

昱能科技 (688348)

2023 年中报点评: 微逆短期承压、2023H2 有望逐季改善

买入 (维持)

2023 年 09 月 01 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

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

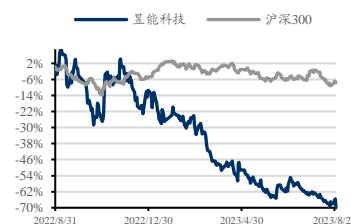
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,338	1,762	2,608	3,706
同比	101%	32%	48%	42%
归属母公司净利润 (百万元)	361	352	535	750
同比	250%	-2%	52%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.22	3.14	4.77	6.70
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.22	43.26	28.47	20.30

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 公司 2023H1 营收 6.6 亿元, 同增 32%; 归母净利润 1.3 亿元, 同增 4.2%; 扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比-10%; 毛利率为 41.4%, 同增 1.5pct。其中 2023Q2 营收 2.2 亿元, 同环降 31%/49%; 归母净利润 0.2 亿元, 同环降 83%/86%; 扣非归母净利润 0.04 亿元, 同环降 96%/96%; 毛利率为 41.1%, 同增 1.3pct, 环降 0.5pct, 业绩低于预期。
- **库存压力下微逆环比下滑、2023H2 逐季改善。** 2023H1 公司微逆实现营收 5.08 亿元, 出货约 50 万台, 同增 40%+, 其中 2023Q2 营收约 1.5 亿元、出货约 19 万台, 同环降 14%/39%, 主要系库存压力影响, 展望未来, 我们预计 2023Q3 微逆库存将有所下滑、2023Q4 进一步改善, 全年我们预计出货 120 万台+, 同增 25%+。
- **通信器同比高增、储能布局延伸至工商储。** 2023H1 关断器/智能通信器分别实现营收及出货为 0.74/0.63 亿元、43.8/8.6 万台, 营收同增 4%/70%, 其中 2023Q2 关断器/智能通信器分别实现营收及出货为 0.37/0.29 亿元、23.5/4.1 万台, 出货环比+16%/-11%; 储能方面公司积极进行多场景布局, 除户储外, 公司横向拓展便携储及工商储, 其中公司通过子公司领储宇能布局工商储, 推出 100kW/215kWh 及 200kW/402kWh 工商业储能一体柜产品, 全年我们预计储能实现营收 2-3 亿元。
- **收入增长放缓致费率大幅提升。** 2023Q2 期间费率为 33.3%, 环增 22.3pct, 主要系新业务布局及新市场开拓持续增加费用投入但收入端增长放缓导致费率大幅提升; 2023H1 公司经营性净现金流为-7.58 亿, 较去年同期减少 6.97 亿, 主要系公司存货采购增加; 2023H1 末存货/合同负债分别为 17.0/0.19 亿元, 较 2023 年初变动 30%/-14%。
- **投资评级:** 考虑库存压力及微逆需求放缓, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 3.5/5.4/7.5 亿元 (2023-2025 年前值为 9.1/15.8/24.2 亿元), 同增-2%/52%/40%, 对应 PE 为 43/28/20, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	135.92
一年最低/最高价	135.83/724.00
市净率(倍)	4.13
流通 A 股市值(百万元)	7,760.42
总市值(百万元)	15,223.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	32.92
资产负债率(% ,LF)	31.01
总股本(百万股)	112.00
流通 A 股(百万股)	57.10

相关研究

《昱能科技(688348): 2022 年年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 23 年微逆+储能持续高增!》

2023-04-26

《昱能科技(688348): 2022 年业绩快报点评: 2023 年微逆延续翻倍态势、储能全面布局!》

2023-02-28

图表目录

图 1: 2023H1 营业收入 6.58 亿元, 同比+32.30% (亿元, %)	4
图 2: 2023H1 归母净利润 1.34 亿元, 同比+4.19% (亿元, %)	4
图 3: 2023Q2 营业收入 2.22 亿元, 同比-31.35%, 环比-48.97% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q2 归母净利润 0.17 亿元, 同比-83.12%, 环比-85.93% (亿元, %)	4
图 5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 41.42%、20.39% (%)	5
图 6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 41.10%、7.45% (%)	5
图 7: 2023H1 期间费用 1.22 亿元, 同比+160.44% (亿元, %)	6
图 8: 2023Q2 期间费用 0.74 亿元, 同比+553.00%, 环比+54.67% (亿元, %)	6
图 9: 2023H1 期间费用率 18.53%, 同比+9.12pct (%)	6
图 10: 2023Q2 期间费用率 33.31%, 同比+29.81pct, 环比+22.32pct (%)	6
图 11: 2023Q2 经营活动现金净流出-3.28 亿元, 同比-1928.59%, 环比+23.75% (亿元, %)	7
图 12: 2023Q2 期末合同负债 0.19 亿元, 同比+133.14%, 环比-26.07% (亿元, %)	7
图 13: 2023Q2 期末存货 16.99 亿元, 同比+411.48%, 环比+1.48% (亿元, %)	7
图 14: 2023Q2 期末应收账款 3.27 亿元, 同比+42.72%, 环比-19.55% (亿元, %)	7
表 1: 2023H1 收入 6.58 亿元, 同比增长 32.30%; 归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 4.19% (单位: 亿元)	3

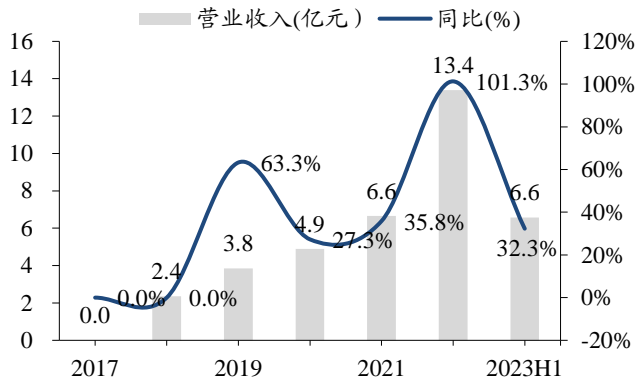
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 6.58 亿元, 同比增长 32.30%; 实现利润总额 1.6 亿元, 同比增长 7.90%; 实现归属母公司净利润 1.34 亿元, 同比增长 4.19%; 实现扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比下降 9.58%。2023H1 毛利率为 41.42%, 同比上升 1.48pct, 2023H1 归母净利率为 20.39%, 同比下降 5.50pct; 2023H1 扣非归母净利率 17.21%, 同比下降 7.97pct。2023Q2 实现营业收入 2.22 亿元, 同比下降 31.35%, 环比下降 48.97%; 实现利润总额 0.22 亿元, 同比下降 80.31%, 环比下降 83.70%; 实现归属母公司净利润 0.17 亿元, 同比下降 83.12%, 环比下降 85.93%; 实现扣非归母净利润 0.04 亿元, 同比下降 95.85%, 环比下降 96.38%。2023Q2 毛利率为 41.10%, 同比上升 1.30pct, 环比下降 0.49pct; 2023Q2 归母净利率为 7.45%, 同比下降 22.84pct, 环比下降 19.55pct; 2023Q2 扣非归母净利率 1.78%, 同比下降 27.65pct, 环比下降 23.31pct。

表1: 2023H1 收入 6.58 亿元, 同比增长 32.30%; 归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 4.19% (单位: 亿元)

昱能科技	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	6.58	4.97	32.30%	2.22	3.24	-31.35%	4.36	-48.97%
营业成本	3.85	2.99	29.04%	1.31	1.95	-32.83%	2.55	-48.54%
毛利率	41.4%	39.9%	+1.48pct	41.1%	39.8%	+1.30pct	41.6%	-0.49pct
营业利润	1.60	1.48	7.96%	0.23	1.14	-80.20%	1.38	-83.61%
利润总额	1.60	1.48	7.90%	0.22	1.14	-80.31%	1.38	-83.70%
归属母公司净利润	1.34	1.29	4.19%	0.17	0.98	-83.12%	1.18	-85.93%
扣非归母净利润	1.13	1.25	-9.58%	0.04	0.95	-95.85%	1.09	-96.38%
归母净利率	20.4%	25.9%	-5.50pct	7.4%	30.3%	-22.84pct	27.0%	-19.55pct
扣非归母净利率	17.2%	25.2%	-7.97pct	1.8%	29.4%	-27.65pct	25.1%	-23.31pct
股本	1.12	0.80	-	1.12	0.80	-	0.80	-

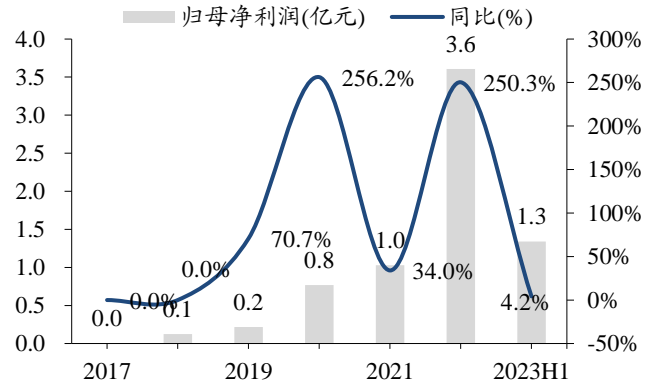
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 6.58 亿元, 同比+32.30% (亿元, %)



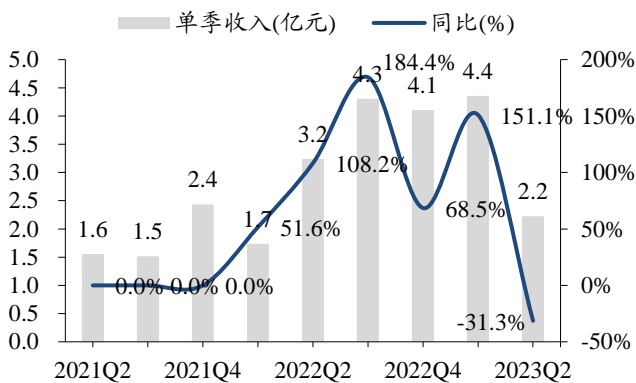
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 1.34 亿元, 同比+4.19% (亿元, %)



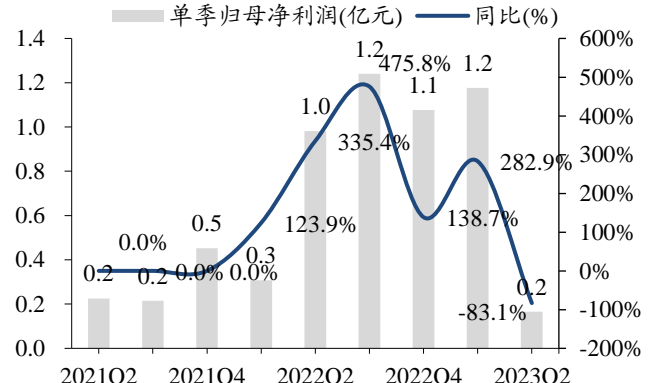
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 2.22 亿元, 同比-31.35%, 环比-48.97% (亿元, %)



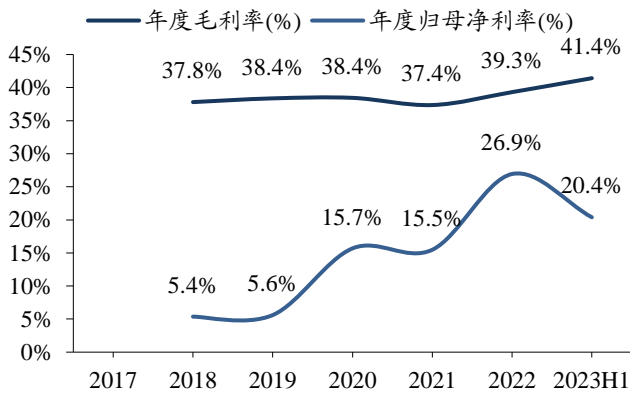
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 0.17 亿元, 同比-83.12%, 环比-85.93% (亿元, %)



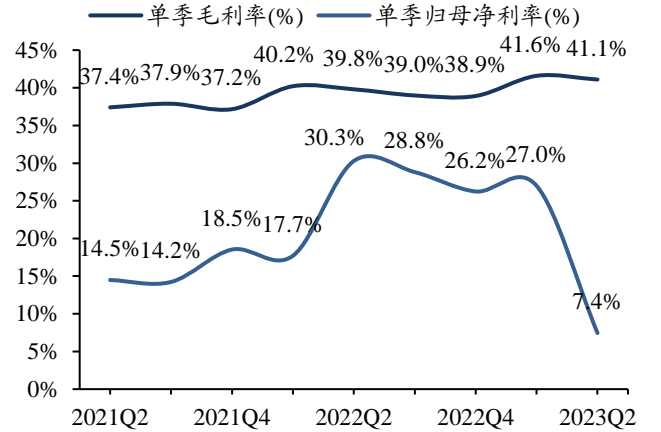
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 41.42%、20.39% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 41.10%、7.45% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

库存压力下微逆环比下滑、2023H2 逐季改善。2023H1 公司微逆实现营收 5.08 亿元, 出货约 50 万台, 同增 40%+, 其中 2023Q2 营收约 1.5 亿元、出货约 19 万台, 同环降 14%/39%, 主要系库存压力影响, 展望未来, 我们预计 2023Q3 微逆库存将有所下滑、2023Q4 进一步改善, 全年我们预计出货 120 万台+, 同增 25%+。

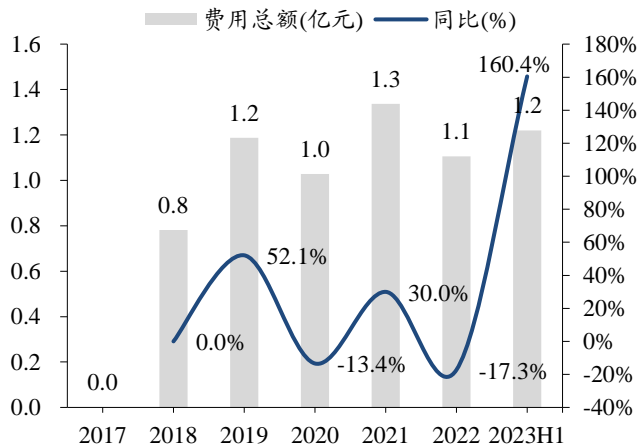
通信器同比高增、储能布局延伸至工商储。2023H1 关断器/智能通信器分别实现营收及出货为 0.74/0.63 亿元、43.8/8.6 万台, 营收同增 4%/70%, 其中 2023Q2 关断器/智能通信器分别实现营收及出货为 0.37/0.29 亿元、23.5/4.1 万台, 出货环比+16%/-11%; 储能方面公司积极进行多场景布局, 除户储外, 公司横向拓展便携储及工商储, 其中公司通过子公司领储宇能布局工商储, 推出 100kW/215kWh 及 200kW/402kWh 工商业储能一体柜产品, 全年我们预计储能实现营收 2-3 亿元。

收入增长放缓致费率大幅提升。2023Q2 期间费率为 33.3%, 环增 22.3pct, 主要系新业务布局及新市场开拓持续增加费用投入但收入端增长放缓导致费率大幅提升; 2023H1 公司经营性净现金流为-7.58 亿, 较去年同期减少 6.97 亿, 主要系公司存货采购增加; 2023H1 末存货/合同负债分别为 17.0/0.19 亿元, 较 2023 年初变动 30%/-14%。

H1 期间费用同增, 销售费用率大幅增长。公司 2023H1 期间费用合计 1.22 亿元, 同比增长 160.44%; 期间费用率为 18.53%, 同比增长 9.12pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 118.32%、上升 113.95%、上升 86.98%、下降 5.35%至 0.62 亿元、0.42 亿元、0.43 亿元、-0.26 亿元; 费用率分别上升 3.74、上升 2.45、上升 1.92、上升 1.01 个百分点至 9.49%、6.41%、6.58%、-3.94%。公司 2023Q2 期间费用合计 0.74 亿元, 同比增长 553.00%, 环比增长 54.67%; 期间费用率为 33.31%, 同比增长 29.81pct, 环比增长 22.32pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 125.82%、上升 132.44%、上升 117.31%、上升 57.22%至 0.35 亿元、0.26 亿元、0.24 亿元、-0.11 亿元; 费用率分别同比

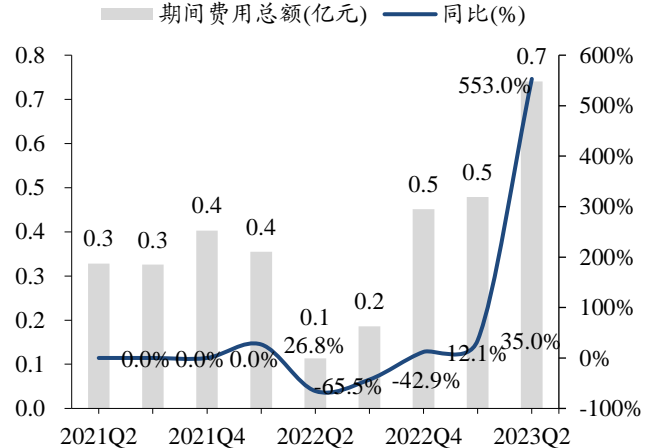
上升 10.81、上升 8.37、上升 7.54、上升 3.09 个百分点至 15.53%、11.88%、11.02%、-5.11%。

图7: 2023H1 期间费用 1.22 亿元, 同比+160.44% (亿元, %)



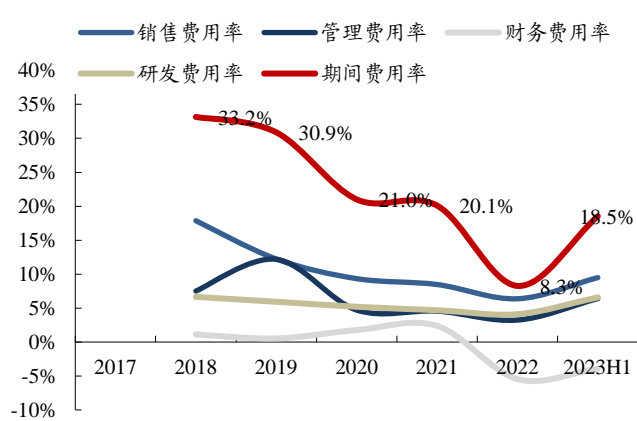
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 0.74 亿元, 同比+553.00%, 环比+54.67% (亿元, %)



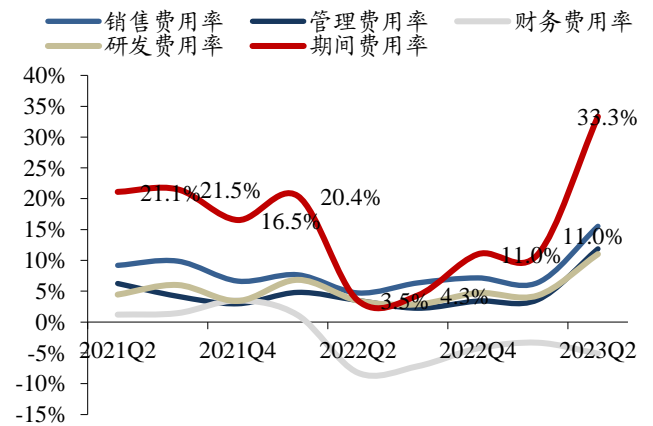
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 18.53%, 同比+9.12pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2023Q2 期间费用率 33.31%, 同比+29.81pct, 环比+22.32pct (%)

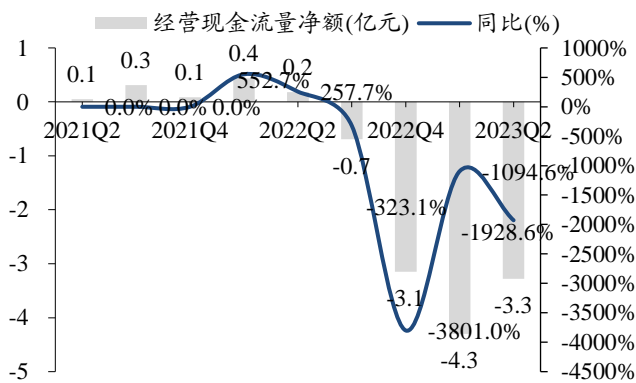


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金流大量流出, 存货同比大增。2023H1 经营活动现金流量净流出 7.58 亿元, 同比下降 1339.13%。销售商品取得现金 7.77 亿元, 同比增长 60.66%。期末合同负债 0.19 亿元, 同比增长 133.14%。期末应收账款 3.27 亿元, 同比增长 42.72%。应收账款周转天数同比上升 24.62 天至 94.96 天。期末存货 16.99 亿元, 同比上升 411.48%。存货周转天数同比上升 547.32 天至 700.93 天。2023Q2 经营活动现金流量净流出 3.28 亿元, 同比下

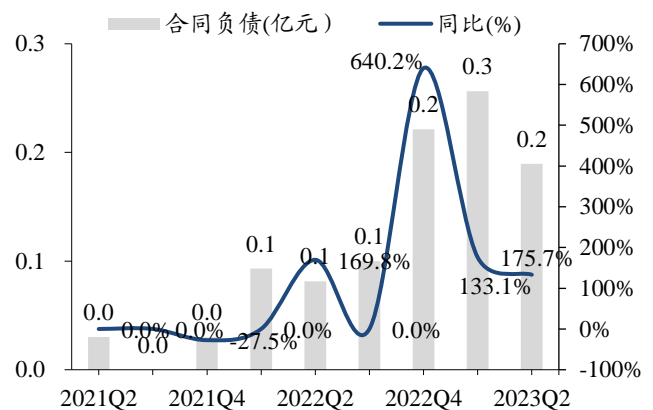
降 1928.59%，环比增长 23.75%。销售商品取得现金 4.55 亿元，同比增长 70.19%，环比增长 41.33%。期末合同负债 0.19 亿元，同比增长 133.14%，环比下降 26.07%。期末应收账款 3.27 亿元，同比增长 42.72%，环比下降 19.55%。应收账款周转天数同比上升 24.62 天至 94.96 天。期末存货 16.99 亿元，同比上升 411.48%，环比增长 1.48%。存货周转天数同比上升 547.32 天至 700.93 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流出-3.28 亿元, 同比-1928.59%, 环比+23.75% (亿元, %)



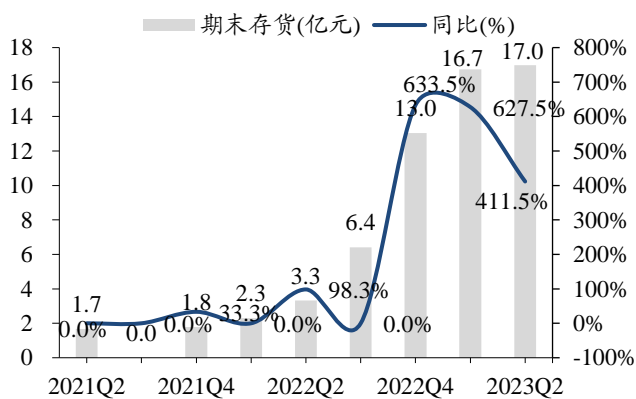
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债0.19 亿元, 同比+133.14%, 环比-26.07% (亿元, %)



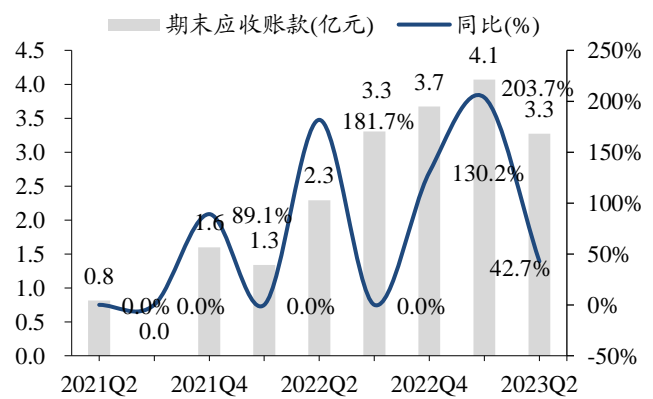
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 16.99 亿元, 同比+411.48%, 环比+1.48% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 3.27 亿元, 同比+42.72%, 环比-19.55% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资评级: 考虑库存压力及微逆需求放缓, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 3.5/5.4/7.5 亿元 (2023-2025 年前值为 9.1/15.8/24.2 亿元), 同增-2%/52%/40%, 对应 PE 为 43/28/20, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

显能科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,652	8,117	9,150	10,529	营业总收入	1,338	1,762	2,608	3,706
货币资金及交易性金融资产	2,733	5,656	5,465	5,262	营业成本(含金融类)	812	1,066	1,611	2,329
经营性应收款项	399	480	733	1,074	税金及附加	3	2	3	3
存货	1,304	1,666	2,538	3,680	销售费用	85	159	209	259
合同资产	0	0	0	0	管理费用	43	106	130	163
其他流动资产	216	315	414	513	研发费用	55	106	130	167
非流动资产	307	312	384	438	财务费用	(73)	(128)	(118)	(102)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	11	21	19
固定资产及使用权资产	56	99	149	193	投资净收益	12	2	5	7
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	6	15	15	20	减值损失	(19)	(50)	(40)	(30)
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	423	414	629	883
其他非流动资产	241	194	215	219	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,958	8,429	9,534	10,967	利润总额	423	414	629	882
流动负债	1,157	977	1,502	2,143	减:所得税	63	62	94	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	54	4	4	4	净利润	360	352	535	750
经营性应付款项	974	849	1,282	1,853	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	22	18	36	46	归属母公司净利润	361	352	535	750
其他流动负债	106	106	181	240	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.22	3.14	4.77	6.70
非流动负债	75	75	75	75	EBIT	333	323	525	785
长期借款	2	2	2	2	EBITDA	341	334	538	800
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.32	39.46	38.24	37.16
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	26.94	19.98	20.50	20.24
其他非流动负债	72	72	72	72	收入增长率(%)	101.27	31.62	48.06	42.09
负债合计	1,232	1,052	1,577	2,218	归母净利润增长率(%)	250.30	(2.39)	51.93	40.29
归属母公司股东权益	3,719	7,369	7,949	8,741					
少数股东权益	8	8	8	8					
所有者权益合计	3,727	7,377	7,957	8,749					
负债和股东权益	4,958	8,429	9,534	10,967					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(323)	(310)	(156)	(184)	每股净资产(元)	46.49	73.69	79.49	87.41
投资活动现金流	(1,337)	23	(35)	(19)	最新发行在外股份(百万股)	112	112	112	112
筹资活动现金流	3,053	3,209	0	0	ROIC(%)	13.78	4.92	5.82	7.98
现金净增加额	1,412	2,923	(191)	(203)	ROE-摊薄(%)	9.69	4.78	6.73	8.58
折旧和摊销	8	11	13	15	资产负债率(%)	24.84	12.48	16.54	20.22
资本开支	(39)	(24)	(38)	(21)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.22	43.26	28.47	20.30
营运资本变动	(620)	(623)	(714)	(932)	P/B(现价)	2.92	1.84	1.71	1.55

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>