

伊戈尔(002922)

报告日期：2025年12月09日

“全球造，销全球”，变压器+AIDC产品加速出海

——伊戈尔深度报告

投资要点

□ 聚焦能源、信息行业，专注于变压器、电源等产品的研发、生产及销售

公司自1999年设立以来，一直扎根于电源行业，产品可广泛应用于光伏、储能、配网、工业控制、数据中心及照明领域。2020-2024年，公司营业总收入分别从14.06亿元增长至46.39亿元，四年CAGR达到35%；归母净利润从0.51亿元增长至2.93亿元，四年CAGR达到54%。受部分产品销售价格下降、大宗原材料价格上涨等因素影响，2025Q1-Q3，公司实现营业总收入38.08亿元，同比增长17%；归母净利润1.78亿元，同比下降15%。

□ 变压器市场景气向上，国产厂商迎历史性出海机遇

海外变压器短缺问题加剧，交期延长、价格上涨。需求端，受光伏储能并网需求激增、数据中心用电大幅增长等驱动，大型开发商、电网公司、数据中心运营商加大变压器的采购，用以满足替代和新增的需求。供给端，制造商难以应对劳动力和材料短缺的问题导致现有产能难以满足激增的需求。综合竞争力持续提升的国内优质变压器厂商有望迎来历史性出海机遇。

□ “全球造，销全球”，海外产能及渠道优势显著

公司境外业务呈现高速发展态势，北美及欧洲占比达到70%。公司外销产品主要为新能源变压器、工业控制变压器及照明类产品，2025Q1占比分别为53%、14%、33%，新能源变压器占比持续提升。新能源变压器、工业控制变压器等产品境外毛利率均远高于国内。公司围绕产能提升与市场覆盖需求，全面推进全球制造基地与销售网络布局，加速推进整体供应链出海。公司大力推进海内外数智化生产基地建设，马来西亚、泰国、美国、墨西哥等境外产能逐步释放；海外产能持续推动北美、欧洲客户合作。

□ 电力电子技术为基，能源+信息产品矩阵丰富

公司长期深耕电力电子技术领域，以市场、客户需求为导向，开展技术研发和新产品开发。公司产品主要为能源产品、照明产品及其他孵化产品三大品类。能源产品包括应用于光伏、储能、配电等领域的新能源变压器、高频电感、用于医疗、安防、数据中心等领域的工业控制变压器等。照明产品包括照明电源及照明灯具。其他孵化产品主要包括车载电感、车载电源、储能装置、充电桩等。丰富的产品矩阵有助于公司充分把握市场机遇。

□ 前瞻布局数据中心领域，有望打开成长空间

公司近年集中资源重点投入应用在数据中心领域的变压器产品。自2017年起，有超100个数据中心在使用伊戈尔生产的变压器，正常运行。2025年上半年数据中心变压器产能逐步释放，公司在数据中心变压器产品结构和市场拓展上已取得了突破。其产品品类从移相变压器拓展至环氧浇注干式变压器、油浸式变压器等，销售区域从国内拓展至日本、美国、马来西亚等海外市场。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司聚焦能源、信息行业，产品布局丰富，海外渠道优势显著，储能变压器、配电变压器、数据中心产品有望驱动公司业绩加速增长。我们预计公司2025-2027年营业收入分别为56.37、72.89、91.96亿元，同比增速分别为22%、29%、26%，三年CAGR达到26%；归母净利润分别为2.76、5.03、6.83亿元，同比增速分别为-6%、82%、36%，三年CAGR达到33%；EPS分别为0.65、1.19、1.61元/股，对应PE分别为49、27、20倍。

□ 风险提示

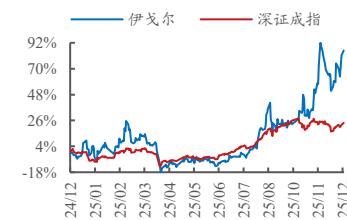
下游需求不及预期；国际化经营风险；市场竞争加剧；主要原材料价格波动

投资评级：买入(首次)**分析师：邱世梁**执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn**分析师：陈明雨**执业证书号：S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn**分析师：尹仕昕**执业证书号：S1230524040007
yinshixin@stocke.com.cn**分析师：曹宇**执业证书号：S1230525080007
caoyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.73
总市值(百万元)	13,432.96
总股本(百万股)	423.35

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4639	5637	7289	9196
(+/-) (%)	28%	22%	29%	26%
归母净利润	293	276	503	683
(+/-) (%)	40%	-6%	82%	36%
每股收益(元)	0.69	0.65	1.19	1.61
P/E	46	49	27	20
ROE	9.24%	7.60%	11.71%	13.93%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 聚焦能源、信息行业，专注变压器、电源等产品	6
2 变压器市场景气向上，国产厂商迎历史性出海机遇	9
2.1 发电侧：新能源装机并网带动变压器需求高增	9
2.2 用电侧：AIDC、电气化率提升等驱动用电需求提升	11
2.3 电网侧：发达国家老旧电网替换升级催生替换需求	14
2.4 海外变压器短缺问题加剧，国产厂商迎历史性出海机遇	15
3 海外产能及渠道优势显著，能源+信息产品矩阵丰富	18
3.1 “全球造，销全球”，持续推动海外优质客户合作	18
3.2 电力电子技术为基，能源+信息产品矩阵丰富	21
4 前瞻布局数据中心领域，产品品类+市场持续突破	25
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测	28
5.2 估值与投资建议	28
6 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司主营业务及产品.....	6
图 2: 2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及同比增速 (单位: 百万元、%)	6
图 3: 2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速 (单位: 百万元、%)	7
图 4: 2020-2025Q1-Q3 公司扣非归母净利润及同比增速 (单位: 百万元、%)	7
图 5: 2020-2025H1 公司各业务营收占比 (单位: %)	7
图 6: 2025H1 公司各业务营收占比 (单位: %)	7
图 7: 2020-2025Q1-Q3 公司销售毛利率及净利率 (单位: %)	8
图 8: 2020-2025H1 公司各业务毛利率 (单位: %)	8
图 9: 公司股权结构 (截至 2025Q3 末)	8
图 10: 电力系统内变压器 (Transformer) 的应用	9
图 11: 全球各类型可再生能源新增装机情况及预测 (单位: GW)	10
图 12: 2024-2030 年光伏和风电新增装机情况及预测 (单位: GW)	10
图 13: 全球各类型可再生能源发电量在电力结构中占比情况及预测 (单位: %)	10
图 14: 风电与火电经升压接入电网的对比	10
图 15: 主要国家电网、光伏、风电及充电桩的典型建设周期 (单位: 年)	11
图 16: 全球部分地区各类型可再生能源项目排队情况 (单位: GW)	11
图 17: 1992-2026 年全球电力需求同比变化 (单位: %)	12
图 18: 全球数据中心电力需求情况及预测	12
图 19: 在建数据中心装机容量分布特征	13
图 20: 部分地区新建数据中心并网排队情况	13
图 21: 2025-2030 年全球数据中心装机预测 (基础预测以及电网受限导致延期后的预测)	14
图 22: 高压设备、光伏、风电和充电桩的典型设计寿命 (单位: 年)	14
图 23: 不同国家及地区电网运营时间结构 (单位: %。, Tx 即主网, Dx 即配网)	15
图 24: 1948-2006 年美国大型电力变压器年度安装情况 (单位: 个)	15
图 25: 2023 年特变电工变压器产品价值量拆分 (单位: %)	16
图 26: 美国变压器价值量拆分 (单位: %)	16
图 27: 变压器订单积压量与价格指数的变化	16
图 28: 伊戈尔美国德克萨斯州沃斯堡智能变压器制造工厂	19
图 29: 公司全球营销及制造布局	20
图 30: 公司境外收入及占比 (单位: 百万元、%)	20
图 31: 公司境外收入分区域占比 (单位: %)	20
图 32: 公司境外产品销售结构 (单位: %)	21
图 33: 公司境内外业务毛利率对比 (单位: %)	21
图 34: 公司产品布局矩阵	22
图 35: 公司光伏升压变和箱变产品	22
图 36: 公司配电变压器产品	22
图 37: 公司工业控制用变压器产品	23
图 38: 公司照明电源产品	23
图 39: 公司车载电源及车载电感产品	24
图 40: 数据中心供电系统向高压、直流化方向演进	25
图 41: 数据中心供电方式演进趋势	26
图 42: 典型 SST 系统拓扑图	26

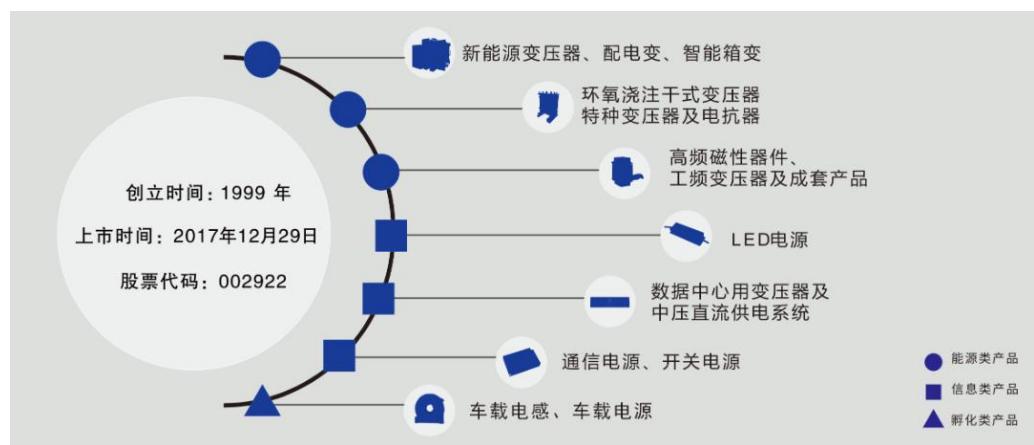
图 43: 公司数据中心用变压器产品	27
图 44: 公司中压直流供电系统	27

表 1: 中国变压器企业海外营业收入占比 (单位: %, 注: 海外营业收入含海外非变压器产品的收入)	17
表 2: 公司海外产能分布情况	18
表 3: 伊戈尔业务拆分表 (单位: 百万元、%)	28
表 4: 可比公司盈利预测与估值 (单位: 亿元、元/股)	29
表附录: 三大报表预测值	31

1 聚焦能源、信息行业，专注变压器、电源等产品

公司聚焦能源、信息行业，应用电力电子技术，专注于变压器、电源等产品的研发、生产及销售。公司自1999年设立以来，一直扎根于电源行业，在20余年的发展中，依靠强大的技术研发及客户服务能力，紧贴全球前沿技术发展趋势，前瞻性产品迭代。公司产品由成立初期应用于家电、音响、照明的环形变压器，顺应各时期全球发展热点，陆续推出电子变压器、LED照明电源、新能源用变压器等产品，围绕优质客户，不断促进公司业务及产品发展。目前，公司产品可广泛应用于光伏发电、工业控制、数据中心及照明领域。

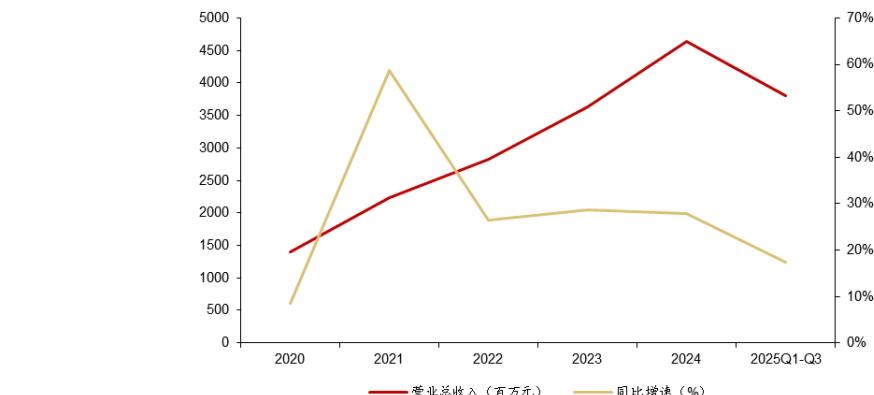
图1：公司主营业务及产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

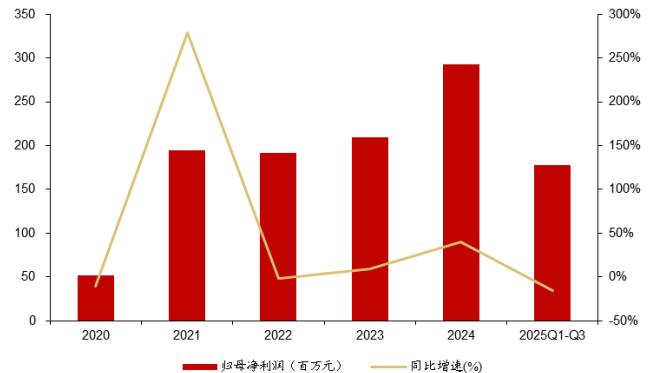
受益于全球光储装机量增长和海外电力设备升级迭代，公司业绩高速增长。2020-2024年，公司营业总收入分别从14.06亿元增长至46.39亿元，四年CAGR达到35%；归母净利润从0.51亿元增长至2.93亿元，四年CAGR达到54%；扣非归母净利润从0.37亿元增长至2.49亿元，四年CAGR达到61%。受部分产品销售价格下降、大宗原材料价格上涨等因素影响，2025Q1-Q3，公司实现营业总收入38.08亿元，同比增长17%；归母净利润1.78亿元，同比下降15%。

图2：2020-2025Q1-Q3公司营业总收入及同比增速（单位：百万元、%）



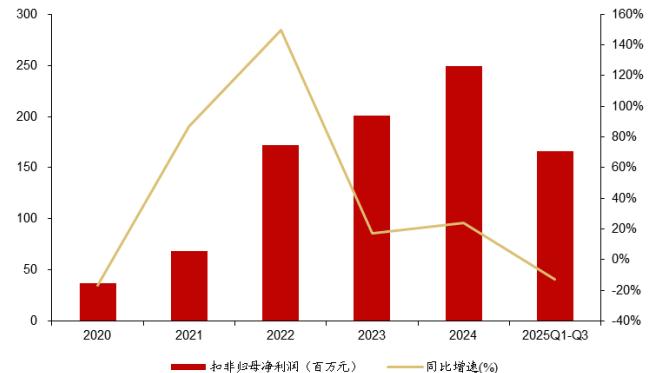
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

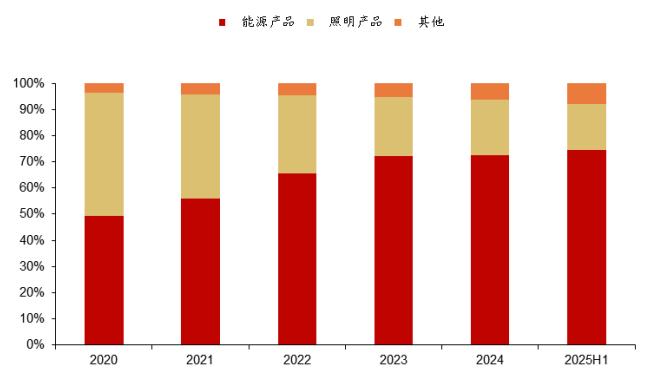
图4：2020-2025Q1-Q3 公司扣非归母净利润及同比增速（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

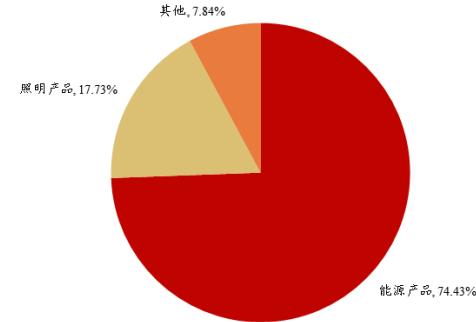
能源产品和照明产品为主要营收来源，能源产品占比快速提升。2020-2025H1，公司能源产品销售占公司营业总收入比例分别为 49%、56%、65%、72%、73%、74%；照明产品占比分别为 47%、40%、30%、22%、21%、18%。

图5：2020-2025H1 公司各业务营收占比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

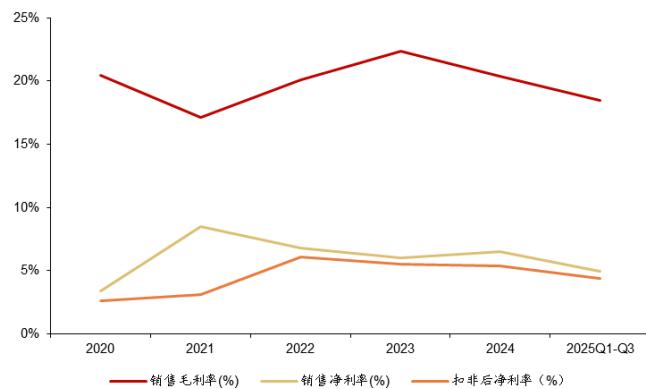
图6：2025H1 公司各业务营收占比（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

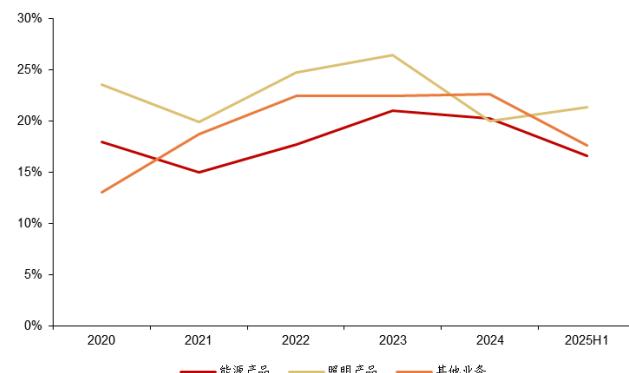
近年来盈利能力有所下降，海外业务拓展有望带动盈利回升。2020-2025Q1-Q3，公司销售毛利率分别为 20.5%、17.1%、20.1%、22.3%、20.4%、18.5%；销售净利率分别为 3.4%、8.5%、6.8%、6.0%、6.5%、4.9%；扣非后销售净利率分别为 2.6%、3.1%、6.1%、5.5%、5.4%、4.4%。分产品来看，2020-2025H1，公司能源产品毛利率分别为 17.9%、15.0%、17.7%、21.1%、20.3%、16.6%；照明产品毛利率分别为 23.6%、19.9%、24.7%、26.5%、20.0%、21.4%。

图7：2020-2025Q1-Q3 公司销售毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2020-2025H1 公司各业务毛利率（单位：%）

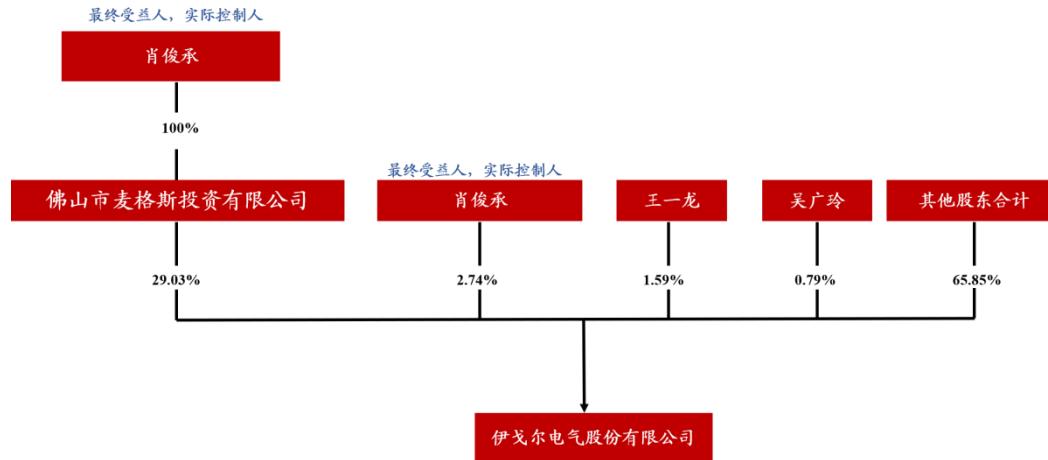


资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司控股股东为麦格斯，实际控制人为公司董事长肖俊承。截至 2025Q3 末，麦格斯直接持有公司 29.03% 的股份，为公司的控股股东。董事长肖俊承直接持有公司 2.74% 的股份；肖俊承通过麦格斯和个人持股方式合计持有公司 31.77% 的股份，为公司的实际控制人。

肖俊承 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。曾任职于佛山市工艺美术铸造厂、佛山市石湾区日升电业设备厂，1999 年创办公司，并长期从事管理工作，现任伊戈尔董事长、总经理。

图9：公司股权结构（截至 2025Q3 末）



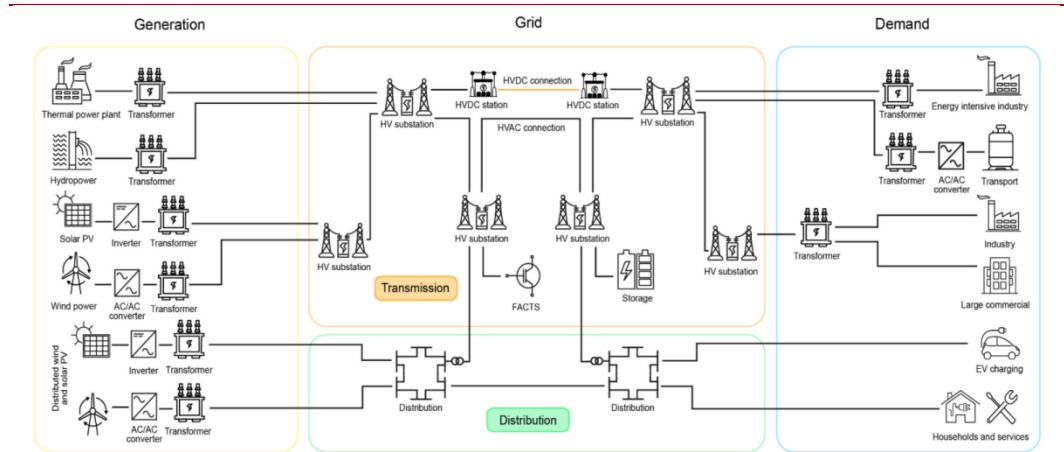
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 变压器市场景气向上，国产厂商迎历史性出海机遇

变压器的主要作用是变换电压，在发电、输电、配电、电能转换等各个环节都起着重要作用。变压器在电力系统中主要用于变换电压，以满足高压输电、低压配电的要求。一方面发电厂的发电机出口电压一般不超过 20kV，输电线路的电压为 110kV、220kV、330kV、500kV、765kV，这就要求把发电机输出电压升高后再输送给高压输电线路。另一方面当电能输送到用电区时，为了用电安全，再把高电压降为配电系统所需要的电压等级向用户供电。

变压器包括运行在主干电网的电力变压器和运行在终端的配电变压器两大部分。电力变压器（主变）指的是运行在主干电网的 35kV 及以上电压等级的变压器。配电变压器（配变）指的是在配电网中电压等级在 35kV 以下的直接向终端用户供电的变压器。

图10：电力系统内变压器（Transformer）的应用



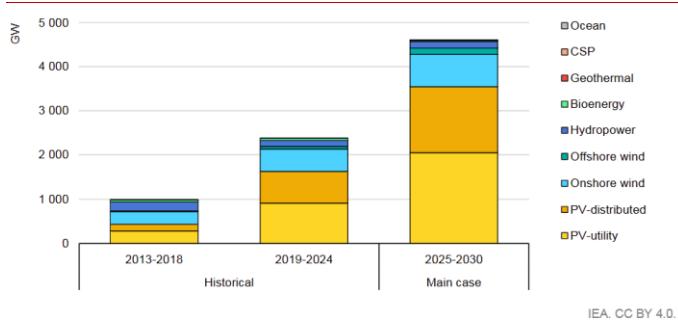
资料来源：IEA，浙商证券研究所

2.1 发电侧：新能源装机并网带动变压器需求高增

全球能源转型加速，2025-2030 年全球可再生能源新增装机总量有望达到 4600GW，其中光伏贡献 80% 的装机增量。随着全球能源结构的转型和新能源技术的不断突破，全球可再生能源装机持续高速增长。根据国际能源署（IEA）发布的《可再生能源 2025》，在多国政策支持下，全球可再生能源年新增装机有望从 2024 年的 683GW 增长至 2030 年的近 890GW，光伏和风电贡献 96% 的装机增量。

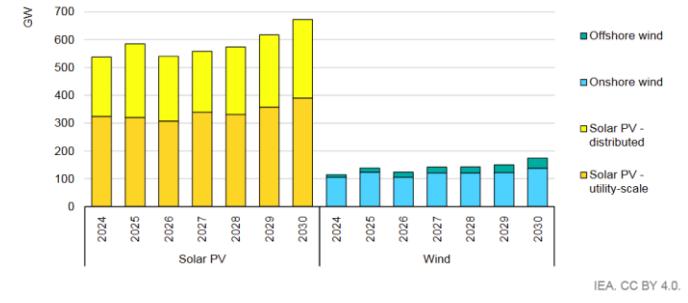
预计到 2030 年，可再生能源发电量将占全球发电量的 43%，其中光伏及风电发电量占比有望翻倍达到 28%。

图11：全球各类型可再生能源新增装机情况及预测（单位：
GW）



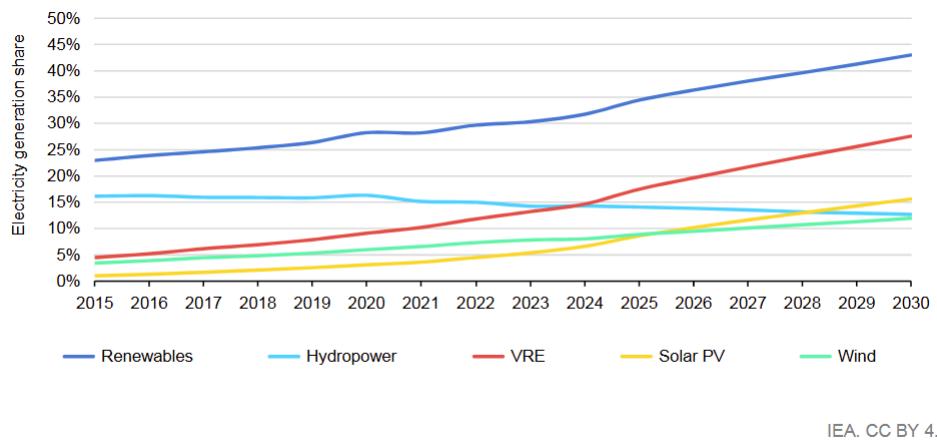
资料来源：IEA，浙商证券研究所

图12：2024-2030年光伏和风电新增装机情况及预测（单位：
GW）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

图13：全球各类型可再生能源发电量在电力结构中占比情况及预测（单位：%）



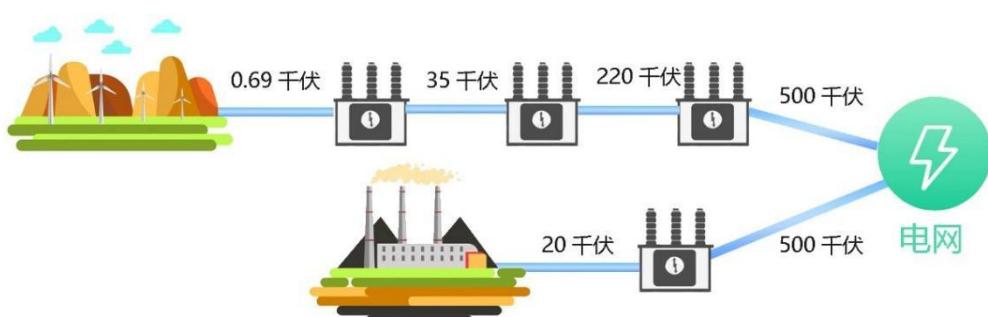
IEA. CC BY 4.0.

Notes: VRE = variable renewable energy. VRE sources include solar PV and wind.

资料来源：IEA，浙商证券研究所

新能源项目大规模接入电网将显著增加变压器的需求。新能源一般建立在风、光等资源丰富的山区、近海区域，输电距离较远。新能源机组的输出电压（初级电压）一般在690伏以下，需要经过多层级变压器的升压接入主网，而传统发电机组仅需1级升压接入主网，因此新能源机组对变压器的需求量往往是传统发电机组需求量的数倍。

图14：风电与火电经升压接入电网的对比

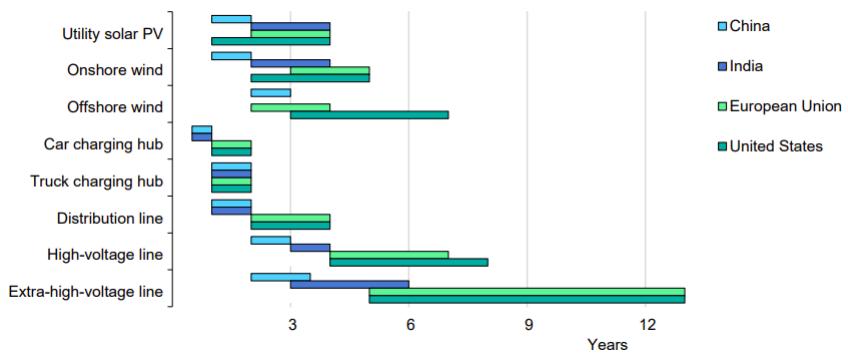


资料来源：浙电e家，浙商证券研究所

新能源高比例并网将导致电力平衡较为困难，对电网的调峰能力提出更高要求。在电力系统中，发电、供电同时完成，电网运行必须满足电力电量平衡约束，保持发、供电电力实时平衡。由于新能源发电具有随机性、波动性等特点，当新能源发电量在电网中占比较高时，保持电力供需的实时平衡将变得更加困难，从而对电网的稳定性构成挑战。

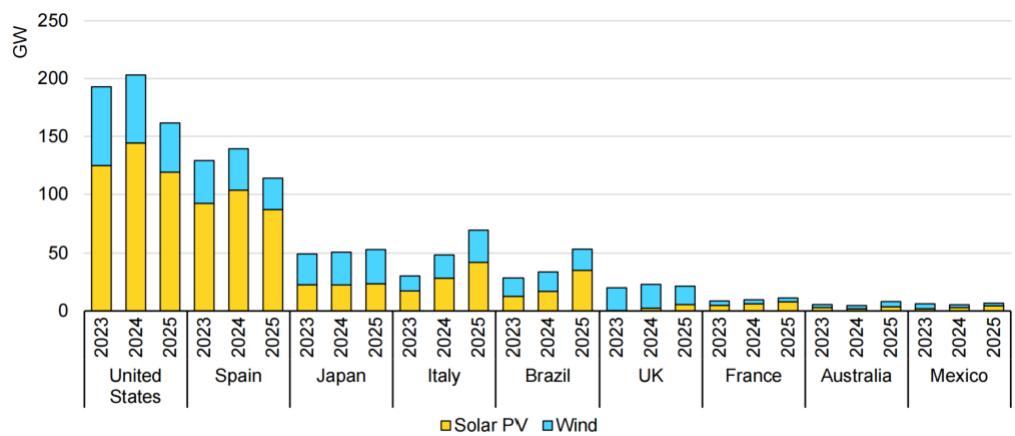
电网发展滞后阻碍新能源并网，亟需输配电网加速建设。电网建设周期普遍长于风光电站建设周期，导致其难以按照所需的速度将新建可再生能源发电并网。根据IEA，在受调查国家中，截至2025年年中，约有1700GW的项目处于开发后期阶段等待并网。根据LBBL，美国并网排队瓶颈阻碍了1700GW的清洁电力建设，是美国目前已投运风电、光伏和电池装机容量的七倍多。开发商预计至少等待三年才能获得并入电网的最终批准。英国、西班牙和德国等多个欧洲国家的发电项目平均要排队三到七年才能并网。

图15：主要国家电网、光伏、风电及充电桩的典型建设周期（单位：年）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

图16：全球部分地区各类型可再生能源项目排队情况（单位：GW）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

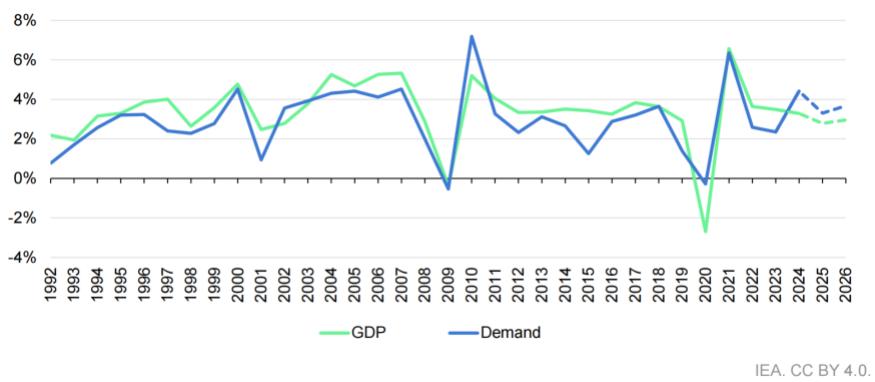
2.2 用电侧：AIDC、电气化率提升等驱动用电需求提升

全球电力需求有望加速，推动变压器需求高增。随着智能制造、工业互联网等技术的广泛应用，制造业的电气化率不断提升，对电力的需求呈现出快速增长的态势。此外，人工智能、大数据、云计算等高耗电量行业的快速发展更深层次地刺激电力需求的持续增长。电力需求的增长历来伴随着电网的扩展和加强，虽然分布式能源变得越来越普遍，但是集

中式电站仍然是支撑电力需求提升的关键要素。电网扩展不仅包括线路和电缆的延伸，还包括非线路装置的投资，如变电站、储能、数字化技术等。

预计 2025-2026 年全球电力需求增速将处于近十年来的高位水平。根据 IEA，全球电力需求预计将在 2025 年同比增长 3.3%，2026 年增速达 3.7%，处于近十年来的高位水平。2026 年全球电力消费量将突破 29,000TWh 的历史新高。工业、家用电器电力需求的增长、空调使用量的增加、数据中心的扩张以及持续的电气化等因素，仍将是推动全球电力需求直至 2026 年强劲增长的主要动力。

图17：1992-2026年全球电力需求同比变化（单位：%）



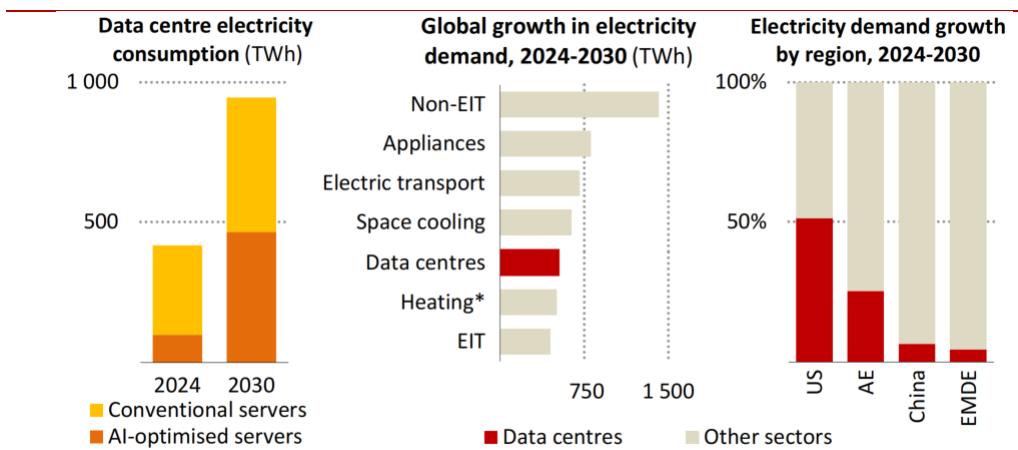
IEA, CC BY 4.0.

Note: Data for 2025-2026 are forecast values.

资料来源：IEA，浙商证券研究所

到 2030 年，数据中心总用电量有望翻倍增长至接近 1000Twh。在数据中心快速扩张的推动下，到 2030 年，AI 服务器耗电量将增长五倍，这将导致数据中心总用电量到 2030 年翻番，接近 1000TWh。

图18：全球数据中心电力需求情况及预测



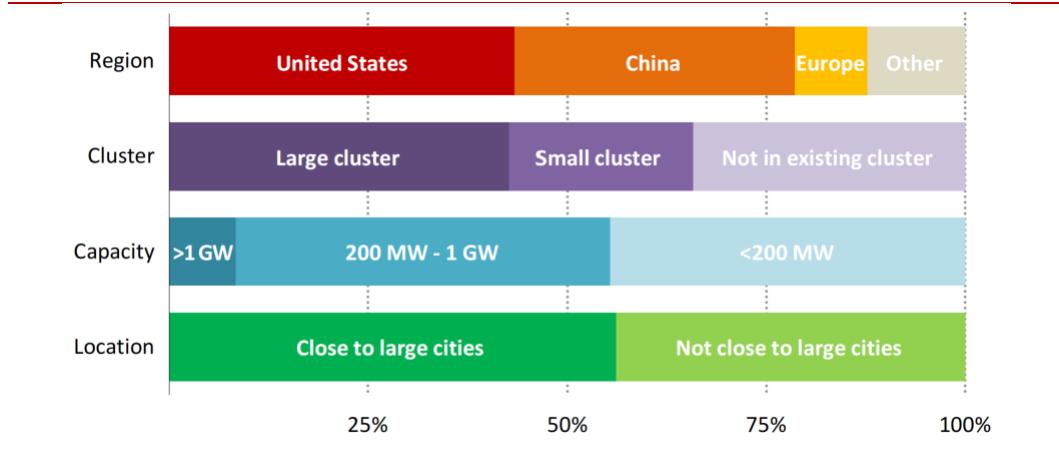
资料来源：IEA，浙商证券研究所

数据中心集中分布在美国、中国和欧洲。数据中心在地理分布上高度集中，美国、中国和欧洲数据中心占全球总容量的 82%。未来几年，85%以上的新增数据中心容量将集中

在这三个地区。在中国和欧盟，到 2030 年数据中心用电需求增长占比约 6-10%，美国同时期电力需求增长中约半数来自数据中心。

多数新建数据中心设计容量超 200MW，且分布在电力高负荷区域。目前在建或已宣布的数据中心中，超过半数选址于人口不少于百万的城市或其周边，这些地区的电网本就承载着高负荷；55%的新增数据中心设计容量超过 200MW，完全投运后每个设施年耗电量将相当于约 20 万户家庭用电量；且新增数据中心有近 2/3 位于现有数据中心集群区域。

图19：在建数据中心装机容量分布特征



资料来源：IEA，浙商证券研究所

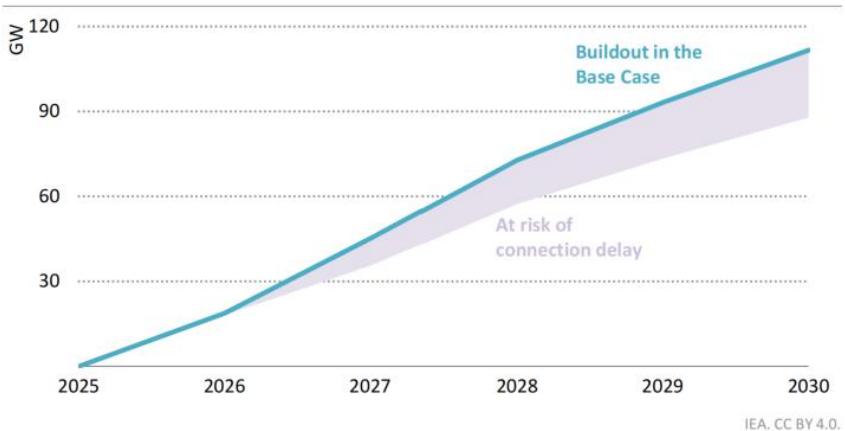
数据中心快速扩张导致多地电网拥堵和并网排队现象日益严重，IEA 预估新增数据中心中约 20%或面临延期风险。美国平均排队时间为 1-3 年，而北弗吉尼亚地区接入电网甚至需等待长达七年。英国及欧洲部分地区平均排队时间高达 7-10 年。此外，变压器、电缆、燃气轮机等关键设备供应链已面临压力。以变压器为例，交货积压周期持续延长，直接影响数据中心配套基础设施的建设进度。IEA 预估，受这些因素影响，到 2030 年预计新增数据中心中约 20%可能面临延期风险。

图20：部分地区新建数据中心并网排队情况

Jurisdiction	Average time in queue
United States	1-3 years
North Virginia (United States)	Up to 7 years
California (United States)	3 years
Germany	Up to 7 years
United Kingdom	5-7 years
Netherlands	Up to 10 years
Kanto (Japan)	More than 5 years
Malaysia	Under 3 years
Queensland (Australia)	More than 2 years
Italy	Under 3 years
Spain	3-5 years
Ireland	In Dublin, paused until 2030

资料来源：IEA，浙商证券研究所

图21：2025-2030年全球数据中心装机预测（基础预测以及电网受限导致延期后的预测）



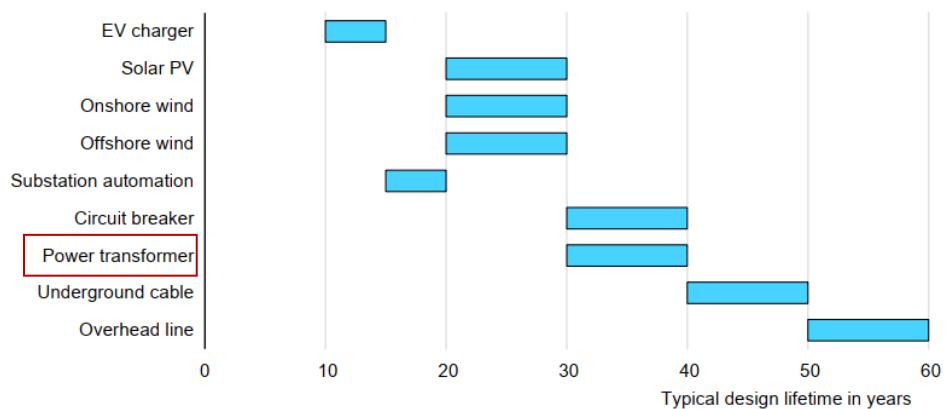
资料来源：IEA，浙商证券研究所

变压器的性能和数量直接影响数据中心能否正常运转。数据中心内海量的芯片、显卡和处理器进行的高强度运算离不开稳定高效的电力支持，而变压器恰恰是电力传输链路中的核心节点，其性能和数量直接决定了数据中心能否正常运转。而且，随着未来AI技术的深化应用，其对变压器的需求预计将持续增长。

2.3 电网侧：发达国家老旧电网替换升级催生替换需求

变压器等电网设备使用年限一般在30-40年，设备老化会带来显著的安全性和可靠性风险。根据IEA，由于电网资产通常更为昂贵，变压器、断路器等电网设备的设计寿命在30-40年，远长于接入电网的光伏、风电、充电桩等设备。随着时间的推移，变压器等设备中的绝缘材料会退化，导致电力故障、短路、火灾发生的可能性增加。电网设备的可靠性会随着使用时间的增长而逐渐消失，电网设备不可靠不仅会导致停电，甚至还可能导致设备损坏。

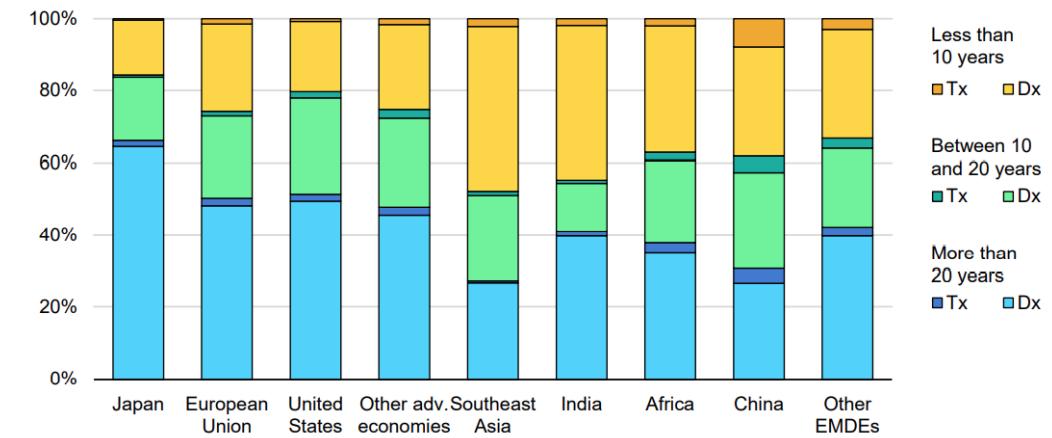
图22：高压设备、光伏、风电和充电桩的典型设计寿命（单位：年）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

发达国家电网老化严重，催生电网设备替换需求。由于较早的电气化，发达经济体的电网往往更加老旧，部分基础设施已经运行 50 年及以上。老化电网设施的现代化升级迫在眉睫，以提高电网效率和可靠性，并适应新能源建设的需求。在发达经济体中，仅 23% 的电网设施运营时长在 10 年内，超过 50% 的设备已经运营超过 20 年。相比之下，新兴市场和发展中国家约 40% 的电网设备运营时间在 10 年以下，不到 38% 的设备运营超过 20 年。

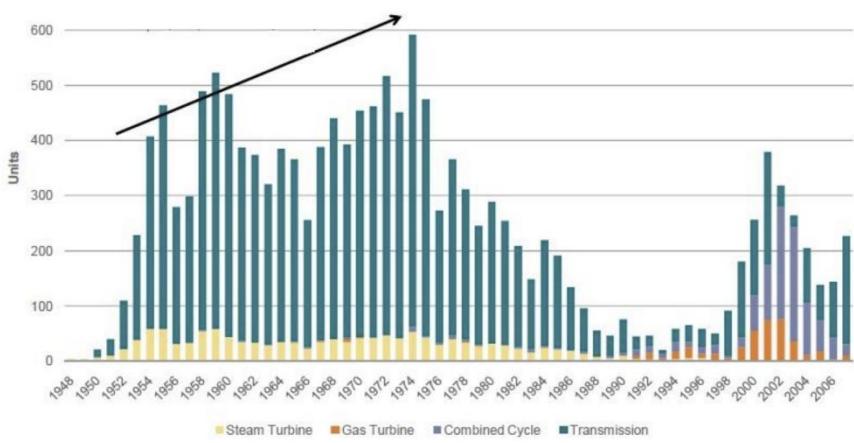
图23：不同国家及地区电网运营时间结构（单位：%。Tx 即主网，Dx 即配网）



资料来源：IEA，浙商证券研究所

美国大型变压器老化问题突出，替换需求空间广阔。根据美国能源局，在 1950-1970 年代，美国经历了大型电力变压器的安装投运高峰期，距今已经 50-70 年，已经超出其设计寿命。根据美国商务部，目前美国大型变压器的平均寿命已经达到 38 年，亟待替换升级。

图24：1948-2006 年美国大型电力变压器年度安装情况（单位：个）



资料来源：美国能源局，浙商证券研究所

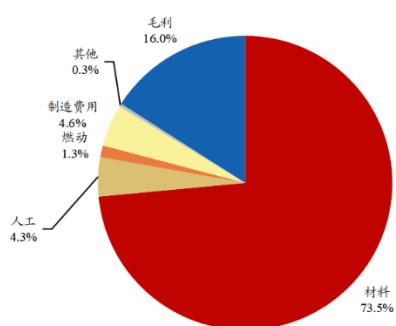
2.4 海外变压器短缺问题加剧，国产厂商迎历史性出海机遇

变压器行业具有资金密集型特征，海外变压器厂商经历多轮周期，扩产决策相对谨慎。目前，海外变压器供应商投入大量资本用以扩产的意愿相对偏低。变压器的盈亏平衡时间跨度往往为数年甚至数十年，投资回报周期过长。同时，变压器产能受限于场地、设备、

劳动力、供应链等因素，建设周期偏长，制造商担心变压器需求激增的持续性。此外，海外厂商经历多轮周期后，目前正享受着变压器紧缺带来的高利润，冒着财务报表稳定性的风险而去快速扩张的动力较低。

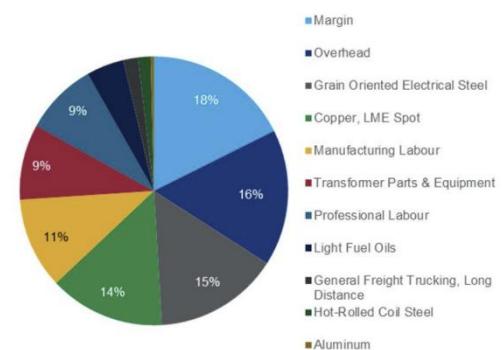
欧美制造端劳动力紧缺问题严重，变压器人工成本远高于中国。在欧美地区，变压器行业的劳动力紧缺问题正逐渐显现。变压器制造需要丰富的经验和精湛的技艺，老一代技术工人的退休以及新一代技术工人缺乏足够的实践经验导致熟练劳动力的短缺。此外，变压器技术的迭代使得对人才的技能要求日益提升。欧美国家制造业劳动力薪资水平普遍偏高，变压器生产成本高于劳动力成本偏低的发展中国家。根据 Wood Mackenzie，在美国变压器的价值量拆分中，原材料成本仅占 45%，人工成本合计约占变压器价值量的 20%；而中国企业人工成本占比不足 5%。

图25：2023年特变电工变压器产品价值量拆分（单位：%）



资料来源：特变电工公司公告，浙商证券研究所

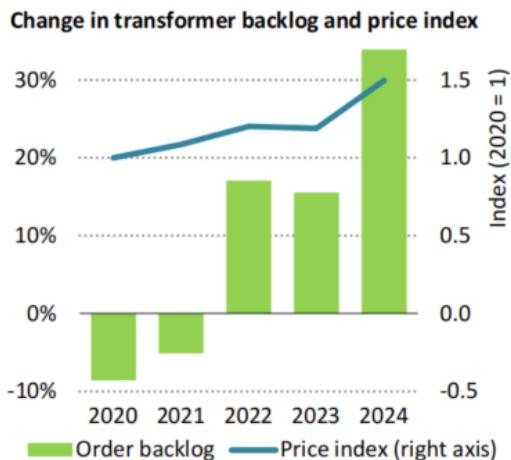
图26：美国变压器价值量拆分（单位：%）



资料来源：Wood Mackenzie，浙商证券研究所

海外变压器短缺问题加剧，交期延长、价格上涨。需求端，受发电、电网及用电侧驱动，大型开发商及电网公司加大变压器的采购，用以满足替代和新增的需求。供给端，制造商难以应对劳动力和材料短缺的问题导致现有产能难以满足激增的需求。根据 IEA，2022 年以来，变压器订单积压量持续提升导致交付周期持续拉长，价格呈现持续上涨趋势。

图27：变压器订单积压量与价格指数的变化



资料来源：IEA，浙商证券研究所

当前国内变压器企业海外收入占比普遍偏低，出海难度较大，相对海外龙头品牌劣势主要体现在：

(1) **资质业绩**：电力行业对电力系统运行的安全性、可靠性要求很高，因此，电力行业对输变电设备制造商实行严格的标准管理及资质审查，其产品必须符合相应国家标准和行业标准。对于出口到海外的相关输配电及控制设备产品，既需要满足当地的能效标准，同时需要取得如美国 UL 认证、加拿大 CSA 认证、欧盟 CE 认证、挪威-德国船级社 DNVGL 认证及荷兰 KEMA 型式试验报告等准入资质。

(2) **品牌**：由于输配电及控制设备制造对电力系统的安全稳定运行至关重要，因此下游客户对产品的质量、可靠性要求较高。下游客户对于输配电产品的采购均十分谨慎，一般都很注重企业产品的历史运行情况和服务品质，新进入企业要获得用户的认可，往往需要较长的过程。

表1：中国变压器企业海外营业收入占比（单位：%，注：海外营业收入含海外非变压器产品的收入）

	2021	2022	2023	2024
特变电工	7.96%	6.54%	9.43%	12.24%
中国西电	25.52%	13.98%	12.60%	12.68%
金盘科技	17.99%	13.82%	17.66%	18.51%
明阳电气	0.71%	0.84%	0.05%	0.01%
三变科技	0.60%	0.90%	0.93%	2.17%
江苏华辰	0.05%	0.20%	0.68%	0.90%
保变电气	2.68%	2.99%	3.43%	1.42%
扬电科技	1.21%	0.45%	3.03%	10.67%
伊戈尔	34.64%	32.78%	27.03%	29.26%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合竞争力持续提升的国内优质变压器厂商有望迎来历史性出海机遇。经过多年研发投入及经验积累，国内优质变压器企业较海外主要竞争对手具有原材料供应稳定、生产成本较低、制造技术能力较强、服务响应及时、兼具本土化及跨国企业管理经验等优势，中高端产品同等性能和质量情况下更具价格、交货期优势，有望迎来历史性出海发展机遇。

(1) **供应链**：国内扩产效率更高，国内变压器前端制造的供应链环节上，相比海外有明显优势。国内供应链类似铜线、硅钢片交付效率和交付周期明显优于海外。

(2) **成本及价格**：海外厂商多为发达国家品牌，而国内厂商人力成本、供应链成本均低于海外品牌，成本及价格端优势明显。

(3) **制造技术能力**：我国电网设备技术性能指标国际先进。以特高压为代表的输配电重大成套装备技术，实现了众多重大技术突破，处于世界先进水平。

(4) **服务及响应能力**：我国变压器企业产能充沛，优质厂商已布局全面的海外营销体系，并配备了相应营销人员和售后服务工程师，可随时掌握市场的需求信息和快速响应客户的售后服务需求。

3 海外产能及渠道优势显著，能源+信息产品矩阵丰富

3.1 “全球造，销全球”，持续推动海外优质客户合作

公司围绕产能提升与市场覆盖需求，全面推进全球制造基地与销售网络布局，加速推进整体供应链出海。

大力推进海内外数智化生产基地建设，马来西亚、泰国、美国、墨西哥等境外产能逐步释放。2020 年公司收购马来 DEG 公司，作为公司首个海外基地，其主要生产照明类产品，主要面向北美洲及东南亚市场。公司泰国工厂完全投产后，具备月产 700 台新能源变压器的能力，同时也配套了部分配电变压器产能，有单相变压器、三相变压器、干式变压器等；墨西哥工厂预计 2026 年中期达产，还在调试中，完全投产后，预计新能源变压器月产能 500 台；美国工厂主要做配电变压器，规划年产能 2.1 万台，主要竞争对手是美国本土厂商。截至目前，公司在全球拥有 14 个全面推行数智化制造的生产基地，全球产能布局初见成效。

通过在美国本土生产配电变压器及相关产品，公司显著提升服务北美客户的响应速度与灵活性，同时有效规避潜在贸易与物流风险。2025 年 10 月 22 日上午，伊戈尔美国新能源公司 Eaglerise Renewable Energy(USA) Inc. 举行了其位于德克萨斯州沃斯堡的新型智能制造工厂开业典礼。沃斯堡工厂融合自动化、数字化与精益化生产，构建了新一代智能制造体系。工厂采用 ERP、MES 与 WMS 三大系统构成的数字管理框架，形成“智能大脑”，实现生产、物流与质量控制的实时协同。通过自动化立体仓储、AGV 自动运输以及机器人焊接与装配线，全面提升生产效率与一致性，同时降低能耗与运营成本。

表2：公司海外产能分布情况

工厂名称	投产进度	产品及规划产能	面向市场
泰国工厂	分期投产	新能源变压器年产能 0.84 万台，同时配套部分配电变压器	亚洲及北美洲市场
墨西哥工厂	预计 2026 年中期达产	新能源变压器年产能 0.6 万台	北美洲及拉丁美洲等市场。
美国工厂	预计 2025 年完工	配电变压器年产能 2.1 万台	美国本土市场
马来西亚工厂	已投产	照明类产品	主要面向北美洲及东南亚市场

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28：伊戈尔美国德克萨斯州沃斯堡智能变压器制造工厂



资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

搭建全球化营销体系，本地化服务提升客户粘性。公司以广东佛山为公司总部，在美国、德国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、墨西哥、上海、香港、深圳、安徽、江西等地设立了分支机构，已经建成辐射全球主要国家和地区的销售网络，更好地服务本地客户，并发掘新的市场机会。公司在全球范围内形成了长期稳定、高端的客户群体，包括宜家、日立、明电舍、欧司朗等。公司聘用本地销售及服务人员，组建具有专业知识和技术能力的业务团队，为当地客户提供本土化、定制化服务，并根据市场需求设立仓储中心，缩短交货周期，提升客户粘性。

海外产能持续推动北美、欧洲客户合作。公司海外工厂投产后，与北美部分头部 EPC 客户已达成合作，同时欧美体系的储能客户也在不断的达成合作。主要是近年来公司海外工厂的产能释放，同时全球变压器需求多点开花，尤其是储能为代表的新能源应用场景海外需求增加，伊戈尔海外新能源变压器产能恰能满足客户的需求，产品性能和各区域认证均能满足客户要求。

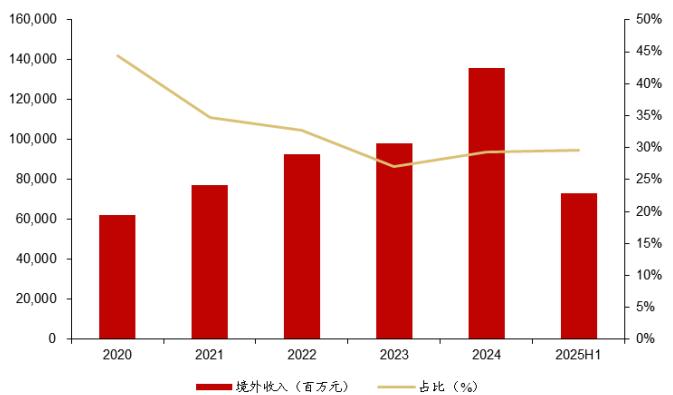
图29：公司全球营销及制造布局



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

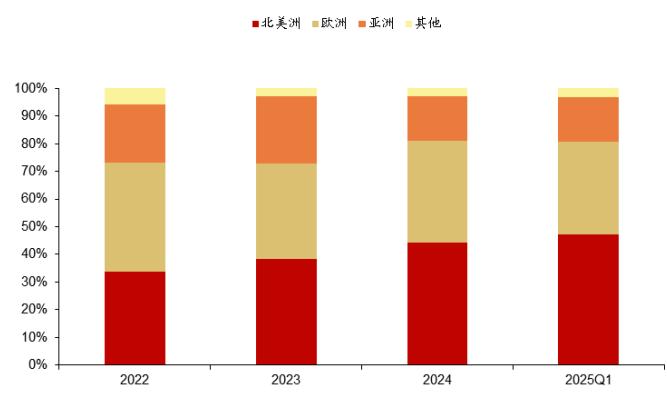
公司境外业务呈现高速发展态势，北美及欧洲占比达到70%。随着国际化战略的实施以及海外业务的拓展，公司2022-2025H1分别实现境外收入9.2亿元、9.8亿元、13.6亿元和7.3亿元，占营业收入比重分别为44%、35%、33%、27%、29%、30%。公司境外收入主要集中在北美洲和欧洲，北美洲收入占比呈上升趋势，主要来自美国、洪都拉斯、哥斯达黎加等国家；欧洲收入占比整体较为稳定，主要来自西班牙、瑞典、德国等；亚洲收入主要来自日本和印度。

图30：公司境外收入及占比（单位：百万元、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31：公司境外收入分区域占比（单位：%）



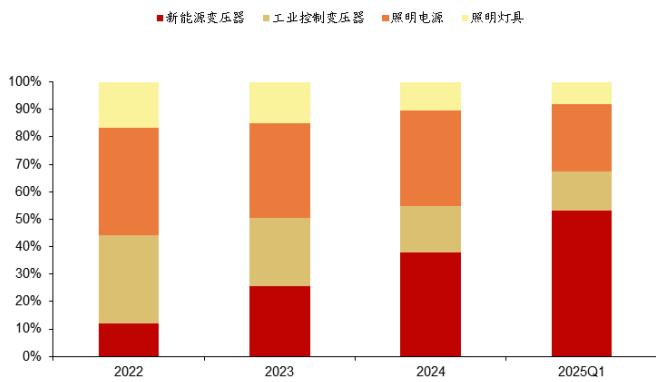
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司外销产品主要为新能源变压器、工业控制变压器及照明类产品，新能源变压器占比持续提升。2022-2025Q1，公司境外新能源变压器销售金额分别达到1.1、2.4、4.9、1.8亿元，占境外主要产品销售收入比例分别达到12%、26%、38%、53%；境外工业控制变压器收入分别2.9、2.3、2.2、0.47亿元，占比分别为32%、25%、17%、14%。

公司能源类产品境外毛利率均远高于国内。公司境内外毛利率有一定的差异，主要受能源类产品境内外毛利率差异较大的影响。新能源变压器及工业控制变压器的境外毛利率

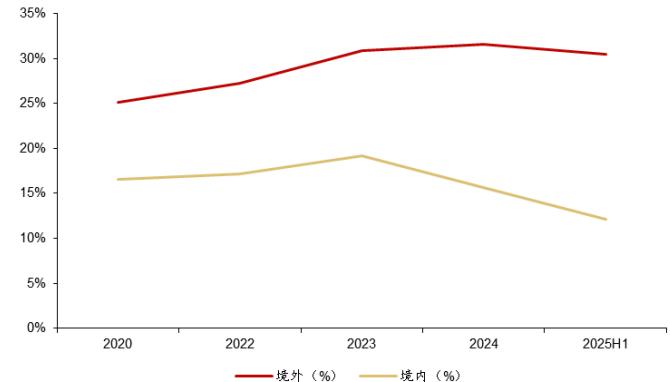
均高于境内。受劳动力成本、政策等因素影响，欧美、日韩等发达地区的能源类产品制造成本较高，故公司产品国外售价通常高于国内售价。公司多年来坚持国际化战略，产品质量及服务在国际市场上认可度高，竞争优势强，一般能保持较高的外销毛利率水平。对于境内能源类产品市场，市场竞争相对较为激烈，境内主要客户通常会选取多家供应商进行比价、招投标确定采购价格，一定程度上压低了公司的销售价格，导致内销毛利率整体处于较低水平。

图32：公司境外产品销售结构（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图33：公司境内外业务毛利率对比（单位：%）



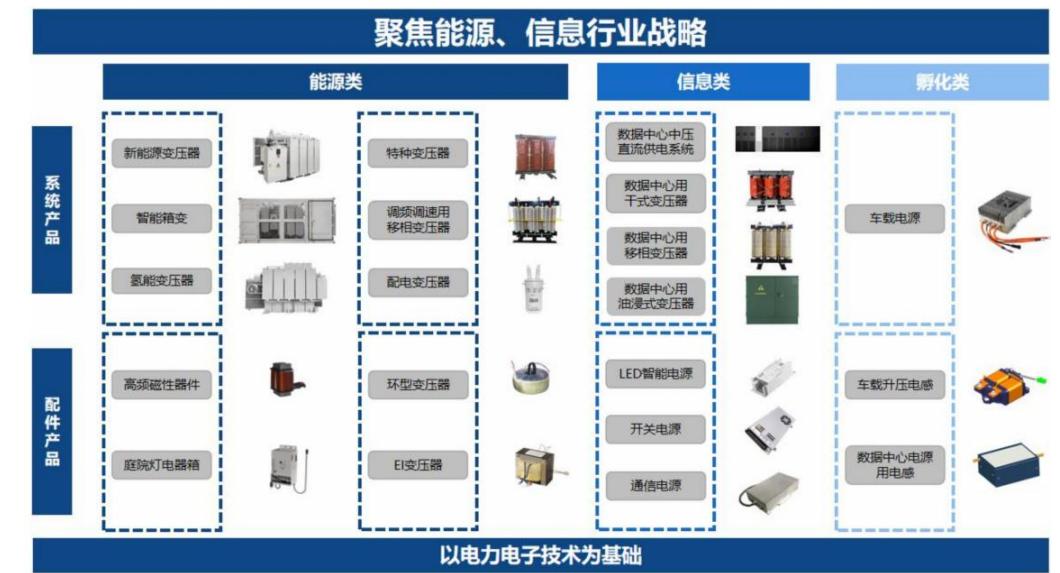
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 电力电子技术为基，能源+信息产品矩阵丰富

以市场、客户需求为导向，持续开展技术研发和新产品开发。公司自1999年设立以来，一直扎根于电源行业，产品由成立初期应用于家电、音响、照明的环形变压器，顺应各时期全球发展热点，陆续推出电子变压器、LED照明电源、新能源用变压器等产品，围绕优质客户，不断促进公司业务及产品发展。通过多年来与行业内众多国际知名公司紧密合作，公司把握新技术发展方向，形成了完整的研究体系和流程。公司根据市场调研和客户需求进行新产品研发，采用西门子及PTC先进的产品数据管理系统PDM，对开发流程进行优化和整合，大幅提高了新产品的研发效率，缩短了产品开发时间。研发的新产品获得客户广泛好评。

公司产品主要为能源产品、照明产品及其他三大品类。公司细分产品众多，广泛应用于工业及消费领域的各类电子电器、电气设备。公司具备针对不同下游细分市场提供个性化需求的产品和方案能力，不断推出新产品，根据客户的需求扩展自身产品线，全方位满足各类客户需求。

图34：公司产品布局矩阵



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1、能源产品

(1) 新能源用变压器

新能源变压器主要应用于光伏、储能、配电等领域，产品主要包括光伏并网升压变压器、光伏逆变高频电感、箱式变压器、储能产品、配电变压器等。高频电感是光伏逆变器设备储能和能源转换的核心元器件，公司产品具有噪音小，稳定性高等特点，已连续多年为国内知名主流光伏逆变器厂商大批量供应。光伏升压变压器是光伏电站中升压并网的关键器件，公司产品具有转换效率高，稳定性好，恶劣环境适应力强等特点，广泛应用于国内外众多光伏电站。凭借过硬的技术实力、产品质量和规模化的生产能力，公司也是国内较早打入美国、日本、欧盟等主要光伏市场的厂商。箱式变压器是公司2023年开始销售的新产品，储能产品是公司2024年开始销售的新产品。2024年配电变压器需求旺盛，公司配电产品开始起量。

图35：公司光伏升压变和箱变产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图36：公司配电变压器产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(2) 工业控制用变压器

公司的工业控制用变压器主要应用于节能、环保型设备以及医疗、安防、数据中心等设备的配套，产品包括：移相变压器、干式变压器、方形变压器、环形变压器、工业电源等。该类产品对电压调整率、阻抗电压、移相角度、电压精度、谐波、使用环境等方面有特殊要求，大部分属于定制类产品。工业控制用变压器产品的客户主要是国际、国内一流的工业控制设备制造商，如日立、明电舍、博世、罗克韦尔、施耐德等。

图37：公司工业控制用变压器产品



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2、照明产品

(1) 照明电源

公司的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。照明电源产品既包括标准产品，也包括定制化产品。公司一直以来持续提升竞争力以满足客户对产品质量、产品设计、及时交付等综合服务能力的高标准需求。公司深耕照明电源领域多年，是国内少数同时与宜家、家得宝、驰勒等国际知名企业形成长期稳定战略合作的企业。

(2) 照明灯具

公司的灯具产品主要面对北美市场，主要为定制类产品，根据不同的客户需求设计开发相对应的灯具产品。具体包括吸顶灯、卫浴灯、吊灯、筒灯等室内产品以及低压景观灯等户外产品，主要客户为北美的大型建材商超及灯具品牌商等。

图38：公司照明电源产品



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3、其他产品（孵化业务）

公司其他产品主要包括车载电感、车载电源、储能装置、充电桩等。车载升压电感主要应用于纯电动汽车、混合动力汽车及氢燃料电池车等新能源汽车。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。公司的储能装置主要应用于用户侧工商业储能及大型储能电站，产品形式包括机柜式储能系统、集装箱式储能系统。公司的新能源汽车充电桩产品品类有超级充电集、交流充电桩、直流一体式充电桩、直流分体式充电桩以及共直流母线式光储充一体化系统等。

图39：公司车载电源及车载电感产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 前瞻布局数据中心领域，产品品类+市场持续突破

智算中心单机柜功率密度大幅提升，给 AIDC 供电系统带来严峻挑战。随着 AIGC 技术的迅速发展，数据中心的数据量呈指数级增长，对数据处理能力和计算速度提出了更高要求。CPU/GPU 芯片功耗随着算力提高也大幅提升，过去 5 年，CPU 功耗从 130W 提升至 500W，GPU 功耗从 250W 提升至 1200W，进而导致单机柜功率持续大幅提升。面向下一代 AI 芯片与计算架构，单机柜的功率会很快提升到数百千瓦，甚至突破 1MW。功率容量及功率密度的大幅提升使数据中心的电力损耗、用铜量、机房区占比都受到极大的挑战，传统的供电系统将很难满足需求。

DC800V 柔性直流供电成为数据中心供电系统的重要发展方向，可有效支撑数据中心供配电系统向高效率、高功率密度、低占地面积和智能化控制过渡，并可兼容新能源接入。具体优势包括：

(1) **高效节能**。系统可以通过精确控制电力电子器件的开关状态来实现高效率的能量转换，从而减少能量损耗。与传统交流系统相比，它能更高效地调节和控制功率流，减少损耗，适应通信设备对高质量电能的需求，有助于节能减排。

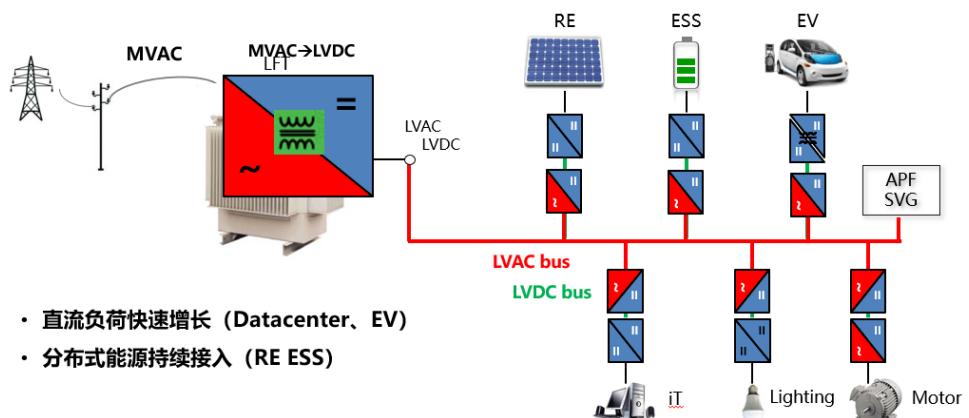
(2) **灵活接入**。由于 DC750V 与光伏、储能直流侧电压等级匹配，系统能更好地集成可再生能源，如太阳能、风能等，这对于通信基站或数据中心等能源消耗大且追求绿色能源使用的场合尤为重要。它能轻松实现不同地点、不同规模的可再生能源接入。

(3) **增强电网稳定性**。系统具备快速响应能力和独立控制有功与无功功率的能力，通过内置的功率因数校正电路，可以减少电网中的无功功率流动，提高整个系统的功率因数，可以有效提高通信电网的稳定性和可靠性，特别是在孤岛供电或紧急情况下提供黑启动功能。同时能够滤除电网中的谐波，减少谐波对电网的影响，降低谐波引起的额外损耗。

(4) **集成保护功能**。内置的控制保护策略可以防止过压、过流、过热等情况发生，保护电力电子变压器本身不受损害，延长其使用寿命，间接达到节能效果。

(5) **空间节省与简化布线**。直流输电能减少电缆尺寸和重量，对于地下或密集城区的通信设施部署尤为有利，能够降低敷设成本和空间占用。

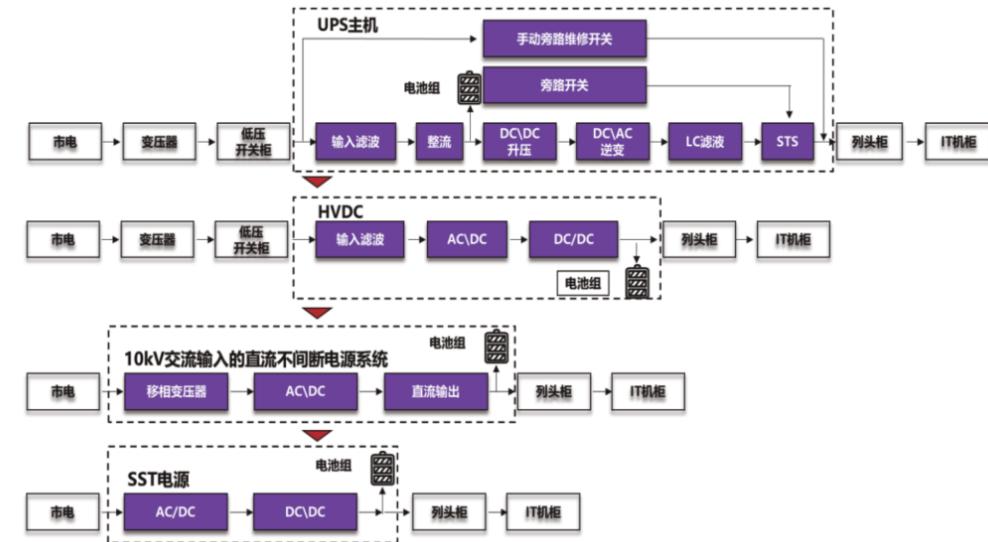
图40：数据中心供电系统向高压、直流化方向演进



资料来源：台达，浙商证券研究所

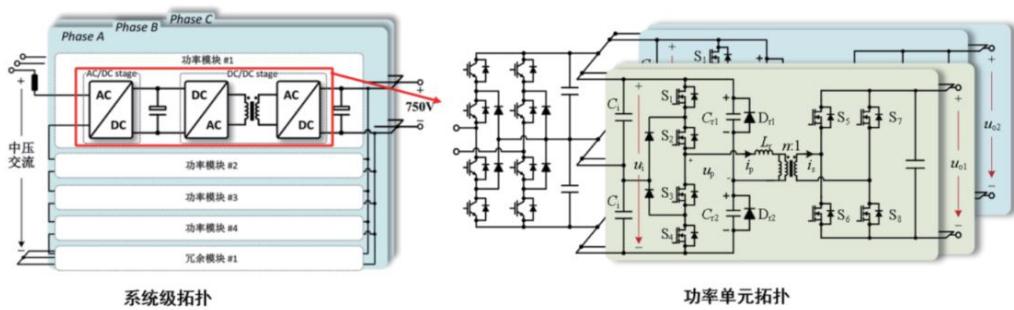
SST（固态变压器）系统可视为 10kV 交流输入的直流不间断电源系统的进阶版。它的主要特征是硅进铜退，采用高效率的第三代功率半导体器件取代传统的变压器设备进行调压和整流，并具有高功率因数、低电流谐波的输入特性。其系统链路更短，效率更高，体积更小，重量更轻，控制更方便，并具有很大的成本下降潜力，在保留巴拿马电源优势的前提下，弥补了它的不足。SST 系统 10kV 交流输入，输出电压 DC600-900V 可调，满足 DC800V 或 ±DC400V 的传输电压需求，末端经过 DC/DC 转换供给 IT 负载。SST 的特点决定了它将成为数据中心直流供电系统的发展趋势。

图41：数据中心供电方式演进趋势



资料来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》，浙商证券研究所

图42：典型 SST 系统拓扑图



资料来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》，浙商证券研究所

前瞻布局数据中心领域，产品结构和市场拓展持续突破。公司近年集中资源重点投入应用在数据中心领域的变压器产品，2025年上半年数据中心变压器产能逐步释放，公司在数据中心变压器产品结构和市场拓展上已取得了突破。其产品品类从移相变压器拓展至环氧浇注干式变压器、油浸式变压器等，销售区域从国内拓展至日本、美国、马来西亚等海外市场。公司未来将持续加大数据中心电力设备领域的投入，充分利用好数智化制造优势，打造更加可靠、节能的数据中心系列产品和解决方案，更好的满足国内外数据中心客户需求。

2025年4月，全球数据中心行业顶级盛会——美国数据中心世界大会（Data Center World）在华盛顿会展中心盛大举行。伊戈尔能源海外销售团队携环氧浇注干式变压器、K系数变压器、单相座地式变压器重磅参展。自2017年起，有超100个数据中心在使用伊戈尔生产的变压器，正常运行。

图43：公司数据中心用变压器产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图44：公司中压直流供电系统



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

1、能源类产品：包括新能源变压器和工业控制变压器。新能源变压器主要应用于光伏、储能、配电等领域。工业控制用变压器主要应用于节能、环保型设备以及医疗、安防、数据中心等设备的配套。受益于配电、储能、数据中心产品加速放量，以及海外产能逐步释放，我们预计公司能源类产品营业收入有望实现快速增长，毛利率有望逐步提升。假设 2025-2027 年公司能源类产品营业收入同比增速分别达到 25%、35%、30%；毛利率分别达到 18.5%、21.5%、22.5%。

2、照明类产品：包括照明电源和照明灯具。照明电源产品主要配套于商业、家居及户外的照明灯具。灯具产品主要面对北美市场，主要为定制类产品，根据不同的客户需求设计开发相对应的灯具产品。该业务发展趋于成熟稳定，预计后续维持稳定增长，毛利率维持稳定。假设 2025-2027 年公司照明类产品营业收入同比增速维持在 10%；毛利率维持在 21.5%。

3、其他产品：主要包括车载电感、车载电源、储能装置、充电桩等，是公司孵化业务，预计该业务将维持较快增速，毛利率维持稳定。假设 2025-2027 年营业收入同比增速维持在 20%；毛利率维持在 18%。

表3：伊戈尔业务拆分表（单位：百万元、%）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4639	5637	7289	9196
YOY	27.8%	21.5%	29.3%	26.2%
营业成本（百万元）	3695	4564	5736	7163
毛利（百万元）	944	1073	1552	2033
毛利率（%）	20.4%	19.0%	21.3%	22.1%
能源类产品				
营业收入（百万元）	3368	4210	5684	7389
YOY	28.2%	25.0%	35.0%	30.0%
营业成本（百万元）	2686	3431	4462	5726
毛利（百万元）	682	779	1222	1663
毛利率（%）	20.3%	18.5%	21.5%	22.5%
照明类产品				
营业收入（百万元）	978	1076	1184	1302
YOY	20.5%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本（百万元）	783	845	929	1022
毛利（百万元）	196	231	255	280
毛利率（%）	20.0%	21.5%	21.5%	21.5%
其他产品				
营业收入（百万元）	292	351	421	505
YOY	52.2%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本（百万元）	226	288	345	414
毛利（百万元）	66	63	76	91
毛利率（%）	22.6%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 估值与投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。公司聚焦能源、信息行业，应用电力电子技术，产品布局丰富，海外渠道优势显著，储能变压器、配电变压器、数据中心产品有望驱动公司业绩

加速增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 56.37、72.89、91.96 亿元，同比增速分别为 22%、29%、26%；归母净利润分别为 2.76、5.03、6.83 亿元，同比增速分别-6%、82%、36%；EPS 分别为 0.65、1.19、1.61 元/股，对应 PE 分别为 49、27、20 倍。选取金盘科技、盛弘股份、中恒电气作为可比公司，综合考虑公司成长性与一定安全边际，我们给予公司 2026 年可比公司平均估值 34 倍，对应目标市值 173 亿元，目标股价 40.9 元，对应当前市值有 29%上涨空间。给予“买入”评级。

表4：可比公司盈利预测与估值（单位：亿元、元/股）

代码	简称	最新价(元/股)	归母净利润(亿元)				EPS(元/股)				P/E			
			2025/12/8	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E
688676.SH	金盘科技	83.35	5.74	7.57	10.15	13.13	1.26	1.65	2.21	2.86	66	51	38	29
300693.SZ	盛弘股份	39.64	4.29	4.70	6.10	7.48	1.38	1.50	1.95	2.39	29	26	20	17
002364.SZ	中恒电气	24.38	1.10	1.79	3.04	4.31	0.19	0.32	0.54	0.76	125	77	45	32
均值											73	51	34	26
002922.SZ	伊戈尔	31.73	2.93	2.76	5.03	6.83	0.69	0.65	1.19	1.61	46	49	27	20

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：可比公司预测出自 Wind 一致预期

6 风险提示

(1) 下游需求不及预期: 公司收入主要来自于新能源、输配电、照明等领域。这些需求增长与全球宏观经济的整体发展趋势高度相关。若下游需求不及预期，则将对公司经营产生不利影响。

(2) 国际化经营风险: 公司出口业务占营业收入比重较大，公司产品覆盖多个国家和地区。国外市场受国际政治、经济变动、汇率波动和国际贸易冲突与摩擦的影响较大。未来，公司国际化战略仍面临着当地政策不确定性、汇率波动、文化差异、质量标准要求不同，致使公司国际化经营面临一定风险。

(3) 市场竞争加剧: 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。

(4) 主要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。为了应对原材料价格上涨带来的不利影响，公司与关键材料供应商建立战略合作关系，根据订单情况与供应商签订锁定大宗材料价格的合同，以降低采购成本；同时公司不断推出新的产品设计方案和技术方案，采用新材料、新工艺等方式降低生产成本；公司也通过供应链条将涨价因素进行了传导。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

					利润表				
(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产					营业收入	4639	5637	7289	9196
现金	4212	5164	6362	7935	营业成本	3695	4564	5736	7163
交易性金融资产	763	1057	1230	1601	营业税金及附加	24	29	38	48
应收款项	0	0	0	0	营业费用	110	130	168	212
应收账款	2088	2560	3332	4228	管理费用	278	338	437	552
其它应收款	45	54	70	88	研发费用	191	231	299	377
预付账款	15	18	23	28	财务费用	24	42	36	54
存货	733	906	1139	1422	资产减值损失	(33)	(23)	(29)	(37)
其他	568	568	568	568	公允价值变动损益	(0)	0	0	0
非流动资产	3186	3869	4164	4392	投资净收益	17	13	13	13
金融资产类	0	0	0	0	其他经营收益	48	34	38	41
长期投资	19	19	19	19	营业利润	348	328	596	809
固定资产	1361	2305	2865	3210	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
无形资产	150	178	206	234	利润总额	347	326	594	807
在建工程	1377	1089	794	647	所得税	46	42	77	105
其他	278	278	280	281	净利润	301	284	517	702
资产总计	7398	9033	10527	12327	少数股东损益	8	8	14	19
流动负债	3528	4055	4731	5528	归属母公司净利润	293	276	503	683
短期借款	1757	1933	2126	2339	EBITDA	498	543	911	1203
应付款项	1292	1596	2006	2505	EPS (最新摊薄)	0.69	0.65	1.19	1.61
预收账款	0	0	0	0					
其他	479	526	598	684					
非流动负债	643	944	1245	1546					
长期借款	471	771	1071	1371					
其他	172	173	174	176					
负债合计	4171	4999	5976	7074					
少数股东权益	24	32	46	65					
归属母公司股东权	3203	4002	4505	5188					
负债和股东权益	7398	9033	10527	12327					

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流					成长能力				
净利润	179	163	241	437	营业收入	27.78%	21.52%	29.29%	26.17%
折旧摊销	301	284	517	702	营业利润	53.33%	-6.00%	81.90%	35.70%
财务费用	96	155	244	312	归属母公司净利润	39.75%	-5.71%	82.29%	35.79%
投资损失	24	42	36	54	获利能力				
营运资金变动	(17)	(13)	(13)	(13)	毛利率	20.35%	19.04%	21.30%	22.11%
其它	(590)	(110)	(282)	(298)	净利率	6.48%	5.03%	7.09%	7.63%
投资活动现金流	366	(195)	(262)	(320)	ROE	9.24%	7.60%	11.71%	13.93%
资本支出	(1121)	(825)	(525)	(525)	ROIC	6.27%	4.93%	7.41%	8.58%
长期投资	(1521)	(800)	(500)	(500)	偿债能力				
其他	(0)	0	0	0	资产负债率	56.38%	55.34%	56.77%	57.39%
筹资活动现金流	400	(25)	(25)	(25)	净负债比率	54.75%	55.20%	54.43%	53.23%
短期借款	873	956	458	459	流动比率	1.19	1.27	1.34	1.44
长期借款	1515	176	193	213	速动比率	0.99	1.05	1.10	1.18
其他	275	300	300	300	营运能力				
现金净增加额	(917)	480	(36)	(54)	总资产周转率	0.73	0.69	0.75	0.80
	(69)	294	173	370	应收账款周转率	3.08	2.83	2.90	2.87
					应付账款周转率	3.06	3.26	3.29	3.28
					每股指标(元)				
					每股收益	0.69	0.65	1.19	1.61
					每股经营现金	0.42	0.38	0.57	1.03
					每股净资产	8.17	9.46	10.65	12.26
					估值比率				
					P/E	45.89	48.67	26.70	19.66
					P/B	3.88	3.35	2.98	2.59
					EV/EBITDA	17.30	28.05	17.09	13.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>