

伊戈尔 (002922.SZ)

中报预告业绩表现亮眼，变压器需求景气

优于大市

核心观点

公司2024上半年实现归母净利润1.58-1.85亿元，同比+75%-105%。公司发布半年报业绩预告，公司2024H1实现归母净利润1.58-1.85亿元，同比+75%-105%。实现扣非净利润1.5-1.75亿元，同比+77%-106%。其中对应Q2公司实现归母净利润1-1.27亿元，同比+40%-78%，环比+72%-119%，Q2实现扣非净利润0.98-1.23亿元，同比+44%-81%，环比+88-137%。

公司业务快速拓展，规模效应有望抵消原材料价格波动。2024上半年公司加快全球化产业布局，市场拓展取得有效进展，公司订单较上年同期增加，规模效应进一步凸显，我们估计公司上半年光伏升压变压器，配电变压器业务收入大幅增长，为公司业绩增长主要贡献。光储电感业务需求逐渐回暖，照明产品整体稳健增长。毛利率方面，上半年铜、铝等原材料价格虽然有所上涨，但公司通过规模效应提升以及加大数字化生产线、自动化设备的投入，促使公司不断提质增效以缓解原材料价格波动带来的负面影响，我们估计Q2公司整体毛利率环比稳定。

展望下半年，重点关注公司光伏升压变压器与配电变压器产能释放。公司近年推进光伏升压变压器与配电变压器产能布局。1) 光伏升压变压器方面，下半年公司安徽工厂产能持续释放，光伏升压变压器整体产能将大幅增长。目前海外墨西哥工厂正在建设中，目前预计2025年下半年投产；2) 配电变压器方面，公司目前产品出口美国及亚非拉地区，公司美国达拉斯基地正在建设中，预计2024年四季度投产，当前亚非拉等新兴市场以及美国市场需求景气，公司在海外市场具备品牌、渠道以及产能布局优势。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。伴随公司光伏升压变压器与配电变压器产能释放，公司整体业绩将迎来快速增长，同时公司通过规模效应、降本增效来缓解原材料价格波动的负面影响，我们预计公司整体毛利率水平将继续保持稳定。我们上调公司盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润4.18/5.22/6.31亿元（原预测3.34/4.33/5.24亿元）同比+99.8%/24.7%/21%，EPS分别为1.07/1.33/1.61元，对应估值分别为17.6/14.1/11.7倍，维持优于大市评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；贸易政策变动；市场竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,821	3,630	4,829	5,870	7,050
(+/-%)	26.5%	28.7%	33.0%	21.6%	20.1%
净利润(百万元)	191	209	418	522	631
(+/-%)	-1.7%	9.3%	99.8%	24.7%	21.0%
每股收益(元)	0.49	0.53	1.07	1.33	1.61
EBIT Margin	6.8%	8.4%	11.2%	11.3%	11.3%
净资产收益率(ROE)	11.3%	8.6%	12.9%	14.5%	15.7%
市盈率(PE)	38.5	35.2	17.6	14.1	11.7
EV/EBITDA	37.6	25.0	14.6	12.2	10.5
市净率(PB)	4.18	2.37	2.15	1.93	1.71

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·电网设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：徐文辉 021-60375426 xuwenhui@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980524030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.78元
总市值/流通市值	7363/6950百万元
52周最高价/最低价	25.10/9.81元
近3个月日均成交额	450.72百万元

市场走势



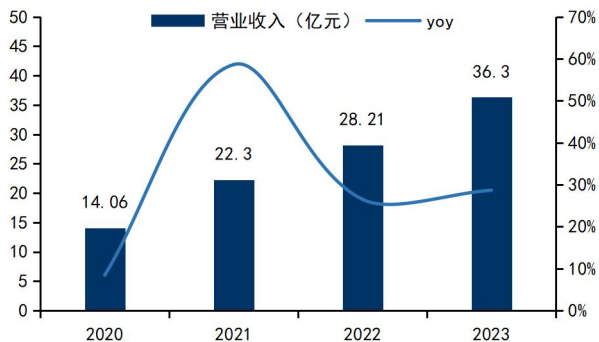
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《伊戈尔(002922.SZ)-受益于数据中心与配电网景气度，海外变压器快速拓展》——2024-05-17

公司 2024 上半年实现归母净利润 1.58-1.85 亿元，同比+75%-105%。公司发布半年报业绩预告，公司 2024H1 实现归母净利润 1.58-1.85 亿元，同比+75%-105%。实现扣非净利润 1.5-1.75 亿元，同比+77%-106%。其中对应 Q2 公司实现归母净利润 1-1.27 亿元，同比+40%-78%，环比+72%-119%，Q2 实现扣非净利润 0.98-1.23 亿元，同比+44%-81%，环比+88-137%。

图1：伊戈尔营业收入及增速（单位：亿元、%）



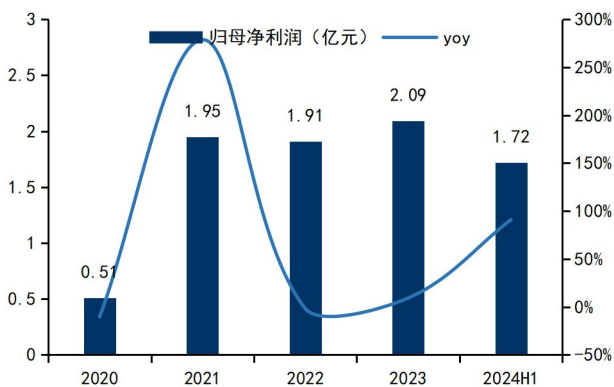
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：伊戈尔单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



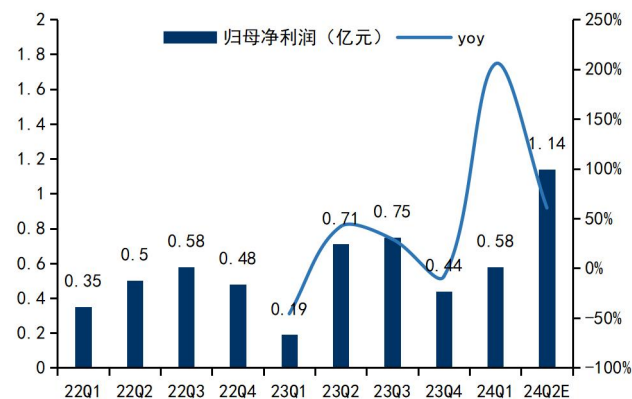
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：伊戈尔归母净利润及增速（单位：亿元、%）



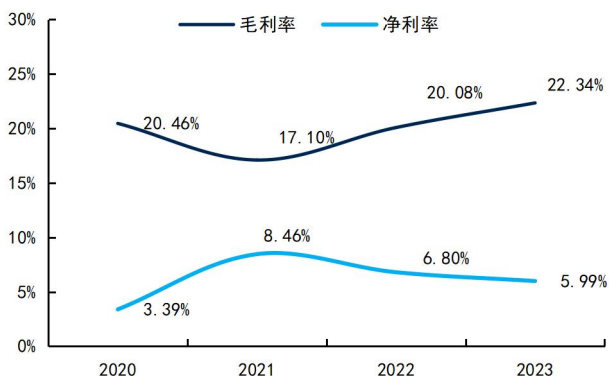
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：24H1业绩取预告中值

图4：伊戈尔单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



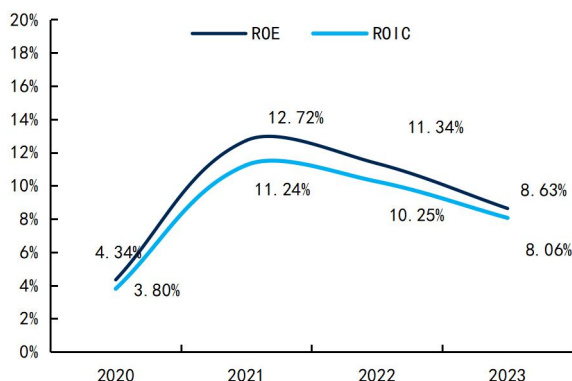
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：24Q2业绩取预告中值

图5: 伊戈尔毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理,

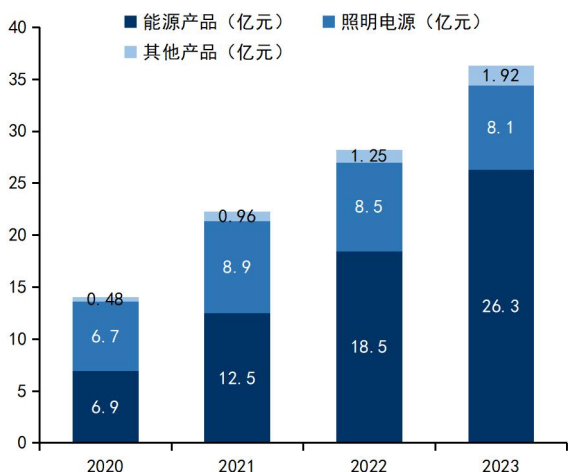
图6: 伊戈尔 ROE、ROIC 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

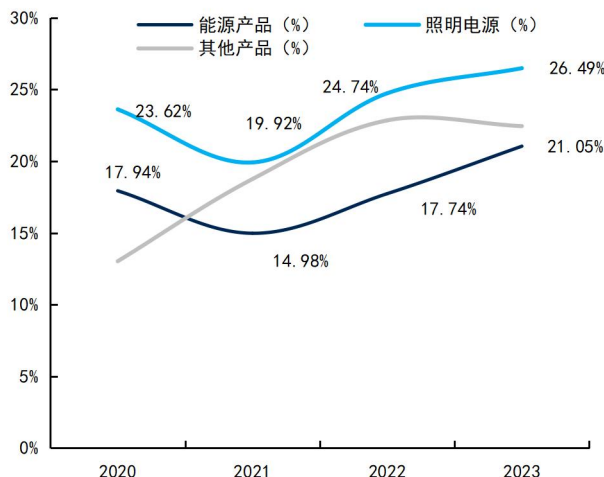
公司各项业务经营业绩稳步上升。2023 公司实现营业收入 36.3 亿元, 同比+28.7%; 其中能源产品实现营收 26.3 亿元, 同比+42.3%, 占总营收的 72.4%; 照明电源实现营收 8.12 亿元, 同比-4.6%, 占总营收的 22.3%; 其他产品实现营收 1.92 亿元, 同比+53.6%, 占总营收 5.3%。从各项业务毛利率来看, 各项业务 2021-2023 年毛利率稳中有升, 其中能源产品业务 2023 年毛利率 21.05%, 同比+3.3pct; 照明电源业务 2023 年毛利率 26.49%, 同比+1.75pct; 其他产品 2023 年毛利率 22.45%, 同比-0.4pct。

图7: 伊戈尔各业务营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

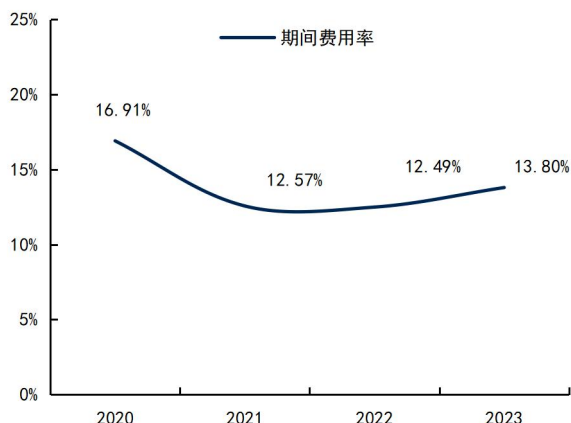
图8: 伊戈尔各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

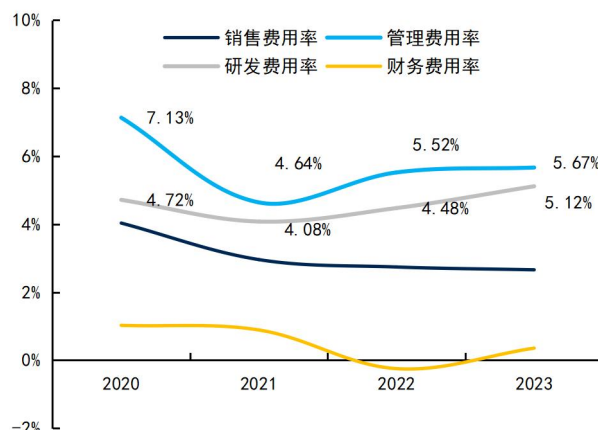
公司期间费用管控良好, 近年来整体较为稳定。公司 2020-2023 年期间费用率分别为 16.91%/12.57%/12.49%/13.8%/, 整体较为稳定。

图9：伊戈尔期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：伊戈尔费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司业务快速拓展，规模效应有望抵消原材料价格波动。2024 上半年公司加快全球化产业布局，市场拓展取得有效进展，公司订单较上年同期增加，规模效应进一步凸显，我们估计公司上半年光伏升压变压器，配电变压器业务收入大幅增长，为公司业绩增长主要贡献。光储电感业务需求逐渐回暖，照明产品整体稳健增长。毛利率方面，铜、铝等原材料价格虽有所上涨，但公司通过规模效应提升以及加大数字化生产线、自动化设备的投入，促使公司不断提质增效以缓解原材料价格波动带来的负面影响，我们估计 Q2 公司整体毛利率环比稳定。

展望下半年，重点关注公司光伏升压变压器与配电变压器产能释放。公司近年推进光伏升压变压器与配电变压器产能布局。1) 光伏升压变压器方面，下半年公司安徽工厂产能持续释放，光伏升压变压器整体产能将大幅增长。目前海外墨西哥工厂正在建设中，目前预计 2025 年下半年投产；2) 配电变压器方面，公司目前产品出口美国及亚非拉地区，公司美国达拉斯基地正在建设中，预计 2024 年四季度投产，当前亚非拉等新兴市场以及美国市场需求景气，公司在海外市场具备品牌、渠道以及产能布局优势。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。伴随公司光伏升压变压器与配电变压器产能释放，公司整体业绩将迎来快速增长，同时公司通过规模效应、降本增效来缓解原材料价格波动的负面影响，我们预计公司整体毛利率水平将继续保持稳定。我们上调公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润 4.18/5.22/6.31 亿元（原预测 3.34/4.33/5.24 亿元）同比+99.8%/24.7%/21%，EPS 分别为 1.07/1.33/1.61 元，对应估值分别为 17.6/14.1/11.7 倍，维持优于大市评级。

表 3：可比公司估值表（2024 年 7 月 11 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002922.SZ	伊戈尔	18.78	73.6	1.07	1.33	1.61	17.55	14.12	11.66	优于大市
688676.SH	金盘科技	42.56	194.5	1.76	2.5	3.16	24.18	17.02	13.47	优于大市
000400.SH	许继电气	33.73	344	1.18	1.68	2.1	28.58	20.08	16.06	优于大市
601126.SH	四方股份	17.59	146	0.9	1.05	1.23	19.54	16.75	14.30	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	491	668	782	700	815	营业收入	2821	3630	4829	5870	7050
应收款项	1164	1338	1257	1447	1642	营业成本	2255	2819	3685	4508	5432
存货净额	366	483	707	865	1042	营业税金及附加	14	18	24	29	35
其他流动资产	85	464	368	451	543	销售费用	77	97	121	135	162
流动资产合计	2194	3659	3640	3984	4558	管理费用	156	206	241	282	331
固定资产	995	1218	1515	1786	1882	研发费用	126	186	217	252	296
无形资产及其他	102	114	109	105	100	财务费用	(7)	13	7	8	9
其他长期资产	163	287	241	293	352	投资收益	(4)	4	0	0	0
长期股权投资	73	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(19)	(79)	(55)	(55)	(55)
资产总计	3527	5296	5524	6187	6912	其他收入	41	90	80	80	80
短期借款及交易性金融负债	372	260	300	364	250	营业利润	200	227	504	625	754
应付款项	1003	1360	1211	1482	1786	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	305	278	324	246	296	利润总额	200	227	504	625	754
流动负债合计	1690	1920	1835	2092	2332	所得税费用	9	9	76	94	113
长期借款及应付债券	6	196	196	196	196	少数股东损益	0	8	10	10	10
其他长期负债	70	75	75	75	75	归属于母公司净利润	191	209	418	522	631
长期负债合计	76	271	271	271	271	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1766	2191	2106	2363	2603	净利润	191	209	418	522	631
少数股东权益	2	12	22	32	42	资产减值准备	(15)	(68)	(50)	(50)	(50)
股东权益	1760	3093	3396	3792	4266	折旧摊销	50	76	108	133	159
负债和股东权益总计	3527	5296	5524	6187	6912	公允价值变动损失	0	15	5	5	5
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	13	7	8	9
每股收益	0.49	0.53	1.07	1.33	1.61	营运资本变动	181	(414)	2	(238)	(110)
每股红利	0.19	0.30	0.32	0.40	0.48	其它	(222)	354	62	63	64
每股净资产	4.49	7.92	8.72	9.75	10.99	经营活动现金流	186	174	545	435	699
ROIC	10%	8%	12%	13%	14%	资本开支	(256)	(550)	(400)	(400)	(250)
ROE	11%	9%	13%	15%	16%	其它投资现金流	(55)	(477)	51	(47)	(54)
毛利率	20%	22%	24%	23%	23%	投资活动现金流	(311)	(1027)	(349)	(447)	(304)
EBIT Margin	7%	8%	11%	11%	11%	权益性融资	11	1199	0	0	0
EBITDA Margin	9%	11%	13%	14%	14%	负债净变化	210	34	40	64	(114)
收入增长	27%	29%	33%	22%	20%	支付股利、利息	(59)	(75)	(116)	(125)	(156)
净利润增长率	-2%	9%	100%	25%	21%	其它融资现金流	214	(155)	40	64	(114)
资产负债率	50%	41%	38%	38%	38%	融资活动现金流	168	1145	(83)	(69)	(280)
息率	1.0%	1.6%	1.7%	2.1%	2.6%	现金净变动	43	292	113	(82)	115
P/E	38.5	35.2	17.6	14.1	11.7	货币资金的期初余额	325	491	668	782	700
P/B	4.2	2.4	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	491	668	782	700	815
EV/EBITDA	37.6	25.0	14.6	12.2	10.5	企业自由现金流	160	(594)	170	59	473
						权益自由现金流	377	(572)	204	116	351

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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