

公司研究

光伏领域业务有所承压，积极拓展半导体电源业务

——英杰电气（300820.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司 2024 年实现营收 17.80 亿元，同比增长 0.59%；实现归母净利润 3.23 亿元，同比减少 25.19%；扣非归母净利润 3.07 亿元，同比减少 27.87%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税）。公司 2025 年一季度实现营收 3.25 亿元，同比减少 13.30%，环比减少 28.03%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比减少 36.84%，环比增长 155.93%。

积极开拓海外并加强回款，以应对光伏业务下行周期。在光伏领域，2024 年公司在光伏行业实现营收 8.74 亿元，同比减少 10.27%，毛利率为 28.53%，同比下降 2.36pct。2024 年公司国内光伏业务进入下行周期，新增订单大幅下降，且客户验收延缓、付款延迟，导致公司光伏领域业务营收和毛利率均有所下降。在此背景下，公司加大力度开拓海外光伏市场，积极与海外优质客户建立紧密联系，成功在海外市场取得订单突破，24 年签订约 5 亿元光伏海外订单，一定程度弥补国内市场订单缺口；此外，公司强化项目验收和应收账款管理，制定多样灵活的付款方案，在保障客户合作关系的同时，加快项目验收和款项回收速度。

积极布局半导体行业，订单持续增长。在半导体领域，2024 年公司在半导体及电子材料行业实现营收 3.51 亿元，同比增长 6.41%，毛利率为 53.98%，同比上升 11.14pct。公司依托在工业电源领域的市场地位和良好口碑，积极拓展新用户、开发新产品，布局半导体行业，加大在半导体设备电源领域的研发投入，半导体先进制程设备配套电源量产型号进一步增加。2024 年公司半导体业务板块的研发推进和订单量产均处于稳步提升状态，覆盖核心客户设备型号不断增长，相关客户数量明显增多，25Q1 半导体行业订单金额同比增长 12.86%。

盈利预测、估值与评级：公司国内光伏业务进入下行周期，半导体业务仍需成长时间，基于审慎原则，我们下调 25/26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.03/4.51/5.03 亿元（下调 39%/下调 42%/新增），对应 EPS 分别为 1.82/2.03/2.27 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 22/20/18 倍。公司围绕电源产品，深耕光伏行业，积极布局半导体行业，具有较大成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：光伏领域需求不及预期；新业务开拓不及预期；海外地缘政治风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,770	1,780	1,803	1,922	2,062
营业收入增长率	37.99%	0.59%	1.25%	6.63%	7.26%
归母净利润（百万元）	431	323	403	451	503
归母净利润增长率	27.23%	-25.19%	25.00%	11.72%	11.63%
EPS（元，按最新股本计）	1.95	1.46	1.82	2.03	2.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.11%	13.45%	14.86%	14.61%	14.38%
P/E	21	28	22	20	18
P/B	4.1	3.7	3.3	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28

注：公司 23-25 年股本分别为 2.20291 亿股/2.21572 亿股/2.21619 亿股

买入（维持）

当前价：40.22 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

联系人：邓怡亮

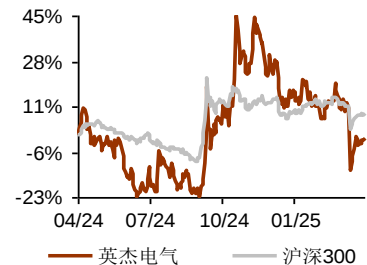
021-52523802

dengyiliang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.22
总市值(亿元):	89.14
一年最低/最高(元):	34.14/73.50
近 3 月换手率:	88.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.35	-20.98	-24.13
绝对	-20.76	-21.34	-19.77

资料来源：Wind

相关研报

光伏领域订单加速交付，半导体电源业务顺利推进——英杰电气（300820.SZ）2024 年半年报点评（2024-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,770	1,780	1,803	1,922	2,062
营业成本	1,111	1,095	1,105	1,170	1,245
折旧和摊销	22	36	38	42	44
税金及附加	14	9	9	10	10
销售费用	64	82	83	87	92
管理费用	53	59	59	62	65
研发费用	97	137	138	148	158
财务费用	-4	-12	-8	-20	-33
投资收益	6	5	12	18	19
营业利润	499	390	473	529	591
利润总额	497	392	475	530	592
所得税	65	56	71	80	89
净利润	431	335	403	451	503
少数股东损益	0	13	0	0	0
归属母公司净利润	431	323	403	451	503
EPS(元, 按最新股本计)	1.95	1.46	1.82	2.03	2.27

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	140	602	841	904	1,041
净利润	431	323	403	451	503
折旧摊销	22	36	38	42	44
净营运资金增加	351	-219	-414	-425	-517
其他	-665	462	813	836	1,011
投资活动产生现金流	-138	-372	-45	-18	3
净资本支出	-123	-98	-55	-35	-15
长期投资变化	2	13	0	0	0
其他资产变化	-17	-288	10	17	18
融资活动现金流	178	-73	-100	-61	-57
股本变化	77	1	0	0	0
债务净变化	1	2	-20	0	0
无息负债变化	391	-192	805	305	14
净现金流	180	161	696	826	987

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.2%	38.5%	38.7%	39.1%	39.6%
EBITDA 率	30.3%	30.4%	27.3%	27.9%	28.5%
EBIT 率	29.0%	28.3%	25.2%	25.7%	26.3%
税前净利润率	28.1%	22.0%	26.3%	27.6%	28.7%
归母净利润率	24.4%	18.1%	22.4%	23.4%	24.4%
ROA	11.1%	8.4%	7.9%	7.8%	8.1%
ROE (摊薄)	20.1%	13.4%	14.9%	14.6%	14.4%
经营性 ROIC	27.1%	29.3%	35.9%	65.4%	475.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	45%	39%	46%	46%	43%
流动比率	2.08	2.35	2.02	2.04	2.21
速动比率	1.01	1.32	1.18	1.37	1.75
归母权益/有息债务	92.20	95.91	540.23	613.86	696.03
有形资产/有息债务	164.30	157.15	1000.91	1134.70	1219.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,895	4,015	5,115	5,790	6,217
货币资金	441	602	1,298	2,124	3,111
交易性金融资产	305	519	519	518	518
应收账款	308	386	391	417	447
应收票据	90	45	46	49	52
其他应收款 (合计)	7	6	6	6	7
存货	1,838	1,556	1,938	1,763	1,194
其他流动资产	438	239	239	239	239
流动资产合计	3,561	3,567	4,649	5,330	5,786
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	2	13	13	13	13
固定资产	203	247	263	254	224
在建工程	18	1	1	1	0
无形资产	49	46	48	51	53
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12	12	12	12	12
非流动资产合计	334	449	466	460	432
总负债	1,750	1,559	2,344	2,649	2,663
短期借款	20	20	0	0	0
应付账款	255	142	143	151	161
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	219	137	137	137	137
流动负债合计	1,713	1,518	2,304	2,608	2,623
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4
非流动负债合计	37	41	41	41	41
股东权益	2,145	2,456	2,771	3,141	3,554
股本	220	222	222	222	222
公积金	786	852	852	852	852
未分配利润	1,147	1,381	1,696	2,066	2,479
归属母公司权益	2,145	2,400	2,715	3,085	3,498
少数股东权益	0	56	56	56	56

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.64%	4.63%	4.58%	4.53%	4.48%
管理费用率	2.99%	3.31%	3.26%	3.21%	3.16%
财务费用率	-0.23%	-0.66%	-0.47%	-1.05%	-1.62%
研发费用率	5.51%	7.67%	7.67%	7.67%	7.67%
所得税率	13%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.40	0.36	0.41	0.45
每股经营现金流	0.63	2.72	3.79	4.08	4.70
每股净资产	9.74	10.83	12.25	13.92	15.78
每股销售收入	8.03	8.03	8.13	8.67	9.30

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21	28	22	20	18
PB	4.1	3.7	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	15.8	15.3	15.4	12.6	9.9
股息率	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP