

禾迈股份（688032）

2023 年三季报点评：营收环降+汇兑损失推高费率 Q3 盈利承压，Q4 逐步改善

买入（维持）

2023 年 10 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

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

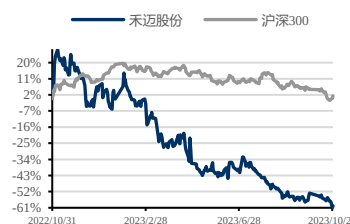
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	1,537	1,995	3,049	5,082
同比	93%	30%	53%	67%
归属母公司净利润（百万元）	533	603	915	1,438
同比	164%	13%	52%	57%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.39	7.24	10.98	17.26
P/E（现价&最新股本摊薄）	36.50	32.21	21.25	13.52

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，2023Q1-3 营收 14.08 亿元，同增 50.4%；归母净利 4.15 亿元，同增 14.7%；扣非净利 3.81 亿元，同增 9.0%。其中 2023Q3 营收 3.43 亿元，同环降 18.8%/29.2%；综合毛利率 49.1%，环增 10.7pct，归母净利 0.67 亿元，同环降 58.2%/61.1%；扣非净利 0.49 亿元，同环降 69.1%/69.2%，业绩不及预期。
- **库存压力下 Q3 微逆出货环降 30%+、结构改善带动毛利率有所提升。**2023Q1-3 公司微逆/DTU 出货约 111/18.6 万台，同增 51%/33%，其中 2023Q3 分别出货 22/8.5 万台，微逆出货同环比-37%/-34%，主要系欧洲库存消化影响出货，DTU 出货同环增 47%/39%；因海外占比和高盈利的一拖二和一拖四的产品占比提升，2023Q3 毛利率环比提升约 3-4pct 到 53%，2023Q4 我们预计出货逐步改善。我们预计全年出货 135-140 万台。期间费率较为平稳。
- **确收节奏影响储能系统环比下滑、毛利率略有提升。**公司 2023Q1-3 储能系统实现营收 1.1-1.2 亿元，2023Q3 实现营收 0.25-03 亿元，环比有所下滑，主要系储能系统为项目制受并网时点影响确收节奏，随规模逐步起量，毛利率环比提升至 20%+，我们预计全年实现营收 2-3 亿元。
- **未到期理财收入+汇兑损失+费用持续投入+收入环降致期间费率环比高增。**2023Q3 公司期间费用率为 36.1%，同增 30.0pct，环增 30.9pct。主要系汇兑损失约 3 千万元+理财未到期无利息收入+新业务持续费用投入及整体营收环降；2023 年前三季度公司经营性现金流-0.22 亿元，较去年同期减少 3.49 亿元，主要系存货采购和备货增加，且加大人员、营销及管理投入所致；2023Q3 末存货/合同负债分别为 8.41/0.94 亿元，分别较 2023 年初+31%/-36%。
- **盈利预测与投资评级：**基于库存压力，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 6.0/9.2/14.4 亿元（2023/2024/2025 年前值为 8.0/13.6/19.1 亿元），同增 13%/52%/57%，考虑公司 2024 年微逆出货将保持高增长，储能系统受益，大储需求加速放量，给予 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 329 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	233.30
一年最低/最高价	223.00/1,149.88
市净率(倍)	3.03
流通 A 股市值(百万元)	9,676.90
总市值(百万元)	19,437.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	76.97
资产负债率(% ,LF)	10.38
总股本(百万股)	83.32
流通 A 股(百万股)	41.48

相关研究

《禾迈股份(688032)：2023 年中报点评：Q2 微逆短期承压，储能系统起量》

2023-09-01

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,642	7,101	8,323	10,571	营业总收入	1,537	1,995	3,049	5,082
货币资金及交易性金融资产	5,478	5,702	6,112	6,898	营业成本(含金融类)	845	1,105	1,735	3,044
经营性应收款项	353	485	684	1,175	税金及附加	10	18	26	41
存货	642	681	1,193	1,983	销售费用	103	182	213	305
合同资产	12	33	38	74	管理费用	66	122	152	203
其他流动资产	157	200	296	441	研发费用	97	202	244	305
非流动资产	675	1,137	1,655	2,126	财务费用	(140)	(168)	(156)	(139)
长期股权投资	8	11	17	22	加:其他收益	61	110	152	229
固定资产及使用权资产	220	449	717	982	投资净收益	11	30	43	66
在建工程	353	597	815	1,012	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18	17	17	16	减值损失	(14)	6	5	6
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	9	10	11	营业利润	612	681	1,033	1,624
其他非流动资产	68	54	79	83	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	7,318	8,238	9,978	12,697	利润总额	613	682	1,034	1,626
流动负债	842	1,006	1,654	2,774	减:所得税	80	82	124	195
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	净利润	532	600	910	1,431
经营性应付款项	534	624	1,038	1,770	减:少数股东损益	0	(3)	(5)	(7)
合同负债	147	135	256	410	归属母公司净利润	533	603	915	1,438
其他流动负债	156	242	355	588	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.39	7.24	10.98	17.26
非流动负债	67	67	67	67	EBIT	461	367	678	1,184
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	477	382	702	1,221
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.98	44.60	43.09	40.11
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	34.66	30.24	30.00	28.29
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	93.23	29.85	52.82	66.69
负债合计	909	1,073	1,721	2,841	归母净利润增长率(%)	163.98	13.30	51.58	57.19
归属母公司股东权益	6,408	7,168	8,264	9,870					
少数股东权益	0	(3)	(7)	(15)					
所有者权益合计	6,409	7,165	8,257	9,856					
负债和股东权益	7,318	8,238	9,978	12,697					

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	426	513	728	1,057	每股净资产(元)	114.44	128.00	147.57	176.26
投资活动现金流	(553)	(289)	(317)	(271)	最新发行在外股份 (百万股)	83	83	83	83
筹资活动现金流	(179)	0	0	0	ROIC(%)	6.44	4.75	7.72	11.49
现金净增加额	(306)	223	411	785	ROE-摊薄(%)	8.31	8.42	11.07	14.57
折旧和摊销	15	15	24	37	资产负债率(%)	12.42	13.02	17.25	22.37
资本开支	(470)	(328)	(349)	(328)	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.50	32.21	21.25	13.52
营运资本变动	(103)	(109)	(175)	(426)	P/B (现价)	2.04	1.82	1.58	1.32

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>