

## 微储微逆新品亮相欧洲光伏展，框架协议打开国内成长空间

### 核心观点

- 微储微逆新品亮相德国光伏展，海外库存水平改善后有望迎来新成长。**6月21日，公司携MS微储新品（MS-A2系列）、MiT微逆新品和其他微型逆变器、储能逆变器等产品亮相Intersolar Europe 2024展览会。Intersolar Europe 2024作为全球规模最大、影响最深的太阳能专业展览会，公司产业迭代出新，在欧洲有望获得更高认知度与市场份额。叠加欧洲逆变器库存情况有望持续改善，带动公司相关业务修复性改善。
- 框架协议打开国内成长保障，新能源业务激活共振。**公司近日与中国能源建设集团新疆电力设计院有限公司就双方在新能源电力领域的战略合作签署了《合作框架协议》。本次签订合作框架协议，有利于双方充分发挥技术优势、品牌优势，在智能制造、绿色低碳等方面深化合作。于传统业务合作基础上，在新材料、产业链延伸等方面探索一体化解决方案和更多合作契机。
- 产品图谱逐步完善，储能场景打开未来。**6月27日公司网站详细分享双向转换器技术解释，并介绍Hoymiles Micro Storage与便携式电源（PPS）应用场景。公司MS产品通过提供离网模式，提供了额外的能源安全性和独立性，在电网出现故障时，能够快速连接到离网端口，充当可靠电源，同样可以用作便携式电源，应对户外活动过程中需要电源的情景。

### 盈利预测与投资建议

- 结合公司24Q1经营情况以及23年海外库存周期情况，我们对公司24-26年盈利预测进行下修，我们预测公司2024-2026年归母净利润为6.30亿、8.99亿、以及11.76亿元（原预测2024年以及2025年分别为15.06亿、21.12亿），对应每股收益分别为5.09、7.27、9.50元；参照可比公司25平均估值，给予公司25年17倍PE，对应目标价为123.51元，维持买入评级。

### 风险提示

微逆需求不及预期、主要原材料价格波动的风险、核心技术泄密和核心技术人员流失的风险、国际局势影响出口的风险、汇率波动的风险、竞争激烈程度提升风险等。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,537	2,026	2,764	3,987	5,415
同比增长(%)	93.2%	31.9%	36.4%	44.3%	35.8%
营业利润(百万元)	612	592	728	1,040	1,360
同比增长(%)	175.2%	-3.3%	23.0%	42.8%	30.8%
归属母公司净利润(百万元)	533	512	630	899	1,176
同比增长(%)	164.0%	-3.9%	23.2%	42.6%	30.8%
每股收益(元)	4.30	4.14	5.09	7.27	9.50
毛利率(%)	45.0%	44.0%	41.8%	41.3%	39.7%
净利率(%)	34.7%	25.3%	22.8%	22.6%	21.7%
净资产收益率(%)	8.6%	8.0%	9.5%	12.3%	14.1%
市盈率	26.7	27.8	22.5	15.8	12.1
市净率	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年06月28日）	114.78元
目标价格	123.51元
52周最高价/最低价	274.33/103.09元
总股本/流通A股（万股）	12,376/6,204
A股市值（百万元）	14,206
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2024年06月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-8.28	-29.68	-20.32	-49.27
相对表现%	-7.31	-25.59	-18.64	-39.4
沪深300%	-0.97	-4.09	-1.68	-9.87



### 证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
顾高臣	021-63325888*6119 gugaochen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080004
严东	yandong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523050001

### 联系人

梁杏红	liangxinghong@orientsec.com.cn
-----	--------------------------------

### 相关报告

微逆景气成长，储能蓄势待发：——禾迈 2023-06-30 股份首次覆盖报告

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

结合公司 24Q1 经营情况以及 23 年海外库存周期情况，我们对公司 24-26 年盈利预测进行下修：

- 1) **微型逆变器及监控设备：**综合考虑到 23-24 年欧洲逆变器去库存周期，下修整体出货需求预期，预计 2024-2026 年公司出货量 177、271、378 万台，实现收入 15.80、23.55、31.83 亿元。23 年行业高库存背景下公司微逆出货价格整体稳定并好于预期，小幅上修该业务 2024-2026 年毛利率预期至 50.72%/50.31%/49.35%。
- 2) **电气成套设备及元器件：**综合考虑到 23-24Q1 行业实际周期性时点，下修该业务出货预期，预计 2024-2026 年收入 1.03、1.13、1.47 亿元。预计后续毛利率保持稳定，2024-2026 年毛利率水平基本稳定在 17.50%水平。
- 3) **分布式光伏发电系统：**分布式光伏市场快速发展，叠加 23-24 年光伏主产业链价格快速下跌，有望激起较大需求弹性，预计 2024-2026 年收入 3.13、4.39、5.71 亿元。毛利率因光伏主产业链硅料价格下行，叠加规模效应有望获得较历史水平一定程度提升，后续考虑到光伏电站市场化交易打开，出于审慎性考虑，预计 2024-2026 年毛利率微 54.66%/51.42%/47.69%。
- 4) **储能：**公司携 MS 微储新品（MS-A2 系列）、MiT 微逆新品和其他微型逆变器、储能逆变器等全系产品亮相 Intersolar Europe 2024 展览会。公司产业迭代出新，在欧洲有望获得更高认知度与市场份额。叠加欧洲逆变器户储库存情况有望持续改善，带动公司相关行业业务修复性改善。我们预计 2024-2026 年收入 7.37、10.50、14.85 亿元。毛利率水平考虑到公司从 0 到 1 过程中有望获得规模效应的增益，毛利率有望较历史水平有所提升，但由于储能业务玩家较多，不排除后续盈利能力受到行业竞争等情况影响，故多方面综合考虑下毛利率 2024-2026 年分别为 20%/19%/18%。
- 5) 随公司 2024 年营收规模增长，叠加很多费用投资于 23 年已经完成支出，费用率水平后续有望呈现收窄后稳步下降。预计 2024-2026 年销售费用率 6.95%/6.36%/5.98%，管理费用率 4.73%/4.07%/3.82%，研发费用率 7.92%/6.59%/6.00%。
- 6) 公司 2024-2026 年所得税率维持 13%。

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>微型逆变器及监控设备</b>					
销售收入（百万元）	1,240.4	1,413.7	1,580.3	2,355.3	3,182.5
增长率	174.6%	14.0%	11.8%	49.0%	35.1%
毛利率	49.8%	50.3%	50.7%	50.3%	49.4%
<b>电气成套设备及元器件</b>					
销售收入（百万元）	162.9	93.3	102.6	112.9	146.8
增长率	-36.6%	-42.7%	10.0%	10.0%	30.0%
毛利率	20.2%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>分布式光伏发电系统</b>					
销售收入（百万元）	39.0	156.7	313.5	438.9	570.6

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	159.0%	301.6%	100.0%	40.0%	30.0%
毛利率	32.0%	54.7%	54.7%	51.4%	47.7%
<b>其他主营业务</b>					
销售收入（百万元）	7.9	37.3	10.0	10.0	10.0
增长率	-29.0%	373.3%	-73.2%	0.0%	0.0%
毛利率	52.6%	57.4%	55.5%	55.5%	55.5%
<b>储能</b>					
销售收入（百万元）	68.9	312.8	737.3	1,049.7	1,484.9
增长率		354.0%	135.7%	42.4%	41.5%
毛利率	18.7%	16.6%	20.0%	19.0%	18.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	17.4	12.1	20.0	20.0	20.0
增长率	18.6%	-30.4%	65.0%	0.0%	0.0%
毛利率	61.6%	42.9%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>合计</b>					
销售收入	1,536.5	2,026.0	2,763.7	3,986.8	5,414.7
增长率	93.2%	31.9%	36.4%	44.3%	35.8%
综合毛利率	45.0%	44.0%	41.8%	41.3%	39.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司属于制造业，我们选取相对估值法来分析公司未来估值状况。公司专注分布式光伏和储能赛道，主打微逆产品，在海外市场有较高的市占率和品牌影响力，我们选取相应业务相关性较高的可比公司，综合考虑行业 23-24 年受库存周期影响可能对行业产生一定波动影响，故参照可比公司 25 年平均估值，给予公司 25 年 17 倍 PE，对应目标价为 123.51 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值与归母净利润比较（更新至北京时间 2024.06.28 日）

公司代码	公司简称	总市值 (A 股 亿元; 美股 亿美元)	归母净利润 (A 股 亿元; 美股 亿美元)				PE		
			2024/6/28	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E
688348.SH	昱能科技	66.08	2.20	3.55	4.76	5.63	30.01	18.61	13.88
605117.SH	德业股份	474.37	17.91	23.36	29.46	36.43	26.49	20.30	16.10
ENPH.O	ENPHASE ENERGY	135.67	4.39	1.59	4.63	6.41	30.91	85.22	29.33
300763.SZ	锦浪科技	166.85	7.79	9.34	12.09	15.92	21.41	17.86	13.79
688390.SH	固德威	135.81	8.52	7.51	9.88	12.59	15.94	18.08	13.75
						最大值	30.91	85.22	29.33
						最小值	15.94	17.86	13.75
						平均	24.95	32.01	17.37

注：A 股相关数据以及美股市值均由 Wind 导出；美股相关归母净利润数据均由 Bloomberg 导出。

数据来源：Wind、Bloomberg、东方证券研究所

## 风险提示

- **微逆需求不及预期。**下游需求当前主要来自北美、欧洲、拉美等海外市场，假设出现能源改革紧迫性缓解等不利因素，将导致下游需求出现不利变化，从而对公司造成不利影响。
- **主要原材料价格波动的风险。**原材料成本为主营业务成本的主要构成。原材料价格的波动过于频繁、幅度过大，将对公司原材料管理、成本控制带来一定的压力，进而影响公司经营业绩。
- **核心技术泄密和核心技术人员流失的风险。**组件级电力电子设备行业属于技术密集型行业，人才和技术是行业厂商赖以生存和发展的关键性因素。若公司核心技术研发人才离职或无法根据生产经营需要在短期内招聘到经验丰富的技术人才，可能影响到公司的技术升级和产品创新，对公司的持续竞争力产生不利影响。
- **国际局势影响出口的风险。**公司来自境外的主营业务收入占比较高，若国际局势动荡将影响贸易环境以及船运出口，可能影响公司业绩。
- **汇率波动的风险。**公司境外销售收入占比较高，受到汇率波动影响，会产生一定的汇兑损益，因此汇率波动对公司业绩有一定影响。
- **竞争激烈程度提升风险。**微型逆变器赛道增速较快，盈利能力整体也处于较高水平，不排除后续其他逆变器企业或电力电子设备生产企业入驻 MLPE 赛道，对公司市占率与盈利能力的增长造成一定影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,287	4,843	4,287	4,343	4,614	营业收入	1,537	2,026	2,764	3,987	5,415
应收票据、账款及款项融资	347	434	607	876	1,190	营业成本	845	1,134	1,610	2,341	3,263
预付账款	6	24	22	31	43	销售费用	103	178	192	253	324
存货	642	731	1,130	1,643	2,290	管理费用	66	126	131	162	207
其他	361	152	316	384	464	研发费用	97	248	219	263	325
<b>流动资产合计</b>	<b>6,642</b>	<b>6,184</b>	<b>6,362</b>	<b>7,278</b>	<b>8,600</b>	财务费用	(140)	(162)	(44)	(42)	(43)
长期股权投资	8	8	8	8	8	资产、信用减值损失	14	10	1	1	2
固定资产	207	524	1,054	1,540	2,002	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	353	113	366	347	339	投资净收益	11	20	15	15	15
无形资产	18	209	204	199	193	其他	51	79	58	17	7
其他	90	189	189	186	183	<b>营业利润</b>	<b>612</b>	<b>592</b>	<b>728</b>	<b>1,040</b>	<b>1,360</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>675</b>	<b>1,044</b>	<b>1,821</b>	<b>2,279</b>	<b>2,725</b>	营业外收入	2	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>7,318</b>	<b>7,228</b>	<b>8,182</b>	<b>9,557</b>	<b>11,325</b>	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	27	13	13	13	<b>利润总额</b>	<b>613</b>	<b>593</b>	<b>729</b>	<b>1,041</b>	<b>1,361</b>
应付票据及应付账款	534	522	880	1,279	1,783	所得税	80	80	97	139	181
其他	308	198	316	389	474	<b>净利润</b>	<b>532</b>	<b>513</b>	<b>632</b>	<b>902</b>	<b>1,180</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>842</b>	<b>747</b>	<b>1,209</b>	<b>1,682</b>	<b>2,271</b>	少数股东损益	(0)	2	2	3	4
长期借款	0	9	9	9	9	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>533</b>	<b>512</b>	<b>630</b>	<b>899</b>	<b>1,176</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	4.30	4.14	5.09	7.27	9.50
其他	67	92	98	98	98						
<b>非流动负债合计</b>	<b>67</b>	<b>101</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	<b>107</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>909</b>	<b>849</b>	<b>1,316</b>	<b>1,789</b>	<b>2,378</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	2	4	6	10	成长能力					
实收资本 (或股本)	56	83	123	123	123	营业收入	93.2%	31.9%	36.4%	44.3%	35.8%
资本公积	5,689	5,616	5,728	5,728	5,728	营业利润	175.2%	-3.3%	23.0%	42.8%	30.8%
留存收益	663	680	1,011	1,910	3,086	归属于母公司净利润	164.0%	-3.9%	23.2%	42.6%	30.8%
其他	0	(2)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,409</b>	<b>6,379</b>	<b>6,866</b>	<b>7,768</b>	<b>8,948</b>	毛利率	45.0%	44.0%	41.8%	41.3%	39.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,318</b>	<b>7,228</b>	<b>8,182</b>	<b>9,557</b>	<b>11,325</b>	净利率	34.7%	25.3%	22.8%	22.6%	21.7%
						ROE	8.6%	8.0%	9.5%	12.3%	14.1%
						ROIC	6.6%	5.8%	8.9%	11.8%	13.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	12.4%	11.7%	16.1%	18.7%	21.0%
净利润	532	513	632	902	1,180	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	13	11	28	41	54	流动比率	7.89	8.27	5.26	4.33	3.79
财务费用	(140)	(162)	(44)	(42)	(43)	速动比率	7.12	7.29	4.33	3.35	2.78
投资损失	(11)	(20)	(15)	(15)	(15)	营运能力					
营运资金变动	(141)	(300)	(159)	(389)	(464)	应收账款周转率	6.0	5.6	5.7	5.9	5.7
其它	172	(3)	7	1	2	存货周转率	2.0	1.6	1.7	1.7	1.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>426</b>	<b>41</b>	<b>449</b>	<b>499</b>	<b>712</b>	总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	(428)	(278)	(803)	(500)	(500)	每股指标 (元)					
长期投资	(8)	(1)	0	0	0	每股收益	4.30	4.14	5.09	7.27	9.50
其他	(117)	275	(80)	15	15	每股经营现金流	7.61	0.49	3.64	4.04	5.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>(553)</b>	<b>(3)</b>	<b>(883)</b>	<b>(485)</b>	<b>(485)</b>	每股净资产	51.78	51.53	55.45	62.72	72.22
债权融资	(18)	19	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	11	(46)	152	0	0	市盈率	26.7	27.8	22.5	15.8	12.1
其他	(171)	(610)	(269)	42	43	市净率	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>(637)</b>	<b>(122)</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	EV/EBITDA	19.5	21.5	13.3	9.1	6.9
汇率变动影响	(1)	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.1	22.0	13.9	9.5	7.2
<b>现金净增加额</b>	<b>(306)</b>	<b>(594)</b>	<b>(556)</b>	<b>56</b>	<b>271</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。