

费用率提升致使 Q1 盈利能力承压，关注储能业务放量进展

核心观点

2024 年公司总营收 19.93 亿元，毛利率 33.92%。其中微逆及监控设备业务贡献收入 12.27 亿元，同比-13.24%；光伏发电系统、储能系统业务分别实现收入 4.03、3.12 亿元，其中光伏发电系统业务收入增速较高，但毛利率 23.93%低于微逆业务，导致毛利率有所下降。2025Q1 公司营业收入同比增长 1.46%，毛利率 33.92%，业绩端略亏主要系公司增加研发及市场投入，销售费用率及研发费用率提升。2024 年微逆销量 98.62 万台，同比下降。储能业务收入同比基本持平，2025 年有望成为新增长点。

事件

禾迈股份发布 2024 年报&2025 一季报

公司发布 2024 年报&2025 一季报。2024 年全年公司实现营业收入 19.93 亿元，同比减少 1.63%；利润总额 3.53 亿元，同比减少 40.41%；归母净利润 3.44 亿元，同比减少 32.75%。2025 年 Q1 公司营业收入 3.36 亿元，同比增加 1.46%；利润总额-0.19 亿元，同比减少 129.74%；归母净利润-0.10 亿元，同比减少 115.39%。

简评

24 年收入稳定，收入结构变化导致毛利率有所回落

2024 年公司总营收 19.93 亿元，同比下降 1.63%，毛利率 33.92%，同比有所回落主要系业务结构变化所致。分业务来看，2024 年全年公司微型逆变器及监控设备业务贡献收入 12.27 亿元，同比-13.24%；毛利率 53.54%，同比+5.31pct。光伏发电系统、储能系统业务分别实现收入 4.03、3.12 亿元，同比增速分别为+156.88%、-0.1%，其中光伏发电系统业务收入增速较高，但毛利率 23.93%低于微逆业务，导致毛利率有所下降。2025Q1 公司营业收入同比增长 1.46%，毛利率 33.92%，业绩端略亏主要系公司增加研发及市场投入，销售费用率及研发费用率提升。

2024 年微逆出货有所回落，研发驱动新品不断迭代

2024 年公司微型逆变器销量约为 98.62 万台，同比下降 25.22%，预计主要系欧洲库存问题；监控设备销量约为 22.93 万台。分区域来看，公司微型逆变器及监控设备 2024 年主要销售区域仍集中在欧洲，收入达到 7.4 亿元，其次拉美、北美、亚太收入分别达到 2.41、0.99、0.98 亿元，欧洲以外区域占比有所提升。另外 2024 年公司在研发驱动下推出 5000W 功率段的微型逆变器 MiT，进一步提高产品性价比。

禾迈股份 (688032.SH)

调低

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025 年 05 月 30 日

当前股价：99.24 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.77/-2.13	-10.05/-8.63	-60.59/-67.50
12 月最高/最低价 (元)		252.29/93.60
总股本 (万股)		12,407.35
流通 A 股 (万股)		12,407.35
总市值 (亿元)		123.13
流通市值 (亿元)		123.13
近 3 月日均成交量 (万)		126.92
主要股东		
杭开控股集团有限公司		32.37%

股价表现



储能业务有望成为盈利新增长极

2024 年公司储能业务实现收入 3.12 亿元，同比基本持平；业务毛利率 18.92%，同比提升 2.32pct。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。此外公司发布新一代工商业高防护等级液冷储能变流器——HPCS125，重点针对工商储情景。2025 年全球工商储需求爆发，储能业务有望成为公司业绩的第二增长曲线。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 26.03、32.91、41.25 亿元，归母净利润 4.26、4.94、5.81 亿元，对应当前 PE 估值 28.9、24.95、21.19 倍，调低评级至“增持”评级。

风险分析：1、微逆行业竞争进一步加剧的风险。微型逆变器自 2023 年以来行业竞争逐步加剧，若后续行业竞争进一步激烈，则会对公司毛利率及出货量造成压力。2、储能业务出货不及预期的风险。全球储能行业竞争激烈，公司储能业务布局时间晚于其他户储公司，若海外市场出货不及预期，则会对公司整体利润增量产生负面影响。3、欧洲市场需求不及预期的风险。目前公司大部分收入仍来源于欧洲市场，若欧洲光伏储能需求不及预期，也会对公司出货形成压制。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,026.00	1,992.95	2,603.20	3,291.48	4,125.21
YoY(%)	31.86	-1.63	30.62	26.44	25.33
净利润(百万元)	511.85	344.22	426.02	493.56	581.17
YoY(%)	-3.89	-32.75	23.77	15.85	17.75
毛利率(%)	44.03	42.36	40.63	40.22	40.01
净利率(%)	25.26	17.27	16.37	14.99	14.09
ROE(%)	8.03	5.41	6.43	7.12	7.97
EPS(摊薄/元)	4.13	2.77	3.43	3.98	4.68
P/E(倍)	24.06	35.77	28.90	24.95	21.19
P/B(倍)	1.93	1.94	1.86	1.78	1.69

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk