

# 伊戈尔 (002922.SZ)

买入 (维持评级)

## 数据中心有望发力, 海外市场持续拓张

### 投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2024 年年报, 实现营业收入 46.39 亿元, 同比+27.78%; 归母净利润 2.93 亿元, 同比+39.75%; 扣非净利润 2.49 亿元, 同比+24.03%。

➤ **能源产品快速增长, 照明及孵化业务增势不减。** 1) **能源产品:** 2024 年实现营收 33.68 亿元, 同比增长 28.24%, 增长势头强劲, 主要系公司新能源大客户取得有效进展。2) **照明业务:** 2024 年实现营收 9.78 亿元, 同比增长 20.53%, 主要因照明行业市场需求回暖, 公司积极推动技术升级带来收入同比增加。3) **其他业务:** 2024 年实现营收 2.92 亿元, 同比增长 52.20%, 高增速主要因孵化类业务出货量增加及客户开拓取得有效进展。

➤ **盈利能力略有下滑, 能源产品及照明电源均有承压。** 公司 2024 年毛利率 20.35%, 同比下降 1.76pct, 分板块看 2024 年能源产品/照明电源/其他产品毛利率分别为 20.25%/20.02%/22.63%, 同比-0.79pct/-6.48pct/+0.19pct。2024 年毛利率下降主要因海运费上涨导致销货运费及清关税金占收入比重增加 1.48pct。

➤ **国内互联网大厂加大资本开支, 数据中心产品有望放量增长。** 国内各大互联网厂商纷纷表示在未来几年加大资本开支: ①阿里: 预计未来三年投入超过 3800 亿资本开支用于建设云和 AI 硬件基础设施; ②腾讯: 2024 年资本开支为 768 亿元, 同比增长 221%, 预计 2025 年资本开支为营业收入的占比的低双位数; ③字节: 2024 年资本开支达到 800 亿元, 预计 2025 年资本开支将达到 1600 亿元, 其中约 900 亿元将用于 AI 算力采购, 700 亿元用于 IDC 基建及网络设备建设。公司目前积极布局数据中心中压直流供电系统、移相变压器、干式变压器等产品, 有望受益数据中心行业爆发放量增长。

➤ **海外收入占比提升, 积极推动海内外产能布局。** 公司 2024 年境外营收占比达 29.26%, 较 2023 年同比提升 2.23%。公司大力推进海内外产地建设, 2024 年新建成的安徽淮南基地、马来西亚二期基地、泰国基地等陆续投产, 江西吉州基地部分产线进入试产, 美国基地、墨西哥基地建设有序推进, 全球产能布局持续扩张。

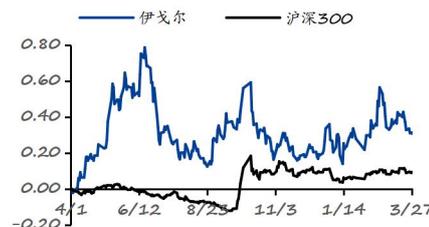
➤ **盈利预测与投资建议:** 基于海外头部变压器厂商产能扩张供不应求情况缓解且国内大客户方面竞争趋于激烈, 我们下调业绩预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.75/4.58/5.07 (前值 4.94/5.98 亿元), 同比增长 28%/22%/11%, 对应当前股价的 PE 估值分别为 19/16/14 倍, 对应 EPS 分别为每股 0.96/1.17/1.29 元。公司作为变压器出海领军企业, 有望享受全球电力设备高景气周期, 同时数据中心行业加速增长, 公司相关产品种类丰富支撑公司业绩增长, 维持“买入”评级。

➤ **风险提示:** 全球新能源装机建设及电力设备投资增速不及预期, 照明业务海外需求复苏不及预期, 核心客户份额占比下滑, 海外贸易政策风险。

### 基本数据

日期	2025-03-28
收盘价:	18.29 元
总股本/流通股本(百万股)	392.21/371.54
流通 A 股市值(百万元)	6,795.42
每股净资产(元)	8.17
资产负债率(%)	56.38
一年内最高/最低价(元)	25.10/13.80

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

**分析师:** 邓伟(S0210522050005)  
DW3787@hfzq.com.cn  
**研究助理:** 李宜琛(S0210124030073)  
lyc30451@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、变压器和新兴产品持续发力, 盈利端偏预告上限——2024.08.30
- 2、变压器出海领军企业, 新能源及数据中心双轮驱动——2024.07.16

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,630	4,639	5,745	6,822	7,748
增长率	29%	28%	24%	19%	14%
净利润(百万元)	209	293	375	458	507
增长率	9%	40%	28%	22%	11%
EPS(元/股)	0.53	0.75	0.96	1.17	1.29
市盈率(P/E)	34.3	24.5	19.1	15.7	14.1
市净率(P/B)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	763	1,149	1,364	1,550
应收票据及账款	2,088	2,188	2,544	2,866
预付账款	15	69	83	95
存货	733	821	1,716	1,320
合同资产	214	181	252	304
其他流动资产	613	322	425	507
流动资产合计	4,212	4,549	6,132	6,338
长期股权投资	19	19	19	19
固定资产	1,361	1,666	2,273	2,259
在建工程	1,377	1,563	1,251	1,251
无形资产	150	171	187	207
商誉	37	37	37	37
其他非流动资产	241	242	243	244
非流动资产合计	3,186	3,698	4,010	4,017
<b>资产合计</b>	<b>7,398</b>	<b>8,247</b>	<b>10,142</b>	<b>10,355</b>
短期借款	1,757	1,743	2,935	2,356
应付票据及账款	1,292	1,686	2,011	2,269
预收款项	0	0	0	0
合同负债	30	103	123	139
其他应付款	113	113	113	113
其他流动负债	336	389	444	488
流动负债合计	3,528	4,034	5,627	5,365
长期借款	471	521	451	531
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	172	172	172	172
非流动负债合计	643	693	623	703
<b>负债合计</b>	<b>4,171</b>	<b>4,726</b>	<b>6,249</b>	<b>6,068</b>
归属母公司所有者权益	3,203	3,488	3,851	4,233
少数股东权益	24	32	43	54
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,227</b>	<b>3,520</b>	<b>3,893</b>	<b>4,288</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,398</b>	<b>8,247</b>	<b>10,142</b>	<b>10,355</b>

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>179</b>	<b>1,128</b>	<b>-269</b>	<b>1,106</b>
现金收益	421	578	701	812
存货影响	-250	-87	-896	396
经营性应收影响	-728	-145	-365	-331
经营性应付影响	-26	393	326	257
其他影响	763	389	-35	-28
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,121</b>	<b>-586</b>	<b>-454</b>	<b>-196</b>
资本支出	-1,653	-630	-455	-197
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	532	44	1	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>873</b>	<b>-157</b>	<b>938</b>	<b>-725</b>
借款增加	1,827	35	1,123	-499
股利及利息支付	-149	-197	-250	-291
股东融资	40	1	0	0
其他影响	-846	5	66	65

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,639	5,745	6,822	7,748
营业成本	3,695	4,629	5,544	6,348
税金及附加	24	26	33	38
销售费用	110	126	136	139
管理费用	278	316	362	387
研发费用	191	201	205	232
财务费用	24	75	89	101
信用减值损失	-16	-7	-3	-2
资产减值损失	-17	-10	-5	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	17	10	10	12
其他收益	31	30	30	30
<b>营业利润</b>	<b>348</b>	<b>414</b>	<b>505</b>	<b>559</b>
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>347</b>	<b>412</b>	<b>504</b>	<b>558</b>
所得税	46	29	35	39
<b>净利润</b>	<b>301</b>	<b>384</b>	<b>468</b>	<b>519</b>
少数股东损益	8	8	10	11
<b>归属母公司净利润</b>	<b>293</b>	<b>375</b>	<b>458</b>	<b>507</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.75	0.96	1.17	1.29

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	27.8%	23.8%	18.8%	13.6%
EBIT 增长率	54.9%	31.3%	21.5%	11.3%
归母公司净利润增长率	39.7%	28.2%	22.1%	10.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.4%	19.4%	18.7%	18.1%
净利率	6.5%	6.7%	6.9%	6.7%
ROE	9.1%	10.7%	11.8%	11.8%
ROIC	7.0%	8.6%	8.3%	9.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.4%	57.3%	61.6%	58.6%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	117	125	125	126
存货周转天数	59	60	82	86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.75	0.96	1.17	1.29
每股经营现金流	0.46	2.88	-0.69	2.82
每股净资产	8.17	8.89	9.82	10.79
<b>估值比率</b>				
P/E	25	19	16	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	183	141	116	100

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn