

公司研究

产品矩阵不断丰富，倾力打造第二增长曲线

——禾迈股份（688032.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 19.93 亿元，同比-1.63%；实现归母净利润 3.44 亿元，同比-32.75%；实现扣非归母净利润 2.94 亿元，同比-44.13%。2025 年 Q1 公司实现营收 3.36 亿元，同比-1.46%；实现归母净利润-0.1 亿元；实现扣非归母净利润-0.1 亿元。

点评：

微逆持续推出新品，毛利率维持高位。公司 2024 年微型逆变器及监控设备业务实现销售收入 12.27 亿元，同比-13.24%，其中微型逆变器销量约 98.62 万台，监控设备销量约为 22.93 万台；毛利率为 53.54%，同比+5.31pct。2024 年，公司推出了全球首款功率高达 5000W 的微型逆变器 MiT，质保可达 25 年，在确保系统稳定运行的前提下，为客户提供了性价比更高的解决方案。

储能业务产品持续拓展，毛利率有所提升。公司 2024 年储能系统业务实现营收 3.12 亿元，同比-0.1%；毛利率 18.92%，同比+2.32pct。公司一直积极拓展储能市场，优化并推出储能产品：2024 年，公司推出了全球首款 AC 耦合微型储能新品——MS Micro Storage (MS-A2 系列)，能够 100%兼容所有微逆且具备离网模式，为已经配备阳台光伏系统的用户带来极大便利；公司发布新一代工商业高防护等级液冷储能变流器——HPCS125，该新品针对工商业储能产品市场应用场景复杂、要求多变、高温降额等诸多痛点，聚焦能效与安全，沿袭智能液冷设计理念，为工商业储能产品的应用提供高性能解决方案。

2025Q1 亏损主要系公司大幅增加研发和市场投入。2025Q1，公司整体毛利率为 33.92%，同比-15.17pct，毛利率的大幅下降主要系收入结构的变化，毛利率较低的储能业务和光伏发电系统业务营收占比提升。期间费用率上，2025Q1，公司销售费用率/研发费用率分别为 18.55%/22.21%，同比+5.93pct/+6.66pct。

盈利预测、估值与评级：考虑到微逆行业的需求承压以及市场竞争加剧，我们下调公司 25-26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 4.56/6.17/7.66 亿元（下调 41%/下调 38%/新增），当前股价对应 25-27 年 PE 为 26/20/16 倍。考虑到微逆行业长期的增长空间以及公司倾力打造第二增长曲线，我们持续看好公司长远发展，**维持“买入”评级。**

风险提示：微型逆变器行业发展不及预期风险；微型逆变器行业竞争加剧风险；美国关税政策变动风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,026	1,993	2,625	3,278	3,960
营业收入增长率	31.86%	-1.63%	31.71%	24.89%	20.80%
归母净利润（百万元）	512	344	456	617	766
归母净利润增长率	-3.89%	-32.75%	32.38%	35.32%	24.15%
EPS（元）	6.14	2.77	3.67	4.97	6.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.03%	5.41%	7.10%	9.06%	10.54%
P/E	16	35	26	20	16
P/B	1.3	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30；2023 年末股本为 0.83 亿股；2024 年由于转增、股权激励原因变为 1.24 亿股

买入（维持）

当前价：97.03 元

作者

分析师：殷中樞

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：和霖

执业证书编号：S0930523070006

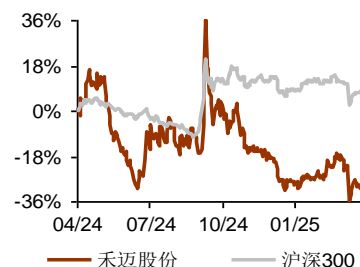
021-52523853

helin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.24
总市值(亿元)	120.39
一年最低/最高(元)	89.38/199.46
近 3 月换手率：	72.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.25	-4.50	-39.35
绝对	-12.60	-5.14	-36.27

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,026	1,993	2,625	3,278	3,960
营业成本	1,134	1,149	1,572	2,002	2,465
折旧和摊销	25	49	52	71	89
税金及附加	14	22	29	36	43
销售费用	178	218	287	292	333
管理费用	126	170	224	229	257
研发费用	248	266	315	328	356
财务费用	-162	-93	-129	-63	-62
投资收益	20	35	0	0	0
营业利润	592	355	482	648	801
利润总额	593	353	469	634	788
所得税	80	10	13	18	22
净利润	513	343	456	617	766
少数股东损益	2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	512	344	456	617	766
EPS(元)	6.14	2.77	3.67	4.97	6.17

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41	67	194	622	1,031
净利润	512	344	456	617	766
折旧摊销	25	49	52	71	89
净营运资金增加	429	-40	487	162	-69
其他	-925	-286	-800	-228	246
投资活动产生现金流	-3	-756	-412	-325	-300
净资本支出	-304	-737	-250	-250	-250
长期投资变化	8	18	0	0	0
其他资产变化	292	-37	-162	-75	-50
融资活动现金流	-637	-9	-336	-165	-247
股本变化	27	41	0	0	0
债务净变化	47	383	-68	0	0
无息负债变化	-107	745	81	367	667
净现金流	-594	-684	-554	132	485

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.0%	42.4%	40.1%	38.9%	37.7%
EBITDA 率	22.3%	18.9%	15.5%	20.0%	20.9%
EBIT 率	20.8%	16.0%	13.5%	17.9%	18.7%
税前净利润率	29.3%	17.7%	17.9%	19.4%	19.9%
归母净利润率	25.3%	17.3%	17.4%	18.8%	19.3%
ROA	7.1%	4.1%	5.4%	6.7%	7.4%
ROE (摊薄)	8.0%	5.4%	7.1%	9.1%	10.5%
经营性 ROIC	18.0%	10.1%	9.1%	13.6%	16.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	12%	24%	24%	26%	29%
流动比率	8.27	3.83	3.68	3.25	2.78
速动比率	7.30	3.24	3.10	2.70	2.32
归母权益/有息债务	123.70	14.64	17.52	18.58	19.83
有形资产/有息债务	134.36	17.95	21.69	23.63	26.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,228	8,333	8,405	9,161	10,285
货币资金	4,843	4,109	3,555	3,687	4,171
交易性金融资产	0	0	10	10	10
应收账款	414	735	968	1,209	1,460
应收票据	13	1	105	51	74
其他应收款 (合计)	61	44	58	73	88
存货	731	941	943	1,101	1,233
其他流动资产	83	298	298	298	298
流动资产合计	6,184	6,172	6,020	6,518	7,430
其他权益工具	40	66	66	66	66
长期股权投资	8	18	18	18	18
固定资产	524	733	960	1,149	1,306
在建工程	113	775	687	620	570
无形资产	209	359	402	443	484
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	19	9	103	103	103
非流动资产合计	1,044	2,161	2,385	2,643	2,855
总负债	849	1,976	1,990	2,356	3,024
短期借款	27	158	0	0	0
应付账款	263	860	831	1,007	1,463
应付票据	259	348	476	607	747
预收账款	0	0	13	16	20
其他流动负债	13	2	2	2	2
流动负债合计	747	1,613	1,637	2,004	2,671
长期借款	9	266	266	266	266
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	67	77	77	77	77
非流动负债合计	101	363	353	353	353
股东权益	6,379	6,357	6,416	6,804	7,262
股本	83	124	124	124	124
公积金	5,858	5,866	5,866	5,866	5,866
未分配利润	591	638	696	1,085	1,542
归属母公司权益	6,377	6,357	6,416	6,805	7,262
少数股东权益	2	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.77%	10.92%	10.92%	8.90%	8.40%
管理费用率	6.20%	8.52%	8.52%	7.00%	6.50%
财务费用率	-7.99%	-4.66%	-4.90%	-1.91%	-1.56%
研发费用率	12.23%	13.35%	12.00%	10.00%	9.00%
所得税率	13%	3%	3%	3%	3%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	6.00	3.20	1.84	2.48	3.09
每股经营现金流	0.49	0.54	1.56	5.02	8.31
每股净资产	76.54	51.24	51.71	54.84	58.53
每股销售收入	24.32	16.06	21.16	26.42	31.92

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	35	26	20	16
PB	1.3	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	8.5	24.0	23.3	14.4	11.1
股息率	3.7%	3.3%	1.9%	2.6%	3.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP