

禾望电气 (603063.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 经营创一季度新高, 后续增长有望加速

公司披露 25 年一季报: Q1 收入、利润、扣非净利润分别同比增长 41%、90%、37%, 创上市以来一季度新高。综合行业态势与公司布局, 我们分析公司后续经营有望加速。

- Q1 快速增长, 创上市以来一季度历史新高。公司 Q1 营收、归母净利润、扣非净利润分别为 7.74、1.05、0.97 亿元, 分别同比增长 41%、90%、37%, 收入与盈利均创历史 Q1 新高。现金回款情况良好, 赊销比控制在低水平; 带息负债仍然很低, 报表健康, 经营态势积极。
- 新能源电控增长加快。Q1 收入 5.83 亿元, 同比增长 39%, 毛利率 33% 下降 6.79pct, 与国内新能源行业竞争与总体盈利走势有关。2024 年国内风电招标创历史新高, 同比增速超过 90%, 预计今年国内风电装机将保持高景气。公司国内风电变流器第一, 后续会充分反应。同时, 公司光伏逆变器、储能 PCS 结合自身特色, 主推单管、构网型等特色产品, 已开始形成规模和竞争力。
- 传动系统高增长, 进入规模成长阶段。Q1 公司传动系统收入 1.21 亿元, 同比大增 96%, 毛利率 47.51% 较上年同期提升 8.74pct。公司传动系统从原业务平台演化迭代形成, 从小起步 5 年增长近 10 倍, 正在从示范推广到规模成长的阶段转变, 有望形成具有相当体量的支柱型板块, 其驱动因素包括 a) 在多个下游领域实现首台套应用, 已形成优势地位, 而这些领域正在国产化加快阶段; b) 产品矩阵持续迭代优化, 并对重点下游发展定制业务, 从早期 4 个重点子行业到目前近 10 个, 产品覆盖面在不断拓宽; C) 从国内走向国际, 在东南亚、中东等获得突破。
- 新业务与海外业务开始起量: 新业务方面: aIDC 相关业务 (UPS、HVDC、电能质量、脉冲功率、PCS 等) 重点布局海外, 预计今年有不少 sku 逐步落地起量; 此外, 特种领域的新型传动业务在寻求新应用, 有望带来增量贡献。海外业务方面: Q1 海外收入 0.84 亿元, 同比大增 128%, 目前公司暂无美国直接业务, 但在积极优化海外布局: 一方面加大国际大企业的 DM 合作, 另一方面, 欧伏电气 (禾望穿透合计持股 30% 为第一大股东, 但未并表) 墨西哥海外基地投运, 可深入海外市场。伴随公司新业务与海外业务逐步起量, 第三曲线将提前开始收获。
- 结论与建议。公司老、中、青业务有序布局, 主体业务发展态势好, 确定性高, 且新一批孵化业务有望开始收获, 总体来看, 公司正在进入新的发展阶段, 维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 新能源电控业务受行业影响波动, 新业务发展弱于预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3752	3733	5238	6563	8089
同比增长	34%	-0%	40%	25%	23%
营业利润(百万元)	572	528	828	1131	1512
同比增长	92%	-8%	57%	37%	34%
归母净利润(百万元)	502	441	698	953	1276
同比增长	88%	-12%	58%	37%	34%
每股收益(元)	1.11	0.97	1.54	2.10	2.81
PE	26.8	30.5	19.3	14.1	10.5
PB	3.4	3.1	2.7	2.3	1.9

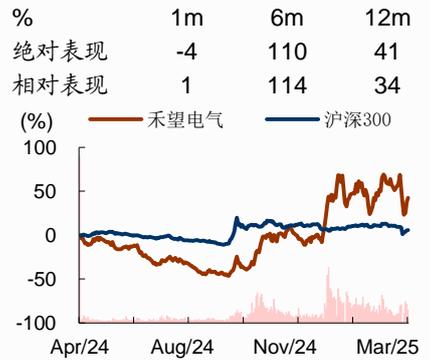
资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
 目标估值: NA
 当前股价: 29.65 元

基础数据

总股本 (百万股)	453
已上市流通股 (百万股)	453
总市值 (十亿元)	13.4
流通市值 (十亿元)	13.4
每股净资产 (MRQ)	10.2
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	42.7%
主要股东	深圳市平启科技有限公司
主要股东持股比例	19.22%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《禾望电气 (603063) — 经营拐点已现, 进入新阶段攀登新高度》2025-03-18
- 《禾望电气 (603063) — 新能源业务经营稳健, 传动业务盈利有韧性》2024-11-01
- 《禾望电气 (603063) — Q1 业绩受出货与确收影响, 长期发展路径清晰》2024-04-29

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

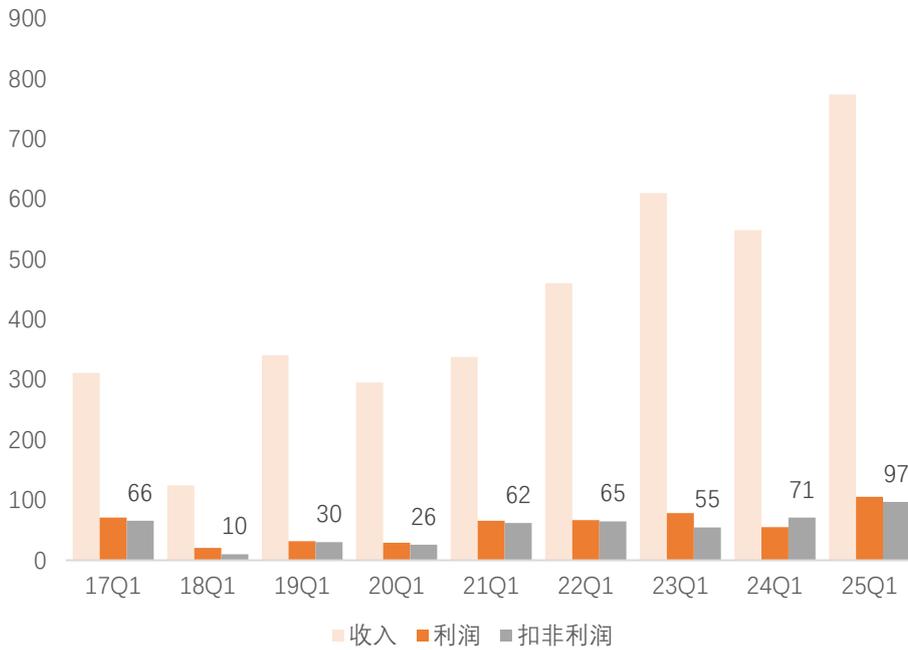
1、Q1 创一季度历史新高

业绩摘要：2025 年 Q1 公司营收、归母净利润、扣非净利润实现 7.74、1.05、0.97 亿元，分别同比增长 41%、90%、37%，收入与盈利均创上市以来的 Q1 新高。

Q1 综合毛利率 38.41%，同比降 5.55pct，主要系新能源电控毛利率下降影响；三费率为 25.34%也下降 5.74pct，主要系收入规模提升费用摊薄。

公司财报的现金回款情况良好，赊销比控制在低水平；带息负债仍然保持很低水平，报表健康，经营态势积极。

图 1 公司历史 Q1 经营表现（单位，百万元）



资料来源：公司数据，招商证券

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2024Q1	2025Q1	同比变化(%)
营业收入	2,809.1	3,752.0	3,733.3	548.50	773.51	41.02
营业成本	1,958.1	2,410.4	2,319.8	307.38	476.43	17.50
销售税金	12.0	23.3	29.9	234.47	289.27	23.37
毛利润(减销售税金)	839.1	1,318.3	1,383.6	6.65	7.81	55.00
销售费用	281.8	348.7	338.0	59.25	78.23	32.03
管理费用	106.3	160.6	158.0	30.28	32.36	135.20
研发费用	210.9	322.2	345.1	73.37	74.09	0.98
经营利润	240.1	486.8	542.5	144.95	139.83	(3.53)
资产和信用减值损失	(23.2)	(37.7)	(108.0)	12.98	(4.82)	(137.12)
财务费用	16.6	26.2	39.4	9.29	11.77	83.1
投资收益	14.1	(4.5)	12.3	(2.3)	2.9	
资产处置收益	0.0	(1.2)				
公允价值变动净收益	20.5	53.9	20.0	(26.1)	3.1	
其他收益	62.3	100.8	100.6	29.3	22.0	(24.8)
营业外收入	1.2	0.4	0.8	0.0	0.1	
营业外支出	2.3	2.5	7.6	1.4	0.1	

利润总额	296.1	569.8	521.2	76.4	116.4	52.3
所得税	28.4	64.4	61.7	14.0	10.2	(27.2)
税后净利润	267.7	505.4	459.5	62.4	106.2	70.2
少数股东损益	0.9	3.1	18.9	7.1	0.9	
归母净利润	266.8	502.3	440.6	55.4	105.4	90.4
扣非净利润	204.5	420.9	396.7	70.9	97.0	36.8
主要比率						百分点变化
毛利率	30.3	35.8	37.9	43.96	38.41	(5.55)
销售费用率	10.0	9.3	9.1	10.80	10.11	(0.69)
管理费用率	3.8	4.3	4.2	5.52	4.18	(1.34)
研发费用率	7.5	8.6	9.2	13.38	9.58	(3.80)
财务费用率	0.6	0.7	1.1	1.38	1.47	0.08
所得税率	10.1	11.2	12.1	11.38	13.73	2.35
净利率	9.5	13.5	12.3	11.38	13.73	2.35

资料来源：公司公告、招商证券

2、业务拆分

新能源电控：Q1 收入 5.83 亿元，同比增长 39%，毛利率 33% 下降 6.79pct，可能与国内新能源行业竞争态势以及行业总体盈利走势有关。

2024 年国内风电招标创历史新高，同比增速超过 90%，2025 年 Q1 招标增速仍接近 15%，预计今年国内风电装机将保持高景气。公司国内风电变流器第一，后续会充分反应。

同时，公司光伏逆变器、储能 PCS 结合自身特色，主推单管、构网型等特色产品，已开始形成规模和竞争力。

传动系统：Q1 收入 1.21 亿元，同比大增 96%，毛利率 47.51% 较上年同期提升 8.74pct。

公司传动系统从原业务平台演化迭代形成，从小起步 5 年增长近 10 倍，正在从示范推广到规模成长的阶段转变，有望形成具有相当体量的支柱型板块，其驱动因素包括：

- 在多个下游领域实现首台套应用，并且已经形成优势地位；这些领域多数国产化率很低，正处在国产化加快发展的阶段；
- 产品矩阵持续迭代优化，并对重点下游发展定制业务，从早期 4 个重点子行业到目前近 10 个，产品覆盖面在不断拓宽；
- 从国内走向国际，已经在东南亚、中东等获得突破，中东油气等市场客户集中较高、行业规模也较大，如能深入其供应体系有望带来较大的业务增量。

表 2：公司 Q1 业务拆分

	25Q1 (百万元)	24Q1 (百万元)	收入同比增	毛利率	毛利率增加
新能源电控	583.2	390.9	39.2%	33.0%	-6.8%
传动系统	120.9	63.5	95.8%	47.5%	8.7%
其他	53.3	22.0	-6.0%	58.7%	-7.1%
合计	757.5	476.4	41.0%	37.1%	-5.3%
国内	673.2	438.0	34.5%	34.9%	-7.2%
海外	84.3	38.4	128.0%	54.4%	8.4%
合计	757.5	476.4	41.0%	37.1%	-5.3%

资料来源：公司公告、招商证券

3、新业务与海外业务

新门类业务: aIDC 相关业务 (UPS、HVDC、电能质量、脉冲功率、PCS 等), 公司在重点布局海外, 预计今年有不少 sku 逐步落地起量。

此外, 特种领域的新型传动业务, 公司持续寻求新应用, 有望带来增量贡献。

海外业务: Q1 海外收入 0.84 亿元, 同比大增 128%, 目前公司暂无美国直接业务, 但在积极优化海外布局:

d) 一方面加大国际大企业的 DM 合作;

e) 另一方面, 欧伏电气 (禾望穿透合计持股 27.43% 为第一大股东, 但未并表) 墨西哥海外基地投运, 可深入海外市场。伴随公司新业务与海外业务逐步起量, 第三曲线将提前开始收获。

4、激励与管理体系

伴随公司业务的扩张, 人力资源也在快速扩张, 员工规模持续扩张, 但人均产值保持稳健。股权治理上, 公司创始团队、核心技术人员普遍持股, 上市后分别在 2019、2021、2023 年分别推出了三次股权激励, 2019 年为限制性股票, 后两次为股票期权激励。

2024 年公司高管团队大范围调整, 更年轻的业务骨干进入管理层, 未来经营活力可能更强。

此外, 近期公司董事长提议了小额度的股份回购方案。

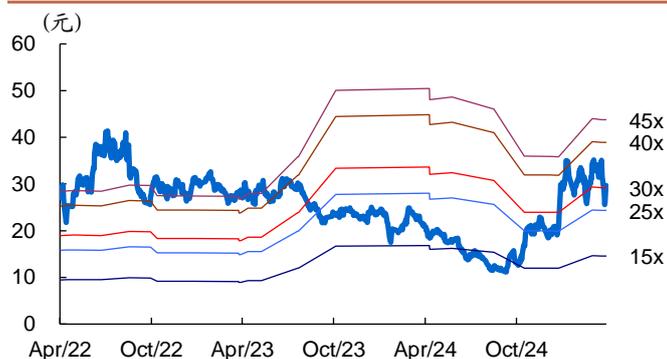
风险提示

1、新能源行业波动影响。 风电、光伏、储能等行业竞争激烈, 行业波动近几年比较大, 公司可能受预期外的行业周期性波动影响。

2、新业务发展不及预期。 公司培养的新产品, 部分目标市场在海外, 可能受贸易政策、认证进度等因素导致不及预期。

PE-PB Band

图 2: 禾望电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: 禾望电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

1. 禾望电气: 经营拐点已现, 进入新阶段攀登新高度 2025.3.17
2. 禾望电气: 新能源业务经营稳健, 传动业务盈利有韧性 2021.11.1
3. 禾望电气: Q1 业绩受出货与确收影响, 长期发展路径清晰 2024.4.29
4. 禾望电气: 业绩超预期高增长, 业务构架更丰富和有韧性 2023.10.26
5. 禾望电气: 短期盈利承压, 光储和工业传动业务保持快速增长 2023.4.12
6. 禾望电气: 三季度业绩符合预期, 经营环比显著改善 2022.11.7
7. 禾望电气: 逆变器和变流器业务环比强劲复苏, 下半年有望实现快速增长 20220620
8. 禾望电气: 年报业绩符合预期, 光伏逆变器业务快速发展, 2022-04-14
9. 禾望电气: 股票期权授予, 工业大传动不断突破, 2021-02-26
10. 禾望电气: 发布股权激励方案, 2021-02-02
11. 禾望电气: 拟转让孚尧能源股权解除商誉压力, 聚焦打造大传动平台, 2020-11-16
12. 禾望电气, 业绩高增长, 逐步构建中大功率电力电子业务群, 2020-11-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4910	5504	7189	8809	10626
现金	1263	1460	1880	2455	3180
交易性投资	211	299	299	299	299
应收票据	34	19	27	34	42
应收款项	1870	2150	2911	3451	3970
其它应收款	48	43	60	75	92
存货	893	818	1190	1466	1775
其他	591	716	822	1029	1268
非流动资产	2338	2447	2414	2360	2340
长期股权投资	267	272	272	272	272
固定资产	1276	1685	1619	1578	1570
无形资产商誉	85	82	74	66	60
其他	709	409	449	443	438
资产总计	7247	7951	9603	11169	12966
流动负债	2292	2344	3283	3959	4617
短期借款	129	30	100	100	0
应付账款	1683	1795	2700	3327	4030
预收账款	149	128	186	230	278
其他	331	391	296	302	309
长期负债	935	1204	1204	1204	1204
长期借款	514	725	725	725	725
其他	422	479	479	479	479
负债合计	3227	3549	4487	5164	5822
股本	443	444	453	453	453
资本公积金	1188	1198	1228	1228	1228
留存收益	2307	2659	3304	4152	5237
少数股东权益	82	100	130	171	226
归属于母公司所有者权益	3938	4302	4985	5834	6919
负债及权益合计	7247	7951	9603	11169	12966

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	488	272	498	649	1039
净利润	505	459	728	994	1330
折旧摊销	168	105	131	125	120
财务费用	27	42	48	49	57
投资收益	4	(12)	(115)	(150)	(133)
营运资金变动	(236)	(309)	(304)	(376)	(342)
其它	20	(13)	10	7	8
投资活动现金流	(435)	(159)	17	80	33
资本支出	(423)	(102)	(50)	(70)	(100)
其他投资	(12)	(57)	67	150	133
筹资活动现金流	289	31	(95)	(154)	(348)
借款变动	(4)	96	(33)	0	(100)
普通股增加	2	1	9	0	0
资本公积增加	42	10	30	0	0
股利分配	(27)	(89)	(53)	(105)	(191)
其他	276	13	(48)	(49)	(57)
现金净增加额	343	144	420	575	725

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3752	3733	5238	6563	8089
营业成本	2410	2320	3375	4159	5037
营业税金及附加	23	30	31	39	49
营业费用	349	338	419	525	647
管理费用	161	158	202	263	324
研发费用	322	345	419	512	566
财务费用	26	39	48	49	57
资产减值损失	(39)	(108)	(30)	(35)	(30)
公允价值变动收益	54	20	25	40	23
其他收益	101	101	80	100	100
投资收益	(4)	12	10	10	10
营业利润	572	528	828	1131	1512
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	8	5	5	5
利润总额	570	521	824	1127	1508
所得税	64	62	96	132	177
少数股东损益	3	19	30	41	55
归属于母公司净利润	502	441	698	953	1276

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	34%	-0%	40%	25%	23%
营业利润	92%	-8%	57%	37%	34%
归母净利润	88%	-12%	58%	37%	34%
获利能力					
毛利率	35.8%	37.9%	35.6%	36.6%	37.7%
净利率	13.4%	11.8%	13.3%	14.5%	15.8%
ROE	13.7%	10.7%	15.0%	17.6%	20.0%
ROIC	12.3%	10.0%	13.8%	16.3%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	44.6%	46.7%	46.2%	44.9%
净负债比率	9.7%	10.8%	8.6%	7.4%	5.6%
流动比率	2.1	2.3	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.4	2.7	3.4	3.1	3.1
应收账款周转率	2.2	1.8	2.1	2.0	2.2
应付账款周转率	1.5	1.3	1.5	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.11	0.97	1.54	2.10	2.81
每股经营净现金	1.08	0.60	1.10	1.43	2.29
每股净资产	8.69	9.49	11.00	12.87	15.27
每股股利	0.20	0.12	0.23	0.42	0.84
估值比率					
PE	26.8	30.5	19.3	14.1	10.5
PB	3.4	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	21.4	24.7	16.1	12.4	9.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。