

## 短期费用承压, 不改长期趋势向好

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年业绩预告, 公司2023年业绩亏损7500万至1.25亿, 上年同期重组并表前归母净利润为2.02亿, 重组并表后的归母净利润为2.84亿, 公司上市以来首度出现亏损, 业绩低于预期。
- **收购欧司朗DS-E业务带来费用增加, 存货及应收账款减值拖累业绩。** 公司2023年收购欧司朗DS-E业务, 2023年4月实现并表, 但资产收购带来相关费用的增加使得公司业绩短期承压。同时, LED驱动电源行业2023年面临需求放缓等不利因素, 公司出于审慎考虑对存货及部分应收账款进行减值, 从而拖累全年的业绩。
- **LED驱动电源行业处于周期底部, 全球化布局静候复苏红利。** 2023年LED驱动电源下游企业库存相较2022年普遍下降30%-40%, 行业逐步处于周期底部。公司于2023年4月并入欧司朗DS-E业务, 丰富自身在中、小功率LED驱动电源方面的产品矩阵, 同时切入欧司朗DS-E在欧亚超1800家客户, 逐步完善自身的全球化布局。伴随着LED驱动电源行业未来需求的回暖, 公司有望受益行业复苏带来的红利。
- **新能源业务快速增长, 有望打造第二成长曲线。** 公司2023年上半年新能源业务实现营收5100余万元, 同比增长346.5%, 收入来源于新能源车充电桩、便携式充电桩及其他新能源领域充电产品, 全年来看新能源业务有望实现快速增长。报告期内, 公司以自有资金2700万元对西安精石电气科技有限公司进行增资, 持有西安精石20%的股份, 积极布局光伏储能相关业务, 未来有望打造新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司于2023年4月并表欧司朗DS-E业务, 相关费用增加带来利润端的压力, 下调2023-2025年盈利预测目标, 预计公司2023-2025年归母净利润为-1.1亿、2.1亿和2.7亿, 对应EPS分别为-0.37元、0.70元、0.89元。考虑到公司2024年费用端压力缓解, 行业需求回暖带来的经营改善, 存货与应收账款减值预期的减少, 当前股价对应2024、2025年PE仅11.0倍和8.7倍, 对比可比公司2024平均PE 28.1倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险; 行业需求回暖或不及预期的风险; 海外经营风险; 汇兑风险。

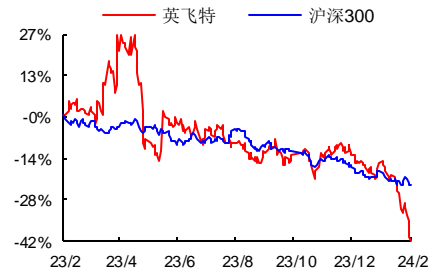
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1511.39	2743.52	3330.80	3993.78
增长率	6.72%	81.52%	21.41%	19.90%
归属母公司净利润(百万元)	201.57	-109.68	209.64	266.69
增长率	10.77%	-154.42%	291.13%	27.21%
每股收益EPS(元)	0.67	-0.37	0.70	0.89
净资产收益率ROE	12.11%	-7.09%	11.93%	13.19%
PE	11	-21	11	9
PB	1.39	1.49	1.31	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑  
执业证号: S1250522090003  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@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)	2.99
流通A股(亿股)	2.21
52周内股价区间(元)	8.26-18.27
总市值(亿元)	24.68
总资产(亿元)	39.53
每股净资产(元)	5.28

### 相关研究

1. 英飞特(300582): LED电源全球化布局, 逆境中彰显龙头本色 (2023-04-21)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：考虑到并表因素只影响中、小功率 LED 驱动电源，假设大功率 LED 驱动电源 2023-2025 年销量增长 5%、15%、20%，价格每年小幅增长 3%，毛利率维持在 34%；

假设 2：中、小功率 LED 驱动电源由于欧司朗带来的业绩并入，销量大幅增长，预计 2023-2025 年中、小功率 LED 驱动电源销量分别增长 250%、30%、15%和 7000%、15%、10%；中、小功率价格变化分别为-5%、0、5%和 5%、3%、3%。毛利率变化不大；

假设 3：新能源业务 2023 年增长较快，2024-2025 年稳定增长，毛利率变化不大；

假设 4：2023 年财务费用较大，2024-2025 年财务费用率缓慢下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
大功率 LED 驱动电源	收入	1018.6	1101.6	1304.9	1612.8
	增速	4.9%	8.2%	18.5%	23.6%
	毛利率	33.9%	34.0%	34.0%	34.0%
中功率 LED 驱动电源	收入	264.3	878.8	1142.4	1379.5
	增速	-5.2%	232.5%	30.0%	20.8%
	毛利率	32.3%	18.0%	20.0%	20.0%
小功率 LED 驱动电源	收入	6.2	462.2	547.5	620.3
	增速	2.0%	7319.1%	18.5%	13.3%
	毛利率	37.1%	15.0%	16.0%	17.0%
新能源业务	收入	40.3	100.7	115.7	138.9
	增速	3.5%	150.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
其他业务	收入	182.1	200.3	220.3	242.4
	增速	49.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	58.2%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	1511.4	2743.6	3330.9	3993.9
	增速	6.7%	81.5%	21.4%	19.9%
	毛利率	36.1%	26.6%	27.0%	27.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 27.4 亿、33.3 亿和 39.9 亿，归母净利润分别为 -1.1 亿、2.1 亿和 2.7 亿，EPS 分别为 -0.37 元、0.70 元、0.89 元，对应 PE 分别为 -20.9 倍，11.0 倍和 8.7 倍。

我们选取了行业中与英飞特业务最为相近的两家公司，分别为茂硕电源和崧盛股份，2024年两家公司平均PE为28.1倍。考虑到英飞特在研发投入，市场竞争力方面的优势，英飞特作为LED驱动电源龙头企业，有望受益行业需求复苏，公司2024年业绩对应当前PE仅11倍，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002660.SZ	茂硕电源	7.10	0.27	0.26	0.28	0.32	26.30	27.30	25.36	22.19
301002.SZ	崧盛股份	14.20	0.63	0.18	0.46	0.91	22.54	78.89	30.87	15.60
平均值							24.42	53.10	28.12	18.90
300582.SZ	英飞特	7.72	0.67	-0.37	0.70	0.89	11.52	-20.86	11.03	8.67

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1511.39	2743.52	3330.80	3993.78	净利润	201.57	-109.68	209.64	266.69
营业成本	973.66	2014.19	2430.22	2907.19	折旧与摊销	55.03	86.32	86.32	86.32
营业税金及附加	18.87	33.61	41.33	49.44	财务费用	-0.95	37.25	12.86	14.48
销售费用	104.22	263.38	229.83	271.58	资产减值损失	-33.72	91.00	-6.00	-5.00
管理费用	179.55	395.07	386.37	459.29	经营营运资本变动	163.53	-224.51	-111.25	-107.38
财务费用	-0.95	37.25	12.86	14.48	其他	139.57	-43.41	-7.35	22.85
资产减值损失	-33.72	91.00	-6.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>525.04</b>	<b>-163.03</b>	<b>184.23</b>	<b>277.96</b>
投资收益	4.60	0.00	0.00	0.00	资本支出	-44.46	-10.00	-5.00	-4.00
公允价值变动损益	26.67	-35.00	5.00	10.00	其他	-169.77	-27.28	-8.91	3.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-214.23</b>	<b>-37.28</b>	<b>-13.91</b>	<b>-0.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>232.29</b>	<b>-125.97</b>	<b>241.20</b>	<b>306.81</b>	短期借款	50.60	-148.56	-100.53	-32.85
其他非经营损益	-0.54	-0.14	-0.17	-0.20	长期借款	29.04	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>231.74</b>	<b>-126.10</b>	<b>241.03</b>	<b>306.61</b>	股权融资	35.99	0.00	0.00	0.00
所得税	30.18	-16.42	31.38	39.92	支付股利	0.00	-3.67	1.00	-2.23
净利润	201.57	-109.68	209.64	266.69	其他	-55.66	-53.44	-12.06	-13.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>59.98</b>	<b>-205.68</b>	<b>-111.59</b>	<b>-48.76</b>
归属母公司股东净利润	201.57	-109.68	209.64	266.69	<b>现金流量净额</b>	<b>375.88</b>	<b>-405.99</b>	<b>58.73</b>	<b>228.51</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	680.34	274.35	333.08	561.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	340.55	695.75	815.15	975.95	销售收入增长率	6.72%	81.52%	21.41%	19.90%
存货	268.75	600.68	750.48	886.05	营业利润增长率	8.66%	-154.23%	291.47%	27.20%
其他流动资产	159.12	218.95	264.28	307.55	净利润增长率	10.77%	-154.42%	291.13%	27.21%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.08%	-100.84%	14290.94%	19.75%
投资性房地产	523.90	523.90	523.90	523.90	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	580.35	500.77	421.18	341.59	毛利率	35.58%	26.58%	27.04%	27.21%
无形资产和开发支出	36.50	40.80	40.10	38.40	三费率	12.90%	25.36%	18.89%	18.66%
其他非流动资产	160.73	168.19	175.65	183.12	净利率	13.34%	-4.00%	6.29%	6.68%
<b>资产总计</b>	<b>2750.23</b>	<b>3023.39</b>	<b>3323.83</b>	<b>3818.15</b>	ROE	12.11%	-7.09%	11.93%	13.19%
短期借款	431.94	283.38	182.85	150.00	ROA	7.33%	-3.63%	6.31%	6.98%
应付和预收款项	411.57	837.46	987.03	1196.51	ROIC	20.16%	-7.31%	17.91%	21.27%
长期借款	68.83	68.83	68.83	68.83	EBITDA/销售收入	18.95%	-0.09%	10.22%	10.21%
其他负债	172.99	286.88	327.64	380.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1085.34</b>	<b>1476.55</b>	<b>1566.34</b>	<b>1796.21</b>	总资产周转率	0.59	0.95	1.05	1.12
股本	297.11	298.85	298.85	298.85	固定资产周转率	3.37	6.85	10.38	16.55
资本公积	488.45	486.71	486.71	486.71	应收账款周转率	5.12	6.18	5.16	5.23
留存收益	877.04	763.68	974.32	1238.78	存货周转率	3.05	4.35	3.53	3.52
归属母公司股东权益	1664.89	1546.84	1757.48	2021.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.06%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1664.89</b>	<b>1546.84</b>	<b>1757.48</b>	<b>2021.94</b>	资产负债率	39.46%	48.84%	47.12%	47.04%
负债和股东权益合计	2750.23	3023.39	3323.83	3818.15	带息债务/总负债	46.14%	23.85%	16.07%	12.18%
					流动比率	1.51	1.32	1.50	1.64
					速动比率	1.23	0.88	0.98	1.10
					股利支付率	0.00%	-3.35%	-0.48%	0.84%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	286.37	-2.40	340.38	407.62	每股收益	0.67	-0.37	0.70	0.89
PE	11.45	-21.03	11.00	8.65	每股净资产	5.57	5.18	5.88	6.77
PB	1.39	1.49	1.31	1.14	每股经营现金	1.76	-0.55	0.62	0.93
PS	1.53	0.84	0.69	0.58	每股股利	0.00	0.01	0.00	0.01
EV/EBITDA	1.24	-259.31	1.32	0.44					
股息率	0.00%	0.16%	—	0.10%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	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	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---