

伊戈尔 (002922.SZ)

新能源升压变龙头，海外储能+AIDC 双轮驱动

新能源变压器龙头，AIDC 打造第二增长曲线。公司于1999年在佛山成立，2017年深交所上市，为全球新能源变压器行业龙头。2025年公司变压设备类产品实现收入38.14亿元，同增12%，占总营收比重约72%，贡献核心增长，公司聚焦光储、数据中心及配电产品，2025年新能源产品、数据中心产品、配电产品收入同增10%/59%/10%。2025年公司营收同增13.40%至52.64亿元，归母净利润同降31.45%至2.00亿元。26Q1公司归母净利润预计实现0.64-0.72亿元，同增52%-71%。展望2026年，我们预计海外储能+AIDC双β加持，看好公司业绩弹性。

海外储能：预计2026年全球新能源变压设备空间1164亿元，储能升压变成长空间广阔。美伊冲突事件后，国际油价大涨，能源价格飙升预计催化全球新能源转型需求，看好海外储能长期发展空间。伊戈尔为全球新能源升压变龙头，公司积极布局泰国、美国、墨西哥等海外产能，预计进一步带动海外市场销售增长。我们测算2026-2028年全球储能升压变市场规模达到282/383/497亿元，CAGR约33%，较2025年189亿元市场规模大幅增长。随着海外储能升压变出口增长，伊戈尔盈利能力有望结构性改善，看好中长期海外储能升压变成长空间。

AIDC：AI叙事叠加北美缺电，数据中心变压器需求快速增长。海外CSP大厂均持续加码AI投入，全球AI CAPEX高增。据BCG咨询，预计至2028年美国、全球数据中心电力需求规模为81GW/125GW，AI电力规模增长带动AIDC变压器需求快速增长。2N冗余配置下，我们测算2026-2028年海外数据中心变压器空间累计达到426/520/619亿元，空间广阔。

公司优势：全球化产能布局，海外业务订单高增。公司于全球范围内拥有9个生产基地，其中海外已布局美国、墨西哥、马来西亚及泰国基地，公司供应链具备较强韧性及灵活性。2025年公司数据中心变压器产品已获得美国、日本地区大型订单，全年数据中心相关订单增速超400%。此外，公司前瞻储备研发产品包括数据中心用电感产品，固态变压器SST等，并持续投入海外巴拿马电源研发，充分把握数据中心高增市场机遇。

盈利预测：AIDC和海外储能赛道景气度均较高，综合来看，我们预计2026-2028年公司归母净利润分别为5.03/7.78/10.84亿元，同比+151.3%/+54.7%/+39.3%。首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：数据中心需求不及预期、行业竞争加剧风险、政策变化风险、测算假设相关风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,642	5,264	7,865	10,278	13,127
增长率 yoy (%)	27.9	13.4	49.4	30.7	27.7
归母净利润(百万元)	292	200	503	778	1,084
增长率 yoy (%)	39.5	-31.4	151.3	54.7	39.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.69	0.47	1.19	1.84	2.56
净资产收益率(%)	9.1	5.3	12.7	18.3	23.3
P/E(倍)	57.6	84.0	33.4	21.6	15.5
P/B(倍)	5.2	4.4	4.2	4.0	3.6

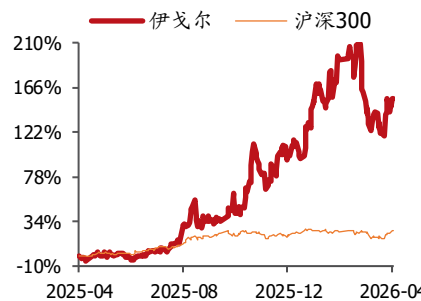
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月17日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	其他电子II
04月17日收盘价(元)	39.74
总市值(百万元)	16,818.21
总股本(百万股)	423.21
其中自由流通股(%)	88.61
30日日均成交量(百万股)	20.12

股价走势



作者

分析师	杨润思
执业证书编号	S0680520030005
邮箱	yangrunsi@gszq.com
分析师	杨凡仪
执业证书编号	S0680522070008
邮箱	yangfanyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4223	4594	6808	8902	10971
现金	768	989	2013	3010	3834
应收票据及应收账款	2093	1781	2333	2764	3165
其他应收款	45	33	50	65	83
预付账款	15	14	21	27	34
存货	734	958	1244	1574	2045
其他流动资产	569	819	1148	1463	1810
非流动资产	3189	4507	4584	4649	4718
长期投资	19	19	19	20	20
固定资产	1363	2747	2969	3186	3409
无形资产	150	255	266	277	267
其他非流动资产	1657	1485	1330	1167	1021
资产总计	7413	9101	11392	13551	15689
流动负债	3534	4623	6322	7787	9113
短期借款	1757	1876	2291	2606	2606
应付票据及应付账款	1292	2140	3114	4019	5071
其他流动负债	484	607	918	1162	1436
非流动负债	643	651	1045	1420	1784
长期借款	471	440	805	1159	1514
其他非流动负债	172	211	241	261	271
负债合计	4177	5273	7368	9206	10898
少数股东权益	27	40	60	91	135
股本	392	423	423	423	423
资本公积	2009	2401	2401	2401	2401
留存收益	943	1027	1203	1493	1896
归属母公司股东权益	3209	3788	3965	4254	4657
负债和股东权益	7413	9101	11392	13551	15689

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	179	641	1096	1440	1796
净利润	300	215	523	809	1128
折旧摊销	121	192	345	350	344
财务费用	43	52	149	193	225
投资损失	-17	-4	-4	0	0
营运资金变动	-287	191	-36	-2	102
其他经营现金流	19	-6	118	91	-2
投资活动现金流	-1122	-1229	-377	-421	-401
资本支出	-1715	-1273	-395	-435	-415
长期投资	586	38	4	4	4
其他投资现金流	7	6	14	11	11
筹资活动现金流	878	815	315	-22	-571
短期借款	1515	118	415	315	0
长期借款	275	-31	365	355	355
普通股增加	1	31	0	0	0
资本公积增加	40	391	0	0	0
其他筹资现金流	-953	305	-465	-692	-926
现金净增加额	-83	216	1023	998	824

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4642	5264	7865	10278	13127
营业成本	3698	4328	6298	8128	10257
营业税金及附加	24	28	41	54	69
营业费用	110	126	133	164	202
管理费用	279	313	437	560	709
研发费用	191	239	286	374	478
财务费用	24	50	119	132	135
资产减值损失	-17	-15	-160	-93	0
其他收益	31	51	98	69	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	4	4	0	0
资产处置收益	17	0	39	-1	-1
营业利润	348	217	531	841	1298
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	4	2	2	2	2
利润总额	346	219	534	844	1301
所得税	46	4	11	34	173
净利润	300	215	523	809	1128
少数股东损益	8	15	20	31	43
归属母公司净利润	292	200	503	778	1084
EBITDA	461	456	998	1326	1779
EPS (元/股)	0.69	0.47	1.19	1.84	2.56

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	27.9	13.4	49.4	30.7	27.7
营业利润(%)	53.0	-37.6	145.0	58.3	54.3
归属母公司净利润(%)	39.5	-31.4	151.3	54.7	39.3
获利能力					
毛利率(%)	20.3	17.8	19.9	20.9	21.9
净利率(%)	6.3	3.8	6.4	7.6	8.3
ROE(%)	9.1	5.3	12.7	18.3	23.3
ROIC(%)	5.3	4.0	8.6	11.1	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	56.3	57.9	64.7	67.9	69.5
净负债比率(%)	48.4	42.1	34.7	25.1	13.1
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.1	3.0	4.0	4.2	4.7
应付账款周转率	3.1	3.0	3.1	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.47	1.19	1.84	2.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.51	2.59	3.40	4.24
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.95	9.37	10.05	11.00
估值比率					
P/E	57.6	84.0	33.4	21.6	15.5
P/B	5.2	4.4	4.2	4.0	3.6
EV/EBITDA	18.5	32.0	18.3	13.5	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

内容目录

1、公司概况：新能源变压器龙头，AIDC 构筑第二增长曲线	5
1.1 发展历程：新能源变压器龙头，推进全球产能布局	5
1.2 主营业务：聚焦能源产品及照明产品两大业务板块	5
1.3 股权结构：实际控制人持股 31.77%	6
1.4 财务情况：海外业务快速增长，盈利能力有望结构性优化	7
2、行业：新能源升压变需求高景气，AI 叙事推动数据中心变压器需求高增	9
2.1 新能源升压变：光储变压器需求景气较高，海外空间广阔	9
2.1.1 全球规模：预计 2026 年全球新能源变压设备空间 1164 亿元，储能升压变成长空间广阔	10
2.2 数据中心变压器：AI 叙事叠加北美缺电，数据中心变压器需求快速增长	12
2.2.1 海外 AI CAPEX 高增，海外 CSP 大厂持续加码 AI 投入	12
2.2.2 海外数据中心变压器：空间广阔，预计 2026-2028 年海外数据中心变压器空间累计达到 426/520/619 亿元	13
3、公司优势：全球化产能布局，海外业务订单高增	15
3.1 产能全球化布局持续推进，公司供应链韧性及灵活性高	15
3.2 海外数据中心变压器订单高增，已突破美国、日本等关键海外市场	16
3.3 推进 SST 固态变压器研发，抢占数据中心前滩	17
4、盈利预测及投资建议	20
风险提示	21

图表目录

图表 1: 伊戈尔发展历程	5
图表 2: 公司主营产品	6
图表 3: 公司股权结构一览，实控人持股 31.77%	7
图表 4: 2017-2025 年公司营收及增速（亿元；%）	7
图表 5: 2017-2025 年公司归母净利润及增速（亿元；%）	7
图表 6: 公司分产品营业收入（亿元）	8
图表 7: 公司分地区营业收入（亿元）	8
图表 8: 公司毛利率、净利率水平（%）	8
图表 9: 公司期间费率（%）	8
图表 10: 2020A-2030E 全球变压设备行业按电压等级划分的市场规模（亿元）	9
图表 11: 新能源升压变工作原理图	10
图表 12: 2020A-2030E 全球新能源变压设备市场规模（亿元）	10
图表 13: 全球光伏升压变市场规模（亿美元）	11
图表 14: 全球光伏升压变销额 yoy 与全球光伏新增装机 yoy 趋势一致	11
图表 15: 全球储能升压变空间测算	12
图表 16: 海外四大 CSP 单季度资本开支情况（摘自国盛电子团队总结分析）	13
图表 17: 2020A-2028E 全球数据中心电力需求预测，绿色部分为美国，棕色为全球其他地区不含中国（GW）	14
图表 18: 海外数据中心变压器空间测算（GW；亿元）	14
图表 19: 伊戈尔海外工厂投运进展及产能情况	15
图表 20: 伊戈尔美国沃斯堡新型智能制造工厂	15
图表 21: 伊戈尔与阿特斯设立泰国合资公司，股权结构如下	16
图表 22: 伊戈尔数据中心变压器相关产品一览	16
图表 23: IT 机架的 800VHVDC 配电以及 GPU 的 12VDC/DC 转换	17
图表 24: 数据中心供电系统结构示意图	18
图表 25: SST 系统架构	18
图表 26: 伊戈尔总裁赵楠楠与 SST 项目负责人共同揭幕伊戈尔 AIDC 800V 固态变压器君诺 JUNO 系列新品 ..	19
图表 27: 伊戈尔收入预测情况（亿元）	20
图表 28: 期间费率预测（%）	20

图表 29: 可比公司 PE 估值 (截至 2026 年 4 月 17 日) 21

1、公司概况：新能源变压器龙头，AIDC 构筑第二增长曲线

1.1 发展历程：新能源变压器龙头，推进全球产能布局

伊戈尔电气股份公司前身“佛山市日升电业有限公司”于1999年在佛山成立，主要生产变压器及电源类产品。2011年更名为“伊戈尔电气股份有限公司”。2013年，公司推出高频磁性器件产品，进军新能源领域，并于2017年深交所上市。2020年，公司推出新能源变压器，步入新能源业务发展快车道，2022年首个智能制造数字化工厂建成投产。2023年起，公司海外产能建设加速，目前公司马来西亚、泰国、美国生产基地已建成投产，墨西哥生产基地建设已启动。

图表1：伊戈尔发展历程

年份	里程碑
1999	公司前身佛山市日升电业制造有限公司成立
2007	开始进军全球市场
2011	更名为伊戈尔电气股份有限公司
2013	推出高频磁性器件产品，进军新能源领域
2017	深圳证券交易所上市，于中国吉安设立新生产基地，以扩展国内生产设施
2020	推出新能源变压器，步入新能源业务发展快车道
2022	首个智能制造数字化工厂建成投产
2023	马来西亚制造设施完成建设并投入营运，同时已启动在墨西哥的生产基地建设
2024	位于安徽淮南及泰国的制造设施完工并投入营运，进一步强化公司全球供应网络
2025	江西吉州、美国生产基地建成投产

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 主营业务：聚焦能源产品及照明产品两大业务板块

公司聚焦工业及消费领域用电源及电源组件产品的研发、生产及销售业务。公司产品组合分为三大主要类别：变压设备产品（包括新能源产品、数据中心产品、配电产品及工业控制产品）、照明产品以及其它产品（包括车载电感、车载电源、通讯电源、新能源汽车充电桩等）。

- 变压设备产品：**公司新能源变压器产品主要包括应用于光伏发电、电化学储能等新能源电力场景的产品，多年来主要面向海外市场，并已实现符合欧标及美标规格的大批量出口。数据中心变压器产品主要包括应用于数据中心的移相变压器、油浸式变压器及干式变压器。公司已于国内外多个项目中部署数据中心变压器。配电变压器主要包括单相变压器及三相变压器，为中低压电网的核心设备。工业控制变压器主要包括环形变压器、方形变压器、开关电源等产品，主要应用于节能环保型设备，以及医疗、安防等应用场景。2025年公司变压设备产品实现收入38.14亿元，同增12.49%，毛利率17.72%。

- 公司照明电源产品主要配套于商业、家居及户外灯具，广泛应用于室内、室外及智能照明等多种场景，于 2024 年进入全球领先照明电源行列。灯具产品主要为北美市场的客户开发及供应定制化灯具服务。2025 年公司照明产品实现营收 9.23 亿元，同降 5.66%，毛利率 18.62%。
- 公司其他类产品（孵化业务），主要包括车载电感、车载电源、储能装置、充电桩等。2025 年公司其他类产品收入 4.52 亿元，同增 92.87%。

图表2: 公司主营产品

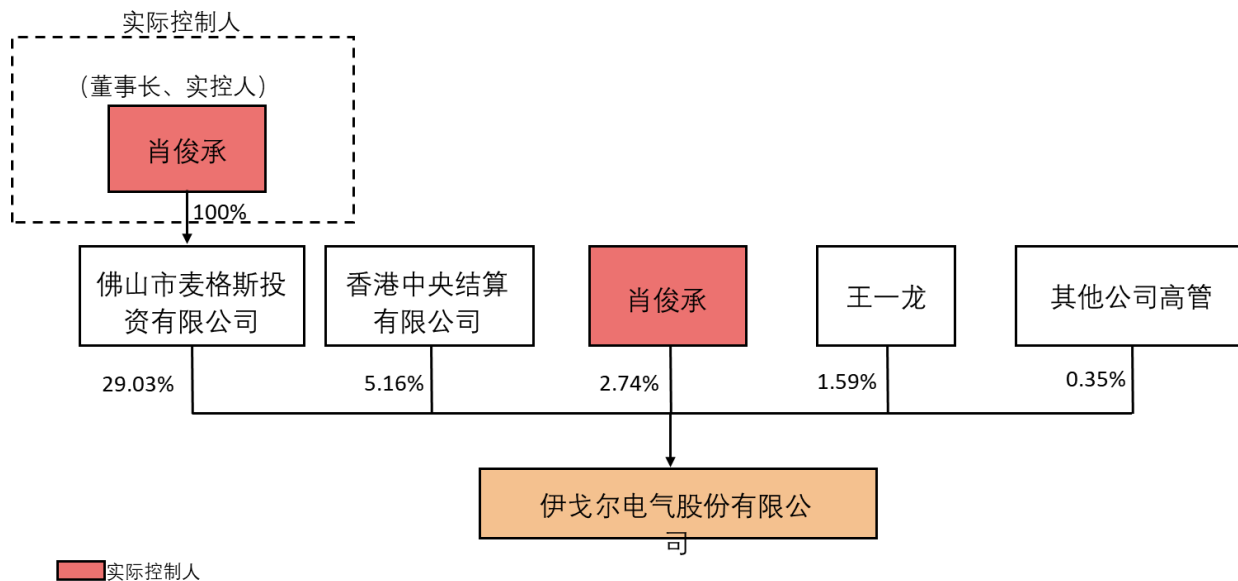


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 股权结构：实际控制人持股 31.77%

公司实际控制人为肖俊承先生，直接、间接持股比例为 2.74%/29.03%。肖俊承先生通过佛山市麦格斯投资有限公司间接持股 29.03%，直接持股公司股份 2.74%，合计持股比例为 31.77%。公司原副董事长王一龙（已离任）持股 1.59%，公司其他高管，如总裁赵楠楠、董秘梁伦商等高管合计持股 0.35%。

图表3: 公司股权结构一览, 实控人持股 31.77%

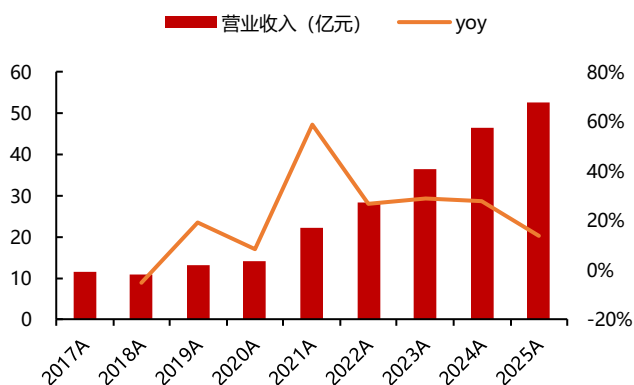


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 财务情况: 海外业务快速增长, 盈利能力有望结构性优化

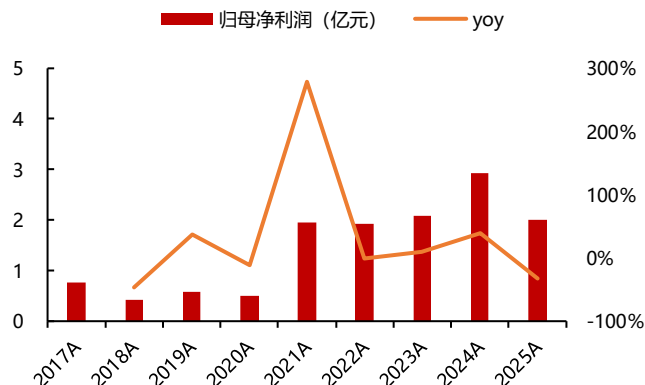
公司营收稳步增长, 2020-2025 年营收 CAGR 达 30%+。2020 年起, 公司营收规模快速增长, 2020-2025 年公司营收从 14.06 亿元增长至 52.64 亿元, CAGR 达 30.21%。2025 年公司营收同增 13.40%, 其中新能源产品、数据中心产品、配电产品收入分别同增 10.16%/58.83%/10.47%。公司 2025 年归母净利润 2.00 亿元, 同减 31.45%, 主要系 1) 部分新能源产品售价下降致毛利率短期承压, 2) 海外新产能投产, 折旧摊销费用增长, 以及 3) 报告期内汇兑损失增加, 2025 年公司盈利端短期承压。26Q1 公司归母净利润预计实现 0.64-0.72 亿元, 同增 52%-71%。展望 2026 年, 我们认为 AI 数据中心发展为长期大趋势, 叠加海外储能装机需求高景气, 海外业务高增将带动公司盈利能力结构性改善, 看好公司业绩高弹性。

图表4: 2017-2025 年公司营收及增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2017-2025 年公司归母净利润及增速 (亿元; %)

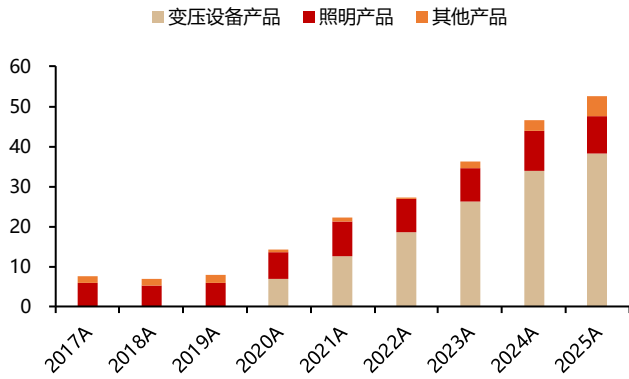


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

数据中心&光储支撑变压设备业务核心增长, 孵化类业务 (通讯电源、车载电源等) 贡献新收入增长点。分业务看, 2025 年公司变压设备类产品实现收入 38.14 亿元, 同增 12.49%, 占总营收比重约 72.45%, 贡献核心增长, 公司聚焦光储、数据中心及配电网

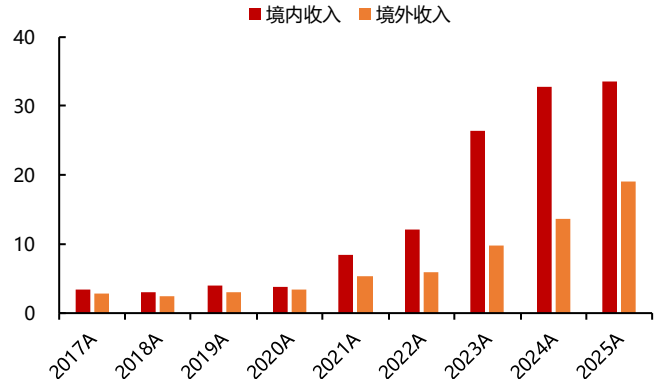
品，2025年新能源产品、数据中心产品、配电产品收入分别同增10.16%/58.83%/10.47%。2025年公司照明类产品收入为9.23亿元，同降5.62%，占比约17.54%。2025年公司其他类产品收入4.52亿元，同增92.87%，占比约8.58%，高增主要系孵化类业务通讯电源和车载电源等产品快速增长，为公司带来新的收入增长点。**分地区看**，2025年公司境内、境外收入分别为33.54/19.10亿元，同增2.11%/40.72%，往后看，海外数据中心及光储业务发展向好，预计境外收入有望保持持续高增。

图表6: 公司分产品营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

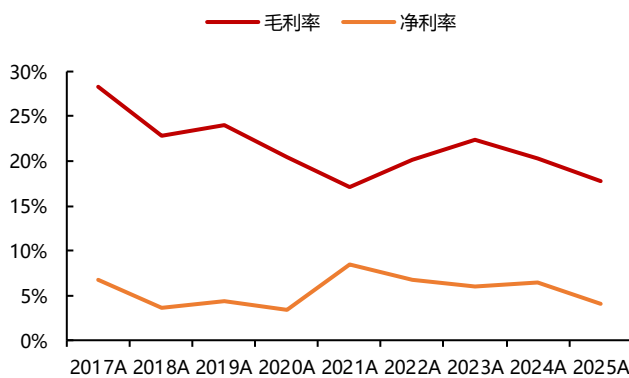
图表7: 公司分地区营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

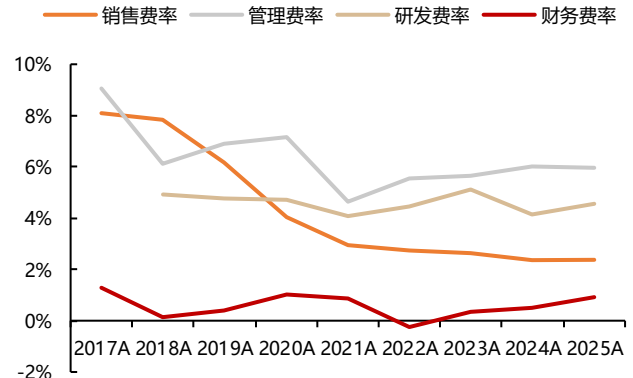
2025年公司毛利率、净利率水平为17.78%/4.08%，期待公司盈利能力结构性优化。2017-2025年，公司净利率水平整体稳定，期间费率从18.44%降至13.83%，控费效果较好。2025年，公司毛利率17.78%，同降2.57pct，部分新能源产品售价下降致毛利率短期承压，净利率4.08%，同降2.40pct，主要受折旧摊销及汇兑损失增加等多重影响。期间费率方面，2025年公司销售、管理、研发、财务费率分别为2.39%/5.95%/4.54%/0.94%，费率合计13.83%（同增0.82pct）。展望2026年，随着高毛利率的海外业务快速增长，公司毛利率有望结构性优化，同时，随着公司总营收规模稳步增加，公司费率有望进一步摊薄，带动净利率水平提升。

图表8: 公司毛利率、净利率水平(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司期间费率(%)



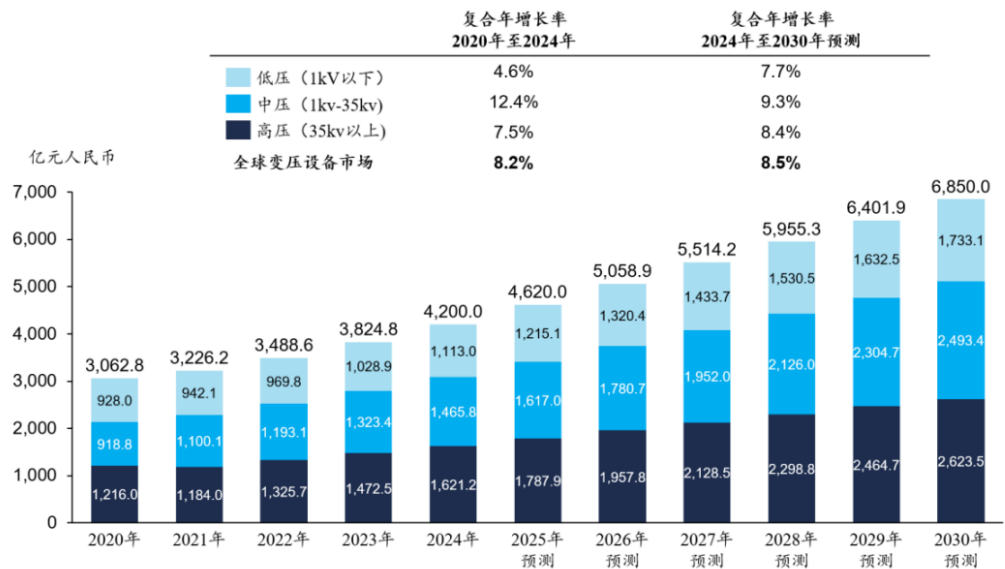
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、行业：新能源升压变需求高景气，AI叙事推动数据中心变压器需求高增

据弗若斯特沙利文，2024年全球电力设备市场规模约8.5万亿元，预计2030年全球电力设备市场规模将超过12万亿元，CAGR 2024-2030年超7.0%。全球能源转型加速、叠加电气化水平提升影响，全球变压设备市场规模从2020年的3063亿元增长至2024年的4200亿元，CAGR约8.2%。随着全球新型电力系统建设加速推进，预计至2030年，全球变压设备市场规模将达到6850亿元。

按电压等级划分，2024年全球变压设备市场低压、中压和高压细分市场分别占总市场约26.5%、34.9%和38.6%。其中，全球中压变压设备市场受益于可再生能源电站的集群式电网接入、储能项目驱动的负荷调节需求释放、充电基础设施的加速建设，以及数据中心对稳定高效配电系统的强劲需求，市场规模从2020年的919亿元增长至2024年1466亿元，CAGR约12.4%。随着可再生能源与数据中心对高可靠性中压变压设备需求持续增长，弗若斯特沙利文预计至2030年中压变压器规模将达到2493亿元。

图表10：2020A-2030E全球变压设备行业按电压等级划分的市场规模（亿元）



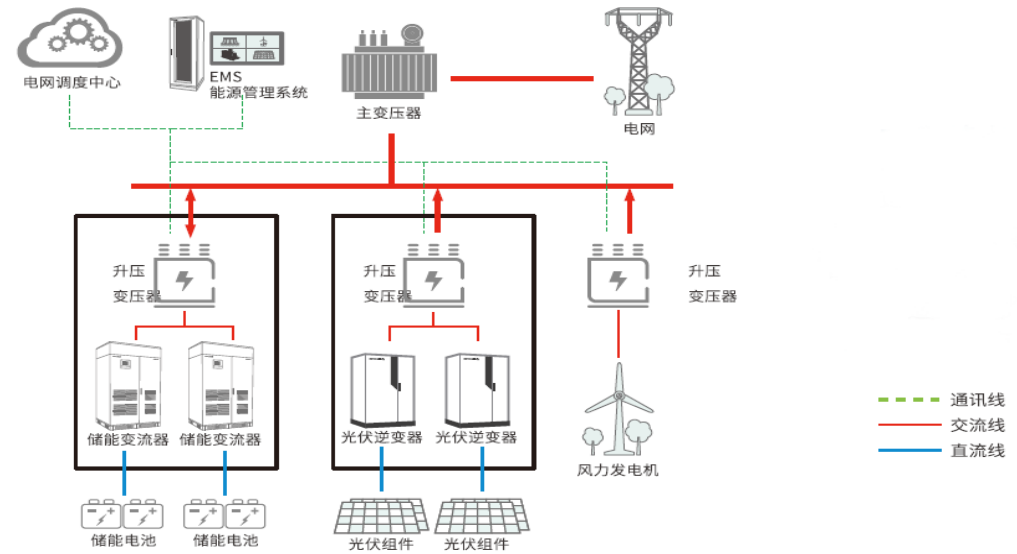
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.1 新能源升压变：光储变压器需求景气较高，海外空间广阔

新能源升压变，通常称为新能源升压变压器或箱式升压站，是新能源发电场站的关键电气设备。其原理为：光伏板发出的电先存入储能电站，并通过升压变压器进入电网。新能源升压变的核心功能包括电压转换、电气隔离和无功补偿，同时抑制储能系统中变流器谐波传向电网，从而保障电网的稳定性。

我们推测新能源项目中储能变流器（PCS）与升压变配比或为1:1。以鼎明能源项目为例，其投资建设的5MW/10MWh储能项目配置2个高度集成的储能集装箱及1套升压变流箱，每个集装箱容量5.015MWh，配备1台2.5MW储能变流器和2.5MVA升压变压器、2台2.75MW储能变流器及2台2.5MVA升压变压器。项目共有2组单元，每组单元由一个储能集装箱和一个升压变流舱组成，共同实现了5MW/10MWh的储能系统配置。由该项目我们推测新能源项目中，每台储能变流器（PCS）或配套1台升压变压器。

图表11: 新能源升压变工作原理图



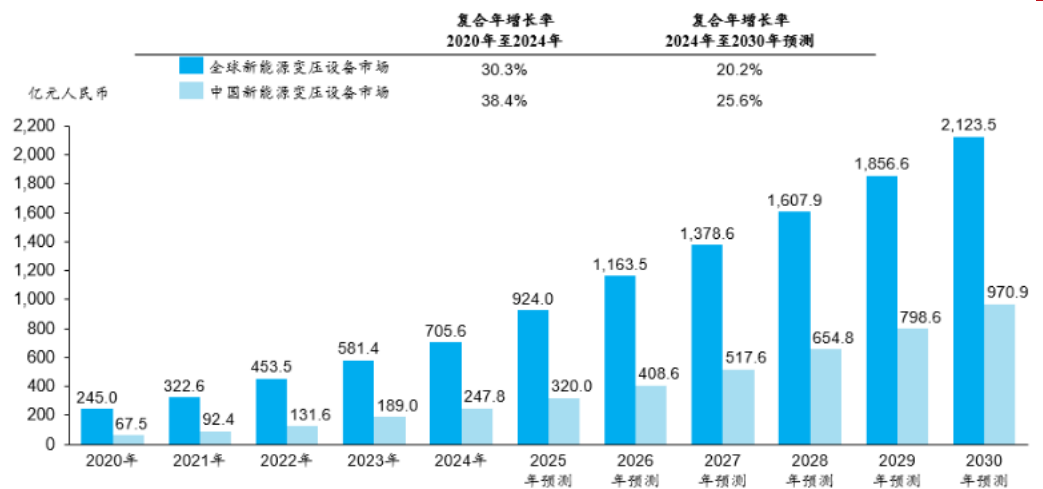
资料来源: 安康陕变, 国盛证券研究所

2.1.1 全球规模: 预计 2026 年全球新能源变压设备空间 1164 亿元, 储能升压变成长空间广阔

► **新能源变压设备**

弗若斯特沙利文预计 2026 年全球新能源变压设备市场规模约 1164 亿元。全球能源结构转型推动新能源变压设备快速增长, 2024 年全球新能源变压设备行业市场规模约 705.6 亿元, CAGR 2020-2024 年约 30.3%。未来, 随着欧洲光伏、风电及储能项目建设数量攀升, 以及东南亚地区能源转型落地加速, 新能源变压设备为满足新能源发电与储能系统协同运行需求, 在效率、安全性能与能量损耗方面不断升级, 2030 年全球新能源变压设备行业市场规模预计将达 2123.5 亿元, 预计 2024-2030 年达到 20.2%。

图表12: 2020A-2030E 全球新能源变压设备市场规模 (亿元)

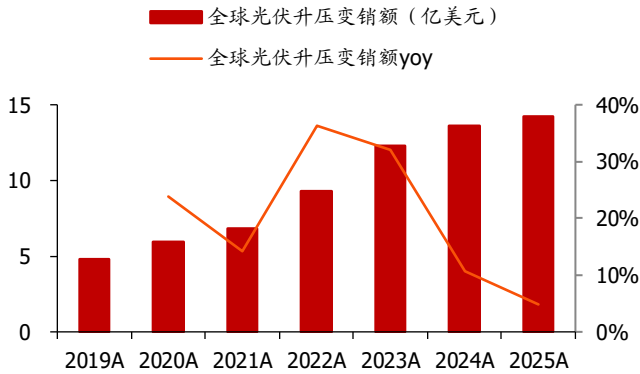


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

➤ 光伏升压变

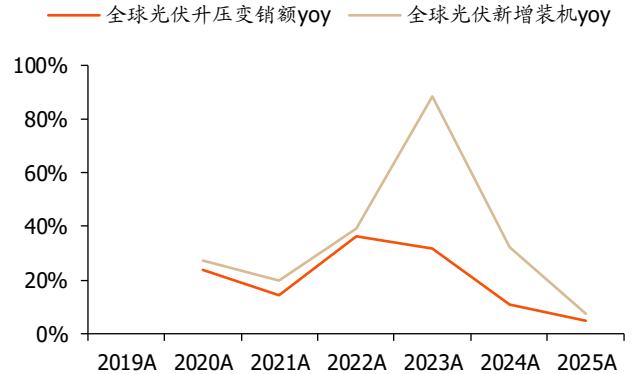
2025年全球光伏升压变市场规模约98亿元，预计CAGR 2025-2031年约6.8%。据环洋市场咨询（GlobalInfoResearch，以下简称GIF），2025年全球光伏升压变市场规模为14.27亿美元（约合98.27亿元人民币），同增约5%，2025年全球光伏新增装机规模约647GW，同增约7%。2020-2025年，全球光伏升压变市场销额增速与全球光伏新增装机增速趋势基本一致。GIF预计2031年全球光伏升压变销额将达到21.17亿美元（约合145.84亿元人民币），CAGR 2025-2031年约6.8%。

图表13: 全球光伏升压变市场规模(亿美元)



资料来源: Global Info Research, 变压器圈, 国盛证券研究所

图表14: 全球光伏升压变销额yoy与全球光伏新增装机yoy趋势一致



资料来源: Global Info Research, IEA, 变压器圈, 科达智慧能源, 国盛证券研究所

➤ 储能升压变

价格假设:据中国华能集团正式发布《光伏项目造价指标(第六版)》，结合伊戈尔2024年财报，我们测算2024年国内新能源升压变价值量约0.14元/w，海外约0.18元/w。据中国工业报及变压器圈，2025年中国变压器出口均价同比上涨约33%，2026年1-2月对美变压器出口价格同比上涨6%。价格方面，我们假设2025年及往后年份，国内新能源升压变价值量较2024年同比持平，海外新能源升压变价值量2025年同比+33%至0.23元/w，2026年约0.25元/w，往后年份较2026年同比持平。

空间测算:保守测算，我们预计2026-2028年全球储能升压变市场规模约282/383/497亿元，CAGR约33%。据Mercom援引Wood Mackenzie数据显示，2025年美国储能新增装机规模预计19GW/52.5GWh（常规储能），2025年美国新增储能功率规模占全球约18%。Mercom预计2026-2028年美国储能新增功率规模约16.8/15.1/17.0GW，同比-12%/-10%/+13%。据储能网数据，2025年国内储能新增装机规模约64.6GW/196.5GWh，2025年中国新增储能功率规模占比全球约61%，我们预计2026-2028年国内储能新增装机占全球比例较2025年基本持平。据阳光电源投资者交流公告，预计2026年全球储能有望同比增长40%-50%，我们预计2027-2028年全球储能装机延续高景气。按2026年国内储能升压变价值量0.14元/w，海外储能升压变价值量0.25元/w测算，我们预计2026-2028年全球储能升压变市场规模达到282/383/497亿元，CAGR约33%，较2025年189亿元市场规模大幅增长。

图表15: 全球储能升压变空间测算

储能升压变空间测算 (亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
美国-储能新增规模 (GW)	9.3	12.4	19.0	16.8	15.1	17.0
yoy		33%	53%	-12%	-10%	13%
美国储能占比%-功率口径	16%	17%	18%	11%	7%	6%
美国-储能新增规模 (GWh)	28	36	53	53	43	58
中国-储能新增规模 (GW)	22.7	42.4	64.6	93.7	124.5	161.8
yoy		87%	52%	45%	33%	30%
中国储能占比%-功率口径	39%	58%	61%	61%	60%	60%
中国-储能新增规模 (GWh)	49	101	197	285	379	492
全球-储能新增装机 (GW)	58	73	106	154	207	270
yoy		26%	45%	45%	35%	30%
中国-储能升压变价值量 (元/w)		0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
海外-储能升压变价值量 (元/w)		0.17	0.23	0.25	0.25	0.25
全球-储能升压变市场规模 (亿元)		114	189	282	383	497

资料来源: Wind, Mercom, Woodmac, 国家能源局, 储能网, 中国工业报, 变压器圈, 中国电力智库, 阳光电源公司公告, 木鱼查询, 国盛证券研究所

2.2 数据中心变压器: AI 叙事叠加北美缺电, 数据中心变压器需求快速增长

全球 AI 共振, 数据中心变压器市场需求快速增长。AI 应用、大模型训练/推理等新需求、新业务崛起, 带动 AI 市场规模高速增长, 据 PrecedenceResearch 预测, 2024 年全球 AI 市场规模为 6382.3 亿美元, 2025 年预计为 7575.8 亿美元, 预计到 2034 年将达到约 36804.7 亿美元, 2025-2034 年 CAGR 为 19.20%; 其中 2024 年美国 AI 市场规模为 1460.9 亿美元, 预计到 2034 年将价值约 8514.6 亿美元, 2025 年至 2034 年的复合年增长率为 19.33%。亚太地区预计将成为增长最快的人工智能市场, 预期 2025-2034 年 CAGR 达 19.8%。

2.2.1 海外 AI CAPEX 高增, 海外 CSP 大厂持续加码 AI 投入

海外 CSP 大厂均持续加码 AI 投入, 预计带动数据中心变压器需求持续增长 (以下摘自国盛电子团队总结分析):

- **Meta 持续加码资本开支投入, AI 商业效用不断提升。**25Q4 总收入为 599 亿美元, 同比+24%, 营业利润 247 亿美元, 营业利润率 41%, 持续增长。公司指引 26Q1 总收入将在 535 亿至 565 亿美元之间。资本开支方面, 25Q4 资本支出 (包括融资租赁的本金支付) 为 221 亿美元, 主要用于数据中心、服务器和网络基础设施的投资。预计 2026 年资本支出 (包括融资租赁的本金支付) 将在 1150 亿至 1350 亿美元之间。
- **微软 FY26Q2 资本开支超预期, 大约三分之二的资本支出用于短期资产。**公司 FY26Q2 总收入 813 亿美金, 同比+17%, 其中 Microsoft Cloud 收入 515 亿美金, 同比+26%; 经营利润 383 亿美金, 同比+21%, 经营利润率 47%, +2ppt。公司指引 FY26Q3 收入为 806.5 亿-817.5 亿美元, 同比增长 15%至 17%。资本支出方面, FY26Q2 资本支出为 375 亿美元, 大约三分之二的资本支出用于短期资产, 主要是 GPU 和 CPU, 客户需求继续超过供应。
- **谷歌资本开支大超预期, AI 投资已转化为业绩表现。**谷歌 25Q4 合并营收达到 1138 亿美元, 同比增长 18%, 净利润增长 30%至 345 亿美元, 每股收益增长 31%至 2.82 美元。谷歌持续加码资本开支投入, 谷歌在 AI 方面的投资已经转化为各业务

的强劲表现，强化了公司进行必要投资以进一步抓住 AI 机遇的信念，25Q4 资本支出为 279 亿美元，全年为 914 亿美元，符合预期。绝大部分资本支出投资于技术基础设施，其中约 60% 用于服务器，40% 用于数据中心和网络设备，2026 年全年预计资本支出在 1750 亿至 1850 亿美元之间。

- **亚马逊资本开支超预期，AWS 增长加速。**亚马逊 25Q4 净销售额达到 2134 亿美元，同比增长 14%，远超市场预期的 2110 亿美元，净利润增至 212 亿美元，摊薄后每股收益为 1.95 美元，25Q4 AWS 销售额达到 356 亿美元，同比激增 24%，远超市场约 21% 的增长预期，是该部门自 2022 年以来实现的最快增速，标志着增长曲线进入了明确的加速通道。展望 26Q1，亚马逊预计净销售额将在 1735 亿美元至 1785 亿美元之间，同比增长 11% 至 15%，营业利润指引区间为 165 亿美元至 215 亿美元。预计 2026 年的资本支出将达 2000 亿美元。

图表16: 海外四大 CSP 单季度资本开支情况 (摘自国盛电子团队总结分析)

资本开支 (亿美元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
META	68	62	65	77	64	82	83	144	129	165	188	214
微软	66	89	99	97	110	139	149	158	167	171	194	299
亚马逊	131	104	113	134	139	164	213	261	243	314	342	385
谷歌	63	69	81	110	120	132	131	143	172	224	240	279
合计	328	325	358	418	433	516	575	706	711	874	964	1176

QOQ	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
META	-24%	-9%	5%	18%	-17%	28%	1%	75%	-10%	28%	14%	14%
微软	5%	35%	11%	-2%	13%	27%	8%	6%	6%	2%	14%	54%
亚马逊	-15%	-20%	9%	19%	4%	18%	30%	22%	-7%	29%	9%	12%
谷歌	-17%	10%	17%	36%	9%	10%	-1%	9%	20%	31%	7%	16%
合计	-14%	-1%	10%	17%	4%	19%	11%	23%	1%	23%	10%	22%

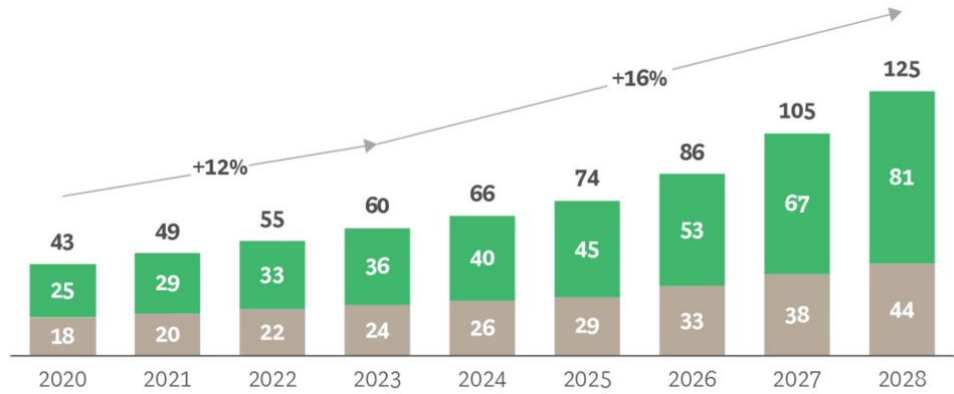
YOY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
META	26%	-18%	-31%	-14%	-6%	31%	26%	88%	102%	102%	128%	48%
微软	24%	30%	57%	54%	66%	55%	50%	62%	53%	23%	30%	89%
亚马逊	-5%	-26%	-25%	-13%	7%	57%	88%	95%	74%	91%	61%	48%
谷歌	-36%	1%	11%	45%	91%	91%	62%	30%	43%	70%	83%	95%
合计	-4%	-8%	-6%	9%	32%	59%	61%	69%	64%	69%	68%	67%

资料来源: Wind, Seekingalpha, 国盛证券研究所

2.2.2 海外数据中心变压器: 空间广阔, 预计 2026-2028 年海外数据中心变压器空间累计达到 426/520/619 亿元

AI 算力需求高增, 预计至 2028 年美国/海外数据中心电力需求规模为 81GW/125GW。 AI 算力需求快速增长, 据 BCG 咨询预计, 生成式 AI 计算需求将贡献 2023 至 2028 年数据中心电力需求总增量的约 60%。2023-2028 年, 数据中心电力需求复合增速预计达到 16%, 2025-2028 年美国数据中心电力需求累计规模预计分别为 45GW/53GW/67GW/81GW。海外维度来看, 2028 年数据中心电力需求规模预计达到 125GW, 美国数据中心新增规模占比海外整体约 65%。

图表17: 2020A-2028E 全球数据中心电力需求预测, 绿色部分为美国, 棕色为全球其他地区不含中国 (GW)



资料来源: BCG 咨询, 国盛证券研究所

我们测算 2026-2028 年海外数据中心变压器空间累计达到 426/520/619 亿元。为保证数据中心平稳运行, 即一个电源中断或断电, 另一个电源仍能供电并满负荷工作, 从而消除了由于系统的一侧断电而可能造成的停机, 数据中心通常以 2N 冗余配置相关配电设备。参考海外新能源升压变价值量情况, 在 2N 冗余情况下, 我们预计数据中心变压器价值量约 0.47-0.49 元/w, 假设价格不变情况下, 我们预计 2026-2028 年海外数据中心变压器空间累计达到 426/520/619 亿元, 空间广阔。

图表18: 海外数据中心变压器空间测算 (GW; 亿元)

年份	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
美国数据中心 (GW)	36	40	45	53	67	81
全球其他地区不含中国	24	26	29	33	38	44
海外数据中心 (GW)	60	66	74	86	105	125
数据中心变压器价值量 (元/w) - 2N 配置	0.47	0.47	0.47	0.49	0.49	0.49
海外数据中心变压器空间 (亿元)	280	308	345	426	520	619

资料来源: BCG, CDCC, Wind, 中国电力智库, 木鱼查询, 中国工业报, 国盛证券研究所

3、公司优势：全球化产能布局，海外业务订单高增

3.1 产能全球化布局持续推进，公司供应链韧性及灵活性高

推进产能全球化布局，海外已拥有东南亚、北美、墨西哥生产基地。截至 2025 年 9 月 30 日，伊戈尔于全球范围内拥有 9 个生产基地，包括海外市场的美国、墨西哥、马来西亚及泰国；中国市场的江西吉安、广东佛山、安徽淮南、广东深圳、广东中山。其中，公司东南亚地区的马来西亚及泰国工厂均已投产运营，美国智能变压器制造工厂已于 2025 年 10 月正式投入运营；未来将连同墨西哥生产基地的产能共同形成服务于北美市场的本地化供应能力。

图表19：伊戈尔海外工厂投运进展及产能情况

海外工厂	产能情况	主要产品	投产时间
泰国工厂	月产 700 台 -	新能源变压器 配电变压器	已投产运营
墨西哥	月产能 500 台	新能源变压器	预计 26H1 达产
美国工厂	年产能 2.1 万台	配电变压器	已于 2025 年 10 月投入运营

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

海外产能储备充裕，提升公司供应链韧性&灵活性。海外产能公司泰国工厂已具备月产 700 台新能源变压器的能力，并配套部分配电变压器产能，产品覆盖单相、三相及干式变压器等。墨西哥基地预计于 2026 年中达产，完全投产后预计新能源变压器月产能 500 台。美国工厂主要定位配电变压器制造，规划年产能 2.1 万台。公司的泰国基地与国内基地形成协同，通过将产能前置至目标市场，公司已在缩短交付周期及提升供应链稳定性方面取得积极成效。现阶段，公司计划把国内已验证的数字化制造经验和管理体系复制并推广至海外工厂，进一步提升海外工厂的运营效率与交付确定性，主要包括海外数字工厂基础设施升级，部署海外数字化工厂软件系统等。

图表20：伊戈尔美国沃斯堡新型智能制造工厂



资料来源：变压器与成套视界，国盛证券研究所

伊戈尔与阿特斯在泰国设立合资公司，全球化战略布局再下一城。2026 年 3 月，公司全资子公司泰国伊戈尔拟与 Xindor、CSI 阿特斯在泰国共同投资设立合资公司，用于开展

变压器制造项目。合资公司主要生产中低压配电变压器、箱式变压器及预装式变电站等。泰国伊戈尔将以现金方式认缴项目资本金的 51%，为合资公司的控股股东，Xindor 认缴 19%，CSI 认缴 30%。阿特斯为海外市场光储领先企业，伊戈尔与其设立合资公司，有望在东南亚市场占据一席之地，进一步提升伊戈尔在国际市场的竞争力和影响力。

图表21: 伊戈尔与阿特斯设立泰国合资公司，股权结构如下

股东	股份数量（股）	持股比例	初始实缴出资额（泰铢）
泰国伊戈尔	25,500	51.00%	2,550,000
CSI	15,000	30.00%	1,500,000
Xindor	9,500	19.00%	950,000
合计	50,000	100.00%	5,000,000

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 海外数据中心变压器订单高增，已突破美国、日本等关键海外市场

公司以移相变压器为核心产品，较早切入数据中心领域。移相变压器此前主要应用于高压变频调速的大型设备上，近几年开始应用在数据中心的巴拿马电源上。该电源方案将传统 UPS/HVDC 配电方案中的 10kV 开关柜、变压器、400V 低压配电柜、UPS/HVDC 的整个供电链路优化集成为巴拿马电源。传统配电方案采用的是工频变压器，巴拿马电源则采用多绕组的移相变压器，从而实现低电流谐波总畸变率和高功率。相较于传统 UPS 方案，巴拿马电源方案效率高且占地较小，设备和工程施工量可节省 40%。

公司在数据中心变压器领域具备项目经验、客户黏性等先发优势。2021 年，公司配套数据中心供电系统的移相变压器开始逐步起量。公司 2022 年即在定增募投项目中对数据中心大幅投入，设立“中压直流供电系统智能制造建设项目”。公司在数据中心变压器领域具备项目经验、客户黏性等先发优势。目前，公司产品已成功应用于全球上百个 IDC 数据中心项目，终端客户群涵盖阿里巴巴、腾讯、网易、中国移动、Google、Oracle、Open AI 等 AI 行业领军企业。

2025 年公司数据中心变压器产品已突破美国、日本等重要海外市场，全年数据中心相关订单增速超 400%。2025 年 12 月，公司成功获得美国得克萨斯州多个大型数据中心的环氧浇筑干式变压器项目，此前公司已在国内及日本接连取得同类项目大型订单。**2025 年，公司数据中心相关产品订单同比增长超 400%，创历史新高。**数据中心产品类别已从高压直流移相变压器，延伸至中压油浸式变压器、环氧浇筑干式变压器及成套产品。此外，公司前瞻储备研发产品包括固态变压器 SST 等下一代电力电子技术产品，进一步丰富产品矩阵。

图表22: 伊戈尔数据中心变压器相关产品一览



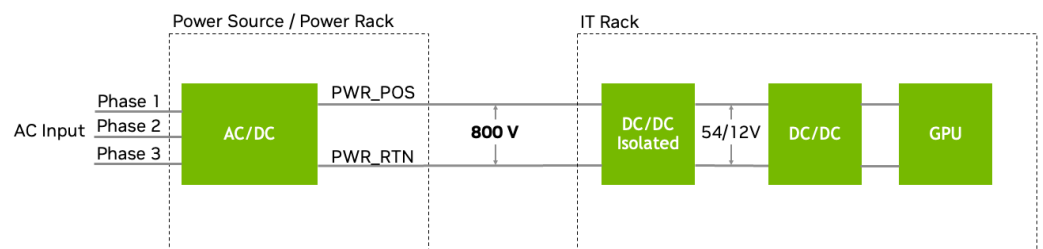
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3 推进 SST 固态变压器研发，抢占数据中心前滩

英伟达提出开发下一代 **800VHVDC** 架构，以支持 **1MW** 及以上的 **AI** 算力需求，计划将在 **2027** 年投产。AIDC 从目前的 54V 交流机架供电转向 800VHVDC 高压直流架构，可将数据中心能效提升 5%，铜缆用量减少 45%，维护成本降低高达 70%；可为下一代 AI 工作负载建立高效、可扩展的电力输送，以确保更高的可靠性、效率并降低基础设施的复杂性。

SST 成为英伟达 800VHVDC 的终极解决方案。为实现 800VHVDC 落地，英伟达创新性地采用 SST 固态变压器和工业级整流器，在数据中心外直接将 13.8kV 交流电转换为 800V 高压直流，省去多级 AC/DC 和 DC/DC 变换环节，直供服务器机柜，显著提升能效与可靠性。

图表23: IT 机架的 800VHVDC 配电以及 GPU 的 12VDC/DC 转换

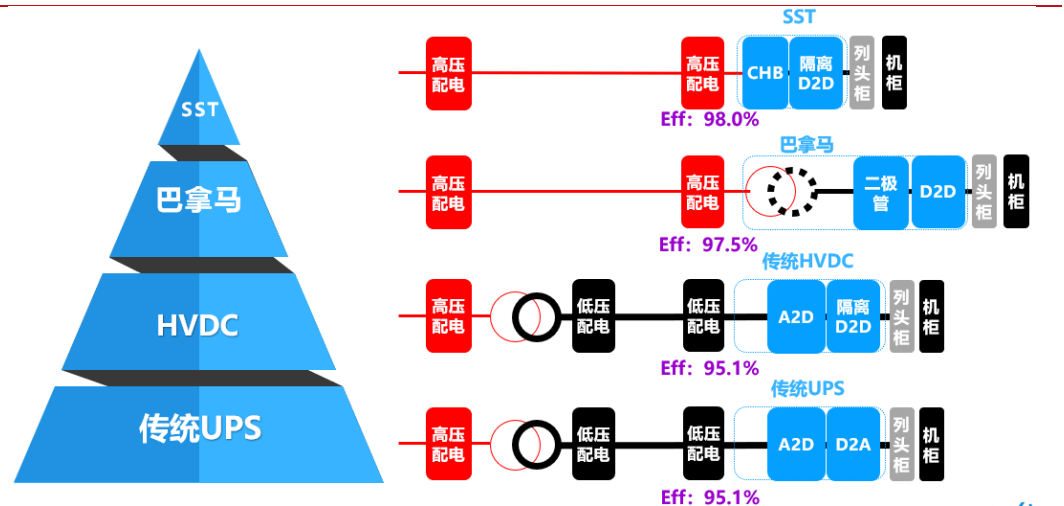


资料来源：英伟达，国盛证券研究所

SST 方案效率高、面积小等优点，是 AIDC 的下一代选择。数据中心供电发展方向：UPS → HVDC → 巴拿马电源 → SST 直流架构。SST 直流架构效率最高，可达 98%。

- **UPS:** 早期数据中心供配电多采用 UPS 方案，为了解决可靠性问题，常用 N+1、2N、DR、RR 等供电架构，但冗余环节多、系统复杂、效率低，eff 约 95.1%。
- **HVDC:** 随着数据中心的发展，具有模块化、效率高、可靠性高、成本更低等优势的高压直流方案开始被关注，与 UPS 方案对比，HVDC 省去 AC-DC-AC 的多次转换过程，eff 约 95.1%。
- **巴拿马电源:** 在 HVDC 系统上进一步简化，取代了传统架构的众多中间设备功率模块，由 10kV 进线柜、隔离柜、整流输出柜、交流分配柜组成，实现 10KV 直转 240V。相较于 HVDC，巴拿马电源最大的变化为采用移相变压器替代传统工频变压器，将降压与整流功能合二为一，可将输入的 10kV 市电转化为 240V 直流。目前，数据中心巴拿马电源使得 eff 增至 97.5%。
- **固态变压器 (SST):** 也称为“能源路由器”，不仅在中压之间具有高频隔离的直流或交流接口，可实现局部自治的单向或双向潮流，还具有电能管理、能源管理以及故障管理的能力，支持不同直流发电单元、储能系统和用电单元之间、不同用电电压之间的电力交互。相较于巴拿马电源，采用基于电力电子变换技术的固态变压器 (拥有三级功率变换架构)，可通过高频变压器实现电气隔离与电压匹配，直接完成 10kV 交流到 800V 直流的转换。eff 约 98%。

图表24: 数据中心供电系统结构示意图

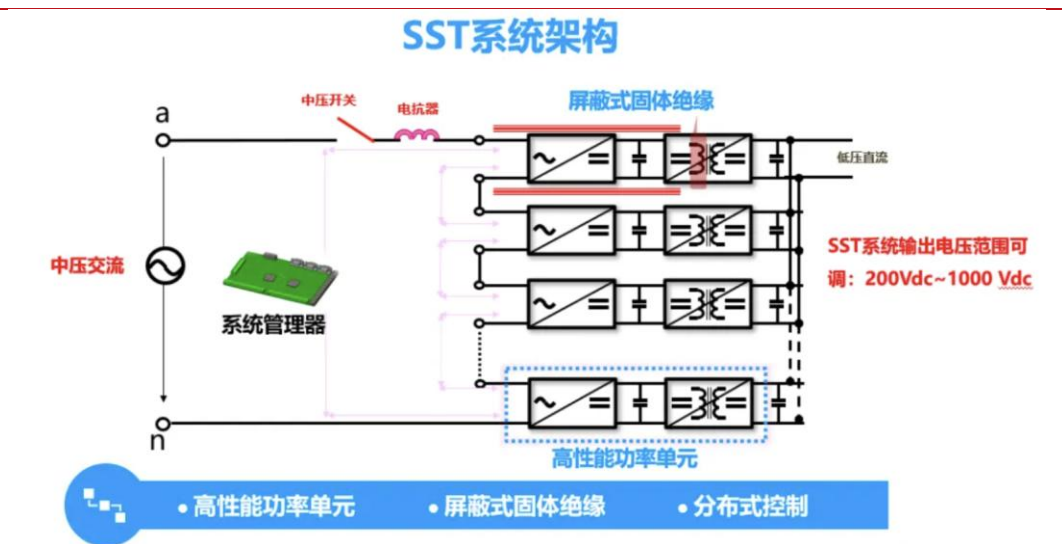


资料来源: 台达, 国盛证券研究所

SST 通过三级电路拓扑实现电能转换与隔离, 其结构远比传统变压器复杂, 技术壁垒更高。三级式 SST 由输入级 AC/DC 变换器、隔离级 DC/DC 变换器和输出级 DC/AC 变换器组成。

- 输入级将工频交流电转换为直流电, 关键技术为 PWM 整流技术 (如三相 VIENNA 整流拓扑), 关键元器件为半导体芯片 SiC MOSFET, 实现 >99% 效率。
- 隔离级通过高频变压器实现电气隔离和电压变换, 关键元器件为纳米晶/铁氧体磁芯, 可使体积缩小至传统变压器 1/10 (高频允许小磁芯), 效率 >98% (无铁损, 铜损大幅降低)。
- 输出级再将直流电转换为所需频率和电压的交流电。

图表25: SST 系统架构



资料来源: CDCC, 台达, 国盛证券研究所

公司已发布一代 AIDC 800V 固态变压器 SST 新品, 并持续拓展巴拿马电源等高效供电系统在数据中心场景的应用, 公司拟发行 H 股股票并申请在香港联合交易所有限公司主板上市。募集资金拟用于推动公司国内外工厂数字化升级、下一代固态变压器 (SST) 及巴拿马电源系统研发与产业化、产业链上下游及战略性行业投资与并购等。2026 年 4 月, 公司在吉安总部隆重举行伊戈尔固态变压器 JUNO 系列新品发布会, 推出 AIDC 800V 固态变压器君诺 JUNO 系列新品。公司在前瞻研发下一代电力电子技术

术，布局 SST 产品的同时，亦持续投入资源拓展“巴拿马电源”等高效供电系统在数据中心等高端场景中的应用，有助于公司更好地把握数据中心高增长市场机遇。

图表26: 伊戈尔总裁赵楠楠与 SST 项目负责人共同揭幕伊戈尔 AIDC 800V 固态变压器君诺 JUNO 系列新品



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

4、盈利预测及投资建议

我们预计 2026-2028 年公司总营收分别为 78.65/102.78/131.27 亿元，同比分别增长 49.4%/30.7%/27.7%，毛利率水平分别为 19.93%/20.92%/21.86%。

分产品看，2026-2028 年公司变压器设备产品预计实现收入 60.07/81.16/106.92 亿元，同比分别增长 57.5%/35.1%/31.7%，毛利率水平分别为 20.60%/21.79%/22.83%，主要系公司数据中心产品订单预计持续增长，海外生产基地陆续投产后新能源产品订单预计有望持续增长；同期公司照明产品预计实现收入 10.15/10.66/11.19 亿元，同比分别增长 10%/5%/5%，毛利率水平预计稳定在 18.62%；其他产品预计实现收入 8.43/10.96/13.16 亿元，同比增长 60%/30%/20%，毛利率水平预计稳定在 16.75%。

图表27：伊戈尔收入预测情况（亿元）

伊戈尔	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收	46.39	52.64	78.65	102.78	131.27
yoy	232.40%	13.47%	49.4%	30.7%	27.7%
毛利率%	20.35%	17.78%	19.93%	20.92%	21.86%
【分产品】					
1. 变压器设备产品	33.90	38.14	60.07	81.16	106.92
yoy	29.07%	12.5%	57.5%	35.1%	31.7%
毛利率%	20.77%	17.72%	20.60%	21.79%	22.83%
2. 照明产品	9.78	9.23	10.15	10.66	11.19
yoy	21%	-5.66%	10%	5%	5%
毛利率（%）	20.02%	18.62%	18.62%	18.62%	18.62%
3. 其他产品	2.70	5.27	8.43	10.96	13.16
yoy	41%	95.03%	60%	30%	20%
毛利率（%）	16.34%	16.75%	16.75%	16.75%	16.75%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所 注：其他产品为主营收入中的其他产品+其他收入（主营收入外），因此该预测中的其他产品与公司年报所列项目略有差异

业绩预测：销售费用随着公司业务持续拓展，收入规模快速扩张，销售费率预计逐步摊薄，2026-2028 年约 1.69%/1.59%/1.54%；管理费率方面公司人员较为稳定，预计管理费率端整体维持 5.40%-5.55% 水平；研发费率方面公司研发端保持较高投入水平，预计 2026-2028 年研发费率保持在 3.64%。

图表28：期间费率预测（%）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费率	2.36%	2.39%	1.69%	1.59%	1.54%
管理费率	6.00%	5.95%	5.55%	5.45%	5.40%
研发费率	4.12%	4.54%	3.64%	3.64%	3.64%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

可比公司估值看，2026 年行业平均 PE 为 45.95 倍，市场对电力设备出海相关公司的成长性认可度较高。伊戈尔 2026 年 PE 约 33.43 倍，低于行业平均。从业务属性看，伊戈尔同样具备较强的出海逻辑，近年来持续推进海外产能和渠道布局，在北美、东南亚等市场均有拓展空间，我们认为公司 2026PE 目标值为 45 倍+，基本较行业平均水平持平。

综合来看，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 5.03/7.78/10.84 亿元，同比 +151.3%/+54.7%/+39.3%。首次覆盖，予以“买入”评级。

图表29: 可比公司 PE 估值 (截至 2026 年 4 月 17 日)

公司名称	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
思源电气	107.29	81.64	53.10	40.17	30.58
安靠智电	49.16	54.93	136.10	55.95	33.91
金盘科技	79.66	69.99	60.96	41.72	31.58
行业平均	78.71	68.85			32.03
伊戈尔	80.35	57.49	83.99	33.43	21.61

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 可比公司预测数据取自 wind 一致预期

风险提示

数据中心需求不及预期。若全球 AI 资本开支不及预期，则 AIDC 需求受影响，公司订单及业绩受影响。

行业竞争加剧风险。若电力设备出海市场竞争激烈，各环节价格、盈利或受影响，则公司订单及业绩受影响。

政策变化风险、测算假设相关风险。报告中测算包含对于全球储能升压变市场规模及海外 AIDC 变压器空间测算等情况，若政策变化或其他因素，可能与实际情况有所出入。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com