

禾望电气 (603063.SH)

第三季度收入同比下滑 13%，海外业务收入占比持续提高

优于大市

核心观点

第三季度业绩 1.0 亿元，同比-50%。2024 年第三季度公司实现营业收入 9.3 亿元，同比-13%，环比+12%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比-50%，环比-1%；实现扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-33%，环比+8%；单季度毛利率 35.9%，同比持平，环比+0.9pcts.。前三季度公司实现营业收入 23.1 亿元，同比-12%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比-37%，主要原因系主营业务承压以及公允价值变动损失拖累；实现扣非归母净利润 2.6 亿元，同比-18%；综合毛利率 37.5%，同比+3.1pcts.。

新能源电控业务收入增速及毛利率承压。第三季度新能源电控/工程传动业务分别实现销售收入 7.5/1.1 亿元，同比-15%/-9%；单季度毛利率分别为 32.5%/44.6%，同比-2.2/+2.3pcts.。前三季度新能源电控/工程传动业务/其他业务分别实现销售收入 18.0/3.2/1.6 亿元，同比-13%/-6%；分业务毛利率分别为 34.3%/41.3%，同比+2.8/-3.6pcts.。

海外业务加速拓展。公司在荷兰、巴西、韩国、土耳其、越南、巴基斯坦等多个服务基地设立服务点，为海外客户提供全方位服务及快速响应。第三季度海外业务收入 0.76 亿元，同比+104%；前三季度海外业务收入 1.7 亿元，同比+70%，在整体营收中的占比为 7.4%，同比提高 3.5pcts.。前三季度海外业务毛利率 51.1%，同比提高 3.9pcts.，海外收入占比提升有望带动公司整体盈利能力向好。

氢能业务发展顺利。公司提供 500KW-20MW 的大功率 IGBT 制氢电源产品，可选风冷/水冷、户内式/集装箱式、一级拓扑/二级拓扑等多种类型，支持新能源制氢智慧管理一体化解决方案。公司是国内长期稳定运行的大功率 MW 级 IGBT 制氢电源的领先厂家，产品已在甘肃玉门、云南曲靖、陕西榆林、宁夏宁东、澳大利亚等多个电解水制氢项目中成功应用，有助于构建“制储运加用”全产业链生态，推动交通、工业、建筑等领域低碳化转型。

风险提示：上游原材料大幅涨价；新能源行业竞争加剧；光伏、储能下游需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司主营业务承压，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测至 3.8/4.5/5.5 亿元（原为 5.2/5.6/6.1 亿元），同比变动 -24.2%/+18.5%/+22.1%。当前股价对应 PE 分别为 19.5/16.5/13.5 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,809	3,752	3,117	3,506	3,957
(+/-%)	33.5%	33.6%	-16.9%	12.5%	12.9%
净利润(百万元)	267	502	381	451	551
(+/-%)	-4.7%	88.2%	-24.2%	18.5%	22.1%
每股收益(元)	0.60	1.13	0.86	1.02	1.24
EBIT Margin	8.5%	13.0%	12.3%	13.0%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	8.1%	13.7%	9.3%	10.2%	11.4%
市盈率 (PE)	27.7	14.8	19.5	16.5	13.5
EV/EBITDA	32.9	16.4	19.6	17.3	14.6
市净率 (PB)	2.16	1.85	1.72	1.58	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

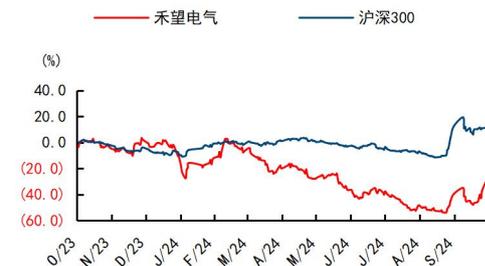
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

证券分析师：袁阳 0755-22940078 yuanyang2@guosen.com.cn
 S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.11 元
总市值/流通市值	7584/7584 百万元
52 周最高价/最低价	25.83/11.08 元
近 3 个月日均成交额	184.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《禾望电气 (603063.SH) - 上半年业绩同比下滑 24%，国际业务收入增长近五成》——2024-08-30
- 《禾望电气 (603063.SH) - 新能源/传动双主业量利齐增，光储技术优势初露锋芒》——2023-11-05
- 《禾望电气 (603063.SH) - 上半年业绩表现亮眼，下半年有望迎来交付旺季》——2023-07-18
- 《禾望电气 (603063.SH) - 2022 年加快转型，2023 年储能及工程传动业务加速成长》——2023-04-18

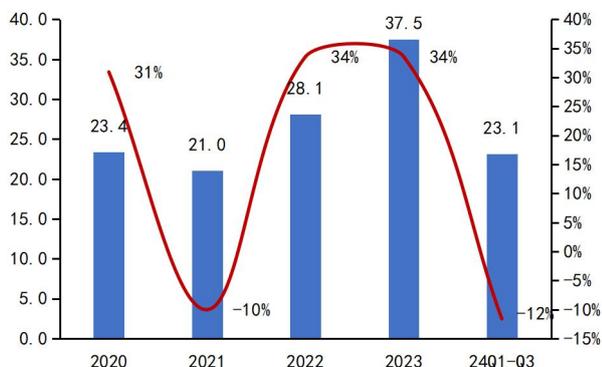
业绩回顾

2024年第三季度，公司实现营业收入9.3亿元，同比-13%，环比+12%；实现归母净利润1.0亿元，同比-50%，环比-1%；实现扣非归母净利润1.0亿元，同比-33%，环比+8%。单季度毛利率35.9%，同比持平，环比+0.9pcts.；净利率10.7%，同比-8.1pcts.，环比-2.5pcts.。

前三季度公司实现营业收入23.1亿元，同比-12%；实现归母净利润2.5亿元，同比-37%；实现扣非归母净利润2.6亿元，同比-18%。前三季度综合毛利率37.5%，同比+3.1pcts.；净利率11.8%，同比-3.7pcts.。

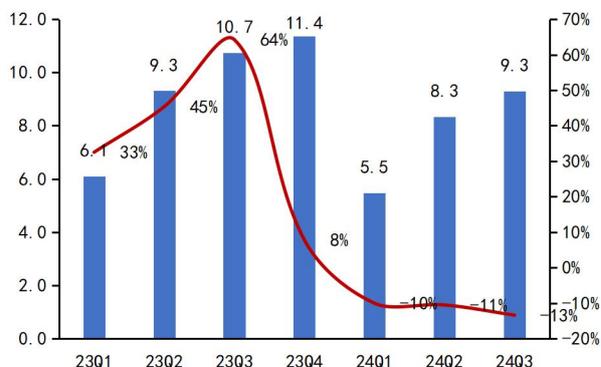
从期间费用来看，公司前三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为9.3%/4.6%/10.2%，同比增加1.1pct./0.4pct./2.3pct.。截至三季度末，公司资产负债率为44.2%，较上年末降低0.35pcts.。

图1: 公司营业收入及同比增速 (亿元、%)



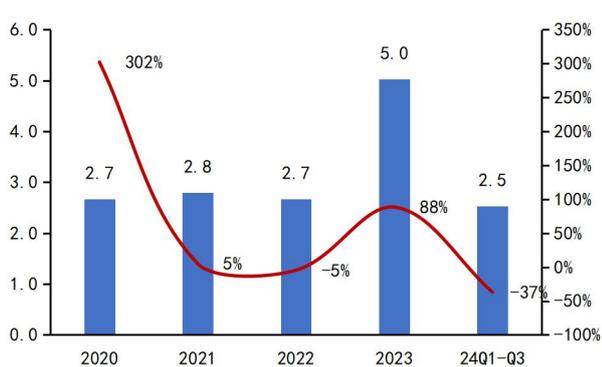
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速 (亿元、%)



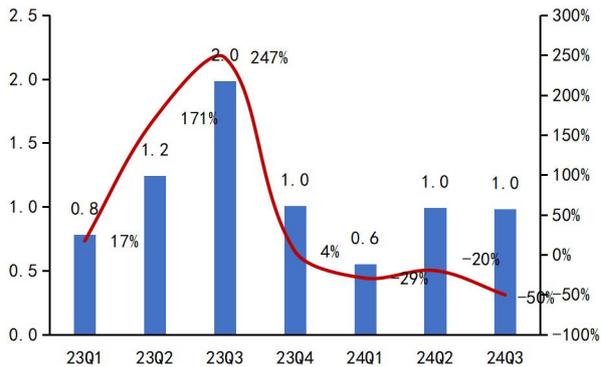
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速 (亿元、%)



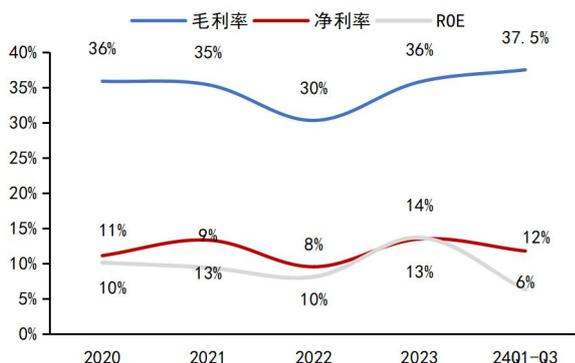
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

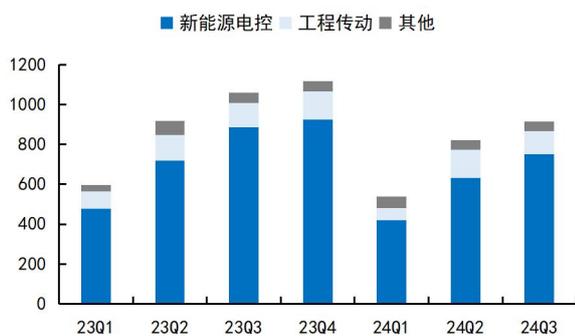


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务来看, 第三季度新能源电控/工程传动业务/其他业务分别实现销售收入 7.5/1.1/0.5 亿元, 同比-15%/-9%/-2%; 单季度毛利率分别为 32.5%/44.6%/48.0%, 同比-2.2/+2.3/+15.9pcts.。前三季度公司新能源电控/工程传动业务/其他业务分别实现销售收入 18.0/3.2/1.6 亿元, 同比-13%/-6%/持平; 前三季度毛利率分别为 34.3%/41.3%/55.8%, 同比+2.8/-3.6/+18.4pcts.。

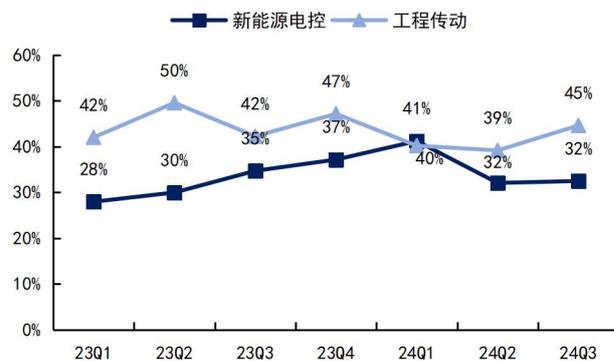
公司在荷兰、巴西、韩国、土耳其、越南、巴基斯坦等多个服务基地设立服务点, 为海外客户提供全方位服务及快速响应。第三季度海外业务收入 0.76 亿元, 同比+104%; 前三季度海外业务收入 1.7 亿元, 同比+70%, 在整体营收中的占比为 7.4%, 同比提高 3.5pcts.。前三季度海外业务毛利率 51.1%, 同比提高 3.9pcts., 海外收入占比提升有望带动公司整体盈利能力向好。

图7: 公司单季度收入结构 (百万元)



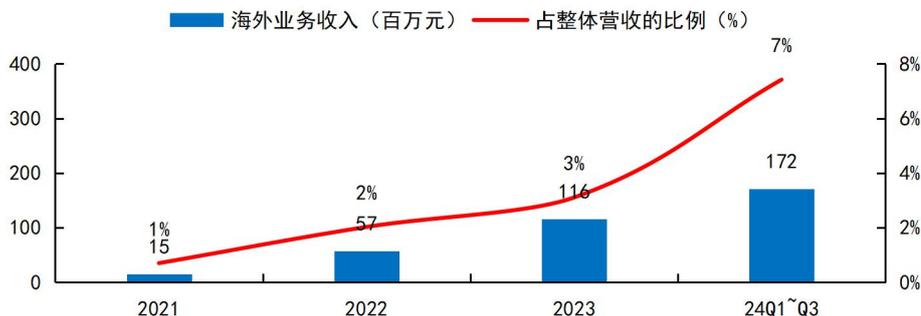
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度分业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9：公司海外业务收入及在整体营收中的占比（百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

表1：主营业务假设（百万元、%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新能源电控业务					
收入	2,207	3,004	2,405	2,680	3,012
同比	27%	36%	-20%	11%	12%
毛利率	26%	33%	31%	32%	32%
工程传动业务					
收入	371	481	433	520	624
同比	85%	30%	-10%	20%	20%
毛利率	45%	46%	42%	45%	45%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表2：公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	33.5%	33.6%	-16.9%	12.5%	12.9%
成本费用率	69.7%	64.2%	64.9%	65.0%	64.8%
营业税金比率	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用率	10.0%	9.3%	9.3%	9.0%	8.5%
管理费用率	3.8%	4.3%	4.0%	4.0%	3.5%
研发费用率	7.5%	8.6%	9.0%	8.5%	8.0%
所得税率	9.6%	11.3%	12.0%	13.0%	15.0%
股利支付率	10.1%	17.6%	20.0%	25.0%	30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：销售费用率自2024年起有大幅下调，主要原因系公司自2024年起变更会计政策，保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用。

综上，我们预计公司2024-2026年实现营业收入31.2/35.1/39.6亿元，同比变动-16.9%/+12.5%/+12.9%；实现归母净利润3.8/4.5/5.5亿元，同比变动-24.2%/+18.5%/+22.1%。当前股价对应PE分别为19.5/16.5/13.5倍。

表3: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,809	3,752	3,117	3,506	3,957
同比	33.5%	33.6%	-16.9%	12.5%	12.9%
净利润(百万元)	267	502	381	451	551
同比	-4.7%	88.2%	-24.2%	18.5%	22.1%
每股收益(元)	0.60	1.13	0.86	1.02	1.24
EBIT Margin	8.5%	13.0%	12.3%	13.0%	14.7%
净资产收益率(ROE)	8.1%	13.7%	9.3%	10.2%	11.4%
市盈率(PE)	27.7	14.8	19.5	16.5	13.5
EV/EBITDA	32.9	16.4	19.6	17.3	14.6
市净率(PB)	2.16	1.85	1.72	1.58	1.45

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

考虑到公司主营业务承压, 我们下调公司 2024-2026 年业绩预测至 3.8/4.5/5.5 亿元(原为 5.2/5.6/6.1 亿元), 同比变动-24.2%/+18.5%/+22.1%。当前股价对应 PE 分别为 19.5/16.5/13.5 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示

上游原材料大幅涨价; 新能源行业竞争加剧; 光伏、储能下游需求不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	827	1263	2058	2668	3056	营业收入	2809	3752	3117	3506	3957
应收款项	1466	1904	1281	1201	1355	营业成本	1958	2410	2024	2278	2566
存货净额	1101	893	665	749	844	营业税金及附加	12	23	16	18	20
其他流动资产	526	573	506	569	641	销售费用	282	349	290	316	336
流动资产合计	4097	4910	4783	5480	6220	管理费用	106	161	125	140	138
固定资产	1047	1589	1510	1428	1325	研发费用	211	322	280	298	317
无形资产及其他	88	85	82	78	75	财务费用	17	26	2	(8)	(15)
其他长期资产	387	396	312	280	317	投资收益	14	(4)	0	0	0
长期股权投资	250	267	267	267	267	资产减值及公允价值变动	(3)	16	(35)	(5)	5
资产总计	5869	7247	6953	7534	8203	其他收益	62	100	90	60	50
短期借款及交易性金融负债	74	191	100	100	100	营业利润	297	572	435	520	650
应付款项	1552	1683	1275	1435	1617	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	183	269	244	273	304	利润总额	296	570	435	520	650
流动负债合计	1925	2292	1713	1914	2140	所得税费用	28	64	52	68	97
长期借款及应付债券	416	514	514	514	514	少数股东损益	1	3	2	1	2
其他长期负债	106	422	413	417	421	归属于母公司净利润	267	502	381	451	551
长期负债合计	522	935	926	930	935	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2446	3227	2639	2844	3075	净利润	267	502	381	451	551
少数股东权益	4	82	83	84	86	资产减值准备	(7)	(17)	(5)	(5)	(5)
股东权益	3418	3938	4230	4605	5043	折旧摊销	59	161	132	135	137
负债和股东权益总计	5869	7247	6953	7534	8203	公允价值变动损失	(21)	(54)	20	(10)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	17	26	2	(8)	(15)
每股收益	0.60	1.13	0.86	1.02	1.24	营运资本变动	35	(43)	414	124	(107)
每股红利	0.06	0.20	0.17	0.25	0.37	其它	76	(61)	(20)	12	17
每股净资产	7.75	9.07	9.73	10.58	11.57	经营活动现金流	409	488	922	707	572
ROIC	8%	13%	8%	9%	10%	资本开支	(264)	(423)	(50)	(50)	(30)
ROE	8%	14%	9%	10%	11%	其它投资现金流	3	(12)	105	21	(56)
毛利率	30%	36%	35%	35%	35%	投资活动现金流	(261)	(435)	55	(29)	(86)
EBIT Margin	9%	13%	12%	13%	15%	权益性融资	21	45	0	0	0
EBITDA Margin	11%	17%	17%	17%	18%	负债净变化	31	298	(91)	0	0
收入增长	34%	34%	-17%	12%	13%	支付股利、利息	(31)	(27)	(89)	(76)	(113)
净利润增长率	-5%	88%	-24%	18%	22%	其它融资现金流	6	200	(91)	0	0
资产负债率	42%	45%	38%	38%	37%	融资活动现金流	4	289	(181)	(68)	(98)
股息率	0.4%	1.2%	1.0%	1.5%	2.2%	现金净变动	153	343	795	610	388
P/E	27.7	14.8	19.5	16.5	13.5	货币资金的期初余额	643	827	1263	2058	2668
P/B	2.2	1.8	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	827	1263	2058	2668	3056
EV/EBITDA	32.9	16.4	19.6	17.3	14.6	企业自由现金流	47	127	832	607	493
						权益自由现金流	63	401	740	614	506

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032