

新能源业务稳步向好，IDC 电源打开空间

投资要点

- **事件：**公司 2024 年实现营收 37.33 亿元，同比增长-0.5%；实现归母净利润 4.41 亿元，同比增长-12.3%；扣非归母净利润 3.97 亿元，同比增长-5.8%。Q4 单季度实现营收 14.22 亿元，同比增长 25.1%，环比增长 52.9%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 85.9%，环比增长 90.0%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比增长 32.0%，环比增长 34.0%。Q4 单季度业绩超预期增长。
- **四季度营收、盈利水平提升，公司新能源业务稳步向好。**2024Q4，公司营收 14.22 亿元，同比增长 25.1%，首次季度增速转正；公司毛利率/净利率分别为 38.49%/13.19%，环比增长 2.6pp/2.5pp，为 24 年单季度最高值。主要系公司新能源电控业务恢复增长，同时毛利率增长所致。费用方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.1%/4.2%/9.2%/1.0%，分别同比-0.2pp/-0.1pp/0.7pp/0.4pp，整体来看费用端管控优秀。
- **风光储协同布局齐发力，新能源电控业绩亮眼。**2024 年，公司新能源电控业务实现营收 28.6 亿元，同比增长-4.8%；毛利率为 33.7%，同比增长 2.0pp。风电：销量同比增长近 10GW，公司为风电变流器龙头，有望受益深远海打开成长空间，公司全功率变流器在最大的 26MW 级海上风电机组实现应用。光伏：公司光伏逆变器销量达到 8.8GW，单台功率明显提升，意味着单管并联技术已经逐渐打开大容量市场，未来发展空间广阔。储能：公司储能业务国内外市场拓展顺利，已实现韩国、俄罗斯等储能项目并网，公司构网型储能技术已实现产业化应用。
- **工程传动高增势有望延续，氢能领域保持领先。**2024 年，公司工程传动业务实现营收 5.6 亿元，同比增长 16.8%，毛利率为 44.5%，同比增长 0.4pp，保持高毛利态势。受益工业自动化国产替代，公司工程传动业务有望凭借高产品性价比及响应速度优势，驱动市场份额进一步提升。此外，公司在制氢电源领域仍旧保持着领先优势。
- **数据中心电源技术快速进步，公司积极参与打开新成长空间。**随着 AI 技术的爆发，数据中心的电力需求巨大，对大容量、高效能、高可靠性的电源及系统的需求极其旺盛，必将催生出更具竞争性的电源技术与方案。据我们测算，数据中心电源市场空间约 500 亿元，随着 AI 技术的进步，空间有望继续上升。公司目前在数据中心电源系统上，正不断推出创新方案，积极开展工程应用。公司在大功率电源技术上领先，且有先发优势，未来有望获得较大份额。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.16/7.16/8.23 亿元。公司新能源各项业务位居行业前列，目前已形成持续向上趋势。公司数据中心业务有望成为第二增长极。给予公司 2025 年 30 倍 PE，对应目标价 41.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**风电变流器、光伏逆变器产品价格及毛利率下降风险；国产替代不及预期的风险；数据中心业务拓展不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3733.29	4509.58	5314.50	6245.45
增长率	-0.50%	20.79%	17.85%	17.52%
归属母公司净利润（百万元）	440.58	616.42	716.30	823.42
增长率	-12.28%	39.91%	16.20%	14.95%
每股收益 EPS（元）	0.98	1.37	1.59	1.83
净资产收益率 ROE	10.44%	12.81%	13.16%	13.36%
PE	34	24	21	18
PB	3.44	3.06	2.72	2.41

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@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)	4.51
流通 A 股(亿股)	4.51
52 周内股价区间(元)	11.16-35.14
总市值(亿元)	148.15
总资产(亿元)	79.51
每股净资产(元)	9.69

相关研究

1. 禾望电气（603063）：净利率短期承压，海外业务快速增长（2024-11-01）
2. 禾望电气（603063）：毛利率进一步上升，研发投入大幅增长（2024-08-29）
3. 禾望电气（603063）：海外业务盈利高增，工程传动潜力可期（2024-04-22）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：风电行业装机回暖，风电变流器竞争格局较好，产品价格有望趋稳回升。预计 25-27 年公司风电变流器销量分别为 35/40/45GW。

假设 2：公司光储业务中标量居前，单管并联技术降本增效，盈利有望逐步提升。预计 25-27 年公司光伏逆变器销量分别为 12/15/18GW，PCS 销量 8/10/15GW。

假设 3：公司凭借风光产品平台化优势，IGCT 多传国产替代有望加速。预计 25-27 年工程传动订单增速分别为 20%/20%/10%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
新能源电控业务	收入	2860.5	3520.0	4190.0	5040.0
	增速	-4.8%	23.1%	19.0%	20.3%
	毛利率	33.7%	35.0%	35.0%	35.0%
工程传动业务	收入	562.2	674.6	809.5	890.4
	增速	16.7%	20.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	44.5%	45.0%	45.0%	45.0%
其他主营业务	收入	244.9	250.0	250.0	250.0
	增速	19.0%	2.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	56.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	65.8	65.0	65.0	65.0
	增速	9.1%	-1.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	96.0%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	3733.3	4509.6	5314.5	6245.4
	增速	-0.5%	20.8%	17.8%	17.5%
	毛利率	37.9%	38.2%	38.0%	37.7%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取行业内 4 家可比公司，2025 年可比公司平均 PE 为 36.29 倍。公司新能源各项业务位居行业前列，目前已形成持续向上趋势。公司数据中心业务有望成为第二增长极。不考虑数据中心业务业绩的情况下，预计未来三年归母净利润复合增速 23%，给予公司 25 年 30 倍 PE，对应目标价 41.1 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（2025/03/21）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002851.SZ	麦格米特	59.93	1.27	1.09	1.55	2.10	47.24	55.17	38.56	28.53
002335.SZ	科华数据	48.19	1.10	0.97	1.41	1.70	43.81	49.48	34.27	28.28
300693.SZ	盛弘股份	37.49	1.30	1.37	1.75	2.17	28.73	27.44	21.40	17.25
300870.SZ	欧陆通	148.30	1.93	2.22	2.91	4.01	76.84	66.70	50.92	37.00
平均值							49.15	49.70	36.29	27.76

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3733.29	4509.58	5314.50	6245.45	净利润	459.47	635.42	735.30	842.42
营业成本	2319.80	2787.27	3296.97	3894.00	折旧与摊销	104.95	137.10	137.10	137.10
营业税金及附加	29.89	30.58	37.71	44.61	财务费用	39.38	50.16	48.11	46.58
销售费用	337.97	413.69	484.32	571.04	资产减值损失	-57.21	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	158.04	586.25	690.88	811.91	经营营运资本变动	-297.64	227.83	-354.60	-404.34
财务费用	39.38	50.16	48.11	46.58	其他	23.33	121.40	99.81	193.96
资产减值损失	-57.21	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	272.28	1121.90	615.72	765.71
投资收益	12.33	10.00	10.00	10.00	资本支出	-106.34	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	19.96	19.96	19.96	19.96	其他	-52.83	42.97	29.96	29.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-159.17	42.97	29.96	29.96
营业利润	528.06	721.59	836.46	957.27	短期借款	-98.86	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.87	-5.31	-5.83	-5.65	长期借款	211.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	521.19	716.29	830.63	951.62	股权融资	35.50	0.00	0.00	0.00
所得税	61.72	80.86	95.33	109.20	支付股利	-88.49	-73.63	-109.77	-124.94
净利润	459.47	635.42	735.30	842.42	其他	-28.51	-154.87	-48.11	-46.58
少数股东损益	18.89	19.00	19.00	19.00	筹资活动现金流净额	31.34	-258.49	-157.88	-171.51
归属母公司股东净利润	440.58	616.42	716.30	823.42	现金流量净额	146.12	906.39	487.79	624.16
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1459.89	2366.27	2854.07	3478.22	成长能力				
应收和预付款项	2236.70	2541.05	3021.16	3571.41	销售收入增长率	-0.50%	20.79%	17.85%	17.52%
存货	817.63	1018.12	1245.28	1450.04	营业利润增长率	-7.68%	36.65%	15.92%	14.44%
其他流动资产	989.34	359.15	369.91	382.36	净利润增长率	-9.09%	38.30%	15.72%	14.57%
长期股权投资	272.31	272.31	272.31	272.31	EBITDA 增长率	-12.19%	35.17%	12.41%	11.67%
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	1694.03	1570.69	1447.36	1324.02	毛利率	37.86%	38.19%	37.96%	37.65%
无形资产和开发支出	81.78	71.62	61.47	51.32	三费率	14.34%	23.29%	23.02%	22.89%
其他非流动资产	399.04	395.43	391.82	388.22	净利率	12.31%	14.09%	13.84%	13.49%
资产总计	7950.72	8594.65	9663.39	10917.90	ROE	10.44%	12.81%	13.16%	13.36%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.78%	7.39%	7.61%	7.72%
应付和预收款项	2033.19	2368.06	2800.25	3324.38	ROIC	16.11%	22.56%	26.52%	28.13%
长期借款	725.45	725.45	725.45	725.45	EBITDA/销售收入	18.01%	20.15%	19.22%	18.27%
其他负债	760.01	539.00	550.02	562.92	营运能力				
负债合计	3548.65	3632.51	4075.71	4612.75	总资产周转率	0.49	0.55	0.58	0.61
股本	443.99	450.99	450.99	450.99	固定资产周转率	2.52	2.78	3.54	4.54
资本公积	1223.15	1216.15	1216.15	1216.15	应收账款周转率	1.46	1.55	1.56	1.55
留存收益	2657.54	3200.33	3806.86	4505.34	存货周转率	2.60	2.89	2.86	2.86
归属母公司股东权益	4301.60	4842.68	5449.21	6147.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.63%	—	—	—
少数股东权益	100.46	119.46	138.46	157.46	资本结构				
股东权益合计	4402.07	4962.14	5587.67	6305.15	资产负债率	44.63%	42.26%	42.18%	42.25%
负债和股东权益合计	7950.72	8594.65	9663.39	10917.90	带息债务/总负债	21.29%	19.97%	17.80%	15.73%
					流动比率	2.35	2.59	2.61	2.61
					速动比率	2.00	2.17	2.17	2.18
					股利支付率	20.09%	11.94%	15.32%	15.17%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	672.39	908.85	1021.67	1140.94	每股收益	0.98	1.37	1.59	1.83
PE	33.63	24.03	20.68	17.99	每股净资产	9.54	10.74	12.08	13.63
PB	3.44	3.06	2.72	2.41	每股经营现金	0.60	2.49	1.37	1.70
PS	3.97	3.29	2.79	2.37	每股股利	0.20	0.16	0.24	0.28
EV/EBITDA	19.81	13.77	11.77	9.99					
股息率	0.60%	0.50%	0.74%	0.84%					

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

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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn