

新能源快速增长，积极推进海外布局



买入(首次)

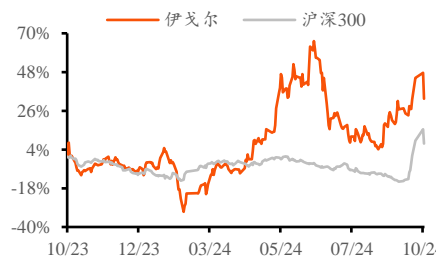
行业： 电力设备
日期： 2024年10月11日

分析师： 开文明
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523070002
分析师： 赵勇臻
E-mail: zhaoyongzhen@yongxingsec.com
SAC编号: S1760524010001

基本数据

10月09日收盘价(元) 20.07
12mthA股价格区间(元) 9.81-25.10
总股本(百万股) 392.09
无限售A股/总股本 94.36%
流通市值(亿元) 74.25

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

《9月锂电排产向好，继续看好锂电板块》

——2024年09月29日

《装机高增，价格底部，盈利分化》

——2024年09月19日

《8月储能电芯价格降至历史低位》

——2024年09月12日

核心观点

公司简介：“2+X”战略布局，收入较高速增长。公司围绕“2+X”战略布局，产品包括能源产品、照明产品、以及孵化产品。能源产品包括新能源变压器、工业控制变压器；照明产品包括照明电源、照明灯具；孵化产品包括车载电感、车载电源，储能装置，充电桩等。伊戈尔收入近几年呈现增长趋势，2020年公司收入14.1亿元，同比+8%，之后几年连续较高速增长，2023年收入36.3亿元，同比+29%。从归母净利润来看，2023年为2.1亿元，同比+9%。

行业介绍：变压器、灯具照明等，预计保持增长。据Mordor Intelligence，全球变压器市场规模2024年预计达到282.7亿美元，预计2024-2029复合增长率达到9.7%。其中，亚太地区将主导市场，亚太地区是全球最大的能源消费区域，2022年占全球发电量49.8%。中国需求稳步增长，国家大力投资输配电设施，印度也在能源等领域进行大规模基础设施建设。2024年全球灯具照明市场规模预计达到1115.7亿美元，2029年预计达到1910亿美元，年化复合增速预计达到11.35%。市场集中度较低，增长最快的区域为亚太。

核心看点：践行大客户战略，积极推进海外布局。公司践行大客户战略，据全景网互动平台，阳光电源等是公司的大客户，据公司2023年报，2023年公司前五大客户销售额达20.4亿元，占比56%。马来西亚工厂是公司首个海外基地，目前主要生产照明产品。2023年公司规划了墨西哥生产基地，在2024年预计积极推进，预计2025年下半年投产，美国达拉斯基地预计2024年4季度投产。

投资建议

随着行业需求提升，公司有望受益，我们预计公司2024-2026年收入分别为45/55/69亿元，同比增速23%/24%/25%，归母净利润分别为3.4/4.6/5.6亿元，同比增速65%/33%/23%，按照2024年10月9日收盘市值对应PE分别为23/17/14倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格过快上涨风险、行业竞争加剧风险、下游需求不及预期风险、公司管理经营风险、汇率变动风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,630	4,459	5,526	6,902
年增长率(%)	28.7%	22.8%	23.9%	24.9%
归属于母公司的净利润	209	344	459	564
年增长率(%)	9.3%	64.5%	33.4%	22.9%
每股收益(元)	0.63	0.88	1.17	1.44
市盈率(X)	23.57	22.86	17.14	13.94
净资产收益率(%)	6.8%	10.1%	11.9%	12.7%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024年10月09日收盘价)

正文目录

1. 公司简介：“2+X”战略布局，收入较高速增长	4
1.1. 经营情况：“2+X”战略布局，能源、照明和孵化业务	4
1.2. 财务分析：新能源快速发展，收入较高速增长	6
2. 行业介绍：变压器、灯具照明等，预计保持增长	9
2.1. 变压器：全球预计增长，海外景气较高	9
2.2. 灯具照明：市场容量大，预计稳步提升	11
2.3. 其他：新能源汽车、储能、充电桩等增速高	12
3. 核心看点：践行大客户战略，积极推进海外布局	16
3.1. 大客户：公司践行大客户战略，2023 前五大客户占比 56%	16
3.2. 海外布局：墨西哥和美国达拉斯，有投产时间规划	17
4. 盈利预测及估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 估值	18
5. 风险提示	19

图目录

图 1: 公司生产基地	4
图 2: 公司研发中心	5
图 3: 公司营业收入及增速	7
图 4: 公司归母净利润和增速	7
图 5: 公司分业务营业收入	7
图 6: 公司分业务毛利率	7
图 7: 公司国内和海外收入占比	8
图 8: 公司国内和海外毛利率	8
图 9: 公司毛利率和净利率	8
图 10: 公司平均净资产收益率	8
图 11: 公司资产周转率	8
图 12: 公司权益乘数	8
图 13: 地区划分的电网基础设施投资	9
图 14: 全球分区域变压器市场增速预计 (2023-2028)	9
图 15: 北美可再生能源装机量 (GW)	10
图 16: 中国变压器出口金额和同比增速	10
图 17: 全球光伏升压变压器市场销售额及增速	11
图 18: 2022 年 LED 灯具照明市场下游份额	11
图 19: 中国灯具照明装置及其零件出口金额及增速	12
图 20: 全球 LED 照明市场规模预计 (亿美元)	12
图 21: 全球纯电动汽车销量及增速	13
图 22: 全球插混汽车销量及增速	13
图 23: 全球电动汽车渗透率 (%)	14
图 24: 全球电动车和内燃机销量及电动车销量增速 (预计)	14
图 25: 全球新型储能累计装机规模	15
图 26: 中国公共充电桩保有量	15
图 27: 美国公共慢充充电桩及增速	16
图 28: 德国公共慢充充电桩及增速	16
图 29: 公司第一大客户和前五大客户销售收入占比	17

表目录

表 1: 公司发展历程	4
-------------	---

表 2: 公司管理层介绍.....	5
表 3: 公司产品介绍.....	6
表 4: 公司客户介绍.....	6
表 5: 公司 2022 年非公开发行项目明细.....	6
表 6: 伊戈尔 2023 年前五大客户销售占比.....	17
表 7: 阳光电源 2023 年前五大供应商占比.....	17
表 8: 公司海外基地.....	18
表 9: 公司盈利预测.....	18
表 10: 可比公司估值.....	19

1. 公司简介：“2+X”战略布局，收入较高速增长

1.1. 经营情况：“2+X”战略布局，能源、照明和孵化业务

发展历程：据公司 2023 年可持续发展报告暨环境，社会及治理报告，1999 年公司前身“佛山市日升电业有限公司”成立，2011 年更名为“伊戈尔电气股份有限公司”，2014 年总部搬迁至顺德，LED 电源成为主打产品，2017 年公司于深交所上市，2018 年开始生产新能源变压器产品，2023 年马来西亚基地建设投产，安徽和墨西哥基地筹建中。

表1:公司发展历程

时间	事件
1999 年	伊戈尔前身“佛山市日升电业有限公司”在佛山成立，主要生产电源变压器产品
2004 年	公司搬迁至佛山南海桂城科技园，主要生产电源变压器及灯饰变压器
2006 年	更名为“佛山市伊戈尔电业有限公司”【EAGLERISE】商标启用
2011 年	更名为“伊戈尔电气股份有限公司”
2014 年	总部、部分制造搬迁至顺德生产基地，LED 电源产品成为公司主打产品
2017 年	伊戈尔在深圳证券交易所 A 股上市（股票代码 002922），江西吉安基地建成投产
2018 年	企业数字化转型实施，公司开始生产新能源变压器产品
2022 年	光伏发电并网设备智能制造项目暨国内首家油浸式电力变压器数字化工厂投产
2023 年	马来西亚生产基地建设并投产，安徽生产基地和墨西哥生产基地筹建中

资料来源：2023 年可持续发展报告暨环境，社会及治理报告，甬兴证券研究所

经营现状：1) 制造能力方面，公司已建成五个生产基地，包括佛山顺德（一期）、佛山顺德（二期）、江西吉安（一期）、江西吉安（二期）、马来西亚雪兰莪州；2) 产品研发方面，公司成立了五个研发中心，包括顺德研发中心、电子研发中心、吉安研发中心、深圳研发中心、上海研发中心；3) 市场营销方面，公司在中国、美国、日本、新加坡、马来西亚设有多个销售和售后服务分支机构。

图1:公司生产基地



资料来源：2023 年可持续发展报告暨环境，社会及治理报告，甬兴证券研究所

图2:公司研发中心


资料来源：2023 年可持续发展报告暨环境、社会及治理报告，甬兴证券研究所

管理层：据公司 2023 年报，公司董事长、总经理为肖俊承，1966 年出生，具备工学学历背景，并获得 EMBA 学位，1999 年创办伊戈尔，长期从事管理工作。公司副总经理为赵楠楠、黄慧杰、柳景元、陈丽君，黄慧杰兼任战略运营中心总经理，柳景元兼任照明电源事业部总经理，陈丽君兼任财务负责人和董事会秘书。

表2:公司管理层介绍

姓名	职务	介绍
肖俊承	董事长、总经理	男，1966 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权，硕士。1988 年毕业于华中科技大学电力系电机专业，并于 2008 年取得香港科技大学 EMBA 学位。曾任职于佛山市工艺美术铸造厂、佛山市石湾区日升电业设备厂，1999 年创办本公司，并长期从事管理工作，现任本公司董事长、总经理。
赵楠楠	副总经理	男，1982 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士。2007 年加入本公司，曾任销售总监、销售副总经理、人力资源中心总经理、营销中心总经理，现任公司副总经理。
黄慧杰	副总经理	男，1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，毕业于华南师范大学。曾任职于海信容声（广东）冰箱/冷柜有限公司、海信家电集团股份有限公司，2022 年 4 月加入本公司，现任公司战略运营中心总经理、公司副总经理。
柳景元	副总经理	男，1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，2003 年毕业于中南大学冶金工程专业。2003 年 7 月至 2018 年 12 月曾先后在海信科龙集团下属子公司海信容声（广东）冰箱有限公司、海信容声（扬州）冰箱有限公司、海信（山东）冰箱有限公司担任计划主管、采购主管、采购副部长、采购部长、副总经理等职务，并长期从事管理工作。2019 年 8 月加入伊戈尔，现任本公司照明电源事业部总经理、公司副总经理。
陈丽君	副总经理、财务负责人、 董事会秘书	女，1986 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，中级会计师，于 2017 年 8 月取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。2008 年加入本公司，曾任总经理助理、证券事务代表，现任本公司副总经理、财务负责人、董事会秘书。

资料来源：公司 2023 年报，甬兴证券研究所

产品介绍：公司围绕“2+X”战略布局，产品包括能源产品、照明产品、以及孵化产品。能源产品包括新能源变压器、工业控制变压器；照明产品包括照明电源、照明灯具；孵化产品包括车载电感、车载电源，储能装置，充电桩等。

表3:公司产品介绍

分类	具体	介绍
能源产品	新能源变压器	高频磁性器件、升压变压器、其他电能转换产品等
	工业控制变压器	环形变压器、方形变压器、开关电源、移相变压器、干式变压器等
照明产品	照明电源	户外电源、智能电源、室内电源等
	照明灯具	吸顶灯、卫浴灯、吊灯、筒灯等室内产品以及低压景观灯等
孵化产品	车载电感、车载电源	-
	储能装置、充电桩	-

资料来源：公司2023年报，甬兴证券研究所

客户介绍：公司高频磁性器件客户主要是国内知名主流光伏逆变器厂商，工控变压器客户主要是日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德等，照明电源客户主要是宜家、欧司朗、Kichler等国际知名企业，照明灯具客户主要是北美的大型建材商超及灯具品牌商等。

表4:公司客户介绍

分类	具体	客户
能源产品	新能源变压器	国内知名主流光伏逆变器厂商
	工业控制变压器	日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德等
照明产品	照明电源	宜家、欧司朗、Kichler等国际知名企业
	照明灯具	北美的大型建材商超及灯具品牌商等
孵化产品	车载电感、车载电源	-
	储能装置、充电桩	-

资料来源：公司2023年报，甬兴证券研究所

非公开发行项目：为抓住市场机遇，丰富及扩大产品布局，提升公司持续盈利能力，公司2022年非公开发行股票以扩建产能，包括中压直流供电系统智能制造建设项目、智能箱变及储能系列产品数字化工厂建设项目等，项目投资总额12.4亿元。

表5:公司2022年非公开发行项目明细

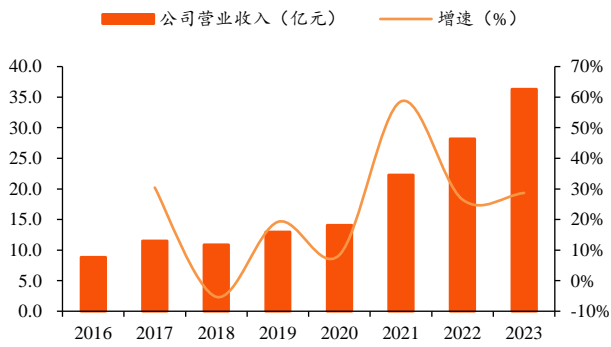
项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1 中压直流供电系统智能制造建设项目	5.9	5.8
2 智能箱变及储能系列产品数字化工厂建设项目	2.3	2.2
3 研发中心建设项目	2.5	2.5
4 补充流动资金	1.7	1.7
合计	12.4	12.2

资料来源：公司2022年非公开发行股票预案（二次修订稿），甬兴证券研究所

1.2. 财务分析：新能源快速发展，收入较高速增长

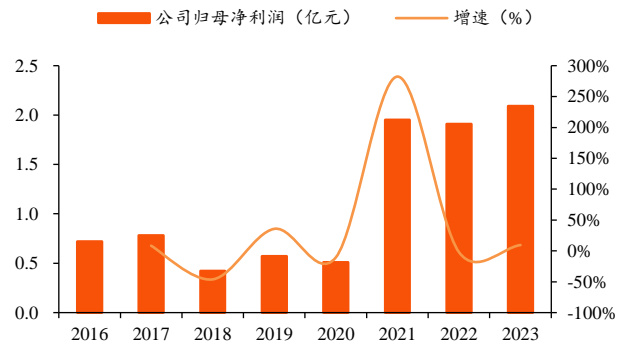
伊戈尔收入近几年呈现增长趋势，2020年公司收入14.1亿元，同比+8%，之后几年连续较高速增长，2023年收入36.3亿元，同比+29%。从归母净利润来看，2023年为2.1亿元，同比+9%。

图3:公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

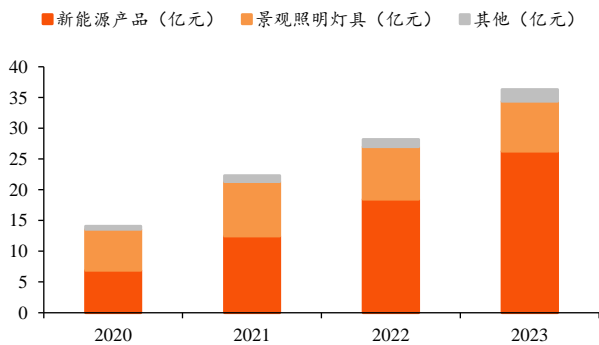
图4:公司归母净利润和增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

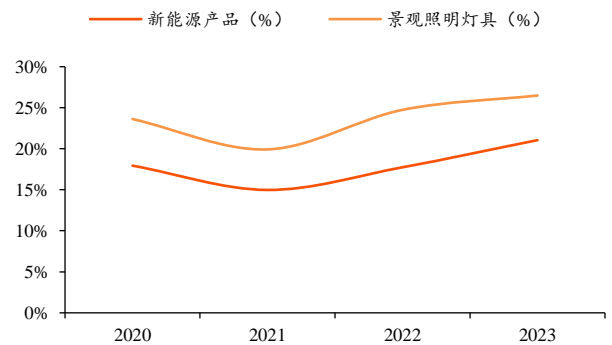
分业务来看,伊戈尔收入结构近几年转变明显,2020年公司新能源产品占比49%,景观照明灯具占比47%,经过几年快速发展,2023年新能源产品占比72%,景观照明灯具占比22%。从毛利率来看,景观照明灯具毛利率高于新能源产品,2023年景观照明灯具毛利率26%,新能源产品毛利率21%。

图5:公司分业务营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

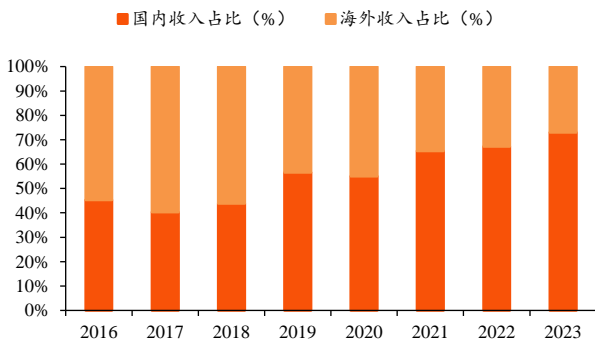
图6:公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

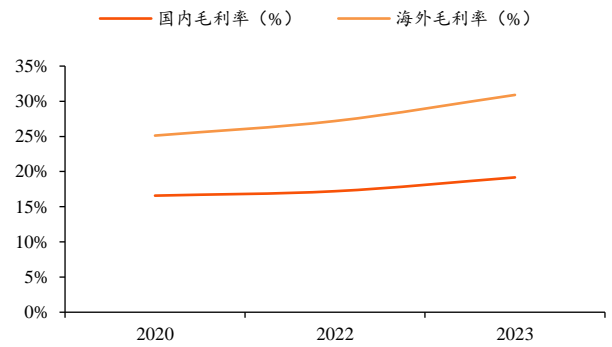
公司新能源变压器高频磁性元件下游客户包括国内知名主流光伏逆变器厂商,2020年至2023年海外收入占比表现有所收窄,2020年海外收入比例为45%,2023年为27%。从毛利率来看,2023年国内毛利率19%,相比2022年提高2pct,海外毛利率31%,相比2022年提高4pct。

图7:公司国内和海外收入占比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

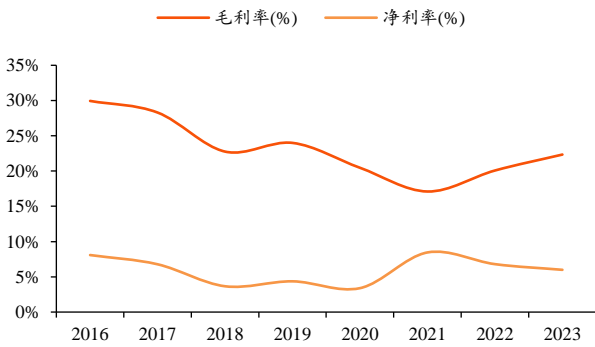
图8:公司国内和海外毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

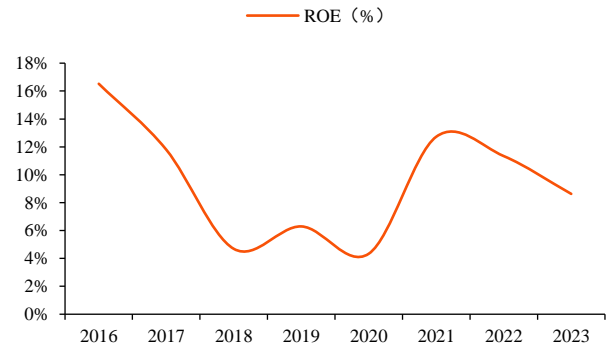
公司近两年毛利率提升,净利率下降,2021-2023年毛利率分别为17%、20%和22%,净利率分别为8%、7%和6%。从ROE来看,2023为9%,相比2022年11%下滑,从杜邦拆分来看,主要是净利率、周转率、权益乘数下滑所致。

图9:公司毛利率和净利率



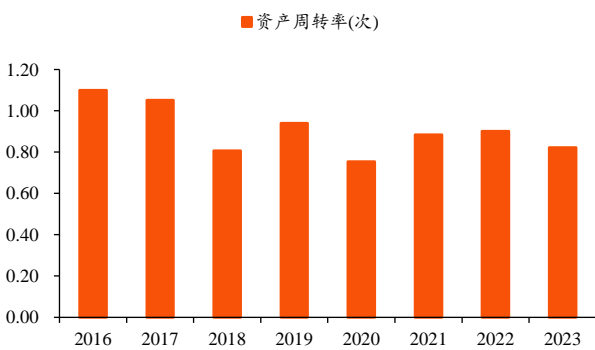
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:公司平均净资产收益率



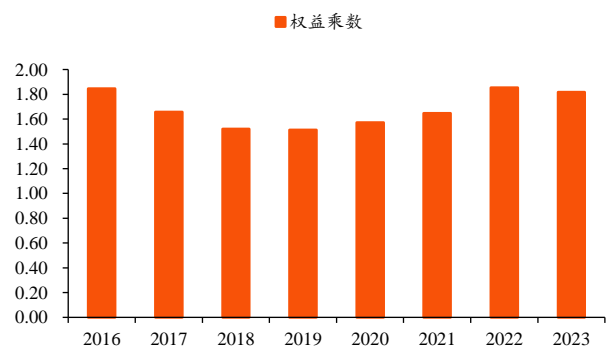
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:公司资产周转率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:公司权益乘数



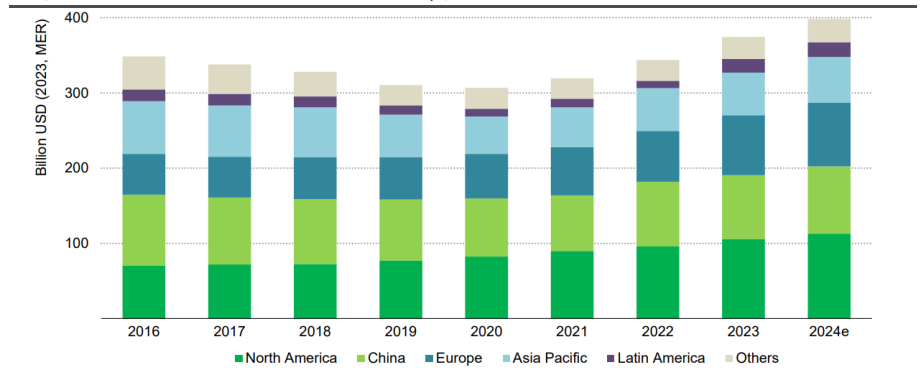
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 行业介绍：变压器、灯具照明等，预计保持增长

2.1. 变压器：全球预计增长，海外景气较高

据 IEA，预计 2024 年全球电网投资提升至 4000 亿美元，其中中国、欧洲、北美等地区贡献主要增量。2023 年中国电网投资达到 800 亿美元，国家电网保持更新需求，2023 年美国电网投资达到 1000 亿美元，主要用于提高电网可靠性和升级旧基础设施，2023 年欧盟电网投资达到 600 亿美元，主要是欧盟计划在未来六年电网投资额达到 6000 亿美元。一般来说，在发达经济体，变压器可能面临供应短缺的障碍。

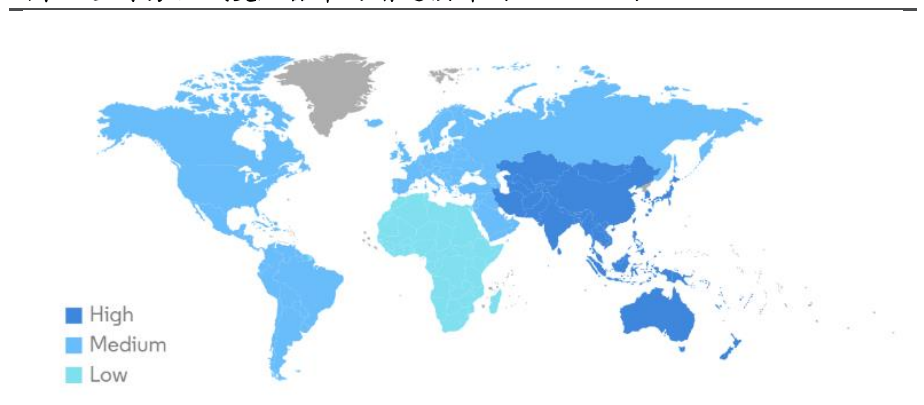
图13:地区划分的电网基础设施投资



资料来源：IEA，甬兴证券研究所

据 Mordor Intelligence，全球变压器市场规模 2024 年预计达到 282.7 亿美元，预计 2024-2029 复合增长率达到 9.7%。其中，亚太地区增速将主导市场，亚太地区是全球最大的能源消费区域，2022 年占全球发电量 49.8%。中国需求稳步增长，国家大力投资输配电设施，印度也在能源等领域进行大规模基础设施建设。

图14:全球分区域变压器市场增速预计 (2023-2028)

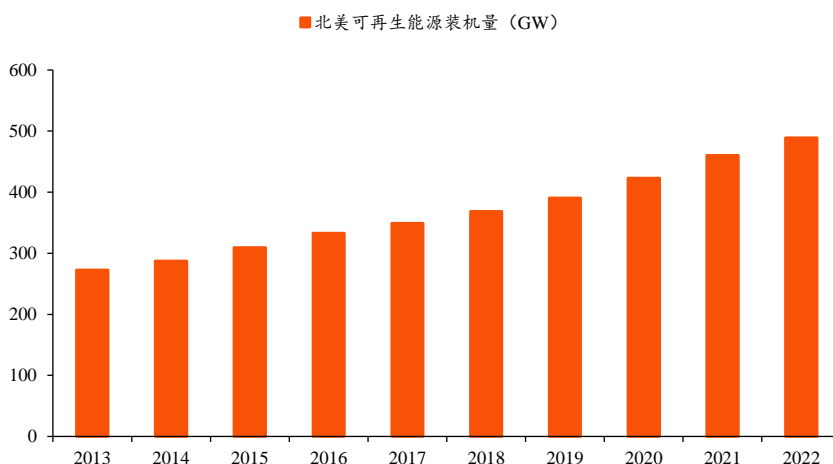


资料来源：Mordor Intelligence，甬兴证券研究所

北美地区在全球可再生能源市场中占据重要地位，根据 Mordor Intelligence 的数据，该地区的可再生能源装机容量在 2013 年约为 273GW，请务必阅读报告正文后各项声明

到 2022 年已增长至 489GW，实现了约 80% 的显著增长。由于电网稳定性问题，北美国家正在推动老旧的输配电基础设施进行现代化升级，以适应高比例的可再生能源和其波动的电力输出特性。鉴于北美的许多大型电力变压器安装时间已超过二十年，目前对于这些设备的升级改造需求十分迫切，预计未来变压器市场将迎来强劲的需求增长。

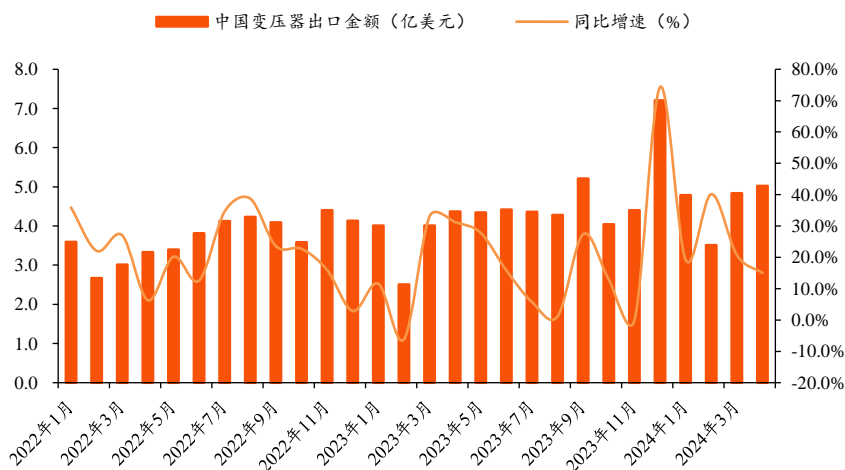
图15:北美可再生能源装机量 (GW)



资料来源: Mordor Intelligence, 甬兴证券研究所

从出口数据来看，中国出口海外变压器保持较高增速。据国家海关总署，2023 年中国变压器出口金额 53.2 亿美元，同比+19.8%，2024 年 1-4 月中国变压器出口金额 18.2 亿美元，同比+21.9%。

图16:中国变压器出口金额和同比增速

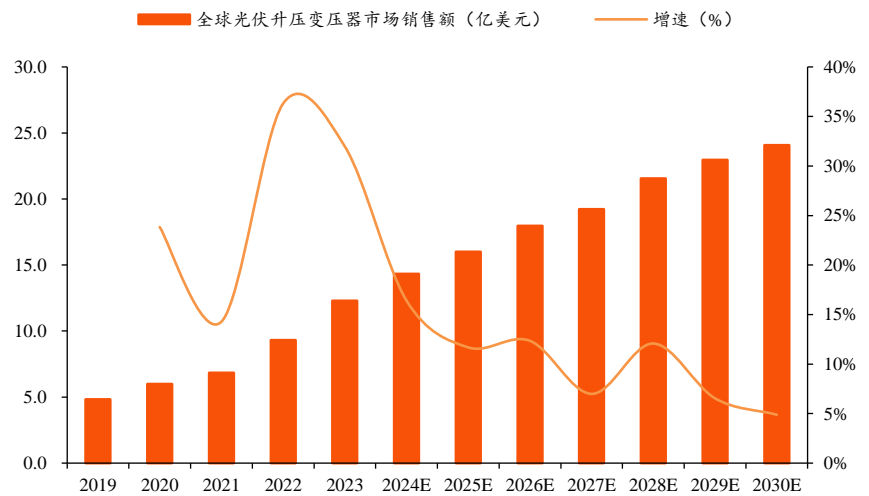


资料来源: Wind, 国家海关总署, 甬兴证券研究所

光伏升压变压器市场下游需求驱动来自光伏，据 QYResearch，2023 年全球光伏升压变压器市场销售额 12.3 亿美元，同比+32%，预计未来数年仍

保持增长，2030 年全球光伏升压变压器市场销售额达到 24.1 亿美元。

图17:全球光伏升压变压器市场销售额及增速

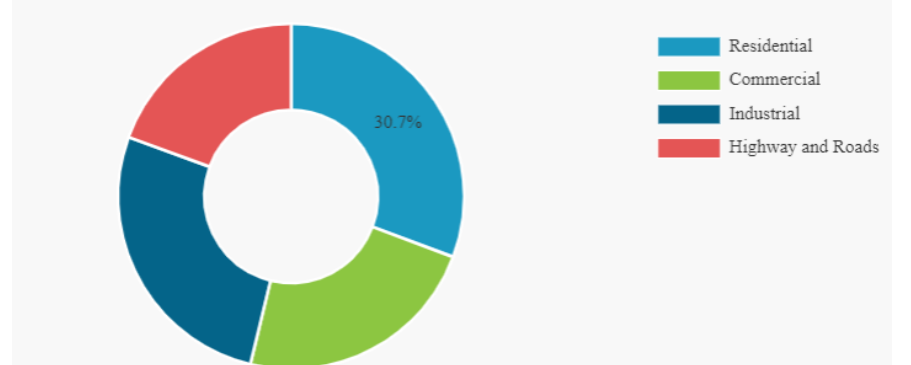


资料来源: QYResearch, 甬兴证券研究所

2.2. 灯具照明：市场容量大，预计稳步提升

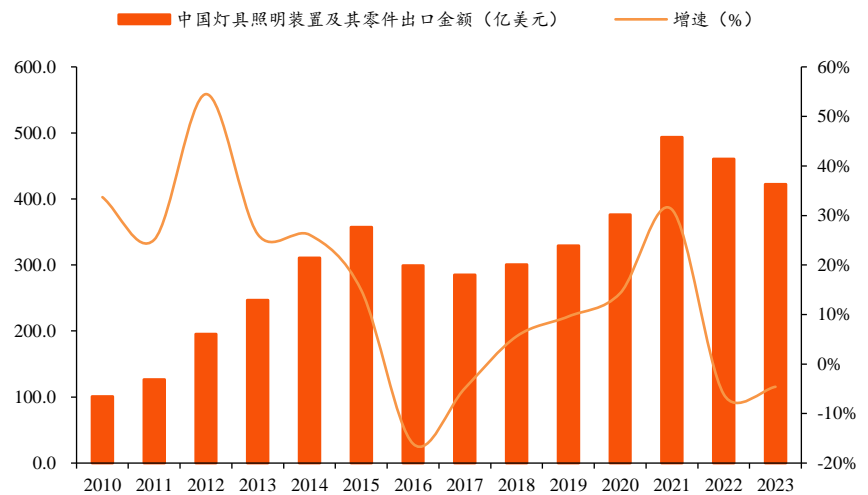
据 Fortune Businessinsights, 2022 年 LED 灯具照明市场下游包括居民、商业、工业、高速公路等。据国家海关总署, 2023 年中国灯具照明装置及其零件出口总额为 422.4 亿美元, 同比-5%。

图18:2022 年 LED 灯具照明市场下游份额



资料来源: Fortune Businessinsights, 甬兴证券研究所

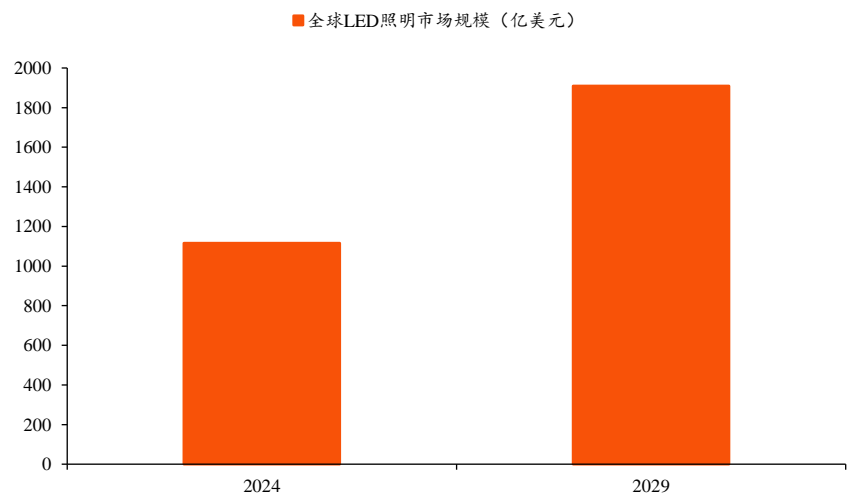
图19:中国灯具照明装置及其零件出口金额及增速



资料来源: Wind, 国家海关总署, 甬兴证券研究所

据 Mordor Intelligence, 2024 年全球灯具照明市场规模预计达到 1115.7 亿美元, 2029 年预计达到 1910 亿美元, 年化复合增速预计达到 11.35%。市场集中度较低, 增长最快的区域为亚太。

图20:全球 LED 照明市场规模预计 (亿美元)

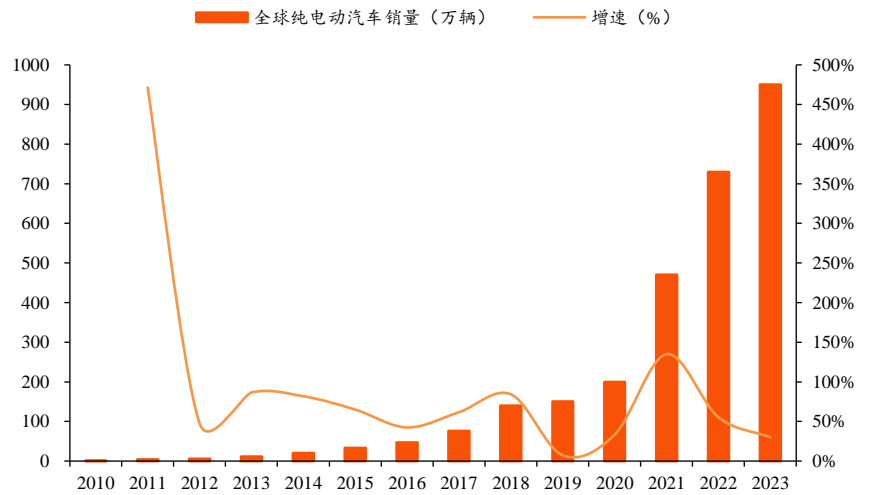


资料来源: Mordor Intelligence, 甬兴证券研究所

2.3. 其他: 新能源汽车、储能、充电桩等增速高

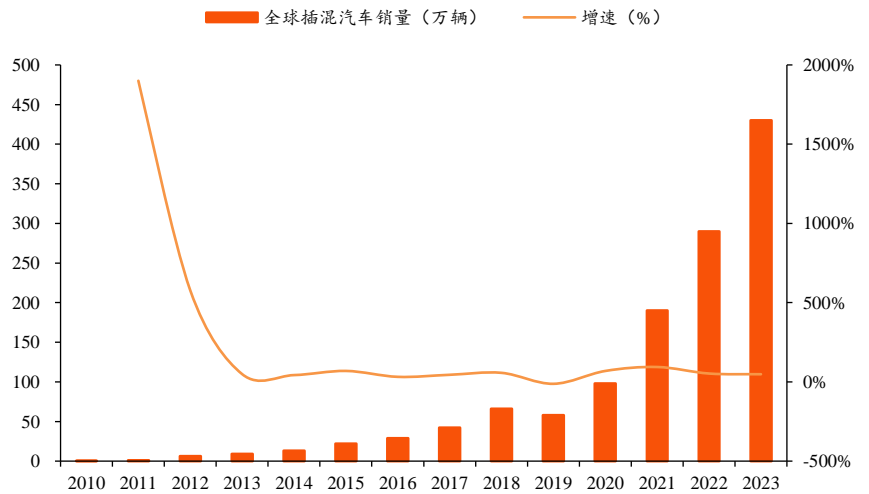
新能源汽车:据 IEA, 2023 年全球纯电动汽车销量 950 万辆, 同比+30%, 插混汽车销量 430 万辆, 同比+48%, 电动汽车渗透率达到 18%, 相比 2022 年提升 4pct。据 Canalys, 预计 2024 年全球电动汽车销量达到 1750 万辆, 同比+27%。

图21:全球纯电动汽车销量及增速



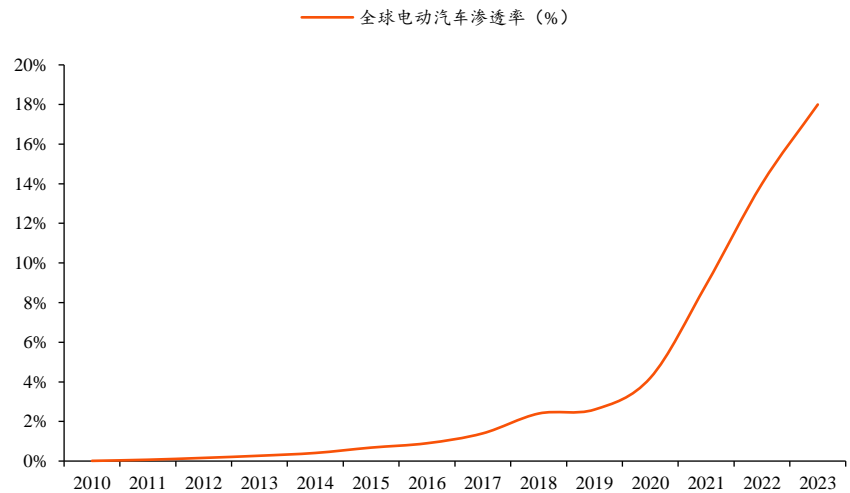
资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

图22:全球插混汽车销量及增速



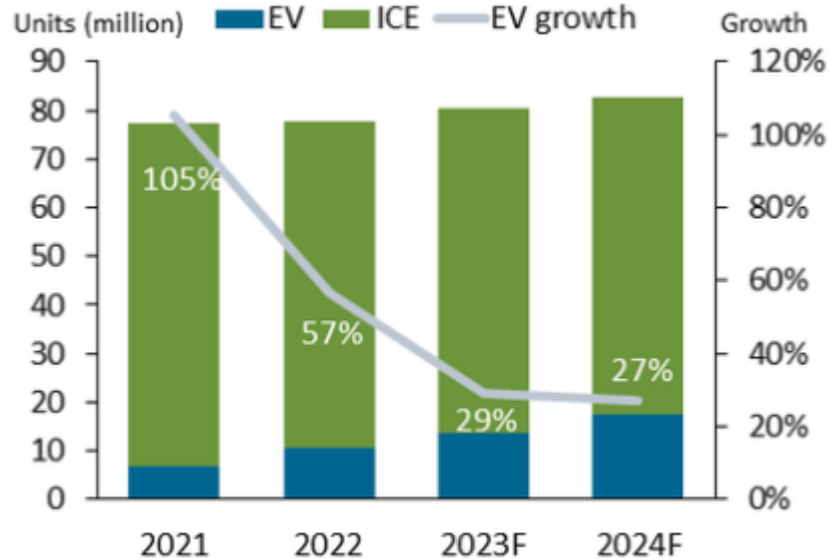
资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

图23:全球电动汽车渗透率 (%)



资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

图24:全球电动车和内燃机销量及电动车销量增速 (预计)

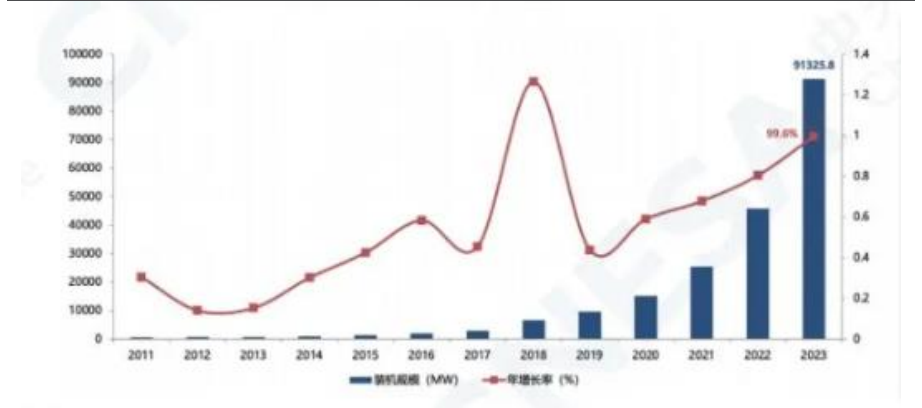


资料来源: Canalsys, 甬兴证券研究所

注: 2021 与 2022 是实际数据, 2023 与 2024 是预计数据

储能: 据 CNESA, 截至 2023 年底, 全球已投运电力储能项目累计规模 289.2GW, 年增长率 21.9%。新型储能累计规模达到 91.3GW, 相比 2022 年底接近翻倍。其中, 锂电池增速超过 100%。

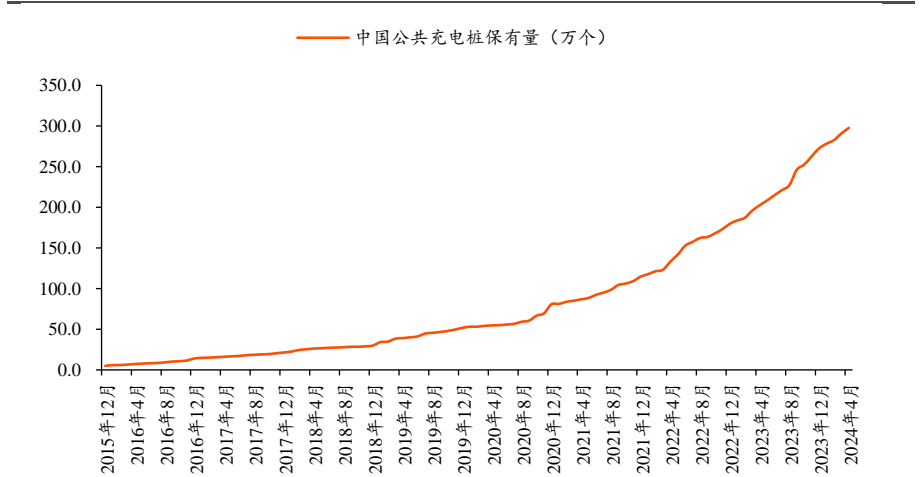
图25:全球新型储能累计装机规模



资料来源: CNESA, 兴证券研究所

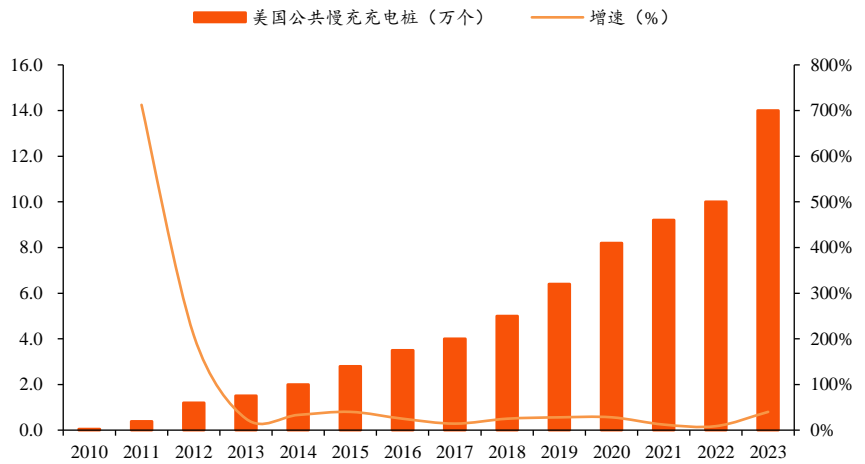
充电桩:据中国电动汽车充电基础设施促进联盟,截至2024年4月底,中国公共充电桩保有量297.7万个。据IEA,2023年美国公共慢充充电桩14.0万个,同比+40%,德国公共慢充充电桩8.7万个,同比+23%。

图26:中国公共充电桩保有量



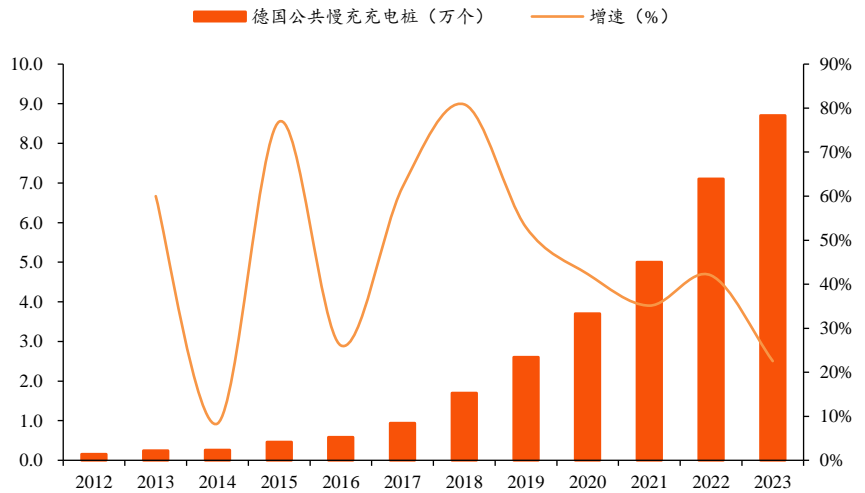
资料来源: Wind, 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 甬兴证券研究所

图27:美国公共慢充充电桩及增速



资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

图28:德国公共慢充充电桩及增速



资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

3. 核心看点：践行大客户战略，积极推进海外布局

3.1. 大客户：公司践行大客户战略，2023 前五大客户占比 56%

公司践行大客户战略，据全景网互动平台，阳光电源等是公司的老客户，据公司 2023 年报，2023 年公司前五大客户销售额达 20.4 亿元，占比 56%。据阳光电源 2023 年报，伊戈尔是阳光电源供应商之一，2023 年阳光电源采购伊戈尔 16.1 亿元，占阳光电源 2023 年采购金额比例 3.2%，位于第二位。

表6:伊戈尔 2023 年前五大客户销售占比

序号	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例
1	第一名	15.5	43%
2	第二名	1.8	5%
3	第三名	1.5	4%
4	第四名	1.0	3%
5	第五名	0.5	1%
合计	--	20.4	56%

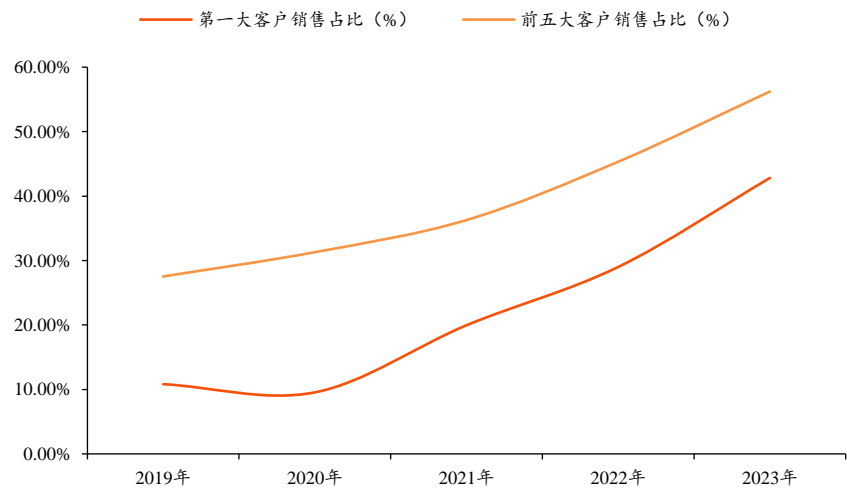
资料来源: 伊戈尔 2023 年报, 甬兴证券研究所

表7:阳光电源 2023 年前五大供应商占比

序号	供应商名称	采购额 (亿元)	占年度采购总额比例
1	供应商一	25.5	5.1%
2	伊戈尔电气股份有限公司	16.1	3.2%
3	江苏中清光伏科技有限公司	16.0	3.2%
4	HK JC PLUS ELECTRONICS COMPONENT CO	13.8	2.7%
5	供应商二	13.3	2.6%
合计	--	84.6	16.8%

资料来源: 阳光电源 2023 年报, 甬兴证券研究所

2019-2023 年, 公司大客户销售占比逐年增加, 具有较强的客户粘性和供应链优势。2019 年第一大客户收入占比约 11%, 2023 年提升至约 43%, 2019 年前五大客户收入占比约 28%, 2023 年提升至 56%。

图29:公司第一大客户和前五大客户销售收入占比


资料来源: 公司年报, 甬兴证券研究所

3.2. 海外布局: 墨西哥和美国达拉斯, 有投产时间规划

马来西亚工厂是公司首个海外基地, 目前主要生产照明产品。2023 年公司规划了墨西哥生产基地, 在 2024 年预计积极推进, 预计 2025 下半年投产, 美国达拉斯基地预计 2024 年 4 季度投产。

表8:公司海外基地

地点	产品	进度
马来西亚	照明产品	-
墨西哥	新能源产品	预计 2025 下半年投产
美国达拉斯	-	预计 2024 年 4 季度投产

资料来源：全景网，公司 2023 年报，甬兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

关键假设：

(1) 新能源产品：行业景气提升，假设新能源产品营收增速 2024-2026 年分别为 30%、30%、30%。假设新能源产品毛利率 2024-2026 年分别为 21%、21%、21%。

(2) 景观灯具照明：下游景气回升，假设景观灯具照明营收增速 2024-2026 年分别为 5%、5%、5%。产品销售稳定，假设景观照明灯具毛利率 2024-2026 年分别为 26%、26%、26%。

(3) 其他：其他业务主要是公司孵化类业务，随着行业需求提升，谨慎性预计其收入和成本 2024-2026 年与 2023 年持平。

综上，预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 23%、24%、25%，毛利率分别为 22%、22%、22%。

表9:公司盈利预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务 1：新能源产品	收入（百万元）	692	1,249	1,846	2,627	3,415	4,439	5,771
	成本（百万元）	568	1,062	1,518	2,074	2,696	3,505	4,556
	收入增速（%）		80%	48%	42%	30%	30%	30%
	毛利率（%）	18%	15%	18%	21%	21%	21%	21%
业务 2：景观照明灯具	收入（百万元）	666	885	851	812	852	895	940
	成本（百万元）	508	708	640	597	626	658	691
	收入增速（%）		33%	-4%	-5%	5%	5%	5%
	毛利率（%）	24%	20%	25%	26%	26%	26%	26%
其他	收入（百万元）	48	96	125	192	192	192	192
	成本（百万元）	42	78	96	149	149	149	149
	毛利率（%）	13%	19%	23%	22%	22%	22%	22%
总计	营业收入（百万元）	1,406	2,230	2,821	3,630	4,459	5,526	6,902
	营业成本（百万元）	1,118	1,849	2,255	2,819	3,471	4,311	5,396
	营业增速（%）		59%	27%	29%	23%	24%	25%
	毛利率（%）	20%	17%	20%	22%	22%	22%	22%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4.2. 估值

我们选取 A 股上市公司变压器企业金盘科技、思源电气、中国西电、明阳电气为可比公司，2024-2026 年平均 PE 按照 10 月 9 日收盘市值分别为 25/19/15 倍。随着行业需求提升，公司有望受益，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 45/55/69 亿元，同比增速 23%/24%/25%，归母净利润分别为

请务必阅读报告正文后各项声明

3.4/4.6/5.6 亿元，同比增速 65%/33%/23%，按照 10 月 9 日收盘市值公司对应 PE 分别为 23/17/14 倍，与可比公司均值相当，考虑到公司既有景观照明灯具业务作为基石，又在新能源产品板块有望受益景气需求上行，并且公司体量相对较小等综合因素，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表10:可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688676.SH	金盘科技 (*)	158	5.0	7.8	11.0	14.1	31	20	14	11
002028.SZ	思源电气 (*)	575	15.6	20.5	25.5	31.0	37	28	23	19
601179.SH	中国西电 (*)	423	8.9	12.0	16.3	20.5	48	35	26	21
301291.SZ	明阳电气 (*)	112	5.0	6.5	8.4	10.4	23	17	13	11
	平均						35	25	19	15
002922.SZ	伊戈尔	79	2.1	3.4	4.6	5.6	38	23	17	14

资料来源: iFind, 甬兴证券研究所

注:“(*)”为可比公司,除金盘科技外,其余公司归母净利润均采用 iFind 一致预期(2024 年 10 月 9 日)

5. 风险提示

上游原材料涨价过快风险: 公司上游原材料包括铜、铝等大宗材料,如果上游涨价过快,可能侵蚀公司利润;

行业竞争加剧风险: 公司变压器等业务竞争激烈,如果行业竞争加剧,可能影响公司份额和盈利;

下游需求不及预期风险: 公司下游是电力电网和储能等,如果下游行业需求不及预期,可能影响公司业绩;

公司管理经营风险: 如果公司在重大战略方向误判,可能影响公司未来发展。

汇率变动风险: 公司部分销售来自海外,如果汇率出现大幅波动,可能影响公司业绩。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	2,194	3,659	4,123	4,957	6,010	
货币资金	491	668	739	911	1,107	
应收及预付	1,174	1,357	1,753	2,158	2,683	
存货	366	483	616	745	940	
其他流动资产	163	1,150	1,015	1,142	1,281	
非流动资产	1,335	1,637	1,964	2,134	2,286	
长期股权投资	73	19	24	33	38	
固定资产	784	905	1,058	1,200	1,330	
在建工程	211	313	314	314	314	
无形资产	102	114	131	150	167	
其他长期资产	165	287	437	438	438	
资产总计	3,529	5,296	6,087	7,090	8,296	
流动负债	1,690	1,920	2,344	2,870	3,489	
短期借款	364	242	392	442	472	
应付及预收	1,003	1,360	1,589	1,999	2,508	
其他流动负债	323	318	364	428	509	
非流动负债	78	271	310	320	330	
长期借款	6	196	206	216	226	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	72	75	104	104	104	
负债合计	1,767	2,191	2,654	3,189	3,819	
股本	299	391	392	392	392	
资本公积	852	1,969	1,978	1,978	1,978	
留存收益	633	767	1,095	1,554	2,118	
归属母公司股东权益	1,760	3,093	3,415	3,875	4,439	
少数股东权益	2	12	17	26	38	
负债和股东权益	3,529	5,296	6,087	7,090	8,296	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	2,821	3,630	4,459	5,526	6,902	
营业成本	2,255	2,819	3,471	4,311	5,396	
营业税金及附加	14	18	21	26	33	
销售费用	77	97	134	151	189	
管理费用	156	206	263	293	373	
研发费用	126	186	232	261	326	
财务费用	-7	13	13	16	16	
资产减值损失	-15	-68	-25	-30	-40	
公允价值变动收益	0	-15	-10	-15	-18	
投资净收益	-4	4	6	4	7	
营业利润	200	227	369	492	606	
营业外收支	1	-1	0	0	0	
利润总额	200	227	369	492	606	
所得税	9	9	20	23	30	
净利润	192	217	349	468	576	
少数股东损益	0	8	5	9	12	
归属母公司净利润	191	209	344	459	564	
EBITDA	257	393	475	613	739	
EPS (元)	0.64	0.63	0.88	1.17	1.44	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	186	174	297	409	446	
净利润	192	217	349	468	576	
折旧摊销	60	90	93	105	117	
营运资金变动	-85	-202	-151	-202	-286	
其它	19	68	6	38	38	
投资活动现金流	-311	-1,027	-395	-275	-265	
资本支出	-255	-548	-224	-240	-226	
投资变动	-57	-486	-30	-39	-45	
其他	1	7	-142	4	7	
筹资活动现金流	168	1,145	186	37	15	
银行借款	231	68	160	60	40	
股权融资	22	1,202	9	0	0	
其他	-85	-125	16	-23	-25	
现金净增加额	60	298	71	171	196	
期初现金余额	276	336	634	705	877	
期末现金余额	336	634	705	877	1,073	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	26.5%	28.7%	22.8%	23.9%	24.9%
营业利润增长	-7.7%	13.8%	62.4%	33.3%	23.2%
归母净利润增长	-1.7%	9.3%	64.5%	33.4%	22.9%
获利能力					
毛利率	20.1%	22.3%	22.1%	22.0%	21.8%
净利率	6.8%	6.0%	7.8%	8.5%	8.4%
ROE	10.9%	6.8%	10.1%	11.9%	12.7%
ROIC	8.8%	8.1%	8.9%	10.5%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	41.4%	43.6%	45.0%	46.0%
净负债比率	-6.0%	-6.6%	-2.7%	-5.3%	-8.1%
流动比率	1.30	1.91	1.76	1.73	1.72
速动比率	0.99	1.50	1.38	1.35	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.82	0.78	0.84	0.90
应收账款周转率	3.99	3.68	3.47	3.60	3.58
存货周转率	5.76	6.64	6.32	6.33	6.40
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.63	0.88	1.17	1.44
每股经营现金流	0.62	0.44	0.76	1.04	1.14
每股净资产	5.88	7.90	8.71	9.88	11.32
估值比率					
P/E	23.80	23.57	22.86	17.14	13.94
P/B	2.59	1.88	2.30	2.03	1.77
EV/EBITDA	17.30	14.26	16.36	12.51	10.17

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。