

昱能科技 (688348.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

微逆盈利承压，工商业储能贡献增长

业绩简评

4月22日公司披露2023年年报，2023年实现营收14.2亿元，同比增长6.11%；实现归母净利润2.2亿元，同比下降38.92%。其中，Q4实现营收4.52亿元，同比增长10.01%；实现归母净利润0.40亿元，同比下降63.01%。

经营分析

微逆收入、盈利承压，工商业储能贡献新增长：受光伏行业阶段性产能过剩及高库存影响，2023年公司微型逆变器实现收入9.41亿元，同比下降11.61%，毛利率36.13%，同比下降2.15pct。工商业储能业务实现收入1.65亿元，贡献新增长，目前已储备单体超过50MWh的工商业用户侧项目超过10个，累计装机容量不低于500MWh，为厚植光储领域技术优势、深化海内外市场开拓奠定了坚实基础。

全球化业务布局，境内收入快速增长：公司积极开展全球化业务布局，完善全球营销网络建设，通过在美国、荷兰、法国等地成立分子公司，实现本土化经营。在继续保持欧美市场已形成的市场优势的前提下，加大开拓国内市场的力度，2023年公司实现境内业务收入2.16亿元，同比增长740.55%，毛利率23.94%，同比增加0.73pct。

加强自投光储项目的投资力度，开拓第三成长线：公司已启动光伏电站及储能电站二个新增募投项目的投资建设，通过新建电站项目切入电站运营赛道，带动公司光储产品的出货，预计将推动公司业绩的快速增长。

研发投入持续推进，创新推进产品优化升级：2023年公司研发费率7.37%，同比增加3.27pct。公司加大研发和市场的投入力度，积极引进研发人员和市场开发人员，形成了以微型逆变器为核心的DIY微光储、户用中小光储及工商中大光储三大光储产业生态，满足不同场景下的应用需求。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报情况及我们对行业的最新判断，调整公司2024-2025E归母净利润分别至3.51(-30%)、5.02(-24%)亿元，预计2026年归母净利润为6.88亿元，对应PE估值为21、15、11倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易政策风险；汇率波动风险；市场竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

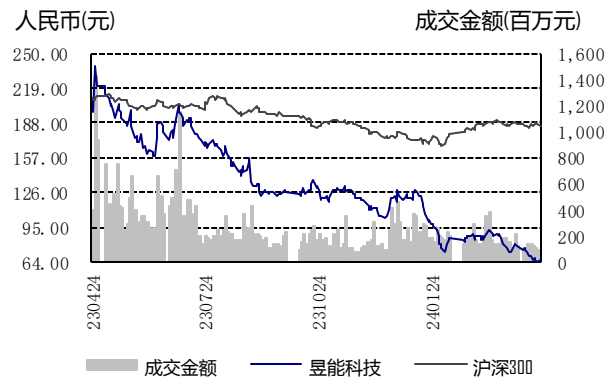
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：65.45元

相关报告：

- 《昱能科技公司点评：Q3收入、利润环比改善，库存下降修复有望持...》，2023.10.29
- 《昱能科技公司点评：Q2高库存拖累出货，下半年有望恢复增长》，2023.8.31
- 《昱能科技公司点评：2022年收入翻倍增长，费用率持续下降》，2023.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,338	1,420	1,809	2,287	2,808
营业收入增长率	101.27%	6.11%	27.39%	26.39%	22.81%
归母净利润(百万元)	361	220	351	502	688
归母净利润增长率	250.30%	-38.92%	59.22%	43.23%	37.04%
摊薄每股收益(元)	4.51	1.97	3.13	4.48	6.15
每股经营性现金流净额	-4.04	-7.70	6.90	5.58	4.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.69%	5.99%	8.64%	11.26%	13.74%
P/E	126.15	62.24	20.91	14.60	10.65
P/B	12.23	3.73	1.81	1.64	1.46

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	665	1,338	1,420	1,809	2,287	2,808	货币资金	220	1,630	963	1,158	1,087	1,323	
增长率		101.3%	6.1%	27.4%	26.4%	22.8%	应收款项	160	368	325	437	583	749	
主营业务成本	-417	-812	-912	-1,077	-1,379	-1,684	存货	178	1,304	1,560	1,314	1,117	1,183	
%销售收入	62.6%	60.7%	64.2%	59.5%	60.3%	60.0%	其他流动资产	34	1,350	1,285	1,806	1,864	1,971	
毛利	248	526	509	732	907	1,124	流动资产	592	4,652	4,133	4,716	4,650	5,226	
%销售收入	37.4%	39.3%	35.8%	40.5%	39.7%	40.0%	%总资产	94.4%	93.8%	87.0%	88.9%	88.4%	89.2%	
营业税金及附加	-1	-3	-2	-4	-5	-6	长期投资	0	147	355	355	355	355	
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	24	53	81	102	119	133	
销售费用	-56	-85	-166	-145	-171	-183	%总资产	3.8%	1.1%	1.7%	1.9%	2.3%	2.3%	
%销售收入	8.5%	6.4%	11.7%	8.0%	7.5%	6.5%	无形资产	7	9	47	45	43	41	
管理费用	-30	-43	-72	-90	-103	-112	非流动资产	35	307	616	592	612	633	
%销售收入	4.6%	3.2%	5.1%	5.0%	4.5%	4.0%	%总资产	5.6%	6.2%	13.0%	11.1%	11.6%	10.8%	
研发费用	-31	-55	-105	-127	-142	-168	资产总计	627	4,958	4,750	5,307	5,262	5,859	
%销售收入	4.7%	4.1%	7.4%	7.0%	6.2%	6.0%	短期借款	45	54	711	678	96	1	
息税前利润 (EBIT)	130	340	163	367	486	655	应付款项	207	976	149	315	403	492	
%销售收入	19.5%	25.4%	11.5%	20.3%	21.3%	23.3%	其他流动负债	34	127	85	120	151	186	
财务费用	-16	73	90	-8	3	22	流动负债	287	1,157	945	1,113	650	679	
%销售收入	2.4%	-5.5%	-6.3%	0.5%	-0.1%	-0.8%	长期贷款	0	2	2	2	2	2	
资产减值损失	-5	-19	-89	-27	-8	-10	其他长期负债	48	73	100	110	126	143	
公允价值变动收益	0	5	31	0	0	0	负债	335	1,232	1,047	1,224	778	824	
投资收益	0	12	22	30	40	50	普通股股东权益	292	3,719	3,677	4,057	4,459	5,009	
%税前利润	0.1%	2.7%	9.7%	8.1%	7.6%	6.9%	其中：股本	60	80	112	112	112	112	
营业利润	116	423	226	369	529	724	未分配利润	107	437	465	746	1,147	1,698	
营业利润率	17.5%	31.6%	15.9%	20.4%	23.1%	25.8%	少数股东权益	0	8	26	26	26	26	
营业外收支	0	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	627	4,958	4,750	5,307	5,262	5,859	
税前利润	116	423	224	369	529	724	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	17.5%	31.6%	15.8%	20.4%	23.1%	25.8%	每股指标							
所得税	-13	-63	-8	-18	-26	-36	每股收益	1.72	4.51	1.97	3.13	4.48	6.15	
所得税率	11.4%	14.8%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	每股净资产	4.86	46.49	32.83	36.22	39.81	44.72	
净利润	103	360	216	351	502	688	每股经营现金净流	0.85	-4.04	-7.70	6.90	5.58	4.12	
少数股东损益	0	0	-5	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	2.20	0.63	0.90	1.23	
归属于母公司的净利润	103	361	220	351	502	688	回报率							
净利率	15.5%	26.9%	15.5%	19.4%	22.0%	24.5%	净资产收益率	35.26%	9.69%	5.99%	8.64%	11.26%	13.74%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	16.41%	7.27%	4.64%	6.61%	9.54%	11.75%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	34.12%	7.65%	3.55%	7.32%	10.08%	12.35%	
净利润	103	360	216	351	502	688	增长率							
少数股东损益	0	0	-5	0	0	0	主营业务收入增长率	35.85%	101.27%	6.11%	27.39%	26.39%	22.81%	
非现金支出	9	27	106	40	24	29	EBIT增长率	39.68%	161.63%	-51.99%	125.00%	32.50%	34.70%	
非经营收益	15	-101	-189	34	-20	-47	净利润增长率	33.99%	250.30%	-38.92%	59.22%	43.23%	37.04%	
营运资金变动	-76	-609	-995	349	119	-209	总资产增长率	43.26%	690.61%	-4.21%	11.73%	-0.84%	11.34%	
经营活动现金净流	51	-323	-862	773	625	461	资产管理能力							
资本开支	-4	-39	-75	-23	-33	-36	应收账款周转天数	66.9	71.8	87.8	90.0	95.0	100.0	
投资	4	-1,296	-69	-550	0	0	存货周转天数	136.3	332.9	573.3	450.0	300.0	260.0	
其他	0	-2	1	30	40	50	应付账款周转天数	99.6	168.3	141.7	50.0	50.0	50.0	
投资活动现金净流	1	-1,337	-143	-543	7	14	固定资产周转天数	13.2	14.3	18.2	18.5	17.4	16.0	
股权募资	0	3,070	23	99	0	0	偿债能力							
债权募资	8	8	658	-33	-582	-95	净负债/股东权益	-59.72%	-71.83%	-35.91%	-51.62%	-58.37%	-58.59%	
其他	-15	-25	-331	-100	-120	-141	EBIT利息保障倍数	8.2	-4.7	-1.8	43.7	-142.9	-29.9	
筹资活动现金净流	-7	3,053	349	-34	-702	-236	资产负债率	53.47%	24.84%	22.04%	23.07%	14.78%	14.06%	
现金净流量	37	1,412	-648	196	-70	239								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	7	10	13	27
增持	0	1	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.23	1.19	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-14	买入	356.00	433.17~433.17
2	2022-06-23	买入	435.20	576.52
3	2022-08-25	买入	692.76	N/A
4	2022-10-31	买入	492.94	N/A
5	2023-04-26	买入	278.13	N/A
6	2023-08-31	买入	156.01	N/A
7	2023-10-29	买入	121.20	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806