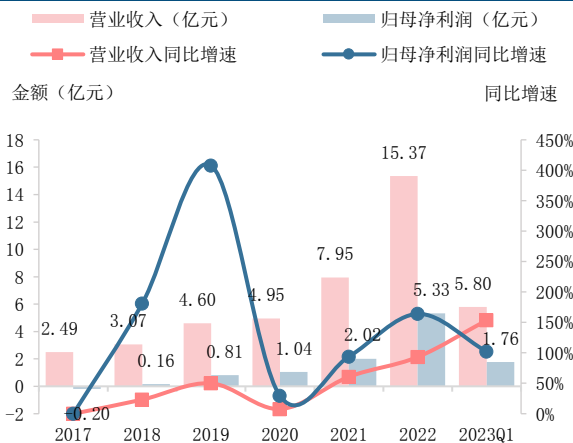
资料来源: iFinD, 中信建投证券

1、营业收入：微逆出货量维持高增长，储能逆变器蓄势待发

2022 全年公司营业收入为 15.37 亿元，同比增长 93.23%，归母净利润为 5.33 亿元，同比增长 163.98%；其中，2022Q4 单季度公司营业收入为 6 亿元，同比增长 108.27%，环比增长 42.13%，归母净利润为 1.7 亿元，同比增长 112.68%，环比增长 6.32%。尽管疫情略微影响 2022 年底微逆出关，但公司依然超额完成了全年出货量目标，受国内 12 月疫情影响，四季度约 15%微逆订单出口节奏受到影响，预计将转移至 Q1 业绩中，但 2022 全年公司微逆出货量依然远超年初 100 万台目标，业绩表现靓丽。

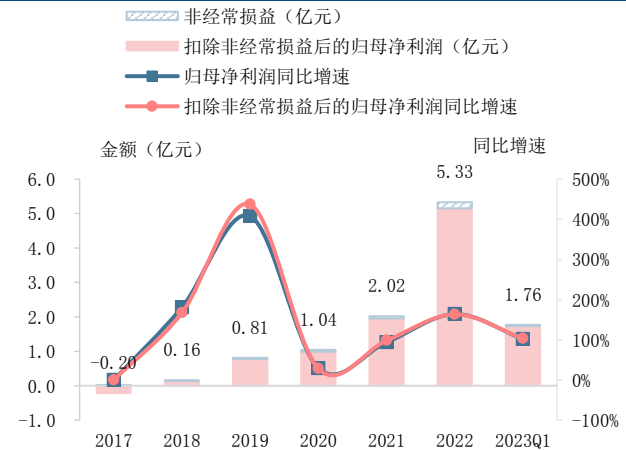
2023Q1 单季度公司营业收入为 5.8 亿元，同比增长 153.48%，环比下降 3.34%；2023Q1 单季度公司归母净利润为 1.76 亿元，同比增长 102.08%，环比增长 3.45%。Q1 公司营收环比下降、净利润环比微增主要原因系 2022Q4 确认了储能系统、光伏发点系统、电气成套设备等项目制业务的营收，这部分业务营收大部分在 Q4 集中确认，Q1 确认营收较少。

图 1: 2022 全年公司营业收入为 15.37 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2: 2022 全年公司归母净利润为 5.33 亿元



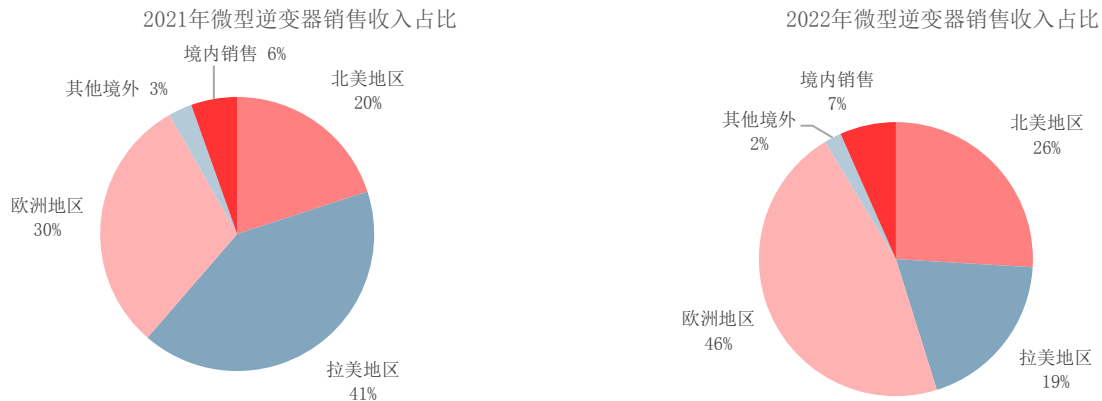
数据来源：公司公告，中信建投证券

从出货结构来看，2022 年公司北美、欧洲地区销量占比显著提升，拉美地区占比大幅下降，主要原因包括：

(1) 公司产品在品牌与服务方面优势显著，尽管 Q1 德国市场 Q1 将阳台系统功率限制提升至 800W 影响了部分客户安装节奏，但消除去年结转订单后，Q1 实际销量依然环比持平；(2) 2022Q4 公司约 15%微逆订单（大致 7 万台）出货节奏受到影响，转移至了 Q1 业绩中。

2023 年期，公司微逆产能顺利释放，今年开始有充足的产能应对多样化的市场需求，预计公司微逆销量维持翻倍增长。当前公司微逆出货量中 60%-70%来自欧美市场，价格敏感度低，系统安全性要求高，预计需求维持旺盛；拉美市场去年受制于公司产能不足的影响，增速略低于预期，但当前公司微逆产能已经来到 30-40 万台/月，可留出余量以应对不时之需，也会针对拉美市场推出有针对性的产品，预计拉美市场增速有望修复。

图 3: 2022 年公司北美、欧洲地区销量占比显著提升，拉美地区占比大幅下降

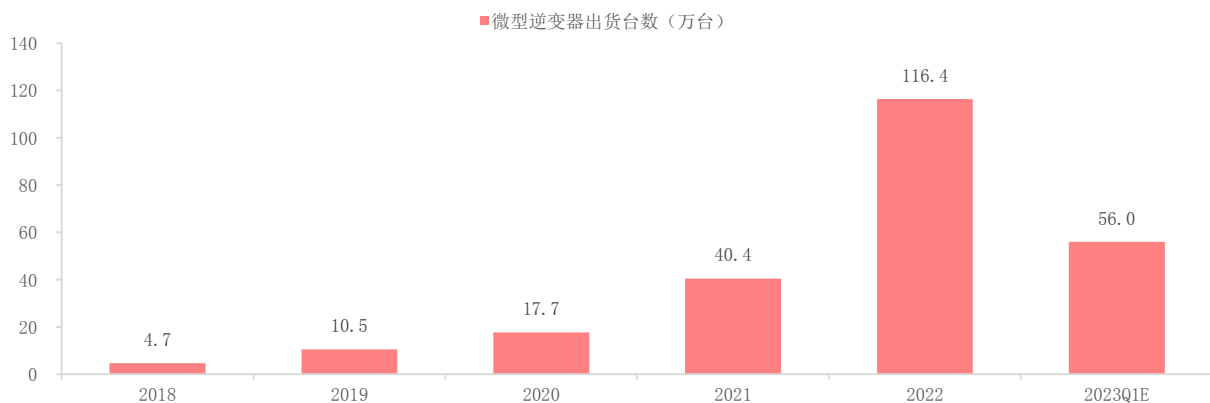


数据来源：公司公告，中信建投证券

公司 Q1 微逆出货量超过 56 万台，环比增长 28.7%，我们判断 Q1 公司微逆出货量增速较快主要系：（1）2022Q4 公司约 15%微逆订单（大致 7 万台）出货节奏受到影响，转移至了 Q1 业绩中；（2）公司产品在品牌与服务方面优势显著，尽管 Q1 德国市场 Q1 将阳台系统功率限制提升至 800W 影响了部分客户安装节奏，但消除去年结转订单后，Q1 实际销量依然环比持平。

Q1 公司营收环比增速低于出货量环比增速主要系近期阳台光伏需求增长较快，公司微逆出货结构向一拖一、一拖二倾斜，导致微逆加权平均出货单价下滑。2022 年全年公司一拖一、一拖二、一拖四占比分别约为 20%、40%、40%，Q1 以上占比分别来到 30%、46%、23%左右；由于一拖一产品单个功率较低，单价相对较低，导致加权平均出货价格下降。

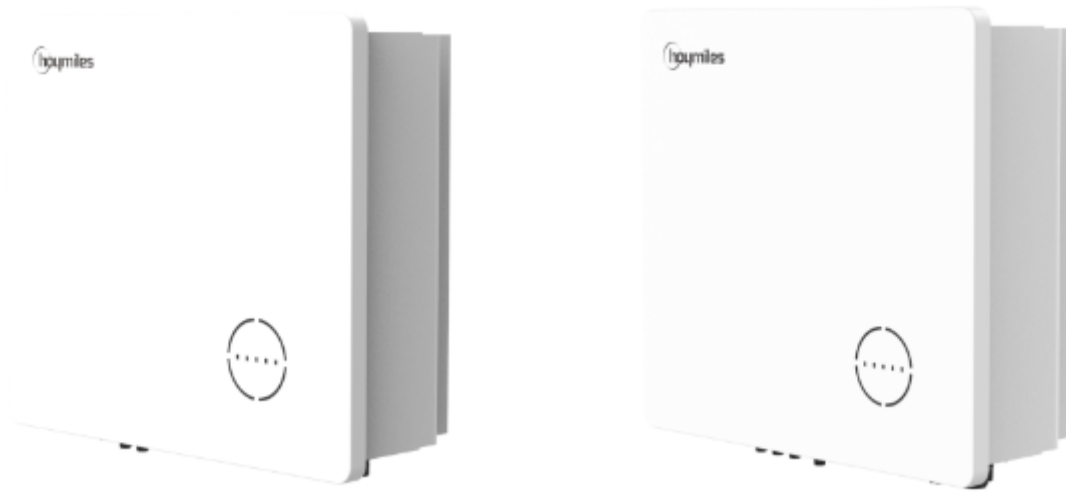
图 4: 2022 年、2023 年 Q1 公司微逆出货量分别为 116.4、56 万台



数据来源：公司公告，中信建投证券

储能逆变器蓄势待发，打开第二成长曲线。公司已经基本完成欧洲、美洲等主要国家市场认证，预计 2023 年中能够完成北美市场认证；目前公司提供 3-12KW 产品，包括 Hybrid 和 AC-couple 两种解决方案，能够充分覆盖各种类型客户需求；2022Q4 起公司已经有几千台出货，预计 2023 年出货量将达到 6 万台以上。

图 5: 禾迈股份储能逆变器产品图（单相、三相）



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

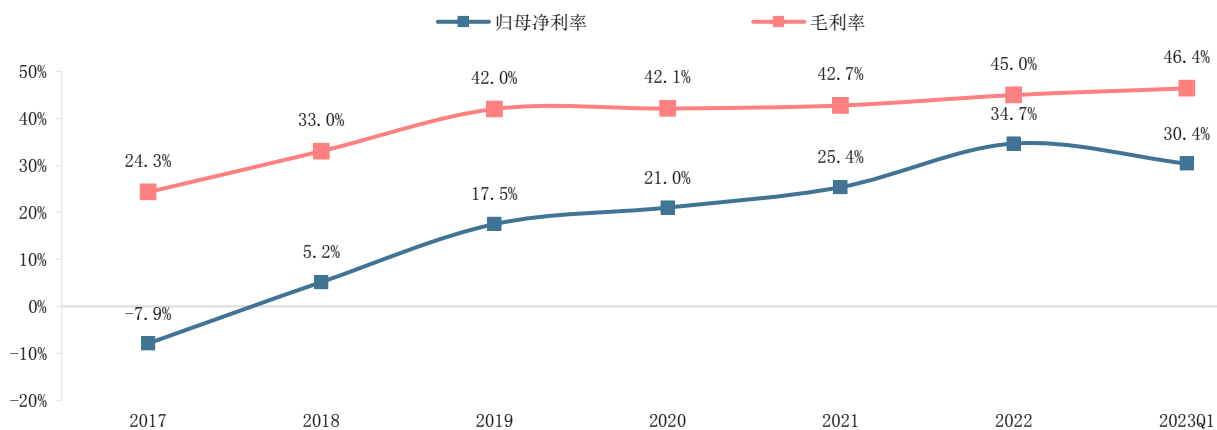
2、利润率：综合毛利率上行，市场开拓导致 Q1 销售费用率增加

2022 全年公司毛利率为 45.0%，同比增长 2.23pct；其中，2022Q4 单季度公司毛利率为 42.0%，同比下降 0.41pct，环比下降 5.91pct。2023Q1 单季度公司毛利率为 46.4%，同比下降 1.79pct，环比增长 4.42pct。

2022 全年公司归母净利率为 34.7%，同比增长 9.29pct；2022Q4 单季度公司归母净利率为 28.4%，同比增长 0.59pct，环比下降 9.56pct；2023Q1 单季度公司归母净利率为 30.4%，同比下降 7.73pct，环比增长 1.99pct。

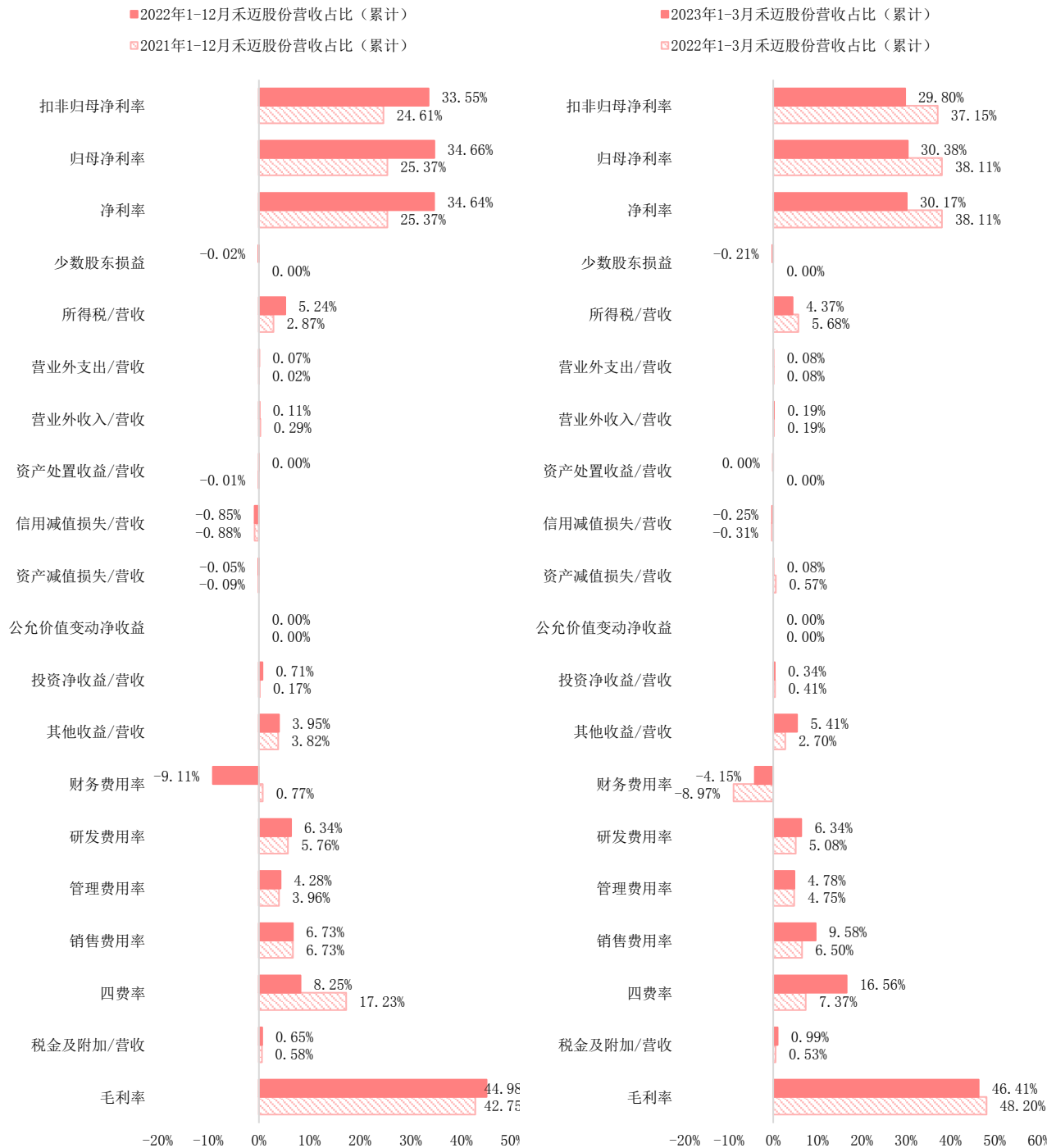
公司综合毛利率持续上行，2023Q1 净利率下降主要系销售费用率增加导致。2022 年公司毛利率、净利率持续改善，主要系微逆出货量扩大后，规模效应开始体现；2023Q1 公司毛利率环比持续上行，但净利率环比下降 3.3pct，主要系一季度公司销售费用率环比增长 3.1pct 导致，销售费用来自疫情放开后会展、出差等费用增加，以及市场团队人员扩招。

图 6: 公司综合毛利率持续上行，2023Q1 净利率下降主要系销售费用率增加导致



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 7: 2022 年公司销售规模快速增长, 四费率同比显著下降 图 8: 2023Q1 公司销售费用率增加



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

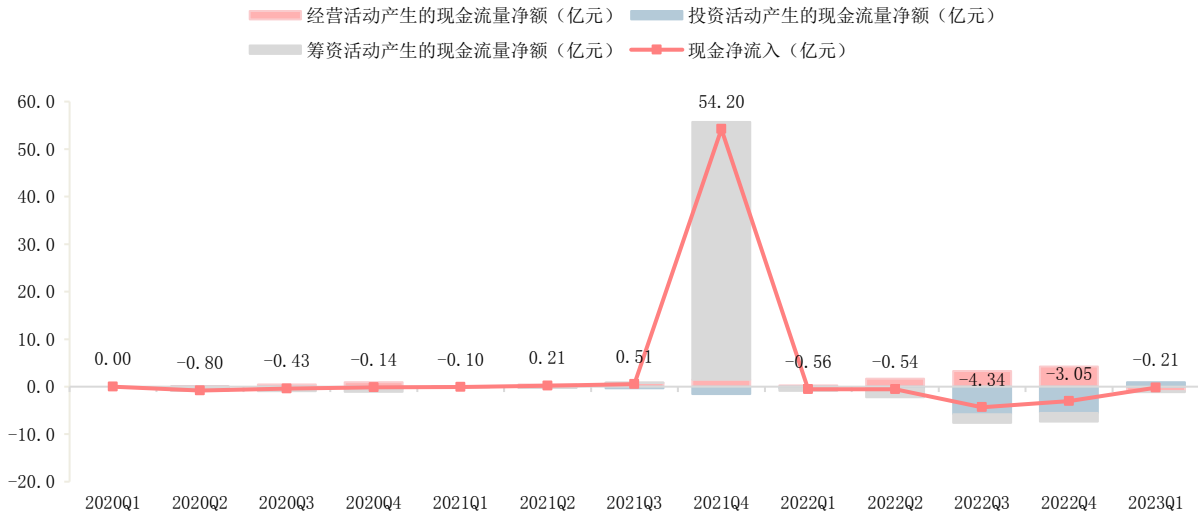
3、现金流: 现金流健康, 应收、应付账款周转天数下降

经营性现金流方面, 公司 2022 年经营活动产生的现金流净额为 4.3 亿元, Q1-Q4 逐季度增加, 与公司微逆销量趋势匹配, 2023Q1 经营活动产生的现金流为-0.9 亿元, 主要系公司新增了储能系统、光伏发电系统等项目制造业

务，此类业务营收集集中在 Q4 确认，但销售费用在 Q1 已经有体现。

投资、筹资活动现金流方面，2022 年公司投资活动产生现金流净流出 5.5 亿元，其中构建固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额为 4.7 亿元，主要用于微逆产能扩建；报告期内公司筹资活动产生现金流出 1.8 亿元，无重大筹资活动。

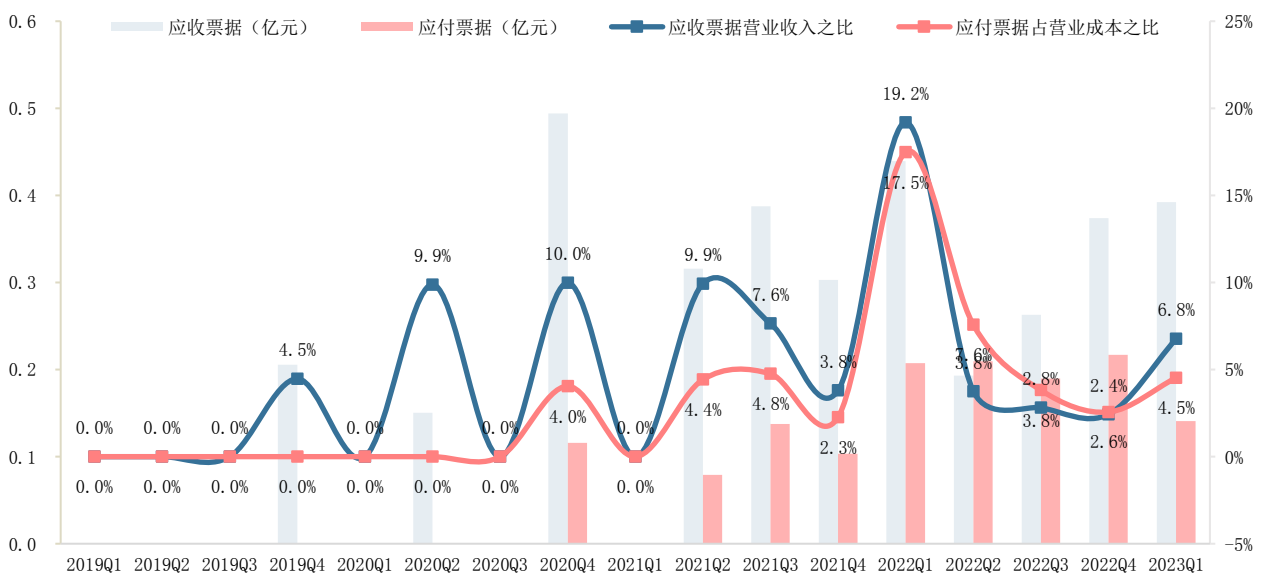
图 9: 报告期内公司净现金流入为-3.05 亿元，其中经营活动净流入 4.3 亿元，投资、筹资活动净流出 7.3 亿元



数据来源：公司公告，中信建投证券

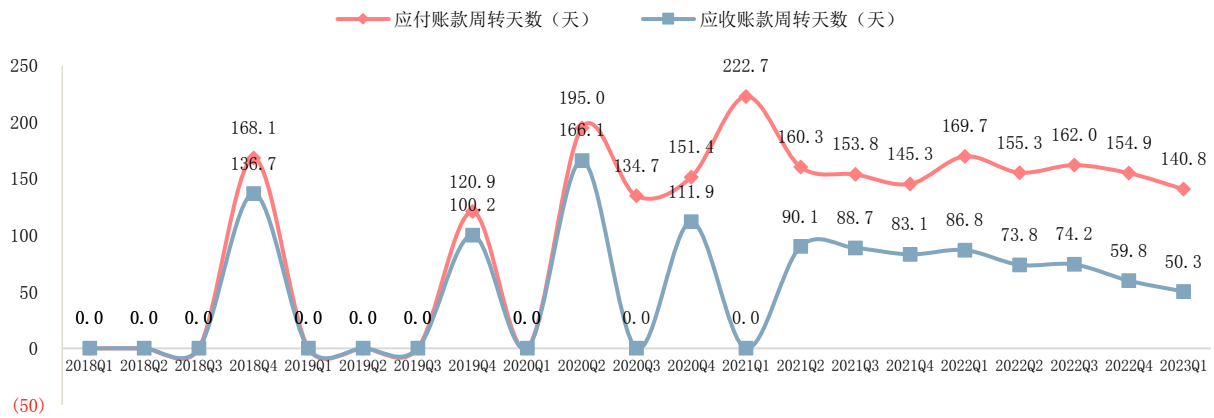
营运资金方面，报告期内公司应收票据逐季度增长，与公司微逆出货节奏匹配，应付票据规模基本维持稳定；报告期内应收账款、应付账款周转天数持续下降，主要系公司营业收入增速较快。

图 10: 2022 年内公司应收票据规模逐季度增长，应付票据规模基本维持稳定



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 11: 2022 年期公司应收账款、应付账款周转天数持续下降



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

4、投资建议

当前全球户用分布式、储能市场快速增长, 公司是行业领先的微型逆变器供应商, 同时也在开拓储能逆变器等第二赛道, 预计未来几年产品销量维持高速增长, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.3、20.9、29.4 亿元, 同比增速分别为 93%、103%、41%, 每股收益分别为 18.4、37.3、52.5 元, 对应 4 月 27 日收盘市值的 PE 分别为 33.8、16.7、11.8 倍, 维持“买入”评级。

表 1: 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.3、20.9、29.4 亿元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	795.19	1,536.51	3,953.74	7,678.56	10,267.84
YoY(%)	60.64	93.23	157.32	94.21	33.72
净利润(百万元)	201.74	532.55	1,028.47	2,086.74	2,941.45
YoY(%)	93.78	163.98	93.12	102.90	40.96
毛利率(%)	42.75	44.98	41.96	43.11	44.92
净利率(%)	25.37	34.66	26.01	27.18	28.65
ROE(%)	3.37	8.31	14.22	23.43	26.11
EPS(摊薄/元)	3.60	9.51	18.37	37.26	52.53
P/E(倍)	172.31	65.27	33.80	16.66	11.82
P/B(倍)	5.81	5.42	4.81	3.90	3.09

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

5、风险提示

- 1、光伏终端需求不及预期。**组件需求可能受到疫情反复、需求疲软影响而不及预期; 产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电、疫情反复等影响不及预期, 进而影响公司相关业务出货量及盈利能力;
- 2、行业竞争加剧。**当前转型做微逆的内资逆变器厂商较多, 若行业竞争加剧, 可能导致公司产品毛利率受到影响;
- 3、原材料、成本大幅上涨。**若大宗原材料、电子元器件成本大幅上涨, 公司微逆、储能逆变器毛利率可能受到影响;

4、**汇率变动、海运费上涨的风险**。公司主要市场为欧洲、美国、拉美市场，出口占比较高，因此若汇率变动、海运费上涨，公司业绩可能受到影响。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

王吉颖

中信建投证券电力设备及新能源分析师，中央财经大学金融学学硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk