

禾望电气 (603063)

风光储氢全面布局，业绩短期承压

买入 (维持)

2024年11月19日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2809	3752	3625	4376	5179
同比 (%)	33.52	33.56	(3.38)	20.71	18.35
归母净利润 (百万元)	266.90	502.25	457.94	563.87	671.55
同比 (%)	(4.66)	88.18	(8.82)	23.13	19.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.60	1.13	1.03	1.27	1.52
P/E (现价&最新摊薄)	32.02	17.01	18.66	15.16	12.73

股价走势



投资要点

- **风光储氢全面布局，业绩短期承压。**公司风电变流器起家，主营新能源和电气传动产品，业务遍布亚/欧/非/南美/北美洲。2024Q1-3 公司实现营收 23.1 亿元，同比-11.6%，归母净利润 2.5 亿元，同比-36.9%，扣非净利润 2.6 亿元，同比-17.7%；其中，24Q3 实现营业收入 9.3 亿元，同比-13.4%，归母净利润 1.0 亿元，同比-50.4%，扣非净利润 1.0 亿元，同比-33.1%，业绩短期承压。
- **新能源电控盈利能力改善，海外业务占比逐季提升。**1)分产品看，24Q1-3 新能源电控业务实现收入 18.02 亿元，同比-13.41%，毛利率 34.34%，同比+2.84pct，盈利能力改善明显。工程传动业务实现收入 3.16 亿元，同比-6.34%，毛利率 41.30%，同比-3.61pct，可能系项目交付节奏所致。2)分地区看，24Q1-3 公司国内收入 21.04 亿元，同比-14.97%，毛利率为 35.62%，同比+2.56pct，海外收入 1.72 亿元，同比+69.80%，毛利率 51.08%，同比+3.89pct，其中 Q3 海外收入占比提升至 8.2% (24Q1 为 6.7%，24Q2 为 7.0%)，目前公司已在荷兰、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，海外业务占比有望持续提升。
- **氢能加大布局，国内外成功应用。**公司拥有 500kW~20MW 的大功率制氢电源产品，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。
- **期间费用有所控制，现金流同比改善。**公司 24Q1-3 期间费用 5.8 亿元，同比+6.1%，期间费用率 25.1%，同比+4.2pct，其中 24Q3 期间费用 2.0 亿元，同环比-7.7%/-1.0%，期间费用率 22.0%，同环比+1.4/-2.8pct；24Q1-3 经营性净现金流-0.4 亿元，同比-39.2%，其中 Q3 经营性现金流 0.6 亿元，同环比-138.3%/-74.5%；24Q3 末存货 10.4 亿元，较 Q2 末+5.2%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司新能源订单承压，我们下调公司 24-25 年归母净利润至 4.58/5.64 亿元 (原值为 6.29/8.03 亿元)，预计 26 年归母净利润为 6.72 亿元，同比-9%/+23%/+19%，对应现价 PE 为 19x、15x、13x，考虑到公司下游风光储氢市场广阔，海外市场不断突破，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游装机需求不及预期、价格竞争超预期的风险、下游客户相对集中的风险

市场数据

收盘价(元)	19.28
一年最低/最高价	11.08/25.83
市净率(倍)	2.08
流通 A 股市值(百万元)	8,545.66
总市值(百万元)	8,545.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.26
资产负债率(% ,LF)	44.18
总股本(百万股)	443.24
流通 A 股(百万股)	443.24

相关研究

《禾望电气(603063): 风光储全面布局，电气传动厚积薄发》

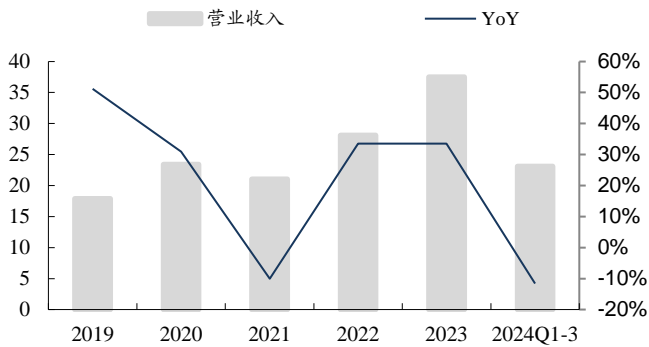
2023-12-26

1. 风光储氢全面布局，业绩短期承压

禾望电气是一家专注于新能源和电气传动产品研发、生产、销售和服务的国家高新技术企业，主营产品有风力/光伏/储能变流器/制氢电源相关产品、SVG、电气传动产品等。公司成立于2007年，并于2017年在上交所主板上市，目前已经建立起一套完整的大功率电力电子装置及监控系统的研发&测试平台。

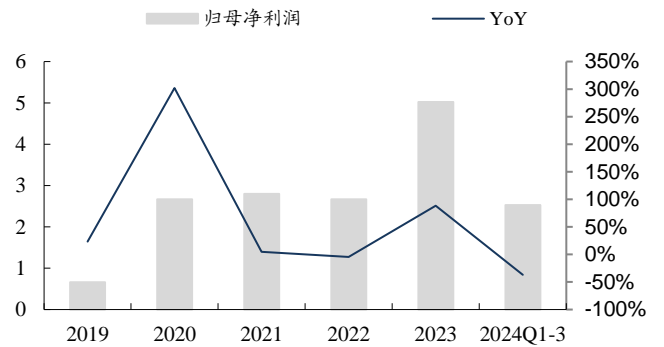
2024Q1-3 公司实现营收 23.1 亿元，同比-11.6%，归母净利润 2.5 亿元，同比-36.9%，扣非净利润 2.6 亿元，同比-17.7%；其中，24Q3 实现营业收入 9.3 亿元，同比-13.4%，归母净利润 1.0 亿元，同比-50.4%，扣非净利润 1.0 亿元，同比-33.1%，业绩短期承压。

图1：公司年度营业收入（亿元）



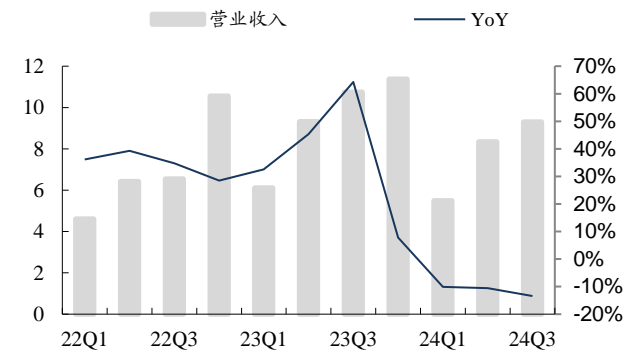
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度归母净利润（亿元）



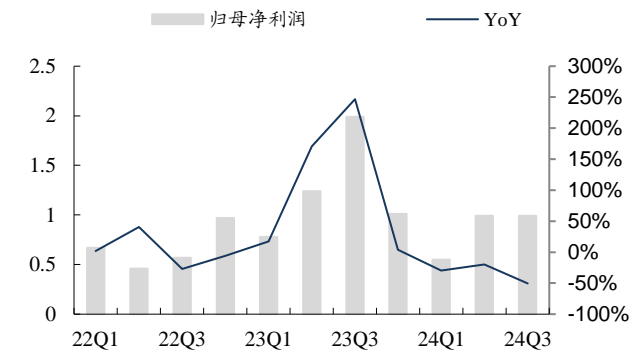
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司季度营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司季度归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新能源盈利改善，海外占比提升，氢能加大布局

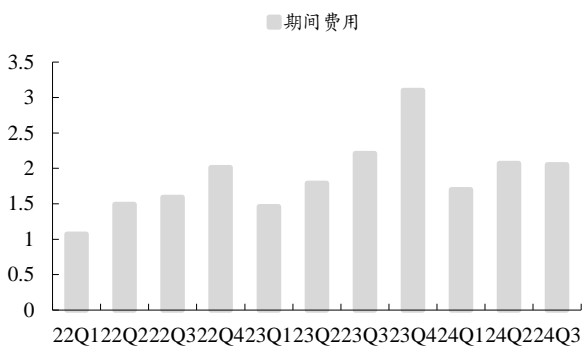
新能源电控盈利能力改善，海外业务占比逐季提升。1)分产品看，24Q1-3 新能源电控业务实现收入 18.02 亿元，同比-13.41%，毛利率 34.34%，同比+2.84pct，盈利能力改善明显。工程传动业务实现收入 3.16 亿元，同比-6.34%，毛利率 41.30%，同比-3.61pct，可能系项目交付节奏所致。2)分地区看，24Q1-3 公司国内收入 21.04 亿元，同比-14.97%，毛利率为 35.62%，同比+2.56pct，海外收入 1.72 亿元，同比+69.80%，毛利率 51.08%，同比+3.89pct，其中 Q3 海外收入占比提升至 8.2%（24Q1 为 6.7%，24Q2 为 7.0%），目前公司已在荷兰、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，海外业务占比有望持续提升。

氢能加大布局，国内外成功应用。公司拥有 500kW~20MW 的大功率制氢电源产品，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。

3. 期间费用有所控制，现金流同比改善

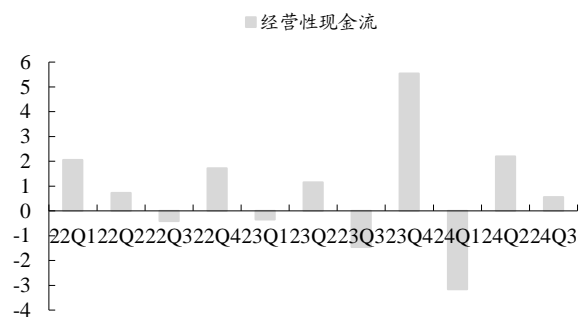
公司 24Q1-3 期间费用 5.8 亿元，同比+6.1%，期间费用率 25.1%，同比+4.2pct，其中 24Q3 期间费用 2.0 亿元，同环比-7.7%/-1.0%，期间费用率 22.0%，同环比+1.4/-2.8pct；24Q1-3 经营性净现金流-0.4 亿元，同比-39.2%，其中 Q3 经营性现金流 0.6 亿元，同环比-138.3%/-74.5%；24Q3 末存货 10.4 亿元，较 Q2 末+5.2%。

图5：公司季度期间费用情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司季度经营性现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与风险提示

盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源订单承压，我们下调公司 24-25 年归母净

利润至 4.58/5.64 亿元（原值为 6.29/8.03 亿元），预计 26 年归母净利润为 6.72 亿元，同比-9%/+23%/+19%，对应现价 PE 为 19x、15x、13x，考虑到公司下游风光储氢市场广阔，海外市场不断突破，维持“买入”评级。

风险提示：下游装机需求不及预期、价格竞争超预期的风险、下游客户相对集中的风险。

禾望电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,910	5,361	6,137	7,059	营业总收入	3,752	3,625	4,376	5,179
货币资金及交易性金融资产	1,474	1,655	1,854	2,011	营业成本(含金融类)	2,410	2,280	2,729	3,221
经营性应收款项	2,394	2,465	2,877	3,417	税金及附加	23	19	24	29
存货	893	1,083	1,232	1,433	销售费用	349	352	438	476
合同资产	49	49	57	68	管理费用	161	170	206	218
其他流动资产	100	110	118	130	研发费用	322	363	416	476
非流动资产	2,338	2,631	2,919	3,175	财务费用	26	5	8	8
长期股权投资	267	287	306	325	加:其他收益	101	86	88	0
固定资产及使用权资产	1,317	1,551	1,708	1,836	投资净收益	(4)	5	6	0
在建工程	313	383	481	590	公允价值变动	54	10	15	0
无形资产	85	87	88	89	减值损失	(38)	(30)	(35)	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	1	0
长期待摊费用	33	34	35	35	营业利润	572	508	630	751
其他非流动资产	323	289	300	300	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	7,247	7,993	9,056	10,234	利润总额	570	508	630	751
流动负债	2,292	2,425	2,842	3,344	减:所得税	64	48	64	76
短期借款及一年内到期的非流动负债	191	277	328	384	净利润	505	460	567	675
经营性应付款项	1,683	1,767	2,053	2,418	减:少数股东损益	3	2	3	3
合同负债	149	137	171	201	归属母公司净利润	502	458	564	672
其他流动负债	269	244	290	341	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.13	1.03	1.27	1.52
非流动负债	935	1,067	1,147	1,147	EBIT	561	513	638	759
长期借款	514	614	694	694	EBITDA	745	722	892	1,064
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.76	37.11	37.63	37.81
租赁负债	26	26	26	26	归母净利率(%)	13.39	12.63	12.89	12.97
其他非流动负债	396	428	428	428	收入增长率(%)	33.56	(3.38)	20.71	18.35
负债合计	3,227	3,492	3,989	4,492	归母净利润增长率(%)	88.18	(8.82)	23.13	19.10
归属母公司股东权益	3,938	4,417	4,981	5,653					
少数股东权益	82	84	86	90					
所有者权益合计	4,020	4,501	5,067	5,742					
负债和股东权益	7,247	7,993	9,056	10,234					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	488	433	618	694	每股净资产(元)	8.89	9.97	11.24	12.75
投资活动现金流	(435)	(506)	(555)	(562)	最新发行在外股份(百万股)	443	443	443	443
筹资活动现金流	289	223	102	24	ROIC(%)	11.47	9.14	9.94	10.53
现金净增加额	346	150	164	157	ROE-摊薄(%)	12.75	10.37	11.32	11.88
折旧和摊销	183	209	254	306	资产负债率(%)	44.53	43.69	44.05	43.89
资本开支	(420)	(514)	(510)	(543)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.01	18.66	15.16	12.73
营运资本变动	(238)	(257)	(246)	(318)	P/B (现价)	2.17	1.93	1.72	1.51

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>