

禾迈股份 (688032)

2023 年业绩快报点评: Q4 微逆环比持平, 储能确收高增; 24 年重回高增长!

买入 (维持)

2024 年 02 月 26 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 郭亚男

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

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	795.19	1,536.51	2,025.99	3,033.81	5,109.85
同比	60.64%	93.23%	31.86%	49.74%	68.43%
归母净利润 (百万元)	201.74	532.55	519.93	829.08	1,353.91
同比	93.78%	163.98%	-2.37%	59.46%	63.30%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.42	6.39	6.24	9.95	16.25
P/E (现价&最新摊薄)	87.55	33.17	33.97	21.30	13.05

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年实现归母净利 5.20 亿元, 同减 2.37%; 扣非净利 5.35 亿元, 同增 3.81%, 其中 2023Q4 归母净利 1.05 亿元, 同减 38.69%, 环增 56.06%; 扣非净利 1.54 亿元, 同减 7.00%, 环增 217.57%。**业绩超预期; 2023Q4 加速计提股权激励、经营性业绩更优。**
- **微逆出货环比持平、毛利率保持坚挺:** 2023 年公司微逆出货约 134 万台, 同增 15%, 其中 2023Q4 出货 22 万台, 同环比-48%/-4%; 另外 DTU 全年出货 23 万台+, 同增 14%, 2023Q4 出 4.5 万台, 同环比-30%/-47%。微逆毛利率维持约 50%; 2023 年欧洲占比 60%(德国占欧洲的 50%)、北美/拉美占比 15%/15%。欧洲微逆持续去库, 我们预计经销商库存 2024Q1 末或 2024Q2 初清完, 全年预计微逆出货 160-180 万台, 同增 19%-34%。
- **储能系统集中确收、收入环比高增:** 公司 2023 年储能系统营收约 3 亿元, 其中 2023Q4 我们预计营收 2 亿元+, 环比 600%+, 主要系储能系统项目确收节奏影响; 随规模逐步起量, 毛利率逐步提升。2024 年交付国电投储能项目, 持续贡献增长。
- **股权激励影响费用、扣除后业绩同增:** 2023 年因终止实施 2022 年股票激励计划对已计提股份支付费用不予转回, 因此 2023Q4 加速计提了确认支付费用超过 5 千万, 2023 年激励总费用 1.08 亿元, 扣除股权激励影响 2023 年归母净利 6.28 亿元, 同增 15.54%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到欧洲处于去库阶段, 我们下调公司 2023-2025 年盈利预测至 5.2/8.3/13.5 亿元 (2023/2024/2025 年前值为 6.0/9.2/14.4 亿元), 同比-2.37%/59%/63%, 考虑公司 2024 年微逆出货将保持高增长、储能放量, 给予 24 年 30 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	212.00
一年最低/最高价	156.00/913.00
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	8,881.86
总市值(百万元)	17,663.31

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)	41.90

相关研究

《禾迈股份(688032): 2023 年三季度报点评: 营收环降+汇兑损失推高费率 Q3 盈利承压, Q4 逐步改善》

2023-10-30

《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	7,058	8,222	10,414	营业总收入	1,537	2,026	3,034	5,110
货币资金及交易性金融资产	5,478	5,618	5,959	6,655	营业成本(含金融类)	845	1,157	1,819	3,163
经营性应收款项	353	493	681	1,183	税金及附加	10	18	26	41
存货	642	712	1,251	2,060	销售费用	103	194	212	307
合同资产	12	34	37	74	管理费用	66	136	152	204
其他流动资产	157	202	295	442	研发费用	97	213	243	307
非流动资产	675	1,137	1,655	2,126	财务费用	(140)	(131)	(155)	(139)
长期股权投资	8	11	17	22	加:其他收益	61	111	152	230
固定资产及使用权资产	220	449	717	982	投资净收益	11	30	42	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	587	936	1,530
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	8,196	9,878	12,540	利润总额	613	588	937	1,531
流动负债	842	1,046	1,722	2,869	减:所得税	80	71	112	184
短期借款及一年内到期的非流动负债	5	5	5	5	净利润	532	517	825	1,347
经营性应付款项	534	653	1,088	1,839	减:少数股东损益	0	(3)	(4)	(7)
合同负债	147	141	269	426	归属母公司净利润	533	520	829	1,354
其他流动负债	156	248	360	599	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.39	6.24	9.95	16.25
非流动负债	67	67	67	67	EBIT	461	308	583	1,089
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	477	323	607	1,125
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.98	42.91	40.05	38.11
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	34.66	25.66	27.33	26.50
其他非流动负债	59	59	59	59	收入增长率(%)	93.23	31.86	49.74	68.43
负债合计	909	1,114	1,789	2,936	归母净利润增长率(%)	163.98	(2.37)	59.46	63.30
归属母公司股东权益	6,408	7,084	8,095	9,618					
少数股东权益	0	(2)	(7)	(13)					
所有者权益合计	6,409	7,082	8,088	9,604					
负债和股东权益	7,318	8,196	9,878	12,540					

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	428	658	968	每股净资产(元)	114.44	126.51	144.55	171.74
投资活动现金流	(553)	(289)	(318)	(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	4.01	6.75	10.81
现金净增加额	(306)	140	341	696	ROE-摊薄(%)	8.31	7.34	10.24	14.08
折旧和摊销	15	15	24	37	资产负债率(%)	12.42	13.59	18.11	23.41
资本开支	(470)	(328)	(349)	(328)	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.17	33.97	21.30	13.05
营运资本变动	(92)	(66)	(143)	(343)	P/B (现价)	1.85	1.68	1.47	1.23

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>