

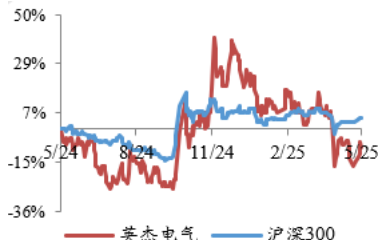
业绩受光伏周期影响，半导体射频电源及充电桩持续突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-5-9

收盘价（元）	43.36
近 12 个月最高/最低（元）	73.50/34.14
总股本（百万股）	222
流通股本（百万股）	111
流通股比例（%）	50.09
总市值（亿元）	96
流通市值（亿元）	48

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

分析师：徒月婷

执业证书号：S0010522110003

邮箱：tuyueting@hazq.com

分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

- 1.《英杰电气：工业电源引领国产替代，充电桩开启新成长曲线》2023-8-31
- 2.《英杰电气点评：2024Q3 业绩符合预期，2. 半导体射频电源稳步推进，引领国产替代》2024-9-5

主要观点：

● 事件概况

英杰电气于 2025 年 4 月 24 日发布 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告：

2024 年度公司实现营业收入为 17.80 亿元，同比增加 0.59%；归母净利润为 3.23 亿元，同比下降 25.19%；毛利率为 38.50%，同比上升 1.27pct；净利率为 18.84%，同比下降 5.53pct。

2024 年第四季度实现营业收入 4.51 亿元，同比下降 29.21%；归母净利润为 0.20 亿元，同比下降 86.98%；毛利率为 28.18%，同比下降 5.15pct，净利率为 3.97%，同比下滑 19.79pct。

2024 年第一季度公司实现营业收入为 3.25 亿元，同比下降 13.30%；归母净利润为 0.50 亿元，同比下降 36.84%；毛利率为 37.78%，同比下降 4.18pct，净利率为 15.81%，同比下降 6.59pct。

● 光伏周期下验收影响，半导体及其他行业保持增长

2024 年光伏销售收入 8.74 亿元，占营收 49.08%，同比下降 10.27%，毛利率 28.53%，下降 2.36pct；半导体及电子材料销售收入 3.51 亿元，占营收 19.69%，同比上升 6.41%，毛利率 53.98%，上升 11.14pct；其他行业领域的销售收入 5.53 亿元，占营收 31.06%，同比上升 18.92%，毛利率 44.64%，下降 1.97pct。

截至 2025 年一季度末，公司存货 15.69 亿元，同比下降 14.20%；合同负债 11.81 亿元，同比下降 0.53%；应收票据及应收账款 4.54 亿元，同比下降 2.46%。2025 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额 7,081.93 万元，同比增长 108.52%。

● 光伏海外订单突破，半导体射频电源持续高端化

1. **光伏：**受光伏行业周期波动影响，2024 年公司国内光伏行业订单同比出现下降，之前交付客户的电源，也出现客户产能调整延迟了产品验收，造成发出商品金额较大，收入确认延缓的情况，同时部分企业延迟付款，造成公司应收账款对应的坏账计提准备增加。为了应对国内光伏行业下行调整所带来的压力，公司加强了光伏业务的海外市场拓展，并在亚洲地区取得了较好的订单业绩，一定程度上缓解了国内光伏订单不足所带来的影响。

半导体及电子材料行业：公司近年来加大了在半导体及电子材料领域的投入，重点攻关半导体刻蚀、薄膜沉积（CVD/PECVD）、离子注入等关键制程电源技术，同步拓展碳化硅外延、复合铜箔等新兴领域，部分型号射频电源已实现量产，覆盖 5nm 刻蚀及 PECVD 等先进制程，已经申请了数十项半导体电源相关专利。半导体及电子材料行业已成为继光伏之后的第二大收入来源，且具备继续提升的空间。

3. **充电桩：国内：**2024 年，英杰电气全资子公司四川英杰新能源深化

与头部客户合作，积极探索光储充一体化解决方案，推进电动重卡规模化应用，建设高速充换电站、物流园换电站等项目，助力成渝电走廊充换电网络建设。2024 年，公司推出工商业储能核心产品，完成核心技术攻关。**海外：**英杰寰宇 2024 年发展迅速，已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司，并获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。公司储备大量海外订单资源，积极研发高功率分体式电堆、一体式液冷直流充电桩等符合国际标准的创新产品，以技术驱动市场拓展。

● 投资建议

考虑到光伏行业整体增速下行及验收影响，我们对前次预测水平调整，预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 21.75/24.72/31.31 亿元（调整前 25-26 年为 27.47/34.61 亿元），归母净利润分别为 4.81/5.95/7.65 亿元（调整前 25-26 年为 7.05/9.02 亿元），以当前总股本 2.22 亿股计算的摊薄 EPS 为 2.17/2.69/3.45 元。公司当前股价对 2025-2027 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 20/16/13 倍，考虑到公司作为工业电源国产替代领军者，半导体、充电桩等新业务成长逻辑清晰，维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 半导体及光伏的产业政策出现重大调整，或市场需求未达预期，或国际贸易环境出现变化带来的行业波动风险；2) 在手订单履约风险，存货减值及应收账款回收的风险；新业务拓展不及预期的风险。3) 行业竞争加剧的风险，毛利率下降的风险。4) 公司前五名客户的集中度相对较高的风险。5) 核心技术人员流失及核心技术失密风险。6) 测算市场空间的误差风险。7) 研究依据的信息更新不及时，未能充分反映公司最新状况的风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1780	2175	2472	3131
收入同比 (%)	0.6%	22.1%	13.7%	26.7%
归属母公司净利润	323	481	595	765
净利润同比 (%)	-25.2%	49.0%	23.8%	28.5%
毛利率 (%)	38.5%	39.8%	40.5%	40.8%
ROE (%)	13.4%	17.5%	18.7%	20.5%
每股收益 (元)	1.46	2.17	2.69	3.45
P/E	37.84	19.98	16.15	12.56
P/B	5.10	3.49	3.02	2.57
EV/EBITDA	27.44	14.51	11.52	8.95

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3567	4254	4815	5885
现金	602	617	809	892
应收账款	386	415	494	609
其他应收款	6	8	8	11
预付账款	41	31	45	50
存货	1556	1962	2105	2716
其他流动资产	976	1220	1353	1607
非流动资产	449	478	508	518
长期投资	13	13	13	13
固定资产	247	277	311	331
无形资产	46	40	35	29
其他非流动资产	142	148	148	144
资产总计	4015	4732	5323	6403
流动负债	1518	1864	2004	2500
短期借款	20	25	26	28
应付账款	142	235	227	310
其他流动负债	1357	1604	1751	2162
非流动负债	41	54	61	69
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	41	54	61	69
负债合计	1559	1918	2065	2569
少数股东权益	56	65	76	96
股本	222	222	222	222
资本公积	741	741	741	741
留存收益	1438	1787	2220	2776
归属母公司股东权益	2400	2750	3182	3738
负债和股东权益	4015	4732	5323	6403

现金流量表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	602	327	605	503
净利润	335	490	606	784
折旧摊销	41	60	70	78
财务费用	-4	3	4	4
投资损失	-5	-12	-10	-13
营运资金变动	175	-279	-96	-371
其他经营现金流	221	835	733	1176
投资活动现金流	-372	-195	-255	-217
资本支出	-98	-88	-98	-87
长期投资	-286	-117	-166	-141
其他投资现金流	11	9	8	11
筹资活动现金流	-73	-116	-158	-203
短期借款	0	5	2	2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	66	0	0	0
其他筹资现金流	-139	-121	-159	-205
现金净增加额	161	15	192	83

资料来源: wind, 华安证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1780	2175	2472	3131
营业成本	1095	1308	1470	1853
营业税金及附加	9	15	16	19
销售费用	82	89	102	134
管理费用	59	70	77	94
财务费用	-12	-6	-6	-8
资产减值损失	-59	-55	-25	-15
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	5	12	10	13
营业利润	390	571	707	913
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	392	571	706	914
所得税	56	81	100	129
净利润	335	490	606	784
少数股东损益	13	9	11	20
归属母公司净利润	323	481	595	765
EBITDA	426	625	770	984
EPS (元)	1.46	2.17	2.69	3.45

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.6%	22.1%	13.7%	26.7%
营业利润	-21.7%	46.2%	23.8%	29.3%
归属于母公司净利润	-25.2%	49.0%	23.8%	28.5%
获利能力				
毛利率 (%)	38.5%	39.8%	40.5%	40.8%
净利率 (%)	18.1%	22.1%	24.1%	24.4%
ROE (%)	13.4%	17.5%	18.7%	20.5%
ROIC (%)	13.2%	16.8%	18.0%	19.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	38.8%	40.5%	38.8%	40.1%
净负债比率 (%)	63.5%	68.1%	63.4%	67.0%
流动比率	2.35	2.28	2.40	2.35
速动比率	1.06	1.02	1.15	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.50	0.49	0.53
应收账款周转率	5.13	5.43	5.44	5.68
应付账款周转率	5.51	6.94	6.36	6.90
每股指标 (元)				
每股收益	1.46	2.17	2.69	3.45
每股经营现金流 (摊薄)	2.72	1.48	2.73	2.27
每股净资产	10.83	12.41	14.36	16.87
估值比率				
P/E	37.84	19.98	16.15	12.56
P/B	5.10	3.49	3.02	2.57
EV/EBITDA	27.44	14.51	11.52	8.95

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业16年，曾多次获得新财富分析师。

分析师：徒月婷，华安机械行业分析师，南京大学金融学本硕，曾供职于中泰证券、中山证券。

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

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。