

英杰电气 (300820.SZ)

净利润同比增长 115.47%，射频电源国产替代打造第二成长曲线

买入

核心观点

2022 年公司营收同比增长 94.34%，归母净利润同比增长 115.47%。公司 2022 年营收 12.83 亿元 (YoY +94.34%)，归母净利润 3.39 亿元 (YoY +115.47%)，公司整体毛利率小幅下降 3.03pct 至 39.14%，主要系光伏行业竞争加剧所致，期间费用率同比下滑 5.25pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比下降 1.84pct、1.15pct、2.41pct，财务费用率同比上升 0.14pct，报告期内公司经营活动产生的现金净流量为 4583.69 万元，同比增加 3666.84 万元，系销售商品及劳务和收到的税费返还增加较多所致。

公司光伏用电源市占率高，充分受益行业景气度。公司硅料还原炉电源市占率 70%，硅片拉晶炉电源市占率 75%，2022 年实现营收 6.13 亿元，同比上升 70.67%，充分受益光伏行业景气度，一季度订单同比保持正增长。同时布局电池片镀膜设备用射频电源，应用于 PECVD 和 PVD 设备，目前国产化率低，公司享有客户粘性和成本优势，有望进一步提升在光伏电源的市占率。

布局半导体设备电源，射频电源有望成为业绩新增长点。公司长期供应半导体设备电源，是国内 MOCVD 和 SiC 电源的主要供应商；半导体用射频电源是等离子体加工设备的核心部件，影响刻蚀、薄膜沉积、离子注入、去胶等关键环节，中美贸易摩擦加速半导体用射频电源国产替代，公司射频电源布局时间早，与核心客户长期深度合作，有望接力光伏成为业绩新增长点。

充电桩储能业务增速强劲，打造业绩增长第三极。近年来充电桩业务发展迅速，预计 2025 年中国充电桩市场空间合计达 925 亿元，2021-2025 年 CAGR=58%。公司全资子公司四川蔚宇电气有限责任公司研发制造新能源汽车充电桩，目前已经取得充电桩相关授权专利 30 余件。2022 年来自于充电桩的销售收入 8607 万元，占营业收入的比重为 6.71%，同比上升 126.2%。

公司冶金玻纤电源有较高的市场地位，业绩保持高增速。我国钢铁冶金行业处于快速升级换代阶段，冶金设备的更新换代为设备电源等产品提供了较大的市场需求，节能减排需求同样增加了功率控制电源用量；玻璃玻纤行业受益于高级玻璃在下游行业如汽车、航空航天、基础设施、电子材料等各类终端行业中运用普及，公司玻纤用功率控制电源产品迎来新的需求增长点。

投资建议：光伏/工业业务保证营收增长，半导体/充电桩业务提供新的营收空间，预计公司 23-25 年归母净利润为 4.66/6.64/9.47 亿元，同比增速为 37.4%/42.6%/42.6%，对应 PE 为 40.3/28.3/19.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期等。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 660 | 1,283 | 2,146 | 3,142 | 4,360 |
| (+/-%) | 56.9% | 94.3% | 67.3% | 46.4% | 38.7% |
| 净利润(百万元) | 157 | 339 | 466 | 664 | 947 |
| (+/-%) | 50.6% | 115.5% | 37.4% | 42.6% | 42.6% |
| 每股收益(元) | 1.65 | 2.36 | 3.24 | 4.62 | 6.59 |
| EBIT Margin | 22.8% | 25.3% | 26.2% | 27.8% | 29.1% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.2% | 22.5% | 24.4% | 26.8% | 28.8% |
| 市盈率 (PE) | 79.1 | 55.4 | 40.3 | 28.3 | 19.8 |
| EV/EBITDA | 84.6 | 59.2 | 35.1 | 23.3 | 16.7 |
| 市净率 (PB) | 10.48 | 12.44 | 9.83 | 7.57 | 5.70 |

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·其他电源设备 II

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|-------------|-------------------|
| 投资评级 | 买入 (首次评级) |
| 合理估值 | 147.63 - 163.01 元 |
| 收盘价 | 123.98 元 |
| 总市值/流通市值 | 17817/8665 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 133.58/51.88 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 304.16 百万元 |

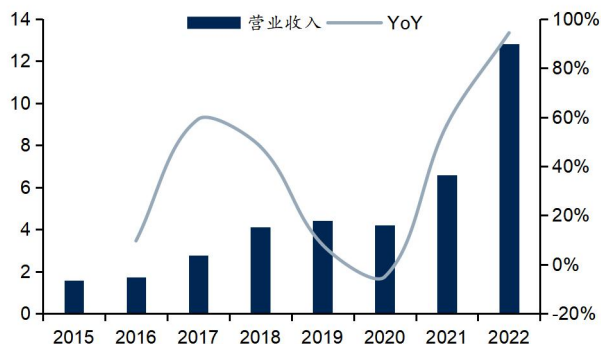
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



资料来源: 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: 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: 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)



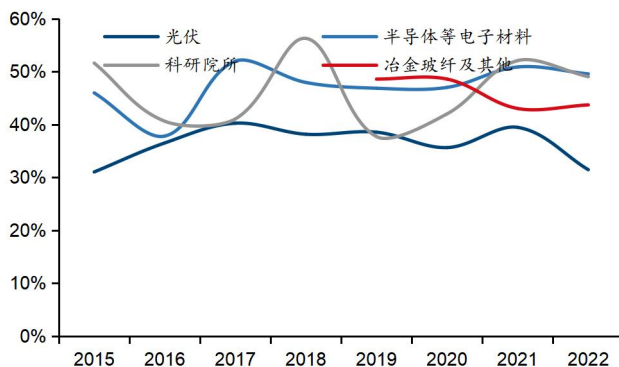
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司营收结构变化



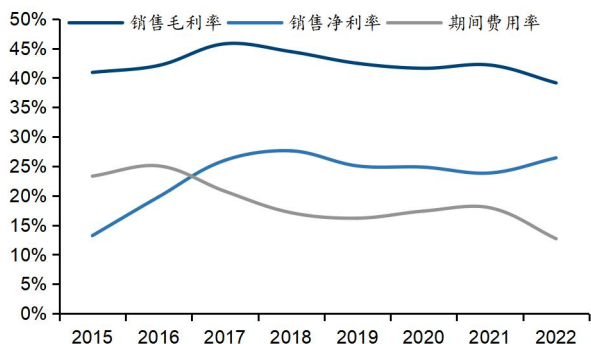
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分行业毛利率



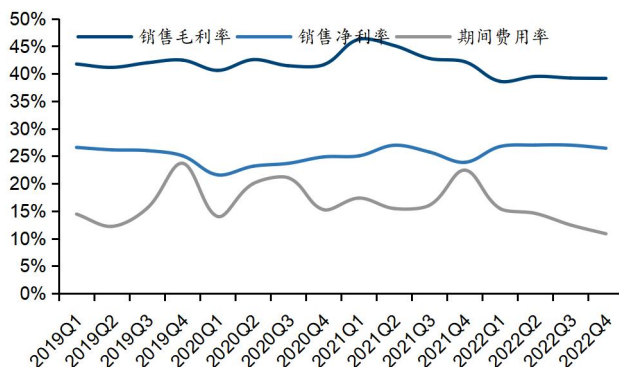
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司销售毛利率、销售净利率、期间费用率



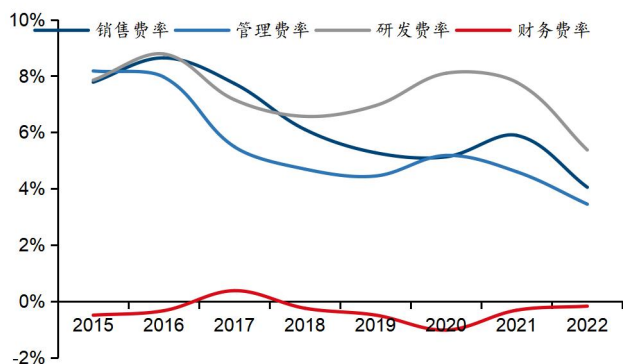
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度销售毛利率、销售净利率、期间费用率



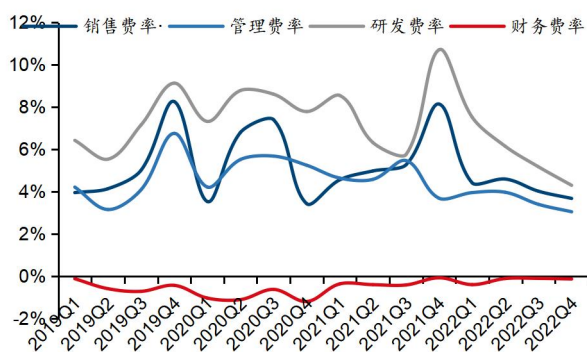
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司主营业务主要分成专用设备销售，备品备件销售和 设备维护三方面我们的盈利预测基于以下假设条件：

光伏电源：公司光伏电源布局硅料硅片电源，预计 2023-2025 年受硅料硅片新增产能下滑影响，硅料硅片电源增长 30.5%、-21%、25%，2023 年公司逐步进行电池片用射频电源验证，预计 2023 年形成营收，2024-2025 年光伏电池片电源收入增长 341%、167%。预计 2023-2025 年光伏电源总收入增长 48.65%，11.05%，9.64%，毛利率 33%，38%，42%。

半导体电源：公司半导体电源包括 MOCVD 及 SIC 电源，半导体用射频电源在客户端验证，预计将于 2023 年形成订单，预计 2023-2025 年半导体电源收入增长 86.79%、90.35%、54.99%，毛利率为 55%、57%、57%。

充电桩及储能：公司布局充电桩及储能业务，公司依托其在中西部地区的资源、地理优势已逐步进行渗透，有望成为新的业务增长点。预计 2023-2025 年充电桩及储能业务收入增长 100%、100%、80%，毛利率 25%、25%、25%。

玻纤冶金及其他：公司布局钢铁冶金用功率控制电源和玻璃玻纤功率控制电源，预计保持一定增速。预计 2023-2025 年玻纤冶金电源业务收入增长 80%、57%、43%，毛利率 44%、45%、45%。

表1：公司主营业务拆分预估

| 主营业务 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-----|--------|---------|---------|---------|--------|
| 光伏电源 | 收入 | 3.59 | 6.13 | 9.11 | 10.12 | 11.09 |
| | YoY | 42.81% | 70.75% | 48.65% | 11.05% | 9.64% |
| | 毛利率 | 39.44% | 31.48% | 33.72% | 38.42% | 42.08% |
| 半导体电源 | 收入 | 0.71 | 1.95 | 3.62 | 6.90 | 10.69 |
| | YoY | 74.66% | 174.50% | 86.79% | 90.35% | 54.99% |
| | 毛利率 | 50.86% | 50.00% | 55.00% | 57.00% | 57.00% |
| 充电桩及储能 | 收入 | 0.38 | 0.86 | 1.7 | 3.4 | 6.12 |
| | YoY | | 124.70% | 100.00% | 100.00% | 80.00% |
| | 毛利率 | 33.8% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 玻纤冶金及其他 | 收入 | 1.91 | 3.91 | 7.03 | 11.02 | 15.71 |
| | YoY | | 104% | 80% | 57% | 43% |
| | 合计 | 收入 | 6.59 | 12.83 | 21.47 | 31.43 |
| | YoY | 56.87% | 94.64% | 67.31% | 46.44% | 38.74% |
| | 毛利率 | 42.17% | 39.59% | 40.35% | 43.71% | 44.78% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

主要费率：由于公司射频电源在研，考虑公司将加大研发力度，我们假设研发费在 2023-2025 年研发费用率将小幅上升至 6%/8%/8%。公司销售模式和管理模式成熟稳定，经营费用精细化管控，促使各期销售费用、管理费用规模整体水平较低且较为稳定。

表2: 公司主要费率预估

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费率 | 5.89% | 4.05% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |
| 管理费率 | 4.60% | 3.45% | 3.20% | 3.00% | 2.80% |
| 研发费率 | 7.78% | 5.37% | 6.00% | 8.00% | 8.00% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

| 单位: 百万元 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1283 | 2146 | 3142 | 4360 |
| 营业成本 | 781 | 1280 | 1769 | 2407 |
| 销售费用 | 52 | 86 | 126 | 174 |
| 管理费用 | 47 | 71 | 96 | 124 |
| 研发费用 | 69 | 129 | 251 | 349 |
| 财务费用 | (2) | 18 | 72 | 119 |
| 营业利润 | 389 | 537 | 765 | 1090 |
| 利润总额 | 390 | 536 | 764 | 1090 |
| 归属于母公司净利润 | 339 | 466 | 664 | 947 |
| EPS | 2.36 | 3.24 | 4.62 | 6.59 |
| ROE | 22% | 24% | 27% | 29% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营收同比增长 67.3%/46.4%/38.7% 至 21.46/31.42/43.6 亿元, 归母净利润同比增长 37.4%/42.6%/42.6% 至 4.66/6.64/9.47 亿元。

盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速提高 10pct，悲观预测将营收增速降低 10pct。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 乐观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,283 | 2,232 | 3,372 | 4,809 |
| (+/-%) | 94.3% | 74.0% | 51.1% | 42.6% |
| 净利润(百万元) | 339 | 638 | 947 | 1383 |
| (+/-%) | 115.5% | 88.2% | 48.4% | 46.0% |
| 摊薄 EPS(元) | 2.36 | 4.44 | 6.59 | 9.62 |
| 中性预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,283 | 2,146 | 3,142 | 4,360 |
| (+/-%) | 94.3% | 67.3% | 46.4% | 38.7% |
| 净利润(百万元) | 339 | 466 | 664 | 947 |
| (+/-%) | 115.5% | 37.4% | 42.6% | 42.6% |
| 摊薄 EPS(元) | 2.36 | 3.24 | 4.62 | 6.59 |
| 悲观预测 | | | | |
| 营业收入(百万元) | 1,283 | 2,059 | 2,920 | 3,938 |
| (+/-%) | 94.3% | 60.6% | 41.8% | 34.9% |
| 净利润(百万元) | 339 | 310 | 421 | 586 |
| (+/-%) | 115.5% | -8.6% | 35.8% | 39.4% |
| 摊薄 EPS(元) | 2.36 | 2.16 | 2.93 | 4.08 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 125 | 262 | 188 | 191 | 214 | 营业收入 | 660 | 1283 | 2146 | 3142 | 4360 |
| 应收款项 | 214 | 214 | 480 | 750 | 915 | 营业成本 | 382 | 781 | 1280 | 1769 | 2407 |
| 存货净额 | 849 | 1522 | 2254 | 3277 | 4194 | 营业税金及附加 | 6 | 10 | 19 | 27 | 36 |
| 其他流动资产 | 270 | 389 | 651 | 954 | 1323 | 销售费用 | 39 | 52 | 86 | 126 | 174 |
| 流动资产合计 | 1944 | 2672 | 3858 | 5457 | 6930 | 管理费用 | 32 | 47 | 71 | 96 | 124 |
| 固定资产 | 85 | 125 | 1163 | 2205 | 3238 | 研发费用 | 51 | 69 | 129 | 251 | 349 |
| 无形资产及其他 | 12 | 51 | 49 | 46 | 44 | 财务费用 | (2) | (2) | 18 | 72 | 119 |
| 其他长期资产 | 30 | 20 | 20 | 20 | 20 | 投资收益 | 16 | 13 | 12 | 14 | 13 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 2 | (2) | (1) | (0) | (1) |
| 资产总计 | 2071 | 2868 | 5090 | 7729 | 10233 | 其他收入 | 12 | 52 | (19) | (50) | (72) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 7 | 22 | 1046 | 2369 | 3149 | 营业利润 | 183 | 389 | 537 | 765 | 1090 |
| 应付款项 | 147 | 231 | 381 | 541 | 678 | 营业外净收支 | (1) | 1 | (1) | (0) | 0 |
| 其他流动负债 | 722 | 1087 | 1732 | 2312 | 3077 | 利润总额 | 181 | 390 | 536 | 764 | 1090 |
| 流动负债合计 | 876 | 1340 | 3158 | 5221 | 6905 | 所得税费用 | 24 | 51 | 70 | 100 | 143 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | (0) | (0) | (0) | (1) |
| 其他长期负债 | 6 | 17 | 22 | 29 | 36 | 归属于母公司净利润 | 157 | 339 | 466 | 664 | 947 |
| 长期负债合计 | 6 | 17 | 22 | 29 | 36 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 882 | 1357 | 3180 | 5250 | 6941 | 净利润 | 157 | 339 | 466 | 664 | 947 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | (0) | (1) | 资产减值准备 | (0) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1189 | 1510 | 1910 | 2480 | 3292 | 折旧摊销 | 7 | 16 | 63 | 159 | 269 |
| 负债和股东权益总计 | 2071 | 2868 | 5090 | 7729 | 10233 | 公允价值变动损失 | (2) | 2 | 1 | 0 | 1 |
| | | | | | | 财务费用 | (2) | (2) | 18 | 72 | 119 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | (162) | (325) | (461) | (849) | (540) |
| 每股收益 | 1.65 | 2.36 | 3.24 | 4.62 | 6.59 | 其它 | 10 | 20 | (19) | (72) | (119) |
| 每股红利 | 0.40 | 0.34 | 0.46 | 0.66 | 0.94 | 经营活动现金流 | 9 | 46 | 69 | (25) | 676 |
| 每股净资产 | 12.47 | 10.51 | 13.29 | 17.25 | 22.91 | 资本开支 | (66) | (98) | (1100) | (1200) | (1300) |
| ROIC | 28% | 35% | 31% | 27% | 26% | 其它投资现金流 | 30 | 217 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 13% | 22% | 24% | 27% | 29% | 投资活动现金流 | (36) | 119 | (1100) | (1200) | (1300) |
| 毛利率 | 42% | 39% | 40% | 44% | 45% | 权益性融资 | (0) | 9 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 23% | 25% | 26% | 28% | 29% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 24% | 27% | 29% | 33% | 35% | 支付股利、利息 | (38) | (48) | (66) | (94) | (135) |
| 收入增长 | 57% | 94% | 67% | 46% | 39% | 其它融资现金流 | 12 | 12 | 1024 | 1323 | 780 |
| 净利润增长率 | 51% | 115% | 37% | 43% | 43% | 融资活动现金流 | (27) | (27) | 957 | 1229 | 646 |
| 资产负债率 | 43% | 47% | 62% | 68% | 68% | 现金净变动 | (53) | 137 | (74) | 3 | 22 |
| 息率 | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 货币资金的期初余额 | 178 | 124 | 262 | 188 | 191 |
| P/E | 79.1 | 55.4 | 40.3 | 28.3 | 19.8 | 货币资金的期末余额 | 124 | 262 | 188 | 191 | 214 |
| P/B | 10.5 | 12.4 | 9.8 | 7.6 | 5.7 | 企业自由现金流 | (90) | (126) | (1009) | (1131) | (469) |
| EV/EBITDA | 84.6 | 59.2 | 35.1 | 23.3 | 16.7 | 权益自由现金流 | (78) | (114) | (2) | 130 | 208 |

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

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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