

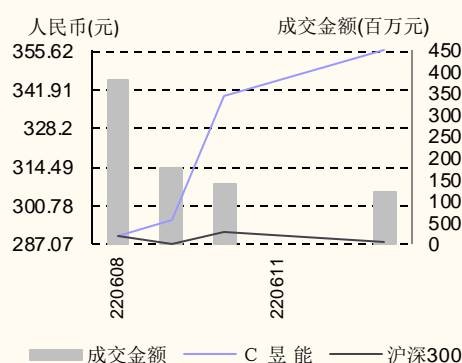
**C 昱能 (688348.SH) 买入 (首次评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 356.00 元

目标价格 (人民币): 433.17 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	0.80
已上市流通 A 股(亿股)	0.18
总市值(亿元)	284.80
年内股价最高最低(元)	356.00/290.10
沪深 300 指数	4189
上证指数	3256

**MLPE 龙头，昱光前行****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	489	665	1,269	2,164	3,469
营业收入增长率	27.29%	35.85%	90.83%	70.55%	60.30%
归母净利润(百万元)	77	103	311	533	844
归母净利润增长率	256.22%	33.99%	201.95%	71.55%	58.35%
摊薄每股收益(元)	1.280	1.715	3.885	6.664	10.553
每股经营性现金流净额	0.46	0.85	3.86	5.86	9.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.98%	35.26%	8.42%	13.30%	18.69%
P/E	N/A	N/A	87.52	51.02	32.22
P/B	N/A	N/A	7.37	6.78	6.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- 公司组件级电力电子 (MLPE) 产品收入占比 90%，是全球唯一同时量产微型逆变器、关断器的厂商，产品、渠道布局领先。根据 Wood Mackenzie 数据，公司微逆市占率仅次于 Enphase，居全球第二。
- 2022Q1 净利润 0.31 亿元，同增 124%，根据公司招股书披露，预计 2022 H1 净利润 1.15 ~1.25 亿元，同增 216%~ 243%。受益于分布式占比及微逆渗透率提升，公司业绩有望加速增长。
- 微逆安全性高，渗透率有望加速提升：微逆、关断器可解决分布式系统的直流高压问题，其中微逆安全性和发电效率更高，在电价上涨、IGBT 紧缺、单价下降背景下，渗透率有望加速提升，根据测算，预计 22-25 年全球微逆需求 CAGR 约为 61%。
- 微逆、关断器产品布局领先，储能协同发展：公司微逆新品在各项技术指标上领先同行，有望带动盈利能力提高；智控关断器采用自研 ASIC 芯片，兼具高集成度、高可靠性，随着收入规模增长，毛利率稳步提升；储能产品采用交流耦合方式，安全性高，有望与公司微逆形成协同效应。
- 海外销售渠道优势明显，首次进入大客户供应链：海外收入占比 97%以上，采取本土化策略拓展渠道，尤其在欧洲、拉美等地区先发优势明显。2020 年首次进入美国大客户 Sunrun 供应链，有望带动公司在美出货增速提升。
- 规模效应下费用率改善，短期业绩有望加速：公司管理费用率略高于国内逆变器公司，销售费用率较同行高 1~2pct，随着收入规模的快速增长，费用率下降，短期业绩有望加速。
- 募投项目提高研发、营销实力，显著改善现金流：IPO 募集资金 32.6 亿元，超募 27 亿元，显著改善公司现金流。募投项目包括研发中心建设项目、全球营销网络建设项目等，有望提高公司研发、营销实力。

**盈利预测与投资建议**

- 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.7、21.6、34.7 亿元，同比增长 90.8%、70.5%、60.3%，归母净利润分别为 3.11、5.33、8.44 亿元，同比增长 201.9%、71.6%、58.4%。
- 考虑到公司各项业务均处于高速成长期，未来三年年化复合增速高达 65%，高于可比公司，给予公司 2023 年 65 倍 PE，对应目标价 433.17 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示**

- 国际贸易摩擦风险；竞争加剧；市场拓展不及预期；光伏装机不及预期。

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

宇文甸

分析师 SAC 执业编号: S1130522010005  
yuwendian@gjzq.com.cn

张嘉文

联系人  
zhangjiawen@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 全球微逆龙头企业，持续深耕微逆领域	4
1.1 深耕微逆赛道，IPO 上市助力腾飞	4
1.2 受益于下游需求高增，2022 年收入、净利润加速增长	5
2. 微逆安全性高，渗透率有望持续提升	5
2.1 分布式装机高速增长，MLPE 降低直流高压风险	5
2.2 电价上升+IGBT 紧缺+单价下降，有望提高微逆对下游的吸引力	7
2.3 国内政策有望推动微逆发展迈入新阶段	8
3. 海外渠道优势明显，组件级关断产品体系完备	9
3.1 本土化布局深且广，海外渠道优势明显	9
3.2 微逆产品技术指标领先，智控关断器形成场景互补	11
3.3 光储一体化系统，有望成为新业务增长点	13
4. 费用率改善短期业绩加速，研发创造中长期增长引擎	13
4.1 纯 MLPE 标的，持续高速增长	13
4.2 费用率持续下降，盈利能力有望提升	14
4.3 研发能力强，创造中长期增长引擎	15
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	17

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品包括微型逆变器、智控关断器等	4
图表 2: 公司核心管理团队	4
图表 3: 公司 IPO 募集资金用途	4
图表 4: 2018-2022Q1 公司营业收入及同比增速	5
图表 5: 2018-2022Q1 公司归母净利润及同比增速	5
图表 6: 2018-2021 公司各项业务占比	5
图表 7: 2018-2021 公司各项业务毛利率	5
图表 8: 2021 全球分布式新增装机占比提升至 46% (GW)	6
图表 9: 集中式或组串式逆变器系统直流电压可达 1500V	6
图表 10: 公司微型逆变器的应用方案示意图	6
图表 11: 公司关断器的应用方案示意图	7
图表 12: 微型逆变器具有发电效率高的优点	7
图表 13: 德国日前批发电价 (波动范围及当期均价)	8
图表 14: 德国日前批发电价 >100 欧元/MWh 的小时数	8
图表 15: 微型逆变器价格对比 (元/W)	8
图表 16: 全球微型逆变器市场分布	8
图表 17: 国家及省份光伏建筑用电相关政策要求	9
图表 18: 全球微型逆变器需求测算	9



图表 19: 海外收入占比.....	9
图表 20: 海外收入规模 (亿元) .....	9
图表 21: 2018-2020 公司境外销售分地区占比.....	10
图表 22: 2020 年海外地区收入对比 (万元) .....	10
图表 23: 公司获颁法国、荷兰市场“2022 顶级逆变器品牌”奖项.....	10
图表 24: 2022 年 3 月公司主要经销商数量.....	10
图表 25: 2022 年 3 月公司销售商、安装商数量对比.....	10
图表 26: 公司部分经销商基本情况.....	11
图表 27: 公司第四代单相微逆产品技术指标行业领先.....	11
图表 28: 公司第四代三相微逆产品技术指标行业领先.....	12
图表 29: 公司产品迭代过程.....	12
图表 30: 公司光储一体化系统与同行对比.....	13
图表 31: 公司光储一体化系统主要结构.....	13
图表 32: 昱能科技营业收入、同比增速.....	14
图表 33: 禾迈股份营业收入、同比增速.....	14
图表 34: 昱能科技微逆及关断器收入、增速、占比.....	14
图表 35: 禾迈股份微逆收入、增速、占比.....	14
图表 36: 微逆产品毛利率对比.....	14
图表 37: 净利率对比.....	14
图表 38: 管理费用率对比.....	15
图表 39: 销售费用率对比.....	15
图表 40: 研发费用对比 (万元) .....	15
图表 41: 研发费用率对比.....	15
图表 42: 逆变器公司发明专利数量 (个) .....	15
图表 43: 逆变器公司研发人员占比.....	15
图表 44: 法国 22Q1 中小项目装机增速远高于大型项目 .....	16
图表 45: 巴西 22Q1 分布式装机增速远高于集中式.....	16
图表 46: 公司微逆产品迭代情况.....	16
图表 47: 17 年推出新品后 18-20 年均价呈逐步提升趋势.....	16
图表 48: 随着公司收入规模增长, 期间费用率逐步下降.....	16
图表 49: 公司期间费用率预测明细.....	16
图表 50: 公司主营业务拆分及预测.....	17
图表 51: 可比公司估值 (截至 2022 年 6 月 13 日) .....	17

## 1. 全球微逆龙头企业，持续深耕微逆领域

### 1.1 深耕微逆赛道，IPO 上市助力腾飞

- 昱能科技股份有限公司成立于 2010 年，是由海归团队与民营资本相结合创办的一家科技型企业。公司成立以来专注于组件级电力电子（MLPE，Module level power electronics）的研发及产业化，目前是全球唯一一家可同时量产微型逆变器、智能关断器的厂。根据 Wood Mackenzie 数据，公司微逆市占率仅次于 Enphase，位居全球第二。

图表 1：公司主要产品包括微型逆变器、智能关断器等

产品名称	产品简介	产品图片
APsystems 昱能微型逆变器	不同于传统的组串式逆变器系统，微型逆变器独立的 MPPT，可以使每一块组件都达到最大的输出功率，相比于相同条件下的传统系统，可以多发高达 25% 的电。	
APsystems 昱能智能关断器	关断器是光伏发电系统的安全阀，在危急情况下，可以快速关断每一块光伏组件之间的连接，从而消除光伏发电系统组串中存在的直流高压，降低触电风险、提高光伏发电系统的安全性。	

来源：公司官网，国金证券研究所

- 业内少有的同时拥有深厚半导体及光伏背景的管理团队。公司董事长凌志敏是比利时鲁汶天主教大学微电子博士，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，曾任美国 AMD 公司资深主任工程师、美国 Xilinx 公司资深总监、美国 Solaria 公司资深副总裁；首席技术官罗宇浩是美国加州大学洛杉矶分校电机工程博士，曾先后就职于 XILINX，SOLARIA 等全球领先的半导体及光伏行业公司。

图表 2：公司核心管理团队

管理层	职位	背景
凌志敏	实控人、董事长、总经理	比利时鲁汶天主教大学微电子博士，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；曾任美国 AMD 公司资深主任工程师、美国 Xilinx 公司资深总监、美国 Solaria 公司资深副总裁。科技部“国家创新人才推进计划”科技创新创业人才。
罗宇浩	实控人、首席技术官	美国加州大学洛杉矶分校电机工程博士，曾先后就职于 XILINX，SOLARIA 等全球领先的半导体及光伏行业公司，国家光伏产品质量中心光伏电站及逆变器领域技术专家。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- IPO 募投项目提高公司研发和营销实力。公司 IPO 上市计划募集资金 5.6 亿元，其中 2.7 亿元用于研发中心建设项目，主要包括储能等产品线研发；0.8 亿元用于全球营销网络建设项目，计划新建华沙、巴塞罗那、圣保罗、墨尔本、昆士兰、新加坡等多个营销网点；2 亿元用于补充流动资金。

图表 3：公司 IPO 募集资金用途

项目名称	计划投资总额（万元）	目的
研发中心建设项目	27232.43	完善公司研发架构，丰富现有业务产品线
全球营销网络建设项目	8319.32	有助于公司更加高效的收集市场反馈和感知客户需求，从而针对性的进行产品研发升级和提供相应产品及解决方案，提升客户服务质量，开拓和培育当地市场，扩大品牌影响力
补充流动资金	20000.00	使公司保持持续创新能力和市场竞争力
合计	55551.75	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

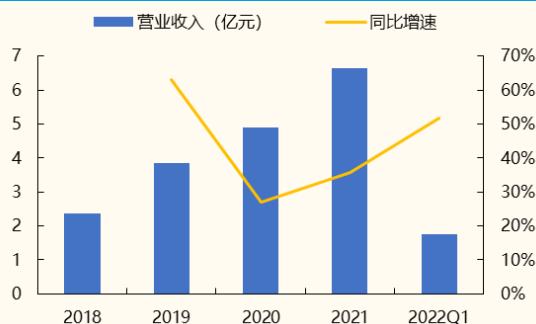


- 2022 年 6 月 7 日，公司公布发行结果，确定本次 IPO 发行价格为 163 元/股，发行数量为 2000 万股，实际募集资金 32.6 亿元，超募约 27 亿元，有望显著改善公司现金流，助力产能建设、研发投入及市场开拓的提速。

## 1.2 受益于下游需求高增，2022 年收入、净利润加速增长

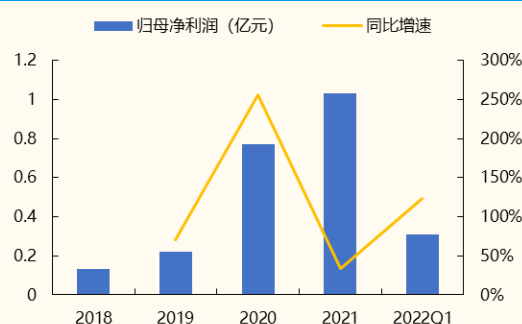
- 2021 年公司实现营业收入 6.65 亿元，同比增长 35.84%；净利润 1.03 亿元，同比增长 33.99%。2021 年公司微型逆变器收入占比 78%，毛利率 36.87%，连续多年保持稳定；智控关断器收入占比 13%，毛利率 20.67%，盈利能力随着业务放量大幅提升。
- 2022 年一季度实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 51.61%；净利润 0.31 亿元，同比增长 123.87%。受益于分布式需求高增长，公司 2022 年一季度收入、净利润同比大幅增长。
- 根据公司招股书披露，预计 2022 年上半年实现营业收入 4.90~5.3 亿元，同比增长 81%~96%；净利润 1.15~1.25 亿元，同比增长 216%~243%。

图表 4：2018-2022Q1 公司营业收入及同比增速



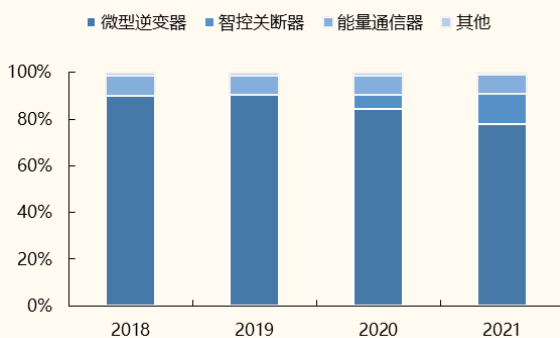
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2018-2022Q1 公司归母净利润及同比增速



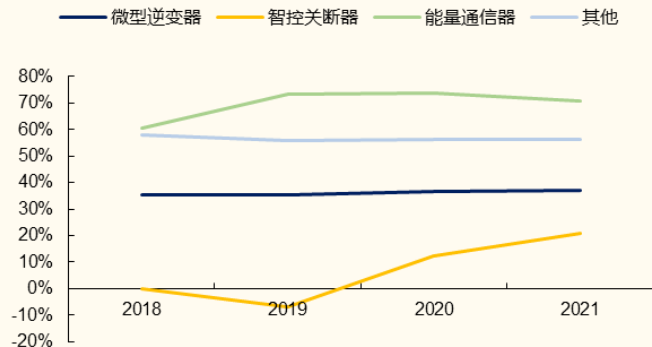
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2018-2021 公司各项业务占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2018-2021 公司各项业务毛利率



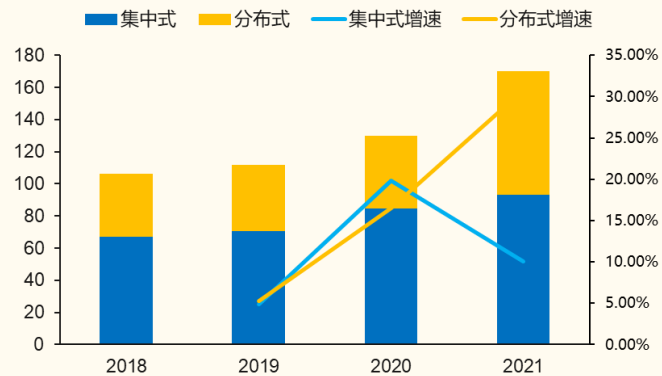
来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 微逆安全性高，渗透率有望持续提升

### 2.1 分布式装机高速增长，MLPE 降低直流高压风险

- 分布式光伏倡导就近发电、就近并网、就近转换、就近使用，可避免长距离输送造成的电能损耗，并具有建设周期短、安装灵活性高的优点。2021 年全球电力/能源成本、大宗商品价格大幅上涨，分布式项目由于上网电价锚定“工商业/居民电价”，对系统成本承受力更高，新增装机占比大幅提升。根据欧洲光伏行业协会数据，2021 年全球分布式光伏新增装机达到 77GW，占比达到 46%，较 2020 年的 45.5GW 增长 69.23%，高于全球装机整体增速。

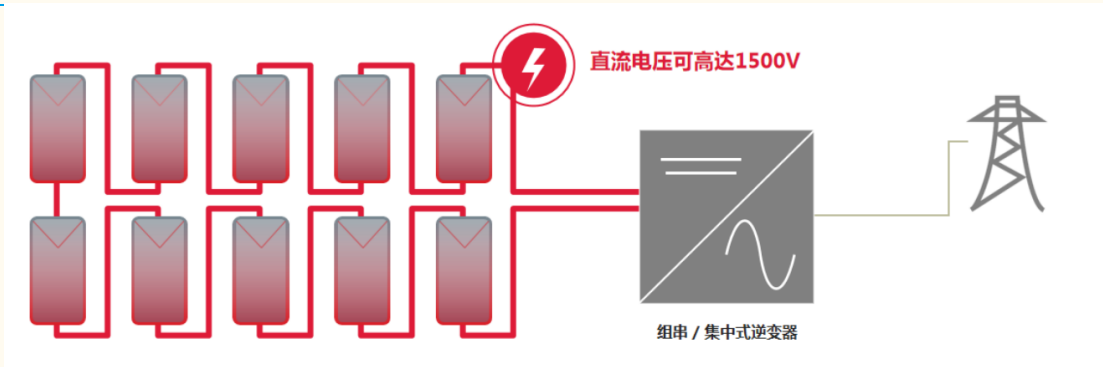
图表 8: 2021 全球分布式新增装机占比提升至 46% (GW)



来源: Wood Mackenzie, 国金证券研究所

- 目前在分布式系统中，组串逆变器仍为主流的技术方案，但由于多个组件串联后的母线直流电压高达 600V~1500V，运维、救火等存在较大风险。随着各国对光伏发电安全性的重视，越来越多的国家推出针对分布式系统中直流高压问题的强制性安全规范，如美国 NEC 2017 标准要求 30s 内将系统直流电压降至 80V 以下、德国提出在光伏系统中可以使用关断装置以满足 VDE 防火安全标准，推动了微型逆变器、优化器/关断器等 MLPE 市场的发展。

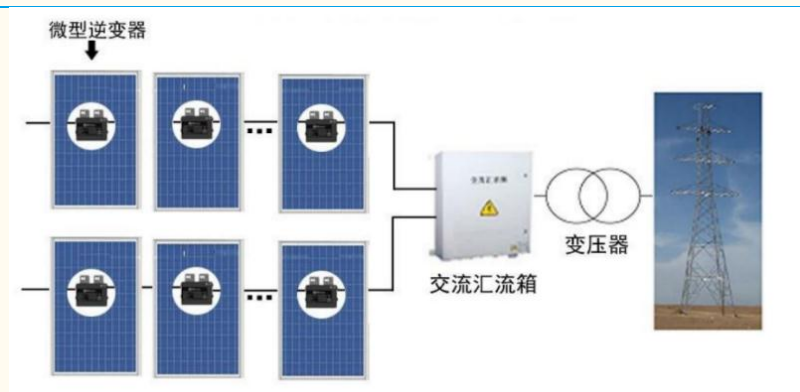
图表 9: 集中式或组串式逆变器系统直流电压可达 1500V



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- MLPE 技术主要通过两种路径降低/消除分布式系统中的直流高压问题:  
1) 直接用微逆替换组串逆变器，从而避免光伏组串的直流串联情形，系统直流电压一般在 80V 以下，安全性和发电效率最高、占地小、安装灵活，单瓦成本约 0.5~1.8 元/W，适用于对成本不敏感、对安全性和发电量要求高的中小型分布式系统；

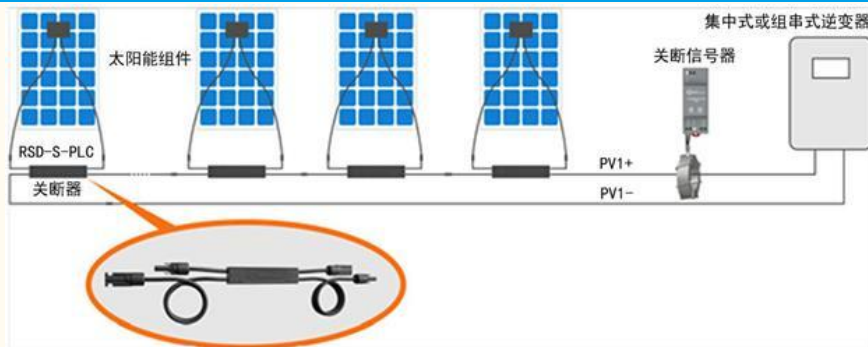
图表 10: 公司微型逆变器的应用方案示意图



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2) 为光伏组串中每块组件单独配置优化器/关断器，即通过“组串式逆变器+优化器/关断器”实现组件级快速关断，危急情况下消除直流高压，降低运维风险，但正常工作时仍存在系统直流高压，安全性介于微逆和组串逆变器之间，单瓦成本约 0.35~0.85 元/W，且随着系统容量增大，单瓦成本逐渐降低，因此在中大型系统中更有优势。

图表 11：公司关断器的应用方案示意图

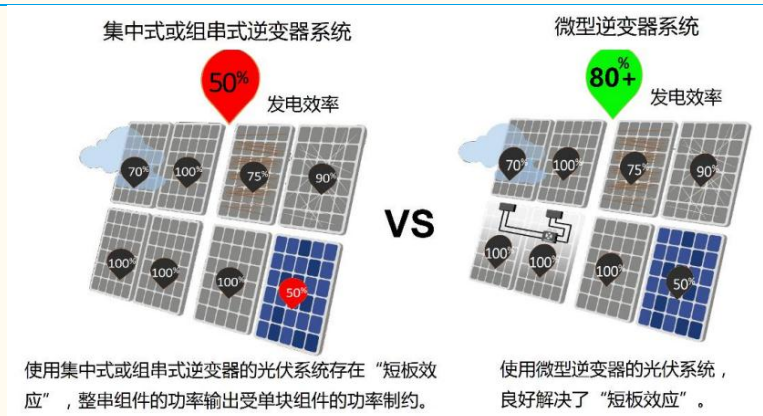


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 2.2 电价上升+IGBT 紧缺+单价下降，有望提高微逆对下游的吸引力

- **微型逆变器对每块组件实现独立 MPPT，发电效率高。**在采用组串逆变器的系统中，组件串联后接入逆变器，当分布式系统中的某块组件被遮挡时，任意一块光伏组件的失效或功率下降，将大大拉低整串组件的功率输出，存在“短板效应”；微型逆变器与每一块组件单独连接后并联接入电网，组件之间不进行串联，并能够对单块组件实现最大功率点跟踪（MPPT，Maximum Power Point Tracking），保证每块光伏组件以最大功率输出，有效提升光伏发电系统的整体发电效率。

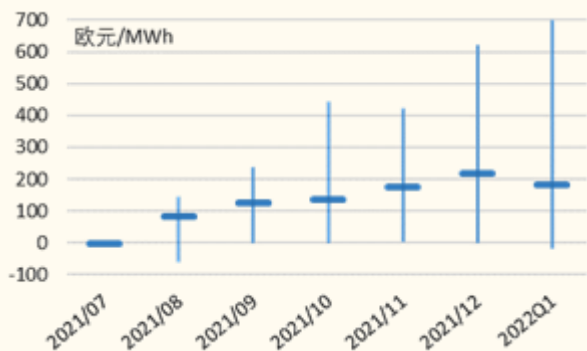
图表 12：微型逆变器具有发电效率高的优点



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

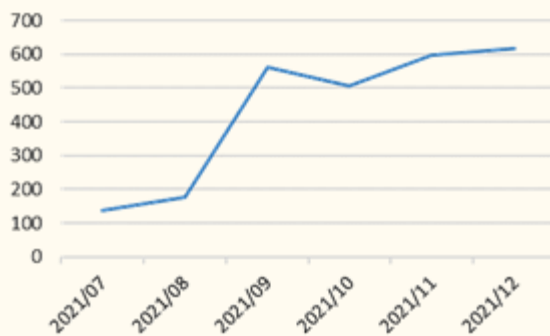
- **电价上涨+IGBT 紧缺有望提升下游对微逆价格承受力。**2022 年全球电价上涨下微逆发电效率高的优势将更加凸显，有望提高下游对微逆价格的承受力。此外，微型逆变器的功率器件采用 MOSFET，供应较为充足，有望受益于短期 IGBT 的紧缺。

图表 13: 德国日前批发电价 (波动范围及当期均价)



来源: Bundesnetzagentur, 国金证券研究所

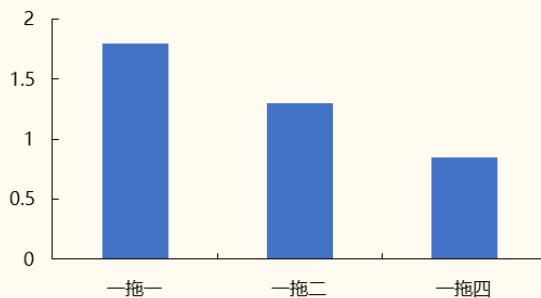
图表 14: 德国日前批发电价>100 欧元/MWh 的小时数



来源: Bundesnetzagentur, 国金证券研究所

- **单瓦价格下降, 微逆竞争力持续提高。**传统的微型逆变器仅连接一块组件, 集成度低导致单瓦成本较高, 随着一拖二、一拖四等大功率微逆产品的推出, 单个微型逆变器可连接的组件数目及功率持续增加, 能够在保证所连接的各个光伏组件独立输入实现交直流变换的同时, 对于部分器件实现复用, 从而降低单瓦成本, 缩小与“组串式逆变器+优化器/关断器”的价格差, 提高微逆竞争力。

图表 15: 微型逆变器价格对比 (元/W)

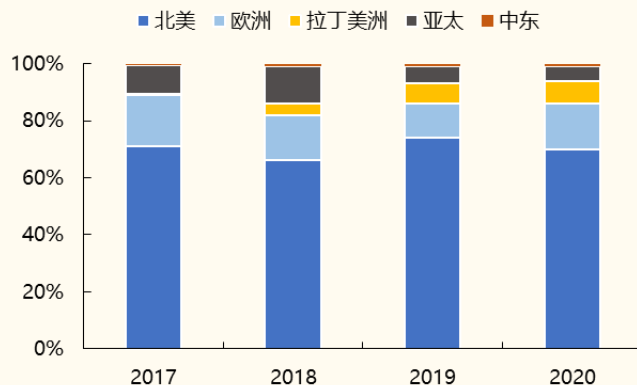


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所测算

## 2.3 国内政策有望推动微逆发展迈入新阶段

- **当下微型逆变器以海外市场为主。**受到欧美分布式发展较早及对直流高压风险的强制性规定的影响, 美国、欧洲成为全球最大的两个微逆市场, 2020 年分别占到微逆市场 70%、16%; 亚太地区因为中国尚未对直流高压进行强制性规定, 导致微逆需求占比逐渐下降。

图表 16: 全球微型逆变器市场分布



来源: Wood Mackenzie, 国金证券研究所

- **国家层面开始重视分布式光伏安全问题, 部分地方出台相关规范。**随着整县推进政策的实施, 对安全性更重视的央企进入分布式市场; 2021 年



11 月底国家能源局发布《关于加强分布式光伏发电安全工作的通知（征求意见稿）》，有望明确分布式光伏的安全规范；同时国内部分地方也逐步提升光伏系统的安全要求，如浙江省要求人体可能接触的直流部分电压需要在 120V 以内，安徽省要求配备快速关断装置。随着分布式光伏装机的快速发展，有望逐步提升国内客户对微逆的认知、推动渗透率提升。

图表 17：国家及省份光伏建筑用电相关政策要求

发布时间	文件名称	要求内容
2018 年	《建筑光伏系统防火技术规范》	安徽省要求建筑光伏系统需要配备直流高压快速关闭装置。
2019 年	《家庭屋顶光伏电源接入电网技术规范 DB33/T 2189-2019》	浙江省要求光伏电源应具备技术措施，在施工、维护和检修等情况下能够控制人体可能接触的直流部分电压需在 120V 安全限值范围内。
2021 年	《关于加强分布式光伏发电安全工作的通知（征求意见稿）》	国家能源局要求分布式光伏系统安装电弧故障断路器或采用具有相应功能的组件，实现电弧智能检测和快速切断功能

来源：国家能源局、各省地方标准，国金证券研究所

- 随着国内及海外越来越多市场对分布式安全要求的提高，以及微逆单价的持续下降，我们预计微逆渗透率有望持续提升。预计 2022-2025 年全球微逆需求 CAGR 约为 61%。

图表 18：全球微型逆变器需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增装机量 (GW)	120	130	165	240	330	429	536
YOY		8%	27%	45%	38%	30%	25%
分布式占比	37%	35%	46%	48%	47%	47%	47%
分布式装机 (GW)	44	46	76	115	155	202	252
YOY		2%	67%	52%	35%	30%	25%
微逆渗透率	4.5%	5.0%	7.0%	10.0%	13.0%	16.0%	19.0%
微逆需求 (GW)	2.00	2.28	5.31	11.52	20.16	32.26	47.89
YOY		14%	134%	117%	75%	60%	48%

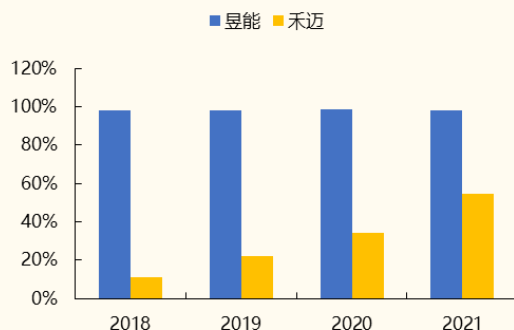
来源：Wood Mackenzie，国金证券研究所测算

### 3. 海外渠道优势明显，组件级关断产品体系完备

#### 3.1 本土化布局深且广，海外渠道优势明显

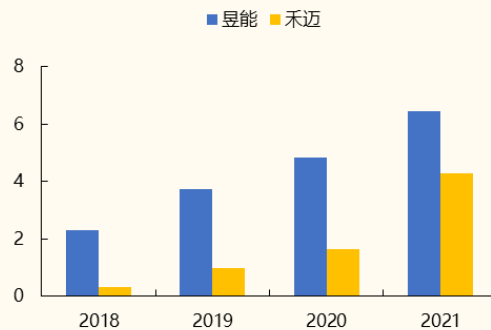
- 公司形成了面向全球的营销服务网络，并在西雅图、圣荷西、里昂、鹿特丹、悉尼等海外重要市场成立子公司、聘用本土员工拓展渠道，积累了较高的品牌知名度。2018-2021 年公司海外收入规模从 2.3 亿增长至 6.5 亿元，海外收入占比稳定在 97%以上。

图表 19：海外收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：海外收入规模 (亿元)

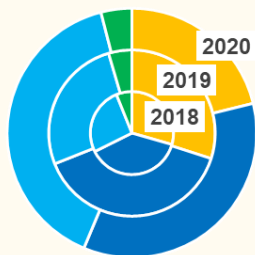


来源：Wind，国金证券研究所

- 分市场来看，公司在欧洲、美国、拉美等微逆市场发展成熟的地区收入占比较高，2021 年上半年美国、荷兰、巴西、法国市场分别占到公司海外收入的 35.1%、14.5%、12.9%、11.1%。

图表 21: 2018-2020 公司境外销售分地区占比

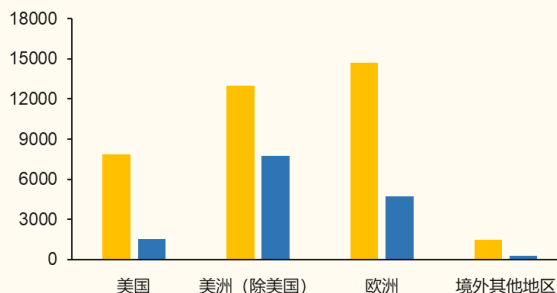
■ 美国 ■ 美洲 (不含美国) ■ 欧洲 ■ 境外其他地区



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 2020 年海外地区收入对比 (万元)

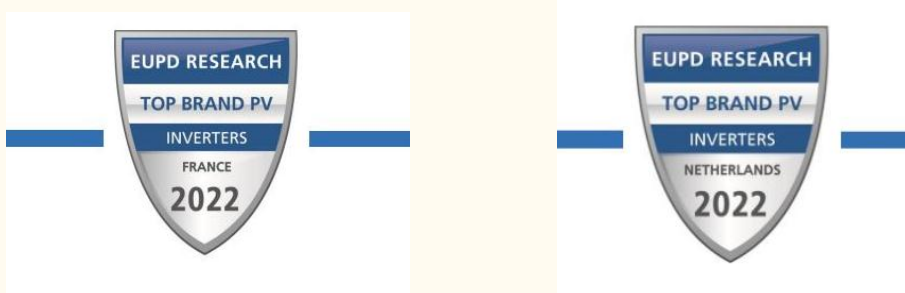
■ 昱能 ■ 禾迈



来源: Wind, 国金证券研究所

- 根据德国权威研究机构 EUPD Research 对 100 名法国光伏安装商和 100 名荷兰光伏安装商的满意度调查结果, 公司连续第三年获得法国市场、首次获得荷兰市场“顶级逆变器品牌”的殊荣, 显示出公司在欧洲地区的品牌影响力。

图表 23: 公司获颁法国、荷兰市场“2022 顶级逆变器品牌”奖项

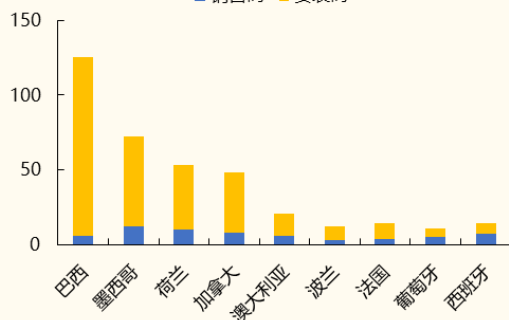


来源: EUPD Research, 国金证券研究所

- 从销售渠道来看, 公司海外渠道布局既深且广, 其中巴西光伏分销商 Ecori Energia Solar Ltda 为公司第一大客户, 2021 年销售收入 1.17 亿元 (占比 17.5%); 美国 CED Greentech 为第二大客户, 2021 年销售收入 0.74 亿元 (占比 11.2%)。根据 ENF 数据, 公司在全球 30 多个国家共拥有 94 个销售商, 411 个安装商, 其中巴西、墨西哥、荷兰、加拿大等市场海外渠道优势明显。

图表 24: 2022 年 3 月公司主要经销商数量

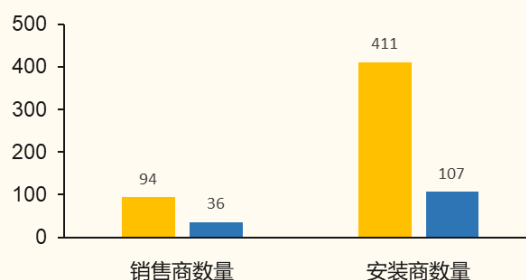
■ 销售商 ■ 安装商



来源: ENF, 国金证券研究所

图表 25: 2022 年 3 月公司销售商、安装商数量对比

■ 昱能 ■ 禾迈



来源: ENF, 国金证券研究所

- Sunrun、Sunpower 是美国前两大户用光伏系统安装商, 2020 年公司首次与 Sunrun 展开合作, 进一步扩大美国市场的覆盖广度, 同时 Enphase 与 Sunpower 独家供货合同将于 2023 年到期, 若公司未来能同时进入两大客户的供应链, 在美国市场的出货增速有望大幅提升。

图表 26：公司部分经销商基本情况

经销商名称	开始合作时间	国家	基本情况介绍	收入规模
Sunrun	2020年	美国	成立于 2007 年，纳斯达克上市公司（股票代码 RUN），FMR LLC 为其主要股东。是美国主要的家用太阳能电池板和家用电池供应商	60.17亿元
Sonepar North Coast Electric Anchorage	2019年	美国	成立于 1990 年，SOCIETE DE NEGOCE ET DE PARTICIPATION (SONEPAR) FRANCE 持股 100%。是美国主要的太阳能设备经销商之一	2500万美元
Solare America	2018年	美国	成立于 2010 年，John F scorsene 持股 100%。Solare America 是美国主要的新能源、太阳能和 EPC 供应商之一	1800万美元
Solar Wholesale	2018年	美国	成立于 2017 年，Douglas Hewitt 为主要股东。是美国主要的太阳能面板、逆变器等太阳能产品的供应商	900万美元
CED Greentech	2014年	美国	成立于 1957 年，The Colbun family 持股 100%。是美国主要的太阳能面板、逆变器等太阳能产品的供应商	43亿美元
Polaron Solartech Corp	2014年	加拿大	成立于 2013 年，Xinyi Solar Holdings Ltd.（港股上市公司信义光能，0968.HK）持股 60%，Polaron International Inc. 持股 40%。是加拿大主要的 EPC 承包商之一	2000万加元
Ecorus Home B.V.	2018年	荷兰	成立于 2014 年，Eco Invest B.V.为其股东。是荷兰主要的太阳能面板、逆变器等太阳能产品供应商	7000万欧元
TRIANGLE ENERGIE	2018年	法国	成立于 2017 年，Financiere GD 为其股东。是法国主要的太阳能产品供应商	6000万美元
LAHERA PRODUCTION	2017年	法国	成立于 1985 年，TERREAL 为其股东。LAHERA PRODUCTION 是法国主要的 EPC 项目提供商	1431万欧元
Sarl Enecsol	2014年	法国	成立于 2014 年，M Florent BERCAENTZLE 持股 97.5%，M Romain BERCAENTZLE 持股 2.5%。是法国主要的光伏产品供应商	700万欧元
BayWa Aktiengesellschaft	2015年	德国	德国上市公司（股票代码：BYW6），成立于 1923 年。是全球主要的太阳能产品供应商	1376 亿元
Krannich Solar	2014年	德国	成立于 2008 年，Krannich Solar Frankreich International GmbH 持股 100%。是全球主要的太阳能产品供应商	2800万欧元
AMARA BRASIL LTDA	2020年	巴西	成立于 1998 年，AMARA S/A 持股 99.99%，SERVICOS ADMINISTRATIVO SGG EIRELI 持股 0.01%。是巴西主要的太阳能设备经销商之一，员工约 700 人	-
Ecori Energia Solar Ltda.	2015年	巴西	成立于 2011 年，是巴西主要的光伏产品分销商之一	6667万美元
Integra Solar	2019年	澳大利亚	成立于 2011 年，Sindra Anwars 持股 100%。是澳大利亚主要的太阳能产品分销和安装商	2200万澳元
Ausave Energy	2017年	澳大利亚	成立于 2010 年，Gary Carl New, Todd Matthew Bruell 为其股东。是澳大利亚主要的太阳能系统安装商	-
EXEL SOLAR SAPI de CV	2014年	墨西哥	成立于 2014 年，Horacio 持股 50%，Exel Del Norte Sopi de CV 持股 50%。是墨西哥主要的太阳能组件、微型逆变器等太阳能产品供应商，主要从中国、韩国进口产品	2511万美元

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 微逆产品技术指标领先，智控关断器形成场景互补

- 公司 2011 年推出首款单体微型逆变器，是国内最早实现微型逆变器商业化运用的厂商之一。针对大尺寸组件的发展潮流，公司在 2021 年推出第四代大电流微逆，新一代产品在功率密度、单瓦成本、最大输入电流等技术指标上均有显著提升，有望加强公司微逆产品的盈利能力。

图表 27：公司第四代单相微逆产品技术指标行业领先

公司名称	昱能科技	禾迈股份	Enphase
产品型号	DS3D	HMS-2000	IQ8D
产品结构	单相四体	单相四体	单相四体
额定输出功率	2000W	200W	640W
安全性（运行时电压）	低压安全	低压安全	低压安全
发电效率（峰值效率）	97.0%	96.5%	97.5%
可靠性（设计寿命）	25 年	25 年	25 年
灵活性	安装简单，扩容方便	安装简单，扩容方便	安装简单，扩容方便
功率密度	1143W/L	833.3W/L	235W/L
单通道最大输入电流	20A	14A	< 15A
价格水平（单瓦成本）	\$0.10/W	\$0.10/W	\$0.32/W

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：公司第四代三相微逆产品技术指标行业领先

公司名称	昱能科技	禾迈股份
产品型号	QT2D	HMT-2250
产品结构	三相八体	三相六体
额定输出功率	3600W	2250W
安全性（运行时电压）	低压安全	低压安全
发电效率（峰值效率）	96.8%	96.5%
可靠性（设计寿命）	25 年	25 年
灵活性	安装简单，扩容方便	安装简单，扩容方便
功率密度	1104W/L	737W/L
单通道最大输入电流	20A	11.5A
兼容三相电网类型	三相三线制、三相四线制、三相五线制	三相四线制、三相五线制
价格水平（单瓦成本）	\$0.09/W	\$0.14/W

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：公司产品迭代过程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所



- 为了满足日益增长的组件级关断市场需求，公司在 2019 年底推出面向美国市场符合 Sunspec 行业标准的组件级智控关断器。关断器与微逆的中小功率应用场景形成互补，进一步完善公司 MLPE 产品布局。
- 公司智控关断器产品主要包括关断控制模块和通信模块，其中关断控制模块采用自研的 ASIC 芯片，集成了复杂的控制逻辑及控制算法，减少了元器件的使用数量，提高了关断器的集成度、可靠性及性能。

### 3.3 光储一体化系统，有望成为新业务增长点

- 随着电价上涨及新能源发电占比提高，储能越来越受到客户关注，公司研发的光储一体化系统分为单相储能系统 ELS 系列和三相储能系统 ELT 系列，单台逆变器独立支持一个储能系统功能，以交流耦合方式与光伏并网逆变器系统一起组成微网系统，具有低压组件接入和低压电池接入的安全优点，并能安装在任何已并网的光伏系统中，安装方便、系统灵活性高，未来有望与公司微逆形成协同效应，成为公司新增长点。

图表 30：公司光储一体化系统与同行对比

公司名称	单相系统	三相系统	光伏阵列电压	电池电压	耦合方式
昱能科技	5kW	5kW	安全低压	安全低压	交流
Enphase	1.28~3.84kW	-	安全低压	安全低压	交流
禾迈股份	-	6~13kW	高压	高压	直流

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：公司光储一体化系统主要结构



来源：公司公告，国金证券研究所

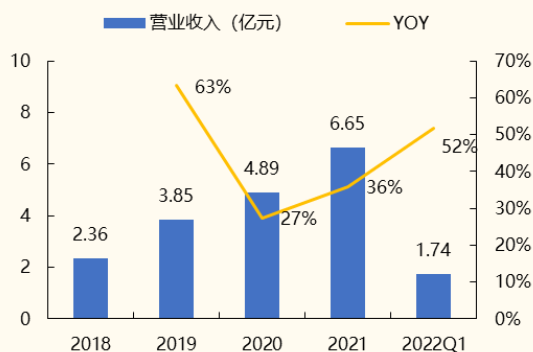
## 4. 费用率改善短期业绩加速，研发创造中长期增长引擎

### 4.1 纯 MLPE 标的，持续高速增长

- 从营收增速来看，公司 2019-2022Q1 年营收分别同比增长 63%、27%、36%、52%，增速变化趋势基本上与同行接近。2021 年营收增速低于同行，但从 MLPE 产品收入来看，公司 2019-2021 年微逆+关断器收入同比增长 164%、128%、136%，略高于同行，且 MLPE 产品占总收入的比例稳定在 90%左右，远高于国内其他逆变器公司。

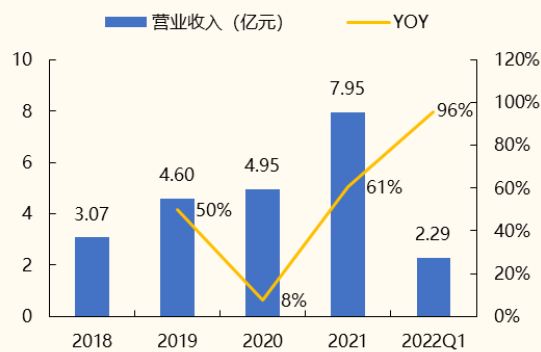


图表 32: 昱能科技营业收入、同比增速



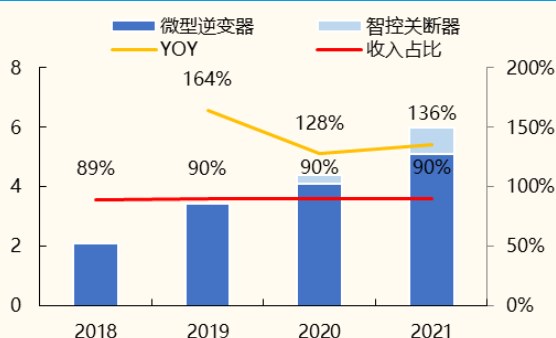
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 禾迈股份营业收入、同比增速



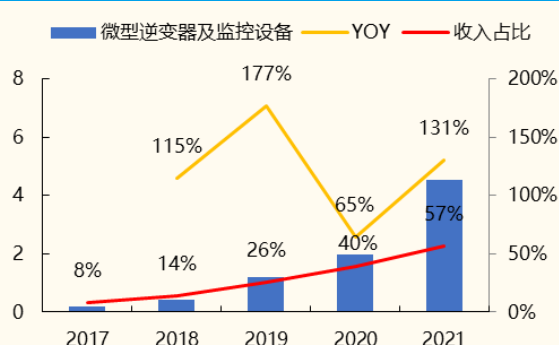
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 昱能科技微逆及关断器收入、增速、占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 禾迈股份微逆收入、增速、占比

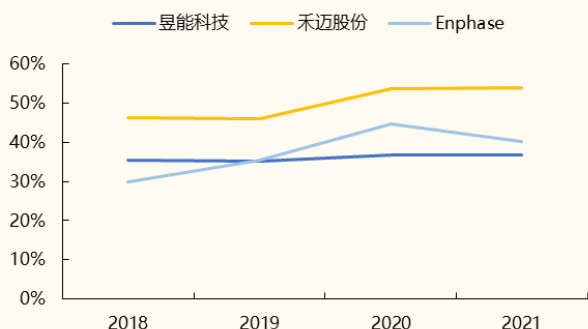


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.2 费用率持续下降, 盈利能力有望提升

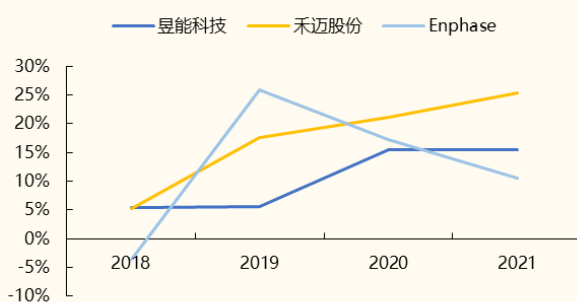
- 委外加工模式下毛利率提升空间有限。公司采用 Fabless 经营模式, 专注产品的研发设计、产业化和市场营销, 生产环节委外加工, 导致毛利率较同行低, 且销量增加难以对生产成本带来显著的规模效应, 近几年毛利率基本维持稳定; 全球微逆龙头 Enphase 也采用 Fabless 模式, 与公司毛利率比较接近; 禾迈的组装、灌胶等环节自己生产, 随着销售规模扩大, 毛利率、净利率提升更加明显, 导致公司与禾迈的毛利率差距有所拉大。

图表 36: 微逆产品毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

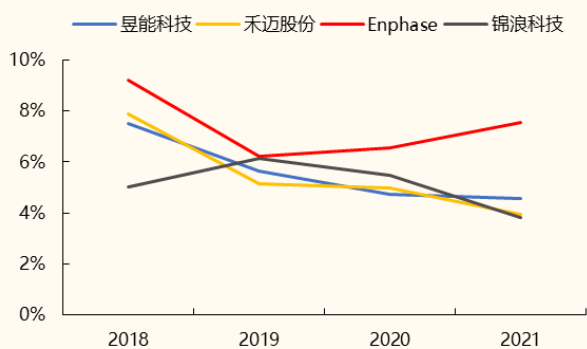
图表 37: 净利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

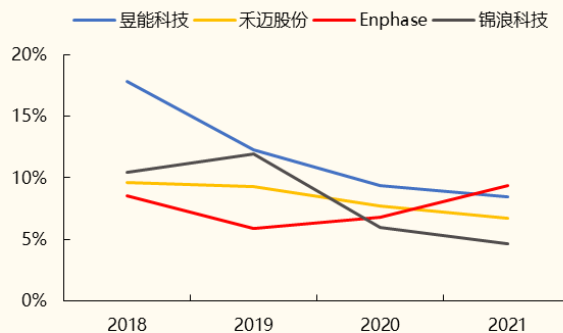
- 管理费用率和销售费用率下降潜力大, 有望提高公司净利率水平。从费用率看, 公司管理费用率略高于国内逆变器公司, 远低于 Enphase, 未来仍有下降空间; 销售费用率较同行高 1~2pct, 主要是公司为了开拓销售渠道, 前期投入较高, 随着收入规模的快速增长, 销售费用率有望加速下降。

图表 38: 管理费用率对比



来源: Wind, 国金证券研究所 (昱能管理费用已剔除股份支付)

图表 39: 销售费用率对比

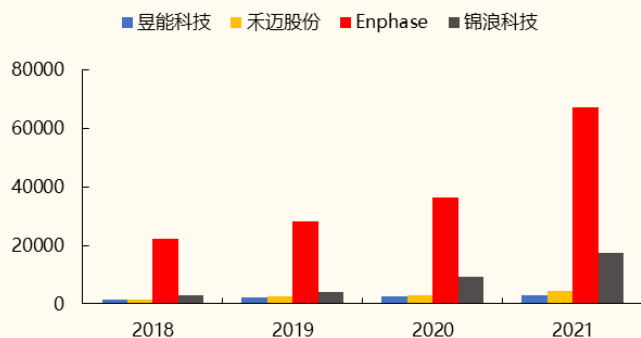


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.3 研发能力强, 创造中长期增长引擎

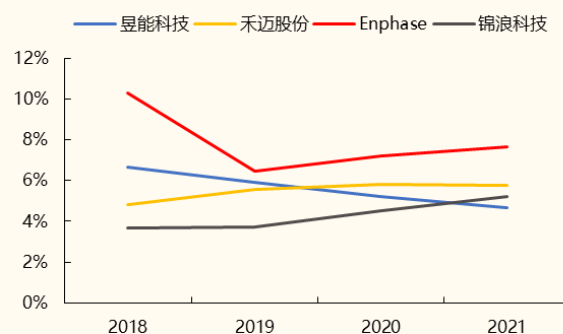
- 公司虽然在研发费用投入上并不算高, 但研发能力强, 研发产出效率高。公司研发人员占比接近一半, 拥有 66 个发明专利, 在国内的逆变器企业中高居前列。核心技术和专利的积累有望为公司中长期的发展提供动力。

图表 40: 研发费用对比 (万元)



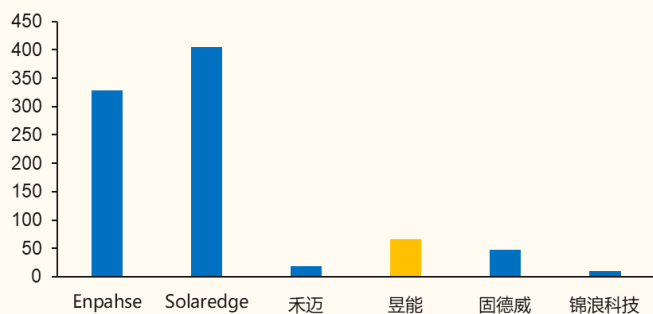
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 研发费用率对比



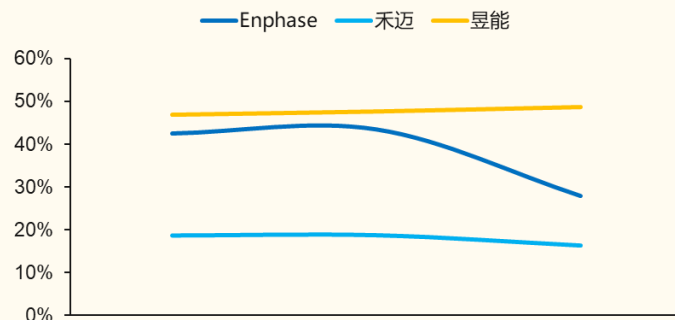
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 逆变器公司发明专利数量 (个)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 逆变器公司研发人员占比

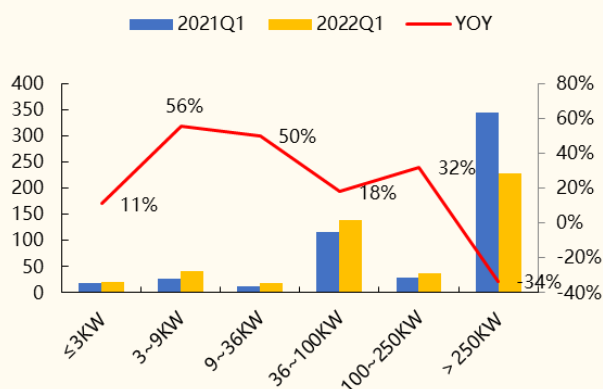


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 5. 盈利预测与投资建议

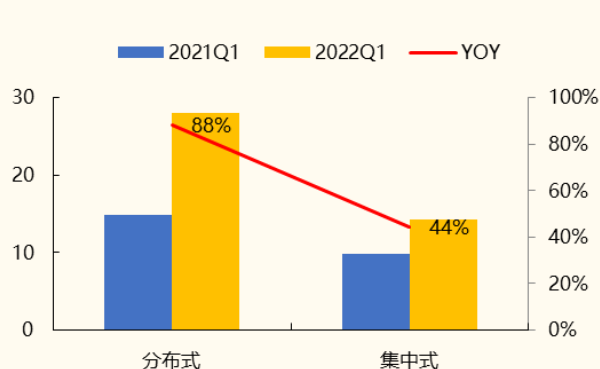
- 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.7、21.6、34.7 亿元, 同比增长 90.8%、70.5%、60.3%, 归母净利润分别为 3.11、5.33、8.44 亿元, 同比增长 201.9%、71.6%、58.4%。
- 出货量: 受益于欧洲及巴西分布式市场高速增长、IGBT 紧缺和下游对系统安全要求的提升, 预计公司微型逆变器、关断器业务将迎来加速增长, 预计 2022-2024 年微型逆变器出货量分别为 77.5、127.8、198.2 万台, 同比增长 85.0%、65.0%、55.0%, 关断器出货量分别为 128.8、238.3、405.1 万台, 同比增长 100.0%、85.0%、70.0%;

图表 44：法国 22Q1 中小项目装机增速远高于大型项目



来源：SDES，国金证券研究所

图表 45：巴西 22Q1 分布式装机增速远高于集中式



来源：Absolar，国金证券研究所

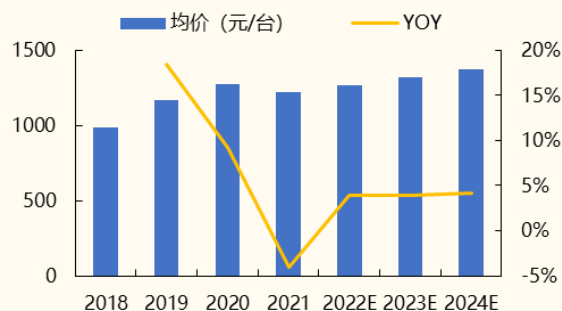
- **单价：**公司 2021 年推出新一代大电流微逆，1 拖 2/1 拖 4 产品功率从 600/1200W/台提升至 960/1800W/台，随着单价更高的大功率新品占比的提升，预计公司微逆单台均价将呈逐年提升的趋势；公司关断器新品在 2020 年推出，预计单台均价将在未来三年先升后降；

图表 46：公司微逆产品迭代情况

微型逆变器	单相	三相	推出时间
1 拖 1	250W		2011 年
1 拖 2	500W		2013 年
1 拖 4		1130W	2013 年
1 拖 2	600W		2017 年
1 拖 4	1200W		2017 年
1 拖 2	960W ( DS3 )		2021 年
1 拖 4		1800W ( QT2 )	2021 年

来源：昱能科技公众号，国金证券研究所

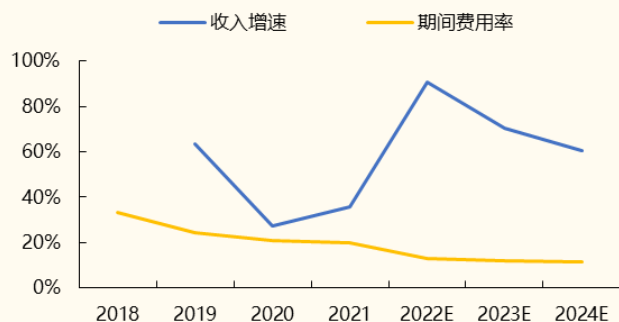
图表 47：17 年推出新品后 18-20 年均价呈逐步提升趋势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所预测

- **毛利率：**公司新一代微逆产品各项技术指标均处于行业领先地位，有望带动公司 2022 年毛利率提升，随着同行相似产品的上市预计后续毛利率将逐步回归正常水平，预计 2022-2024 年微型逆变器毛利率分别为 40%、39%、38%；关断器 2021 年开始放量，随着收入规模提升，毛利率有望稳步提升至 25%、28%、28%。
- **费用率：**1) 随着公司收入规模的增长，有望摊薄人员及办公成本，从而降低销售&管理费用率；2) 储能等新品研发滚动推进中，预计 22-24 年研发费用率稳中略降；3) 公司 IPO 超募 27 亿元，将显著改善资本结构，预计 22-24 年财务费用率分别为-2.9%、-2.5%、-2.3%。

图表 48：随着公司收入规模增长，期间费用率逐步下降



来源：Wind，国金证券研究所预测（管理费用已剔除股份支付）

图表 49：公司期间费用率预测明细

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	-47.0	-45.7	-56.3	-85.0	-129.8	-194.3
销售费用率	12.2%	9.3%	8.5%	6.7%	6.0%	5.6%
管理费用	-21.7	-23.1	-30.3	-54.6	-86.6	-128.4
管理费用率	5.6%	4.7%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
研发费用	-22.8	-25.4	-31.2	-58.4	-97.4	-149.2
研发费用率	5.9%	5.2%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%
财务费用	-2.0	-8.6	-15.9	36.6	53.1	78.1
财务费用率	0.5%	1.8%	2.4%	-2.9%	-2.5%	-2.3%

来源：Wind，国金证券研究所预测（管理费用已剔除股份支付）

**图表 50：公司主营业务拆分及预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收（万元）	38,456	48,950	66,496	126,894	216,411	346,918
YOY	63.3%	27.3%	35.8%	90.8%	70.5%	60.3%
毛利率	38.4%	38.4%	37.4%	39.7%	39.1%	38.1%
<b>微型逆变器</b>						
收入（万元）	34,498	41,184	51,191	98,398	168,749	272,459
YOY	64.4%	19.4%	24.3%	92.2%	71.5%	61.5%
销量（万台）	29.6	32.3	41.9	77.5	127.8	198.2
YOY	38.8%	9.3%	29.5%	85.0%	65.0%	55.0%
单价（元/台）	1166	1273	1222	1270	1320	1375
YOY	18.5%	9.2%	-4.0%	3.9%	3.9%	4.2%
毛利率	35.3%	36.7%	36.9%	40.0%	39.0%	38.0%
<b>关断器</b>						
收入（万元）	12	2,948	8,748	18,896	33,559	54,768
YOY	-	25244.6%	196.8%	116.0%	77.6%	63.2%
销量（万台）	0.1	25.9	64.4	128.8	238.3	405.1
YOY	-	18203.8%	149.0%	100.0%	85.0%	70.0%
单价（元/台）	-	114	136	147	141	135
YOY	-	-	19.2%	8.0%	-4.0%	-4.0%
毛利率	-7.1%	12.5%	20.7%	25.0%	28.0%	28.0%
<b>能量通信器</b>						
收入（万元）	3,108	4,017	5,328	8,152	12,392	17,658
YOY	53.0%	29.3%	32.6%	53.0%	52.0%	42.5%
销量（万台）	3.2	4.3	6.8	11.6	18.6	27.9
YOY	77.6%	35.1%	57.6%	70.0%	60.0%	50.0%
单价（元/台）	967	926	779	701	666	633
YOY	-13.9%	-4.3%	-15.9%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	73.4%	73.9%	70.7%	71.0%	71.0%	71.0%

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 我们采用可比公司估值法，选取主攻分布式市场的逆变器公司锦浪科技、固德威、德业股份、禾迈股份作为可比公司，其中禾迈微型逆变器业务收入占比较高，估值最具参考性。
- 考虑到公司各项业务均处于高速成长期，未来三年年化复合增速高达 65%，高于可比公司，给予公司 2023 年 65 倍 PE，对应目标价 433.17 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 51：可比公司估值（截至 2022 年 6 月 13 日）**

代码	名称	股价（元）	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300763.SZ	锦浪科技	162.62	604	4.74	9.42	13.71	18.83	127.5	64.1	44.0	32.1
688390.SH	固德威	303.00	267	2.80	5.79	9.08	11.98	95.4	46.0	29.4	22.2
605117.SH	德业股份	205.98	492	5.79	8.86	12.47	16.78	85.1	55.6	39.5	29.3
688032.SH	禾迈股份	673.00	377	2.02	4.63	8.20	14.02	186.8	81.5	46.0	26.9
	中位数							111.4	59.8	41.8	28.1
688348.SH	昱能科技	356.00	285	1.03	3.11	5.33	8.44	276.7	91.6	53.4	33.7

来源：Wind，国金证券研究所

## 6. 风险提示

- **国际贸易摩擦风险：**由于公司当前市场主要在海外，若海外市场相关政策有所变动或者有疫情影响，或对公司的业务发展造成较大压力；
- **竞争加剧风险：**目前微型逆变器市场主要参与者为公司、Enphase、禾迈，若未来市场新进入者增加，或将导致竞争加剧，对公司盈利能力造成影响；
- **市场拓展不及预期：**公司 IPO 上市后将加大市场拓展力度，若进展不及预期将导致各项销售费用投入无法及时兑现成收入，进而影响公司净利率；
- **光伏装机不及预期：**光伏需求受到宏观政策、产业政策、疫情、原材料等多因素制约，若上述因素波动或将导致装机规模不及预期。



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>385</b>	<b>489</b>	<b>665</b>	<b>1,269</b>	<b>2,164</b>	<b>3,469</b>
增长率		27.3%	35.8%	90.8%	70.5%	60.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-237</b>	<b>-301</b>	<b>-417</b>	<b>-765</b>	<b>-1,318</b>	<b>-2,148</b>
<b>%销售收入</b>	<b>61.6%</b>	<b>61.6%</b>	<b>62.6%</b>	<b>60.3%</b>	<b>60.9%</b>	<b>61.9%</b>
<b>毛利</b>	<b>148</b>	<b>188</b>	<b>248</b>	<b>504</b>	<b>846</b>	<b>1,322</b>
%销售收入	38.4%	38.4%	37.4%	39.7%	39.1%	38.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
%销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>销售费用</b>	<b>-47</b>	<b>-46</b>	<b>-56</b>	<b>-85</b>	<b>-130</b>	<b>-194</b>
%销售收入	12.2%	9.3%	8.5%	6.7%	6.0%	5.6%
<b>管理费用</b>	<b>-47</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-55</b>	<b>-87</b>	<b>-128</b>
%销售收入	12.2%	4.7%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
<b>研发费用</b>	<b>-23</b>	<b>-25</b>	<b>-31</b>	<b>-58</b>	<b>-97</b>	<b>-149</b>
%销售收入	5.9%	5.2%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>30</b>	<b>93</b>	<b>130</b>	<b>304</b>	<b>530</b>	<b>846</b>
%销售收入	7.7%	19.0%	19.5%	24.0%	24.5%	24.4%
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>	<b>-16</b>	<b>37</b>	<b>53</b>	<b>78</b>
%销售收入	0.5%	1.8%	2.4%	-2.9%	-2.5%	-2.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	n.a	2.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>27</b>	<b>90</b>	<b>116</b>	<b>345</b>	<b>586</b>	<b>928</b>
营业利润率	7.0%	18.4%	17.5%	27.2%	27.1%	26.7%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>27</b>	<b>90</b>	<b>116</b>	<b>345</b>	<b>586</b>	<b>928</b>
利润率	7.0%	18.4%	17.5%	27.2%	27.1%	26.7%
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>-35</b>	<b>-53</b>	<b>-83</b>
所得税率	19.3%	16.0%	11.4%	10.0%	9.0%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>22</b>	<b>76</b>	<b>103</b>	<b>311</b>	<b>533</b>	<b>844</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>22</b>	<b>77</b>	<b>103</b>	<b>311</b>	<b>533</b>	<b>844</b>
净利率	5.6%	15.7%	15.5%	24.5%	24.6%	24.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>22</b>	<b>76</b>	<b>103</b>	<b>311</b>	<b>533</b>	<b>844</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>33</b>
<b>非经营收益</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>29</b>	<b>-61</b>	<b>-76</b>	<b>-15</b>	<b>-89</b>	<b>-129</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>309</b>	<b>469</b>	<b>748</b>
<b>资本开支</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-101</b>	<b>-101</b>	<b>-61</b>
<b>投资</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>-101</b>	<b>-101</b>	<b>-61</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>3,211</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>8</b>	<b>-42</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-15</b>	<b>-126</b>	<b>-214</b>	<b>-338</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-20</b>	<b>49</b>	<b>-7</b>	<b>3,043</b>	<b>-214</b>	<b>-338</b>
<b>现金净流量</b>	<b>35</b>	<b>67</b>	<b>37</b>	<b>3,251</b>	<b>154</b>	<b>349</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>84</b>	<b>158</b>	<b>220</b>	<b>3,470</b>	<b>3,622</b>	<b>3,969</b>
<b>应收款项</b>	<b>56</b>	<b>87</b>	<b>160</b>	<b>240</b>	<b>420</b>	<b>693</b>
<b>存货</b>	<b>107</b>	<b>133</b>	<b>178</b>	<b>291</b>	<b>498</b>	<b>812</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>57</b>
<b>流动资产</b>	<b>265</b>	<b>403</b>	<b>592</b>	<b>4,038</b>	<b>4,586</b>	<b>5,532</b>
%总资产	90.0%	92.1%	94.4%	96.8%	95.5%	95.6%
<b>长期投资</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>116</b>	<b>197</b>	<b>229</b>
%总资产	8.0%	5.5%	3.8%	2.8%	4.1%	4.0%
<b>无形资产</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
<b>非流动资产</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>132</b>	<b>217</b>	<b>254</b>
%总资产	10.0%	7.9%	5.6%	3.2%	4.5%	4.4%
<b>资产总计</b>	<b>295</b>	<b>438</b>	<b>627</b>	<b>4,170</b>	<b>4,803</b>	<b>5,785</b>
<b>短期借款</b>	<b>48</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>应付款项</b>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>207</b>	<b>355</b>	<b>611</b>	<b>996</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>57</b>	<b>85</b>	<b>135</b>
<b>流动负债</b>	<b>208</b>	<b>208</b>	<b>287</b>	<b>413</b>	<b>697</b>	<b>1,132</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>48</b>	<b>67</b>	<b>96</b>	<b>137</b>
<b>负债</b>	<b>238</b>	<b>246</b>	<b>335</b>	<b>480</b>	<b>794</b>	<b>1,269</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>57</b>	<b>192</b>	<b>292</b>	<b>3,690</b>	<b>4,010</b>	<b>4,516</b>
其中：股本	<b>54</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
未分配利润	<b>-25</b>	<b>11</b>	<b>107</b>	<b>293</b>	<b>613</b>	<b>1,120</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>295</b>	<b>438</b>	<b>627</b>	<b>4,170</b>	<b>4,803</b>	<b>5,785</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	n.a	1.280	1.715	3.885	6.664	10.553
每股净资产	n.a	3.202	4.864	46.122	50.120	56.452
每股经营现金净流	n.a	0.457	0.855	3.857	5.863	9.354
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.554	2.666	4.221
<b>回报率</b>						
净资产收益率	37.57%	39.98%	35.26%	8.42%	13.30%	18.69%
总资产收益率	7.31%	17.55%	16.41%	7.45%	11.10%	14.59%
投入资本收益率	22.70%	33.87%	34.12%	7.42%	12.03%	17.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	63.27%	27.29%	35.85%	90.83%	70.55%	60.30%
EBIT增长率	132.22%	214.18%	39.68%	134.42%	74.17%	59.63%
净利润增长率	70.74%	256.22%	33.99%	201.95%	71.55%	58.35%
总资产增长率	57.26%	48.40%	43.26%	564.92%	15.18%	20.44%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	42.6	50.4	66.9	68.0	70.0	72.0
存货周转天数	127.1	145.6	136.3	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	121.1	120.7	99.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	22.5	18.0	13.2	33.3	33.2	24.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-62.30%	-64.77%	-59.72%	-93.99%	-90.31%	-87.87%
EBIT利息保障倍数	14.5	10.8	8.2	-8.3	-10.0	-10.8
资产负债率	80.55%	56.08%	53.47%	11.52%	16.52%	21.93%

**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
买入	1	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402