

伊戈尔 (002922)

2024 年半年报点评: 升压变加速出海, 盈利显著提升

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121
xujunhe@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 2821 | 3630 | 5162 | 6415 | 7745 |
| 同比 (%) | 26.50 | 28.68 | 42.20 | 24.27 | 20.74 |
| 归母净利润 (百万元) | 191.45 | 209.32 | 400.77 | 556.00 | 704.06 |
| 同比 (%) | (1.71) | 9.34 | 91.46 | 38.73 | 26.63 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.49 | 0.53 | 1.02 | 1.42 | 1.80 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 33.16 | 30.33 | 15.84 | 11.42 | 9.02 |

投资要点

- **24H1 收入同比+30%、归母净利润同比+95%、业绩符合市场预期。**24H1 实现营收 20.5 亿元, 同比+30%, 归母净利润/扣非净利润 1.8/1.6 亿元, 同比+95%/+93%; 其中 Q2 营收 12.8 亿元, 同比+37%, 归母净利润/扣非净利润 1.2/1.1 亿元, 同比+66%/+64%, 经营现金流净额 1.9 亿元, 同比+188%。业绩整体符合业绩预告的归母 1.58-1.85 亿元中值偏上水平。
- **变压器等能源产品毛利率显著提升、利润规模效应突出。**Q2 毛利率达 24.8%, 同环比+3.8pct/+0.6pct。两大业务能源产品/照明产品毛利率分别 24.0%/+25.9%, 同比+6.2pct/+0.9pct。我们预计升压变收入 H1 高速增长, 规模效应+数字化工厂提质增效, 基本对冲大宗对变压器毛利率负面影响, 毛利率同环比预计大幅提升。Q2 净利润率 9.4%, 同环比+1.8pct/+1.6pct。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 1.7%/6.5%/4.6%/持平, 同比分别-0.4/+1.7/-0.6/+0.9pct。24Q2 合同负债 0.45 亿元, 环比 24Q1 末/23 年底分别+0.16 亿/+0.23 亿元。
- **光伏升压变&配变 Q2 出货双双维持高增、欧美直销方兴未艾。**H1 能源产品收入 14.8 亿元, 同比+28%。1) 我们预计 Q2 【光伏升压变】【配电变压器】高速增长, 【电感】有所下滑。2) 海外直销客户也在起量, 目前欧洲客户进展更快, 我们预计全年直销占能源产品收入的 5%左右, 明年占比更高。3) 展望 H2, 我们预计 Q3 升压变发货趋势延续 Q2, 24 年光伏升压变&配变收入同比持续高增。产能方面, 安徽基地已于 24Q2 投产, 海外工厂布局也在加速, 美国配变工厂最快于 24Q4 投产, 墨西哥工厂正在土建过程中, 我们认为美国关税对公司利润影响基本可控。
- **非能源业务增长均超预期。**其中: 24H1 照明产品收入 4.5 亿元, 同比+35%。主要系: 1) 去年同期基数低; 2) 照明行业市场需求回暖, 公司积极优化产品结构所致 (利润更高的电源增速预计快于灯具), 实现快于行业增长 (24M1-5 国内出口照明产品 226 亿美元、同比+3%), 全年预计收入提至同比 10%+增长。其他品类 (如车载电感、储能、充电桩) 收入 1.2 亿元, 同比+41%, 客户开拓取得有效进展。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 24-26 年归母净利润分别为 4.0/5.6/7.0 亿元, 同比分别+91%/+39%/+27%, 对应 PE 分别为 16/11/9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外市场拓展不及预期, 原材料涨价超预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 16.19 |
| 一年最低/最高价 | 9.81/25.10 |
| 市净率(倍) | 2.06 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,991.46 |
| 总市值(百万元) | 6,347.98 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 7.86 |
| 资产负债率(% ,LF) | 43.83 |
| 总股本(百万股) | 392.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 370.07 |

相关研究

《伊戈尔(002922): 2024 年半年报预告点评: 升压变加速出海, 利润略超预期》

2024-07-11

《伊戈尔(002922): 变压器小巨人, 海外加速扩张》

2024-07-09

伊戈尔三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 3,659 | 4,242 | 5,101 | 6,124 | 营业总收入 | 3,630 | 5,162 | 6,415 | 7,745 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,200 | 950 | 1,022 | 1,204 | 营业成本(含金融类) | 2,819 | 4,002 | 4,948 | 5,947 |
| 经营性应收款项 | 1,667 | 2,257 | 2,830 | 3,429 | 税金及附加 | 18 | 24 | 31 | 37 |
| 存货 | 483 | 710 | 856 | 1,036 | 销售费用 | 97 | 160 | 192 | 229 |
| 合同资产 | 154 | 166 | 223 | 272 | 管理费用 | 206 | 305 | 372 | 445 |
| 其他流动资产 | 155 | 159 | 171 | 182 | 研发费用 | 186 | 268 | 327 | 398 |
| 非流动资产 | 1,637 | 2,011 | 2,248 | 2,462 | 财务费用 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 19 | 6 | 4 | 0 | 加:其他收益 | 26 | 36 | 46 | 55 |
| 固定资产及使用权资产 | 918 | 1,024 | 1,124 | 1,209 | 投资净收益 | 4 | 0 | 1 | 2 |
| 在建工程 | 313 | 430 | 552 | 669 | 公允价值变动 | (15) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 114 | 131 | 150 | 167 | 减值损失 | (79) | (10) | 5 | 10 |
| 商誉 | 37 | 35 | 33 | 32 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 3 | 3 | 3 | 3 | 营业利润 | 227 | 430 | 596 | 756 |
| 其他非流动资产 | 233 | 383 | 383 | 383 | 营业外净收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5,296 | 6,253 | 7,349 | 8,586 | 利润总额 | 227 | 430 | 596 | 756 |
| 流动负债 | 1,920 | 2,463 | 2,993 | 3,511 | 减:所得税 | 9 | 23 | 28 | 37 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 260 | 271 | 264 | 236 | 净利润 | 217 | 406 | 567 | 719 |
| 经营性应付款项 | 1,360 | 1,831 | 2,295 | 2,764 | 减:少数股东损益 | 8 | 6 | 11 | 15 |
| 合同负债 | 22 | 28 | 34 | 43 | 归属母公司净利润 | 209 | 401 | 556 | 704 |
| 其他流动负债 | 278 | 333 | 400 | 468 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.53 | 1.02 | 1.42 | 1.80 |
| 非流动负债 | 271 | 300 | 300 | 300 | EBIT | 303 | 430 | 596 | 756 |
| 长期借款 | 196 | 196 | 196 | 196 | EBITDA | 393 | 520 | 698 | 869 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.34 | 22.48 | 22.86 | 23.22 |
| 租赁负债 | 7 | 7 | 7 | 7 | 归母净利率(%) | 5.77 | 7.76 | 8.67 | 9.09 |
| 其他非流动负债 | 68 | 97 | 97 | 97 | 收入增长率(%) | 28.68 | 42.20 | 24.27 | 20.74 |
| 负债合计 | 2,191 | 2,763 | 3,292 | 3,810 | 归母净利润增长率(%) | 9.34 | 91.46 | 38.73 | 26.63 |
| 归属母公司股东权益 | 3,093 | 3,472 | 4,028 | 4,732 | | | | | |
| 少数股东权益 | 12 | 18 | 29 | 44 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,105 | 3,490 | 4,057 | 4,776 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,296 | 6,253 | 7,349 | 8,586 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 174 | 205 | 413 | 526 | 每股净资产(元) | 7.90 | 8.85 | 10.27 | 12.07 |
| 投资活动现金流 | (1,027) | (472) | (334) | (316) | 最新发行在外股份(百万股) | 392 | 392 | 392 | 392 |
| 筹资活动现金流 | 1,145 | 33 | (7) | (28) | ROIC(%) | 10.16 | 10.79 | 13.37 | 14.77 |
| 现金净增加额 | 298 | (250) | 71 | 182 | ROE-摊薄(%) | 6.77 | 11.54 | 13.80 | 14.88 |
| 折旧和摊销 | 90 | 90 | 102 | 113 | 资产负债率(%) | 41.37 | 44.19 | 44.80 | 44.38 |
| 资本开支 | (548) | (327) | (342) | (331) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 30.33 | 15.84 | 11.42 | 9.02 |
| 营运资本变动 | (202) | (300) | (251) | (295) | P/B(现价) | 2.05 | 1.83 | 1.58 | 1.34 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>