

禾迈股份 (688032)

 证券研究报告
2026年05月04日

持续深化业务全球布局，储能业务显著增长

事件：2026年4月29日，禾迈股份发布2025年年报，全年实现营业收入19.32亿元，同比-3.06%；实现归母净利润-1.61亿元，同比-146.81%；实现扣非归母净利润-1.85亿元，同比-162.84%。单季度来看，四季度公司实现营业收入6.09亿元，环比+91.4%；实现归母净利润-1.02亿元。

公司战略转型期，大幅增加研发与销售投入。分业务来看：1) 微型逆变器及监控设备业务：实现收入7.57亿元，同比-38.27%，毛利率为43.00%，同比减少10.54个百分点。2) 储能系统业务：实现收入5.03亿元，同比+61.06%，2025年发布全新HIT系列三相低压储能逆变器、新一代全液冷工商业储能系统HovUltra 2等新品。3) 光伏发电系统业务：实现收入6.18亿元，同比+53.59%。公司正由传统的纯设备供应商路线，朝着全面光储解决方案供应商的战略高地全速迈进。

利润端承压，研发与销售投入显著增长。2025年公司归属于上市公司股东的净利润为-1.61亿元，主要系公司紧扣市场需求进行战略转型，大力加强人才储备，增加了研发与销售方面的投入所致。费用端，2025年公司销售费用为2.98亿元，同比增长37.01%，主要系优化薪资结构，薪酬水平增加所致；研发费用为3.49亿元，同比增长31.10%，研发投入占营业收入的比例提升至18.06%，主要系加强和完善研发人才建设，研发人员人数和薪酬增加所致。

深化全球布局，为后续增长蓄力。公司持续布局全球化运营体系，2025年境外销售金额10.03亿元，占比51.92%；公司持续加强营销服务团队的搭建，在海外已设立荷兰、美国、德国等多个销售子公司，并基本完成了主要销售区域的本地化运营管理建设。同时，公司在墨西哥蒙特雷市的制造基地正式投产，以更灵活地应对市场波动和政策变化。在技术创新方面，持续推动技术迭代与产品升级，围绕MLPE事业部、小型光储事业部、大型光储事业部实现全功率段和全应用场景覆盖。2026年，欧洲油气价格震荡上行，叠加电价波动，阳台光伏市场需求增长，公司作为欧洲阳台光储微型逆变器的重要中国供应商，有望受益。

在手订单充裕，2026年增长可期。公司已签订的重大销售合同“户用光伏系统设备及电站设备的保养和维护服务”，该合同总金额为10亿元，截至2025年末仍有6.41亿元待履行。公司将继续加大全球市场的拓展，抓住光储产品发展机遇，持续深化全球营销网络、服务网络、境外本土化建设。

盈利预测：欧洲阳台光伏市场需求增长，利好微型逆变器业务，叠加公司储能业务布局加速，我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为1.49/3.73/4.47亿元，维持“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，新产品开发风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,992.95	1,932.05	3,111.84	4,438.71	5,461.43
增长率(%)	(1.63)	(3.06)	61.06	42.64	23.04
EBITDA(百万元)	552.77	128.61	269.05	556.86	670.45
归属母公司净利润(百万元)	344.22	(161.12)	149.44	373.30	447.17
增长率(%)	(32.75)	(146.81)	(192.75)	149.80	19.79
EPS(元/股)	2.77	(1.30)	1.20	3.01	3.60
市盈率(P/E)	40.59	(86.72)	93.50	37.43	31.25
市净率(P/B)	2.20	2.44	2.42	2.38	2.32
市销率(P/S)	7.01	7.23	4.49	3.15	2.56
EV/EBITDA	18.14	74.70	42.35	21.45	18.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	112.61元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	124.07
流通A股股本(百万股)	124.07
A股总市值(百万元)	13,971.92
流通A股市值(百万元)	13,971.92
每股净资产(元)	45.72
资产负债率(%)	36.07
一年内最高/最低(元)	142.70/93.55

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《禾迈股份-季报点评:24Q3公司毛利率同、环比均有所改善》2024-11-04
- 《禾迈股份-年报点评报告:22及23Q1毛利率持续改善,新业务拓展或超预期》2023-05-04
- 《禾迈股份-半年报点评:微逆延续高增长,储能蓄势待发》2022-09-11

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4,109.11	3,570.48	2,719.56	2,180.91	2,016.67	营业收入	1,992.95	1,932.05	3,111.84	4,438.71	5,461.43
应收票据及应收账款	735.28	678.42	812.12	1,313.98	1,301.99	营业成本	1,148.66	1,445.36	2,123.62	2,899.11	3,562.91
预付账款	16.64	172.96	53.16	91.98	86.39	营业税金及附加	21.70	15.17	25.09	35.80	44.04
存货	940.62	1,127.01	1,450.37	2,068.20	2,256.01	销售费用	217.70	298.26	280.07	355.10	436.91
其他	370.20	358.70	400.04	408.29	479.90	管理费用	169.89	158.24	217.83	266.32	327.69
流动资产合计	6,171.85	5,907.57	5,435.26	6,063.37	6,140.96	研发费用	266.11	348.87	342.30	488.26	600.76
长期股权投资	17.94	62.49	62.49	62.49	62.49	财务费用	(92.91)	(86.15)	(52.09)	(44.67)	(36.73)
固定资产	732.85	872.79	992.53	1,101.17	1,198.71	资产/信用减值损失	(60.83)	(34.14)	(27.39)	(27.39)	(27.39)
在建工程	775.41	786.62	786.62	786.62	786.62	公允价值变动收益	1.48	(0.08)	1.98	0.00	0.00
无形资产	359.40	330.63	467.77	597.41	719.56	投资净收益	34.92	18.55	21.05	21.05	21.05
其他	275.79	419.63	242.52	231.57	221.78	其他	118.07	31.22	8.00	8.00	8.00
非流动资产合计	2,161.40	2,472.15	2,551.93	2,779.25	2,989.16	营业利润	355.46	(232.16)	178.67	440.46	527.51
资产总计	8,333.25	8,379.72	7,987.18	8,842.62	9,130.12	营业外收入	1.24	1.11	1.43	1.43	1.43
短期借款	158.01	539.77	150.00	150.00	150.00	营业外支出	3.34	2.82	4.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	1,207.56	902.15	1,502.67	1,780.33	2,254.36	利润总额	353.36	(233.87)	176.10	439.89	526.94
其他	247.92	647.13	225.64	697.88	349.07	所得税	9.92	(72.03)	26.48	66.16	79.25
流动负债合计	1,613.49	2,089.05	1,878.31	2,628.21	2,753.43	净利润	343.44	(161.84)	149.61	373.73	447.69
长期借款	266.18	479.03	250.00	250.00	250.00	少数股东损益	(0.77)	(0.72)	0.17	0.43	0.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	344.22	(161.12)	149.44	373.30	447.17
其他	96.71	85.55	85.39	85.39	85.39	每股收益(元)	2.77	(1.30)	1.20	3.01	3.60
非流动负债合计	362.89	564.57	335.39	335.39	335.39						
负债合计	1,976.38	2,653.62	2,213.71	2,963.61	3,088.82	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(0.44)	9.01	9.07	9.21	9.38	成长能力					
股本	124.07	124.07	124.07	124.07	124.07	营业收入	-1.63%	-3.06%	61.06%	42.64%	23.04%
资本公积	5,776.11	5,629.75	5,629.75	5,629.75	5,629.75	营业利润	-39.96%	-165.31%	-176.96%	146.53%	19.76%
留存收益	727.10	172.05	221.77	345.96	494.74	归属于母公司净利润	-32.75%	-146.81%	-192.75%	149.80%	19.79%
其他	(269.97)	(208.79)	(211.18)	(229.98)	(216.65)	获利能力					
股东权益合计	6,356.87	5,726.09	5,773.47	5,879.02	6,041.29	毛利率	42.36%	25.19%	31.76%	34.69%	34.76%
负债和股东权益总计	8,333.25	8,379.72	7,987.18	8,842.62	9,130.12	净利率	17.27%	-8.34%	4.80%	8.41%	8.19%
						ROE	5.41%	-2.82%	2.59%	6.36%	7.41%
						ROIC	18.25%	-9.15%	3.82%	10.55%	10.85%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	资产负债率	23.72%	31.67%	27.72%	33.52%	33.83%
净利润	343.44	(161.84)	149.44	373.30	447.17	净负债率	-57.81%	-42.39%	-39.50%	-29.63%	-26.12%
折旧摊销	57.80	100.89	115.08	133.68	152.28	流动比率	3.83	2.83	2.89	2.31	2.23
财务费用	13.44	(0.87)	(52.09)	(44.67)	(36.73)	速动比率	3.24	2.29	2.12	1.52	1.41
投资损失	(34.92)	(18.55)	(21.05)	(21.05)	(21.05)	营运能力					
营运资金变动	(574.25)	(262.68)	65.09	(405.91)	(106.83)	应收账款周转率	3.43	2.73	4.18	4.18	4.18
其它	261.38	56.50	2.16	0.43	0.52	存货周转率	2.38	1.87	2.41	2.52	2.53
经营活动现金流	66.89	(286.55)	258.63	35.78	435.36	总资产周转率	0.26	0.23	0.38	0.53	0.61
资本支出	1,075.36	267.49	372.12	371.96	371.96	每股指标(元)					
长期投资	9.70	44.55	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.77	-1.30	1.20	3.01	3.60
其他	(1,840.76)	(942.41)	(726.99)	(722.88)	(722.88)	每股经营现金流	0.54	-2.31	2.08	0.29	3.51
投资活动现金流	(755.70)	(630.37)	(354.88)	(350.91)	(350.91)	每股净资产	51.24	46.08	46.46	47.31	48.62
债权融资	475.62	795.16	(652.44)	44.67	36.73	估值比率					
股权融资	(460.76)	(85.18)	(102.23)	(268.19)	(285.41)	市盈率	40.59	-86.72	93.50	37.43	31.25
其他	(23.55)	(419.99)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	2.20	2.44	2.42	2.38	2.32
筹资活动现金流	(8.68)	289.99	(754.67)	(223.52)	(248.69)	EV/EBITDA	18.14	74.70	42.35	21.45	18.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.89	245.07	74.01	28.23	23.39
现金净增加额	(697.49)	(626.93)	(850.92)	(538.65)	(164.24)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com