

禾迈股份（688032）2024年中报点评

Q2净利环比+79%，拓展欧美户储

2024年08月30日

【投资要点】

- ◆ 禾迈股份发布2024年半年报。24H1营收9.08亿元，同比-15%，归母净利1.88亿元，同比-46%。Q2营收5.8亿元，环比+74%，归母净利1.2亿元，环比+79%，净利率21%，环比+1.1pct。研发投入合计1.2亿元，同比+39%，研发人员数量510人，同比+69%。
- ◆ 光伏逆变器：24H1营收7.5亿元，同比-15%，其中微逆销量约61.42万台，监控设备销量约14.44万台，产品认证已获全球1400多个认证。公司2023年微型逆变器出货量位居全球第二，凭借优质产品和高性价比，市占率有望提升。
- ◆ 储能：依托微逆竞争优势，积极拓展储能第二增长曲线。储能逆变器是公司的核心产品，已通过德国、法国、英国、澳大利亚、美国等近30个重要国家的并网认证。公司推出全球首款AC耦合微型储能新品——MS Micro Storage，能100%兼容微逆且具备离网模式，为已配备阳台光伏系统用户带来便利。
- ◆ 欧洲光储：1) 经济性和政策推动，欧洲去库渐终。根据EnergyTrend的数据，在电价为0.11欧元/千瓦时，光伏和储能系统的投资成本为0.35欧元/瓦时，内部收益率（IRR）保持在12.7%。以荷兰为例，户用光储项目回收期短至4.9年。政策方面，欧盟REpowerEU强制光伏屋顶，德国Solarpaket I计划、NEM等政策刺激光储需求释放。2) 渗透率：1) 屋顶光伏，新增装机有望由2024年39GW增长至2028年52GW。2) 户储工商储：2023年欧洲新增170万户，配储率和配储时长提升，储能渗透率仍有提升空间。户储工商储新增装机有望由2024年11GWh增长至2028年42GWh。
- ◆ 美国光储：加州鼓励配储，新兴州接力增长。2023年受益于旧政策抢装近7GW户用光伏，新版加州净计量规则NEM3.0实施动态电价、削减补贴和鼓励储能政策，2024年是加州户用光伏低迷的一年，但新兴州光伏和配储比例将增加。SEIA预计2023-28年美国户用光伏新增装机由6.8GW增长至约8.8GW，配储比例由12%增长至28%。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

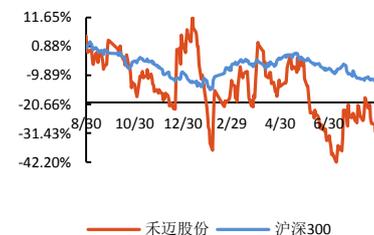
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	16380.04
流通市值 (百万元)	8211.56
52周最高/最低 (元)	301.53/99.53
52周最高/最低 (PE)	53.32/23.33
52周最高/最低 (PB)	3.85/1.96
52周涨幅 (%)	-27.28
52周换手率 (%)	443.84

相关研究

《微逆量收齐升，看好新品上市》

2022.09.05

1. 禾迈股份：国产微逆龙头，全球排名第二

国产微逆龙头，全球排名第二。根据全球知名研究机构标普全球大宗商品 S&P Global Commodity Insights 数据显示，禾迈 2023 全年微型逆变器出货量位居世界第二。这是继 2021 年以来，禾迈微逆出货量连续三年排名世界第二。

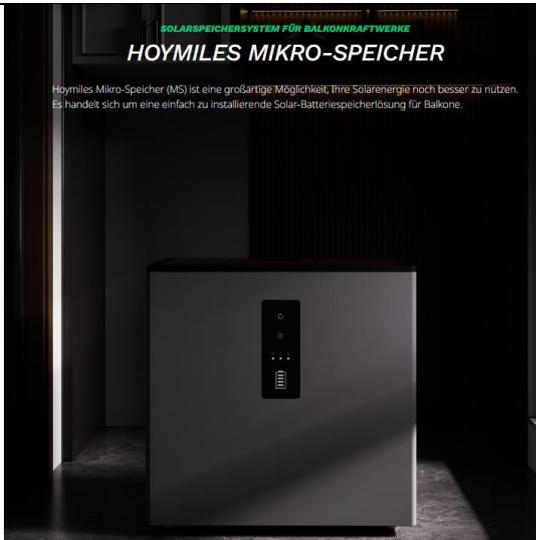
图表 1：禾迈 2023 全年微型逆变器出货量位居世界第二



资料来源：禾迈股份公众号，标普全球大宗商品，东方财富证券研究所

海外拓展户储，微逆储能和混合逆变器陆续上市，带来新利润增长点。公司已覆盖小功率、中功率、大功率的单相/三相储能逆变器产品，海外以户储为主，欧洲版微逆储能，北美版混合逆变器等储能产品陆续上市。

图表 2：Hoymiles Micro Storage 欧洲版微逆储能



资料来源：禾迈股份官网，东方财富证券研究所

图表 3：Hoymiles Micro Storage 欧洲版光储系统

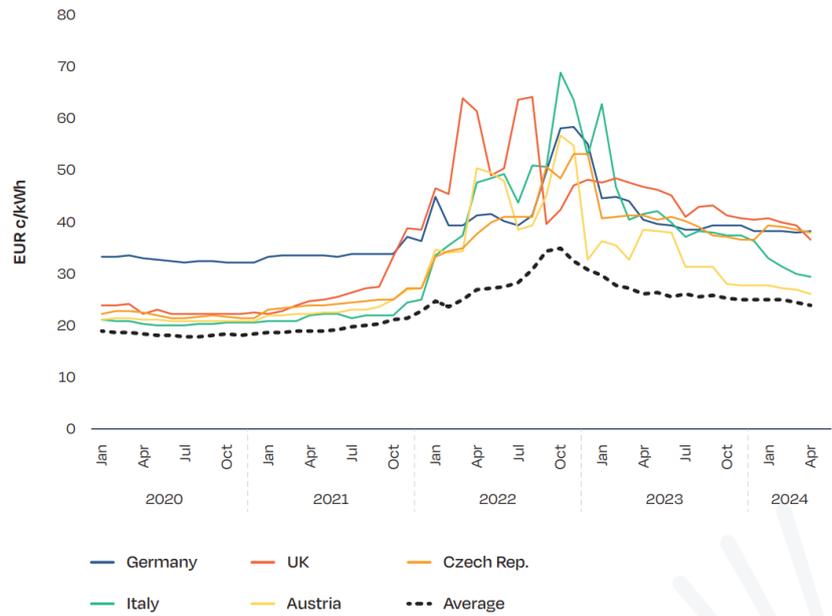


资料来源：禾迈股份官网，东方财富证券研究所

2. 欧美光储：经济性和政策推动，户储高速发展

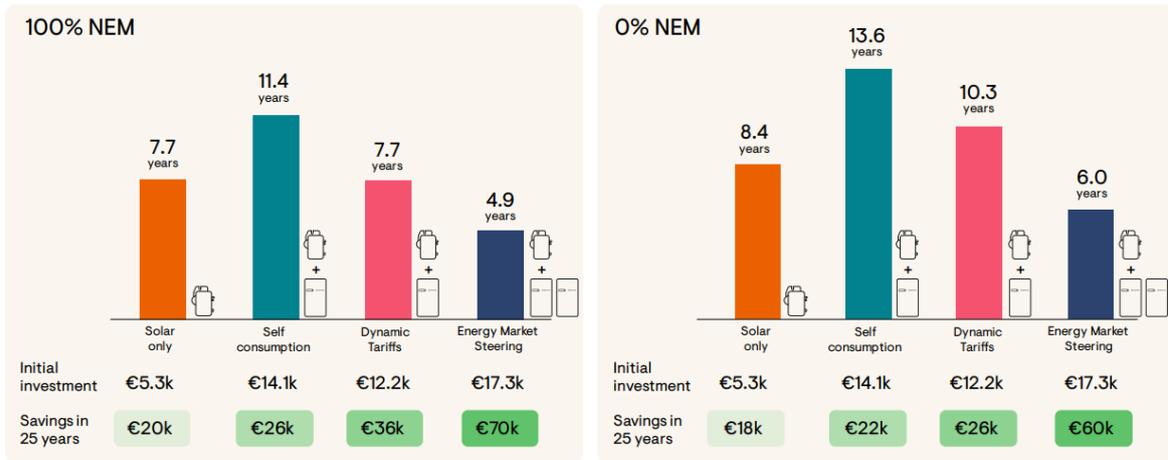
经济性和政策推动，欧洲去库渐进尾声。居民电价回落，IRR 收益率仍高达 10-20%。根据 EnergyTrend 的数据，在电价为 0.11 欧元/千瓦时，光伏和储能系统的投资成本为 0.35 欧元/瓦时，内部收益率(IRR)保持在 12.7%。以荷兰为例，户用光储项目回收期短至 4.9 年。政策方面，欧盟 REpowerEU 强制光伏屋顶，德国 Solarpaket I 计划、NEM 等政策刺激光储需求释放。

图表 4：欧洲居民电价回落



资料来源：SolarPower Europe, European Market Outlook for Battery Storage 2024-2028, 东方财富证券研究所

图表 5：NEM 政策推动下，荷兰户用光储项目回收期短至 4.9 年

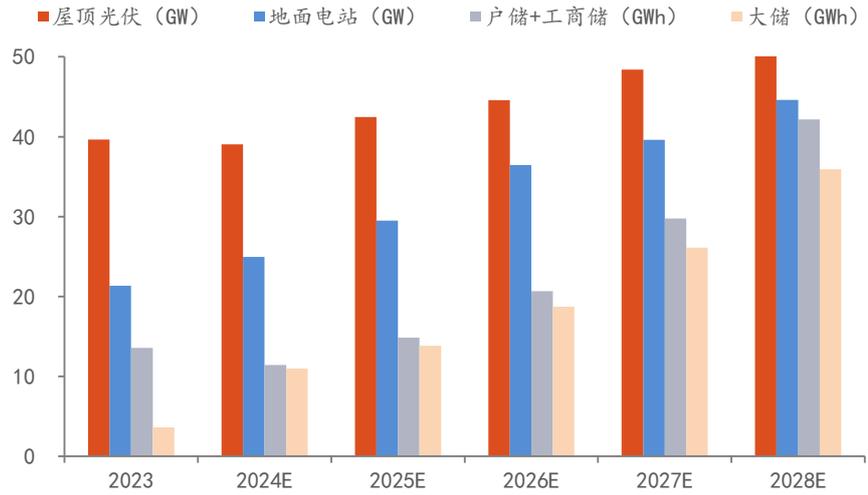


- Solutions including the IQ Battery 5P take into account replacement of the IQ Battery after 15 years
- Integration of an EV charger and a heat pump will reduce payback time with 1 to 2 years
- All calculations have been done using Enphases SOLARGRAF design and proposal software

资料来源：Enphase 官网, 东方财富证券研究所；注：净能量计量（Net Energy Metering, NEM）是一种计费机制，允许太阳能用户将多余的电力输送回电网，并在电费账单中获得相应的信用。

渗透率：1) 屋顶光伏，替代传统能源趋势和经济性不变，SolarPower Europe 预计新增装机有望由 2024 年 39GW 增长至 2028 年 52GW。2) 户储工商储渗透率：2023 年欧洲新增 170 万户储用户，配储率和配储时长提升，储能渗透率仍有提升空间。SolarPower Europe 预计户储工商储新增装机有望由 2024 年 11GWh 增长至 2028 年 42GWh。

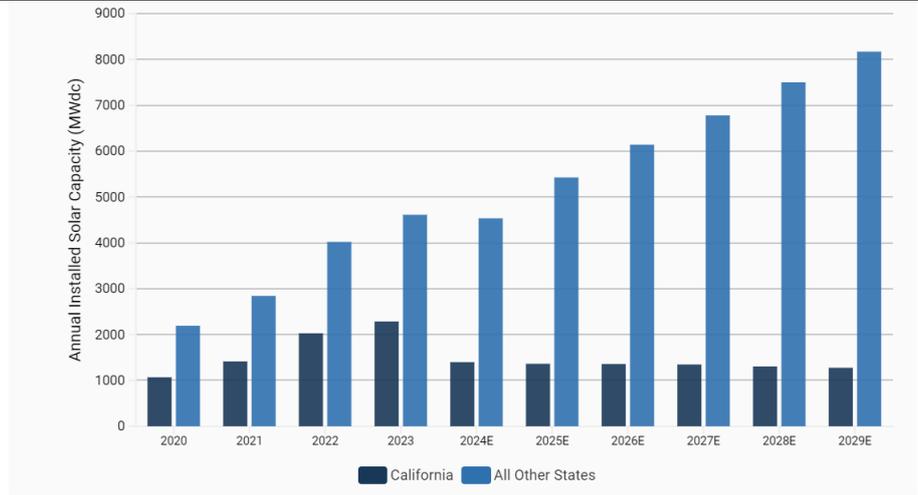
图表 6：2024-28 年欧洲光储装机预测



资料来源：SolarPower Europe, European Market Outlook for Battery Storage 2024-2028, Global Market Outlook For Solar Power 2024-2028, 东方财富证券研究所

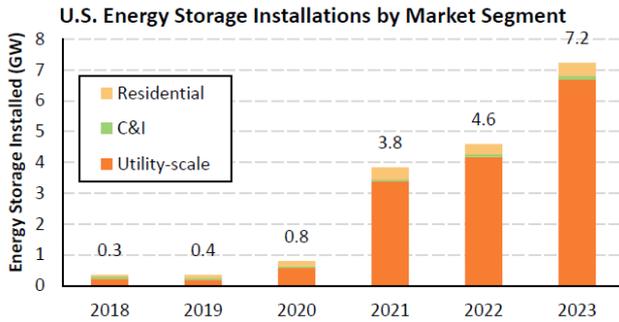
美国光储：加州鼓励配储，新兴州接力增长。2023 年受益于旧政策抢装近 7GW 户用光伏，新版加州净计量规则 NEM3.0 实施动态电价、削减补贴和鼓励储能政策，2024 年是加州户用光伏低迷的一年，但新兴州光伏和配储比例将增加。SEIA 预计 2023-28 年美国户用光伏新增装机由 6.8GW 增长至约 8.8GW，配储比例由 12%增长至 28%。

图表 7：美国加州以外户用光伏装机将稳步增长



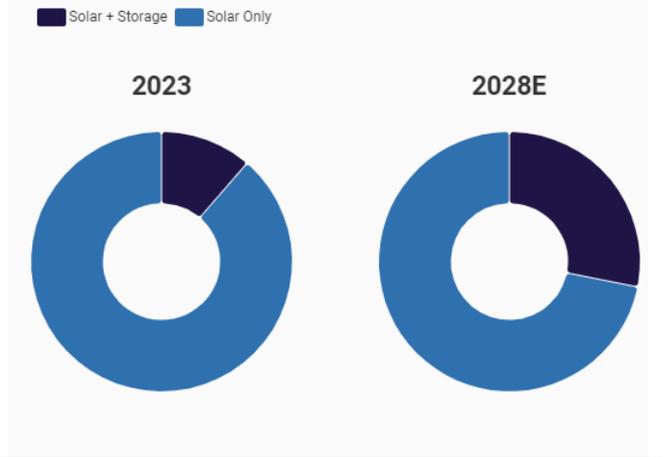
资料来源：SEIA 官网，东方财富证券研究所

图表 8：美国储能装机结构



资料来源：EIA、NREL Spring 2024 Solar Industry Update，东方财富证券研究所；Note: EIA reports no storage from Puerto Rico.

图表 9：美国户用光伏配储比例将提升至约 28%



资料来源：SEIA官网，东方财富证券研究所

【投资建议】

- ◆ 禾迈股份：国产微逆龙头，全球排名第二。海外拓展户储，微逆储能和混合逆变器陆续上市，带来新利润增长点。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.1/6.8/8.3 亿元，EPS4.2/5.5/6.7 元/股，对应现价 PE 分别为 29/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2026.00	2203.79	2716.14	3360.02
增长率(%)	31.86%	8.78%	23.25%	23.71%
EBITDA（百万元）	452.12	460.62	597.35	709.33
归属母公司净利润（百万元）	511.85	514.61	678.52	829.75
增长率(%)	-3.89%	0.54%	31.85%	22.29%
EPS(元/股)	6.16	4.16	5.48	6.70
市盈率（P/E）	43.83	28.98	21.98	17.98
市净率（P/B）	3.53	2.22	2.07	1.91
EV/EBITDA	39.21	19.52	14.40	11.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期，价格波动；
- ◆ 行业竞争格局加剧；
- ◆ 储能产品毛利率波动。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6183.95	6728.76	7486.77	8397.37
货币资金	4843.30	5991.82	6384.84	7180.85
应收及预付	451.49	228.11	394.34	387.48
存货	730.75	283.80	349.60	437.63
其他流动资产	158.41	225.04	358.00	391.41
非流动资产	1043.74	1148.04	1180.27	1226.47
长期股权投资	8.24	8.24	8.24	8.24
固定资产	523.82	508.74	503.26	539.46
在建工程	113.33	123.33	133.33	143.33
无形资产	209.03	239.03	266.74	266.74
其他长期资产	189.33	268.70	268.70	268.70
资产总计	7227.70	7876.80	8667.04	9623.84
流动负债	747.41	1037.76	1346.77	1673.82
短期借款	26.82	16.82	21.82	25.82
应付及预收	522.37	685.55	844.50	1057.16
其他流动负债	198.22	335.39	480.45	590.85
非流动负债	101.12	118.44	118.44	118.44
长期借款	9.00	9.00	9.00	9.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	92.12	109.44	109.44	109.44
负债合计	848.53	1156.21	1465.22	1792.27
实收资本	83.32	123.76	123.76	123.76
资本公积	5768.52	5745.17	5745.17	5745.17
留存收益	680.36	1000.17	1478.68	2108.43
归属母公司股东权益	6377.41	6716.78	7195.30	7825.04
少数股东权益	1.76	3.82	6.53	6.53
负债和股东权益	7227.70	7876.80	8667.04	9623.84

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2026.00	2203.79	2716.14	3360.02
营业成本	1133.98	1210.13	1490.71	1866.09
税金及附加	14.17	15.41	19.00	23.50
销售费用	177.74	193.34	238.28	294.77
管理费用	125.55	141.04	149.39	168.00
研发费用	247.75	275.47	325.94	336.00
财务费用	-161.89	-191.20	-237.22	-252.81
资产减值损失	-1.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	-30.00	-30.00	0.00
投资净收益	19.88	21.62	26.65	32.96
资产处置收益	-0.07	0.00	0.00	0.00
其他收益	93.38	44.62	59.20	0.00
营业利润	592.07	595.83	785.89	957.43
营业外收入	1.66	1.50	1.50	1.50
营业外支出	0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	592.98	596.74	786.80	958.34
所得税	79.57	80.07	105.57	128.59
净利润	513.41	516.67	681.23	829.75
少数股东损益	1.56	2.06	2.71	0.00
归属母公司净利润	511.85	514.61	678.52	829.75
EBITDA	452.12	460.62	597.35	709.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	40.70	1528.76	742.92	1010.73
净利润	513.41	516.67	681.23	829.75
折旧摊销	40.93	55.08	47.77	3.80
营运资金变动	-439.94	974.36	9.02	208.46
其它	-73.70	-17.35	4.90	-31.28
投资活动现金流	-3.21	-209.54	-152.45	-16.13
资本支出	-303.75	-79.09	-79.09	-49.09
投资变动	238.54	-100.00	-100.00	0.00
其他	62.00	-30.44	26.65	32.96
筹资活动现金流	-637.06	-175.91	-197.45	-198.59
银行借款	35.82	-10.00	5.00	4.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	17.09	0.00	0.00
其他	-672.88	-182.99	-202.45	-202.59
现金净增加额	-593.81	1148.52	393.02	796.01
期初现金余额	5260.71	4666.90	5815.42	6208.44
期末现金余额	4666.90	5815.42	6208.44	7004.45

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	31.86%	8.78%	23.25%	23.71%
营业利润增长	-3.27%	0.63%	31.90%	21.83%
归属母公司净利润增长	-3.89%	0.54%	31.85%	22.29%
获利能力 (%)				
毛利率	44.03%	45.09%	45.12%	44.46%
净利率	25.34%	23.44%	25.08%	24.69%
ROE	8.03%	7.66%	9.43%	10.60%
ROIC	5.52%	5.17%	6.54%	7.73%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.74%	14.68%	16.91%	18.62%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	8.27	6.48	5.56	5.02
速动比率	7.14	6.12	5.22	4.69
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.29	0.33	0.37
应收账款周转率	5.65	7.10	9.53	9.43
存货周转率	1.65	2.39	4.71	4.74
每股指标 (元)				
每股收益	6.16	4.16	5.48	6.70
每股经营现金流	0.49	12.35	6.00	8.17
每股净资产	76.54	54.27	58.14	63.23
估值比率				
P/E	43.83	28.98	21.98	17.98
P/B	3.53	2.22	2.07	1.91
EV/EBITDA	39.21	19.52	14.40	11.01

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。