

## 禾迈股份（688032）

# 禾迈股份 2025 年业绩预告点评：大储和户储进入收获期，微逆竞争趋缓有望平稳增长

买入（维持）

2026 年 01 月 27 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

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@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	1,959	4,018	5,345
同比（%）	31.86	(1.63)	(1.70)	105.09	33.03
归母净利润（百万元）	511.85	344.22	(148.84)	313.21	511.48
同比（%）	(3.89)	(32.75)	(143.24)	310.43	63.31
EPS-最新摊薄（元/股）	4.13	2.77	(1.20)	2.52	4.12
P/E（现价&最新摊薄）	29.07	43.23	(99.98)	47.51	29.09

### 投资要点

- **事件：**公司 25 年预计归母净利润-1.65~-1.35 亿元，同比-139%~-148%；预计扣非归母-1.93~-1.63 亿元，同比-155%~-166%。其中 Q4 归母净利润中值-9088 万元，同比-192%，公司预计 Q4 减值损失约 0.4 亿元；扣非归母中值-1.03 亿元，同比-265%。
- **储能业务持续布局、26 年有望恢复增长。**1) 大储：公司预计 25 年大储系统与 PCS 营收 3+亿元，其中大储系统 2+亿元；26Q1 营收 5 亿元，26 年全年营收 10+亿元，国内海外各半。考虑电芯涨价与海外占比提升，公司预期 26 年毛利率 15%左右。2) 户储&工商储：公司预计 25 年营收近十亿级，主要为欧洲、亚太（东南亚），澳洲下半年开始有量，毛利率 30-40%。公司预计于 26 年 2 月欧洲推出具有竞争力新品，巴西产品已准备好等待市场起量，澳洲正在认证中。
- **微逆&微储价格有望触底、进一步迭代新产品。**公司预计 2025 年微逆营收 8+亿元，同比-30%+，主要由于竞争加剧，价格下降 30%，出货约 80 万台，数量下降约 20%。但目前部分竞争企业已放弃微逆赛道，价格逐渐趋于稳定。此外阳台微逆受微储影响较大，公司已将重点转向微储发展，计划 2026 年年中推出重磅微储相关产品。公司预计 26 年微逆重回 10 亿以上营收，毛利率保持 40%+。
- **转型期间费用较高、26 年预计小幅增加。**公司预计 25 年期间费用较 24 年增加约 2 亿元；26 年费用投入与 25 年相比公司预计略有增加，但不会出现大幅增长。核心原因是公司渠道、营销服务团队、研发团队及各产品线团队的框架已基本搭建完成，后续投入无需大幅增加。
- **投资建议：**由于逆变器行业竞争依然激烈，公司正在转型周期，储能业务尚未放量，盈利承压，我们下调 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为-1.49/+3.13/+5.11 亿元（原预期 25-27 年 0.2/2.9/4.6 亿元），同比-143%/+310%/+63%，考虑公司转型基本完成，后续有望起量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、股价近期波动较大、政策变化、业务拓展不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	111.50
一年最低/最高价	89.38/125.85
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	13,834.20
总市值(百万元)	13,834.20

### 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)：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》

2025-10-30

《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
<b>流动资产</b>	<b>6,172</b>	<b>5,573</b>	<b>6,803</b>	<b>7,933</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,993</b>	<b>1,959</b>	<b>4,018</b>	<b>5,345</b>
货币资金及交易性金融资产	4,109	3,601	2,716	2,694	营业成本(含金融类)	1,149	1,468	2,971	3,974
经营性应收款项	760	688	1,464	1,889	税金及附加	22	11	20	27
存货	941	1,022	2,291	2,970	销售费用	218	294	317	353
合同资产	23	18	42	53	管理费用	170	167	181	198
其他流动资产	339	244	290	327	研发费用	266	343	366	396
<b>非流动资产</b>	<b>2,161</b>	<b>2,817</b>	<b>3,513</b>	<b>4,152</b>	财务费用	(93)	(86)	(81)	(64)
长期股权投资	18	23	31	37	加:其他收益	118	39	60	64
固定资产及使用权资产	754	1,465	2,212	2,916	投资净收益	35	16	44	43
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)	(30)	0	0
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	<b>营业利润</b>	<b>355</b>	<b>(211)</b>	<b>349</b>	<b>569</b>
其他非流动资产	220	239	257	255	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>8,333</b>	<b>8,391</b>	<b>10,316</b>	<b>12,085</b>	<b>利润总额</b>	<b>353</b>	<b>(213)</b>	<b>348</b>	<b>568</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,613</b>	<b>940</b>	<b>1,872</b>	<b>2,475</b>	减:所得税	10	(64)	35	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	168	10	10	10	<b>净利润</b>	<b>343</b>	<b>(149)</b>	<b>313</b>	<b>511</b>
经营性应付款项	1,208	724	1,465	1,960	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	53	64	134	177	<b>归属母公司净利润</b>	<b>344</b>	<b>(149)</b>	<b>313</b>	<b>511</b>
其他流动负债	185	142	263	329	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.77	(1.20)	2.52	4.12
非流动负债	363	614	614	614	EBIT	228	(323)	163	398
长期借款	266	516	516	516	EBITDA	300	(296)	199	442
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.36	25.09	26.06	25.65
租赁负债	10	11	11	11	归母净利率(%)	17.27	(7.60)	7.80	9.57
其他非流动负债	86	86	86	86	收入增长率(%)	(1.63)	(1.70)	105.09	33.03
<b>负债合计</b>	<b>1,976</b>	<b>1,554</b>	<b>2,486</b>	<b>3,089</b>	归母净利润增长率(%)	(32.75)	(143.24)	310.43	63.31
归属母公司股东权益	6,357	6,837	7,831	8,997					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,357</b>	<b>6,836</b>	<b>7,830</b>	<b>8,996</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,333</b>	<b>8,391</b>	<b>10,316</b>	<b>12,085</b>					

  

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	(546)	(855)	(14)	每股净资产(元)	51.24	55.10	63.11	72.51
投资活动现金流	(756)	(168)	(7)	13	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	(3.19)	1.87	4.00
现金净增加额	(684)	(638)	(885)	(23)	ROE-摊薄(%)	5.41	(2.18)	4.00	5.69
折旧和摊销	72	27	36	44	资产负债率(%)	23.72	18.52	24.10	25.56
资本开支	(737)	(21)	(41)	(21)	P/E (现价&最新股本摊薄)	43.23	(99.98)	47.51	29.09
营运资本变动	(320)	(459)	(1,183)	(549)	P/B (现价)	2.34	2.18	1.90	1.65

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>