



2022年05月19日

策略类●证券研究报告

新股专题覆盖：昱能科技（2022年第50期）

（新股专题覆盖报告旨在针对本周询价上市公司进行简单的研究梳理）

投资要点

- ◆ 下周二（5月24日）有一家科创板上市公司昱能科技询价。

◆ **昱能科技（688348）：**公司专注于光伏发电新能源领域，主要产品包括微型逆变器、智控关断器、能量通信及监控分析系统等。公司2019-2021年分别实现营业收入3.85亿元/4.89亿元/6.65亿元，YOY依次为63.27%/27.29%/35.85%，三年营业收入的年复合增速41.33%；实现归母净利润0.22亿元/0.77亿元/1.03亿元，YOY依次为70.74%/256.22%/33.99%，三年归母净利润的年复合增速101.24%。最新报告期，2022Q1公司实现营业收入1.74亿元，同比增长51.61%；实现归母净利润0.31亿元，同比增长123.87%。根据公司初步预测，预计2022H1公司净利润同比增长216%至243%。

- **投资亮点：**1、公司在微型逆变器领域技术及市场领先优势相对明显。公司是行业内最早实现微型逆变器量产出货的境内厂商之一，根据国际知名的能源研究机构Wood Mackenzie数据，2020年公司在微型逆变器市场产品出货量位列全球厂商第2名、国内厂商第1名。同时，公司在原有产品工艺的基础上不断推陈出新，拓宽产品类型，于2019年底成为全球第二家推出面向美国市场符合Sunspec行业标准的智控关断器的厂商。截止目前，公司产品销往中国大陆及美洲、欧洲、澳洲等90多个国家及地区。2、随着“整县推进”试点工作在全国各省市全面推开，分布式光伏市场高增有望持续，推动公司经营业绩向好。为了缓解国内光伏东中西部发电、用电的不平衡状况以及集中式光伏发电的输送损耗问题，2013年、2014年开始，国家发改委、国家能源局等部门逐步推出了一系列鼓励分布式光伏的政策；2021年分布式光伏发电新增装机占全部新增光伏发电装机的53%，历史上首次突破50%。而随着“整县推进”试点工作在全国各省市全面推开以及国补0.03元/kWh的政策刺激下，分布式装机的高速增长有望持续。3、公司核心团队具有丰富的半导体及光伏行业经验，预计能够帮助公司更好地进行技术产品迭代及商业化推进。
- **同行业上市公司对比：**昱能科技的可比上市公司主要有禾迈股份、锦浪科技、固德威等；其中，禾迈股份的主要产品也包括微型逆变器，业务结构与公司更为相近。以上述可比公司来看，平均收入规模为22.62亿元，平均毛利率为34.4%，平均PE-TTM为104.10X；而主要产品同样为微型逆变器的禾迈股份PE-TTM为117.14X。比较来看，昱能科技的收入规模明显低于可比公司平均水平、毛利率则要略高于可比公司平均水平；而与禾迈股份相比，公司规模和毛利率虽然略低于禾迈，但可能更为相似。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

新股专题报告

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsc.cn

内容目录

| | |
|-----------------------|---|
| 一、昱能科技 | 3 |
| (一) 基本财务状况 | 3 |
| (二) 行业情况 | 4 |
| (三) 公司亮点 | 5 |
| (四) 募投项目投入 | 6 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 | 7 |
| (六) 风险提示 | 7 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化 | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化 | 4 |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 | 4 |
| 图 4: 公司 ROE 变化 | 4 |
| 图 5: 2018-2020 年期间微型逆变器出货量及市值 | 5 |
| 图 6: 2013-2021 年中国集中式、分布式光伏新增装机量占比情况 | 6 |
| | |
| 表 1: 公司本次 IPO 募投项目投入 | 6 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比 | 7 |

一、昱能科技

公司专注于光伏发电新能源领域，主要从事分布式光伏发电系统中组件级电力电子设备的研发、生产及销售，主要产品包括微型逆变器、智控关断器、能量通信及监控分析系统等。

在产品方面，公司实现了较强的市场量产领先性和丰富的产品布局。公司是行业内最早实现微型逆变器量产出货的境内厂商之一，并在此基础上不断推陈出新，相继研制出并取得欧美市场认证的全球首款三相微型逆变器以及全球首款单相四体微型逆变器，并于 2019 年底成为全球第二家推出面向美国市场符合 Sunspec 行业标准的智控关断器的厂商。同时，公司开发了能量通信及监控分析系统，有效提升了下游客户分布式光伏发电系统的实时监控及高效运维的便利性。凭借研发创新、产品认证以及全球化营销网络等方面的优势，公司在光伏发电新能源领域积累形成了较高的品牌知名度和市场认可度并取得了 100 多项国内外认证证书或相应列名，产品销往中国大陆及美洲、欧洲、澳洲等 90 多个国家及地区。根据国际知名的能源研究机构 Wood Mackenzie 数据，2020 年公司在微型逆变器市场产品出货量位列全球厂商第 2 名、国内厂商第 1 名。

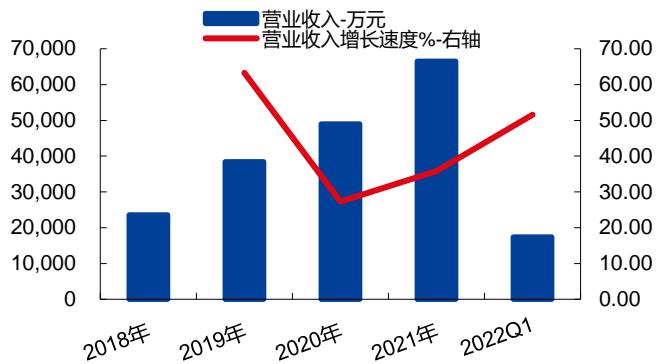
凭借在光伏逆变器领域的突出表现，公司取得较高的行业的地位；于 2016 年 5 月被国家工信部认定为符合《光伏制造行业规范条件》的企业（第五批），并被评为“全国电子信息行业最具发展潜力企业”、“浙江省专利示范企业”；截止目前，公司建有浙江省昱能微逆变器研究院、浙江省企业技术中心、浙江省高新技术企业研究开发中心；参与制定 13 项国家、行业或团体标准，其中作为第一起草单位起草了《光伏发电并网微型逆变器》团体标准。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 3.85 亿元/4.89 亿元/6.65 亿元，YOY 依次为 63.27%/27.29%/35.85%，三年营业收入的年复合增速 41.33%；实现归母净利润 0.22 亿元/0.77 亿元/1.03 亿元，YOY 依次为 70.74%/256.22%/33.99%，三年归母净利润的年复合增速 101.24%。最新报告期，2022Q1 公司实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 51.61%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 123.87%。

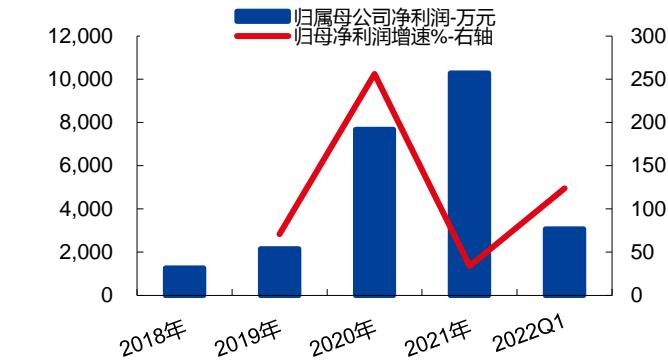
2021 年，公司主营业务收入按产品类型分为四大板块，包括微型逆变器（5.12 亿元，77.67%）、智控关断器（0.87 亿元，13.27%）、能量通信器（0.53 亿元，8.09%）以及其他产品（0.06 亿元，0.97%）。2019 年至 2021 年间，微型逆变器一直是公司的核心业务板块，三年内的收入占比始终维持在 75%以上；而随着公司新产品智控关断器产业化落地，相应产品收入占比由 2019 年的 0.03%逐渐提升至 2021 年的 13.27%。

图 1：公司收入规模及增速变化



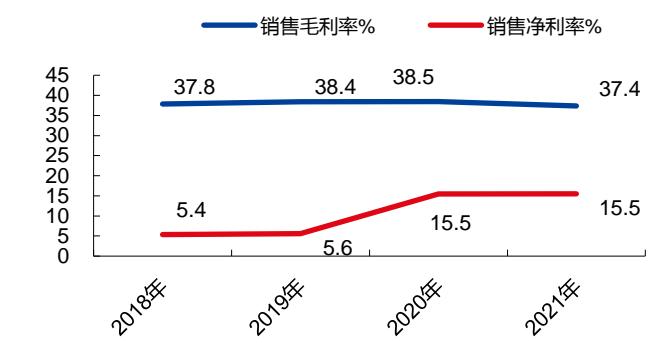
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



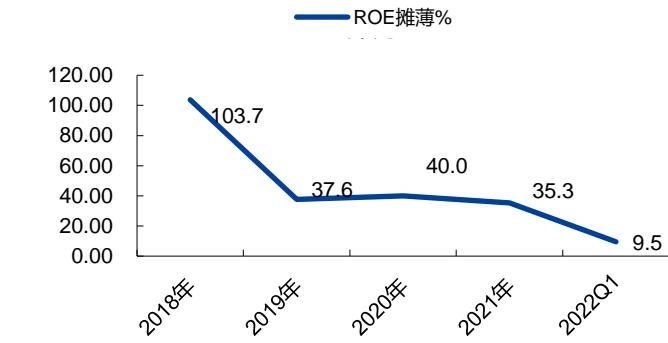
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind, 华金证券研究所

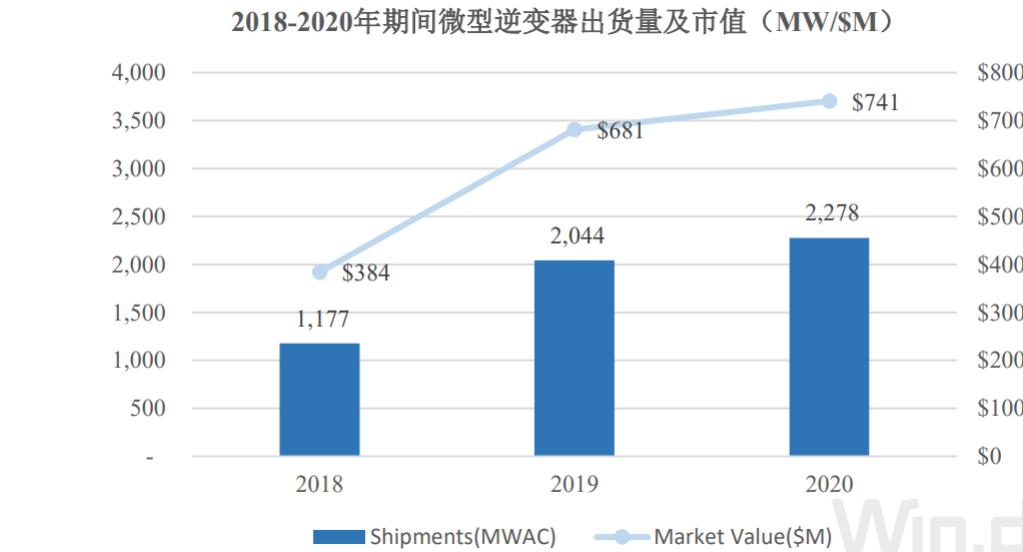
（二）行业情况

公司主营产品为光伏逆变器，可归属于光伏设备及元器件制造行业。

根据中国光伏行业协会数据，2019-2021 年期间，全球光伏年度新增装机容量呈现出较为稳定的发展趋势。2020 年在疫情冲击、经济增长放缓的大背景下，光伏新增装机量依然实现了逆势增长，达到 130GW；2021 年全球光伏新增装机量达到 170GW，同比增长 30.77%，创历史新高。其中，在全球光伏发电结构方面，分布式光伏发电倡导就近发电、就近并网、就近转换、就近使用，在避免长距离输送造成的电能损耗方面具有较强的优势，成为全球光伏发电的重要方式；中国、巴西、印度等分布式市场快速增长，预计至 2025 年，全球分布式光伏新增装机占比达 45%左右。

公司始终以分布式光伏发电领域的微型逆变器为核心产品，随着分布式光伏发电系统的蓬勃发展，公司所在的微型逆变器市场出货量也得到了快速增长。2018-2020 年期间，全球微型逆变器出货量从 1.18GW 增加到 2.28GW，创造历史新高，年均复合增长率达到 39.12%；市场销售规模从 3.84 亿美元增加到 7.41 亿美元，年均复合增长率达到 38.91%。

图 5：2018-2020 年期间微型逆变器出货量及市值



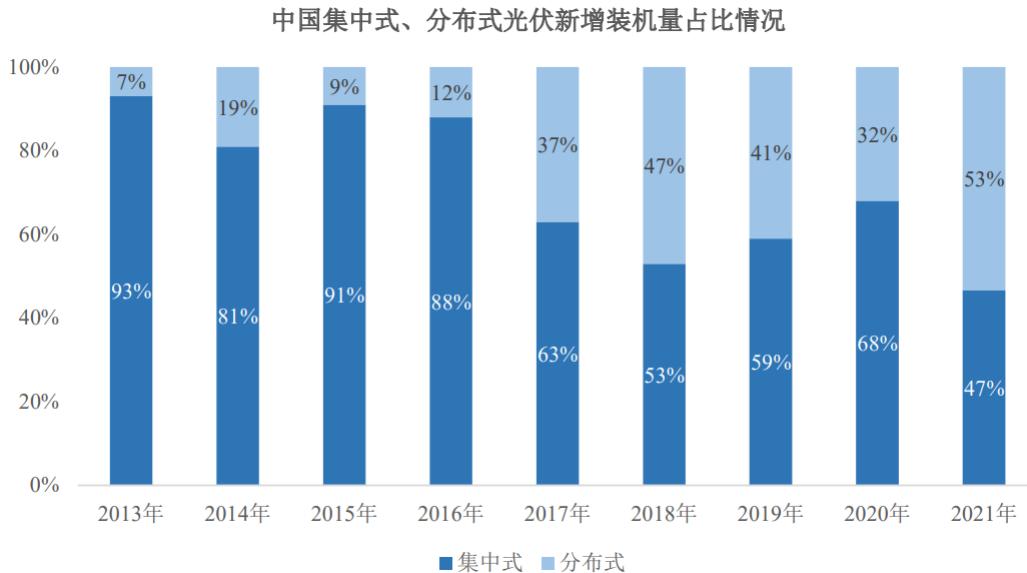
资料来源: Wood Mackenzie, 华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司在微型逆变器领域技术及市场领先优势相对明显。公司是行业内最早实现微型逆变器量产出货的境内厂商之一，后来又相继研制出并取得欧美市场认证的全球首款三相微型逆变器以及全球首款单相四体微型逆变器。根据国际知名的能源研究机构 Wood Mackenzie 数据，2020 年公司在微型逆变器市场产品出货量位列全球厂商第 2 名、国内厂商第 1 名。同时，公司在原有产品工艺的基础上不断推陈出新，拓宽产品类型，于 2019 年底成为全球第二家推出面向美国市场符合 Sunspec 行业标准的智控关断器的厂商；并研制出销售能量通信及监控分析系统，能够有效提升了下游客户分布式光伏发电系统的实时监控及高效运维的便利性。截止目前，公司已取得了 100 多项国内外认证证书或相应列名，产品销往中国大陆及美洲、欧洲、澳洲等 90 多个国家及地区。

2、随着“整县推进”试点工作在全国各省市全面推开，分布式光伏市场高增有望持续，推动公司经营业绩向好。为了缓解国内光伏东中西部发电、用电的不平衡状况以及集中式光伏发电的输送损耗问题，2013 年、2014 年开始，国家发改委、国家能源局等部门逐步推出了一系列鼓励分布式光伏的政策，我国分布式光伏发电进入了快速发展期，从 2015 年的新增装机量 1.39GW 增长到 2021 年的 29.28GW，其中 2021 年分布式光伏发电新增装机占全部新增光伏发电装机的 53%，历史上首次突破 50%。而随着“整县推进”试点工作在全国各省市全面推开以及国补 0.03 元/ kWh 的政策刺激下，分布式装机的高速增长有望持续。

图 6：2013-2021 年中国集中式、分布式光伏新增装机量占比情况



资料来源：国家能源局、中国光伏行业协会，华金证券研究所

3、公司核心团队具有丰富的半导体及光伏行业经验，预计能够帮助公司更好地进行技术产品迭代及商业化推进。公司董事长凌志敏先生，美国加利福尼亚大学伯克利分校电子工程与计算机博士后，曾就职于 AMD、XILINX、SOLARIA 等全球领先的半导体及光伏行业公司；公司首席技术官罗宇浩先生，美国加州大学洛杉矶分校电机工程博士，也曾就职于 XILINX、SOLARIA 等全球领先的半导体及光伏行业公司，并在国家光伏产品质检中心光伏电站及逆变器领域担任技术专家。北美地区的分布式光伏发电市场发展较早，集中了全球领先的行业技术和研究理论；凌志敏博士及罗宇浩博士拥有北美的留学背景和丰富的海外相关工作经验，能够帮助公司更好把握行业技术演进和市场机遇。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目和补充流动资金。

1、研发中心建设项目：本项目拟建设 15,000 平方米研发中心。项目重点研究方向包括“集成于智能电网的分布式能源系统的电力转换技术研究”、“分布式微电网集群化虚拟电厂的控制技术研究”、“适用于各种应用场景分布式能源系统的物联网技术研究”、“应用于分布式能源智慧管理系统的人工智能和区块链研究”。

2、全球营销网络建设项目：本项目拟通过公司以及下属美国、荷兰子公司增资方式，新增华沙、巴塞罗那、圣保罗、墨尔本、昆士兰、新加坡、济南、郑州、深圳、中国香港等多个营销网点，并对原有重要网点如上海、西雅图、圣荷西、里昂、鹿特丹、悉尼等进行升级，形成面向全球的营销服务网络。

表 1：公司本次 IPO 募投项目投入

| 序号 | 项目名称 | 总投资额（万元） | 拟使用募集资金金额（万元） | 项目建设期 |
|----|----------|-----------|---------------|-------|
| 1 | 研发中心建设项目 | 27,232.43 | 27,232.43 | 36 个月 |

| 序号 | 项目名称 | 总投资额(万元) | 拟使用募集资金金额(万元) | 项目建设期 |
|----|------------|-----------|---------------|-------|
| 2 | 全球营销网络建设项目 | 8,319.32 | 8,319.32 | 36个月 |
| 3 | 补充流动资金 | 20,000.00 | 20,000.00 | / |
| | 合计 | 55,551.75 | 55,551.75 | / |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2021年度，公司实现营业收入6.65亿元，同比增长35.85%；实现归属于母公司净利润1.03亿元，同比增长33.99%。根据初步预测，公司2022年上半年，预计实现营业收入约为4.90亿元至5.30亿元，较上年同期增长81%至96%；预计实现净利润约为1.15亿元至1.25亿元，较上年同期增长216%至243%。

昱能科技的可比上市公司主要有禾迈股份、锦浪科技、固德威等；其中，禾迈股份的主要产品也包括微型逆变器，且在2021年度该业务占比达到56.8%，业务结构与公司更为相近，可比性更高。以上述可比公司来看，平均收入规模为22.62亿元，平均毛利率为34.4%，平均PE-TTM（剔除负值/算数平均）为104.10X；而主要产品同样为微型逆变器的禾迈股份PE-TTM为117.14X。比较来看，昱能科技的收入规模明显低于可比公司平均水平、毛利率则要略高于可比公司平均水平；而与禾迈股份相比，公司规模和毛利率虽然略低于禾迈，但可能更为相似。

表2：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值(亿元) | PE-TTM | 2021年收入(亿元) | 2021年收入增速 | 2021年归属母净利润(万元) | 2021年净利润增长率 | 2021年销售毛利率 | 2021年ROE摊薄 |
|------------------|-------------|----------|----------|-------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 688032.SH | 禾迈股份 | 301.40 | 117.14 | 7.95 | 60.64% | 20,173.98 | 93.79% | 42.75% | 3.37% |
| 300763.SZ | 锦浪科技 | 532.37 | 100.04 | 33.12 | 58.92% | 47,383.35 | 48.96% | 28.71% | 21.15% |
| 688390.SH | 固德威 | 208.32 | 95.12 | 26.78 | 68.53% | 27,953.50 | 7.40% | 31.66% | 16.88% |
| 688348.SH | 昱能科技 | / | / | 6.65 | 35.85% | 10,292.20 | 33.99% | 37.36% | 35.26% |

资料来源：Wind，华金证券研究所

(六) 风险提示

技术升级与知识产权纠纷风险、核心技术人员流失及核心技术泄密的风险、光伏行业周期性波动风险、境内市场拓展不及预期的风险、主要原材料价格波动的风险、公司集成电路采购存在一定的境外依赖风险、公司规模扩张带来的管理和内控风险、存货管理风险、应收账款管理风险、汇率变动风险等风险。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经我国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn