

## 英杰电气（300820）

# 2025 年三季报点评：业绩短期承压，半导体&核聚变电源业务构筑多个增长极

增持（维持）

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书：S0600524080005

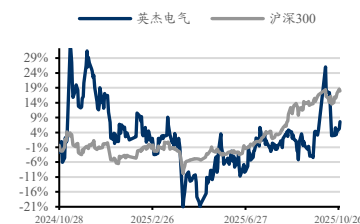
liwenyi@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 1,770  | 1,780   | 1,836  | 2,192  | 2,668  |
| 同比（%）         | 37.99  | 0.59    | 3.11   | 19.43  | 21.70  |
| 归母净利润（百万元）    | 431.42 | 322.76  | 303.59 | 378.99 | 478.35 |
| 同比（%）         | 27.23  | (25.19) | (5.94) | 24.84  | 26.22  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.95   | 1.46    | 1.37   | 1.71   | 2.16   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 26.73  | 35.73   | 37.99  | 30.43  | 24.11  |

### 投资要点

- **业绩受光伏影响短期承压**。2025 年前三季度公司实现营收 11.50 亿元，同比-13.5%；期间实现归母净利润 1.93 亿元，同比-36.3%；扣非净利润为 1.83 亿元，同比-37.4%，主要系收入减少、其他收益减少，研发费用增加所致；Q3 单季营收为 4.28 亿元，同比-19.6%，环比+7.6%；归母净利润为 0.73 亿元，同比-41.4%，环比+6.5%；扣非净利润为 0.69 亿元，同比-42.9%，环比+5.4%。
- **盈利能力短期承压，持续维持高研发投入**。2025 年前三季度公司毛利率为 35.79%，同比-6.2pct；销售净利率为 17.07%，同比-6.8pct；期间费用率为 16.81%，同比+2.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/3.2%/9.6%/-0.7%，同比+0.4/+0.1/+2.1/-0.5pct。公司持续加大研发投入，2025 年前三季度研发投入为 1.11 亿元，同比+9.9%。Q3 单季毛利率为 34.46%，同比-7.2pct，环比-1.1pct；销售净利率为 17.33%，同比-7.2pct，环比-0.48pct。
- **存货&合同负债同比有所下滑**。截至 2025Q3 末公司存货为 13.56 亿元，同比-22.9%；合同负债为 10.41 亿元，同比-5.7%。2025Q3 公司经营活动净现金流为 0.89 亿元，同比-3.6%。
- **泛半导体电源国产替代前景可期，核聚变电源打造新增长极**。公司为国内泛半导体工业电源龙头，光伏、半导体产品国产替代率持续提升，有望充分受益于后续核聚变电源需求。（1）光伏：公司产品应用于光伏行业上游的材料生产设备的电源控制上，在还原提纯和晶体生长环节均有应用，运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单持续放量，有望受益光伏电池片电源国产化；（2）半导体及电子材料：公司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；（3）充电桩：公司全资子公司四川英杰新能源有限公司专注研发制造新能源汽车充电桩，推出工商业储能核心产品，完成核心技术攻关，海外业务由英杰寰宇国际负责，已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司，获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。（4）核聚变电源：2024 年公司核聚变相关电源订单已突破千万元，正积极对接国内多个在建核聚变工程项目，凭借在高电压调控、大电流输出及抗干扰设计等核心技术领域的显著优势，为相关科研项目提供了关键电源设备支撑。
- **盈利预测与投资评级**：考虑到公司光伏业务承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 3.0/3.8/4.8 亿元（原值 4.0/5.0/6.3 亿元），当前市值对应 PE 为 38/30/24 倍，但考虑到公司成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示**：下游扩产不及预期、产品拓展不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 53.22       |
| 一年最低/最高价      | 38.02/73.50 |
| 市净率(倍)        | 4.69        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,910.65    |
| 总市值(百万元)      | 11,794.56   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 11.34  |
| 资产负债率(% ,LF) | 35.05  |
| 总股本(百万股)     | 221.62 |
| 流通 A 股(百万股)  | 111.06 |

### 相关研究

《英杰电气(300820): 2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，半导体射频电源打造新增长极》

2025-04-30

《英杰电气(300820): 2024 年三季报点评：业绩稳健增长，盈利能力稳定提升》

2024-10-29

英杰电气三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>3,567</b> | <b>4,455</b> | <b>4,732</b> | <b>5,467</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,780</b> | <b>1,836</b> | <b>2,192</b> | <b>2,668</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,121        | 2,268        | 2,246        | 3,430        | 营业成本(含金融类)      | 1,095        | 1,184        | 1,414        | 1,718        |
| 经营性应收款项          | 517          | 162          | 573          | 86           | 税金及附加           | 9            | 15           | 18           | 21           |
| 存货               | 1,556        | 1,734        | 1,644        | 1,696        | 销售费用            | 82           | 92           | 105          | 123          |
| 合同资产             | 171          | 92           | 66           | 53           | 管理费用            | 59           | 73           | 83           | 93           |
| 其他流动资产           | 201          | 200          | 203          | 203          | 研发费用            | 137          | 147          | 164          | 195          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>449</b>   | <b>470</b>   | <b>488</b>   | <b>502</b>   | 财务费用            | (12)         | (4)          | (4)          | (5)          |
| 长期股权投资           | 13           | 13           | 13           | 13           | 加:其他收益          | 47           | 37           | 44           | 53           |
| 固定资产及使用权资产       | 265          | 286          | 304          | 318          | 投资净收益           | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 1            | 1            | 1            | 1            | 公允价值变动          | (1)          | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 46           | 46           | 46           | 46           | 减值损失            | (71)         | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 0            | (1)          | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 3            | 3            | 3            | 3            | <b>营业利润</b>     | <b>390</b>   | <b>364</b>   | <b>456</b>   | <b>577</b>   |
| 其他非流动资产          | 120          | 120          | 120          | 120          | 营业外净收支          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,015</b> | <b>4,925</b> | <b>5,219</b> | <b>5,969</b> | <b>利润总额</b>     | <b>392</b>   | <b>364</b>   | <b>456</b>   | <b>577</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,518</b> | <b>1,869</b> | <b>1,776</b> | <b>2,035</b> | 减:所得税           | 56           | 55           | 68           | 86           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 25           | 25           | 25           | 25           | <b>净利润</b>      | <b>335</b>   | <b>310</b>   | <b>387</b>   | <b>490</b>   |
| 经营性应付款项          | 142          | 450          | 100          | 378          | 减:少数股东损益        | 13           | 6            | 8            | 12           |
| 合同负债             | 1,147        | 1,184        | 1,414        | 1,374        | <b>归属母公司净利润</b> | <b>323</b>   | <b>304</b>   | <b>379</b>   | <b>478</b>   |
| 其他流动负债           | 204          | 209          | 237          | 258          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.46         | 1.37         | 1.71         | 2.16         |
| 非流动负债            | 41           | 41           | 41           | 41           | EBIT            | 385          | 361          | 451          | 571          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 426          | 390          | 484          | 607          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 38.50        | 35.48        | 35.49        | 35.62        |
| 租赁负债             | 27           | 27           | 27           | 27           | 归母净利率(%)        | 18.13        | 16.54        | 17.29        | 17.93        |
| 其他非流动负债          | 14           | 14           | 14           | 14           | 收入增长率(%)        | 0.59         | 3.11         | 19.43        | 21.70        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,559</b> | <b>1,910</b> | <b>1,816</b> | <b>2,076</b> | 归母净利润增长率(%)     | (25.19)      | (5.94)       | 24.84        | 26.22        |
| 归属母公司股东权益        | 2,400        | 2,954        | 3,333        | 3,811        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 56           | 62           | 70           | 82           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,456</b> | <b>3,016</b> | <b>3,403</b> | <b>3,893</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>4,015</b> | <b>4,925</b> | <b>5,219</b> | <b>5,969</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 602   | 948   | 29    | 1,235 | 每股净资产(元)       | 10.83 | 13.33 | 15.04 | 17.20 |
| 投资活动现金流    | (372) | (51)  | (50)  | (50)  | 最新发行在外股份(百万股)  | 222   | 222   | 222   | 222   |
| 筹资活动现金流    | (73)  | 249   | (1)   | (1)   | ROIC(%)        | 14.04 | 11.02 | 11.77 | 13.13 |
| 现金净增加额     | 161   | 1,147 | (22)  | 1,184 | ROE-摊薄(%)      | 13.45 | 10.28 | 11.37 | 12.55 |
| 折旧和摊销      | 41    | 29    | 32    | 36    | 资产负债率(%)       | 38.83 | 38.77 | 34.80 | 34.78 |
| 资本开支       | (98)  | (51)  | (50)  | (50)  | P/E(现价&最新股本摊薄) | 35.73 | 37.99 | 30.43 | 24.11 |
| 营运资本变动     | 175   | 608   | (391) | 708   | P/B(现价)        | 4.80  | 3.90  | 3.46  | 3.03  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>