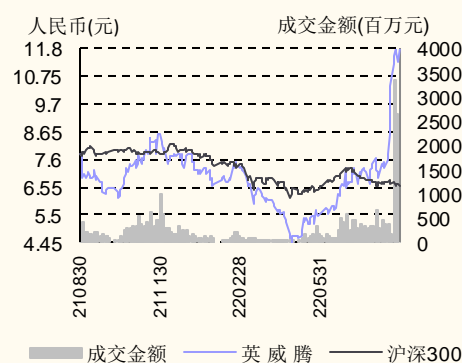


市场价格 (人民币): 11.80 元

目标价格 (人民币): 15.62 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.76
已上市流通 A 股(亿股)	6.80
总市值(亿元)	91.52
年内股价最高最低(元)	11.80/4.45
沪深 300 指数	4090
深证成指	12018



## 新能源布局加速，变频器领导者再起航

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,286	3,009	4,087	5,471	7,130
营业收入增长率	1.98%	31.59%	35.83%	33.86%	30.34%
归母净利润(百万元)	136	182	204	346	483
归母净利润增长率	-145.58%	34.40%	11.95%	69.63%	39.42%
摊薄每股收益(元)	0.180	0.242	0.263	0.446	0.622
每股经营性现金流净额	0.48	0.19	0.23	0.33	0.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.91%	9.52%	9.93%	15.30%	18.91%
P/E	29.72	32.40	42.56	25.09	18.00
P/B	2.35	3.08	4.23	3.84	3.40

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **变频器及 UPS 领导者，加速拓展新能源。**公司聚焦工控与能源电力超 20 年，05 年推出国际领先的矢量变频器并引领国内变频器国产化进程，14 年以来持续布局新能源汽车、光伏逆变器等业务。当前业务覆盖工控、新能源汽车、数据中心、光储等下游，其中变频器及 UPS 行业领先，21 年低压变频器份额 4%，内资第二，模块化 UPS 连续六年国内市场第二。
- **1H22 扣非业绩较快增长，业务结构变动及上游压力致毛利率下降。**近五年公司业绩波动较大，19 年调整较多主要由于商誉减值、存货处置、投资及应收款减值等，20 年以来经营回归稳健，1H22 营收、扣非归母净利润同增 33%/36%，其中光伏与新能源汽车业务均翻倍以上增长；1H22 毛利率下降由于 1) 光伏等低毛利率业务占比提升、2) 大宗及核心器件涨价等。
- **优势变频器业务稳健扩张，海外市场拓展顺利。**2Q22 工控需求放缓，考虑到需求延后、稳增长驱动、需求旺季等因素，看好下半年需求回暖。22 年公司 Q1/Q2 低压变频器国内市占率 3.7%/4.5%，份额稳健提升，稳居内资品牌第二。公司海外市场进展顺利，变频器已销售超过 100 个国家，1H22 整体业务海外占比 26%，同增 30%。
- **组织架构优化，新能源经营加速。**公司 8 月拟增资光伏科技子公司，光储逆变器业务加速布局国内外工商业、户用市场，1H22 光储业务营收 0.91 亿元，同增 167%，光储逆变器在欧、美、印、澳等国家重点推广。5 月对电动汽车驱动子公司增资扩股、优化股东结构，1H22 公司新能源汽车业务营收 2.24 亿元，同增 137%。随着组织架构持续优化，公司新能源业务竞争力进一步上台阶，未来光储、新能源汽车业务有望保持 50%以上高增速。

## 投资建议

- 公司变频器、UPS 份额领先，双碳下经营有望加速；21 年以来持续优化组织架构与战略方向，光储与新能源汽车有望贡献显著增量。预计 2022-2024 年归母净利润将分别为 2.04/3.46/4.83 亿元，EPS 分别为 0.26/0.45/0.62 元，对应 2022 年 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 42.6/25.1/18.0 倍，给予公司 2023 年 35 倍估值，目标价 15.62 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 工控需求不及预期、市场竞争加剧、上游原材料涨价、质押风险等。

张哲源 分析师 SAC 执业编号: S1130522020002  
zhangzhey@gjzq.com.cn

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

## 内容目录

英威腾：变频器及 UPS 领导者 加速拓展新能源.....	4
深耕工控二十载 变频器领导者稳健扩张.....	7
2Q22 工控需求调整 静待 H2 需求回暖.....	7
变频器稳居内资前二 21 年以来经营加速.....	8
组织架构优化 逆变器及新能源汽车业务高增.....	10
逆变器为光伏系统核心环节 市场空间广阔.....	10
增资光伏科技+推出新品 22H1 光储业务高增.....	13
增资汽车驱动+优化架构 22H1 电车业务高增.....	14
盈利预测与投资建议.....	15
盈利预测.....	15
投资建议及估值.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：公司发展沿革.....	4
图表 2：2018-1H22 业务结构总览（亿元）.....	4
图表 3：公司业务板块及核心产品总览（1H22）.....	4
图表 4：2018-1H22 产品结构总览（亿元）.....	5
图表 5：1H22 变频器、数据中心、电控毛利率保持相对稳定.....	5
图表 6：公司产品矩阵总览.....	5
图表 7：部分子公司总览（截至 2022 年上半年末）.....	6
图表 8：2020 年以来经营相对稳健（亿元）.....	6
图表 9：上游压力及非经因素致 1H22 盈利能力回落.....	6
图表 10：近三年费用管控效果较好.....	7
图表 11：公司坚持高研发投入.....	7
图表 12：2Q22 工控市场需求放缓.....	7
图表 13：2022 年 7 月 PMI 回调至荣枯线以下.....	7
图表 14：2Q22 伺服、低压变频器等核心工控产品增速放缓.....	8
图表 15：2Q22 新能源、半导体下游工控需求高景气.....	8
图表 16：2021 年低压变频器市场规模达 300 亿元.....	8
图表 17：2021 年低压变频器下游分布.....	8
图表 18：2021 年中高压变频器市场规模近 55 亿元.....	9
图表 19：2021 年中高压变频器下游分布.....	9
图表 20：国内低压变频器格局（2Q22）.....	9
图表 21：近三年国产化进程加速.....	9
图表 22：2021 年以来公司变频器经营提速（亿元）.....	10
图表 23：近五年公司变频器毛利率相对稳定.....	10

图表 24: 集中式逆变逆变器方案系统示意图.....	10
图表 25: 组串式逆变逆变器方案系统示意图.....	10
图表 26: 逆变器分类及应用场景总览.....	11
图表 27: 国内储能历史新增装机总览 (单位: GW) .....	11
图表 28: 2021 年国内新增新型储能装机 2.4GW .....	11
图表 29: 发电侧储能方案组网图总览.....	12
图表 30: 2025 年全球逆变器出货量预测.....	12
图表 31: 2021 年全球光伏逆变器市场竞争格局.....	12
图表 32: 1H22 公司光储业务高增.....	13
图表 33: 公司推出新一代 XG 系列产品.....	13
图表 34: 公司增资英威腾光伏子公司.....	13
图表 35: 公司三相储能解决方案示意图.....	14
图表 36: 公司网络监控解决方案示意图.....	14
图表 37: 新能源汽车“大三电”、“小三电”，及各部分价值量拆分 .....	14
图表 38: 1H22 公司新能源汽车营收高增 (亿元) .....	15
图表 39: 2019 年以来公司新能源汽车毛利率回升.....	15
图表 40: 公司业务预测总览 (金额: 亿元).....	16
图表 41: 可比公司估值比较 (市盈率法, 股价取自 2022 年 8 月 30 日收盘价) .....	17

## 英威腾：变频器及 UPS 领导者 加速拓展新能源

- **变频器及模块化 UPS 领先供应商，聚焦工控+能源电力。**公司前身成立于 2002 年，聚焦工业自动化与能源电力两大领域，2005 年推出国际领先的 CHV 矢量变频器、此后引领国内变频器国产化进程，2014 年以来布局新能源电动车、光伏逆变器等业务，2021 年公司低压变频器份额约为 4%，为内资第二。公司基于电力电子、自动控制、信息技术持续完善产品线，当前业务覆盖工控、新能源汽车、数据中心、光储、轨交等下游。

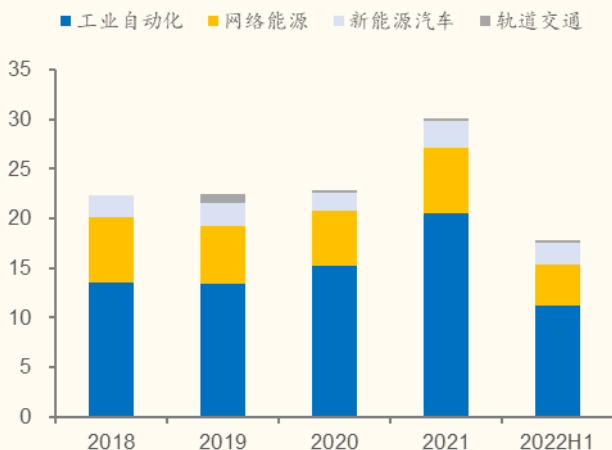
图表 1：公司发展沿革



来源：公司官网，公司公众号，国金证券研究所

- **1H22 工控、网络能源、新能源汽车营收占比 63%/23%/13%。光伏及新能源汽车业务高增。**公司立足于工控基本盘，近年来积极拓展新兴业务，2014 年成立电动汽车驱动技术子公司、2015 年成立光伏科技子公司，在光伏逆变与控制技术、新能源汽车驱动技术领域沉淀多年。双碳大战略下，公司光伏逆变、新能源汽车业务经营加速，1) 行业维度来看：2022 年上半年工控、网络能源、新能源汽车、轨交业务营收分别为 11.25/4.08/2.24/0.21 亿元，占比分别达 63%/23%/13%/1%，其中新能源汽车、网络能源业务营收分别同增 137.5%/48.6%，主要由于光伏类、新能源汽车驱动类产品增长较快。2) 产品维度来看，2022 年上半年变频器、数据中心、电控、其他类产品营收分别为 9.6/3.19/2.21/2.76 亿元，占比分别达 54%/18%/12%/16%，分别同增 16.6%/27.8%/181.3%/46.5%。

图表 2：2018-1H22 业务结构总览（亿元）



图表 3：公司业务板块及核心产品总览（1H22）

业务板块	核心产品	业务占比
工业自动化	变频器、控制器、伺服系统、物联网	63% (其中：变频器 54%)
新能源汽车	动力总成&电控、驱动电机、OBC、充电桩	13% (其中：电控 12%)
网络能源	数据中心设施、光伏发电	23% (其中：数据中心 18%)
轨道交通	城市轨交、矿用牵引、工程车牵引	1%

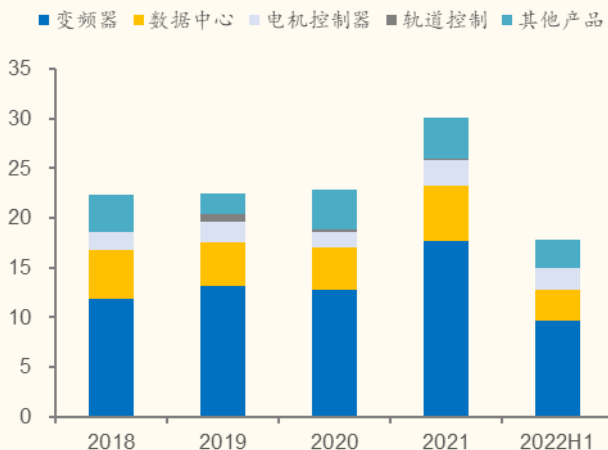


来源: wind, 国金证券研究所

来源: 公司官网, wind, 国金证券研究所

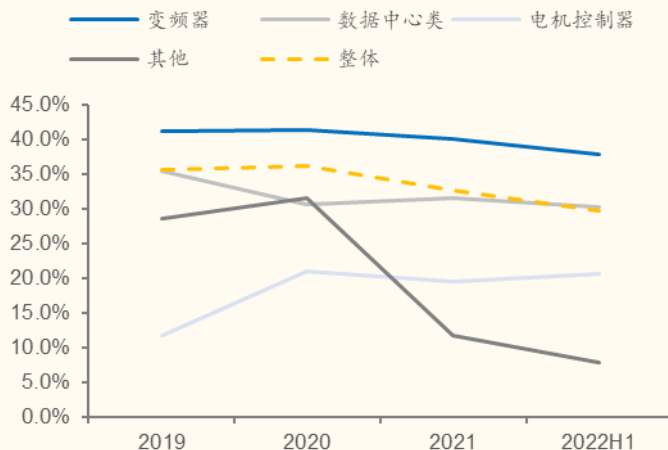
- 近三年变频、数据中心、电控毛利率相对稳定，上游成本压力致 22H1 小幅下降。近三年变频器、数据中心、电控毛利率相对平稳，分别保持在 40%/31%/20%左右，2022 年上半年上述产品毛利率同比小幅下降主要由于大宗原材料、核心元器件等涨价。2021 年以来其他业务毛利率下降较多主要由于毛利率较低的光伏逆变器业务占比提升、上游涨价等。

图表 4: 2018-1H22 产品结构总览 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 1H22 变频器、数据中心、电控毛利率保持相对稳定



来源: wind, 国金证券研究所

- 聚焦工控&能源电力，产品矩阵及解决方案丰富。公司当前业务板块包括 1) 工控板块: 物联网、控制器、变频器、伺服; 2) 新能源汽车板块: DC-DC 转换器、OBC、电源总成、驱动电机、电控、动力总成。3) 网络能源板块: 数据中心基础设施、光伏逆变器。4) 轨道交通板块: 城市轨交系统、工程车牵引系统、矿用车牵引系统。根据公司官网信息，目前公司在国内已建立 12 大研发中心，全球建立起超过 40 家分支机构，已发展超过 100 家国内渠道经销商、300 家海外经销商。

图表 6: 公司产品矩阵总览



来源：公司官网，国金证券研究所

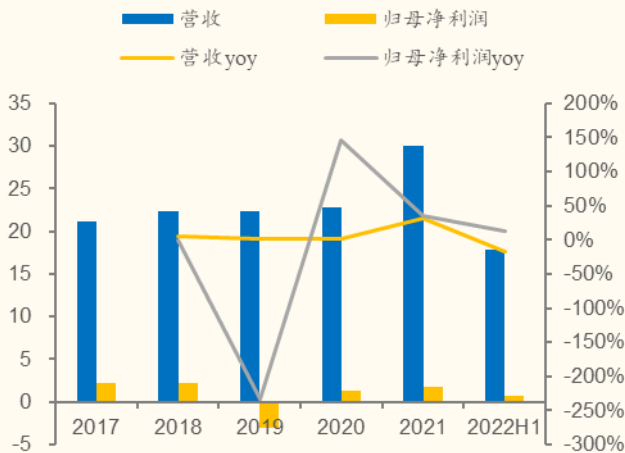
图表 7：部分子公司总览（截至 2022 年上半年末）

序号	子公司名称	业务范围	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	持股比例
1	苏州英威腾电力电子公司	工业自动化等产品	8.00	0.26	100%
2	深圳市英威腾电源有限公司	UPS 电源等产品	2.62	0.31	100%
3	深圳市英威腾电动汽车驱动技术有限公司	新能源汽车电控等产品	2.26	(0.35)	56%
4	深圳市英威腾光伏科技有限公司	光伏逆变器等	0.91	(0.11)	87.50%
5	上海英威腾工业技术有限公司	伺服类产品	0.56	0.00	100%
6	无锡英威腾电梯控制技术有限公司	电梯控制等电气传动产品	-	-	75.25%
7	深圳市英威腾网能技术有限公司	精密空调等机房产品	-	-	30%
8	深圳市英威腾交通技术有限公司	轨交系统等电气传动产品	-	-	57.02%

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

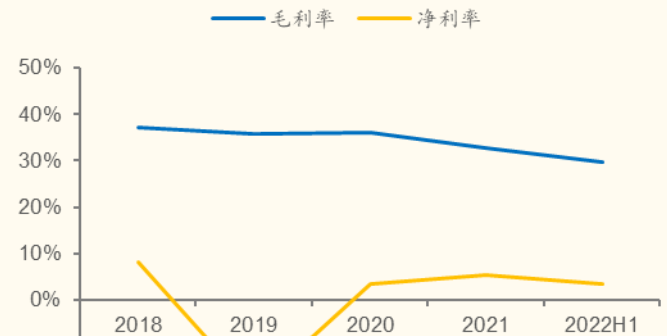
- 2020 年以来经营稳健，22H1 扣非业绩较快增长。**近五年公司业绩波动相对较大，其中 2019 年归母净利润为负主要由于处置呆滞存货、商誉减值、投资减值、应收款项减值等因素，2020 年以来公司经营相对稳健。2022 年上半年营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为 17.78/0.78/0.87 亿元，同比变动+32.59%/-12.85%/+36.11%，营收及扣非业绩较快增长，主要由于光伏类、新能源汽车类业务高增。2022 年上半年公司毛利率、净利率分别为 29.70%/3.32%，同比下降 4.74/2.57pct，毛利率下降主要由于大宗原材料、核心元器件等涨价。

图表 8：2020 年以来经营相对稳健（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

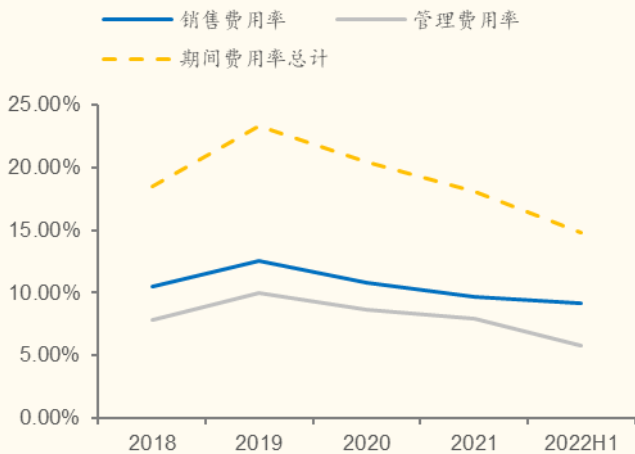
图表 9：上游压力及非经因素致 1H22 盈利能力回落



来源：wind，国金证券研究所

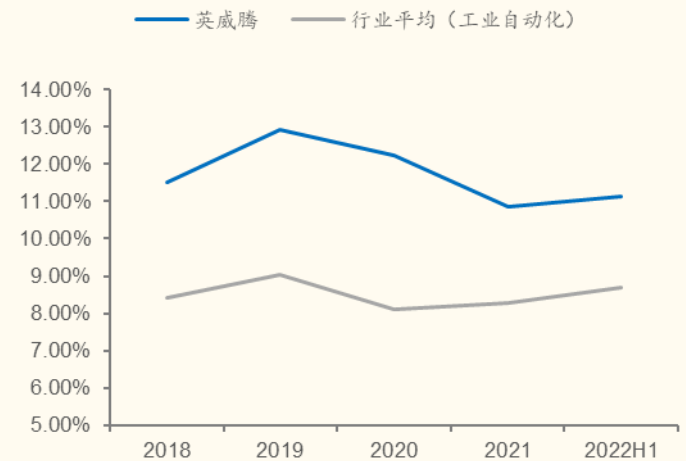
- 期间费用管控良好，坚持高研发投入。**2022 年上半年公司期间费用率为 14.79%，同比下降 4.30pct，其中销售/管理费用率分别为 9.16%和 9.24%，同比变动-0.32pct/-3.44pct，近三年期间费用率持续下降，费用管控效果较好。公司坚持高研发投入，2022 年上半年公司研发投入为 1.98 亿元，研发投入占比 11.15%，处于行业领先水平。

图表 10: 近三年费用管控效果较好



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 公司坚持高研发投入



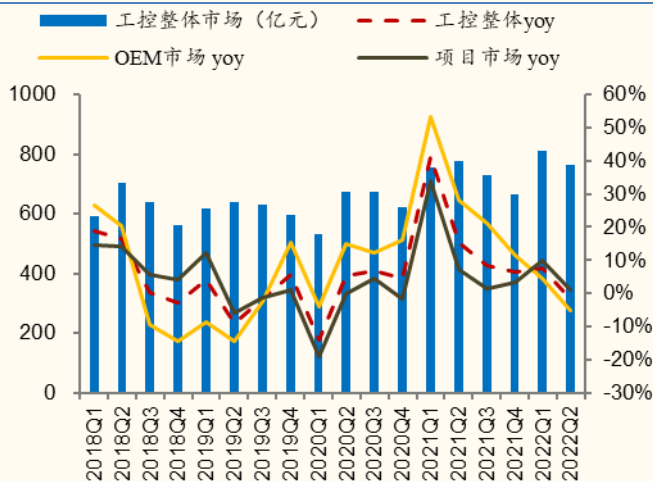
来源: wind, 国金证券研究所

## 深耕工控二十载 变频器领导者稳健扩张

### 2Q22 工控需求调整 静待 H2 需求回暖

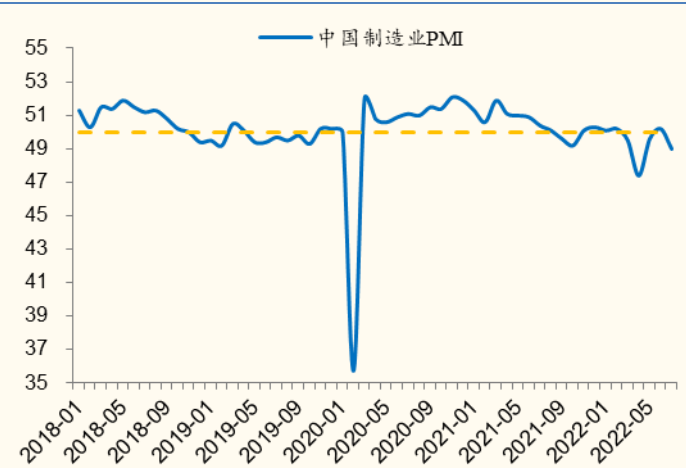
- 疫情等因素致 2Q22 需求放缓，静待工控需求回暖。根据 MIR 数据，2Q2022 工控整体市场达到 764.1 亿元，同比下降 1.5%，其中 OEM 市场同比下降 5%，项目型市场同比上升 1.2%，主要受疫情反复等因素影响，7 月 PMI 回落至收缩区间。考虑到二季度需求延后、稳增长落地、需求旺季等因素，看好下半年需求回暖。

图表 12: 2Q22 工控市场需求放缓



来源: MIR, 国金证券研究所

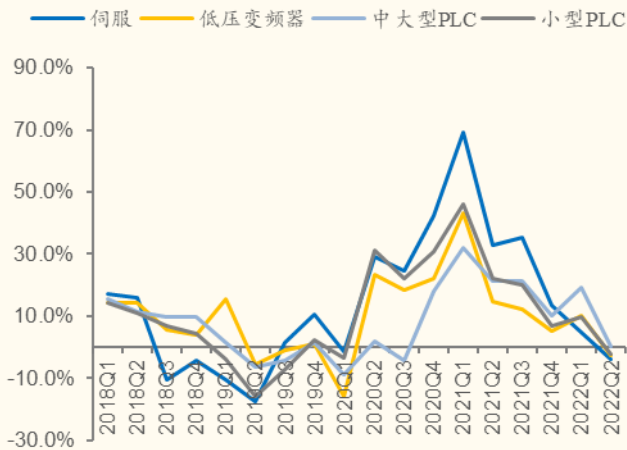
图表 13: 2022 年 7 月 PMI 回调至荣枯线以下



来源: wind, 国金证券研究所

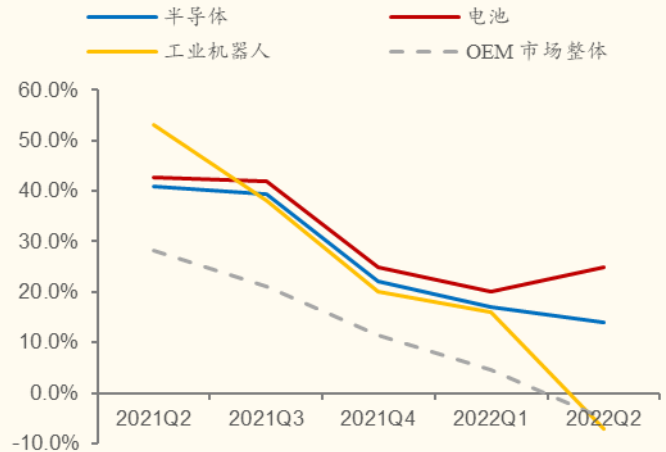
- 2Q22 核心工控产品增速放缓，新能源&半导体下游高景气。根据 MIR 数据，2Q2022 伺服、低压变频器、小型 PLC 市场增速分别为-4.0%/-2.8%/-2.1%，主要由于 OEM 市场需求较弱，其中中大型 PLC 保持小幅正增长，主要由于项目型市场需求稳健。下游方面，2Q2022 半导体、电池板块增速为 14%/25%，保持高景气度，工业机器人板块回调至-7%。

图表 14: 2Q22 伺服、低压变频器等核心工控产品增速放缓



来源: MIR, 国金证券研究所

图表 15: 2Q22 新能源、半导体下游工控需求高景气



来源: MIR, 国金证券研究所

### 变频器稳居内资前二 21 年以来经营加速

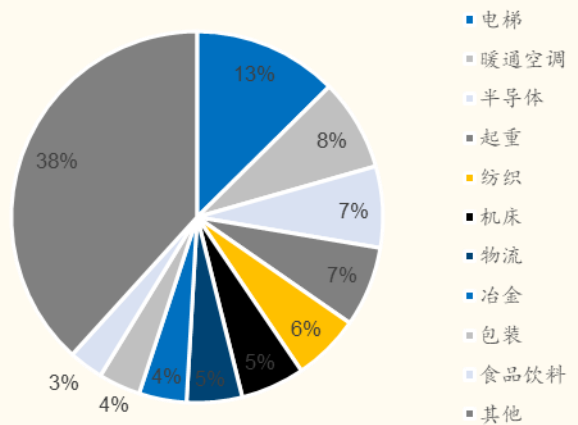
- 2021 年低压/中高压变频器市场规模为 310/55 亿元, 1H2022 增速有所放缓。根据睿工业数据, 1) 低压变频器: 2021 年市场规模超 310 亿元, 增速达 17.0%, 主要由于出口旺盛、制造业投资增速较高, 带动低压变频器下游行业需求增加, 2022 年上半年低压变频器需求有所放缓, 主要由于制造业投资放缓、疫情反复、缺芯等因素。2) 中高压变频器: 2021 年市场规模近 55 亿元, 增速达 17.2%, 主要由于项目落地较多、冶金石化等下游保持高景气度, 2022 年上半年中高压变频器需求预计延续较好增势, 主要由于冶金&石化投资旺盛、基建及电力等下游景气度高。

图表 16: 2021 年低压变频器市场规模达 300 亿元



来源: MIR, 国金证券研究所

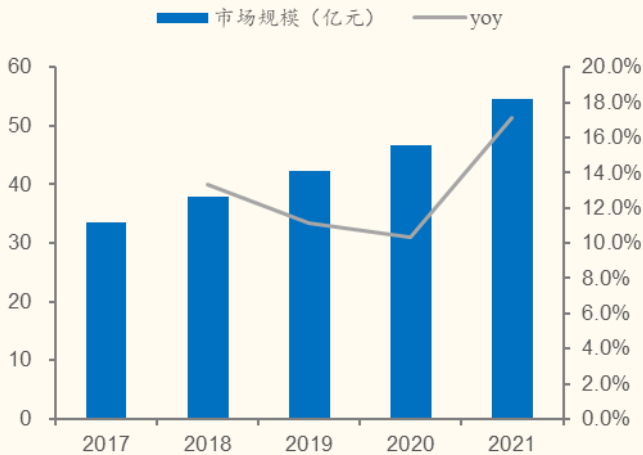
图表 17: 2021 年低压变频器下游分布



来源: MIR, 国金证券研究所

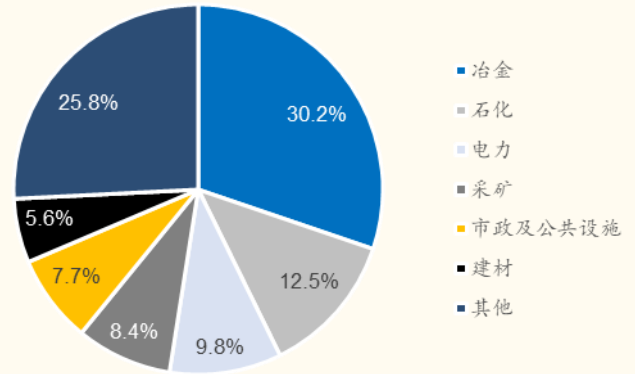


图表 18: 2021 年中高压变频器市场规模近 55 亿元



来源: MIR, 国金证券研究所

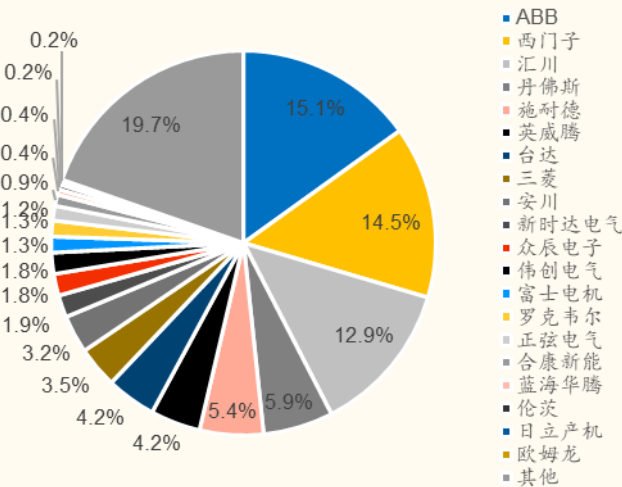
图表 19: 2021 年中高压变频器下游分布



来源: MIR, 国金证券研究所

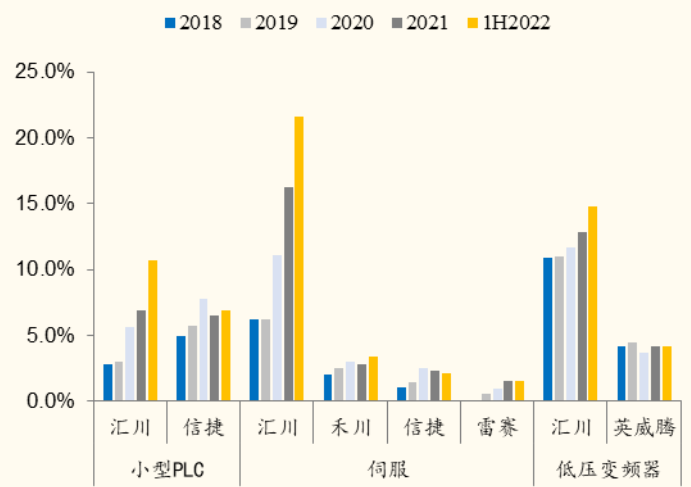
- **工控国产化进程加速, 公司低压变频器份额稳居内资第二。**近三年工控国产化进程持续加速, 主要由于内资产品性能及解决方案实力强化、响应速度较快、本土化供应链优势等。根据睿工业数据, 2Q2022 内资品牌增速继续优于外资品牌, 如内资龙头品牌汇川技术变频器业务增速超 20%, 份额继续提升。公司 2022 年 Q1/Q2 低压变频器国内市场份额分别为 3.7%/4.5%, 份额稳健提升, 稳居内资品牌第二位。

图表 20: 国内低压变频器格局 (2Q22)



来源: MIR, 国金证券研究所

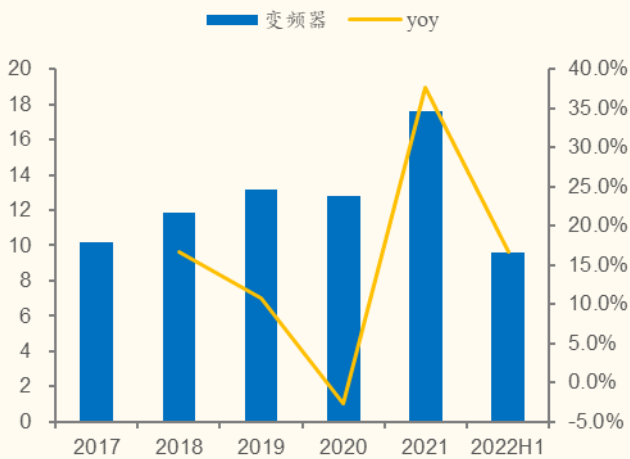
图表 21: 近三年国产化进程加速



来源: MIR, 国金证券研究所

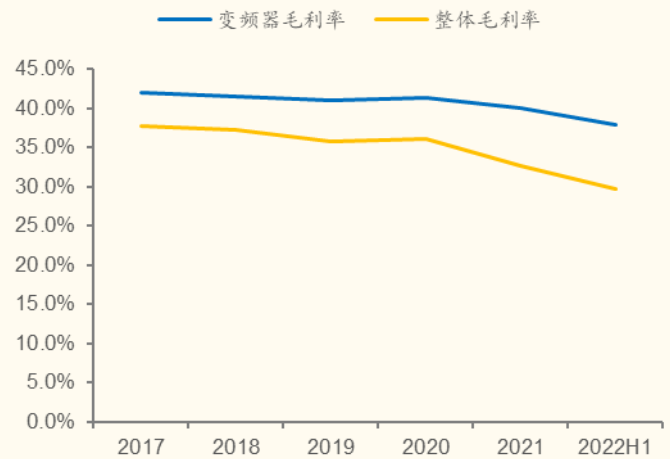
- **深耕变频器 20 年, 国内外品牌力优势突出。**公司深耕变频器领域近 20 年, 坚持自主研发及创新, 矢量变频器技术处于国际先进水平, 产品性能与质量优势较为突出, 目前低压变频器产品广泛应用于各类下游, 1H2022 国内份额达 4.12%, 稳居内资第二。同时, 公司积极拓展海外市场, 产品在印度、东南亚、美洲等地区保持较快增速, 目前已拓展超过 100 个国家。2021 年、2022 年上半年公司变频器业务营收分别为 17.61/9.60 亿元, 同增 38%/17%, 其中在 3C、物流仓储、金属切割等 OEM 市场, 以及建材、矿山、石油等项目型市场下游拓展较为顺利。

图表 22: 2021 年以来公司变频器经营提速 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 近五年公司变频器毛利率相对稳定



来源: wind, 国金证券研究所

## 组织架构优化 逆变器及新能源汽车业务高增

### 逆变器为光伏系统核心环节 市场空间广阔

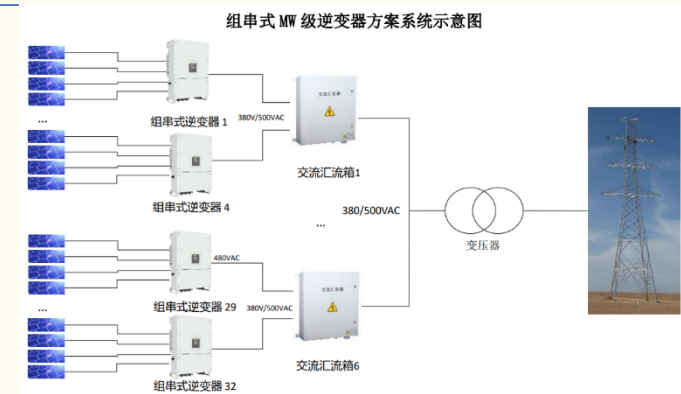
- **逆变器为光伏系统核心环节，集中式&组串式为市场主流。**光伏逆变器将光伏电池组件的直流电转换成交流电以并入电网或供负载用途，同时还具备最大功率跟踪、系统安全保护等功能，其性能直接影响光伏发电系统的运行可靠性和发电效率，为光伏系统核心环节之一，成本一般占光伏系统 5%-10%左右。根据应用场景不同，逆变器可分为集中式、组串式、微型逆变器等，目前市场以集中式与组串式逆变器为主。

图表 24: 集中式逆变逆变器方案系统示意图



来源: 上能电气招股说明书, 国金证券研究所

图表 25: 组串式逆变逆变器方案系统示意图



来源: 上能电气招股说明书, 国金证券研究所

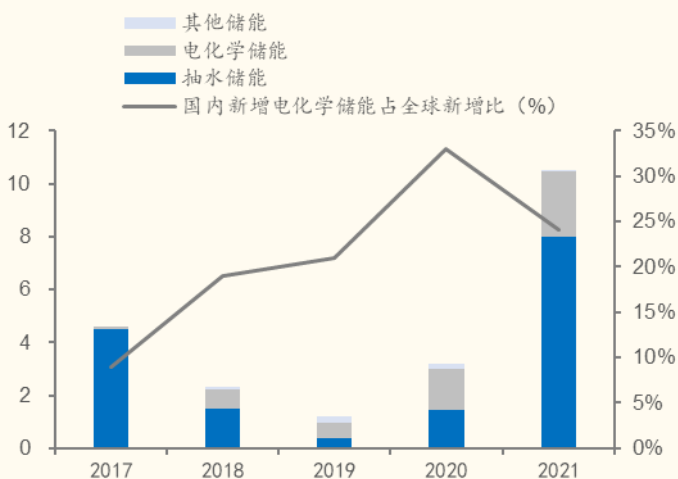
图表 26: 逆变器分类及应用场景总览

类型	产品应用特性	应用场景
<p>集中型逆变器</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>将光伏组件在阳光照射下生产的电流进行串联，通过逆变器将直流电逆变为交流电。</li> <li>优点：功率大、<b>稳定性强、便于管理与维护</b>。</li> <li>缺点：<b>MPPT电压范围较窄</b>，无法实现对每一路组件的运行条件监控，组件配置复杂、<b>占地面积大</b>。</li> </ul>	<p>单机容量一般为500kW以上，应用于大型电站等</p>
<p>组串型逆变器</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>将光伏组件产生的直流电转变为交流电，经过汇总后进行升压与并网。</li> <li>优点：其<b>功率较小，MPPT电压范围宽</b>，不受阴雨雾天气遮挡影响，且<b>体积较小，安装灵活</b>。</li> <li>缺点：逆变器与元器件数量多，<b>系统监控难度大以及稳定性较差</b>。</li> </ul>	<p>单机容量一般在200kW以下，应用于各类光伏电站</p>
<p>微型逆变器</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>此类逆变器功率小于1,000瓦，将阳光照射生成的直流电进行串联，通过微型逆变器将直流电逆变为交流电接入电网。</li> <li>优点：<b>可对单独组件进行独立MPPT控制、可提高整体效率</b>，</li> <li>缺点：<b>交流侧连线复杂性较高</b>，且<b>总效率低于组串型逆变器</b>。</li> </ul>	<p>单体容量一般在5kW以下，应用于户用等</p>

来源：科士达官网，上能电气招股说明书，国金证券研究所

- **储能变流器与光伏逆变器技术同源，打开逆变器成长空间。**储能逆变器（变流器）和光伏逆变器原理基本相似，储能系统根据是否与电网连通分为并网型和离网型，其中并网型储能是支撑高比例可再生能源系统稳定运行的基本支撑。双碳大目标下，电化学储能作为兼具灵活性与可靠性的调节方式可优化电力系统灵活性及安全性，“十四五”期间将迎来爆发式增长，为逆变器市场带来显著增量。

图表 27: 国内储能历史新增装机总览 (单位: GW)



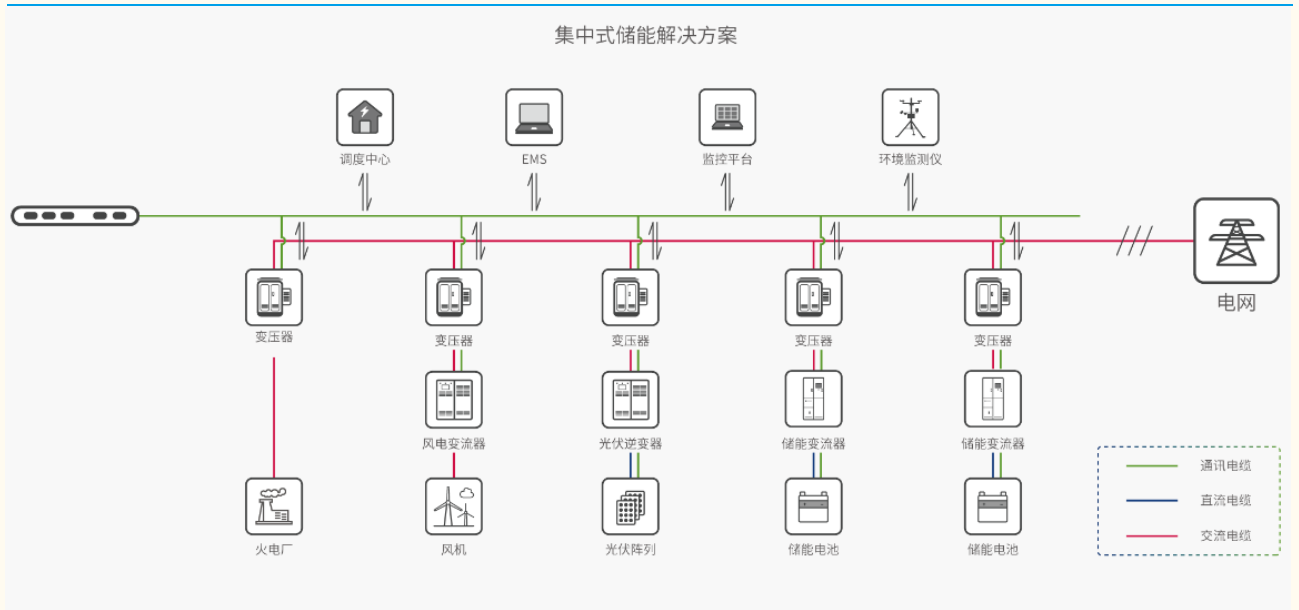
来源：CNESA，国金证券研究所

图表 28: 2021 年国内新增新型储能装机 2.4GW



来源：CNESA，国金证券研究所

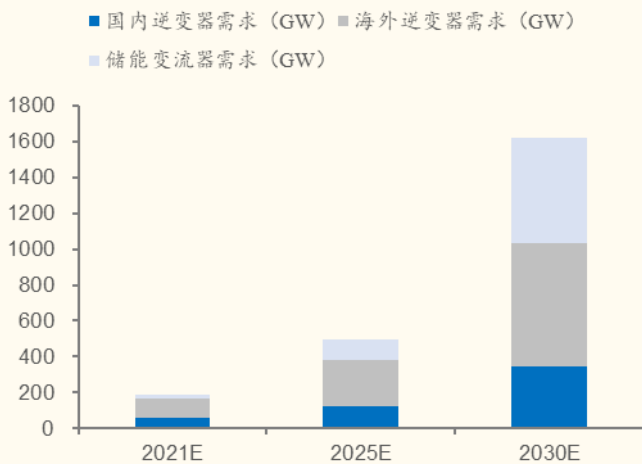
图表 29: 发电侧储能方案组网图总览



来源: 上能电气官网, 国金证券研究所

- 2025 年全球逆变器市场空间预计超 1300 亿元, 当前阳光华为。**考虑到: 1) 全球光伏新增装机高速增长, 配套光伏逆变器新增需求持续高增; 2) 在运逆变器中 IGBT、电容等电子元器件受内部环境、器件温度和电流谐波影响, 使用寿命一般低于电站运营周期, 驱动存量替换需求; 3) 储能作为高比例可再生能源系统的基本支撑, 带来显著逆变器增量需求, 预计 2025/2030 年储能逆变器新增需求分别为 109/589GW, 对应 2025/2030 年逆变器市场规模有望分别达 1377/3927 亿元, 市场空间广阔。2021 年全球逆变器出货量排名前十的厂商中, 中国企业占 6 家, 分别是阳光电源、华为、锦浪科技、SMA、古瑞瓦特、固德威, CR6 达 85%。

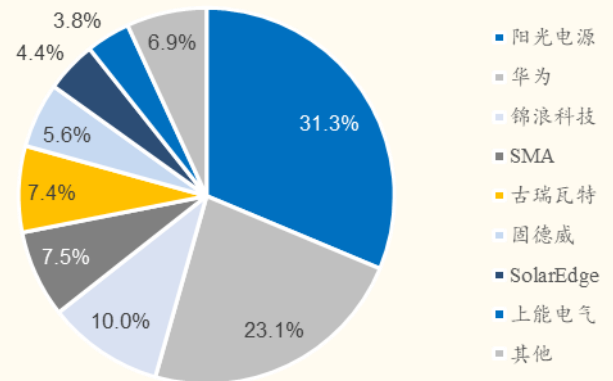
图表 30: 2025 年全球逆变器出货量预测



来源: 国金证券研究所测算

注: 测算过程详见 2021-08-08 外发报告《阳光电源深度: 逆变器驱动短期业绩高增, 平台优势打开长期成长空间》

图表 31: 2021 年全球光伏逆变器市场竞争格局

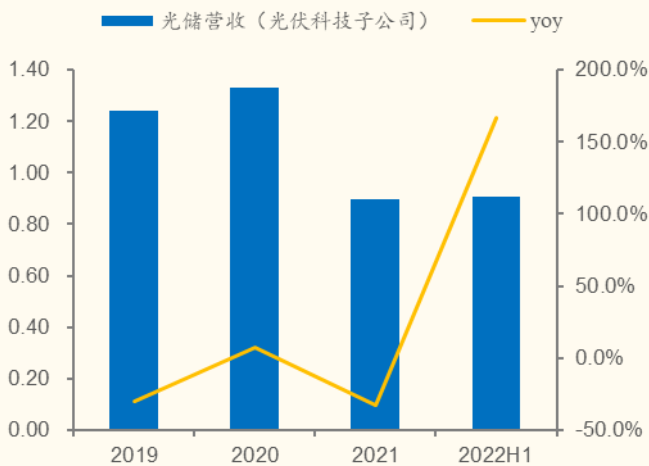


来源: SolarEdge, 华经产业研究院, 国金证券研究所

增资光伏科技+推出新品 22H1 光储业务高增

- 聚焦工商业+户用，22H1 公司光储营收同增 167%。公司光储业务核心产品包括并网逆变器、离网逆变器、储能逆变器等，下游聚焦工商业、户用市场，国内及海外市场并行。2022 年上半年公司光储业务营收 0.91 亿元，同比增长 166.74%。国内市场方面：公司在工商业光储市场布局成效显著，中东部国内分布式增量显著，与多数大客户建立合作关系；海外市场方面：公司新一代 XG 系列产品认证完善，在欧洲、美洲、印度、澳洲重点推广。

图表 32：1H22 公司光储业务高增



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：公司推出新一代 XG 系列产品



来源：英威腾光伏公众号，国金证券研究所

- 拟增资光伏子公司，新一代 XG 系列产品落地。英威腾光伏科技子公司在光伏领域技术及应用经验丰富，曾多次获得“中国十大分布式光伏逆变器品牌”等荣誉。8 月 17 日公司发布公告，拟以现金方式向光伏科技子公司增资 9000 万元，交易完成后公司持股比例增至 95.00%。本次增资凸显公司经营信心与战略重点，随着新一代 XG 系列光伏逆变器产品推出，公司光储业务竞争力进一步上台阶，订单及业绩有望持续高增。

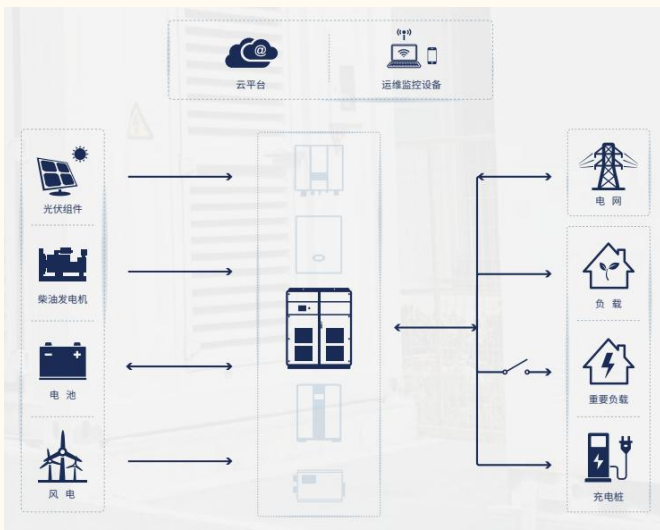
图表 34：公司增资英威腾光伏子公司

股东	增资前股权比例	增资后股权比例
深圳市英威腾电气股份有限公司	87.50%	95.00%
深圳市英之光投资发展企业（有限合伙）	5.00%	2.00%
深圳市英之电投资发展企业（有限合伙）	4.00%	1.60%
李颖	3.50%	1.40%
合计	100.00%	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

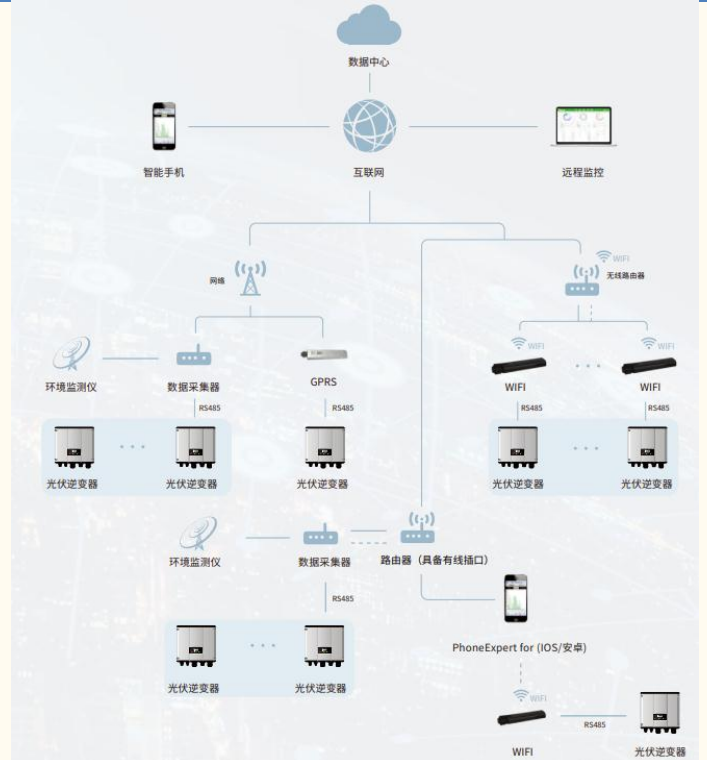


图表 35: 公司三相储能解决方案示意图



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 36: 公司网络监控解决方案示意图

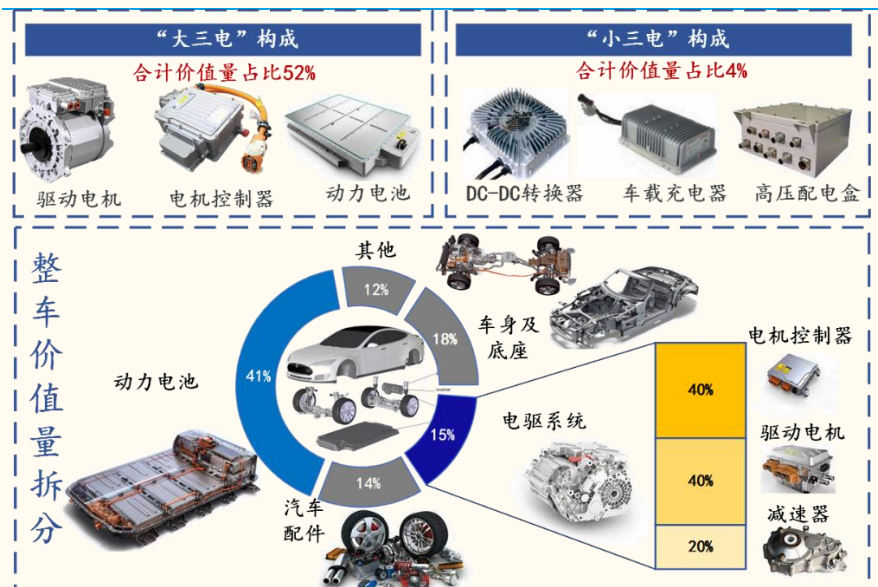


来源: 公司官网, 国金证券研究所

增资汽车驱动+优化架构 22H1 电车业务高增

- 三电系统为电车核心零部件，价值量占比过半。“三电系统”，也称作“大三电”，由动力电池、电机控制器、以及驱动电机组成。根据前瞻研究院、华尔街新能源财经、及头豹研究院数据，“大三电”电池、电控、电机价值量依次约占总价值量的 40%、6%、6%，合计占比约 52%。此外，电动汽车核心部件还包含”小三电“，即 DC-DC 变换器、车载充电器 (OBC)、和高压配电箱 (PDU)，合计价值量占比约 4%。

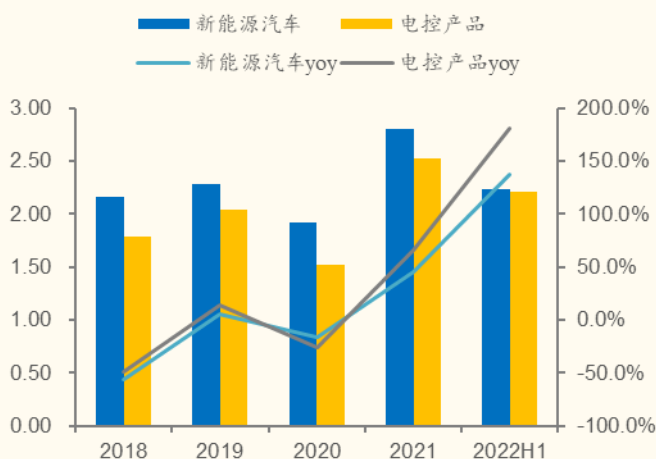
图表 37: 新能源汽车“大三电”、“小三电”，及各部分价值量拆分



来源：华尔街新能源财经，头豹研究院，OFweek 锂电网，国金证券研究所

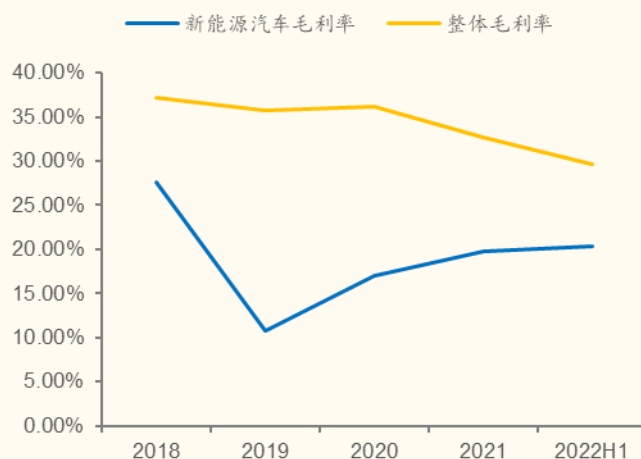
- **22H1 增资扩股+优化股东结构，新能源汽车业务高增。**2022 年上半年公司新能源汽车业务营收 2.24 亿元，同增 137.45%，其中电机控制器产品实现营收 2.21 亿元，同增 181.3%。2022 年 5 月公司发布公告，拟对电动汽车驱动子公司增资扩股、优化股东结构、增加资金支持，体现公司经营信心，将有效提升驱动子公司竞争力。

图表 38：1H22 公司新能源汽车营收高增（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：2019 年以来公司新能源汽车毛利率回升



来源：wind，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- **工控业务：**下半年工控需求有望回暖，公司已成立工业自动化事业部群，通过 LTC 流程变革持续优化经营效率，预计变频器业务国内外经营稳健，伺服、控制器等业务持续拓展，考虑到 2023 年起工控需求有望进入新一轮上行周期，假设 2022-2024 年公司变频器营收分别同比增长 15%/20%/16%、伺服及其他营收分别同比增长 20%/25%/25%，对应整体工控业务营收分别同比增长 16%/21%/17%。由于 Q2 以来工控产品有所涨价，大宗及核心器件成本有所下降，预计下半年起毛利率回升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 34%/35%/35%。
- **数据中心业务：**考虑到公司在模块化 UPS 领域优势较强，并已布局精密空调等新业务，通过一体化解决方案加速拓展，假设 2022-2024 年公司数据中心业务分别同比增长 30%/30%/30%，考虑到下半年大宗及核心器件成本有所下降，预计下半年起毛利率回升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 29%/30%/30%。
- **新能源汽车业务：**公司已与东风、吉利、长城、宇通等车企长期合作，具备较强定制化能力、较快响应速度，产品与技术储备较为丰富，考虑到公司已针对电动汽车驱动技术子公司进行增资扩股，未来经营有望加速，假设 2022-2024 年公司新能源汽车业务分别同比增长 130%/60%/50%，基于业务规模化、客户结构优化、核心器件供应缓解等因素，预计 2022-2024 年毛利率分别为 22%/25%/25%。
- **光储业务：**公司已对光伏科技子公司组织架构进行调整优化，并推出新一代 XG 系列产品，在国内外市场加速推广，假设 2022-2024 年公司新能源汽车业务分别同比增长 250%/90%/60%，基于业务规模化、客户结构优化、海

外业务占比提升、核心器件供应缓解等因素，预计 2022-2024 年毛利率分别为 20%/25%/28%。

- **费用假设：**考虑到公司持续优化管理架构，光储、新能源汽车业务经营加速，公司费用率有望小幅下降，预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 9.25%/9.10%/9.00%、管理费用率分别为 6.00%/5.90%/5.80%、研发费用率分别为 11.00%/10.50%/10.00%。

**图表 40：公司业务预测总览（金额：亿元）**

营收拆分	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工业自动化	15.26	20.54	23.77	28.70	33.68
yoy	13.46%	34.60%	15.71%	20.74%	17.38%
毛利率	41.06%	35.98%	34.00%	35.00%	35.00%
数据中心	4.25	5.66	7.30	9.49	12.34
yoy	-2.79%	33.13%	29.00%	30.00%	30.00%
毛利率	27.97%	31.49%	31.00%	32.00%	32.00%
新能源汽车	1.92	2.80	6.44	10.30	15.46
yoy	-15.79%	45.83%	130.00%	60.00%	50.00%
毛利率	17.07%	19.75%	22.00%	24.00%	25.00%
光储	1.33	0.90	3.13	5.96	9.53
yoy	7.24%	-32.69%	250.00%	90.00%	60.00%
毛利率	-	-	20.00%	25.00%	28.00%
<b>整体营收</b>	<b>22.86</b>	<b>30.09</b>	<b>40.87</b>	<b>54.71</b>	<b>71.30</b>
yoy	<b>1.96%</b>	<b>31.63%</b>	<b>35.82%</b>	<b>33.86%</b>	<b>30.34%</b>
毛利率	<b>36.11%</b>	<b>32.70%</b>	<b>30.45%</b>	<b>31.27%</b>	<b>31.34%</b>

来源：wind，国金证券研究所

### 投资建议及估值

- 公司深耕电力电子与能源电力领域多年，技术与产品沉淀较为深厚，变频器等核心产品优势突出，双碳大背景下，变频器、UPS 等传统优势业务有望加速。同时，公司持续优化组织架构与战略方向，光储与新能源汽车业务有望贡献显著增量。预计 2022-2024 年公司归母净利润将分别为 2.04/3.46/4.83 亿元，EPS 分别为 0.26/0.45/0.62 元，对应 2022 年 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 42.6/25.1/18.0 倍。
- 我们采用 PE 估值法，选取汇川技术、禾川科技、雷赛智能、阳光电源、科士达 5 家可比公司对英威腾进行估值。2022-2024 年 5 家可比公司的中位数 PE 分别为 51、35、25 倍，参考可比公司估值，结合公司业务结构与增速，给予公司 2023 年 35 倍估值，目标价 15.62 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 41: 可比公司估值比较 (市盈率法, 股价取自 2022 年 8 月 30 日收盘价)**

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300124.SZ	汇川技术	58.38	1.60	2.07	2.64	36.54	28.26	22.11
688320.SH	禾川科技	58.68	1.07	1.67	2.32	55.04	35.07	25.32
002979.SZ	雷赛智能	22.46	0.83	1.06	1.41	26.92	21.15	15.92
300274.SZ	阳光电源	127.28	2.04	3.16	4.00	62.40	40.24	31.83
002518.SZ	科士达	43.90	0.87	1.15	1.43	50.75	38.14	30.77
<b>中位数</b>						<b>50.75</b>	<b>35.07</b>	<b>25.32</b>
002334.SZ	英威腾	11.20	0.26	0.45	0.62	42.56	25.09	18.00

来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

### ➤ 工控需求不及预期

工控下游需求与制造业投资等宏观经济形势密切相关, 当前国内经济发展形势错综复杂, 宏观指标可能出现较大波动, 从而影响工控产品需求。2H2021 以来工控需求有所放缓, 2Q2022 需求同比小幅下滑, 如果 2022-2023 年需求不及预期, 可能导致公司订单与业绩增速放缓。

### ➤ 市场竞争加剧

工业自动化、新能源汽车、逆变器等领域参与者较多, 如果市场竞争加剧, 公司份额或市场拓展进程可能会受到影响, 且产品价格竞争可能对公司盈利能力造成影响。

### ➤ 原材料价格上涨

如果大宗原材料、核心元器件以及人工、运输费用等上涨, 会导致公司成本压力提升。

### ➤ 股票质押风险

公司管理层质押比例较高, 可能会对公司经营及管理产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,242</b>	<b>2,286</b>	<b>3,009</b>	<b>4,087</b>	<b>5,471</b>	<b>7,130</b>	货币资金	495	611	669	702	672	871	
增长率	2.0%	31.6%	35.8%	33.9%	30.3%		应收款项	838	705	804	1,093	1,463	1,809	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,442</b>	<b>-1,461</b>	<b>-2,025</b>	<b>-2,842</b>	<b>-3,760</b>	<b>-4,896</b>	存货	387	449	714	878	1,110	1,380	
%销售收入	64.3%	63.9%	67.3%	69.6%	68.7%	68.7%	其他流动资产	95	136	174	189	212	240	
<b>毛利</b>	<b>800</b>	<b>826</b>	<b>984</b>	<b>1,244</b>	<b>1,711</b>	<b>2,234</b>	流动资产	1,814	1,901	2,360	2,862	3,457	4,301	
%销售收入	35.7%	36.1%	32.7%	30.4%	31.3%	31.3%	%总资产	67.8%	66.8%	68.0%	72.5%	75.9%	79.5%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>	<b>-36</b>	<b>-46</b>	长期投资	84	100	103	103	103	103	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	484	562	660	728	743	756	
<b>销售费用</b>	<b>-281</b>	<b>-246</b>	<b>-291</b>	<b>-378</b>	<b>-498</b>	<b>-642</b>	%总资产	18.1%	19.7%	19.0%	18.4%	16.3%	14.0%	
%销售收入	12.5%	10.8%	9.7%	9.3%	9.1%	9.0%	无形资产	210	195	201	202	201	199	
<b>管理费用</b>	<b>-224</b>	<b>-198</b>	<b>-240</b>	<b>-245</b>	<b>-323</b>	<b>-414</b>	非流动资产	860	946	1,113	1,088	1,099	1,107	
%销售收入	10.0%	8.7%	8.0%	6.0%	5.9%	5.8%	%总资产	32.2%	33.2%	32.0%	27.5%	24.1%	20.5%	
<b>研发费用</b>	<b>-290</b>	<b>-280</b>	<b>-327</b>	<b>-450</b>	<b>-574</b>	<b>-713</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,674</b>	<b>2,848</b>	<b>3,473</b>	<b>3,950</b>	<b>4,556</b>	<b>5,408</b>	
%销售收入	12.9%	12.2%	10.9%	11.0%	10.5%	10.0%	短期借款	259	151	297	250	209	217	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-10</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>145</b>	<b>280</b>	<b>420</b>	应付款项	642	719	846	1,122	1,483	1,931	
%销售收入	n.a	3.8%	3.6%	3.5%	5.1%	5.9%	其他流动负债	178	219	261	310	417	543	
<b>财务费用</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	流动负债	1,079	1,089	1,404	1,682	2,109	2,691	
%销售收入	0.8%	1.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.2%	长期贷款	0	50	136	266	266	266	
<b>资产减值损失</b>	<b>-357</b>	<b>-74</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	38	35	70	27	20	14	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,117</b>	<b>1,174</b>	<b>1,610</b>	<b>1,974</b>	<b>2,394</b>	<b>2,971</b>	
<b>投资收益</b>	<b>-70</b>	<b>13</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,553</b>	<b>1,715</b>	<b>1,915</b>	<b>2,056</b>	<b>2,263</b>	<b>2,553</b>	
%税前利润	n.a	12.6%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	753	753	753	776	776	776	
<b>营业利润</b>	<b>-348</b>	<b>99</b>	<b>165</b>	<b>188</b>	<b>355</b>	<b>517</b>	未分配利润	525	633	793	915	1,123	1,412	
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>4.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.2%</b>	少数股东权益	3	-41	-52	-80	-101	-115	
<b>营业外收支</b>	<b>-99</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,674</b>	<b>2,848</b>	<b>3,473</b>	<b>3,950</b>	<b>4,556</b>	<b>5,408</b>	
<b>税前利润</b>	<b>-447</b>	<b>100</b>	<b>176</b>	<b>200</b>	<b>370</b>	<b>533</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>7</b>	<b>-21</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>-44</b>	<b>-64</b>	每股收益	-0.395	0.180	0.242	0.263	0.446	0.622	
<b>所得税率</b>	<b>n.a</b>	<b>21.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	每股净资产	2.062	2.276	2.542	2.650	2.918	3.292	
<b>净利润</b>	<b>-440</b>	<b>78</b>	<b>159</b>	<b>176</b>	<b>325</b>	<b>469</b>	每股经营现金净流	0.473	0.484	0.190	0.227	0.335	0.633	
<b>少数股东损益</b>	<b>-142</b>	<b>-58</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	<b>-21</b>	<b>-14</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.105	0.179	0.249	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-298</b>	<b>136</b>	<b>182</b>	<b>204</b>	<b>346</b>	<b>483</b>	<b>回报率</b>							
<b>净利率</b>	<b>n.a</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.8%</b>	净资产收益率	-19.16%	7.91%	9.52%	9.93%	15.30%	18.91%	
							总资产收益率	-11.13%	4.76%	5.25%	5.17%	7.60%	8.92%	
							投入资本收益率	-0.52%	3.64%	4.23%	5.13%	9.35%	12.65%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	0.63%	1.98%	31.59%	35.83%	33.86%	30.34%	
							EBIT增长率	N/A	N/A	23.43%	35.27%	93.14%	49.79%	
							净利润增长率	N/A	-145.58%	34.40%	11.95%	69.63%	39.42%	
							总资产增长率	-21.61%	6.52%	21.94%	13.74%	15.36%	18.70%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	121.2	90.4	74.6	80.0	80.0	75.0	
							存货周转天数	125.3	104.4	104.9	115.0	110.0	105.0	
							应付账款周转天数	115.5	114.3	90.9	95.0	95.0	95.0	
							固定资产周转天数	73.9	70.2	55.8	38.3	26.3	18.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-15.15%	-24.50%	-12.67%	-9.43%	-9.11%	-15.95%	
							EBIT利息保障倍数	-0.6	3.9	7.8	7.6	13.4	23.8	
							资产负债率	41.78%	41.21%	46.35%	49.99%	52.55%	54.93%	

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402