

盈利能力快速提升, 变压器出海持续景气

投资要点

- 事件:** 公司2024H1实现营业收入20.5亿元, 同比增长30.4%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比增长95.4%; 扣非归母净利润1.6亿元, 同比增长92.9%。2024年第二季度公司实现营收12.8亿元, 同比增长36.9%; 实现归母净利润1.2亿元, 同比增长65.6%; 扣非归母净利润1.1亿元, 同比增长64%。
- 盈利能力快速提升, 管理费用率略有增长。盈利端:** 2024H1公司销售毛利率/净利率分别为24.6%/8.9%, 同比+5.1pp/+3.1pp; 24Q2毛利率/净利率分别为24.8%/9.4%, 分别同比+3.8pp/+1.8pp, 主要系变压器等高毛利占比提升及海外收入占比提升。**费用端:** 公司2024H1销售/管理(不含研发)/财务费用率分别为2.3%/6.5%/0.4%, 分别同比+0.02pp/+1.3pp/+0.3pp, 其中管理费用增加主要系报告期运营规模扩大, 管理人员薪酬及项目服务费增加。
- 能源业务毛利率大幅提升, 照明业务有所修复。**2024H1, 公司能源产品实现收入14.8亿元, 同比增长28.4%, 毛利率为24%, 同比增长6.2pp, 受益下游大客户阳光电源起量以及公司变压器直接出口规模提升, 高毛利产品占比提升优化产品结构, 带来盈利上行。2024H1, 公司照明业务实现收入4.5亿元, 同比增长34.8%, 主要系23H1收入基数低及照明需求有所修复所致, 毛利率为25.9%, 同比增长0.9pp。
- 海外业务持续放量, 变压器出海具备可持续性。**2024H1, 公司海外收入6亿元, 同比增长47.9%, 毛利率为32.8%, 同比增长3.9pp。公司直接出口业务包括景观照明、工控变压器、升压变压器以及配电变压器, 欧美变压器供需失衡, 变压器需求有望充分外溢至国内具备产能及产品优势的企业。公司积极布局美国达拉斯、墨西哥等海外工厂, 伴随产能逐步释放, 海外业务发展有望更上一层楼, 且国内安徽工厂、吉安新基地陆续放量亦支撑公司中长期稳健发展。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年营收分别为48.8亿元、62.9亿元、77.9亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为94.3%/37.1%/26.9%。公司产品结构持续优化, 高毛利率变压器产品占比提升, 海外变压器市场空间广阔, 公司出海节奏加快, 给予公司2024年20倍PE, 对应目标价20.8元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨风险; 产能扩张不及预期风险; 海外变压器竞争格局激烈的风险; 汇率波动影响公司海外业务的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3630.30	4876.68	6289.69	7793.69
增长率	28.68%	34.33%	28.97%	23.91%
归属母公司净利润(百万元)	209.32	406.78	557.83	707.87
增长率	9.34%	94.33%	37.13%	26.90%
每股收益EPS(元)	0.53	1.04	1.42	1.81
净资产收益率ROE	7.00%	11.86%	14.35%	15.80%
PE	30	16	11	9
PB	2.05	1.84	1.61	1.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 李昂
执业证号: S1250524050001
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.92
流通A股(亿股)	3.70
52周内股价区间(元)	10.54-25.02
总市值(亿元)	63.48
总资产(亿元)	62.50
每股净资产(元)	7.88

相关研究

- 伊戈尔(002922): 业绩符合预期, 变压器出海加速 (2024-04-06)
- 伊戈尔(002922): 业绩符合预期, 北美业务有望迎新增量 (2023-11-02)
- 伊戈尔(002922): Q2盈利同环比大幅提升, 多业务提振新增长 (2023-09-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司变压器占比逐步提升，受益海外电网设备高景气度出海节奏加快。此外，公司箱式变电站、巴拿马电源等产品相继取得突破，产品矩阵完善，预计 2024-2026 年公司能源产品业务订单同比增速分别约为 37%/31%/26%。

假设 2：公司其他收入板块中的新能源汽车电感、充电桩等业务与下游优质客户绑定，国内市场集中度较高。公司该业务收入基数小，伴随订单起量有望迎快速增长，预计 2024-2026 年公司其他收入板块订单同比增速分别约为 79%/59%/34%。

假设 3：受益产品结构优化及数字化产线降本增效，预计毛利率有所提升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
能源产品	收入	2626.6	3599.2	4714.4	5929.7
	增速	42.32%	37.03%	30.99%	25.78%
	毛利率	21.1%	23.6%	24.2%	24.8%
景观照明灯具	收入	811.7	933.5	1026.8	1129.5
	增速	-4.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
其他收入	收入	192.0	344.0	548.4	734.5
	增速	75.4%	79.2%	59.4%	33.9%
	毛利率	22.5%	22.6%	22.8%	23.2%
合计	收入	3630.3	4876.7	6289.7	7793.7
	增速	28.7%	34.3%	29.0%	23.9%
	毛利率	22.3%	24.0%	24.5%	24.9%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取与公司主营业务相关的 4 家可比公司，2024 年-2026 年可比公司平均 PE 分别为 19、14、11 倍。公司产品结构持续优化，高毛利率变压器产品占比提升，海外变压器市场空间广阔，公司出海节奏加快，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 20.8 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 28 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688676.SH	金盘科技	29.17	1.18	1.56	2.24	2.92	24.68	18.67	13.02	10.00
301291.SZ	明阳电气	27.56	1.59	2.06	2.70	3.34	17.28	13.39	10.20	8.26
002782.SZ	可立克	10.08	0.23	0.49	0.78	1.06	43.60	20.49	12.97	9.51
002270.SZ	华明装备	17.57	0.61	0.74	0.90	1.07	29.03	23.81	19.62	16.37
平均值							28.65	19.09	13.95	11.03

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3630.30	4876.68	6289.69	7793.69	净利润	217.47	412.48	569.00	722.81
营业成本	2819.34	3704.09	4749.55	5856.55	折旧与摊销	77.59	122.11	122.11	122.11
营业税金及附加	17.78	22.56	30.03	53.78	财务费用	12.93	24.38	31.45	38.97
销售费用	96.56	160.93	201.27	241.60	资产减值损失	-67.82	-43.20	-46.67	-49.04
管理费用	205.71	570.57	723.31	888.48	经营营运资本变动	-427.71	615.28	-78.93	-86.22
财务费用	12.93	24.38	31.45	38.97	其他	361.56	45.94	59.09	62.30
资产减值损失	-67.82	-43.20	-46.67	-49.04	经营活动现金流净额	174.01	1176.98	656.06	810.92
投资收益	3.54	6.95	6.15	6.58	资本支出	-261.87	-350.00	-350.00	-350.00
公允价值变动损益	-15.48	-7.66	-8.99	-9.63	其他	-765.07	14.29	12.16	11.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1026.94	-335.71	-337.84	-338.05
营业利润	227.28	436.63	597.92	760.30	短期借款	-121.67	108.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.56	-0.55	-0.37	-0.46	长期借款	189.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	226.72	436.09	597.55	759.84	股权融资	1208.90	0.00	0.00	0.00
所得税	9.25	23.61	28.54	37.03	支付股利	-75.22	-41.86	-81.36	-111.57
净利润	217.47	412.48	569.00	722.81	其他	-56.79	-1.12	9.55	2.03
少数股东损益	8.15	5.70	11.18	14.94	筹资活动现金流净额	1144.97	65.04	-71.80	-109.53
归属母公司股东净利润	209.32	406.78	557.83	707.87	现金流量净额	298.00	906.31	246.42	363.34
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	668.47	1574.77	1821.19	2184.53	成长能力				
应收和预付款项	1391.13	1530.92	1974.31	2446.21	销售收入增长率	28.68%	34.33%	28.97%	23.91%
存货	483.23	641.40	828.30	1026.20	营业利润增长率	13.80%	92.11%	36.94%	27.16%
其他流动资产	1115.95	693.64	740.68	790.75	净利润增长率	13.42%	89.67%	37.95%	27.03%
长期股权投资	18.77	18.77	18.77	18.77	EBITDA 增长率	30.62%	83.49%	28.87%	22.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1218.00	1461.53	1705.05	1948.58	毛利率	22.34%	24.04%	24.49%	24.86%
无形资产和开发支出	150.86	135.47	120.09	104.71	三费率	8.68%	15.50%	15.20%	15.00%
其他非流动资产	249.84	234.58	219.32	204.07	净利率	5.99%	8.46%	9.05%	9.27%
资产总计	5296.25	6291.09	7427.73	8723.83	ROE	7.00%	11.86%	14.35%	15.80%
短期借款	241.97	350.00	350.00	350.00	ROA	4.11%	6.56%	7.66%	8.29%
应付和预收款项	1485.66	1952.98	2504.58	3088.72	ROIC	10.99%	18.91%	25.48%	27.57%
长期借款	196.03	196.03	196.03	196.03	EBITDA/销售收入	8.75%	11.96%	11.95%	11.82%
其他负债	267.21	315.61	413.00	513.71	营运能力				
负债合计	2190.87	2814.62	3463.60	4148.46	总资产周转率	0.82	0.84	0.92	0.97
股本	391.32	392.09	392.09	392.09	固定资产周转率	4.30	5.73	8.44	12.21
资本公积	1969.10	1968.33	1968.33	1968.33	应收账款周转率	3.60	3.82	4.17	4.10
留存收益	766.88	1131.80	1608.27	2204.58	存货周转率	6.34	6.35	6.29	6.18
归属母公司股东权益	3093.05	3458.45	3934.92	4531.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.75%	—	—	—
少数股东权益	12.33	18.03	29.21	44.14	资本结构				
股东权益合计	3105.39	3476.48	3964.12	4575.37	资产负债率	41.37%	44.74%	46.63%	47.55%
负债和股东权益合计	5296.25	6291.09	7427.73	8723.83	带息债务/总负债	19.99%	19.40%	15.76%	13.16%
					流动比率	1.91	1.77	1.72	1.72
					速动比率	1.65	1.52	1.46	1.44
					股利支付率	35.93%	10.29%	14.58%	15.76%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	317.80	583.13	751.48	921.38	每股收益	0.53	1.04	1.42	1.81
PE	30.33	15.61	11.38	8.97	每股净资产	7.89	8.82	10.04	11.56
PB	2.05	1.84	1.61	1.40	每股经营现金	0.44	3.00	1.67	2.07
PS	1.75	1.30	1.01	0.81	每股股利	0.19	0.11	0.21	0.28
EV/EBITDA	16.82	7.81	5.75	4.32					
股息率	1.18%	0.66%	1.28%	1.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
