

25Q2 盈利环比改善，AIDC 有望成为新曲线

2025 年 08 月 31 日

► **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现收入 24.67 亿元，同比增加 20.16%；归母净利润 1.05 亿元，同比下降 40.59%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同比下降 41.36%。

单季度来看，25Q2 公司收入 13.83 亿元，同比增加 8.14%，环比增加 27.64%；归母净利润 0.63 亿元，同比下降 46.83%，环比增加 48.85%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同比下降 38.70%，环比增加 146.41%。

盈利能力方面，25Q2 毛利率为 19%，同比下降 5.78pcts，环比提升 3.28pcts。净利率为 4.80%，同比下降 4.63pcts，环比提升 0.79pct。毛利率下降主要是与去年同期相比部分产品销售价格下降，以及大宗原材料价格上涨。但第二季度毛利率已经出现环比改善。

► **能源产品持续增长，孵化业务增势迅猛。**

从 25H1 业务拆分来看：**1) 能源产品：**实现收入 18.36 亿元，同比增长 23.67%，主要是受益于全球光伏、储能装机量增长和海外电力设备升级迭代，公司订单较上年同期增长；**2) 照明产品：**实现收入 4.37 亿元，同比下降 3.40%，主要是公司进行业务结构调整，导致收入同比下降；**3) 其他业务：**实现收入 1.94 亿元，同比增长 67.43%，主要是孵化类业务订单量增加，客户开拓取得有效进展。

► **数据中心持续开拓，有望成为公司新成长曲线。**

1、数据中心变压器：25Q2 公司数据中心变压器产能逐步释放，在数据中心变压器产品结构和市场拓展上取得突破：产品品类从数据中心用移相变压器拓展至数据中心用环氧浇筑干式变压器、油浸式变压器等。销售区域从国内市场拓展至日本、美国市场。**2、电源电感：**公司目前储备研发类产品有应用封装式一体成型技术、体积更小、转化效率更高、散热更快的数据中心用电感产品，并将重点布局研发更高能效、更低损耗的节能型变压器，进一步丰富产品组合，巩固提升公司产品的市场竞争力。

► **投资建议：**公司盈利端企稳，AIDC 有望成为新增长曲线，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 58.98、74.50、91.64 亿元，对应增速分别为 27.2%、26.3%、23.0%；归母净利润分别为 3.07、4.57、5.90 亿元，对应增速分别为 4.8%、49.0%、29.1%，以 8 月 29 日收盘价作为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 32X、22X、17X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**国际化经营风险、市场竞争加剧风险、应收账款增长风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,639	5,898	7,450	9,164
增长率 (%)	27.8	27.2	26.3	23.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	293	307	457	590
增长率 (%)	39.7	4.8	49.0	29.1
每股收益 (元)	0.69	0.72	1.08	1.39
PE	34	32	22	17
PB	3.1	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

23.28 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia_yj@glms.com.cn

分析师 许浚哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@glms.com.cn

相关研究

1.伊戈尔 (002922.SZ) 2024 年年报点评：24Q4 符合预期，产能布局加速落地-2025/04/02

2.伊戈尔 (002922.SZ) 2024 年半年报点评：24H1 业绩亮眼，盈利能力提升显著-2024/08/29

3.伊戈尔 (002922.SZ) 深度报告：升压变放量明显，新产能扩张有序-2024/07/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,639	5,898	7,450	9,164
营业成本	3,695	4,696	5,874	7,227
营业税金及附加	24	29	37	46
销售费用	110	142	179	220
管理费用	278	342	417	504
研发费用	191	236	298	367
EBIT	341	462	655	816
财务费用	24	94	109	114
资产减值损失	-17	-23	-28	-33
投资收益	17	3	0	0
营业利润	348	348	518	669
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	347	348	518	669
所得税	46	35	52	67
净利润	301	313	466	602
归属于母公司净利润	293	307	457	590
EBITDA	462	616	870	1,084

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	763	1,646	2,018	2,164
应收账款及票据	2,088	2,737	3,254	3,753
预付款项	15	19	23	29
存货	733	749	905	1,075
其他流动资产	613	447	439	484
流动资产合计	4,212	5,599	6,640	7,506
长期股权投资	19	22	22	22
固定资产	1,361	2,286	2,884	3,441
无形资产	150	151	151	151
非流动资产合计	3,186	4,226	4,565	4,812
资产合计	7,398	9,824	11,205	12,319
短期借款	1,757	2,557	3,057	3,057
应付账款及票据	1,292	2,123	2,656	3,267
其他流动负债	479	532	536	618
流动负债合计	3,528	5,212	6,249	6,942
长期借款	471	558	558	558
其他长期负债	172	211	211	211
非流动负债合计	643	769	769	769
负债合计	4,171	5,981	7,018	7,711
股本	392	423	423	423
少数股东权益	24	30	39	51
股东权益合计	3,227	3,843	4,187	4,607
负债和股东权益合计	7,398	9,824	11,205	12,319

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.78	27.15	26.30	23.01
EBIT 增长率	12.52	35.50	41.88	24.55
净利润增长率	39.75	4.85	49.04	29.12
盈利能力 (%)				
毛利率	20.35	20.39	21.14	21.14
净利率	6.31	5.20	6.14	6.44
总资产收益率 ROA	3.95	3.12	4.08	4.79
净资产收益率 ROE	9.13	8.04	11.02	12.95
偿债能力				
流动比率	1.19	1.07	1.06	1.08
速动比率	0.84	0.85	0.85	0.86
现金比率	0.22	0.32	0.32	0.31
资产负债率 (%)	56.38	60.88	62.63	62.60
经营效率				
应收账款周转天数	141.73	120.00	110.00	100.00
存货周转天数	72.46	60.00	58.00	56.00
总资产周转率	0.73	0.68	0.71	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.72	1.08	1.39
每股净资产	7.57	9.01	9.80	10.77
每股经营现金流	0.42	2.17	1.65	2.32
每股股利	0.30	0.29	0.43	0.56
估值分析				
PE	34	32	22	17
PB	3.1	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	25.24	18.94	13.41	10.77
股息收益率 (%)	1.29	1.24	1.85	2.39

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	301	313	466	602
折旧和摊销	121	154	215	268
营运资金变动	-288	333	-153	-72
经营活动现金流	179	919	696	982
资本开支	-1,715	-1,095	-530	-491
投资	586	0	0	0
投资活动现金流	-1,121	-1,141	-480	-491
股权募资	40	390	0	0
债务募资	1,206	900	432	0
筹资活动现金流	873	1,106	156	-345
现金净流量	-87	883	372	146

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048