

禾迈股份 (688032)

2022 年中报点评：微逆出货高增，2023 年储能加速放量 买入（维持）

2022 年 08 月 30 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	1,852	4,493	10,234
同比	61%	133%	143%	128%
归属母公司净利润（百万元）	202	636	1,338	2,967
同比	94%	215%	110%	122%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.60	11.36	23.89	52.99
P/E（现价&最新股本摊薄）	331.44	105.13	49.98	22.53

投资要点

■ **事件：**公司 2022H1 实现营收 5.14 亿元，同增 61.55%；归母净利润 2.02 亿元，同增 156.50%。其中 2022Q2 实现营收 2.85 亿元，同增 41.75%，环增 24.38%；归母净利润 1.15 亿元，同增 143.86%，环增 31.30%。2022Q2 扣除利息收入后实现归母净利润 0.70 亿元，同增 52%，环增 12%，业绩略低于预期。

■ **欧洲需求旺盛，微逆出货高增。**公司 2022H1 微逆及监控设备业务实现营收 4.43 亿元，同增 136%，实现微逆出货 38.58 万台，监控设备出货 8.18 万台，分市场结构看，欧洲需求爆发下出货占比提升至 40%+，拉美、美国分别占比 20%-30%；分产品看，一拖四占比 50%+，一拖二占比约 30%，一拖一占比约 15%，主要系欧洲一拖二需求旺盛带动其占比提升。其中 2022Q2 我们预计微逆及监控设备出货约 27 万台，环增 30%+，我们预计 2022 年微逆及监控设备出货超 150 万台，同增 270%+，其中微逆出货超 120 万台，同比翻 2 倍以上增长，2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长，出货 250 万台+。

■ **关断器+储能拓展产品布局，2023 年储能加速放量。**公司推出一拖一、一拖二系列关断器产品，与微逆共同丰富客户组件级关断方案选择；储能方面公司推出 3-6KW 单相低压以及 5-12KW 三相高压储能逆变器，直流耦合（hybrid）及交流耦合技术均有布局，主要市场是欧洲、亚太地区，美国机型产品也在布局中，2022 年我们预计出货 3000 台，2023 年成为公司销售重点，我们预计实现 20 倍以上增长，成为公司新增长动力。

■ **盈利预测与投资评级：**基于微逆需求旺盛叠加储能放量增长，我们上调此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元（前值为 4.8/9.4/14.5 亿元），同比+215%/110%/122%，给予 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 1433.5 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**竞争加剧、政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1,194.00
一年最低/最高价	508.95/1,217.99
市净率(倍)	11.02
流通 A 股市值(百万元)	15,487.12
总市值(百万元)	66,864.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	108.34
资产负债率(% ,LF)	6.93
总股本(百万股)	56.00
流通 A 股(百万股)	12.97

相关研究

《禾迈股份(688032)：2022 一季报点评：2022 Q1 量利双升，汇率改善，盈利持续提升可期》

2022-04-30

《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》

2022-04-20

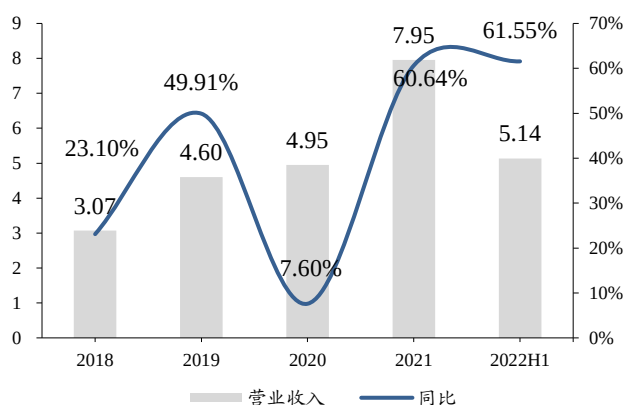
事件：公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 61.55%；实现利润总额 2.33 亿元，同比增长 165.77%；实现归属母公司净利润 2.02 亿元，同比增长 156.50%。其中 2022Q2 实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 41.75%，环比增长 24.38%；实现归属母公司净利润 1.15 亿元，同比增长 143.86%，环比增长 31.30%。2022H1 毛利率为 46.08%，同比增长 2.14pct，2022Q2 毛利率 44.37%，同比增长 2.39pct，环比下降 3.83pct；2022H1 归母净利率为 39.28%，同比增长 14.54pct，2022Q2 归母净利率 40.23%，同比增长 16.84pct，环比增长 2.12pct。2022Q2 扣除利息收入后实现净利润约 0.70 亿元，同增 52%，环增 12%，业绩略低于市场预期。

表1：2022H1 收入 5.14 亿元，同比增长 61.55%；归属母公司净利润 2.02 亿元，同比增长 156.50%（亿元，%）

禾迈股份	2022H1	2021H1	2022H1 同比	2022Q2	2021Q2	2022Q2 同比	2022Q1	2022Q2 环比
营业收入	5.14	3.18	61.6%	2.85	2.01	41.7%	2.29	24.4%
毛利率	46.1%	43.9%	2.1pct	44.4%	42.0%	2.4pct	48.2%	-3.8pct
营业利润	2.33	0.87	167.1%	1.33	0.52	158.3%	1.00	33.1%
利润总额	2.33	0.88	165.8%	1.33	0.36	265.4%	1.00	32.7%
归属母公司净利润	2.02	0.79	156.5%	1.15	0.47	143.9%	0.87	31.3%
扣非归母净利润	1.92	0.77	151.6%	1.07	0.00	-	0.85	26.3%
归母净利率	39.3%	24.7%	14.5pct	40.2%	23.4%	16.8pct	38.1%	2.1pct
股本（亿股）	0.56	0.30	-	0.56	0.30	-	0.40	-
EPS（元/股）	3.60	2.62	37.4%	2.05	1.57	30.6%	2.18	-6.2%

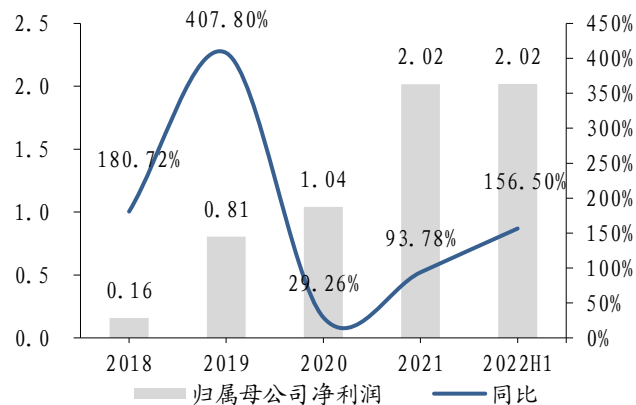
数据来源：wind，东吴证券研究所

图1：2022H1 收入 5.14 亿元，同比 +61.55%（亿元，%）



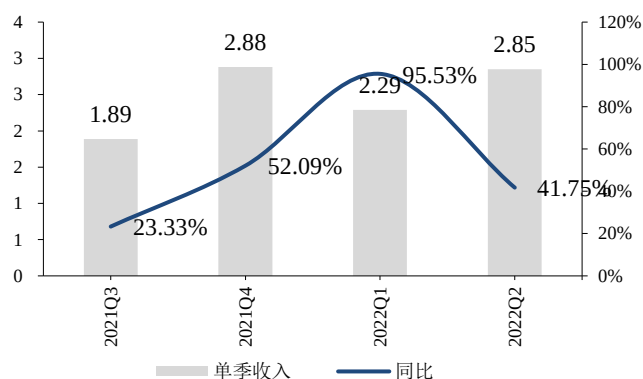
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：2022H1 归母净利润 2.02 亿元，同比 +156.50%（亿元，%）



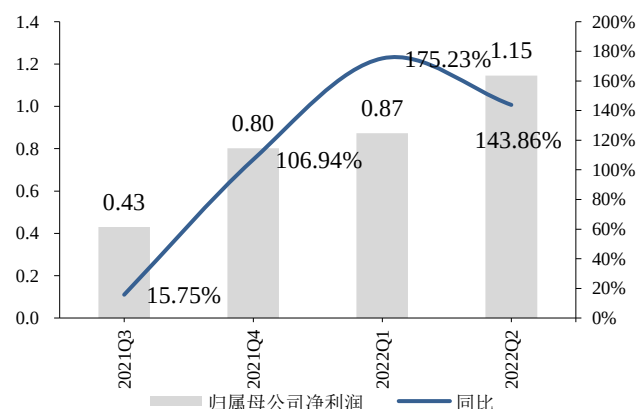
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q2 收入 2.85 亿元, 同比+41.75% (亿元, %)



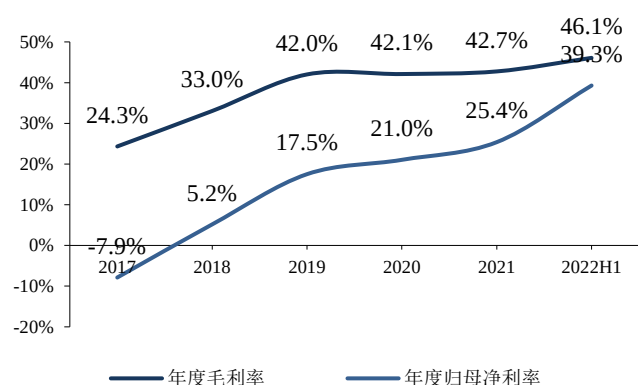
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q2 归母净利润 1.15 亿元, 同比+143.86% (亿元, %)



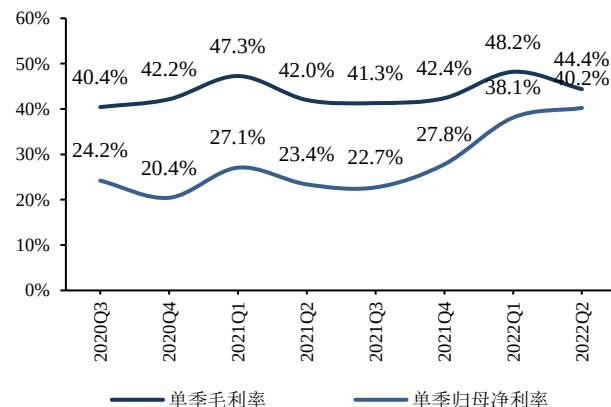
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: 2022H1 毛利率、净利率同比+2.14、+14.54pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

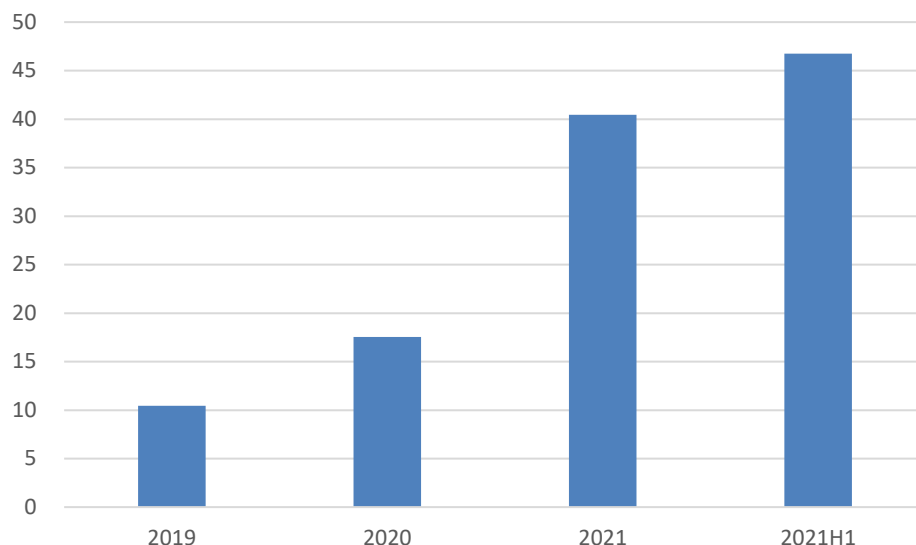
图6: 2022Q2 毛利率、净利率同比+2.39、+16.84pct



数据来源: wind, 东吴证券研究所

欧洲需求旺盛, 微逆出货高增。公司 2022H1 微逆及监控设备业务实现营收 4.43 亿元, 同增 136%, 实现微逆出货 38.58 万台, 监控设备出货 8.18 万台, 分市场结构看, 欧洲需求爆发下出货占比提升至 40%+, 拉美、美国分别占比 20%-30%; 分产品看, 一拖四占比 50%+, 一拖二占比约 30%, 一拖一占比约 15%, 主要系欧洲一拖二需求旺盛带动其占比提升。其中 2022Q2 我们预计微逆及监控设备出货约 27 万台, 环增 30%+, 我们预计 2022 年微逆及监控设备出货超 150 万台, 同增 270%+, 其中微逆出货超 120 万台, 同比翻 2 倍以上增长, 2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长, 出货 250 万台+。

图7: 公司微逆及监控业务出货量

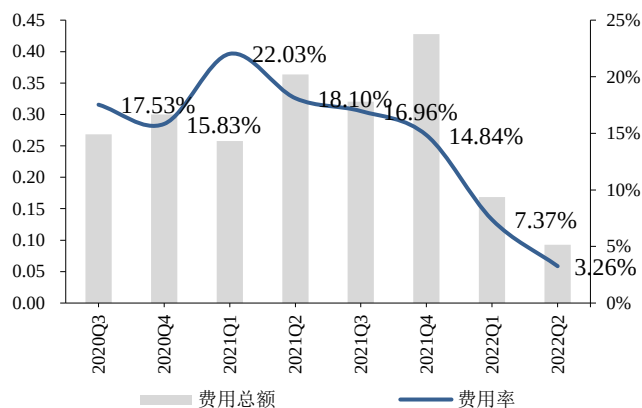


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

关断器+储能拓展产品布局，2023 年储能加速放量。公司推出一拖一、一拖二系列关断器产品，与微逆共同丰富客户组件级关断方案选择；储能方面公司推出 3-6KW 单相低压以及 5-12KW 三相高压储能逆变器，直流耦合（hybrid）及交流耦合技术均有布局，主要市场是欧洲、亚太地区，美国机型产品也在布局中，2022 年我们预计出货 3000 台，2023 年成为公司销售重点，我们预计实现 20 倍以上增长，成为公司新增长动力，储能盈利更佳，将充分增厚公司业绩。

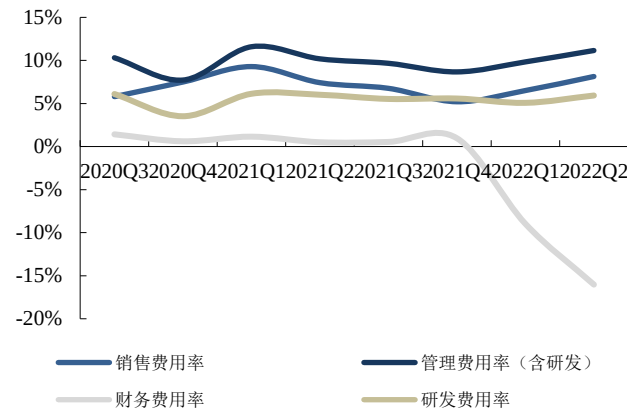
期间费用率大幅下降，费用控制能力优秀：公司 2022H1 期间费用同比下降 57.94% 至 0.26 亿元，期间费用率下降 14.46 个百分点至 5.09%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 47.66%、上升 59.45%、上升 48.02%、下降 2915.82% 至 0.38 亿元、0.54 亿元、0.29 亿元、-0.66 亿元；费用率分别下降 0.7、下降 0.14、下降 0.51、下降 13.62 个百分点至 7.41%、10.56%、5.55%、-12.88%。2022Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+55.49%/+55.23%/+39.73%/-4631.40%，费用率分别为 8.14%/11.15%/5.93%/-16.03%。公司 2022Q2 期间费用同比下降 74.48% 至 0.09 亿元，期间费用率下降 14.84pct 至 3.26%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 55.49%、上升 55.23%、上升 39.73%、下降 4631.40% 至 0.23 亿元、0.32 亿元、0.17 亿元、-0.46 亿元；费用率分别上升 0.72、上升 0.97、下降 0.09、下降 16.53 个百分点至 8.14%、11.15%、5.93%、-16.03%。期间费用率上升原因主要系市场推广费和质保费增加，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以及本期存款利息收入增加。

图8: 2022Q2 期间费用 0.09 亿元, 同比-74.48%
(亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

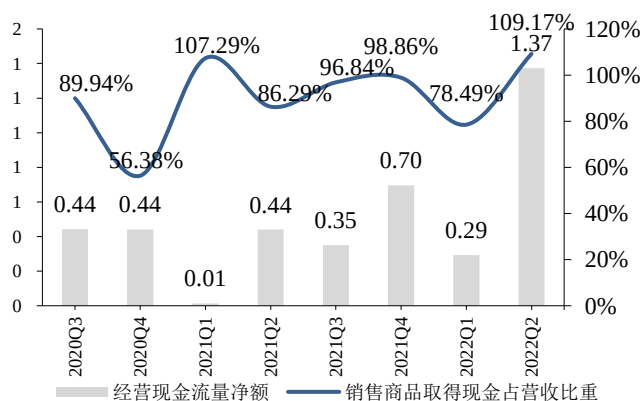
图9: 2022Q2 期间费用率 3.26%, 同比-14.84pct
(%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

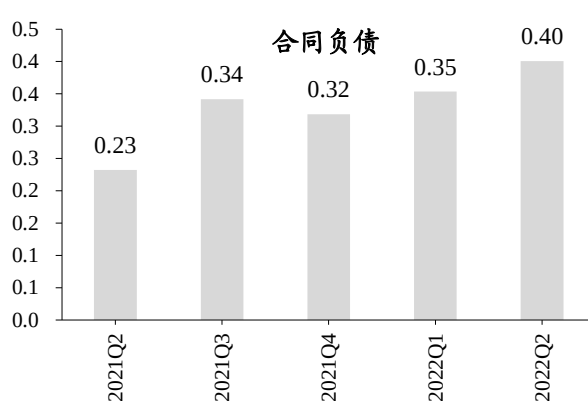
2022Q2 现金流大幅改善: 2022H1 经营活动现金流量净流入 1.67 亿元, 同比增长 266.52%。销售商品取得现金 4.91 亿元, 同比增长 64.08%。期末合同负债 0.4 亿元, 比年初增长 25.93%。期末应收账款 2.14 亿元, 较期初增长 0.07 亿元, 应收账款周转天数下降 9.21 天至 73.85 天。期末存货 3.21 亿元, 较期初上升 1.06 亿元; 存货周转天数上升 39.18 天至 173.83 天。2022Q2 经营活动现金净流入 1.37 亿元, 同比增长 211.61%。2022Q2 销售商品取得现金 3.11 亿元, 同比增长 79.33%。2022Q2 期末存货 3.21 亿元, 同比增长 1.49 亿元。经营活动产生的现金流量净额变动原因主要系本期营业收入增加且境外收入占比较高, 应收账款周转率高于 2021 年同期, 境外销售收入增加导致的出口退税增加。

图10: 2022Q2 现金净流入 1.37 亿元, 同比+211.61%
(亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 2022Q2 期末合同负债 0.4 亿元, 同比+72.68%
(亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于微逆需求旺盛叠加储能放量增长，我们上调此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元（前值为 4.8/9.4/14.5 亿元），同比+215%/110%/122%，给予 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 1433.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

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	12,820	15,082	20,577	营业总收入	795	1,852	4,493	10,234
货币资金及交易性金融资产	5,690	11,684	12,329	14,272	营业成本(含金融类)	455	1,001	2,480	5,761
经营性应收款项	260	560	1,281	2,988	税金及附加	5	9	22	51
存货	214	454	1,146	2,637	销售费用	54	93	193	368
合同资产	20	44	110	246	管理费用	32	74	157	307
其他流动资产	54	78	217	434	研发费用	46	102	225	461
非流动资产	185	342	668	831	财务费用	6	-142	-94	-91
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	28	58	102
固定资产及使用权资产	105	239	526	671	投资净收益	1	4	4	10
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	747	1,572	3,489
其他非流动资产	16	18	37	38	营业外净收支	2	1	2	1
资产总计	6,423	13,162	15,749	21,409	利润总额	225	748	1,574	3,491
流动负债	373	799	1,946	4,538	减:所得税	23	112	236	524
短期借款及一年内到期的非流动负	20	0	0	0	净利润	202	636	1,338	2,967
债					减:少数股东损益	0	0	0	0
经营性应付款项	225	523	1,261	2,970	归属母公司净利润	202	636	1,338	2,967
合同负债	32	78	184	439					
其他流动负债	96	198	501	1,128	每股收益-最新股本摊薄	3.60	11.36	23.89	52.99
非流动负债	65	65	65	65	(元)				
长期借款	22	22	22	22	EBIT	227	574	1,415	3,286
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	236	587	1,440	3,326
租赁负债	0	0	0	0	毛利率(%)	42.75	45.99	44.80	43.71
其他非流动负债	44	44	44	44	归母净利率(%)	25.37	34.34	29.78	28.99
负债合计	438	864	2,011	4,603	收入增长率(%)	60.64	132.95	142.52	127.79
归属母公司股东权益	5,985	12,298	13,738	16,806	归母净利润增长率(%)	93.78	215.27	110.35	121.78
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,985	12,298	13,738	16,806					
负债和股东权益	6,423	13,162	15,749	21,409					

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	503	889	2,036	每股净资产(元)	149.63	245.96	274.76	336.11
投资活动现金流	-153	-66	-243	-92	最新发行在外股份(百万股)	56	56	56	56
筹资活动现金流	5,422	5,557	-1	-1	ROIC(%)	6.35	5.32	9.23	18.26
现金净增加额	5,412	5,994	645	1,943	ROE-摊薄(%)	3.37	5.17	9.74	17.66
折旧和摊销	8	13	25	40	资产负债率(%)	6.81	6.57	12.77	21.50
资本开支	-43	-67	-247	-101	P/E(现价&最新股本摊薄)	331.44	105.13	49.98	22.53
营运资本变动	-69	-219	-635	-1,371	P/B(现价)	7.98	4.85	4.35	3.55

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>