

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

深耕电源领域，变压器出海迈入快车道

——伊戈尔 (002922) 深度报告

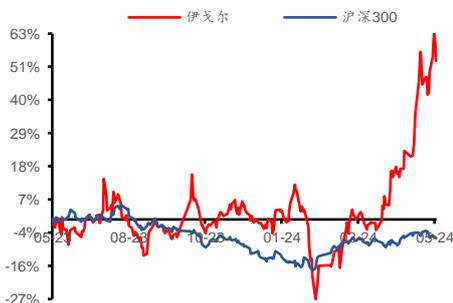
买入 (首次)

行业： 电子
日期： 2024年06月02日
分析师： 丁亚
Tel: 021-53686149
E-mail: dingya@shzq.com
SAC 编号: S0870521110002

基本数据

最新收盘价 (元) 21.74
12mth A 股价格区间 (元) 10.54-23.05
总股本 (百万股) 391.78
无限售 A 股/总股本 95.13%
流通市值 (亿元) 81.02

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

公司深耕电源领域，产品不断延展

公司成立于1999年，2017年上市，公司深耕电源领域，致力于向全球市场提供有竞争力的电源、组件产品和解决方案。公司实施“2+X”战略，基于电力电子技术，以能源产品和照明产品为基础，同时孵化车载电源、通信电源等产品为辅助的“2+X”战略布局。

变压器景气度高，公司加速出海

受电网升级改造、新能源建设等影响，海外市场变压器需求景气度高，而供给相对产能不足。公司在2020完成了35kV北美升压变的开发，一次性通过UL认证。公司海外销售及售后服务网络较强，同时持续加大渠道布局，直销占比有望增加。公司积极完善全球产能布局，美国、墨西哥工厂正在推进。产品端，变压器产品线不断延伸，从升压变压器逐步延伸到配电变压器、箱式变电站等。

磁性元件充分受益光伏需求增长

磁性元件/电感是逆变器重要零部件，在逆变器中成本占约14%，属于价值量较高的部件。未来充分受益光伏需求增长。公司新能源业务客户以头部逆变器企业为主，持续拓展中小客户。

■ 投资建议

预计公司2024-2026年分别实现收入43.94、53.56、69.03亿元，同比分别+21.04%、21.90%、+28.88%；归母净利润分别为3.59、4.45、5.90亿元，同比分别+71.44%、+23.93%、+32.72%。当前股价对应2024-2026年PE估值分别为24x、19x、14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

海外市场拓展不及预期风险、原材料价格波动风险、汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3630	4394	5356	6903
年增长率	28.7%	21.0%	21.9%	28.9%
归母净利润	209	359	445	590
年增长率	9.3%	71.4%	23.9%	32.7%
每股收益 (元)	0.53	0.92	1.14	1.51
市盈率 (X)	40.69	23.73	19.15	14.43
市净率 (X)	2.75	2.55	2.25	1.95

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024年05月30日收盘价)

目 录

1 深耕电源领域，产品不断延展	3
1.1 公司发展历程.....	3
1.2 股东&管理层.....	4
1.3 财务分析.....	5
2 变压器景气度高，公司加速出海	8
2.1 海外市场变压器需求景气度高，供需差明显.....	8
2.2 公司出海优势明显.....	8
2.3 公司变压器产品线不断延伸.....	9
3 磁性元件充分受益光伏增长	11
4 盈利预测与投资建议	14
5 风险提示	15

图

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司“2+X”战略.....	4
图 3: 公司股权结构（截至 2024Q1 末）.....	4
图 4: 2016-2023 年收入 CAGR 23.42%.....	6
图 5: 2016-2023 年归母净利润 CAGR 16.56%.....	6
图 6: 公司毛利率&净利率.....	6
图 7: 公司期间费用率.....	6
图 8: 公司营业收入构成（亿元）.....	7
图 9: 公司分业务毛利率情况.....	7
图 10: 公司研发投入持续高增.....	7
图 11: 变压器在电力系统中的应用.....	8
图 12: 公司北美光伏升压变产品.....	9
图 13: 升压变压器与箱式变电站的应用.....	10
图 14: 电感实物图.....	11
图 15: 电感在逆变器中的使用.....	11
图 16: 固德威原材料采购结构（2019 年）.....	11
图 17: 锦浪科技原材料采购结构（2018 年）.....	11
图 18: 磁性材料分类.....	12

表

表 1: 公司主要股东及管理层.....	5
表 2: 2024 年股票期权与限制性股票激励计划业绩考核目标 （收入或扣非净利润满足一项）.....	5
表 3: 公司新能源变压器客户以头部逆变器企业为主.....	12
表 4: 公司分业务收入与毛利率预测（亿元）.....	14

1 深耕电源领域，产品不断延展

1.1 公司发展历程

伊戈尔成立于 1999 年，2007 年完成股份制改制，2017 年在深交所中小板上市。公司专注工业和消费领域电源及电源组件的研发、生产和销售，致力于向全球市场提供有竞争力的电源、组件产品和解决方案。

从业务延伸看，公司起家业务为环形变压器（主要用于家电、音响、照明等），以环形变压器为起点，公司消费类产品逐渐拓展至 LED 驱动电源等，工业类产品逐渐拓展至工控变压器、新能源用变压器等，并进一步延伸至光伏逆变系统组件（电感）、新能源汽车充电系统组件等。公司业务发展逻辑清晰，跟随电力电子及半导体技术发展，以客户及市场需求为导向。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司实施“2+X”战略，基于电力电子技术，以能源产品和照明产品为基础，同时孵化车载电源、通信电源等产品为辅助的“2+X”战略布局。

能源产品：主要包括新能源变压器和工业控制变压器两大类。

(1) 新能源变压器：主要应用于光伏发电等领域，产品包括配套于光伏逆变器的高频磁性器件（高频电感）、应用于光伏发电并网的升压变压器以及其他电能转换产品。

(2) 工业控制变压器：主要应用于节能、环保型设备以及医疗、安防、数据中心等设备的配套，产品包括环形变压器、方形变压器、开关电源、移相变压器、干式变压器等。

照明产品：包括照明电源与照明灯具。照明电源产品主要配套于商业、家居及户外的照明灯具，客户主要为灯具厂商、室内

及室外照明工程承包商。灯具产品主要面对北美市场，均为定制类产品。

孵化业务：包括车载电感、车载电源、储能装置、充电桩等。车载升压电感主要应用于纯电汽车、混合动力汽车及氢燃料电池车等新能源汽车上。车载电源包含 DC/DC 和 OBC，作为小三电的核心部件主要应用在新能源汽车里。储能装置主要应用于用户侧工商业储能及大型储能电站，产品形式包括机柜式储能系统、集装箱式储能系统。公司新能源汽车充电桩产品品类有超级充电集、交流充电桩、直流一体式充电桩、直流分体式充电桩以及共直流母线式光储充一体化系统等。

图 2：公司“2+X”战略

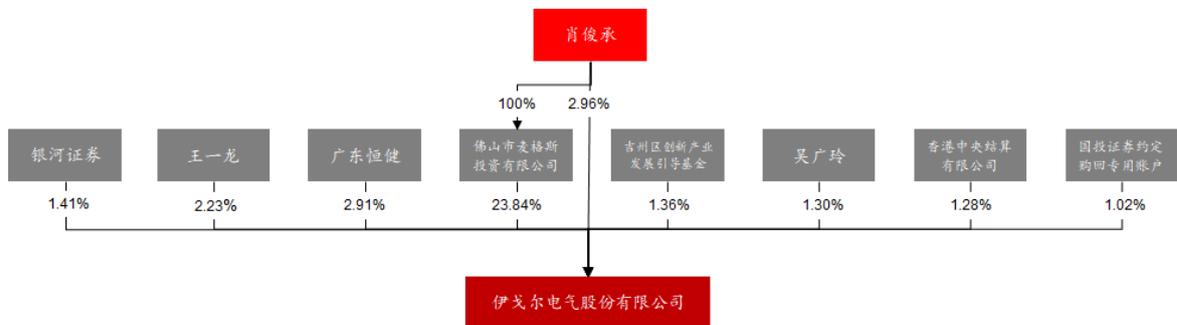


资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 股东&管理层

截至 2024Q1 末，公司创始人&董事长肖俊承通过佛山麦格斯持有公司 23.84% 股权，直接持有公司 2.96% 股权，合计持股比例 26.8%，为公司实控人。

图 3：公司股权结构（截至 2024Q1 末）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

大股东&管理层专业能力经验丰富。公司董事长肖俊承与副董事长王一龙均为华中科技大学电力系电机专业毕业，具备多年的电气制造行业从业经验。公司主要管理层均具备丰富的相关从业经历。

表 1: 公司主要股东及管理层

姓名	职务	专业背景及工作经历
肖俊承	董事长、总经理	硕士。1988年毕业于华中科技大学电力系电机专业，并于2008年取得香港科技大学EMBA学位。曾任职于佛山市工艺美术铸造厂、佛山市石湾区日升电业设备厂，1999年创办公司，并长期从事管理工作，现任本公司董事长、总经理。
王一龙	副董事长	硕士。1988年毕业于华中科技大学电力系电机专业，并于2009年取得香港科技大学EMBA学位。曾任兰州电机有限责任公司工程师，在电气制造行业拥有超过20年的工作经历，1999年加入公司，现任本公司副董事长。
赵楠楠	副总经理	硕士。2007年加入公司，曾任销售总监、销售副总经理、人力资源中心总经理、营销中心总经理，现任公司副总经理。
黄慧杰	副总经理	本科，毕业于华南师范大学。曾任职于海信容声（广东）冰箱/冷柜有限公司、海信家电集团股份有限公司，2022年4月加入公司。现任公司战略运营中心总经理、公司副总经理。
柳景元	副总经理	本科，2003年毕业于中南大学冶金工程专业。2003年7月至2018年12月曾先后在海信科龙集团下属子公司海信容声（广东）冰箱有限公司、海信容声（扬州）冰箱有限公司、海信（山东）冰箱有限公司担任计划主管、采购主管、采购副部长、采购部长、副总经理等职务，并长期从事管理工作。2019年8月加入伊戈尔，现任公司照明电源事业部总经理、公司副总经理。
陈丽君	副总经理、董秘	本科，中级会计师，于2017年8月取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。2008年加入本公司，曾任总经理助理、证券事务代表，现任本公司副总经理、财务负责人、董事会秘书。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司发布 2024 年股票期权与限制性股票激励计划。拟授予激励对象股票期权 270 万份（首次授予行权价 13.5 元/份）、限制性股票 400 万股。首次授予激励对象共计 311 人，包括高级管理人员、中层管理人员及核心骨干人员等。

表 2: 2024 年股票期权与限制性股票激励计划业绩考核目标（收入或扣非净利润满足一项）

	2023（基准年度）	2024	2025	2026
营业收入增长率目标		≥25%	≥50%	≥80%
扣非净利润增长率目标		≥30%	≥60%	≥90%
对应营业收入下限（亿元）	36.30	45.38	54.45	65.35
对应扣非净利润下限（亿元）	2.01	2.61	3.22	3.82

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 财务分析

公司营收由 2016 年 8.81 亿元增长至 2023 年 36.3 亿元，复合增速 22.43%；2024Q1 公司营收 7.74 亿元，同比+21.05%。

公司归母净利润由 2016 年 0.72 亿元增长至 2023 年 2.09 亿元，复合增速 16.56%。2024Q1 公司归母净利润 0.58 亿元，同比+206.73%。

图 4: 2016-2023 年收入 CAGR 23.42%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5: 2016-2023 年归母净利润 CAGR 16.56%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

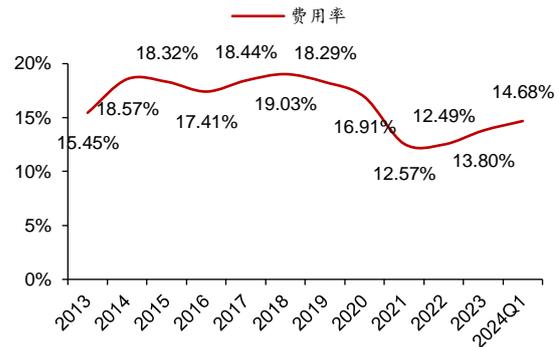
从盈利能力看, 公司自 2022 年开始毛利率持续提升。2023 年毛利率 22.34%, 同比+2.26 pct。2024Q1 毛利率达到 24.20%, 同比+7.05 pct。

图 6: 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从收入结构看, 公司明确“2+X”战略, 2020 年年报开始将收入分为三大类: 能源产品、照明产品和其他产品。

照明产品作为传统业务, 近 3 年来收入保持在 8-9 亿元规模。2021-2023 年照明产品收入分别为 8.85、8.51、8.12 亿元, 同比分别+32.89%、-3.82%、-4.60%。

能源产品作为新兴业务, 近年来增长较快。2021-2023 年能源产品收入分别为 12.49、18.46、26.27 亿元, 同比分别+80.37%、+47.76%、+42.32%。

目前能源产品收入占主导地位。2023 年能源产品、照明产品和其他产品收入占比分别为 72.35%、22.36%、5.29%。

从各项业务盈利能力看, 2021-2023 年各业务毛利率呈稳中有升趋势。

图 8：公司营业收入构成（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

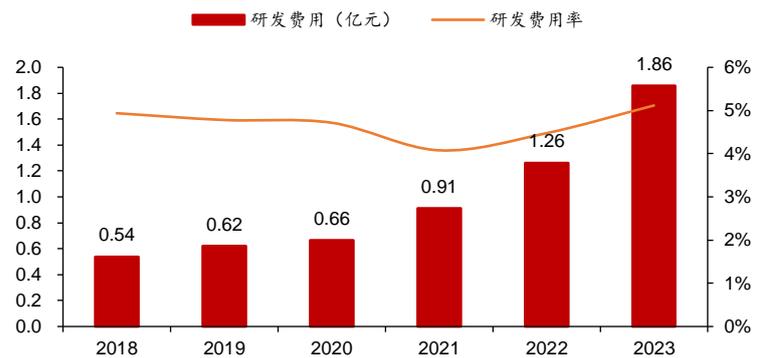
图 9：公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司在研发方向持续高投入。公司对研发工作重视，近年来研发投入持续高增长，研发费用占营业收入比例持续保持在 4% 以上。2023 年公司研发费用 1.86 亿元，占营业收入比例 5.12%。

图 10：公司研发投入持续高增



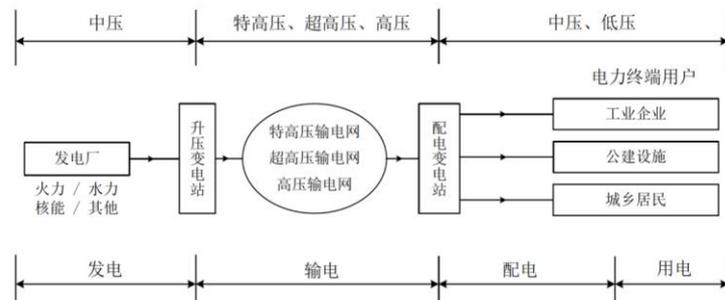
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 变压器景气度高，公司加速出海

2.1 海外市场变压器需求景气度高，供需差明显

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。

图 11：变压器在电力系统中的应用



资料来源：江苏华辰招股书，上海证券研究所

需求端看，受到美国电网升级改造、新能源建设及制造业回流的拉动，以及欧洲电网升级改造的影响，海外市场变压器需求景气度高。据中国海关数据，2023年变压器出口总计达410.04亿元，同比增长22%。北美地区中美国、墨西哥变压器出口金额较高，分别是35亿元和15亿元。

供给端看，海外变压器产能不足。根据Wood Mackenzie，在过去的两年里，变压器的交付时间一直在增加，从2021年的约50周增加到2024年的平均120周。

2.2 公司出海优势明显

公司变压器业务储备深厚。公司早在2020年便完成了35kV北美升压变的开发，一次性通过UL认证。

公司为北美市场光伏发电设备独特设计的北美标准光伏升压变，电压等级主要是35KV及以下，产品最大容量5000kVA，为光伏设备特性量身设计的铁芯和线圈间静电屏蔽，中压侧自带保护器件，环保FR3油，产品获得UL认证。

图 12: 公司北美光伏升压变产品

型号	工作温度范围	变压器性能	额定容量	过载容量	额定电压	联结组标号	阻抗电压	温升
ZGSL-G-3450/345	-30°C~+40°C	油浸、自冷、 全密封、 散热器、 低损耗、 铝质绕组、 无励磁分接	3450kVA@40°C	3520kVA@30°C	34.5±2x2.5% 0.69kVA	Dy1	5.75%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K (过载容量)
ZGSL-G-3150/345	-35°C~+40°C		3150kVA@40°C		34.5±2x2.5% 0.63kVA	Dy1	5.75%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K
ZGSL-G-5000/345	-35°C~+40°C		5000kVA@40°C	5612kVA@30°C	34.5±2x2.5% 0.9kVA	Dy1	8%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K (过载容量)
ZGSL-G-2750/345	-35°C~+40°C		2750kVA@40°C	3025kVA@30°C	34.5±2x2.5% 0.55kVA	Dy1	5.75%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K
ZGSL-G-3600/345	-35°C~+40°C		3600kVA@40°C		34.5±2x2.5% 0.63kVA	Dy1	5.75%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K
ZGSL-G-3425/345	-35°C~+40°C		3425kVA@40°C		34.5±2x2.5% 0.6kVA	Dy1	5.75%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K
ZGSL-G-4000/345	-35°C~+40°C		4000kVA@40°C (load 4002kVA @40°C long time)	4500kVA@30°C	34.5±2x2.5% 0.8kVA	Dy1	7%±7.5%	顶层油65K, 绕组平均温升65K (过载容量)

★以上参数仅为典型值供参考，可依客户要求定做

资料来源：日本伊戈尔官网，上海证券研究所

公司优势在于海外销售及售后服务网络。公司很早已在欧美日搭建销售和售后服务网络，近年加大海外新能源市场的开拓力度，尤其是欧美，通过外派管理人员、聘请当地销售人员进行市场开发，已向海外客户交付了批量化的订单。公司在海外的售后服务上进行了多点布局，能够快速响应客户需求，已获得了大客户的认可，增加了跟客户的粘性。

渠道不断拓展，直销占比有望增加。从区域布局看，公司前几年已外派销售负责人到美国、日本、马来西亚长期驻扎，并拥有本地化的销售人员。另外公司在欧洲、中东等地新建销售团队，加大海外新能源直销业务开拓力度。在欧美市场，近年来已取得一些业务机会，已向海外客户交付了批量化的订单，未来新能源产品直接出口的绝对额有望明显提升。

公司积极完善全球产能布局。

墨西哥：2023Q4 新规划墨西哥工厂，主要生产新能源产品，目前正在建设中，预计在 2025H2 建成投产。

美国：配电变压器产线正在新建过程中，预计最快 2024Q4 试产。

2.3 公司变压器产品线不断延伸

升压变压器：光伏升压变压器是光伏电站中升压并网的关键器件，公司产品具有转换效率高，稳定性好，恶劣环境适应力强等特点，广泛应用于国内外众多光伏电站。凭借过硬的技术实力、产品质量和规模化的生产能力，公司也是国内较早打入美国、日本、欧盟等主要光伏市场的厂商。

配电变压器：运行在配电网中直接向终端用户供电的变压器，电压等级一般在 35kV 及以下。公司配电变压器基本为出口，主要销往中南美洲、东南亚等国家，2023 年有少部分产品销往北美市场。由于北美市场对配变的需求旺盛，公司未来会加大配电变压器北美市场的开拓力度。公司配电变压器主要电压等级在 6-35kV 不等，均为自主品牌。

箱式变电站：将传统变电站内的所有电气设备，包括变压器、GIS、高压开关柜、互感器、避雷器等一次设备和微机保护、监控装置、计量装置、通信装置和交直流电源系统等二次设备，通过标准化接口设计集中安装在可移动的箱体内，实现自动控制、智能调节的变电站。公司的箱变属于新能源产品的新增品类，2023 年开始逐步搭建客户群并实现了批量出货，主要应用于光伏发电、储能领域，伴随光伏新增装机和储能装机规模的逐年上升、客户的多元化逐步放量。

图 13：升压变压器与箱式变电站的应用



资料来源：公司公告，上海证券研究所

3 磁性元件充分受益光伏增长

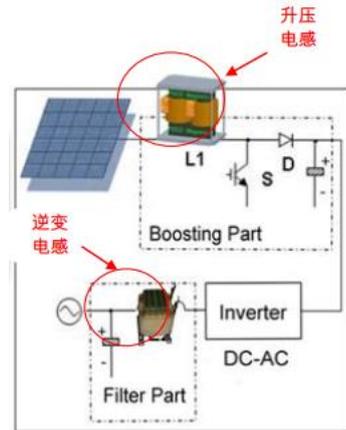
磁性元件/电感是逆变器重要零部件。光伏逆变器是连接太阳能电池板和电网之间的电力电子装置，除了具有将电池板产生的直流电通过功率模块转换成可以并网的交流电作用外，更承载着信息采集、电站监控、人工交互等智能化应用的需求。公司生产的高频磁性器件是光伏逆变器设备的核心元器件。

图 14: 电感实物图



资料来源：公司公告，上海证券研究所

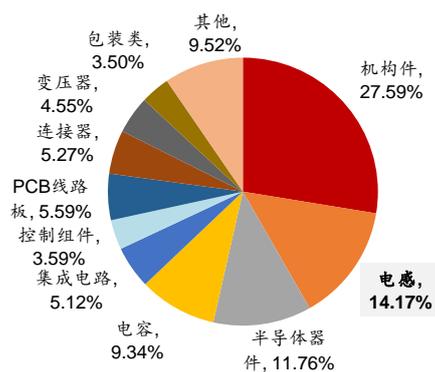
图 15: 电感在逆变器中的使用



资料来源：铂科新材招股说明书，上海证券研究所

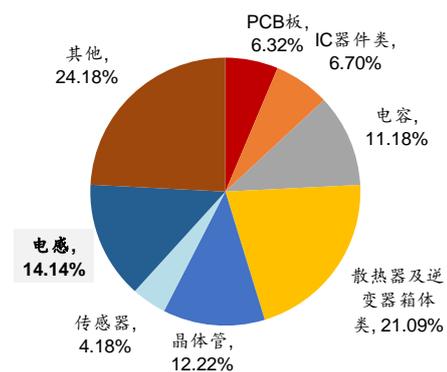
电感在逆变器中成本占比较高，属于价值量较高的部件。从固德威与锦浪披露的原材料采购金额构成看，电感的成本占比在 14% 左右，高于电容、功率半导体等其他零部件。

图 16: 固德威原材料采购结构（2019 年）



资料来源：固德威招股说明书，上海证券研究所
注：已剔除非逆变器业务的光伏组件

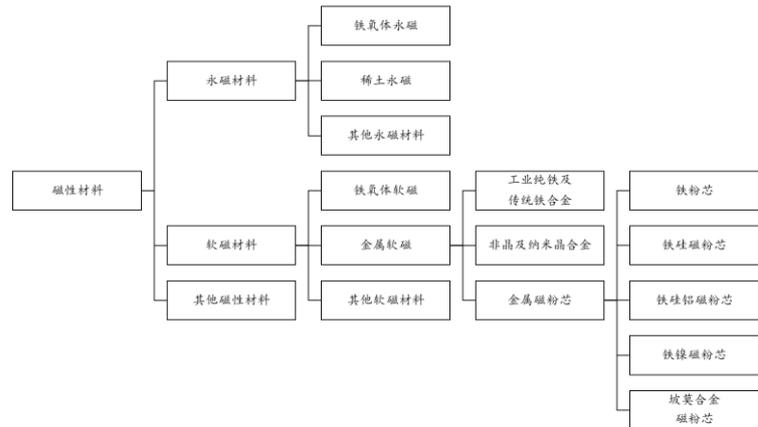
图 17: 锦浪科技原材料采购结构（2018 年）



资料来源：锦浪科技招股说明书，上海证券研究所

电感原材料主要包括磁芯和绕组（铜导线）等。电感磁芯一般采用软磁，包括铁氧体、金属粉芯、非晶纳米晶等，其中逆变器用电感一般采用高性能铁硅类粉芯材料。

图 18: 磁性材料分类



资料来源: 铂科新材招股说明书, 上海证券研究所

公司新能源业务客户以头部逆变器企业为主, 持续拓展中小客户。从近年来客户结构看, 公司新能源业务客户包括阳光电源、华为等, 均为行业头部企业。同时, 公司积极拓展其他客户。2022H1 对锦浪销售 0.38 亿元, 占公司新能源变压器收入比例 6.56%, 是公司新能源变压器客户中的第三大客户。

表 3: 公司新能源变压器客户以头部逆变器企业为主

年度	客户名称	金额 (亿元)	占比
2022 年 1-6 月	阳光电源股份有限公司	3.62	63.07%
	华为技术有限公司	1.19	20.75%
	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	0.38	6.56%
	RHONA S.A.	0.14	2.50%
	四川科陆新能电气有限公司	0.05	0.84%
	合计	5.38	93.73%
	其他客户	0.36	6.27%
2021 年度	阳光电源股份有限公司	4.45	61.58%
	华为技术有限公司	0.91	12.58%
	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	0.38	5.23%
	南宁富联富桂精密工业有限公司	0.37	5.11%
	东莞阳天电子科技有限公司	0.29	3.96%
	合计	6.39	88.46%
其他客户	0.83	11.54%	
2020 年度	阳光电源股份有限公司	1.34	39.80%
	南宁富桂精密工业有限公司	0.70	20.65%
	东莞阳天电子科技有限公司	0.44	13.17%
	华为技术有限公司	0.21	6.35%
	COUNTRYWIDE TRADING & TECHNICAL SERVICES, INC	0.15	4.45%
	合计	2.85	84.41%
其他客户	0.53	15.59%	
2019 年度	阳光电源股份有限公司	0.65	22.81%
	南宁富桂精密工业有限公司	0.54	18.85%
	东莞阳天电子科技有限公司	0.45	15.82%
	伟能机电设备(深圳)有限公司	0.27	9.59%
	华为技术有限公司	0.17	5.86%

合计	2.09	72.93%
其他客户	0.78	27.07%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

注：南宁富桂精密、东莞阳天为华为指定供应商

4 盈利预测与投资建议

能源产品：包括变压器与磁性元件等系列产品。预计 2024-2026 年收入 32.94、41.06、55.03 亿元，同比+25.41%、+24.66%、+34.01%。

照明产品：预计照明产品 2024-2026 年收入分别为 9.00、10.00、11.00 亿元，同比分别+10.88%、+11.11%、+10.00%。

其他业务：主要包括孵化业务等，我们预计公司 2024-2026 年其他业务收入分别为 2.00、2.50、3.00 亿元，同比分别+4.16%、+25%、+20%。

预计公司 2024-2026 年分别实现收入 43.94、53.56、69.03 亿元，同比分别+21.04%、21.90%、+28.88%；归母净利润分别为 3.59、4.45、5.90 亿元，同比分别+71.44%、+23.93%、+32.72%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 估值分别为 24x、19x、14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：公司分业务收入与毛利率预测（亿元）

	2022	2023	2024e	2025e	2026e
能源产品	18.46	26.27	32.94	41.06	55.03
照明产品	8.51	8.12	9.00	10.00	11.00
其他产品	1.25	1.92	2.00	2.50	3.00
收入	28.21	36.30	43.94	53.56	69.03
能源产品	+47.76%	+42.32%	+25.41%	+24.66%	+34.01%
照明产品	-3.82%	-4.60%	+10.88%	+11.11%	+10.00%
其他产品	+29.20%	+54.04%	+4.16%	+25.00%	+20.00%
收入 YoY	+26.50%	+28.68%	+21.04%	+21.90%	+28.88%
能源产品	17.74%	21.05%	21.93%	22.01%	22.28%
照明产品	24.74%	26.49%	26.50%	26.50%	26.50%
其他产品	22.85%	22.45%	23.00%	23.00%	23.00%
综合毛利率	20.08%	22.34%	22.92%	22.90%	22.99%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5 风险提示

海外市场拓展不及预期风险：公司变压器等业务重点依靠拓展海外市场，存在海外市场拓展不及预期的风险。

原材料价格波动风险：变压器成本受铜、硅钢等原材料价格波动影响，如果公司不能顺利将成本上涨传导至客户，公司毛利率可能受到影响。

汇率风险：随着公司海外市场的拓展，汇率波动可能会对公司业绩带来一定的影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	668	539	731	906
应收票据及应收账款	1338	1658	1968	2501
存货	483	601	714	926
其他流动资产	1169	1038	1176	1355
流动资产合计	3659	3836	4588	5689
长期股权投资	19	19	19	19
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	905	1023	1140	1253
在建工程	313	282	254	228
无形资产	114	131	150	167
其他非流动资产	287	442	444	446
非流动资产合计	1637	1898	2006	2113
资产总计	5296	5734	6595	7802
短期借款	242	230	223	195
应付票据及应付账款	1360	1550	1915	2471
合同负债	22	24	29	38
其他流动负债	296	307	360	439
流动负债合计	1920	2111	2527	3144
长期借款	196	196	196	196
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	75	77	77	77
非流动负债合计	271	273	273	273
负债合计	2191	2384	2800	3417
股本	391	391	391	391
资本公积	1969	1975	1975	1975
留存收益	767	1009	1454	2044
归属母公司股东权益	3093	3337	3782	4372
少数股东权益	12	12	12	12
股东权益合计	3105	3350	3794	4385
负债和股东权益合计	5296	5734	6595	7802

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	174	283	328	327
净利润	217	359	445	590
折旧摊销	90	24	24	24
营运资金变动	-202	-149	-187	-330
其他	68	49	46	43
投资活动现金流量	-1027	-279	-128	-124
资本支出	-548	-133	-132	-131
投资变动	-486	0	0	0
其他	7	-147	4	7
筹资活动现金流量	1145	-132	-7	-28
债权融资	79	-17	-7	-28
股权融资	1202	6	0	0
其他	-136	-120	0	0
现金净流量	298	-130	192	175

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3630	4394	5356	6903
营业成本	2819	3387	4130	5316
营业税金及附加	18	22	27	35
销售费用	97	120	145	187
管理费用	206	239	296	382
研发费用	186	212	255	329
财务费用	13	0	0	0
资产减值损失	-68	0	0	0
投资收益	4	6	4	7
公允价值变动损益	-15	0	0	0
营业利润	227	374	463	615
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	227	374	463	615
所得税	9	15	19	25
净利润	217	359	445	590
少数股东损益	8	0	0	0
归属母公司股东净利润	209	359	445	590

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	22.3%	22.9%	22.9%	23.0%
净利率	5.8%	8.2%	8.3%	8.6%
净资产收益率	6.8%	10.8%	11.8%	13.5%
资产回报率	4.0%	6.3%	6.7%	7.6%
投资回报率	8.1%	9.5%	10.5%	12.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	28.7%	21.0%	21.9%	28.9%
EBIT 增长率	53.6%	23.5%	23.9%	32.7%
归母净利润增长率	9.3%	71.4%	23.9%	32.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.92	1.14	1.51
每股净资产	7.89	8.52	9.65	11.16
每股经营现金流	0.44	0.72	0.84	0.83
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.82	0.80	0.87	0.96
应收账款周转率	3.68	3.51	3.76	3.88
存货周转率	6.64	6.25	6.28	6.48
偿债能力指标				
资产负债率	41.4%	41.6%	42.5%	43.8%
流动比率	1.91	1.82	1.82	1.81
速动比率	1.50	1.40	1.40	1.39
估值指标				
P/E	40.69	23.73	19.15	14.43
P/B	2.75	2.55	2.25	1.95
EV/EBITDA	14.26	21.16	16.88	12.56

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。