

联德股份（605060）

精密铸件隐形冠军，受益 AI 算力“制冷+电源”双轮驱动

买入（首次）

2025 年 11 月 21 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004

huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,211	1,098	1,287	1,617	2,164
同比（%）	8.09	(9.32)	17.15	25.67	33.80
归母净利润（百万元）	251.34	187.47	217.33	301.85	414.25
同比（%）	1.45	(25.41)	15.93	38.89	37.24
EPS-最新摊薄（元/股）	1.04	0.78	0.90	1.25	1.72
P/E（现价&最新摊薄）	33.22	44.53	38.41	27.66	20.15

投资要点

■ **全球制冷压缩机铸件龙头，深度绑定外资巨头切入 AIDC 制冷&电源领域。**公司是全球商用空调压缩机铸件龙头、工程机械铸件领先企业。凭借“铸造+机加工”一体化能力，深度绑定江森自控、英格索兰、卡特彼勒等全球 500 强客户，合作关系均超 10 年。基于与头部客户的战略合作关系，公司顺势切入 AIDC 赛道，供应数据中心制冷（压缩机）与备用电源（柴油发电机、燃气轮机）所需的高端精密铸件。2016-2024 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 12.7%/13.3%，业绩保持较快增长趋势。2025 年上半年，受益于数据中心订单兑现，公司业绩重回增长区间。AI 产业快速发展趋势下，公司通过国内外产能扩张，有望开启新一轮增长。

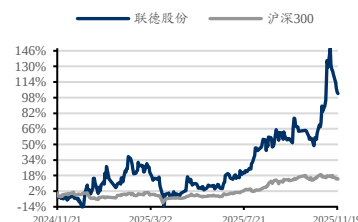
■ **传统业务工程机械迎来景气度复苏，新业务 AIDC 制冷&发电打开成长空间。**（1）**AIDC**：全球科技巨头资本开支持续加码，数据中心功率密度迈向 MW 时代，对制冷和电力供应提出更高要求。①**制冷端**：无论是风冷还是液冷，压缩机均为制冷系统的“心脏”，我们测算仅美国 AIDC 制冷端铸件市场空间到 2028 年便有望突破 100 亿元。②**发电端**：美国电力设施老旧，供需缺口扩大，“燃气轮机+柴油发电机”或成为主流解决方案，市场空间广阔。目前下游龙头特灵、江森自控、卡特、康明斯等企业的订单及业绩已验证行业高景气度。（2）**工程机械**：公司核心客户为卡特彼勒，有望受益于 2025 年起全球工程机械需求复苏。且关税背景下，客户对供应链安全要求更加严格，全球产能布局成为必要条件，公司墨西哥工厂投产后有望在卡特彼勒提高供应份额。

■ **“铸造+机加工”一体化为基石，深度绑定客户&全球化产能构筑核心壁垒。**1) **差异化竞争与盈利优势**：公司聚焦压缩机、工程机械等细分领域，与可比公司形成差异化竞争。通过“铸造+机加工”全链条服务，深度参与客户研发设计，产品附加值高，盈利能力显著领先同行。2) **产能扩张与全球布局**：面对行业需求激增与供给受限的矛盾，公司以前瞻性的“德清+墨西哥”的双核心产能布局抢占先机，不仅承接国内增量订单，还能通过海外生产基地规避关税、保障北美核心客户供应链安全。3) **股权激励绑定核心人员**：公司 2025 年限制性股票激励计划已完成首次登记，向 156 名激励对象（含董事、高管、中层及核心技术骨干）授予 165.16 万股，授予价 9.92 元/股，与核心人员完成利益绑定。

■ **盈利预测与投资评级**：公司为全球商用空调压缩机铸件龙头，充分受益于 AIDC 驱动的制冷与备用电源需求高增。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.2/3.0/4.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/28/20 倍。基于全球科技巨头资本开支持续加码，公司未来增长空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**：全球 AIDC 资本开支不及预期，下游行业需求不及预期，产能扩张进度不及预期，国际贸易摩擦。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.53
一年最低/最高价	13.76/42.66
市净率(倍)	3.43
流通 A 股市值(百万元)	8,250.61
总市值(百万元)	8,307.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.05
资产负债率(% LF)	20.40
总股本(百万股)	240.59
流通 A 股(百万股)	238.94

相关研究

内容目录

1. 压缩机&工程机械铸件龙头，深度绑定全球优质客户	5
1.1. 制冷压缩机铸件龙头，深度绑定全球优质客户	5
1.2. 股权高度集中，有助于保障公司战略稳定	6
1.3. 业绩增长态势稳定	7
1.3.1. 2016-2024 年利润 CAGR13.3%，业绩增长态势稳定	7
1.3.2. 压缩机部件贡献主要营业收入，工程机械占比逐步提升	8
1.3.3. 费控能力优异，盈利能力有望开启上行拐点	8
1.3.4. 研发投入呈现增长态势，技术研发优势行业领先	9
2. 传统业务工程机械迎来景气度复苏，新业务 AIDC 制冷&发电打开成长空间	10
2.1. 铸件行业：单一行业依赖度低，孕育众多细分赛道龙头	10
2.1.1. 传统下游稳健增长，数据中心制冷为新增长点	10
2.2. 能源动力：布局数据中心发电侧，受益于 AI 产业趋势	16
2.2.1. 能源动力：柴油发电机：龙头业绩已开始兑现	16
2.2.2. 能源动力：燃气轮机：供需错配的稀缺赛道	19
2.2.3. 能源动力：燃气内燃机	21
2.3. 工程机械：行业景气度向上，关税背景下全球产能布局优势明显	22
3. “铸造+机加工”一体化为基石，深度绑定客户&全球化产能构筑核心壁垒	24
3.1. 客户资源优质，绑定核心大客户共同成长	24
3.2. 产能大幅扩张，全球化布局有望进一步提高供应份额	25
3.3. 发布股权激励，绑定核心员工利益	28
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司产品主要应用于商用空调、工程机械、能源动力三大领域.....	6
图 3:	公司股权结构高度集中（截至 2025H1）.....	6
图 4:	公司高级管理人员情况.....	7
图 5:	公司 2016-2025H1 营业收入和同比增速.....	8
图 6:	公司 2016-2025H1 归母净利润和同比增速.....	8
图 7:	联德股份业务结构收入（亿元）.....	8
图 8:	联德股份主营业务毛利率维持高位.....	8
图 9:	联德股份盈利能力情况.....	9
图 10:	联德股份费用率情况.....	9
图 11:	联德股份研发费用及同比情况.....	9
图 12:	联德股份研发费用及同比情况.....	9
图 13:	2024 年我国铸件产量 5075 万吨，同比-2%.....	10
图 14:	公司在整机制造产业链中所处环节.....	10
图 15:	2024 年全球空压机+制冷压缩机市场规模约 780 亿美元.....	11
图 16:	压缩机龙头公司收入（亿元）与增速.....	11
图 17:	压缩机行业龙头情况.....	11
图 18:	国内外互联网大厂资本开支情况（亿美元）.....	12
图 19:	国内外互联网大厂资本开支增速情况.....	12
图 20:	机架功率密度或将进入 MW 时代.....	12
图 21:	AIDC 功率密度提升对散热要求变高.....	12
图 22:	液冷散热技术原理.....	13
图 23:	压缩机示意图.....	13
图 24:	美国 AIDC 制冷端铸件预计到 2028 年市场空间约为 104 亿元.....	13
图 25:	特灵科技美国地区订单及增速.....	14
图 26:	江森自控美国地区收入及增速.....	14
图 27:	江森自控及特灵科技针对美国制冷业务收入及订单情况.....	14
图 28:	公司 2017-2024 年前五大客户收入占比平均 70%以上.....	15
图 29:	公司收入端 2025Q1 开始迎来向上拐点.....	16
图 30:	公司在 AIDC 发电侧核心产品与布局.....	16
图 31:	2020-2023 年美国数据中心停机原因，电力供给不足的比重逐年增大.....	17
图 32:	柴油机组和燃气轮机发电方案各有优劣.....	17
图 33:	2024 年中国数据中心用柴发机组竞争格局.....	18
图 34:	2018-2024 年卡特能源与交通业务收入情况.....	18
图 35:	2023-2024 年康明斯分季度电力系统收入利润情况（百万美元）.....	18
图 36:	柴油发动机组示意图.....	19
图 37:	公司供应柴油发动机组铸件示意图.....	19
图 38:	2023 年全球燃气轮机市场份额情况.....	19
图 39:	GEV 燃气轮机交付速度大幅慢于订单增长速度.....	19
图 40:	龙头在建产能情况.....	20
图 41:	西门子未交付燃气轮机订单持续增加.....	20
图 42:	北美燃气轮机及相关铸件市场空间测算.....	20

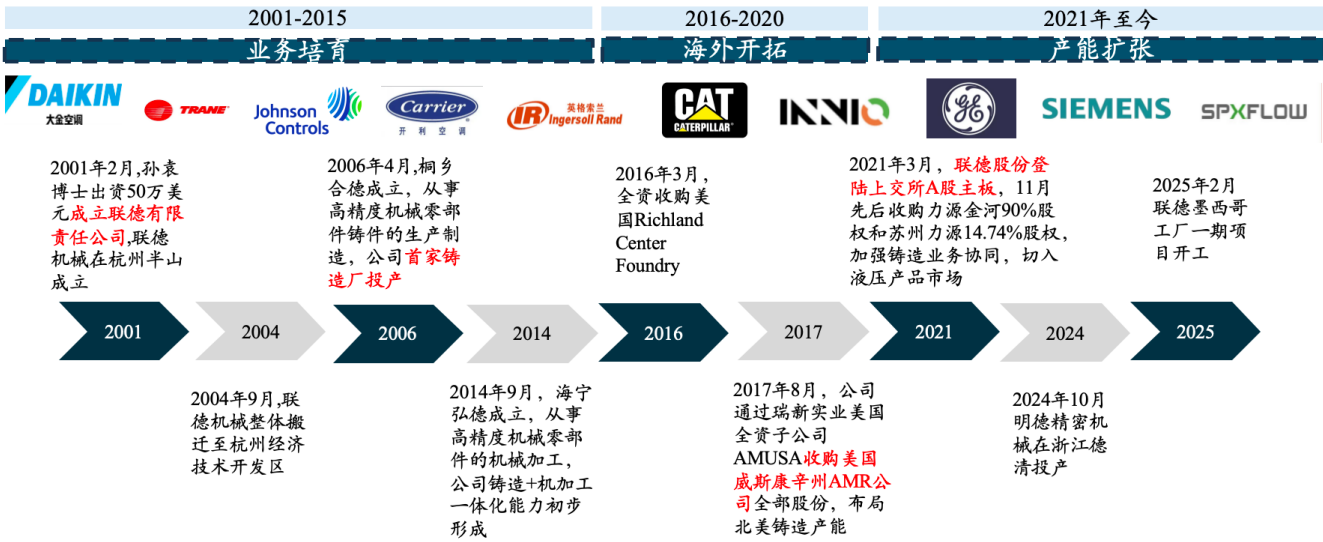
图 43: 索拉产品矩阵.....	21
图 44: 2023 年索拉占全球 10MW 以下燃气轮机份额达 60%.....	21
图 45: 燃气内燃机与燃气轮机异同比较.....	21
图 46: Innio 发展历程.....	22
图 47: Innio 在全球燃气发动机市场市占率排名第一.....	22
图 48: 全球挖机销量于 2022 年见顶.....	22
图 49: 全球有望于 2025 年开启新一轮上行周期.....	22
图 50: 小松全球各地区销量同比增速显示 2025 年欧美、北美、大洋洲、拉美等地需求相较于 24 年明显好转.....	23
图 51: 卡特彼勒即将进入新一轮加库周期.....	23
图 52: 卡特 2025Q2 工程机械收入同比下滑 8%.....	23
图 53: 卡特 2025Q2 工程机械利润下滑 30%.....	23
图 54: 联德股份及其可比公司前五大核心客户及收入占比.....	24
图 55: 同行业可比公司收入对比（亿元）.....	25
图 56: 同行业可比毛利率对比（%）.....	25
图 57: 铸造制造流程长，初期投入高.....	26
图 58: 铸件公司固定资产周转率低于主机厂.....	26
图 59: 德国铸件产量持续下降.....	27
图 60: 美国铸件产量持续下降.....	27
图 61: 联德股份全球产能布局与战略规划一览.....	27
图 62: 联德股份 2025 年激励对象占本计划授予限制性股票总数的比例.....	28
图 63: 联德股份本次激励计划的解除限售安排.....	28
图 64: 盈利预测（单位：百万元）.....	29
图 65: 可比公司估值表.....	30

1. 压缩机&工程机械铸件龙头，深度绑定全球优质客户

1.1. 制冷压缩机铸件龙头，深度绑定全球优质客户

铝压缩机&工程机械铸件龙头，深度绑定全球优质客户。公司成立于 2001 年，以高精度零部件铸造起家，深耕空调压缩机&工程机械行业铸件，是全球商用空调压缩机铸件龙头、工程机械铸件领先企业。凭借较强的设计、供应链管理能力，公司积累了大量优质客户资源，包括江森自控、英格索兰、卡特彼勒、开立空调等全球 500 强企业，与客户均形成 10 年以上合作关系，行业地位稳固。基于与以上客户的紧密合作，公司顺利切入 AI 发电&制冷领域，为数据中心压缩机、柴油发电机等产品提供精密铸件。AI 产业趋势明确，公司顺势进行产能扩张、全球生产基地布局，有望实现新一轮快速增长。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司产品主要应用于商用空调、工程机械、能源动力铸件三大领域，90%客户为外资企业。（1）商用空调：产品包括压缩机壳体、吸气盖等铸件，2024 年收入占比 54%，为公司主要收入来源，产品终端下游可应用于数据中心、大型商场等，客户包括大金、开利、江森自控等国际龙头。（2）工程机械：产品包括柴油机的齿轮箱、后轮毂等铸件，2024 年收入占比 35%，客户主要为卡特彼勒。（3）能源动力：产品包括风电齿轮箱、发动机缸体、减速器壳体等铸件，可应用于内燃机、燃气轮机、风力发电等领域，客户包括 Innio、西门子、GE 等。

图2：公司产品主要应用于商用空调、工程机械、能源动力三大领域

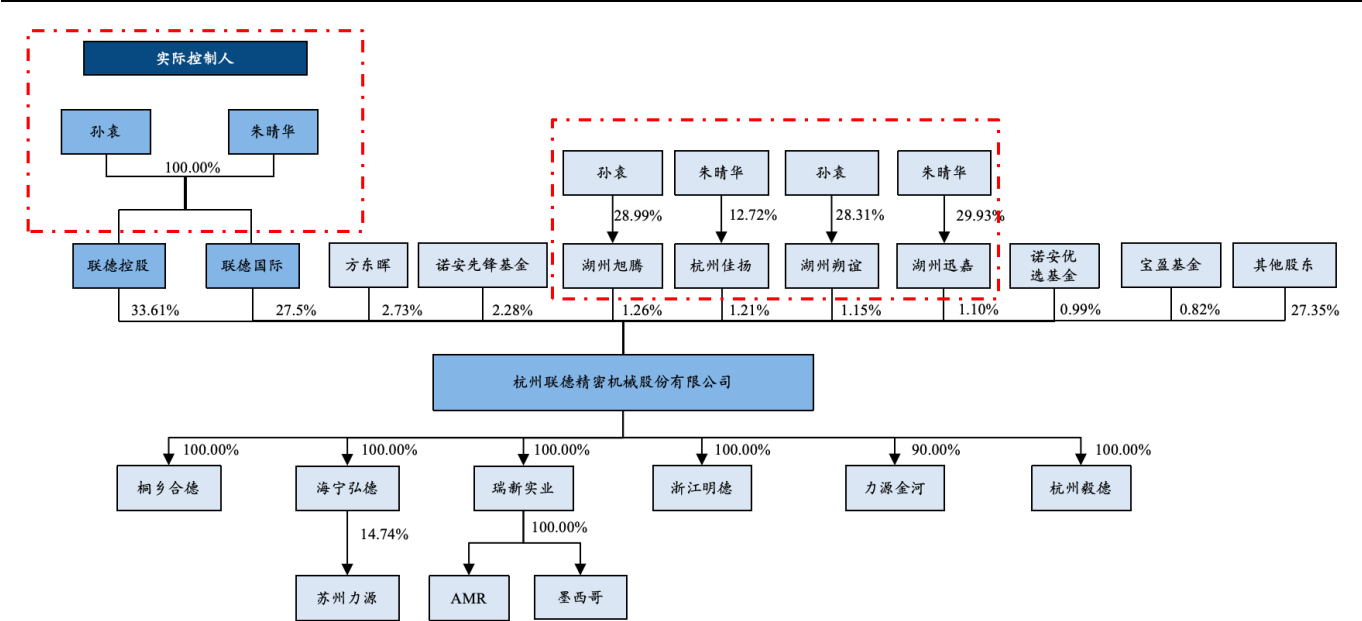
领域	应用场景	产品	图片	客户
商用空调 (54%)	数据中心、写字楼、商场、医院、工业厂房	连接体、压缩机壳体、蜗壳转子座、吸气盖等		DAIKIN 大金空调, TRANE, Johnson Controls, Carrier 开利空调, Ingersoll Rand 英格索兰
工程机械 (35%)	挖掘机、装载机、起重机、盾构机	齿轮箱、后轮毂桥壳、涡轮支撑		CAT CATERPILLAR, Ingersoll Rand 英格索兰
能源动力	数据中心、发电站、船舶、储能系统	风电齿轮箱、发动机缸体飞轮壳体、后齿轮箱减速器、扭力臂		INNIO, CAT CATERPILLAR, GE, SIEMENS, HINCHANG SMART ENERGY 明阳智能

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 股权高度集中，有助于保障公司战略稳定

公司董事长孙袁先生和朱晴华女士夫妇为实控人，股权高度集中。截至 2025 年 6 月 30 日，二者通过联德控股、联德国际及几大员工持股平台共同持有公司 62.3%的股份，股权结构高度集中。公司之所以能够精准切入并深度绑定外资客户，其关键核心在于以孙袁、朱晴华为首的核心管理团队的专业积淀与行业资源，二人的履历构建了公司差异化竞争路径的基石，高度集中的股权结构有利于保障公司战略稳定、整合核心资源。

图3：公司股权结构高度集中（截至 2025H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

高管长期深耕行业，经验丰富。公司董事长孙袁先生作为公司核心掌舵者，拥有深厚的技术与行业背景。董事长兼具材料技术、外资企业核心技术岗位及高端制造运营管理的复合履历，使其在工业技术与商业运作上具备突出能力。董事长个人履历的优势，有利于公司精准匹配外资客户的要求标准，从而走出了一条区别于同行的、以技术与资源绑定外资客户的差异化发展道路。

图4：公司高级管理人员情况

高管姓名	担任职位	工作经历
孙袁	董事长 董事	博士毕业后任职于上海材料研究所，担任工程师职位。此后，加入北美领先的机加工铸件件单一来源供应商——美国DONSCO公司，担任总冶金师。该公司下游覆盖采矿、制造、建筑材料、自然资源、铁路、油田设备、暖通空调、机动车零部件等多个领域，与联德机械当前的业务布局高度重合。之后孙袁先生跳槽至船用发动机领域极具实力的布朗什维克工业公司担任运营经理，2001年至今，创立并领导杭州联德精密机械股份有限公司。
朱晴华	副董事长 董事	1999年至2001年1月，朱晴华女士任浙江对外贸易有限公司员工。2001年1月起至今，她任职于杭州联德精密机械股份有限公司，历任销售总监、监事，现任公司副董事长。
周贵福	董事	1998年至2004年，周贵福任职于杭州东华链条总厂。2005年至2006年，他进入杭州天奕机械有限公司工作。2006年，周贵福加入杭州联德精密机械股份有限公司并担任副总经理。2017年开始担任公司董事，参与公司重大决策制定，为公司发展方向提供战略建议。
吴洪宝	董事	1998年至2000年，吴洪宝在东风(杭州)重型机械有限公司担任技术员，负责机械技术相关基础工作。2001年起，吴洪宝加入杭州联德精密机械股份有限公司，从计划主管做起，后升任制造部经理，全面管理制造部门，如今，他担任公司董事兼副总经理，参与公司战略决策制定。
张涛	职工董事	2008年，张涛加入杭州联德精密机械股份有限公司，截至2025年9月，担任公司质保部经理。2019年1月至2025年5月期间，张涛担任公司职工代表监事。2023年12月21日，他经公司第二届职工代表大会选举，成为第三届监事会职工代表监事，2025年，他担任公司职工代表董事。

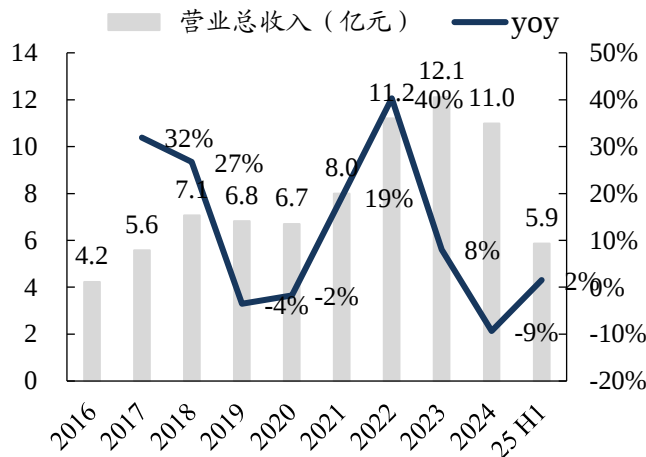
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 业绩增长态势稳定

1.3.1. 2016-2024 年利润 CAGR13.3%，业绩增长态势稳定

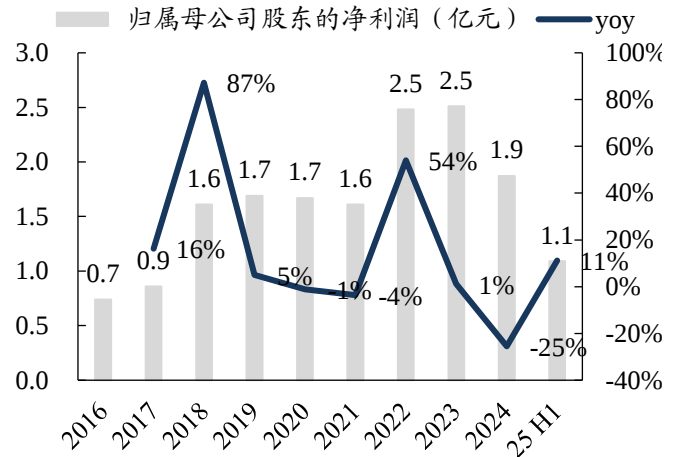
2016-2024 年公司收入/归母净利润 CAGR 分别为 12.7%/13.3%，业绩保持较快增长趋势。其中 2016-2023 年为公司快速增长阶段，期间收入/归母净利润 CAGR 分别为 16.2%/19.1%。但 2024 年受制于全球商用空调需求下滑，叠加公司子公司折旧压力较大，公司收入/利润同比分别-9%/-25%。2025 年上半年数据中心订单开始兑现业绩，公司收入及利润恢复正增长。随着德清工厂产能落地、AI 订单加速释放，公司业绩有望迎来加速增长。

图5：公司 2016-2025H1 营业收入和同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司 2016-2025H1 归母净利润和同比增速

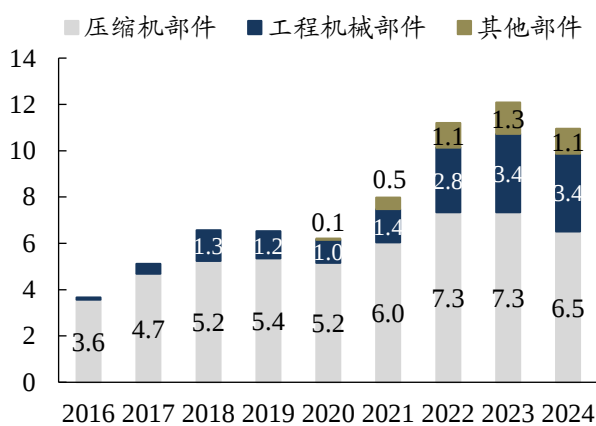


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 压缩机部件贡献主要营业收入，工程机械占比逐步提升

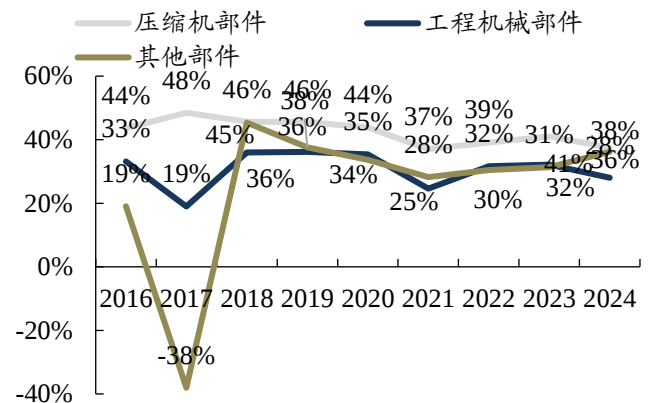
分产品拆分来看，压缩机部件贡献主要营业收入，工程机械占比逐步提升。①压缩机部件：占公司收入比重 60%以上，2024 年毛利率达到 38%，主要系公司在该领域产品定制化程度较高，实现较高盈利能力。②工程机械部件：随着与卡特彼勒合作关系逐步深入，收入规模快速扩张，收入占比从 2016 年 2%提升至 2024 年 31%。由于定制化程度相较于压缩机铸件较低，因此毛利率基本稳定在 30%左右。

图7：联德股份业务结构收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：联德股份主营业务毛利率维持高位



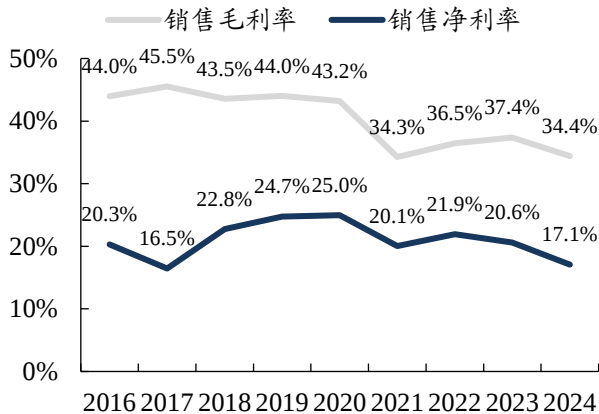
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.3. 费控能力优异，盈利能力有望开启上行拐点

费控能力优异，盈利能力有望开启上行拐点。公司盈利能力变化历经两个阶段，第一阶段为 2016-2020 年，下游商用空调及工程机械需求高涨，公司毛利率维持在 44%左右，由于规模效应的显现公司净利率从 20%提升至 25%；第二个阶段为 2021-2024 年，2021 年经历了原材料价格、海运费、汇率波动等影响，导致公司盈利能力大幅下滑，此

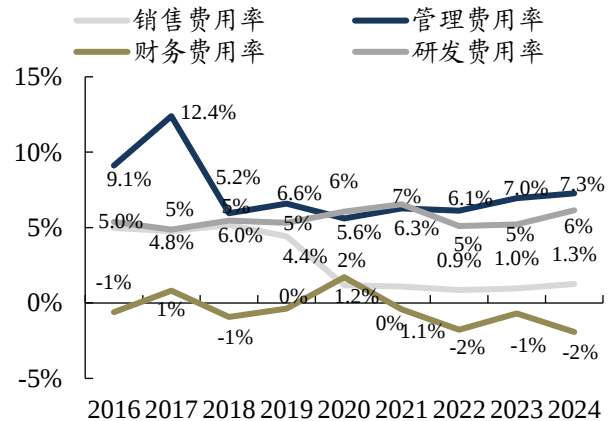
后全球经济增速放缓需求下降导致竞争加剧，叠加公司子公司亏损等因素，2022-2024 年公司盈利能力处于下行通道。展望后续，我们认为随着压缩机部件、工程机械部件产能的逐渐落地，规模效应释放下公司盈利能力有望开启上行拐点。费用端来看，公司费控能力优异，整体费用率处于较低水平。

图9：联德股份盈利能力情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：联德股份费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.4. 研发投入呈现增长态势，技术研发优势行业领先

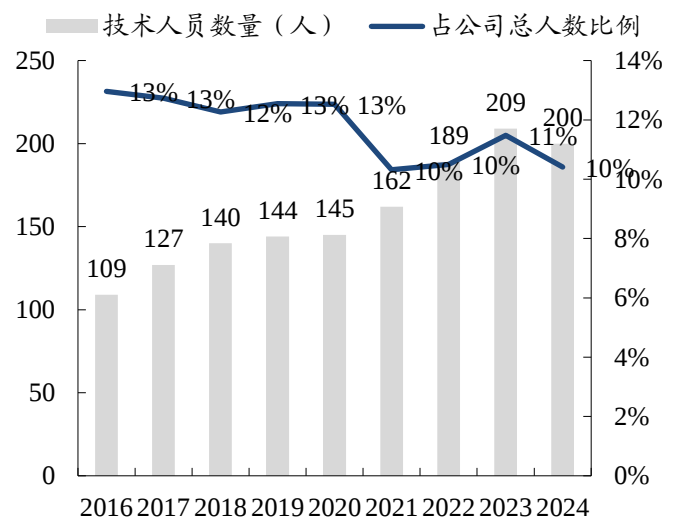
研发投入呈现增长态势，技术研发优势行业领先。公司持续加大研发投入，研发费用从2017年的0.3亿元提升至2024年的0.7亿元，研发费用率稳定在6%左右；技术人员从2016年的109人增长至2024年的200人，技术人员占比维持在12%左右，为公司保持技术研发优势打下了坚实的基础。

图11：联德股份研发费用及同比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：联德股份研发费用及同比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

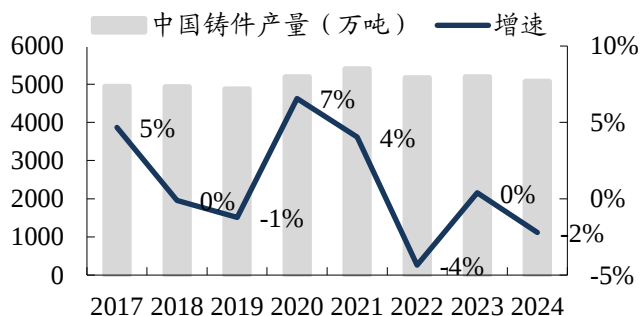
2. 传统业务工程机械迎来景气度复苏，新业务 AIDC 制冷&发电 打开成长空间

2.1. 铸件行业：单一行业依赖度低，孕育众多细分赛道龙头

铸件需求端覆盖领域广、单一行业依赖度低，孕育出众多细分赛道龙头。铸造是国民经济基础产业，是连接原材料与高端装备的关键纽带。铸件行业市场规模庞大，下游应用广泛，几乎涵盖我国所有制造业。2024 年我国铸件产量 5075 万吨，但机械赛道主要铸件龙头企业如纽威股份、联德股份等 2024 年产能约 10-12 吨，行业市占率仅 0.2%。此外，铸件行业在工艺、资金规模、客户认证等方面具有较高壁垒，因此不同下游领域之间的竞争并不激烈，孕育众多细分赛道龙头。

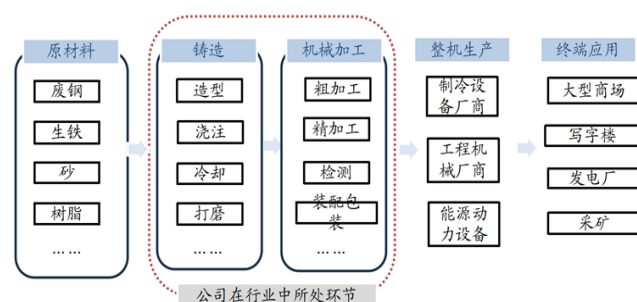
公司以压缩机铸件起家，具备铸造+机加工能力，能源动力及工程机械为新成长曲线，因此我们本篇报告分析聚焦以上三个细分赛道。

图13：2024 年我国铸件产量 5075 万吨，同比-2%



数据来源：中国铸造协会，东吴证券研究所

图14：公司在整机制造产业链中所处环节



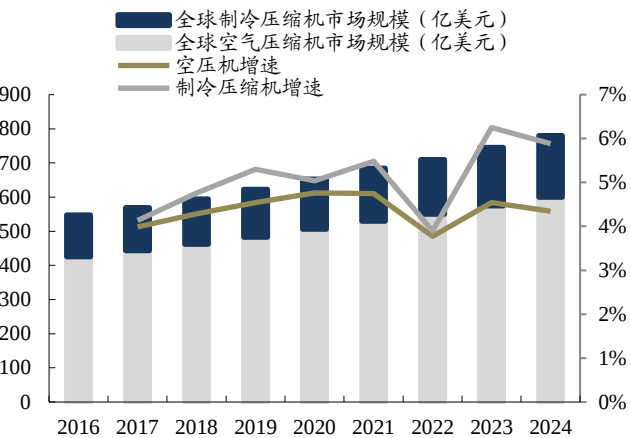
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1.1. 传统下游稳健增长，数据中心制冷为新增长点

压缩机行业应用广泛，产品种类众多，2024 年全球压缩机市场规模约 1000 亿美元。根据用途维度细分，压缩机可分为空气压缩机、制冷压缩机、工业压缩机、特种压缩机等，其中空气压缩机和制冷压缩机是应用最广泛的品类，也是公司零部件主要适配的品类，二者市场规模在总市场中占比约 80%，2024 年全球空压机/制冷压缩机市场规模分别约 600 亿美元/180 亿美元。

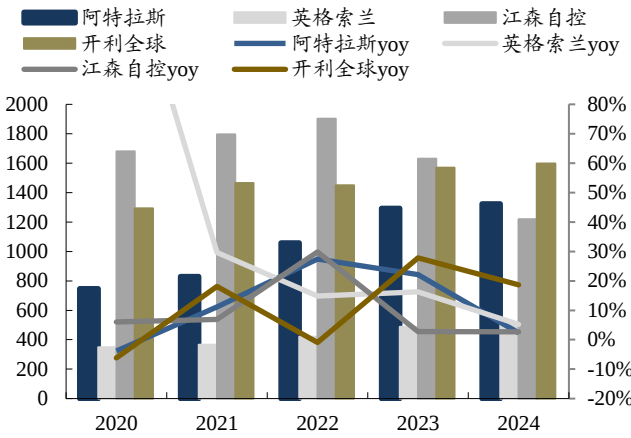
传统下游多年增长稳健，竞争格局相对稳定。空压机传统下游主要包括汽车制造、建筑开矿等领域，制冷压缩机传统下游主要包括工业、商用、民用制冷等领域，传统下游需求年均增速 4%-5%，与全球制造业发展增速相匹配。竞争格局也相对稳定，市场主要由欧美企业主导，包括阿特拉斯·科普柯 (Atlas Copco)、英格索兰 (Ingersoll Rand)、江森自控 (Johnson Controls)、特灵科技以及开利全球 (Carrier Global) 等国际巨头。

图15：2024 年全球空压机+制冷压缩机市场规模约 780 亿美元



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

图16：压缩机龙头公司收入（亿元）与增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

阿特拉斯、英格索兰、江森自控、开立全球、特灵科技物价公司 2024 年压缩机相关业务收入合计约 600 亿美元，合计市占率约 60%，全球市场竞争依然呈现欧美头部企业主导格局。

图17：压缩机行业龙头情况

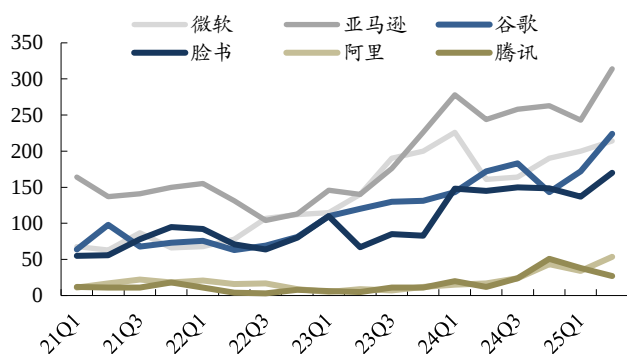
名称	企业商 标	成立时 间	总部所 在地	企业主营介绍	主要产品	主要产品图 示	2024年营业 总收入	2024年压缩机 收入	销售毛利率/ 销售净利率
阿特拉斯		1873	瑞典	1、压缩机技术：提供空压机、气体压缩机、干燥机、配件及品质服务。2、真空技术：提供真空泵、系统、附件及服务。3、工业技术：提供工业工具和装配系统、软件解决方案、材料去除工具。4、动力技术：提供移动空压机、增压机、建筑工具、发电机组、新能源储能设备、照明灯车、水泵、备件及品质服务。	空气压缩机		167亿美元	约74.5亿美元	42.85%/16.84%
英格索兰		1905	美国	公司主要有工业技术和服务、精密与科学技术两大业务线。产品包括全套压缩空气系统、工具、泵以及物料和流体处理系统等。	空气压缩机		72亿美元	37.8亿美元	43.81%/11.7%
江森自控		1885	爱尔兰	1、智慧建筑业务：江森自控提供世界上最大的建筑技术、软件和服务组合。其产品和服务组合包括暖通空调设备与控制系统、楼宇自控系统、安防产品、消防火灾产品等。 2、汽车业务：作为世界最大的汽车部件和座椅的独立供应商之一，提供汽车内饰产品，如座椅、仪表盘等，使得驾乘更舒适及安全。	暖通空调产品		230亿美元	产品和系统收入159.67亿美元（没有披露空调及压缩机等各业务收入）	35.19%/8.28%
开利全球		1915	美国	暖通空调业务：开利的核心业务，提供全系列的暖通空调产品和系统解决方案，包括空气处理机组、变风量空气末端、风机盘管、风冷冷水机组、水冷冷水机组、屋顶式空调机组、变制冷剂流量系统等，广泛应用于商业楼宇、工业场所、住宅等不同场景。	暖通空调产品（制冷压缩机）		225亿美元	暖气、通风和空调收入190.78亿美元	26.6%/25.38%
特灵科技		1913	爱尔兰	商用暖通空调业务：为高性能建筑提供创新空调系统、服务和解决方案，广泛应用于教育、医疗、政府、数据中心等多个领域。 民用暖通空调业务与供应业务：为民用市场提供暖通、制冷、恒温控制和家居自动化产品，并提供完整的创新配件、选配件和备件。	暖通空调产品（风冷式冷水机组）		198亿美元	设备收入133.15亿美元（没有披露空调及压缩机等各业务收入）	35.69%/13.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

AI 趋势下大厂资本开支加速投入，北美及国内 AIDC 建设高景气。OpenAI 正式推

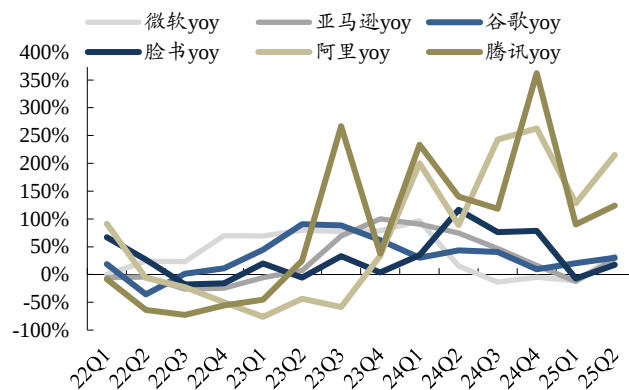
出 ChatGPT 后,北美巨头公司纷纷下场押注 AI,加大资本开支建设 AI 数据中心。2022Q4 以来北美巨头微软、亚马逊、谷歌、Meta 资本开支明显提速,例如微软 2022Q4 以来平均每季度资本开支增速约 70%,2024 年总资本开支相较于 2021 年增加 160%。国内方面,阿里及腾讯资本开支绝对值远低于北美巨头,但 2024 年以来每季度资本开支增速平均达到 150%-200%,呈现加速追赶态势。

图18: 国内外互联网大厂资本开支情况(亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

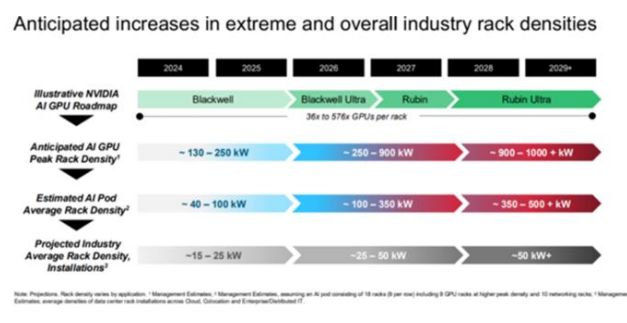
图19: 国内外互联网大厂资本开支增速情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

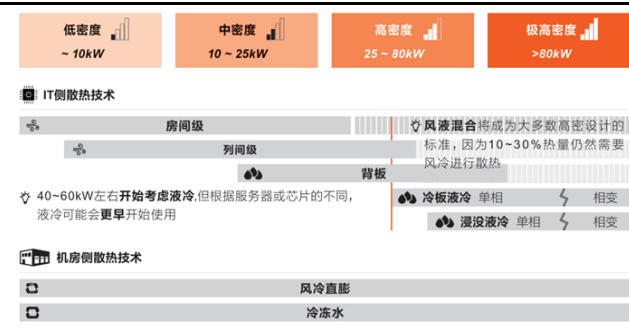
AIDC 功率密度提升对散热要求高,制冷端重要性凸显。当前 AI 训练集群单机柜功率相较于传统数据中心成倍提升,AIDC 当前单机柜功率已经突破 100kw,部分超算中心甚至达到 300kw。芯片功耗大幅提升情况下,AIDC 中心对散热效率的要求也大幅提高,制冷技术路径的选择也成为当下 AIDC 建设过程中的关键问题。例如在机柜功率提高至 25kw 以上时,仅有风冷的话散热效率将大幅下降,引入液冷成为解决高功率密度散热问题的关键。随着 AI 机柜效率的提升,制冷端 capex 也随之大幅增加。

图20: 机架功率密度或将进入 MW 时代



数据来源: 维谛技术公司官网, 东吴证券研究所

图21: AIDC 功率密度提升对散热要求变高



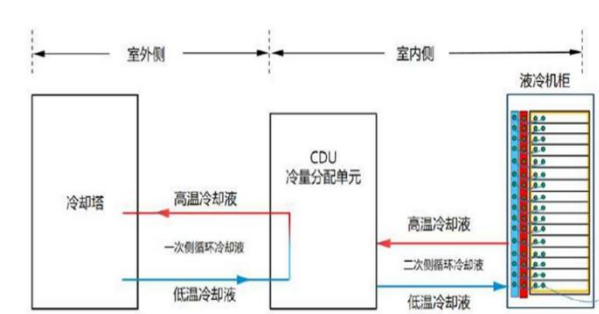
数据来源:《维谛技术-智算中心基础设施演进白皮书》, 东吴证券研究所

制冷系统是 AIDC 平稳运行的关键,压缩机则是制冷系统的“心脏”。不管是风冷还是液冷,制冷设备离不开压缩机。风冷路径中,压缩机应用于空调机组;液冷技术中,压缩机应用于冷水机组。液冷系统的运行原理是完成“室内吸热→中间换热→室外放热”的循环,室内侧核心部件包含冷板、CDU、冷却液等,室外侧主要为冷却塔+冷水机组,

其中冷水机组的核心动力部件即为压缩机。

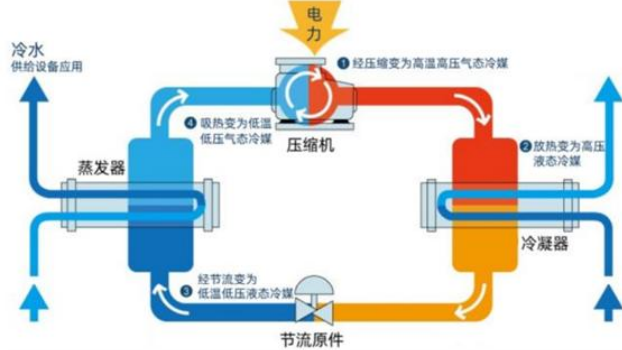
压缩机是制冷系统中唯一提供动力的部件，其性能直接决定制冷系统的能效与运行稳定性。压缩机的零部件主要包含腔体、壳体、转子、阀门等核心铸件。

图22：液冷散热技术原理



数据来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，东吴证券研究所

图23：压缩机示意图



数据来源：FerroTec，东吴证券研究所

美国 AIDC 制冷端铸件市场空间预计到 2028 年达 104 亿元。核心假设如下：①美国 AIDC 资本开支未来年均增速约 20%；②制冷系统成本占比：随着液冷技术应用，2024-2028 年制冷系统成本占比预计从 7%提升至 11%；③压缩机在制冷系统中成本占比约 40%：冷水机组在制冷系统中占比约 70%，压缩机在冷水机组中占比 50%-60%。④铸件在压缩机成本中占比约 10%。

根据 Synergy Research Group 的数据,按照 IT 负载功耗来看,2028 年美国 AIDC 市场份额为 40%，则全球铸件市场规模大致约等于 104/0.4=259 亿元。

图24：美国 AIDC 制冷端铸件预计到 2028 年市场空间约为 104 亿元

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2024-2028CAGR
美国AIDC资本开支（亿美元）①	2500	3000	3600	4320	5184	20%
制冷端占比（考虑到液冷技术应用增加）②	7%	8%	9%	10%	11%	/
制冷端市场规模（亿元）③=①*②*7	1225	1680	2268	3024	3992	34%
制冷系统供应商毛利率④	35%	35%	35%	35%	35%	/
制冷系统采购成本（亿元）⑤=③*（1-④）	796	1092	1474	1966	2595	34%
压缩机占比⑥	40%	40%	40%	40%	40%	/
压缩机市场空间（亿元）⑦=⑤*⑥	319	437	590	786	1038	34%
铸件成本占比⑧	10%	10%	10%	10%	10%	/
铸件市场空间（亿元）⑨=⑦*⑧	32	44	59	79	104	34%
若考虑美国AIDC资本开支在全球占比约40%，则可以计算出全球铸件市场空间						
全球铸件市场空间（亿元）⑩=⑨/0.4	80	109	147	197	259	34%

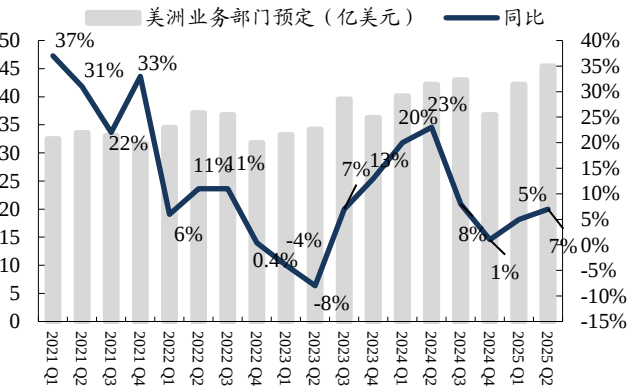
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

随着 AI 算力需求快速释放，美国自 2022 年起加速推进 AIDC 建设，带动制冷系统需求显著增长。由于压缩机属于后装环节，相关订单自 2023 年下半年开始集中兑现。

(1) 特灵科技：商用暖通空调（HVAC）业务在 2023 年下半年 出现了显著的增长拐点，商用及应用型 HVAC 订单增速明显提升。2023Q3-Q4，美洲市场订单同比分别增长 7% 和 13%，其中 HVAC 订单增幅最大，分别约为 14% 和 15%。2025 年公司订单增长势头延续，2025 Q1 美洲 HVAC 订单出货同比增长 115%，较 2024 年底新增约 4 亿美元的未交付订单。2025Q2，HVAC 订单继续强劲增长，增幅超过 20%。

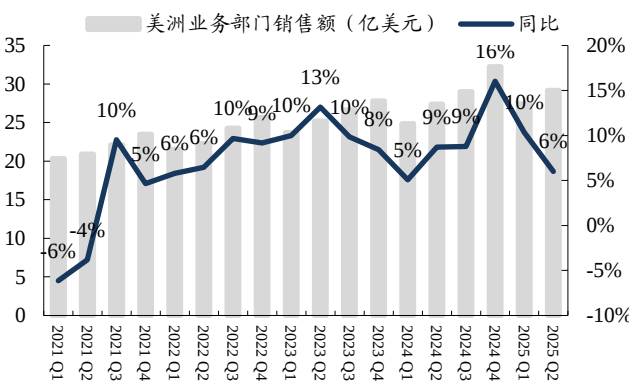
(2) 江森自控：商业空调业务同样在 2023 财年加速增长，2023Q4 美洲市场销售额同比提升 8%，订单与未交付订单分别增长 8%和 10%，其中 HVAC 实现双位数增长，成为核心驱动力。2025Q3 公司在 HVAC 持续强劲带动下，收入同比增长 7%，订单与未交付订单分别同比增长 5%和 10%，延续高景气态势。

图25：特灵科技美国地区订单及增速



数据来源：特灵科技官网，东吴证券研究所

图26：江森自控美国地区收入及增速



数据来源：江森自控官网,东吴证券研究所

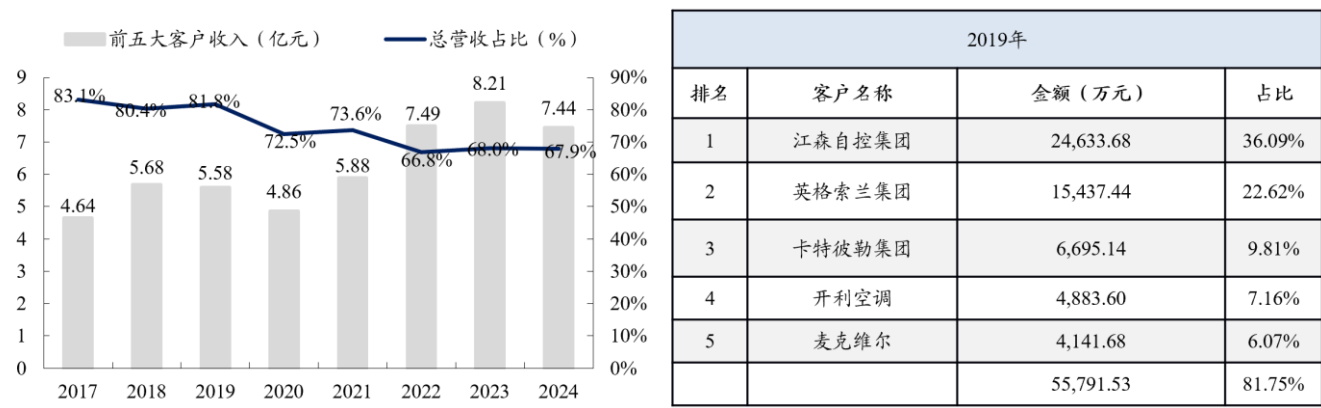
图27：江森自控及特灵科技针对美国制冷业务收入及订单情况

	江森自控美洲制冷业务收入增速	特灵科技美洲制冷业务订单增速
2023Q3	实现低两位数增长	14%
2023Q4	保持两位数增长	15%
2024Q1	保持两位数增长	30%
2024Q2	保持两位数增长	增幅超过20%
2024Q3	超过20%的增长	/
2024Q4	超过20%的增长	/
2025Q1	高个位数增长	/
2025Q2	/	增幅超过20%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

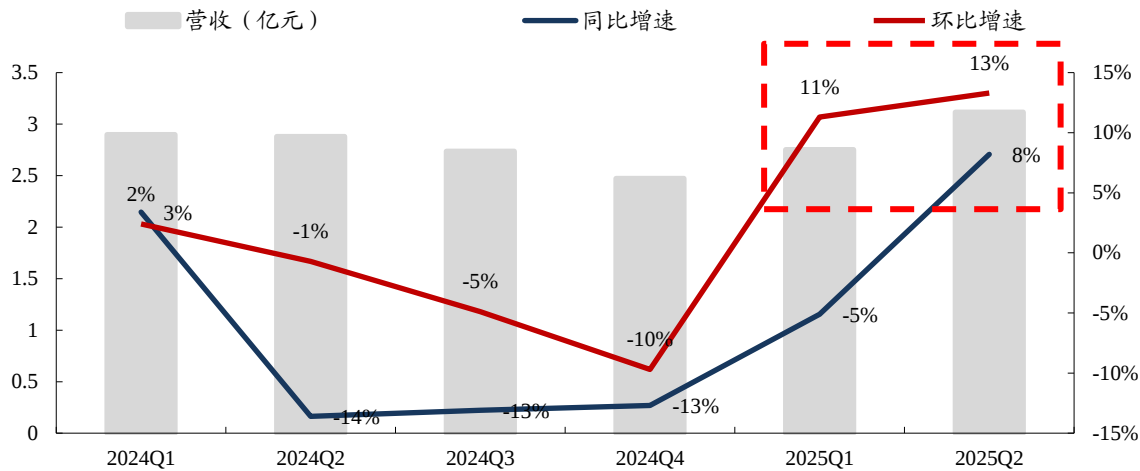
公司作为压缩机铸件核心供应商，收入端也迎来拐点，2025Q1-Q2 收入同比环比增速有明显改善。此前我们提到阿特拉斯、江森自控等五家头部压缩机 2024 年市占率达到 60%，而江森、英格索兰、开利、麦克维尔在公司收入占比达到 70%左右，因此理论上公司收入增速应与行业及客户收入增速高度相关。但从实际表现来看，公司收入拐点慢于客户，我们判断主要系公司在江森等客户海外工厂供应份额仍较低，在其国内工厂供应份额较高，因此公司收入拐点到 2025 年出现，与国内 AIDC 资本开支进展可以匹配。因此公司未来增长点主要源于两个方向：①提升外资客户海外工厂供应份额；②国内 AIDC 资本开支继续上行。

图28：公司 2017-2024 年前五大客户收入占比平均 70%以上



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

图29：公司收入端 2025Q1 开始迎来向上拐点



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 能源动力：布局数据中心发电侧，受益于 AI 产业趋势

发电端业务是公司自 2024 年起逐步落地的全新增长板块，聚焦数据中心电源等高性能能源装备需求，涵盖柴油发电机、燃气内燃机及燃气轮机三大细分方向。核心客户包括卡特彼勒、Innio、索拉等，由于产品结构复杂、精度要求高、技术附加值较强，其毛利率显著高于传统产品线，有望成为公司新的业绩增长引擎。

接下来我们也将从柴油发电机、燃气轮机、燃气内燃机三个方向分析公司未来增长空间。

图30：公司在 AIDC 发电侧核心产品与布局

细分领域	主要产品/功能	核心客户	业务进展与订单情况	收入预期与增速
柴油发电机	供应腔体、壳体等核心部件；单套价值15-20万元	核心客户：卡特彼勒；潜在客户：潍柴、康明斯	2024年通过卡特上机考核，2025年小批量供货，墨西哥工厂落地后有望拓展其他头部客户订单	年化目标2亿元(对应1万吨产能)，2025年实现小批量确收；卡特数据中心柴发需求约7000-8000台。
燃气内燃机	主电源，往复式活塞运动，可烧天然气、氢气。	核心客户：Innio(原GE旗下，现欧洲品牌，市场在美国)	2022-2023年新开发客户，2024年增量显著	2024年上半年增速超60%收入预期，收入约1000万元，全年目标2000-3000万元。
燃气轮机	主电源，供应压气机、透平(冷端，200-300℃)，工作原理类似空调压缩机。	核心客户：索拉(卡特彼勒子公司)	2023-2024年启动开发，2025年小批量供货。	年化目标2亿元(客户反馈或超预期)，2026年起显著放量;索拉订单排至2028年。

数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

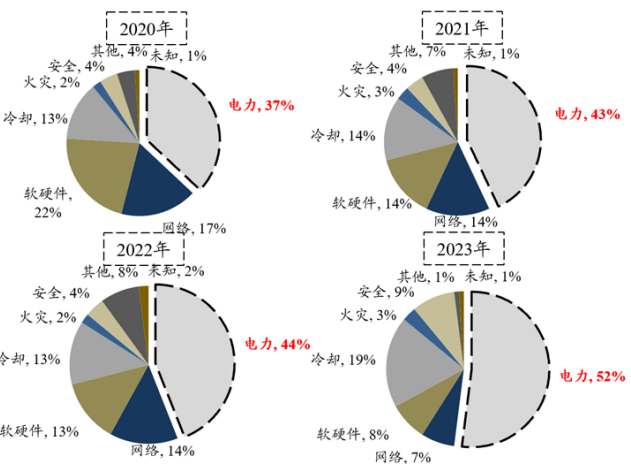
2.2.1. 能源动力：柴油发电机：龙头业绩已开始兑现

美国电力基础设施老旧，无法应对快速增长的电力需求。AI 数据中心将带来区域

性缺电和稳定电源紧缺两大风险，因此美国选用多种方案解决电力需求，包括核电、地热、其他可再生能源、燃气和燃油等。但核电、风光储、地热、其他可再生能源等短期内落地速度较慢，燃气+燃油成为当前解决电力难题的首要选择。

基于柴油发电机和燃气轮机的不同特点，柴油发动机多用于备用电源，燃气轮机多用于主供电源，均受益于 AIDC 建设提速。

图31：2020-2023 年美国数据中心停机原因，电力供给不足的比重逐年增大



数据来源：Uptime, Nexans, 东吴证券研究所

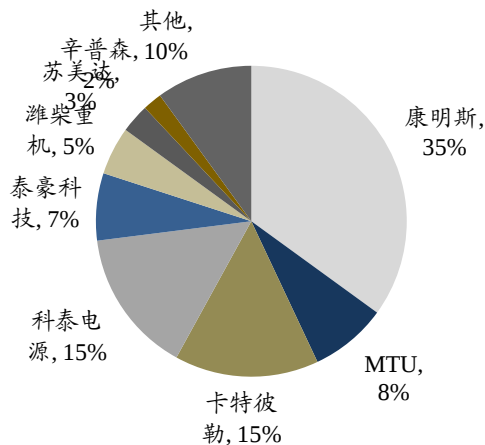
图32：柴油机组和燃气轮机发电方案各有优劣

	燃气轮机发电机组方案	柴油发电机方案
大型数据中心电力需求	60MW	
年耗电量	60MW × 365 × 24h=525600MWh	
初始设备投资成本（万元）	60MW × 600 万/MW=36000 万元	60MW × 200 万/MW=12000 万元
电厂热效率	60%	40%
年消耗能源成本	525600MWh × 3.412MMBtu/MWh* (1/60%) × 3.37美元/MMBtu × 7.33元/美元=7383 万元	525600MWh × 3.6MJ/kWh* (1/40%) * (1/40MJ/L) × 1美元/L × 7.33元/美元=86685 万元
CAPEX（亿元/GW）	60	20
OPEX（元/kWh）	0.14	1.65
结论	OPEX仅为燃油的不到1/10, 发电稳定性强, 适用于主力发电	CAPEX较低, 柴油易于获取和保存, 适用于紧急情况备用发电

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

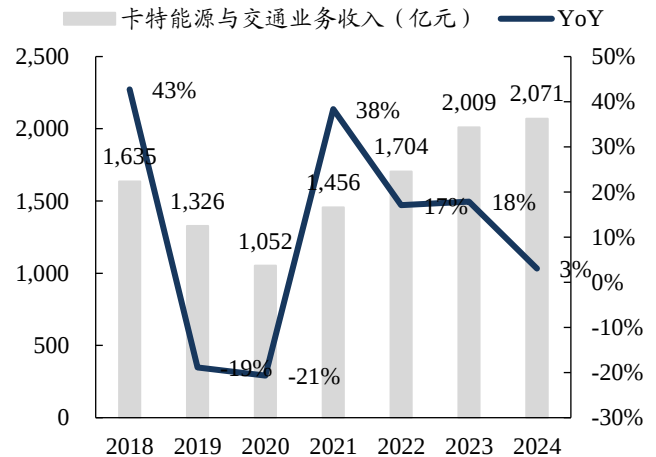
受益于 AIDC 产业趋势，卡特、康明斯等柴油机组龙头业绩明显增长。与压缩机类似，柴油发电机组市场也呈现出欧美龙头占据主要市场份额的态势，以中国数据中心应用为例，2024 年康明斯、MTU、卡特彼勒合计占据近 60%市场份额。下游景气度维持高位，卡特彼勒、康明斯柴油发电机组业务业绩增长明显。卡特与康明斯均在业绩说明会中提到，收入增量主要来源于数据中心：①2024Q2 卡特称公司能源与运输部门收入同比+7%，其中发电业务销售额同比激增 28%，是公司未来几年收入增速最高的板块之一，2025Q1 发电业务同比增长 58%；②2025Q2 康明斯业绩会表示电力系统业务受到 AI 拉动影响，收入规模和盈利能力均有明显提升。

图33: 2024 年中国数据中心用柴发电机组竞争格局



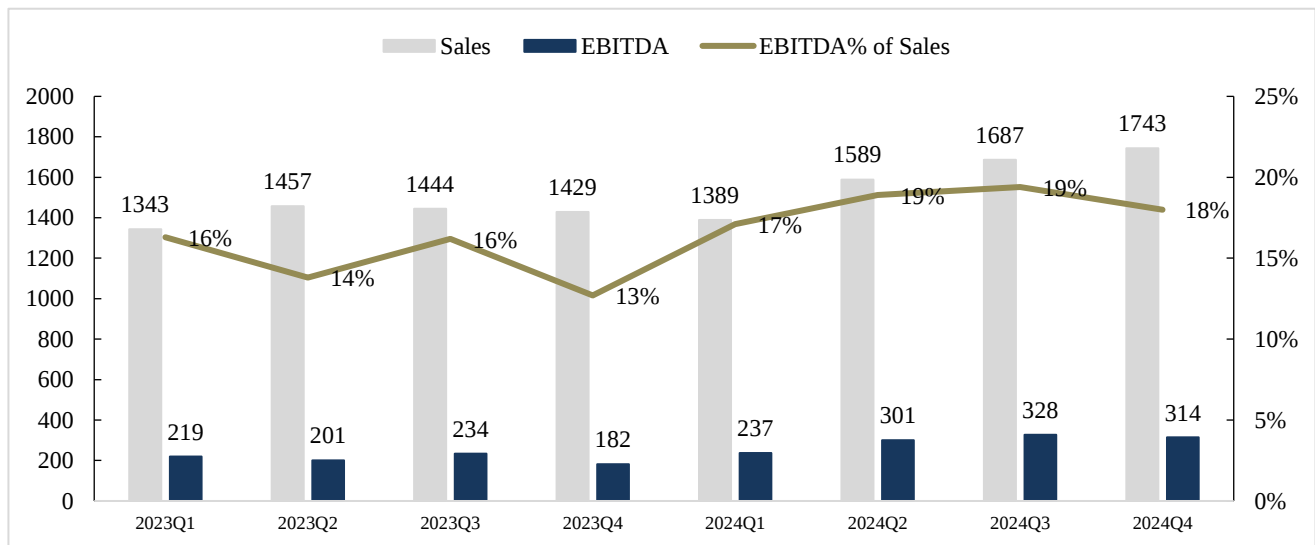
数据来源: 泰豪科技、科泰电源、潍柴重机公司官网, 东吴证券研究所

图34: 2018-2024 年卡特能源与交通业务收入情况



数据来源: Wind, 卡特彼勒官网, 东吴证券研究所

图35: 2023-2024 年康明斯分季度电力系统收入利润情况 (百万美元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司凭借在工程机械领域与卡特彼勒多年合作关系, 顺利切入其柴油发电机组供应链。当前公司可供应发动机缸体、飞轮壳体、后齿轮箱、减速器、减速器壳体等产品, 公司所供应产品在单套发电机组 ASP 约 15-20 万元。卡特彼勒近几年在数据中心领域对柴油发电机组的需求合计约 7000-8000 台 (2024 年卡特在中国数据中心约销售 500 台), 卡特彼勒对铸件需求预计约 10-16 亿元。

康明斯、潍柴重机为公司潜在突破客户, 按照卡特彼勒在数据中心市占率计算, 数

据中心用柴油发电机组铸件市场空间约 70-100 亿元。

图36：柴油发电机组示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图37：公司供应柴油发电机组铸件示意图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

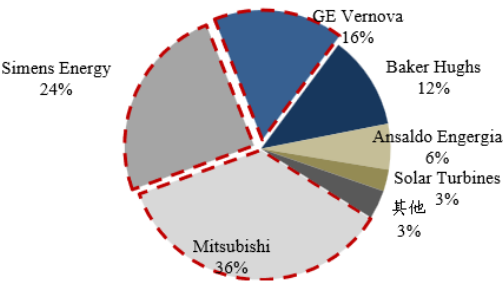
2.2.2. 能源动力：燃气轮机：供需错配的稀缺赛道

燃气轮机凭借短建设周期+低 CAPEX，成为美国 AIDC 短期最优解决方案。

目前全球燃气轮机市场呈现寡头垄断格局。全球市场来看，2023 年三菱重工、西门子能源、GE Vernova 三大巨头占据全球 76.3%份额，其中三菱重工在先进级（F/G/J 级）燃气轮机市占率达 56%。除了三大龙头外，Solar Turbines 以小燃机交付速度快的优势在北美取得较多订单。

西门子及 GEV 在手订单验证燃气轮机高景气，需求旺盛但短期产能不足，供需错配导致二者在手订单交期已排至 3-5 年后。因此龙头纷纷选择扩产，西门子/GE/三菱均表示在当前产能基础上再扩 30%。

图38：2023 年全球燃气轮机市场份额情况



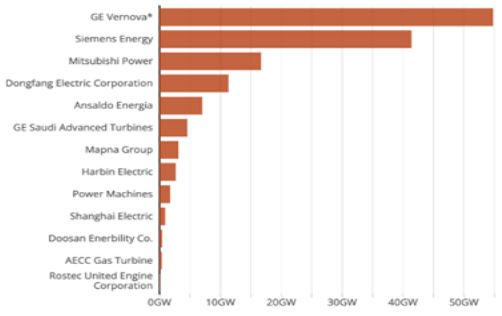
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：GEV 燃气轮机交付速度大幅慢于订单增长速度

	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2
新签订单燃气轮机（GW）	92	93	112	38	47
新签订单燃气轮机-千兆瓦级（GW）	9.8	9.5	20.2	7.1	5.1
实际交付燃气轮机（GW）	101	91	75	19	21
实际交付燃气轮机-千兆瓦级（GW）	11.1	13.8	11.9	3.0	5.2

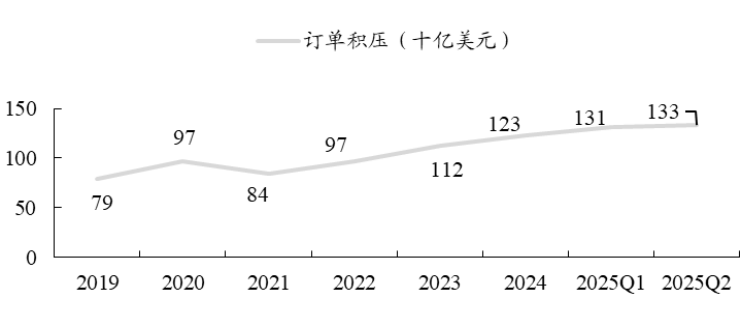
数据来源：GEV 官网，东吴证券研究所

图40：龙头在建产能情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：西门子未交付燃气轮机订单持续增加



数据来源：西门子官网，东吴证券研究所

2030 年燃气轮机发电机组对应的壳体、腔体等铸件市场空间预计达 105 亿元。

图42：北美燃气轮机及相关铸件市场空间测算

北美市场燃气轮机解决方案发电需求测算	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
英伟达等效H100片数（万片）	360	900	无法预测，直接预测全球总出货数				
英伟达市占率	80%	80%					
等效H100片数（万片）①	450	1125	1575	2205	3087	3704	4445
8卡服务器集群数量（万台）②=①/8	56	141	197	276	386	463	556
单台服务器热功耗（kW）③	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
CPU、网络、NVLink等功耗（kW）④	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
存储、管理等功耗（W）⑤	183	183	183	183	183	183	183
网络交换功耗（W）⑥	729	729	729	729	729	729	729
等效8卡服务器集群单站功耗（kW）⑦=③+④+⑤+⑥	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1
北美AI算力中心装机容量需求（GW）⑧=⑦*②	6	16	22	31	43	51	62
当年新建成电网提供电力（GW）⑨	0	0	2	5	5	8	10
核电/地热/其他新能源发电提供电力（GW）⑩	0	0	0.5	0.7	0.7	0.8	2
对应北美燃气轮机解决方案发电需求（GW）⑪=⑧-⑨-⑩	6	16	19	25	37	43	50
燃气轮机单W价格（元）⑫	3	3	3	3	3	3	3
燃气轮机机组市场空间（亿元）⑬=⑪*⑫*10	180	480	570	750	1110	1290	1500
西门子等燃机企业设备毛利率⑭	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
燃机成本市场空间（亿元）⑮=⑬*（1-⑭）	126	336	399	525	777	903	1050
壳体、腔体等铸件成本占比⑯	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
壳体、腔体等铸件市场空间（亿元）⑰=⑮*⑯	13	34	40	53	78	90	105

数据来源：Wind，东吴证券研究所

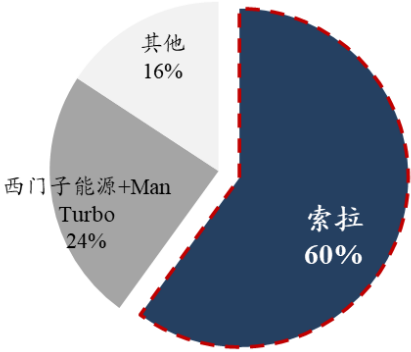
公司燃气轮机领域客户主要系卡特旗下子公司索拉（Solar Turbines），燃机单机功率覆盖 1.2-38MW。截至 2025H1，已有超过 16700 台/套索拉的燃机运行在全球超过 100 个国家和地区、累计运行时长超 30 亿小时，其中有超过 2500 台索拉燃机机组安装在海上平台或 FPSO 上。截至 2023 年，索拉 10MW 以下小型燃气轮机占全球超 60%份额。

图43：索拉产品矩阵

项目	Mars 100	Titan 130	Titan 250
研发年代	1973	1997	2008
发电功率/kW	10690	15000	21745
发电效率/%	32.4	35.2	38.8
耗热率(kJ/kW/h)	11090	10230	9260
排气温度℃	485	495	465
尺寸m	14.5*2.8*3.6	15.9*3.2*3.1	18.1*3.7*4.2
重量t	67	77	140

数据来源：索拉官网，东吴证券研究所

图44：2023 年索拉占全球 10MW 以下燃气轮机份额达 60%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.3. 能源动力：燃气内燃机

燃气内燃机本质是一种内燃机，核心工作原理与汽油、柴油内燃机类似，均通过“进气 - 压缩 - 燃烧 - 排气”四个冲程循环做功。燃气内燃机和燃气轮机相似点在于燃料均为天然气，但二者差异主要在于前者的功率较小，适用场景差异较大。燃气内燃机单机功率约 10kw-10MW，适用于工厂/社区供电，燃气轮机单机功率可达 800kw-800Mw，更适用于大型电站。燃气内燃机和柴油内燃机相似点在于工作原理一致（均为往复式内燃机），但二者在环保属性上具有本质差异导致应用场景区别较大。

图45：燃气内燃机与燃气轮机异同比较

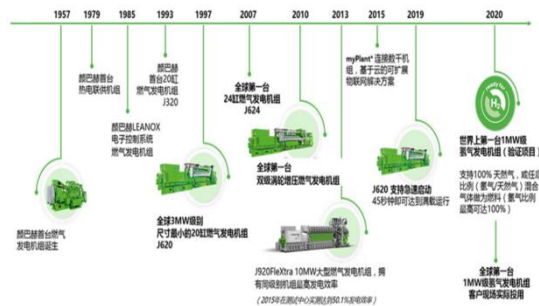
对比项目	燃气内燃机	燃气轮机	柴油内燃机
工作原理	通过进气、压缩、燃烧、排气四个冲程，气体燃料在气缸内燃烧，推动活塞做往复运动，将内能转化为机械能	空气经压缩机压缩后进入燃烧室，与燃料混合燃烧，产生高温高压气体推动涡轮叶片高速旋转，直接输出旋转运动	通过进气、压缩、喷油燃烧、排气四个冲程，柴油在气缸内燃烧，推动活塞做往复运动，实现能量转化
燃料类型	天然气、液化石油气、生物质气等气体燃料	天然气、石油气等气体燃料，也有部分可使用液体燃料	柴油
热效率	小型机组热效率约 30%-40%，大型机组可突破 45%	简单循环燃气轮机热效率一般在 30%-40%，联合循环时可达 50% 以上	增压柴油机的最高热效率可达 46%
功率范围	功率相对较小，一般从几十千瓦到数兆瓦	功率范围广，可从几十千瓦到数十兆瓦，常用于大功率场合	功率范围较广，从小型的几千瓦到大型的数千千瓦甚至更高
体积重量	体积较小，重量较轻，结构紧凑	体积和重量介于蒸汽轮机和内燃机之间，相对较为紧凑	体积和重量一般比燃气内燃机大，但比燃气轮机小一些
启动速度	启动速度较快，可在较短时间内达到满负荷运行	启动速度非常快，能迅速响应负载变化，可在几分钟内达到满负荷	启动速度相对较慢，尤其是在低温环境下，可能需要辅助加热装置
维护成本	维护相对简单，零部件较少，维修和更换成本较低	维护成本较高，涉及涡轮、压缩机等复杂部件，对维护技术要求高	维护成本相对较低，结构相对简单，维修技术普及
排放特点	排放较低，氮氧化物、颗粒物等污染物排放量较少，但一氧化碳和碳氢化合物排放量可能相对较高	排放较为清洁，氮氧化物等污染物排放量低，且在全工况内排气均不带烟	排放的氮氧化物和颗粒物相对较多，尤其是在启动、加速工况会产生可见的碳烟
应用场景	分布式能源站、备用电源、工业驱动（如压缩机、水泵等）、少量应用于船舶和特种车辆	喷气式飞机、高性能舰船、大型电站（联合循环发电）、工业驱动等	地面运输车辆、矿山和建筑工程机械、内河及海上船舶的主机和辅机、备用发电机、军事装备等

数据来源：GEV 官网，Innio 官网，东吴证券研究所

公司在燃气内燃机领域客户为 INNIO Group GmbH，Innio 是全球领先的燃气内燃机（Gas Engine）及分布式能源解决方案提供商，总部位于奥地利。公司专注于为工业、商业及公用事业客户提供高效率、低排放的燃气发动机系统与全生命周期运维服务，产品广泛应用于发电、热电联产（CHP）、分布式能源及压缩机驱动等领域。

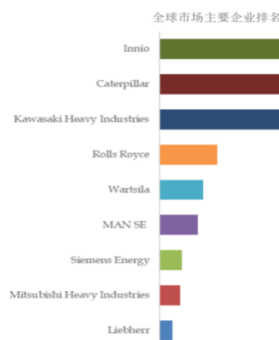
INNIO 旗下拥有三大品牌：Jenbacher、Waukesha 与 myPlant。其中，Jenbacher 作为核心品牌，主打中高功率燃气内燃机（200 kW-10 MW）。凭借领先的燃机技术和全球化布局，Jenbacher 的燃气发动机与发电机组的占有率达到 35% 以上，特殊气体的发动机与发电机占有率高达 80%。随着 INNIO 在北美市场对中功率燃气发电设备需求的持续增长，公司有望凭借在墨西哥的产能布局与本地化供货优势，提升配套份额。

图46: Innio 发展历程



数据来源：Innio 官网，东吴证券研究所

图47: Innio 在全球燃气发动机市场市占率排名第一

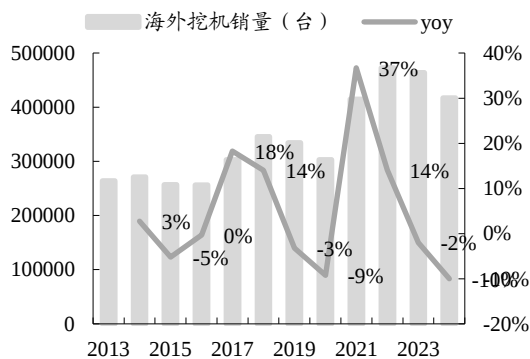


数据来源：Innio 官网，东吴证券研究所

2.3. 工程机械：行业景气度向上，关税背景下全球产能布局优势明显

全球工程机械需求有望于 2025 年开始新一轮上行周期。公司工程机械客户主要为卡特彼勒，卡特工程机械业务在全球各地均有分布，北美/拉美/EAME/亚太地区收入占比分别约 50%/10%/20%/20%，卡特经营状况与全球工程机械需求紧密相关。2021-2022 年疫情后的经济刺激和供应链重构导致除了中国以外的全球工程机械市场高度繁荣，但这也导致后续需求被提前透支。2022 年下半年开始美联储加息导致的全球通胀导致基建投资放缓，经过 23-24 年的调整&美联储持续降息，全球需求有望底部向上。从小松全球各地区销量也可以看出，2025 年北美、欧洲、大洋洲、拉美等地需求相较于 2024 年明显好转。

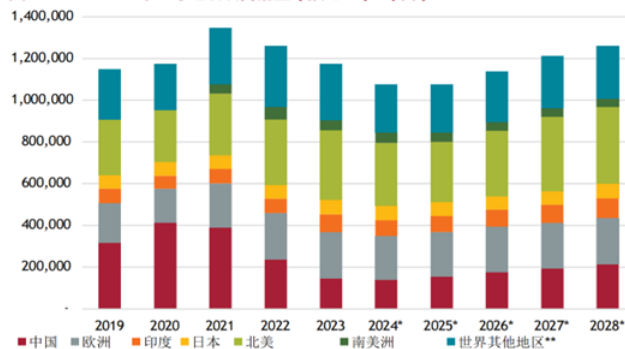
图48: 全球挖机销量于 2022 年见顶



数据来源：Off-Highway Research，小松官网，东吴证券研究所

图49: 全球有望于 2025 年开启新一轮上行周期

图 4. 2019-2028 年全球建筑设备销量（按地区）*（台）



数据来源：Off-Highway Research，东吴证券研究所

图50: 小松全球各地区销量同比增速显示 2025 年欧美、北美、大洋洲、拉美等地需求相较于 24 年明显好转

	2024M4	2024M5	2024M6	2024M7	2024M8	2024M9	2024M10	2024M11	2024M12	2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6	2025M7	2025M8
日本	7%	-4%	-11%	8%	-4%	-4%	-8%	-6%	-23%	-17%	-15%	-9%	-38%	-16%	-3%	-27%	-19%
北美	2%	-8%	-20%	-6%	-18%	-12%	6%	-9%	2%	-8%	-10%	-3%	0%	-11%	4%	7%	3%
欧洲	-4%	-18%	-17%	-19%	-23%	-20%	-19%	-15%	-13%	-19%	-11%	-8%	1%	9%	-1%	7%	1%
中国	11%	30%	28%	24%	20%	23%	20%	19%	24%	2%	98%	26%	15%	-8%	1%	10%	8%
东南亚	-8%	-10%	-7%	0%	8%	10%	10%	13%	34%	4%	30%	20%	33%	6%	22%	14%	-1%
大洋洲	-10%	-25%	-39%	-13%	-17%	-28%	-25%	-30%	-20%	-25%	-15%	-18%	-20%	-15%	4%	1%	-8%
拉丁美洲	3%	-5%	-3%	-15%	-9%	-1%	-1%	-3%	11%	-9%	16%	11%	-2%	-6%	-1%	18%	5%
独立国家联合体	6%	-17%	29%	26%	-15%	20%	-15%	-10%	36%	-20%	-37%	-20%	-22%	-25%	-33%	-22%	1%
中东	-18%	-4%	4%	23%	-14%	-1%	43%	-9%	18%	6%	-24%	41%	30%	19%	10%	-6%	27%
非洲	35%	28%	58%	18%	28%	45%	53%	39%	25%	32%	21%	67%	53%	52%	30%	56%	49%

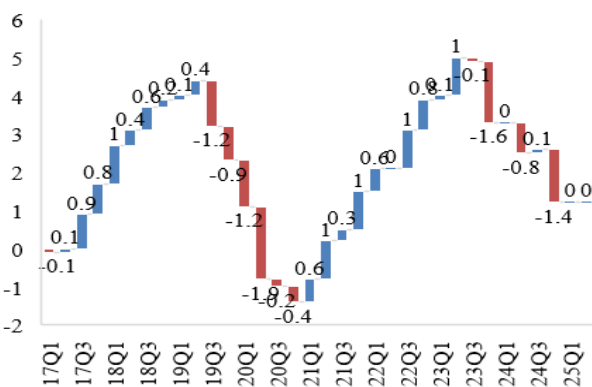
数据来源: 小松官网, 东吴证券研究所

库存方面, 卡特即将进入新一轮加库周期, 有望加快上游零部件下单节奏。上一轮卡特去库经历 6 个季度, 这轮从 23Q3 开始至 25Q2 已经过去 6 个季度, 当前去库节奏已经进入尾声, 我们判断卡特即将进入新一轮加库周期, 有望加快上游零部件下单节奏。

卡特 2025Q1 工程机械板块收入/利润增速分别为-8%/-30%, 盈利严重被关税拖累。我们判断, 关税背景下, 卡特对供应链安全要求变严格, 全球产能布局完善的供应商有望获得更高供应份额。

图51: 卡特彼勒即将进入新一轮加库周期

卡特经销商机械设备库存同比变化值(亿美元)

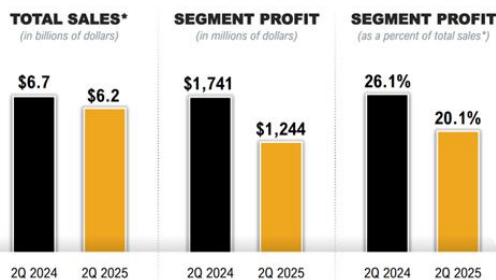


数据来源: 卡特彼勒官网, 东吴证券研究所

图53: 卡特 2025Q2 工程机械利润下滑 30%

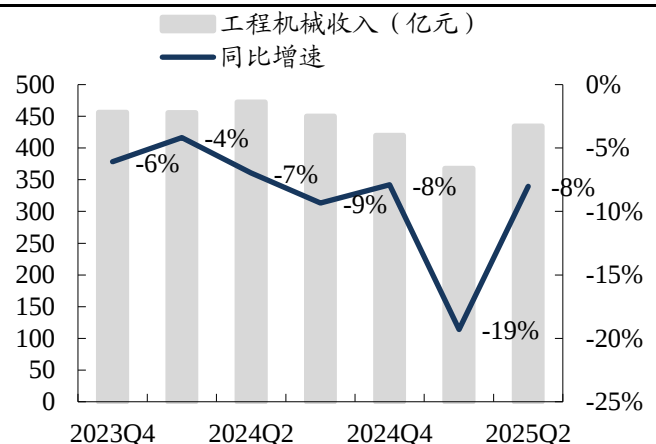
Construction Industries

Second Quarter 2025 vs. Second Quarter 2024



数据来源: 卡特彼勒官网, 东吴证券研究所

图52: 卡特 2025Q2 工程机械收入同比下滑 8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. “铸造+机加工”一体化为基石，深度绑定客户&全球化产能构筑核心壁垒

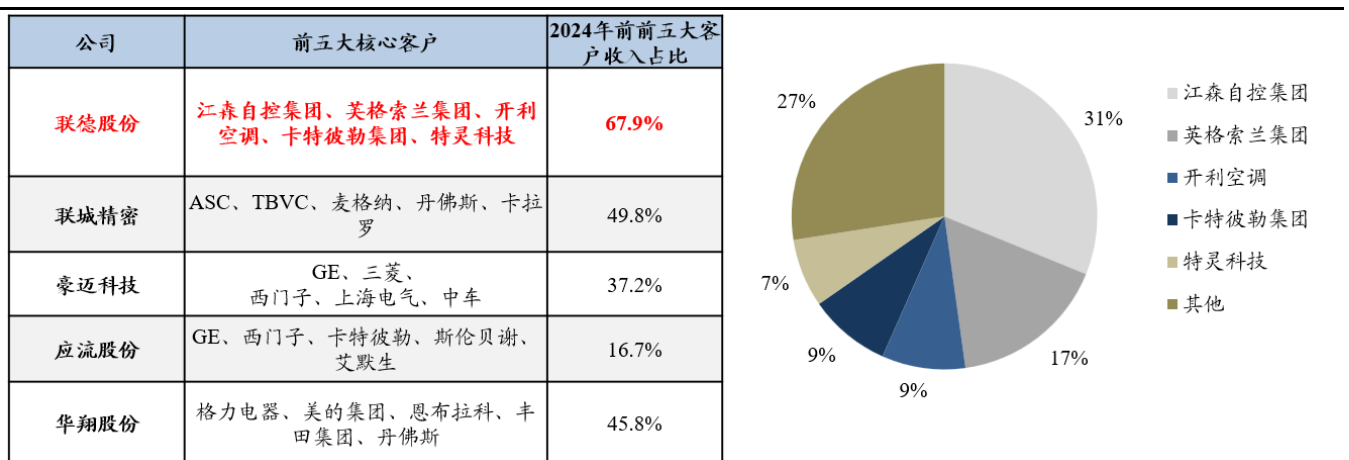
3.1. 客户资源优质，绑定核心大客户共同成长

铸件行业壁垒主要在于客户认证、资金投入、工艺积累三方面

首先在客户资源方面,公司的客户资源最优质,大客户集中度最高。在下游客户中,公司纯外资客户占比处于行业领先水平,前五大核心客户为全球龙头企业。且客户黏性较强,均已深度合作十几年。多年合作关系让公司不仅积累了较强的铸造加工能力,也培养出公司参与设计的能力,以定制化服务模式深度合作全球龙头客户。

深度绑定国际龙头大客户的好处在于两方面:①提供背书,降低进入二三线客户的准入门槛;②成长空间大:国际龙头客户业务往往广泛覆盖多个行业,例如卡特业务涵盖工程机械、能源、运输,西门子业务涵盖自动化、能源、交通、医疗等,铸件需求种类多,可以跟随客户实现跨行业成长,多下游覆盖。例如公司在深度绑定卡特后,除工程机械以外,新切入柴发和燃气轮机领域,打开未来成长空间。

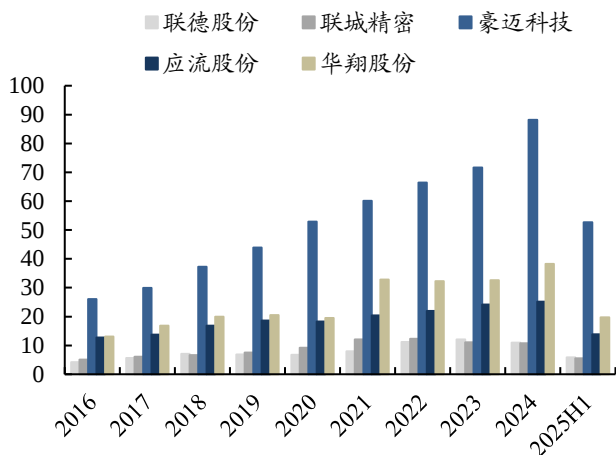
图54: 联德股份及其可比公司前五大核心客户及收入占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

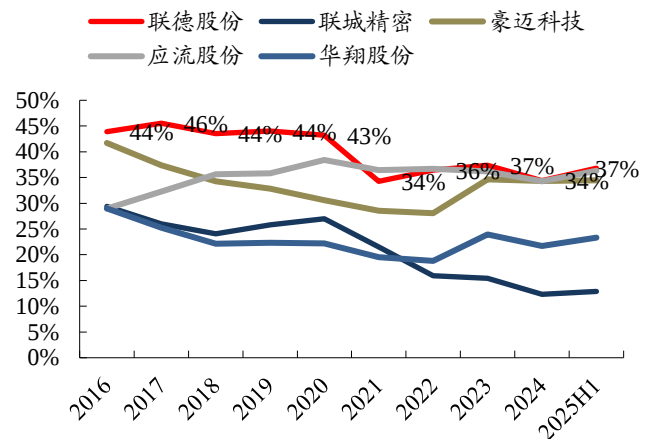
深度绑定大客户并提供定制化服务,公司盈利能力显著高于同行。公司 2016-2020 年毛利率稳定维持在 40% 以上,2021 年后虽回落至 35%左右,仍在可比公司中位居前列。核心原因在于其采用铸造 + 机加工一体化模式,深度参与江森、卡特等优质客户研发,承担图纸分析、结构优化等职能,产品附加值高;且数据中心相关业务(占收入 20%-35%)毛利率比传统产品高 3%-5%,叠加海外客户对价格敏感度低(零部件占冷水机组成本仅 5%-10%),即便国内压缩机业务成本为同行 3 倍,仍支撑起高盈利水平。

图55: 同行业可比公司收入对比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图56: 同行业可比毛利率对比 (%)

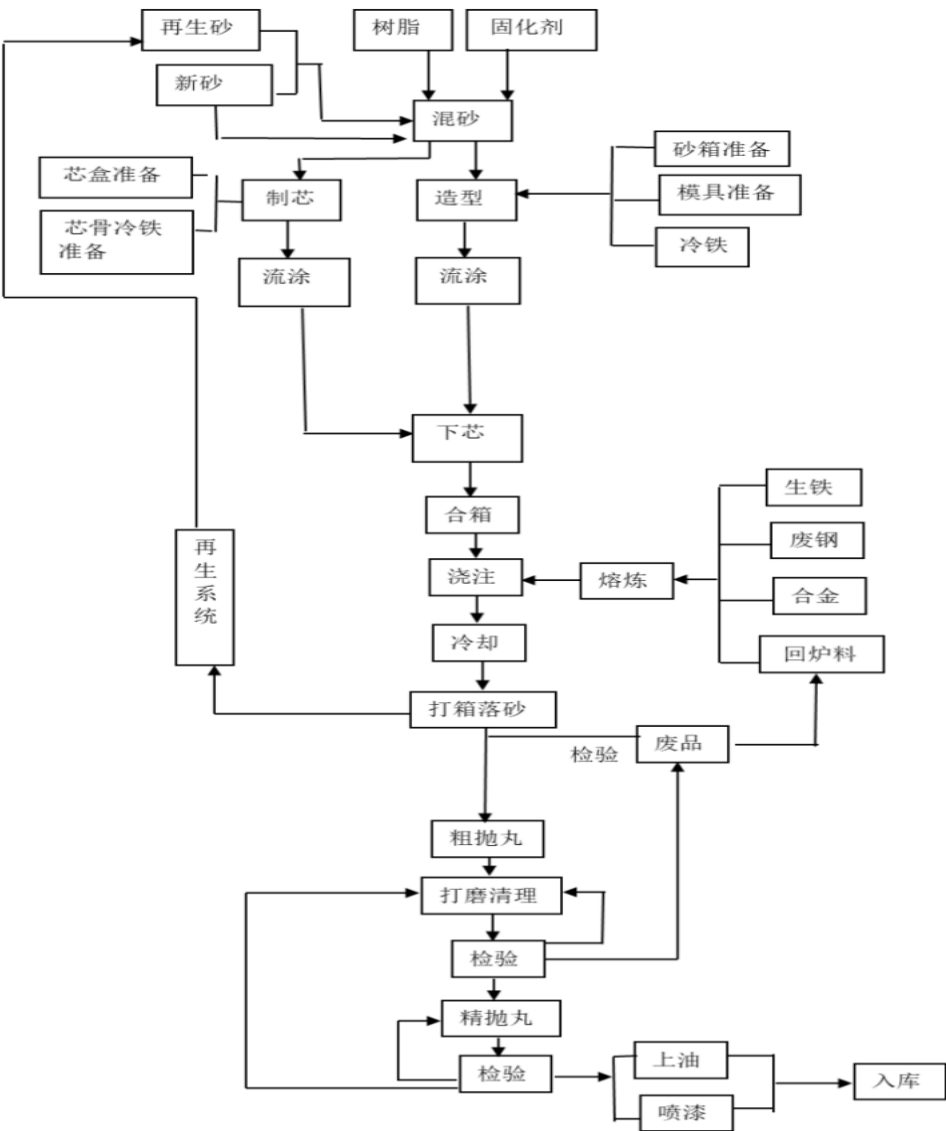


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 产能大幅扩张, 全球化布局有望进一步提高供应份额

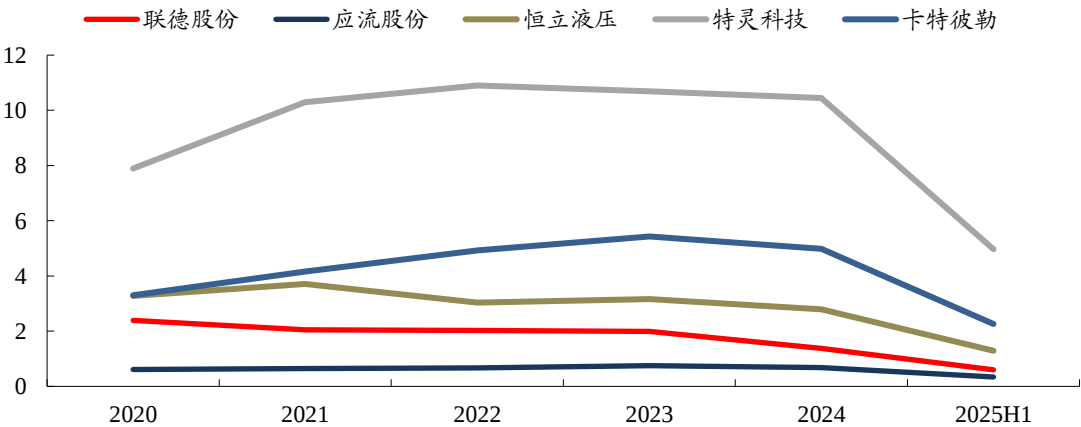
铸件行业虽在传统意义上的“打铁”行业, 看似壁垒不高, 但扩产难度较大, 核心原因如下: ①制造流程长、重资产投入、资金回收周期长: 铸件生产涉及模具制作、熔炼浇注、清理打磨、热处理、机加工、检测等多个步骤, 每个步骤都需要相应的设备配套, 前期投入高。我们对比联德、应流、恒立以及客户特灵&卡特的固定资产周转率可以看出零部件公司周转率要远低于主机厂。扩产对资金实力和现金流管理能力要求严苛。

图57：铸造制造流程长，初期投入高



数据来源：公司年报，中国铸造协会，东吴证券研究所

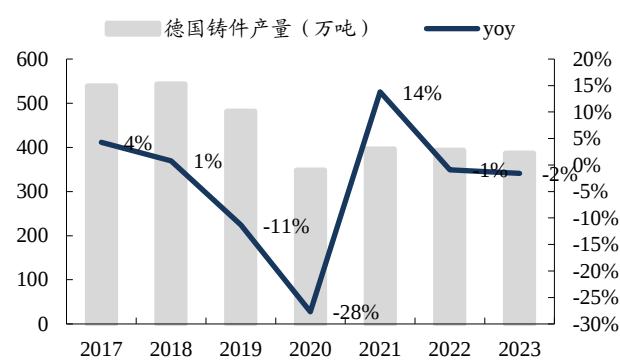
图58：铸件公司固定资产周转率低于主机厂



数据来源：公司年报，中国铸造协会，东吴证券研究所

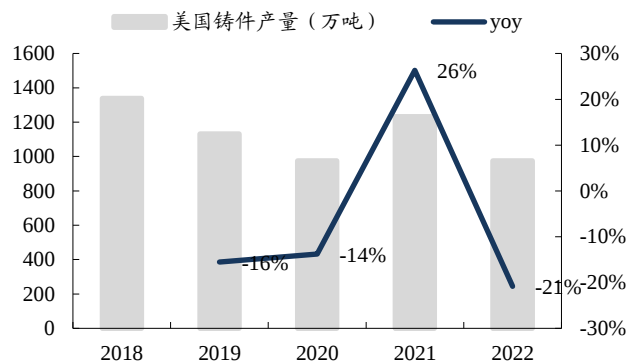
铸件行业虽是传统意义上的“打铁”行业，看似壁垒不高，但扩产难度较大，核心原因如下：②技术+经验壁垒高，核心依赖“人+数据”。经验工难招，因此全球铸件产能呈现从欧美转移至亚太、南美的态势，参考德国及美国铸件产量持续下降，但相应的中国铸件产能小幅增长。

图59：德国铸件产量持续下降



数据来源：公司年报，中国铸造协会，公司官网，东吴证券研究所

图60：美国铸件产量持续下降



数据来源：公司年报，中国铸造协会，公司官网，东吴证券研究所

公司正加速推进全球化产能布局，在中国德清、墨西哥及美国同步建设三大工厂，合计规划产能超 16 万吨。随着全球供应格局趋紧，公司有望进一步提升在卡特彼勒体系中的份额，并借助北美新产能打开长期成长空间。墨西哥工厂将于 2025 年底建成、2026 年初投产，可有效规避关税，为卡特彼勒、康明斯等北美客户供货。

图61：联德股份全球产能布局与战略规划一览

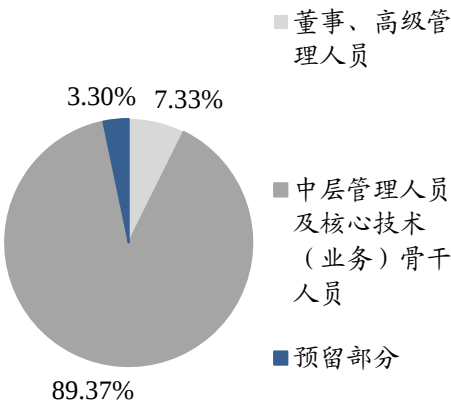
地区	产能规划与建设节奏	核心定位与客户	战略意义
墨西哥工厂	规划一期产能约 1 万吨（以机加工为主），远期扩至 2 万吨（含铸造）。项目预计 2025 年底完成基建，2026 年初投产。	主要为北美客户（如卡特彼勒、康明斯）供货。	有效规避美国对中国商品征收的 55% 高关税；预计一期对应销售约 2 亿元；标志着公司具备了面向北美市场的本地化生产和直接供货能力。
美国工厂	美国工厂规划产能从 5000-6000 吨提升至 2-2.5 万吨，预计 2025 年启动技改评估，1-2 年内完成。	重点保障江森自控、开利、卡特彼勒等客户在美供应链稳定，聚焦急件、新品研发。	成为北美新产品开发与快速响应中心，为公司拓展沃尔沃（Volvo）、约翰迪尔（John Deere）等潜在客户奠定基础。
德清工厂	总 12 万吨(分两期)。 一期 5-6 万吨: 2025 年上半年形成 5000 吨产能，2025 年产出 1.5 万吨，2026 年 1.5 万吨，2027 年 2 万吨； 二期 5 万吨: 2026 年底/2027 年启动。	聚焦燃气轮机、柴发等精密部件。	承接国内增量。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 发布股权激励，绑定核心员工利益

公司实施针对不同员工分层股权激励，绑定核心员工利益。公司 2025 年限制性股票激励计划已完成首次登记，向 156 名激励对象（含董事、高管、中层及核心技术骨干）授予 165.16 万股，授予价 9.92 元/股，股票源于二级市场回购。计划采用分层设计，高管考核目标更高，普通核心员工广泛覆盖以绑定利益，且设置三年限售期、分三期解除限售。业绩考核锚定营收与扣非净利润双指标，目标逐年提升，长期绑定核心团队与公司发展。

图62：联德股份 2025 年激励对象占本计划授予限制性股票总数的比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图63：联德股份本次激励计划的解除限售安排

解除限售期	对应考核年度	营业收入A(亿元)		扣非净利润B(亿元)	
		目标值(Am)	触发值(An)	目标值(Bm)	触发值(Bn)
第一个解除限售期	2025年	12.00	10.80	2.00	1.80
第二个解除限售期	2026年	13.50	12.15	2.30	2.07
第三个解除限售期	2027年	16.00	14.40	2.70	2.43

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

(1) 压缩机零部件: 下游客户主要系特灵科技、江森自控等商用压缩机龙头, 受益于 AIDC 数据中心建设需求增加, 我们预计该业务将加速增长, 2025-2027 年收入约为 7.4/9.2/12.3 亿元, 同比分别+13.5%/+24.0%/+33.9%, 预计随着产能利用率提升盈利能力随之提升, 2025-2027 该业务毛利率为 37.5%/38.5%/39.0%。

(2) 工程机械零部件: 下游客户主要系卡特彼勒, 包含工程机械、柴油发电机组、燃气轮机等业务, 预计随着 2026 年起工程机械需求向上、AIDC 订单转化为收入, 2025-2027 年该板块收入分别为 4.4/5.9/8.3 亿元, 同比分别+30%/+35%/+40%。随着高毛利的 AIDC 业务占比提升, 2025-2027 年板块毛利率逐步提升至 28.2%/29.7%/30.2%。

(3) 其他业务: 我们预计 2025-2027 年该业务收入维持在 1.1 亿元, 毛利率分别为 34.7%/35.2%/35.7%。

图64: 盈利预测 (单位: 百万元)

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入合计		799	1,121	1,211	1,098	1,287	1,617	2,164
YOY		19.3%	40.3%	8.0%	-9.3%	17.2%	25.7%	33.8%
营业成本合计		525	712	759	720	848	1,050	1,396
YOY		38.0%	35.6%	6.6%	-5.0%	17.7%	23.8%	33.0%
毛利率		34.3%	36.5%	37.4%	34.4%	34.1%	35.1%	35.5%
压缩机零部件	营业收入	604	735	735	650	738	915	1,225
	YOY	17.1%	21.7%	0.0%	-11.6%	13.5%	24.0%	33.9%
	营业成本	381	447	433	406	461	562	747
	毛利率	36.9%	39.2%	41.1%	37.5%	37.5%	38.5%	39.0%
	占比	75.6%	65.6%	60.7%	59.2%	57.3%	56.6%	56.6%
工程机械零部件	营业收入	144	279	339	337	438	591	828
	YOY	45.5%	93.8%	21.5%	-0.6%	30%	35%	40%
	营业成本	108	191	230	242	315	416	578
	毛利率	25.0%	31.5%	32.2%	28.2%	28.2%	29.7%	30.2%
	占比	18.0%	24.9%	28.0%	30.7%	34.0%	36.6%	38.3%
其他	营业收入	51	107	137	111	111	111	111
	YOY	-7.3%	109.8%	28.0%	-19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本	36	74	96	72	72	72	71
	毛利率	29.2%	30.9%	30.2%	34.7%	34.7%	35.2%	35.7%
	占比	6.4%	9.5%	11.3%	10.1%	8.6%	6.9%	5.1%
归母净利润		161	248	251	187	218	302	414
YOY		—	54%	1%	-25%	16%	39%	37%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

主业商用空调稳健增长、工程机械周期向上复苏，新业务 AIDC 制冷&发电侧打开成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.2/3.0/4.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/28/20X。我们选取同样作为燃气轮机核心零部件供应商的应流股份、冰轮环境、豪迈科技作为公司可比公司进行分析，以上企业共同受益于燃气轮机产业趋势。公司估值略高于行业平均水平，但由于公司 AIDC 相关业务收入及利润占比较高，应获得较高估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图65：可比公司估值表

2025/11/20		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603308.SH	应流股份	CNY	36.11	245	2.9	4.1	5.7	7.7	86	60	43	32
000811.SZ	冰轮环境	CNY	13.88	138	6.3	6.8	8.4	10.2	22	20	16	14
002595.SZ	豪迈科技	CNY	67.22	538	20.1	24.7	29.2	33.8	27	22	18	16
行业平均									45	34	26	20
605060.SH	联德股份	CNY	34.70	83	1.9	2.2	3.0	4.1	45	38	28	20

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除联德股份外，其他公司盈利预测来自 Wind 2025/11/20 一致预测）

5. 风险提示

- 全球 AIDC 资本开支不及预期：**公司新拓展业务依赖于较大的资本开支力度，若资本开支不及预期可能会影响公司扩张节奏。
- 下游行业需求不及预期：**公司主要下游景气度均处上行区间，若需求不及预期可能会影响公司订单情况。
- 产能扩张进度不及预期：**公司未来发展较为依赖产能扩张速度，若产能扩张进度不及预期可能会影响公司业绩释放节奏。
- 国际贸易摩擦：**公司海外收入占比较高，若国际贸易摩擦加剧，可能会对公司利润率产生不利影响。

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,416	1,584	1,881	2,353	营业总收入	1,098	1,287	1,617	2,164
货币资金及交易性金融资产	773	818	925	1,090	营业成本(含金融类)	720	848	1,050	1,396
经营性应收款项	338	433	544	728	税金及附加	13	13	17	23
存货	250	259	320	426	销售费用	14	13	18	24
合同资产	0	0	0	0	管理费用	80	95	117	154
其他流动资产	55	74	92	110	研发费用	68	82	96	126
非流动资产	1,439	1,590	1,716	1,830	财务费用	(21)	(10)	(14)	(20)
长期股权投资	119	106	92	79	加:其他收益	7	10	14	17
固定资产及使用权资产	989	1,103	1,206	1,297	投资净收益	(18)	(12)	(8)	(11)
在建工程	60	62	64	66	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	223	259	294	329	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	8	8	7	7	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	210	243	340	467
其他非流动资产	40	52	52	52	营业外净收支	(1)	1	1	1
资产总计	2,855	3,174	3,596	4,184	利润总额	209	244	341	468
流动负债	463	549	658	819	减:所得税	21	27	37	51
短期借款及一年内到期的非流动负债	206	241	277	312	净利润	188	217	303	416
经营性应付款项	192	224	277	368	减:少数股东损益	0	0	2	2
合同负债	2	4	5	6	归属母公司净利润	187	217	302	414
其他流动负债	62	80	99	132	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	0.90	1.25	1.72
非流动负债	60	82	92	102	EBIT	208	235	327	448
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	293	349	453	585
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.41	34.11	35.07	35.48
租赁负债	0	10	20	30	归母净利率(%)	17.07	16.89	18.67	19.14
其他非流动负债	60	72	72	72	收入增长率(%)	(9.32)	17.15	25.67	33.80
负债合计	523	631	750	921	归母净利润增长率(%)	(25.41)	15.93	38.89	37.24
归属母公司股东权益	2,327	2,537	2,839	3,253					
少数股东权益	6	6	7	9					
所有者权益合计	2,332	2,543	2,846	3,262					
负债和股东权益	2,855	3,174	3,596	4,184					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	298	286	336	400	每股净资产(元)	9.65	10.55	11.80	13.52
投资活动现金流	(208)	(94)	(78)	(81)	最新发行在外股份 (百万股)	241	241	241	241
筹资活动现金流	(4)	33	29	27	ROIC(%)	7.66	7.83	9.80	11.81
现金净增加额	91	226	287	346	ROE-摊薄(%)	8.06	8.57	10.63	12.73
折旧和摊销	85	115	126	138	资产负债率(%)	18.31	19.88	20.86	22.02
资本开支	(211)	(264)	(264)	(264)	P/E (现价&最新股本摊薄)	44.53	38.41	27.66	20.15
营运资本变动	8	(73)	(116)	(182)	P/B (现价)	3.60	3.29	2.94	2.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>