

# 伊戈尔 (002922.SZ)

## 受益于数据中心与配电网景气度，海外变压器快速拓展

**增持**

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师:** 王蔚祺 010-88005313  
**证券分析师:** 王晓声 010-88005231  
**证券分析师:** 徐文辉 021-60375426

### ◆ 电力设备 · 电网设备

wangweiqi2@guosen.com.cn  
 wangxiaosheng@guosen.com.cn  
 xuwenhui@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级: 增持(首次评级)

执证编码: S0980520080003  
 执证编码: S0980523050002  
 执证编码: S0980524030001

### 事项:

公司公告 2023 年实现营业收入 36.3 亿元, 同比+28.7%; 实现归母净利润 2.09 亿元, 同比+9.3%; 公司 2024 年一季度实现营收 7.74 亿元, 同比+21%, 环比-30.4%, 实现归母净利润 0.58 亿元, 同比+207%, 环比+33%。

### 国信电新观点:

1) **立足光储、工控行业, 各项业务经营业绩稳步提升。**公司目前主营包括新能源变压器, 工业控制变压器, 照明产品, 车载电感, 车载电源等产品。公司 2023 年实现营业收入 36.3 亿元, 同比+28.7%, 2023 年实现归母净利润 2.09 亿元, 同比+9.3%, 其中 2023 年能源产品(新能源变压器, 工业控制变压器)实现营收 26.3 亿元, 同比+42.3%, 占总营收的 72.4%; 照明电源实现营收 8.12 亿元, 同比-4.6%, 占总营收的 22.3%; 其他产品(车载电感, 车载电源等)实现营收 1.92 亿元, 同比+53.6%, 占总营收 5.3%。

2) **光储行业需求旺盛, 推动配套器件需求提升。**我们预计 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW, CAGR 为 14%; 我们预计 2024-2025 年全球储能新增装机容量为 149.3/201.2GWh, 同比增长 46.6%/34.8%。受益于公司光储行业需求高增, 公司光储磁性元器件, 光伏升压变压器有望受益。其中公司光储磁性元器件主要供应阳光电源、华为、锦浪科技、固德威等核心逆变器客户, 我们预计 2024-2026 年光储磁性元器件全球市场空间为 144/174.6/194.7 亿元, 同比增长 23.4%/21.2%/11.5%。公司光伏升压变压器主要应用于光伏发电并网, 我们预计 2024-2026 年全球光伏升压变压器市场空间为 97.2/110/119 亿元, 同比增长 9.5%/13%/8.2%。

3) **AI 推动能耗大幅增长, 公司数据中心产品有望受益。**根据国际能源署预测, 随着全球 5G 网络、云服务和物联网(IoT)的快速发展, 积极场景下 2026 年全球数据中心用电量有望超过 1000TWh, 实现翻倍以上增长。数据中心用电需求提升下, 数据中心变压器未来十年将成为全球变压器的重要增长来源。根据 Global Market Insights 数据, 2023 年全球数据中心变压器市场规模为 92 亿美元, 预计 2032 年市场规模将达到 168 亿美元, 2023-2032 年 CAGR 为 6.9%。公司深耕移动相变变压器多年, 目前数据中心用巴拿马电源产品已完成研发并交付样机, 公司正在不断积极拓展市场并挖掘客户需求。

4) **配网升级推动公司配电变压器需求增长。**国际能源署预测 2023-2030 年全球电网年均投资额将提升至 5000 亿美元, 到 2030 年超过 6000 亿美元, 较当前市场规模翻倍。其中变压器是电能传输的核心设备。2012-2021 年, 全球电力变压器年均新增和替换需求约为 2.4TW。IEA 预期在中性情景下, 2022-2030 年年均需求规模将达到 3.5TW, 2031-2040 年, 年均需求规模将达到 4.5TW, 其中新兴市场与发展中经济体将占据大部分需求。公司披露目前配电变压器业务几乎全部出口, 主要销往中南美洲、东南亚等新兴市场, 同时部分产品已进入北美市场。同时公司已在国内外规划了新产能, 以应对海外配电变压器的市场需求。

5) **投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级。**我们预计 2024-2026 年实现归母净利润 3.34/4.33/5.24 亿元, 同比+60%/+30%/+21%, EPS 分别为 0.85/1.10/1.34 元; 对应 2024-2026 年 PE 分别为 26/20/16 倍。综合绝对估值与相对估值, 我们认为公司股票合理价值在 22.95-25.05 元之间, 相对于公司目前股价有 5%-14% 溢价空间。

## 评论：

### ◆ 立足光储、工控行业，各项业务经营业绩稳步提升

#### 历史沿革

公司深耕磁性元器件行业二十多年发展，已实现多地生产基地布局和升级改造。1999年，公司前身佛山日升电业制造有限公司成立，是一家老牌磁性元器件企业，成立之初产品主要以电感为主。应用领域主要为消费、家电行业。2014年，公司总部及部分制造搬迁到佛山顺德生产基地。2017年公司在深交所中小板上市，2023年，公司马来西亚一期/安徽淮南生产基地建成，目前墨西哥/马来西亚二期/美国达拉斯/泰国/吉安三期生产基地积极推进建设中，2023年公司海外直接收入为9.8亿元，约占总营收27%，充分受益于全球化发展趋势。

图1：伊戈尔发展历程



资料来源：伊戈尔公告、伊戈尔官网、国信证券经济研究所整理

#### 股权结构与公司治理

公司实际控制人为董事长肖俊承。公司2024年一季报披露，公司实际控制人兼董事长肖俊承直接持有公司股权2.96%，并通过佛山市麦格斯投资有限公司间接持股23.84%，合计持有公司股权比例为26.8%。公司副董事长王一龙持有公司股权2.23%，广东恒健国际投资持有公司股权比例2.91%。

公司核心管理层具有丰富的产业经验，且大多在公司任职多年、具有丰富的管理和实践经验。

图2: 伊戈尔股权结构图 (截至 2024 年一季报)



资料来源: 伊戈尔公告、国信证券经济研究所整理

表1: 伊戈尔主要董事及高管情况

姓名	职务	个人履历
肖俊承	董事长, 总经理	硕士学历, 1988 年毕业于华中科技大学电力系电机专业, 并于 2008 年取得香港科技大学 EMBA 学位。1999 年创办伊戈尔电气股份有限公司, 并长期从事管理工作, 现任伊戈尔电气股份有限公司董事长。
王一龙	副董事长	硕士学历。1988 年毕业于华中科技大学电力系电机专业, 并于 2009 年取得香港科技大学 EMBA 学位。1999 年加入伊戈尔电气股份有限公司, 现任伊戈尔电气股份有限公司副董事长。
陈丽君	副总经理, 董事会秘书, 财务负责人	本科学历, 中级会计师, 2008 年加入伊戈尔电气股份有限公司, 曾任总经理助理、证券事务代表, 现任伊戈尔电气股份有限公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。
柳景元	副总经理	本科学历, 2003 年毕业于中南大学冶金工程专业。2003 年 7 月至 2018 年 12 月曾先后在海信科龙集团下属多个子公司担任计划主管、采购主管、采购副部长、采购部长、副总经理等职务, 并长期从事管理工作。2019 年 8 月加入伊戈尔电气股份有限公司, 现任伊戈尔电气股份有限公司电力电子业务中心总经理兼运营管理中心总经理、副总经理。
赵楠楠	副总经理	硕士学历。2007 年加入伊戈尔电气股份有限公司, 曾任销售总监、销售副总经理、人力资源中心总经理、营销中心总经理, 现任伊戈尔电气股份有限公司能源事业部总经理、副总经理。
黄慧杰	副总经理	本科学历, 毕业于华南师范大学。曾任职于海信容声、海信家电。2022 年 4 月加入伊戈尔电气股份有限公司, 现任伊戈尔电气股份有限公司战略运营中心总经理、副总经理。

资料来源: 伊戈尔公告, 国信证券经济研究所整理

**公司施行 2+X 产品战略, 即能源产品、照明产品和孵化产品。**其中能源产品包含新能源变压器和工业控制变压器, 照明产品包含照明电源及照明灯具, 孵化产品包含车载电感、车载电源及充电桩产品。具体产品来看, 1) 新能源变压器: 包含光伏逆变器高频磁性器件, 光伏升压变压器; 2) 工业控制变压器: 主要干式变压器、方形变压器、环形变压器、移相变压器等, 主要应用于工业、医疗、安防、数据中心电源等领域; 3) 照明电源: 主要产品包含室内/户外电源, 智能电源等, 主要配套于商业、家居及户外的照明灯具; 4) 照明灯具: 主要产品包含吸顶灯、卫浴灯、吊灯, 灯具产品主要面对北美市场, 均为定制类产品, 主要客户为北美的大型建材商超及灯具品牌商等; 5) 车载电感、车载电源: 其中车载升压电感主要应用于纯电汽车、混合动力汽车及氢燃料电池车等新能源汽车上, 车载电源包含 DC/DC 和 OBC, 作为小三电的核心部件主要应用在新能源汽车里; 6) 充电桩: 产品品类包含超级充电集、交流充电桩、直流一体式充电桩、直流分体式充电机以及共直流母线式光储充一体化系统等。

表2: 伊戈尔产品情况

业务类别	产品分类	产品介绍
能源产品	新能源变压器	光伏逆变器高频磁性器件 高频磁性器件是光伏逆变器设备储能和能源转换的核心元器件，已连续几年为阳光电源、华为、锦浪科技、固德威等国内知名主流光伏逆变器厂商大批量供应。
	光伏升压变压器	光伏升压器是光伏光伏电站中升压并网的关键器件，公司产品目前广泛应用于国内外众多光伏电站。
	工业控制变压器	干式变压器 方形变压器 环形变压器 应用于工业、医疗、安防等设备，作用是在工业领域提供电力，驱动各种设备和机器，客包括日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德等。
	移相变压器	主要应用于数据中心电源。
照明产品	照明电源	室内/户外电源、智能电源 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，如宜家、欧司朗、Kichler 等。
	照明灯具	吸顶灯、卫浴灯、吊灯 灯具产品主要面对北美市场，均为定制类产品，主要客户为北美的大型建材商超及灯具品牌商等
其他产品（孵化业务）	车载电感、车载电源	车载升压电感主要应用于纯电汽车、混合动力汽车及氢燃料电池车等新能源汽车上。车载电源包含 DC/DC 和 OBC，作为小三电的核心部件主要应用在新能源汽车里，DC/DC 作为直流转换器，可专为 24V 或 12V 电池充电，为车灯、雨刷、音响、空调以及转向助力等供电。OBC 其工作模式是 AC 转 DC，作为车载充电机，是新能源汽车重要的慢充充电模式，可广泛应用于纯电动汽车及混合动力汽车上。
	充电桩	产品品类包含超级充电集、交流充电桩、直流一体式充电桩、直流分体式充电机以及共直流母线式光储充一体化系统等。

资料来源：伊戈尔公告、伊戈尔官网，国信证券经济研究所整理

图3: 伊戈尔产品战略矩阵



资料来源：伊戈尔公告、国信证券经济研究所整理

**公司颁布 2024 年度股票期权和限制性股票激励计划，以此提升核心团队凝聚力。**激励计划面向激励对象 311 人共授予激励对象 670 万份权益，其中：1) 股票期权激励计划拟授予激励对象共计 270 万份权益，占总股本 0.69%，行权价格为 13.5 元/股，共三期，2024-2026 年在满足条件下行权比例分别为 30%/30%/40%；2) 限制性股票激励计划拟授予激励对象共计 400 万份权益，占总股本 1.02%，限售股授予价格为 8.44 元/股，共三期，2022-2024 年在满足条件下每次解除限售的比例分别为 30%/30%/40%，此次激励对 2024-2026 年公司的营业收入增速和扣非净利润增速设置了相应的考核要求。



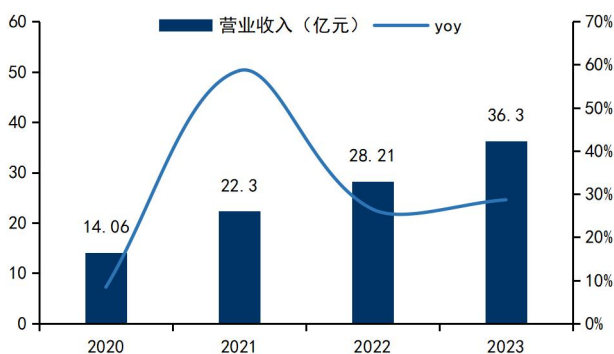
**表3: 伊戈尔 2024 年股权激励计划业绩考核要求**

激励条件（营收或利润满足一项）	2023（基准）	2024	2025	2026
考核营收增长率（较 2023 年增长）	-	≥25%	≥50%	≥80%
考核扣非净利润增长率（较 2023 年增长）	-	≥30%	≥60%	≥90%
需实现营业收入（亿元）	36.3	45.4	54.5	65.3
需实现扣非净利润（亿元）	2.01	2.6	3.2	3.8

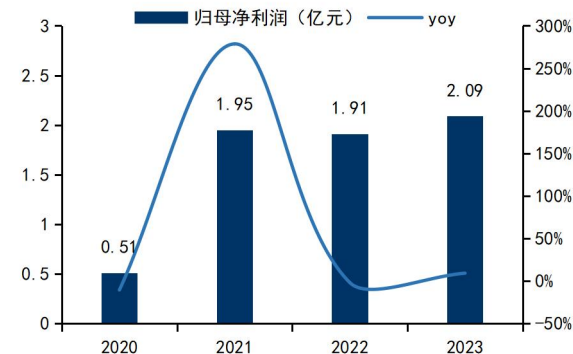
资料来源：伊戈尔公告，国信证券经济研究所整理

### 公司经营情况

公司营业收入从 2020 年的 14.06 亿元增长至 2023 年的 36.3 亿元，年均复合增速达到 37.2%；归母净利润由 2020 年的 0.51 亿元增长至 2023 年的 2.09 亿元，年均复合增速达到 60%。盈利能力来看，公司 2021-2023 年毛利率稳中有升，2023 年毛利率达到 22.34%，同比+2.26pct，2023 年净利率为 5.99%，同比-0.8pct。

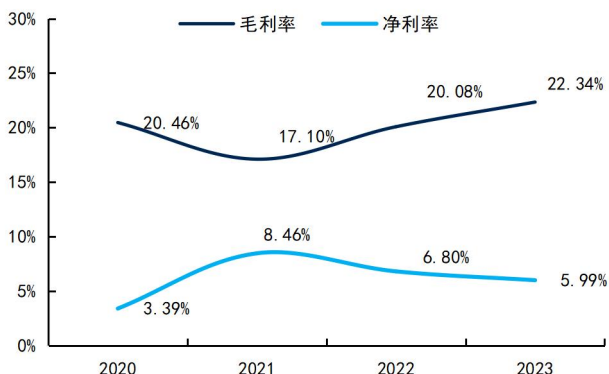
**图4: 伊戈尔营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5: 伊戈尔归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


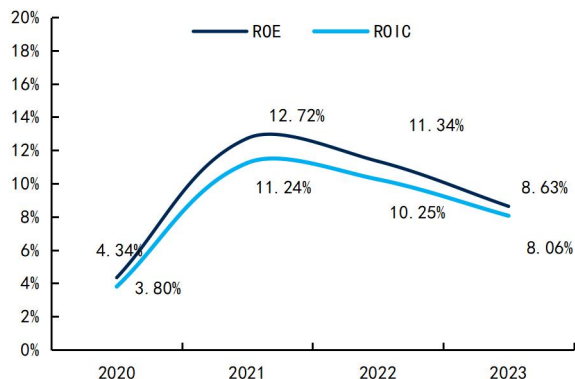
资料来源：伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 伊戈尔毛利率及净利率情况



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

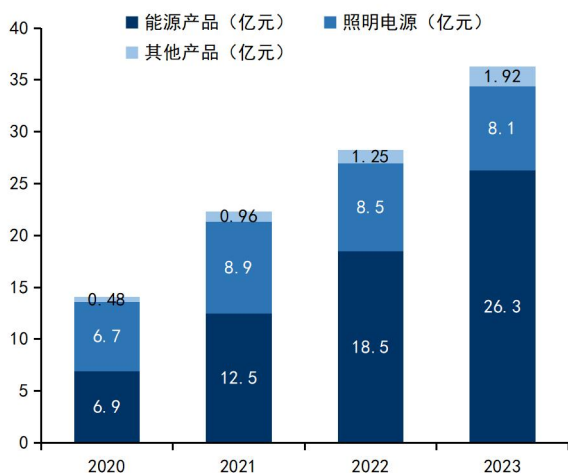
图7: 伊戈尔 ROE、ROIC 情况



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

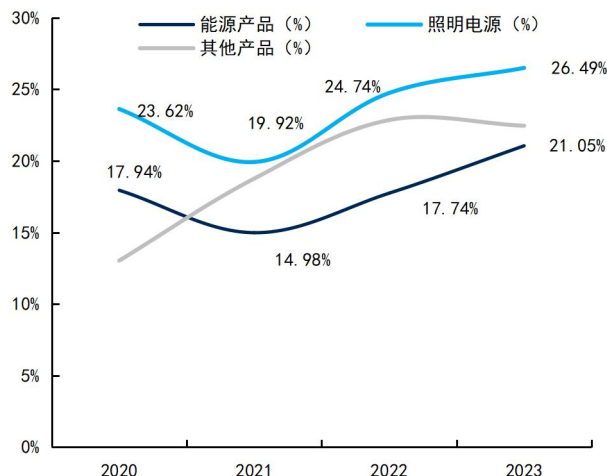
**公司各项业务经营业绩稳步上升。**2023 公司实现营业收入 36.3 亿元, 同比+28.7%; 其中能源产品实现营业收入 26.3 亿元, 同比+42.3%, 占总营收的 72.4%; 照明电源实现营业收入 8.12 亿元, 同比-4.6%, 占总营收的 22.3%; 其他产品实现营业收入 1.92 亿元, 同比+53.6%, 占总营收 5.3%。从各项业务毛利率来看, 各项业务 2021-2023 年毛利率稳中有升, 其中能源产品业务 2023 年毛利率 21.05%, 同比+3.3pct; 照明电源业务 2023 年毛利率 26.49%, 同比+1.75pct; 其他产品 2023 年毛利率 22.45%, 同比-0.4pct。

图8: 伊戈尔各业务营业收入 (亿元)



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

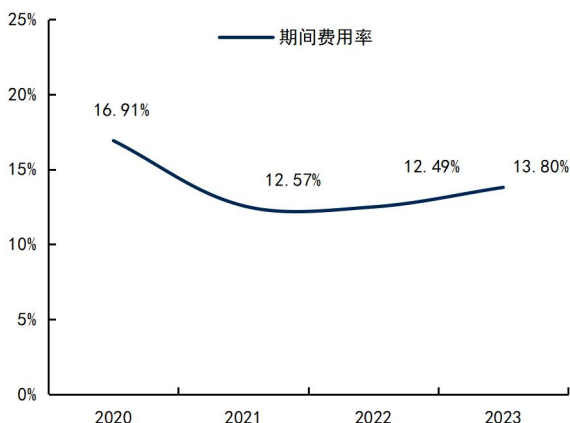
图9: 伊戈尔各业务毛利率情况



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

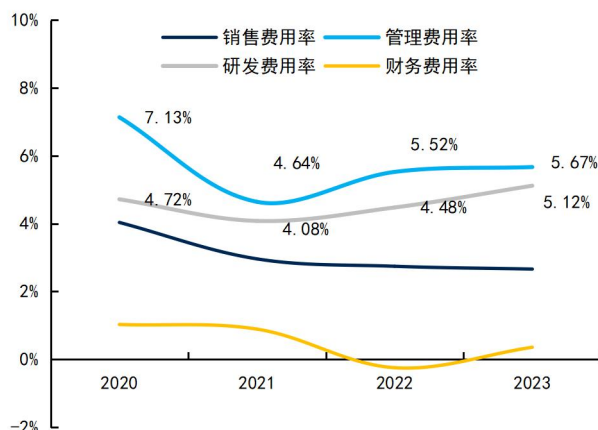
**公司期间费用管控良好, 近年来整体较为稳定。**公司 2020-2023 年期间费用率分别为 16.91%/12.57%/12.49%/13.8%, 整体较为稳定。

图10: 伊戈尔期间费用率情况



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 伊戈尔费用率情况



资料来源: 伊戈尔公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### ◆ 光储行业需求旺盛, 配套器件有望受益

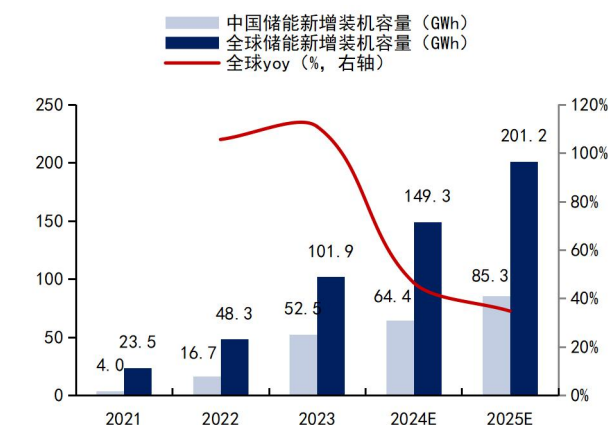
**新能源光伏、储能新增装机持续增长。**根据 CPIA 数据, 2023 年国内新增光伏装机 216.88GW, 同比+148%, 全球新增装机约 390GW, 同比增长 71.8%。伴随着全球各国持续积极推进“双碳”工作, 努力提升新能源在能源结构中的占比, 我们预计 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW, CAGR 为 14%; 其中 2024-2026 年国内新增装机预计为 225/245/260GW, 同比增长 3.7%/8.9%/6.1%。根据 CNESA 数据, 2023 年国内新增储能装机容量约为 52.5GWh, 同比增长 215%。根据北极星储能网招标信息汇总, 2023 年国内储能系统招标容量为 82.8GWh, 同比增长 265%, 国内储能招标量大幅增长, 储能新增装机将持续高增。我们 2024-2025 年全球储能新增装机容量为 149.3/201.2GWh, 同比增长 46.6%/34.8%; 其中, 2024-2025 年国内储能新增装机容量有望达 64.4/85.3GWh, 同比增长 23%/33%。

图12: 全球及中国光伏新增装机预测



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所预测

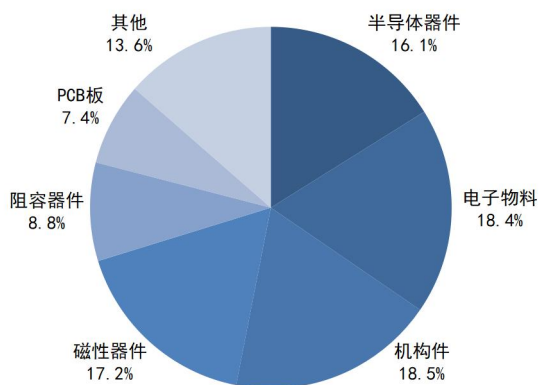
图13: 全球及中国储能新增装机容量预测



资料来源: WoodMackenzie, CNESA, 国信证券经济研究所预测

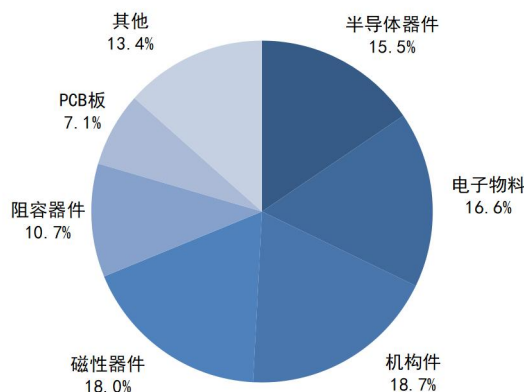
**磁性元器件为逆变器核心原材料之一。**磁性元器件在光储逆变器中起到储能, 升压, 滤波, 消除电磁干扰 (EMI) 等作用, 为核心元器件, 根据首航新能源公司公告, 光伏并网逆变器中磁性元器件占比约 17%, 储能变流器中磁性器件成本占比约 18%。

图 14: 光伏并网逆变器材料成本构成 (%)



资料来源: 首航新能源招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 储能变流器材料成本构成 (%)



资料来源: 首航新能源招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**2026 年光储磁性元器件市场空间约 195 亿元。**假设 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW, CAGR 为 14%, 2024-2026 年光伏逆变器平均单价为 0.154/0.152/0.15 (元/W), 假设光伏逆变器平均毛利率 20%, 其中光伏磁性元器件成本占比为 17%, 即光伏磁性元器件单价为 0.02/0.02/0.02 (元/W), 2024-2026 光伏磁性元器件市场空间为 100/113.4/126.4 亿元。

储能方面, 假设 2024-2026 年全球储能新增装机 75.9/110.6/132.7GW, CAGR 为 32.2%, 假设 2024-2026 年储能变流器平均单价为 0.45/0.43/0.4 (元/W), 假设储能变流器平均毛利率 40%, 其中储能磁性元器件成本占比为 18%, 即储能磁性元器件单价为 0.06/0.06/0.05 (元/W), 2024-2026 年储能磁性元器件市场空间为 43.9/61.1/68.3 亿元。

2024-2026 年光储磁性元器件全球市场空间为 144/174.6/194.7 亿元, 同比增长 23.4%/21.2%/11.5%。

表 4: 光储磁性元器件市场空间测算

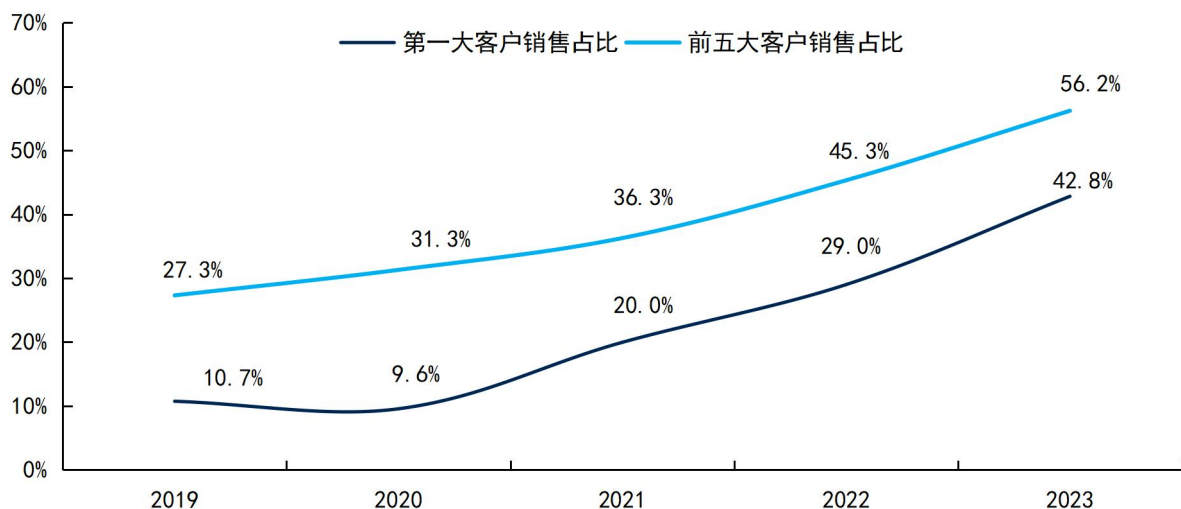
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球光伏新增装机 (GW)	227.5	390.88	458.9	526.7	595
逆变器平均单价 (元/W)	0.158	0.156	0.154	0.152	0.15
光伏磁性元器件单价 (元/W)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
光伏磁性元器件市场空间 (亿元)	50.9	86.4	100.1	113.4	126.4
全球储能新增装机 (GW)	21.3	47.1	75.9	110.6	132.7
储能变流器平均单价 (元/W)	0.55	0.5	0.45	0.43	0.4
储能磁性元器件单价 (元/W)	<b>0.07</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.05</b>
储能磁性元器件市场空间 (亿元)	15.1	30.3	43.9	61.1	68.3
合计市场空间 (亿元)	66.0	116.7	144.0	174.6	194.7
yoy		76.8%	23.4%	21.2%	11.5%

资料来源: EESA, CPIA, 国信证券经济研究所整理与预测

**公司光储磁性元器件绑定大客户。**公司多年深耕电感产品, 从早期家电类产品拓展至新能源行业, 已连续几年为阳光电源、华为、锦浪科技、固德威等国内知名主流光伏逆变器厂商大批量供应。公司 2023 年度向第一大客户销售金额达到 15.5 亿元, 营收占比达到 42.8%, 2023 年度前五大客户营收占比达到 56.2%, 同比上升 10.9pct。



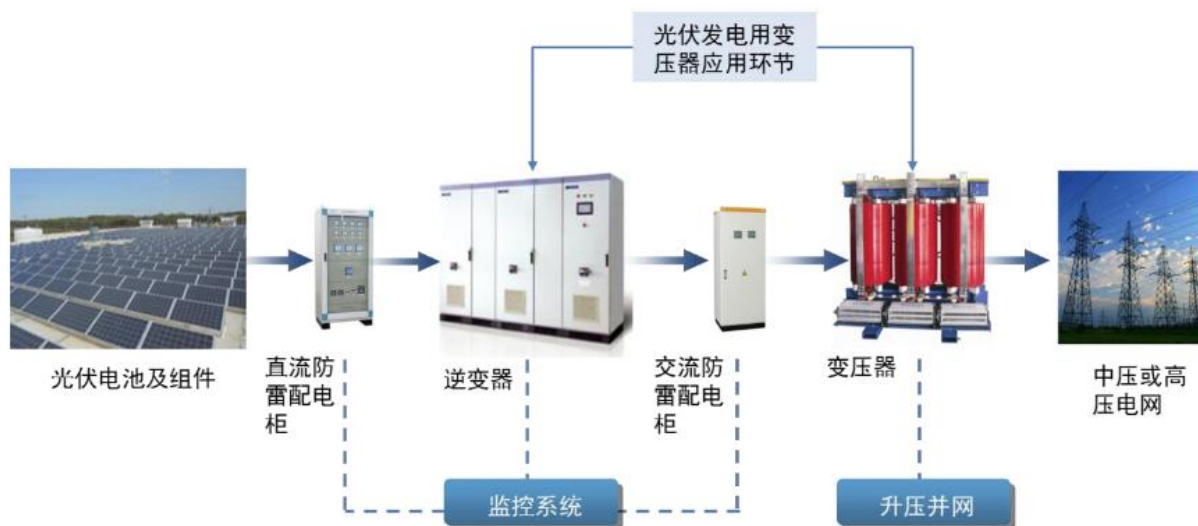
图16: 公司第一大客户及前五大客户销售占比趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

光伏升压变压器为光伏发电并网重要组成部件。光伏太阳能电池板产生的低压直流电及其储存的电能，需通过逆变器转换为交流电，经箱式变电站中的光伏升压变压器升压后并入电网。光伏升压变压器主要用途是低电压转换、滤除谐波、电隔离等。受益于全球光伏装机增长，公司光伏升压变压器需求有望持续提升。

图17: 光伏升压变压器



资料来源: 伊戈尔招股说明书、国信证券经济研究所整理

2026 年全球光伏升压变压器市场空间约 107 亿元。假设 2024-2026 年集中式光伏电站投资为 3.15/3.1/3.1 (元/W), 其中箱式变电站单价为 0.1/0.1/0.1 (元/W), 其中变压器占箱式变电站成本比例为 40%, 2024-2026 年光伏电站中变压器价格为 0.04/0.04/0.04 (元/W)。

国内方面, 我们预计 2024-2026 年集中式光伏电站新增装机为 124/130/135GW, 国内光伏升压变压器市场空间为 49.5/51.9/54.1 亿元。

全球方面, 我们预计 2024-2026 年集中式光伏电站新增装机为 243/275/297.5GW, 全球光伏升压变压器市

场空间为 97.2/110/119 亿元，同比增长 9.5%/13%/8.2%。

表5: 国内和全球光伏升压变压器市场空间测算（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
集中式光伏电站投资（元/W）	4.1	3.2	3.15	3.1	3.1
箱式变电站单价（元/W）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
箱式变电站中变压器成本占比	40%	40%	40%	40%	40%
变压器单价（元/W）	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>国内</b>					
光伏新增装机（GW）	87.4	216.88	225	245	260
集中式电站占比	42%	55%	55%	53%	52%
国内集中式电站新增装机（GW）	36.3	120.0	123.8	129.9	135.2
国内光伏升压变压器市场空间（亿元）	14.5	48.0	49.5	51.9	54.1
<b>全球</b>					
光伏新增装机（GW）	227.5	390.88	458.9	526.7	595
集中式电站占比	46%	57%	53%	52%	50%
全球集中式电站新增装机（GW）	105.6	222.0	243.0	275.0	297.5
全球光伏升压变压器市场空间（亿元）	42.2	88.8	97.2	110.0	119.0

资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理与预测

#### ◆ AI 推动能耗大幅增长，公司数据中心产品有望受益。

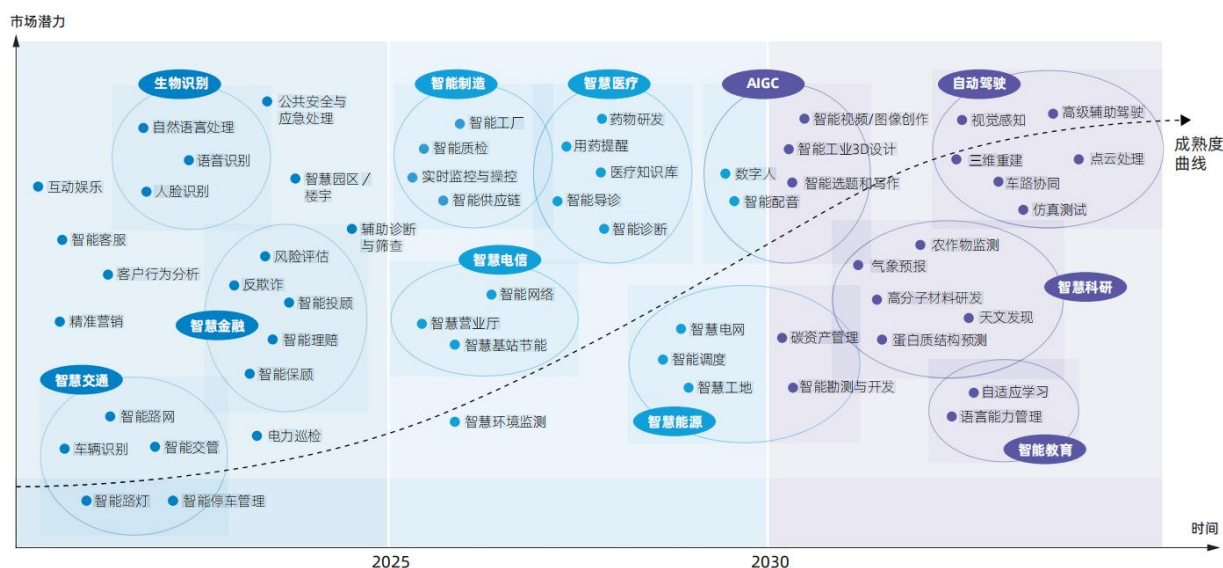
算力是数字经济时代核心生产力，21-26 年我国智能算力 CAGR 超 50%。算力是数字经济时代的核心生产力，是继热力、电力之后新的生产力，数字经济与实体经济的深度融合正在快速发生；2020 年以来全球逐步进入智能计算时代，以 AIGC 为代表的人工智能大模型等新应用、新需求的崛起推动算力规模快速增长。根据 IDC 预测，未来十年人工智能将在交通、金融、制造、医疗、电信、能源、科研等诸多产业和领域发挥重要作用。

表6: 计算机技术主要发展阶段

代际	电子管/晶体管时代	大小型机时代	PG 时代	互联网时代	移动互联网时代	智能计算时代	非经典计算时代
时间	1945-1960	1960-1975	1975-1990	1990-2005	2005-2020	2020-2035	2035-2050
代表计算设备	电子管计算机 晶体管计算机	大型机 小型机	超级计算机 个人计算机	个人计算机 通用服务器	通用服务器 智能手机	AI 服务器 边缘服务器 嵌入式 AI 平台	量子计算机 光计算 类脑计算
主流计算器件	电子管、晶体管	早期专用集成电路	16/32 位 CPU	32/64 位 CPU	64 位 CPU 移动 SoC 芯片	计算加速芯片	量子芯片 光计算芯片 类脑芯片
重要基础软件	机器语言 汇编语言 高级语言	操作系统 数据库 程序设计语言	桌面操作系统	面向对象语言 开源操作系统	云操作系统 移动操作系统 深度学习框架 异构计算软件栈	面向大模型的深度学习框架 云端协同软件栈	量子计算基础软件 类脑计算基础软件
代表产品	ENIAC IBM709 TRADIC Metrovick 950	IBM 360 PDP-8/11 NOVA1200	Altair8800 IBM System Apple-1 Intel 8086	Thinkpad 700C 康柏 SystemPro Intel Xeon	AWS 平台 iPhone 英特尔酷睿 高通骁龙	英伟达 A100/H100 英伟达 DRIVE AMD 霄龙	-

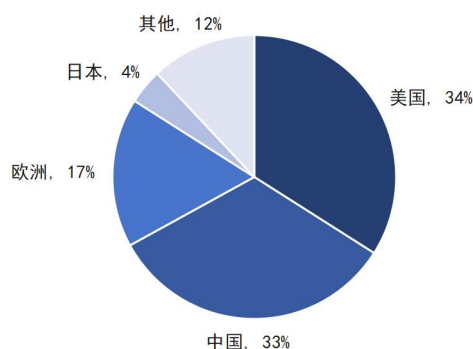
资料来源：中国信息通信研究院，国信证券经济研究所整理

图 18：中国人工智能应用场景展望



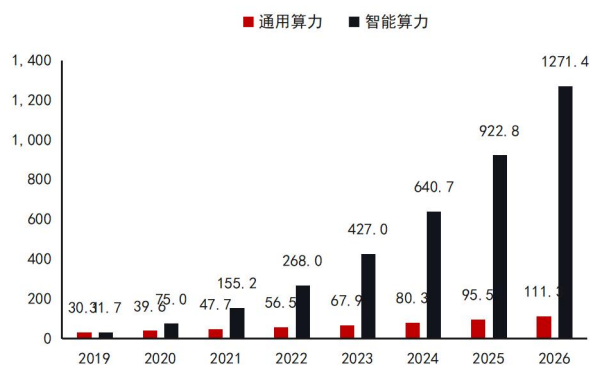
资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 19：2022 年全球算力规模分布情况



资料来源：中国信息通信研究院，国信证券经济研究所整理

图 20：中国算力规模预测（单位：EFLOPS）

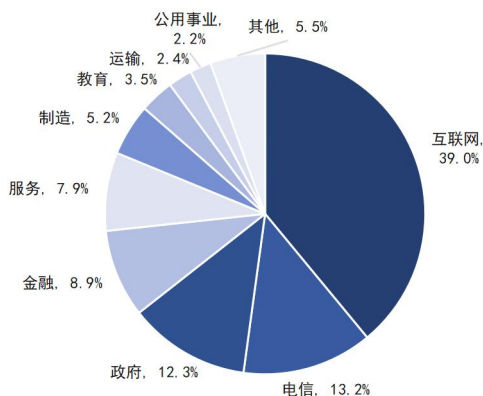


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理 注：EFLOPS 指百亿亿次浮点运算/秒

21-26 年我国智能算力 CAGR 超 50%。根据 IDC 预测，2026 年我国通用算力和智能算力将分别达到 111.3 和 1271.4 百亿亿次浮点运算/秒，21-26 年 CAGR 分别达到 18.5%和 52.3%，智能算力未来有望成为带动算力增长的核心驱动。

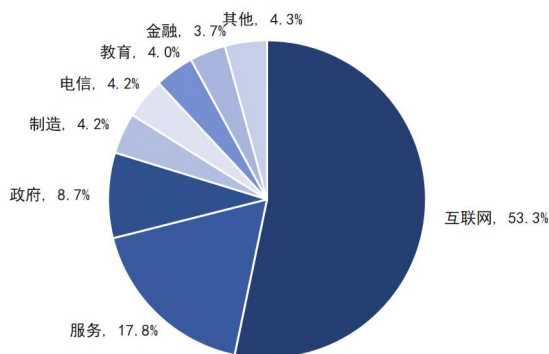
世界各国高度重视人工智能发展，为经济增长提供新动能。人工智能的应用将不断推动制造、交通、媒体、教育、医疗、公用事业等传统产业的数字化转型升级，促进生产效率提升、带动产值增长，并将在商业模式创新、用户体验优化等方面发挥巨大作用。以我国为例，2022 年互联网占智能算力应用占比高达 53%，而占通用算力应用占比为 39%，智能算力应用领域有望从互联网向其他行业快速延伸。世界主要国家和地区纷纷将算力及相关产业纳入国家长期发展战略，算力竞争未来将成为大国竞争的重要内容。

图21：2022年我国各行业通用算力应用分布情况（单位：%）



资料来源：中国信息通信研究院，国信证券经济研究所整理

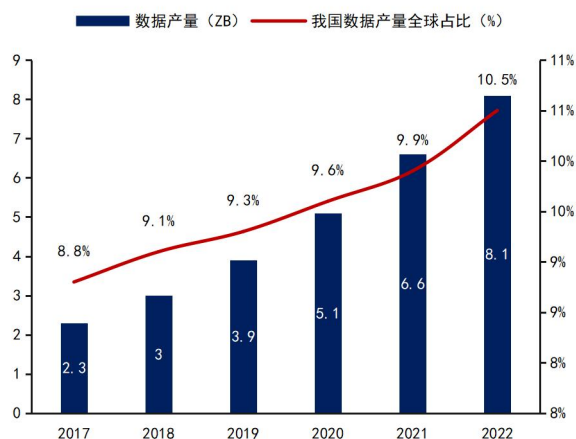
图22：2022年我国各行业智能算力应用分布情况（单位：%）



资料来源：中国信息通信研究院、IDC，国信证券经济研究所整理

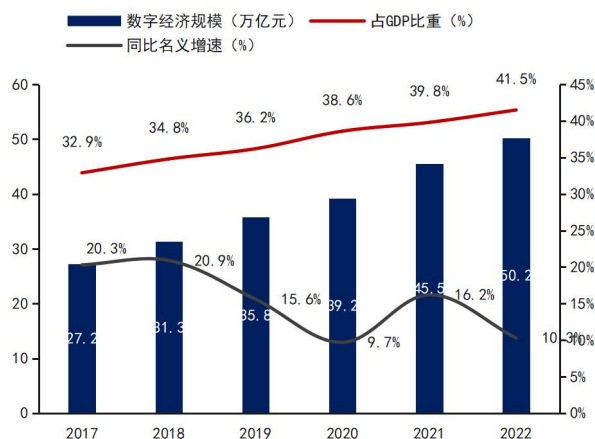
**我国数字经济规模稳居世界第二，GDP贡献持续提升。**2022年我国数据产量达到8.1ZB，同比增长23%，占全球数据总产量10.5%，位居世界第二；数字经济规模达到50.2万亿元，总量稳居世界第二，占国内生产总值比重提升至41.5%，数字技术和实体经济融合日益深化。

图23：我国数据产量及全球占比情况（单位：ZB，%）



资料来源：国家网信办，国信证券经济研究所整理

图24：我国数字经济规模、增速及占GDP比重（单位：ZB，%）



资料来源：国家网信办，国信证券经济研究所整理

**人工智能能耗大幅增长，22-26年全球数据中心用电量有望翻倍。**近年来推出的AI大模型所使用的数据量和参数规模呈现指数级增长，带来智能算力需求爆炸式增加。以GPT大模型为例，GPT-3模型参数约为1746亿个，单次训练需要的总算力约为3640PF-days（以每秒千万亿次计算，需要运行3640天），GPT-4参数规模达到约1.8万亿个，训练算力需求达到GPT-3的68倍。数据显示，仅GPT-3模型训练阶段耗电量已高达1.3GWh，约等于120个美国家庭1年的用电量。

**AI推理阶段耗电量是通用算力的十倍，推理阶段耗电量预计远超训练阶段。**推理阶段耗电量受模型特点、算法、使用频次等综合因素影响，根据国际能源署估算，谷歌单次搜索平均电耗在0.3Wh，而ChatGPT单次搜索平均电耗在2.9Wh；按照每年全球搜索次数90亿次保守估计，仅ChatGPT应用每年将带来10TWh的额外电耗。根据谷歌报告，2019-2021年与AI相关的能源消耗中大约60%来自模型推理阶段；根据Semi Analysis分析，GPT-3推理阶段单日耗电量可达564MWh，运行3天即可超过整个训练阶段耗电量。根据施耐德电气预测，推理阶段占AI电力消耗占比将从2023年的80%提升至2028年的85%。



表7: 典型大模型训练阶段耗电量

模型名称	参数规模 (亿个)	PUE (数据中心能效)	耗电量 (MWh)
GPT-3	1750	1.1	1287
Gopher	2800	1.08	1066
OPT	1750	1.09	324
BLOOM	1760	1.2	433

资料来源: Journal fo Machine Learning Research, 国信证券经济研究所整理

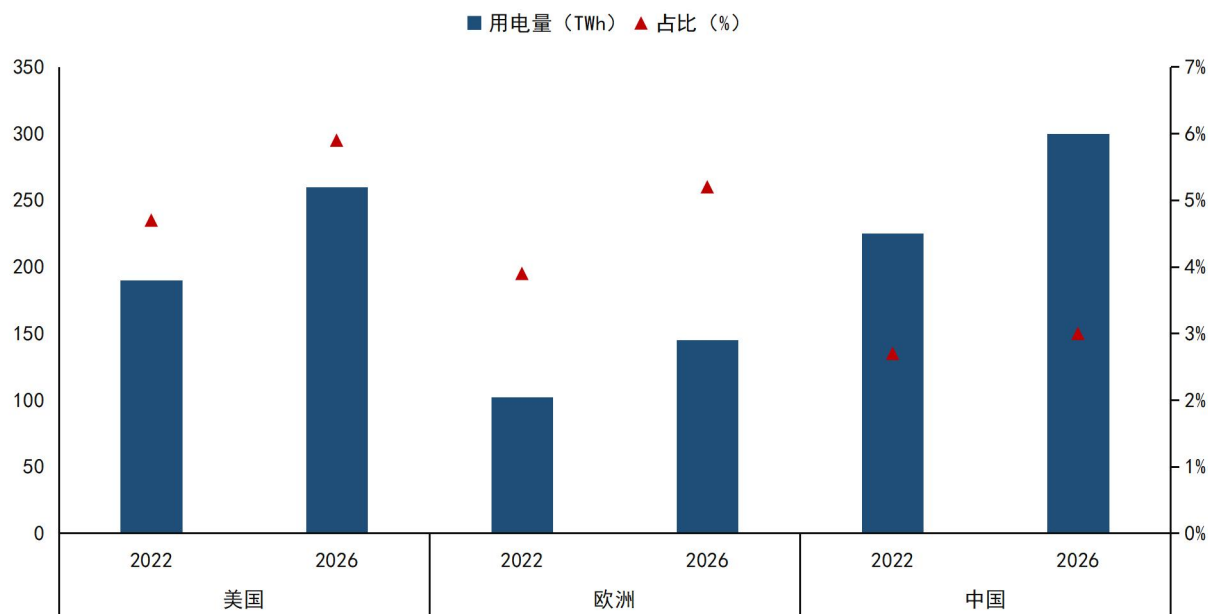
表8: 全球数据中心训练与推理阶段功率预测

	2023	2028
数据中心总功率	57GW	93GW
AI 消耗功率	4.5GW	14.0-18.7GW
AI 电力消耗占比	8%	15%-20%
训练与推理 AI 负载对比	20%训练, 80%推理	15%训练, 85%推理

资料来源: 施耐德电气, 国信证券经济研究所整理

**算力增长推动数据中心用电量增长, 22-26 年有望实现翻倍。**截至 2022 年全球数据中心数量约为 8000 个, 其中 33%位于美国, 16%位于欧洲, 10%位于中国; 按照算力口径划分, 中国算力占全球 33%, 仅次于美国。2022 年全球数据中心用电量约为 460TWh, 占全球用电量 2%; 根据国际能源署预测, 随着全球 5G 网络、云服务和物联网 (IoT) 的快速发展, 积极场景下 2026 年全球数据中心用电量有望超过 1000TWh, 实现翻倍以上增长。

图 25: 22-26 年美国/欧洲/中国数据中心用电量与占比预测 (单位: %)



资料来源: 国际能源署, 国信证券经济研究所整理 注: 包括传统数据中心和 AI 专用数据中心, 不含加密货币用途

**我国大力推动数据中心发展, 22-25 年机架数量 CAGR 有望达到 29%。**“十四五”以来我国高度重视数据中心产业发展, 在京津冀、长三角等 8 地启动建设国家算力枢纽节点, 启动实施“东数西算”工程, 加快构建全国一体化大数据中心体系, 提出“2522”整体框架, 明确算力基础设施建设目标, 并对数据中心电能比、绿电消费占比提出要求。

表9：2021年以来国家层面数据中心领域政策文件

发布时间	政策名称	发布机构	主要内容
2021年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	建设若干国家枢纽节点和大数据中心集群，建设E级和10E级超级计算中心。
2021年5月	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	发改委等四部门	明确提出布局全国算力网络国家枢纽节点，启动实施“东数西算”工程，构建国家算力网络体系。
2021年7月	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》	工信部	2023年底，全国数据中心平均利用率力争提升到60%以上，总算力规模超过200EFLOPS，高性能算力占比达到10%。新建大型及以上数据中心PUE降低到1.3以下，国家枢纽节点内数据中心端到端网络单向时延原则上小于20毫秒。
2021年11月	《“十四五”大数据产业发展规划》	工信部	加快构建全国一体化大数据中心体系，推进国家工业互联网大数据中心建设，强化算力统筹智能调度。
2022年1月	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	加快构建算力、算法、数据、应用资源协同的全国一体化大数据中心体系。在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区域布局国家枢纽节点，建设数据中心集群。
2023年1月	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	工信部等六部门	面向新型电力系统和数据中心等重点终端应用，开展能源电子多元化试点示范。建立分布式光伏集群配套储能系统，促进数据中心等可再生能源电力消费。
2023年2月	《数字中国建设整体布局规划》	国务院	提出数字中国建设按照“2522”的整体框架进行布局。打通数字基础设施大动脉，系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。
2023年3月	《绿色数据中心政府采购需求标准（试行）》	财政部等三部门	2023年6月起数据中心电能比不高于1.4，2025年起数据中心电能比不高于1.3；数据中心使用的可再生能源使用比例应逐年增加，从2023年的5%不断提升，到2032年实现100%；数据中心水资源全年消耗量与信息设备全年耗电量的比值不高于2.5L/kWh等。
2023年4月	《碳达峰碳中和标准体系建设指南》	发改委等十一部门	该体系主要分为基础通用、碳减排、碳清除、市场化机制四个方面，其中在碳减排方面，提到了面向节能低碳目标的通信网络、数据中心、通信机房等信息通信基础设施的工程建设、运维、使用计量、回收利用等标准。
2023年8月	《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》	发改委等十部门	过程降碳类的工业领域示范项目包括绿色（零碳、近零碳）数据中心、“海底数据中心+海洋清洁能源”示范，由国家发展改革委、工业和信息化部、自然资源部、国务院国资委、国家能源局按职责分工负责。
2023年10月	《算力基础设施高质量发展行动计划》	工信部等六部门	明确了算力及算力基础设施的定义，并从算力、运载力、存储力以及应用赋能四个方面提出了量化指标。到2025年，算力规模超过300EFLOPS，智能算力占比达到35%；存储总量超过1800EB；重点行业核心数据、重要数据灾备覆盖率达到100%。
2023年12月	《关于深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》	发改委等六部门	提出到2025年，1ms时延城市算力网、5ms时延区域算力网、20ms时延跨国家枢纽节点算力网在示范区域内初步实现；算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过80%。

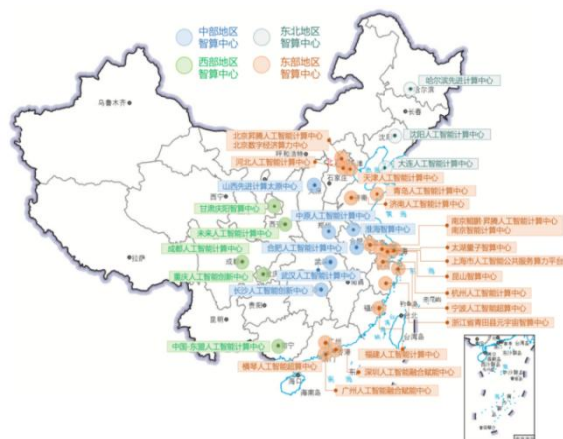
资料来源：万润数字，中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图26：我国“东数西算”八大算力枢纽与超算中心建设现状



资料来源：新京智库，注：统计截至2023年8月15日

图27：我国智算中心建设现状



资料来源：新京智库，注：统计截至2023年8月15日

**22-25 年我国数据中心机架数量 CAGR 有望达 29%。**根据工信部数据，2022 年底我国数据中心机架数量达到 650 万台；根据中国通服数字基建产业研究院预测，2025 年机架数量有望达到 1400 万台，23-25 年 CAGR 高达 29%。2020 年以来我国数据中心市场快速发展，2022 年达到 1962 亿元。

图 28: 我国数据中心机架数量情况 (单位: 万个, %)

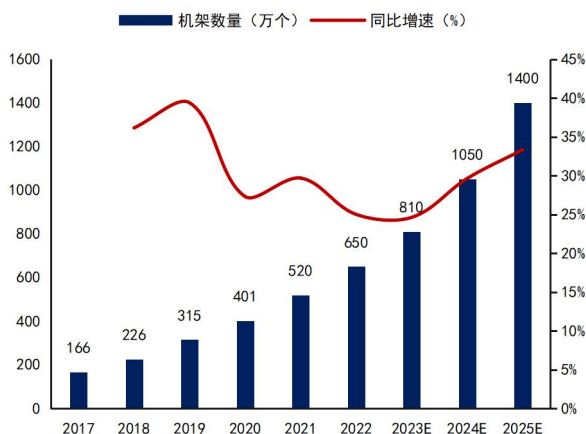
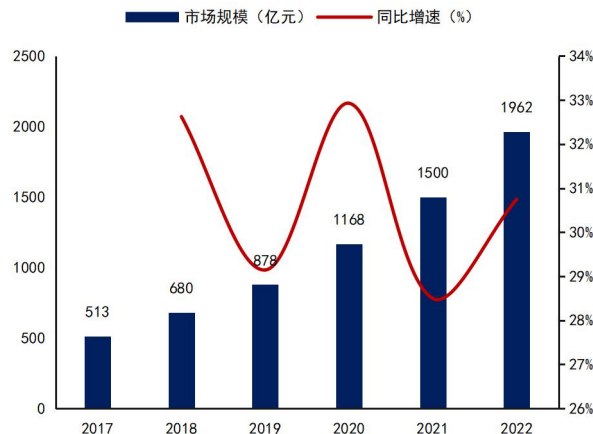


图 29: 我国数据中心市场规模情况 (单位: 亿元, %)

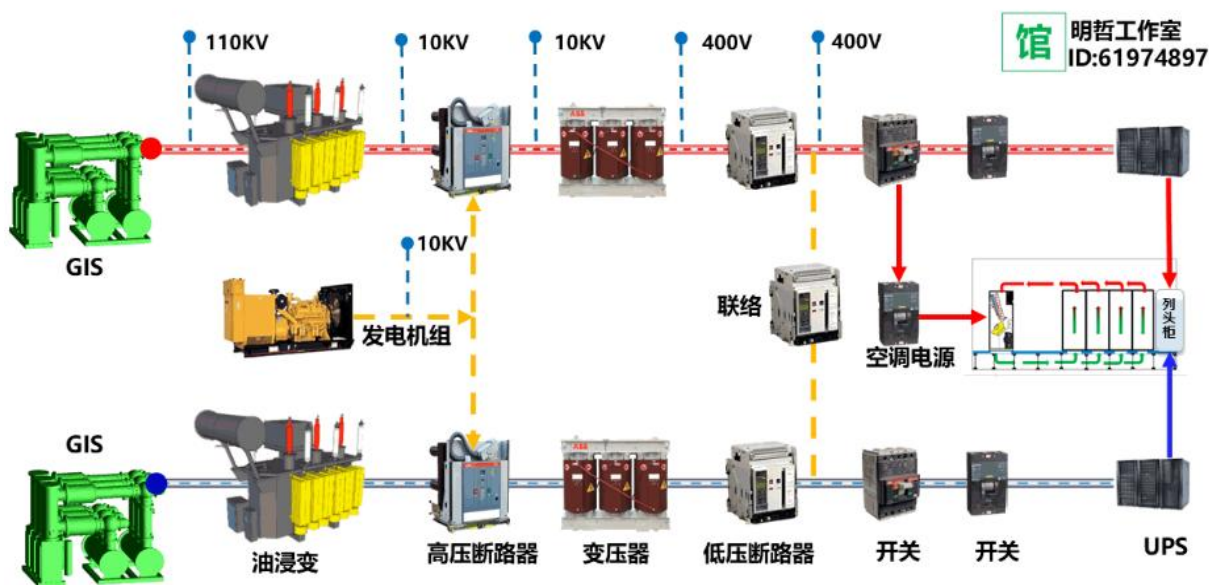


资料来源: 中国信通院, 工信部, 中国通服数字基建产业研究院, 国信证券经济研究所预测与整理

资料来源: 中国信通院, 工信部, 国信证券经济研究所整理 注: 市场规模指数据中心基础设施相关业务收入, 包括机柜租用、带宽租用、服务器代理运维等服务, 不包含云计算业务收入

**2032 年全球数据中心变压器市场空间超千亿。**数据中心对供电系统的可靠性、安全性、节能性要求极高, 变压器通常采用干式变压器或高燃点酯变压器, 且供电技术和模式向着模块化、预制化、智能化等方向创新演变。当前国内外的数据中心行业, 根据各自的具体需求, 提出并实践了很多有特点的供电新技术, 如华为、维谛的电力模块, 阿里巴巴的巴拿马电源等。此外, 为保证可靠性, 数据中心配电系统常采用 2N 架构, 对电力设备的冗余需求高于其他场景。

图 30: 数据中心主要电气设备及 2N 架构示意图



资料来源: 明哲工作室, 国信证券经济研究所整理

**数据中心 Capex 中变配电系统占比 25%-30%。**数据中心总成本 (TCO) 由固定投资成本 (Capex) 和运营成本 (Opex) 构成, 其中变配电系统占 Capex 比例为 25%-30% (包括电力用户站、配电柜等), 电力成本占

Opex 比例为 55%-60%。变配电系统中，涉及的主要电力设备包括变压器、低压断路器、低压开关、成套开关设备等。

**23-32 年全球数据中心变压器市场增速达 7%。**根据 Global Market Insights 数据，2023 年全球数据中心变压器市场规模为 92 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 4.7%，预计 2032 年市场规模将达到 168 亿美元，2023-2032 年 CAGR 为 6.9%。根据 PTR，2021 年全球变压器市场规模约为 373 亿美元。我们预计，数据中心变压器未来十年将成为全球变压器的重要增长来源。

图 31: 数据中心 Capex 结构 (单位: %)

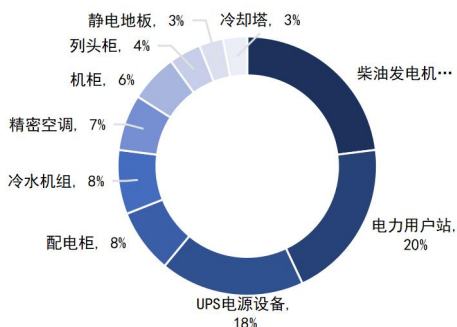
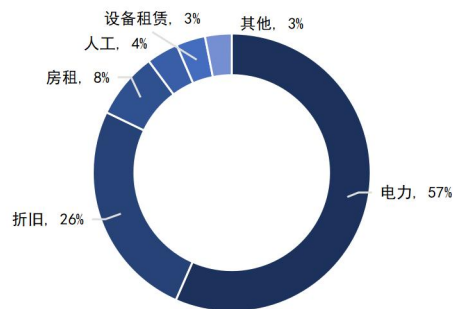


图 32: 数据中心 Opex 结构 (单位: %)



资料来源: 艾瑞咨询, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理 注: 不含 IT 设备

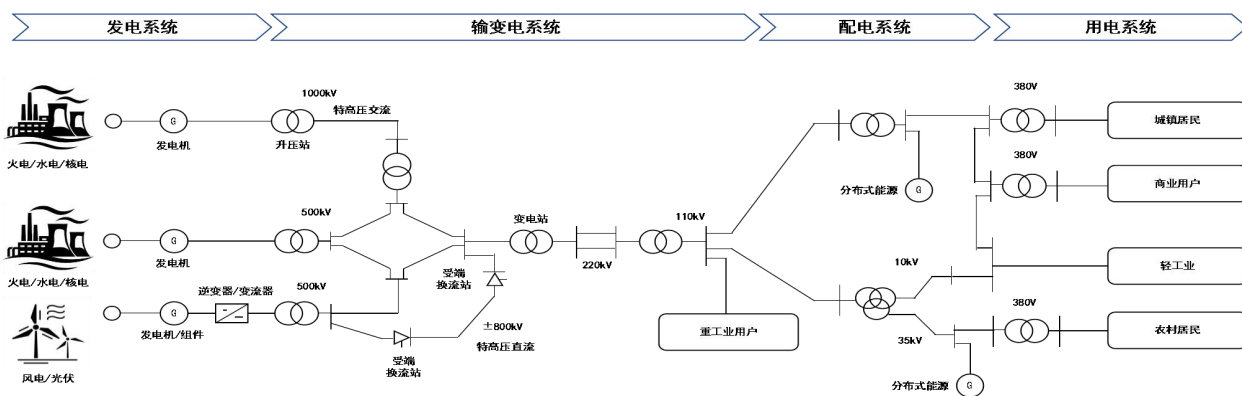
资料来源: 艾瑞咨询, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

**伊戈尔深耕移相变压器多年, 巴拿马电源成套产品受益于数据中心行业发展。**公司 2022 年通过非公开发行募投项目包含中压直流供电系统智能制造建设项目, 丰富数据中心业务布局。在数据中心供电技术类别中, 巴拿马电源柔性集成了 10kVac 的配电, 隔离变压, 模块化整流器和输出配电等环节, 采用移相变压器取代工频变压器。公司多年来深耕移相变压器, 目前数据中心用巴拿马电源产品已完成研发并交付样机, 公司正在不断积极拓展市场并挖掘客户需求。

◆ 配网升级推动配电变压器需求增长。

**23-30 年我国电网投资有望快速增长, 主网/配网并重。**“十四五”期间, 国家电网计划实现电网投资 2.4 万亿元, 南方电网规划实现电网投资约 6700 亿元, 两大电网公司合计投资总额将达到 3.07 万亿元。从投资方向来看, 国网侧重特高压, 而南网侧重配电网。“十四五”期间国家电网公司规划建设特高压工程“24 交 14 直”, 涉及线路 3 万余公里, 变电换流容量达 3.4 亿千瓦, 总投资 3800 亿, 较“十三五”特高压投资总额 2800 亿元增长 35.7%, 特高压有望迎来新一轮建设高峰。

图 33: 电力系统结构示意图



资料来源: 国电南瑞公告, 平高电气公告, 国信证券经济研究所整理

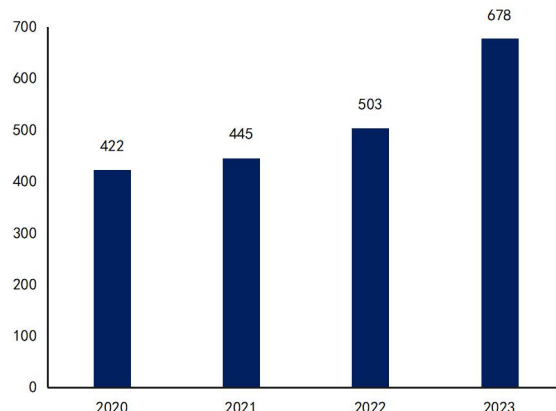


图 34: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资对比 (单位: 亿元)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图 35: 国网总部输变电设备招标金额 (单位: 亿元)



资料来源: 国家电网电子商务平台, 国信证券经济研究所整理

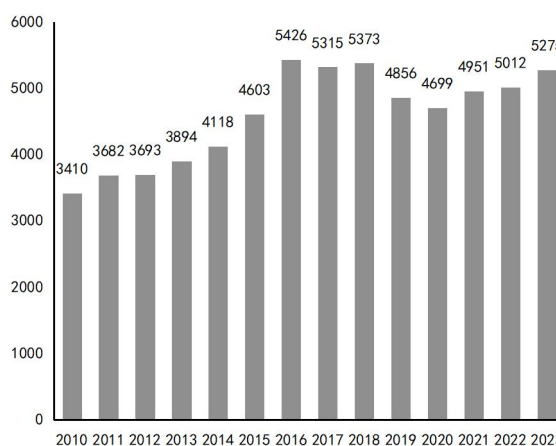
**电网与电源投资长期错配, 23 年主网投资迎来拐点。**2021-2023 年受多重因素影响, 我国电网投资完成额仅实现小幅增长; 而在新能源“大基地”建设带动下电源投资保持高速增长。根据国家能源局数据, 2023 年全国电源投资完成额达到 9675 亿元, 同比增长 30%, 再创历史新高; 电网投资完成额 5275 亿元, 同比增长 5%。2023 年国网主网设备招标金额高达 678 亿元, 同比增长 35%, 特高压全年完成“4 直 2 交”招标, 招标金额超 400 亿元。根据国网披露的总部集采批次计划, 我们预计 2024 年主网/特高压招标将保持高景气度

图 36: 电源工程年度投资完成额 (单位: 亿元)



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图 37: 电网工程年度投资完成额 (单位: 亿元)

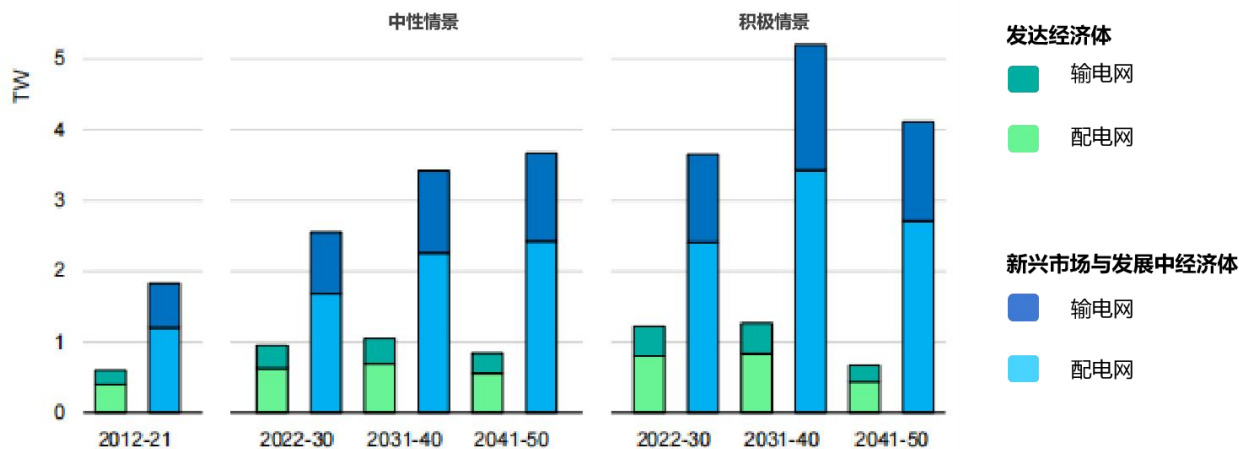


资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

**配电网从“无源”单向向“有源”双向转变, 未来升级改造空间可期。**随着新型电力系统建设的推进, 配电网需具备更强的承载力, 在形态上从传统的“无源”单向辐射网络向“有源”双向交互系统转变, 以满足大规模分布式新能源、新型储能、电动汽车充电设施等各类新业态发展接入需求。根据国家发改委、能源局发布的《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》要求, 到 2025 年, 配电网承载力和灵活性显著提升, 具备 5 亿千瓦左右分布式新能源、1200 万台左右充电桩接入能力。我们认为, 电网投资重心有望在“十四五”末向配网倾斜。



图41：全球电力变压器安装需求（TW, 中性与积极情景）



资料来源：IEA 世界能源展望 2022 (World Energy Outlook 2022)，国信证券经济研究所整理

**电网投资带动变压器需求，配网与新兴市场国家贡献主要来源。**电网设备主要包含线缆与变电设备，如开关、变压器和控保装置等，其中变压器是电能传输的核心设备。2012-2021 年，全球电力变压器年均新增和替换需求约为 2.4TW。IEA 预期在中性情景下，2022-2030 年年均需求规模将达到 3.5TW，2031-2040 年，年均需求规模将达到 4.5TW，其中新兴市场与发展中经济体将占据大部分需求。

**公司配电变压器产品销往海外，受益于全球配网需求增长。**公司披露目前配电变压器业务几乎全部出口，主要销往中南美洲、东南亚等新兴市场，同时部分产品已进入北美市场。同时，公司已在国内规划了新产能，以应对海外配电变压器的市场需求。

## ◆ 盈利预测

### 假设条件

#### 1、能源产品

**营业收入：**光储行业需求高速增长，公司光储逆变器磁性器件、光伏升压器产品有望维持增长态势；同时在配电网、数据中心领域，公司受益于行业需求高速增长，变压器业务有望持续增长。由此我们预计2024-2026年公司能源产品业务营收为31.4/37.7/43.7亿元，同比+19.6%/+20%/+16%。

**毛利率：**公司不断拓展海外客户，优化客户结构以提升产品毛利率，同时通过自动化设备投入，提升生产效率，通过规模效应降低产品单位成本。由此我们预计2024-2026年公司能源产品业务毛利率为23.1%/23.8%/24%。

#### 2、照明产品

**营业收入：**我们预计公司2024-2026年照明产品业务营收为8.4/8.6/8.8亿元，同比+3.5%/+2.4%/+2.3%。

**毛利率：**我们预计公司2024-2026年照明产品业务毛利率为26.0%/26.0%/26.0%。

#### 3、其他产品（车载电感、车载电源、充电桩）

**营业收入：**新能源汽车行业需求近年来保持稳步增长，公司在磁性元器件行业有较为深厚的积累，伴随公司车载电感、车载电源、充电桩产品逐步放量，我们预计该业务将有较为明显增长，我们预计公司2024-2026年其他产品业务营收为2.8/3.7/4.4亿元，同比+46%/+32%/+20%。

**毛利率：**我们预计公司2024-2026年其他产品毛利率为25.8%/25.0%/25.0%。

表10：伊戈尔业务拆分

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
能源产品	营业收入（亿元）	18.5	26.3	31.4	37.7	43.7
	YoY	47.8%	42.3%	19.6%	20.0%	16.0%
	营业成本（亿元）	15.2	20.7	24.1	28.7	33.2
	毛利率（%）	17.7%	21.1%	23.1%	23.8%	24.0%
照明产品	营业收入（亿元）	8.5	8.1	8.4	8.6	8.8
	YoY	-3.8%	-4.6%	3.5%	2.4%	2.3%
	营业成本（亿元）	6.4	6.0	6.2	6.4	6.5
	毛利率（%）	24.7%	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%
其他产品	营业收入（亿元）	1.2	1.9	2.8	3.7	4.4
	YoY	29.2%	54.0%	45.8%	32.1%	20.0%
	营业成本（亿元）	0.96	1.5	2.1	2.8	3.3
	毛利率（%）	22.9%	22.5%	25.8%	25.0%	25.0%
合计	营业收入（亿元）	28.2	36.3	42.6	50.0	56.9
	YoY	26.5%	28.7%	17.4%	17.3%	13.9%
	营业成本（亿元）	22.5	28.2	32.4	37.9	43.1
	毛利率（%）	20.1%	22.3%	23.9%	24.3%	24.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与预测

综上所述，我们预计公司2024-2026年实现营收42.6/50.0/56.9亿元，同比+17.4%/+17.3%/+13.9%，毛利率分别为23.9%/24.3%/24.4%。

费用率方面，我们假设公司2024-2026年销售费用率为2.5%/2.4%/2.3%；管理费用率为5.5%/5.3%/5.1%，研发费用率为5.0%/4.9%/4.8%。



**表 11: 公司盈利预测假设条件**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	26.5%	28.7%	17.4%	17.3%	13.9%
营业成本/营业收入	79.9%	77.7%	76.1%	75.7%	75.6%
销售费用率	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用率	5.5%	5.7%	5.5%	5.3%	5.1%
研发费用率	4.5%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	4.3%	4.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	39.4%	55.3%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 伊戈尔公告, 国信证券经济研究所整理与预测

## 未来三年业绩预测

**表 12: 公司未来三年业绩预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	28.21	36.30	42.60	49.98	56.95
营业成本 (亿元)	22.55	28.19	32.44	37.85	43.06
销售费用 (亿元)	0.77	0.97	1.06	1.20	1.31
管理费用 (亿元)	1.56	2.06	2.34	2.65	2.90
研发费用 (亿元)	1.26	1.86	2.13	2.45	2.73
财务费用 (亿元)	-0.07	0.13	0.06	0.06	0.05
营业利润 (亿元)	2.00	2.27	4.05	5.21	6.28
利润总额 (亿元)	2.00	2.27	4.05	5.21	6.28
归母净利润 (亿元)	1.91	2.09	3.34	4.33	5.24
EPS (元)	0.64	0.53	0.85	1.10	1.34
ROE	11%	9%	10%	12%	14%

资料来源: 伊戈尔公告, 国信证券经济研究所整理与预测

根据上述假设条件, 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.34/4.33/5.24 亿元, 同比 +60%/+30%/+21%, EPS 分别为 0.85/1.10/1.34 元。

### ◆ 估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 22.95-25.05 元。

#### 绝对估值: 22.29-25.05 元

**表 13: 资本成本假设**

无杠杆 Beta	1	T	15.00%
无风险利率	2.70%	Ka	8.9%
股票风险溢价	6.20%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价 (元)	16.48	Ke	9.22%
发行在外股数 (百万)	392	E/(D+E)	90.00%
股票市值 (E, 百万元)	8227	D/(D+E)	10.00%
债务总额 (D, 百万元)	496	WACC	8.72%
Kd	5.00%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 22.29-25.05 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		23.59	8.32%	8.52%	8.72%	8.92%
永续 增长 率变 化	2.4%	26.71	25.65	24.66	23.74	22.87
	2.2%	26.06	25.05	24.11	23.23	22.39
	<b>2.0%</b>	25.45	24.49	<b>23.59</b>	22.74	21.95
	1.8%	24.87	23.96	23.10	22.29	21.52
	1.6%	24.34	23.46	22.63	21.86	21.12

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 相对估值：22.95-25.5 元

公司深耕磁性元器件行业，主营业务包括光储高频磁感、光伏升压器、工业控制变压器、照明电源、车载电感、车载电源、充电桩业务，我们选取与磁性元器件、变压器相关的可比公司。金盘科技、江苏华辰和可立克。其中金盘科技、江苏华辰均深耕于变压器业务，可立克产品包括电子变压器和电感等磁性元件以及电源适配器，均具备可比性，可比公司 2024 年/2025 年平均估值为 27/20 倍。伊戈尔在新能源变压器和工业控制变压器行业不断拓展海外客户，丰富产品，提升盈利能力，同时拓展车载电感、车载电源、充电桩业务提供新的业绩增长动力，我们给予伊戈尔 2024 年 27-30 倍估值，最终确定相对估值区间为 22.95-25.5 元。

表 15: 电力设备行业可比公司情况（2024.5.16）

股票代码	股票简称	最新股价 (5月16日)	EPS			PE			评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
688676.SH	金盘科技	58.9	1.2	1.8	2.5	50	33	24	买入
603097.SH	江苏华辰	26.80	0.8	1.0	1.2	35	28	22	未评级
002782.SZ	可立克	11.23	0.2	0.6	0.8	49	19	14	未评级
	平均					45	27	20	
002922.SZ	伊戈尔	21.9	0.5	0.9	1.1	41	26	20	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 22.95-25.05 元之间，相对于公司目前股价有 5%-14% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 3.34/4.33/5.24 亿元，同比+60%/+30%/+21%，EPS 分别为 0.85/1.10/1.34 元；对应 2024-2026 年 PE 分别为 26/20/16 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

## ◆ 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.7%、风险溢价 6.2%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：主要关注公司 2024 年估值，选取可比公司 2024 年平均 PE 作为参考。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

### 盈利预测的风险

我们假设公司 2024-2026 年收入增长+17.4%/+17.3%/+13.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观的情况，进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 23.9%/24.3%/24.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利率高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险、政策风险与其他风险

**原材料价格波动的风险：**公司原材料主要为硅钢片、铜材、电子元器件，硅钢片和铜材为大宗商品，其采购价格受近年来大宗商品市场影响。未来，如果大宗商品市场价格大幅波动，则可能对本公司经营产生不利影响。

**技术迭代更新的风险：**公司所处行业的技术研发涉及电力电子技术、电磁仿真技术、热动力技术、自动化技术、工业设计技术等多项技术，综合性较强，对各项技术要求较高。由于各项技术不断处于更新换代过程中，以及受自身研发条件限制，某些新技术成果可能无法按照计划完成开发，或者该技术成果在技术、性能、成本等方面不具备竞争优势，以及如果公司技术研发偏离了下游行业的技术发展方向，将导致公司技术研发成果无法应用于市场，从而对公司业务发展造成不利影响。

**行业竞争加剧的风险：**近年来国际知名厂商在我国建立生产基地，发展前景广阔的消费及工业领域用电源产业，国内也有一批竞争实力较强的企业，市场竞争将更为激烈。如果发生决策失误，市场拓展不力，不能保持技术、生产水平的先进性，或者市场供求状况发生了重大不利变化，公司将会面临不利的市场竞争局面，甚至会影响到公司的生存和长远发展。

**政策变化风险：**公司新能源产品主要应用于光伏逆变器、光伏电站、储能以及新能源汽车，目前产品出口欧美居多，该行业一定程度上受到本国及其他国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	491	668	821	700	869	营业收入	2821	3630	4260	4998	5695
应收款项	1164	1338	1109	1232	1326	营业成本	2255	2819	3244	3785	4306
存货净额	366	483	622	726	826	营业税金及附加	14	18	21	25	28
其他流动资产	85	464	324	379	431	销售费用	77	97	106	120	131
<b>流动资产合计</b>	<b>2194</b>	<b>3659</b>	<b>3402</b>	<b>3558</b>	<b>3968</b>	管理费用	156	206	234	265	290
固定资产	995	1218	1515	1786	1882	研发费用	126	186	213	245	273
无形资产及其他	102	114	109	105	100	财务费用	(7)	13	6	7	8
其他长期资产	163	287	213	250	285	投资收益	(4)	4	0	0	0
长期股权投资	73	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	(19)	(79)	(55)	(55)	(55)
<b>资产总计</b>	<b>3527</b>	<b>5296</b>	<b>5258</b>	<b>5718</b>	<b>6253</b>	其他收入	41	90	80	80	80
短期借款及交易性金融负债	372	260	300	318	250	营业利润	200	227	405	521	628
应付款项	1003	1360	1066	1244	1416	营业外净收支	1	(1)	0	0	0
其他流动负债	305	278	287	208	236	<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>227</b>	<b>405</b>	<b>521</b>	<b>628</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1690</b>	<b>1920</b>	<b>1653</b>	<b>1771</b>	<b>1902</b>	所得税费用	9	9	61	78	94
长期借款及应付债券	6	196	196	196	196	少数股东损益	0	8	10	10	10
其他长期负债	70	75	75	75	75	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191</b>	<b>209</b>	<b>334</b>	<b>433</b>	<b>524</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>76</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1766</b>	<b>2191</b>	<b>1924</b>	<b>2042</b>	<b>2173</b>	净利润	191	209	334	433	524
少数股东权益	2	12	22	32	42	资产减值准备	(15)	(68)	(50)	(50)	(50)
股东权益	1760	3093	3311	3644	4038	折旧摊销	50	76	108	133	159
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3527</b>	<b>5296</b>	<b>5258</b>	<b>5718</b>	<b>6253</b>	公允价值变动损失	0	15	5	5	5
						财务费用	(7)	13	6	7	8
关键财务与估值指标						营运资本变动	181	(414)	97	(182)	(47)
每股收益	0.49	0.53	0.85	1.10	1.34	其它	(222)	354	61	62	63
每股红利	0.19	0.30	0.26	0.33	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>186</b>	<b>174</b>	<b>555</b>	<b>401</b>	<b>654</b>
每股净资产	4.50	7.93	8.51	9.38	10.41	资本开支	(256)	(550)	(400)	(400)	(250)
ROIC	10%	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(55)	(477)	79	(32)	(30)
ROE	11%	9%	10%	12%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(311)</b>	<b>(1027)</b>	<b>(321)</b>	<b>(432)</b>	<b>(280)</b>
毛利率	20%	22%	24%	24%	24%	权益性融资	11	1199	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	10%	11%	12%	负债净变化	210	34	40	18	(68)
EBITDA Margin	9%	11%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(59)	(75)	(116)	(100)	(130)
收入增长	27%	29%	17%	17%	14%	其它融资现金流	214	(155)	40	18	(68)
净利润增长率	-2%	9%	60%	30%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>168</b>	<b>1145</b>	<b>(82)</b>	<b>(90)</b>	<b>(205)</b>
资产负债率	50%	41%	37%	36%	35%	<b>现金净变动</b>	<b>43</b>	<b>292</b>	<b>152</b>	<b>(121)</b>	<b>169</b>
息率	0.9%	1.3%	1.2%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	325	491	668	821	700
P/E	44.8	41.0	25.7	19.8	16.4	货币资金的期末余额	491	668	821	700	869
P/B	4.9	2.8	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	160	(594)	180	26	428
EV/EBITDA	42.6	28.2	19.1	15.4	13.0	权益自由现金流	377	(572)	214	37	354

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032