

## 伊戈尔 (002922)

证券研究报告

2024年05月30日

## 看好制造业出海加速电力基建，电力电子核心受益标的

优秀电源及电源组件厂商，围绕“2+X”战略布局持续扩张应用领域。伊戈尔成立于1999年，2017年上市，总部位于中国佛山，公司专注于工业及消费领域电源及电源组件产品的研发、生产及销售，产品可广泛应用于光伏发电、工业控制及照明领域。公司主要产品覆盖能源类、信息类、照明类、孵化类产品。主要客户包括阳光电源、宜家、日立、明电舍、欧司朗、博世、罗克韦尔、施耐德、Kichler等国内外头部企业。

收入和利润稳健增长，新能源产品受益于光伏高速增长，24Q1收入稳健增长，毛利率表现突出，归母净利润高速增长。2019-2023年公司收入复合增速为29%，归母净利润复合增速为38%。能源产品受益于光伏储能行业高速增长、深耕老客户拓展新客户、产品拓展（高频电感→光伏升压变）高速增长，21-23年公司毛利率处于上行通道。24Q1收入稳健增长，毛利率表现突出。24Q1公司实现收入7.74亿元，同比增长21.05%，销售毛利率24.2%，yoy+7.05pct，环比下滑0.41pct，毛利率同比增长明显带动公司一季度利润高速增长，24Q1公司实现归母净利润0.58亿元，同比增长207%。

电网升级趋势明确，AI带动电力需求显著增加，北美、墨西哥电力基础设施建设有望超预期。受电网数字化和清洁能源转型驱动，发达国家和中国对于电网投资力度持续增加。AI带动电力基础设施加速。AI带来算力结构变化，驱动数据中心从MW向GW升级，按照中性测算，未来基于Nvidia GPU的AI数据中心功耗为4672亿kWh，约占2023年美国整体用电需求的12%，约等于2022年数据中心、AI、加密货币电力需求的102%，按照数据中心0.07美元/kWh电价测算，AI数据中心每年电力成本约327亿美元，带来数据中心功耗和电力成本显著增加。美国是数据中心最大的市场，美国数据中心集中在东西海岸，后续有望往中部地区转移，同时伴随AI等新需求催生用电需求，美国未来电网建设有望加速。2023H2北美有5.3吉瓦的新数据中心容量正在建设中，在建容量接近翻倍，电力基础设施建设加速。墨西哥电力供给偏紧叠加近岸外包带动需求增长，墨西哥电力基础设施建设有望加速。根据墨西哥能源协会，为了满足不断增长的需求，包括来自墨西哥近岸公司的需求，政府将需要在未来15年内投资1200亿美元用于发电和输电。

变压器北美市场景气度高，公司积极规划海外产能有望加速出海。变压器在电力系统发电、输电、配电、电能转换各环节起重要作用，可再生能源的大规模整合、新兴经济体中不断增加的电气化计划、AI等创新催生新的电力需求有望电力需求不断增长，带动变压器市场成长，GMI预计2023年全球变压器市场规模为588亿美元，同比增长9%，预计2024-2032年全球变压器市场规模复合增速为7%。电力基础设施建设带动变压器市场成长，北美变压器市场需求强劲，海外电力设备厂商电力相关业务收入和订单强劲成长，伊顿电气/WEG/西门子启动变压器产能扩张计划。中国变压器出口占美国变压器进口比例低（2023年占比为5.23%），供给短缺背景下，有望加速国内厂商出海。公司积极规划墨西哥、美国达拉斯海外产能建设，有望充分受益于需求上行和国内厂商出海。

投资建议：预计公司24/25/26年实现收入49.3/68.4/94.3亿元，实现归母净利润3.5/5.0/6.5亿元，对应24/25年25.6X/17.7X PE，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国际化经营风险、市场竞争加剧风险、主要原材料价格波动的风险、地缘政治风险、行业景气度下滑风险、测算具有主观性风险、交易异动风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,821.09	3,630.30	4,934.20	6,843.29	9,430.45
增长率(%)	26.50	28.68	35.92	38.69	37.81
EBITDA(百万元)	380.56	623.26	580.82	787.65	1,023.56
归属母公司净利润(百万元)	191.45	209.32	345.53	498.64	651.43
增长率(%)	(1.71)	9.34	65.07	44.31	30.64
EPS(元/股)	0.49	0.53	0.88	1.27	1.66
市盈率(P/E)	46.21	42.26	25.60	17.74	13.58
市净率(P/B)	5.03	2.86	2.67	2.47	2.26
市销率(P/S)	3.14	2.44	1.79	1.29	0.94
EV/EBITDA	11.35	7.75	14.29	10.40	8.66

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	电子/其他电子 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	22.58元
目标价格	元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	391.78
流通A股股本(百万股)	372.69
A股总市值(百万元)	8,846.43
流通A股市值(百万元)	8,415.25
每股净资产(元)	7.86
资产负债率(%)	43.83
一年内最高/最低(元)	24.00/9.81

## 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
包恒星	联系人
baohengxing@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

1. 伊戈尔：优秀电源及电源组件厂商，应用领域持续扩张.....	4
1.1. 实控人持股比例较高，其余股东持股相对分散。.....	4
1.2. 新能源产品受益于光伏高速增长，盈利能力呈上行趋势.....	5
1.3. 股权激励彰显信心，助力长期发展.....	6
1.4. 国内外产能持续扩充，贡献业绩增长动能.....	7
2. 电网升级趋势明确，AI 带动电力基础设施建设加速.....	7
2.1. 电网数字化和清洁能源转型推动全球电网升级.....	7
2.2. AI 带动数据中心用电需求增加显著.....	8
2.3. 电力紧缺叠加近岸外包带动需求增长，墨西哥电力基础设施建设加速.....	12
3. 变压器北美市场景气度高，规划海外产能有望加速出海.....	14
3.1. 变压器在电力系统发电、输电、配电、电能转换各环节起重要作用.....	14
3.2. 电力基础设施建设带动变压器市场成长，北美变压器市场景气度高.....	15
3.3. 国内变压器厂商出口美国比例低，供给短缺有望加速出海.....	17
3.4. 积极规划美国、墨西哥海外产能，有望充分受益于需求上行周期.....	17
4. 投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：伊戈尔 2+X 战略.....	4
图 3：公司主要产品.....	4
图 4：公司股权结构（截至 2024 年一季报）.....	5
图 5：2019-2023 年营收及增速.....	5
图 6：2019-2023 年归母净利润及增速.....	5
图 7：2019-2023 年分产品收入情况.....	5
图 8：2019-2023 年分产品毛利率.....	5
图 9：2019-2023 年公司费用率情况.....	6
图 10：2019-2023 年公司毛利率、净利率及扣非后净利率.....	6
图 11：2021Q3-2024Q1 公司单季度营收及增速.....	6
图 12：2021Q2-2024Q1 公司单季度归母净利润及增速.....	6
图 13：公司产能情况.....	7
图 14：全球电网投资规模（左图按照国家和地区区分，右图按照环节区分）.....	7
图 15：2011-2023E 年按地区和类别划分的电力行业年均投资.....	8
图 16：AI 带来算力结构变化，驱动数据中心从 MW 向 GW 升级.....	8
图 17：GPU 计算性能加速迭代，带动功耗增加明显.....	9
图 18：2022 年与 2026 年，传统资料中心、加密货币、AI 资料中心的能耗估计值.....	9
图 19：全球 Top 50 数据中心市场（按照电力消耗衡量）.....	10

图 20: 美国数据中心分布 .....	10
图 21: 美国数据中心电力和在建容量 .....	11
图 22: 一级市场/二级市场平均电价 .....	11
图 23: 典型 2N 数据中心机架的 TCO 拆分 .....	12
图 24: 2018-2023 年墨西哥 FDI 投资 .....	12
图 25: 墨西哥 FDI 投资国家分布 .....	12
图 26: 墨西哥 FDI 投资行业分布 .....	12
图 27: 墨西哥电力消费量 (TWh) .....	13
图 28: 墨西哥电力贸易进出口情况 .....	13
图 29: 墨西哥各来源发电量 .....	13
图 30: 电力系统环节 .....	14
图 31: 2021-2032E 变压器市场规模 (亿美元) .....	15
图 32: 电源和发电机升压 (GSU) 变压器交货时间 .....	16
图 33: 变压器价格变化 .....	16
图 34: 中国月度变压器出口金额及同比增速 .....	17
图 35: 中国变压器出口占美国变压器进口比例 (亿美元) .....	17
图 36: 历史 PE(TTM) .....	18
表 1: 2024 年股权激励计划业绩考核目标 .....	7
表 2: 基于 Nvidia GPU 的 AI 数据中心用电需求敏感性分析 .....	9
表 3: 北美前十大数据中心特点 .....	11
表 4: 国内变压器厂商对比 .....	15
表 5: 海外变压器厂商销售、订单和产能情况 .....	16
表 6: 盈利预测 (单位: 亿元) .....	18
表 7: 可比公司估值 .....	18

## 1. 伊戈尔：优秀电源及电源组件厂商，应用领域持续扩张

优秀电源及电源组件厂商，围绕“2+X”战略布局持续扩张应用领域。伊戈尔成立于1999年，2017年上市，总部位于中国佛山，公司专注于工业及消费领域用电源及电源组件产品的研发、生产及销售，产品可广泛应用于光伏发电、工业控制及照明领域。目前公司围绕“2+X”战略布局，以能源产品和照明产品为基础，同时积极布局车载电源、车载电感、通讯电源及储能等新的应用领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：伊戈尔 2+X 战略



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司主要产品覆盖能源类、信息类、照明类、孵化类产品。主要客户包括阳光电源、宜家、日立、明电舍、欧司朗、博世、罗克韦尔、施耐德、Kichler 等国内外头部企业。

图 3：公司主要产品

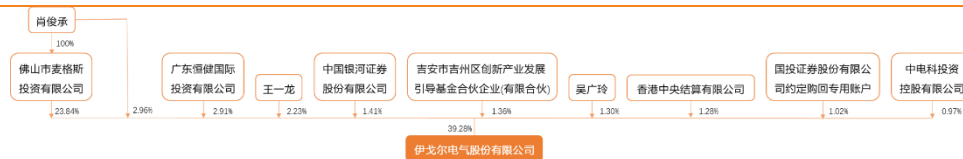


资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.1. 实控人持股比例较高，其余股东持股相对分散。

实控人持股比例较高，其余股东持股相对分散。公司董事长、总经理肖俊承通过佛山市麦格斯投资有限公司直接间接持有公司 23.84% 股权，直接持有公司 2.96% 股权，合计持股比例为 26.8%。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年一季度）

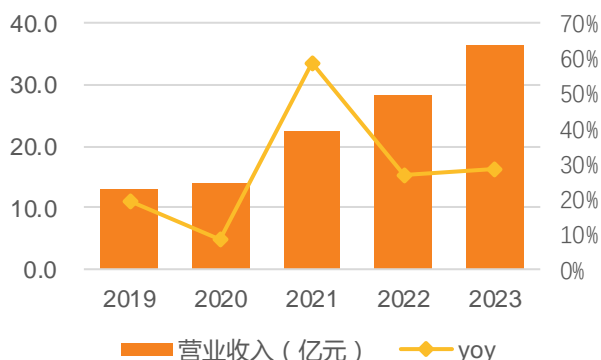


资料来源：wind、天风证券研究所

## 1.2. 新能源产品受益于光伏高速增长，盈利能力呈上行趋势

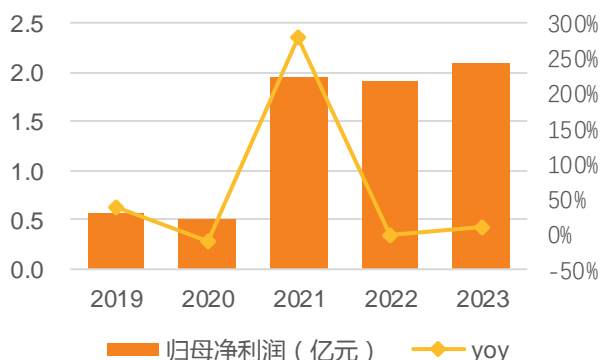
收入和利润稳健增长，新能源产品受益于光伏高速增长。2019-2023 年公司收入复合增速为 29%，归母净利润复合增速为 38%。从收入角度，能源产品受益于光伏储能行业高速增长，2020-2023 年收入复合增速为 56%，2021 年公司应用在光伏行业的收入快速增长，实现收入 6.9 亿，同比增长 136%，从细分产品结构上看，配套光伏发电升压并网变压器占比提升明显，从 2020 年 8% 提升到 38%；用于数据中心供电系统巴拿马电源的移相变压器开始逐步起量，增长势头良好，带动整个移相变压器产品实现销售收入 1.32 亿元，同比增长 89.80%；2022 年新能源产品收入实现了 12.7 亿元，同比增长 75.69%，光伏行业需求旺盛叠加公司持续深耕老客户、开发新客户，新能源订单呈现快速上升势头。同时公司积极拓展光伏智能箱式变电站、一体机等新产品的开发，2023 年能源产品整体维持较高增速；照明产品收入规模整体相对稳定，受下游需求有所波动。

图 5：2019-2023 年营收及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：2019-2023 年归母净利润及增速

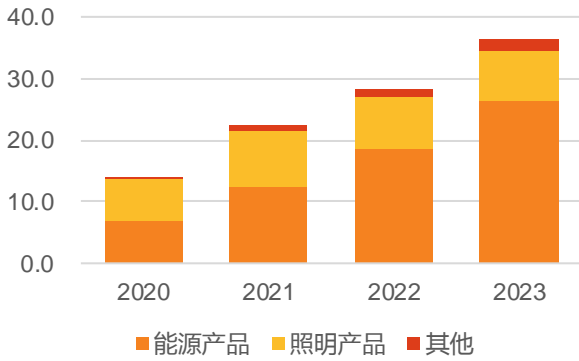


资料来源：wind、天风证券研究所

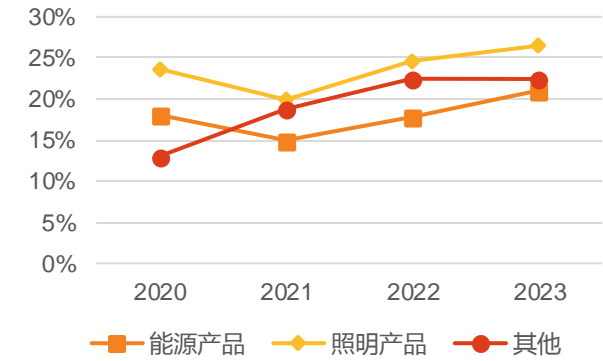
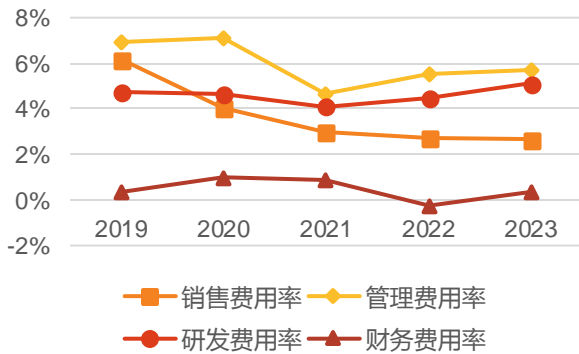
从毛利率角度，2021-2023 年公司能源产品、照明产品毛利率整体处于上行趋势。21 年受到原材料价格大幅度上涨影响毛利率承压，2022 年公司通过优化产品结构，部分产品售价与大宗商品联动、投入自动化设备及实施精益提效项目提升效率、降低人工成本占收入比重，同时也受汇率波动影响毛利率有所提升，2023 年受益于公司首个油浸式电力变压器数字化工厂全面投产、原有产线自动化程度不断提高以及持续的开展精益提效项目促进生产效率不断提升，人工成本、制造费用占收入比重持续下降；主要原材料价格下行带来的材料成本下降，公司毛利率进一步提升。

图 7：2019-2023 年分产品收入情况

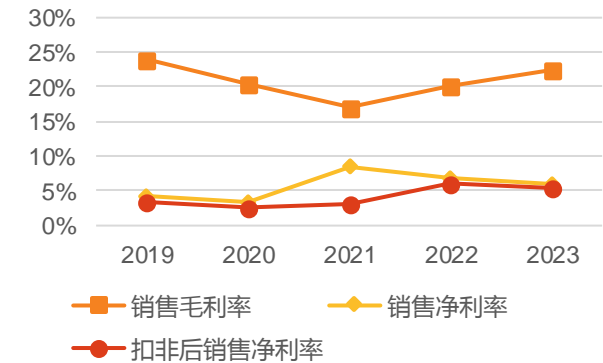
图 8：2019-2023 年分产品毛利率



资料来源: wind、天风证券研究所

**图 9: 2019-2023 年公司费用率情况**


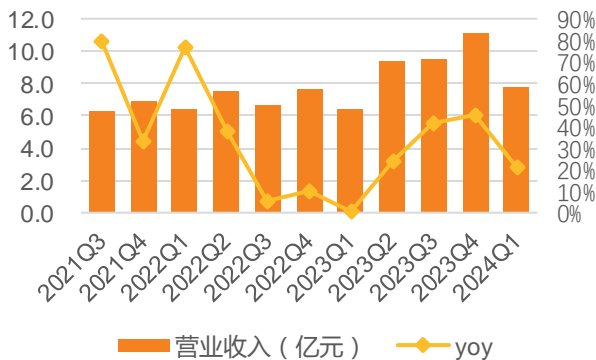
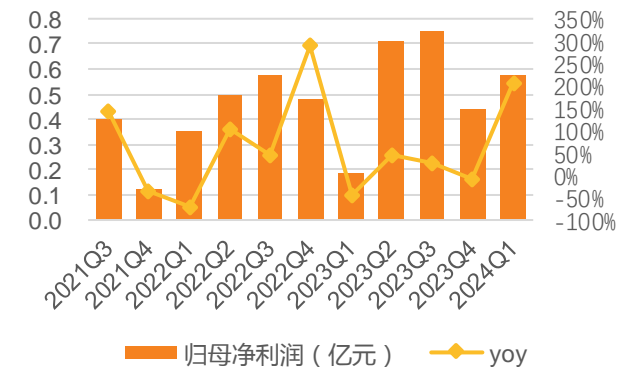
资料来源: wind、天风证券研究所

**图 10: 2019-2023 年公司毛利率、净利率及扣非后净利率**


资料来源: wind、天风证券研究所

资料来源: wind、天风证券研究所

24Q1 收入稳健增长, 毛利率表现突出。24Q1 公司实现收入 7.74 亿元, 同比增长 21.05%, 销售毛利率 24.2%, yoy+7.05pct, 环比下滑 0.41pct, 毛利率同比增长明显带动公司一季度利润高增长, 24Q1 公司实现归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 207%。铜是公司变压器的主要原材料, 大幅涨价一定会对公司成本端会产生影响, 部分产品公司会基于已有的在手订单适当锁定一部分大宗材料; 另外一些铜材占比较高的产品, 公司跟客户达成了联动刷价的机制, 当大宗材料波动到一定程度, 公司会调整价格, 但这种调价无法实时传导, 存在一定的滞后性。今年一季度的毛利率表现比较突出, 继续维持一季度的毛利率具有一定的挑战。

**图 11: 2021Q3-2024Q1 公司单季度营收及增速**

**图 12: 2021Q2-2024Q1 公司单季度归母净利润及增速**


资料来源: wind、天风证券研究所

资料来源: wind、天风证券研究所

### 1.3. 股权激励彰显信心, 助力长期发展

股权激励彰显信心, 助力长期发展。2024 年 5 月 15 日, 公司公布 2024 年股票期权与限制性股票激励计划, 拟授予激励对象的权益总计 670.00 万份, 约占截至 2024 年 4 月 26 日公司股本总额 39,178.1691 万股的 1.71%。其中, 首次授予的权益为 585.00 万份, 约占截至 2024 年 4 月 26 日公司股本总额 39,178.1691 万股的 1.49%, 占本激励计划拟授出全

部权益数量的 87.31%；预留 85.00 万份，约占截至 2024 年 4 月 26 日公司股本总额 39,178.1691 万股的 0.22%，占本激励计划拟授出全部权益数量的 12.69%。2024 年股权激励计划首次授予激励对象共计 311 人，占公司截至 2023 年 12 月 31 日员工总数 2,775 人的 11.21%，覆盖高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。

表 1：2024 年股权激励计划业绩考核目标

行权/解除限售期	业绩考核目标
第一个行权/解除限售期	公司需满足下列条件之一：1、以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 25%；2、以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2024 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 30%。
第二个行权/解除限售期	公司需满足下列条件之一：1、以公司 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 50%；2、以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2025 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 60%。
第三个行权/解除限售期	公司需满足下列条件之一：1、以公司 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 80%；2、以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数，2026 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 90%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 1.4. 国内外产能持续扩充，贡献业绩增长动能

国内外产能持续扩充，贡献业绩增长动能。23 年投资建设了安徽生产基地，主要生产新能源产品，为大客户提供近距离的产品和服务，预计 24Q2 内投产；23Q4 新规划了墨西哥工厂，主要生产新能源产品，目前正在建设中，预计 25H2 建成投产；22 年定增的募投项目落地在江西吉安，23H2 开始建设，预计要到 25/26 年后陆续投产；其他地区还有一些小型的扩产计划，国内外均有涉及。

图 13：公司产能情况



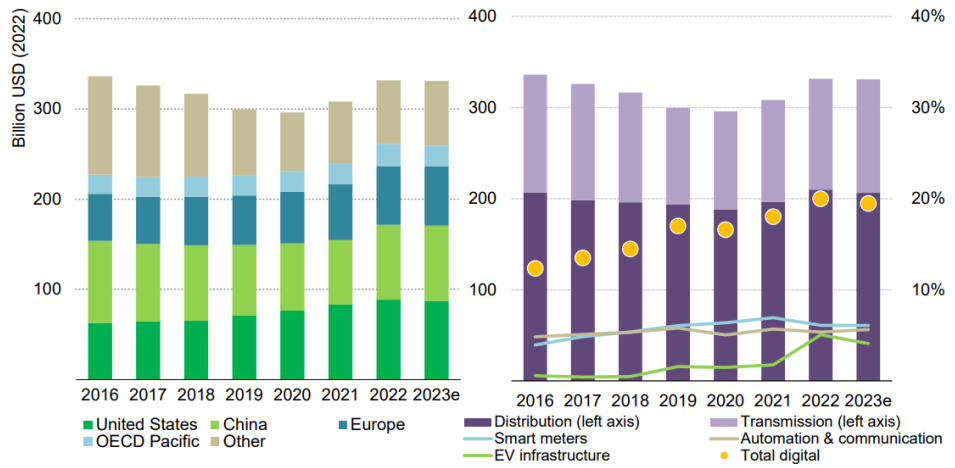
资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 2. 电网升级趋势明确，AI 带动电力基础设施建设加速

### 2.1. 电网数字化和清洁能源转型推动全球电网升级

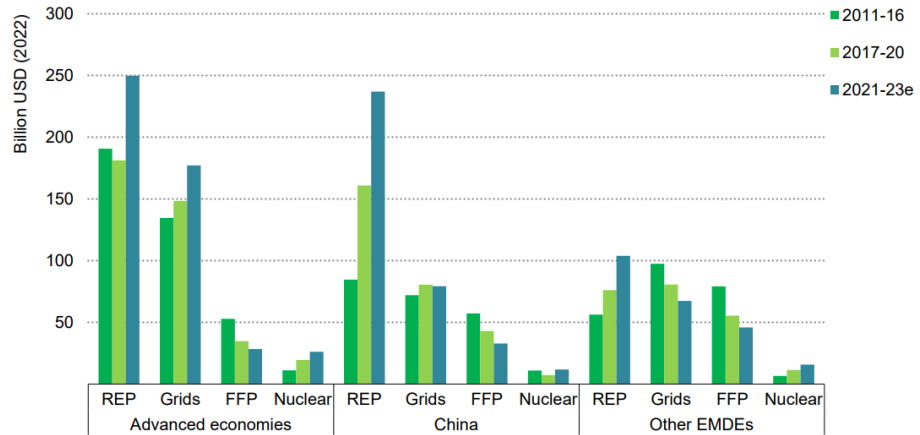
受电网数字化和清洁能源转型驱动，发达国家和中国对于电网投资力度持续增加。发达经济体和中国对电网的投资持续增加，数字化支出占比不断上升。发达经济体和中国在可再生能源发电和电网方面处于领先地位，而许多其他新兴市场和发展中经济体则难以以为清洁和安全的能源转型筹集足够的资金。

图 14：全球电网投资规模（左图按照国家地区区分，右图按照环节区分）



资料来源：IEA、天风证券研究所

图 15：2011-2023E 年按地区和类别划分的电力行业年均投资



资料来源：IEA、天风证券研究所

## 2.2. AI 带动数据中心用电需求增加显著

AI 带来算力结构变化，驱动数据中心从 MW 向 GW 升级。目前大型数据中心的总功率约为 180-200MW,主要由传统 CPU 负载构成。随着 GPU 负载占比从 10%升至 70%,同等规模数据中心的总功率将攀升至 650MW。根据台达电子预计，未来五年内,单个 GPU 机架功率可能达到 400-600kW,推动整个数据中心总功率突破 1GW 大关。

图 16：AI 带来算力结构变化，驱动数据中心从 MW 向 GW 升级



资料来源：英伟达官网、台达电子、天风证券研究所

AI 带动数据中心算力和功耗显著增加。GPU 芯片性能呈现快速上升趋势，目前 GPU 计算性能每两年翻倍，远超过目前 CPU 算力迭代速度，带动系统功耗快速提升。我们预计今年 GPU 模组出货量 400 万颗，假设远期存量 GPU 数量为 1600 万颗，按照单颗 GPU 对应



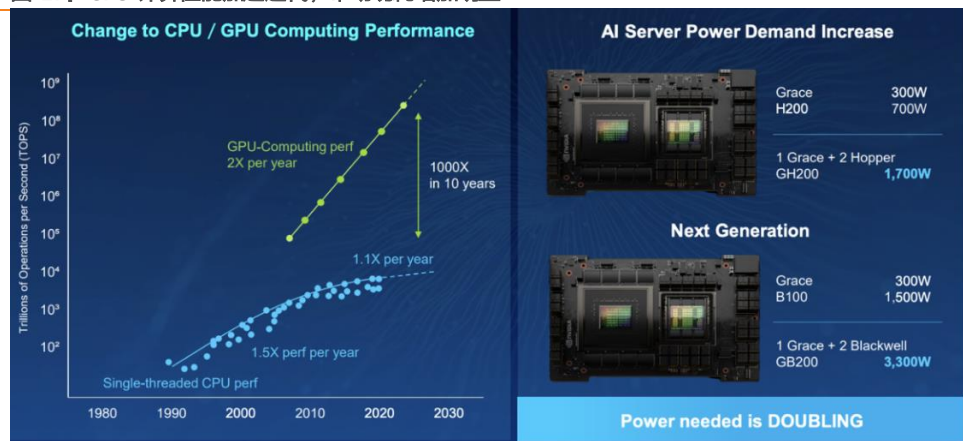
IT 设备功耗为 1.5kW 计算，IT 设备功耗占数据中心比重为 45%测算，未来 AI 数据中心功耗为 4672 亿 kWh，约占 2023 年美国整体用电需求的 12%，约为 2022 年数据中心、AI、加密货币电力需求 460TWh 的 102%，若按照北弗吉尼亚州数据中心电价中间值 0.07 美元/kwh 测算，AI 数据中心每年电力成本约 327 亿美元。

表 2：基于 Nvidia GPU 的 AI 数据中心用电需求敏感性分析

	1200	1600	2000	2400
基于 Nvidia GPU 的 AI 数据中心用电量（亿 kWh/年）				
1.2	2803	3738	4672	5606
1.3	3037	4049	5061	6074
1.4	3270	4361	5451	6541
1.5	3504	4672	5840	7008
1.6	3738	4983	6229	7475
1.7	3971	5295	6619	7942
基于 Nvidia GPU 的 AI 数据中心用电量占 2023 年美国用电总需求比重				
kw/万颗	1200	1600	2000	2400
1.2	7.0%	9.3%	11.7%	14.0%
1.3	7.6%	10.1%	12.7%	15.2%
1.4	8.2%	10.9%	13.6%	16.4%
1.5	8.8%	11.7%	14.6%	17.5%
1.6	9.3%	12.5%	15.6%	18.7%
1.7	9.9%	13.2%	16.5%	19.9%

资料来源：Nvidia、eia 官网、servethehome 官网、前瞻产业研究院官网、T 客邦官网、天风证券研究所

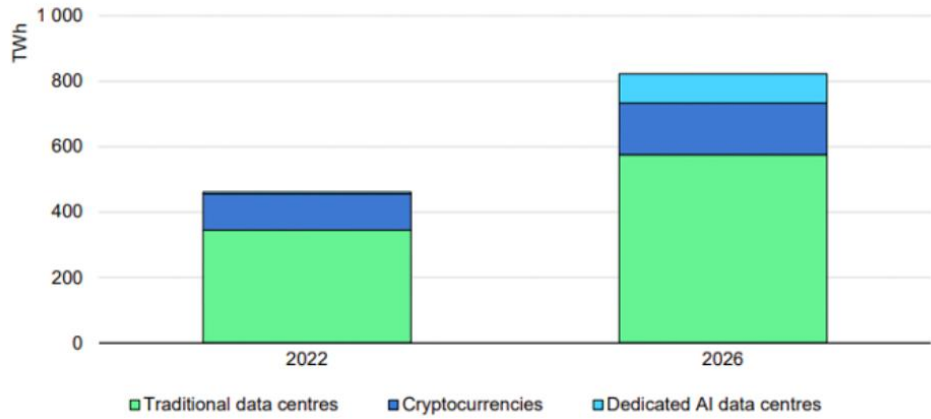
图 17：GPU 计算性能加速迭代，带动功耗增加明显



资料来源：英伟达官网、台达电子、天风证券研究所

全球数据中心、人工智能和加密货币带动用电需求增加显著。国际能源署（IEA）发表的一份报告显示，2022 年全球数据中心、人工智能和加密货币的耗电量达到 460TWh，占全球能耗的近 2%。IEA 预测，在最糟糕的情况下，到 2026 年这些领域的用电量将达 1000 TWh，与整个日本的用电量相当。

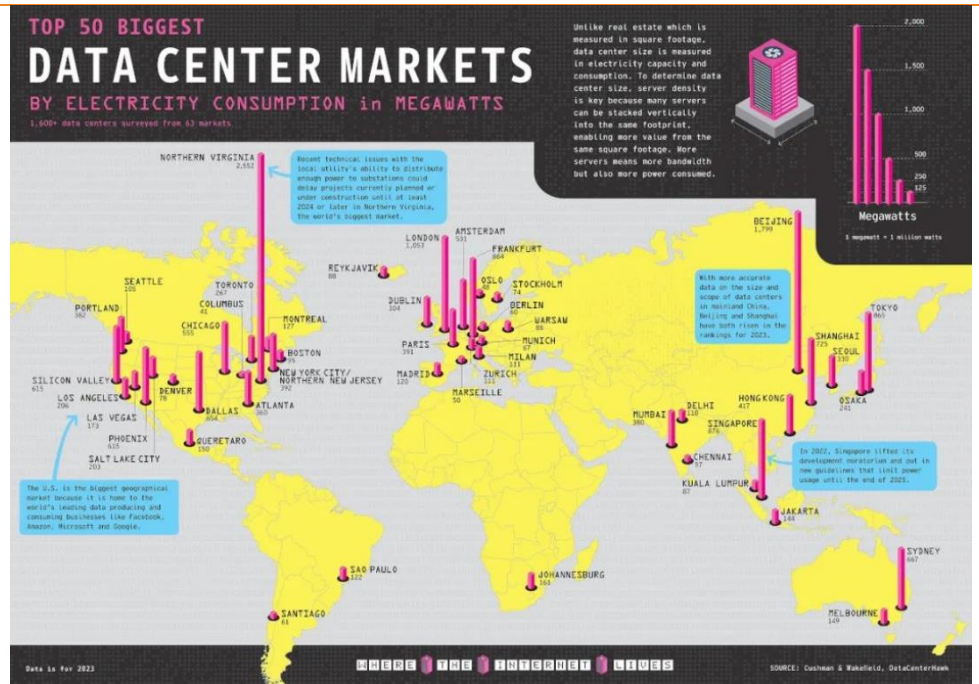
图 18：2022 年与 2026 年，传统资料中心、加密货币、AI 资料中心的能耗估计值



资料来源: IEA、电脑王、天风证券研究所

数据中心主要集中在美国、欧洲、亚洲，美国是数据中心最大的市场。美国北弗吉尼亚州拥有近 300 个数据中心，包括许多亚马逊（AWS）服务器，是世界上最大的数据中心聚集地。2023 年，北弗吉尼亚州数据中心的总功耗为 2552 兆瓦，是达拉斯（654 兆瓦）和硅谷（615 兆瓦）的四倍。

图 19: 全球 Top 50 数据中心市场 (按照电力消耗衡量)



资料来源: 北极星电力软件网、天风证券研究所

美国数据中心集中在东西海岸，后续有望往中部地区转移，同时伴随 AI 等新需求催生用电需求，美国未来电网建设有望加速。据国际能源署（IEA）统计，在 2022 年美国拥有 2700 座数据中心，消耗了全国用电量的 4%，预计 2026 年用电量占比将达到 6%。随着美国东西海岸用地越发紧张，数据中心逐步向爱荷华州、俄亥俄州等中部地区转移，但这些二线地区原有的产业并不发达，电力供应可能无法满足需求。2024 年 5 月 14 日，美国联邦能源管理委员会(FERC)最终敲定了旨在加快建设未来电网的规定，批准了至少 10 年来最大规模的电网改革。这些新规定旨在加快未来电网的建设，以适应不断增长的能源需求，特别是由于人工智能和其他技术的发展所导致的能源需求激增，并提高电网对极端天气事件的抵御能力。

图 20: 美国数据中心分布



资料来源: dgtlinfra、天风证券研究所

表 3: 北美前十大数据中心特点

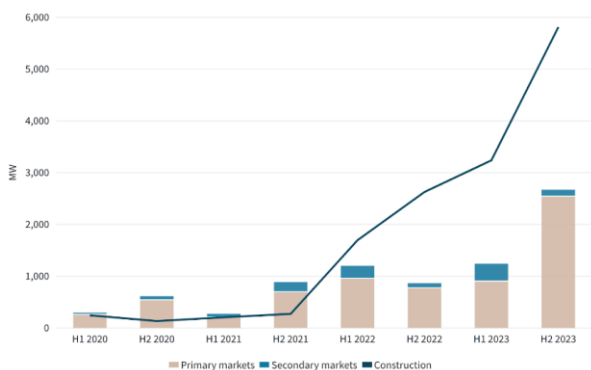
#	位置	数量 (个)	用电量 /MW	电力供应商	电费 (美元/kWh)	零售主机托管	批发数据中心	云/超大规模
1	北弗吉尼亚州	300	3,945	Dominion Energy/NOVEC	0.06-0.08	Equinix/CoreSite、Centersquare/DataBank	Digital Realty/CyrusOne/CloudHQ/NTT	AWS/Azure/Google Cloud/Meta
2	凤凰	100	1,380	APS	0.065-0.075	Digital Realty/phoenix NAP/Centersquare/Flexential	CyrusOne/Iron Mountain/Aligned Data Centers/Compass Datacenters	Azure/Oracle Cloud/Meta/Apple
3	达拉斯	150	1,125	ERCOT	0.05-0.065	Equinix/DataBank/Flexential/Centersquare	Digital Realty/CyrusOne/QTS Data Centers/STACK Infrastructure	IBM/Google Cloud/Meta/AWS
4	亚特兰大	80	1,065	南方公司	0.05-0.06	Equinix/DataBank/Flexential/Switch	QTS 数据中心/Digital Realty/STACK 基础设施、Serverfam	Azure/Google/Meta/X/Uber
5	芝加哥	110	805	Commonwealth Edison	0.065-0.07	Equinix/CoreSite/Centersquare/TierPoint	Digital Realty/CyrusOne/QTS Data Centers/STACK Infrastructure	Azure/Meta/AWS/Apple
6	北加州 (硅谷)	160	790	PG&E/SVP	0.1-0.15	Equinix/CoreSite/Centersquare/Cologix	Digital Realty/Vantage Data Centers/STACK Infrastructure/NTT Global Data Centers	AWS/Azure/阿里云/Oracle Cloud
7	波特兰 (包括希尔斯伯勒)	50	540	PGE/PacifiCorp	0.05-0.07	Digital Realty/EdgeConnect/H5 数据中心/Digital Fortress	NTT 全球数据中心/QTS 数据中心/Flexential/STACK 基础设施	AWS/Google/Meta/Apple/X/TikTok
8	纽约和新泽西	145	450	ConEd/ PSE&G/FirstEnergy	纽约州: 0.14-0.16; 新泽西州: 0.1-0.12	Equinix/DataBank/TierPoint/1547 企业社会责任	Digital Realty/QTS Data Centers/CyrusOne/Iron Mountain	/
9	西雅图 (包括昆西)	70	395	Seattle City Light, Grant County PUD and Douglas County PUD	Seattle 0.07-0.08; 昆西 0.028-0.035	Digital Realty/Equinix/Centersquare/Digital Fortress	Sabey 数据中心/Vantage 数据中心/H5 数据中心/CyrusOne	Azure/Google
10	洛杉矶	65	220	SCE	0.14-0.18	CoreSite/Equinix/Centersquare	Digital Realty/Serverfarm/Prime 数据中心	谷歌云
总	—	1,230	10,715					

资料来源: dgtlinfra、天风证券研究所 (更新时间截止到 2024 年 4 月)

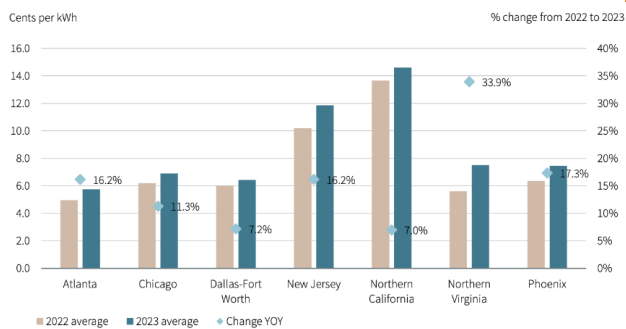
2023H2 北美有 5.3 吉瓦的新数据中心容量正在建设中，在建容量接近翻倍，电力基础设施建设加速。2023 年起，一级市场的电价平均上涨了 15.6%，二级市场的电价平均上涨了 9%，电力成本的上涨也带动数据中心的运营成本增加，对 IDC 服务商而言，电力成本占整体支出中的 20%，电力市场扩容需求紧迫。分市场来看，全美第一大数据中心市场北弗吉尼亚州 2023 年电价上涨 34%，电价上涨幅度大幅领先其他地区。2023H2 北美数据中心在建容量接近翻倍，电力基础设施建设加速。

图 21: 美国数据中心电力和在建容量

图 22: 一级市场/二级市场平均电价

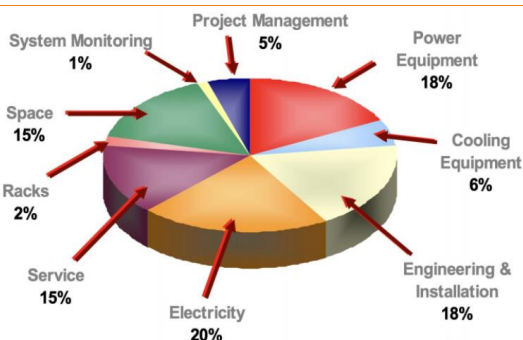


资料来源: JLL research、天风证券研究所



资料来源: JLL research、天风证券研究所

图 23: 典型 2N 数据中心机架的 TCO 拆分

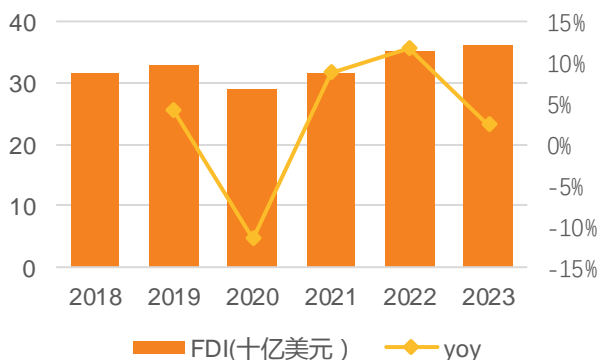


资料来源: APC legendary reliability、天风证券研究所

### 2.3. 电力紧缺叠加近岸外包带动需求增长，墨西哥电力基础设施建设加速

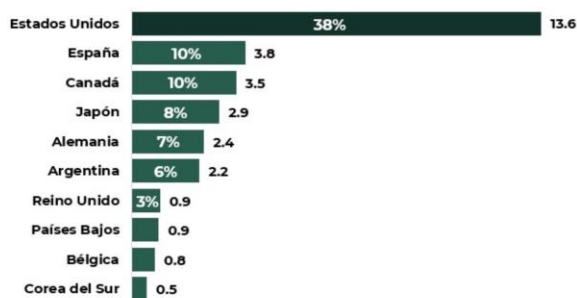
墨西哥成为美国及中南美洲重要的区域制造中心，2023 年墨西哥 FDI 创新高。墨西哥与全球最大市场美国接壤，占有地缘优势；加上生产与人力成本较美国低廉、又享有美墨加协定（USMCA）零关税优势，已成为全球科技大厂布局美加墨市场，特别是新兴电动车业者布局的首选。2023 年底，墨西哥的外国直接投资（FDI）创历史新高，超过 360 亿美元，美国是墨西哥 FDI 主要投资国，2023 年占整体 FDI 比重为 38%，制造业为投资重点，2023 年占整体 FDI 比重为 50%。

图 24: 2018-2023 年墨西哥 FDI 投资



资料来源: 墨西哥经济部、天风证券研究所

图 25: 墨西哥 FDI 投资国家分布



资料来源: 墨西哥经济部、天风证券研究所

图 26: 墨西哥 FDI 投资行业分布

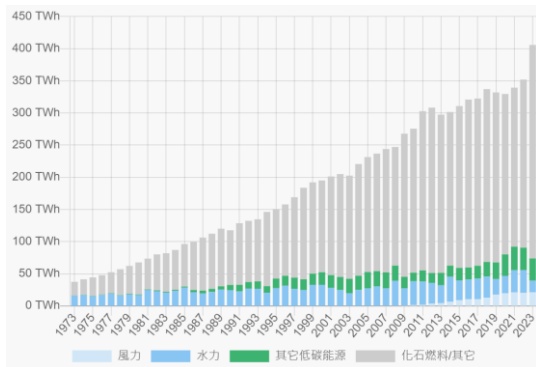


资料来源：墨西哥经济部、天风证券研究所

墨西哥市场受惠于地理位置优势有望成为北美数据中心近岸外包的首选，带动墨西哥数据中心及配套电力基础设施建设。根据 MEXDC 预计，未来五年内，数据中心、主机托管和云市场将直接投资 91.92 亿美元。带动 275.76 亿美元的间接投资。目前有 109 个数据中心在运营，另外 21 个处于建设阶段，此外还有 7 个数据中心将在未来五年内宣布。在能源方面，预计在墨西哥运营的数据中心消耗 111.5 兆瓦，正在建设中的数据中心将需要 475.7 兆瓦，宣布的基础设施将需要 1,017 兆瓦，在未来五年内，该国的数据中心行业将需要 1,492.7 兆瓦的能源生产和分配。

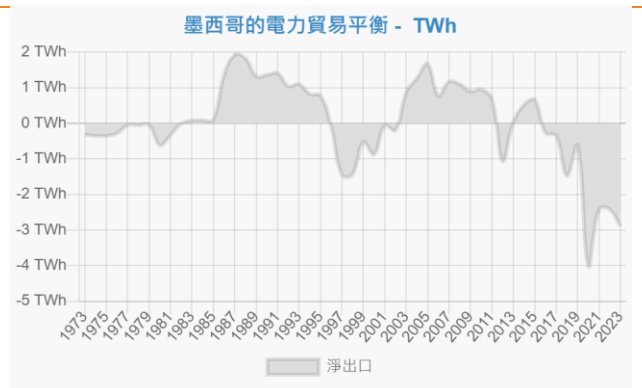
墨西哥电力整体处于供给紧缺状态，高峰期用电瓶颈问题明显。2023 年墨西哥电力消费量为 405.8TWh，墨西哥发电量为 354TWh，整体电力供给处于紧缺状态，高峰期电力瓶颈明显，2024 年 5 月受到国内反常高温天气影响，墨西哥多地面临停电，按照墨国家能源控制中心的说法，墨全国 32 个州中大约有 20 个州 7 日受到轮流停电影响，持续 5 小时左右。8 日上午，墨全国净电力需求总计约为 44.9 千兆瓦，仅略低于 45.0 千兆瓦的净发电量。

图 27：墨西哥电力消费量 (TWh)



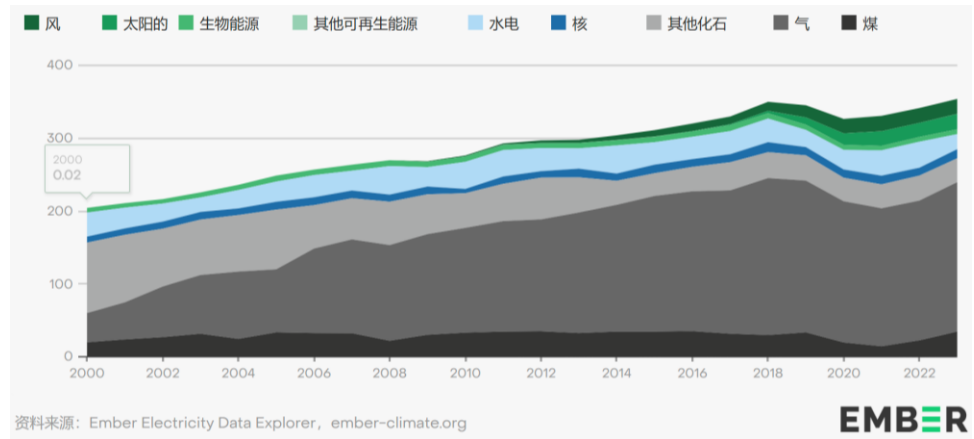
资料来源：lowcarbonpower 网、天风证券研究所

图 28：墨西哥电力贸易进出口情况



资料来源：lowcarbonpower 网、天风证券研究所

图 29：墨西哥各来源发电量



资料来源: EMBER、天风证券研究所

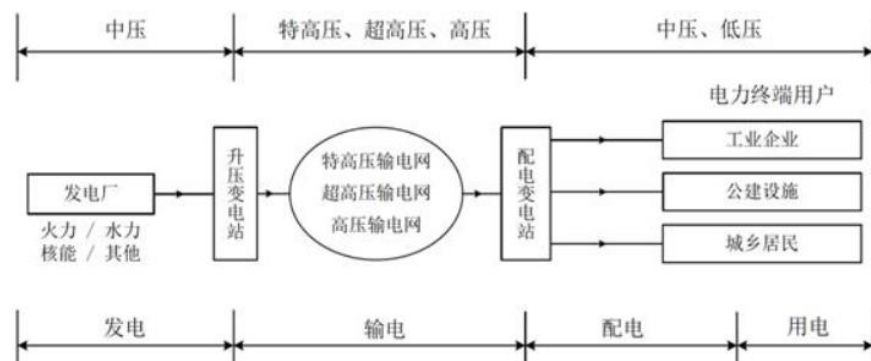
承接美国制造业带动墨西哥用电需求增长，墨西哥能源协会估计未来 15 年需要投资 1200 亿美元应对不断增长的电力需求。墨西哥能源协会预测，2022 年至 2032 年间墨西哥用电量年均增速将达到 3%，其中主要承接美国制造业的新莱昂州、塔毛利帕斯州、科阿韦拉州的年均增速将达 3.3%，占总需求的 20%。再加上用电大户特斯拉及相关配套企业逐步落户新莱昂州首府蒙特雷，东北部地区用电需求还将大幅攀升。墨西哥输配电网建设落后。墨西哥竞争力研究所的报告显示，负责全国电力基础设施建设的联邦电力委员会长期忽视输配电网改造和智能化建设，2017 年至 2021 年间只投入预算的 4.1%用于电网建设，其中又只有 1.6%用于新输电项目，其余多用于线路运营维护，5 年间墨西哥输电线路只新增 3.1%，变电站数量只增加约 5%。根据墨西哥能源协会（AME），为了满足不断增长的需求，包括来自墨西哥近岸公司的需求，政府将需要在未来 15 年内投资 1200 亿美元，即每年 80 亿美元用于发电和输电。

### 3. 变压器北美市场景气度高，规划海外产能有望加速出海

#### 3.1. 变压器在电力系统发电、输电、配电、电能转换各环节起重要作用

变压器是利用电磁感应的原理来改变交流电压的装置，包括运行在主干电网的电力变压器和运行在终端的配电变压器两大部分，主要构件是初级线圈、次级线圈和铁心。变压器是电力行业中非常重要的组成部分，其主要功能有电压变换、电流变换、阻抗变换、隔离、稳压（磁饱和变压器）等，在发电、输电、配电、电能转换等各个环节都起着重要的作用。以我国电力系统为例，发电机输出的中压电能需经变电环节升至 110kV ~ 1000kV，方能实现大规模、低线损的远距离输电，电能输送至用电区域后需降至 110kV ~ 10kV 分配和接入工业企业、公建设施等用电负荷较大的终端用户，最后再降至低压 380/220V 分配和接入低压用户。原则上，220kV 及以上电压等级为输电电压，集中应用在输电环节；110kV 连接输电与配电两大领域，处于电能由输电向配电的转换环节；10kV、20kV 和 35kV 为中压配电电压，其中 10kV 是我国应用最广的配电电压等级。

图 30：电力系统环节



资料来源: 江苏华辰招股说明书、天风证券研究所

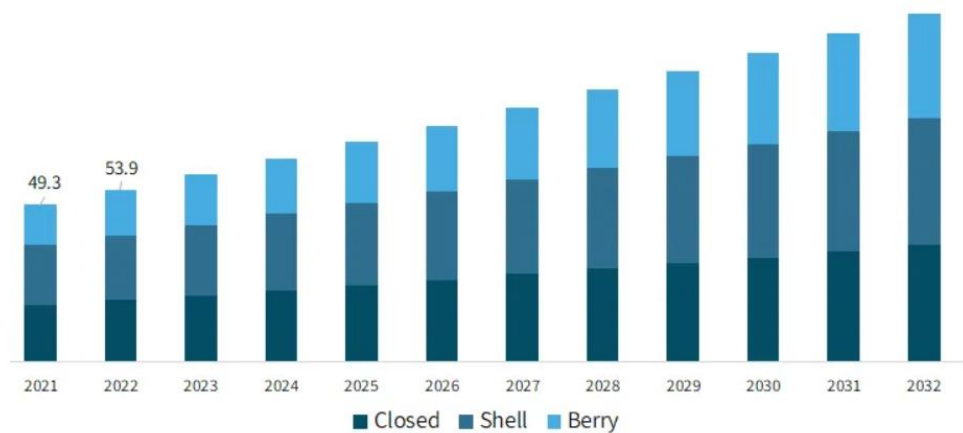
变压器按照冷却方式分为干式变压器和油浸式变压器。干式变压器依靠空气对流进行自

然冷却或增加风机进行冷却，绝缘介质一般为环氧树脂或 Nomex 纸，一般用于综合建筑内（地下室、楼层中、楼顶等）及人员密集等要求防火、防爆的场所。油浸式变压器依靠变压器油作冷却介质和绝缘介质，根据防火防爆要求，油浸式变压器一般安装在独立的变压器室内或室外。

### 3.2. 电力基础设施建设带动变压器市场成长，北美变压器市场景气度高

可再生能源的大规模整合、新兴经济体中不断增加的电气化计划、AI 等创新催生新的电力需求有望电力需求不断增长，带动变压器市场成长。根据 GMI，2023 年全球变压器市场规模为 588 亿美元，同比增长 9%，预计 2024-2032 年全球变压器市场规模复合增速为 7%。2023 年，工业配电变压器市场规模为 72 亿美元，同比增长 11%，占整体变压器市场比重为 12%，GMI 预计 2032 年全球配电工业变压器市场规模有望提升至 160 亿美元，2024-2032 年市场规模复合增速为 9.1%。

图 31：2021-2032E 变压器市场规模（亿美元）



资料来源：GMI、天风证券研究所

输配电设备制造商在输电市场和配电市场两个电力系统领域呈现不同的竞争态势，输电市场基数壁垒较高，主要是海外厂商、特变电工、中国西电等国内企业为主，配电市场竞争激烈，格局分散。输电市场领域，即高压、超高压和特高压电力系统领域（电压在 110kV 及以上等级），由于技术壁垒、行业进入和资金门槛都较高，国内生产企业较少，竞争主体主要体现在 ABB、西门子、三菱电工等在国内的合资企业、国内传统大型企业以及新加入该领域的企业之间，竞争日趋激烈。特变电工、中国西电等国内企业通过提高自身技术水平，兼并优良资产，迅速扩大生产规模，逐步成为我国输配电设备制造的中坚力量。在配电市场领域，国内中小生产企业众多，各企业生产能力和技术水平差异较大，大部分企业主要生产中高端产品，仅有少部分拥有研发创新能力及自主知识产权的规模较大优势企业面向中高端市场，市场竞争较为激烈。

表 4：国内变压器厂商对比

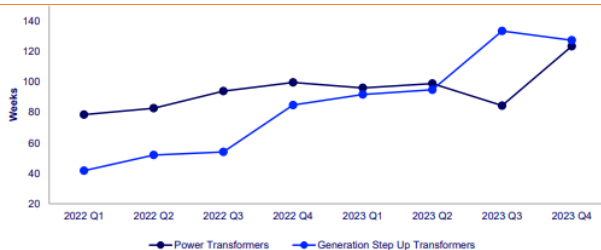
股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	输电变 压器 (110kV 及以上)	2023 年 收入 (亿 元)	2023 年 电力变 压器相 关收入 (亿元)	2024 年电 力变 压器相 关收入 增速	2023 年 电力变 压器相 关毛 利率	2024 年 电力变 压器相 关毛 利率变 动 (pct)	业务占 比	海外收入 占比	海外业务 毛利率	24Q1 收 入 (亿 元)	24Q1 收 入增 速 (%)	24Q1 毛 利率 (%)
601179.SH	中国西电	351.12	✓	210.51	78.23	40.31%	8.47%	0.89	38%	11%	14%	47.11	(2.94)	17.85
000400.SZ	许继电气	279.21	×	170.61	31.41	14.25%	16.26%	1.32	18%	1%	20.02%	28.10	(15.09)	18.27
600550.SH	保变电气	79.37	✓	34.62	33.89	1.51%	13.49%	-6.27	98%	4%	10%	6.71	15.14	18.57
002922.SZ	伊戈尔	80.79	×	36.30	26.27	42.32%	21.05%	3.31	72%	27%	30.90%	7.74	21.05	24.20
000533.SZ	顺钠股份	26.73	×	20.67	20.64	17.87%	21.50%	0.95	100%	8%	/	4.53	12.41	22.62
688676.SH	金盘科技	247.39	×	66.68	61.41	36.36%	/	/	92%	18%	/	13.05	0.60	25.39
002112.SZ	三变科技	26.05	✓	17.22	16.79	34.33%	18.85%	2.25	98%	1%	37.95%	3.24	37.09	21.30

002350.SZ	北京科锐	28.74	×	19.53	18.35	-11.40%	14.00%	4.3	94%	0.06%	/	2.71	13.33	14.35
300444.SZ	双杰电气	57.50	✓	31.40	5.10	-10.04%	15.80%	5.05	16%	2.39%	27%	10.02	32.62	21.01

资料来源：各公司公告、各公司官网、人民网、天风证券研究所（市值数据截至 2024 年 5 月 17 日）

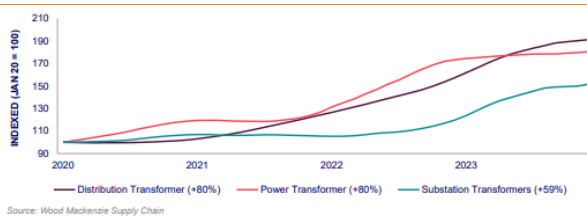
美国变压器供给持续短缺，交付时间较长，价格维持高位。在过去的两年里，变压器的交货时间一直在增加，从 2021 年的约 50 周增加到 2024 年的平均 120 周。大型变压器，包括变电站电源和发电机升压（GSU）变压器，交货时间从 80 周到 210 周不等，一些制造商已经宣布了扩大产能以满足不断增长的需求的计划，根据公司投资者调研纪要，目前配电变压器的交付周期从去年 9 月的 2 年+缩短至 30-60 周，但是北美市场配电变压器需求景气度较高。受到原材料价格上涨叠加供不应求，变压价格呈现持续上涨趋势，相比于 2020 年年初，配电变压器、电力变压器、箱式变压器价格分别上涨了 80%+、80%+、59%+。

图 32：电源和发电机升压（GSU）变压器交货时间



资料来源：Wood Mackenzie、天风证券研究所

图 33：变压器价格变化



资料来源：Wood Mackenzie、天风证券研究所

### 海外电力设备厂商电力相关业务收入和订单强劲成长，需求强劲，伊顿电气/WEG/西门子启动变压器产能扩张计划。

表 5：海外变压器厂商销售、订单和产能情况

公司名称	最新季度收入	最新季度订单	景气度指引	收入指引	数据中心观点	产能扩充情况
伊顿电气	24Q1 实现收入 59 亿美元，同比增长 8%，其中美洲电气实现收入 27 亿美元，同比增长 17%	订单超预期，包括美洲和全球的电力公司订单增长强劲，12 个月滚动基础上电气总订单增长 7%，电力积压订单创纪录，增长 27%。数据中心过去 12 月的订单增长翻倍以上。	BBratio 显示需求强劲，目前正处于早期阶段，公司所处的市场未来几年保持强劲。	预计 24Q2 收入增长 6.5 - 8.5%，预计 2024 年全年收入增长 7-9%，美国电气增长 10-12%，全球电气增长 2.5-4.5%	2022-2025 年数据中心电力整体市场将会以 25%的复合增速增长。	计划额外投资 10 亿美元解决产能瓶颈，2023 年 8 月公司宣布对其北美制造和运营进行投资，以支持对其电气解决方案不断增长的需求，投资超过 5 亿美元
WEG	24Q1 实现收入 80 亿巴西雷亚尔，同比增长 4.4%，其中 GTD 业务巴西以外的市场成长了 41.4%，主要受益于可再生能源的变压器出货量增长和美国电网升级	/	国际市场，电力发电、传输、配电领域需求良好，过去几个季度订单组合强劲，公司持续在北美传输配电领域交付	/	/	2023 年 12 月公司宣布将在未来三年内投资 12 亿雷亚尔，以扩大巴西、墨西哥和哥伦比亚的变压器产能。公司专注于其运营的主要市场，计划将产能提高约 50%，预计工程将在 2026 年 12 月完成
西门子能源	电网业务收入 Q2 收入达到 22 亿欧元，同比增长 26%	电网的订单增长强于预期，强劲的订单正在转化为收入的增长和利润率的提升，第二季度电网业务订单规模为 37 亿欧元，同比增长 27%，积压订单达到创纪录的 300 亿欧元	BB ratio 为 1.7	上调全年收入预期，预计 FY24 收入同比增长 10-12%（前期指引为 3%-7%），预计电网业务收入增长 32-34%（前期指引为 18-22%）		公司已经在一段时间前就开始提高应对网络技术增长的能力。在过去的几个月里，公司已经在美国和印度启动新的变压器工厂扩建计划。
通用电气	收入同比增长 21%	本季度电气化业务订单是 36 亿美元，同比下滑 10%，主要是 23 年同期大客户 HVDC 订单带动基数增长	电气化是公司增长最快的部门，随着客户的现代化建设和对电网的投资，盈利增长继续加速，对变压器和开关设备等产品需	预计全年收入在 340-350 亿美元，其中电气化业务预计会受益于持续强劲的需求和有利的价格，更高的产量和价格以及生产力效益，实	电气化设备都是至关重要的。无论是变压器还是数据中心内部的电气设备，都提供了真正发展业务的真正机会，中期的需求	/



求巨大，这些产品是  
确保可靠的电力系统  
和连接新一代的关键。  
短周期订单展现出高  
个位数的改善，改善  
来源于数据中心、公  
用事业，智能建筑，  
美国市场表现强劲，  
中国市场也显现出积  
极信号

现低两位数的有机收入  
增长。  
肯定是真实的  
增长。  
展望第二季度，预计电  
气化可比收入的增长率  
将高于第一季度，运营  
EBITA 利润率将依次  
小幅上升

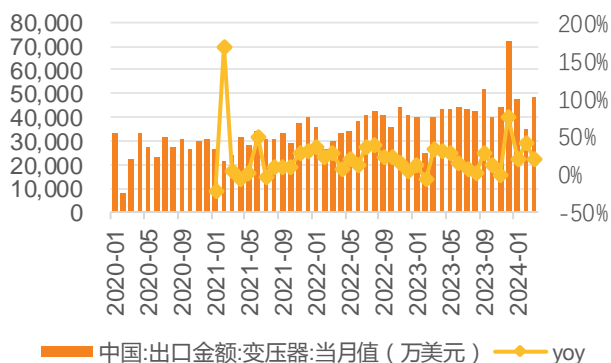
电气化业务表现优  
秀，实现 6%的可比收  
入增长

资料来源：各公司官网、各公司公告、季度法说会 transcript、彭博、天风证券研究所

### 3.3. 国内变压器厂商出口美国比例低，供给短缺有望加速出海

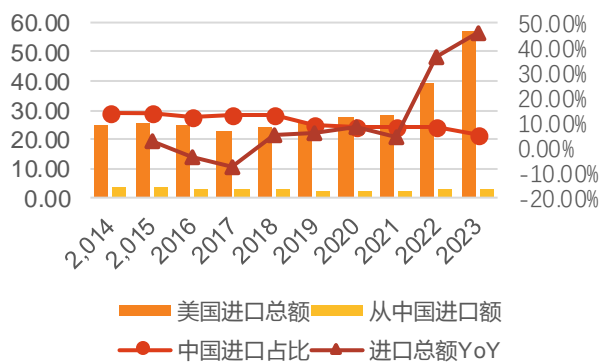
中国变压器出口占美国变压器进口比例低，供给短缺背景下，有望加速国内厂商出海。2020/2021/2022/2023/2024 年 1-3 月国内变压器出口金额达到 32.7/36.7/44.4/53.2/13.1 亿美元，24Q1 同比增长 25%，持续验证变压器景气趋势。中国变压器出口美国变压器占美国变压器进口比例低，成长空间广阔。根据 USA Trade Online 数据，2020/2021/2022/2023 年中国出口美国变压器金额占美国变压器进口金额比重分别为 8.63%/7.95%/7.97%/5.23%，占比较低，成长空间广阔。

图 34：中国月度变压器出口金额及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 35：中国变压器出口占美国变压器进口比例（亿美元）



资料来源：USA Trade Online、天风证券研究所

### 3.4. 积极规划美国、墨西哥海外产能，有望充分受益于需求上行周期

公司现已初步建成辐射美国、日本、欧洲和东南亚等全球主要国家和地区的销售网络，海外生产基地产能布局有望充分受益于需求上行周期。**墨西哥**：2023 年 10 月公司宣布拟用自有资金或自筹资金向公司的全资子公司 Eaglerise E&E (USA), Inc. 新增投资总额不超过 8,600 万美元，用于在墨西哥科阿韦拉州萨尔蒂约市投资新建生产基地。墨西哥生产基地规划的产品主要为新能源产品，将利用国内数字化工厂的成功经验在墨西哥打造自动化水平更高的数字化工厂。投资新建墨西哥生产基地有助于优化公司全球供应链，也将有助于提升品牌形象，持续拓展全球商机，同时墨西哥作为美国“近岸”国家，贸易政策、物流、劳动力优势突出，在墨西哥投资新建生产基地，能够更加接近北美地区客户，更好推动公司在北美开拓新客户，提升公司在北美市场的供应链稳定性及时性；**美国达拉斯基地**：美国达拉斯基地规划的产品为配电变压器等，主要供应北美市场；**马来西亚**：公司马来西亚工厂已于 2023 年投产，目前主要生产照明产品。

## 4. 投资建议

公司为国内优秀电源及电源组件厂商，围绕“2+X”战略布局持续扩张应用领域，有望充分受益于清洁能源转型、电网升级、AI 数据中心建设带动的电力基础设施建设需求。预计公司 24/25/26 年实现收入 49.3/68.4/94.3 亿元，yoy+36%/39%/38%，实现归母净利润 3.5/5.0/6.5 亿元，yoy+65%/44%/31%。估值方面，横向来看我们选取金盘科技、明阳电气为可比公司，可比公司估值平均值对应 24 年 26XPE，纵向来看，公司历史估值中枢为 28XPE，对应 24/25 年 25.6X/17.7X PE，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>							
总计	14.1	22.3	28.2	36.3	49.3	68.4	94.3
Yoy		59%	27%	29%	36%	39%	38%
能源产品	6.92	12.49	18.46	26.27	37.35	53.71	75.67
Yoy		80%	48%	42%	42%	44%	41%
照明	6.66	8.85	8.51	8.12	8.93	9.83	10.81
Yoy		33%	-4%	-5%	10%	10%	10%
其他	0.48	0.96	1.24	1.91	3.06	4.89	7.82
Yoy		101%	29%	54%	60%	60%	60%
<b>毛利率</b>							
总计	20.5%	17.1%	20.08%	22.34%	22.31%	22.62%	22.39%
能源产品	17.9%	15.0%	17.7%	21.1%	21.6%	22.1%	22.0%
照明	23.6%	19.9%	24.7%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	13.0%	18.8%	22.5%	22.5%	23.0%	23.0%	23.0%

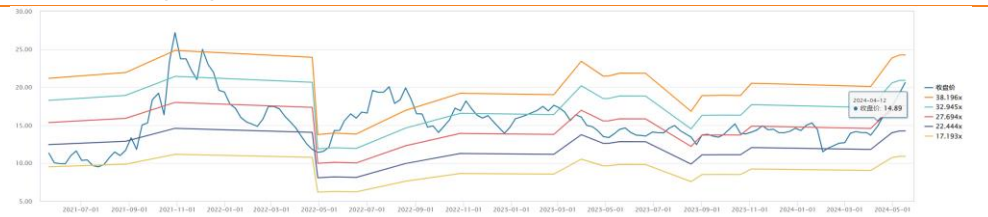
资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：可比公司估值

	EPS(元/股)			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
金盘科技	1.73	2.41	3.09	31.83	22.84	17.77
明阳电气	2.08	2.74	3.47	19.40	14.73	11.64
平均值	1.91	2.58	3.28	25.62	18.79	14.71

资料来源：wind、天风证券研究所（盈利预测为 wind 一致性盈利预期）

图 36：历史 PE(TTM)



资料来源：wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

**国际化经营风险：**公司出口业务占营业收入比重较大，公司产品覆盖多个国家和地区。国外市场受国际政治、经济变动、汇率波动和国际贸易冲突与摩擦的影响较大。未来，公司国际化战略仍面临着当地政策不确定性、汇率波动、文化差异、质量标准要求不同，致使公司国际化经营面临一定风险；

**市场竞争加剧风险：**公司主要产品为变压器，主要参与者包括一系列国内外厂商，若市场竞争加剧将会影响公司市场份额、产品价格和盈利能力；

**主要原材料价格波动的风险：**公司原材料主要为硅钢片、铜材、电子元器件，硅钢片和铜材为大宗商品，其采购价格受近年来大宗商品市场影响。未来，如果大宗商品市场价格大幅波动，则可能对本公司经营产生不利影响；

**地缘政治风险：**公司目前积极拓展北美市场，此前美国能源部对中国 69KV 及以上变压器曾设置进口禁令，随后禁令撤销，但是公司国家化市场拓展仍有可能面临地缘政治风险；

**行业景气度下滑风险：**目前电力市场处于景气度上行周期，若行业景气度下滑，将会影响公司业务拓展和盈利能力；

**测算具有主观性风险：**AI 数据中心对于电力需求拉动系主观测算，存在测算主观性风险；

**交易异动风险：**5/17 公司股价涨跌幅偏离值达 7%，近半年内存在交易异动事件，存在交易异动风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	491.39	668.47	986.84	1,368.66	1,886.09	营业收入	2,821.09	3,630.30	4,934.20	6,843.29	9,430.45
应收票据及应收账款	1,164.30	1,337.87	2,023.86	2,768.41	3,741.26	营业成本	2,254.65	2,819.34	3,833.47	5,295.48	7,318.91
预付账款	9.70	19.57	9.35	35.36	28.97	营业税金及附加	14.02	17.78	21.38	32.39	43.89
存货	366.12	483.23	801.72	934.73	1,417.98	销售费用	77.37	96.56	137.53	186.82	257.04
其他	85.07	995.26	796.73	1,110.40	1,060.65	管理费用	155.82	205.71	260.38	375.63	516.55
<b>流动资产合计</b>	<b>2,116.59</b>	<b>3,504.40</b>	<b>4,618.51</b>	<b>6,217.56</b>	<b>8,134.95</b>	研发费用	126.26	185.74	224.84	322.74	452.33
长期股权投资	72.56	18.77	25.03	33.37	20.31	财务费用	(6.96)	12.93	30.66	52.60	88.36
固定资产	784.39	904.63	1,146.84	1,355.99	1,507.08	资产/信用减值损失	(18.59)	(79.50)	(42.72)	(46.93)	(56.38)
在建工程	210.93	313.37	208.90	168.96	140.46	公允价值变动收益	0.00	(15.48)	(16.76)	0.00	0.00
无形资产	101.95	113.61	120.90	131.16	136.29	投资净收益	(3.56)	3.54	5.54	1.84	3.64
其他	163.13	287.08	190.12	199.57	229.93	其他	22.36	156.40	0.00	0.00	(0.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,332.94</b>	<b>1,637.47</b>	<b>1,691.79</b>	<b>1,889.05</b>	<b>2,034.08</b>	<b>营业利润</b>	<b>199.72</b>	<b>227.28</b>	<b>372.00</b>	<b>532.54</b>	<b>700.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,527.41</b>	<b>5,296.25</b>	<b>6,310.30</b>	<b>8,106.61</b>	<b>10,169.03</b>	营业外收入	3.25	2.79	2.43	2.82	2.68
短期借款	363.65	241.97	809.17	1,099.03	2,136.68	营业外支出	2.71	3.35	3.32	3.13	3.27
应付票据及应付账款	1,003.24	1,359.87	1,521.81	2,661.81	3,144.35	<b>利润总额</b>	<b>200.26</b>	<b>226.72</b>	<b>371.10</b>	<b>532.23</b>	<b>700.04</b>
其他	313.11	296.08	306.55	390.98	427.76	所得税	8.52	9.25	24.83	26.66	36.82
<b>流动负债合计</b>	<b>1,680.00</b>	<b>1,897.92</b>	<b>2,637.53</b>	<b>4,151.83</b>	<b>5,708.79</b>	<b>净利润</b>	<b>191.73</b>	<b>217.47</b>	<b>346.27</b>	<b>505.57</b>	<b>663.22</b>
长期借款	6.28	196.03	295.59	296.52	455.30	少数股东损益	0.29	8.15	0.74	6.93	11.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191.45</b>	<b>209.32</b>	<b>345.53</b>	<b>498.64</b>	<b>651.43</b>
其他	69.95	74.82	56.28	67.02	66.04	每股收益(元)	0.49	0.53	0.88	1.27	1.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>76.24</b>	<b>270.85</b>	<b>351.87</b>	<b>363.54</b>	<b>521.33</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,765.83</b>	<b>2,190.87</b>	<b>2,989.39</b>	<b>4,515.37</b>	<b>6,230.12</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	1.61	12.33	12.77	16.55	22.74	<b>成长能力</b>					
股本	299.32	391.32	391.78	391.78	391.78	营业收入	26.50%	28.68%	35.92%	38.69%	37.81%
资本公积	852.19	1,969.10	1,969.10	1,969.10	1,969.10	营业利润	-7.71%	13.80%	63.67%	43.15%	31.56%
留存收益	632.78	766.88	968.35	1,240.37	1,582.59	归属于母公司净利润	-1.71%	9.34%	65.07%	44.31%	30.64%
其他	(24.32)	(34.25)	(21.09)	(26.55)	(27.30)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,761.59</b>	<b>3,105.39</b>	<b>3,320.91</b>	<b>3,591.24</b>	<b>3,938.91</b>	毛利率	20.08%	22.34%	22.31%	22.62%	22.39%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,527.41</b>	<b>5,296.25</b>	<b>6,310.30</b>	<b>8,106.61</b>	<b>10,169.03</b>	净利率	6.79%	5.77%	7.00%	7.29%	6.91%
						ROE	10.88%	6.77%	10.44%	13.95%	16.63%
						ROIC	14.53%	15.13%	17.79%	20.15%	25.58%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	191.73	217.47	345.53	498.64	651.43	资产负债率	50.06%	41.37%	47.37%	55.70%	61.27%
折旧摊销	50.56	77.59	99.19	115.96	130.28	净负债率	-6.43%	-6.83%	3.87%	1.09%	18.27%
财务费用	(7.46)	23.22	30.66	52.60	88.36	流动比率	1.30	1.91	1.75	1.50	1.42
投资损失	3.56	(3.54)	(5.54)	(1.84)	(3.64)	速动比率	1.08	1.65	1.45	1.27	1.18
营运资金变动	134.27	(778.98)	(394.59)	(1.53)	(900.31)	<b>营运能力</b>					
其它	(187.10)	638.27	(16.02)	6.93	11.79	应收账款周转率	2.74	2.90	2.94	2.86	2.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.55</b>	<b>174.01</b>	<b>59.23</b>	<b>670.75</b>	<b>(22.08)</b>	存货周转率	7.21	8.55	7.68	7.88	8.02
资本支出	483.83	252.15	262.76	284.70	258.98	总资产周转率	0.90	0.82	0.85	0.95	1.03
长期投资	72.56	(53.78)	6.26	8.34	(13.06)	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(867.32)	(1,225.30)	(507.69)	(586.63)	(500.28)	每股收益	0.49	0.53	0.88	1.27	1.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(310.93)</b>	<b>(1,026.94)</b>	<b>(238.67)</b>	<b>(293.59)</b>	<b>(254.36)</b>	每股经营现金流	0.47	0.44	0.15	1.71	-0.06
债权融资	240.40	65.10	628.57	239.89	1,109.43	每股净资产	4.49	7.89	8.44	9.12	10.00
股权融资	(64.87)	1,083.30	(130.75)	(235.24)	(315.56)	<b>估值比率</b>					
其他	(7.60)	(3.44)	0.00	0.00	(0.00)	市盈率	46.21	42.26	25.60	17.74	13.58
<b>筹资活动现金流</b>	<b>167.93</b>	<b>1,144.97</b>	<b>497.82</b>	<b>4.66</b>	<b>793.87</b>	市净率	5.03	2.86	2.67	2.47	2.26
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.35	7.75	14.29	10.40	8.66
<b>现金净增加额</b>	<b>42.55</b>	<b>292.04</b>	<b>318.38</b>	<b>381.82</b>	<b>517.43</b>	EV/EBIT	13.08	8.83	17.23	12.20	9.92

资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com