

# 中原内配（002448）SZ2025H1 气缸套业务稳定增长，刹车鼓新业务贡献增量

## ——2025 年半年报点评

近期，公司发布 2025 年半年报：报告期，公司实现营收 194,277.77 万元，同比增长 14.6%；归母净利 23,361.03 万元，同比增长 32.03%。我们点评如下：

**受益国内安徽子公司优异表现，气缸套业务稳定增长。**2025H1 公司气缸套业务实现营收 103,971.50 万元，同比增长 9.14%，增加 8,705.32 万元。安徽子公司（以国内乘用车、摩托车为主要市场）上半年实现营收 20,007.49 万元，同比增长 43.3%，贡献气缸套业务增量的 69.4%。安徽子公司仍然维持较高净利润率，2025H1 为 25.1%，高于去年同期的 22.3%。2025H1 公司气缸套业务整体毛利率稳步提升，上半年气缸套业务毛利率为 33.13%，高于去年同期的 30.06%。公司国外业务以气缸套为主，国外业务上半年整体表现稳定，国外营收同比增长 3.21%，毛利率提升 0.46pct。我们认为，公司在传统主业气缸套上具备规模和技术优势，尤其安徽子公司较强的公司运营效率，公司气缸套业务有望维持稳定增长。

**主要控股子公司 2025H1 表现较好，尤其是刹车鼓业务。**公司通过设立和收购控股子公司运营新业务。2023 年完成恒久制动系统有限公司的收购（持股 62.86%），进入商用车刹车鼓业务。2025H1 恒久实现营收 33,689.42 万元，同比增长 46.0%，净利润为 3,709.35 万元，同比增长 117.3%。受益刹车鼓销量的快速提升，净利率提升明显，2025 上半年净利率为 11.0%，去年同期为 7.4%。中原内配（上海）电子科技有限公司（持股 71.3%）专注于汽车电控执行器及其控制器等，主要产品涵盖汽油、柴油发动机涡轮增压的电控执行器。2025H1 该公司实现稳定的收益贡献，营收为 15,343.93 万元，同比增长 6.9%，净利率为 10.3%。2024 年两个亏损子公司中内凯思（活塞业务，持股 100%）和美国子公司（持股 100%）均有明显改善。中内凯思 2025H1 营收为 5,978.78 万元，同比增长 48.0%，净利润为 -220.5 万元（2024 年亏损 3,558.98 万元）。美国子公司 2025H1 同样实现盈利，2025H1 净利润为 1,923.21 万元（2024 年亏损 8,840.46 万元）。

**依托控股子公司开拓新业务，刹车鼓、电控执行器等前景可期。**恒久机械的双金属刹车鼓具备轻量化、更好刹车性能优势，且已实现包括中国重汽、一汽解放、东风德纳、陕汽汉德、方盛车桥、青岛青特、山东鹏翔等国内重卡主流车桥公司全覆盖。同时，该业务也实现了海外市场的批量供货，体现了公司在该领域的具备较强的技术、规模优势。公司电控执行器业务率先进入国际主流涡轮增压器供应商体系，市场占有率稳步提升。我们认为，公司多年来形成控股子公司开拓业务模式，从各子公司业务发展历史看，该模式较为成功。安徽子公司、上海子公司以及恒久机械都取得了较好的成绩，中内凯思上半年也呈现了明显改善。

**盈利预测及投资评级：**公司传统主业具备长期稳定发展的基础，有望贡献稳定收益，新业务如制动系统持续发力，电控执行器业务持续贡献稳定收益，我们看好公司发展前景。考虑中内凯思、美国子公司的减亏明显，我们调升盈利预

2025 年 9 月 4 日

推荐/维持

中原内配

公司报告

### 公司简介：

中原内配集团股份有限公司主要业务为气缸套、活塞、活塞环、轴瓦等内燃机的核心关键零部件，为全球乘用车、商用车、工程机械、农业机械、船舶工业、军工等动力领域提供绿色、环保、节能气缸套及摩擦副的全套解决方案。

资料来源：公司公告、iFinD

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

2025-05-16 2025 年年度股东大会

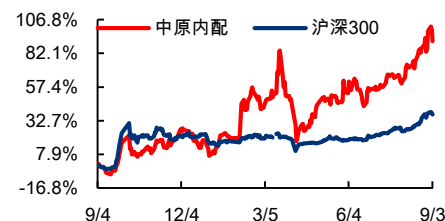
资料来源：公司公告、iFinD

### 交易数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元）    | 10.83-5.08    |
| 总市值（亿元）        | 60.31         |
| 流通市值（亿元）       | 46.69         |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 58,841/58,841 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | -/-           |
| 52 周日均换手率      | 5.72          |

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

### 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

### 分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

### 分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

### 研究助理：曹泽宇

17512502830

caozhy-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124040003

测。预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 4.15/4.88/5.66 亿元（前值为 3.77/4.33/4.90 亿元），同比 +103.37%/+17.58%/+16.12%，对应 EPS 0.70/0.83/0.96 元，当前股价对应 PE 15x/12x/11x，维持“推荐”评级。

**风险提示：**汽车等行业终端需求不及预期、能源与原材料价格上涨超预期、海外政策影响超预期等风险。

### 财务指标预测

| 指标         | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 2,864.28 | 3,310.14 | 3,825.51 | 4,429.81 | 5,066.48 |
| 增长率        | 24.45%   | 15.57%   | 15.57%   | 15.80%   | 14.37%   |
| 归母净利润（百万元） | 310.70   | 203.91   | 414.68   | 487.58   | 566.17   |
| 增长率        | 85.85%   | -34.37%  | 103.37%  | 17.58%   | 16.12%   |
| 净资产收益率     | 9.28%    | 5.86%    | 11.13%   | 12.13%   | 12.99%   |
| 每股收益（元）    | 0.53     | 0.35     | 0.70     | 0.83     | 0.96     |
| PE*        | 19.41    | 29.58    | 14.54    | 12.37    | 10.65    |
| PB*        | 1.80     | 1.73     | 1.62     | 1.50     | 1.38     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，\*基于 2025/04/28 收盘价计算

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表       |          |          | 单位:百万元   |          |          | 利润表          |          |          | 单位:百万元   |          |          |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|             | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |              | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 流动资产合计      | 2,458.57 | 2,644.86 | 2,988.26 | 3,504.22 | 4,031.43 | 营业收入         | 2,864.28 | 3,310.14 | 3,825.51 | 4,429.81 | 5,066.48 |
| 货币资金        | 302.08   | 383.80   | 382.55   | 478.42   | 557.31   | 营业成本         | 2,093.46 | 2,458.13 | 2,823.95 | 3,274.80 | 3,746.54 |
| 应收账款        | 1,145.67 | 1,219.35 | 1,423.29 | 1,664.60 | 1,922.88 | 营业税金及附加      | 36.31    | 37.37    | 43.99    | 50.94    | 58.26    |
| 其他应收款       | 7.20     | 11.37    | 6.79     | 11.67    | 13.51    | 营业费用         | 81.76    | 75.02    | 84.16    | 95.24    | 106.40   |
| 预付款项        | 37.37    | 29.13    | 35.13    | 40.68    | 46.52    | 管理费用         | 204.93   | 226.01   | 256.31   | 294.58   | 334.39   |
| 存货          | 724.32   | 860.99   | 989.12   | 1,158.51 | 1,338.64 | 财务费用         | 28.38    | 20.29    | 25.39    | 20.24    | 17.73    |
| 其他流动资产      | 237.76   | 144.81   | 146.51   | 148.51   | 150.62   | 研发费用         | 136.90   | 159.85   | 179.80   | 205.99   | 233.06   |
| 非流动资产合计     | 3,245.29 | 3,163.74 | 3,102.70 | 3,028.53 | 2,948.14 | 资产减值损失       | -26.21   | -155.42  | -38.26   | -44.30   | -50.66   |
| 长期股权投资      | 389.09   | 433.19   | 489.83   | 550.82   | 614.57   | 公允价值变动收益     | 1.09     | 0.68     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 固定资产        | 1,743.29 | 1,665.12 | 1,574.29 | 1,451.12 | 1,311.61 | 投资净收益        | 55.20    | 44.63    | 59.74    | 64.11    | 66.86    |
| 无形资产        | 155.61   | 177.17   | 178.53   | 179.78   | 180.94   | 加：其他收益       | 39.64    | 58.66    | 72.93    | 87.51    | 105.01   |
| 其他非流动资产     | 877.06   | 850.90   | 845.11   | 839.33   | 833.54   | 营业利润         | 352.27   | 282.02   | 506.32   | 595.33   | 691.30   |
| 资产总计        | 5,703.86 | 5,808.60 | 6,090.96 | 6,532.75 | 6,979.57 | 营业外收入        | 3.71     | 0.74     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 流动负债合计      | 1,639.67 | 1,220.33 | 1,302.39 | 1,491.55 | 1,628.10 | 营业外支出        | 1.04     | 3.46     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 短期借款        | 686.26   | 467.90   | 333.51   | 391.73   | 395.58   | 利润总额         | 354.93   | 279.30   | 506.32   | 595.33   | 691.30   |
| 应付账款        | 561.85   | 503.54   | 410.21   | 452.77   | 493.06   | 所得税          | 29.48    | 44.76    | 45.57    | 53.58    | 62.22    |
| 其他流动负债      | 391.56   | 248.88   | 558.67   | 647.04   | 739.46   | 净利润          | 325.45   | 234.54   | 460.75   | 541.75   | 629.08   |
| 非流动负债合计     | 317.91   | 678.37   | 583.79   | 489.70   | 397.34   | 少数股东损益       | 14.76    | 30.63    | 46.08    | 54.18    | 62.91    |
| 长期借款        | 66.74    | 415.69   | 321.11   | 227.02   | 134.66   | 归属母公司净利润     | 310.70   | 203.91   | 414.68   | 487.58   | 566.17   |
| 其他非流动负债     | 251.17   | 262.68   | 262.68   | 262.68   | 262.68   | 主要财务比率       |          |          |          |          |          |
| 负债合计        | 1,957.58 | 1,898.70 | 1,886.18 | 1,981.25 | 2,025.45 |              | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
| 少数股东权益      | 397.93   | 431.57   | 477.64   | 531.82   | 594.73   | 成长能力         |          |          |          |          |          |
| 实收资本（或股本）   | 588.41   | 588.41   | 588.41   | 588.41   | 588.41   | 营业收入增长       | 24.45%   | 15.57%   | 15.57%   | 15.80%   | 14.37%   |
| 资本公积        | 572.31   | 567.28   | 567.28   | 567.28   | 567.28   | 营业利润增长       | 81.41%   | -19.94%  | 79.53%   | 17.58%   | 16.12%   |
| 未分配利润       | 2,187.64 | 2,322.65 | 2,571.46 | 2,864.00 | 3,203.71 | 归属于母公司净利润增长  | 85.85%   | -34.37%  | 103.37%  | 17.58%   | 16.12%   |
| 归属母公司股东权益合计 | 3,348.36 | 3,478.33 | 3,727.14 | 4,019.69 | 4,359.39 | 获利能力         |          |          |          |          |          |
| 负债和所有者权益    | 5,703.86 | 5,808.60 | 6,090.96 | 6,532.75 | 6,979.57 | 净利率          | 26.91%   | 25.74%   | 26.18%   | 26.07%   | 26.05%   |
| 现金流量表       |          |          | 单位:百万元   |          |          | 总资产净利润       | 11.36%   | 7.09%    | 12.04%   | 12.23%   | 12.42%   |
|             | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    | ROE          | 5.45%    | 3.51%    | 6.81%    | 7.46%    | 8.11%    |
| 经营活动现金流     | 258.89   | 112.22   | 512.81   | 432.54   | 488.96   |              | 9.28%    | 5.86%    | 11.13%   | 12.13%   | 12.99%   |
| 净利润         | 325.45   | 234.54   | 340.03   | 403.78   | 472.68   | 偿债能力         |          |          |          |          |          |
| 折旧摊销        | 216.13   | 224.35   | 202.67   | 210.16   | 209.14   | 资产负债率        | 34%      | 33%      | 31%      | 30%      | 29%      |
| 财务费用        | 28.38    | 20.29    | 25.39    | 20.24    | 17.73    | 流动比率         | 1.50     | 2.17     | 2.29     | 2.35     | 2.48     |
| 投资损失        | -55.20   | -44.63   | -59.74   | -64.11   | -66.86   | 速动比率         | 1.03     | 1.43     | 1.50     | 1.54     | 1.62     |
| 营运资金变动      | -296.28  | -483.74  | -128.20  | -289.16  | -315.60  | 营运能力         |          |          |          |          |          |
| 其他经营现金流     | 40.40    | 161.41   | 132.67   | 151.62   | 171.87   | 总资产周转率       | 0.50     | 0.57     | 0.63     | 0.68     | 0.73     |
| 投资活动现金流     | -184.74  | -66.58   | -93.83   | -85.54   | -77.36   | 应收账款周转率      | 2.82     | 3.10     | 3.07     | 3.04     | 3.01     |
| 资本支出        | 54.45    | 139.29   | 85.00    | 75.00    | 65.00    | 应付账款周转率      | 4.56     | 5.05     | 7.21     | 7.59     | 7.99     |
| 长期投资        | -191.62  | 79.83    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 每股指标（元）      |          |          |          |          |          |
| 其他投资现金流     | -47.56   | -285.70  | -178.83  | -160.54  | -142.36  | 每股收益(最新摊薄)   | 0.53     | 0.35     | 0.70     | 0.83     | 0.96     |
| 筹资活动现金流     | -217.11  | 57.23    | -420.23  | -251.13  | -332.71  | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.03     | 0.02     | 0.29     | 0.50     | 0.52     |
| 短期借款增加      | 426.86   | -218.36  | -134.39  | 58.22    | 3.85     | 每股净资产(最新摊薄)  | 5.69     | 5.91     | 6.33     | 6.83     | 7.41     |
| 长期借款增加      | -234.13  | 348.95   | -94.59   | -94.09   | -92.36   | 估值比率         |          |          |          |          |          |
| 普通股增加       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/E*         | 19.41    | 29.58    | 14.54    | 12.37    | 10.65    |
| 资本公积增加      | 0.74     | -5.03    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/B*         | 1.80     | 1.73     | 1.62     | 1.50     | 1.38     |
| 现金净增加额      | -137.77  | 105.01   | -1.25    | 95.87    | 78.89    | EV/EBITDA*   | 7.81     | 8.92     | 9.39     | 8.33     | 7.44     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，\*基于2025/04/28收盘价计算

相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                                          | 日期         |
|--------|-------------------------------------------------------------|------------|
| 行业普通报告 | 汽车行业 5 月数据点评：国内市场表现活跃，插混汽车出口快速增长                            | 2025-06-17 |
| 行业深度报告 | 汽车行业 2025 年中期策略：汽车电动智能化趋势与自下而上研究策略                          | 2025-06-10 |
| 行业深度报告 | 汽车行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述：以旧换新政策推动业绩增长，行业盈利能力复苏            | 2025-05-20 |
| 公司普通报告 | 中原内配（002448.SZ）：费用管控能力持续提升，利润端受商誉减值影响—2024 年年报及 2025 年一季报点评 | 2025-04-29 |
| 行业普通报告 | 汽车行业 3 月数据点评：销量稳健增长，插混出口保持强势                                | 2025-04-18 |
| 行业普通报告 | 智驾行业点评报告系列：华为发布全年业绩，智能汽车解决业务首次盈利                            | 2025-04-08 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：新关税落地，关注具备竞争力环节                                        | 2025-04-07 |
| 行业普通报告 | 汽车行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成                              | 2025-03-26 |
| 行业普通报告 | 汽车行业 1 月数据点评：新能源出口高增，智驾驱动结构性机会                              | 2025-02-21 |
| 公司普通报告 | 中原内配（002448.SZ）：气缸套业务稳健，电控执行器、制动鼓贡献增量                       | 2024-09-02 |
| 公司普通报告 | 中原内配（002448.SZ）：与 GKN 合作固态储氢领域，氢能布局再下一城                     | 2024-06-07 |
| 公司深度报告 | 中原内配（002448.SZ）深度报告：传统业务贡献稳定收益，电控执行器、制动系统与氢能多点开花            | 2024-05-16 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士, 多年汽车及零部件研究经验, 2009 年至 2021 曾就职于国家信息中心, 长城证券, 方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所, 负责汽车及零部件行业研究。

### 吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 4 年投资研究经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

## 研究助理简介

### 曹泽宇

美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 马里兰大学帕克分校经济学学士, 2024 年 4 月加入东兴证券研究所, 主要覆盖汽车及零部件行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

| 北京                       | 上海                       | 深圳                     |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033               | 邮编: 200082               | 邮编: 518038             |
| 电话: 010-66554070         | 电话: 021-25102800         | 电话: 0755-83239601      |
| 传真: 010-66554008         | 传真: 021-25102881         | 传真: 0755-23824526      |