

# 中原内配（002448.SZ）

## 气缸套全球龙头，品类拓展打开增量空间

优于大市

### 核心观点

**全球先进的气缸套龙头供应商，技术积淀深厚。**中原内配前身为1958年设立的国营孟县机械厂，经多年产品技术打造和客户合作积累，逐步成长为全球气缸套龙头。其收入结构（25H1）：内燃机零部件占比66.1%，汽车电子占比7.9%，制动系统占比14.7%，其他业务占比11.3%。

**营收多年保持稳定增长，重视研发和业务开拓。**中原内配营收从2014年10.8亿元增长到2024年33.1亿元，复合增速11.8%；2025H1营收19.43亿元，同比+14.6%，归母净利润2.34亿元，同比+32%；2025H1公司销售/管理/研发费用率2.0%/5.8%/4.3%，同比-0.8/-0.4/-0.3pct，持续推进费用优化；同时公司高度重视研发，重视新兴业务的开拓，2024年在上海组建产业发展研究院，聚焦前瞻技术和新兴产业，引领公司战略落地和产业发展。

**内燃机零部件构筑基本盘，切入应急电源发电机组业务助力主业升级。**公司深度布局内燃机业务（气缸套、活塞等），在工程装备研究、新型材料、机械加工等领域处行业前沿；公司及公司参股子公司中原吉凯恩生产和销售的大缸径气缸套可配套于柴油发电机组，客户包含卡特彼勒、MTU、康明斯、潍柴、玉柴等，公司将持续发挥技术和客户优势，抢占大缸径柴油发电机组市场，提升市占率及盈利能力，有望带来主业升级机遇。

**制动业务、电控执行器打开增量空间，重视新兴业务的布局机遇。**1) 公司双金属复合制动鼓具轻量化、耐磨性高等优势，处于行业领先地位25H1营收同比+56.3%；2) 电控执行器业务持续开拓产品和客户，有望带来新的增长动力；3) 布局氢燃料电池系统及相关零部件领域，加强技术储备；4) 密切关注机器人、低空等新兴产业发展动态；整体来看中原内配具备对新型业务拓展布局的禀赋：如**电控执行器技术、零部件精密加工能力、优质客户资源、精密刀具磨头（子公司鼎锐科技）制造能力**等，带来业务开拓的坚实基础。

**风险提示：**客户拓展不如预期、产能扩建速度不如预期、技术更新风险。

**投资建议：**首次覆盖，给予“优于大市”评级。看好公司主业稳定性及新业务的潜在成长性，预计25/26/27年归母净利润为4.1/4.8/5.6亿元，EPS为0.69/0.82/0.95元，考虑到公司新业务的持续发力，给予公司2025年估值21-23x PE，对应每股合理估值14.5-15.9元，相较当下具有34%-46%的上行空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,864	3,310	3,984	4,680	5,590
(+/-%)	24.4%	15.6%	20.4%	17.5%	19.4%
净利润(百万元)	311	204	408	480	562
(+/-%)	85.8%	-34.4%	99.9%	17.8%	17.0%
每股收益(元)	0.53	0.35	0.69	0.82	0.95
EBIT Margin	10.9%	10.7%	12.6%	13.0%	13.0%
净资产收益率(ROE)	9.3%	5.9%	11.1%	12.3%	13.5%
市盈率(PE)	20.6	31.4	15.7	13.3	11.4
EV/EBITDA	15.9	14.4	12.7	11.5	10.6
市净率(PB)	1.91	1.84	1.75	1.64	1.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：孙树林

0755-81982598

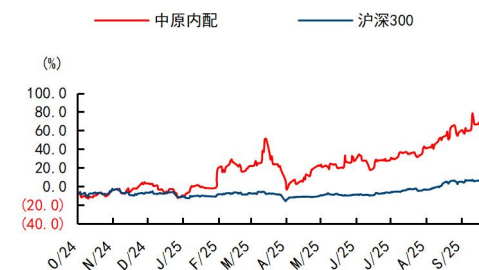
sunshulin@guosen.com.cn

S0980524070005

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	14.50 - 15.90 元
收盘价	10.80 元
总市值/流通市值	6355/4920 百万元
52周最高价/最低价	11.80/5.44 元
近3个月日均成交额	250.56 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况：业绩稳健的气缸套全球龙头 .....	5
气缸套全球龙头，技术积淀深厚 .....	5
多元业务贡献业绩，重视研发和成本管控 .....	6
业务：内燃机为基，多元产品矩阵 .....	6
财务：营收稳健增长，费用控制有效 .....	10
研发：高度重视研发创新 .....	11
产能：精益制造，产能稳步拓展 .....	12
内燃机业务为基，品类拓展打开新增量 .....	12
增长点 1：内燃机业务构筑基本盘，有望持续拓展应用场景 .....	12
增长点 2：制动业务打开增长新空间 .....	15
增长点 3：电控执行器业务有望贡献新增量 .....	18
增长点 4：积极寻求新兴产业布局机会，技术积累有望迁移 .....	19
盈利预测 .....	20
风险提示 .....	26
附表：财务预测与估值 .....	28

## 图表目录

图1：公司历史沿革情况 .....	5
图2：中原内配股权结构图 .....	6
图3：内燃机结构图及中原内配内燃机业务产品 .....	7
图4：中原内配业务情况 .....	8
图5：公司收入结构情况(亿元) .....	9
图6：公司营收占比情况 .....	9
图7：中原内配营业收入及同比 .....	10
图8：中原内配归母净利润及同比 .....	10
图9：中原内配毛利率及净利率 .....	11
图10：中原内配期间费用率 .....	11
图11：中原内配研发投入及占营收比重 .....	11
图12：中原内配研发人员数量和同比 .....	11
图13：中原内配内燃机业务产品情况 .....	13
图14：中原内配内燃机业务毛利率情况 .....	13
图15：数据中心储能系统配合新能源应用模式 .....	14
图16：我国数据中心运营成本占比情况 .....	14
图17：数据中心发电机规模分布（2024） .....	14
图18：全球数据中心发电机市场空间（亿美元） .....	14
图19：汽车制动系统与制动鼓结构 .....	15
图20：河南恒久制动系统有限公司轻型复合制动鼓专利 .....	17
图21：河南恒久制动鼓产品 .....	17
图22：中原内配制动业务主要产品 .....	18
图23：中原内配制动业务营收情况 .....	18
图24：中原内配电控执行器业务主要产品 .....	19
图25：中原内配上海子公司情况 .....	19
图26：中原内配电控执行器 .....	19
图27：中原内配氢能及燃料电池系统零部件主要产品 .....	20

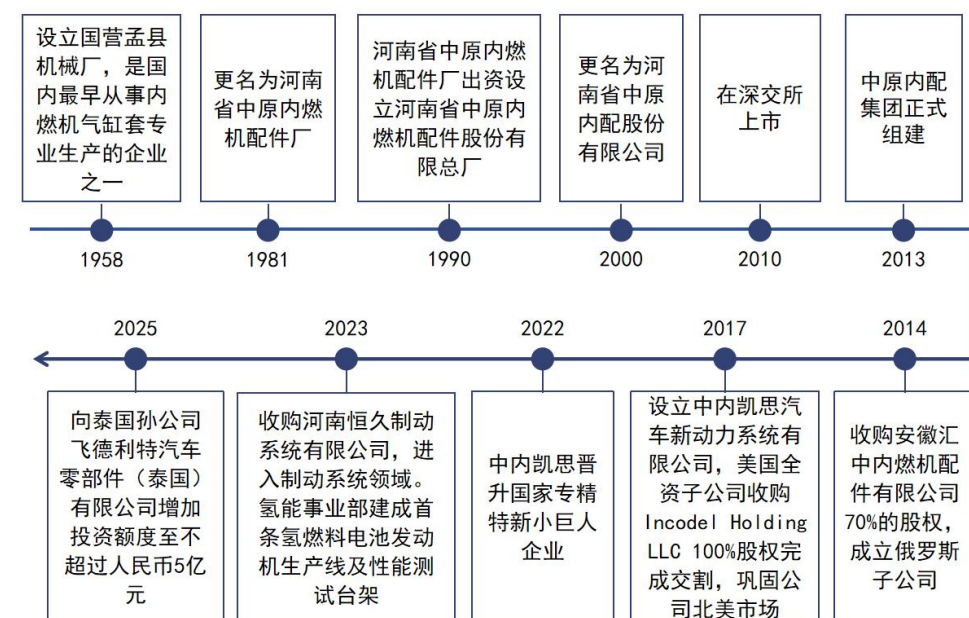
表1：公司核心团队情况 .....	5
表2：中原内配子公司情况 .....	8
表3：公司产能建设情况 .....	12
表4：活塞和气缸套玩家信息梳理 .....	14
表5：国内制动相关玩家相关信息梳理 .....	16
表6：中原内配盈利预测（亿元） .....	21
表7：未来3年盈利预测表（单位：百万元） .....	22
表8：情景分析（乐观、中性、悲观） .....	23
表9：公司盈利预测假设条件（%） .....	23
表10：资本成本假设 .....	24
表11：FCFF 估值 .....	24
表12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....	24
表13：可比公司估值 .....	25

## 公司概况：业绩稳健的气缸套全球龙头

### 气缸套全球龙头，技术积淀深厚

**全球先进的气缸套龙头供应商，技术积淀深厚。**公司前身为 1958 年设立的国营孟县机械厂，是国内最早从事内燃机气缸套专业生产的企业之一，1981 年更名为河南省中原内燃机配件厂，1990 年河南省中原内燃机配件厂出资设立河南省中原内燃机配件股份有限总厂，2000 年名称变更为河南省中原内配股份有限公司，2010 年 7 月在深交所上市，2013 年中原内配集团正式组建。公司从事的主要业务为汽车核心零部件产品的研发、生产和销售，包括内燃机零部件、汽车电子、制动系统、氢能及燃料电池系统零部件四大业务板块。2025 年上半年公司营收 19.43 亿元，同比+14.6%，归母净利润 2.34 亿元，同比+32.0%。

图1：公司历史沿革情况



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

**核心管理层深耕行业，技术经验及产业资源丰富。**公司名誉董事长薛德龙于 1968 年参加工作，拥有丰厚生产和管理经验、产业资源；25 年 5 月董事会换届后，公司董事长和总经理职位由薛德龙先生配偶的妹妹的儿子薛亚辉出任，薛德龙女儿薛舒方出任董事。其他核心高管加入公司二十余载，拥有丰富的技术和管理背景。

表1：公司核心团队情况

姓名	职务	从业经历
薛亚辉	董事长、总经理	西安交通大学工商管理硕士，第十四届河南省工商联副会长、河南省商会副会长、第十四届焦作市政协常委、焦作市工商联副主席、焦作市青年企业家联合会副会长。2003 年参加工作，先后担任中原吉凯恩总经理秘书、中原吉凯恩商务部副部长、中原吉凯恩总经理助理、中原吉凯恩副总经理。
党增军	副董事长	大学学历，1988 年到内配总厂参加工作，历任内配总厂工程办主任、公司技术中心主任、总经理助理兼销售部经理、副总经理兼销售部经理。
王中营	董事	大学学历，学士学位，2005 年就读于中南财经政法大学 MBA，高级工程师，1989 年 9 月到内配总厂参加工作，历任内配总厂车间主任、分厂厂长，公司副总经理、总工程师。
刘治军	副总经理	大学学历，1999 年 7 月进入公司工作，历任公司工艺员，技术中心主任、总工程师。

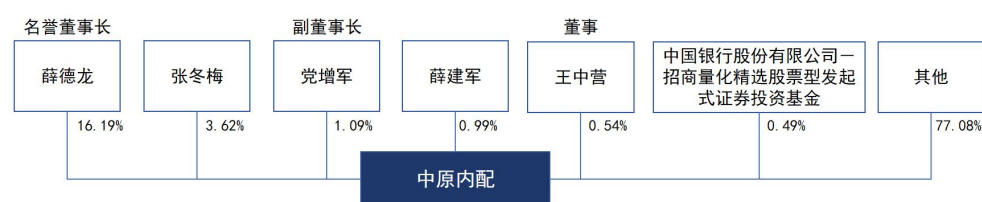
**薛舒方** 董事 加拿大韦仕敦大学金融学学士，美国纽约大学系统管理学硕士。2022年4月就职于公司财务部，现任公司财务部副部长、公司董事。

**李培** 董秘、财务总监 江西财经大学财务管理、金融学学士。历任郑州宇通客车股份有限公司财务主管及综合财务经理、郑州绿都地产集团有限公司集团财务副总经理、洛阳佳嘉乐农产品开发股份有限公司财务总监、中电洲际环保科技有限公司总会计师。现任公司财务总监、董事会秘书、华元恒道(上海)投资管理有限公司董事、河南中原智信科技股份有限公司监事、南京飞燕活塞环股份有限公司监事、中原内配集团轴瓦股份有限公司监事。

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

**管理层持股，股权结构保持稳定。**截至2025年中报，名誉董事长薛德龙、前副董事长张冬梅分别持有公司16.19%和3.62%股份，副董事长党增军、前监事会主席薛建军、董事王中营分别持有公司1.09%、0.99%、0.54%股份，股权结构稳定。

图2：中原内配股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 多元业务贡献业绩，重视研发和成本管控

### 业务：内燃机为基，多元产品矩阵

**公司积极进行多元化产品布局。**公司及子公司主要产品布局目前分为四大板块，1）内燃机的核心关键零部件气缸套、活塞、活塞环、轴瓦；2）汽车电子领域的涡轮增压器的电控执行器；3）制动系统零部件的复合制动鼓；4）氢能领域的氢燃料电池发动机及其核心零部件。公司以内燃机业务作为基本盘贡献稳定业绩，积极向汽车电子、制动系统、氢能及燃料电池系统零部件等成长领域拓展。

➤ **在内燃机领域**，公司已发展成为行业先进的动力活塞组件系统供应商，生产的气缸套、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、发电机组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。

① 公司气缸套业务由公司和控股子公司中原内配集团安徽有限责任公司开展，气缸套产销量位居行业前列。在燃料多元化和技术路线多样化的背景下，公司持续推动气缸套业务的创新升级，紧紧围绕“多元燃料发动机”这一行业发展趋势，全面深度地参与国内头部主机企业多元燃料内燃机的新项目。

② 公司活塞业务由公司和全资子公司中内凯思汽车新动力系统有限公司开展，中内凯思引进德国莱茵金属集团国际先进的钢质活塞制造技术和生产线，采用独特的摩擦焊接技术，生产满足国六及以上排放标准的钢质活塞。公司生产的钢质活塞相比传统铝活塞，具有高强度、高疲劳性能和轻量化等优势特性。

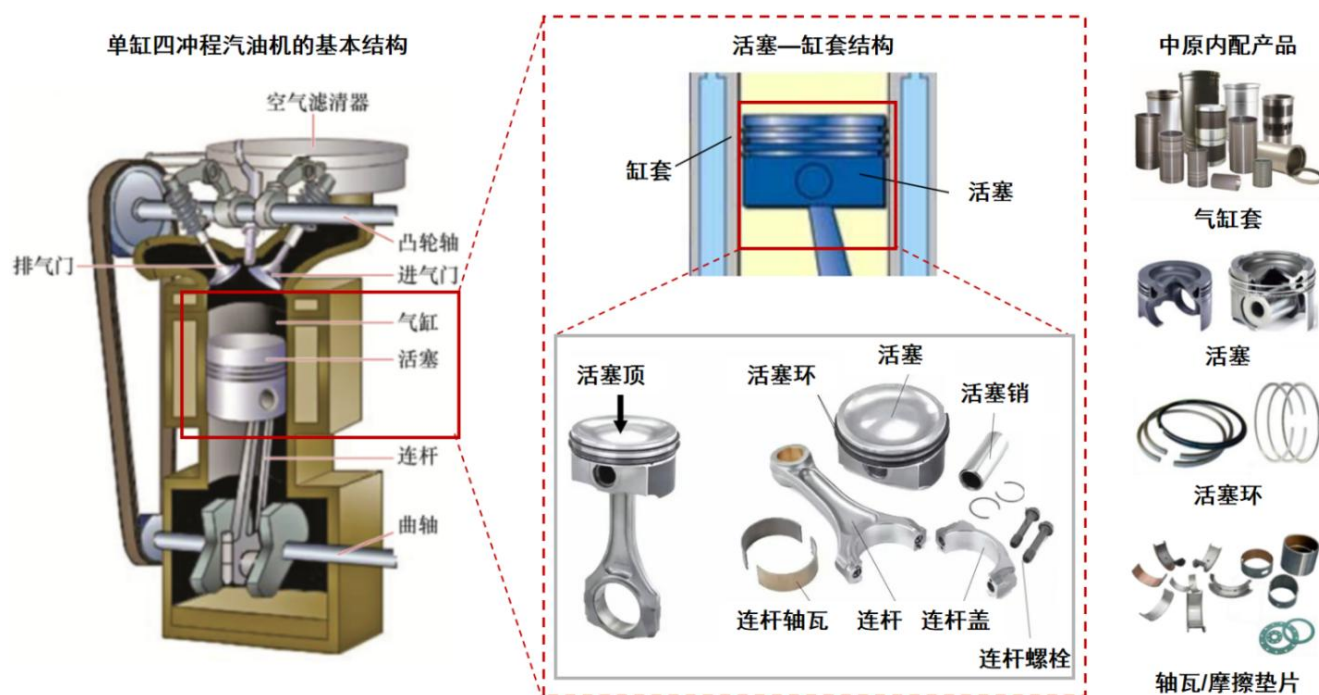
③ 公司活塞环业务主要由控股子公司南京飞燕活塞环股份有限公司和控股孙公司南京理研动力系统零部件有限公司开展。南京飞燕引进日本、美国、德国、荷兰等国际领先的活塞环加工与检测控制装备，掌握活塞环产品研发设计、材料



铸造、表面处理、机械加工等行业先进的关键技术，拥有多项核心技术专利。

④ 公司轴瓦业务主要由控股子公司中原内配集团轴瓦股份有限公司开展，产品包括各类型柴油机和汽油机轴瓦、衬套、止推瓦等系列产品，有 30 余年的轴瓦生产经验，新产品金刚石摩擦垫片已实现批量生产和销售。公司的轴瓦产品采用了电镀、等离子喷涂、真空溅射等先进的表面处理技术，加工设备和表面处理设备先进，综合实力强劲。

图3：内燃机结构图及中原内配内燃机业务产品



资料来源：机械传动公众号，刘广胜，《内燃机活塞组件-缸套摩擦副润滑油输送和润滑研究》，合肥工业大学，2019，1-168，金属加工公众号，国信证券经济研究所整理

- **在汽车电子领域**，公司的电控执行器产品包括汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、柴油机智能型电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器以及控制系统等，已覆盖国内主流供应商体系。上海公司是国内率先进入国际主流涡轮增压器供应商体系（并在国内主机实现批量供货）的电控执行器生产企业。公司的汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器目前已进入盖瑞特、博格华纳、博马科技、上海菱重、长城、湖南天雁、宁波丰沃、宁波天力、西菱动力等国内外主流增压器供应商体系，在奇瑞汽车、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、比亚迪汽车、上汽乘用车、广汽乘用车等多家国内知名汽车发动机上大批量成功搭载并稳定运行，市场占有率不断攀升。
- **在汽车制动系统领域**，公司的双金属复合制动鼓产品实现了对传统制动鼓的替代，为中国重型卡车轻量化提供一体化解决方案，国市占率进一步提升。本业务由控股子公司河南恒久来承接。恒久制动的客户开发主要围绕重型车桥公司，现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，恒久制动的制动鼓产品也实现对海外市场批量供货，提升国际竞争力。
- **在氢能及燃料电池系统零部件领域**，公司先后与上海重塑能源科技有限公司、

北京氢璞创能科技有限公司、西安交通大学、宇通集团、天鼎（江苏）氢能源科技有限公司等单位围绕氢燃料电池系统及核心零部件领域建立了合作关系，完成了对氢燃料电池系统及空压机、双极板、增湿器、氢气循环泵、空气轴承等关键核心零部件进行产业化布局。

- **在超硬材料领域**，公司控股子公司鼎锐科技主要从事超硬数控刀具、数控刀杆、珩磨砂条、珩磨磨头等工具的设计、研发和制造。鼎锐科技的高速切削、超硬刀具广泛应用于多个工业领域，涂层新工艺的突破引领涂层刀具订单大幅提升，展现出强劲的市场竞争力，是国内刀具细分领域的解决方案提供商。

图4：中原内配业务情况



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

表2：中原内配子公司情况

公司名称	成立时间	参控关系	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	投资额	营业收入	净利润	主营业务
中内凯思汽车新动力系统有限公司	2017.4	全资子公司	100	—	3.5	0.6	-0.02	内燃机活塞及零部件生产销售，汽车动力系统研究开发，货物进出口业务
ZYNP Group (U. S. A) Inc.	—	全资子公司	100	—	—	2.43	0.19	气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦及相关内燃机配件
飞德利特汽车零部件(泰国)有限公司	—	间接全资子公司	—	100	—	—	—	汽车零部件及配件，氢燃料电池系统及零部件
ZYNP Asset Management LLC	—	间接全资子公司	—	100	—	—	—	气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦及相关内燃机配件
河南中原吉凯恩气缸套有限公司	2005.3	联营企业	41	—	3.52	3.25	0.46	制造业
南通海内股权投资合伙企业(有限合伙)	—	控股子公司	50.9	—	0.53	—	—	以私募基金从事股权投资
中原内配明达氢能源有限公司	2022.7	控股子公司	70	—	0.4	—	—	新兴能源技术，电机及其控制系统，电池零配件，气体压缩机械制造，轴承，汽车零部件，电池，试验机
南京理研动力系统零部件有限公司	2019.6	间接控股子公司	—	60	—	—	—	发动机配件，发动机配件所需的设备、设备零部件、夹具和工具、原材料、坯料、半成品的制造和加工
中原内配(上海)电子科技有限公司	2016.12	控股子公司	62.05	9.25	0.62	1.53	0.16	汽车电子零配件，汽车电控系统，汽车仪器仪表，车联网技术，机械设备，仪器仪表，零配件
河南恒久制动系统有限公司	2013.9	控股子公司	62.86	—	2.2	3.37	0.37	汽车轮毂制造，汽车零部件及配件制造
中原内配集团安徽有限责任公司	2012.4	控股子公司	83	—	1.2	2	0.5	乘用车铸入式气缸套，内燃机零部件，机电产品，机械设备，仪器仪表，原辅材料及零配件
中原内配集团轴瓦股份有限公司	2013.1	控股子公司	84.67	—	—	—	—	发动机轴瓦，翻边瓦，止推片，衬套
北京豫舟同达氢能	2023.7	控股子公司	60	—	0.15	—	—	新材料技术，电池零配件，石墨及碳素制品

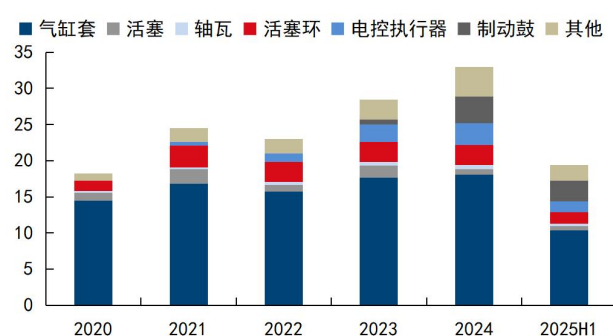


科技有限公司								
南京飞燕活塞环股份有限公司	1998. 12	控股子公司	53. 38	—	1. 42	2	0. 04	活塞环，内燃机零部件，机电产品
开封同声氢能科技有限公司	2023. 6	间接全资子公司	—	100	—	—	—	电池
焦作同声氢能科技有限公司	2022. 7	控股子公司	90	—	0. 14	—	—	电池
中原内配集团智能装备有限公司	2015. 9	控股子公司	75. 33	—	0. 12	—	—	自动化装备，工业机器人，机械设备，机械加工，设备生产原辅材料
驻马店恒久新型耐磨材料有限公司	2014. 12	间接控股子公司	—	51	—	—	—	用于建材、电力、矿山机械零部件的耐磨材料
中原内配集团鼎锐科技有限公司	2015. 10	控股子公司	67. 62	—	0. 08	—	—	金属切削刀具，磨具，工具
河南中原智信科技股份有限公司	2016. 11	控股子公司	51	23. 27	0. 05	—	—	智能化技术，机器人系统集成技术，信息技术，网络技术，机械技术，生产销售自动生产线，机器人与自动化装备，自动化立体仓库及仓储物流设备，电子设备
河南省中原华工激光工程有限公司	2001. 7	全资子公司	100	—	0. 07	0. 33	−0. 01	激光加工技术及产品
中原内配香港控股有限公司	2024. 1	全资子公司	100	—	1. 81	—	—	投资汽车行业、新能源行业
中原内配(欧洲)有限责任公司	—	全资子公司	100	—	0. 1	—	—	气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦及其他相关汽车零部件，原辅材料，机器设备，仪器仪表，零配件及相关技术
Incode1 Holding LLC	—	间接全资子公司	—	100	—	—	—	气缸套、活塞、活塞环、活塞销、轴瓦及相关内燃机配件、设备

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 营收、净利润均为 2025 年中报数值, 单位为亿元人民币

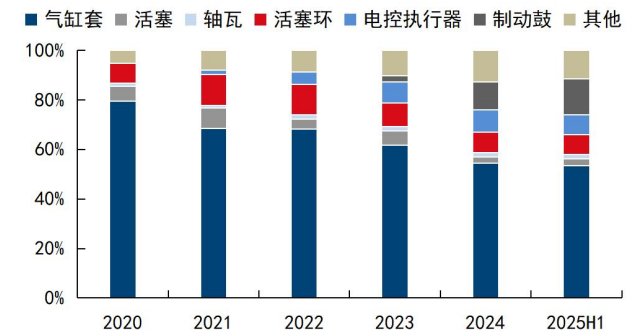
**产品层面**, 中原内配产品布局以 1) 内燃机核心零部件 (气缸套、活塞、活塞环、轴瓦) 为基石业务, 其中细分产品看, 2025H1 气缸套营收 10.4 亿元, 占比 53.5%, 同比+9.1%; 活塞营收 0.54 亿元, 占比 2.8%, 同比+38.2%; 活塞环营收 1.57 亿元, 占比 8.1%, 同比+7.6%; 轴瓦营收 0.33 亿元, 占比 1.7%, 同比+16.5%。2) 电控执行器业务稳步发展, 2025H1 营收 1.53 亿元, 占比 7.9%, 同比+7.2%, 主要包括汽油机 (增压器) 尾气阀门电控执行器、柴油机智能型电控执行器、汽油机 (增压器) 可变截面电控执行器以及控制系统等; 3) 制动鼓业务放量提速, 2025H1 营收 2.86 亿元, 占比 14.7%, 同比+56.3%。4) 其他业务, 2025H1 营收 2.2 亿元, 占比 11.3%, 同比+8.2%。

图5: 公司收入结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营收占比情况



资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**客户拓展方面**, 公司在多个业务上与国内外行业领军企业建立稳固的战略合作关系。**国内客户方面**, 公司长期为潍柴动力、中国重汽、玉柴、一汽锡柴、中国常柴、上汽集团、长安汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、比亚迪、东安动力等国内高端内燃机企业提供动力保障及技术支持。**国际客户方面**, 公司产品出口美、欧、亚、非、中东 60 多个国家和地区, 为美国福特、通用、诺玛科、康明斯、纳威司达、

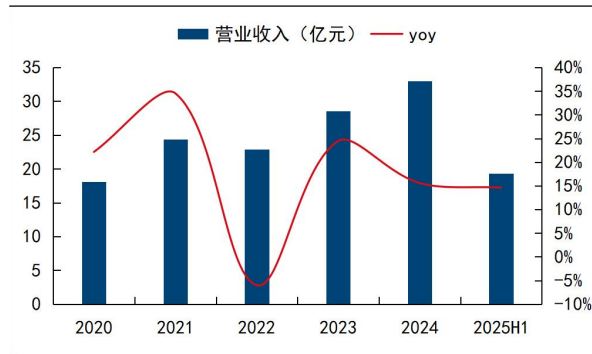
卡特彼勒、奔驰、爱科、道依茨、约翰迪尔、菲亚特、沃尔沃、福伊特、博克、比泽尔等国际客户提供主机配套服务。

- **气缸套业务：**公司拥有世界 500 强级的战略合作伙伴，涵盖美国通用、福特、克莱斯勒、康明斯、约翰迪尔、卡特彼勒、底特律柴油机（DDC）、纳威司达、德国奔驰、瑞典沃尔沃、斯堪尼亚、菲亚特等及一汽、东风、上汽、潍柴、重汽、玉柴、长安、一拖、奇瑞、吉利、长城、比亚迪、理想等。
- **活塞业务：**主要客户有一汽锡柴、中国重汽、福田康明斯、潍柴动力、玉柴等国内高端主机厂。
- **活塞环业务：**公司产品为一汽解放、玉柴、潍柴、依维柯、东风、云内动力、全柴、新柴、一拖、常柴、常发等国内主机厂配套，并与 MAHLE、FM、KS、KNORR、GEA BOCK 等国际客户长期合作。
- **电控执行器：**公司的汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器目前已进入盖瑞特、博格华纳、博马科技、上海菱重、长城（蜂巢蔚领）、湖南天雁、宁波丰沃、宁波天力、西菱动力等国内外主流增压器供应商体系，在奇瑞汽车、长城汽车、吉利汽车、长安汽车、比亚迪汽车、上汽乘用车、广汽乘用车等多家国内知名汽车发动机上大批量成功搭载并稳定运行，市场占有率不断攀升。
- **制动鼓：**现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，也实现了对海外市场的批量供货，进一步拓展海外市场。

## 财务：营收稳健增长，费用控制有效

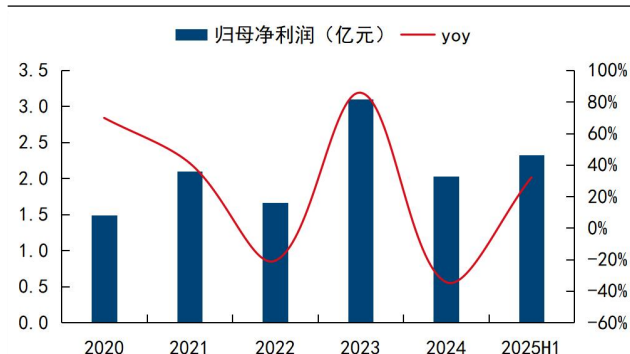
**营收增长稳定，利润修复显著。**依托于在气缸套行业的龙头地位、优质的客户资源与智能制造能力，中原内配营收从 2014 年的 10.8 亿元增长到 2024 年的 33.1 亿元，复合增速为 11.8%；2025H1 实现营收 19.43 亿元，同比+14.6%。公司持续优化资源配置、推进降本增效以及期间费用优化控制工作，进一步增强了盈利水平，2025H1 实现归母净利润 2.34 亿元，同比+32%，实现经营利润稳健增长。

图7：中原内配营业收入及同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：中原内配归母净利润及同比

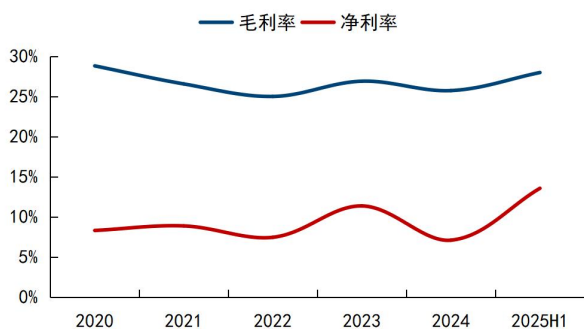


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**行业竞争、关税等因素导致公司盈利能力承压，未来产品扩张及降本增效打开成长空间。**2024 年公司净利率有所下滑，主要系行业竞争影响，以及全资孙公司 Incodel Holding LLC 受美国关税政策的不确定性影响，公司预计相关产品的生产地逐步转移到泰国将提高采购成本，因此基于审慎原则对收购 Incodel Holding

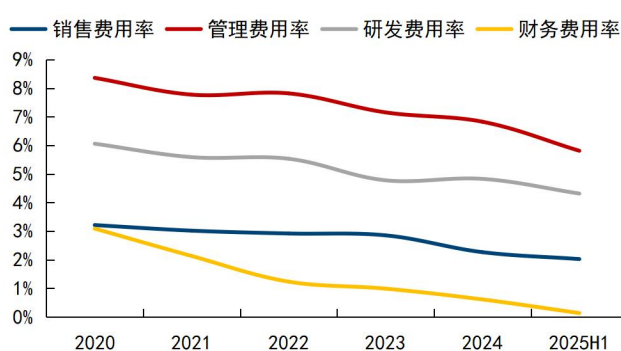
LLC 100%股权时形成的商誉计提减值准备 1.2 亿元，充分释放潜在风险。公司从内燃机摩擦副不断拓展拓展品类到制动系统零部件、汽车电子、氢燃料电池系统及其核心零部件领域，产业链条不断延伸，并调整产品结构，提高电控、制动业务的营收占比，同时有效推进费用控制措施。未来随着新产品持续迭代、新客户大力拓展，公司有望打开业绩增量空间。2025H1 公司销售/管理/研发费用率为 2.0%/5.8%/4.3%，同比-0.8/-0.4/-0.3pct，费用优化成效显著。

图9：中原内配毛利率及净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：中原内配期间费用率



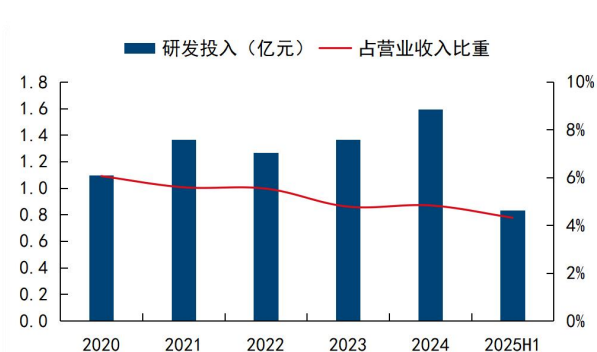
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 研发：高度重视研发创新

**公司高度重视研发创新。**2025H1 研发投入 8385 万元，占营收 4.3%。公司是国家级高新技术企业，对研发创新保持高度重视和持续投入，拥有行业齐全的高端科研创新平台，主导制定中国气缸套行业标准，先后组建国家级企业技术中心、CNAS 国家认可实验室、河南省内燃机气缸套摩擦副密封技术与应用重点实验室，率先在行业内组建院士工作站，有效支撑企业科技创新工作。

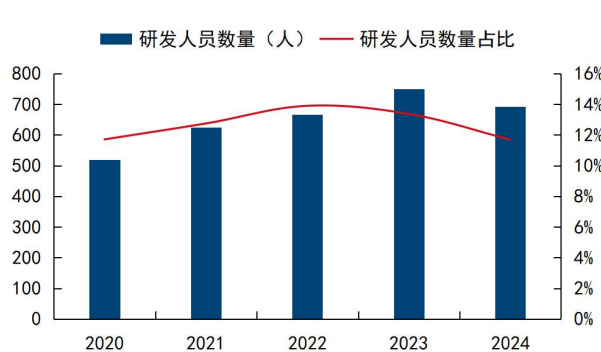
2024 年公司通过整合研发资源，在上海组建产业发展研究院，研究范围涵盖内燃机 PCU 研发中心、新能源研发中心和汽车电子研发中心。产业发展研究院聚焦前瞻性技术研究、关键技术研发和市场开发，通过加大软硬件投入，开展工程试验，建立并持续丰富应用数据库等举措，着力打造集前瞻性、规范性、创新性于一体的研发体系，引领公司战略落地和产业发展。

图11：中原内配研发投入及占营收比重



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图12：中原内配研发人员数量和同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 产能：精益制造，产能稳步拓展

**订单驱动、精益生产的制造模式，推进产线自动化建设。**公司的气缸套、活塞、电控执行器、制动鼓等产品均大量采用自动化生产线，不断提高智能制造和精益生产能力，降低人员劳动强度，提高生产效率。安徽公司充分利用乘用车缸套自动化生产线与工业物联网技术，推动生产效率与产品质量双重提升；上海公司的全自动化生产线，提高月产能，保证电控执行器的市场供应。目前公司已完成上海、北京、合肥、南京、驻马店等产业基地的战略布局，同时加速全球化步伐，加快推进在泰国进行海外生产基地的建设。

在产能方面，截至 2024 年末，公司拥有 32 条气缸套铸造生产线，167 条高精度气缸套流水生产线，年产能 7500 万只；5 条活塞生产线，年产能 150 万只；12 条活塞环铸造线，8 条活塞环电镀线，活塞环年产能 1.6 亿片；4 条电控执行器生产线，年产能 450 万只；7 条双金属制动鼓旋压线，5 条双金属制动鼓铸造线、13 条双金属制动鼓机加工线，年产能 140 万只。

海外产能方面，公司充分利用泰国生产基地转移出口产能，降低地缘政治风险。计划投资不超过人民币 3.5 亿元建设泰国工厂，深化全球化市场布局。泰国工厂设计规划为建设铸造生产线 4 条、气缸套加工生产线 18 条，气缸套年设计产能 700 万只。目前，泰国工厂首条铸造生产线已建设完成，首批合格毛坯产品顺利下线。后续公司将根据业务拓展需要，陆续在泰国工厂建设其他产品的生产线。

表3: 公司产能建设情况

业务	产能情况
气缸套	32 条气缸套铸造生产线，167 条高精度气缸套流水生产线，年产能 7500 万只
活塞	5 条活塞生产线，年产能 150 万
活塞环	12 条活塞环铸造线，8 条活塞环电镀线，活塞环年产能 1.6 亿片
电控执行器	4 条电控执行器生产线，年产能 450 万只
双金属制动鼓	7 条双金属制动鼓旋压线，5 条双金属制动鼓铸造线、13 条双金属制动鼓机加工线，年产能 140 万只
海外产能	计划投资不超过人民币 3.5 亿元建设泰国工厂，以飞德利特汽车零部件（泰国）有限公司为海外生产基地，深化全球化市场布局。泰国工厂的设计规划为建设铸造生产线 4 条、气缸套加工生产线 18 条，气缸套年设计产能 700 万只

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 内燃机业务为基，品类拓展打开新增量

### 增长点 1：内燃机业务构筑基本盘，有望持续拓展应用场景

公司深度布局内燃机业务，已发展为行业先进的动力活塞组件系统供应商。公司内燃机业务主要生产气缸套、活塞、活塞环、轴瓦等内燃机的核心关键零部件。

- **气缸套业务：**内燃机是商用车、工程机械、农业机械、船舶工业、发电机组等大型动力装置的主要动力，混合动力汽车和部分新能源如氢气、甲烷、甲醇等汽车仍需使用气缸套。公司持续推动气缸套业务的创新升级，紧紧围绕“多元燃料发动机”行业发展趋势，全面深度参与国内头部主机企业多元燃料内燃机的新项目。安徽公司是国家级高新技术企业，专注于乘用车缸套的研发与生产，在增程式和插电式混动领域具有核心竞争力。
- **活塞业务：**中内凯思引进德国莱茵金属集团国际先进的钢质活塞制造技术和



生产线，采用独特的摩擦焊接技术。公司生产的钢质活塞可满足多种燃料使用场景的应用，如柴油、天然气、甲醇等。填补了国内高端钢质活塞市场的空白，可实现与各大主机厂的同步设计、同步研发、同步批产。

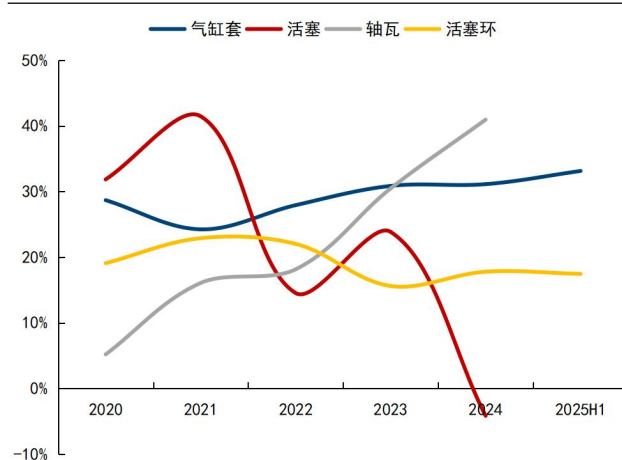
- **活塞环业务：**由控股子公司南京飞燕活塞环股份有限公司和控股孙公司南京理研动力系统零部件有限公司开展。南京飞燕专业生产各类活塞环，是国内活塞环行业最具影响力和竞争力的企业之一。
- **轴瓦业务：**控股子公司中原内配集团轴瓦股份有限公司研发、生产各类型柴油机和汽油机轴瓦、衬套、止推瓦等系列产品，有 30 余年的轴瓦生产历史。轴瓦产品采用了电镀、等离子喷涂、真空溅射等先进的表面处理技术，加工设备和表面处理设备处于国内外尖端水平。

图13：中原内配内燃机业务产品情况



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：中原内配内燃机业务毛利率情况



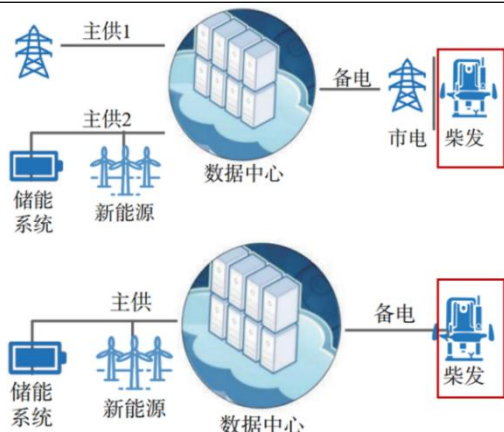
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

**新增长点：**目前公司及公司重要参股子公司中原吉凯恩生产和销售的大缸径气缸套可配套于柴油发电机组，客户包含卡特彼勒、MTU、康明斯、潍柴、玉柴等国内外知名品牌。2024 年公司紧抓市场机遇，该模块业务呈现增长态势。

根据《数据中心设计规范》的电源要求，A 级数据中心应由双重电源供电，并应设置备用电源，备用电源宜采用独立于正常电源的柴油发电机组，也可采用供电网络中独立于正常电源的专用馈电线路。B 级数据中心宜由双重电源供电，当只有一路电源时，应设置柴油发电机组作为备用电源。例如，腾讯第三代数据中心技术——TMDC（微模块数据中心）通过“HVDC+市电直供”提高电源输出效率。根据中商产业研究院和艾瑞咨询，柴油发电机组是我国数据中心基础建设中成本占比第一的项目，占成本的 23%。柴油发电机作为 AIDC 的重要备用电源，具有气缸套等结构，与公司具有较高的业务协同性。

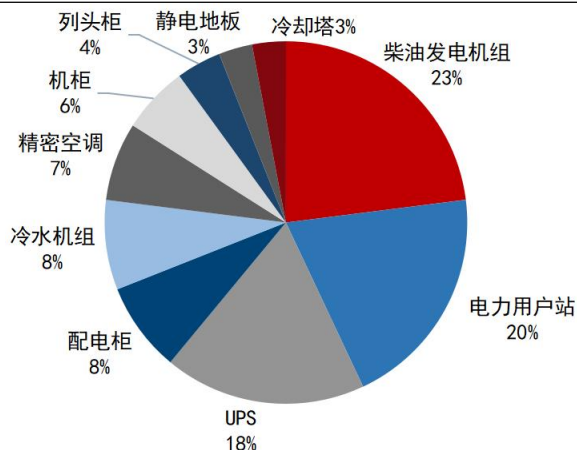


图15: 数据中心储能系统配合新能源应用模式



资料来源: 周钰等,《面向数据中心的储能系统应用研究》,南方能源建设, 2021, 8(3), 58-62, 国信证券经济研究所整理

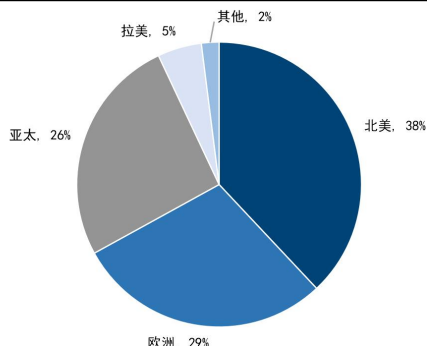
图16: 我国数据中心运营成本占比情况



资料来源: 中商产业研究院, 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

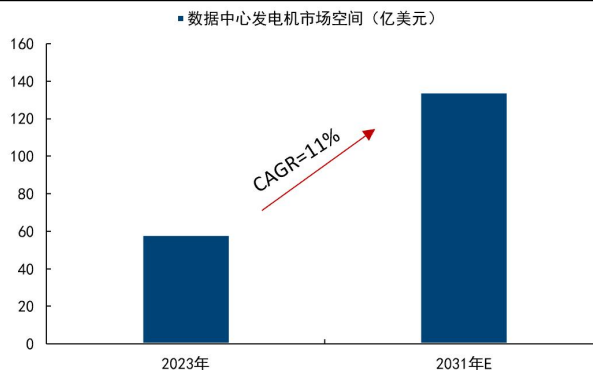
据 Insight Ace Analytic 预测, 2023 年全球数据中心发电机市场规模价值 58 亿美元, 预计到 2031 年将达到 134 亿美元, 2023-2031 年预测期内复合年增长率约 11%。数据中心用柴油发电机的核心零部件与普通柴油发电机零部件有共通性, 传统柴发零部件企业有望向数据中心领域拓展。中原内配主营业务为内燃机气缸套、活塞、活塞环、轴瓦, 向柴油发电机组业务拓展。公司将继续发挥技术优势, 抢占大缸径柴油发电机组市场, 进一步提升市场份额及盈利能力。

图17: 数据中心发电机规模分布 (2024)



资料来源: Precedence Research, 国信证券经济研究所整理

图18: 全球数据中心发电机市场空间 (亿美元)



资料来源: Insight Ace Analytic, 国信证券经济研究所整理

同行业玩家方面, 国内扬州五亭桥缸套有限公司主要生产内燃机缸套、耐磨环泥浆泵缸套、压缩机缸套等产品, 生产的缸套覆盖国内外知名主机厂, 为潍柴、一汽、玉柴、康明斯等客户配套; 渤海汽车的活塞可以应用于数据中心的发电机组, 与潍柴、玉柴、济柴、淄柴等发动机客户保持着良好的业务合作关系。国外的德国马勒集团、Tenneco 主要供应内燃机活塞、活塞环、气缸套等零部件。

表4: 活塞和气缸套玩家信息梳理

公司	市值	营收	归母	研发投入	分业务收入	产品情况
中原内配	63.5 亿	33.1 亿	2.0 亿	1.6 亿	气缸套 18.1 亿, 活塞 0.8 亿, 活塞环 2.8 亿, 轴瓦 0.6 亿, 电控执行器 3 亿, 气缸套、活塞、活塞环、轴瓦, 已向 AIDC 柴油机领域拓展 制动鼓 3.7 亿, 氢燃料电池系统 0.1 亿, 其他 4.1 亿	
渤海汽车	43.6 亿	42.3 亿	-12.6 亿	0.9 亿	活塞类 18.1 亿, 铝制结构件 19.3 亿, 公司的活塞可以应用于数据中心的发电机组, 与潍柴、玉柴、济柴、淄柴等发动机客户保持着良好的业务合作关系 轮毂 2.2 亿, 汽车空调 1.1 亿	

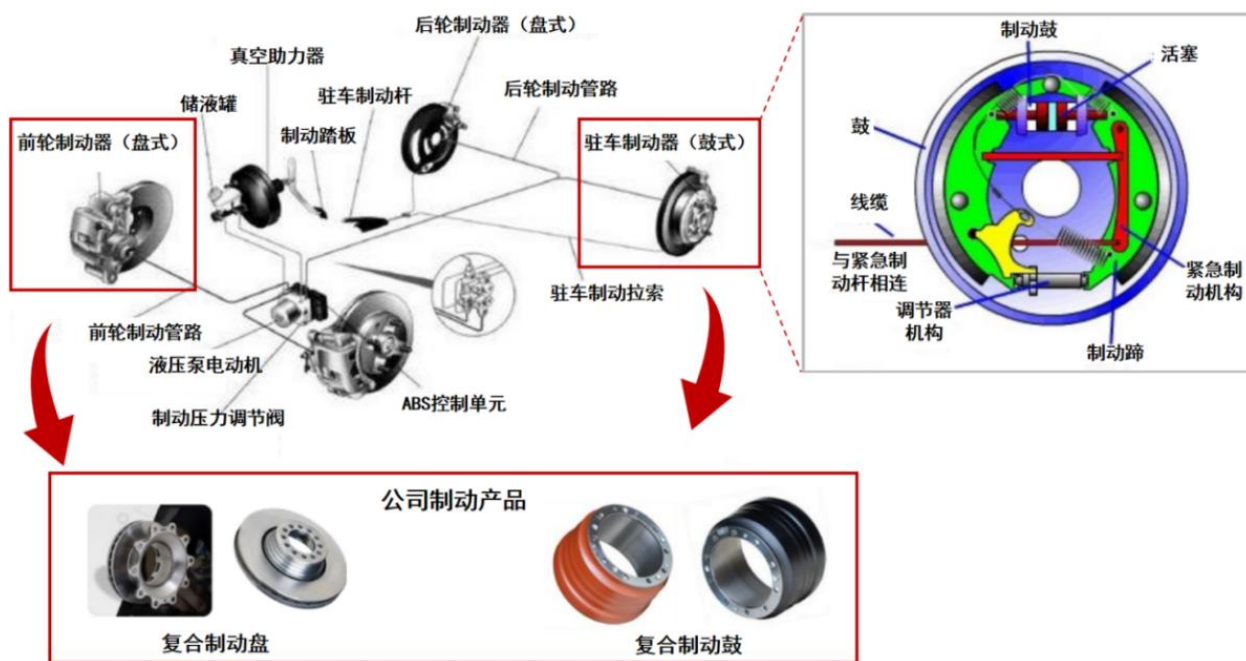
扬州五亭桥缸套有限公司	-	-	-	-	-	产品包括各类气缸套、薄壁环类件、铜套、球铁缸套、特种套类件、钢质缸套
德国马勒集团	-	117 亿欧元	4.3 亿欧元（营业利润）	6.3 亿欧元（营业利润）	热管理 41 亿欧元，汽车电子与机电一体化 13 亿欧元，发动机系统与零部件 24 亿欧元，售后 13 亿欧元	产品范围从活塞、活塞环组、活塞销、缸套、气门、气门座圈与导管，到动力单元乃至度身定制的全套系统
Tenneco	-	-	-	-	-	收购辉门，产品包括气缸套、活塞、活塞环、轴承、密封、垫圈和隔热罩等

资料来源：wind，各公司公告，盖世汽车，国信证券经济研究所整理 注：市值数据截至 2025 年 9 月 25 日，市值、营收、归母、研发投入、分业务收入均为 2024 年数值；除马勒集团以外，其余公司的数值单位为人民币

## 增长点 2：制动业务打开增长新空间

汽车制动器（又称汽车刹车系统），是车辆中用于减速和停车的关键装置，可分为盘式制动器与鼓式制动器两大类。鼓式制动器摩擦副中的旋转元件为制动鼓，其工作表面为圆柱面；盘式制动器的旋转元件则为旋转的制动盘，以端面为工作表面。经济型乘用车前轮一般使用盘式制动器，后轮一般使用鼓式制动器，即“前盘后鼓”；中高端乘用车一般四轮均使用盘式制动器，即“前盘后盘”；商用车主要采用鼓式制动器。制动鼓是汽车制动系统中的重要组件，用于通过和刹车蹄摩擦以产生制动效果，使汽车根据需要进行停车，保证行车安全性和制动性。

图19：汽车制动系统与制动鼓结构



资料来源：陈栋，《电动汽车混合制动系统非线性振动行为分析及抑制》，扬州大学，2024，1-75，公司公告，国信证券经济研究所整理

**制动鼓是鼓式刹车系统中的关键组成部分。**在鼓式制动器工作时，制动蹄片会在液压或机械力的作用下向外张开，与制动鼓的内表面产生摩擦，进而使得车轮减速或停止转动。制动鼓通常是一个带有圆柱腔的金属部件，其材质一般为铸铁，能够承受高温和较大的摩擦力。制动鼓产业链上游主要由铸铁、铝合金等金属材料供应商组成，原材料的质量与供应稳定性对刹车鼓的制造成本和品质至关重要。中游制动鼓制造企业利用先进的生产设备和技术进行生产制造。下游市场包括汽车制造商、摩托车制造商等。

表5: 国内制动相关玩家相关信息梳理

公司	市值	营收	归母	研发投入	分业务收入	制动产品情况
中原内配	63.5	33.1	2.0	1.6	气缸套 18.1 亿, 活塞 0.8 亿, 活塞环 2.8 亿, 轴瓦 0.6 亿, 电控执行器 3 亿, 制动鼓 3.7 亿, 氢燃料电池系统 0.1 亿, 其他 4.1 亿	钢铁复合制动鼓、铁铁复合制动鼓、双金属复合制动盘
金麒麟	39.0	14.7	0.9	0.7	刹车片 12.1 亿, 刹车盘 4.98 亿, 乘用车盘式刹车片、鼓式刹车片、刹车盘, 商用车刹车片、刹车盘, 动车组粉末冶金闸片	
亚太股份	95.6	42.6	2.1	3.2	汽车基础制动系统 31.1 亿, 汽车电子控制系统 10.2 亿, 其他 1.3 亿	制动钳、制动盘、盘式制动器总成、鼓式制动器
万向钱潮	355.7	128.7	9.5	5.2	机械制造 104.9 亿, 铬铁购销相关 业务 21.6 亿, 其他 2.2 亿	制动系统总成, 2024 年制动系统总成销售量 654.78 万套, 销量同比增长 14.99%
伯特利	319.7	99.4	12.1	5.8	机械制动 44.5 亿, 智能电控 45.3 亿, 机械转向 5.6 亿, 其他 1.1 亿	盘式制动器, 2024 年盘式制动器销量 339.5 万套, 销量同比增长 19.22%
万安科技	-	-	-	-	-	气压盘式制动器
富邦钒钛	-	-	-	-	-	与重庆大学、攀钢研究院合作利用攀枝花市独有的含天然钒钛资源而开发生产的新一代汽车制动鼓
朝阳飞马	-	-	-	-	-	制动鼓、制动盘。产品配套在北美市场占有率达到 30 个百分点, 8 级卡车及挂车制动鼓: 北美售后市场占有率 15 个百分点, 北美四分之三的重型卡品牌是公司稳定用户
恒力制动器	-	-	-	-	-	前鼓式制动器系列总成、后鼓式制动器系列总成、液压鼓式制动器总成、气压盘式制动器总成、液压盘式制动器总成

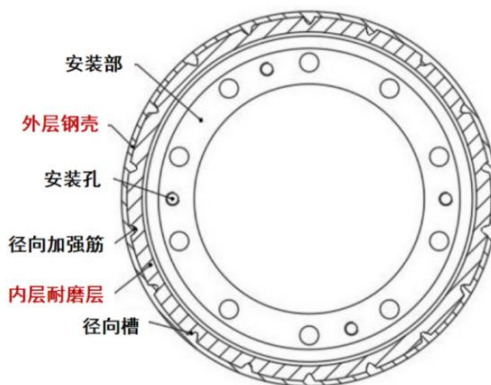
资料来源: wind, 各公司公告, 四川省钒钛钢铁产业协会公众号, 国信证券经济研究所整理 注: 市值数据截至 2025 年 9 月 25 日, 市值、营收、归母、研发投入、分业务收入均为 2024 年数值, 单位为亿元人民币

大型车辆的制动鼓材料以灰铸铁为主, 在使用过程中, **灰铸铁制动鼓逐渐暴露出耐冲击性差、易开裂及寿命低等缺陷, 难以满足现代车辆高速、轻量及低油耗的要求。**双金属制动鼓外层与内层材料不同, 具有较好的综合性能。以河南恒久制动系统有限公司专利《一种轻型复合制动鼓》为例, 复合制动鼓, 包括外层钢壳和内层耐磨层, 内层耐磨层嵌设在外层钢壳内, 外层钢壳厚度 6~8mm。外层钢壳与内层耐磨层之间设有限位结构。外层钢壳厚度比现有复合制动鼓的外层钢壳厚度小, 有效减小外层钢壳的质量, 实现制动鼓轻量化的要求; 同时内层耐磨层能够满足制动鼓的制动性能要求。限位结构限制外层钢壳与内层耐磨层之间的相对转动, 保证制动鼓的使用稳定性。复合制动鼓具有以下优势:

- 减小复合制动鼓外层钢壳的厚度, 有效减轻制动鼓质量, 使制动鼓满足轻量化要求, 且减薄后外层钢壳制作时能够减少材料用量, 减少制动鼓制作成本;
- 外层钢壳上设置有加固结构, 能够增强外层钢壳的结构强度, 使制动鼓厚度减薄后仍然具有较高的结构强度, 能够满足制动鼓使用时的强度性能要求;
- 外层钢壳与内层耐磨层之间设有相互配合的径向加强筋和径向槽, 在制动鼓使用时, 在径向槽和径向加强筋共同作用下保证外侧钢壳和内层耐磨层的相对位置稳定, 避免发生相对转动, 保证制动鼓的使用稳定性。



图20: 河南恒久制动系统有限公司轻型复合制动鼓专利

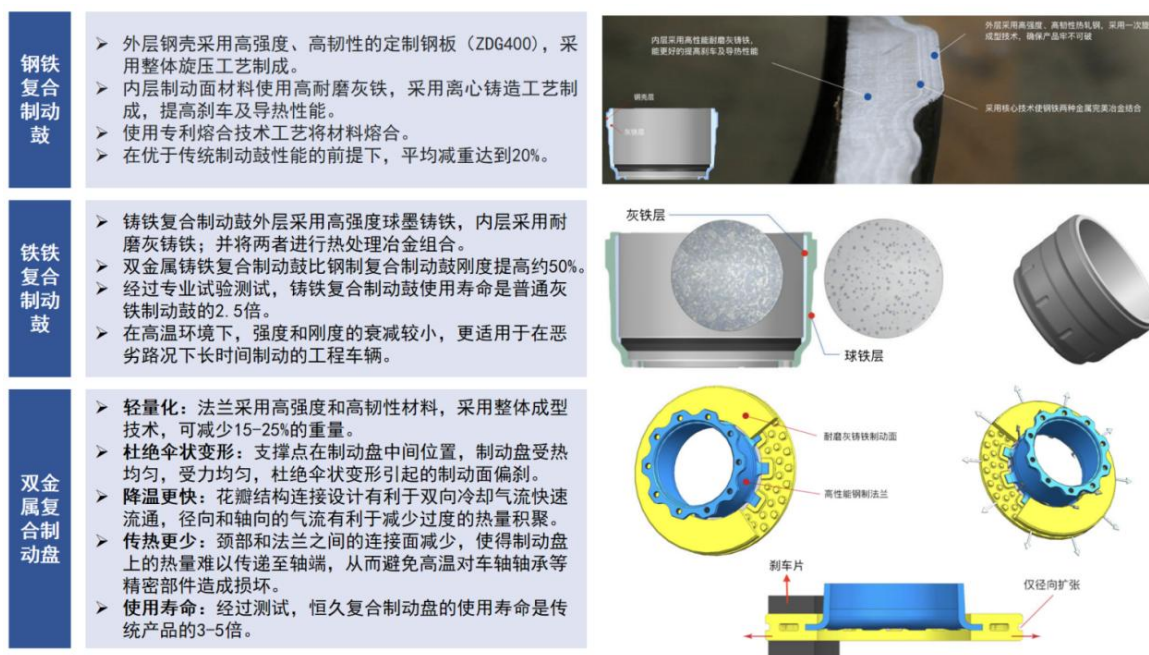


资料来源：河南恒久制动系统有限公司专利《一种轻型复合制动鼓》，公司官网，国信证券经济研究所整理

子公司河南恒久制动专注商用车双金属复合制动鼓等汽车制动系统产品的研发、生产及销售，主要产品包括钢铁复合制动鼓、铁铁复合制动鼓、双金属复合制动鼓。恒久制动先后组建了河南省轻量化商用车复合材料制动鼓工程技术研发中心、河南省企业技术中心、河南省博士后创新实践基地、商用车台架试验室，拥有各类专利 40 余项。恒久制动双金属复合制动鼓与传统制动鼓相比，具有较多优势：

- 更轻量化设计，显著降低整车自重，提升燃油经济性，满足轻量化发展需求；
- 通过使用双金属复合材料及独创技术，实现了不同材料的完美融合，解决了传统制动鼓易开裂、寿命短的问题，具有更好的耐磨性、散热性和抗衰减性；
- 有“不开裂、不掉顶”的特性，确保了极端工况下的制动稳定性。

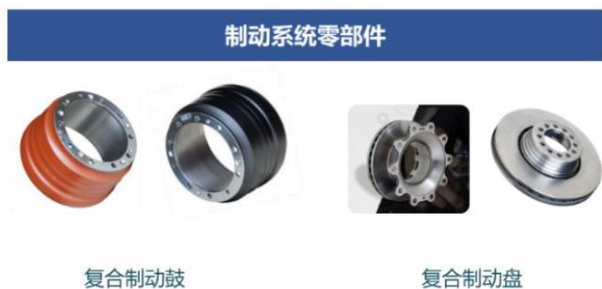
图21: 河南恒久制动鼓产品



资料来源：河南恒久制动系统有限公司官网，国信证券经济研究所整理

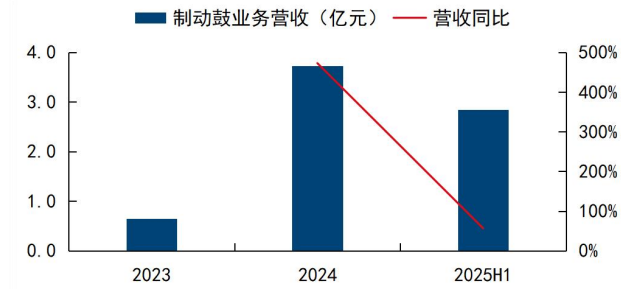
**制动业务为公司带来新的增长动力。**2023 年公司收购河南恒久，进入汽车制动系统领域，丰富产业链，共享资源平台，实现汽车零部件产业稳健增长和产业链延伸双统筹。自 2023 年以来制动业务营收持续增长。2025H1，**公司制动业务营收 2.86 亿元，占营收比 14.7%，同比+56.3%，毛利率 24.4%，贡献高速业绩成长。**

图22：中原内配制动业务主要产品



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：中原内配制动业务营收情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 增长点 3：电控执行器业务有望贡献新增量

**公司积极拓展电控执行器业务。**电控执行器业务主要由控股子公司中原内配（上海）电子科技有限公司开展，产品包括汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、柴油机智能型电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器以及控制系统等。公司的汽油机涡轮增压器电控执行器系列产品实现了产品体积小、重量轻、集成度高、成本低的优势，通过更大的关紧压力、更快的加速响应、更高的燃油经济性，减少发动机排放，提高经济性。公司柴油机智能型电控执行器打破外资品牌在商用车高端智能电控执行器领域的垄断地位，已获得客户批量采购订单，逐步进入大批量生产阶段，迈入快速发展的轨道。上海公司是国内率先进入国际主流涡轮增压器供应商体系电控执行器生产企业。

**上海子公司提高电控执行器研发、批量化生产能力。**上海子公司投入建成了行业内领先的实验室、标准化厂房和全自动化生产线。公司从战略高度定位和布局产品系列，加速推进新产品的研发，具有自主知识产权的涡轮增压器电控执行器，已获得多项发明专利，成为国内少有的具备汽车主机厂供货能力的电控执行器专业厂家，科技研发能力获得国内外客户的充分认可。中原内配电控执行器业务 2025H1 实现营收 1.53 亿元，同比+7.2%，营收占比 7.9%，毛利率 25%。

2025 年 8 月，上海子公司收到某欧洲知名工程集团企业的定点通知书，上海子公司被定为该客户的智能电控执行器产品供应商。根据客户需求与预测，项目生命周期 9 年，预计将于 2027 年开始批量供货，生命周期内预计销售总金额约为 4.9 亿元人民币。未来随着客户拓展广度和产品的持续拓展，电控执行器业务有望带来持续的增长动力。



图24：中原内配电控执行器业务主要产品



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

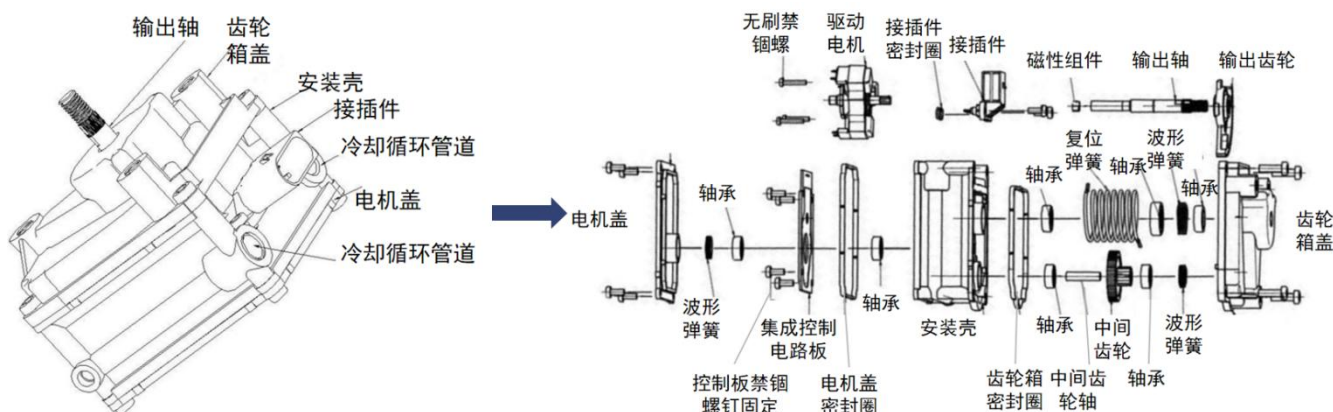
图25：中原内配上海子公司情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

根据中原内配（上海）电子科技有限公司专利《一种汽车电控执行器》，公司设计的电控执行器能够有效地提高电控执行器的输出效率，减少能耗，同时电控执行器内部设置有智能化控制系统，增加多种诊断功能，利于系统自动修复及降低失效的风险。**具体从结构来看**，电控执行器包括安装壳、输出轴、输出齿轮、中间齿轮轴、中间齿轮、驱动电机、集成控制电路板、齿轮箱盖和电机盖等；**从工作原理上看**，当外部信号通过接插件把信号传给集成控制电路板时，集成控制电路板控制驱动电机转动，驱动电机的转子轴与中间齿轮啮合，中间齿轮与输出齿轮，驱动电机带动输出齿轮转动，输出齿轮带动输出轴转动，实现输出力矩。

图26：中原内配电控执行器

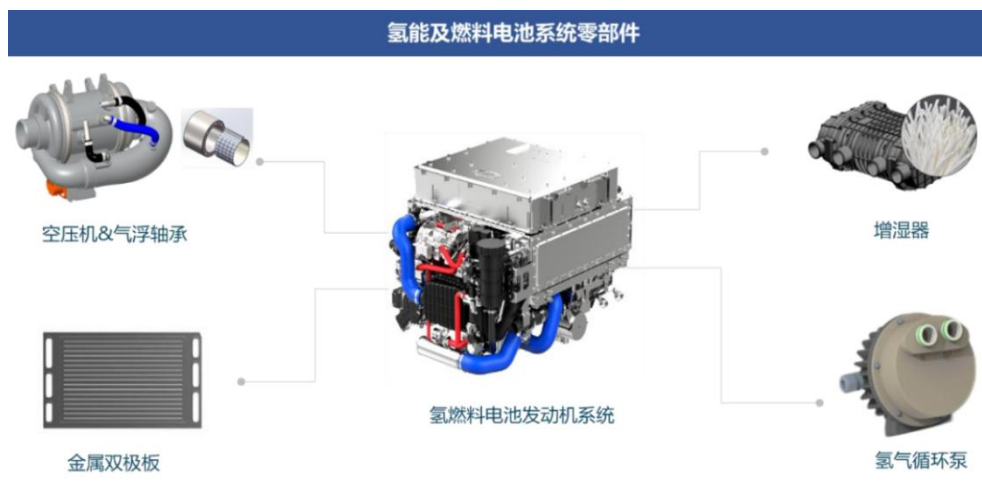


资料来源：中原内配（上海）电子科技有限公司专利《一种汽车电控执行器》，国信证券经济研究所整理

#### 增长点 4：积极寻求新兴产业布局机会，技术积累有望迁移

公司进入氢能及燃料电池系统相关领域，已构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”五大氢能产业格局。2023 年公司氢能事业部建成首条氢燃料电池发动机生产线及性能测试台架，具备年产 2000 台燃料电池发动机的能力，完成首批产品的生产和交付，嵌入焦作市首批燃料电池汽车并投入运营，推动了区域氢能产业的发展；同时，公司战略布局的空压机、氢气循环泵、双极板、加湿器等一系列核心零部件产品均实现阶段性突破。

图27：中原内配氢能及燃料电池系统零部件主要产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司密切关注人形机器人产业进展，积极寻求合作。人形机器人作为未来发展的趋势，公司在深耕汽车零部件主营业务的同时，密切关注机器人等新兴产业的发展动态，公司将依托长期以来形成的技术优势，立足于汽车零部件行业，积极在上下游寻找优质标的进行合作，探索新的应用领域。

## 盈利预测

假设前提：我们的盈利预测基于以下假设条件：

**内燃机零部件业务：**在内燃机领域，公司已发展成为行业先进的动力活塞组件系统供应商，生产气缸套、活塞、活塞环、轴瓦等内燃机的核心关键零部件。气缸套业务方面，公司气缸套产销量位居行业前列，持续推动气缸套业务的创新升级，全面深度参与国内头部主机企业多元燃料内燃机的新项目，拥有世界 500 强级的战略合作伙伴。公司及重要参股子公司河南中原吉凯恩气缸套有限公司是应急电源发电机组气缸套市场的主要供应商，2024 年公司紧抓市场机遇，积极向应急电源发电机组业务拓展。活塞业务方面，公司生产的钢质活塞具有高强度、高疲劳性能和轻量化等优势特性，可协助整机有效降低燃油消耗和 CO2 排放，主要客户为国内高端主机厂。活塞环业务方面，引进日本、美国、德国、荷兰等国际领先的活塞环加工与检测控制装备，掌握活塞环产品研发设计、材料铸造、表面处理、机械加工等行业先进的关键技术，为国内主机厂配套，与国际客户长期合作。轴瓦业务方面，控股子公司有 30 余年的轴瓦生产历史，金刚石摩擦垫片已实现批量生产和销售，加工设备和表面处理设备处于国内外尖端水平，在同行业中综合实力强。气缸套业务方面，预计 2025-2027 年，公司气缸套营收为 20.5/22.5/24.7 亿元，同比+14%/10%/10%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为 32%/33%/33%；活塞业务方面，2024 年活塞产销量同比下降明显，导致毛利率下滑，主要是由于天然气价格下行，国内重卡气体机渗透率增长较快，重卡柴油机市场份额相应收缩，导致公司柴油机配套活塞产品需求承压，预计 2025-2027 年公司活塞营收为 1.1/1.5/2.0 亿元，同比+42%/36%/33%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，毛利率分别为 25%/27%/27%；活塞环业务方面，预计 2025-2027 年公司活塞环营收为 3.0/3.1/3.2 亿元，同比+9%/3%/3%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为 19%/20%/21%；轴瓦业务方面，预计 2025-2027 年公司轴瓦营

收为 0.7/0.8/1.0 亿元，同比+19%/17%/17%，假设毛利率保持稳定，分别为 42%/42%/42%。

**制动业务：**公司制动业务已实现中国重汽、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，也实现了对海外市场的批量供货，进一步拓展海外市场。2023 年公司收购河南恒久制动系统有限公司，进入汽车制动系统领域，开发的双金属复合制动鼓具有轻量化、耐磨性高、寿命长等优势，国内市场占有率提升，贡献高速业绩成长。我们预计收入端保持持续提升，预计 2025-2027 年营收为 6.4/9.5/13.5 亿元，同比+71%/48%/42%，假设随收入体量上升规模效应持续释放带来毛利率提升，预计毛利率分别为 20%/20%/21%。

**电控执行器：**主要产品包括包括汽油机（增压器）尾气阀门电控执行器、柴油机智能型电控执行器、汽油机（增压器）可变截面电控执行器以及控制系统等。公司的汽油机涡轮增压器电控执行器系列产品实现了产品体积小、重量轻、集成度高、成本低的优势，通过更大的关紧压力、更快的加速响应、更高的燃油经济性，减少发动机排放，提高了经济性。公司柴油机智能型电控执行器打破外资品牌在商用车高端智能电控执行器领域的垄断地位，已获得客户批量采购订单，逐步进入大批量生产阶段，迈入快速发展的轨道。2025 年 8 月，上海子公司收到了某欧洲知名工程集团企业的定点通知书，上海子公司被定为该客户的智能电控执行器产品供应商。根据客户需求与预测，项目生命周期 9 年，预计将于 2027 年开始批量供货，生命周期内预计销售总金额约为 4.9 亿元人民币。未来，随着客户拓展广度深度的不断提高，电控执行器业务有望将为公司带来可观的成长空间。我们预计收入端保持相对稳定的提升，预计 2025-2027 年营收为 3.5/4.7/6.8 亿元，同比+18%/34%/45%，假设毛利率保持稳定，分别为 24%/24%/24%。

**氢能及燃料电池系统：**公司积极布局氢能及燃料电池系统相关领域，已构建“氢燃料电池发动机、双极板、空压机、加湿器、氢气循环泵”五大氢能产业格局。2023 年，公司氢能事业部建成了首条氢燃料电池发动机生产线及性能测试台架，具备年产 2000 台燃料电池发动机的能力，完成了首批产品的生产和交付，嵌入焦作市首批燃料电池汽车并投入运营，推动了区域氢能产业的发展；同时，公司战略布局的空压机、氢气循环泵、双极板、加湿器等一系列核心零部件产品均在本年度实现了阶段性突破。未来，公司将在完善和延伸传统汽车零部件产业链条，保持行业龙头地位的同时，坚持“汽车发动机及车身零部件”和“氢能源动力系统及零部件”双线并行的发展路线。我们预计收入端保持相对稳定的提升，预计 2025-2027 年营收为 0.2/0.2/0.2 亿元，同比+26%/20%/22%，假设毛利率保持稳定，分别为 3%/3%/3%。

**其他业务：**预计 25/26/27 年其他主营业务收入 4.5/4.5/4.5 亿元，同比分别+10%/+0.2%/+0.4%，整体来看假设毛利率维持相对稳定，为 22%/22%/22%。

**费率方面：**随着收入体量的扩张以及公司业务的逐步成熟，我们认为公司费率有望逐渐趋稳，假设 25-27 年公司研发费率分别为 4.7%/4.7%/4.6%水平，管理费用率分别为 6.4%/6.3%/6.3%水平。

表6：中原内配盈利预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
气缸套						
收入	15.7	17.7	18.1	20.5	22.5	24.7
YOY	-6.5%	12.3%	2.3%	13.5%	9.8%	9.8%
成本	11.3	12.2	12.4	13.9	15.1	16.5
毛利	4.4	5.4	5.6	6.6	7.4	8.2

毛利率(%)	27.9%	30.9%	31.1%	32.0%	33.0%	33.0%
<b>活塞</b>						
收入	0.9	1.7	0.8	1.1	1.5	2.0
YOY	-54.3%	84.3%	-54.4%	42.3%	36.4%	33.3%
成本	0.8	1.3	0.8	0.8	1.1	1.5
毛利	0.1	0.4	0.0	0.3	0.4	0.5
毛利率(%)	14.5%	23.9%	-4.2%	25.0%	27.0%	27.0%
<b>活塞环</b>						
收入	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.2
YOY	-6.2%	-1.9%	-0.9%	8.8%	3.3%	3.2%
成本	2.2	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5
毛利	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
毛利率(%)	22.0%	15.6%	17.8%	19.0%	20.0%	21.0%
<b>轴瓦</b>						
收入	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
YOY	47.5%	20.2%	27.9%	18.8%	17.1%	17.1%
成本	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
毛利	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
毛利率(%)	18.2%	30.5%	41.0%	42.0%	42.0%	42.0%
<b>制动鼓</b>						
收入		0.7	3.7	6.4	9.5	13.5
YOY			472.8%	71.0%	48.4%	42.1%
成本		0.5	3.1	5.1	7.6	10.7
毛利		0.1	0.7	1.3	1.9	2.8
毛利率(%)		20.6%	17.5%	20.0%	20.0%	21.0%
<b>电控器</b>						
收入	1.2	2.5	3.0	3.5	4.7	6.8
YOY	144.2%	111.3%	21.2%	17.6%	34.3%	44.7%
成本	0.9	1.9	2.3	2.7	3.6	5.2
毛利	0.2	0.6	0.7	0.8	1.1	1.6
毛利率(%)	19.9%	22.7%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>氢燃料电池</b>						
收入		0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
YOY			-40.8%	25.6%	20.0%	22.2%
成本		0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
毛利		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率(%)		2.6%	0.5%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>其他主营业务</b>						
收入	2.0	2.7	4.1	4.5	4.5	4.5
YOY	4.3%	37.4%	49.1%	10.0%	0.2%	0.4%
成本	1.7	2.2	3.2	3.5	3.5	3.5
毛利	0.3	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
毛利率(%)	15.4%	21.4%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>合计</b>						
收入	23.0	28.6	33.1	39.8	46.8	55.9
YOY	-6%	24%	16%	20%	17%	19%
成本	17.3	20.9	24.6	29.0	34.0	40.7
毛利	5.8	7.7	8.5	10.8	12.8	15.2
毛利率(%)	25.0%	26.9%	25.7%	27.1%	27.4%	27.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

按上述假设条件与假设，我们预计未来3年营收分别为39.8/46.8/55.9亿元，同比+20%/+17%/+19%，毛利率分别为27%/27%/27%，归母净利润分别为4.1/4.8/5.6亿元，同比增速分别+100%/18%/17%，EPS分别为0.69/0.82/0.95元。

表7：未来3年盈利预测表(单位：百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3310	3984	4680	5590



营业成本	2458	2903	3398	4067
销售费用	75	84	98	117
管理费用	226	264	304	361
研发费用	160	187	220	257
营业利润	282	521	613	718
归属于母公司净利润	204	408	480	562
EPS	0.35	0.69	0.82	0.95
ROE	6%	11%	12%	13%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 盈利预测的敏感性分析

表8：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,864	3,310	4,004	4,725	5,671
(+/-%)	24.4%	15.6%	21.0%	18.0%	20.0%
净利润(百万元)	311	204	493	584	690
(+/-%)	85.8%	-34.4%	142.0%	18.3%	18.1%
摊薄 EPS	0.53	0.35	0.84	0.99	1.17
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,864	3,310	3,984	4,680	5,590
(+/-%)	24.4%	15.6%	20.4%	17.5%	19.4%
净利润(百万元)	311	204	408	480	562
(+/-%)	85.8%	-34.4%	99.9%	17.8%	17.0%
摊薄 EPS(元)	0.53	0.35	0.69	0.82	0.95
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,864	3,310	3,964	4,635	5,510
(+/-%)	24.4%	15.6%	19.7%	16.9%	18.9%
净利润(百万元)	311	204	323	379	438
(+/-%)	85.8%	-34.4%	58.5%	17.3%	15.6%
摊薄 EPS	0.53	0.35	0.55	0.64	0.74
总股本（百万股）	588	588	588	588	588

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

**绝对估值：14.2-14.5 元**

未来估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-6.0%	24.4%	15.6%	20.4%	17.5%	19.4%	15.0%	9.0%
营业成本/营业收入	75.0%	73.1%	74.3%	72.9%	72.6%	72.7%	73.0%	73.0%
管理费用/营业收入	7.6%	7.0%	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用/营业收入	5.5%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用/销售收入	2.9%	2.9%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
营业税及附加/营业收入	1.4%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
所得税税率	9.8%	8.3%	16.0%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
股利分配比率	59.3%	32.3%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测



表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.80%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.19
公司股价 (元)	10.89	Ke	9.91%
发行在外股数 (百万)	588	E/(D+E)	82.70%
股票市值 (E, 百万元)	6408	D/(D+E)	17.30%
债务总额 (D, 百万元)	1340	WACC	8.86%
Kd	4.50%	永续增长率 (10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 14.2-14.5 元, 估值中枢为 14.3 元。

表11: FCFF 估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	501.4	607.0	724.8	818.6	893.0	942.5	974.1	1006.6	1004.8
所得税税率	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
EBIT*(1-所得税税率)	444.4	538.0	642.3	725.4	791.4	835.3	863.3	892.1	890.5
折旧与摊销	194.6	203.5	212.8	222.3	232.0	241.7	251.5	261.2	270.9
营运资金的净变动	(276.7)	(324.2)	(435.8)	(381.2)	(266.5)	(263.9)	(185.8)	(194.8)	(208.6)
资本性投资	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)	(150.8)
FCFF	211.5	266.4	268.4	415.7	606.1	662.3	778.2	807.7	802.1
PV (FCFF)	194.3	224.8	208.1	296.0	396.5	398.0	429.6	409.6	373.6
<b>核心企业价值</b>	<b>8,816.9</b>								
减: 净债务	398.2								
<b>股票价值</b>	<b>8,418.7</b>								
<b>每股价值</b>	<b>14.31</b>								

资料来源: 国信证券经济研究所假设

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
永续 增长 率变 化	14.31	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%	9.1%
	2.3%	14.77	14.77	14.77	14.77	14.77
	2.2%	14.61	14.61	14.61	14.61	14.61
	2.1%	14.46	14.46	14.46	14.46	14.46
	<b>2.0%</b>	14.31	14.31	<b>14.31</b>	14.31	14.31
	1.9%	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17
	1.8%	14.03	14.03	14.03	14.03	14.03
	1.7%	13.89	13.89	13.89	13.89	13.89

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值: 14.5-15.9 元

对于相对估值, 选取在汽车零部件领域的领先玩家潍柴动力、保隆科技, 以及新泉股份为可比公司:

- 潍柴动力: 中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一, 重型卡车发动机国内市占率稳居行业第一; 轻卡、工程机械、农业装备等各主要细分市场市占率稳健提升。产品出口保持高位增长; 主要产品包括全系列发动机、新能源动力系统及零部件、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、供

应链解决方案、农业装备、汽车电子及零部件等；公司在内燃机领域的产品布局和中原内配具有协同性。

- 保隆科技：汽车智能化和轻量化领先玩家，布局胎压监测、车用传感器、辅助驾驶产品、智能悬架、汽车金属管件等汽车零部件领域，拥有具有丰富经验的优秀技术队伍，拥有丰富的客户资源，公司与中原内配同属汽车零部件制造玩家。
- 新泉股份：国内领先汽车饰件整体解决方案提供商，始终专注于汽车饰件领域，拥有优质的客户资源、强大的技术能力、先进的生产方式，公司与中原内配同属汽车零部件制造玩家。

中原内配目前具备三大看点：

看点 1：内燃机业务构筑基本盘，有望持续开拓场景。公司深度布局内燃机业务（气缸套、活塞、活塞环、轴瓦），在内燃机摩擦副的基础研究、工程研究、装备研究、新型材料、机械加工等领域处行业前沿。同时积极布局应急电源发电机组气缸套市场，打开主业成长空间。

看点 2：制动业务打开增长新空间，电控执行器业务稳步发展。1）公司双金属复合制动鼓具有轻量化、耐磨性高、寿命长等优势，国内市场占有率提升，贡献高速增长业绩成长（2025H1 营收同比+56.3%）。2）公司电控执行器产品体积小、重量轻、集成度高、成本低，覆盖国内主流供应商体系，收到某欧洲工程集团企业定点通知书（2027 年批量供货），生命周期内预计销售总金额约 4.9 亿元人民币，为公司带来可观成长空间。

看点 3：公司密切关注机器人等新兴产业的发展动态。整体来看，公司新型业务持续布局（制动鼓、电控执行器、氢能等），有望给公司带来长期增长动力。

我们看好公司基本盘稳定以及新业务带来动能，预计 25/26/27 年营收分别为 39.8/46.8/55.9 亿元，同比+20%/+17%/+19%，归母净利润分别为 4.1/4.8/5.6 亿元，EPS 分别为 0.69/0.82/0.95 元；参考可比公司估值，考虑到公司在内燃机气缸套领域的龙头地位，且在新场景的持续布局带来的潜在增长动力，给予公司 2025 年估值 21-23x PE，对应每股合理估值 14.5-15.9 元，相较当下具有 34%-46% 的上行空间。

表13：可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 收盘（元）	总市值 （亿元）	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
000338.SZ	潍柴动力	未评级	14.20	1,223	1.31	1.44	1.65	11	10	9
603197.SH	保隆科技	优于大市	43.75	93	1.43	1.85	2.23	31	24	20
603179.SH	新泉股份	优于大市	73.00	356	2.00	2.37	3.16	37	31	23
	平均							26	21	17
603166.SH	中原内配	优于大市	10.89	64	0.35	0.69	0.82	31	16	13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；注：数据时间为 9 月 25 日收盘价 其中潍柴动力数据来自 wind 一致预期

### 投资建议：

综上所述，我们看好公司基本盘稳定以及新业务带来动能，预计 25/26/27 年营收分别为 39.8/46.8/55.9 亿元，同比+20%/+17%/+19%，归母净利润分别为 4.1/4.8/5.6 亿元，EPS 分别为 0.69/0.82/0.95 元；参考可比公司估值，考虑到公司在内燃机气缸套领域的龙头地位，且在新场景的持续布局带来的潜在增长动力，给予公司 2025 年估值 21-23x PE，对应每股合理估值 14.5-15.9 元，相较当下具有 34%-46% 的上行空间。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 14.5-15.9 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.8%、风险溢价 6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：对于相对估值，选取在汽车零部件领域的相关玩家潍柴动力、保隆科技、新泉股份为可比公司作为相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年平均 PE 作为相对估值的参考，参考可比公司估值，最终给予公司 25 年 21-23 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入分别为 39.8/46.8/55.9 亿元，同比 +20%/+17%/+19%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 27%/27%/27%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司费率有望逐渐趋稳，假设 25-27 年公司研发费率分别为 4.7%/4.7%/4.6%水平，管理费用率分别为 6.4%/6.3%/6.3%水平，可能存在对公司费用估计偏低，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**市场需求波动的风险：**公司主营产品为汽车发动机核心零部件，其主机配套市场的需求直接受汽车行业景气度，尤其是商用车发展规模的影响。从长期看，商用车行业受国民经济运行波动的影响较大，若未来行业增长趋缓，其下游零部件企业也会受此影响，进而对公司的生产经营产生不利影响。

**新产品的研发及市场推广的风险：**公司现已完成氢燃料电池系统及相关零部件领域的布局，在未来实际经营中，氢能项目及相关子公司可能面临宏观经济、行业政策、市场变化、经营管理等方面的不确定因素，技术开发和产业化进程存在不确定性。同时公司未来布局新兴业务，如果产品不能如期获得市场认可，将会一定程度影响公司长期增长动力。

**出口业务受国际经济环境影响的风险：**2025 年 H1 公司海外市场营收 4.83 亿

元，同比+3.2%，营收占比 24.9%，海外业务毛利率 35.1%，同比+0.5pct，海外盈利逐步显现。公司主营产品发动机气缸套等汽车零部件，国外市场的销售收入占公司主营业务收入比例较大，属于典型的外向型企业。如果国际经济环境发生重大不利变化，中美贸易摩擦持续升级，将对公司的出口业务带来一定影响。

**原材料价格波动风险：**公司产品气缸套主要原材料包括生铁、废钢、有色金属和金属炉料等，其中生铁、废钢、钼铁、镍铁、电解铜等原材料的比例最大。虽然公司积极提高市场预测能力、提前规划产能、持续优化供应链管理，但如果未来钢铁、有色金属市场的供求状况发生变化或价格有异常波动，将会影响公司的生产成本和盈利水平，从而对公司经营业绩产生不利影响。

**汇率风险：**公司产品自营出口主要采用美元结算，在外币货款回收期内以及公司持有外币资产期间，汇率波动可能给公司造成一定的汇兑损益。未来如果汇率波动较大，将对公司经营业绩产生一定影响。

## 财务风险

**商誉减值风险：**近年，公司基于战略发展需要，通过并购方式获得技术、资源和市场，在并购过程中产生了商誉。未来若公司所处行业发生重大变化，公司将面临着商誉减值风险，可能会对公司的财务状况及经营成果带来不利影响。

## 技术风险

**关键技术人才流失风险：**关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。截止 2024 年，公司拥有研发人员共 695 人，占员工总数的 11.7%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

**核心技术泄密风险：**经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	302	384	893	1268	1585	营业收入	2864	3310	3984	4680	5590
应收款项	905	939	1092	1282	1532	营业成本	2093	2458	2903	3398	4067
存货净额	724	861	1042	1228	1481	营业税金及附加	36	37	45	53	63
其他流动资产	305	327	394	462	552	销售费用	82	75	84	98	117
<b>流动资产合计</b>	<b>2459</b>	<b>2645</b>	<b>3420</b>	<b>4241</b>	<b>5150</b>	管理费用	205	226	264	304	361
固定资产	1804	1682	1663	1635	1599	研发费用	137	160	187	220	257
无形资产及其他	156	177	168	159	151	财务费用	28	20	37	50	63
投资性房地产	897	871	871	871	871	投资收益	55	45	45	45	45
长期股权投资	389	433	433	433	433	资产减值及公允价值变动	21	157	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>5704</b>	<b>5809</b>	<b>6555</b>	<b>7340</b>	<b>8203</b>	其他收入	(144)	(413)	(187)	(220)	(257)
短期借款及交易性金融负债	898	527	527	527	527	营业利润	352	282	521	613	718
应付款项	562	504	609	718	866	营业外净收支	3	(3)	4	5	5
其他流动负债	179	190	228	259	290	<b>利润总额</b>	<b>355</b>	<b>279</b>	<b>525</b>	<b>618</b>	<b>723</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1640</b>	<b>1220</b>	<b>1365</b>	<b>1505</b>	<b>1683</b>	所得税费用	29	45	60	70	82
长期借款及应付债券	65	413	813	1213	1613	少数股东损益	15	31	58	68	79
其他长期负债	253	265	248	234	215	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>311</b>	<b>204</b>	<b>408</b>	<b>480</b>	<b>562</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>318</b>	<b>678</b>	<b>1061</b>	<b>1447</b>	<b>1828</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1958</b>	<b>1899</b>	<b>2426</b>	<b>2951</b>	<b>3511</b>	净利润	311	204	408	480	562
少数股东权益	398	432	459	491	528	资产减值准备	(5)	129	(4)	(4)	(4)
股东权益	3348	3478	3671	3898	4163	折旧摊销	214	222	195	203	213
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5704</b>	<b>5809</b>	<b>6555</b>	<b>7340</b>	<b>8203</b>	公允价值变动损失	(21)	(157)	(12)	(12)	(12)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	28	20	37	50	63
每股收益	0.53	0.35	0.69	0.82	0.95	营运资本变动	(458)	(73)	(277)	(324)	(436)
每股红利	0.17	0.18	0.37	0.43	0.50	其它	15	(115)	31	36	42
每股净资产	5.69	5.91	6.24	6.62	7.08	<b>经营活动现金流</b>	<b>55</b>	<b>210</b>	<b>341</b>	<b>379</b>	<b>364</b>
ROIC	7%	7%	9%	11%	12%	资本开支	0	(378)	(151)	(151)	(151)
ROE	9%	6%	11%	12%	13%	其它投资现金流	18	88	134	0	0
毛利率	27%	26%	27%	27%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>14</b>	<b>(334)</b>	<b>(17)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
EBIT Margin	11%	11%	13%	13%	13%	权益性融资	5	4	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	17%	17%	17%	负债净变化	(235)	348	400	400	400
收入增长	24%	16%	20%	17%	19%	支付股利、利息	(100)	(108)	(215)	(253)	(296)
净利润增长率	86%	-34%	100%	18%	17%	其它融资现金流	471	(279)	0	0	0
资产负债率	41%	40%	44%	47%	49%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(194)</b>	<b>205</b>	<b>185</b>	<b>147</b>	<b>104</b>
股息率	1.6%	1.7%	3.4%	4.0%	4.6%	<b>现金净变动</b>	<b>(125)</b>	<b>82</b>	<b>509</b>	<b>375</b>	<b>317</b>
P/E	21	31	16	13	11	货币资金的期初余额	427	302	384	893	1268
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	302	384	893	1268	1585
EV/EBITDA	15.9	14.4	12.7	11.5	10.6	企业自由现金流	41	68	212	266	268
						权益自由现金流	278	137	576	622	613

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032