

Yuneng Technology (688348)

1 December 2022

Research Analyst
Ruabin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

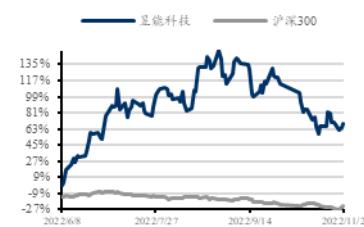
Microinverter shipments grow steadily, and energy storage shipments will soar in 2023

Buy (Maintain)

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	665	1,506	4,149	6,534
Growth (YoY %)	36%	126%	175%	58%
Net profit (RMB mn)	103	420	1,206	1,874
Growth (YoY %)	34%	308%	187%	55%
EPS (RMB)	1.29	5.25	15.07	23.42
P/E (X)	380.34	93.15	32.46	20.89

Investment Thesis

- **Yuneng's revenue grows steadily and will soar in 2023.** In 2022Q1-3, Yuneng's revenue rose by 120% YoY to Rmb928mn; the net profit rose by 338% YoY to Rmb253mn. In 2022Q3, the revenue rose by 185% YoY/33% QoQ to Rmb430mn; the net profit rose by 476% YoY/26% QoQ to Rmb124mn. We expect that the revenue will be Rmb1.4-1.5bn in 2022 and rise by 200-300% YoY to Rmb4.0-4.5bn in 2023 with a stronger growth. The gross profit margin increased by 2pct YoY to 39.5% in 2022Q1-3 and increased by 1.1pct YoY to 39% in 2022Q3; the net profit rate increased by 14pct YoY to 27.2% in 2022Q1-3 and increased by 14pct YoY to 28.8% in 2022Q3. The profitability fluctuates slightly, and we expect that it will remain stable in the future.
- **Micro-inverter shipments will increase by 200%-300% YoY in 2023.** Yuneng's micro-inverter shipments (converted to the number of PV modules) was 1.74mn. in 2022Q1-Q3 and 0.79mn in 2022Q3 (increase by 30%+ QoQ). The micro-inverter matching 2 PV modules count for 50% of the total shipments. In 2022Q3, the micro-inverter shipped to the Europe, North America, and Latin America accounted for 34%, 33% and 22% of the total shipments, respectively. The proportion of the North America micro-inverter shipment out of the total increased. We expect that the micro-inverter shipment (converted to the number of PV modules) will increase by more than 200% YoY to 280-300mn in 2022 and 200-300% YoY to 800mn. in 2023, while the micro-inverter revenue will count for about 80% of Yuneng's total.
- **Energy storage business will grow rapidly in 2023 and become a second growth engine for Yuneng.** In 2022, Yuneng launched energy storage products, containing 3kw and 5kw AC-coupled on-grid and off-grid single-phase energy storage inverters, with two business model of integrated and split machine to meet the customers' diversified demands. Yuneng shipped a small amount of energy storage products in 2022. We expect that Yuneng's energy storage business will increase rapidly and contribute about Rmb400-600mn revenue in 2023, which will account for about 10-15% of the total revenue, becoming Yuneng's second growth engine.
- **More than half of the employees received stock ownership incentive, beneficial for company's long-term development.** On 26 September 2022, Yuneng launched the stock incentive plan and granted 850,000 shares (account for 1.03% of total share capital) to 133 employees (account for 57% of total head count) with share price at Rmb354.91. The stock incentive plan has earning targets that Yuneng's cumulative revenue and net profit in 2022/2023/2024 are no less than Rmb12/30/57bn and Rmb2.3/6.2/1.29bn. The plan will enhance employees' motivation and be conducive to company's long-term development.
- **Earnings Forecast & Rating:** We maintain the rating of Buy and upgrade the earning forecast with TP at Rmb754 giving P/E ratio at 50x in 2023 considering the rapid growth of the micro-inverter and energy storage businesses. We expect that Yuneng's net profit will increase by 308%/187%/55% YoY to Rmb0.42bn (previous prediction 0.45)/Rmb1.21bn (previous prediction 1.06)/Rmb1.87bn (previous prediction 1.73) in 2022/2023/2024 respectively.
- **Risks:** Milder-than-expected policy support, intensified market competition.

Price Movement**Market Data**

Closing price (RMB)	489.32
52-week Range (RMB)	266.00/726.50
P/B (X)	10.91
Floating Market Cap (RMB mn)	8,924.49

Basic Data

BVPS (RMB)	44.83
Liabilities/Assets (%)	18.73
Total Issued Shares (mn)	80.00
Shares Outstanding (mn)	18.24

Related reports

《显能科技(688348): 2022 年中报点评: 微逆+关断营收高增, 业绩超市场预期》

2022-08-25

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng**(曾朵红), **Yao Chen**(陈瑶) and **Yanan Guo**(郭亚男).

2022年12月1日

动态点评：微逆出货稳步增长，2023年储能放量增长

买入（维持）

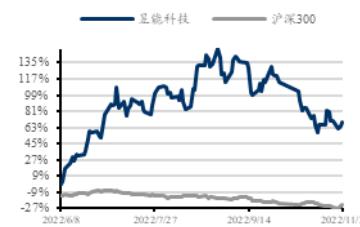
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	665	1,506	4,149	6,534
同比	36%	126%	175%	58%
归属母公司净利润（百万元）	103	420	1,206	1,874
同比	34%	308%	187%	55%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.29	5.25	15.07	23.42
P/E (现价&最新股本摊薄)	380.34	93.15	32.46	20.89

投资要点

- 公司营收增速向好，2023年加速成长。**公司2022Q1-3收入9.28亿元，同增120%；归母2.53亿元，同增338%。其中2022Q3收入4.3亿元，同环比增185%/33%；归母1.24亿元，同环比增476%/26%，全年我们预计实现营收14-15亿元，公司2023年加速成长，我们预计实现营收40-45亿元，同比2-3倍增长。2022Q1-3毛利率为39.5%，同增2pct，2022Q3毛利率39.0%，同增1.1pct，环减0.8pct；2022Q1-3归母净利率27.2%，同增14pct，2022Q3归母净利率28.8%，同增14pct，环减2pct，盈利能力略有小幅波动，我们预计盈利能力未来将保持稳定水平。
- 微逆出货稳步提升，2023年同比2-3倍增长：**公司2022Q1-3实现微逆折算成组件数的出货为174万个，其中2022Q3实现出货79万个，环比增长30%+。分产品看，其中一拖二占比近半，分市场结构看，2022Q3欧洲占比约34%，北美占比约33%，拉美占比22%，北美市场占比有所提升，全年我们预计实现折算成组件数的出货280-300万个，同比翻倍以上增长，2023年我们预计实现出货800万个，同比2-3倍增长；我们预计2023年微逆占总营收比例达80%。
- 2023年储能放量增长，成业绩新增长点：**2022Q1-3关断器折算成组件数出货100万个，其中2022Q3出货35.5万个，出货较为平稳。储能产品于今年推出，目前有3、5kw交流耦合的并离网单相储能逆变器，拥有一体机与分体机两种商业模式满足客户多样需求，今年小批量出货，2023年或将爆发迎来放量增长，我们预计实现4-6亿营收，占比10-15%，将成为公司新业绩增长点。
- 过半员工给予股权激励，助力公司长远发展：**2022年9月26日，公司发布股权激励草案，首次授予激励对象133人，占公司总员工57%，共计85万股，占总股本1.06%，授予价格354.91元，公司业绩考核目标为2022/2023/2024年累计营收不低于12/30/57亿元或累计归母净利润不低于2.3/6.2/12.9亿元，公司激励对象占总员工比例过半，业绩考核目标易实现，有利于提升公司员工积极性，利于公司长远发展。
- 盈利预测与投资评级：**基于2023年微逆出货高速增长，储能加速放量，我们上调2023年盈利预测，我们预计公司2022-2024年净利润4.2/12.1/18.7亿元（前值4.5/10.6/17.3亿元），同增308%/187%/55%，我们给予2023年50倍PE，对应目标价754元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

证券分析师
陈睿彬
(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

股价走势



市场数据

收盘价(元)	489.32
一年最低/最高价	266.00/726.50
市净率(倍)	10.91
流通A股市值(百万元)	8,924.49

基础数据

每股净资产(元)	44.83
资产负债率(%)	18.73
总股本(百万股)	80.00
流通A股(百万股)	18.24

相关研究

《昱能科技(688348): 2022年中报点评：微逆+关断器营收高增，业绩超市场预期》

2022-08-25

《昱能科技(688348): 产品渠道长期积累，微逆需求爆发高成长》

2022-06-21

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾采红，陈瑶和郭亚男的指导。

昱能科技三大财务预测表

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	592	6,831	8,934	11,653	营业收入	665	1,506	4,149	6,534
现金	220	6,020	6,737	8,182	减: 营业成本	417	915	2,522	3,971
应收账款	165	388	1,103	1,784	营业税金及附加	1	8	21	33
存货	178	383	1,046	1,624	销售费用	56	86	141	196
其他流动资产	29	40	48	63	管理费用	30	38	83	118
非流动资产	35	73	135	172	研发费用	31	48	104	163
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	16	-82	-98	-92
固定资产	25	53	82	108	资产减值损失	5	10	18	30
在建工程	0	0	0	0	加: 投资净收益	0	3	8	7
无形资产	7	16	28	38	其他收益	7	2	4	7
其他非流动资产	3	4	25	26	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	627	6,904	9,070	11,826	营业利润	116	489	1,370	2,129
流动负债	287	542	1,477	2,336	加: 营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	45	0	0	0	利润总额	116	489	1,370	2,129
应付账款	207	455	1,254	1,974	减: 所得税费用	13	68	164	255
其他流动负债	35	87	223	362	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	48	48	48	48	归属母公司净利润	103	420	1,206	1,874
长期借款	0	0	0	0	EBIT	132	412	1,278	2,054
其他非流动负债	48	48	48	48	EBITDA	136	423	1,291	2,069
负债合计	335	590	1,526	2,384	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	1.29	5.25	15.07	23.42
归属母公司股东权益	292	6,314	7,544	9,442	每股净资产(元)	4.86	90.2	107.77	134.88
负债和股东权益	627	6,904	9,070	11,826	发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC(%)	41.11	10.65	16.23	21.28
经营活动现金流	51	290	759	1,466	ROE(%)	35.26	6.66	15.98	19.84
投资活动现金流	1	-22	-43	-21	毛利率(%)	37.36	39.24	39.21	39.23
筹资活动现金流	-7	5,532	0	0	销售净利率(%)	15.48	27.91	29.07	28.67
现金净增加额	37	5,801	716	1,445	资产负债率(%)	53.47	8.55	16.82	20.16
折旧和摊销	4	11	13	15	收入增长率(%)	35.85	126.46	175.49	57.5
资本开支	-4	-24	-50	-27	净利润增长率(%)	33.99	308.33	186.93	55.37
营运资本变动	-76	-184	-583	-553	P/E	380.34	93.15	32.46	20.89
					P/B	100.59	5.42	4.54	3.63

数据来源:Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。

免责及评级说明部分

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

免责及评级说明部分

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>