

## 高库存拖累微逆销量，预计下半年显拐点

### 核心观点：

- **事件：**2023年8月30日公司公布2023年中报。公司23H1实现营业收入10.65亿元，同比+107.3%；归属净利润3.49亿元，同比+72.7%；扣非归属净利润3.32亿元，同比+72.6%，基本每股收益4.19元/股；加权平均ROE达到5.31%。公司Q2实现营业收入4.85亿元，同/环比+70.2%/-16.5%；归属净利润1.72亿元，同/环比+50.3%/-2.4%。业绩符合市场预期。
- **微逆出货高增，储能系统规模放量。**公司23H1微型逆变器出货89.18万台，同增131%，贡献营收8.83亿，同增99.6%，占比83%略有下滑；储能系统实现放量，贡献营收0.86亿，占比8.6%。欧洲高库存影响仍存在，预计23Q2微逆出货约33万台，环降约40%，拖累营收环比下滑。随着海外库存问题逐渐出清，下半年有望显拐点。
- **产品结构调整影响毛利率。**公司23H1销售毛利率达到42.8%，同降3.3pcts，主要系外币货币性资产受汇率变动影响生兑收益所致；23Q2毛利率仅为38.4%，同/环比降低5.95pcts/7.98pcts。毛利率下滑主要系公司主营微型逆变器业务出货结构调整，“一拖一/二”等较低毛利产品占比提升所致。
- **期间费率环比速降，研发投入加大。**公司23Q2期间费用率5.1%，环降11.4pcts。公司持续增强研发投入，23H1研发费率8.2%，同增2.6pcts，23Q2研发费率10.3%，同/环比+4.4pcts/+4pcts。公司技术优势不断扩大，新推储能逆变器可与市面主流户用组件无缝兼容，转换效率高达97.6%，已通过德国、波兰等核心市场并网认证。
- 公司23H1净利率32.7%，同降6.6pcts；23Q2净利率35.5%，同/环比-4.7pcts/+5.2pcts，剔除汇兑收益带来的影响，**公司盈利能力承压。**公司23Q2ROE为2.66%，环比微降0.05pcts。
- **Q2经营现金流环比明显改善。**公司23H1经营性现金流净流出0.14亿元，主要系采购备货增加所致。23Q2及时调整备货策略，公司经营性现金流净额由负转正至0.78亿元。
- **股份回购彰显长期信心。**3月7日董事会通过回购方案，拟用于实施员工持股计划或股权激励。截止7月31日，公司累计回购1.48亿元股票，占总股本0.3%。此举有利于增强市场信心，展现公司长期发展信心。
- **投资建议：**公司是国内微型逆变器龙头企业，坚持全球化战略海外营收占比73%，优质赛道+高利润市场形成高盈利能力；依托微逆业务发展分布式光伏业务，同时坚定站位光储高增市场，顺利开启储能系统、储能逆变器等业绩增长新引擎。我们预计公司2023年/2024年营收分别达28.97亿元/58.66亿元，归母净利润分别达9.31亿元/17.08亿元，EPS分别为11.17元/股、20.5元/股，对应当前股价PE为25倍、13.6倍，**维持“推荐”评级。**
- **风险提示：**政策变化的风险；储能市场增长不及预期的风险；国际贸易摩擦风险；汇率波动风险；竞争加剧带来利润率下滑的风险等。

## 禾迈股份（688032.SH）

**推荐**（维持评级）

### 分析师

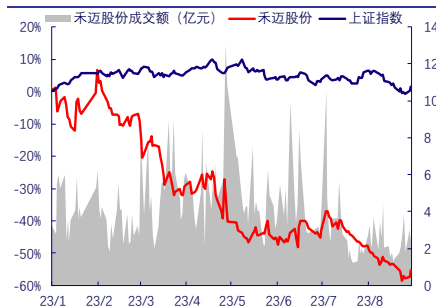
周然

☎：(8610) 8092 7636

✉：zhou\_ran@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

### 公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 市场数据 时间 23.08.30

A股收盘价(元)	279.04
A股一年内最高价(元)	891.08
A股一年内最低价(元)	256.99
上证指数	3,137.14
总股本(百万股)	83.32
实际流通A股(百万股)	41.48
流通A股市值(亿元)	115.74

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn