

# 伊戈尔 (002922)

## 2025 年年报点评: 25Q4 业绩略承压, 出海加速放量在即

2026 年 03 月 31 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

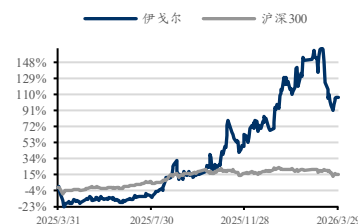
证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	4,642	5,264	7,307	9,347	11,870
同比 (%)	27.87	13.40	38.82	27.92	26.99
归母净利润 (百万元)	292.10	200.24	478.88	736.89	1,176.05
同比 (%)	39.54	(31.45)	139.15	53.88	59.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.69	0.47	1.13	1.74	2.78
P/E (现价&最新摊薄)	54.46	79.45	33.22	21.59	13.53

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报, 25 年营收 52.6 亿元, 同比+13.4%, 归母净利润 2.0 亿元, 同比-31.4%, 扣非净利润 1.8 亿元, 同比-26.3%, 其中 25Q4 营收 14.6 亿元, 同比+4.3%, 归母净利润 0.2 亿元, 同比-73.0%, 扣非净利润 0.2 亿元, 同比-69.8%。25 年毛利率 17.8% (同比-2.6pct), 归母净利率 3.8% (同比-2.5pct), 25Q4 毛利率 15.9%, 同比-0.3pct; 归母净利率 1.5%, 同比-4.4pct。公司 Q4 业绩承压, 我们认为主要系: 1) 25Q4 有部分高毛利海外订单未确收; 2) 新增海外产能爬坡阶段增加折旧和人工成本; 3) 受美元贬值影响 25Q4 计提较高汇损。
- **数据中心变压器高增, 新能源等基本盘保持稳健。** 1) 变压设备业务: 25 年公司变压设备实现营收 38.1 亿元, 同比+12.5%, 其中数据中心产品营收 2.4 亿元, 同比+59%, 实现快速增长, 新能源/配电/工业产品实现营收 29.0/4.1/2.6 亿元, 同比+10.2%/10.5%/12.3%; 毛利率为 17.7%, 同比-2.5pct, 主要系海外新能源市场价格竞争+美元合同汇兑贬值+收入结构影响; 2) 照明业务: 25 年实现营收 9.2 亿元, 同比-5.7%, 毛利率 18.6%, 同比-1.4%, 整体受行业竞争影响有所下滑; 3) 其他业务: 25 年实现营收 4.8 亿元, 同比+104%, 主要是孵化类业务通讯电源和车载电源等产品快速增长, 毛利率 17.6%, 同比-7.3pct。
- **26 年起海外业务有望推动公司迎来业绩拐点, SST 产品即将发布。** 公司海外产能布局逐渐完善, 变压器在多个领域实现了海外突破: 25 年打入美国、欧盟的新能源市场, 已积累大量优质光储客户; 数据中心加速突破, 25 年中标日本软银数据中心项目, 成功与美国某数据中心变压器生产商达成合作, 干变+油变订单全面放量。公司即将于 26 年 4 月发布 SST 产品, 我们认为产品发布后有望快速送样客户。展望 26 年, 海外新客户+新产品陆续落地, 公司业绩有望超预期。
- **费用率有所提升, 经营性现金流大幅增长。** 公司 25 年/25Q4 期间费用率为 13.8%/14.6%, 同比+0.8/+3.6pct, 费用率有所上升, 主要系受业务扩张和汇兑损失影响。25 年经营活动现金净流入 6.4 亿元, 同比+257%, 其中 25Q4 经营活动现金净额 4.1 亿元, 同比+524%, 主要是由于客户回款增加。合同负债 0.5 亿元, 较年初+78%。应收账款 17.2 亿元, 较年初-5%。存货 9.6 亿元, 较年初+31%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到汇兑压力可能持续存在, 我们小幅下调公司 26-27 年归母净利润预测分别为 4.8/7.4 亿元 (此前预测 4.9/7.4 亿元), 同比+139%/+54%, 新增公司 28 年归母净利润预测为 11.8 亿元, 同比+60%, 对应现价 PE 为 33x/22x/14x, 考虑到公司新客户和新产品的持续突破, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** AIDC 业务发展不及预期、出海不及预期、竞争加剧等。

### 市场数据

收盘价(元)	37.59
一年最低/最高价	13.02/49.38
市净率(倍)	4.20
流通 A 股市值(百万元)	14,064.96
总市值(百万元)	15,908.32

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.95
资产负债率(%,LF)	57.94
总股本(百万股)	423.21
流通 A 股(百万股)	374.17

### 相关研究

- 《伊戈尔(002922): 新能源变压器龙头加速出海, 布局 AIDC 打造第二增长曲线》  
2025-12-14
- 《伊戈尔(002922): 2024 年三季报点评: 价格端 Q3 承压, 业绩不及预期》  
2024-10-30

## 伊戈尔三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,594</b>	<b>5,508</b>	<b>7,007</b>	<b>9,161</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,264</b>	<b>7,307</b>	<b>9,347</b>	<b>11,870</b>
货币资金及交易性金融资产	990	886	1,176	1,887	营业成本(含金融类)	4,328	5,844	7,376	9,128
经营性应收款项	1,945	2,526	3,231	4,103	税金及附加	28	37	47	59
存货	958	1,202	1,507	1,857	销售费用	126	146	168	202
合同资产	247	329	421	534	管理费用	313	424	533	665
其他流动资产	454	565	672	780	研发费用	239	307	383	481
<b>非流动资产</b>	<b>4,507</b>	<b>4,436</b>	<b>4,389</b>	<b>4,113</b>	财务费用	50	41	45	41
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	51	51	65	83
固定资产及使用权资产	2,814	2,867	2,931	2,775	投资净收益	4	14	19	20
在建工程	1,242	1,119	1,007	907	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	255	256	256	236	减值损失	(18)	(15)	(15)	(15)
商誉	50	50	50	50	资产处置收益	0	12	16	19
长期待摊费用	7	7	7	7	<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>572</b>	<b>879</b>	<b>1,401</b>
其他非流动资产	119	119	119	119	营业外净收支	2	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>9,101</b>	<b>9,945</b>	<b>11,396</b>	<b>13,274</b>	<b>利润总额</b>	<b>219</b>	<b>571</b>	<b>878</b>	<b>1,401</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,623</b>	<b>5,093</b>	<b>5,945</b>	<b>6,857</b>	减:所得税	4	77	119	188
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,119	2,219	2,319	2,369	<b>净利润</b>	<b>215</b>	<b>494</b>	<b>760</b>	<b>1,212</b>
经营性应付款项	2,140	2,435	3,073	3,804	减:少数股东损益	15	15	23	36
合同负债	53	73	93	119	<b>归属母公司净利润</b>	<b>200</b>	<b>479</b>	<b>737</b>	<b>1,176</b>
其他流动负债	311	367	459	566	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	1.13	1.74	2.78
非流动负债	651	641	636	636	EBIT	269	611	923	1,441
长期借款	440	440	440	440	EBITDA	461	922	1,210	1,737
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.78	20.02	21.08	23.10
租赁负债	41	31	26	26	归母净利率(%)	3.80	6.55	7.88	9.91
其他非流动负债	170	170	170	170	收入增长率(%)	13.40	38.82	27.92	26.99
<b>负债合计</b>	<b>5,273</b>	<b>5,734</b>	<b>6,580</b>	<b>7,492</b>	归母净利润增长率(%)	(31.45)	139.15	53.88	59.60
归属母公司股东权益	3,788	4,156	4,738	5,668					
少数股东权益	40	55	77	114					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,828</b>	<b>4,211</b>	<b>4,816</b>	<b>5,781</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,101</b>	<b>9,945</b>	<b>11,396</b>	<b>13,274</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	641	191	619	954	每股净资产(元)	8.95	9.82	11.20	13.39
投资活动现金流	(1,229)	(214)	(206)	18	最新发行在外股份(百万股)	423	423	423	423
筹资活动现金流	815	(71)	(122)	(261)	ROIC(%)	4.39	7.94	11.01	15.39
现金净增加额	216	(105)	290	711	ROE-摊薄(%)	5.29	11.52	15.55	20.75
折旧和摊销	192	310	287	296	资产负债率(%)	57.94	57.66	57.74	56.44
资本开支	(1,273)	(228)	(225)	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	79.45	33.22	21.59	13.53
营运资本变动	191	(663)	(472)	(596)	P/B(现价)	4.20	3.83	3.36	2.81

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>