

禾迈股份 (688032)

2023 年中报点评: Q2 微逆短期承压, 储能系统起量

买入 (维持)

2023 年 09 月 01 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

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

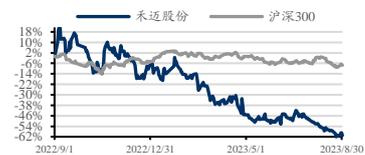
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,537	2,888	5,713	8,648
同比	93%	88%	98%	51%
归属母公司净利润 (百万元)	533	800	1,356	1,913
同比	164%	50%	69%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	6.39	9.60	16.28	22.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.69	27.74	16.37	11.61

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年中报, 2023H1 营收 10.65 亿元, 同增 107.30%; 归母净利 3.48 亿元, 同增 72.68%; 扣非净利 3.32 亿元, 同增 72.58%。2023Q2 营收 4.85 亿元, 同增 70.17%/环降 16.50%; 归母净利 1.72 亿元, 同增 50.28%/环降 2.36%; 扣非净利 1.59 亿元, 同增 48.26%/环降 7.89%。2023H1 业绩主要由微逆贡献, 由于新业务仍处于放量前期, 销售/管理/研发费用率提升至 8.5%/5.2%/8.2%, 影响当期利润, 2023H1 利息收入贡献 7100 万元, 汇兑收益贡献 4200 万元。
- **微逆 Q2 承压、H2 有望逐步修复。** 公司 H1 微逆及监控设备收入 8.8 亿元, 其中微逆约 89.2 万台 (同增 131%), 监控设备约为 10.1 万台 (同增 23%), 其中 Q2 微逆出货 33 万台, 同增 40%, 环降 40%, Q2 环比下降主要是因为欧美市场消化库存且巴西市场高利率影响, 预计随库存消化, 下半年将逐步修复, 全年预计出货量 200 万台, 同增 70%。2023H1 微逆毛利率预计接近 50%, Q2 环比 Q1 持稳, 单台净利约 330~350 元/台。
- **2023H1 公司持续加大研发投入。** 公司研发投入 0.9 亿元, 同增 205%, 研发人员 302 人, 同增 94%。在手货币现金 48 亿元, 资金实力充裕。Q2 经营活动现金流 0.78 亿元, 环比转正。
- **盈利预测与投资评级:** 基于 Q2 微逆短期承压, 出货下行, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年净利润 8.0/13.6/19.1 亿元 (2023/2024/2025 年前值为 12.0/21.9/35.3 亿元), 同增 50.3%/69.5%/41.0%, 基于公司的国产微逆龙头地位, 我们给予 2024 年 25 倍 PE, 对应目标价 407 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)	266.48
一年最低/最高价	256.99/1,338.88
市净率(倍)	3.51
流通 A 股市值(百万元)	11,053.15
总市值(百万元)	22,202.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	75.96
资产负债率(% ,LF)	10.69
总股本(百万股)	83.32
流通 A 股(百万股)	41.48

相关研究

《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》

2023-04-27

《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

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 10.65 亿元, 同比+107.30% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 3.48 亿元, 同比+72.68% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 4.85 亿元, 同比+70.17%, 环比-16.50% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 1.72 亿元, 同比+50.28%, 环比-2.36% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、归母净利率分别为 42.78%、32.72% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 38.43%、35.53% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 1.21 亿元, 同比+362.86% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 0.25 亿元, 同比+168.24%, 环比-74.10% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 11.36%, 同比+6.27pct (%)	5
图 10:	2023Q2 期间费用率 5.14%, 同比+1.88pct, 环比-11.42pct (%)	5
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 0.78 亿元, 同比-43.21%, 环比+184.36% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 1.14 亿元, 同比+184.84%, 环比-20.59% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 8.18 亿元, 同比+154.93%, 环比+4.37% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q2 期末应收账款 3.35 亿元, 同比+56.25%, 环比-2.89% (亿元, %)	6
表 1:	2023H1 收入 10.65 亿元, 同比增长 107.30%; 归母净利润 3.48 亿元, 同比增长 72.68% (单位: 亿元)	3

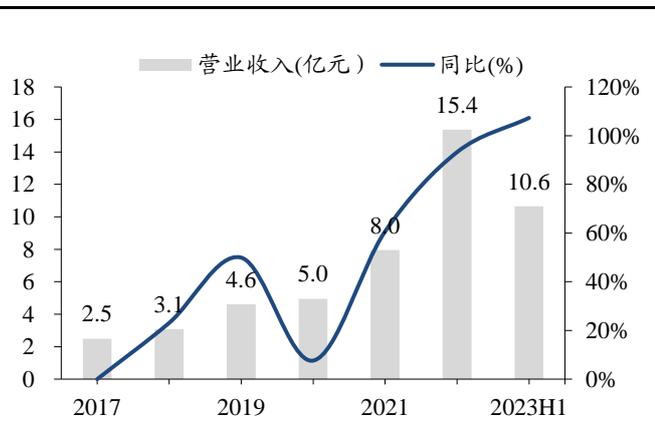
事件:公司发布 2023 年半年报,2023H1 实现营业收入 10.65 亿元,同比增长 107.30%;实现利润总额 3.93 亿元,同比增长 68.59%;实现归属母公司净利润 3.48 亿元,同比增长 72.68%;实现扣非归母净利润 3.32 亿元,同比增长 72.58%。2023H1 毛利率为 42.78%,同比下降 3.30pct,2023H1 归母净利率为 32.72%,同比下降 6.56pct;2023H1 扣非归母净利率 31.19%,同比下降 6.27pct。2023Q2 实现营业收入 4.85 亿元,同比增长 70.17%,环比下降 16.50%;实现利润总额 1.93 亿元,同比增长 44.93%,环比下降 3.86%;实现归属母公司净利润 1.72 亿元,同比增长 50.28%,环比下降 2.36%;实现扣非归母净利润 1.59 亿元,同比增长 48.26%,环比下降 7.89%。2023Q2 毛利率为 38.43%,同比下降 5.95pct,环比下降 7.98pct;2023Q2 归母净利率为 35.53%,同比下降 4.70pct,环比增长 5.15pct;2023Q2 扣非归母净利率 32.87%,同比下降 4.86pct,环比上升 3.07pct。

表1: 2023H1 收入 10.65 亿元,同比增长 107.30%;归母净利润 3.48 亿元,同比增长 72.68% (单位: 亿元)

禾迈股份	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	10.65	5.14	107.30%	4.85	2.85	70.17%	5.80	-16.50%
营业成本	6.09	2.77	120.00%	2.98	1.58	88.36%	3.11	-4.06%
毛利率	42.8%	46.1%	-3.30pct	38.4%	44.4%	-5.95pct	46.4%	-7.98pct
营业利润	3.93	2.33	68.47%	1.93	1.33	44.88%	2.00	-3.52%
利润总额	3.93	2.33	68.59%	1.93	1.33	44.93%	2.00	-3.86%
归属母公司净利润	3.48	2.02	72.68%	1.72	1.15	50.28%	1.76	-2.36%
扣非归母净利润	3.32	1.92	72.58%	1.59	1.07	48.26%	1.73	-7.89%
归母净利率	32.7%	39.3%	-6.56pct	35.5%	40.2%	-4.70pct	30.4%	+5.15pct
扣非归母净利率	31.2%	37.5%	-6.27pct	32.9%	37.7%	-4.86pct	29.8%	+3.07pct

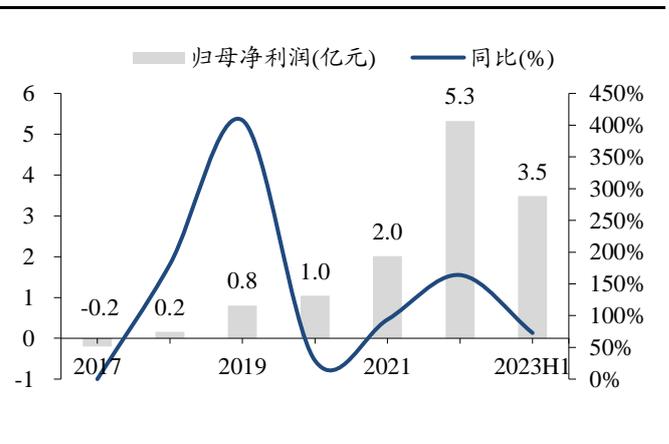
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 10.65 亿元,同比+107.30% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 3.48 亿元,同比+72.68% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 4.85 亿元, 同比+70.17%, 环比-16.50% (亿元, %)



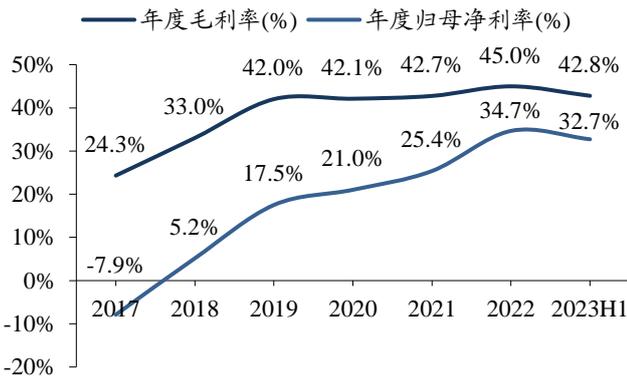
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 1.72 亿元, 同比+50.28%, 环比-2.36% (亿元, %)



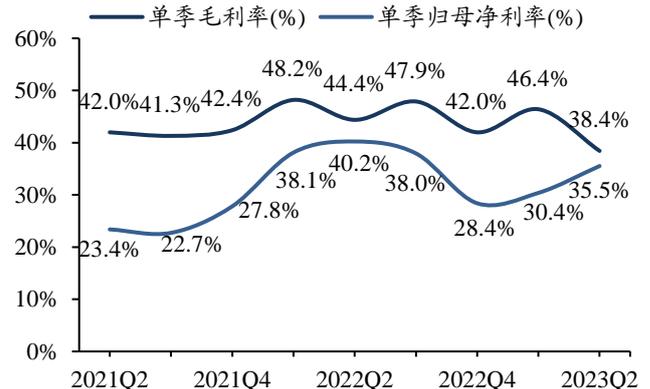
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 42.78%、32.72% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 38.43%、35.53% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

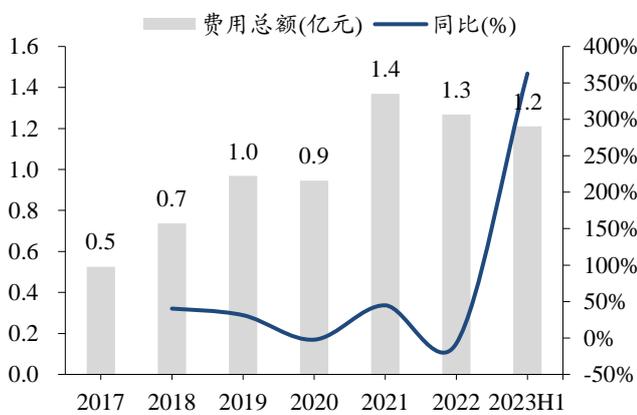
微逆 Q2 承压、H2 有望逐步修复。公司 H1 微逆及监控设备收入 8.8 亿元, 其中微逆约 89.2 万台 (同增 131%), 监控设备约为 10.1 万台 (同增 23%), 其中 Q2 微逆出货 33 万台, 同增 40%, 环降 40%, Q2 环比下降主要是因为欧美市场消化库存且巴西市场高利率影响, 预计随库存消化, 下半年将逐步修复, 全年预计出货量 200 万台, 同增 70%。2023H1 微逆毛利率预计接近 50%, Q2 环比 Q1 持稳, 单台净利约 330~350 元/台。

2023H1 公司持续加大研发投入。研发投入 0.9 亿元, 同增 205%, 研发人员 302 人, 同增 94%。在手货币现金 48 亿元, 资金实力充裕。Q2 经营活动现金流 0.78 亿元, 环比转正。

财务费用改善, 期间费用优化。公司 2023H1 期间费用合计 1.21 亿元, 同比增长

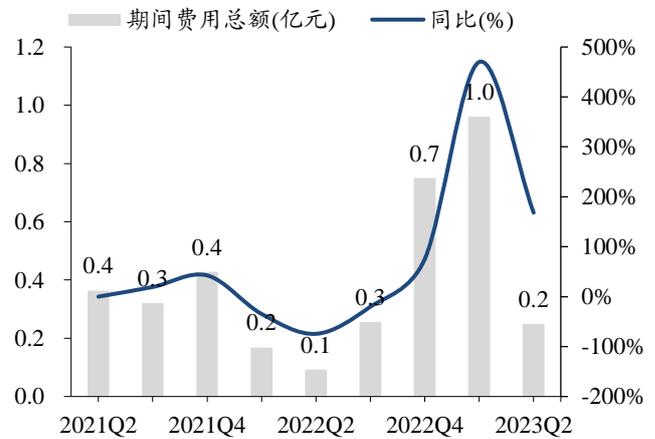
362.86%；期间费用率为 11.36%，同比增长 6.27pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 138.33%、上升 114.68%、上升 205.04%、下降 69.17%至 0.91 亿元、0.55 亿元、0.87 亿元、-1.12 亿元；费用率分别同比上升 1.11、上升 0.18、上升 2.62、上升 2.37 个百分点至 8.52%、5.19%、8.16%、-10.51%。公司 2023Q2 期间费用合计 0.25 亿元，同比增长 168.24%，环比下降 74.10%；期间费用率为 5.14%，同比增长 1.88pct，环比下降 11.42pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 51.55%、上升 85.14%、上升 196.96%、下降 92.56%至 0.35 亿元、0.28 亿元、0.5 亿元、-0.88 亿元；费用率分别同比下降 0.89、上升 0.46、上升 4.42、下降 2.11 个百分点至 7.24%、5.68%、10.35%、-18.14%。

图7：2023H1 期间费用 1.21 亿元，同比+362.86%（亿元，%）



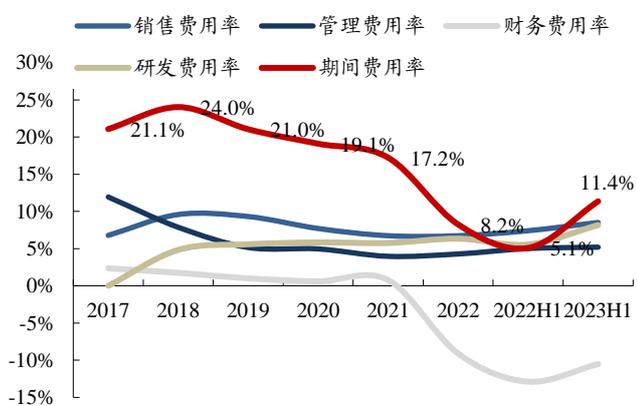
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 0.25 亿元，同比+168.24%，环比-74.10%（亿元，%）



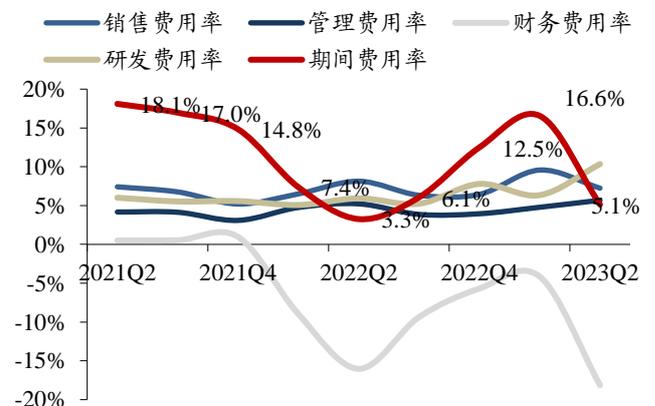
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023H1 期间费用率 11.36%，同比+6.27pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q2 期间费用率 5.14%，同比+1.88pct，环比-11.42pct（%）

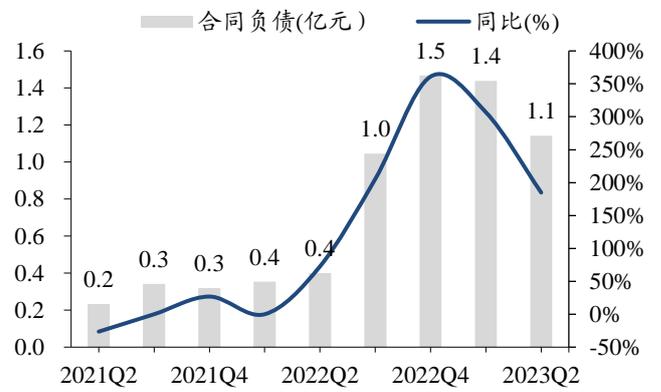
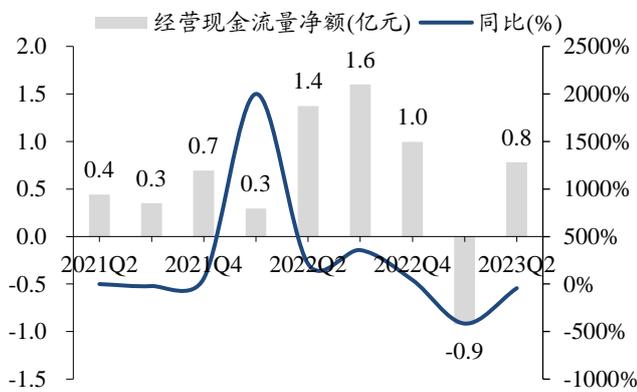


数据来源：Wind，东吴证券研究所

应收账款周转加快，Q2 经营活动现金流转正。2023H1 经营活动现金流量净流出 0.14 亿元，同比下降 108.68%。销售商品取得现金 9.62 亿元，同比增长 96.01%。期末合同负债 1.14 亿元，同比增长 184.84%。期末应收账款 3.35 亿元，同比增长 56.25%。应收账款周转天数同比下降 19.91 天至 53.94 天。期末存货 8.18 亿元，同比上升 154.93%。存货周转天数同比上升 29.54 天至 219.27 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 0.78 亿元，同比下降 43.21%，环比增长 184.36%。销售商品取得现金 3.75 亿元，同比增长 20.67%，环比下降 36.03%。期末合同负债 1.14 亿元，同比增长 184.84%，环比下降 20.59%。期末应收账款 3.35 亿元，同比增长 56.25%，环比下降 2.89%。应收账款周转天数同比下降 19.91 天至 53.94 天。期末存货 8.18 亿元，同比上升 154.93%，环比增长 4.37%。存货周转天数同比上升 29.54 天至 219.27 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 0.78 亿元，同比-43.21%，环比+184.36% (亿元，%)

图12: 2023Q2 期末合同负债 1.14 亿元，同比+184.84%，环比-20.59% (亿元，%)

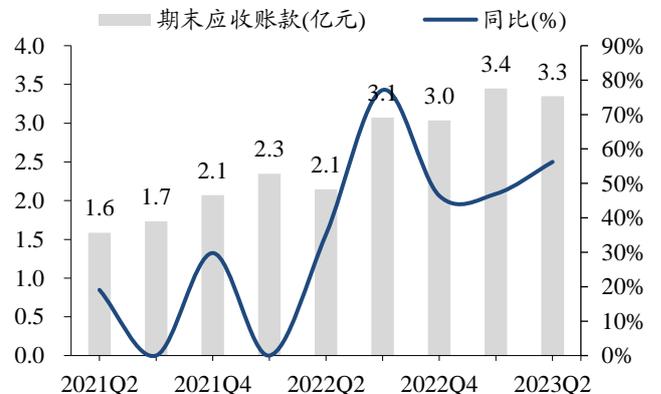
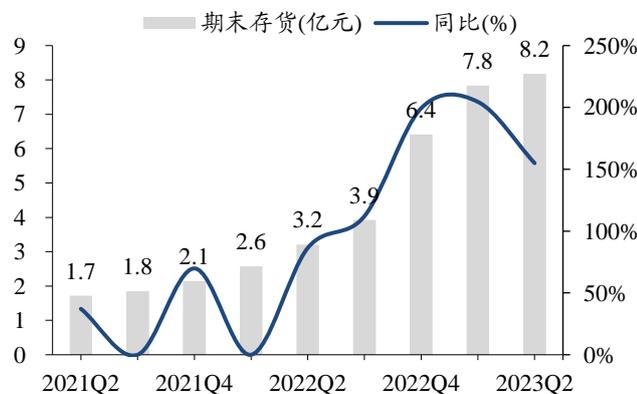


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 8.18 亿元，同比+154.93%，环比+4.37% (亿元，%)

图14: 2023Q2 期末应收账款 3.35 亿元，同比+56.25%，环比-2.89% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于 Q2 微逆短期承压，出货下行，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年净利润 8.0/13.6/19.1 亿元(2023/2024/2025 年前值为 12.0/21.9/35.3 亿元)，同增 50.3%/69.5%/41.0%，基于公司的国产微逆龙头地位，我们给予 2024 年 25 倍 PE，对应目标价 407 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，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	7,751	10,271	13,482	营业总收入	1,537	2,888	5,713	8,648
货币资金及交易性金融资产	5,478	5,732	6,125	7,217	营业成本(含金融类)	845	1,661	3,400	5,352
经营性应收款项	353	696	1,276	1,995	税金及附加	10	14	29	43
存货	642	1,021	2,335	3,484	销售费用	103	168	297	432
合同资产	12	48	70	125	管理费用	66	127	229	346
其他流动资产	157	254	465	662	研发费用	97	173	314	432
非流动资产	675	1,156	1,844	2,346	财务费用	(140)	(103)	(41)	(40)
长期股权投资	8	11	17	22	加:其他收益	61	58	57	86
固定资产及使用权资产	220	468	905	1,201	投资净收益	11	4	6	9
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	9	9	19
长期待摊费用	8	9	10	11	营业利润	612	918	1,557	2,197
其他非流动资产	68	54	79	83	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	7,318	8,907	12,115	15,827	利润总额	613	920	1,558	2,198
流动负债	842	1,475	3,146	4,777	减:所得税	80	120	203	286
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	净利润	532	800	1,356	1,912
经营性应付款项	534	938	2,034	3,113	减:少数股东损益	0	0	(1)	(1)
合同负债	147	202	502	721	归属母公司净利润	533	800	1,356	1,913
其他流动负债	156	330	605	939	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.39	9.60	16.28	22.96
非流动负债	67	67	67	67	EBIT	461	745	1,445	2,042
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	477	760	1,480	2,101
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.98	42.49	40.49	38.11
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	34.66	27.71	23.74	22.12
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	93.23	87.96	97.81	51.38
负债合计	909	1,543	3,213	4,845	归母净利润增长率(%)	163.98	50.26	69.47	41.03
归属母公司股东权益	6,408	7,365	8,902	10,984					
少数股东权益	0	0	(1)	(1)					
所有者权益合计	6,409	7,365	8,902	10,983					
负债和股东权益	7,318	8,907	12,115	15,827					

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	580	918	1,454	每股净资产(元)	114.44	131.51	158.97	196.14
投资活动现金流	(553)	(326)	(526)	(363)	最新发行在外股份(百万股)	83	83	83	83
筹资活动现金流	(179)	0	0	0	ROIC(%)	6.44	9.39	15.43	17.84
现金净增加额	(306)	254	393	1,092	ROE-摊薄(%)	8.31	10.87	15.23	17.41
折旧和摊销	15	16	35	59	资产负债率(%)	12.42	17.32	26.52	30.61
资本开支	(470)	(339)	(520)	(362)	P/E (现价&最新股本摊薄)	41.69	27.74	16.37	11.61
营运资本变动	(103)	(299)	(521)	(624)	P/B (现价)	2.33	2.03	1.68	1.36

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>