

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

买入 (维持)

2025 年 12 月 14 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 司鑫尧

执业证书: S0600524120002

sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,630	4,639	5,580	7,306	9,391
同比 (%)	28.68	27.78	20.29	30.94	28.53
归母净利润 (百万元)	209.32	292.52	284.00	485.21	739.15
同比 (%)	9.34	39.75	(2.91)	70.85	52.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.49	0.69	0.67	1.15	1.75
P/E (现价&最新摊薄)	66.34	47.47	48.89	28.62	18.79

投资要点

- **国内新能源变压器龙头，积极开拓全球市场。**公司成立于 1999 年，2017 年在深交所上市，为国内新能源变压器行业龙头。公司战略聚焦能源+信息行业，打造光储升压变、箱变、配电变压器、数据中心变压器等全系列产品矩阵。公司积极布局海外市场，在泰国、美国、墨西哥建设变压器工厂，且泰国一期、美国工厂已投产，25 年在新能源、配电和数据中心领域取得海外客户重要突破。公司 2020-2024 年营收&归母净利润 CAGR 达 35%/54%，业绩高速增长，25Q1-Q3 公司营收/归母净利润 38.1/1.8 亿元，同比+17%/-15%，25H1 大客户降价及新工厂产能爬坡影响短期盈利，25Q3 公司通过海外储能和数据中心放量提升盈利，单季度实现归母净利润 0.74 亿元，同比+117%，盈利能力显著改善。展望 2026 年，我们认为公司有望重返快速增长轨道。
- **新能源&配电变压器海外空间广阔，海外产能落地&产品综合领先&打通直销渠道，能源业务有望快速增长。**1) **新能源:** 根据我们测算，2030 年海外光储升压变市场空间将达 823 亿元，2025-2030CAGR 达 23%，空间广阔。公司在持续开拓国内客户的同时重点布局海外市场，泰国、墨西哥工厂 26 年全部投产后，新能源变压器海外产值将达 26 亿元，公司开发了符合美标、欧标的光储升压变、箱变产品，25 年直销出海取得重要突破，开拓了多家欧美本土的 TOP 10 光储集成商客户，我们预计 25Q3 直销订单开始确认收入，26 年新能源变压器海外收入有望快速提升；2) **配电:** 受 AIDC&老旧电网改造催化，海外配电变压器需求旺盛，公司此前配电变压器主要销往非洲、东南亚、中亚和拉美等地区，25 年首次进入美国配电市场，我们预计有望实现 1-2 亿元营收，公司美国工厂投产后，成为公司拓展美国客户的重要优势，我们预计公司北美配电变压器业务将实现高速增长。
- **AIDC 高景气推动中压变压器需求，多元化布局打造第二增长曲线。**全球 AIDC 装机容量快速增长，推动中压变压器需求高增，向 SST 发展为大势所趋，公司多元化布局数据中心配套的移相变压器、干式变压器、油式变压器、SST 及高频变压器产品。在国内移相变压器市占率接近 70%，主供台达、中恒等；海外市场进展显著，与台达达成协议中标日本东京最大数据中心项目电力设备总包合同，合同价值约 5 亿元，25 年成功与美国某数据中心变压器生产商达成合作，收获数千万元代工订单，并有望承接国际头部电力设备公司代工订单，北美市场收入规模加速增长。公司凭借在高频电感领域的积累，积极开发高频变压器及 SST 产品，我们预计 26Q1 有望推出前端高频变压器样机，Q2 推出 SST 整机样机，将带来较高增量。
- **盈利预测与投资评级:** 公司海外直销渠道已打通，数据中心业务进一步催化增长，总体成长空间较大。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.8/4.9/7.4 亿元，同比分别-3%/+71%/+52%，对应 PE 分别为 49/29/19 倍。考虑到公司出海能力强，海外直销比例有望快速提升，数据中心产品逐步放量，给予 2026 年 40 倍 PE，目标价 45.8 元，维持“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，数据中心产业发展不及预期，汇率波动的风险，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.80
一年最低/最高价	13.02/34.10
市净率(倍)	3.67
流通 A 股市值(百万元)	12,316.50
总市值(百万元)	13,885.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.93
资产负债率(% ,LF)	54.72
总股本(百万股)	423.35
流通 A 股(百万股)	375.50

相关研究

- 《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(002922): 2024 年半年报点评: 升压变加速出海，盈利显著提升》
2024-08-29

内容目录

1. 聚焦能源+信息行业，积极开拓全球市场	4
1.1. 深耕电源领域，海外客户拓展顺利	4
1.2. 战略聚焦能源+信息行业，新能源产品贡献主要收入	4
1.3. 股权结构较为分散，管理层履历丰富	5
1.4. 营收稳增、盈利改善，费用率、现金流良好	7
2. 新能源&配电海外市场空间广阔，公司量利双端将充分受益	9
2.1. 升压变压器为光储并网核心设备，海外市场空间广阔	9
2.2. AIDC&电网改造双重驱动，海外配电市场高景气	11
2.3. 产品、产能端前瞻布局，海外客户迎重要突破	13
3. 多元化布局 AIDC 产品，打造第二增长极	17
3.1. AIDC 资本开支高增长，驱动变压器环节需求高增	17
3.2. 多元化布局 AIDC 配电产品，国内外市场进展显著	19
4. 盈利预测与估值	21
4.1. 盈利预测	21
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

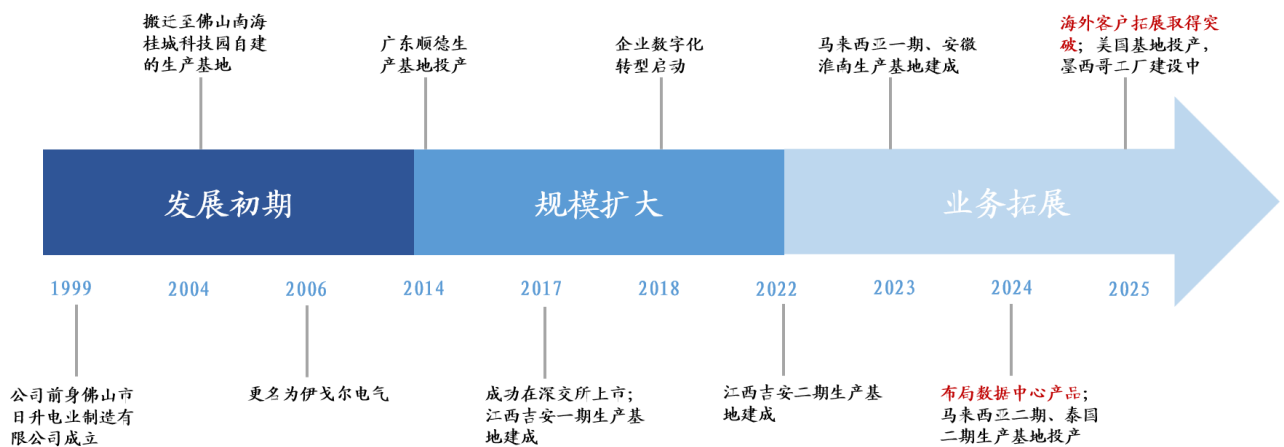
图 1:	公司发展沿革.....	4
图 2:	公司战略聚焦于能源、信息行业.....	5
图 3:	公司分产品营收情况.....	5
图 4:	公司分地区营收情况.....	5
图 5:	公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	6
图 6:	公司营收净利情况.....	7
图 7:	公司分产品毛利率情况.....	7
图 8:	公司分季度盈利能力情况.....	7
图 9:	公司期间费用率情况.....	8
图 10:	公司现金流情况.....	8
图 11:	公司合同负债和存货（右轴）情况.....	8
图 12:	光伏发电中主要变压器为逆变器和光伏升压变.....	9
图 13:	储能升压变用于储能并网.....	9
图 14:	中美欧光伏年度新增装机情况及预测.....	10
图 15:	全球光伏年度新增装机情况及预测.....	10
图 16:	中美欧年度储能出货量情况及预测.....	10
图 17:	全球储能年度出货量情况及预测.....	10
图 18:	全球电网年均投资额.....	12
图 19:	中国变压器出口金额持续上升（亿美元）.....	12
图 20:	美国数据中心耗电量占比（2023 年起为预测值）.....	13
图 21:	公司新能源和配电变压器收入持续高增.....	13
图 22:	公司新能源和配电变压器收入构成.....	13
图 23:	公司新能源和配电变压器产品覆盖全面.....	14
图 24:	公司全球的销售及生产基地.....	15
图 25:	公司的部分客户.....	15
图 26:	公司新能源及配电变压器海外收入占比高增.....	16
图 27:	公司国内外业务毛利率对比.....	16
图 28:	国内厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万元）.....	17
图 29:	海外厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万美元）.....	17
图 30:	工频变压器广泛应用于 AIDC 配电侧.....	17
图 31:	巴拿马电源使用移相变压器集成度更高.....	18
图 32:	巴拿马电源拓扑结构图.....	18
图 33:	SST 的拓扑结构.....	18
图 34:	全球 AIDC 配电变压器市场空间测算.....	19
图 35:	公司的移相变压器产品.....	19
图 36:	公司的数据中心油浸式和干式变压器.....	20
图 37:	公司的数据中心高频电感.....	20
图 38:	伊戈尔公司盈利预测表.....	21
图 39:	可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 11 日）.....	22

1. 聚焦能源+信息行业，积极开拓全球市场

1.1. 深耕电源领域，海外客户拓展顺利

深耕电源领域取得海外突破，布局数据中心产品抢占先机。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、美国都已建成生产基地，墨西哥生产基地建设中，25 年来公司在海外客户拓展方面取得较大突破，直销出口加速渗透中。公司 24 年起开始布局数据中心产品，产品覆盖移相变压器、干式变压器、油浸式变压器、固态变压器等，销售区域从国内市场拓展至日本、美国市场，并成为阿里、台达等头部厂商的重要供应商，我们预计 25 年起放量。

图1：公司发展沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 战略聚焦能源+信息行业，新能源产品贡献主要收入

公司战略聚焦于能源+信息行业，打造综合全面的业务框架。公司以电子电力技术为基础，当前业务中心为能源产品和信息产品，并兼顾照明和孵化类产品的研发生产，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、配电变压器和工控变压器，以新能源变压器为主，包括配套于光伏逆变器的高频磁性器件、应用于光储的升压变压器和箱式变压器；信息类产品主要为数据中心中压直流供电系统、干式变压器、移相变压器等；照明产品产业链由照明类电源延伸至照明灯具产品，孵化类产品包括车载电源和车载升压电感等。

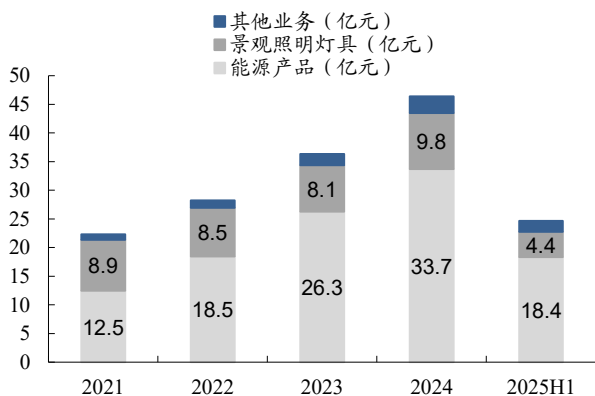
图2：公司战略聚焦于能源、信息行业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

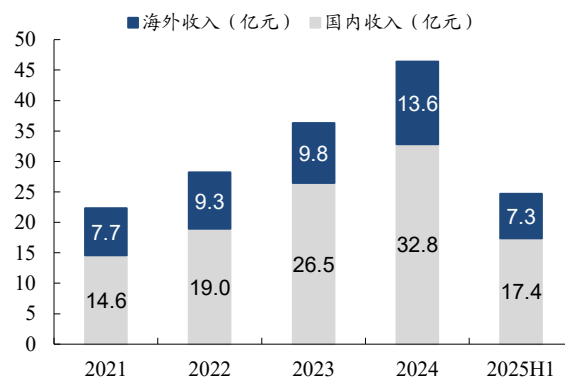
公司以新能源变压器为核心产品，海外收入迅速增长。能源产品贡献公司主要收入，21年/22年/23年/24年/25H1分别达12.5/18.5/26.3/33.7/18.4亿元，同比+80%/+48%/+42%/+28%/+24%，维持较高增速，占比达56%/65%/72%/73%/74%，其中主要为新能源变压器；公司积极开拓海外市场，2025H1实现海外营收7.3亿元。同比+23%，海外收入快速增长。

图3：公司分产品营收情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司分地区营收情况



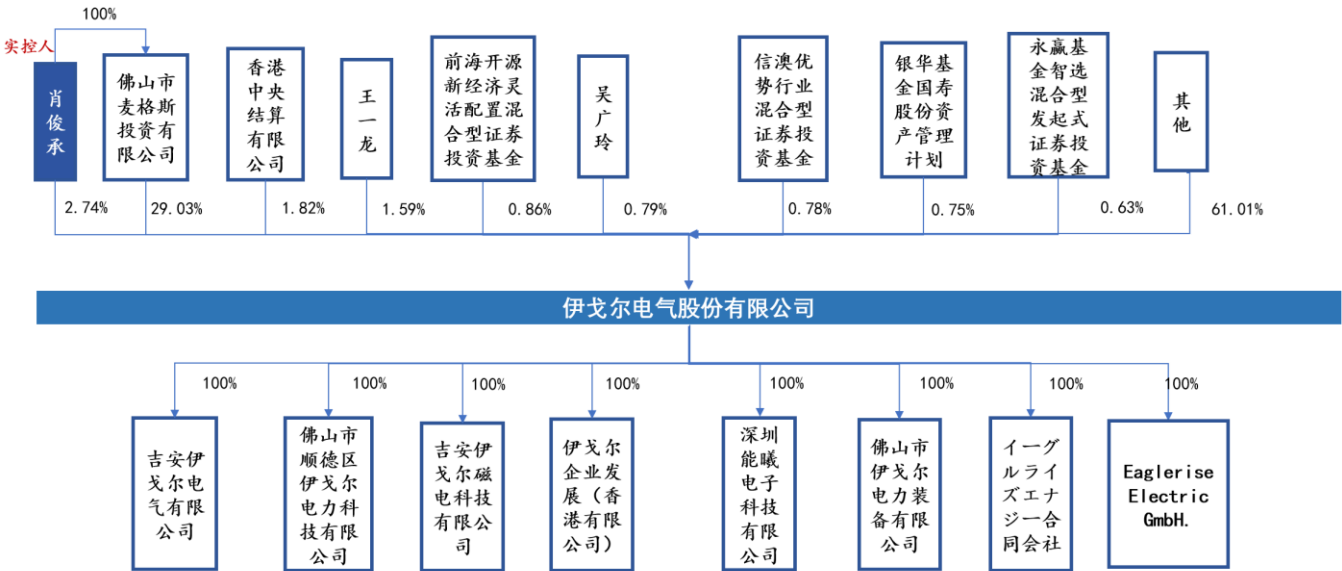
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权结构较为分散，管理层履历丰富

股权结构较为分散，实控人持股31.77%。截至2025年9月30日，董事长肖俊承先生通过直接持股2.74%及通过佛山市麦格斯投资有限公司间接持股29.03%，合计持股31.77%，前十大股东合计持股39.59%，总体股权结构较为分散。公司主要子公司为吉安

伊戈尔电气有限公司、吉安伊戈尔磁电科技有限公司和佛山市顺德区伊戈尔电力科技有限公司等。

图5：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

核心高管具备技术背景，管理层履历丰富。公司董事长肖俊承毕业于华中科技大学，且拥有多段电力设备行业从业经验，且拥有美国永久居留权，有助于公司拓展北美业务；总经理赵楠楠具备高级工程师职称，副总经理柳景元、黄慧杰等履历丰富，有助于推动公司长期健康发展。

表1：公司管理层背景

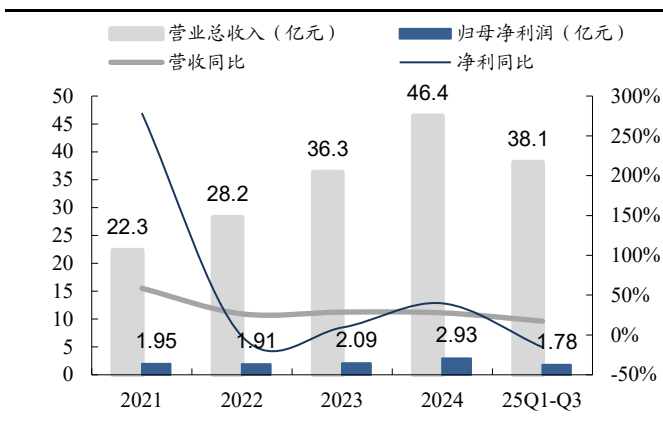
姓名	职位	背景
肖俊承	董事长、董事	男，1966年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权，硕士。1988年毕业于 华中科技大学电力系电机专业 ，并于2008年取得香港科技大学EMBA学位。曾任职于佛山市工艺美术铸造厂、佛山市石湾区日升电气设备厂， 1999年创办本公司 ，并长期从事管理工作，现任伊戈尔董事长、董事。
赵楠楠	总经理	男，1982年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士， 高级工程师 。2007年加入本公司，曾任销售总监、销售副总经理、人力资源中心总经理、营销中心总经理，现任公司总经理。
柳景元	副总经理	男，1981年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，2003年毕业于 中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子公司海信容声（广东）冰箱有限公司、海信容声（扬州）冰箱有限公司、海信（山东）冰箱有限公司担任计划主管、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月加入本公司，现任公司副总经理。
黄慧杰	副总经理	男，1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，毕业于华南师范大学。曾任职于海信容声（广东）冰箱/冷柜有限公司、海信家电集团股份有限公司，2022年4月加入公司，现任公司副总经理。
陈丽君	财务负责人	女，1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，中级会计师。2008年加入公司，曾任总经理助理、证券事务代表、董事会秘书，现任公司副总经理、财务负责人。
梁伦商	董事会秘书	男，1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科，曾任小熊电器股份有限公司投资者关系经理、证券事务代表。2024年4月加入公司，现任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 营收稳增、盈利改善，费用率、现金流良好

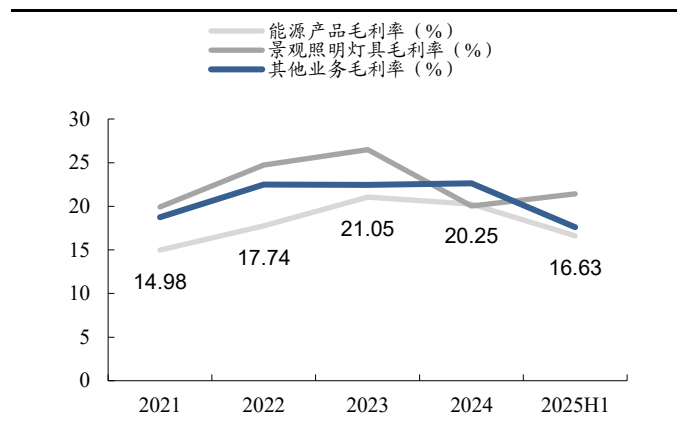
营收稳健增长，盈利能力改善。25 年前三季度，公司实现营收/归母净利 38.1/1.8 亿元，同比+17%/-15%，营收稳定增长，利润同比有所下滑，主要系 24Q3 以来大客户压价，同时 25Q1 安徽生产基地、泰国一期工厂产能爬坡，生产效率相对较低，人工成本和折旧费增幅较大，导致公司盈利能力短期承压，上半年净利润有所下滑；公司 25Q3 通过海外储能和数据中心放量提升盈利，单季度实现归母净利 0.74 亿元，同比+117%，毛利率 20.2%，同环比+2.2/+1.2pct，销售净利率 5.8%，同环比+2.7/+1.0pct，盈利能力显著改善。

图6：公司营收净利情况



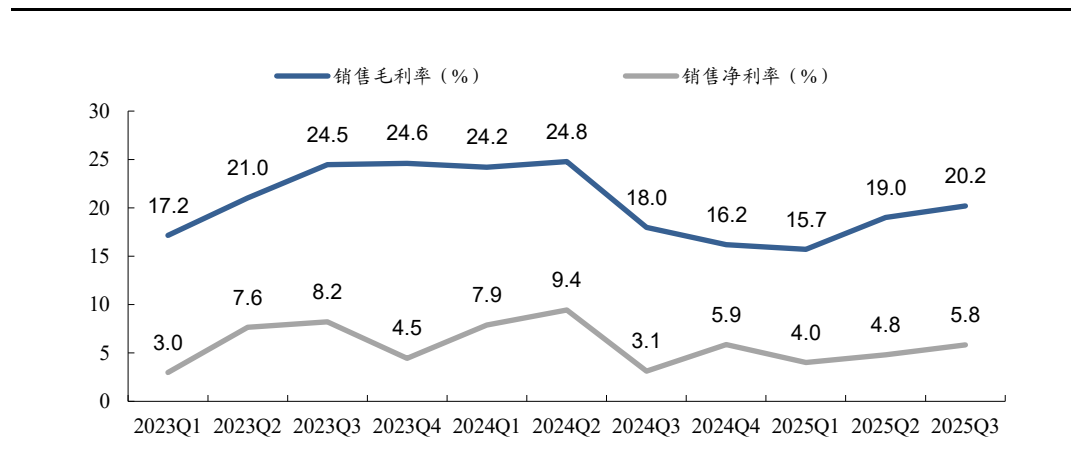
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司分产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

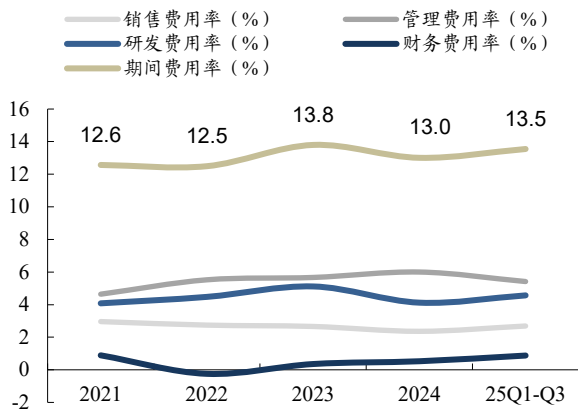
图8：公司分季度盈利能力情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

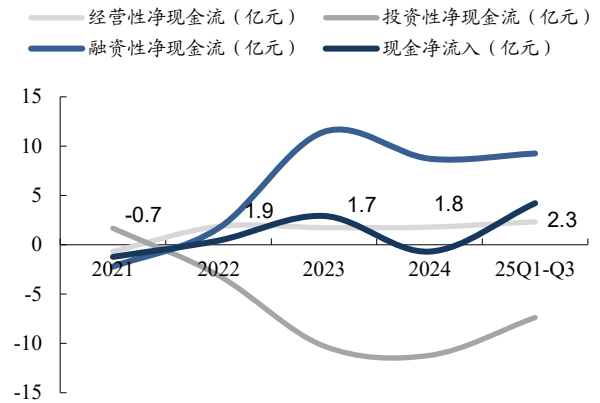
费用控制总体良好，经营性现金流稳定。25 年公司前三季度期间费用率 13.5%，同比-0.4pct，主要系管理费用率和财务费用率下降，公司总体的费用控制能力良好；前三季度公司经营性现金流净流入 2.3 亿元，经营性现金流常年稳定流入。

图9：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

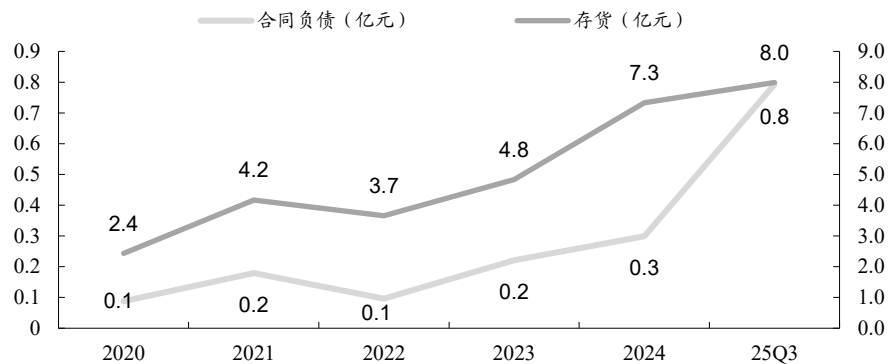
图10：公司现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

订单持续增长，体现在合同负债和存货端。公司合同负债和存货持续增长，25Q3 分别达 0.8/8.0 亿元，体现出公司订单增长的可持续。

图11：公司合同负债和存货（右轴）情况



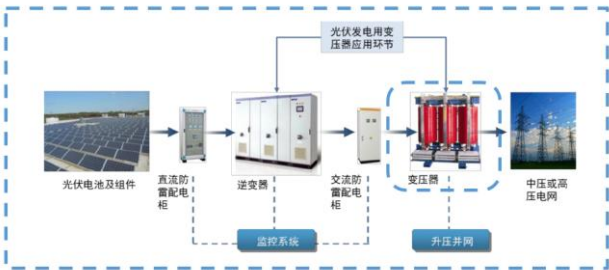
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 新能源&配电海外市场空间广阔，公司量利双端将充分受益

2.1. 升压变压器为光储并网核心设备，海外市场空间广阔

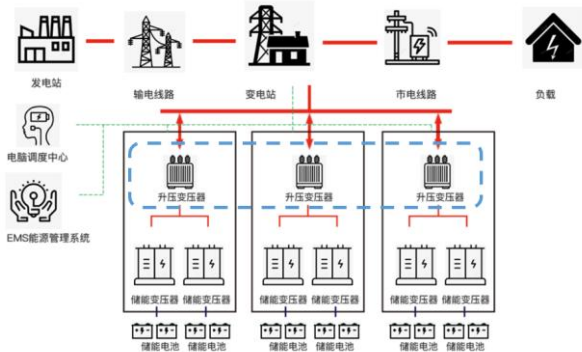
升压变压器为光储并网的核心设备，海外价值量高于国内。光伏/储能升压变为光储行业的必需设备，可将经过逆变器/整流器处理过的低压 AC 升至 10kV 以上，实现并入电网，其中储能升压变可实现升降压双向变换，国内单位价值量在 0.05-0.1 元/W，海外市场单价更高，通常在 0.1-0.2 元/W；箱变为实际应用的主流形式，可集中升压变+配电开关柜+保护/计量系统。逆变器可实现光伏侧 DC/AC，其中高频电感为其核心器件，可实现 DC/DC 环节的降压、隔离和滤波。

图12：光伏发电中主要变压器为逆变器和光伏升压变



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：储能升压变用于储能并网



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

表2：升压变压器的功能和单位价值量

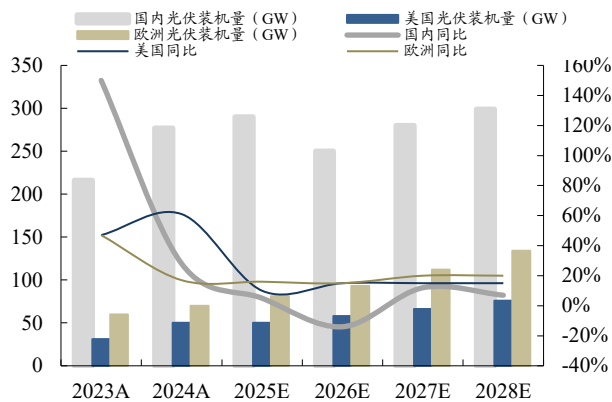
设备	功能	单 W 价值量（元/W）
高频电感	用于 DC-DC 升/降压、隔离、滤波，是 逆变器核心电力电子器件	0.03
光伏升压变压器	将逆变器低压 AC 升压至 10/20/35kV，实现并网所需电压匹配与电气隔离	0.05-0.1
光伏箱变	集成 升压变 + 高/低压开关柜 + 保护/计量系统，实现光伏电站并网送出	0.1 - 0.2
储能升压变压器	与 PCS 配套，将低压侧 AC 升压至 10/20/35kV，适应大电流与双向功率流	0.05-0.1
储能箱变	集成 升压变 + 高/低压开关柜 + 双向保护 + 双向计量，实现储能的充/放电并网	0.1 - 0.2

数据来源：PNNL，东吴证券研究所

国内光伏新增装机增速平稳，美国、欧洲增速较快。根据我们测算，2025 年全球光伏新增装机量将达 610GW，同比+13%，其中中美欧分别新增装机 290/50/81GW，增速分别为 5%/10%/16%，国内增速放缓，美国和欧洲增速较快。我们预计 28 年全球光伏新

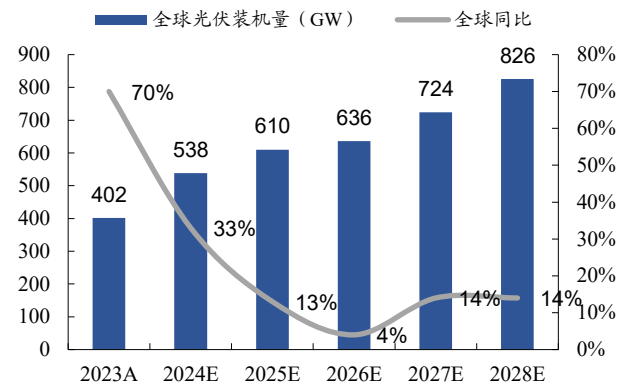
增装机量达 826GW，25-28 年 CAGR 达 11%，主要由海外装机推动。

图14：中美欧光伏年度新增装机情况及预测



数据来源：国家能源局，BNEF，东吴证券研究所

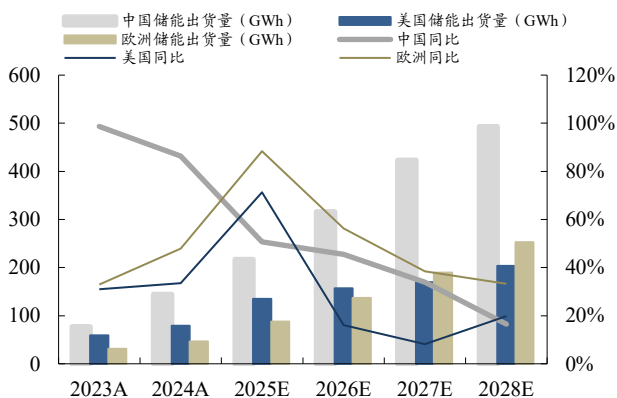
图15：全球光伏年度新增装机情况及预测



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

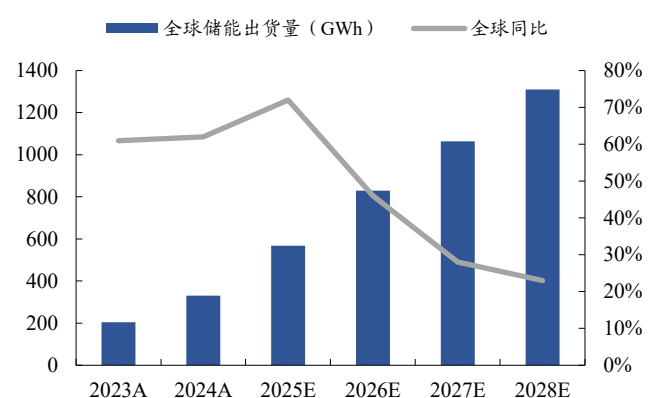
全球储能出货量高增，预计 25 年出货量将达 568GWh。根据我们测算，2025 年全球储能出货量将达 568GWh，同比+72%，其中中美欧分别出货 217/135/88GW，增速分别为 51%/71%/88%，25 年需求高度景气，出货超市场预期，且海外增速较快，预计后续将继续维持高增速，28 年全球储能出货量将达 1310GWh，25-28 年 CAGR 达 32%。

图16：中美欧年度储能出货量情况及预测



数据来源：CPIA，鑫椤储能，东吴证券研究所

图17：全球储能年度出货量情况及预测



数据来源：BNEF，东吴证券研究所

基于以下假设，测算 2025-2030 全球光储升压变市场空间：1) 国内光伏大电站装机量增速放缓，储能装机量稳增，海外增速较快，2030 年国内外光伏大电站装机分别为 167GW/492GW，大储装机分别为 105/223GW；2) 国内 2023 年光伏、储能升压变价格分别为 0.06 元/W 和 0.08 元/W，海外分别为 0.12 元/W 和 0.16 元/W，此后年降 2%。

据测算，2030 年全球光储升压变市场空间将达 986 亿元，其中海外达 823 亿元，对于国内厂商来说将为出海良机。受下游光伏装机持续增长，储能出货高增驱动，我们

测算，光储升压变市场空间预计将从 2025 年的 432 亿元增长至 2030 年的 986 亿元，CAGR 达 18%，其中光伏/储能升压变市场空间分别为 601/385 亿元，海外市场达 823 亿元，未来市场空间广阔且单价更高，具备光储升压变制造能力且有客户关系的国内厂商将有望实现量利双收。

表3：光储升压变市场空间测算

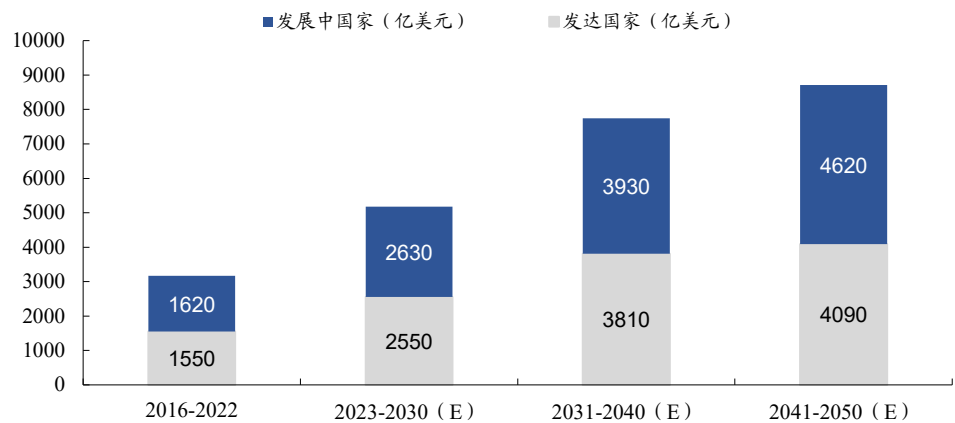
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内光伏大电站新增装机量 (GW)	121	159	179	143	147	159	167	167
国内光伏升压变单位价值量 (元/W)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.05	0.05
国内光伏升压变市场空间 (亿元)	72	96	105	82	83	88	90	89
YOY		32%	10%	-22%	1%	6%	3%	-2%
海外光伏大电站新增装机量 (GW)	116	160	203	252	305	363	425	492
海外光伏升压变单位价值量 (元/W)	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10
海外光伏升压变市场空间 (亿元)	139	189	234	284	338	394	452	513
YOY		35%	24%	22%	19%	16%	15%	14%
全球光伏升压变市场空间 (亿元)	212	284	339	367	421	482	542	601
YOY		34%	19%	8%	15%	14%	13%	11%
国内大储装机量 (GW)	21	35	48	72	87	91	98	105
国内储能升压变单位价值量 (元/W)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07
国内储能升压变市场空间 (亿元)	16	28	37	56	66	67	71	75
YOY		72%	33%	48%	18%	3%	5%	5%
海外大储装机量 (GW)	10	19	36	66	100	137	178	223
海外储能升压变单位价值量 (元/W)	0.16	0.16	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14
海外储能升压变市场空间 (亿元)	17	29	56	100	148	199	252	310
YOY		75%	90%	79%	48%	35%	27%	23%
全球储能升压变市场空间 (亿元)	33	58	93	156	213	266	323	385
YOY		73%	62%	67%	37%	25%	21%	19%
全球光储升压变市场空间 (亿元)	245	342	432	522	634	748	865	986
YOY		40%	26%	21%	21%	18%	16%	14%

数据来源：BNEF，国家能源局，鑫椏储能，东吴证券研究所

2.2. AIDC&电网改造双重驱动，海外配电市场高景气

全球电网投资高增，2023-2030 年年均投资有望超 5000 亿美元。受 AIDC 建设需求+欧洲能源转型+发展中国家地区工业化+中国能源转型需求的共振，全球电网建设进入一轮“SUPERCYCLE”。海外电网普遍老旧化，无法满足用电侧和发电侧的并网需求，全球电网 CAPEX 均保持高速增长。根据 IEA 数据，2023-2030 全球电网年均投资将达 5180 亿美元，其中 24 年约 4000 亿美元。

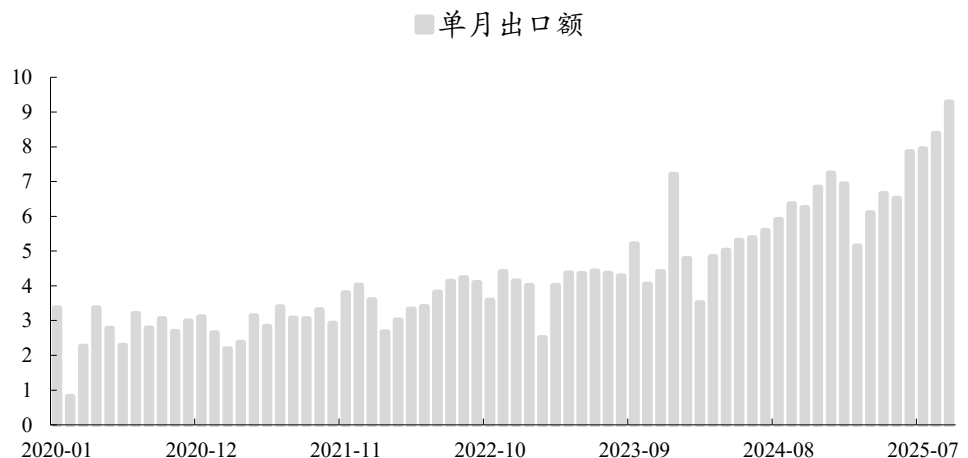
图18: 全球电网年均投资额



数据来源: IEA, 东吴证券研究所

全球电网扩容改造需求给国内变压器出口带来机遇, 25 年 1-9 月份出口金额达 64.8 亿美元。全球电网的高投资有效地推动了中国变压器的出口, 其中美国为最紧缺市场, 对于中国变压器企业出口来说是重大机遇, 25 年 1-9 月, 中国变压器出口金额达 64.8 亿美元, 同比+39%, 具备出口能力的厂商将充分受益。

图19: 中国变压器出口金额持续上升 (亿美元)



数据来源: Wind, 海关总署, 东吴证券研究所

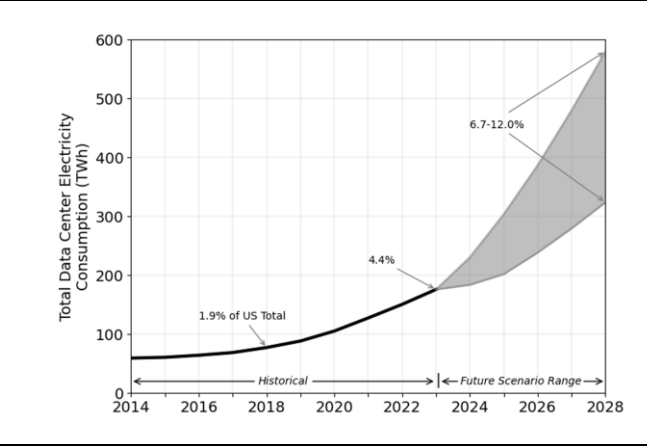
美国 30 年数据中心累计装机容量将达 124GWh, 叠加电网老化推动电力进一步紧张。根据 SemiAnalysis 数据, 美国 30 年数据中心累计装机容量将达 124GW, 主要位于美国东西部地区, 24 年-30 年 CAGR 将达 25%; 根据 LBNL, 2023 年美国数据中心耗电占比为 4.4%, 到 2028 年将达到 6.7%-12%, 数据中心耗电量激增将进一步加重美国电网负担, 且当前美国电网普遍老化, 我们预计将迎来较大电力缺口, 急需增大投资扩容改造。

表4: 美国分地区数据中心累计装机容量 (GW)

地区	2024	2030 (E)	CAGR
美国整体	32	124	25%
东部	13	49	25%
西部	12	43	24%
中部	7	30	27%
北部	1	3	20%

数据来源: SemiAnalysis, CSIS, 东吴证券研究所

图20: 美国数据中心耗电量占比 (2023 年起为预测值)

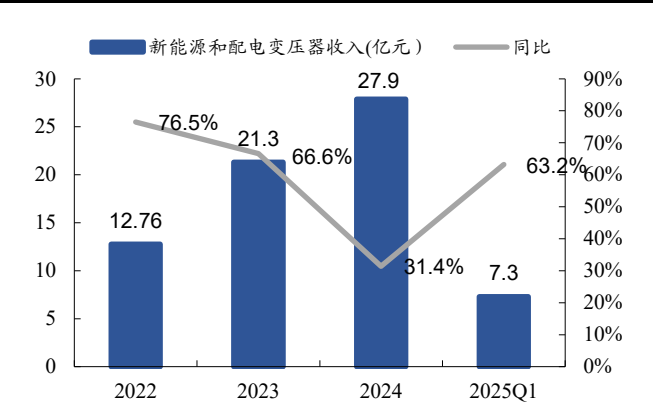


数据来源: LBNL, 东吴证券研究所

2.3. 产品、产能端前瞻布局，海外客户迎重要突破

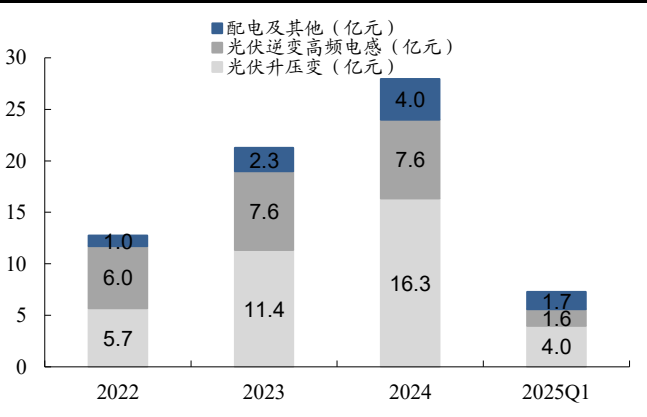
公司新能源和配电变压器业务高速增长，光伏升压变贡献主要增量。公司新能源变压器和收入持续高增，2024 年实现收入 27.9 亿元，同比+31.4%，其中光伏升压变及箱变近年来规模持续扩张，2024 年实现收入 16.3 亿元。

图21: 公司新能源和配电变压器收入持续高增



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 公司新能源和配电变压器收入构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司积极开发适配不同地区标准的产品，产品覆盖全面。1) 新能源变压器: 为了给海外客户提供符合当地标准的产品，公司分别开发华式、美式和欧式的光伏升压变压器和智能箱变，更好地开拓北美和欧洲市场; 2) 配电变压器: 开发了适用于美国配电网的单相柱上式变压器和三相座地式变压器等多种产品，全方面满足海外客户需求。

图23：公司新能源和配电变压器产品覆盖全面



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

全球多地布局销售和生产基地，海外产能陆续投产。公司在美日德等多国设立了销售中心，并在全球已有七大生产基地，积极布局海外产能。1) 新能源变压器方面，我们预计公司墨西哥基地 26Q2 投产，年产值 10 亿元，重点面向北美客户，泰国一期基地已经投产，年产能 0.24 万台，年产值约 6 亿元，二期项目我们预计 26 年投产，主要为国内大客户海外工厂配套及供货北美市场，我们预计 26 年公司新能源变压器海外基地年产值将达 26 亿元；2) 配电变压器方面，公司美国工厂 25 年 10 月投产，成为首家在美建厂的变压器厂商，产值达 4 亿元。

表5：公司海外变压器生产基地及产能

基地	产品	状态	面向市场	产能（万台/年）	产值（亿元/年）
泰国一期	新能源变压器	已投产	亚洲及北美	0.24	6
泰国二期	新能源变压器	预计26年投产	亚洲及北美	-	10
墨西哥	新能源变压器	预计26年Q2投产	北美及拉丁美洲	0.6	10
美国	配电变压器	已投产	美国	2.1	4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：公司全球的销售及生产基地



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内客户持续拓展，海外客户取得重要突破。1) **新能源变压器方面**，公司在国内一方面长期稳定供应阳光电源、华为、宁德等主要客户，另一方面新拓展科士达、科华、锦浪、天合等储能头部客户，基本盘稳固；25 年直销出海取得重要突破，开拓了多家欧美本土的 TOP 10 光储集成商客户，我们预计 25Q3 海外直销订单开始确认收入，毛利率同/环比+2.24/1.21pct，直销收入占比的提高显著提升了公司综合盈利能力；2) **配电变压器方面**，公司产品此前都为外销，但多销往非洲、东南亚、中亚和拉美等地区，美国电力设备供不应求给公司进入北美市场带来机遇，25 年首次进入美国配电市场，我们预计有望实现 1-2 亿元营收，公司的达拉斯工厂投产后，将成为公司拓展美国客户的重要优势，随着北美客户对公司认知度的不断提高，我们预计公司北美配电变压器业务将实现高速增长。

图25：公司的部分客户

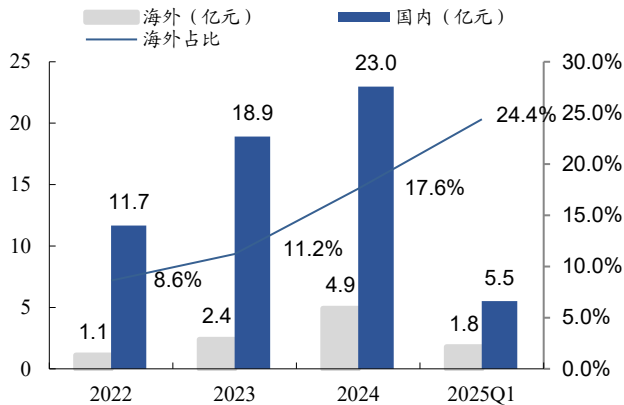


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

海外收入占比持续提升，公司量利双端将充分受益。通过长期的产品开发与客户开

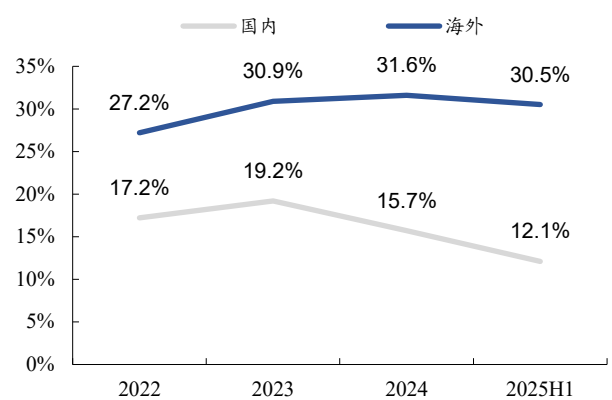
拓,公司的新能源及配电变压器海外收入占比持续提升,从2022年的8.6%提升至25Q1的24.4%,2024年实现收入4.9亿元,贡献公司重要规模增量;公司国内业务毛利率受行业竞争影响,近年来有所承压,而海外业务毛利率稳定在30%以上,盈利能力显著高于国内。我们认为公司在海外的前瞻布局在25年已初见成效,预计26年起公司海外新能源及配电业务将大幅提升公司收入规模的同时,有效改善公司的盈利。

图26: 公司新能源及配电变压器海外收入占比高增



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 公司国内外业务毛利率对比



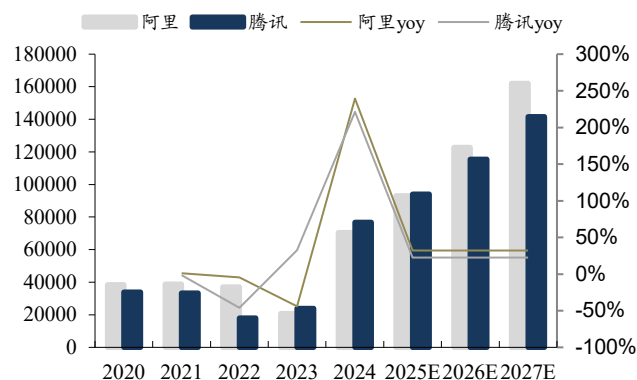
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 多元化布局 AIDC 产品，打造第二增长极

3.1. AIDC 资本开支高增长，驱动变压器环节需求高增

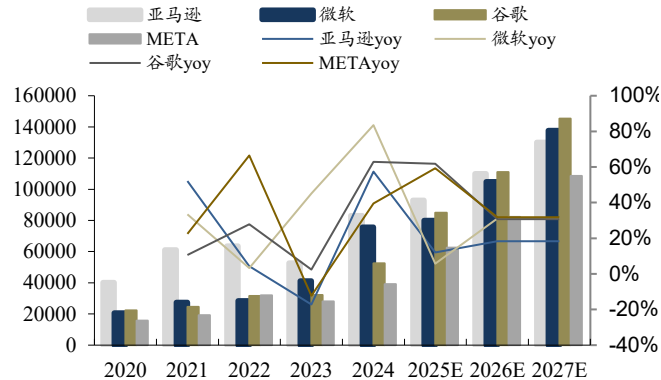
全球 AIDC 资本开支高增长，驱动行业需求高景气。国内外云厂商资本开支 24 年开始爆发式增长，聚焦 AIDC 基建。国内方面，阿里 24 年资本开支同比增长率高达 239%，并宣布 25-27 年投入 3800 亿元人民币用于推进其云计算和人工智能基础设施建设，超过其过去 10 年投入总和；腾讯 24 年资本开支同比增长率高达 221%，其预计 25 年将保持双位数增长；海外方面，亚马逊/微软/谷歌/META25 年 CAPEX 指引分别为 930 亿/800 亿/850 亿/600-650 亿美元，用于建设和扩容数据中心、购建 AI 专用服务器及网络设施。

图28：国内厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万元）



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

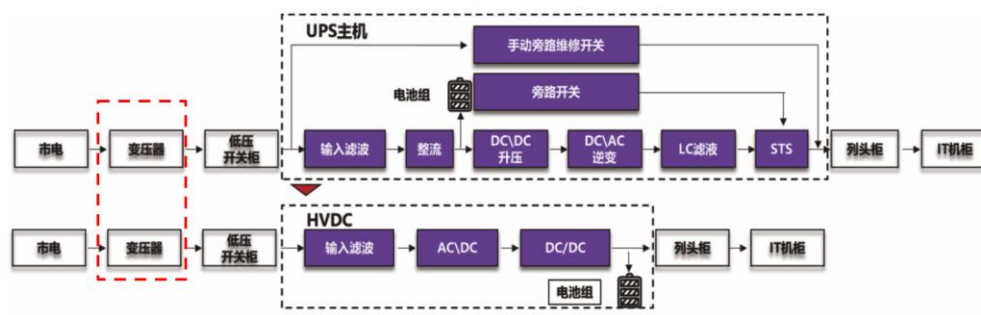
图29：海外厂商 2020-2027 资本开支（单位：百万美元）



数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

工频变压器广泛应用于 AIDC 中低压配电侧，为 UPS/HVDC 前道环节。工频变压器为当前 AIDC 配电的核心设备，通过将 35kV 以下的中压交流市电转化为低压交流电，通过低压开关柜输送给柜外电源系统。

图30：工频变压器广泛应用于 AIDC 配电侧

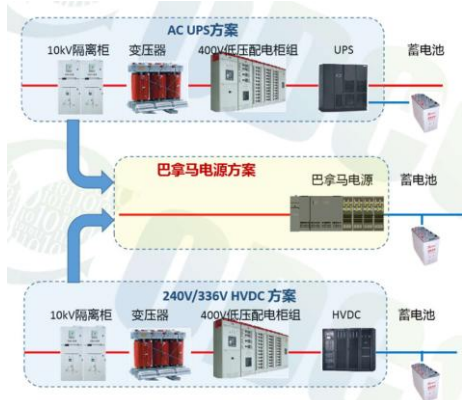


数据来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》，东吴证券研究所

移相变压器为工频变压器的特殊形式，广泛应用于巴拿马电源方案。相较于传统的

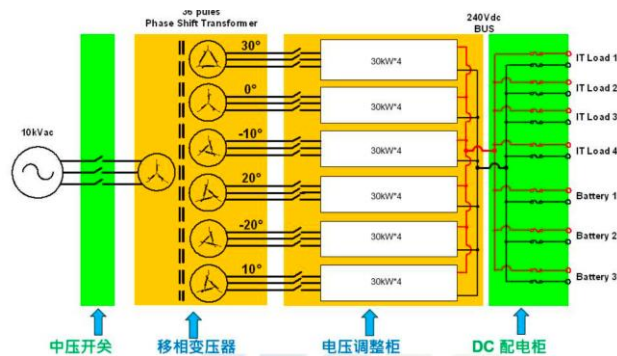
UPS/HVDC 供电方案，阿里联合中恒、台达开发了巴拿马电源方案，一方面应用多脉冲移相变压器实现低 THDi 和高功率因数，从而省去 PFC 电路，一方面柔性集成了 10kVac 隔离变压、模块化整流和输出配电等环节，将整个供电链路做到了优化，当前阿里在国内的自建数据中心全部采用巴拿马电源，为数据中心用移相变压器的主要终端客户。

图31：巴拿马电源使用移相变压器集成度更高



数据来源：《巴拿马供电技术白皮书》，东吴证券研究所

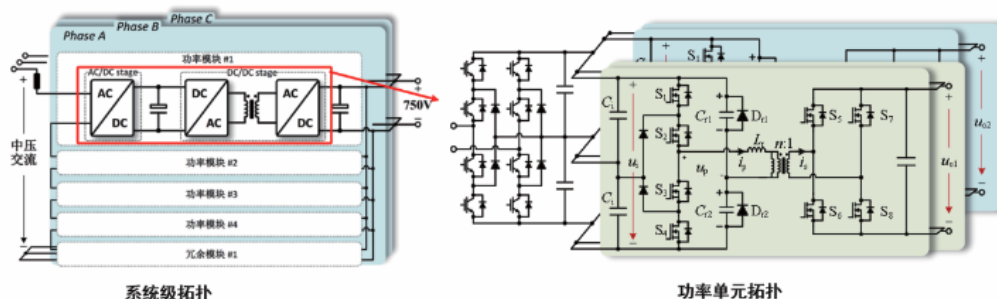
图32：巴拿马电源拓扑结构图



数据来源：《巴拿马供电技术白皮书》，东吴证券研究所

SST 为 AIDC 配电的最终方案，高频变压器为核心器件。我们认为 SST 是 800V HVDC 下一代的 AIDC 最终供电方案，完全取代了工频变压器，功能更强，且在效率、体积上优势显著：1）工作原理上，传统变压器只能实现电压变换 + 电气隔离，SST 能够实现 AC/DC 并在过程中实现功率因数校正；2）体积上，SST 采用高频变压器与功率半导体材料，体积远小于工频变压器；3）效率上，工频变压器通常在 95% 以下，SST 能够实现 98% 以上转换。其中高频变压器为 SST 实现 DC/DC 环节的关键设备，占 SST 总成本约 16%。

图33：SST 的拓扑结构



数据来源：《数据中心 800V 直流供电技术白皮书》，东吴证券研究所

基于以下假设，测算 2025-2030 年全球 AIDC 配电变压器市场空间：1）2025-2030

年全球 AI 新增 IT 负载分别为 13/21/30/38/53/69GW；2）UPS/HVDC 冗余度恒为 2；4）国内配电侧装机容量占比逐年提升，2025 年达 40%；5）2024 年国内外 AIDC 配电变压器单位价值量分别为 0.08/0.1 元每 W，此后年降 2%。

经测算，2030 年全球 AIDC 配电变压器市场空间将达 112 亿元，2024-2030 年 CAGR 达 39%，海外市场达 73 亿元，出海空间广阔。

图34：全球 AIDC 配电变压器市场空间测算

项目	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新增 IT 负载需求 (GW)	8	13	21	30	38	53	69
yoy		69%	63%	46%	25%	39%	32%
UPS/HVDC 冗余度	2	2	2	2	2	2	2
配电变压器装机容量 (GVA)	16	26	42	60	76	106	138
国内装机占比	14%	20%	26%	34%	37%	38%	40%
国内 AIDC 配电变压器单位价值量 (元/W)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07
国内 AIDC 配电变压器市场空间 (亿元)	2	4	8	15	21	29	39
海外装机占比	86%	80%	74%	66%	63%	62%	60%
海外 AIDC 配电变压器单位价值量 (元/W)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
海外 AIDC 配电变压器市场空间 (亿元)	14	20	30	37	44	59	73
全球 AIDC 配电变压器市场空间 (亿元)	16	24	38	53	65	89	112

数据来源：东吴证券研究所测算

3.2. 多元化布局 AIDC 配电产品，国内外市场进展显著

公司为移相变压器主要供应商，已进入阿里白名单。阿里当前巴拿马电源主要供应商为中恒和台达，而公司长期为这两家厂商进行移相变压器的配套开发和生产，已进入阿里的供应商白名单，并成为移相变压器环节的主要供应商，我们预计市占率接近 70%，为国内巴拿马电源移相变压器龙头，随着国内直流化渗透，我们认为巴拿马电源凭借其低成本和高集成优势将成为 2-3 年内主流方案，公司作为移相变压器龙头将充分受益。

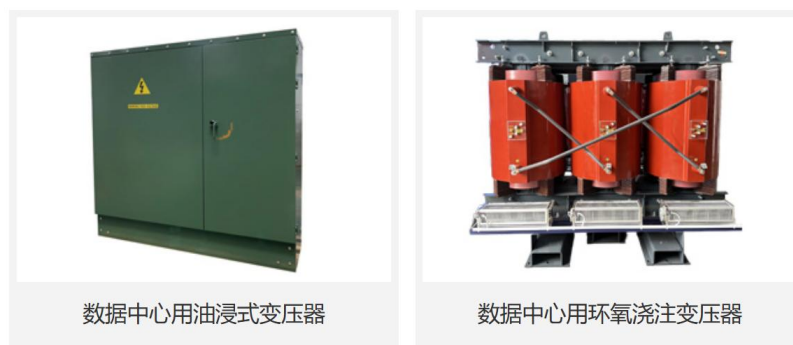
图35：公司的移相变压器产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

与台达深度合作签下日本数据中心配电大单，基于产品和产能优势成功开拓美国客户。1) **日本市场**：公司通过长期与台达在国内巴拿马电源项目上的合作，建立了深度的合作关系，25 年 5 月与台达达成协议，中标日本东京最大数据中心项目“大宫数据中心 3 期”相关电力设备总包合同，主要提供干式变压器及低压成套产品，项目预计 5 亿元，分三年完成，我们预计 25 年可实现 1 亿元营收，有助于公司快速扩大海外市场影响力，进一步提高海外市场的份额；2) **美国市场**：公司的产品和美国工厂获得客户认可，主要提供油变产品，25 年成功与美国某数据中心变压器生产商达成合作，收获数千万元代工订单，并有望承接国际头部电力设备公司代工订单，北美市场收入规模加速增长。

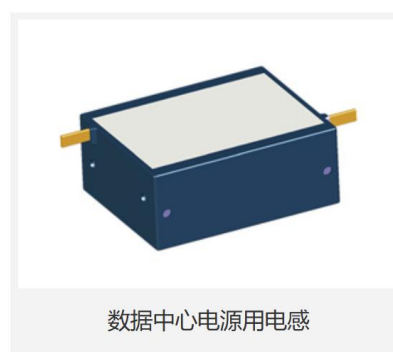
图36：公司的数据中心油浸式和干式变压器



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

基于此前技术沉淀，重点开发高频变压器和 SST 等增量产品。公司高度重视 AIDC 配电技术发展趋势，推出柜内电源高频电感，当前正在积极送样中，我们预计明年可小规模量产。公司基于在高频电感上的技术积累这一核心优势，重点开发高频变压器且可延伸至 SST 整柜，我们预计公司有望 26 年 Q1 推出前端高频变压器样机，Q2 推出固态变压器整机样机。我们认为公司凭借技术和客户优势，有望快速抢占高频变压器份额，中长期来看可带来较高增量。

图37：公司的数据中心高频电感



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 55.8/73.1/93.9 亿元，同比增长 20.3%/30.9%/28.5%，毛利率分别为 18.9%/20.3%/21.6%，分业务来看：

能源产品：绑定国内光伏龙头企业，新能源&配电变压器打通海外直销渠道，数据中心供电系统贡献额外增量，26 年光储升压变海外收入占比提升将有效提升毛利率。我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 41.6/56.1/74.3 亿元，同比增长 23.6%/34.7%/32.5%。

照明产品：公司深耕照明板块多年，与国内外客户紧密合作，将跟随行业保持平稳增长，毛利率总体稳定。我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 9.5/10.0/10.5 亿元，同比增长-2.9%/+5.0%/+5.0%。

其他产品：公司其他产品主要为车载电感和车载电源等，当前基数较小，近年来凭借原有技术积累带来的较强产品力拓展下游整车客户，增速较快，毛利率较稳定。我们预计 2025-2027 年该业务收入分别为 4.7/7.0/9.1 亿元，同比增长+60.0%/+50.0%/+30.0%。

图38：伊戈尔公司盈利预测表

单位：(亿元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计						
营收	28.2	36.3	46.4	55.8	73.1	93.9
YOY	26.5%	28.7%	27.8%	20.3%	30.9%	28.5%
毛利率	20.1%	22.3%	20.4%	18.9%	20.3%	21.6%
营业成本	22.6	28.2	37.0	45.2	58.2	73.7
毛利	5.7	8.1	9.4	10.6	14.8	20.3
能源产品						
营收	18.5	26.3	33.7	41.6	56.1	74.3
YOY	47.8%	42.3%	28.2%	23.6%	34.7%	32.5%
毛利率	17.7%	21.0%	20.3%	18.3%	20.1%	21.8%
毛利	3.3	5.5	6.8	7.6	11.2	16.2
收入占比	65%	72%	73%	75%	77%	79%
照明产品						
营收	8.5	8.1	9.8	9.5	10.0	10.5
YOY	-3.8%	-4.6%	20.5%	-2.9%	5.0%	5.0%
毛利率	24.7%	26.5%	20.0%	20.0%	20.0%	19.0%
毛利	2.1	2.15	1.96	1.9	2.0	2.0
收入占比	30%	22%	21%	17%	14%	11%
其他产品						
营收	1.1	1.9	2.9	4.7	7.0	9.1
YOY	13.4%	75.5%	52.2%	60.0%	50.0%	30.0%
毛利率	22.5%	22.5%	22.6%	22.5%	22.5%	22.5%
毛利	0.3	0.4	0.7	1.1	1.6	2.0
收入占比	4%	5%	6%	8%	10%	10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司海外直销渠道已打通，数据中心业务将带来较高增量，总体成长空间较大。考

虑到 25 年大客户降价和产能爬坡影响，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.8/4.9/7.4 亿元，同比-3%/+71%/+52%，对应 PE 分别为 49/29/19 倍。公司业务主要为光伏升压变、智能箱变、配电变压器以及数据中心变压器，故选取相关公司金盘科技、明阳电气、新特电气作为可比公司。可比公司 2025/2026/2027 年 PE 均值为 71/45/33 倍，考虑到公司出海能力强，海外直销比例有望快速提升，数据中心产品逐步放量，给予 2026 年 40 倍 PE，目标价 45.8 元，维持“买入”评级。

图39：可比公司估值表（截至 2025 年 12 月 11 日）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			总股本 (亿股)	投资评级	预测来源
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
688676.SH	金盘科技	383	83.30	7.8	10.4	13.2	1.7	2.3	2.9	48.9	36.9	29.1	4.60	买入	东吴
301291.SZ	明阳电气	139	44.40	8.1	10.4	13.0	2.6	3.3	4.2	17.2	13.3	10.7	3.12	未评级	Wind
301120.SZ	新特电气	73	19.75	0.5	0.9	1.2	0.1	0.2	0.3	146.1	83.3	60.5	3.71	未评级	Wind
	平均值	198	49.15	5.5	7.2	9.1	1.5	1.9	2.4	70.7	44.5	33.4	3.81	-	-
002922.SZ	伊戈尔	139	32.80	2.8	4.9	7.4	0.7	1.1	1.7	48.9	28.6	18.8	4.23	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：未评级公司盈利预测来自 2025 年 12 月 11 日 wind 一致预期）

5. 风险提示

1) 可再生能源及储能装机不及预期。公司核心产品光伏磁性元件、光储升压变、智能箱变广泛应用于全球光储领域，若全球光伏和储能装机增速不及预期，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) 数据中心产业发展不及预期。公司当前将数据中心业务放在重要的战略地位，投入较高，若全球数据中心产业发展不及预期，将对公司业绩产生不利影响。

4) 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。

5) 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)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,212	5,108	5,606	6,193	营业总收入	4,639	5,580	7,306	9,391
货币资金及交易性金融资产	763	1,358	1,253	1,034	营业成本(含金融类)	3,695	4,524	5,825	7,366
经营性应收款项	2,158	2,399	2,735	3,254	税金及附加	24	28	37	47
存货	733	754	938	1,125	销售费用	110	145	190	235
合同资产	214	251	329	423	管理费用	278	301	395	507
其他流动资产	344	347	351	357	研发费用	191	257	329	423
非流动资产	3,186	3,299	3,330	3,348	财务费用	24	43	32	34
长期股权投资	19	19	19	19	加:其他收益	31	40	51	65
固定资产及使用权资产	1,434	1,601	1,750	1,875	投资净收益	17	6	14	19
在建工程	1,377	1,239	1,116	1,004	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	150	158	164	170	减值损失	(33)	0	0	0
商誉	37	37	37	37	资产处置收益	17	8	12	16
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	348	336	578	880
其他非流动资产	161	237	237	237	营业外净收支	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	7,398	8,407	8,936	9,541	利润总额	347	335	577	879
流动负债	3,528	3,917	4,150	4,296	减:所得税	46	45	78	119
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,813	1,826	1,826	1,826	净利润	301	290	499	760
经营性应付款项	1,292	1,633	1,780	1,821	减:少数股东损益	8	6	14	21
合同负债	30	33	44	56	归属母公司净利润	293	284	485	739
其他流动负债	393	424	501	593	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.67	1.15	1.75
非流动负债	643	642	632	627	EBIT	341	378	609	913
长期借款	471	471	471	471	EBITDA	462	582	817	1,135
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.35	18.93	20.28	21.57
租赁负债	51	21	11	6	归母净利率(%)	6.31	5.09	6.64	7.87
其他非流动负债	121	150	150	150	收入增长率(%)	27.78	20.29	30.94	28.53
负债合计	4,171	4,558	4,782	4,922	归母净利润增长率(%)	39.75	(2.91)	70.85	52.34
归属母公司股东权益	3,203	3,818	4,110	4,554					
少数股东权益	24	30	44	66					
所有者权益合计	3,227	3,848	4,154	4,619					
负债和股东权益	7,398	8,407	8,936	9,541					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	179	596	372	346	每股净资产(元)	8.17	9.02	9.71	10.76
投资活动现金流	(1,121)	(285)	(214)	(206)	最新发行在外股份(百万股)	423	423	423	423
筹资活动现金流	873	280	(262)	(359)	ROIC(%)	6.47	5.60	8.34	11.80
现金净增加额	(87)	594	(105)	(219)	ROE-摊薄(%)	9.13	7.44	11.81	16.23
折旧和摊销	121	203	208	222	资产负债率(%)	56.38	54.22	53.52	51.59
资本开支	(1,715)	(233)	(228)	(225)	P/E (现价&最新股本摊薄)	47.47	48.89	28.62	18.79
营运资本变动	(288)	75	(369)	(661)	P/B (现价)	4.02	3.64	3.38	3.05

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>