

## 升压变放量明显，新产能扩张有序

2024年07月06日

► **经营回顾：产品持续拓宽，“2+X”战略布局。**公司发展至今已25年，成立初期从事环形变压器的制造和销售，后随着下游客户需求变化进行产品外延迭代，现形成“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。收入占比方面，2023年公司新能源产品业务高速增长，占比提升至72%，景观照明灯具占比22%，其他业务（包含孵化类业务）占比5%。

► **业绩表现：受益于全球新能源行业的持续向好，公司业绩实现高速增长。**2018-2023年收入及归母净利润CAGR分别为27%及38%。2023年公司实现营业收入36.3亿元，同比增长28.7%；归母净利润2.1亿元，同比增长9.3%（含公司计提减值安和威股权5002.02万元）。24Q1公司实现营业收入7.73亿元，同比增长21.05%；归母净利润0.58亿元，同比增长206.73%，呈现高增。

► **核心看点一：电感切入逆变器客户，光伏升压变景气度攀升**

公司早期凭借高频电感单品成功切入逆变器客户，2021年公司持续加强与大客户合作的深度和广度，光伏升压变实现了量产，产品交付能力得到了客户的认可，配套光伏行业的产品合计实现收入6.9亿元，同比增长136.22%（其中光伏升压变同比增长989.33%，高频电感同比增长58.11%）。2023年公司升压变单一品类产品收入已经突破10亿元，并且完成了光伏智能箱式变电站、一体机等新能源产品品类的拓展，成功从原来的核心部件拓展到成套设备，实现了从0到1的突破，为后续的增长奠定了基础。

► **核心看点二：墨西哥基地投建在即，变压器海外直销布局**

当前海外市场以美国为首的区域出现变压器供需错配的情况，需求端体现在电网老旧更换、新能源并网需求、制造业回流等，供给端体现在劳材双缺&外资扩产动能不足，导致供需错配，变压器交付周期延长，海外订单外溢。公司抢占风口，历史已有海外变压器产品销售经历，24年以来多次参加美国展会，同时海外产能加速布局，24年预计落地海外配电网产线，25年下半年预计墨西哥工厂投产，未来将直接辐射欧美区域客户。

► **投资建议：公司升压变产能有序布局，海外直销渠道快速切入，产能有序扩张，**我们预计公司2024-2026年营收分别为48.65、63.48、82.01亿元，对应增速分别为34.0%、30.5%、29.2%；归母净利润分别为3.50、4.51、5.75亿元，对应增速分别为67.3%、28.9%、27.4%，以7月5日收盘价作为基准，对应2024-2026年PE为21X、16X、13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国际化经营风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,630	4,865	6,348	8,201
增长率(%)	28.7	34.0	30.5	29.2
归属母公司股东净利润(百万元)	209	350	451	575
增长率(%)	9.3	67.3	28.9	27.4
每股收益(元)	0.53	0.89	1.15	1.47
PE	34	21	16	13
PB	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年7月5日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.36元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 许俊哲

执业证书：S0100123020010

邮箱：xujunzhe@mszq.com

## 相关研究

电网行业深度：电网开启新篇章，出海再造新引擎-24/01/01

# 目录

<b>1 经营回顾：产品持续拓宽，业绩高速增长</b>	<b>3</b>
1.1 发展历程：产品迭代顺势而为，全球布局辐射客户	3
1.2 业务架构：“2+X”战略为核心，能源+照明为基础	4
1.3 公司治理：股权结构集中，激励振奋人心	7
1.4 财务情况：收入实现高速增长，盈利能力向上修复	8
<b>2 核心看点一：电感切入逆变器客户，光伏升压变景气度攀升</b>	<b>10</b>
2.1 通过高频电感进入光伏市场	10
2.2 外延拓展光伏升压变，收入迈上新台阶	11
<b>3 核心看点二：墨西哥基地投建在即，变压器海外直销布局</b>	<b>14</b>
3.1 美国变压器供需错配	14
3.2 公司抢占风口，拟建设墨西哥工厂辐射欧美	16
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	18
4.2 估值分析	19
4.3 投资建议	19
<b>5 风险提示</b>	<b>20</b>
<b>插图目录</b>	<b>22</b>
<b>表格目录</b>	<b>22</b>

# 1 经营回顾：产品持续拓宽，业绩高速增长

## 1.1 发展历程：产品迭代顺势而为，全球布局辐射客户

**电源业务起家，发展至今已 25 年。**伊戈尔（以下简称“公司”）专注于消费及工业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。1999 年，公司在佛山成立，取名为佛山市日升电业制造有限公司，产品主要以电感等为主，应用领域为消费、家电等行业；2007 年完成股份制改制，更名为佛山市伊戈尔电器股份有限公司；2014 年公司总部及部分制造搬迁至佛山顺德生产基地；2017 年公司于深圳市中小板上市，并实现江西吉安生产基地的布局；2020 年后公司国内基地逐渐实现数字化工厂转型升级，同时加速开拓海外市场，目前已拥有墨西哥、马来西亚等生产基地。

图1：伊戈尔发展历程



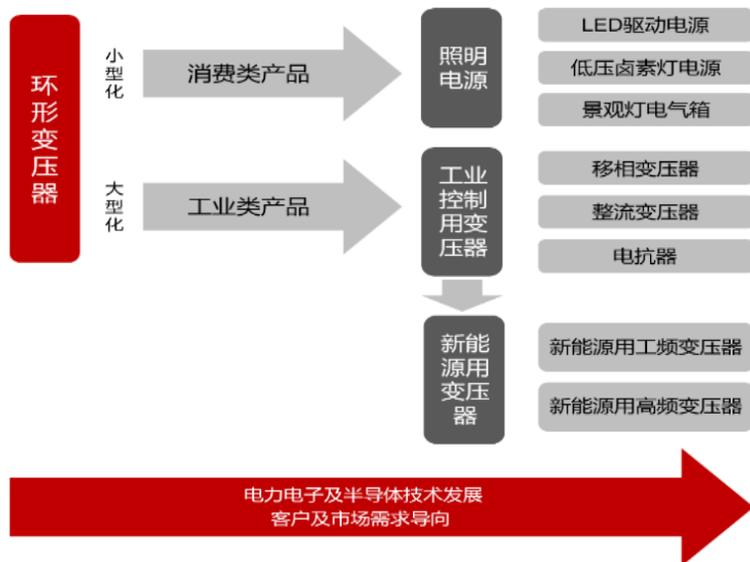
资料来源：公司官网，民生证券研究院

**目前公司全球化布局，覆盖国内外市场。**经过二十多年的发展，在制造能力方面，在全球各地公司已建成五个生产基地，在建五个生产基地，并逐步实现数字化智能制造，以满足客户的产能需求；在产品研发方面，成立了五个研发中心，在电力电子领域不断推陈出新，与行业同向而进；在营销方面，伊戈尔坚持市场为导向，客户为中心的经营原则，在中国、美国、日本、新加坡、马来西亚、德国、中东设有多个销售及售后服务分支机构，在全球范围内围绕着核心客户群，建立并发展着互惠与利的合作关系。

**公司聚焦客户与市场需求变化，前瞻性促进产品迭代。**公司成立初期从事环形变压器的制造和销售，产品主要用于家电、音响、照明领域。后续随着电力电子技术的进步和半导体行业的发展，民用销售类型客户和工业类型客户的产品需求趋向不同：**1) 民用消费领域：**客户的需求逐渐转向小型化的开关模式电源。从最初的电子变压器到目前广泛使用的 LED 驱动电源，这类产品具有性能稳定、体积小特点，成功克服了传统硅钢片变压器体积大、笨重、价格高等缺点；**2) 工业领域：**客户的需求则朝向三相和大型化方向发展，要求产品具备更大的功率、更高的技术工艺以及更高的电压等级，这些产品通常用于工业控制电源和大型成套设备的电源组件。公司始终以客户和市场为导向，紧紧把握行业技术应用发展，聚焦在

照明行业、工业控制及新能源行业，形成了既有消费类产品也有工业类产品、产品跨度大、应用领域广的特点。

图2：伊戈尔业务拓展历程示意图

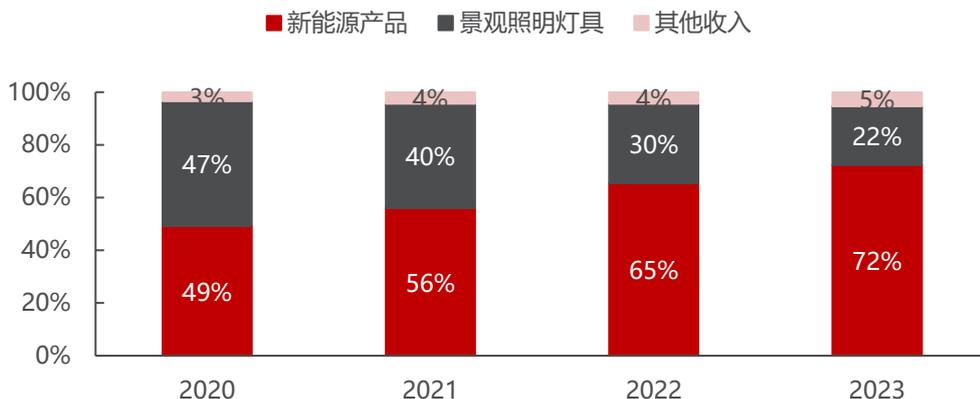


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

## 1.2 业务架构：“2+X”战略为核心，能源+照明为基础

以电力电子技术为基础，打造“2+X”战略。目前公司的业务布局为“2+X”，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，已在市场中建立了坚实的基础和品牌影响力。收入结构方面，公司2020年新能源产品和景观照明灯具业务收入比重基本相当，分别占比49%和47%。2023年，公司新能源产品业务高速增长，占比提升至72%，景观照明灯具占比22%，其他业务（包含孵化类业务）占比5%。

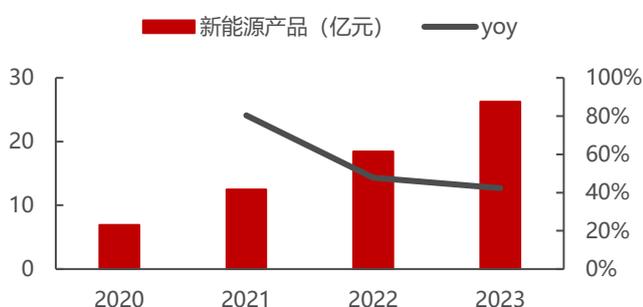
图3：2019-2023年公司各业务收入占比



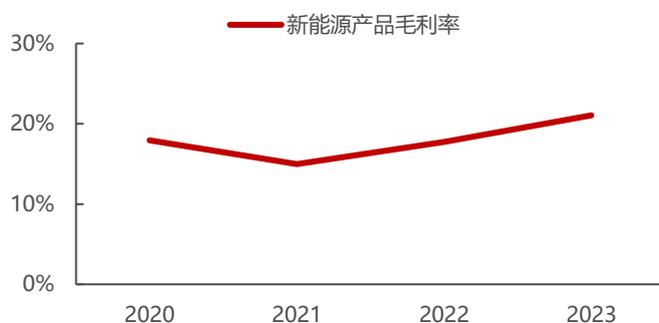
资料来源：wind，民生证券研究院

**新能源产品方面**，公司的主要产品包括新能源变压器和工业控制变压器。**1) 新能源变压器**：主要应用于光伏发电等领域，公司已连续多年为国内知名主流光伏逆变器厂商大批量供应，是国内较早打入美国、日本、欧盟等主要光伏市场的厂商；**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。工业控制用变压器产品的客户主要是国际、国内一流的工业控制设备制造商，如日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德等。

受益于全球新能源行业的持续向好，2020-2023 年公司新能源业务收入 CAGR 达到 56%。2023 年公司新能源产品实现收入 26.27 亿元，同比增长 42%，实现毛利率 21%，同比提升 3pcts。

**图4：新能源产品历年收入（亿元）**


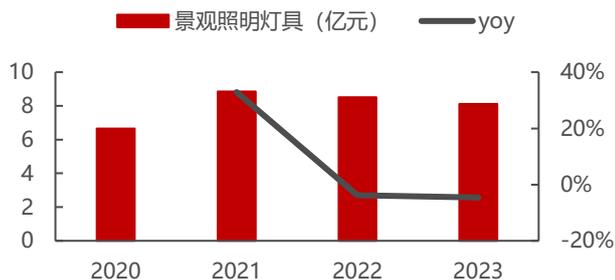
资料来源：wind，民生证券研究院

**图5：新能源产品历年毛利率**


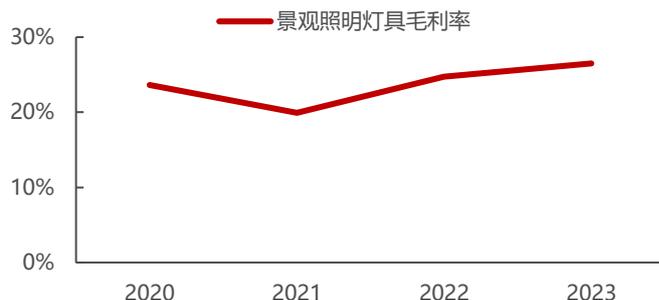
资料来源：wind，民生证券研究院

**照明产品方面**，具体包括照明电源和照明灯具。**1) 照明电源**：广泛应用于商业、家居及户外灯具，客户主要包括灯具厂商和照明工程承包商。产品以标准电源为主，同时提供定制化服务。公司持续提升竞争力，满足客户在产品质量、设计研发及交付上的高标准要求。经过多年深耕，公司与宜家、欧司朗、Kichler 等国际知名企业建立了长期稳定的战略合作关系，成为行业内少数具备这种合作能力的企业之一。**2) 照明灯具**：公司的灯具产品主要面向北美市场，均为定制产品，室内产品及低压景观灯等户外产品。公司根据客户需求进行设计和开发，主要客户包括北美的大型建材商超及灯具品牌商等。

2023 年公司照明产品实现销售收入 8.11 亿元，较上年同比减少 4.60%；毛利率 26.49%，同比提升 1.8pcts，盈利能力基本保持稳定。

**图6：景观照明灯具历年收入（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

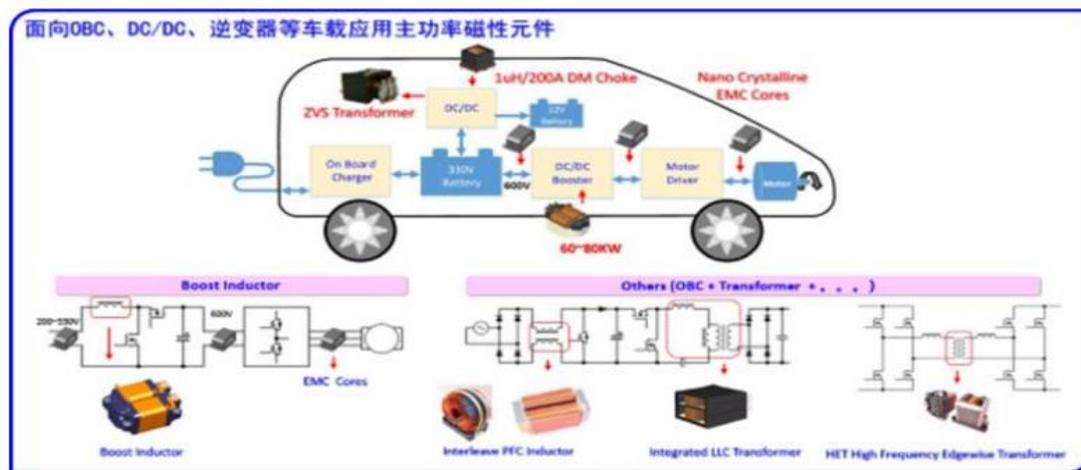
**图7：景观照明灯具历年毛利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

孵化业务方面，公司产品包括车载电感、车载电源与储能装置、充电桩。

**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。公司的车载升压电感在国内率先采用 PPS 一体注塑成型技术，使产品完美融合了高可靠性、机械强度、绝缘性及良好的散热性，同时有效减少了材料的使用，实现了轻量化、小型化及低成本化，有效提升了成品的竞争力和盈利能力。

图8：车载升压电感示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

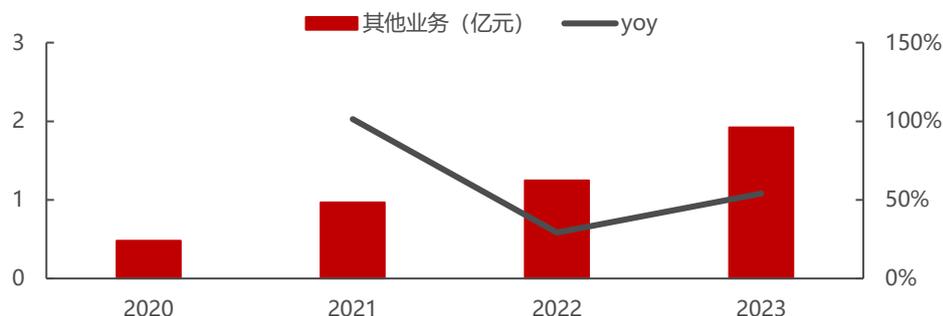
**车载电源：**包含 DC/DC 和 OBC，作为小三电的核心部件主要应用在新能源汽车里，DC/DC 作为直流转换器，可专为 24V 或 12V 电池充电，为车灯、雨刷、音响、空调以及转向助力等供电。OBC 其工作模式是 AC 转 DC，作为车载充电机，是新能源汽车重要的慢充电模式，可广泛应用于纯电动汽车及混合动力汽车上。公司车载电源具有高效、高可靠性、体积小、重量轻等特点。

**储能装置：**公司的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。

**充电桩：**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、直流分体式充电机以及共直流母线式光储充一体化系统等。

2023 年公司其他业务(包含孵化类业务)实现收入 1.9 亿元,同比增长 54%,实现高速增长。其中车载电感在前几年处于投入期, 23 年新拿到了一些国内车企的定点项目, 陆续 23 年末开始生产并逐步放量, 24 年预计销售规模将会有新的突破。同时充电桩也是公司重点关注的市场, 正处于积极拓展中。

图9：2020-2023 年公司各业务收入占比

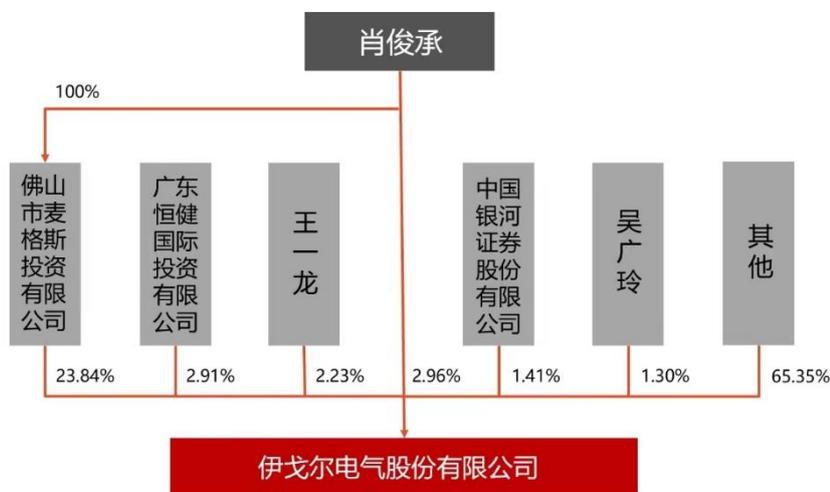


资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3 公司治理：股权结构集中，激励振奋人心

肖俊承为公司实际控制人，合计持股比例为 26.8%。公司核心高管履历丰富，长期从事电器研发、生产和销售，助力公司长期发展。

图10：伊戈尔股权结构 (24Q1 披露)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**股权激励锁定核心骨干，展现公司发展雄心。**公司于 2024 年 5 月 15 日发布《2024 年股票期权与限制性股票激励计划》，本激励计划涉及的首次授予激励对象共计 311 人，本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 13.50 元/份，首次授予的限制性股票的授予价格为 8.44 元/股。本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 400.00 万股，约占截至 2024 年 4 月 26 日公司股本总额 39,178.1691 万股的 1.02%。

24 年股权激励业绩目标为：以公司 2023 年营业收入为基数，2024/2025/2026 年营业收入增长率不低于 25%/50%/80%，以公司 2023 年扣

非净利润为基数, 2024/2025/2026 年扣非净利润增长率不低于 30%/60%/90%。

图11: 公司 24 年股权激励业绩考核目标

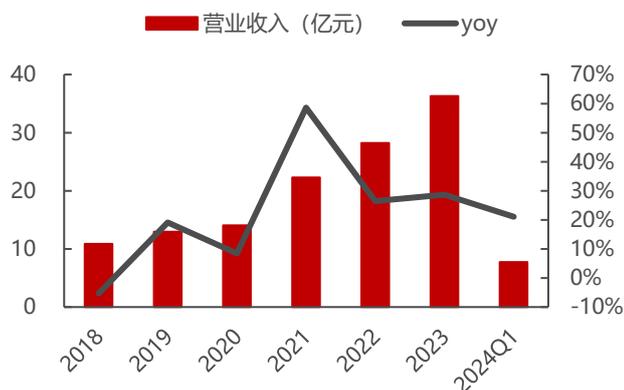
行权/解除限售期	业绩考核目标
第一个行权/解除限售期	<p>公司需满足下列条件之一:</p> <p>1、以公司 2023 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 25%;</p> <p>2、以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数, 2024 年扣除非经常性损益的净利润增长率不低于 30%。</p>
第二个行权/解除限售期	<p>公司需满足下列条件之一:</p> <p>1、以公司 2023 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 50%;</p> <p>2、以公司 2023 年扣除非经常性损益的净利润为基数, 2025 年扣除非经常性损益的净利润增长率不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

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 1.4 财务情况: 收入实现高速增长, 盈利能力向上修复

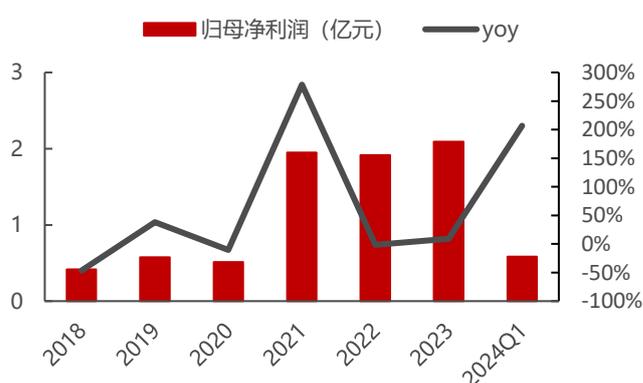
**业绩呈现高速增长。**受益于全球新能源行业的持续向好, 公司业绩实现高速增长, 2018-2023 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 27.2%及 38.2%。2023 年公司实现营业收入 36.3 亿元, 同比增长 28.7%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 9.3%, (23 年归母净利润增速弱于收入增长主要系公司对持有的安和威股权计提减值 5,002.02 万元)。24Q1 公司实现营业收入 7.7 亿元, 同比增长 21.1%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 206.7%, 保持高速增长态势。

图12: 2018-2024Q1 公司营收及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

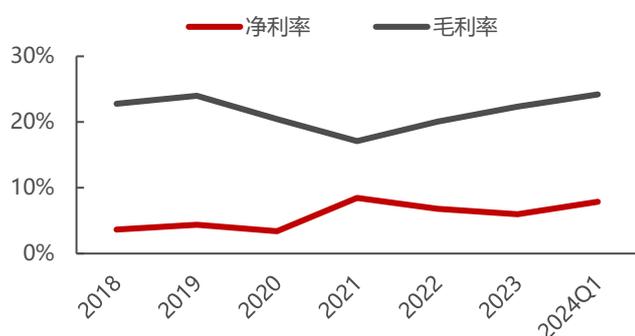
图13: 2018-2024Q1 公司归母净利润及增速



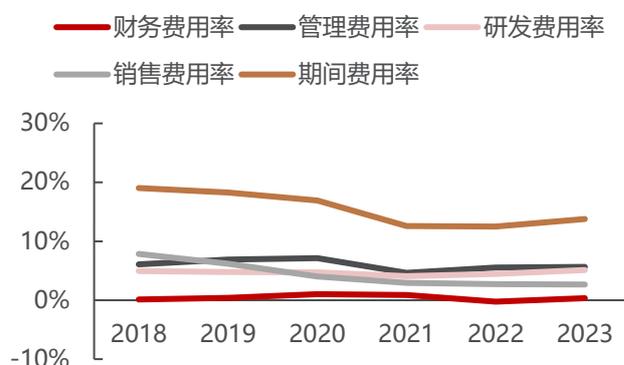
资料来源: wind, 民生证券研究院

**近几年盈利能力保持增长态势。**随着公司数字化工厂陆续投产，规模效应推动降本增效，盈利能力保持增长态势。2023 年公司销售毛利率和净利率分别为 22.3% 和 6.0%，同比分别增长 2.3pcts 和下降 0.8pct。24Q1 毛利率和净利率分别为 24.2%和 7.9%，同比增长 7.1pcts 和 4.9pcts，呈现明显修复态势。

**费用管控总体稳定。**2018-2023 年公司期间费用率稳中有降。公司 2023 年期间费用率为 13.8%，同比增长 1.3pcts，其中销售/管理/财务费用率分别为 2.7%/5.7%/0.4%，分别同比-0.1pct/+0.1pct/+0.6pct。公司持续保持高研发投入，2023 年研发费用率为 5.1%，同比增长 0.6pct。

**图14：2018-2024Q1 公司毛利率及净利率变化情况**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图15：2018-2023 公司费用率变化情况**


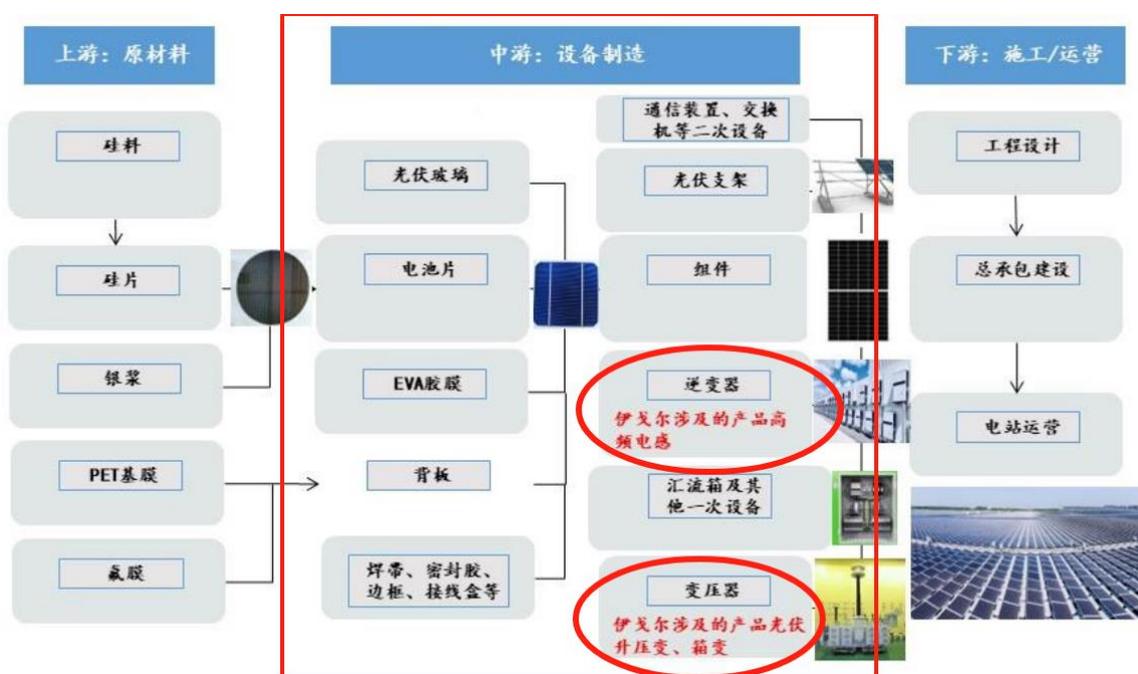
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 核心看点一：电感切入逆变器客户，光伏升压变景气度攀升

### 2.1 通过高频电感进入光伏市场

公司在新能源光伏领域目前主要是两类产品，一类是逆变环节的逆变器核心元器件高频电感，另一类是升压环节的光伏升压变及箱变。公司早期凭借高频电感单品成功切入逆变器客户，后续拓展布局光伏升压变，实现扩品类拓展。

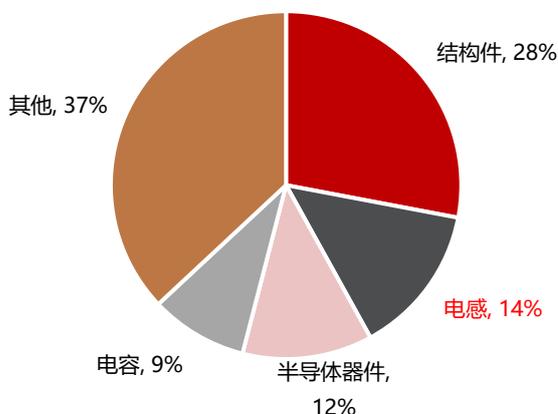
图16：伊戈尔在光伏产业中的业务范围



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**高频电感是逆变器的核心元器件，占采购成本的14%。**电感是利用电磁感应原理工作的磁性元器件，其利用电流与其周围磁场的相互作用，对电流突变产生抵抗，起到稳定电流的作用，是逆变器的关键组成元件之一。电感在逆变器的设计与构造中扮演储能、升压、滤波、消除 EMI 等作用，并对逆变器的性能、效率和可靠性有直接影响。据华经产业研究院统计，2022 年电感元器件成本占逆变器原材料采购成本的 14%。

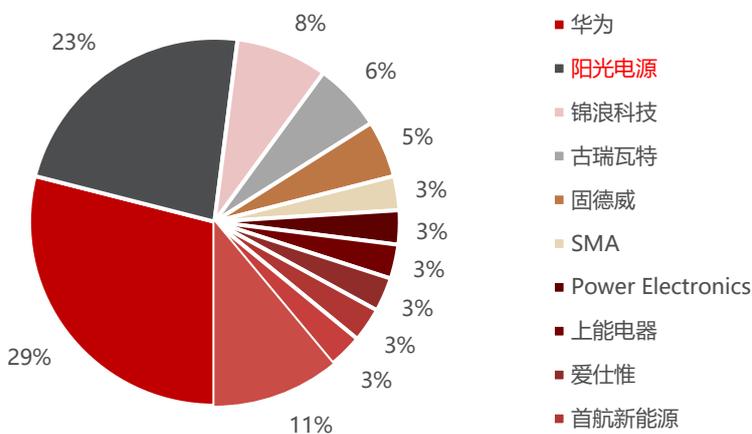
图17：2022 年逆变器各原材料采购成本占比



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

**公司下游绑定逆变器头部客户。**据 Wood Mackenzie 统计，2022 年全球前十大逆变器厂商中，内地厂商占据八席，合计市占率达 80%。其中以阳光电源和华为稳居 Top2，其市场份额合计超 50%。公司凭借其电感产品在可靠性、成本控制、生产效率及规模化生产等方面的突出优势，成功切入阳光电源等头部逆变器制造商的供应链体系。

图18：2022 年全球逆变器企业出货量占比



资料来源：Wood Mackenzie，民生证券研究院

## 2.2 外延拓展光伏升压变，收入迈上新台阶

**光伏升压是光伏系统中不可缺少的重要环节。**光伏发电用变压器为光伏发电系统配套，用于光伏电站的逆变系统与并网升压系统，主要用途是滤除谐波、低电压转换、电隔离等。下游客户对光伏发电用变压器的效率、噪音、谐波等有独特技术要求，需根据客户要求设计和研发，行业实行定制化生产。

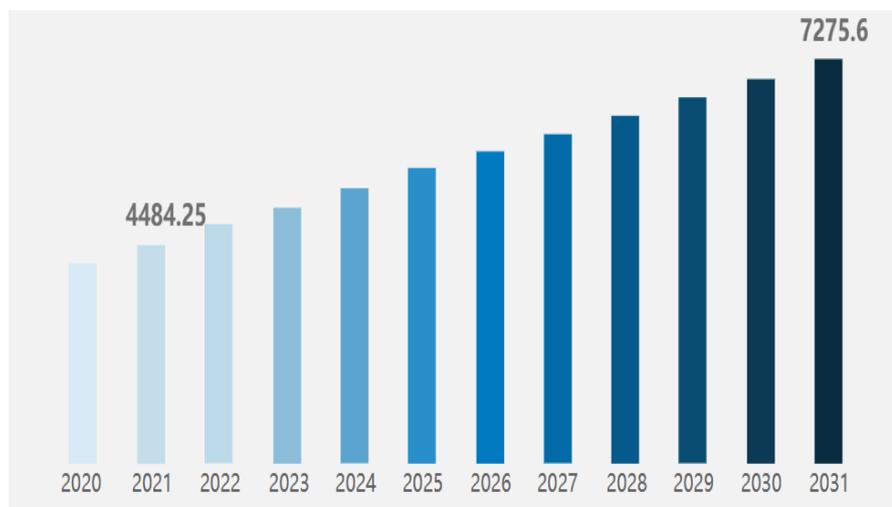
图19: 光伏升压场景示意图



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

**全球光伏升压变压器市场规模预计 2031 年将达到 73 亿美元。**据 Business Research Insights 报告, 2021 年全球光伏变压器市场规模为 45 亿美元, 预测 2031 年全球光伏升压变压器市场规模将达到 73 亿美元, 2021 年-2031 年的年复合增长率预计为 4.96%。

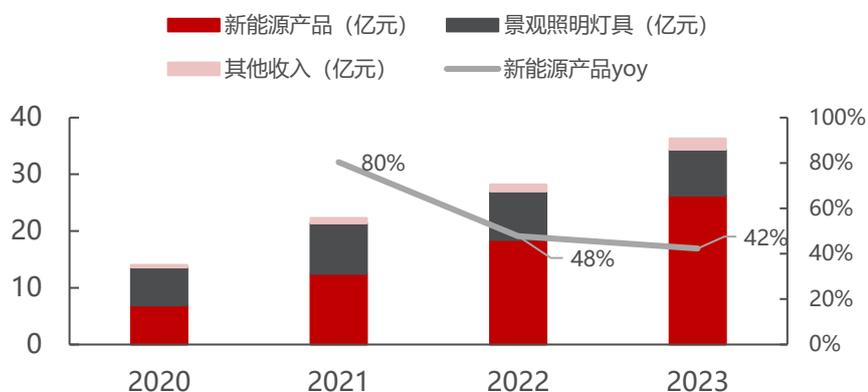
图20: 全球光伏升压变压器市场规模预测 (百万美元)



资料来源: Business Research Insights, 民生证券研究院

**公司凭借逆变器电感和升压变两大单品, 收入体量迈上新台阶。**2021 年, 公司持续加强与大客户合作的深度和广度, 光伏升压变压器产品实现了量产, 产品交付能力得到了客户的认可, 配套光伏行业的产品合计实现收入 6.9 亿元, 同比增长 136.22%(其中光伏升压变同比增长 989.33%, 高频电感同比增长 58.11%)。2023 年, 公司升压变单一品类产品收入已经突破 10 亿元, 并且完成了光伏智能箱式变电站、一体机等新能源产品品类的拓展, 成功从原来的核心部件拓展到成套设备, 实现了从 0 到 1 的突破, 为后续的增长奠定了基础。

图21：新能源产品收入带动公司整体收入上升



资料来源：wind，民生证券研究院

**升压变产能有序拓展，保障大客户需求。**在公司首个油浸式电力变压器数字化工厂实现高效率投产后，为了抢抓市场发展机遇、扩大公司新能源产品的产能规模、为大客户提供近距离的产品和服务，公司于 2023 年投资建设了安徽寿县生产基地，该基地继续沿用高效率的数字化工厂模式去打造，在原江西数字化工厂的基础之上进一步迭代升级。

## 3 核心看点二：墨西哥基地投建在即，变压器海外直销布局

### 3.1 美国变压器供需错配

当前海外市场以美国为首的区域出现变压器供需错配的情况。需求端体现在电网老旧更换、新能源并网需求、制造业回流等，供给端体现在劳材双缺&外资扩产动能不足，导致供需错配，变压器交付周期延长，海外订单外溢。

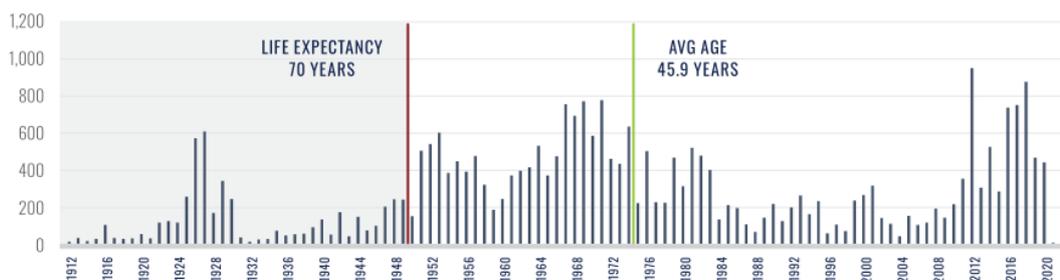
#### 需求端三大驱动力：

##### ➤ 驱动力一：美国电网老旧，面临大量电力设备更换需求

美国电网老旧，存在历史较为久远。美国大部分电网建于 20 世纪 60 年代和 70 年代，目前超过 70% 的电网已经使用了 25 年以上。AEP（美国最大的 TOs 之一）指出，在未来十年内，30% 的现有输电导线的预期寿命将达到或超过 70 年。

现存变压器年限已至，更换需求迫切。根据美国商务部 2020 年调研发现，美国电网中的变压器平均已使用 38 年，70% 的变压器使用时间已超过 25 年的预期使用寿命。参考 IEA 公布的电气设备使用寿命年限来看，一般断路器、变压器的设计寿命为 30-40 年，目前现存变压器已经接近使用寿命的极限，面临大量的老旧更换需求。

图22：美国 AEP 传输线年龄分布图（单位：circuit miles）



资料来源：Brattle estimate，民生证券研究院

##### ➤ 驱动力二：大量新能源项目并网在即，相关电力设备需求激增

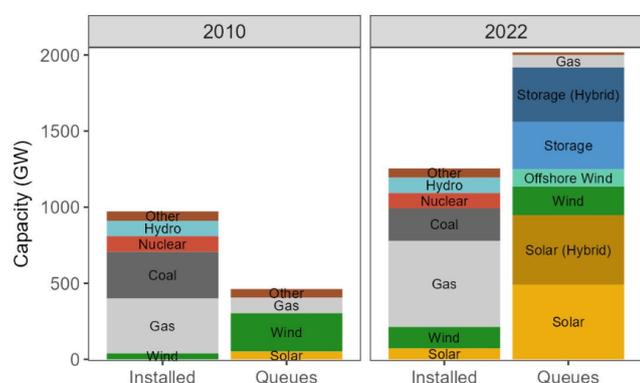
未来美国预计将有大量风光储项目并网。根据 Berkeley Lab 的数据，美国输电互连队列中的发电和储能项目数量继续大幅增加，截至 2022 年，有超过 2000GW 的发电和储能容量正在寻求并网，其中光伏（947GW）、风电（300GW）、储能（670GW）。现有队列中正在等待并网的风光储项目持续增加，未来预计将有大量的项目并网。

新能源和电网基础设施建设周期错配。光伏、风电等新能源发电项目往往远离城市，因此输电网络重要性凸显，往往需要配套新能源项目建设或者进行改造升级。

根据欧美电网相关设备投资建设时间来看,一条架空线路(电压等级 220KV 以上)需要 5-13 年的建设周期,高压线路建设周期为 4-8 年,配电网为 4 年。然而光伏、风电项目建设时间一般只需要 3 年左右。同时,电网建设规划还需要经过复杂的流程审批,这也增加了过程中的不确定性。

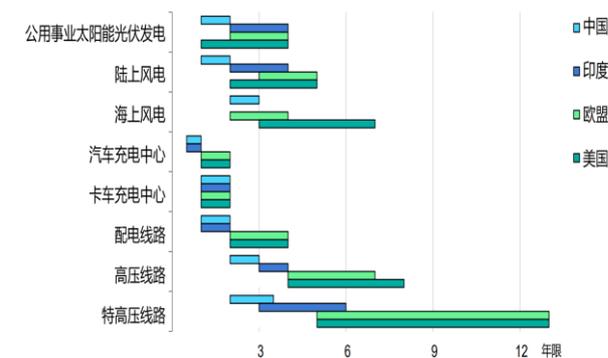
**新能源项目并网需求带动电网侧及发电侧的变压器需求高增。**风光等新能源项目建设和电网建设时间的错配,使得电网的建设需要提前规划,否则将会影响新能源项目并网进度。除此之外,新能源项目并网也需要升压变压器,因此新能源的项目开展在电网侧及发电侧两端对变压器提出了需求。

图23: 2010 年和 2022 年美国装机和排队容量 (GW)



资料来源: Berkeley Lab, 民生证券研究院

图24: 各国电网、太阳能光伏、风能和电动汽车充电站等环节部署时间

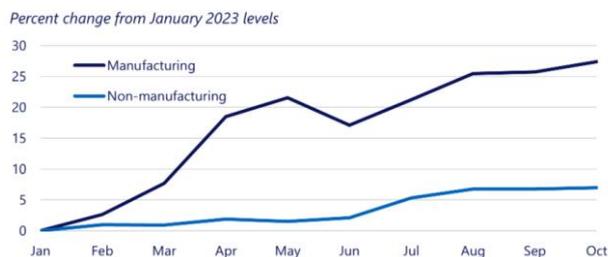


资料来源: EIA, 民生证券研究院

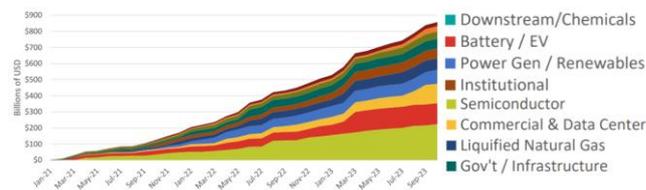
➤ **驱动力三: 美国制造业回流加速, 提振工业电力设备需求**

**工业用电需求提振, 拉动电力设备产品需求上升。**得益于美国总统拜登的“投资美国”议程, 2023 年以来美国制造业建设投资强劲增长。2023 年前十个月, 制造业建筑支出增长了 27% (经通胀调整后)。制造业厂房的建造提升带动工业变压器需求走高。

**制造业回流拉动北美大型项目 (Mega Project) 订单增长。**根据伊顿 24Q1 的财报中提到, 制造业回流趋势使北美在过去三年间已累计宣布总价值约 12,000 亿美元的超级工程建设需求, 24Q1 披露 42 个新项目, 总价值超 1300 亿美元, 总量增速仍在提高。根据伊顿预计, 单个大型项目中电气设备订单占比约为 3%至 5%。目前已统计的建设项目中开工率仅 16%, 往后随着美国“再工业化”的持续推进, 制造业建设需求有望加速, 从而带动工业用电力设备的需求增长。

**图25：美国 2023 年前十月制造业建筑支出增幅（经通胀调整后）**


资料来源：US Census Bureau, 民生证券研究院

**图26：北美累计大型项目建设额-分行业（十亿美元）**


资料来源：伊顿, 民生证券研究院

### 供给端制约因素：

**美国本土变压器生产规模较小，产能无法满足市场需求。**由于此前美国制造业离岸外包，当前本土变压器生产受到原材料、人才供应等限制，总体产能不足。过去 50 年时间美国变压器行业陆续经历了头部整合和小企业退出市场，Wood Mack 指出，目前美国本土供应只能满足市场 20%的需求，存在较大的供需缺口。

**变压器投资回报周期较长，国际集团企业扩产意愿不强。**许多国际的变压器供应商已经发展为大型的集团化公司，投资决策相对保守和稳健。受益于全球变压器需求的增长，集团变压器部门的订单供不应求，然而变压器的投资需要数十年才能收回成本，投资回报周期较长，集团企业冒财务稳定性风险扩产的意愿有限，这也是集团型制造商不愿意进行大规模扩产的原因。

## 3.2 公司抢占风口，拟建设墨西哥工厂辐射欧美

**公司历史已有海外变压器产品销售经历，24 年以来多次参加美国展会。**公司目前拥有美国、欧洲标准的光伏升压变产品，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，此外公司还将在欧洲、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。2024 年以来，公司多次参加美国本土展会，例如 2024 年 1 月参加美国国际电力展，2024 年 5 月参加美国输配电技术展等，频繁亮相于国际展会，未后续产能销售做前期铺垫工作。

图27: 公司美国光伏升压变产品示意图



美式光伏升压变压器

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图28: 公司欧洲光伏升压变产品示意图



欧式光伏升压变压器

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

**配电变出海先行, 24 年落地海外产线。**公司此前就有配电变压器出海收入, 主要销往中南美洲、东南亚等国家, 23 年有少部分产品销往北美。产能方面, 公司已同时在国内外新规划了产能去匹配中长期的市场需求。国内产线在江西吉安基地, 目前已在原来产线基础上新扩了一倍的场地以满足年内的市场需求, 同时公司已在美国当地新建产线, 目前正处于过程中, 预计最快在 24Q4 试产。

**拟建设墨西哥升压变工厂, 预计 25 年下半年建成。**2023 年 10 月 31 日, 公司发布《关于增资全资子公司投资建设墨西哥生产基地的公告》, 公司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. (中文名: 伊戈尔电气(洛杉矶)有限公司) 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。

- **建设计划:** 墨西哥生产基地规划的产品主要为新能源产品, 本次项目将利用公司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, 预计整个项目投资总额不超过 8,600 万美元, 资金用途包括但不限于购买土地、建设厂房、购买生产及 IT 等设备、预备费以及铺底流动资金。项目拟规划用地约 65,000 平方米, 建设期拟定为 2 年, 其中包括项目境内外报批、资金计划落实、土建工程的勘察设计及施工、设备采购及安装调试、人员招聘及培训、试生产。
- **投资目的:** 优化公司全球供应链, 有助于提升品牌形象, 持续拓展全球商机。同时, 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效性。
- **当前进度:** 截至 2024 年 5 月, 墨西哥工厂正在进行土建的过程中, 预计 24 年下半年建成投产。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

**1) 能源产品：**光伏装机量持续上升，配套光伏升压变压器产品需求量提升，2023 年公司升压变单一品类产品收入已经突破 10 亿元，并且完成了光伏智能箱式变电站、一体机等新能源产品品类的拓展，成功从原来的核心部件拓展到成套设备，实现了从 0 到 1 的突破，为后续的增长奠定了基础。此外，公司墨西哥工厂预计 2025 年建成，将进一步辐射海外市场，**收入方面**，我们预计 2024-2026 年能源产品业务增速分别为 40%/35%/33%，营收分别为 36.85/49.93/66.36 亿元；**盈利能力方面**，公司持续优化产出效率、加强成本管控，但同时考虑到公司新产能爬坡影响，我们预计 2024-2026 年毛利率维持在 21%水平。

**2) 照明电源：**照明业务 23 年受到海外市场需求疲软影响略有下降，23 年公司照明产品实现销售收入 8.12 亿元，较上年同比减少 4.60%。从海关出口数据来看，灯具照明出口 1-5 月累计同比增长 7.9%，今年需求有望回暖；**收入方面**，预计 2024-2026 年照明电源业务增速分别为 10%/10%/10%，营收分别为 8.9/9.8/10.8 亿元；**盈利能力方面**，公司深耕照明电源领域多年，业务模式成熟，预计对应毛利率维持在 26%水平。

**表1：伊戈尔业务拆分**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>汇总</b>				
营业收入 (亿元)	36.30	48.65	63.48	82.01
yoy	29%	34%	30%	29%
营业成本 (亿元)	28.19	37.96	49.58	64.15
毛利率	22%	22%	22%	22%
<b>能源产品</b>				
营业收入 (亿元)	26.27	36.85	49.93	66.36
yoy	42%	40%	35%	33%
营业成本 (亿元)	20.74	29.11	39.44	52.42
毛利率	21%	21%	21%	21%
<b>照明电源</b>				
营业收入 (亿元)	8.12	8.93	9.83	10.81
yoy	-5%	10%	10%	10%
营业成本 (亿元)	5.97	6.61	7.27	8.00
毛利率	26%	26%	26%	26%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (亿元)	1.91	2.87	3.72	4.84
yoy	53%	50%	30%	30%
营业成本 (亿元)	1.48	2.23	2.87	3.73
毛利率	22%	22%	23%	23%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

变压器为公司的核心产品，贡献主要收入来源，因此我们选取变压器供应商【金盘科技】【明阳电气】；变压器核心零部件分接开关供应商【华明装备】作为可比公司。以 2024 年 7 月 5 日收盘价为例，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 22X/17X/13X，公司对应 PE 分别为 21X/16X/13X，估值水平相对合理。

**表2：可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688676.SH	金盘科技	46.11	1.88	2.73	4.04	25	17	11
301291.SZ	明阳电气	32.79	2.20	2.85	3.55	15	12	9
002270.SZ	华明装备	19.32	0.74	0.90	1.11	26	21	17
<b>平均</b>						<b>22</b>	<b>17</b>	<b>13</b>
002922.SZ	伊戈尔	18.36	0.89	1.15	1.47	21	16	13

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：股价时间为 2024 年 7 月 5 日

## 4.3 投资建议

**公司升压变产能有序布局，海外直销渠道快速切入，产能有序扩张**，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 48.65、63.48、82.01 亿元，对应增速分别为 34.0%、30.5%、29.2%；归母净利润分别为 3.50、4.51、5.75 亿元，对应增速分别为 67.3%、28.9%、27.4%，以 7 月 5 日收盘价作为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 21X、16X、13X，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 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。

**2) 市场竞争加剧风险。**近年来国际知名厂商在我国建立生产基地，发展前景广阔的消费及工业领域电源产业，国内也有一批竞争实力较强的企业，市场竞争将更为激烈。如果发生决策失误，市场拓展不力，不能保持技术、生产水平的先进性，或者市场供求状况发生了重大不利变化，公司将会面临不利的市场竞争局面，甚至会影响到公司的生存和长远发展。

**3) 汇率波动风险。**公司出口业务主要以美元、欧元、日元结算，人民币对美元、欧元、日元的汇率波动可能对公司业绩产生一定影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,630	4,865	6,348	8,201
营业成本	2,819	3,796	4,958	6,415
营业税金及附加	18	24	32	41
销售费用	97	131	171	221
管理费用	206	277	362	467
研发费用	186	248	324	418
EBIT	303	396	511	651
财务费用	13	11	14	18
资产减值损失	-68	-19	-24	-32
投资收益	4	0	0	0
营业利润	227	366	472	602
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	227	367	473	602
所得税	9	15	19	24
净利润	217	352	454	578
归属于母公司净利润	209	350	451	575
EBITDA	393	503	633	794

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	668	621	599	699
应收账款及票据	1,338	1,993	2,600	3,359
预付款项	20	15	20	26
存货	483	605	791	1,023
其他流动资产	1,150	781	820	869
流动资产合计	3,659	4,016	4,830	5,976
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	905	1,147	1,331	1,468
无形资产	114	114	114	114
非流动资产合计	1,637	1,921	2,106	2,185
资产合计	5,296	5,936	6,936	8,161
短期借款	242	322	402	482
应付账款及票据	1,360	1,716	2,241	2,900
其他流动负债	318	333	405	495
流动负债合计	1,920	2,371	3,048	3,876
长期借款	196	196	196	196
其他长期负债	75	71	77	73
非流动负债合计	271	267	273	269
负债合计	2,191	2,637	3,321	4,146
股本	391	392	392	392
少数股东权益	12	14	16	19
股东权益合计	3,105	3,299	3,615	4,015
负债和股东权益合计	5,296	5,936	6,936	8,161

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	28.68	34.01	30.48	29.19
EBIT 增长率	53.55	30.80	29.10	27.36
净利润增长率	9.34	67.28	28.91	27.39
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	22.34	21.98	21.89	21.78
净利润率	5.77	7.20	7.11	7.01
总资产收益率 ROA	3.95	5.90	6.51	7.05
净资产收益率 ROE	6.77	10.66	12.54	14.39
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.91	1.69	1.58	1.54
速动比率	1.50	1.34	1.24	1.20
现金比率	0.35	0.26	0.20	0.18
资产负债率 (%)	41.37	44.42	47.88	50.80
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	121.64	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	62.56	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.82	0.87	0.99	1.09
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.89	1.15	1.47
每股净资产	7.89	8.38	9.18	10.19
每股经营现金流	0.44	1.13	0.91	1.14
每股股利	0.30	0.35	0.45	0.58
<b>估值分析</b>				
PE	34	21	16	13
PB	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.83	13.93	11.08	8.83
股息收益率 (%)	1.63	1.92	2.47	3.15

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	217	352	454	578
折旧和摊销	90	107	122	143
营运资金变动	-202	-59	-272	-340
经营活动现金流	174	445	358	448
资本开支	-548	-377	-290	-211
投资	-486	0	0	0
投资活动现金流	-1,027	-377	-290	-211
股权募资	1,202	1	0	0
债务募资	79	80	80	80
筹资活动现金流	1,145	-114	-91	-137
现金净流量	298	-47	-23	100

## 插图目录

图 1: 伊戈尔发展历程.....	3
图 2: 伊戈尔业务拓展历程示意图.....	4
图 3: 2019-2023 年公司各业务收入占比.....	4
图 4: 新能源产品历年收入 (亿元) .....	5
图 5: 新能源产品历年毛利率.....	5
图 6: 景观照明灯具历年收入 (亿元) .....	5
图 7: 景观照明灯具历年毛利率.....	5
图 8: 车载升压电感示意图.....	6
图 9: 2020-2023 年公司各业务收入占比.....	7
图 10: 伊戈尔股权结构 (24Q1 披露) .....	7
图 11: 公司 24 年股权激励业绩考核目标.....	8
图 12: 2018-2024Q1 公司营收及增速.....	8
图 13: 2018-2024Q1 公司归母净利润及增速.....	8
图 14: 2018-2024Q1 公司毛利率及净利率变化情况.....	9
图 15: 2018-2023 公司费用率变化情况.....	9
图 16: 伊戈尔在光伏产业中的业务范围.....	10
图 17: 2022 年逆变器各原材料采购成本占比.....	11
图 18: 2022 年全球逆变器企业出货量占比.....	11
图 19: 光伏升压场景示意图.....	12
图 20: 全球光伏升压变压器市场规模预测 (百万美元) .....	12
图 21: 新能源产品收入带动公司整体收入上升.....	13
图 22: 美国 AEP 传输线年龄分布图 (单位: circuit miles) .....	14
图 23: 2010 年和 2022 年美国装机和排队容量 (GW) .....	15
图 24: 各国电网、太阳能光伏、风能和电动汽车充电站等环节部署时间.....	15
图 25: 美国 2023 年前十月制造业建筑支出增幅 (经通胀调整后) .....	16
图 26: 北美累计大型项目建设额-分行业 (十亿美元) .....	16
图 27: 公司美国光伏升压变产品示意图.....	17
图 28: 公司欧洲光伏升压变产品示意图.....	17

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 伊戈尔业务拆分.....	18
表 2: 可比公司 PE 数据对比.....	19
公司财务报表数据预测汇总.....	21

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026