

## 伊戈尔 (002922)

证券研究报告  
2024年08月29日

## 能源产品收入快速增长, 规模效应+自动化产线投入带动盈利能力提升

事件: 公司发布 2024 年半年报, 公司实现营业收入 20.53 亿元,  $yoy+30.44%$ ; 实现归母净利润 1.76 亿元,  $yoy+95.38%$ ; 实现扣非归母净利润 1.64 亿元,  $yoy+92.92%$ 。

点评: 能源产品收入快速增长, 规模效应+自动化产线投入带动盈利能力提升。公司实现营业收入 20.53 亿元,  $yoy+30.44%$ 。24H1 毛利率 24.56%,  $yoy+5.22pct$ , 毛利率上升主要原因是近年来公司持续加大研发创新和数字化生产设备投入, 坚持精益生产原则, 加快新技术应用与产品迭代升级, 随着收入的快速增长, 降本增效促使毛利率提升。24Q2 公司实现营收 12.8 亿元,  $yoy+36.86%$ ,  $qoq+65.29%$ , 实现归母净利润 1.18 亿元,  $yoy+65.63%$ ,  $qoq+102.05%$ 。24Q2 销售毛利率为 24.78%,  $qoq+0.58pct$ 。

分产品来看, 24H1 公司能源产品实现收入 14.85 亿元,  $yoy+28.44%$ , 继续保持快速增长态势, 毛利率为 24.03%,  $yoy+6.2pct$ ; 照明产品实现收入 4.53 亿元,  $yoy+34.81%$ , 主要是照明行业市场需求回暖、公司积极优化产品结构, 推动技术创新和产品升级, 提高照明产品的竞争力, 毛利率为 25.9%,  $yoy+0.85pct$ ; 其他类产品实现收入 1.16 亿元,  $yoy+40.61%$ , 主要是孵化类业务出货量增加, 客户开拓取得有效进展。

**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:**

国内外产能持续扩充, 持续贡献业绩增长动能。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, 24Q2 已经开始试生产, 24H2 有望贡献增量产能; 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, 公司预计 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, 公司预计要到 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。

**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。**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。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:** 考虑到公司半年报业绩高速增长, 盈利能力优于预期, 将 24/25/26 年归母净利润由 3.5/5.0/6.5 亿元上调至 3.91/5.27/6.82 亿元, 维持“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	9,033.14
增长率(%)	26.50	28.68	35.92	38.69	32.00
EBITDA(百万元)	380.56	623.26	629.77	822.70	1,054.49
归属母公司净利润(百万元)	191.45	209.32	391.24	527.30	681.97
增长率(%)	(1.71)	9.34	86.91	34.78	29.33
EPS(元/股)	0.49	0.53	1.00	1.34	1.74
市盈率(P/E)	33.16	30.33	16.23	12.04	9.31
市净率(P/B)	3.61	2.05	1.90	1.75	1.60
市销率(P/S)	2.25	1.75	1.29	0.93	0.70
EV/EBITDA	11.35	7.75	9.20	6.87	5.88

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 (维持评级)
当前价格	16.19 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	392.09
流通 A 股股本(百万股)	369.96
A 股总市值(百万元)	6,347.98
流通 A 股市值(百万元)	5,989.65
每股净资产(元)	7.88
资产负债率(%)	50.26
一年内最高/最低(元)	25.10/9.81

## 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

1 《伊戈尔-首次覆盖报告: 看好制造业出海加速电力基建, 电力电子核心受益标的》 2024-05-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	491.39	668.47	986.84	1,368.66	1,806.63
应收票据及应收账款	1,164.30	1,337.87	2,023.86	2,768.41	3,467.00
预付账款	9.70	19.57	8.99	35.39	25.59
存货	366.12	483.23	785.32	938.07	1,292.02
其他	85.07	995.26	796.73	1,110.40	1,036.40
<b>流动资产合计</b>	<b>2,116.59</b>	<b>3,504.40</b>	<b>4,601.74</b>	<b>6,220.93</b>	<b>7,627.64</b>
长期股权投资	72.56	18.77	25.03	33.37	20.31
固定资产	784.39	904.63	1,146.84	1,355.99	1,507.08
在建工程	210.93	313.37	208.90	168.96	140.46
无形资产	101.95	113.61	120.90	131.16	136.29
其他	163.13	287.08	190.12	199.57	229.93
<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>资产总计</b>	<b>3,527.41</b>	<b>5,296.25</b>	<b>6,293.53</b>	<b>8,109.98</b>	<b>9,661.71</b>
短期借款	363.65	241.97	808.80	1,106.67	1,990.49
应付票据及应付账款	1,003.24	1,359.87	1,485.02	2,667.13	2,836.42
其他	313.11	296.08	304.66	391.34	408.38
<b>流动负债合计</b>	<b>1,680.00</b>	<b>1,897.92</b>	<b>2,598.48</b>	<b>4,165.13</b>	<b>5,235.29</b>
长期借款	6.28	196.03	290.84	243.72	362.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	69.95	74.82	56.28	67.02	66.04
<b>非流动负债合计</b>	<b>76.24</b>	<b>270.85</b>	<b>347.12</b>	<b>310.74</b>	<b>428.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,765.83</b>	<b>2,190.87</b>	<b>2,945.60</b>	<b>4,475.87</b>	<b>5,663.60</b>
少数股东权益	1.61	12.33	12.82	16.82	23.30
股本	299.32	391.32	392.09	392.09	392.09
资本公积	852.19	1,969.10	1,969.10	1,969.10	1,969.10
留存收益	632.78	766.88	995.01	1,282.66	1,640.92
其他	(24.32)	(34.25)	(21.09)	(26.55)	(27.30)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,761.59</b>	<b>3,105.39</b>	<b>3,347.93</b>	<b>3,634.12</b>	<b>3,998.11</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,527.41</b>	<b>5,296.25</b>	<b>6,293.53</b>	<b>8,109.98</b>	<b>9,661.71</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	191.73	217.47	391.24	527.30	681.97
折旧摊销	50.56	77.59	99.19	115.96	130.28
财务费用	(7.46)	23.22	30.51	51.12	80.70
投资损失	3.56	(3.54)	(5.54)	(1.84)	(3.64)
营运资金变动	134.27	(778.98)	(416.49)	22.66	(802.06)
其它	(187.10)	638.27	(15.92)	7.32	12.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>185.55</b>	<b>174.01</b>	<b>82.98</b>	<b>722.53</b>	<b>99.59</b>
资本支出	483.83	252.15	262.76	284.70	258.98
长期投资	72.56	(53.78)	6.26	8.34	(13.06)
其他	(867.32)	(1,225.30)	(507.69)	(586.63)	(500.28)
<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>
债权融资	240.40	65.10	623.60	201.33	923.05
股权融资	(64.87)	1,083.30	(149.54)	(248.44)	(330.32)
其他	(7.60)	(3.44)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>167.93</b>	<b>1,144.97</b>	<b>474.07</b>	<b>(47.12)</b>	<b>592.73</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<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>437.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,821.09</b>	<b>3,630.30</b>	<b>4,934.20</b>	<b>6,843.29</b>	<b>9,033.14</b>
营业成本	2,254.65	2,819.34	3,784.53	5,255.65	6,937.45
营业税金及附加	14.02	17.78	21.38	32.39	42.04
销售费用	77.37	96.56	137.53	191.61	252.93
管理费用	155.82	205.71	260.38	375.63	494.79
研发费用	126.26	185.74	224.84	322.74	433.27
财务费用	(6.96)	12.93	30.51	51.12	80.70
资产/信用减值损失	(18.59)	(79.50)	(42.72)	(46.93)	(56.38)
公允价值变动收益	0.00	(15.48)	(16.76)	0.00	0.00
投资净收益	(3.56)	3.54	5.54	1.84	3.64
其他	22.36	156.40	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>199.72</b>	<b>227.28</b>	<b>421.09</b>	<b>569.06</b>	<b>739.22</b>
营业外收入	3.25	2.79	2.43	2.82	2.68
营业外支出	2.71	3.35	3.32	3.13	3.27
<b>利润总额</b>	<b>200.26</b>	<b>226.72</b>	<b>420.20</b>	<b>568.75</b>	<b>738.63</b>
所得税	8.52	9.25	28.12	34.13	44.32
<b>净利润</b>	<b>191.73</b>	<b>217.47</b>	<b>392.08</b>	<b>534.63</b>	<b>694.31</b>
少数股东损益	0.29	8.15	0.84	7.32	12.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191.45</b>	<b>209.32</b>	<b>391.24</b>	<b>527.30</b>	<b>681.97</b>
每股收益(元)	0.49	0.53	1.00	1.34	1.74

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.50%	28.68%	35.92%	38.69%	32.00%
营业利润	-7.71%	13.80%	85.27%	35.14%	29.90%
归属于母公司净利润	-1.71%	9.34%	86.91%	34.78%	29.33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.08%	22.34%	23.30%	23.20%	23.20%
净利率	6.79%	5.77%	7.93%	7.71%	7.55%
ROE	10.88%	6.77%	11.73%	14.58%	17.16%
ROIC	14.53%	15.13%	19.95%	20.96%	26.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.06%	41.37%	46.80%	55.19%	58.62%
净负债率	-6.43%	-6.83%	3.69%	-0.16%	14.00%
流动比率	1.30	1.91	1.77	1.49	1.46
速动比率	1.08	1.65	1.47	1.27	1.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.74	2.90	2.94	2.86	2.90
存货周转率	7.21	8.55	7.78	7.94	8.10
总资产周转率	0.90	0.82	0.85	0.95	1.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.49	0.53	1.00	1.34	1.74
每股经营现金流	0.47	0.44	0.21	1.84	0.25
每股净资产	4.49	7.89	8.51	9.23	10.14
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.16	30.33	16.23	12.04	9.31
市净率	3.61	2.05	1.90	1.75	1.60
EV/EBITDA	11.35	7.75	9.20	6.87	5.88
EV/EBIT	13.08	8.83	10.92	8.00	6.71

### 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com