

伊戈尔 (002922)

变压器小巨人，海外加速扩张

买入 (首次)

2024 年 07 月 09 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001

xiezd@dwzq.com.cn

研究助理 许钧赫

执业证书: S0600123070121

xujunhe@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2821	3630	4923	6295	7728
同比 (%)	26.50	28.68	35.60	27.88	22.77
归母净利润 (百万元)	191.45	209.32	346.83	486.46	637.56
同比 (%)	(1.71)	9.34	65.69	40.26	31.06
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.53	0.88	1.24	1.63
P/E (现价&最新摊薄)	37.73	34.50	20.82	14.85	11.33

投资要点

- **国内变压器“小巨人”，积极开拓全球市场。**公司成立于1999年，成立之初产品以消费、家电领域的变压器为主，后进入能源行业，产品拓展至光伏升压变、箱变等，2017年在深交所上市。近年来，公司积极布局海外市场，在马来西亚、泰国、美国、墨西哥等国家推进建设生产基地。公司2020-2023年营收&利润CAGR达37.2%/60.0%，业绩快速增长。
- **“新能源&配网&数据中心”协同驱动，电力设备需求高景气。**1) 光伏：2023年国内光伏新增需求爆发式增长，装机容量同比+147%，综合考虑电网消纳能力下，我们预计中国/全球2023-2026年光伏装机CAGR分别为10%/21%，海外光伏增势延续；2) 配网：美欧配电设备投资受新能源、工业回流、疫情后补库等多需求驱动，处于景气周期；3) 数据中心：根据Cloudscene数据，全球数据中心集中于美国，2022年美国数据中心数量达2793座，是其他各国的五倍及以上，同时预计2024-2030年市场规模CAGR达8.2%。综上，光伏升压变、配电变压器处于高景气阶段，公司有望受益于海外变压器产业趋势、收入利润实现高增。
- **能源产品以出海导向为主，深度绑定大客户并提高海外直销比例，渠道&产能加速布局。**1) 公司能源产品已形成“2+X”矩阵，由逆变器零部件高频电感延伸至光伏升压变、智能箱变等，当前增量主要看光伏升压变。2) 公司深度绑定光伏行业大客户，是阳光电源、华为等逆变器龙头核心供应商，2023年第一大客户营收占比达43%。核心客户海外光储高增，有望带动公司产品间接出海高增，吉安&安徽工厂产能加速释放以匹配核心客户需求。3) 间接出海外，公司积极推动海外直销比例（美、欧为主），强化海外营销团队布局，客户涵盖光伏逆变器、EPC及电网公司。同时推进美国、墨西哥、泰国等海外变压器产能以规避贸易风险，我们预计北美产能24-26年逐步投产，远期海内外产能有望达1:1。
- **照明产品基本盘稳固，大客户深度绑定。**根据Statista数据，全球LED照明市场收入将从2024年的1240亿美元增长到2026年的1600亿美元，CAGR达7%。公司主要生产照明电源和照明灯具类产品，性能国际领先，深度绑定宜家、SUL、Kichler、飞利浦等国际核心大客户，且有马来西亚等海外产能配套。展望2024年，照明业务有望稳中略增，往后年份维持基本盘稳定，为能源业务保驾护航。
- **盈利预测与投资评级：**公司绑定光伏龙头企业，海外布局深远，成长空间较大。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.5/4.9/6.4亿元，同比分别+66%/+40%/+31%，对应PE分别为21/15/11倍。考虑到公司出海能力强，海外直销比例有望快速提升，新产品逐步放量，给予2024年30倍PE，目标价26.5元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**可再生能源装机不及预期，海外市场拓展不及预期，汇率波动的风险，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.42
一年最低/最高价	9.81/25.10
市净率(倍)	2.34
流通A股市值(百万元)	6,816.72
总市值(百万元)	7,222.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.86
资产负债率(% LF)	43.83
总股本(百万股)	392.09
流通A股(百万股)	370.07

相关研究

内容目录

1. 国内变压器“小巨人”，积极开拓全球市场	4
1.1. 深耕电源领域，“2+X”战略打造综合业务框架	4
1.2. 股权结构较为分散，激励常态化绑定核心骨干	5
1.3. 受益新能源高景气，盈利能力持续增强	6
2. 三大因素协同驱动，海外加速布局	8
2.1. “新能源&配网&数据中心”三大驱动并驾齐驱，电力设备需求高景气	8
2.1.1. 光伏:全球装机稳步增长，海外贡献较多增量	8
2.1.2. 配网: 全球电网开支“四分天下”，配网投资充分受益	9
2.2. 核心客户深度合作，海外渠道&产能加速布局	12
2.2.1. 深度绑定核心大客户，驱动业绩快速增长	12
2.2.2. “2+X”战略布局，产品&产能多维深化	12
2.2.3. 海外渠道&产能加速布局，紧抓海外需求	14
2.2.4. 大力布局数据中心赛道，产品由变压器拓展至电源	15
3. 照明产品基本盘稳固，大客户绑定深	15
3.1. 照明行业规模稳定增长，渗透率有望持续提升	15
3.2. 长期绑定国内外龙头客户，产品多元化发展	17
4. 盈利预测与估值	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	公司发展历史.....	4
图 2:	公司“2+X”发展战略.....	4
图 3:	公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	5
图 4:	公司股权激励情况.....	5
图 5:	公司营业收入情况（单位：亿元）.....	6
图 6:	公司归母净利润情况（单位：亿元）.....	6
图 7:	公司分产品营收情况（单位：亿元）.....	6
图 8:	公司产品毛利率情况.....	6
图 9:	公司境外营收情况（单位：亿元）.....	7
图 10:	公司境外毛利率情况.....	7
图 11:	公司期间费用率情况.....	7
图 12:	公司利润率情况.....	7
图 13:	国内光伏年度装机情况及预测（GW）.....	8
图 14:	全球光伏年度装机情况及预测（GW）.....	8
图 15:	光伏逆变器成本拆分.....	9
图 16:	光伏磁性器件&配套变压器市场规模测算.....	9
图 17:	全球电网资本开支“四分天下”（亿美元）.....	10
图 18:	2022 年欧美主要国家电网 CAPEX 结构.....	10
图 19:	各国数据中心数据（单位：座）.....	11
图 20:	美国数据中心市场规模（单位：十亿美元）.....	11
图 21:	全球大型数据中心建设预测.....	11
图 22:	数据中心供电 2N 架构.....	12
图 23:	伊戈尔主要客户.....	12
图 24:	伊戈尔前五大客户销售情况（左轴：亿元，右轴：%）.....	12
图 25:	公司产品布局梳理.....	13
图 26:	公司产能布局情况.....	13
图 27:	公司海外产能布局情况.....	14
图 28:	传统 UPS/HVDC 配电方案与巴拿马电源方案对比.....	15
图 29:	全球照明市场规模情况.....	16
图 30:	全球 LED 渗透率情况.....	16
图 31:	全球灯具和照明市场用户渗透率比较.....	16
图 32:	国内驱动 LED 照明行业规模增长的四因素.....	16
图 33:	照明产品产业链.....	17
图 34:	公司照明产品.....	17
图 35:	公司照明产品客户.....	18
图 36:	伊戈尔公司盈利预测表（单位：亿元）.....	18
图 37:	可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 9 日）.....	19

1. 国内变压器“小巨人”，积极开拓全球市场

1.1. 深耕电源领域，“2+X”战略打造综合业务框架

深耕电源领域，积极开拓全球市场。伊戈尔电气股份有限公司前身为佛山市日升电业制造有限公司。自1999年成立以来，公司深耕能源、信息、电子工业领域，2017年在深交所上市。公司成立之初产品以消费、家电领域的变压器为主，后进入能源行业，产品拓展至光伏升压变、箱变等。近年来，公司积极布局海外市场，在马来西亚、泰国、美国、墨西哥等国家推进建设生产基地，受益出海大趋势。

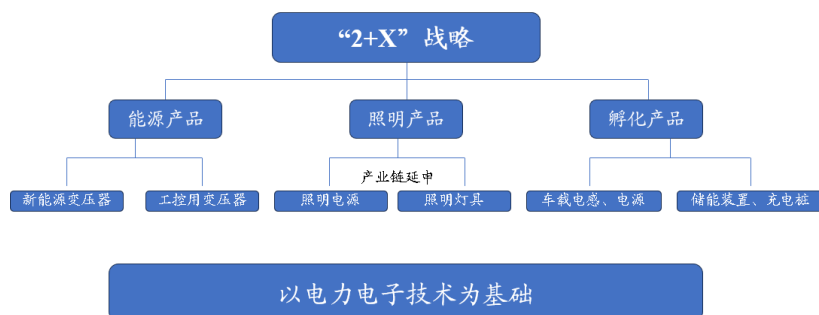
图1：公司发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

采用“2+X”战略，打造综合全面的业务框架。公司采用“2+X”战略，即以电子电力技术为基础，业务中心为能源产品及照明产品，并兼顾孵化类产品研发生产，打造综合全面的业务框架。公司能源类产品分为新能源变压器、智能箱变、特种变压器、配电变压器、高频磁性器件、工控用变压器；照明产品产业链由照明类电源延伸至照明灯具产品。

图2：公司“2+X”发展战略

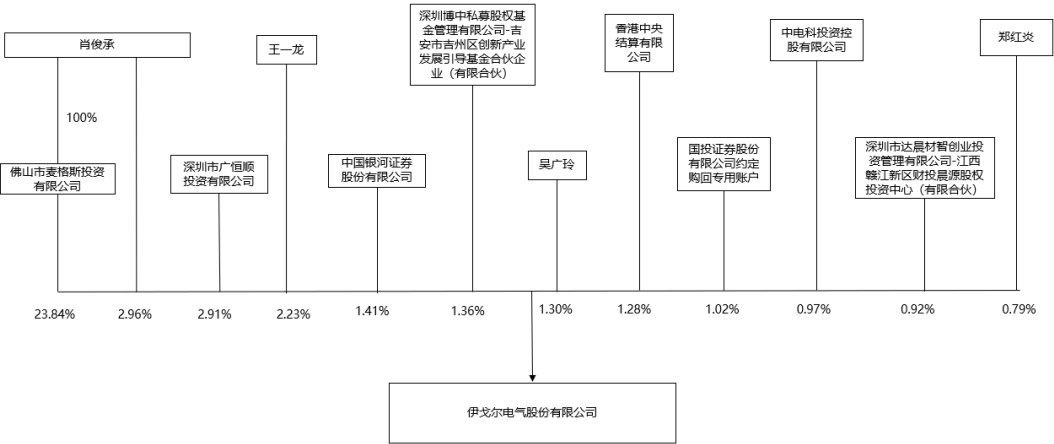


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构较为分散，激励常态化绑定核心骨干

股权结构较为分散，实控人持股 26.80%。董事长肖俊承先生通过直接持股 2.96% 及通过佛山市麦格斯投资有限公司间接持股 23.84%，合计持股 26.80%，为公司实际控制人。同时，董事长毕业于华中科技大学电力系，核心团队专业能力强，管理经验丰富。

图3：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励常态化，绑定核心骨干。公司注重员工激励，2022 年至今共进行三期股权激励，中高层管理人员基本实现全覆盖。其中，最新一期股权激励上修了三年的增速预期，彰显了公司对于近三年发展的信心。

图4：公司股权激励情况

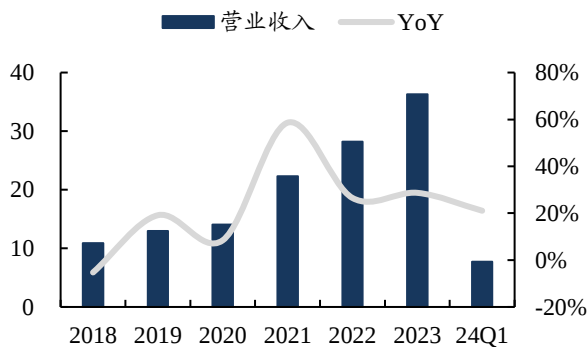
	草案公告日	授予日	授予人数	授予价格 (元/股)	公告日收 盘价 (元/股)	授予的股票期权 和限制性股票 (万股)	平均每人 授予股数 (万股)	占总股 本比例
2022年	2022/4/21	2022/5/27	195	7.66	10.72	500	1.16	1.69%
2023年	2023/1/19	2023/2/11	247	8.41	11.77	500	1.01	1.67%
2024年	2024/4/30	2024/6/6	311	8.44	13.5	670	0.92	0.92%
解锁业绩条件（扣非归母净利润，亿元）								
	2022	2023	2024	2025	2026			
2022年	0.83	0.97	1.10					
增速	20%	17%	14%					
2023年		2.06	2.41	2.75				
增速		20%	17%	14%				
2024年			2.61	3.22	3.82			
增速			30%	23%	19%			
实际扣非归母净利润	1.72	2.01						

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 受益新能源高景气，盈利能力持续增强

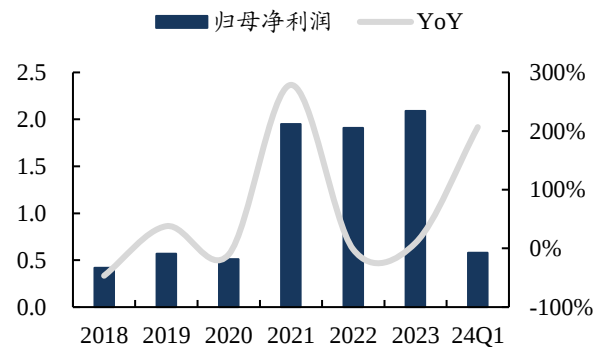
受益新能源需求高景气，营收&利润快速增长。公司此前业务集中于照明行业，业绩稳步增长，2021 年突破新能源头部客户，充分受益于新能源需求高景气，营收&利润实现快速增长，2020-2023 年 CAGR 达 37.2%/60.0%，2022 年利润短期承压系前一年出售土地及建筑物实现收益 1.04 亿元，扣除后利润持续快增长。24Q1 公司实现营收/归母净利润 7.74/0.58 亿元，同比+21%/+207%，主要系海外需求高景气，公司加大出海布局。

图5：公司营业收入情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

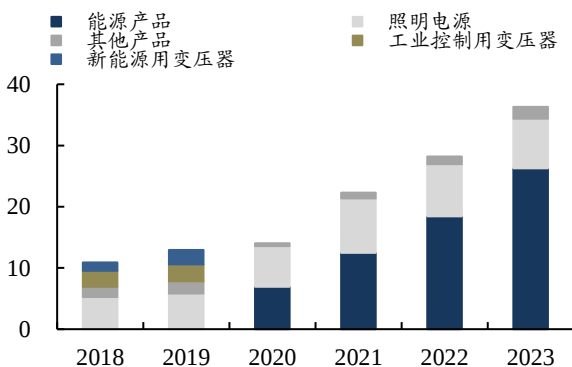
图6：公司归母净利润情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

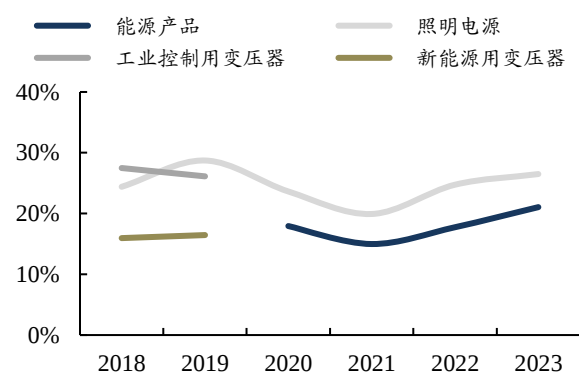
能源产品为营收主力,规模效应带动毛利率提升。能源产品方面，2021 年起，公司充分受益于新能源装机需求，能源产品业务占比快速上升，2023 年营收占比达 72.4%。同时，公司通过优化产品结构，提高自动化率，盈利能力稳步提升，由 2020 年的 17.94% 提升至 2023 年的 21.05%。照明产品方面，由于行业需求相对疲软但公司深度绑定行业头部客户，业务规模&盈利水平保持相对稳定。

图7：公司分产品营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

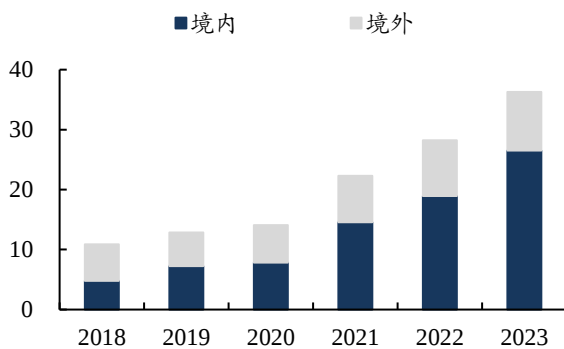
图8：公司产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

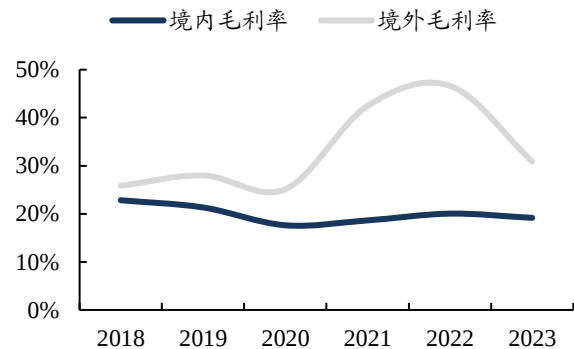
海外市场高景气，出海正当时。公司在受益于国内需求高增的同时紧抓海外市场，跟随头部客户出海，实现海外业务扩张。2023 年公司境外毛利率达 30.90%，同期国内毛利率仅为 19.17%。受国内新能源装机需求增速放缓、竞争加剧等影响，公司逐步将重心集中于海外，随后续海外生产基地投产，海外业务发展有望加速。

图9：公司境外营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

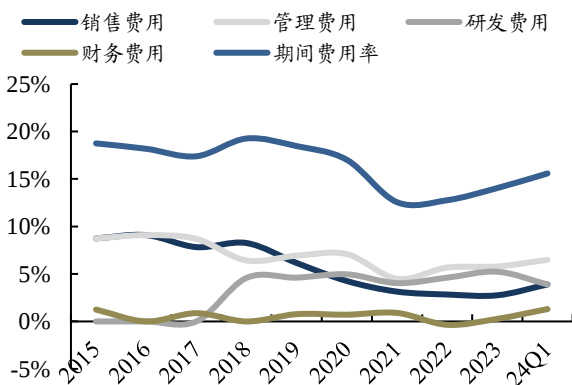
图10：公司境外毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

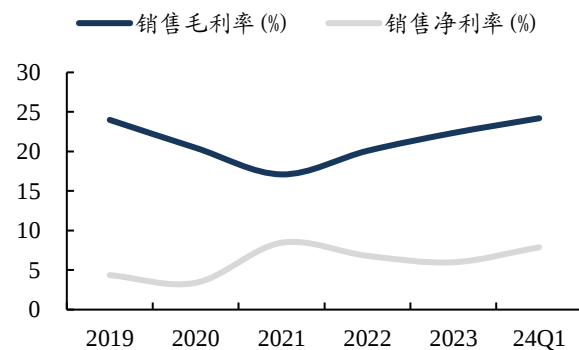
提质增效带动费用率整体下行，盈利能力维持稳定。整体来看，公司随着业务规模的不断增长，规模效应逐步显现带动期间费用率整体下行，由 2015 年的 18.18%降低至 2022 年的 12.56%，后随公司加大销售投入而上升至 24Q1 的 15.58%。同时，2021 年至今公司销售净利率维持在 6-9%，盈利能力维持稳定。

图11：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：公司利润率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

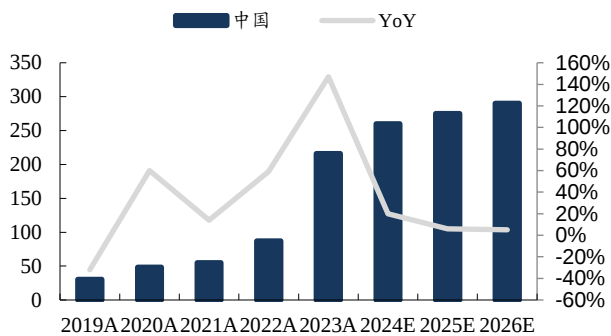
2. 三大因素协同驱动，海外加速布局

2.1. “新能源&配网&数据中心”三大驱动并驾齐驱，电力设备需求高景气

2.1.1. 光伏:全球装机稳步增长，海外贡献较多增量

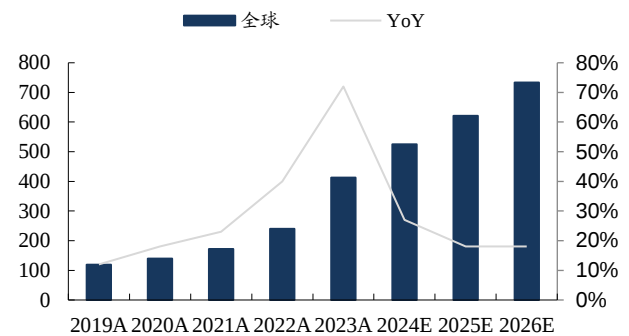
国内光伏装机走向平稳，海外贡献较多增量。根据国家能源局，2023 年国内光伏新增装机爆发式增长，全年光伏装机 216GW，同增 147%。高增速奠定高基数，考虑电网消纳压力，我们预计 2024 年国内光伏新增装机约 260GW，同增 20%，逐步回归稳健增长。而海外需求景气度较高，美国 EIA 上调新增装机预期，欧洲需求强劲，2024 年我们预计保持较高增速。我们预计 2024 年全球新增光伏装机 525GW，同增 27%，其中美国/欧洲分别新增装机 260/45/78GW，同比 50%/26%。

图13：国内光伏年度装机情况及预测（GW）



数据来源：国家能源局，中电联，东吴证券研究所

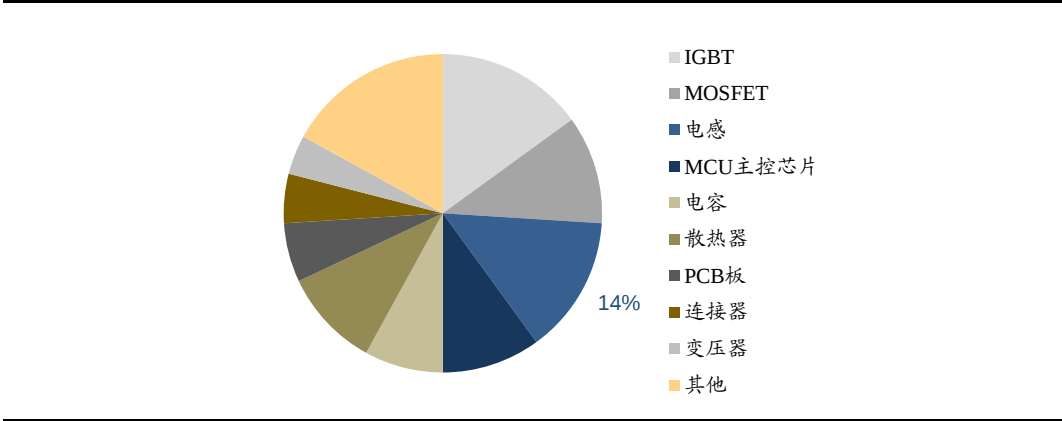
图14：全球光伏年度装机情况及预测（GW）



数据来源：GVR，东吴证券研究所

高频电感作为核心元器件，成本占比高。光伏逆变器材料由 IGBT、高频电感、MOSFET 等零部件构成，其中 IGBT、MOSFET 等材料较为依赖进口，供应商主要是英飞凌、安森美、意法半导体等企业，而高频电感主要使用本国产品，成本占比达 14%，仅次于 IGBT。

图15：光伏逆变器成本拆分



数据来源：潮电智库，东吴证券研究所

光伏装机带动磁性器件&变压器延续增长态势，市场空间前景乐观。全球新增光伏装机速度增势持续，我们预计 2024-2030 年的光伏磁性器件市场空间为由 156 亿元增长至 277 亿元，CAGR 为 10.1%。而全球新增光伏集中式电站需求景气度较高，预计 2024-2030 年全球光伏配套变压器总需求由 356 亿元增长至 944 亿元，CAGR 为 17.6%，其中美/中/欧/其他市场分别为 24.0%/4.3%/16.8%/28.1%。

图16：光伏磁性器件&配套变压器市场规模测算

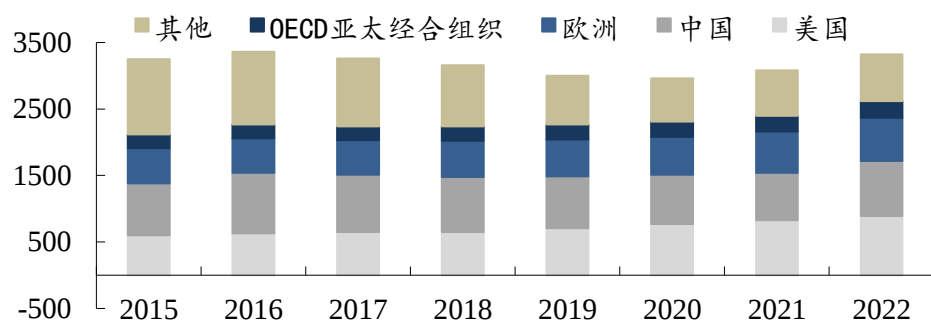
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球新增光伏装机（GW）	241	423	531	629	733	856	991	1142	1321
YoY	44%	75%	26%	19%	17%	17%	16%	15%	16%
逆变器平均单价（元/W）	0.22	0.22	0.21	0.20	0.19	0.18	0.17	0.16	0.15
光伏磁性器件单价（元/W）	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02
光伏磁性器件市场空间（亿元）	73	131	156	176	195	216	236	256	277
全球新增光伏集中式电站	120	237	297	356	419	495	577	672	787
YoY	18%	97%	25%	20%	18%	18%	17%	16%	17%
其中：美国市场	12	22	33	49	61	73	87	102	121
其中：中国市场	36	121	139	146	154	161	169	174	180
其中：欧洲市场	17	26	34	40	47	55	64	75	86
其中：其他市场	55	68	91	121	158	205	257	321	401
全球变压器装机容量（GW）	240	473	594	713	838	989	1154	1344	1574
光伏升压变单价（亿元/GW）	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
全球光伏配套变压器需求（亿元）	144	284	356	428	503	593	692	806	944
其中：美国市场	14	27	40	58	73	87	104	123	145
YoY	-32%	90%	50%	46%	25%	20%	19%	18%	18%
其中：中国市场	44	145	167	175	184	193	203	209	216
YoY	42%	232%	16%	5%	5%	5%	5%	3%	3%
其中：欧洲市场	20	32	40	48	56	66	77	89	103
YoY	25%	55%	28%	19%	17%	18%	16%	16%	15%
其中：其他市场	66	81	109	146	189	246	308	385	481
YoY	53%	23%	34%	34%	30%	30%	25%	25%	25%

数据来源：IEA，BP，GWEC，东吴证券研究所

2.1.2. 配网：全球电网开支“四分天下”，配网投资充分受益

全球电网资本开支“四分天下”，驱动因素各有不同。从结构上看，全球电网资本开支由中国、美国、欧洲和其他区域“四分天下”，中国/美国/欧洲/其他区域（新兴经济体为主）电网投资额 15-22 年 CAGR 分别为 1%/6%/3%/-5%。从驱动因素上看，中国新能源飞速发展带来巨大消纳压力带动电网持续投资；美国“制造业回流”、新能源大量建设及数据中心建设带来大量配套需求；欧洲投资提速仍主要系新能源并网与送出需求；其他地区分化较为严重，公用事业的财政预算、高昂的资本成本等是阻碍。

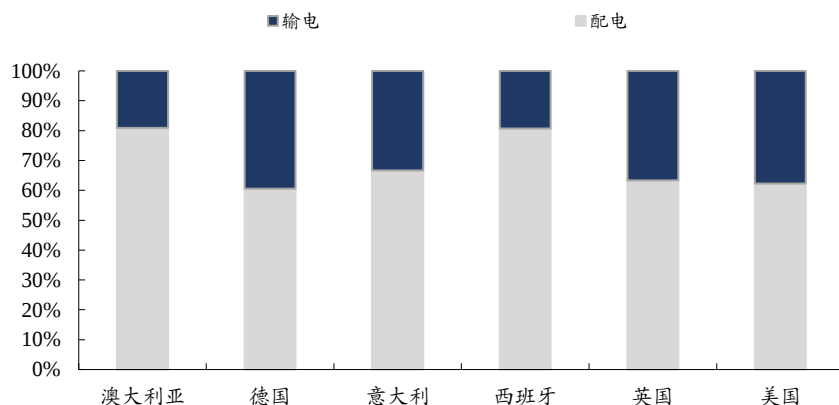
图17：全球电网资本开支“四分天下”（亿美元）



数据来源：IEA，东吴证券研究所

投资结构上看，相比中国，海外通常“重配电、轻输电”。欧洲配电偏好更强（分布式能源多），根据 eurelectric，欧洲电力系统由 60%低压+37%中压+3%高压线路组成（中压在 1-36kV）。

图18：2022 年欧美主要国家电网 CAPEX 结构

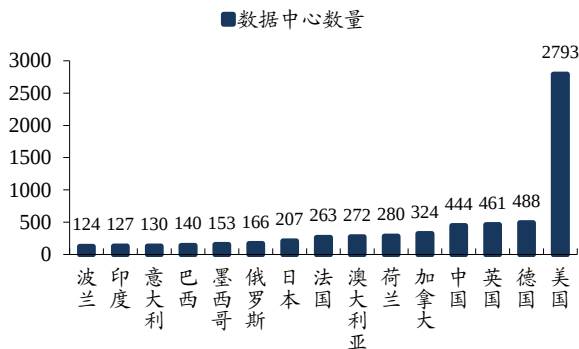


数据来源：美国 EEI，IEA，东吴证券研究所

2.1.3 数据中心建设如火如荼，安全性要求电力设备高冗余

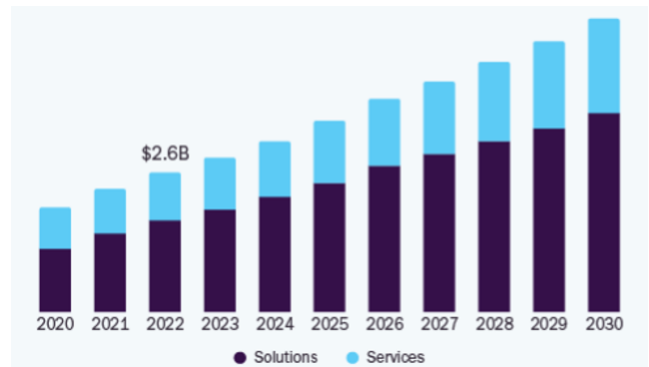
数据中心建设高景气，美国占比最大。据 Cloudscene 统计，2022 年美国的数据中心数量达 2793 座，远超其他国家。同时美国数据中心的市场规模持续上涨，预计 2024-2030 年复合年均增长率可达 8.2%。同时截至 2021 年底，全球共有 728 个超大规模数据中心，预计到 2026 年达 1200 座，并仍以美国为主导。

图19：各国数据中心数据（单位：座）



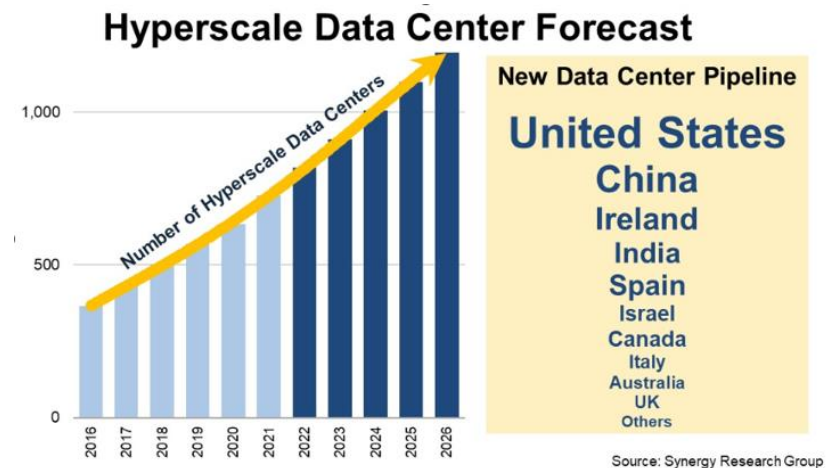
数据来源：Cloudscene，东吴证券研究所

图20：美国数据中心市场规模（单位：十亿美元）



数据来源：grandviewresearch，东吴证券研究所

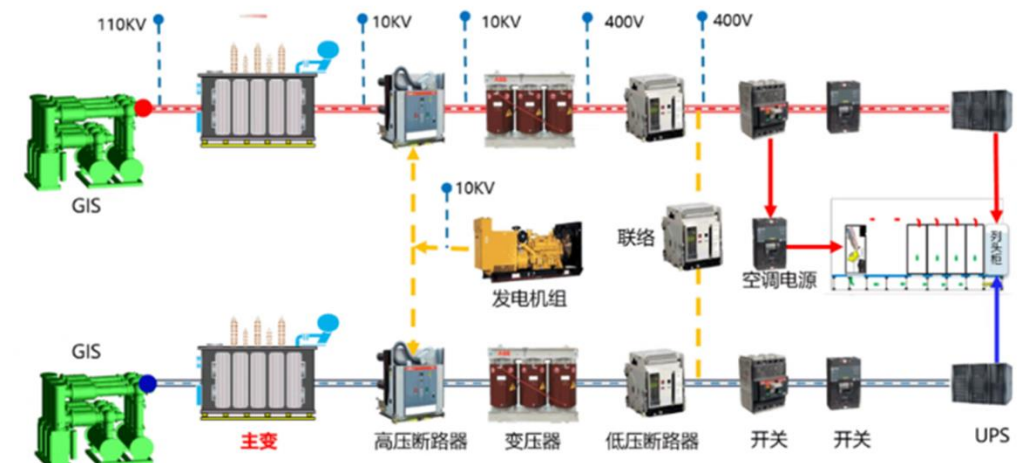
图21：全球大型数据中心建设预测



数据来源：Synergy Research Group，东吴证券研究所

数据中心要求高冗余，安全性能完善。数据中心由两个供配电单元组成，需要 4N 套电源系统，以防安全故障。正常运行时，每个单元向负载提供 50% 的电能，当一个单元故障停止运行时，另一个单元向负载提供 100% 的电能。

图22: 数据中心供电 2N 架构



数据来源: 东吴证券研究所绘制

2.2. 核心客户深度合作，海外渠道&产能加速布局

2.2.1. 深度绑定核心大客户，驱动业绩快速增长

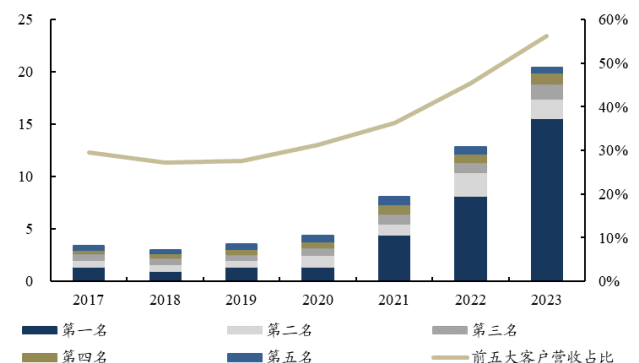
绑定核定大客户，实现业绩腾飞。公司是阳光电源、华为、锦浪科技等逆变器龙头企业的供应商，在业务早期为德国光伏客户供应非晶变压器，后续拓展日立、明电舍等日系客户，提供光伏变压器及电抗器等产品，业务早期海外占比较大，集中于欧美日。近些年来，公司挖掘国内市场，聚焦国内光伏头部企业，历经 5-6 年沉淀，完成与客户的“审厂通过-小批量-大批量”的深度绑定。2023 年公司前五大客户营收占比达 56.22%，其中第一大客户营收占比 42.81%，大客户绑定深厚。

图23: 伊戈尔主要客户



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 伊戈尔前五大客户销售情况 (左轴: 亿元, 右轴: %)



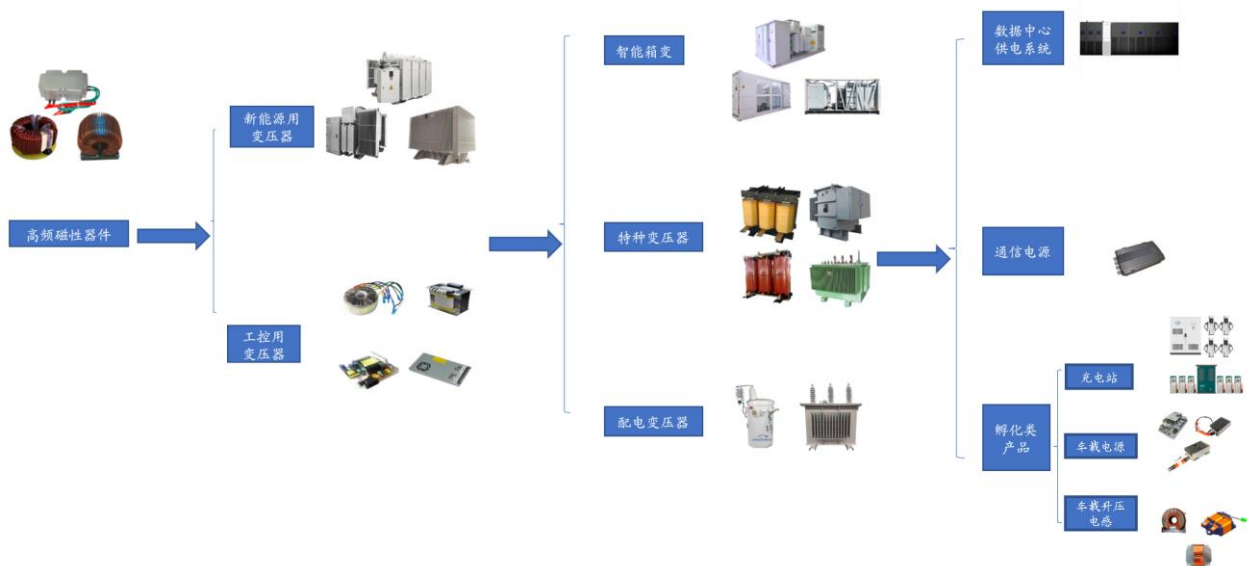
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. “2+X” 战略布局，产品&产能多维深化

公司采用“2+X”战略，打造多维产品矩阵。公司采用“2+X”战略，即以电子电力技术为基础，业务重心为能源产品及照明产品，并兼顾孵化类产品研发生产。公司能源类产品分为新能源变压器、智能箱变、特种变压器、配电变压器、高频磁性器件、工控用变压器；照明产品产业链由照明类电源延伸至照明灯具产品。

产品品类渐丰，羽翼渐满。公司自成立以来产品由高频电感延伸至光伏升压变压器及箱变(集成了配电开关柜)，后逐步拓展数据中心移相变等特种变压器及配网变压器，2022 年研发推出中压直流供电系统、充电桩等，覆盖领域也由原本的聚焦光伏逐步拓展至汽车、数据中心等。

图25：公司产品布局梳理



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

研发与生产协同配合，打造全球产能。公司与客户的密切合作得益于产品质量高，与客户需求适配性高，企业形象良好等。公司成立至今秉承“以研发为主导，采购、生产、销售相辅相成，协调统一”的经营模式，已有伊戈尔电气研发中心，伊戈尔电子研发中心，伊戈尔吉安研发中心，伊戈尔深圳研发中心，伊戈尔西安研发中心五座研发中心，同时产能遍布中国、东南亚、北美洲。

产能持续扩张，自动化生产提质增效。公司针对近年来能源市场发展趋势积极推动产品生产数字化，自动化。公司吉安三期生产基地建设成为干变数字化工厂，人均月产量提升三倍，年产能可达 10 亿，是金盘以外第二家变压器数字化企业。同时在高频电感产品方面，公司根据客户需求对应新增了产能，打造了自动化产线，目前已投入使用。

图26：公司产能布局情况

现有制造基地	产品	占地面积
顺德生产基地	能源类产品	90 亩
吉安生产基地一期		115 亩
吉安生产基地二期		95 亩
淮南生产基地		83 亩
马来西亚一期生产基地	照明类产品	13 亩

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.3. 海外渠道&产能加速布局，紧抓海外需求

海外渠道布局深厚，加大直销力度。公司前几年已外派销售负责人到美国、日本、马来西亚长期驻扎，并拥有本地化的销售人员，近期还将在欧洲、中东等地新建销售团队，加大海外新能源直销业务开拓力度。公司早期跟随头部客户出海，目前已实现与海外终端客户的独立验证，产品也从发电侧拓展至配电侧，光伏升压变产品实现海外直销，而配变产品全部直销海外。我们预计随着海外需求的增长，公司将凭借技术与成本优势，直销比例快速上升。

大力扩产海外生产基地，优化境内外产能。公司已建成海外生产基地仅有马来西亚一期生产基地，随着公司业务重心重回海外，本地化产能诉求增强，目前已在建美国、墨西哥、泰国及马来西亚（扩产）生产基地，产品覆盖光伏升压变、智能箱变、配电产品等，我们预计 24-26 年逐步投产，境内外产能逐步优化。同时，公司美是唯一在美建厂的中国变压器企业，预计最快 2024 年四季度投产。远期看，我们预计公司境内外产能有望达 1: 1。

图27：公司海外产能布局情况

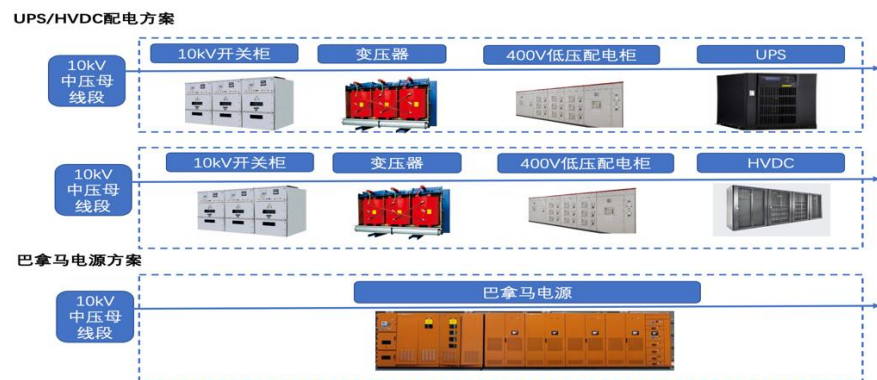
在建生产基地	产品	占地面积	投产节奏
吉安三期生产基地	能源类产品	300 亩	预计 2025、2026 年投产
美国达拉斯生产基地		47 亩	新产线建设中，预计最快 2024Q4 试产
墨西哥生产基地		185 亩	24H2 试生产，最慢 26H1 投产（第一年释放 50%，第二年 80%，第三年满产）
泰国生产基地		27 亩	-
马来西亚二期生产基地	照明类产品，但不排除扩充能源类产品	8 亩	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.4. 大力布局数据中心赛道，产品由变压器拓展至电源

合作推进数据中心供电系统，巴拿马电源移相变压器供应商。在传统 UPS 配电领域，公司于 2020 年完成 100kW UPS 高功率密度整流和逆变电感的研发，提升产品功率密度 20%，体积降低 15%。巴拿马电源方案是将传统 UPS/HVDC 配电方案中的 10kV 开关柜、变压器、400V 低压配电柜、UPS/HVDC 的整个供电链路优化集成为巴拿马电源，具有模块效率更高，占地面积更小、建设周期更快，投资成本更少的特点。2019 年末阿里巴巴推出了数据中心的最新供电技术巴拿马电源，公司参与了该电源核心部件移相变压器研发，成为该移相变压器的唯一供应商，21 年起逐步起量。

图28：传统 UPS/HVDC 配电方案与巴拿马电源方案对比



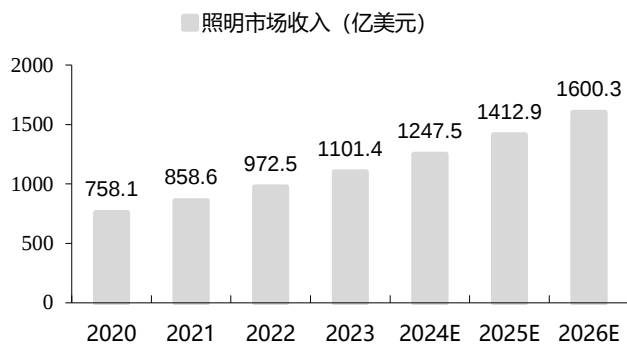
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 照明产品基本盘稳固，大客户绑定深

3.1. 照明行业规模稳定增长，渗透率有望持续提升

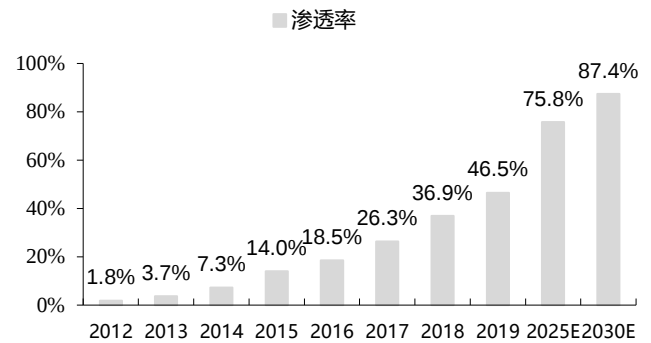
全球照明市场收入&渗透率不断上升，需求增速较快。LED 照明具有耗电量少、寿命长、色彩丰富、耐震动、可控性强等特点。近年来，随着全球各国日益关注节能减排，作为最具优势的新型高效节能 LED 照明产品成为世界各国节能照明重点推广产品，带来全球 LED 照明市场迅速发展。Statista 数据显示，全球 LED 照明市场收入将从 2024 年的 1248 亿美元增长到 2026 年的 1600 亿美元，以每年 7% 的增速扩张，市场空间广阔。同时，预计 2025 年用户渗透率将达到 75.8%，2030 年达到 87.4%。

图29：全球照明市场规模情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

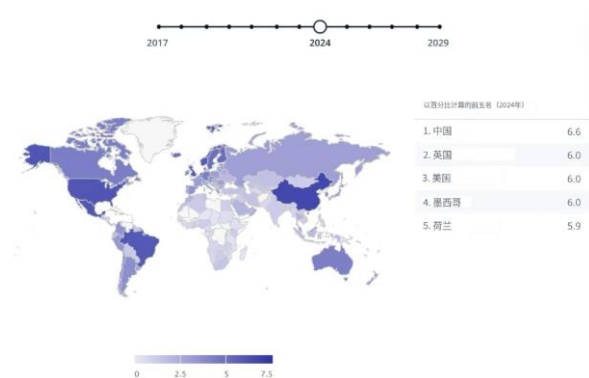
图30：全球LED渗透率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内LED照明市场快速发展，海外渗透率提升空间广阔。2000年以来，中国照明电源行业开始进入高速发展期。在下游LED照明应用市场的快速增长推动下，国内LED驱动电源的市场需求也呈增长趋势。未来，随着经济的发展及消费升级，健康照明、智慧照明等新产品加速走向市场，LED照明新兴市场打开成长空间。

图31：全球灯具和照明市场用户渗透率比较



数据来源：Statista，东吴证券研究所

图32：国内驱动LED照明行业规模增长的四因素

驱动LED照明行业规模增长的四因素

01

适宜数字化智能化



02

“一带一路”、“中国制造2025”带来更多市场机遇



03

智能家居、智慧城市等新兴领域提供的增量需求



04

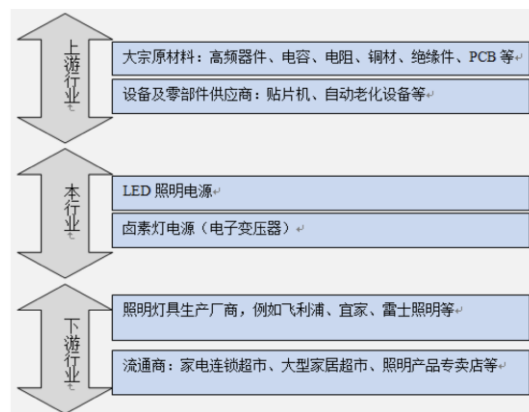
绿色低碳消费观及产品技术进步带来渗透率提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

LED驱动电源壁垒相对较高，龙头格局稳定。1) 技术研发壁垒：照明电源一般需根据下游用户要求定制，要求企业必须紧跟用户产品的发展趋势和需求进行开发。2) 规模壁垒：在消费及工业领域用电源行业，只有达到规模化生产的企业产品才能进入中高端产品市场和海外市场。3) 供应商认证壁垒：飞利浦、宜家、家得宝等国际知名企业的供应商资质认证周期较长。

图33: 照明产品产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 长期绑定国内外龙头客户，产品多元化发展

公司深耕照明领域多年，产品多样化发展。自 2014 年以来，公司发展方向着重为照明行业，主要生产照明电源和照明灯具类产品，例如 LED 照明电源，卤素灯电源等。通过向产业链下游延伸，开拓自行生产照明灯具的业务，公司产品主要面向北美市场，均为定制类产品。公司以标准产品为主，也有部分定制化产品。其中，照明电源产品主要配套于商业、家居及户外的照明灯具，客户主要为灯具厂商、室内及室外照明工程承包商。

图34: 公司照明产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

长期与国内外一流客户合作，客户资源丰富。公司长期和国内外一流的灯饰制造商进行合作，业务稳定。户内 LED 照明电源领域国内领先，家居照明领域是国内少数同时向欧洲的宜家、澳洲 SUL、美国 Kichler 等优质企业大量供应的企业，商业照明领域客户广泛分布于欧洲、澳洲及东南亚知名灯饰厂商，包括飞利浦、欧司朗、TRELUX 等，

产品性能国际领先。

图35：公司照明产品客户



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 49.23/62.95/77.28 亿元，同比增长 35.6%/27.9%/22.8%，毛利率分别为 21.7%/21.8%/22.4%，分业务来看：

能源产品：绑定光伏龙头企业，海外布局深远，产品拓展至智能箱变、配网产品等，数据中心供电系统贡献新增点。我们预计 2024-2026 年该业务收入分别为 38.56/51.57/65.09 亿元，同比增长 46.8%/33.7%/26.2%。

照明产品：公司深耕照明板块多年，与国内外客户紧密合作，产品多样化发展。我们预计 2024-2026 年该业务收入分别为 2.30/2.77/3.32 亿元，同比增长 20%/20%/20%。

图36：伊戈尔公司盈利预测表（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
能源产品						
营业收入	12.49	18.46	26.27	38.56	51.57	65.09
YoY	80.4%	47.8%	42.3%	46.8%	33.7%	26.2%
毛利率	15.0%	17.7%	21.0%	21.0%	21.2%	22.0%
照明产品						
营业收入	8.85	8.51	8.12	8.36	8.61	8.87
YoY	32.9%	-3.8%	-4.6%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	19.9%	24.7%	26.5%	25.5%	26.0%	26.0%
其他产品						
营业收入	0.96	1.25	1.92	2.30	2.77	3.32
YoY	101.4%	29.2%	54.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	18.8%	22.9%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%
总计						
营业收入	22.30	28.21	36.30	49.23	62.95	77.28
YoY	58.6%	26.5%	28.7%	35.6%	27.9%	22.8%
毛利率	17.10%	20.08%	22.34%	21.7%	21.8%	22.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：公司绑定光伏龙头企业，海外布局深远，成长空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.5/4.9/6.4 亿元，同比分别+66%/+40%/+31%，对应 PE 分别为 21/15/12 倍。公司业务主要为光伏升压变、智能箱变以及配网变压器，故选取相关公司金盘科技、明阳电气、华明装备作为可比公司。可比公司 2024/2025/2026 年 PE 均值为 23/17/14 倍，考虑到公司出海能力强，海外直销比例有望快速提升，新产品逐步放量，给予 2024 年 30 倍 PE，目标价 26.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图37：可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 9 日）

股票代码	股票简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				来源
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
688676.SH	金盘科技	46.47	4.57	212	1.16	1.73	2.61	3.27	40	27	18	14	东吴
301291.SZ	明阳电气	33.62	3.12	105	1.59	2.07	2.73	3.44	21	16	12	10	Wind
002270.SZ	华明装备	19.24	8.96	172	0.61	0.75	0.91	1.09	32	26	21	18	Wind
平均值									31	23	17	14	
002922.SZ	伊戈尔	18.85	3.92	74	0.53	0.88	1.24	1.63	35	21	15	12	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) **可再生能源装机不及预期。**公司核心产品光伏磁性元件、光伏升压变、智能箱变广泛应用于全球光伏领域，若全球光伏装机增速不及预期，将对公司业绩产生不利影响。
- 2) **海外市场拓展不及预期。**公司当前业务重心为海外市场，出口业务占比较大，同时海外产能加速布局，若海外市场拓展节奏放缓，将对公司业绩产生不利影响。
- 3) **汇率波动的风险。**公司境外收入较高且呈良好发展态势，相关境外业务主要以外币报价及结算，若外币未来汇率向下波动较大，将对公司的业绩产生不利影响。
- 4) **竞争加剧的风险。**公司深耕行业多年，形成了较强的竞争优势，若未来不能持续保持在技术创新、产品种类、市场服务等方面的竞争优势，将可能面临市场份额下降、发展速度放缓的风险。

伊戈尔三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,659	4,074	4,927	5,923	营业总收入	3,630	4,923	6,295	7,728
货币资金及交易性金融资产	1,200	923	909	1,002	营业成本(含金融类)	2,819	3,854	4,922	5,999
经营性应收款项	1,667	2,152	2,777	3,422	税金及附加	18	23	30	37
存货	483	684	851	1,045	销售费用	97	153	186	229
合同资产	154	158	219	272	管理费用	206	290	365	449
其他流动资产	155	158	170	182	研发费用	186	256	321	397
非流动资产	1,637	2,013	2,251	2,465	财务费用	13	0	0	0
长期股权投资	19	6	4	0	加:其他收益	26	35	45	55
固定资产及使用权资产	918	1,024	1,124	1,209	投资净收益	4	0	1	2
在建工程	313	430	552	669	公允价值变动	(15)	0	0	0
无形资产	114	131	150	167	减值损失	(79)	(10)	5	10
商誉	37	35	33	32	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	227	372	521	684
其他非流动资产	233	385	385	385	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	5,296	6,087	7,177	8,388	利润总额	227	372	521	684
流动负债	1,920	2,356	2,950	3,510	减:所得税	9	20	25	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	260	243	236	208	净利润	217	352	496	651
经营性应付款项	1,360	1,764	2,283	2,788	减:少数股东损益	8	5	10	13
合同负债	22	27	34	43	归属母公司净利润	209	347	486	638
其他流动负债	278	323	398	470	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.88	1.24	1.63
非流动负债	271	273	273	273	EBIT	303	372	521	684
长期借款	196	196	196	196	EBITDA	393	462	623	797
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.34	21.72	21.80	22.37
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	5.77	7.05	7.73	8.25
其他非流动负债	68	70	70	70	收入增长率(%)	28.68	35.60	27.88	22.77
负债合计	2,191	2,630	3,223	3,783	归母净利润增长率(%)	9.34	65.69	40.26	31.06
归属母公司股东权益	3,093	3,440	3,927	4,564					
少数股东权益	12	17	27	40					
所有者权益合计	3,105	3,457	3,954	4,605					
负债和股东权益	5,296	6,087	7,177	8,388					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	174	218	328	436	每股净资产(元)	7.90	8.77	10.01	11.64
投资活动现金流	(1,027)	(477)	(334)	(316)	最新发行在外股份(百万股)	392	392	392	392
筹资活动现金流	1,145	(17)	(7)	(28)	ROIC(%)	10.16	9.41	11.96	13.84
现金净增加额	298	(277)	(14)	93	ROE-摊薄(%)	6.77	10.08	12.39	13.97
折旧和摊销	90	90	102	113	资产负债率(%)	41.37	43.20	44.91	45.10
资本开支	(548)	(327)	(342)	(331)	P/E(现价&最新股本摊薄)	34.50	20.82	14.85	11.33
营运资本变动	(202)	(238)	(266)	(316)	P/B(现价)	2.33	2.10	1.84	1.58

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>