

禾迈股份（688032）

2025 年三季报点评：微逆竞争加剧影响出货及盈利，储能产品持续开发投入

买入（维持）

2025 年 10 月 30 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

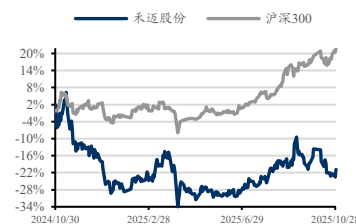
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,026	1,993	2,264	4,086	5,743
同比（%）	31.86	(1.63)	13.61	80.48	40.53
归母净利润（百万元）	511.85	344.22	22.00	287.75	455.84
同比（%）	(3.89)	(32.75)	(93.61)	1,207.81	58.41
EPS-最新摊薄（元/股）	4.13	2.77	0.18	2.32	3.67
P/E（现价&最新摊薄）	26.35	39.18	613.02	46.87	29.59

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 13.2 亿元，同+4.6%，归母净利润-0.6 亿元，同-124.1%，扣非净利润-0.7 亿元，同-132.3%，毛利率 27%，同-21.1pct，归母净利率-4.5%，同-23.9pct；其中 25 年 Q3 营收 3.2 亿元，同环比-11.2%/-52.5%，归母净利润-0.8 亿元，同环比-230%/-383.1%，扣非净利润-0.8 亿元，同环比-279.6%/-531.5%，毛利率 27.3%，同环比-22.2/+4pct，归母净利率-23.7%，同环比-39.9/-27.7pct，业绩低于预期。
- **微逆价格战影响出货及盈利。**公司 25Q1-3 微逆及监控设备营收约 6 亿元，同比下降约 40%，其中 Q3 收入约 1.5-1.6 亿元；25Q1-3 实现微逆出货 54 万台，同比下滑约 30%，其中 Q3 出货约 14-15 万台。主要是海外市场竞争加剧所致，未来通过微逆+微储打开市场，我们预计 25 年出货 80 万台+，同比下滑 18%左右，26 年有望回归正常增长。
- **储能部分确收延迟、全线产品明年高目标。**公司 25Q1-3 储能系统实现营收约 3 亿元，同比增长 67%，其中 Q3 收入约 1.2-1.3 亿元；分产品看，户储 Q1-3 出货 1.5-2 万台，贡献 1 亿收入，工商储及大储贡献 2 亿收入。部分项目将在 Q4 确收，我们预计 25 年储能收入达 6.5-7 亿，同增 110%+。公司持续研发投入，后续将海外储能（欧洲是最重点，其次是拉美、澳洲、北美）市场作为重点开发，26 年户储工商储有望 3-5 倍增长，大储收入达 10 亿左右。
- **因收入下滑、费用率大幅提升。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.1 亿元，同 29.6%，费用率 38.8%，同+7.5pct，其中 Q3 期间费用 2.2 亿元，同环比+39.9%/+32.2%，费用率 67.7%，同环比+24.7/+43.3pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流-3.5 亿元，同-577.5%，其中 Q3 经营性净现金流-2.2 亿元；25 年 Q1-3 资本开支 4.1 亿元，同-37.3%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元；25 年 Q3 末存货 10.6 亿元，较年初+12.9%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到微逆竞争加剧，储能产品确收延迟以及费用投入较多等因素，我们下调公司 25-27 年盈利预测为归母净利润 0.2/2.9/4.6（原值为 5.1/7.1/9.4）亿元，同比-94%/+1208%/+58%，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)	108.71
一年最低/最高价	89.38/152.99
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	13,488.04
总市值(百万元)	13,488.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	47.01
资产负债率(%，LF)	24.92
总股本(百万股)	124.07
流通 A 股(百万股)	124.07

相关研究

《禾迈股份(688032)：2024 年报及 2025 一季报点评：2025Q1 微逆出货环增，全年有望恢复稳健增长，储能放量高增》

2025-05-05

《禾迈股份(688032)：控股股东增持公司股份，彰显长期信心》

2025-03-06

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,172	5,799	6,946	8,165	营业总收入	1,993	2,264	4,086	5,743
货币资金及交易性金融资产	4,109	3,629	2,848	2,617	营业成本(含金融类)	1,149	1,551	2,964	4,203
经营性应收款项	760	790	1,488	2,024	税金及附加	22	12	20	29
存货	941	1,107	2,276	3,131	销售费用	218	294	368	459
合同资产	23	21	43	57	管理费用	170	192	266	345
其他流动资产	339	252	292	337	研发费用	266	340	429	546
非流动资产	2,161	2,817	3,513	4,152	财务费用	(93)	(107)	(108)	(102)
长期股权投资	18	23	31	37	加:其他收益	118	34	143	172
固定资产及使用权资产	754	1,465	2,212	2,916	投资净收益	35	18	41	86
在建工程	775	698	628	565	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	359	347	336	325	减值损失	(61)	(7)	(10)	(15)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	35	45	50	55	营业利润	355	26	321	508
其他非流动资产	220	239	257	255	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	8,333	8,617	10,459	12,318	利润总额	353	24	320	506
流动负债	1,613	996	1,869	2,618	减:所得税	10	2	32	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	168	10	10	10	净利润	343	22	288	456
经营性应付款项	1,208	765	1,462	2,073	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	53	68	133	187	归属母公司净利润	344	22	288	456
其他流动负债	185	153	264	348	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.77	0.18	2.32	3.67
非流动负债	363	614	614	614	EBIT	228	(126)	39	162
长期借款	266	516	516	516	EBITDA	300	(99)	75	206
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.36	31.49	27.46	26.82
租赁负债	10	11	11	11	归母净利率(%)	17.27	0.97	7.04	7.94
其他非流动负债	86	86	86	86	收入增长率(%)	(1.63)	13.61	80.48	40.53
负债合计	1,976	1,610	2,483	3,232	归母净利润增长率(%)	(32.75)	(93.61)	1,207.81	58.41
归属母公司股东权益	6,357	7,008	7,976	9,086					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	6,357	7,007	7,976	9,086					
负债和股东权益	8,333	8,617	10,459	12,318					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	67	(520)	(749)	(265)	每股净资产(元)	51.24	56.48	64.28	73.23
投资活动现金流	(756)	(165)	(11)	56	最新发行在外股份(百万股)	124	124	124	124
筹资活动现金流	(9)	76	(22)	(22)	ROIC(%)	3.34	(1.58)	0.44	1.61
现金净增加额	(684)	(610)	(782)	(231)	ROE-摊薄(%)	5.41	0.31	3.61	5.02
折旧和摊销	72	27	36	44	资产负债率(%)	23.72	18.68	23.74	26.24
资本开支	(737)	(21)	(41)	(21)	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.18	613.02	46.87	29.59
营运资本变动	(320)	(578)	(1,065)	(717)	P/B (现价)	2.12	1.92	1.69	1.48

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>