

禾迈股份 (688032)

2021 年报点评: 传统+新兴市场出货高增, 公司量利双升

买入 (维持)

2022 年 04 月 20 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	795	1,368	2,560	4,384
同比	61%	72%	87%	71%
归属母公司净利润 (百万元)	202	484	936	1,446
同比	94%	140%	93%	54%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.04	12.09	23.40	36.16
P/E (现价&最新股本摊薄)	129.96	54.19	28.01	18.13

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2021 年年报, 实现营收 7.95 亿元, 同增 60.64%; 实现归母净利润 2.02 亿元, 同增 93.78%。其中 2021Q4, 实现营收 2.88 亿元, 同增 52.09%, 环增 52.59%; 实现归母净利润 0.80 亿元, 同增 106.94%, 环增 86.69%, 符合市场预期。

■ **2021 微逆出货翻番, 结构改善提升盈利:** 公司 2021 年微逆出货量达 40.44 万台, 同增 128.22%, 营收达 4.52 亿元, 同增 161.33%, 单台售价约 1117 元, 同比提升 14.5%。2021 年微逆毛利率达 54.30%, 同比提升 0.5pct, 原因有 2: 1) 高毛利率的海外营收占比 94.56%, 同比提升 11.7pct。(海外毛利率 54.86%, 国内毛利率 44.6%); 2) 高毛利欧洲市场营收同增 191%, 欧洲地区毛利率约 58%, 高于拉美北美约 5pct。公司 60 万台新产能于 2022 年 8 月投产, 总产能达 100 万台, 生产规模优势提升, 一拖六产品向工商业发力, 叠加欧美市场市占率快速提升, 我们预计公司微逆将继续保持高速增长, 我们预计 2022 年出货超 80 万台, 超 100%增长。

■ **上市募资后资金充足, 为后续发展提供强力支撑。** 上市募资后, 公司资金充足, 2021 年末公司货币资金达 55.80 亿元, 充足的资金将有力推动公司后续发展, 为后续扩产、研发、品牌渠道建设提供强力支撑。

■ **未来储能加速发力, 成为公司新增长动力。** 公司 2022 年将推出两端口储能机, 2023 年成为公司销售重点, 储能将与微逆共同增长, 我们预计储能将成为公司新增长动力。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于公司账上现金充足+欧美市场出货超我们预期, 我们上调公司业绩, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 4.84/9.36/14.46 亿元 (2022、2023 年前值为 4.51、9.05 亿元), 同比 +140%/+93%+54%, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期、行业竞争超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	655.45
一年最低/最高价	560.00/824.00
市净率(倍)	4.38
流通 A 股市值(百万元)	5,768.39
总市值(百万元)	26,218.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	149.63
资产负债率(% ,LF)	6.81
总股本(百万股)	40.00
流通 A 股(百万股)	8.80

相关研究

《禾迈股份(688032): 深耕微逆潜力赛道, 龙头禾迈大有可为【勘误版】》

2022-01-30

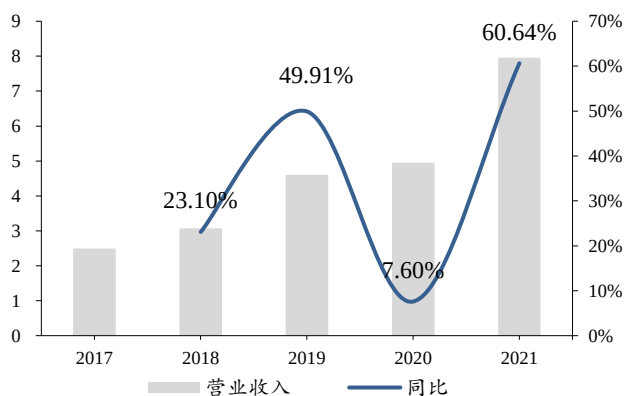
2021 年归母净利润 2.02 亿元，同增 93.78%，符合市场预期。公司发布 2021 年年报，报告期内实现营业收入 7.95 亿元，同比增长 60.64%；实现归属母公司净利润 2.02 亿元，同比增长 93.78%。其中 2021Q4，实现营业收入 2.88 亿元，同比增长 52.09%，环比增长 52.59%；实现归属母公司净利润 0.8 亿元，同比增长 106.94%，环比增长 86.69%。2021 年毛利率为 42.75%，同比上升 0.64pct，2021Q4 毛利率 42.39%，同比上升 0.23pct，环比上升 1.09pct；2021 年归母净利率为 25.37%，同比上升 4.34pct，2021Q4 归母净利率 27.80%，同比上升 7.37pct，环比上升 5.08pct，符合市场预期。

表 1：2021 年营收 7.95 亿元，同比增长 60.64%；盈利 2.02 亿元，同比增长 93.78%

禾迈股份	2021	2020	同比	2021Q4	2020Q4	同比	2021Q3	环比
营业收入	7.95	4.95	60.6%	2.88	1.90	52.1%	1.89	52.6%
毛利率	42.8%	42.1%	0.6pct	42.4%	42.2%	0.2pct	41.3%	1.1pct
营业利润	2.22	1.19	86.8%	0.92	0.46	100.1%	0.43	114.5%
利润总额	2.25	1.19	88.0%	0.93	0.47	98.4%	0.44	110.4%
归属母公司净利润	2.02	1.04	93.8%	0.80	0.39	106.9%	0.43	86.7%
扣非归母净利润	1.96	0.99	98.2%	0.78	0.37	111.1%	0.41	88.2%
归母净利率	25.4%	21.0%	4.3pct	27.8%	20.4%	7.4pct	22.7%	5.1pct
股本	0.40	0.30	-	0.40	0.30	-	0.30	-
EPS	5.04	3.47	45.3%	2.00	1.29	55.2%	1.43	40.0%

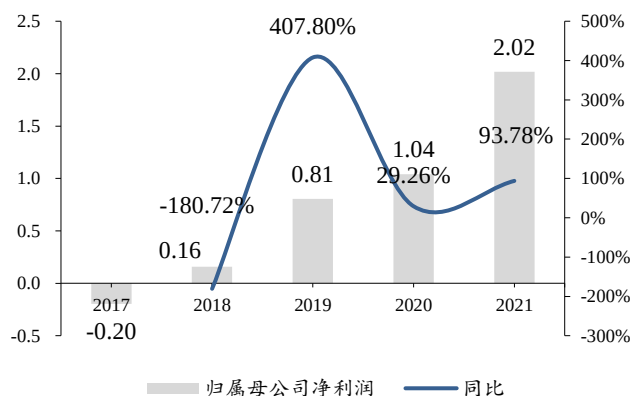
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：2021 年营收 7.95 亿元，同比+60.64%（亿元）



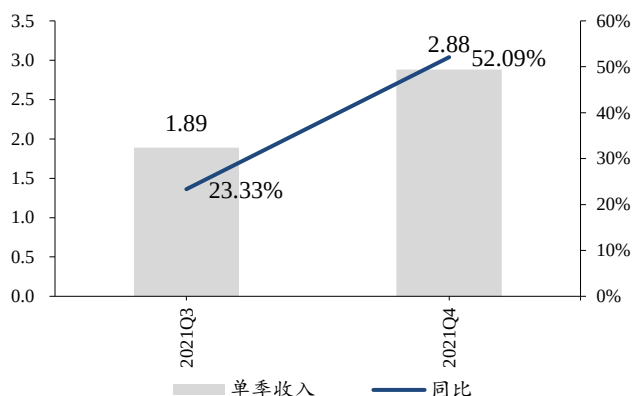
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年归母净利润 2.02 亿元，同比+93.78%（亿元）



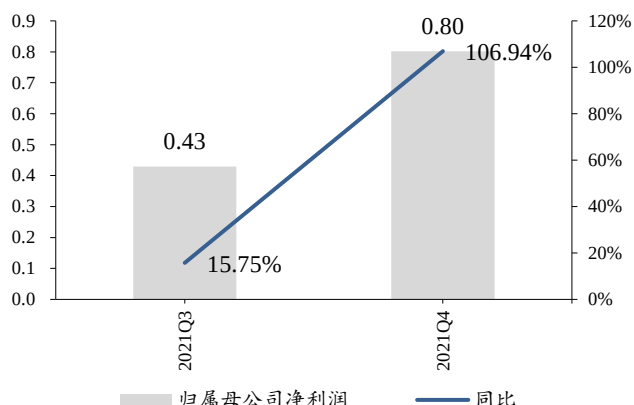
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3: 2021Q4 收入 2.88 亿元, 同比+52.09% (亿元)



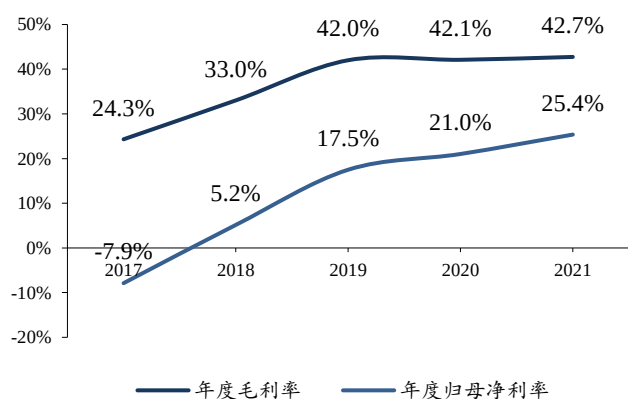
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 2021Q4 归母净利润 0.8 亿元, 同比+106.94% (亿元)



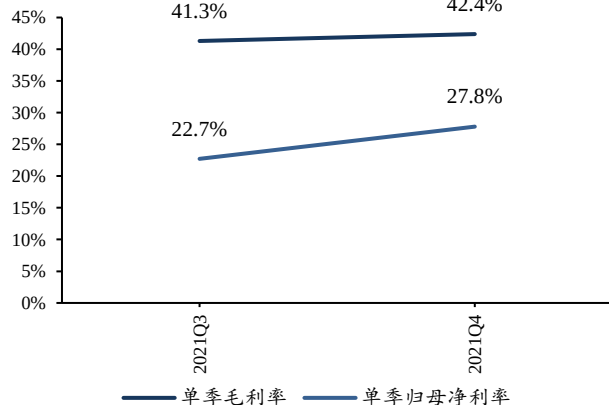
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 2021 年毛利率、净利率同比+0.64、+4.34pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

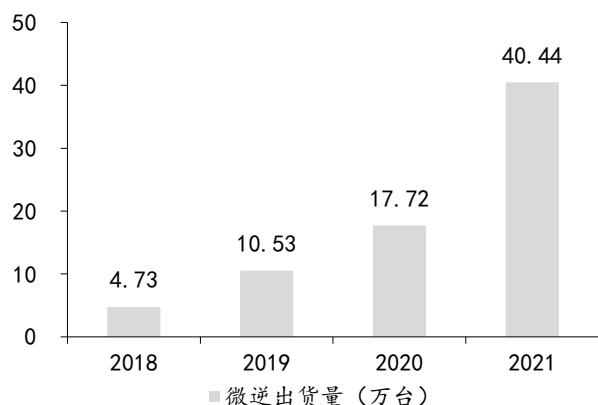
图6: 2021Q4 毛利率、净利率同比+0.23、+7.37pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

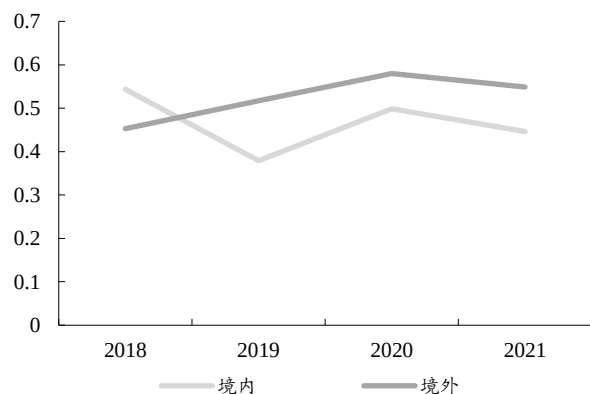
2021 微逆出货翻番, 结构改善提升盈利。公司 2021 年微逆出货量达 40.44 万台, 同增 128.22%, 营收达 4.52 亿元, 同增 161.33%, 单台售价约 1117 元, 同比提升 14.5%。21 年微逆毛利率达 54.3%, 同比提升 0.5pct, 原因有 2: 1) 高毛利率的海外营收占比 94.56%, 同比提升 11.7pct。(境外毛利率 54.86%, 境内毛利率 44.64%); 2) 高毛利欧洲市场营收同增 191%, 欧洲地区毛利率约 58%, 高于拉美北美约 5pct。公司 60 万台新产能于 2022 年 8 月投产, 总产能达 100 万台, 生产规模优势提升, 一拖六产品向工商业发力, 叠加欧美市场市占率快速提升, 我们预计公司微逆将继续保持高速增长, 2022 年出货超 80 万台, 超 100%增长。

图7: 微逆历年出货量 (万台)



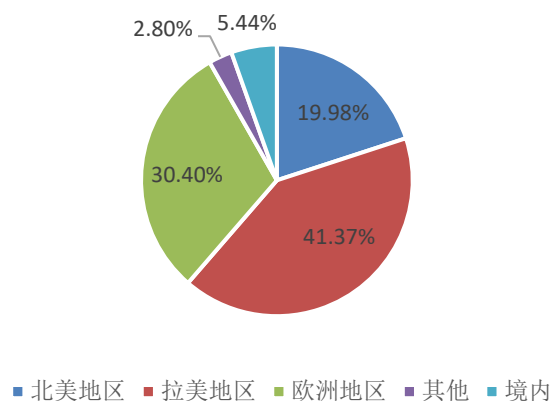
数据来源: 招股说明书, 公司年报, 东吴证券研究所

图9: 微逆历年境内外毛利率



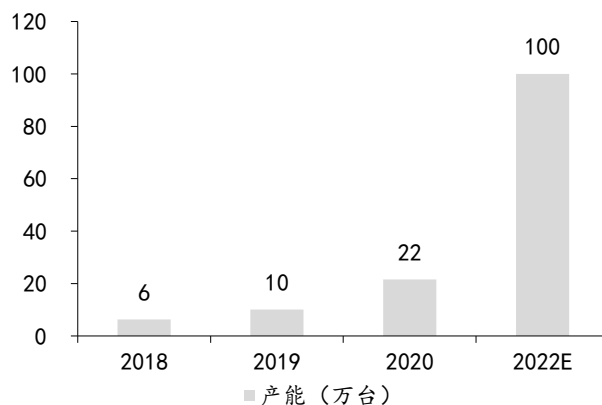
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 微逆 2021 年营收区域分布



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

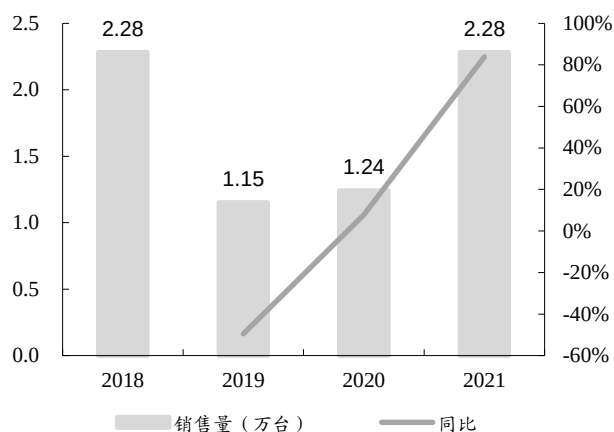
图10: 微逆历年产能 (万台)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

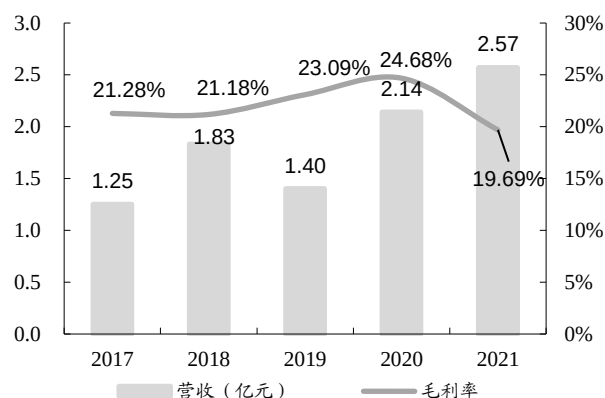
电气成套设备业务出货高增。2021 年电气成套设备销量达 2.28 万台, 同增 83.51%, 营收 2.57 亿元, 同增 19.84%。毛利率为 19.69%, 同降约 5pct。

图11: 电气成套设备出货量 (万台)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

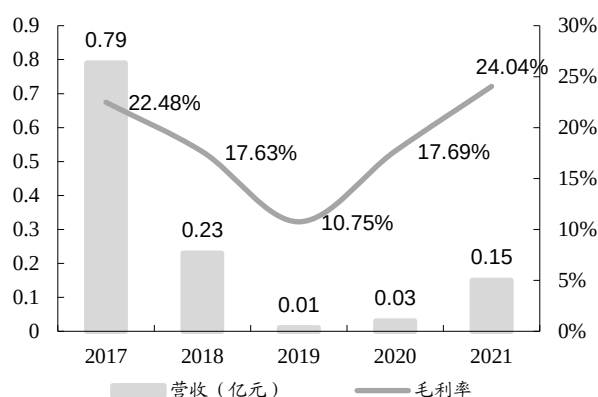
图12: 电气成套设备营收、毛利率情况 (亿元、%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

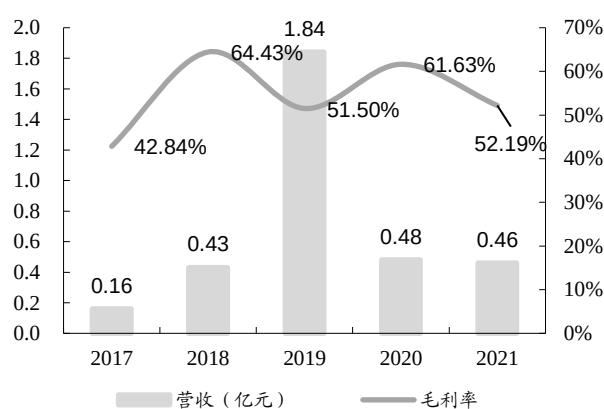
分布式系统营收高增, 模块化逆变器业务有所下滑。2021 年分布式光伏发电系统营收达 0.15 亿元, 同增 400%, 毛利率 24.04%, 同增约 6.4pct。模块化逆变器及其他电力变换设备营收达 0.46 亿元, 同降 4.17%, 毛利率 52.19%, 同降 9.4pct。

图13: 分布式系统营收、毛利率情况 (亿元、%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图14: 模块化逆变器业务营收、毛利率 (亿元、%)

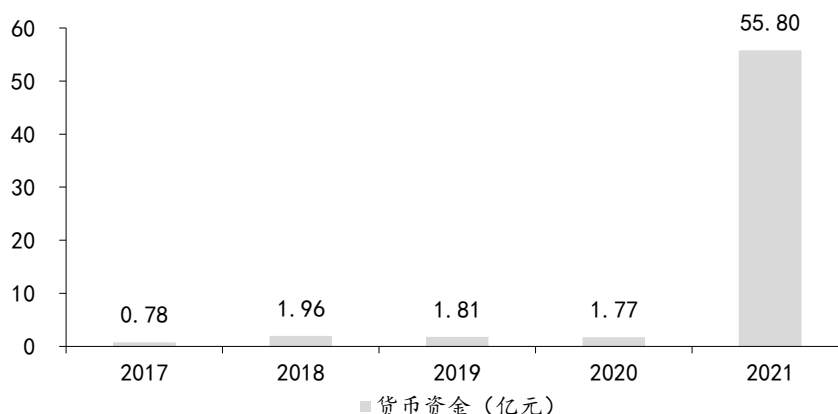


数据来源: wind, 东吴证券研究所

上市募资后资金充足, 为后续发展提供强力支撑。上市募资后, 公司资金充足, 2021 年末公司货币资金达 55.80 亿元, 充足的资金将有力推动公司后续发展, 为后续扩产、研发、品牌渠道建设提供强力支撑。

未来储能加速发力, 成为公司新增长动力。公司 2022 年将推出两端口储能机, 2023 年成为公司销售重点, 储能将与微逆共同增长, 我们预计储能成为公司新增长动力。

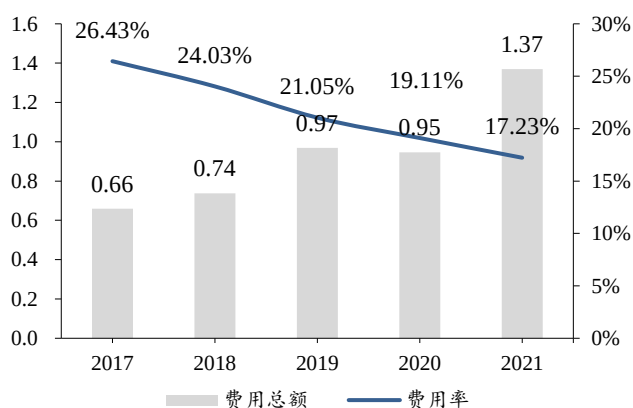
图15: 禾迈股份历年货币资金 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

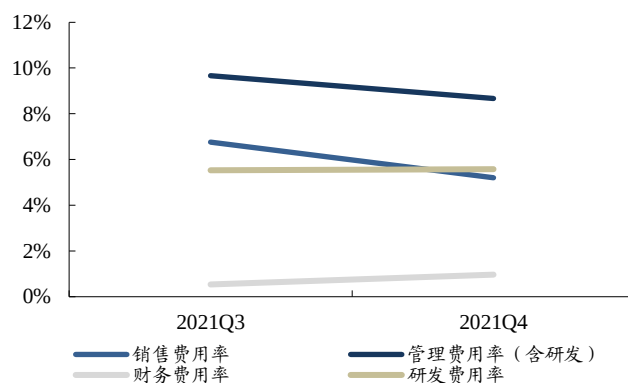
随销售规模扩大, 期间费用率有所下降: 公司 2021 年费用同比增长 44.84% 至 1.37 亿元, 期间费用率下降 1.88 个百分点至 17.23%。其中, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比上升 40.43%、上升 44.64%、上升 58.55%、上升 104.06% 至 0.54 亿元、0.77 亿元、0.46 亿元、0.06 亿元; 费用率分别下降 0.97、下降 1.08、下降 0.08、上升 0.16 个百分点至 6.73%、9.72%、5.76%、0.77%。2021Q4, 销售、管理 (含研发)、研发、财务费用分别同比 +5.61%/+11.90%/+140.98%/+140.62%, 费用率分别为 5.20%/8.67%/5.58%/0.97%。其中销售费用大幅增加主要系本期人员及薪酬、市场推广费和质保费增加所致; 管理费用大幅增加主要系公司经营规模扩大引起的人员及薪酬、办公场地租费成本等行政开支增加所致。

图16: 公司 2021 年期间费用 1.37 亿元, 费用率 17.23%



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图17: 2021Q4 期间费用率 14.84%, 同比-0.99pct

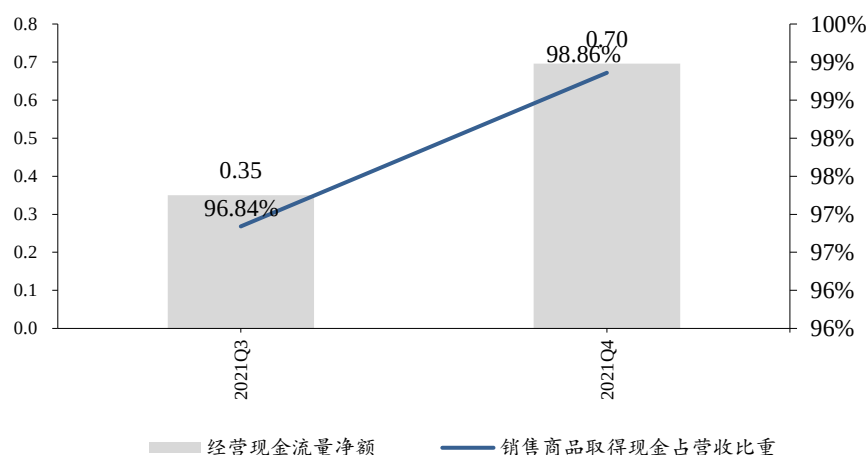


数据来源: wind, 东吴证券研究所

现金流大幅增长, 存货管理良好。 2021 年经营活动现金流量净流入 1.50 亿元, 同比增长 59.93%, 其中 2021Q4 经营活动现金流量净额 0.7 亿元; 销售商品取得现金 7.67

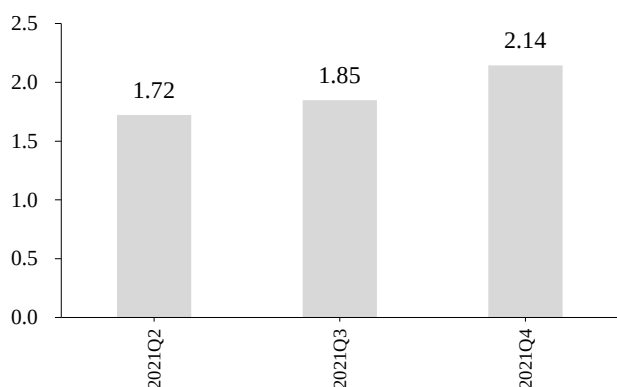
亿元，同比增长 92.59%。期末合同负债 0.32 亿元，比年初增长 26.86%。期末应收账款 2.07 亿元，较期初增长 0.48 亿元，应收账款周转天数下降 0 天至 83.06 天。期末存货 2.14 亿元，较期初上升 0.88 亿元；存货周转天数上升 1.51 天至 134.65 天。

图18: 2021Q4 现金净流入 0.7 亿元，同比+57.74%



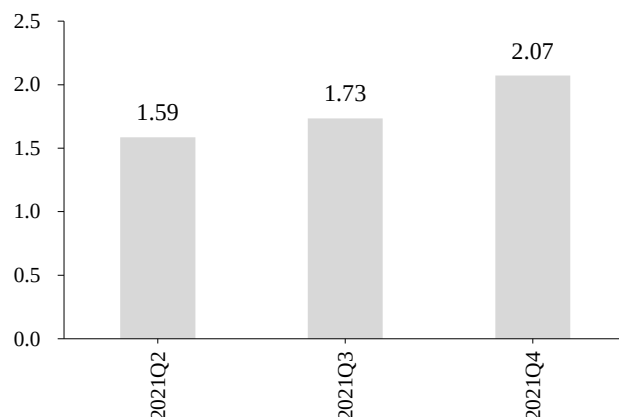
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图19: 2021Q4 期末存货 2.14 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图20: 2021Q4 期末应收账款 2.07 亿元，较期初+0.48 亿元



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司账上现金充足+欧美市场出货超我们预期，我们上调公司业绩，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 4.84/9.36/14.46 亿元（2022、2023 年前值为 4.51、9.05 亿元），同比+140%/+93%+54%，维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期，行业竞争超预期。

禾迈股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,237	12,465	13,687	15,874	营业总收入	795	1,368	2,560	4,384
货币资金及交易性金融资产	5,690	11,619	12,117	13,190	营业成本(含金融类)	455	746	1,406	2,416
经营性应收款项	260	414	730	1,280	税金及附加	5	7	13	22
存货	214	339	650	1,106	销售费用	54	89	166	263
合同资产	20	32	62	105	管理费用	32	55	102	175
其他流动资产	54	61	128	192	研发费用	46	82	173	337
非流动资产	185	342	667	830	财务费用	6	-12	-234	-375
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	34	51	66
固定资产及使用权资产	105	239	526	671	投资净收益	1	133	115	88
在建工程	44	65	84	101	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	17	17	16	16	减值损失	-8	0	0	0
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	营业利润	222	568	1,100	1,700
其他非流动资产	16	18	37	37	营业外净收支	2	1	2	1
资产总计	6,423	12,807	14,354	16,704	利润总额	225	569	1,101	1,701
流动负债	373	596	1,105	1,909	减:所得税	23	85	165	255
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	0	0	0	净利润	202	484	936	1,446
经营性应付款项	225	390	715	1,246	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	32	58	104	184	归属母公司净利润	202	484	936	1,446
其他流动负债	96	147	285	479	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.04	12.09	23.40	36.16
非流动负债	65	65	65	65	EBIT	204	390	699	1,171
长期借款	22	22	22	22	EBITDA	213	402	724	1,212
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.75	45.44	45.06	44.90
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.37	35.36	36.57	32.99
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	60.64	72.05	87.10	71.29
负债合计	438	661	1,170	1,974	归母净利润增长率(%)	93.78	139.81	93.50	54.49
归属母公司股东权益	5,985	12,146	13,184	14,731					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,985	12,146	13,184	14,731					
负债和股东权益	6,423	12,807	14,354	16,704					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	150	310	630	1,089	每股净资产(元)	149.63	242.92	263.68	294.61
投资活动现金流	-153	63	-132	-14	最新发行在外股份(百万股)	40	40	40	40
筹资活动现金流	5,422	5,557	-1	-1	ROIC(%)	5.71	3.64	4.68	7.12
现金净增加额	5,412	5,930	497	1,074	ROE-摊薄(%)	3.37	3.98	7.10	9.82
折旧和摊销	8	13	25	40	资产负债率(%)	6.81	5.16	8.15	11.82
资本开支	-43	-67	-247	-101	P/E(现价&最新股本摊薄)	129.96	54.19	28.01	18.13
营运资本变动	-69	-99	-286	-439	P/B(现价)	4.38	2.70	2.49	2.22

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>

