

# 禾迈股份 (688032)

## 2023 年报&2024 一季报点评：微逆出货逐季改善，大储放量高增

买入 (维持)

2024 年 04 月 29 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 余慧勇

执业证书：S0600122080038  
yuhy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,537	2,026	2,854	4,679	6,664
同比 (%)	93.23	31.86	40.89	63.93	42.41
归母净利润 (百万元)	532.55	511.85	676.66	998.89	1,389.23
同比 (%)	163.98	(3.89)	32.20	47.62	39.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.39	6.14	8.12	11.99	16.67
P/E (现价&最新摊薄)	33.95	35.32	26.72	18.10	13.01

### 投资要点

■ **事件：** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 20.26 亿元，同增 32%，归母净利润 5.12 亿元，同比-4%，扣非归母净利润 5.27 亿元，同增 2%，其中 2023Q4 实现营收 6.18 亿元，同环比+3%/80%，归母净利润 0.96 亿元，同环比-43%/+44%，扣非归母净利润 1.46 亿元，同环比-12%/+201%；2024Q1 实现营收 3.31 亿元，同环比-43%/-46%，归母净利润 0.67 亿元，同环比-62%/-30%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同环比-62%/-55%。业绩略低于预期。

■ **2024Q1 微逆出货环增、后续有望逐季环增。** 公司 2023 年实现微逆出货 131.88 万台，同增约 13%，分市场看欧洲占比约 60%，北美 10%+，拉美 10%+，亚太约 10%；其中 2023Q4 出货约 21 万台，环比略降；2024Q1 出货约 23 万台，同降约 60%，环增约 10%，欧洲及拉美市场需求逐步提升，预计 2024Q2 出货环比提升，后续逐季改善，同时公司持续加大研发，下半年预计推出 1-2 个重磅新品增强公司竞争力，同时美国渠道也在逐步突破，目前已进入 Sunnova 渠道，全年我们预计微逆出货 150-170 万台，同增 20%+。

■ **储能加速放量、2024 年有望翻倍增长。** 公司 2023 年实现储能系统营收约 3.1 亿元，同增 354%，其中我们预计 2023Q4 实现营收约 1.8 亿元；2024Q1 实现营收约 0.4 亿元，公司同样逐步加大中大功率储能研发投入，2024 年储能开始放量增长，全年预计可实现翻倍增长。

■ **发电系统业务快速增长、电气成套设备业务逐步剥离。** 公司 2023 年发电系统业务实现营收约 1.6 亿元，同增 302%，开发规模逐步起量带动营收高增，2024 年有望持续高增；电气成套设备业务 2023 年实现营收 0.93 亿元，同比-43%，同时公司通过处置子公司已剥离电气成套业务。

■ **盈利预测与投资评级：** 考虑微逆增速略有放缓，我们下调 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 6.8/10.0/13.9 亿元 (2024-2025 年前值为 8.3/13.5 亿元)，同增 32%/48%/39%，对应 PE 为 27/18/13 倍，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)	217.00
一年最低/最高价	156.00/576.44
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	9,091.33
总市值(百万元)	18,079.90

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	77.24
资产负债率(% ,LF)	12.82
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!》

2024-02-26

《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》

2023-10-30

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,184</b>	<b>7,541</b>	<b>9,135</b>	<b>11,683</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,026</b>	<b>2,854</b>	<b>4,679</b>	<b>6,664</b>
货币资金及交易性金融资产	4,843	5,497	5,867	6,951	营业成本(含金融类)	1,134	1,622	2,773	3,991
经营性应收款项	458	636	1,039	1,469	税金及附加	14	20	33	40
存货	731	1,139	1,868	2,745	销售费用	178	228	328	433
合同资产	14	22	34	50	管理费用	126	154	234	300
其他流动资产	138	248	327	468	研发费用	248	314	468	633
<b>非流动资产</b>	<b>1,044</b>	<b>1,414</b>	<b>1,880</b>	<b>2,280</b>	财务费用	(162)	(129)	(155)	(139)
长期股权投资	8	12	15	18	加:其他收益	93	100	131	167
固定资产及使用权资产	563	948	1,408	1,825	投资净收益	20	0	0	0
在建工程	113	102	92	83	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	209	202	195	189	减值损失	(10)	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	13	14	15	16	<b>营业利润</b>	<b>592</b>	<b>751</b>	<b>1,134</b>	<b>1,578</b>
其他非流动资产	138	136	156	150	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>7,228</b>	<b>8,955</b>	<b>11,016</b>	<b>13,963</b>	<b>利润总额</b>	<b>593</b>	<b>752</b>	<b>1,135</b>	<b>1,579</b>
<b>流动负债</b>	<b>747</b>	<b>1,433</b>	<b>2,050</b>	<b>3,203</b>	减:所得税	80	75	136	189
短期借款及一年内到期的非流动负债	43	16	16	16	<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>677</b>	<b>999</b>	<b>1,389</b>
经营性应付款项	522	1,051	1,537	2,399	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	49	176	209	367	<b>归属母公司净利润</b>	<b>512</b>	<b>677</b>	<b>999</b>	<b>1,389</b>
其他流动负债	134	190	288	422	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.14	8.12	11.99	16.67
非流动负债	101	101	101	101	EBIT	411	516	844	1,267
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	452	534	865	1,291
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.03	43.17	40.73	40.11
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	25.26	23.71	21.35	20.85
其他非流动负债	68	68	68	68	收入增长率(%)	31.86	40.89	63.93	42.41
<b>负债合计</b>	<b>849</b>	<b>1,534</b>	<b>2,151</b>	<b>3,304</b>	归母净利润增长率(%)	(3.89)	32.20	47.62	39.08
归属母公司股东权益	6,377	7,419	8,863	10,657					
少数股东权益	2	2	2	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,379</b>	<b>7,421</b>	<b>8,865</b>	<b>10,659</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,228</b>	<b>8,955</b>	<b>11,016</b>	<b>13,963</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41	703	414	1,103	每股净资产(元)	76.54	89.05	106.38	127.91
投资活动现金流	(3)	(22)	(43)	(18)	最新发行在外股份(百万股)	83	83	83	83
筹资活动现金流	(637)	(28)	0	0	ROIC(%)	5.53	6.67	9.06	11.36
现金净增加额	(594)	653	370	1,084	ROE-摊薄(%)	8.03	9.12	11.27	13.04
折旧和摊销	41	18	21	24	资产负债率(%)	11.74	17.13	19.53	23.67
资本开支	(304)	(19)	(39)	(19)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.32	26.72	18.10	13.01
营运资本变动	(440)	14	(602)	(304)	P/B(现价)	2.83	2.44	2.04	1.70

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>