

禾迈股份 (688032)

25 年报及 26 年一季报点评: 结构性影响 Q1 盈利略有承压, 26 年户储及大储迎来收获期 买入 (维持)

2026 年 05 月 05 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

证券分析师 胡隽颖

执业证书: S0600524080010
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,993	1,932	4,057	5,551	7,153
同比 (%)	(1.63)	(3.06)	109.99	36.83	28.85
归母净利润 (百万元)	344.22	(161.12)	191.50	400.53	565.65
同比 (%)	(32.75)	(146.81)	218.85	109.16	41.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.77	(1.30)	1.54	3.23	4.56
P/E (现价&最新摊薄)	41.83	(89.36)	75.18	35.95	25.45

投资要点

- **事件:** 公司 25 年营收 19.3 亿元, 同-3.1%, 归母净利润-1.6 亿元, 同-146.8%, 其中 25 年 Q4 营收 6.1 亿元, 同环比-16.3%/91.4%, 归母净利润-1 亿元, 同环比-203.4%/35.3%。公司 26Q1 实现营收 9.9 亿元, 同环比+194%/62%, 实现归母净利润-0.62 亿元, 同环比-500%/+39%。毛利率 14.5%, 同环比-19/-7pct。主要系部分 25Q4 储能延至 26Q1 发货确收所致, 同时储能毛利率较低拉低整体盈利。
- **25 年微逆出货承压、26 年目标恢复稳健增长。** 25 年公司实现微逆营收 7.6 亿元, 同降 38%, 实现出货 68.6 万台, 同降 30%。其中 Q4 我们估计出货约 12-13 万台, 环比略降, 26Q1 估计出货环比有所增长。26 年公司将持续迭代降本增强竞争力, 目标实现营收 10 亿元+。
- **25 年储能同比高增、26 年户储大储双轮驱动。** 25 年公司储能实现营收 5 亿元, 同增 60%+, 其中户储预计约 1 亿元。26 年公司将充分发力户储及大储。26 年户储营收预计翻大几倍增长, 大储加大海外市场布局, 重点发力欧洲、中东等市场, 预计实现营收 10-15 亿元, 国内外各占大几亿元。
- **25 年光伏发电系统高增、盈利有所承压。** 公司 25 年光伏发电系统实现营收 6.2 亿元, 同增 54%, 毛利率约 10.7%, 同降 13pct。
- **持续加大费用投入拓展储能布局、现金流有所改善。** 公司 25 年期间费用 7.2 亿元, 同 28.3%, 费用率 37.2%, 同 9.1pct。公司 26Q1 期间费用 2.4 亿元, 同环比 78.1%/17%, 费用率 24.4%, 同环比-15.9/-9.5pct; 26Q1 经营性现金流 2 亿元, 同环比 +157.8%/232.6%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑微逆竞争激烈、储能受电池包影响盈利承压, 我们下调 26-27 年盈利预测, 新增 28 年盈利预测, 预计公司 26-28 年归母净利润为 1.9/4.0/5.7 亿元 (26-27 年前值为 3.1/5.1 亿元), 同增 219%/109%/41%, 对应 PE 为 75/36/25 倍, 考虑公司储能业务持续高增有望推动业绩增长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 储能行业竞争加剧、电芯价格波动影响盈利。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	112.61
一年最低/最高价	93.55/142.70
市净率(倍)	2.46
流通 A 股市值(百万元)	13,971.92
总市值(百万元)	13,971.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	45.72
资产负债率(% LF)	36.07
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): 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》

2026-01-27

《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

禾迈股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,908	6,574	7,909	9,263	营业总收入	1,932	4,057	5,551	7,153
货币资金及交易性金融资产	3,632	2,191	1,939	1,541	营业成本(含金融类)	1,445	3,011	4,174	5,430
经营性应收款项	853	1,731	2,348	3,027	税金及附加	15	22	28	36
存货	1,127	2,386	3,296	4,314	销售费用	298	365	427	486
合同资产	22	47	64	82	管理费用	158	166	178	186
其他流动资产	274	219	262	299	研发费用	349	406	461	529
非流动资产	2,472	3,305	4,190	5,022	财务费用	(86)	(69)	(67)	(53)
长期股权投资	62	90	125	157	加:其他收益	31	49	61	72
固定资产及使用权资产	885	1,772	2,676	3,547	投资净收益	19	32	61	57
在建工程	787	708	637	573	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	331	320	309	299	减值损失	(34)	(10)	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	32	42	47	52	营业利润	(232)	228	472	667
其他非流动资产	376	374	396	394	营业外净收支	(2)	(2)	(1)	(2)
资产总计	8,380	9,879	12,099	14,284	利润总额	(234)	225	471	665
流动负债	2,089	2,343	3,324	4,124	减:所得税	(72)	34	71	100
短期借款及一年内到期的非流动负债	664	124	124	124	净利润	(162)	191	401	566
经营性应付款项	902	1,485	2,059	2,678	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	307	390	714	816	归属母公司净利润	(161)	191	401	566
其他流动负债	215	344	427	505	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.30)	1.54	3.23	4.56
非流动负债	565	816	816	816	EBIT	(337)	87	284	486
长期借款	479	729	729	729	EBITDA	(236)	113	318	529
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.19	25.79	24.81	24.09
租赁负债	7	8	8	8	归母净利率(%)	(8.34)	4.72	7.21	7.91
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	(3.06)	109.99	36.83	28.85
负债合计	2,654	3,159	4,140	4,940	归母净利润增长率(%)	(146.81)	218.85	109.16	41.22
归属母公司股东权益	5,717	6,711	7,950	9,336					
少数股东权益	9	9	9	9					
所有者权益合计	5,726	6,720	7,959	9,345					
负债和股东权益	8,380	9,879	12,099	14,284					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(287)	(1,095)	(199)	(369)	每股净资产(元)	46.08	54.09	64.07	75.24
投资活动现金流	(630)	(153)	(22)	1	最新发行在外股份(百万股)	124	124	124	124
筹资活动现金流	290	(322)	(31)	(31)	ROIC(%)	(3.41)	1.02	2.94	4.34
现金净增加额	(639)	(1,570)	(252)	(399)	ROE-摊薄(%)	(2.82)	2.85	5.04	6.06
折旧和摊销	101	26	35	43	资产负债率(%)	31.67	31.97	34.22	34.58
资本开支	(484)	(22)	(41)	(22)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(89.36)	75.18	35.95	25.45
营运资本变动	(154)	(1,327)	(605)	(953)	P/B(现价)	2.52	2.15	1.81	1.54

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>