

# 昱能科技 (688348)

## 2022 年年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 23 年微逆+储能持续高增!

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006  
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,338	3,426	6,012	9,160
同比	101%	156%	76%	52%
归属母公司净利润 (百万元)	361	911	1,578	2,422
同比	250%	153%	73%	53%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.51	11.38	19.73	30.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	61.72	24.43	14.10	9.19

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 一季报, 2022 年实现营业收入 13.38 亿元, 同比+101%, 归母净利润 3.61 亿元, 同比+250%。其中 2022Q4 营业收入 4.11 亿元, 同比+69%, 环比-5%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比+139%, 环比-13%; 2023Q1 实现营业收入 4.36 亿元, 同比+151%, 环比+6%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比+283%, 环比+9%, 业绩略超市场预期。
- **2023Q1 微逆出货环增 10%、2023 全年翻倍+增长。** 2022 年公司微逆实现营收 10.65 亿元, 出货 93.5 万台, 同增 92%, 其中测算 2022Q4 微逆出货约 28-29 万台。分市场看, 欧洲/北美/拉美营收占比分别 47%/30%/22%, 产品上一拖二占比近过半, 主要系欧洲阳台系统需求爆发所致。2023Q1 出货环增 10%, 测算约 31 万台, 其中一拖二占比约 60%, 毛利率环比提升约 3pct, 主要系三相产品出货占比提升, 2023 年一拖八出货占比预计提升至 10%+, 我们预计全年微逆出货实现出货 600 万个组件数+, 对应 200 万台+, 同比翻倍+增长。
- **2023 年储能及关断器放量高增。** 1) 公司储能产品 2022 年小批量出货, 2022H2 加速储能一体机认证, 我们预计 2023 年放量高增; 2) 2022 年关断器实现营收 1.42 亿元, 出货 96.5 万台, 同增 50%; 我们预计 2023 年储能+关断器营收达 10 亿元, 其中储能有望 6-8 亿元!
- **加大储能、半导体及芯片领域投资、助力业务延展!** 2022 年公司股权投资方面投入 1.47 亿元, 主要用于收购模块化储能设备及交流电池, 并增资碳化硅半导体及芯片领域, 充分助力公司业务延展。
- **投资评级:** 基于产品规格调整影响部分出货, 我们下调盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年净利润 9.1/15.8/24.2 亿元 (23/24 年前值为 11.1/20.7 亿元), 同增 153%/73%/53%, 基于行业领先地位, 给予 23 年 35 倍 PE, 对应目标价 398 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	278.13
一年最低/最高价	266.00/726.50
市净率(倍)	5.80
流通 A 股市值(百万元)	5,330.33
总市值(百万元)	22,250.40

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	47.99
资产负债率(% ,LF)	29.66
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	19.16

### 相关研究

《昱能科技(688348): 2022 年业绩快报点评: 2023 年微逆延续翻倍态势、储能全面布局!》

2023-02-28

《昱能科技(688348): 2022 年度业绩预告点评: 2022Q4 业绩受确认节奏影响略低预期, 2023 年放量高增!》

2023-01-20

## 图表目录

图 1:	2022 年营业收入 13.38 亿元, 同比+101.27% (亿元, %)	3
图 2:	2022 年归母净利润 3.61 亿元, 同比+250.30% (亿元, %)	3
图 3:	2022 年归母净利润 3.61 亿元, 同比+250.30% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q1 归母净利润 1.18 亿元, 环比+9.21% (亿元, %)	4
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别 39.3%、26.9% (%)	4
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 41.6%、27.0% (%)	4
图 7:	2022 年期间费用 1.11 亿元, 同比-17.28% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q1 期间费用 0.48 亿元, 同比+34.95%, 环比+6.04% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 8.26%, 同比-11.84pct (%)	5
图 10:	2023Q1 期间费用率 10.99%, 同比-9.45pct (%)	5
图 11:	2022 年经营活动现金净流出-3.23 亿元, 同比-730.36% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流出-4.3 亿元, 同比-1094.63%, 环比-36.55% (亿元, %) .....	6
图 13:	2022 年期末合同负债 0.22 亿元, 同比+640.21% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q1 期末合同负债 0.26 亿元, 同比+175.68%, 环比+15.83% (亿元, %)	6
表 1:	2022 年收入 13.38 亿元, 同比增长 101.27%; 归母净利润 3.61 亿元, 同比增长 250.30% (单位: 亿元) .....	3

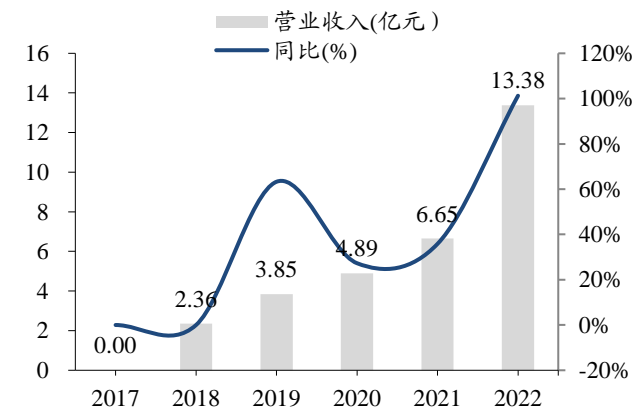
**事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 一季报, 2022 年实现营业收入 13.38 亿元, 同比+101%, 归母净利润 3.61 亿元, 同比+250%。其中 2022Q4 营业收入 4.11 亿元, 同比+69%, 环比-5%, 归母净利润 1.08 亿元, 同比+139%, 环比-13%; 2023Q1 实现营业收入 4.36 亿元, 同比+151%, 环比+6%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比+283%, 环比+9%, 业绩略超市场预期。

**表1: 2022 年收入 13.38 亿元, 同比增长 101.27%; 归母净利润 3.61 亿元, 同比增长 250.30% (单位: 亿元)**

昱能科技	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	13.38	6.65	101.3%	4.36	1.74	151.1%	4.11	6.1%
营业成本	8.12	4.17	95.0%	2.55	1.04	145.3%	2.51	1.5%
毛利率	39.3%	37.4%	+1.96pct	41.6%	40.2%	+1.37pct	38.9%	+2.68pct
营业利润	4.23	1.16	263.8%	1.38	0.34	299.4%	1.20	15.0%
利润总额	4.23	1.16	263.2%	1.38	0.34	299.8%	1.20	15.1%
归属母公司净利润	3.61	1.03	250.3%	1.18	0.31	282.9%	1.08	9.2%
扣非归母净利润	3.39	0.96	251.2%	1.09	0.30	264.8%	0.99	10.0%
归母净利率	26.9%	15.5%	+11.46pct	27.0%	17.7%	+9.30pct	26.2%	+0.76pct
扣非归母净利率	25.3%	14.5%	+10.80pct	25.1%	17.3%	+7.82pct	24.2%	+0.89pct

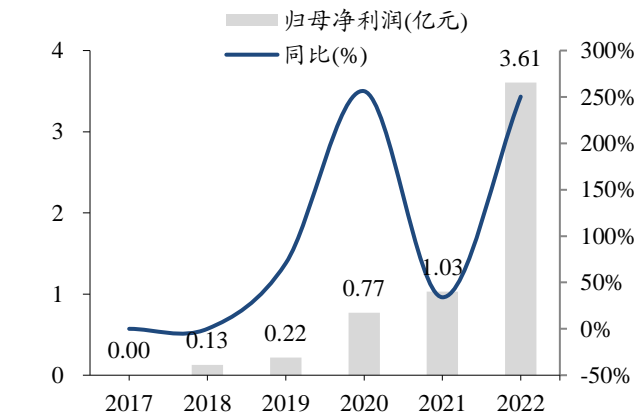
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022 年营业收入 13.38 亿元, 同比+101.27% (亿元, %)**



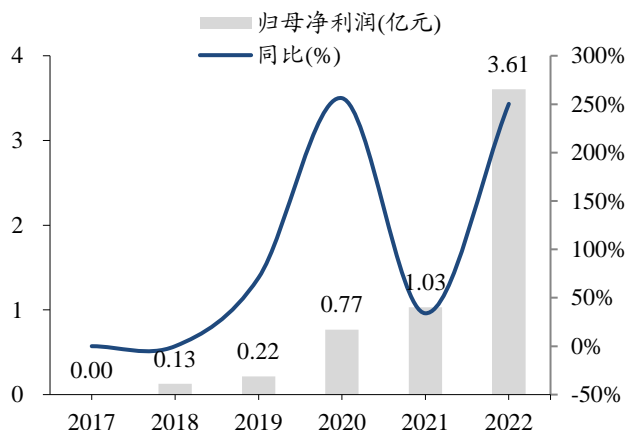
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022 年归母净利润 3.61 亿元, 同比+250.30% (亿元, %)**



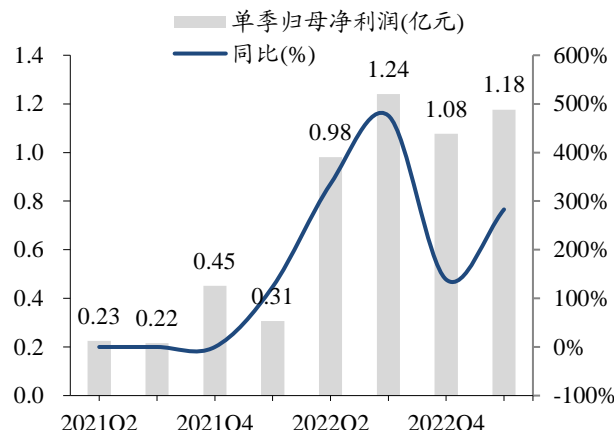
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年归母净利润3.61亿元, 同比+250.30%(亿元, %)



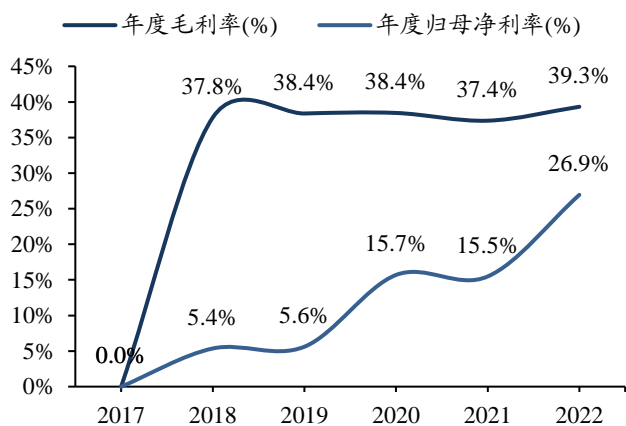
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1归母净利润1.18亿元, 环比+9.21%(亿元, %)



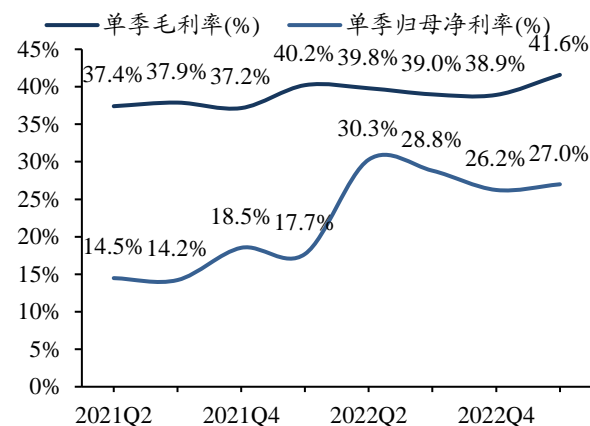
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022年毛利率、净利率分别39.3%、26.9%(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1毛利率、净利率分别为41.6%、27.0%(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

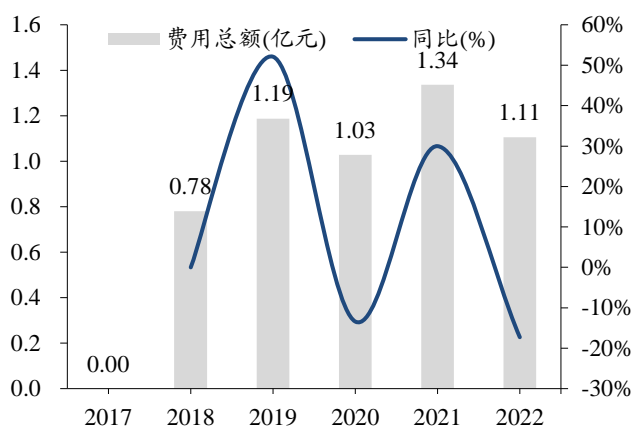
**2023Q1 微逆出货环增10%、2023全年翻倍+增长。**2022年公司微逆实现营收10.65亿元, 出货93.5万台, 同增92%, 其中测算2022Q4微逆出货约28-29万台。分市场看, 欧洲/北美/拉美营收占比分别47%/30%/22%, 产品上一拖二占比近过半, 主要系欧洲阳台系统需求爆发所致。2023Q1出货环增10%, 测算约31万台, 其中一拖二占比约60%, 毛利率环比提升约3pct, 主要系三相产品出货占比提升, 2023年一拖八出货占比预计提升至10%+, 我们预计全年微逆出货实现出货600万个组件数+, 对应200万台+, 同比翻倍+增长。

**2023年储能及关断器放量高增。**1) 公司储能产品2022年小批量出货, 2022H2加速储能一体机认证, 我们预计2023年放量高增; 2) 2022年关断器实现营收1.42亿元, 出货96.5万台, 同增50%; 我们预计2023年储能+关断器营收达10亿元, 其中储能有望6-8亿元!

**加大储能、半导体及芯片领域投资、助力业务延展!**2022年公司股权投资方面投入1.47亿元, 主要用于收购模块化储能设备及交流电池, 并增资碳化硅半导体及芯片领域, 充分助力公司业务延展。

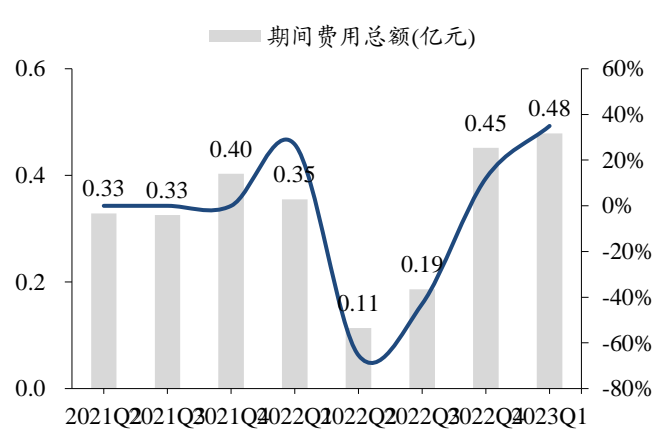
**规模效应逐渐显现，2022 年费用率下降。**公司 2022 年期间费用合计 1.11 亿元，同比下降 17.28%；期间费用率为 8.26%，同比下降 11.84pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 51.48%、上升 43.03%、上升 76.08%、下降 559.96%至 0.85 亿元、0.43 亿元、0.55 亿元、-0.73 亿元；费用率分别下降 2.1、下降 1.32、下降 0.59、下降 7.84 个百分点至 6.38%、3.24%、4.10%、-5.45%。公司 2023Q1 期间费用合计 0.48 亿元，同比增长 34.95%，环比增长 6.04%；期间费用率为 10.99%，同比下降 9.45pct，环比下降 0.01pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 109.70%、上升 88.79%、上升 58.22%、下降 852.06%至 0.28 亿元、0.16 亿元、0.19 亿元、-0.15 亿元；费用率分别同比下降 1.26、下降 1.19、下降 2.53、下降 4.47 个百分点至 6.40%、3.62%、4.32%、-3.35%。

图7：2022 年期间费用 1.11 亿元，同比-17.28%（亿元，%）



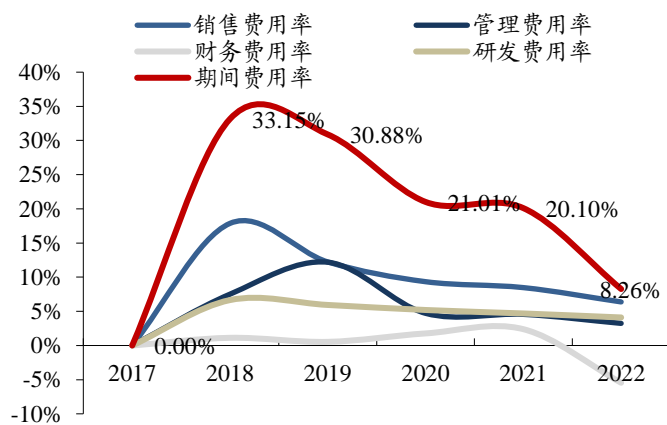
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 0.48 亿元，同比+34.95%，环比+6.04%（亿元，%）



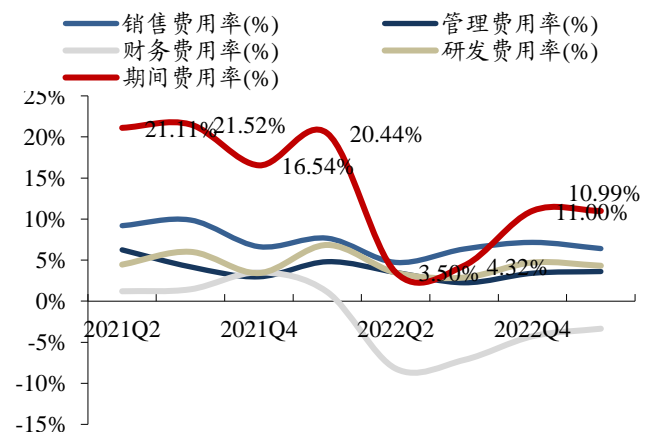
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 8.26%，同比-11.84pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q1 期间费用率 10.99%，同比-9.45pct（%）

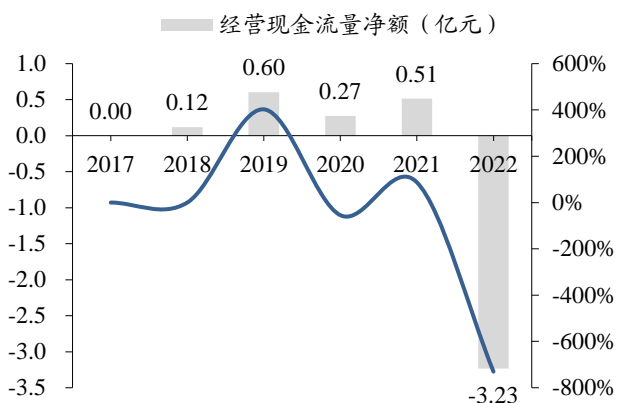


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**2022 年现金净流出，期末存货增加。**2022 年经营活动现金流量净流出 3.23 亿元，同比下降 730.36%。销售商品取得现金 13.97 亿元，同比增长 122.33%。期末合同负

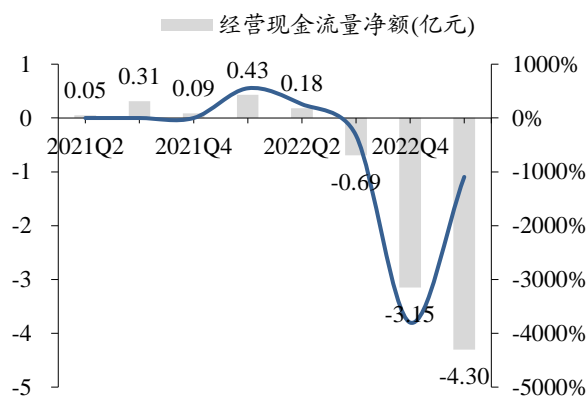
债 0.22 亿元，同比增长 640.21%。期末应收账款 3.67 亿元，同比增长 130.16%。应收账款周转天数同比上升 4.82 天至 70.84 天。期末存货 13.04 亿元，同比上 633.50%。存货周转天数同比上升 193.92 天至 328.35 天。2023Q1 经营活动现金流量净流出 4.30 亿元，同比下降 1094.63%，环比下降 36.55%。销售商品取得现金 3.22 亿元，同比增长 48.87%，环比下降 47.37%。期末合同负债 0.26 亿元，同比增长 175.68%，环比增长 15.83%。期末应收账款 4.07 亿元，同比增长 203.72%，环比增长 10.75%。应收账款周转天数同比上升 3.84 天至 79.92 天。期末存货 16.74 亿元，同比上升 627.46%，环比增长 28.39%。存货周转天数同比上升 349.74 天至 526.62 天。

图11: 2022 年经营活动现金净流出-3.23 亿元，同比-730.36% (亿元, %)



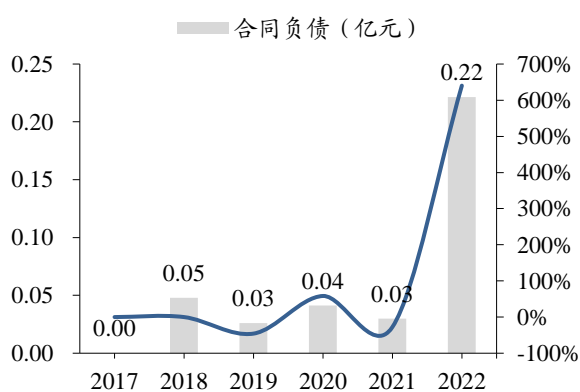
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流出-4.3 亿元，同比-1094.63%，环比-36.55% (亿元, %)



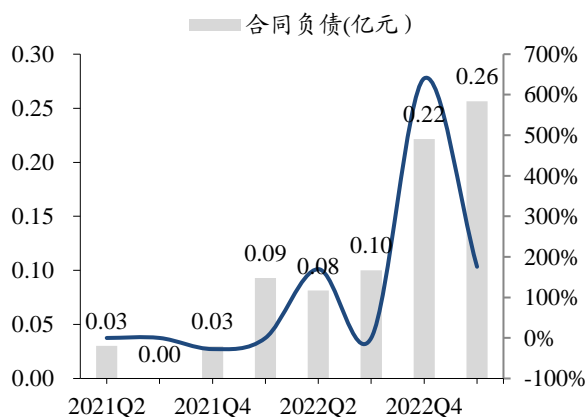
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 0.22 亿元，同比+640.21% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 0.26 亿元，同比+175.68%，环比+15.83% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于产品规格调整影响部分出货, 我们下调盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年净利润 9.1/15.8/24.2 亿元 (23/24 年前值为 11.1/20.7 亿元), 同增 153%/73%/53%, 基于行业领先地位, 给予 23 年 35 倍 PE, 对应目标价 398 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

**昱能科技三大财务预测表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,652</b>	<b>9,583</b>	<b>12,706</b>	<b>16,935</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,338</b>	<b>3,426</b>	<b>6,012</b>	<b>9,160</b>
货币资金及交易性金融资产	2,733	5,045	4,677	4,663	营业成本(含金融类)	812	2,061	3,711	5,730
经营性应收款项	399	944	1,697	2,653	税金及附加	3	3	6	7
存货	1,304	3,278	5,914	9,100	销售费用	85	188	271	348
合同资产	0	0	0	0	管理费用	43	99	132	165
其他流动资产	216	317	417	518	研发费用	55	116	156	211
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>312</b>	<b>384</b>	<b>434</b>	财务费用	-73	-68	-34	-20
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	34	30	46
固定资产及使用权资产	56	99	149	193	投资净收益	12	3	12	18
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	6	15	15	20	减值损失	-19	-28	-18	-30
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	<b>营业利润</b>	<b>423</b>	<b>1,035</b>	<b>1,794</b>	<b>2,752</b>
其他非流动资产	241	194	215	215	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,958</b>	<b>9,895</b>	<b>13,090</b>	<b>17,368</b>	<b>利润总额</b>	<b>423</b>	<b>1,035</b>	<b>1,793</b>	<b>2,752</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,157</b>	<b>1,885</b>	<b>3,456</b>	<b>5,270</b>	减:所得税	63	124	215	330
短期借款及一年内到期的非流动负债	54	4	4	4	<b>净利润</b>	<b>360</b>	<b>911</b>	<b>1,578</b>	<b>2,422</b>
经营性应付款项	974	1,640	2,953	4,560	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	22	35	83	113	<b>归属母公司净利润</b>	<b>361</b>	<b>911</b>	<b>1,578</b>	<b>2,422</b>
其他流动负债	106	205	416	593	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.51	11.38	19.73	30.28
非流动负债	75	75	75	75	EBIT	333	957	1,736	2,699
长期借款	2	2	2	2	EBITDA	341	968	1,749	2,713
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.32	39.83	38.27	37.44
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	26.94	26.58	26.25	26.44
其他非流动负债	72	72	72	72	收入增长率(%)	101.27	155.97	75.50	52.35
<b>负债合计</b>	<b>1,232</b>	<b>1,960</b>	<b>3,531</b>	<b>5,345</b>	归母净利润增长率(%)	250.30	152.61	73.28	53.48
归属母公司股东权益	3,719	7,928	9,551	12,015					
少数股东权益	8	8	8	8					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,727</b>	<b>7,936</b>	<b>9,559</b>	<b>12,023</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,958</b>	<b>9,895</b>	<b>13,090</b>	<b>17,368</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-323	-922	-340	-11	每股净资产(元)	46.49	79.28	95.51	120.15
投资活动现金流	-1,337	25	-28	-4	最新发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
筹资活动现金流	3,053	3,209	0	0	ROIC(%)	13.78	14.36	17.45	21.99
现金净增加额	1,412	2,312	-368	-14	ROE-摊薄(%)	9.69	11.49	16.52	20.16
折旧和摊销	8	11	13	15	资产负债率(%)	24.84	19.80	26.97	30.77
资本开支	-39	-24	-38	-21	P/E (现价&最新股本摊薄)	61.72	24.43	14.10	9.19
营运资本变动	-620	-1,868	-2,048	-2,535	P/B (现价)	5.98	3.51	2.91	2.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

