

禾迈股份 (688032)

2022Q3 季报点评：欧美需求旺盛，微逆出货环比高增，23 年储能加速放量！

买入（维持）

2022 年 10 月 27 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	942.00
一年最低/最高价	508.95/1,338.88
市净率(倍)	8.47
流通 A 股市值(百万元)	12,218.48
总市值(百万元)	52,752.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	111.20
资产负债率(% ,LF)	9.59
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 年中报点评：微逆出货高增，2023 年储能加速放量》

2022-08-30

《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

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	795	1,680	4,089	9,043
同比	61%	111%	143%	121%
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）	261.49	82.94	39.44	17.78

#产能扩张

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季报，2022Q1-3 实现营业收入 9.36 亿元，同增 84.67%；实现归属母公司净利润 3.62 亿元，同增 197.79%。其中 2022Q3，实现营业收入 4.22 亿元，同增 123.59%，环增 48.33%；实现归属母公司净利润 1.6 亿元，同增 273.45%，环增 39.94%。2022Q1-3 毛利率为 46.90%，同增 3.94pct，2022Q3 毛利率 47.90%，同增 6.59pct，环增 3.52pct，业绩靠近预告上限。
- **欧美需求旺盛下，微逆出货环比高增：**欧美需求旺盛下，微逆出货环比高增。公司 2022Q3 微逆业务实现出货 35 万台，环增 48%，DTU 出货 5-6 万台。分市场看，欧美需求旺盛，欧洲占比上升达 46%，北美市场出货超 20 万台，占比约 30%，拉美占比有所下降，不到 20%；分产品看，欧洲占比提升带动一拖一/一拖二占比提升，2022Q3 合计超 50%，一拖四占比下降至约 38%；盈利方面，2022Q3 公司综合毛利率 47.9%，环增 3.5PCT，主要因为 1）公司北美占比提升+价格上涨，微逆毛利率环增；2）随着微逆收入持续增长，占公司整体收入比重提升。需求旺盛下公司产能持续提升，我们预计年底产能达月产 20 万台，2022 全年我们预计微逆出货 120 万台，同比增长 200%，2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长，微逆出货 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，直流及交流耦合技术均有布局，主要市场为欧洲/亚太地区，美国机型产品也在布局中，我们预计 2022Q4 开始放量出货，全年我们预计出货 3000 台，2023 年为销售重点，我们预计实现 20 倍以上增长，成为公司新增长动力，单台储能盈利远超微逆，将充分增厚公司业绩。
- **上市后首次股权激励，彰显公司发展信心：**2022 年 10 月 9 日，公司发布股权激励草案，授予 113 人共计 38.36 万股，占总股本 0.69%，授予价格 562 元，公司按 2020 年 10 月 31 日是否入职分类两类激励对象，前者要求公司 2022/2022-2023/2022-2024 年累计利润不低于 4/10.5/20 亿元，后者要求公司 2022-2023/2022-2024/2022-2025 累计净利润不低于 10.5/20/33.5 亿元，公司业绩考核目标较易实现，有利于提升公司员工积极性，彰显公司发展信心。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司微逆出货增加，储能业务景气度高，我们维持此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元，同增 215%/110%/122%。考虑公司为国产微逆龙头，储能加速放量，我们给予 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 1433 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争超预期。

图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 9.36 亿元, 同比+84.67% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 3.62 亿元, 同比+79.50% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 4.22 亿元, 同比+123.59% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q3 归母净利润 1.6 亿元, 同比+273.45% (亿元, %)	4
图 5: 微逆出货分布 (单位: 万台)	4
图 6: 股权激励细则	5
图 7: 2022Q1-3 期间费用 0.52 亿元, 同比+45.41% (亿元, %)	6
图 8: 2022Q3 期间费用率 2.20%, 同比+1.72pct (%)	6
图 9: 2022Q3 现金净流入 1.6 亿元, 同比-357.27% (亿元, %)	6
图 10: 2022Q3 期末应收账款 3.07 亿元, 较期初增长 1 亿元 (亿元)	6

表 1: 2022Q1-3 收入 9.36 亿元, 同比增长 84.67%; 盈利 3.62 亿元, 同比增长 197.79% (单位: 亿元)	3
--	---

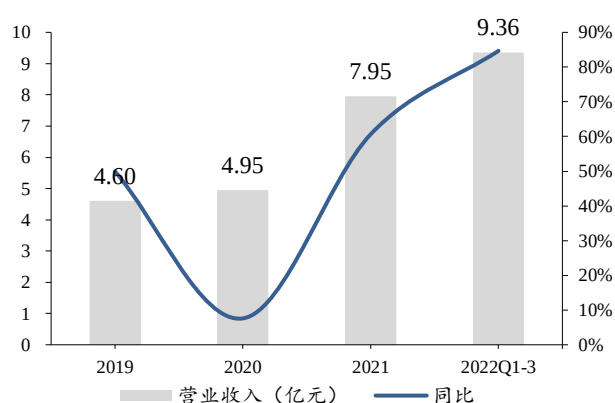
事件：公司发布 2022 年三季报，公司 2022Q1-3 实现营业收入 9.36 亿元，同比增长 84.67%；实现归属母公司净利润 3.62 亿元，同比增长 197.79%。其中 2022Q3，实现营业收入 4.22 亿元，同比增长 123.59%，环比增长 48.33%；实现归属母公司净利润 1.6 亿元，同比增长 273.45%，环比增长 39.94%。2022Q1-3 毛利率为 46.90%，同比上升 3.94pct，2022Q3 毛利率 47.90%，同比上升 6.59pct，环比上升 3.52pct；2022Q1-3 归母净利率为 38.68%，同比上升 14.69pct，2022Q3 归母净利率 37.95%，同比上升 15.23pct，环比下降 2.28pct，业绩靠近预告上限。

表1：2022Q1-3 收入 9.36 亿元，同比增长 84.67%；盈利 3.62 亿元，同比增长 197.79%（单位：亿元）

禾迈股份	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	9.36	5.07	84.7%	4.22	1.89	123.6%	2.85	48.3%
毛利率	46.9%	43.0%	3.9pct	47.9%	41.3%	6.6pct	44.4	3.5pct
营业利润	4.18	1.30	220.7%	1.85	0.43	329.5%	1.33	38.7%
利润总额	4.18	1.32	216.9%	1.85	0.44	318.8%	1.33	38.8%
归属母公司净利润	3.62	1.22	197.8%	1.60	0.43	273.5%	1.15	39.9%
扣非归母净利润	3.50	1.78	196.5%	1.57	0.41	279.7%	1.07	46.2%
归母净利率	38.7%	24.0%	14.7pct	38.0%	22.7%	15.2pct	40.2%	-2.3pct
股本（亿股）	0.56	0.30	-	0.56	0.30	-	0.56	-
EPS（元/股）	6.47	4.05	59.5%	2.86	1.43	100.1%	2.05	39.9%

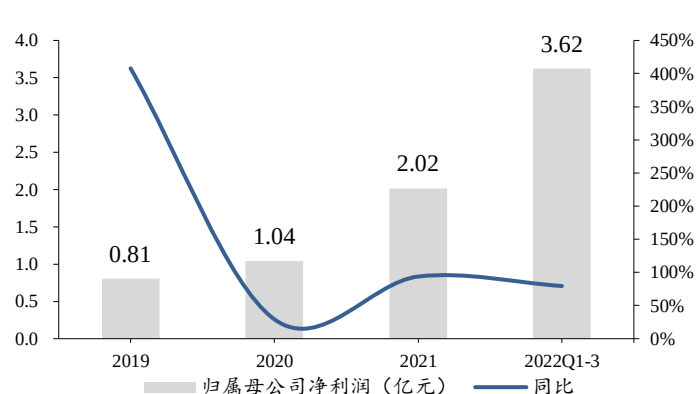
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022Q1-3 收入 9.36 亿元，同比+84.67%（亿元，%）



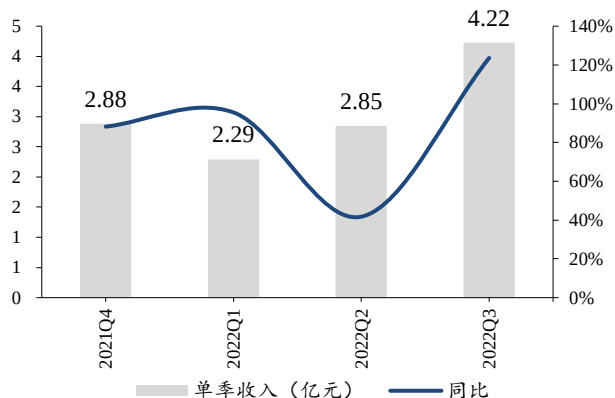
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2022Q1-3 归母净利润 3.62 亿元，同比+197.79%（亿元，%）



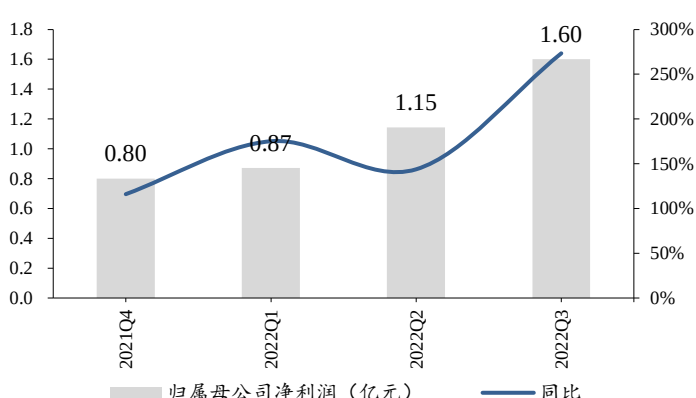
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 4.22 亿元, 同比+123.59% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

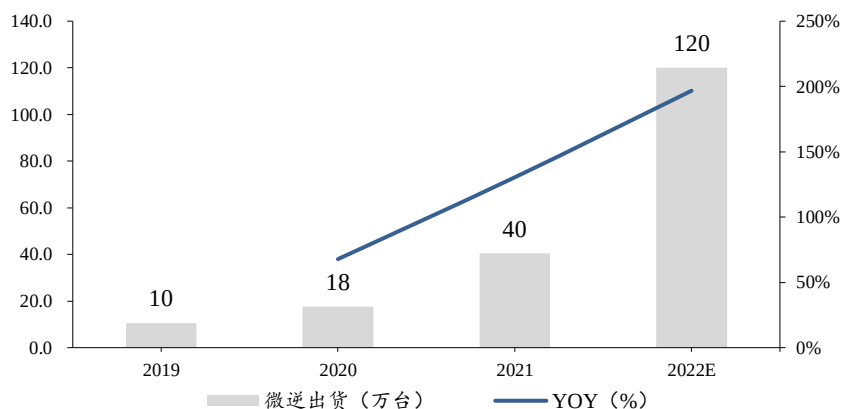
图4: 2022Q3 归母净利润 1.6 亿元, 同比+273.45% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

欧美需求旺盛下, 微逆出货环比高增: 公司 2022Q3 微逆业务实现出货 35 万台, 环增 48%, DTU 出货 5-6 万台。分市场看, 欧美需求旺盛, 欧洲占比上升达 46%, 北美市场出货超 20 万台, 占比约 30%, 拉美占比有所下降, 不到 20%; 分产品看, 欧洲占比提升带动一拖一/一拖二占比提升, Q3 合计超 50%, 一拖四占比下降至约 38%; 盈利方面, 2022Q3 公司综合毛利率 47.9%, 环增 3.5PCT, 主要因为 1) 公司北美占比提升+价格上涨, 微逆毛利率环增; 2) 随着微逆收入持续增长, 占公司整体收入比重提升。需求旺盛下公司产能持续提升, 我们预计年底产能达月产 20 万台, 2022 全年我们预计微逆出货 120 万台, 同比增长 200%, 2023 年我们预计继续实现翻倍以上增长, 微逆出货 250 万台+。

图5: 微逆出货分布 (单位: 万台)



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，直流及交流耦合技术均有布局，主要市场为欧洲/亚太地区，美国机型产品也在布局中，我们预计 2022Q4 开始放量出货，全年我们预计出货 3000 台，2023 年为销售重点，我们预计实现 20 倍以上增长，成为公司新增长动力，单台储能盈利远超微逆，将充分增厚公司业绩。

上市后首次股权激励，彰显公司发展信心：2022 年 10 月 9 日，公司发布股权激励草案，授予 113 人共计 38.36 万股，占总股本 0.69%，授予价格 562 元，公司按 2020 年 10 月 31 日是否入职分类两类激励对象，前者要求公司 2022/2022-2023/2022-2024 年累计利润不低于 4/10.5/20 亿元，后者要求公司 2022-2023/2022-2024/2022-2025 累计净利润不低于 10.5/20/33.5 亿元，公司业绩考核目标较易实现，有利于提升公司员工积极性，彰显公司发展信心。

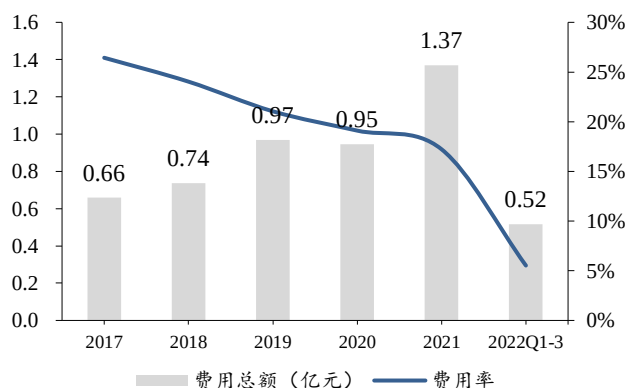
图6：股权激励细则

		归属期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票	第一类激励对象	第一个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023 年营业收入不低于 70 亿元；（2）2023 年净利润不低于 7 亿元。
		第二个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023-2024 年营业收入累计不低于 161 亿元；（2）2023-2024 年净利润不低于 16.1 亿元。
	第二类激励对象	第一个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023 年营业收入不低于 70 亿元；（2）2023 年净利润不低于 7 亿元。
		第二个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023-2024 年营业收入累计不低于 161 亿元；（2）2023-2024 年净利润不低于 16.1 亿元。
		第三个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023-2025 年营业收入累计不低于 279.30 亿元；（2）2023-2024 年净利润不低于 27.93 亿元。
预留授予的限制性股票		第一个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023 年营业收入不低于 70 亿元；（2）2023 年净利润不低于 7 亿元。
		第二个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023-2024 年营业收入累计不低于 161 亿元；（2）2023-2024 年净利润不低于 16.1 亿元。
		第三个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2023-2025 年营业收入累计不低于 279.30 亿元；（2）2023-2024 年净利润不低于 27.93 亿元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

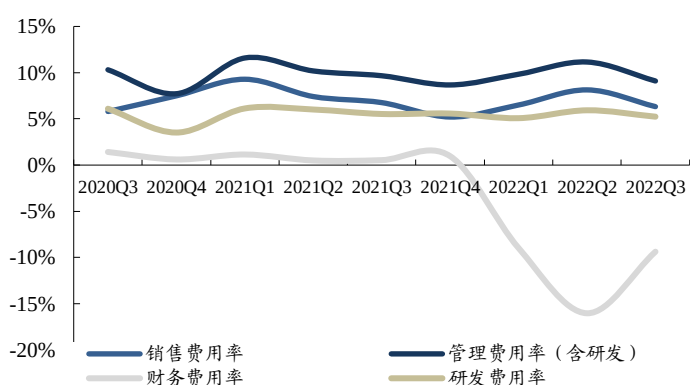
控费能力优秀，2022Q1-3 期间费用率同比下降：公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 45.41%至 0.52 亿元，期间费用率下降 13.06 个百分点至 5.53%。其中，销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 84.56%、上升 86.27%、上升 70.43%、下降 3243.01%至 0.65 亿元、0.42 亿元、0.51 亿元、-1.06 亿元。2022Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比增加 140.11%/108.79%/111.75%/-4001.30%，费用率分别为 6.33%/3.86%/5.24%/-9.37%。

图7: 2022Q1-3 期间费用 0.52 亿元, 同比+45.41% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

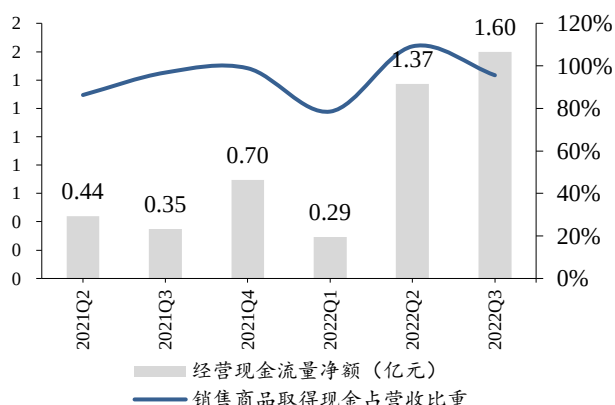
图8: 2022Q3 期间费用率 2.20%, 同比+1.72pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

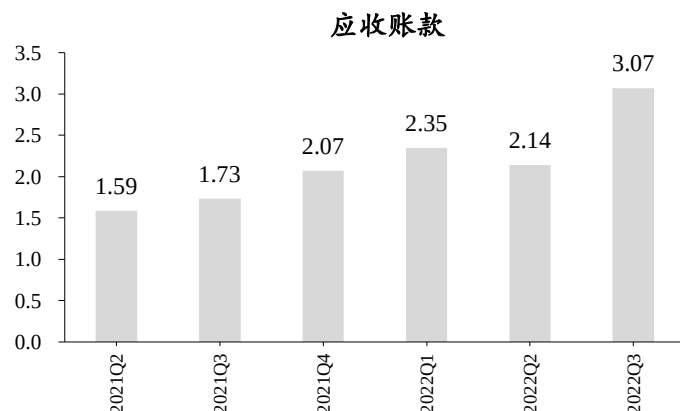
现金流大幅增长, 盈利能力提升: 公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 3.27 亿元, 同比增长 305.97%, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 1.6 亿元; 2022Q1-3 销售商品取得现金 8.94 亿元, 同比增长 85.56%。期末合同负债 1.04 亿元, 同比+205.43%。期末应收账款 3.07 亿元, 较期初增长 1 亿元, 应收账款周转天数下降 8.87 天至 74.19 天。期末存货 3.92 亿元, 较期初上升 1.78 亿元; 存货周转天数上升 30.02 天至 164.67 天。

图9: 2022Q3 现金净流入 1.6 亿元, 同比-357.27% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末应收账款 3.07 亿元, 较期初增长 1 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司微逆出货增加, 储能业务景气度高, 我们维持此前盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 6.4/13.4/29.7 亿元, 同增 215%/110%/122%。

考虑公司为国产微逆龙头，储能加速放量，我们给予 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 1433 元，维持“买入”评级。

风险提示：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)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,237	12,747	14,867	19,973	营业总收入	795	1,680	4,089	9,043
货币资金及交易性金融资产	5,690	11,715	12,388	14,451	营业成本(含金融类)	455	910	2,198	4,979
经营性应收款项	260	508	1,165	2,640	税金及附加	5	8	20	45
存货	214	412	1,016	2,280	销售费用	54	101	204	317
合同资产	20	40	100	217	管理费用	32	69	155	275
其他流动资产	54	72	198	385	研发费用	46	74	148	226
非流动资产	185	342	668	831	财务费用	6	-162	-134	-122
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	30	55	53	118
固定资产及使用权资产	105	239	526	671	投资净收益	1	3	4	9
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	738	1,554	3,449
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	13,090	15,535	20,804	利润总额	225	740	1,555	3,450
流动负债	373	726	1,732	3,934	减:所得税	23	104	218	483
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	0	0	0	净利润	202	636	1,338	2,967
经营性应付款项	225	475	1,118	2,568	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	32	71	163	380	归属母公司净利润	202	636	1,338	2,967
其他流动负债	96	180	451	987	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.60	11.36	23.89	52.99
非流动负债	65	65	65	65	EBIT	227	519	1,362	3,201
长期借款	22	22	22	22	EBITDA	236	532	1,387	3,241
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.75	45.87	46.24	44.94
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	25.37	37.85	32.71	32.81
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	60.64	111.32	143.36	121.14
负债合计	438	791	1,797	3,999	归母净利润增长率(%)	93.78	215.28	110.30	121.84
归属母公司股东权益	5,985	12,298	13,738	16,805					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	5,985	12,298	13,738	16,805					
负债和股东权益	6,423	13,090	15,535	20,804					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	150	535	917	2,158	每股净资产(元)	149.63	245.96	274.75	336.11
投资活动现金流	-153	-67	-243	-93	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	4.86	8.98	18.00
现金净增加额	5,412	6,025	673	2,064	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	6.05	11.57	19.22
资本开支	-43	-67	-247	-101	P/E (现价&最新股本摊薄)	261.49	82.94	39.44	17.78
营运资本变动	-69	-177	-586	-1,190	P/B (现价)	6.30	3.83	3.43	2.80

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>

