

## 公司研究

## 微逆出货量超预期，储能业务 23 年起贡献新增量

## ——禾迈股份（688032.SH）2022 年半年度报告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022H1 实现营业收入 5.1 亿元，同比+62%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比+156%；其中 2022Q2 实现营业收入 2.8 亿元，同比+42%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比+144%。

## 点评：

**微逆出货量超预期，欧洲市场销量占比提升：**2022H1，公司微型逆变器及监控设备业务发展势头良好，产品收入同比增长 136%。2022 年上半年，公司微型逆变器及监控设备实现收入 4.4 亿元，其中，微型逆变器销售量约为 38.58 万台，监控设备销售 8.18 万台。**分产品结构来看：**微型逆变器一拖四的销售量最大，微型逆变器一拖二的销售比重有所提升；**分销售区域来看：**欧洲地区占比有所提升。

**加快布局储能业务，2023 年起将贡献新增量：**2022H1 公司研发并试产储能逆变器产品，类型包括单相、三相，单相的功率在 3-6 千瓦，三相的功率在 5-12 千瓦，计划在 2022 年下半年推出市场。随着海外户用储能市场的高速发展，预计在 2023 年，储能逆变器产品将为公司贡献新的营收和利润增量。

**产能扩张+芯片国产替代，保障销量高速增长：**2022H1 公司积极布局产线，提升产能：公司在现有产线的基础上，扩大产能，提高智能制造水平和生产能力；同时，公司依托募投项目——禾迈智能制造基地建设项目，抓紧建设以进一步扩大产能。2022H1，公司进行了部分产品的芯片国产替代导入。产能的加速扩张以及芯片的保供能力提升，使得公司整体的出货情况有了更好地保障。

**盈利预测、估值与评级：**公司微逆出货量超预期，2023 年起储能业务将为公司带来新增量，我们上调公司盈利预测，预计公司 22-24 年实现归母净利润 5.62/10.21/17.62 亿元(上调 16%/23%/27%)，对应 EPS 为 10.04/18.23/31.47 元，当前股价对应 22-24 年 PE 为 102/56/33 倍。公司处于高速增长的微逆领域，凭借产品性价比和技术迭代优势，不断提升全球份额，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**微型逆变器行业发展不及预期风险；微型逆变器行业竞争加剧风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	495	795	1,694	3,350	6,027
营业收入增长率	7.60%	60.64%	113.00%	97.78%	79.93%
净利润(百万元)	104	202	562	1,021	1,762
净利润增长率	29.26%	93.78%	178.74%	81.51%	72.66%
EPS(元)	3.47	5.04	10.04	18.23	31.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.60%	3.37%	8.75%	14.35%	21.31%
P/E	296	204	102	56	33
P/B	81.7	6.9	8.9	8.1	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-30

## 买入（维持）

当前价：1,026.83 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

[huangshuaibin@ebsecn.com](mailto:huangshuaibin@ebsecn.com)

联系人：和霖

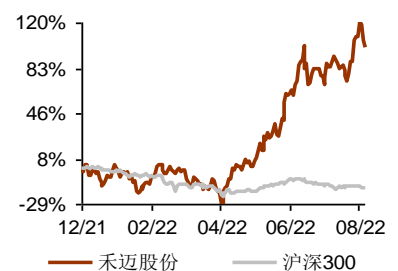
021-52523853

[helin@ebsecn.com](mailto:helin@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	0.56
总市值(亿元)	575.02
一年最低/最高(元)	362.34/1217.99
近 3 月换手率	54.81%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.55	22.55	56.95
绝对	5.86	73.77	98.94

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	495	795	1,694	3,350	6,027
营业成本	287	455	902	1,764	3,173
折旧和摊销	6	8	11	21	32
税金及附加	3	5	10	19	35
销售费用	38	54	130	258	464
管理费用	25	32	67	133	239
研发费用	29	46	103	213	401
财务费用	3	6	-83	-86	-87
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	119	222	640	1,150	1,975
利润总额	119	225	626	1,136	1,962
所得税	15	23	64	115	199
净利润	104	202	562	1,021	1,762
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	202	562	1,021	1,762
EPS(元)	3.47	5.04	10.04	18.23	31.47

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	94	150	271	672	1,252
净利润	104	202	562	1,021	1,762
折旧摊销	6	8	11	21	32
净营运资金增加	6	129	428	694	1,123
其他	-22	-188	-731	-1,065	-1,665
投资活动产生现金流	-43	-153	-251	-325	-300
净资本支出	-43	-43	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1	-109	-1	-75	-50
融资活动现金流	-64	5,422	149	-171	-301
股本变化	3	10	16	0	0
债务净变化	-63	10	80	0	0
无息负债变化	95	118	393	735	1,209
净现金流	-16	5,412	168	175	651

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	42.1%	42.7%	46.8%	47.3%	47.4%
EBITDA 率	26.8%	30.7%	33.3%	33.2%	32.8%
EBIT 率	25.5%	29.6%	32.6%	32.6%	32.3%
税前净利润率	24.1%	28.2%	37.0%	33.9%	32.5%
归母净利润率	21.0%	25.4%	33.2%	30.5%	29.2%
ROA	15.2%	3.1%	7.7%	11.7%	15.8%
ROE (摊薄)	27.6%	3.4%	8.7%	14.3%	21.3%
经营性 ROIC	32.0%	41.0%	40.9%	46.3%	53.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45%	7%	12%	19%	26%
流动比率	2.03	16.74	9.18	5.65	4.19
速动比率	1.56	16.17	8.69	5.10	3.60
归母权益/有息债务	11.96	144.08	52.89	58.54	68.04
有形资产/有息债务	20.94	153.78	59.36	70.63	89.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	687	6,423	7,338	8,759	11,123
货币资金	177	5,580	5,748	5,923	6,574
交易性金融资产	0	110	10	10	10
应收账款	160	207	293	464	834
应收票据	49	30	68	199	276
其他应收款 (合计)	0	44	154	304	548
存货	126	214	358	772	1,388
其他流动资产	21	30	78	147	274
流动资产合计	549	6,237	6,774	7,887	9,981
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	92	105	182	276	380
在建工程	15	44	138	208	261
无形资产	17	17	61	110	157
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	1	53	53	53
非流动资产合计	138	185	564	872	1,142
总负债	310	438	910	1,646	2,854
短期借款	32	20	0	0	0
应付账款	153	215	402	853	1,481
应付票据	12	10	20	40	72
预收账款	0	0	8	17	30
其他流动负债	3	2	34	61	131
流动负债合计	271	373	738	1,396	2,385
长期借款	0	22	22	22	22
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	32	137	215	434
非流动负债合计	39	65	172	250	469
股东权益	377	5,985	6,428	7,114	8,269
股本	30	40	56	56	56
公积金	305	5,720	5,723	5,723	5,723
未分配利润	42	226	649	1,335	2,490
归属母公司权益	377	5,985	6,428	7,114	8,269
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.70%	6.73%	7.70%	7.70%	7.70%
管理费用率	4.96%	3.96%	3.96%	3.96%	3.96%
财务费用率	0.61%	0.77%	-4.92%	-2.56%	-1.44%
研发费用率	5.83%	5.76%	6.06%	6.36%	6.66%
所得税率	13%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	3.00	5.97	10.84	18.72
每股经营现金流	3.13	3.75	4.83	11.99	22.35
每股净资产	12.57	149.63	114.78	127.03	147.66
每股销售收入	16.50	19.88	30.24	59.82	107.63

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	296	204	102	56	33
PB	81.7	6.9	8.9	8.1	7.0
EV/EBITDA	233.0	146.4	92.7	47.2	26.6
股息率	0.0%	0.3%	0.6%	1.1%	1.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE