

昱能科技 (688348.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q2 高库存拖累出货，下半年有望恢复增长

业绩简评

2023年8月30日，公司发布半年报，2023年上半年实现营业收入6.58亿元，同比增长32%，实现归母净利润1.34亿元，同比增长4%。其中Q2实现收入2.22亿元，同比下降31%，归母净利润0.17亿元，同比下降83%。

经营分析

上半年收入保持增长，Q2库存压力导致出货环比出现下滑：微型逆变器收入5.1亿元，同比增长33%；智能关断器收入0.74亿元，同比增长4%。上半年因销售渠道及安装环节等多重因素，出货出现明显波动，Q1传统淡季出现超预期销售，导致Q2库存压力增大，出货量环比下降。

北美市场净利润同比下滑59%，或为Q2业绩下降的主要原因：上半年公司海外收入6.34亿元，占比96%，其中美国销售收入1.66亿元，同比增长5%，占比25%，同比下降7pct。负责北美销售的全资子公司华州昱能上半年实现净利润651万元，同比下滑59%；负责欧洲销售的子公司实现净利润4077万元，同比增长185%，可见美国微逆市场增长乏力是公司二季度收入、净利润同比下降的主要原因。

库存增长速度放缓，下半年出货有望恢复增长：截至6月底，公司存货为16.99亿元，较年初增加近4亿元，主要为原材料、库存商品及发出商品增加导致；较3月底增加约0.25亿元，公司二季度主动去库动作对减缓库存进一步累积起到一定作用，随着下游库存逐步消化，预计下半年公司出货将恢复平稳增长。

盈利预测、估值与评级

根据公司最新半年报信息，调整公司2023-2025E归母净利润分别为6.07(-37%)、9.52(-42%)、11.93(-45%)亿元，对应EPS为5.42、8.50、10.65元，对应PE估值为28.80、18.35、14.65倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

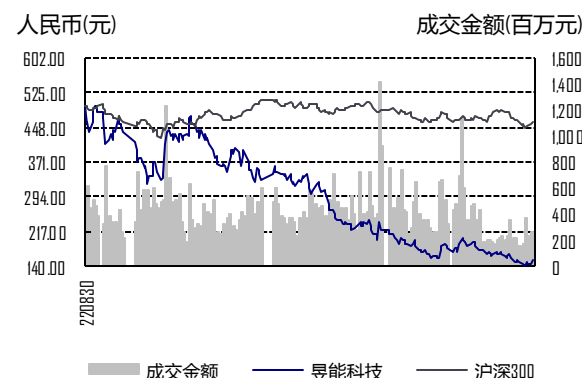
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：156.01元

相关报告：

- 《昱能科技公司点评：2022年收入翻倍增长·费用率持续下降》·2023.4.26
- 《存货反映订单旺盛·受益美国市场政策改善-昱能科技2022年三...》，2022.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	665	1,338	2,365	3,620	4,800
营业收入增长率	35.85%	101.27%	76.72%	53.06%	32.58%
归母净利润(百万元)	103	361	607	952	1,193
归母净利润增长率	33.99%	250.30%	68.29%	56.95%	25.24%
摊薄每股收益(元)	1.72	4.51	5.42	8.50	10.65
每股经营性现金流净额	0.85	-4.04	8.42	6.07	8.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.26%	9.69%	14.43%	19.18%	20.15%
P/E	0.00	126.15	28.80	18.35	14.65
P/B	0.00	12.23	4.16	3.52	2.95

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	489	665	1,338	2,365	3,620	4,800	货币资金	158	220	1,630	1,601	1,871	2,291	
增长率		35.8%	101.3%	76.7%	53.1%	32.6%	应收款项	87	160	368	572	923	1,279	
主营业务成本	-301	-417	-812	-1,377	-2,113	-2,906	存货	133	178	1,304	1,195	1,710	2,355	
%销售收入	61.6%	62.6%	60.7%	58.2%	58.4%	60.5%	其他流动资产	25	34	1,350	1,838	1,906	2,026	
毛利	188	248	526	988	1,507	1,894	流动资产	403	592	4,652	5,206	6,410	7,952	
%销售收入	38.4%	37.4%	39.3%	41.8%	41.6%	39.5%	%总资产	92.1%	94.4%	93.8%	95.4%	95.8%	96.2%	
营业税金及附加	-1	-1	-3	-5	-7	-10	长期投资	0	0	147	147	147	147	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	24	24	53	75	95	111	
销售费用	-46	-56	-85	-137	-199	-250	%总资产	5.5%	3.8%	1.1%	1.4%	1.4%	1.3%	
%销售收入	9.3%	8.5%	6.4%	5.8%	5.5%	5.2%	无形资产	8	7	9	10	10	11	
管理费用	-23	-30	-43	-95	-138	-168	非流动资产	35	35	307	253	283	313	
%销售收入	4.7%	4.6%	3.2%	4.0%	3.8%	3.5%	%总资产	7.9%	5.6%	6.2%	4.6%	4.2%	3.8%	
研发费用	-25	-31	-55	-95	-145	-192	资产总计	438	627	4,958	5,459	6,693	8,265	
%销售收入	5.2%	4.7%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	38	45	54	2	1	1	
息税前利润 (EBIT)	93	130	340	657	1,019	1,275	应付款项	140	207	976	1,037	1,433	1,970	
%销售收入	19.0%	19.5%	25.4%	27.8%	28.1%	26.6%	其他流动负债	30	34	127	106	144	187	
财务费用	-9	-16	73	32	35	42	流动负债	208	287	1,157	1,145	1,577	2,158	
%销售收入	1.8%	2.4%	-5.5%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	长期贷款	0	0	2	2	2	2	
资产减值损失	-3	-5	-19	-30	-25	-26	其他长期负债	38	48	73	100	140	177	
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0	负债	246	335	1,232	1,247	1,719	2,337	
投资收益	2	0	12	8	10	13	普通股股东权益	192	292	3,719	4,204	4,966	5,920	
%税前利润	2.2%	0.1%	2.7%	1.2%	1.0%	1.0%	其中：股本	60	60	80	80	80	80	
营业利润	90	116	423	674	1,046	1,311	未分配利润	11	107	437	922	1,684	2,638	
营业利润率	18.4%	17.5%	31.6%	28.5%	28.9%	27.3%	少数股东权益	0	0	8	8	8	8	
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	438	627	4,958	5,459	6,693	8,265	
税前利润	90	116	423	674	1,046	1,311	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	18.4%	17.5%	31.6%	28.5%	28.9%	27.3%	每股指标							
所得税	-14	-13	-63	-67	-94	-118	每股收益	1.28	1.72	4.51	5.42	8.50	10.65	
所得税率	16.0%	11.4%	14.8%	10.0%	9.0%	9.0%	每股净资产	3.20	4.86	46.49	37.54	44.34	52.86	
净利润	76	103	360	607	952	1,193	每股经营现金净流	0.46	0.85	-4.04	8.42	6.07	8.56	
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	1.52	2.38	2.98	
归属于母公司的净利润	77	103	361	607	952	1,193	回报率							
净利率	15.7%	15.5%	26.9%	25.7%	26.3%	24.8%	净资产收益率	39.98%	35.26%	9.69%	14.43%	19.18%	20.15%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	17.55%	16.41%	7.27%	11.12%	14.23%	14.43%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	33.87%	34.12%	7.65%	14.02%	18.63%	19.56%	
净利润	76	103	360	607	952	1,193	增长率							
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	27.29%	35.85%	101.27%	76.72%	53.06%	32.58%	
非现金支出	7	9	27	38	36	42	EBIT 增长率	214.18%	39.68%	161.63%	93.29%	55.11%	25.12%	
非经营收益	6	15	-101	18	-15	-18	净利润增长率	256.22%	33.99%	250.30%	68.29%	56.95%	25.24%	
营运资金变动	-61	-76	-609	11	-488	-532	总资产增长率	48.40%	43.26%	690.61%	10.09%	22.61%	23.48%	
经营活动现金净流	27	51	-323	674	486	685	资产管理能力							
资本开支	-2	-4	-39	25	-33	-36	应收账款周转天数	50.4	66.9	71.8	90.0	95.0	100.0	
投资	-8	4	-1,296	-550	0	0	存货周转天数	145.6	136.3	332.9	320.0	300.0	300.0	
其他	6	0	-2	8	10	13	应付账款周转天数	120.7	99.6	168.3	200.0	180.0	180.0	
投资活动现金净流	-5	1	-1,337	-517	-23	-23	固定资产周转天数	18.0	13.2	14.3	11.6	9.5	8.4	
股权募资	60	0	3,070	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-9	8	8	-62	-1	0	净负债/股东权益	-64.77%	-59.72%	-71.83%	-77.18%	-70.79%	-66.49%	
其他	-2	-15	-25	-123	-191	-239	EBIT 利息保障倍数	10.8	8.2	-4.7	-20.6	-28.7	-30.0	
筹资活动现金净流	49	-7	3,053	-184	-192	-239	资产负债率	56.08%	53.47%	24.84%	22.84%	25.69%	28.27%	
现金净流量	67	37	1,412	-28	271	423								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-14	买入	356.00	433.17~433.17
2	2022-06-23	买入	435.20	576.52
3	2022-08-25	买入	692.76	N/A
4	2022-10-31	买入	492.94	N/A
5	2023-04-26	买入	278.13	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806