

盈利进一步修复, 多业务实现量利齐升

投资要点

- **事件:** 公司2023年上半年实现营收15.4亿元, 同比增长40%; 实现归母净利润2亿元, 同比增长79.6%; 扣非归母净利润1.7亿元, 同比增长83.8%。2023年第二季度实现营收9.3亿元, 同比增长45.4%; 实现归母净利润1.2亿元, 同比增长170.7%; 扣非归母净利润1.2亿元, 同比增长315.3%。
- **费用管控优秀, 净利率向上修复。** 2023年上半年, 公司销售毛利率为33.3%, 同比增长3pp, 主要系产品价格趋稳及成本管控良好; 销售净利率为13.2%, 同比增长3.6pp。费用方面, 公司销售/管理/财务费用率分别为8.3%/12.1%/0.7%, 分别同比-1.7pp/+0.8pp/+0.2pp。
- **新能源盈利底部反转, 长期发展向好。** 2023年上半年, 公司新能源电控业务实现营业收入12亿元, 同比增长37.1%, 受益集中式新能源电站装机提升, 规模扩大; 毛利率29.2%, 同比增长4.4pp, 盈利水平进一步恢复。**光伏:** 公司是国内首推集散式光伏逆变方案的光伏逆变器制造商之一, 单管IGBT并联方案进一步提升了发电效率并降低成本, 有望伴随产品逐步放量实现量利齐升。**风电:** 海风大型化趋势显著, 变流器价格有望趋稳回升, 带动公司风电业务盈利修复。**储能:** 公司产品取得多项认证, 种类齐全, 广泛应用于发电、电网、用户侧等, 提供业绩新增长点。
- **工程传动业务毛利率领先同行, 步入快速增长长期。** 2023年上半年, 公司传统系统业务实现营收2.1亿元, 同比增长152.6%; 实现毛利率46.5%, 同比增长6.6pp, 毛利率在变频器行业中位居高位。公司工程变频器覆盖220V-10KV, 应用于冶金、石油石化、矿山等高端工业领域。目前国内高压变频器行业仍被外资占据主导, 受益国产替代进程加快及下游需求持续复苏, 公司工程变频器产品发展空间广阔。
- **积极布局新领域, 打开公司长期增长空间。** 公司于2023年7月与隆基氢能就组建合资公司投资、建设与运营年产5GW电解槽电源合作项目签署《合资协议》, 拟设立合资公司注册资本1亿元, 公司持股49%。此外, 公司APF、SVG和特种电源产品已应用于区域电网、风光、轨交等多领域, 实现多元化布局。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年营收分别为43.5亿元、59亿元、74亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为82.5%/44.5%/31%。受益下游风光储行业需求放量, 驱动公司新能源电控放量, 且工程传动产品盈利水平高于行业可比公司, 有望充分受益国产替代, 进一步提升盈利能力, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 光伏逆变器产能爬坡低于预期; 产品价格及毛利率下降风险; 税收优惠政策变动风险; 海外业务拓展不及预期风险; 国产替代不及预期的风险。

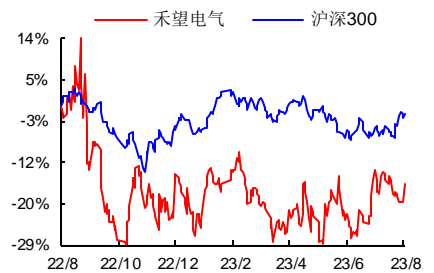
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2809.14	4353.08	5897.91	7404.32
增长率	33.52%	54.96%	35.49%	25.54%
归属母公司净利润(百万元)	266.81	486.83	703.64	921.80
增长率	-4.69%	82.46%	44.54%	31.00%
每股收益EPS(元)	0.60	1.10	1.59	2.08
净资产收益率ROE	7.82%	12.66%	5.81%	17.62%
PE	51	28	19	15
PB	3.97	3.52	3.04	2.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.43
流通A股(亿股)	4.43
52周内股价区间(元)	25.93-41.49
总市值(亿元)	135.54
总资产(亿元)	56.38
每股净资产(元)	7.49

相关研究

1. 禾望电气(603063): 业绩短期承压, 风光储齐头并进 (2023-04-10)
2. 禾望电气(603063): 盈利短期承压, 工程传动业务快速发展 (2022-10-28)
3. 禾望电气(603063): 业绩符合预期, 风光储一体化快速发展 (2022-09-01)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新产能带动营收增长，产销率维持 90% 以上。

假设 2：受益 2023 年风电行业需求复苏，公司风电变流器业务出货有望提振，预计 2023-2025 年公司风电变流器产量增速分别为 20%/10%/10%，平均单价有望趋稳回升，分别为 0.081/0.083/0.085 元/W。

假设 3：2023 年光伏装机量大幅提升，行业景气度高涨，公司光伏逆变器业务充分受益，预计 2023-2025 年公司光伏逆变器产量增速分别为 50%/30%/25%，平均单价维持 0.13 元/W。

假设 4：公司工程传动变频器品类齐全，覆盖范围广泛，有望受益国产替代进一步实现量利齐升，预计 2023-2025 年公司传动业务订单增速分别为 100%/60%/50%。

假设 5：毛利率水平受规模效应及成本管控恢复向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
新能源电控业务	收入	2206.9	3395.8	4491.3	5399.6
	增速	27.5%	53.9%	32.3%	20.2%
	毛利率	25.7%	29.50%	30.0%	30.0%
工程传动业务	收入	371.1	742.2	1187.5	1781.3
	增速	85.0%	100.0%	60.0%	50.0%
	毛利率	44.6%	46.5%	46.5%	46.5%
其他主营业务	收入	185.11	165.31	165.31	165.31
	增速	43.2%	-10.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	41.6%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	收入	46.1	49.7	53.7	58.0
	增速	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	88.4%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	2809.1	4353.0	5897.8	7404.2
	增速	33.5%	55.0%	35.5%	25.5%
	毛利率	30.3%	33.6%	34.2%	34.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2809.14	4353.08	5897.91	7404.32	净利润	267.74	488.52	706.09	925.01
营业成本	1958.05	2892.00	3880.93	4835.30	折旧与摊销	61.56	108.44	108.44	108.44
营业税金及附加	11.95	21.02	27.61	51.09	财务费用	16.64	21.77	29.49	37.02
销售费用	281.84	370.01	501.32	629.37	资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.32	522.37	678.26	814.47	经营营运资本变动	12.00	-473.41	-781.17	-843.99
财务费用	16.64	21.77	29.49	37.02	其他	58.35	370.91	404.38	259.18
资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	409.07	516.24	467.24	485.67
投资收益	14.13	30.00	30.00	30.00	资本支出	58.04	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	20.52	10.26	11.97	12.82	其他	-318.87	40.26	41.97	42.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-260.83	90.26	91.97	92.82
营业利润	297.22	566.17	822.26	1079.89	短期借款	-21.81	-38.25	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.08	8.57	8.44	8.36	长期借款	24.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	296.14	574.73	830.70	1088.25	股权融资	11.19	0.00	0.00	0.00
所得税	28.40	86.21	124.60	163.24	支付股利	-30.58	-53.36	-97.37	-140.73
净利润	267.74	488.52	706.09	925.01	其他	20.99	-57.17	-29.49	-37.02
少数股东损益	0.93	1.70	2.45	3.21	筹资活动现金流净额	4.32	-148.78	-126.85	-177.75
归属母公司股东净利润	266.81	486.83	703.64	921.80	现金流量净额	155.10	457.71	432.35	400.75
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	827.04	1284.75	1717.10	2117.85	成长能力				
应收和预付款项	1532.11	2359.16	3190.73	4012.85	销售收入增长率	33.52%	54.96%	35.49%	25.54%
存货	1101.15	1628.48	2056.12	2598.63	营业利润增长率	2.19%	90.49%	45.23%	31.33%
其他流动资产	636.21	196.11	220.57	244.42	净利润增长率	-4.36%	82.46%	44.54%	31.00%
长期股权投资	250.19	250.19	250.19	250.19	EBITDA 增长率	11.56%	85.49%	37.88%	27.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	937.57	789.91	642.24	494.58	毛利率	30.30%	33.56%	34.20%	34.70%
无形资产和开发支出	88.20	78.28	68.36	58.43	三费率	14.41%	21.00%	20.50%	20.00%
其他非流动资产	496.43	495.57	494.72	493.86	净利率	9.53%	11.22%	11.97%	12.49%
资产总计	5868.91	7082.45	8640.02	10270.81	ROE	7.82%	12.66%	15.81%	17.62%
短期借款	38.25	0.00	0.00	0.00	ROA	4.56%	6.90%	8.17%	9.01%
应付和预收款项	1711.48	2669.19	3606.46	4441.81	ROIC	11.20%	19.75%	26.56%	30.05%
长期借款	416.33	416.33	416.33	416.33	EBITDA/销售收入	13.36%	16.00%	16.28%	16.55%
其他负债	280.42	139.34	150.90	162.07	营运能力				
负债合计	2446.47	3224.86	4173.70	5020.21	总资产周转率	0.51	0.67	0.75	0.78
股本	441.72	443.23	443.23	443.23	固定资产周转率	3.02	4.90	7.46	10.68
资本公积	1146.17	1144.63	1144.63	1144.63	应收账款周转率	1.63	1.76	1.66	1.60
留存收益	1830.13	2263.60	2869.87	3650.94	存货周转率	1.98	2.10	2.02	1.95
归属母公司股东权益	3417.99	3851.45	4457.73	5238.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.31%	—	—	—
少数股东权益	4.44	6.14	8.59	11.81	资本结构				
股东权益合计	3422.43	3857.59	4466.32	5250.61	资产负债率	41.69%	45.53%	48.31%	48.88%
负债和股东权益合计	5868.91	7082.45	8640.02	10270.81	带息债务/总负债	18.58%	12.91%	9.98%	8.29%
					流动比率	2.13	2.02	1.97	1.99
					速动比率	1.56	1.42	1.40	1.42
					股利支付率	11.46%	10.96%	13.84%	15.27%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	375.42	696.38	960.19	1225.35	每股收益	0.60	1.10	1.59	2.08
PE	50.80	27.84	19.26	14.70	每股净资产	7.71	8.69	10.06	11.82
PB	3.97	3.52	3.04	2.59	每股经营现金	0.92	1.16	1.05	1.10
PS	4.82	3.11	2.30	1.83	每股股利	0.07	0.12	0.22	0.32
EV/EBITDA	33.44	17.33	12.12	9.17					
股息率	0.23%	0.39%	0.72%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyif@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
