

定价高、盘子小，有钱还“不会用”，小如禾迈股份这样的企业，真的有未来空间吗？

# 禾迈股份：光伏“新贵”的活法

文/孙玥

2021年12月20日，禾迈股份（688032.SH）登陆科创板的第一天，其股价开盘报633.66元/股，一度摸高至824元/股，涨幅超过47%，收盘报725.01元/股，涨29.98%，市值达到了290亿元。这样的成绩，让其成为A股新股发行价名副其实的“第一贵”。

不足300亿元的市值，在动辄千亿元起步的光伏产业中并不显眼，但发行价每股557.80元，却实实在在地刷新了A股新股定价纪录，也使得禾迈股份的融资额比原计划骤增10倍有余，超募金额超过50亿元。

早在上市之前，过去三年平均年利润不足1亿元的禾迈股份便因高定价饱受质疑，而IPO当天夜间，禾迈股份又发布了极具争议的公告：公司及子公

司拟使用最高不超过45亿元的暂时闲置募集资金进行现金管理，用于购买保本理财、结构性存款、通知存款等理财产品——超募资金，将进入理财市场，而并非投入光伏主业。

定价高、盘子小，有钱还“不会用”，即便是再激进的投资者，也开始对禾迈股份谨慎起来：股价的高开高走，是真的前景美好还是单纯的资本做局？支撑其高市值的底层逻辑能否经得起市场的检验？在巨头林立的光伏产业中，小如禾迈股份这样的企业，真的有未来空间吗？

## 估值有支撑，前方有大山

对投资市场而言，“最贵新股”的名号算是个不错的噱头，但对于光伏

行业，更有价值的事情在于找出支撑禾迈股份高定价、高估值的底层逻辑。

在经过几年前短暂的蛰伏之后，光伏行业从2020年开始成为炙手可热的大赛道，相关产业也水涨船高。据彭博预测，至2050年光伏发电占全球总发电量的比例有望超过30%，成为第一大发电方式。而光伏逆变器是光伏发电系统的核心设备，具体到微型逆变器领域，未来数年内，全球微型逆变器市场的年化增长率将达到20%以上，至2027年总市场规模将增长至约130亿美元。

禾迈股份对自己站在风口的事情毫不讳言：“在全球120多个国家宣布‘碳中和’目标，且近期分布式光伏政策利好频出的背景下，公司未来业绩增



在细分领域筑建技术壁垒，凭借高毛利率带来的成本优势抢占海外市场，充分利用“小企业”的身量与嗅觉适时及时调整转型、扬长避短，让禾迈股份在微型逆变器行业中站稳脚跟。

长的确定性较高。”

作为光伏产业链的下游环节，逆变器企业处于估值高位是大势所趋。多家光伏逆变器上市公司在2021年都经历了大幅上涨，年内涨幅100%~200%不等，而禾迈股份在这样的背景下登陆资本市场，拿到高估值几乎是必然的。

当然，打铁还需自身硬，除了站上了风口，禾迈股份自身的实力也不容小觑。

自进入微型逆变器市场以来，禾迈股份凭借技术与市场的优势，一直在这一细分领域占有一席之地。据招股说明书显示，2018~2021年上半年，该公司微型逆变器销量分别为4.73

万台、10.53万台、17.72万台和16.94万台，增长趋势明显。在自身业绩方面，禾迈股份在2018~2020年的营收分别为3.07亿元、4.6亿元、4.95亿元，净利润分别为0.16亿元、0.81亿元、1.04亿元。此外，禾迈股份预计2021年度营业收入为7亿~7.8亿元，较2020年增加41%~58%，预计2021年归母净利润为1.8亿~2.1亿元，同比增长73%~102%。虽然体量仍属于中小企业，但这样的增长速度，让人能够真实地感受到其跨越式的增长与美好前景。

对此，国内券商对禾迈股份给出了判断：公司是国内微型逆变器第一股、全球微型逆变器新秀，已形成包括

微逆拓扑技术、软开关技术等在内的一系列独创的专有技术，可以对标全球同业龙头 Enphase——后者为美国上市公司，市值在300亿美元左右（约合人民币1900亿元）。

市场前景与经营预期，是判断一家企业是否具有投资价值的两个关键要素。名不见经传的禾迈股份，正是抓住了这两点，成为国内微型逆变器细分领域第一个吃螃蟹的企业，进而一鸣惊人。

不容忽视的是，禾迈股份的前方，还有一座无法绕开的大山。“最贵新股”的虚名让禾迈股份站到了风口浪尖，其169.88倍的动态市盈率与同日 Enphase的164.64倍相差无几。

作为微型逆变器的鼻祖，2006年就入局的美国企业Enphase目前是当之无愧的大玩家，其在全球的市场占有率为20%~25%，而禾迈股份的市场占有率仅为1%左右。

2021年前三季度，Enphase的净利润为9285.80万美元（约合人民币5.91亿元），同比增长52.22%；营业收入为9.69亿美元（约合人民币62亿元），同比增长90.22%。与之对应，禾迈股份的营业收入为5.07亿元，同比增长65.94%；扣非归母净利润为1.18亿元，同比增长90.51%。

财务数据上的对比能够清晰地看出禾迈股份与国际巨头的差距，但有意思的是，虽然与Enphase之间的营收差距超过12倍，但利润差却只有5倍，增长速度更是不相上下。值得关注的是，

将微型逆变器作为主营产品仅仅两年时间，禾迈股份已经抢下了1%的全球份额。

从功率密度、功率范围、转换效率等参数来看，禾迈股份已经具备与Enphase竞争的实力。国泰君安报告显示，禾迈股份在微型逆变器领域的一拖一产品功率密度领先Enphase产品39.42%，一拖二产品功率密度领先后者189.53%。

### 技术成本运营，打造竞争力

在市场环境大好的背景下，能够做到持续增长的光伏企业不在少数。尤其是逆变器行业门槛不高，很难实现技术壁垒，而国内企业相对于国际巨头们竞争的主要优势在于成本。东吴证券研究指出，我国光伏逆变器的售价低于国外售价50%左右，在这一领域，国内企业可谓机会均等。

既然机会均等，禾迈股份的核心竞争力从何而来？

就目前来看，逆变器行业的研发占比基本为5%~7%。2021年上半年，禾迈股份研发投入1925.78万元，占总营收比例为6.06%，美国Enphase公司的研发占比为7.6%，阳光电源为5%左右，相比之下，禾迈股份并无优势可言。但具体到产品层面，禾迈股份的优势立时凸显出来。

据禾迈股份介绍，截至目前，在微型逆变器领域，禾迈股份已掌握了包括核心产品的多项核心技术和专利授权，形成了包括微逆拓扑技术、软开关

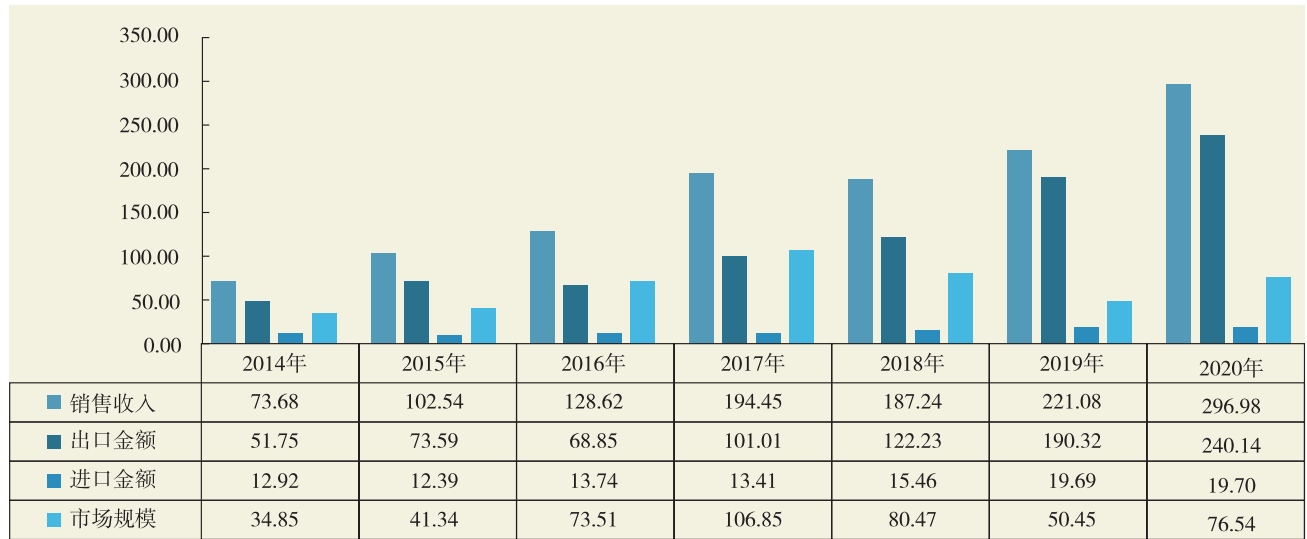
技术、功率模块主动并联技术等在内的一系列独创的专有技术。这些技术有效提升了该公司微型逆变器产品性能，降低了产品成本，使其具备了与行业龙头企业Enphase竞争的实力。

禾迈股份招股说明书中披露的信息更为明确：公司主要产品光伏逆变器领域的核心竞争力在于电路和算法的设计能力、供应链管理能力及品控能力，公司在上述三个核心环节保持产品的竞争力。在细分领域打造属于自己的技术护城河，显然禾迈股份深谙小企业的生存之道。

除了技术优势，另一关键数据让禾迈股份在很长一段时间内可以立于不败之地。

2018~2021年上半年，禾迈股份微型逆变器及监控设备的毛利率分别为

2014~2020年我国光伏逆变器销售收入及市场规模统计图（单位：亿元）



>> 资料来源：智研咨询整理

44.39%、48.82%、56.15%、55.41%，远高于行业平均值。根据公开披露数据，同时期同行业上市公司平均毛利率分别为30.04%、32.83%、32.58%、31.25%，而微型逆变器龙头企业 Enphase 的产品毛利率则为29.87%、35.44%、44.68%、40.59%，这意味着在成本控制与资金流掌控方面，禾迈股份足以做到游刃有余，保证企业上市后的盈利水平，且能够为下一步的市场拓展计划提供充足后备。

从涉足微型逆变器领域开始，禾迈股份就将目光盯上了海外市场，海外营收占比不断升高，2021年上半年，公司海外业务占比57.3%（2020年占比33%），其中美国业务占13.2%。2017~2020年上半年，禾迈股份微型逆变器及监控设备境外收入占该产

品销售收入的比例分别为 50.67%、75.46%、83.92%和89.36%，这意味着其产品已经打开了国际市场的大门。

此外，在IPO之前的数年间，禾迈股份在光伏下游市场辗转腾挪，尝试过多个领域：2017~2018年，电气成套设备及元器件是禾迈股份的第一大业务；2019年，模块化逆变器及其他电力变换设备是禾迈股份的第一大业务；2020年上半年微型逆变器及监控设备是禾迈股份的第一大业务。短短3年半时间，禾迈股份的第一大业务变动了2次。正所谓船小好掉头，其目前的主打产品微型逆变器在三年内实现了从拓展型新业务到主营业务的转变，2018~2020年，公司在微型逆变器及监控设备方面的营业收入分别约为4341.45万元、1.19亿元、1.96亿

元，占全部主营业务收入的比例分别为14.51%、26.09%、41.25%，净值与占比均大幅提升，充分证明了公司在细分领域内的灵活性与新业务的前景可期。

在细分领域筑建技术壁垒，凭借高毛利率带来的成本优势抢占海外市场，充分利用“小企业”的身量与嗅觉适时及时调整转型、扬长避短，这样的运营方式，让禾迈股份能够领先国内同业一步，在微型逆变器行业中站稳脚跟。

无论资本如何强势，企业崛起的本质都应当扎根于技术锤炼、管理改善、营销拓展与前瞻性的战略布局。当这类活法在强调重资产运营的光伏产业链中成为主流之时，可以预见，光伏风口才能催生更多细分领域的隐形冠军企业。■