

禾迈股份 (688032)

2022 年报&2023 一季报点评: Q1 微逆环增 展现 α, 2023 年大储系统及户储产品放量 买入 (维持)

2023 年 04 月 27 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

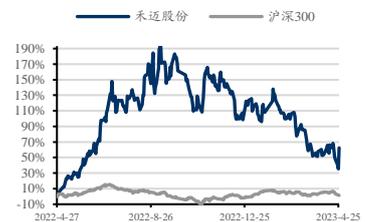
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,537	3,848	7,728	13,030
同比	93%	150%	101%	69%
归属母公司净利润 (百万元)	533	1,201	2,188	3,532
同比	164%	126%	82%	61%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	9.51	21.45	39.07	63.07
P/E (现价&最新股本摊薄)	71.80	31.83	17.47	10.83

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023Q1 季报, 2022 年实现营业收入 15.37 亿元, 同比+93%, 归母净利润 5.33 亿元, 同比+164%。其中 2022Q4 营业收入 6 亿元, 同比+108%, 环比+42%, 归母净利润 1.70 亿元, 同比+113%, 环比+6.3%; 2023Q1 实现营收 5.8 亿元, 同增 153%, 环比-3%, 归母净利 1.76 亿元, 同比+102%, 环比+3%。
- **微逆 2023Q1 环比+30%、2023 年出货持续翻倍以上增长。** 2022 年微逆及监控设备业务实现营收 12.40 亿元, 同增 175%, 2022 年微逆出货 116.4 万台, 同增 188%, 其中 Q4 约 43 万台, 环比+20%, 全年欧洲/北美/拉美占比分别为 46%/26%/19%, 一拖一/二/四占比为 20%-40%-40%, 其中欧洲一半约为阳台系统; 2023 年公司持续加速全球化布局, 2、3 月成立美国、欧洲子公司, 加强海外本土服务, 国内与央国企合作整县推进, 推动国内微逆应用; 德国光储系统增值税及所得税减免+VDE 加速阳台系统普及, 微逆需求持续旺盛, 2023Q1 公司出货约 56 万台, 环比+30%, 未来看意大利、西班牙等市场逐渐起量, 欧洲需求逐季旺盛, 我们预计全年出货 250-300 万台, 同比翻倍以上增长!
- **储能业务逐步拓展、2023 年加速放量。** 户储 2022Q4 小批量出货约 0.2 万台, 2023 年开始放量高增, 我们预计全年出货 6-10 万台, 同比翻 30 倍+增长, 对应营业收入 4 亿+。同时公司推出储能系统, 主要针对国内工商储及大储市场, 2022 年实现营收 0.69 亿元, 分布式发电系统 2022 年营收 0.39 亿元, 两项业务 2023 年预计实现 5-10 倍增长, 带来新的业务增长极!
- **投资建议:** 基于一拖二占比提升, 单台价值量及盈利下行, 我们下调盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 12.0/21.9/35.3 亿元 (2023/2024 年前值为 14.5/29.1 亿元), 同比+125.6%/82.2%/61%, 基于公司为国产微逆龙头, 微逆及储能均翻倍以上增长, 给予 2023 年 45 倍 PE, 对应目标价 964 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 美国市场拓展不及预期, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	682.79
一年最低/最高价	561.09/1,338.88
市净率(倍)	5.80
流通 A 股市值(百万元)	19,063.52
总市值(百万元)	38,236.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	117.74
资产负债率(% ,LF)	11.75
总股本(百万股)	56.00
流通 A 股(百万股)	27.92

相关研究

《禾迈股份(688032): 2022 年度业绩预告点评:2022Q4 受疫情影响收入确认, 2023 年微逆、储能全面开花》

2023-01-31

《禾迈股份(688032): 2022Q3 季报点评: 欧美需求旺盛, 微逆出货环比高增, 23 年储能加速放量!》

2022-10-27

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 15.37 亿元, 同比+93.23% (亿元, %)	3
图 2:	2022 年归母净利润 5.33 亿元, 同比+163.98% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q1 营业收入 5.8 亿元, 同比+153.48%, 环比-3.34% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q1 归母净利润 1.76 亿元, 同比+102.08%, 环比+3.45% (亿元, %)	4
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 45.0%、34.7% (%)	4
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 46.4%、30.4% (%)	4
图 7:	2022 年期间费用 1.27 亿元, 同比-7.48% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q1 期间费用 0.96 亿元, 同比+469.95% (亿元, %)	5
图 9:	2022 年期间费用率 8.25% (%)	5
图 10:	2023Q1 期间费用率 16.56% (%)	5
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 4.26 亿元 (亿元, %)	6
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流出 0.92 亿元 (亿元, %)	6
图 13:	2022 年期末合同负债 1.47 亿元, 同比+361.06% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q1 期末合同负债 1.44 亿元, 同比+306.85%, (亿元, %)	6
表 1:	2022 年收入 15.37 亿元, 同比增长 93.23%; 归母净利润 5.33 亿元, 同比增长 163.98% (单位: 亿元)	3

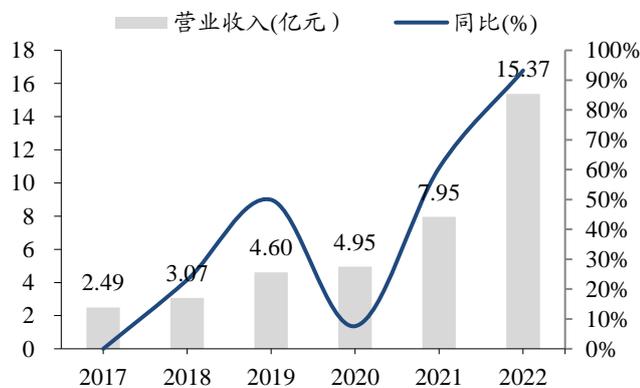
事件: 公司发布 2022 年年报及 2023Q1 季报, 2022 年实现营业收入 15.37 亿元, 同比+93%, 归母净利润 5.33 亿元, 同比+164%。其中 2022Q4 营业收入 6 亿元, 同比+108%, 环比+42%, 归母净利润 1.70 亿元, 同比+113%, 环比+6.3%; 2023Q1 实现营收 5.8 亿元, 同增 153%, 环比-3%, 归母净利 1.76 亿元, 同比+102%, 环比+3%。

表1: 2022 年收入 15.37 亿元, 同比增长 93.23%; 归母净利润 5.33 亿元, 同比增长 163.98% (单位: 亿元)

禾迈股份	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	15.37	7.95	93.2%	5.80	2.29	153.5%	6.00	-3.3%
营业成本	8.45	4.55	85.7%	3.11	1.19	162.2%	3.48	-10.7%
毛利率	45.0%	42.7%	+2.23pct	46.4%	48.2%	-1.79pct	42.0%	+4.42pct
营业利润	6.12	2.22	175.2%	2.00	1.00	99.9%	1.94	2.8%
利润总额	6.13	2.25	172.9%	2.00	1.00	100.0%	1.95	2.9%
归属母公司净利润	5.33	2.02	164.0%	1.76	0.87	102.1%	1.70	3.4%
扣非归母净利润	5.15	1.96	163.4%	1.73	0.85	103.3%	1.66	4.2%
归母净利率	34.7%	25.4%	+9.29pct	30.4%	38.1%	-7.73pct	28.4%	+1.99pct
扣非归母净利率	33.5%	24.6%	+8.93pct	29.8%	37.2%	-7.35pct	27.6%	+2.16pct

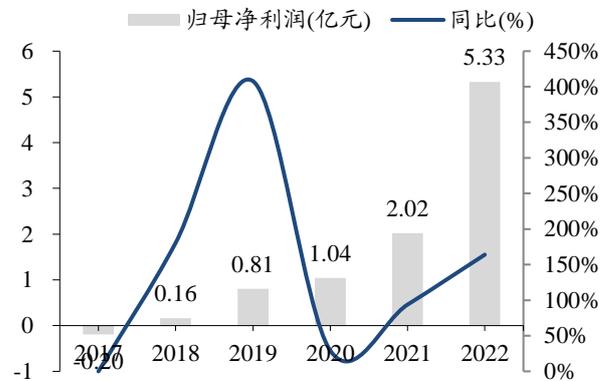
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年营业收入 15.37 亿元, 同比+93.23% (亿元, %)



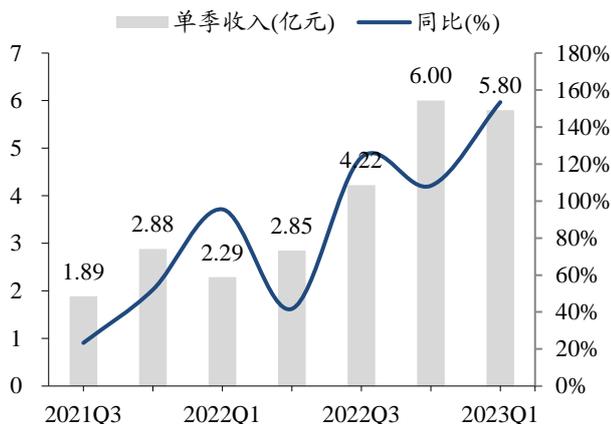
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 5.33 亿元, 同比+163.98% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 5.8 亿元, 同比+153.48%, 环比-3.34% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 1.76 亿元, 同比+102.08%, 环比+3.45% (亿元, %)



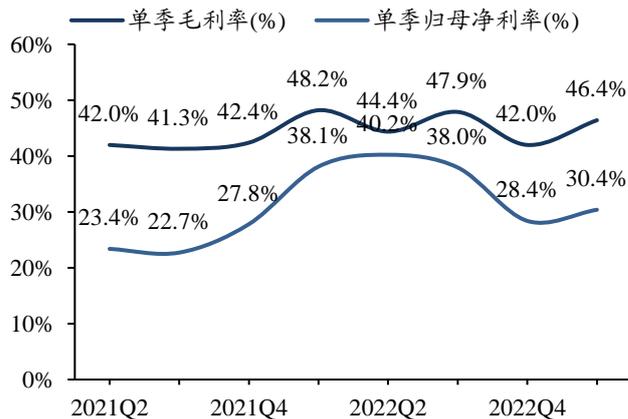
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 45.0%、34.7% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 46.4%、30.4% (%)



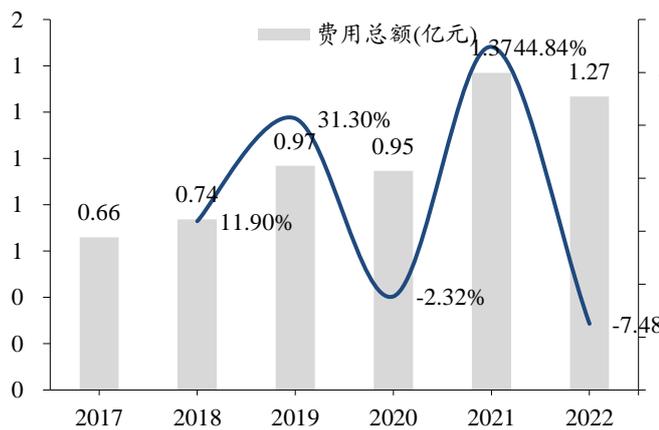
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

微逆 2023Q1 环比+30%、2023 年出货持续翻倍以上增长。2022 年微逆及监控设备业务实现营收 12.40 亿元, 同增 175%, 2022 年微逆出货 116.4 万台, 同增 188%, 其中 Q4 约 43 万台, 环比+20%, 全年欧洲/北美/拉美占比分别为 46%/26%/19%, 一拖一/二/四占比为 20%-40%-40%, 其中欧洲一半约为阳台系统; 2023 年公司持续加速全球化布局, 2、3 月成立美国、欧洲子公司, 加强海外本土服务, 国内与央企合作整县推进, 推动国内微逆应用; 德国光储系统增值税及所得税减免+VDE 加速阳台系统普及, 微逆需求持续旺盛, 2023Q1 公司出货约 56 万台, 环增 30%, 未来看意大利、西班牙等市场逐渐起量, 欧洲需求逐季旺盛, 我们预计全年出货 250-300 万台, 同比翻倍以上增长!

储能业务逐步拓展、2023 年加速放量。户储 2022Q4 小批量出货约 0.2 万台, 2023 年开始放量高增, 我们预计全年出货 6-10 万台, 同比翻 30 倍+增长, 对应营业收入 4 亿+。同时公司推出储能系统, 主要针对国内工商储及大储市场, 2022 年实现营收 0.69 亿元, 分布式发电系统 2022 年营收 0.39 亿元, 两项业务 2023 年预计实现 5-10 倍增长, 带来新的业务增长极!

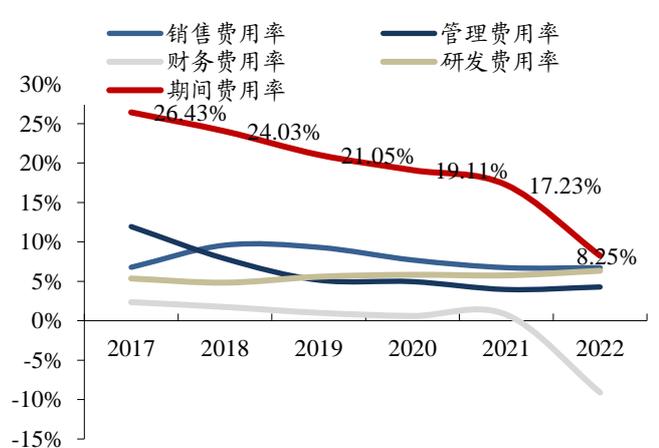
规模效应逐渐显现，2022 年费用率下降。公司 2022 年期间费用合计 1.27 亿元，同比下降 7.48%；期间费用率为 8.25%，同比下降 8.98pct。销售、管理、研发、财务费用分别 1.03 亿元、0.66 亿元、0.97 亿元、-1.4 亿元；费用率 6.73%、4.28%、6.34%、-9.11%。公司 2023Q1 期间费用合计 0.96 亿元，同比增长 469.95%，环比增长 28.14%；期间费用率为 16.56%，同比增长 9.20pct，环比增长 4.07pct。销售、管理、研发、财务费用分别 0.56 亿元、0.28 亿元、0.37 亿元、-0.24 亿元；费用率 9.58%、4.78%、6.34%、-4.15%。

图7：2022 年期间费用 1.27 亿元，同比-7.48%（亿元，%）



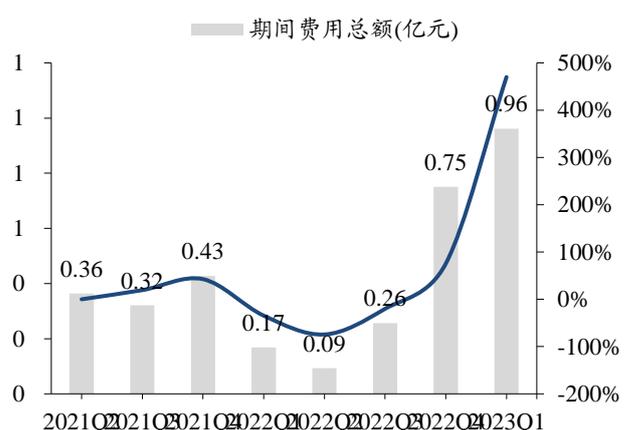
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 8.25%（%）



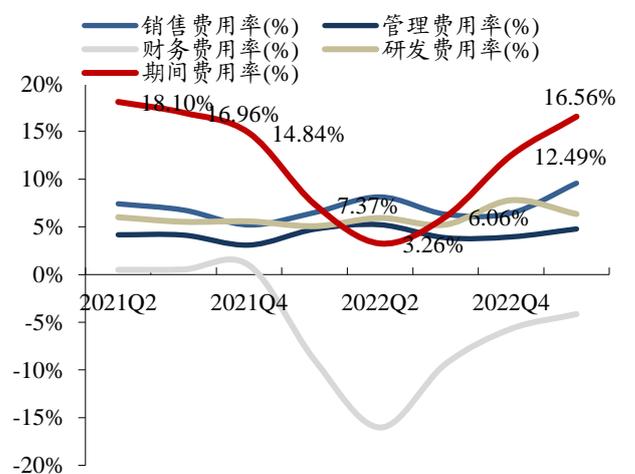
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 0.96 亿元，同比+469.95%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q1 期间费用率 16.56%（%）

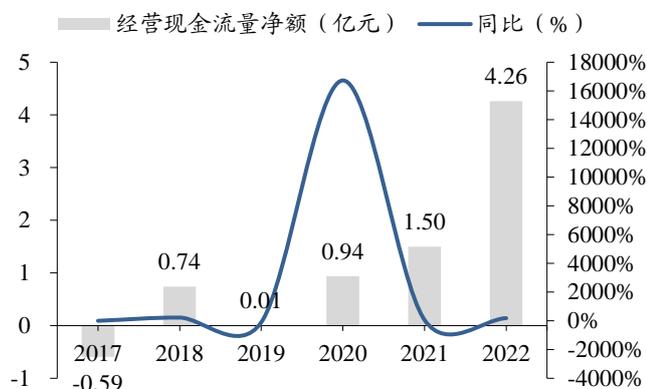


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022 年现金净流入，期末存货增加。2022 年经营活动现金流量净流入 4.26 亿元，同比增长 184.06%。销售商品取得现金 16.35 亿元，同比增长 113.20%。期末合同负债 1.47 亿元，同比增长 361.06%。期末应收账款 3.03 亿元，同比增长 46.41%。应收账款周转天数同比下降 23.24 天至 59.82 天。期末存货 6.42 亿元，同比上升 199.35%。存货周转天数同比上升 42.24 天至 189.14 天。2023Q1 经营活动现金流量净流出-0.92 亿元，期末合同负债 1.44 亿元，同比增长 306.85%，环比下降 2.03%。期末应收账款 3.45 亿元，同比增长 46.96%，环比增长 13.65%。应收账款周转天数同比下降 36.58

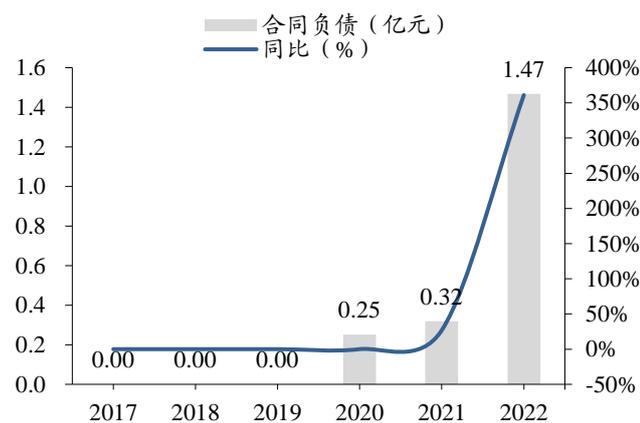
天至 50.26 天。期末存货 7.83 亿元，同比上升 204.48%，环比增长 22.10%。存货周转天数同比上升 15.35 天至 209.4 天。

图11: 2022 年经营活动现金净流入 4.26 亿元(亿元, %)



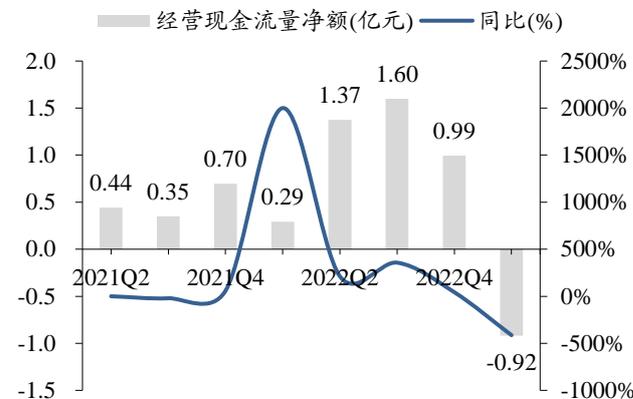
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 1.47 亿元, 同比+361.06% (亿元, %)



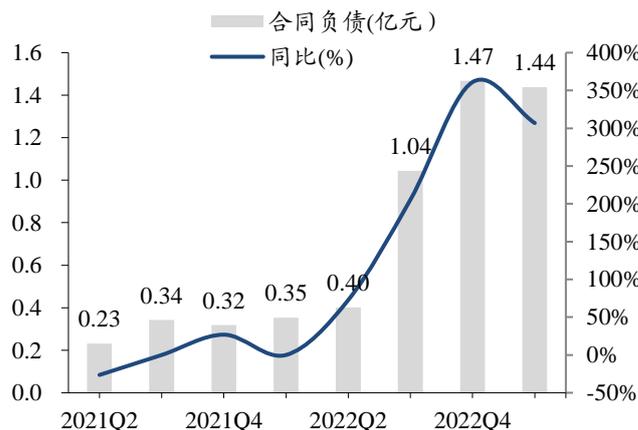
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流出 0.92 亿元(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 1.44 亿元, 同比+306.85%, (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于一拖二占比提升, 单台价值量及盈利下行, 我们下调盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 12.0/21.9/35.3 亿元 (2023/2024 年前值为 14.5/29.1 亿元), 同比+125.6%/82.2%/61%, 基于公司为国产微逆龙头, 微逆及储能均翻倍以上增长, 给予 2023 年 45 倍 PE, 对应目标价 964 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 美国市场拓展不及预期, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

禾迈股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,642	8,601	12,537	18,621	营业总收入	1,537	3,848	7,728	13,030
货币资金及交易性金融资产	5,478	5,955	7,003	9,311	营业成本(含金融类)	845	2,185	4,542	7,964
经营性应收款项	353	927	1,726	3,004	税金及附加	10	19	39	65
存货	642	1,343	3,120	5,184	销售费用	103	173	348	469
合同资产	12	64	95	188	管理费用	66	115	193	261
其他流动资产	157	312	592	934	研发费用	97	173	270	430
非流动资产	675	1,156	1,844	2,342	财务费用	-140	-103	-42	-43
长期股权投资	8	11	17	22	加:其他收益	61	77	116	130
固定资产及使用权资产	220	468	905	1,201	投资净收益	11	6	8	13
在建工程	353	597	815	1,012	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18	17	17	16	减值损失	-14	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	12	12	29
长期待摊费用	8	9	10	11	营业利润	612	1,379	2,513	4,057
其他非流动资产	68	54	79	79	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	7,318	9,757	14,381	20,963	利润总额	613	1,380	2,514	4,058
流动负债	842	1,924	4,179	7,062	减:所得税	80	179	327	528
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	净利润	532	1,201	2,187	3,531
经营性应付款项	534	1,234	2,718	4,632	减:少数股东损益	0	0	-1	-1
合同负债	147	266	671	1,073	归属母公司净利润	533	1,201	2,188	3,532
其他流动负债	156	420	786	1,352	每股收益-最新股本摊薄(元)	9.51	21.45	39.07	63.07
非流动负债	67	67	67	67	EBIT	461	1,182	2,336	3,841
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	477	1,198	2,371	3,900
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.98	43.22	41.23	38.88
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	34.66	31.22	28.31	27.11
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	93.23	150.42	100.85	68.61
负债合计	909	1,992	4,246	7,129	归母净利润增长率(%)	163.98	125.57	82.15	61.42
归属母公司股东权益	6,408	7,766	10,135	13,836					
少数股东权益	0	0	-1	-2					
所有者权益合计	6,409	7,766	10,134	13,834					
负债和股东权益	7,318	9,757	14,381	20,963					

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	426	798	1,569	2,653	每股净资产(元)	114.44	138.67	180.99	247.07
投资活动现金流	-553	-322	-521	-345	最新发行在外股份(百万股)	56	56	56	56
筹资活动现金流	-179	0	0	0	ROIC(%)	6.44	14.49	22.67	27.86
现金净增加额	-306	477	1,048	2,308	ROE-摊薄(%)	8.31	15.47	21.59	25.53
折旧和摊销	15	16	35	59	资产负债率(%)	12.42	20.41	29.53	34.01
资本开支	-470	-337	-517	-352	P/E(现价&最新股本摊薄)	71.80	31.83	17.47	10.83
营运资本变动	-103	-509	-718	-1,119	P/B(现价)	5.97	4.92	3.77	2.76

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>

