长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

丨证券研究报告丨

公司研究丨深度报告丨伊戈尔（002922.SZ）

伊戈尔：AI 浪潮引领电力新局，变压器出口先发制胜

请阅读最后评级说明和重要声明

报告要点

伊戈尔目前核心业务聚焦于变压器海外市场，并且在产品技术、海外产能、下游客户等方面形成显著优势；考虑当前海外变压器供应紧张，且未来随 AI 发展，供给缺口可能放大；公司能够受益于此，海外客户占比持续提升，带动经营增长弹性，目前经营已经出现拐点。同时，公司积极布局 AIDC 电源相关业务，未来如果能够突破，有望带来额外弹性。

分析师及联系人

邬博华

SAC：S0490514040001

SFC：BQK482

曹海花

SAC：S0490522030001

司鸿历

SAC：S0490520080002

SFC：BVD284

袁澎

SAC：S0490524010001

| 证券研究报告 |

2025-12-30

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

伊戈尔：AI 浪潮引领电力新局，变压器出口先发制胜

总体：立足变压器出海，经营出现拐点

公司 2017 年在 A 股 IPO 上市，上市之后公司开始加速业务扩张，一方面推动企业数字化转型；另一方面加快生产基地建设扩张。1）从产品维度来看，公司起家从事环形变压器，后来随着公司产品矩阵越来越丰富，整体聚焦能源、信息行业，目前包括能源产品（以变压器等为主）、照明产品（以照明电源等为主）、孵化类产品（以车载电感、车载电源等为主）。2）从市场维度看，公司成立以来一直瞄准海外市场，履行全球化策略，收入中海外占比一直处于比较高的水平。3）从经营维度看，公司收入处于增长态势，2025Q2 开始毛利率逐季度环比提升，出现拐点。展望未来，我们认为随着 AI 快速发展，美国变压器需求有望超预期，供需缺口可能扩大；公司变压器出口业务显著受益，并且由于海外盈利能力较高，有望拉动公司后续经营增长弹性。

主业：深耕北美，受益 AI 缺电景气

1）行业层面，我们认为美国当前电源、电网的建设速度与 AI 数据中心的建设规划显著不匹配，未来可能会出现持续缺电情况，2025-2027 年将是压力最大的阶段。电源、电网建设是解决缺电的必然方向，变压器作为电力系统的核心产品之一，需求乘数系数较大，未来海外需求有望实现增长加速；同时，美国变压器一直处于供给紧缺状态，有望加快国内变压器企业出口。

2）公司层面，早期开始一直布局海外市场，在产品技术和认证方面均已经较为完善；我们认为公司在海外能够成功核心在于海外产能优势以及下游客户优势。一方面，公司 2023 年开始加速海外变压器产能布局，目前已经规划马来西亚、泰国、美国、墨西哥 4 大海外基地，我们认为公司在海外的变压器产能布局速度行业领先，先发布局优势显著。另一方面，公司当前变压器在海外市场主要聚焦三大下游：储能、AIDC、配电。我们认为在公司多年布局之后，已经具备显著的下游客户优势。因此，随着海外变压器供给紧张，公司直接海外客户拓展持续加速。

此外，公司照明收入、毛利润占比 20%左右，预计未来相对平稳增长；公司车载电感/电源统计在“其他产品”中，近几年收入开始起量，未来有望保持较快增长，但目前规模尚小。

新业务：布局 AIDC 高压直流电源相关产品，具备弹性

在 AIDC 方面，公司目前重点布局 2 大新领域：巴拿马电源、SST 相关产品。1）巴拿马电源方面，伊戈尔在巴拿马中移相变技术领先，未来计划投入更多的资源积极开拓巴拿马电源业务市场；2）SST 方面，伊戈尔在高频电感等方面技术积累较久。考虑到目前海外 AIDC 柜外电源高压直流趋势明确，公司若能突破，有望形成潜在弹性贡献。

投资建议

综上所述，伊戈尔目前核心业务聚焦于变压器海外市场，并且在产品技术、海外产能、下游客户等方面形成显著优势；考虑当前海外变压器供应紧张，且未来随 AI 发展，供给缺口可能放大；公司能够受益于此，海外客户占比持续提升，带动经营增长弹性，目前经营已经出现拐点。同时，公司积极布局 AIDC 电源相关业务，未来如果能够突破，有望带来额外弹性。预计 2026 年公司归属母公司股东净利润 5 亿元，对应 PE 约 28 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、竞争加剧的风险；2、海外产能经营的风险；3、海外贸易政策的风险；

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	33.13
总股本(万股)	42,321
流通A股/B股(万股)	37,381/0
每股净资产(元)	8.93
近12月最高/最低价(元)	34.10/13.02

注：股价为 2025 年 12 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：iFinD

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

总体：立足变压器出海，经营出现拐点 6
主业：深耕北美，受益 AI 缺电景气 9
行业：AI 缺电驱动下，北美变压器供需缺口可能扩大 9
公司：海外布局先发优势，助力直接出海放量 16
其他主业：照明稳定，车载业务快速增长 20
新业务：布局 AIDC 高压直流电源相关产品，具备弹性 21
巴拿马电源布局占优 21
SST 产品具备技术协同 22
投资建议 22
风险提示 24

图表目录

图 1：公司发展历程 6
图 2：公司股权集中 6
图 3：公司产品发展情况 7
图 4：公司目前产品矩阵 7
图 5：公司产品结构（2021 年） 7
图 6：公司产品结构（2024 年） 7
图 7：公司海外收入占比较高 8
图 8：公司历史经营情况（年度） 8
图 9：公司毛利率情况（年度） 8
图 10：公司历史经营情况（季度） 9
图 11：公司利润率情况（季度） 9
图 12：NERC 子区域电力最大负荷历史趋势（GW） 9
图 13：北美部分机构对 2025-2030 年数据中心增量的预测（GW） 10
图 14：Grid Strategies 对北美未来 5 年数据中心增量的预测（GW） 10
图 15：美国官方叠加数据中心超预期负荷预测情况 10
图 16：美国近 10 年在运装机增长情况（GW） 11
图 17：2020-2035 年美国火电投运和退役情况（GW） 11
图 18：北美数据中心项目驱动燃气轮机需求 13
图 19：SOFC 2023 年按应用领域划分的市场份额细分 13
图 20：数据中心配储形式及核心电力需求 13
图 21：FERC Order No. 1920 实施进程 14
图 22：变压器在电力系统里面应用 14
图 23：日立能源订单情况 15
图 24：西门子能源订单情况 15
图 25：通用电气 ELECTRIFICATION 订单情况 15
图 26：伊顿电气订单情况 15

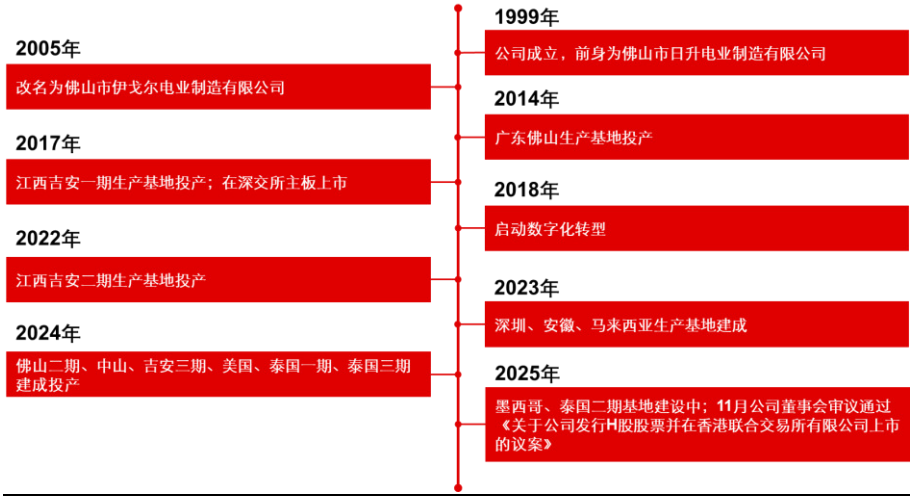
图 27：美国液体变压器月度进口额（亿元）.....15
图 28：油变占据市场主导（国内配电变压器结构）.....16
图 29：公司变压器产品品类齐全-1.....16
图 30：公司变压器产品品类齐全-2.....16
图 31：公司海外生产基地陆续投产.....17
图 32：公司储能装置产品.....18
图 33：集中式与组串式储能系统的区别.....18
图 34：集中式储能变流升压一体机.....18
图 35：巴拿马电源原理图.....19
图 36：美国电网年限较长（2021 年）.....19
图 37：1960s-1990s 美国历年变压器新增容量.....19
图 38：公司海外毛利率优势显著.....20
图 39：公司照明业务平稳增长.....20
图 40：公司其他产品高速增长（主要系车载电感/电源等）.....21
图 41：公司车载电感、车载电源等产品情况.....21
图 42：巴拿马和 UPS 对比路线图.....21
图 43：巴拿马优势显著.....21
图 44：英伟达白皮书中的供电架构.....22
图 45：公司具备相关产品能力.....22
图 46：谷歌未来供电架构示意图.....22
图 47：微软“明日”方案——SST.....22

表 1：美国三大区域互联电网的 2024/2025 年外来受电情况.....11
表 2：公司规划马来西亚、泰国、美国、墨西哥 4 大海外基地.....17
表 3：公司利润敏感性分析.....24

总体：立足变压器出海，经营出现拐点

公司前身 1999 年成立，2017 年在 A 股 IPO 上市。上市之后公司开始加速业务扩张，一方面推动企业数字化转型；另一方面加快生产基地建设扩张，包括国内的江西吉安、广东佛山、安徽和海外的美国、墨西哥、泰国、马来西亚等。

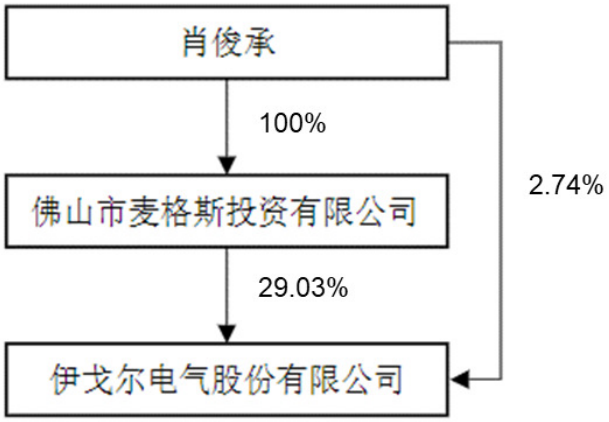
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

公司董事长肖俊承先生系公司创始人，肖总电气行业出身：1988 年毕业于华中科技大学电力系电机专业，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，于 1999 年创办伊戈尔电气股份有限公司。公司目前股权集中，董事长肖俊承先生一方面通过佛山市麦格斯投资有限公司持股上市公司 29%股权，另一方面直接持有上市公司 2.7%股权，为公司实际控制人。

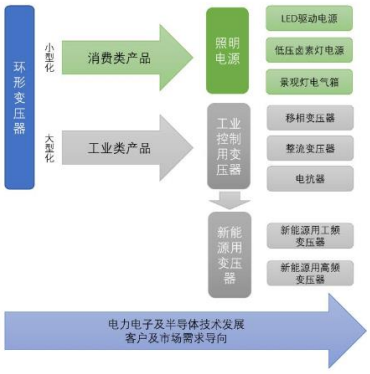
图 2：公司股权集中



资料来源：iFinD，长江证券研究所　备注：2025 年三季报数据

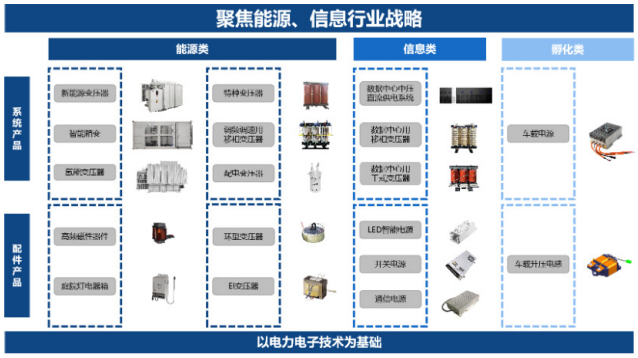
从产品维度来看，公司起家从事环形变压器，主要应用于家用电器、音响和照明。后随行业发展趋势逐步分为 2 类产品：大型化的工频变压器，包括新能源变压器、工业控制用变压器；小型化的照明电源。后来随着公司产品矩阵越来越丰富，整体聚焦能源、信息行业，目前包括能源产品（以变压器等为主）、照明产品（以照明电源等为主）、孵化类产品（以车载电感、车载电源等为主）。

图 3：公司产品发展情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

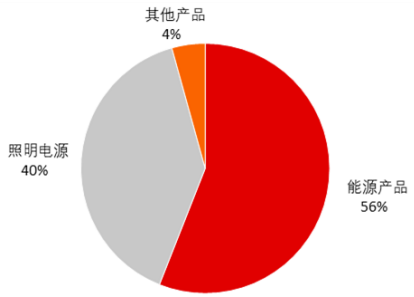
图 4：公司目前产品矩阵



资料来源：公司公告，长江证券研究所

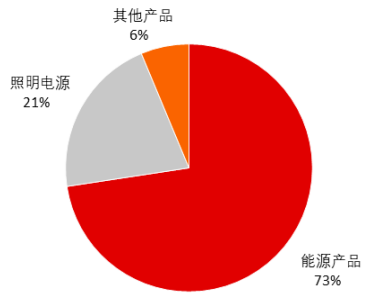
同时，能源产品是公司近几年的最核心产品，并且随着业务拓张布局，能源产品近几年增长较快，2021 年能源产品在收入中占比约 56%，到 2024 年收入比例提升至 73%；照明电源收入占比从 2021 年的 40%下降至 2024 年的 21%；其他产品（孵化类）收入占比 2024 年约 6%。

图 5：公司产品结构（2021 年）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 6：公司产品结构（2024 年）

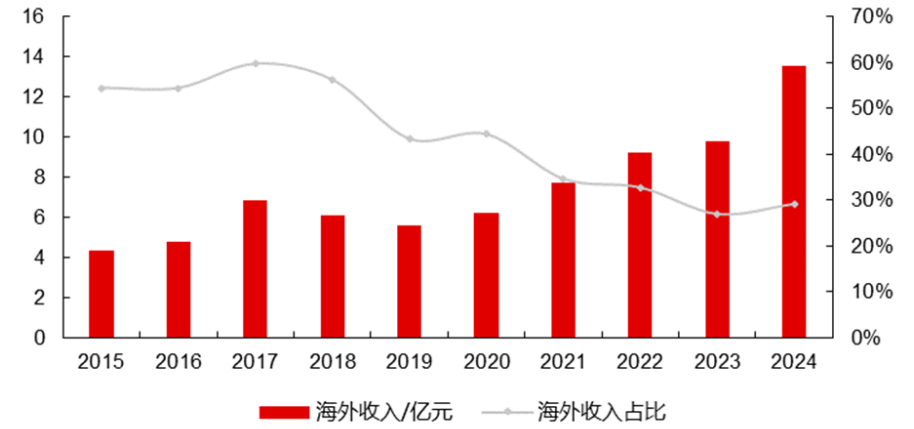


资料来源：iFinD，长江证券研究所

从市场维度看，公司成立以来一直瞄准海外市场，履行全球化策略：公司 1999 年成立当年即赴美参展获得订单；后续相继实现美国、欧洲、日本市场布局；近几年加快海外生产基地建设和落地，包括马来西亚、泰国、美国、墨西哥；近期公司披露《关于筹划发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司上市的提示性公告》。

公司收入中海外占比一直处于比较高的水平：其中，2015-2018 年公司海外收入占比保持在 50%-60%，预计主要系照明产品出口规模较大；2018 年之后海外收入占比逐步下降，预计主要因能源产品快速放量，公司主要系跟随国内企业一同出海，使得报表端直接出口收入占比下降。

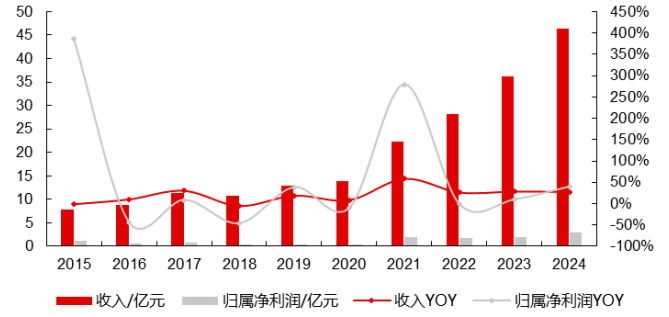
图 7：公司海外收入占比较高



资料来源：iFinD，长江证券研究所

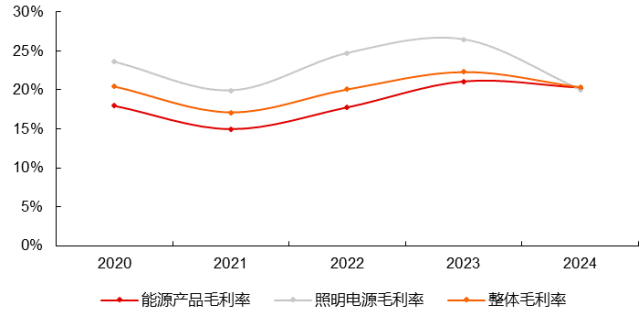
从经营维度看，1）年度方面，公司收入规模持续增长，并且近几年增长加速：2015-2024 年公司收入年化复合增速约 22%，2020-2024 年公司收入年化复合增速约 35%，预计主要因近几年能源产品在新能源行业爆发拉动下实现高速增长；同时，公司毛利率近几年维持在 20%上下水平，随着公司收入规模放大，费用率摊薄推动公司利润率提升，公司归属净利润也实现持续快速增长，2020-2024 年公司归属净利润年化复合增速约 55%。2）季度方面，公司收入处于增长态势，但 2024 年下半年开始因毛利率波动导致公司季度归属净利润出现一定压力，2025Q2 开始毛利率逐季度环比提升，出现拐点。

图 8：公司历史经营情况（年度）



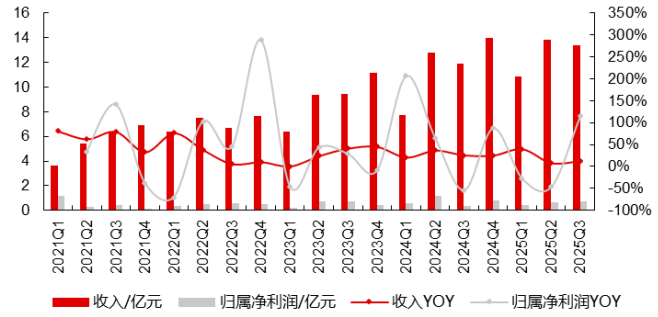
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 9：公司毛利率情况（年度）



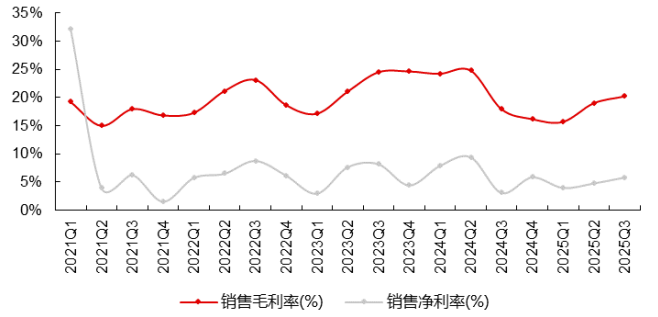
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：公司历史经营情况（季度）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 11：公司利润率情况（季度）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

展望未来，我们认为随着 AI 快速发展，美国变压器需求有望超预期，供需缺口可能扩大；公司变压器出口业务显著受益，并且由于海外盈利能力较高，有望拉动公司后续经营增长弹性。

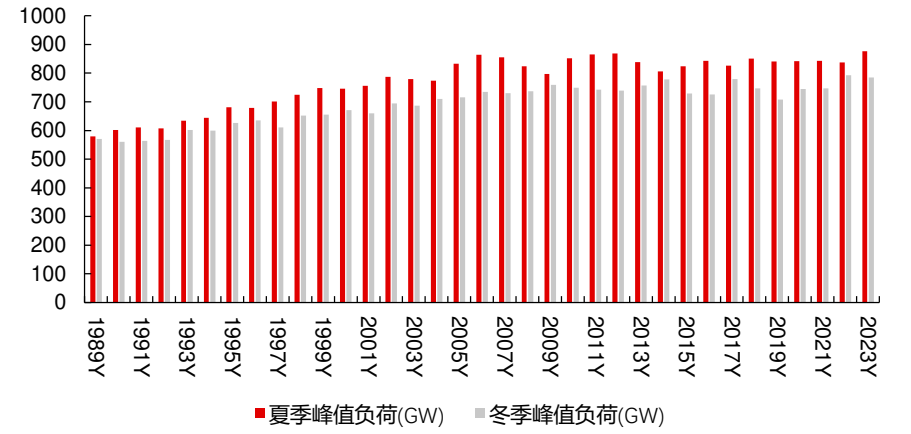
主业：深耕北美，受益 AI 缺电景气

行业：AI 缺电驱动下，北美变压器供需缺口可能扩大

北美 AI 快速发展下，美国可能出现缺电

北美历史负荷增长水平缓慢。北美电力可靠性公司（NERC）管理范围内的电力最大负荷自从 2006 年见顶后，后续总体并未增长，始终保持区间震荡。

图 12：NERC 子区域电力最大负荷历史趋势（GW）



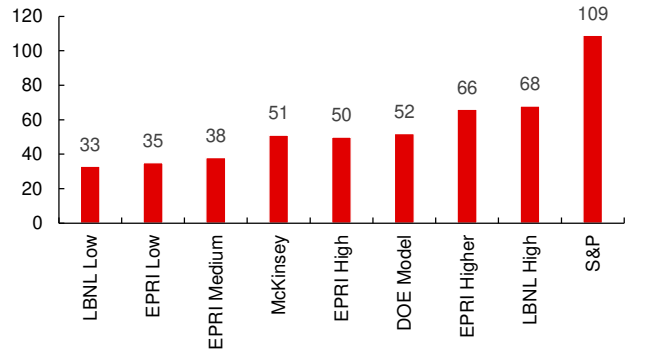
资料来源：NERC，长江证券研究所，注：为 NERC 划分的区域（含加拿大、墨西哥北部部分地区）采用小时级、非同时负荷口径合并计算的结果

AI 数据中心的快速建设有望拉动美国用电增长拐点。当前，北美 AI 产业快速发展，市场对北美算力需求将大幅增长已经达成共识。2022 年底，北美数据中心总容量约为 13GW，根据美国能源部（DOE）于 2025 年 7 月发布的资源充裕性报告，LBNL、ERPI、McKinsey、S&P 等机构对至 2030 年的北美数据中心负荷建设需求预测范围介于 33GW-109GW 之间，波动区间较大，但 DOE 对数据中心 2025-2030 年累计增长的预测值约为 50GW。2025 年 4 月，Grid Strategies 发布 2025 年国家负荷预测报告《Strategic

Industries Surging: Driving US Power Demand》的更新版报告，其中对数据中心 2024-2029 年的增量预测更新至更高约 80GW 的水平。

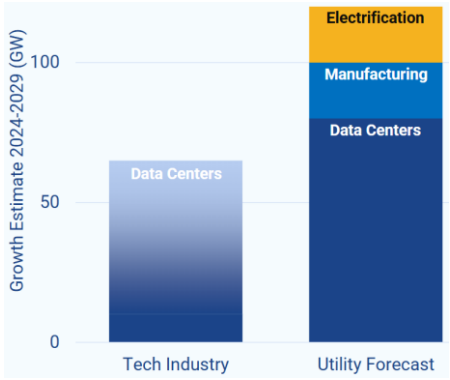
但实际上，北美数据中心装机存在较大的大幅超预期的可能，我们预计可能比 Grid Strategies 约 80GW 的增量预测超出一倍以上的水平。由于数据中心属于大容量负荷场景，随着 AI 的加速发展，我们认为数据中心装机预期不断上修具有较大的发生概率，最终引领北美用电负荷、用电量的增长迎来大级别拐点。

图 13：北美部分机构对 2025-2030 年数据中心增量的预测（GW）



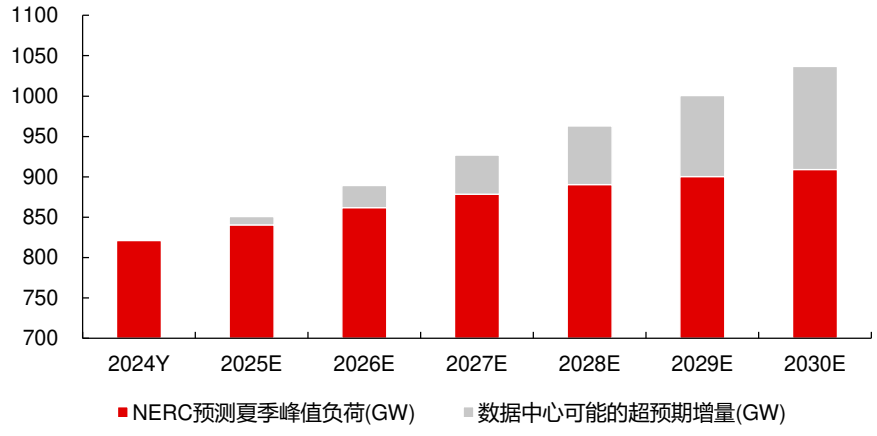
资料来源：DOE，长江证券研究所

图 14：Grid Strategies 对北美未来 5 年数据中心增量的预测（GW）



资料来源：Grid Strategies，长江证券研究所

图 15：美国官方叠加数据中心超预期负荷预测情况

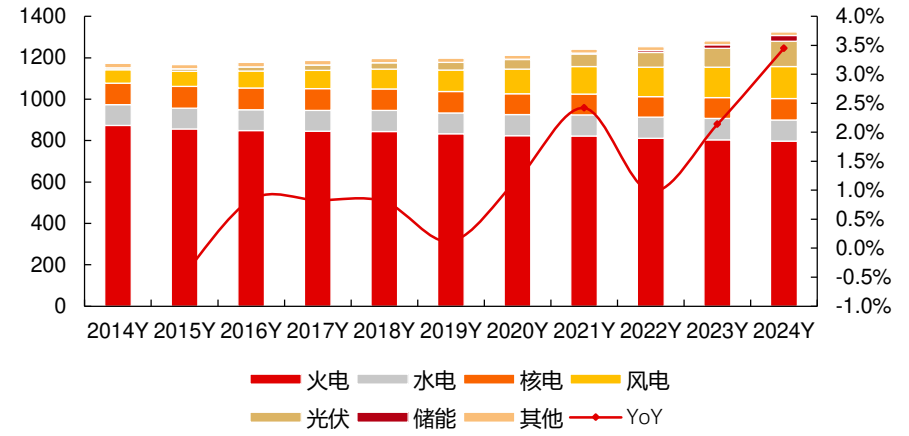


资料来源：NERC，长江证券研究所，红色为 NERC 划分的区域（不含加拿大地区）采用小时级、非同时负荷口径合并计算的结果

美国电源、电网建设较早，目前发展速度较慢。一方面，电源侧，美国在运装机增长缓慢，水火核电不增反降。2024 年末，美国全口径在运装机额定容量达 1325GW，2014-2024 年的 10 年间在运装机 CAGR 达 1.23%；并且美国近 10 年，水电、火电和核电在运装呈现出连续下降的态势。同时，由于机组较为老旧，进入 2010 年起，美国已经进入火电机组退役高峰期，2015 年和 2016 年，美国火电退役机组额定容量分别达 16.6GW 和 16.4GW，从目前情况看，未来几年仍然处于退役加速期，直到 2030 年左右将渡过机组退役高峰期。同时，从 2020 年以来的数据可以看出，2020-2030 年期间，预计美国每一年的火电机组退役容量均将大于新增投运容量，2031 年起，美国预期新增火电

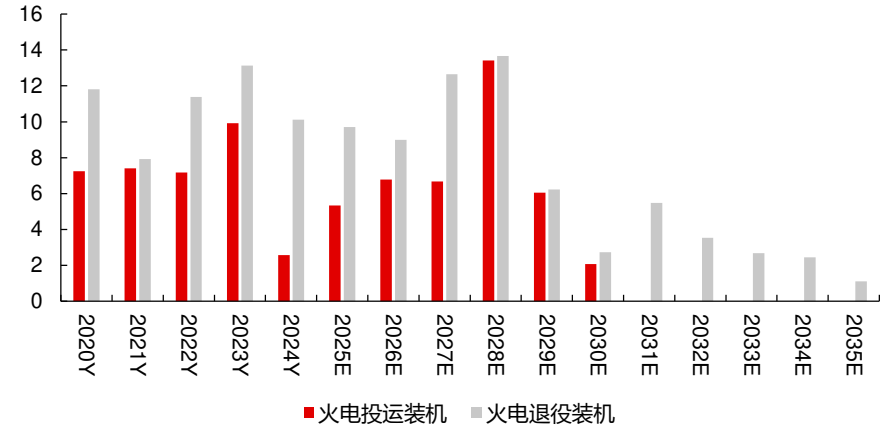
装机为零。因此，美国电源保供持续恶化的态势暂时看不到可靠的终止趋势，缺电情况有进一步加重的可能。

图 16：美国近 10 年在运装机增长情况（GW）



资料来源：EIA，长江证券研究所

图 17：2020-2035 年美国火电投运和退役情况（GW）



资料来源：EIA，长江证券研究所

另一方面，电网侧，美国电网本身也积重难返，难以更加有效地发挥电源容量。美国电网的主要问题在于区域互联容量不足。如果按照三大区域互联电网口径看，则东部互联电网夏/冬季可受电功率达 17.2/16.9GW，西部互联电网夏/冬季可受电功率达 4.5/4.6GW，得州互联电网夏/冬季可受电功率仅为 0.8/0.8GW。2024 年底，美国东部互联电网装机额定功率约为接近 900GW，因此，东部互联电网区外可受功率最大值仅占区内装机功率的约 1.9%。

表 1：美国三大区域互联电网的 2024/2025 年外来受电情况

序号	受端	送端	夏季可用功率(GW)	冬季可用功率(GW)
1	东部互联电网	西部互联电网	0.2	0.2
2			0.5	0.5
3			0.4	0.4
4		得州互联电网	0.8	0.8

5			0.2	0.7
6			3.8	3.6
7			2.4	1.9
8		加拿大	2.3	1.6
9			2.3	2.7
10			1	1
11			2.2	2.2
12			1.1	1.3
13			0.4	0.4
14		东部互联电网	0.5	0.5
15	西部互联电网		0.2	0.2
16			2.4	2.2
17		加拿大	1	1.3
18	得州互联电网	东部互联电网	0.8	0.8
	东部互联电网受电合计		17.2	16.9
	西部互联电网受电合计		4.5	4.6
	得州互联电网受电合计		0.8	0.8

资料来源：NERC，长江证券研究所

因此，我们认为美国当前电源、电网的建设速度与 AI 数据中心的建设规划显著不匹配，未来可能会出现持续缺电情况。在不考虑大区电网互联带来的抵消作用下，2025-2030 年，美国可能产生超 200GW 的电力总缺口，2025-2027 年将是压力最大的阶段。[1]

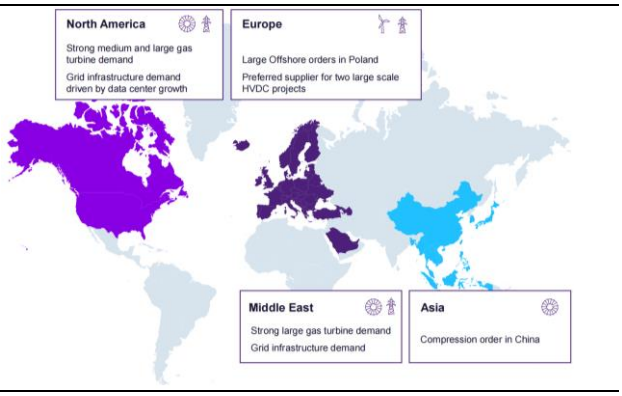
核心产品之一，变压器受益电力系统建设

对于美国缺电问题的解决，电源和电网建设是核心。

1）电源方面，作为电量供应的唯一来源，在美国未来缺电背景下，是必须进行加快建设的环节。其中，天然气发电是美国重要发电方式，从美国各市场发电情况来看，大多数地区天然气发电占 40%甚至 50%以上；SOFC 作为一种新型绿色发电技术，因燃料灵活性、连续稳态运行备受关注，当前技术不断突破，产业化进程提速；储能优势较多，是解决数据中心核心电力需求的重要解决方案，储能配套电网/新能源可有效削峰填谷、补充供电；可快速响应数据中心高频、宽幅频率波动；无产能瓶颈、建设周期较短，可能加速数据中心审批流程。

[1] 具体测算过程可见此前发布深度《解能源桎梏，扬时代风帆——美国缺电深度研究报告》

图 18：北美数据中心项目驱动燃气轮机需求

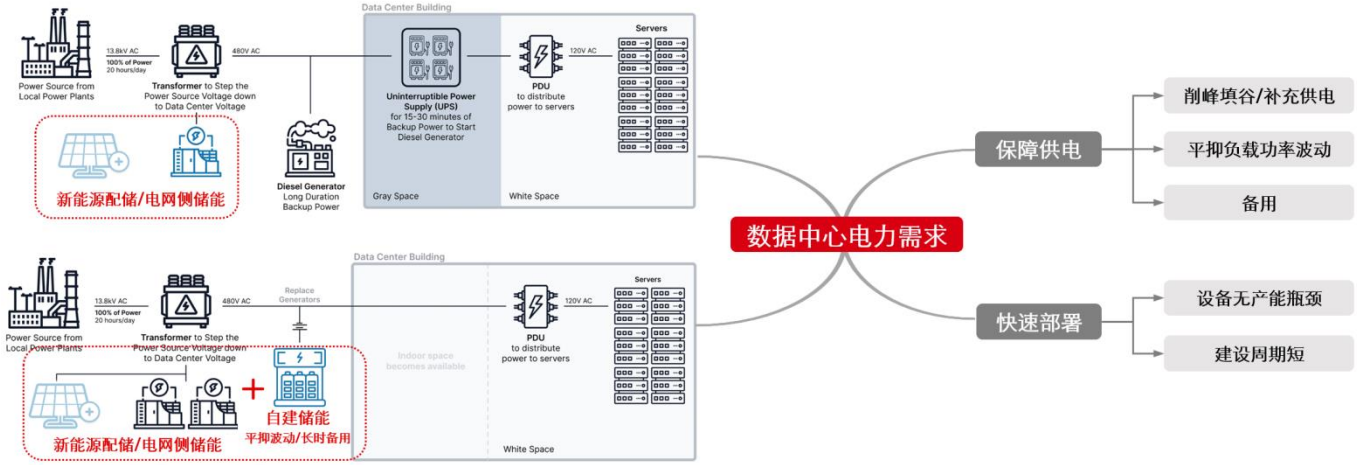


资料来源：Siemens Energy 公司财报，长江证券研究所

图 19：SOFC 2023 年按应用领域划分的市场份额细分

资料来源：IDTechEx，长江证券研究所

图 20：数据中心配储形式及核心电力需求



资料来源：FlexGen，长江证券研究所

2）电网方面，2024 年 5 月 13 日，FERC 发布了自 2011 年 Order No. 1000 以来最重要的输电政策改革文件 Order No. 1920《Building for the Future Through Electric Regional Transmission Planning and Cost Allocation》，通过要求美国的输电供应商建立长期区域输电规划框架，识别长期输电需求，确保输电投资更加高效，并且保障输电费率公正合理。

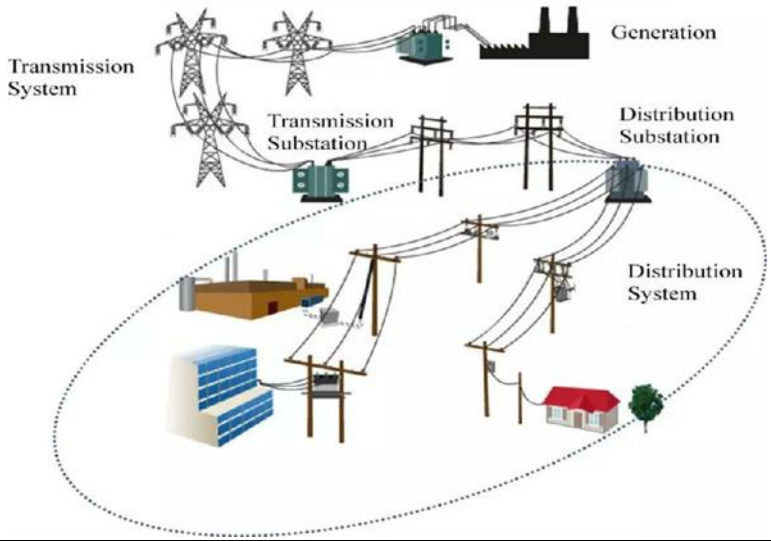
改革的核心内容是要求所有的输电规划区域，包括 RTO/ISO 和非 RTO/ISO 区域的输电供应商都必须强制进行长期区域输电规划，着眼于至少 20 年以上周期的规划，每 5 年进行一次 20 年长周期规划。该项重磅改革政策要求各个区域及输电供应商在 2026 年 6 月底之前完成提交符合该政策的长期区域输电规划方案及相关费率文件，要求区域间输电规划在 2025 年 8 月底之前完成合规文件的提交。2026 年 Q2 起，将首次启动规划周期，输电供应商正式进入“每 5 年一次，覆盖 20 年以上”的长期规划执行阶段。

图 21：FERC Order No. 1920 实施进程

资料来源：Grid Strategies，长江证券研究所

变压器作为电力系统的核心产品之一，需求乘数系数较大。变压器主要作用在于电压高低变化，因此是电力系统的关键节点产品，并且多个领域均需要使用：电源侧，需要升压变压器将电源侧发出的电力升压接入电网；电网侧，需要变压器进行电压转换进而进行输电、变电、配电；用电侧，需要降压变压器将电网电力的电压下降以接入用电场景。因此，对于美国市场而言，我们认为在 AI 快速发展缺电的压力下，美国电源和电网建设有望加速，变压器作为电源、电网、用电侧的核心配套产品，同样能够迎来需求的增长加速。

图 22：变压器在电力系统里面应用

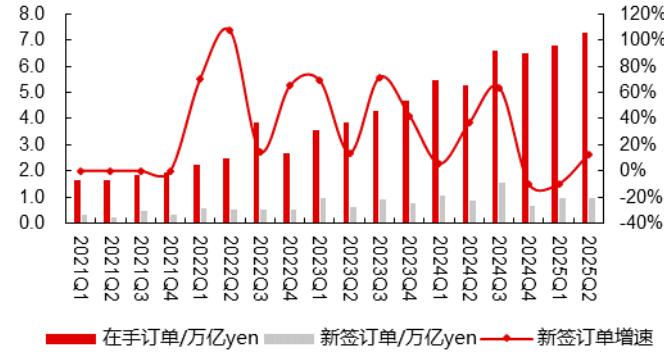


资料来源：全国电力设备管理网，长江证券研究所

供需缺口放大，有望加速国内企业出海

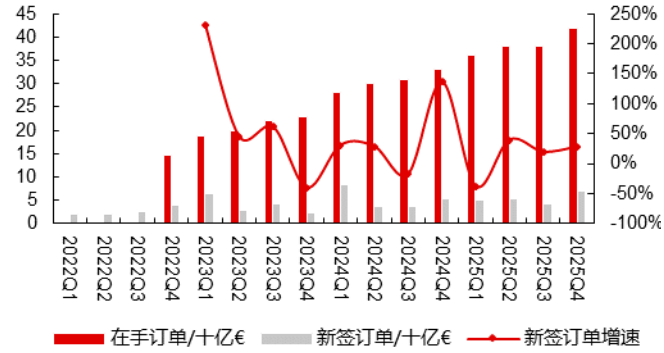
在需求有望加速的同时，美国变压器产能一直处于供给紧缺状态。一方面，海外主要电力设备企业在手订单持续创新高，日立能源、西门子能源、GEV、伊顿最近一个季度的新签订单均实现同比较快增长，并且当前在手订单规模均达到年化收入规模的数倍水平，意味着产品交期较长。

图 23：日立能源订单情况



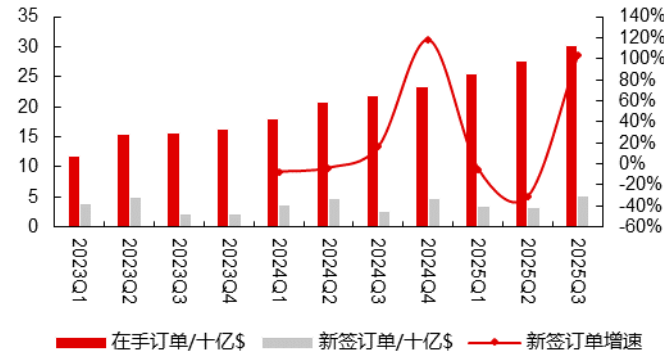
资料来源：彭博，长江证券研究所

图 24：西门子能源订单情况



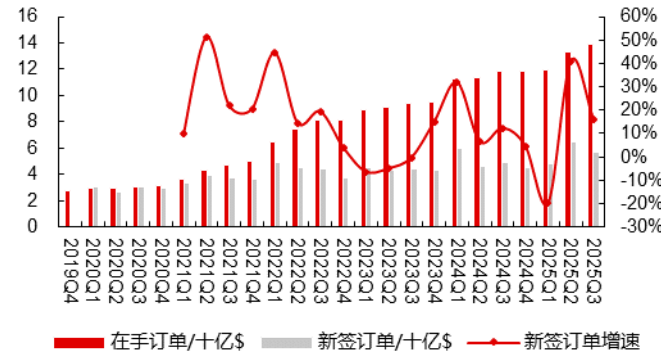
资料来源：彭博，长江证券研究所

图 25：通用电气 ELECTRIFICATION 订单情况



资料来源：彭博，长江证券研究所

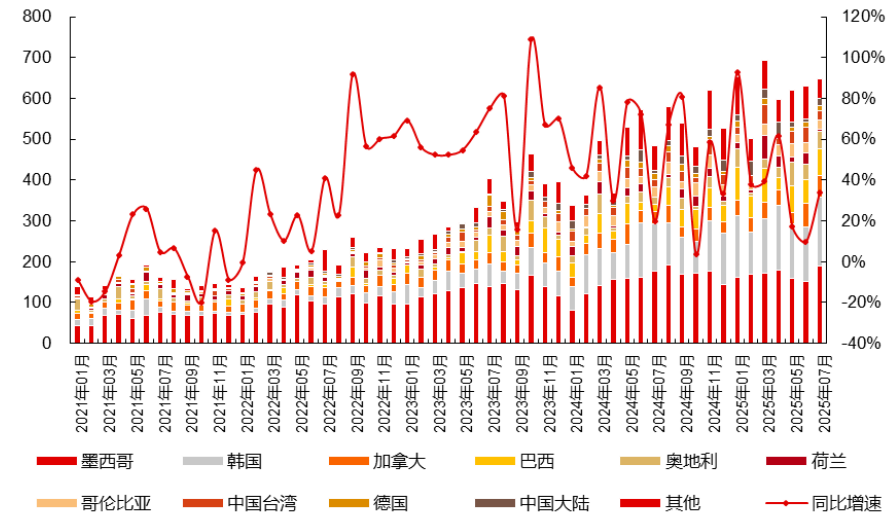
图 26：伊顿电气订单情况



资料来源：彭博，长江证券研究所

另一方面，美国变压器进口额逐步增大，2025 年 1-7 月，美国液体变压器进口额达 43.42 亿元，同比增长 37.66%，并且近几年增速居高不下，其中 650kVA 以上的大容量变压器增长较快，凸显供应较为紧缺。

图 27：美国液体变压器月度进口额（亿元）



资料来源：US Census，长江证券研究所

综上，我们认为随着未来美国变压器需求在 AI 缺电拉动下进一步加速增长，美国变压器供需缺口将继续放大，有望加快国内变压器企业出口。

公司：海外布局先发优势，助力直接出海放量

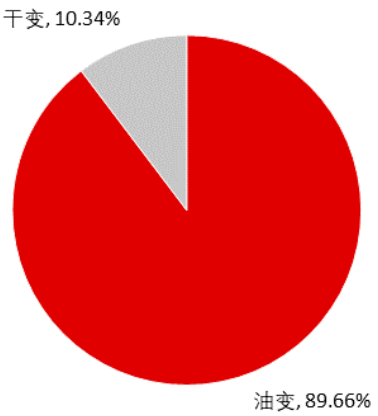
对于伊戈尔，公司早期开始一直布局海外市场，在产品技术和认证方面均已经较为完善；我们认为公司在海外能够成功核心在于**海外产能优势**以及**下游客户优势**。

➢ 产品与技术

伊戈尔主要从事 10KV、35KV 油式变压器，油变是全球变压器主要使用品种，市场空间较大，因此公司面对的全球市场规模巨大；并且公司也在布局干式变压器技术路线，2024 年在吉安市吉州区投资建设新能源干式变压器数字化工厂。

同时，公司在主流市场的相关标准产品齐全，包括华式光伏升压变压器、美式光伏升压变压器、欧式光伏升压变压器。

图 28：油变占据市场主导（国内配电变压器结构）

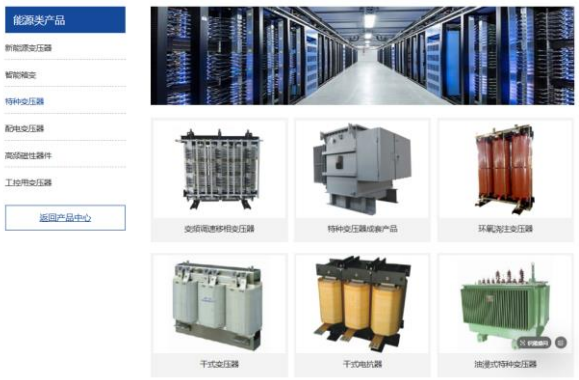


资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 29：公司变压器产品品类齐全-1

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 30：公司变压器产品品类齐全-2



资料来源：公司官网，长江证券研究所

➢ 海外产能

公司持续推进海外产能布局和落地。2019 年公司收购马来西亚 DEG 公司 70%股权实现海外产能布局，主要是照明产品，但是我们认为对公司在海外生产的运营、管理经验积累具备较大意义。

2023 年开始加速海外变压器产能布局，目前已经规划马来西亚、泰国、美国、墨西哥 4 大海外基地；2024 年公司马来西亚二期基地、泰国一期基地投产，美国基地、墨西哥基地陆续推进。我们认为公司在海外的变压器产能布局速度行业领先，在海外本土化产能要求日益严格的背景下，先发布局优势显著。

表 2：公司规划马来西亚、泰国、美国、墨西哥 4 大海外基地

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	取得方式
DEG INDUSTRIAL SUPPLIES SDN.BHD.	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	生产制造及销售	100%	非同一控制下合并
HI-BEAMLIGHTING(M)SDN.BHD.	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	生产制造及销售	100%	非同一控制下合并
EAGLERISE MALAYSIA SDN.BHD.	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	马来西亚雪兰莪州莎阿南市	生产制造及销售	100%	设立
EAGLERISE RENEWABLE ENERGY (USA) INC.	美国德克萨斯州达拉斯	美国德克萨斯州达拉斯	生产制造及销售	100%	设立
NET ELECTRIC S.DE R.L.DE C.V.	墨西哥科阿韦拉州萨尔蒂约市	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	生产制造及销售	100%	设立
NET ELECTRIC REAL ESTATE S. de R.L.de C.V.	墨西哥科阿韦拉州萨尔蒂约市	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	生产制造及销售	100%	设立
Eaglerise Electric & Electronic(Thailand) Co., Ltd.	泰国春武里府	泰国春武里府	生产制造及销售	100%	设立

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 31：公司海外生产基地陆续投产

马来西亚二期生产基地

泰国生产基地

资料来源：公司官网，长江证券研究所

➢ 海外下游优势

公司当前在海外市场主要聚焦三大下游：储能、AIDC、配电。我们认为在公司多年布局之后，已经具备显著的下游客户优势。

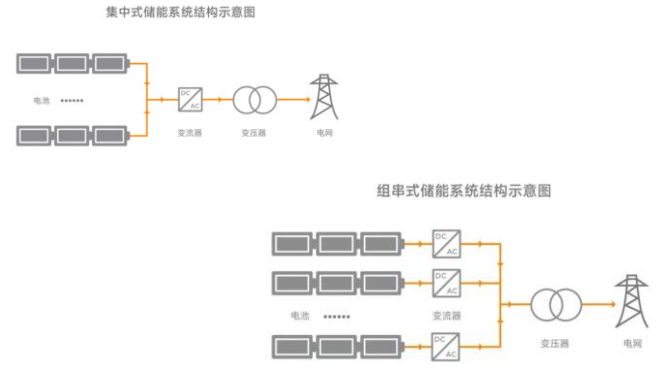
1）储能：储能升压变压器领域，伊戈尔过去一直和国内光储头部企业深度合作，重点面向海外市场。公司荣获新能源头部企业阳光电源的战略合作伙伴奖项，表明了公司在储能领域的产品实力和项目配套能力。

我们认为，未来公司在储能领域的直接出口有望越来越多，主要因为：1）海外变压器供应紧张，部分海外客户开始拓展供应链；公司在海外，尤其是美国具备较多的实际产品和项目交付经验，拥有先发优势；因此，公司持续拓展海外直接客户，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达成合作；2）过去由于行业主要采用集中式 PCS，使用“集中式储能变流升压一体机”，因此由集成商采购变压器进行集成；目前部分项目开始采用组串式 PCS，终端客户出现直接采购变压器的需求，有望加快公司储能变压器出口。

图 32：公司储能装置产品

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 33：集中式与组串式储能系统的区别



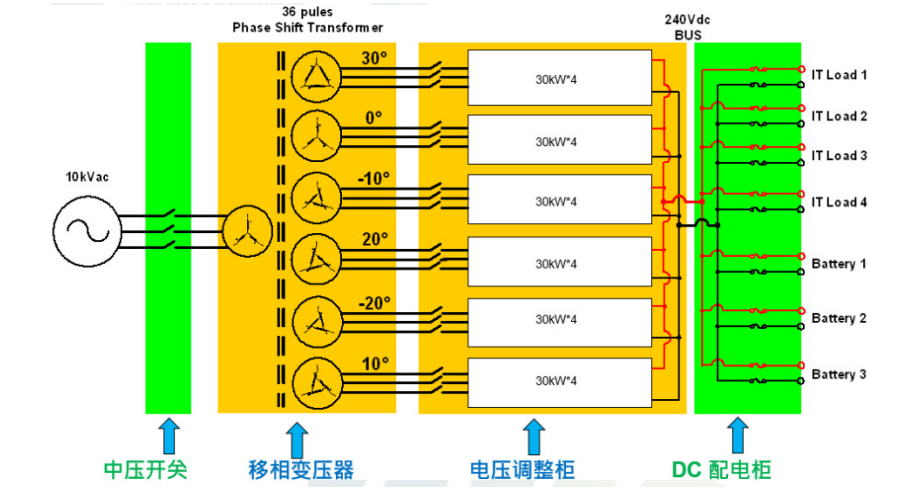
资料来源：江苏省储能行业协会，长江证券研究所

图 34：集中式储能变流升压一体机

资料来源：搜狐网，长江证券研究所

2）AIDC：公司此前配合下游电源企业实现阿里数据中心的巴拿马电源的联合开发，此后成为巴拿马电源移相变压器的核心供应商；相比于传统变压器，移相变技术难度较大且定制化要求较高，伊戈尔产品经过巴拿马电源长期稳定运行检验，具备显著优势。

图 35：巴拿马电源原理图

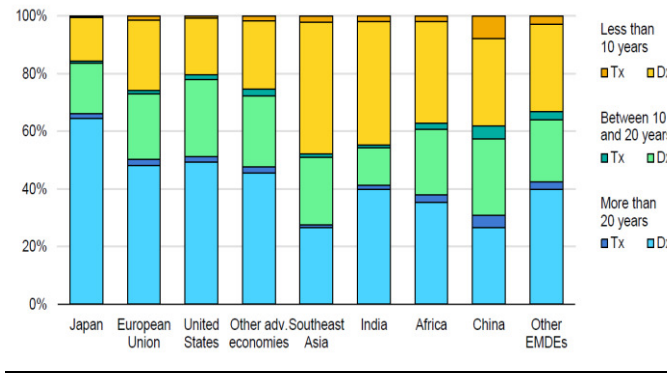


资料来源：ODCC《巴拿马供电技术白皮书》，长江证券研究所

3）配电：欧美在二战结束后开始进入现代工业化进程，其主干电网也多数建设于 1950s-1980s 年代；从美国历史变压器安装容量来看，1970s-1980s 年代，美国有一波变压器安装高峰，峰值新增容量大约在 180GVA，目前，该部分容量已经超过 40 年。因此，更换需求明显。

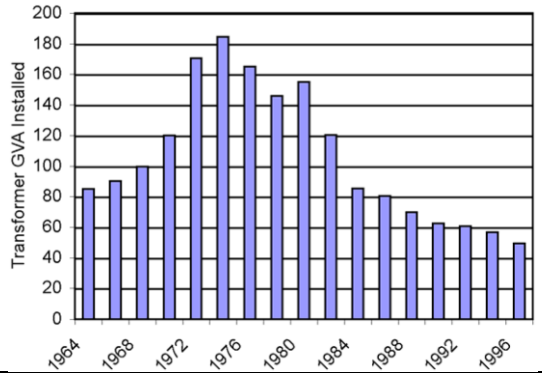
伊戈尔在美国当地已经规划了配电变压器工厂，助力公司加快北美配电变压器市场突破，未来空间可观。

图 36：美国电网年限较长（2021 年）



资料来源：IEA，长江证券研究所　备注：Tx=输电网，Dx=配电网

图 37：1960s-1990s 美国历年变压器新增容量

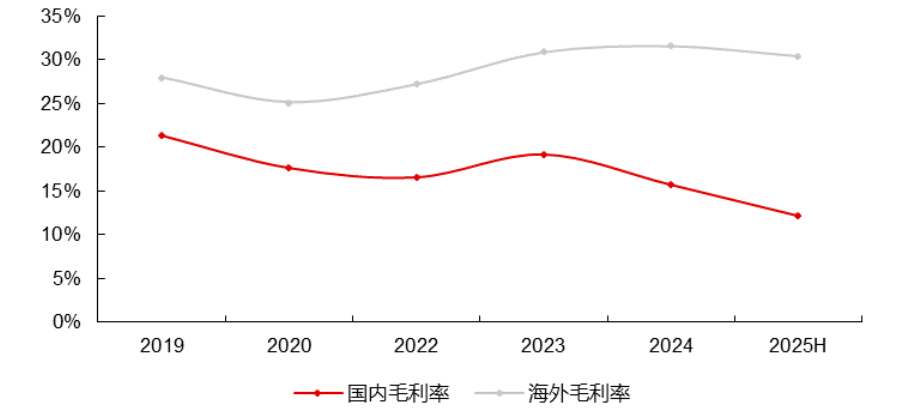


资料来源：U.S. Department of Energy，长江证券研究所

相比于国内客户，海外直接出口的毛利率显著高于国内：1）伊戈尔 2025H1 海外毛利率约 30%，显著高于国内 12%的毛利率水平；2）同时，公司近几年海外毛利率持续提升，预计主要因海外变压器供应紧张下，海外客户占比持续提升以及价格上涨。

当前，考虑到海外变压器供应紧张，且未来随 AI 发展，变压器供给缺口可能进一步放大；公司目前具备产品、产能、下游客户等显著优势，目前迈入海外客户快速放量的阶段，预计未来随着海外变压器收入占比持续提升，公司毛利率有望持续上移，带动利润增长弹性。

图 38：公司海外毛利率优势显著

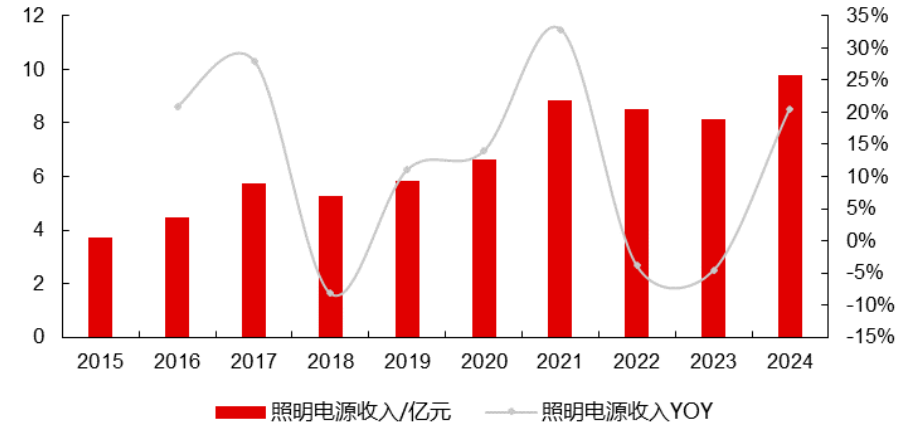


资料来源：iFinD，长江证券研究所

其他主业：照明稳定，车载业务快速增长

照明业务：公司长期经营的传统主业之一，当前公司的照明业务收入和毛利润占比均为20%左右。近几年照明业务收入相对稳定，考虑照明市场相对处于成熟阶段，我们预计未来业务发展趋势不变。

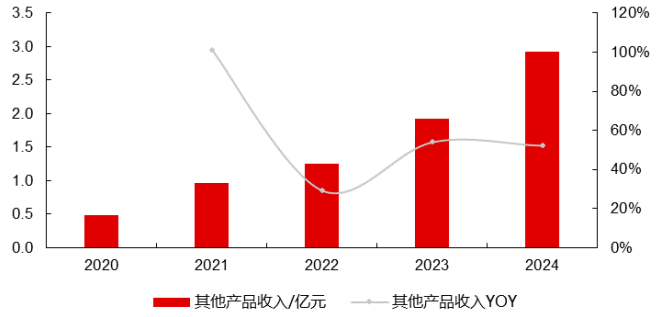
图 39：公司照明业务平稳增长



资料来源：iFinD ，长江证券研究所

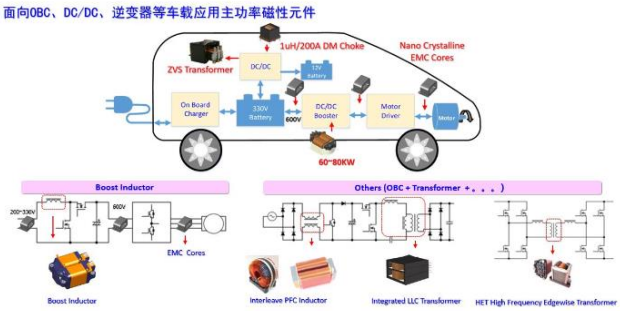
车载电感/电源：报表端统计在“其他产品”中，2023 年逐步开始起量，2023、2024、2025H1“其他产品”的收入规模均实现高增长，判断主要来自于车载电感/电源的放量，主要因下游汽车客户的不断开拓（已获得美国福特的稳定合作）。我们预计未来有望保持较快增长；但目前收入规模较小，2025H1 公司“其他产品”的收入、毛利润占公司整体比例均不足 10%。

图 40：公司其他产品高速增长（主要系车载电感/电源等）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 41：公司车载电感、车载电源等产品情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

新业务：布局 AIDC 高压直流电源相关产品，具备弹性

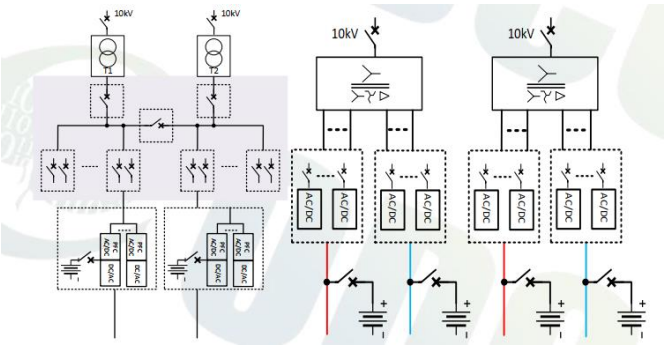
巴拿马电源布局占优

在 AIDC 方面，公司目前计划布局 2 大新领域：**巴拿马电源**、**SST 相关产品**。

相比于 UPS 和传统 HVDC，巴拿马电源在集成度、转换效率方面具备优势；目前由国内阿里等主要采用。考虑当前海外 AIDC 电源从交流转向高压直流趋势明确，我们预计巴拿马电源可能是海外未来在 HVDC 中的技术路线选择之一，英伟达在白皮书中提及中压整流电源。

伊戈尔在巴拿马电源中移相变压器技术、项目应用优势领先，未来计划投入更多的资源积极开拓巴拿马电源业务市场。考虑海外、国内未来 AIDC 空间较大，且未来柜外电源高压直流趋势，巴拿马电源未来市场空间可观，公司如若能够突破，有望贡献弹性。

图 42：巴拿马和 UPS 对比路线图



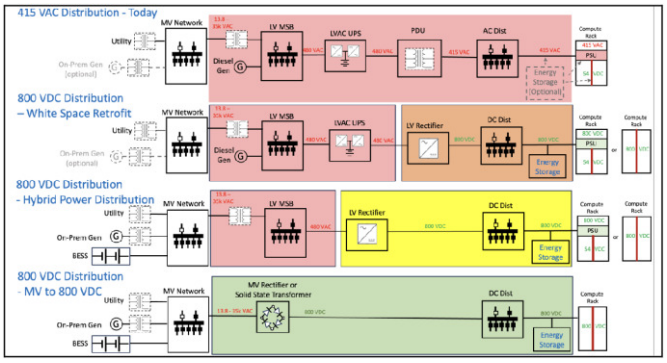
资料来源：ODCC《巴拿马供电技术白皮书》，长江证券研究所

图 43：巴拿马优势显著

对比内容	AC UPS	240V/336V HVDC	巴拿马电源
冗余供电模式	主流：2N，DR 很少采用：RR	主流：1 路市电+1 路 DC 特别等级：2N HVDC	主流：2N DC 也可： 1 路市电+1 路 HVDC
可用性	结构复杂，可用性一般	结构简化，可用性高	环节简洁，可用性极高
整个链路效率	因负载率低，93%	95%	97.5%
占地面积（2.2MW IT）	310m²	300 m²	110 m²
建设周期	12 个月左右	6 个月左右	3 个月左右

资料来源：ODCC《巴拿马供电技术白皮书》，长江证券研究所

图 44：英伟达白皮书中的供电架构



资料来源：英伟达，网易，长江证券研究所

图 45：公司具备相关产品能力

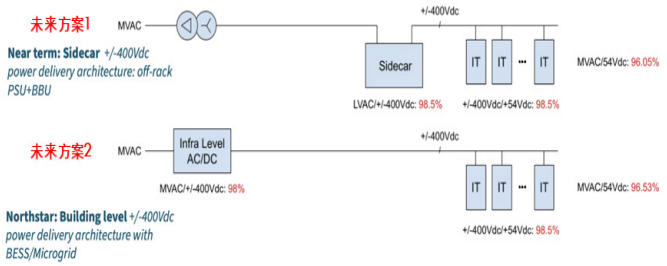
资料来源：公司官网，长江证券研究所

SST 产品具备技术协同

海外 AIDC 柜外电源高压直流趋势下，我们预计 SST（固态变压器）是未来技术路线之一，主要因转换效率最高。目前英伟达、谷歌、微软等海外头部企业都已提到未来可能采用 SST 技术路线。当下，SST 技术尚未成熟、成本尚且较高，在 AIDC 中处于推广前期阶段，但未来随着技术升级，有望实现 0-1 的突破。

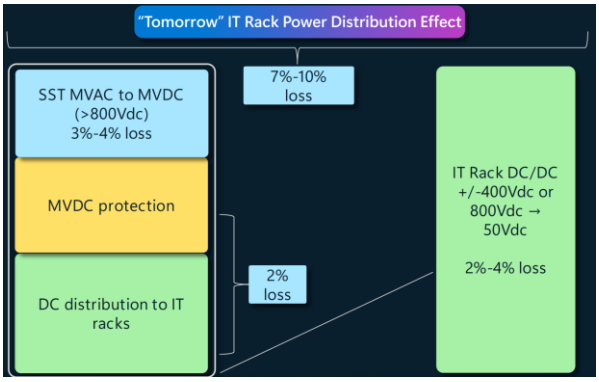
SST 一般采用三级转换架构——输入级（AC/DC）、隔离级（高频变压器）、输出级（DC/DC），对电力电子、隔离变压器技术要求较高。伊戈尔在高频电感等方面技术积累较久，2019 年“新能源用高频变压器产业基地项目”投产后，公司以该项目为契机正式进军新能源变压器领域，迅速占领市场份额，快速获得全球知名逆变器龙头企业订单。未来公司如若能够突破，同样有望贡献可观增长弹性。

图 46：谷歌未来供电架构示意图



资料来源：谷歌，OCP，长江证券研究所

图 47：微软“明日”方案——SST



资料来源：微软，OCP，长江证券研究所

投资建议

综上所述，伊戈尔目前核心业务聚焦于变压器海外市场，并且已经在产品技术、海外产能、下游客户等方面形成了显著的先发竞争优势；考虑当前海外变压器供应紧张，且未来随 AI 发展，海外变压器供给缺口可能进一步放大；公司能够受益于此，海外客户占比持续提升，带动盈利能力持续提升和经营增长弹性，目前经营已经出现拐点。同时，公司积极布局 AIDC 电源相关业务，未来如果能够突破，有望带来额外弹性。预计 2026

年公司归属母公司股东净利润 5 亿元，对应 PE 约 28 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、竞争加剧的风险：国内从事变压器的企业数量较多，对于国内客户，如果行业竞争加剧，可能会导致国内变压器价格出现压力，进而影响盈利能力。

2、海外产能经营的风险：公司在海外马来西亚、泰国、美国、墨西哥均有生产基地布局，海外生产人员的管理以及生产成本的控制如果出现波折，可能会影响公司海外生产基地的盈利能力。

3、海外贸易政策的风险：公司未来越来越多的业务直接面向海外市场，若海外贸易政策出现变化，可能会影响公司直接出口业务。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对公司储能、数据中心、配电等下游的国内与海外收入和毛利率进行了一定的假设，最终预计公司 2025、2026 年分别实现收入 58、77 亿元，实现归属母公司股东净利润 3.0、5.0 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若公司储能、数据中心、配电等下游的发展速度不及预期，则对应 2025、2026 年归属母公司股东净利润降低至 2.8、4.5 亿元。

表 3：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
归属净利润（亿元）	2.93	3.02	5.00	2.93	2.80	4.50
增长率	-61%	3%	66%	-61%	-4%	61%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**4639**	**5809**	**7690**	**9134**
营业成本	3695	4654	6084	7050
毛利	**944**	**1155**	**1606**	**2083**
%营业收入	20%	20%	21%	23%
营业税金及附加	24	29	38	46
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	110	151	200	237
%营业收入	2%	3%	3%	3%
管理费用	278	319	400	475
%营业收入	6%	6%	5%	5%
研发费用	191	244	315	374
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	24	59	63	67
%营业收入	1%	1%	1%	1%
加：资产减值损失	-17	-25	-25	-25
信用减值损失	-16	0	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0
营业利润	**348**	**366**	**605**	**909**
%营业收入	8%	6%	8%	10%
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	**347**	**366**	**605**	**909**
%营业收入	7%	6%	8%	10%
所得税费用	46	55	91	136
净利润	301	311	515	773
归属于母公司所有者的净利润	**293**	**302**	**500**	**750**
少数股东损益	8	9	14	23
EPS（元）	**0.75**	**0.71**	**1.18**	**1.77**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**179**	**279**	**238**	**668**
取得投资收益收回现金	17	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资本性支出	-1715	-366	-266	-166
其他	577	-59	0	0
投资活动现金流净额	**-1121**	**-425**	**-266**	**-166**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	40	392	0	0
银行贷款增加（减少）	1977	150	500	100
筹资成本	-149	-117	-156	-201
其他	-996	90	0	0
筹资活动现金流净额	**873**	**516**	**344**	**-101**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**-69**	**369**	**317**	**402**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	763	1137	1453	1855
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1801	2256	2976	3527
存货	733	899	1158	1325
预付账款	15	18	24	28
其他流动资产	900	1052	1295	1482
流动资产合计	**4212**	**5361**	**6907**	**8216**
长期股权投资	19	19	19	19
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1361	1883	2135	2170
无形资产	150	182	212	240
商誉	37	37	37	37
递延所得税资产	45	63	63	63
其他非流动资产	1573	1161	884	689
资产总计	**7398**	**8707**	**10256**	**11435**
短期贷款	1757	1757	2057	2057
应付款项	1252	1578	2062	2390
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	100	126	165	191
应交税费	21	26	35	42
其他流动负债	397	458	530	580
流动负债合计	**3528**	**3945**	**4849**	**5259**
长期借款	471	621	821	921
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	10	10	10	10
其他非流动负债	162	191	191	191
负债合计	**4171**	**4767**	**5871**	**6381**
归属于母公司所有者权益	3203	3908	4338	4984
少数股东权益	24	32	47	70
股东权益	**3227**	**3940**	**4385**	**5054**
负债及股东权益	**7398**	**8707**	**10256**	**11435**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.75	0.71	1.18	1.77
每股经营现金流	0.46	0.66	0.56	1.58
市盈率	23.76	46.41	28.03	18.71
市净率	2.18	3.59	3.23	2.81
EV/EBITDA	18.53	21.76	16.73	11.99
总资产收益率	4.7%	3.9%	5.4%	7.1%
净资产收益率	9.1%	7.7%	11.5%	15.0%
净利率	6.3%	5.2%	6.5%	8.2%
资产负债率	56.4%	54.7%	57.2%	55.8%
总资产周转率	0.73	0.72	0.81	0.84

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。