

伊戈尔 (002922.SZ)

变压器全球产能陆续落地，加快直接出海步伐

公司是专业人士创业，主业从照明迭代至新能源变压器，一直以来面向海外终端市场为主。近几年基于对客户需求的精准捕捉，积极进行全球化产能、渠道布局，泰国、美国、墨西哥工厂逐步落地。欧美正大力推进能源转型、电网现代化及 AIDC 建设，配套变压器需求预计将持续增长，公司具备出海基因且数字化产能领先，后续经营规模、盈利水平可能迎来突破。

- **变压器全球产能陆续落地，有助于海外市场开拓。**公司目前主业为新能源、工业控制、配电变压器等能源类产品，收入占比超 70%，其中新能源占比超 50%。由于新能源配套变压器以间接出海为主，能源类产品海外直销占比仅约 15%。近几年公司前瞻布局海外变压器产能，泰国、美国、墨西哥三大基地整体产值超 30 亿元，加上国内江西和安徽基地，整体产值超 80 亿元。公司产能优势明显，未来海外业务规模预计有较大提升空间。
- **新能源业务中储能增长较快，且客户愈发多元，预计驱动盈利改善。**公司新能源业务过去主要给大客户配套光伏变压器，今年以来储能增长迅速，客户也趋向多元化，大客户占比降低，毛利率逐季改善。公司泰国工厂供应链配套齐全，是面向北美市场的稀缺产能，除了配套大客户泰国工厂，也将积极拓展北美直销客户，新能源直接出海比例及毛利率预计持续提升。
- **AIDC 建设催生配电变压器增量需求，公司产品已进入美国数据中心。**数据中心是配电变压器的重要增量场景，我们测算 2027 年美国 AIDC 配变市场规模约 75 亿元（考虑 80% 负荷率，如果 2N 配比规模更大）。公司通过绑定本土合作伙伴迅速切入，订单增长明显。公司目前主要提供油浸式变压器，干变正在认证，未来品类更加齐全，有助于进一步打开市场。美国数据中心对配变的可靠性、交期要求较高，定价也更高，预计将提升公司整体盈利水平。
- **北美配网变压器需求空间大，公司本土工厂落地提升竞争力。**美国配网升级改造需求迫切，以 AEP 为代表的头部运营商未来五年对配网投资计划提升 29%。我们测算 2027 年美国配网变压器市场规模约 700 亿元。美国配变竞争比较充分，但是定价高于非美市场，是公司全球化业务布局的重要一环。公司美国德州沃斯堡工厂已于 10 月开业，在服务响应速度方面具有优势，同时有助于规避潜在贸易风险，提升开拓北美市场的竞争力。
- **投资建议：**海外储能、数据中心、配电等场景变压器需求强劲，公司全球产能持续落地，海外收入占比及盈利水平预计持续提升，预计 2026/2027 年归母净利润分别 5.0/7.2 亿元。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**储能、数据中心、电网投资需求不及预期；原材料涨价；贸易风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3630	4639	5752	7535	9494
同比增长	29%	28%	24%	31%	26%
营业利润(百万元)	227	348	305	573	847
同比增长	14%	53%	-12%	88%	48%
归母净利润(百万元)	209	293	271	501	724
同比增长	9%	40%	-7%	84%	45%
每股收益(元)	0.49	0.69	0.64	1.18	1.71
PE	66.3	47.5	51.2	27.7	19.2
PB	4.5	4.3	3.6	3.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

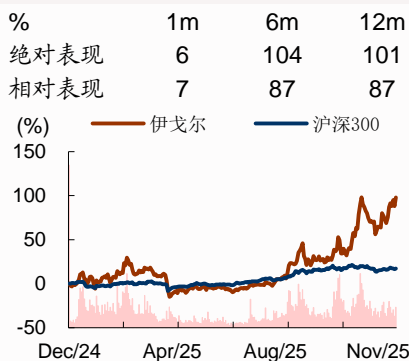
强烈推荐（维持）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：32.8 元

基础数据

总股本（百万股）	423
已上市流通股（百万股）	376
总市值（十亿元）	13.9
流通市值（十亿元）	12.3
每股净资产（MRQ）	8.9
ROE（TTM）	6.9
资产负债率	54.7%
主要股东 佛山市麦格斯投资有限公司	
主要股东持股比例	29.03%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《伊戈尔（002922）—Q3 盈利继续改善，海外数据中心和配电展望积极》2025-11-03
- 2、《伊戈尔（002922）—Q2 业绩拐点已现，海外数据中心和配电有望成新动能》2025-09-07
- 3、《伊戈尔（002922）—新能源业务快速增长，海外市场拓展成效显著》2024-09-10

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

1、变压器全球产能逐步落地，助力海外市场开拓

公司成立于 1999 年，从照明业务（LED 驱动电源、灯具）起步，并逐步拓展至工业控制变压器、新能源磁性器件/变压器、特种变压器、配电变压器、车载电感/电源等领域，变压器产品涵盖油浸式、干式、箱变和移相变等完整体系。

图 1 公司基本情况及业务范围



资料来源：公司官网、招商证券

公司出海较早。公司从 2000 年开始陆续在美国、德国、日本、新加坡、马来西亚、泰国、墨西哥等地设立分支机构及销售网络，海外收入占比最高达 60%+，后随着新能源业务收入占比提升（间接出海），海外占比降至 30%左右。

2020 年能源产品收入首次超过照明业务，收入占比约 49%，2023 年超 70%，其中新能源产品收入占比超 50%。

- **照明电源、灯具：**家居照明领域，客户主要包括欧洲宜家、澳洲 SUL、美国 Kichler 等；商业照明领域，客户涵盖欧洲、澳洲及东南亚知名灯饰厂商，包括飞利浦、欧司朗、TRELUX 等。
- **工业电源/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，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。
- **新能源电感/变压器：**2018 年前后审时度势，切入新能源领域，绑定阳光等头部逆变器企业，是国内较早进入美国、日本、欧盟的厂商。
- **配电变压器：**出口为主，2024 年中南美、非洲、东南亚等市场已经起量，2025 年逐步切入北美市场。

从产品出海到产能出海，预计带动变压器海外直销占比提升。公司近几年前瞻布局海外变压器产能，2024 年以来泰国、美国工厂陆续建成投产，墨西哥工厂预计 2026 年投产，海外整体产值预计超 30 亿元。公司过去主要跟着大客户出海，近两年拓展了国内其他新能源客户，且海外直销客户也有明显增长，客户结构逐步多元化，大客户比例下降。

图 2 公司产能情况（按产品划分）



资料来源：公司官网、招商证券

表 1：公司变压器产能情况（按生产基地划分）

公司生产基地	产值估计 亿元	月产能 台	主要产品（油/干变）	建设状态
海外基地				
美国德州沃斯堡	4-5	200	配变等	25H1 投产，10 月开业仪式
泰国一/三期	15	700	新能源升压变等	24 年 9 月投产，已达产；24 年 10 月拿地，预计 25Q4 达产
泰国二期	2-3	—	配变、特种变等	预计 26Q1 达产
墨西哥 3.0 工厂	10	500	新能源升压变等	预计 26H1 达产
海外其他（港股 IPO）	—	—		
国内基地				
江西吉安一二期	20		新能源变、配变、工控	23 年投产，24 年满产
江西吉安三期 2.0 工厂	20		数据中心、新能源变等	24 年开工，25H2 投产
安徽淮南	10		新能源变等	24 年 6 月投产，8 月达产

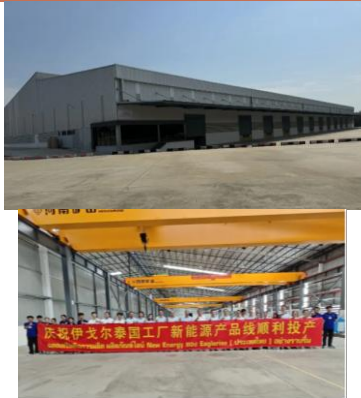
资料来源：公司官网及公众号（结合研究员测算）、招商证券；注：公司近期发布了《关于筹划发行 H 股的提示性公告》，主要目的是为进一步推进公司国际化战略、提升公司国际形象及综合竞争力，具体方案尚未落地。

图 3：伊戈尔美国工厂



资料来源：公司公众号、招商证券

图 4：伊戈尔泰国工厂



资料来源：公司视频号、招商证券

表 2：公司海外收入（单位：亿元）占比及结构

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	28	36	46	58	75	95
yoy	27%	29%	28%	24%	31%	26%
海外收入（直接）	9	10	14	21	41	53
占比	33%	27%	29%	36%	54%	56%
yoy	19%	7%	39%	54%	95%	31%
新能源变压器	1.1	2.4	4.9	10	25	31
占比	3.9%	6.6%	10.6%	17%	33%	33%
工业控制变压器	2.9	2.3	2.2	4.7	9.2	15.5
占比	10%	6%	5%	8%	12%	16%
照明类	5.1	4.6	5.9	6.2	6.5	6.8
占比	18.1%	12.7%	12.7%	11%	9%	7%

资料来源：公司公告、招商证券；注：新能源包括光伏升压变、光伏逆变高频电感、箱式变压器、储能产品和配电变压器等；25-27 年预测工业控制包括数据中心；新能源变压器 26/27 年含大客户泰国收入。

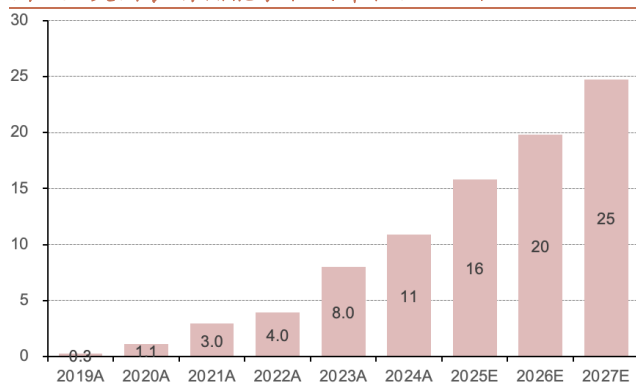
2、欧美储能高景气，公司储能配套变压器快速增长

欧美表前储能装机高景气，配套变压器需求随之增长。随着新能源、AIDC 等波动性电源及负荷大比例接入电网，配置储能的必要性提升，我们预计未来几年欧美表前储能将维持高景气。按照 0.15 元/W 均价测算，2027 年配套变压器的市场空间超 50 亿元。

新能源客户结构愈发多元，毛利率有望改善。跟随新能源客户出海是公司基本盘，2024 年大客户收入占比最高曾超 40%，但是毛利率承压。公司积极开拓国内其他新能源客户，2025 年大客户占比预计降至 25% 以下，毛利率持续改善。

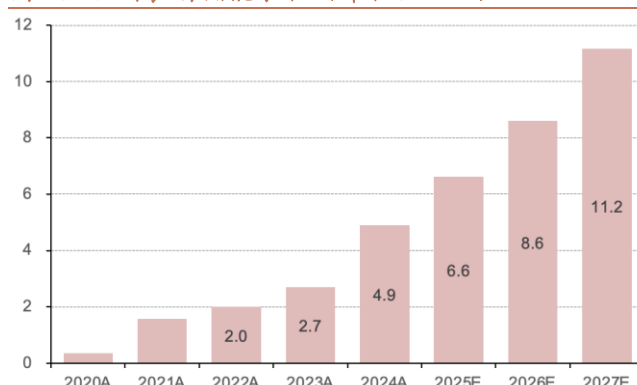
泰国工厂助力北美直销客户开拓，定价和毛利率预计更高。公司泰国工厂产能主要面向北美市场，较为稀缺，有助于公司拓展直销客户（系统集成商、EPC 企业等）。随着泰国工厂产能释放，公司直接出海比例将持续提升，毛利率也将明显优化。

图 5：美国表前储能装机（单位：GW）



资料来源：Woodmac、招商证券预测

图 6：欧洲表前储能装机（单位：GW）



资料来源：LCP Delta、ESE、招商证券预测

图 7：全球电化学储能系统集成商竞争格局-2023 年
Battery energy storage system integrator market share ranking, 2023



资料来源：Woodmac、招商证券

图 8：全球电化学储能系统集成商竞争格局-2024 年
Battery energy storage system integrator market share ranking



资料来源：Woodmac、招商证券

3、AIDC 催生配变增量需求，公司绑定合作伙伴顺利切入

AIDC 建设催生配电变压器增量需求。以建设进度和体量最大的北美市场为例，预计 2027 年 AIDC 新增容量将达到 24GW，考虑 80%左右的负荷率，配电变压器新增需求预计 30GW。按照 0.25 元/W 单价测算，北美 AIDC 配电变压器市场规模约 75 亿元。

公司绑定合作伙伴，切入美国数据中心。数据中心客户对电力设备可靠性、交期要求高于传统工业客户。公司通过绑定具有品牌力的合作伙伴切入美国数据中心，且积极开拓其他客户，订单增速较快。产品方面，公司目前主要提供油浸式变压器，干变正在认证中，未来品类将更加齐全。

表 3：北美 AIDC 配电变压器市场空间测算

	2027 年
北美 AIDC 新增装机假设 GW	24
AIDC 配变需求（考虑 80%负荷率）GW	30
单位价格 元/W	0.25
AIDC 配变市场空间 亿元	75

资料来源：招商证券；注：变压器容量单位为 GVA，为方便测算，此处统一用有功单位

图 9：增强型数据中心三相箱变



Envirotran™ liquid-filled transformers utilizing Envirotemp™ FR3™ fluid, recognized by the National Electric Code (NEC), Underwriters Laboratories (UL®), and FM Global, have been installed indoors in various applications for more than 15 Years.

Base rating	Primary voltage	Secondary voltage
45 kVA to 12,000 kVA	2400 V to 46,000 V	208Y/120 V to 24,940 V

资料来源：伊顿官网、招商证券

4、北美配网投资上行，公司本土工厂助力市场开拓

美国配网改造升级需求迫切，运营商对配网的资本开支有明显提升。以 AEP 为例，其拥有美国最大的输电系统（4 万英里输电线路），并运营配电线路超过 22.5 万英里。根据其 2026-2030 年投资计划，配网资本开支预计 173 亿美元，年均约 35 亿美元，比此前 2025-2029 年计划同比增长 29%。配网投资主要用于系统升级、电网现代化改造等来提升用电可靠性。

2027 年美国配电变压器市场规模预计约 700 亿元。2024 年美国配电变压器进口金额约 280 亿元，连续三年实现高增长。2025 年进口增速出现下滑，预计与美国本土供应能力逐步恢复有关。假设 40%本土供应能力及 15%进口复合增速，测算 2027 年美国配电变压器市场规模约 700 亿元。

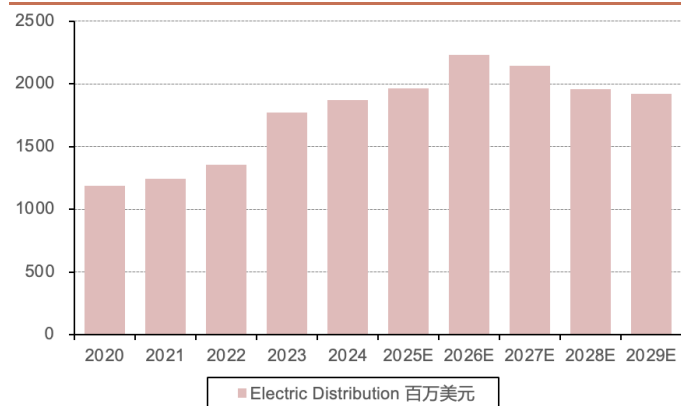
北美配电市场竞争比较充分，公司本土工厂落地有助于市场开拓。北美本土配电变压器竞争格局较为分散，既包括伊顿、GEV 等大型电气装备企业，也包括众多专业化小工厂。公司美国德州沃斯堡工厂已于 10 月开业，主要生产配电变压器及相关产品。本土工厂能够提升服务客户的响应速度与灵活性，同时有效规避潜在贸易与物流风险，为开拓北美配电市场夯实基础。

表 4：AEP 配网资本开支

单位：亿美元	2023-2027	2024-2028	2025-2029	2026-2030
配网资本开支	108	113	134	173
年均 亿美元	21.6	22.6	26.8	34.6
yoy		5%	19%	29%

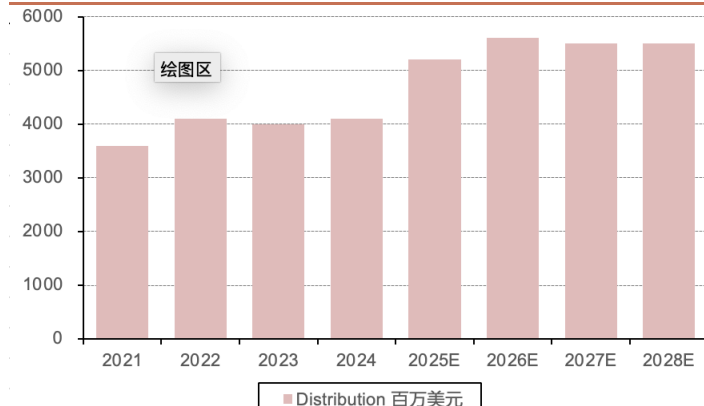
资料来源：AEP 公司公告、招商证券

图 10：EVERSOURCE ENERGY 电力配网资本开支



资料来源：EVERSOURCE 公司公告、招商证券

图 11：EDISON INTL 配网资本开支



资料来源：EDISON 公司公告、招商证券

表 5：美国配网变压器市场空间测算

	2024	2027E
进口金额 亿元	278	423
yoy	32%	15%复合增速
1) 其他变压器	148	
2) 液体变压器-650kVA 以下	110	
3) 液体变压器-[650kVA, 10MVA]	100 (20%)	
美国本土供应比例	25%	40%
美国配变市场规模 亿元	371	705

资料来源：海关数据、Woodmac、招商证券；注释：假设第三类 20%用于配网，其余为新能源、数据中心等大容量场景

5、投资建议

海外储能、数据中心、配电等场景变压器需求强劲，公司全球产能持续落地，海外收入占比及盈利水平预计持续提升。预计 2026/2027 年归母净利润分别 5.0/7.2 亿元。维持“强烈推荐”评级。

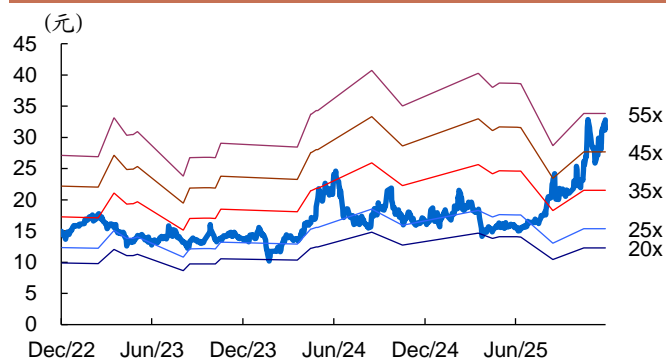
上述盈利预测基于如下假设：1) 主业能源产品包括新能源变压器/电感、配电变压器、传统工业控制变压器、数据中心变压器等，预计 2026/2027 收入同增 39%/30%，毛利率逐年提升，分别 21.3%/23.2%；2) 照明类业务收入、毛利率基本保持稳定；3) 其他主要是孵化类业务，预计收入保持 24% 左右增速。

表 6：公司业务拆分及预测

	2024	2025E	2026E	2027E
收入	46	58	75	95
yoy	28%	24%	31%	26%
毛利率	20.4%	19.0%	21.1%	22.6%
能源产品	34	44	60	78
yoy	28%	29%	39%	30%
毛利率	20.5%	19.0%	21.3%	23.2%
照明类	9.8	10.3	10.6	10.9
yoy	21%	5%	3%	3%
毛利率	21%	21%	21%	21%
其他	2.9	3.7	4.5	5.6
yoy	52%	25%	24%	24%
毛利率	22.6%	18.0%	18.0%	18.0%

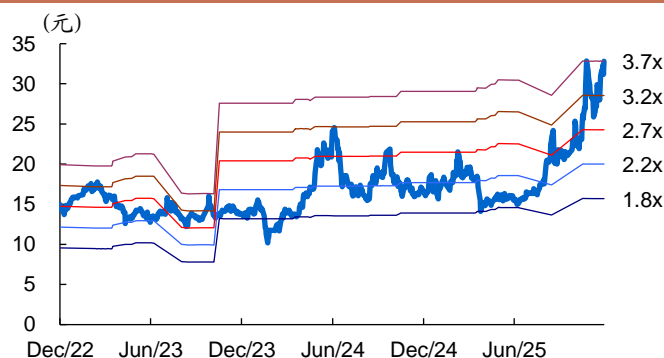
资料来源：公司公告、招商证券

图 12：伊戈尔历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 13：伊戈尔历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

6、风险提示

- 下游投资需求不及预期：**公司海外业务与储能、数据中心、电网投资有较强相关性，如果下游需求不及预期，公司变压器的订单将受到影响；
- 原材料涨价：**公司变压器原材料主要是铜、钢等，上游涨价可能对盈利产生影响；
- 贸易风险：**公司美国、欧洲销售比例正在提升，贸易风险会对公司收入、盈利水平产生较大影响等。

参考报告:

伊戈尔 (002922) —Q3 盈利继续改善, 海外数据中心和配电展望积极 2025-11-3

伊戈尔 (002922) —Q2 业绩拐点已现, 海外数据中心和配电有望成新动能 2025-9-7

伊戈尔 (002922) —新能源业务快速增长, 海外市场拓展成效显著 2024-9-10

伊戈尔 (002922) —变压器出海进度领先, 产能与渠道扩张加速 2024-6-19

电力设备系列报告 (24) —北美与国内变压器市场的需求与要求都在提升 2024-4-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3659	4212	4845	6320	7891
现金	668	763	546	720	864
交易性投资	531	0	0	0	0
应收票据	128	287	355	466	587
应收款项	1210	1801	2234	2926	3687
其它应收款	34	45	55	72	91
存货	483	733	932	1189	1470
其他	604	583	723	947	1192
非流动资产	1637	3186	4324	4666	4897
长期股权投资	19	19	19	19	19
固定资产	905	1361	2520	2879	3126
无形资产商誉	151	188	169	152	137
其他	563	1618	1617	1616	1615
资产总计	5296	7398	9169	10986	12788
流动负债	1920	3528	4672	6082	7340
短期借款	242	1757	2425	3273	3918
应付账款	1360	1292	1771	2259	2793
预收账款	22	30	38	48	59
其他	296	449	439	501	570
长期负债	271	643	643	643	643
长期借款	196	471	471	471	471
其他	75	172	172	172	172
负债合计	2191	4171	5315	6725	7983
股本	391	392	423	423	423
资本公积金	1935	1894	2329	2329	2329
留存收益	766	917	1071	1463	1987
少数股东权益	12	24	31	46	66
归属于母公司所有者权益	3093	3203	3823	4215	4739
负债及权益合计	5296	7398	9169	10986	12788

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	174	179	133	50	246
净利润	217	301	279	515	744
折旧摊销	78	96	148	254	286
财务费用	23	43	40	45	57
投资收益	(4)	(17)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(122)	(243)	(326)	(749)	(825)
其它	(18)	(0)	21	15	15
投资活动现金流	(1027)	(1121)	(1270)	(570)	(490)
资本支出	(550)	(1748)	(1300)	(600)	(520)
其他投资	(477)	627	30	30	30
筹资活动现金流	1145	873	920	695	388
借款变动	11	954	612	848	645
普通股增加	92	1	31	0	0
资本公积增加	1106	(42)	435	0	0
股利分配	(75)	(117)	(118)	(109)	(200)
其他	11	77	(40)	(45)	(57)
现金净增加额	292	(69)	(218)	174	144

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3630	4639	5752	7535	9494
营业成本	2819	3695	4659	5945	7349
营业税金及附加	18	24	30	39	50
营业费用	97	110	150	192	242
管理费用	206	278	316	411	517
研发费用	186	191	262	339	427
财务费用	13	24	40	45	57
资产减值损失	(79)	(16)	(20)	(20)	(35)
公允价值变动收益	(15)	(0)	0	0	0
其他收益	26	31	30	30	30
投资收益	4	17	0	0	0
营业利润	227	348	305	573	847
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	3	4	4	4	4
利润总额	227	347	303	572	846
所得税	9	46	24	57	102
少数股东损益	8	8	8	14	21
归属于母公司净利润	209	293	271	501	724

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	29%	28%	24%	31%	26%
营业利润	14%	53%	-12%	88%	48%
归母净利润	9%	40%	-7%	84%	45%
获利能力					
毛利率	22.3%	20.4%	19.0%	21.1%	22.6%
净利率	5.8%	6.3%	4.7%	6.6%	7.6%
ROE	8.6%	9.3%	7.7%	12.5%	16.2%
ROIC	8.1%	7.1%	5.2%	7.5%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	56.4%	58.0%	61.2%	62.4%
净负债比率	8.6%	30.9%	31.6%	34.1%	34.3%
流动比率	1.9	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.7	1.0	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	6.6	6.1	5.6	5.6	5.5
应收账款周转率	2.9	2.7	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	2.4	2.8	3.0	3.0	2.9
每股资料(元)					
EPS	0.49	0.69	0.64	1.18	1.71
每股经营净现金	0.41	0.42	0.31	0.12	0.58
每股净资产	7.31	7.57	9.03	9.96	11.19
每股股利	0.28	0.28	0.26	0.47	0.68
估值比率					
PE	66.3	47.5	51.2	27.7	19.2
PB	4.5	4.3	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	60.5	40.8	37.9	21.4	15.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。