

公司研究 | 点评报告 | 禾迈股份 (688032.SH)

发货节奏和费用影响 Q3 业绩，微逆+储能双轮驱动可期

报告要点

禾迈股份发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现收入 13.23 亿元，同比增长 4.57%；归母净利润-0.59 亿元，同比下降 124.07%；其中，2025Q3 实现收入 3.18 亿元，同比下降 11.18%，环比下降 52.48%；归母净利润-0.75 亿元，同比下降 230.01%，环比下降 383.1%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006

禾迈股份 (688032.SH)

2025-11-17

发货节奏和费用影响 Q3 业绩，微逆+储能双轮驱动可期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

禾迈股份发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现收入 13.23 亿元，同比增长 4.57%；归母净利润-0.59 亿元，同比下降 124.07%；其中，2025Q3 实现收入 3.18 亿元，同比下降 11.18%，环比下降 52.48%；归母净利润-0.75 亿元，同比下降 230.01%，环比下降 383.1%。

事件评论

- 经营层面上看，受欧洲需求节奏和行业竞争加剧影响，我们预计公司 Q3 微逆出货环比略有下降。行业竞争加剧亦带来公司微逆单价下降，公司通过产品迭代降本，预计 Q3 微逆毛利率维持在良好水平。储能受电芯供应紧张影响，部分收入递延至 Q4 确认。前三季度储能收入较去年同期增长明显，预计国内占比比较高。
- 财务数据上看，公司 Q3 期间费用 2.2 亿，绝对值环比增长 0.5 亿，因收入有限，期间费用率高达 68%，导致公司净利率承压。公司期间费用较高的原因，主要是汇兑损失增多导致财务费用率环比提升，同时销售、研发费用维持较高强度，致力于补全储能产品序列，着眼于中长期业务发展。Q3 末公司存货 10.6 亿，环比增长 6.8%，其中微逆存货预计环比下降，储能存货增长明显，印证储能良好经营趋势。
- 展望后续，公司正在从微逆单核向微逆+储能双轮驱动转型。公司户储、工商储及大储在 2026 年均有望迎来翻倍甚至数倍增长，储能整体业务收入体量预计超过微逆，且海外占比提升有望带动毛利率改善。收入放量背景下，公司期间费用率亦有望得到摊薄，进而带动公司业绩修复。微逆业务 Q4 预计销量环比小增，25 年预计为需求底部，26 年销量将重回增长。维持“买入”评级。

公司基础数据

当前股价(元)	116.31
总股本(万股)	12,407
流通A股/B股(万股)	12,407/0
每股净资产(元)	47.01
近12月最高/最低价(元)	146.00/89.38

注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q2 微逆销量环比小增，储能等其他业务增长明显》2025-09-04
- 《终端需求平淡影响微逆销量，静待需求修复和工商储放量》2025-05-20
- 《Q3 终端需求偏平淡，阳台微储等新品放量可期》2024-11-06

风险提示

- 1、市场竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、市场竞争格局恶化：逆变器及储能集成行业资产较轻，行业增速较高，吸引较多新进入者参与，后续如果竞争格局恶化，或对公司盈利能力产生负面影响。
- 2、光伏装机不及预期：我们预计 2025 年全球光伏装机增速在 10%-15%左右，如果因消纳压力、政策波动等因素导致装机不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1993	1753	3098	4065	货币资金	4109	4770	5814	6847
营业成本	1149	1136	2236	2955	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	844	617	862	1110	应收账款	735	814	1069	1189
%营业收入	42%	35%	28%	27%	存货	941	1064	1271	1510
营业税金及附加	22	10	18	23	预付账款	17	9	16	22
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	371	384	512	529
销售费用	218	270	294	317	流动资产合计	6172	7041	8682	10097
%营业收入	11%	15%	10%	8%	长期股权投资	18	18	18	18
管理费用	170	158	217	203	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	9%	7%	5%	固定资产合计	733	814	909	999
研发费用	266	333	248	325	无形资产	359	371	384	397
%营业收入	13%	19%	8%	8%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-93	-82	-47	-39	递延所得税资产	145	145	145	145
%营业收入	-5%	-5%	-2%	-1%	其他非流动资产	907	928	952	975
加: 资产减值损失	-33	-15	-10	0	资产总计	8333	9317	11089	12631
信用减值损失	-28	-10	0	0	短期贷款	158	138	138	238
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	860	1034	1450	1833
投资收益	35	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	355	-61	203	378	应付职工薪酬	95	62	120	159
%营业收入	18%	-4%	7%	9%	应交税费	72	100	183	238
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	429	614	849	1077
利润总额	353	-61	203	378	流动负债合计	1613	1948	2740	3545
%营业收入	18%	-4%	7%	9%	长期借款	266	1066	1866	2266
所得税费用	10	-7	22	42	应付债券	0	0	0	0
净利润	343	-55	180	336	递延所得税负债	2	2	2	2
归属于母公司所有者的净利润	344	-55	180	336	其他非流动负债	95	95	95	95
少数股东损益	-1	0	0	0	负债合计	1976	3111	4703	5908
EPS (元)	2.79	-0.44	1.45	2.71	归属于母公司所有者权益	6357	6206	6387	6723
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6357	6206	6386	6723
经营活动现金流净额	67	103	388	670	负债及股东权益	8333	9317	11089	12631
取得投资收益收回现金	12	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-10	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-737	-125	-145	-138	每股收益	2.79	-0.44	1.45	2.71
其他	-21	0	0	0	每股经营现金流	0.54	0.83	3.13	5.40
投资活动现金流净额	-756	-125	-145	-138	市盈率	40.37	—	80.04	42.89
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.20	2.33	2.26	2.15
股权融资	28	-96	0	0	EV/EBITDA	34.41	—	59.54	28.78
银行贷款增加 (减少)	388	780	800	500	总资产收益率	4.1%	-0.6%	1.6%	2.7%
筹资成本	-302	0	0	0	净资产收益率	5.4%	-0.9%	2.8%	5.0%
其他	-123	0	0	0	净利率	17.3%	-3.1%	5.8%	8.3%
筹资活动现金流净额	-9	684	800	500	资产负债率	23.7%	33.4%	42.4%	46.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-697	661	1044	1032	总资产周转率	0.26	0.20	0.30	0.34

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。