



英诺赛科 (02577.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

产品结构和工艺平台升级推动收入高增，1H2025 毛利率实现转正

业绩简评

2025 年 8 月 28 日公司披露半年报，上半年公司实现营收 5.53 亿元人民币，同比+43.43%；2025 年上半年净亏损 4.28 亿元，同比减亏 12.18%。

经营分析

产品结构优化和工艺平台迭代推动公司毛利率提升。25H1 氮化镓分立器件及集成电路实现收入 2.07 亿元，同比+49.9%；氮化镓模组收入为 2.36 亿元，同比+121.7%。25H1 毛利率实现转正，为+6.8%，较去年同期提升了 28.4 个百分点，主要系公司规模化的效益显现，工艺持续优化，单位成本下降。25H1 公司研发费用支出为人民币 1.62 亿元，同比+11.5%，期间多款芯片实现首次量产突破，体现了公司在高压 GaN、低压双向导通 GaN 及 IC 封装等技术上的持续投入。

高端市场取得突破，下游应用持续丰富。AI 及数据中心领域，25H1 公司应用于服务器电源和主板的 48V 转 12V 高功率密度产品实现规模化交付，公司进入英伟达 800V 高压直流方案供应商名单，也将积极受益 GaN 在英伟达新一代架构的规模化应用。汽车电子领域，公司与联合汽车电子成立联合实验室，车规级芯片交付同比增长 128%，应用于 OBC、激光雷达等关键部件，助力整车轻量化与能效提升。人形机器人领域与头部客户合作推出全球首个用于人形机器人关节电机的 GaN 芯片，标志着 GaN 在新兴领域逐步走向商业化。消费电子领域公司将继续巩固行业龙头地位，应用场景从手机、笔电等领域拓展至白电、音频系统等高端家电市场，多款产品在客户端实现量产。

盈利预测、估值与评级

预测公司 25~27 年分别实现营收 13.57/22.70/37.49 亿元，同比+64%/+67%/+65%，25-26 年分别亏损 8.03/2.55 亿元，25-26 年分别减亏 23%和 68%，预计 27 年实现归母净利润 2.91 亿元（同比+214%）。公司的市占率行业领先，IDM 模式能够更好的实现协同作用，未来有望率先受益于 GaN 渗透率的提升，维持“买入”评级。

风险提示

国际出口管制和经济制裁；市场竞争加剧；产品迭代不及预期；限售股解禁。

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：戴宗廷（执业 S1130524120005）

daizongting@gjzq.com.cn

市价（港币）：93.500 元

相关报告：

1. 《英诺赛科港股公司深度研究：聚焦氮化镓的第三代半导体领军企业》，2025.5.8



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	593	828	1,357	2,270	3,749
营业收入增长率	335.26%	39.77%	63.77%	67.33%	65.14%
归母净利润(百万元)	-1,102	-1,046	-803	-255	291
归母净利润增长率	50.04%	5.11%	23.22%	68.29%	214.20%
摊薄每股收益(元)	-1.23	-1.17	-0.90	-0.28	0.33
每股经营性现金流净额	-0.66	-0.38	-1.50	-0.77	-0.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	-56.11%	-35.20%	-29.51%	-10.32%	10.54%
P/E	0.00	-26.73	-104.16	-328.48	287.65
P/B	0.00	9.25	30.73	33.90	30.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	136	593	828	1,357	2,270	3,749
增长率	99.6%	335.3%	39.8%	63.8%	67.3%	65.1%
主营业务成本	530	955	990	1,191	1,565	2,132
%销售收入	389.4%	161.1%	119.5%	87.8%	68.9%	56.9%
毛利	-394	-362	-161	166	706	1,617
%销售收入	-289.4%	-61.1%	-19.5%	12.2%	31.1%	43.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	69	90	98	136	159	225
%销售收入	50.9%	15.2%	11.8%	10.0%	7.0%	6.0%
管理费用	199	247	451	516	568	825
%销售收入	146.3%	41.7%	54.5%	38.0%	25.0%	22.0%
研发费用	581	349	323	380	363	450
%销售收入	426.7%	58.8%	39.0%	28.0%	16.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,074	-983	-961	-702	-134	492
%销售收入	-1522.9%	-165.8%	-116.0%	-51.8%	-5.9%	13.1%
财务费用	132	119	84	100	120	150
%销售收入	96.7%	20.1%	10.1%	7.4%	5.3%	4.0%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-1,244	-1,048	-1,034	-865	-384	117
营业利润率	-913.4%	-176.8%	-124.8%	-63.8%	-16.9%	3.1%
营业外收支						
税前利润	-2,205	-1,102	-1,045	-802	-254	342
利润率	-1619.6%	-185.9%	-126.2%	-59.1%	-11.2%	9.1%
所得税	0	0	0	0	0	51
所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	15.0%
净利润	-2,205	-1,102	-1,046	-803	-255	291
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2,205	-1,102	-1,046	-803	-255	291
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	7.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,205	-1,102	-1,046	-803	-255	291
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,097	190	353	-63	-130	-225
非经营收益						
营运资金变动	-298	-216	-159	-479	-309	-425
经营活动现金净流	-936	-594	-336	-1,345	-693	-359
资本开支	-465	-331	-172	-180	-160	-130
投资	370	644	22	1	1	1
其他	1	25	21	133	250	375
投资活动现金净流	-94	338	-129	-46	91	246
股权募资	0	20	641	553	0	0
债权募资	596	-40	1,110	20	30	50
其他	-136	-107	-89	-100	-120	-150
筹资活动现金净流	460	-127	1,662	473	-90	-100
现金净流量	-568	-382	1,196	-918	-692	-213

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	711	329	1,525	607	-85	-298
应收款项	150	337	484	868	1,376	2,145
存货	382	417	444	794	1,000	1,303
其他流动资产	684	29	6	14	23	37
流动资产	1,927	1,112	2,460	2,283	2,313	3,188
%总资产	33.8%	24.2%	44.3%	41.1%	40.3%	47.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	3,260	3,061	2,742	2,942	3,122	3,272
%总资产	57.2%	66.7%	49.4%	53.0%	54.4%	48.5%
无形资产	386	307	266	246	226	206
非流动资产	3,768	3,480	3,087	3,269	3,428	3,556
%总资产	66.2%	75.8%	55.7%	58.9%	59.7%	52.7%
资产总计	5,695	4,591	5,547	5,552	5,741	6,744
短期借款	438	508	522	542	572	622
应付款项	103	89	122	165	196	237
其他流动负债	470	329	351	570	953	1,575
流动负债	1,011	926	996	1,278	1,722	2,434
长期贷款	1,632	1,546	1,401	1,401	1,401	1,401
其他长期负债	91	155	179	152	152	152
负债	2,735	2,627	2,576	2,831	3,275	3,987
普通股股东权益	2,960	1,964	2,971	2,721	2,467	2,757
其中：股本	4,046	801	879	881	881	881
未分配利润	-1,090	1,160	2,090	1,839	1,584	1,875
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,695	4,591	5,547	5,552	5,741	6,744

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.00	0.00	-1.28	-0.90	-0.28	0.33
每股净资产	3.31	2.20	3.38	3.04	2.76	3.08
每股经营现金净流	-1.05	-0.66	-0.38	-1.50	-0.77	-0.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-74.51%	-56.11%	-35.20%	-29.51%	-10.32%	10.54%
总资产收益率	-38.73%	-24.00%	-18.85%	-14.46%	-4.43%	4.31%
投入资本收益率	-41.22%	-24.46%	-19.64%	-15.07%	-3.03%	8.75%
增长率						
主营业务收入增长率	99.62%	335.26%	39.77%	63.77%	67.33%	65.14%
EBIT 增长率	37.27%	52.60%	2.21%	26.92%	80.87%	466.22%
净利润增长率	35.12%	50.04%	5.11%	23.22%	68.29%	214.20%
总资产增长率	-13.99%	-19.38%	20.82%	0.09%	3.41%	17.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.2	80.6	125.5	138.1	141.3	138.0
存货周转天数	157.5	150.6	156.6	187.2	206.3	194.4
应付账款周转天数	61.1	36.3	38.5	43.5	41.5	36.5
固定资产周转天数	8,765.9	1,919.8	1,260.9	754.1	480.8	307.0
偿债能力						
净负债/股东权益	26.77%	94.74%	19.45%	54.71%	89.62%	89.71%
EBIT 利息保障倍数	-15.8	-8.3	-11.4	-7.0	-1.1	3.3
资产负债率	48.02%	57.23%	46.44%	50.99%	57.04%	59.12%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究