

## 昱能科技(688348)

### 存货减值影响较大，光储一体布局正在形成

#### 事件：

2024年4月22日，公司发布2023年报，报告期内公司实现营业收入14.20亿元，同比增长6.11%，实现归母净利润2.20亿元，同比减少38.92%，实现扣非归母净利润1.71亿元，同比减少49.62%。公司业绩下滑主要受到报告期内微型逆变器销售规模同比下降、以及营收结构改变的影响，同时研发、销售等费用增幅较大，并受到计提减值准备等因素的影响。

#### ➤ 微逆出货规模小幅下滑，毛利率基本稳定

公司专注于光伏发电新能源领域，提供以微逆为核心的分布式光伏+储能全场景应用解决方案。报告期内，公司微型逆变器业务实现营业收入9.41亿元，同比减少11.61%，实现毛利率36.13%，同比下降2.15pct，实现微型逆变器销售规模84.25万台，同比减少9.91%。微逆市场以海外北美、欧洲等分布式光伏发展较早的地区为主，2023年行业阶段性产能过剩，海外市场库存处于高位，是影响公司微逆销量的主要原因。

#### ➤ 推进光储一体化布局，新业务增长极快速形成

公司扩展储能业务市场，布局“境内外市场双轮驱动，光储一体协同推进”的发展体系，报告期内实现储能业务零的突破，实现营业收入1.65亿元，毛利率15.87%，在公司各业务板块中营收规模占比11.6%，成长迅速。控股子公司领储宇能聚焦于工商业储能，同时实现多场景覆盖，可提供储能系统、AES模块化解决方案，公司正在推进大项目开发规模与交付能力提升，目前已储备工商业用户侧项目总规模超过500MWh。

#### ➤ 信用及资产减值损失影响利润，研发等费用增幅较大

考虑到光伏装机需求增速放缓、去库存周期拉长，导致存货跌价准备计提较大，以及考虑应收账款、票据等信用减值损失，公司2023年计提信用及资产减值准备合计0.87亿元。公司基于中长期战略规划考虑，报告期内公司加大研发和市场开拓投入力度，导致研发、销售、管理等费用增幅较大。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为21.6/30.6/37.7亿元，同比增速分别为52.2%/41.7%/23.2%，归母净利润分别为3.4/5.0/6.3亿元，同比增速分别为56.1%/46.5%/24.8%，EPS分别为3.07/4.50/5.62元/股，3年CAGR为41.88%。行业去库存周期长于预期，对公司出货规模影响较大，或将影响公司业绩，因此对业绩预期进行适当下调，参照可比公司估值，我们给予公司2024年24倍PE，目标价73.69元，下调为“增持”评级。

**风险提示：**去库存周期继续拉长；海外政策风险；行业竞争加剧风险。

行业：电力设备/光伏设备  
 投资评级：增持（下调）  
 当前价格：64.47元  
 目标价格：73.69元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	112.00/57.86
流通A股市值(百万元)	3,730.24
每股净资产(元)	32.83
资产负债率(%)	22.04
一年内最高/最低(元)	358.00/63.89

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：贺朝晖  
 执业证书编号：S0590521100002  
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1338	1420	2162	3063	3774
增长率(%)	101.27%	6.11%	52.22%	41.67%	23.24%
EBITDA(百万元)	356	148	759	1282	1483
归母净利润(百万元)	361	220	344	504	629
增长率(%)	250.30%	-38.92%	56.15%	46.51%	24.84%
EPS(元/股)	3.22	1.97	3.07	4.50	5.62
市盈率(P/E)	20.3	33.3	21.3	14.6	11.7
市净率(P/B)	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	120.2	81.3	8.5	5.0	4.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年04月23日收盘价

#### 相关报告

1、《昱能科技(688348)：业绩符合预期，微逆和储能推动高增》2023.04.26

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1630	963	-778	-153	874	营业收入	1338	1420	2162	3063	3774
应收账款+票据	367	318	534	757	933	营业成本	812	912	1470	2102	2597
预付账款	31	81	123	174	214	营业税金及附加	3	2	4	5	6
存货	1304	1560	2335	1728	1423	营业费用	85	166	138	181	204
其他	1320	1212	1301	1393	1466	管理费用	98	177	158	193	200
<b>流动资产合计</b>	<b>4652</b>	<b>4133</b>	<b>3515</b>	<b>3898</b>	<b>4910</b>	财务费用	-73	-90	22	24	61
长期股权投资	0	24	24	23	23	资产减值损失	-8	-74	-43	-61	-75
固定资产	56	74	407	878	1119	公允价值变动收益	5	31	10	10	10
在建工程	0	10	400	250	250	投资净收益	12	22	22	22	22
无形资产	6	45	46	66	93	其他	1	-5	-9	-16	-22
其他非流动资产	244	463	772	736	736	<b>营业利润</b>	<b>423</b>	<b>226</b>	<b>351</b>	<b>513</b>	<b>640</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>307</b>	<b>616</b>	<b>1649</b>	<b>1953</b>	<b>2221</b>	营业外净收益	0	-2	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	<b>4958</b>	<b>4750</b>	<b>5165</b>	<b>5852</b>	<b>7132</b>	<b>利润总额</b>	<b>423</b>	<b>224</b>	<b>350</b>	<b>512</b>	<b>640</b>
短期借款	50	524	504	484	984	所得税	63	8	13	19	24
应付账款+票据	974	144	232	332	410	<b>净利润</b>	<b>360</b>	<b>216</b>	<b>337</b>	<b>493</b>	<b>616</b>
其他	132	277	276	391	478	少数股东损益	0	-5	-7	-11	-13
<b>流动负债合计</b>	<b>1157</b>	<b>945</b>	<b>1012</b>	<b>1206</b>	<b>1872</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>361</b>	<b>220</b>	<b>344</b>	<b>504</b>	<b>629</b>
长期带息负债	3	4	15	15	13						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	72	98	98	98	98						
<b>非流动负债合计</b>	<b>75</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>111</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1232</b>	<b>1047</b>	<b>1125</b>	<b>1319</b>	<b>1983</b>						
少数股东权益	8	26	19	8	-5						
股本	80	112	112	112	112						
资本公积	3152	3159	3159	3159	3159						
留存收益	486	406	749	1253	1882						
<b>股东权益合计</b>	<b>3727</b>	<b>3703</b>	<b>4040</b>	<b>4533</b>	<b>5148</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4958</b>	<b>4750</b>	<b>5165</b>	<b>5852</b>	<b>7132</b>						
现金流量表						财务比率					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	360	216	337	493	616	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	6	14	387	746	782	营业收入	101.27%	6.11%	52.22%	41.67%	23.24%
财务费用	-73	-90	22	24	61	EBIT	164.42%	-61.67%	177.69%	44.06%	30.74%
存货减少(增加为“-”)	-1126	-256	-776	608	304	EBITDA	161.77%	-58.47%	413.28%	68.86%	15.69%
营运资金变动	-620	-1034	-1036	456	181	归属于母公司净利润	250.30%	-38.92%	56.15%	46.51%	24.84%
其它	1127	285	745	-638	-335	<b>获利能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>-325</b>	<b>-865</b>	<b>-320</b>	<b>1688</b>	<b>1609</b>	毛利率	39.32%	35.81%	32.02%	31.37%	31.18%
资本支出	-15	-49	-1420	-1050	-1050	净利率	26.91%	15.18%	15.57%	16.10%	16.31%
长期投资	-1296	-69	0	0	0	ROE	9.69%	5.99%	8.55%	11.13%	12.20%
其他	-26	-25	31	31	31	ROIC	159.30%	9.80%	17.47%	16.11%	18.39%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1337</b>	<b>-143</b>	<b>-1389</b>	<b>-1019</b>	<b>-1019</b>	<b>偿债能力</b>					
债权融资	7	475	-9	-20	498	资产负债率	24.84%	22.04%	21.78%	22.54%	27.81%
股权融资	20	32	0	0	0	流动比率	4.0	4.4	3.5	3.2	2.6
其他	3026	-157	-22	-24	-61	速动比率	2.7	2.5	0.8	1.4	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3053</b>	<b>349</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>437</b>	<b>营运能力</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>1410</b>	<b>-651</b>	<b>-1741</b>	<b>625</b>	<b>1027</b>	应收账款周转率	3.6	4.5	4.1	4.1	4.1
						存货周转率	0.6	0.6	0.6	1.2	1.8
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	3.2	2.0	3.1	4.5	5.6
						每股经营现金流	-2.9	-7.7	-2.9	15.1	14.4
						每股净资产	33.2	32.8	35.9	40.4	46.0
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	20.3	33.3	21.3	14.6	11.7
						市净率	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	120.2	81.3	8.5	5.0	4.3
						EV/EBIT	122.4	89.7	17.4	12.0	9.2

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月23日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼