

潍柴动力(000338)

报告日期: 2026年04月26日

主业基本盘稳健向上, AIDC 发电设备高成长

——潍柴动力更新报告

投资要点

□ 全球高端装备集团, 电力设备塑造新增长极

公司成立于2002年, 从重卡发动机龙头成功构筑了动力系统、商用车、农业装备、智能物流、发电设备等产业板块协同发展格局, 历经二十多年内生外延的发展, 公司已成长为全球高端装备跨国集团。2025年公司营收2318亿元, 同比增长7.5%, 2014-2025年营收复合增速10.2%。2025年公司归母净利润达109亿元, 同比下滑4.1%, 2014-2025年归母净利润复合增速7.3%。

□ 主业稳健: 2025年重卡销量重回百万级, 2026年销量有望继续景气

2022-2024年重卡行业处于下行周期, 重卡年销量均低于百万辆, 2025年在国三国四营运车以旧换新政策的刺激下, 2025年重卡销量114.5万辆, 同比增长27%, 继2021年之后重返百万量级台阶。在更新补贴、置换需求、出口拉动和燃气重卡渗透率提升驱动下, 2026-2028年我国重卡销量有望达118.4、125.8、138.2万辆, 分别同比增长3%、6%、10%。

□ AIDC发电设备: 数据中心发电需求高增, 三大优势打开海外市场

公司电力设备板块包括数据中心主用发电设备(燃气内燃机、SOFC)和备用发电设备(柴油发动机)。全球数据中心的加速建设对发电设备的需求不断增长, 全球龙头公司产能紧张, 交期不断延长。公司凭借交付速度快、渠道能力强、品牌声誉高三大优势, 迅速打开海外市场。

1) 柴油发动机: 国产柴发龙头, 内外需共振

2009年, 潍柴战略收购法国博杜安, 开始布局大缸径发动机业务, 推动博杜安产品线从船用动力扩展至混合动力、气体机及发电领域。公司大缸径高功率密度发动机已进入数据中心、刚性矿卡等全球高端市场。公司全资子公司博杜安的发电机已经获得了OpenAI在德州数据中心的28台2.8MW应急发电机的许可, 标志着博杜安获得美国超大型数据中心的认可。2025年, 公司数据中心备用电源销量同比增长259%。

2) 燃气内燃机: 产能优势抢占份额, 渠道优势打开市场

AIDC的电力缺口创造了庞大的新增发电需求, 而首选方案燃气轮机严重供给不足, 导致需求大规模外溢至次优的方案燃气内燃机。2025年以来, 瓦锡兰的中速内燃机、卡特彼勒的高速内燃机已经获得了美国数据中心的主电源批量订单。2025年10月, 潍柴燃气发电机组已完成美洲某电站项目的调试, 打入美洲高端市场。目前公司全系列发电产品均已完成美国UL认证, 依托天然气发动机的技术积累和PSI、Generac等北美渠道优势, 有望打开北美数据中心主电市场。

3) SOFC: 战略投资希锂斯, 产能建设提速

2018年, 潍柴动力战略投资全球领先的固体氧化物燃料电池技术公司英国希锂斯, 成为第一大股东、持股19.9%。目前公司SOFC发电系统成功通过欧盟CE认证, 最高发电效率超过65%, 性能指标达到国际领先水平, 多个示范项目累计运行近7万小时。2023年, 公司发布全球首款大功率金属支撑SOFC商业化产品。2025年11月, 潍柴动力与希锂斯签订制造许可协议, 拟建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产线, 产品将为AI数据中心、商业楼宇及工业园区等场景提供电力。

□ **盈利预测与估值:** 预计公司2026-2028年营业收入分别为2525、2656、2794亿元, 同比增长8.9%、5.2%、5.2%, 复合增速6.4%; 归母净利润分别为140、161、183亿元, 同比增长28.5%、14.6%、13.8%, 复合增速18.8%, 对应2026年4月24日PE估值18、16、14倍。

□ **风险提示:** 重卡行业需求不及预期风险、天然气重卡渗透率不及预期风险、AIDC发电产品拓展不及预期风险

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

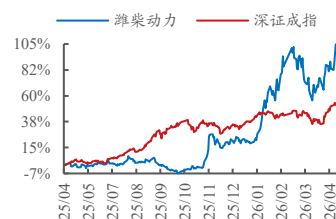
分析师: 王华君
 执业证书号: S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 王一帆
 执业证书号: S1230523120007
 wangyifan01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥29.59
总市值(百万元)	257,799.83
总股本(百万股)	8,712.40

股票走势图



相关报告

- 《重卡动力总成龙头, AI发电设备驱动成长》2026.03.17
- 《中报业绩超预期, 多业务盈利能力提升》2024.08.27
- 《重卡动力总成龙头, 多元化发展穿越周期》2024.06.19

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	231,809	252,458	265,588	279,425
(+/-) (%)	7.5%	8.9%	5.2%	5.2%
归母净利润	10,931	14,047	16,096	18,320
(+/-) (%)	-4.1%	28.5%	14.6%	13.8%
每股收益(元)	1.25	1.61	1.85	2.10
P/E	24	18	16	14

资料来源: wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 公司概况：二十年发展成就综合实力领先的跨国装备集团	6
1.1 发展历程：重卡发动机龙头，拓展发电设备领域	6
1.2 股权结构：山东省国资委为实控人，保障稳定持续经营	7
1.3 财务数据：长期经营业绩稳健向上，费用率管控良好	9
2 AIDC 发电设备：数据中心发电需求高增，三大优势打开北美市场	10
2.1 主备电设备需求共振，三大优势打开北美市场	10
2.2 柴油发动机：国产柴发龙头，内外需共振	12
2.3 燃气内燃机：产能优势抢占份额，渠道优势打开市场	14
2.4 SOFC：战略投资头部公司希锂斯，产能建设提速	15
3 重卡行业：2025 年销量重回百万级，看好未来三年需求景气	17
3.1 重卡行业大周期约 10 年，宏观经济、出口数据对行业较大	17
3.2 出口+更新带动需求向上，预计 2026-2028 年销量中枢在 110 万辆以上	18
4 盈利预测与估值	20
5 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司二十余年发展历程回顾: 从重卡发动机龙头迈向全球高端装备集团	6
图 2: 山东省国资委为公司实控人(截至 2025 年年报)	8
图 3: 2025 年公司营收 2318 亿元, 同比增长 7.5%	9
图 4: 2025 年公司归母净利润达 109 亿元, 同比下滑 4.1%	9
图 5: 2025 年整车及关键零部件与智能物流合计营收占比 83%	9
图 6: 2025 年各业务板块营收(亿元)	9
图 7: 2025 年整车及关键零部件与智能物流毛利润占比分别为 36%、49%	9
图 8: 2025 年公司两大主要业务毛利率小幅下滑	9
图 9: 公司毛利率、净利率情况	10
图 10: 公司期间费用率保持平稳	10
图 11: 潍柴动力在数据中心发电设备的产品布局	11
图 12: 2025 年 PSI 营收 7.2 亿美元, 同比增长 52%	11
图 13: 2025 年 PSI 净利润 1.1 亿美元, 同比增长 65%	11
图 14: Generac 数据中心产品型号	12
图 15: Generac 数据中心产品采用博杜安 M55 发动机	12
图 16: 近两年数据中心大缸径产品销量高增长	12
图 17: 数据中心销量占比提升带动大缸径产品均价提升	12
图 18: 2025 年 10 月, 亚洲数据中心展会现场公司推出 5MW 产品 20M61	13
图 19: 博杜安柴发机组优势	14
图 20: 博杜安数据中心柴发覆盖的功率段	14
图 21: SOFC 工作原理及扩展方式	16
图 22: BE 客户情况	17
图 23: BE 营收及毛利率	17
图 24: 潍柴全新一代 SOFC 产品优势	17
图 25: 潍柴 SOFC 示范项目累计运行近 7 万小时	17
图 26: 重卡行业 2023 年起持续复苏	18
图 27: 预计 2026-2028 年重卡年销量仍可突破 110 万辆	19
图 28: 我国重卡出口量及同比增速	20
图 29: 气油比当前仍维持低位, 燃气重卡经济性凸显	20
图 30: 2023 年以来天然气重卡渗透率维持在 18% 左右	20
表 1: 公司业务范围包括动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力设备业务	7
表 2: 公司管理层	8
表 3: 北美数据中心主用发电设备方案	10
表 4: 潍柴动力大缸径柴油发电用发动机产品系列	13
表 5: 博杜安部分数据中心订单案例	14
表 6: 据不完全统计, 瓦锡兰、颜巴赫、卡特彼勒已经获得数据中心的燃气内燃机订单超过 8GW	15
表 7: 博杜安燃气内燃机产品梳理	15
表 8: 各燃料电池公司技术方案对比	16
表 9: 提前报废老旧营运货车补贴标准	19
表 10: 新购营运货车补贴标准	19
表 11: 潍柴动力盈利预测	21

表 12: 可比公司估值表.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

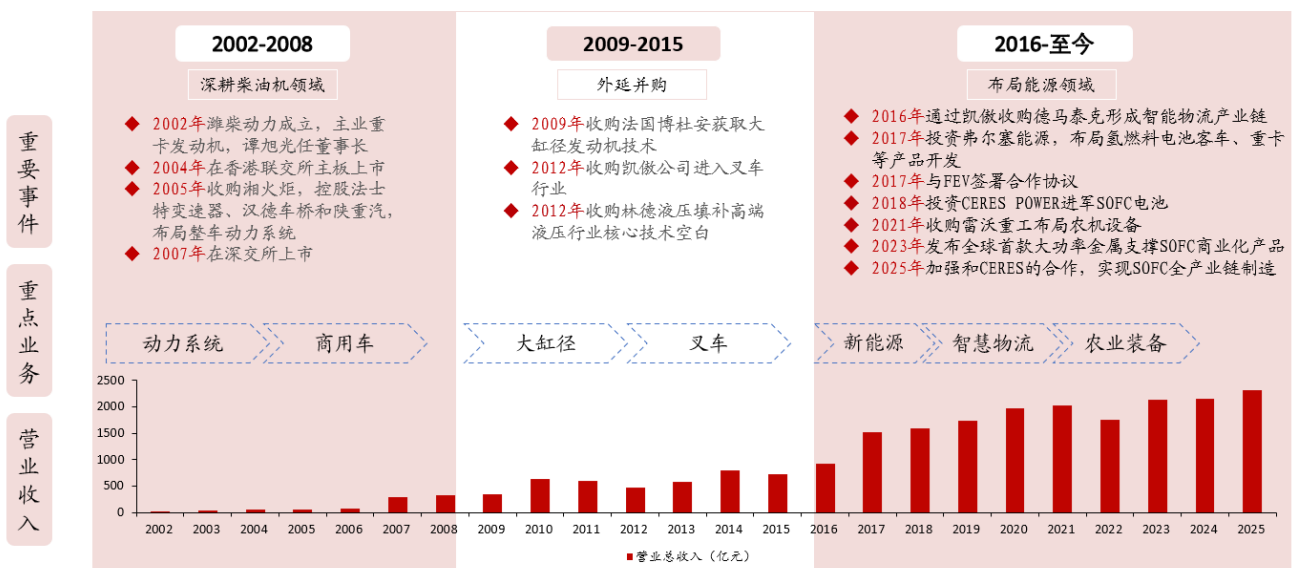
1 公司概况：二十年发展成就综合实力领先的跨国装备集团

1.1 发展历程：重卡发动机龙头，拓展发电设备领域

公司是中国综合实力最强高端装备制造产业集团之一。潍柴动力成立于2002年，从重卡发动机龙头成功构筑了动力系统、商用车、农业装备、智能物流、电力能源等产业板块协同发展格局，历经二十多年内生外延的发展，公司已成长为全球高端装备跨国集团。2025年公司营收2318亿元，同比增长7.5%，归母净利润109亿元，同比下滑4.1%。

公司发展历程可分为三个阶段：（1）阶段一（2002年-2008年），发动机龙头迈向动力总成。公司2002年成立，深耕柴油发动机领域，2004年在港交所上市，2005年通过收购湘火炬控股法士特变速器、汉德车桥和陕重汽，打造重卡动力总成产业链，2007年在深交所上市。（2）阶段二（2009年-2015年），外延并购，迈向海外。2009年收购法国博杜安进军大缸径发动机，2012年收购全球叉车头部公司德国凯傲集团，同期收购林德液压吸收世界领先高端液压技术。（3）阶段三（2016年至今）多元发展，穿越周期。2016年收购德马泰克拓展智能物流产业链，2018年战略投资全球领先的固体氧化物燃料电池技术公司英国希锂斯（CERES POWER, CWR.L），成为第一大股东（持股19.9%），2021年战略重组雷沃重工进军农机设备，布局氢能等新能源领域，2025年11月与英国希锂斯进一步强化合作，实现SOFC电池、电堆和系统的全产业链布局。

图1：公司二十余年发展历程回顾：从重卡发动机龙头迈向全球高端装备集团



资料来源：公司官网，wind，浙商证券研究所

逐步拓展新业务，产品覆盖范围持续扩张。公司主营业务包含动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力设备等。动力系统业务和商用车业务为公司传统优势业务，主要产品包括发动机、变速箱、车桥、重卡等。2025年，发动机销售74.3万台，同比增长1.3%。其中，发动机出口7.5万台，同比增长8%。汉德车桥销售100万根，同比增长25%。法士特变速箱销售91.1万台，同比增长7%。“三电”业务实现收入30.4亿元、翻番增长，其中，电池销量同比增长162%，自主电机销量同比增长219%，自主电机控制器销量同比增长56%。

电力能源板块为公司近年来快速发展的业务，包括发电设备、SOFC等，应用于数据中心、油田矿山、工业园区等关键细分场景。2025年，公司数据中心备用电源销量同比增长259%。其中，M系列大缸径发动机全年销量首次突破1万台、同比增长32%，收入同比增长65%。推出全球首款5兆瓦级高速柴油发电产品20M61，升功率居行业首位，启动速度、带载能力等核心参数均达到世界一流水平。SOFC发电系统成功通过欧盟CE认证，最高发电效率超过65%，性能指标达到国际领先水平；2025年11月，潍柴动力与英国希锂斯进一步强化合作，实现SOFC电池、电堆和系统的全产业链布局，当前正加速推进电池和电堆产线建设。美国PSI公司作为重要子公司，发电产品涵盖22L-110L排量的气体与柴油发动机。2025年，PSI公司紧抓北美地区电力能源市场机遇，收入、利润实现大幅增长，其中发电类产品收入贡献占比达81%，强化了公司在海外数据中心市场的竞争力，推动电力能源业务向高端化、国际化稳步迈进。

表1：公司业务范围包括动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力设备业务

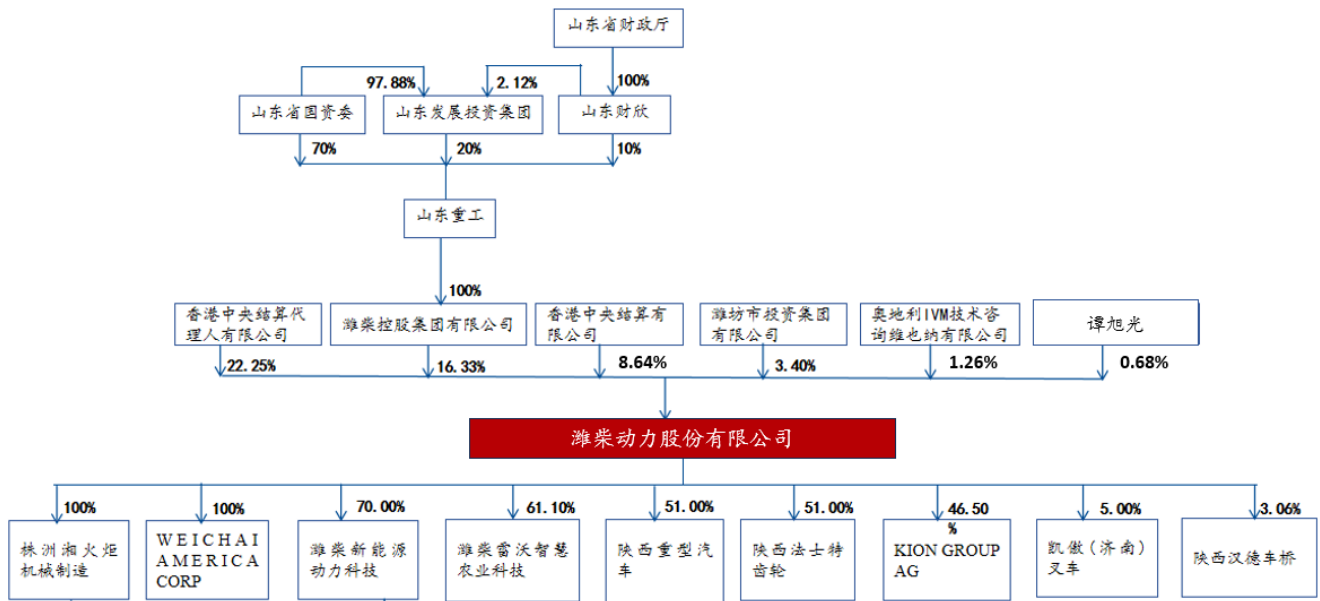
主营业务	产品	图示	应用场景
动力系统	发动机		全球卡车、客车、工程机械、农业装备、船舶、电力等市场
	变速箱		重型车、大客车、中轻型卡车、工程用车、矿用车和低速货车等各种车型
	车桥		卡车、客车、工程车、新能源车、农机
商用车	重卡		
农业装备	拖拉机、收获机械、农机具		为现代农业提供全程机械化整体解决方案
智慧物流	智能化仓储物流、叉车		为全球100多个国家和地区的工厂、仓库和配送中心等提供智慧物流解决方案
电力设备	发电设备、SOFC		数据中心、油田矿山、工业园区

资料来源：公司官网，公司公告，雷沃重工官网，浙商证券研究所

1.2 股权结构：山东省国资委为实控人，保障稳定持续经营

山东省国资委为公司实际控制人，股权结构稳定。山东省国资委通过持有山东重工70%股权实现控制。山东重工100%控股潍柴控股集团有限公司，后者直接持有潍柴动力16.33%股份，拥有公司最高控制权。香港中央结算代理人有限公司以22.25%的直接持股为第一大股东，潍坊市投资集团等为主要其他股东。

图2: 山东省国资委为公司实控人(截至2025年年报)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司管理层及核心技术人员从业经验丰富。公司管理层及核心研发团队在重卡、工程机械、农机设备等相关行业任职多年, 对公司和行业具有深入理解, 是业内资深的技术专家和管理专家。

表2: 公司管理层

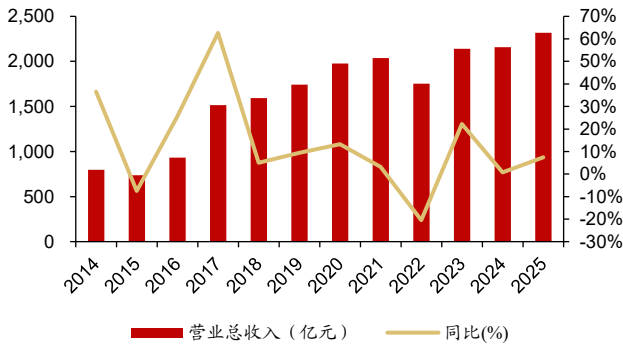
姓名	职务	学历	从业经历
马常海	董事长	本科	中国籍, 1974年4月出生, 山东大学法学学士, 教授级高级政工师; 第十三届山东省政协委员, 第十四届潍坊市政协委员。现任潍柴动力股份有限公司董事长, 山东重工集团有限公司党委委员、副总经理, 潍柴控股集团有限公司党委书记、董事长、总经理, 潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司党委书记、董事长等职; 1997年7月加入潍坊柴油机厂, 历任潍柴控股集团有限公司党委副书记、副总经理、董事会秘书、合规总监, 潍柴动力股份有限公司党委书记、监事等职。
袁宏明	执行董事	硕士	中国籍, 1965年8月出生, 清华大学工学学士, 正高级工程师, 获得机械工业企业高级职业经理人资格认证; 现任本公司董事, 陕西汽车控股集团有限公司董事长, 陕西汽车集团股份有限公司董事长, 陕西重型汽车有限公司董事长等职; 历任陕西汽车控股集团有限公司总经理, 陕西汽车集团有限责任公司副总经理, 总工程师, 陕西重型汽车有限公司总经理, 本公司执行总裁等职。
王德成	执行董事、CEO、总经理	硕士	中国籍, 1978年7月出生, 天津大学工程硕士, 正高级工程师; 现任本公司董事, CEO, 副总工程师, 潍柴控股集团有限公司副董事长等职; 2004年7月加入本公司, 长期从事科研, 市场等一线工作, 历任本公司应用工程中心主任, 应用工程总监, 发动机平台总监, 发动机研究院院长, 总裁助理, 副总裁, 执行总裁, 执行CEO等职; 入选“泰山产业领军人才”, 潍柴卓越工程师。
丁迎东	副总裁, 副总经理	硕士	中国籍, 1968年9月出生, 工学学士、工商管理硕士, 高级经济师, 高级企业人力资源管理师职业资格; 现任本公司副总经理, 上海分公司总经理、上海运营中心主任, 扬州亚星客车股份有限公司(下称“亚星客车”)董事等职; 1990年加入潍坊柴油机厂, 历任潍坊柴油机厂企业策划部副部长、人力资源部部长, 本公司人力资源与企业管理部部长、运营管理部部长、监事、总裁助理、副总裁, 潍柴集团监事等职。
王令金	副总裁, 副总经理	硕士	中国籍, 1973年3月出生, 工程硕士, 正高级工程师; 现任本公司副总经理、副总工程师、副总设计师、大缸径柴油机总设计师等职; 2018年1月加入本公司, 历任本公司发动机研究院副院长、大缸径发动机研究院院长、大缸径发动机平台总监、总裁助理、副总裁等职; 潍柴卓越工程师。

资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.3 财务数据：长期经营业绩稳健向上，费用率管控良好

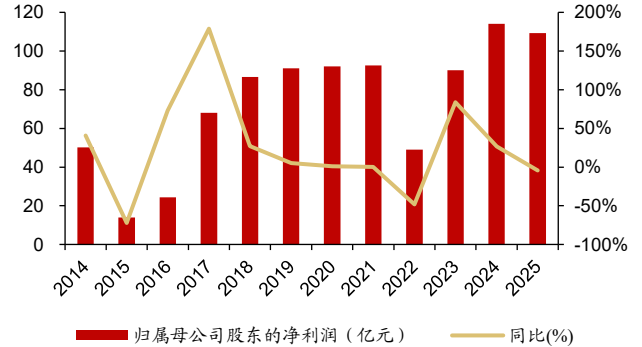
长期业绩稳健向上，跨越周期展现成长性。2025年公司营收2318亿元，同比增长7.5%，2014-2025年营收复合增速10.2%。2025年公司归母净利润达109亿元，同比下滑4.1%，2014-2025年归母净利润复合增速7.3%。

图3：2025年公司营收2318亿元，同比增长7.5%



资料来源：wind，浙商证券研究所

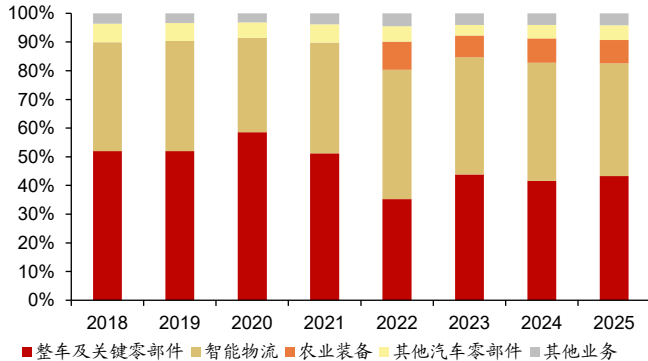
图4：2025年公司归母净利润达109亿元，同比下滑4.1%



资料来源：wind，浙商证券研究所

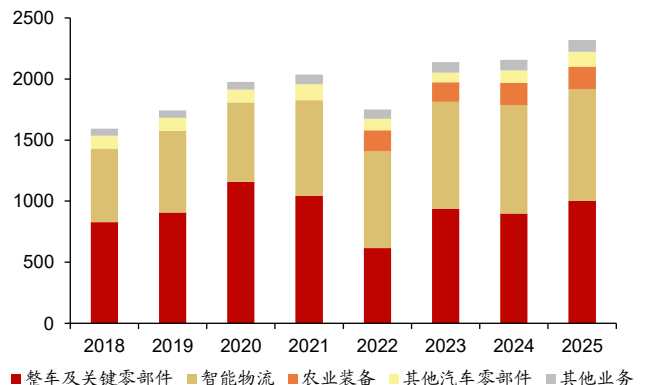
整车及关键零部件、智能物流为公司两大核心营收板块，2023年起毛利率大幅提升。2025年整车及关键零部件业务与智能物流业务占营收比重分别为43%、39%，合计占营收比重为83%；毛利占比分别为36%、49%，合计占毛利润比重为85%。

图5：2025年整车及关键零部件与智能物流合计营收占比83%



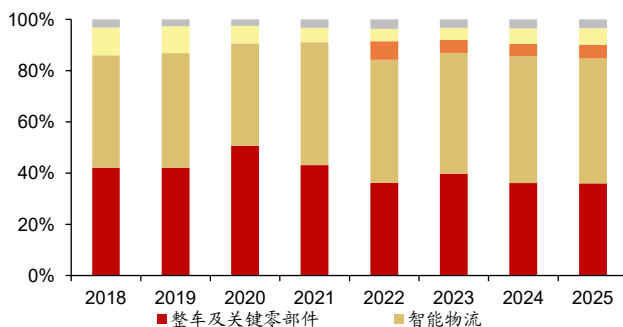
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2025年各业务板块营收 (亿元)



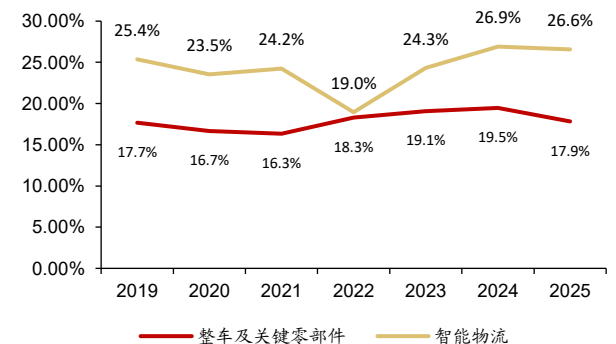
资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：2025年整车及关键零部件与智能物流毛利润占比分别为36%、49%



资料来源：wind，浙商证券研究所

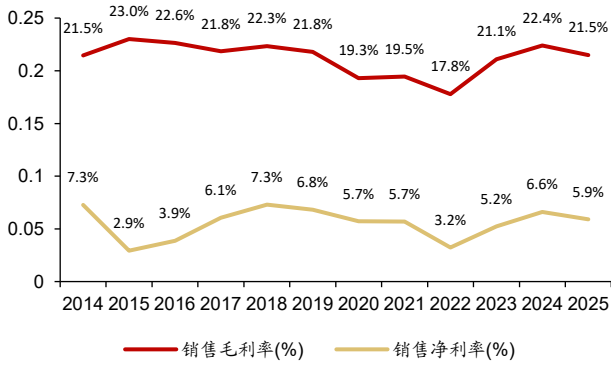
图8：2025年公司两大主要业务毛利率小幅下滑



资料来源：wind，浙商证券研究所

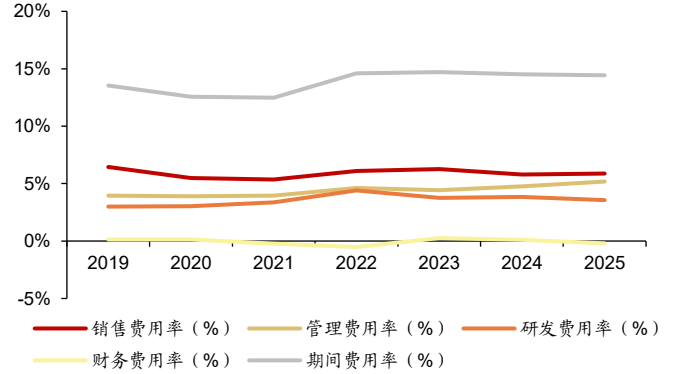
利润率逐步上行，期间费用率保持稳定。在经历 2022 年重卡行业销量大幅下滑后，2023 年-2024 年公司盈利能力迎来提升，2025 年公司毛利率和净利率分别为 21.5%、5.9%，同比下滑 1.6pct、0.4pct，主要系重卡发动机销售结构变化和凯傲增效计划产生支出所致。近两年公司期间费用率平稳，2025 年期间费用率 14.4%，同比-0.1pct。

图9：公司毛利率、净利率情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图10：公司期间费用率保持平稳



资料来源：wind，浙商证券研究所

2 AIDC 发电设备：数据中心发电需求高增，三大优势打开北美市场

2.1 主备电设备需求共振，三大优势打开北美市场

北美数据中心现场发电主电设备百花齐放，目前主要是燃气轮机(含航改燃)、内燃机、SOFC 三大方案。此外还有与现有核电站共址、构建现场小型模块化反应堆、地热能等现场发电方案。

- 1) 燃气轮机：包括低温、慢速爬坡的工业燃气轮机，高温、快速爬坡的航改燃气轮机，超大型重型燃气轮机。
- 2) 天然气内燃机：包括 3-5MW 的高速发动机，以及 7-20MW 的中速发动机。
- 3) 固体氧化物燃料电池 (SOFC)：目前主要供应商为美国 Bloom Energy。

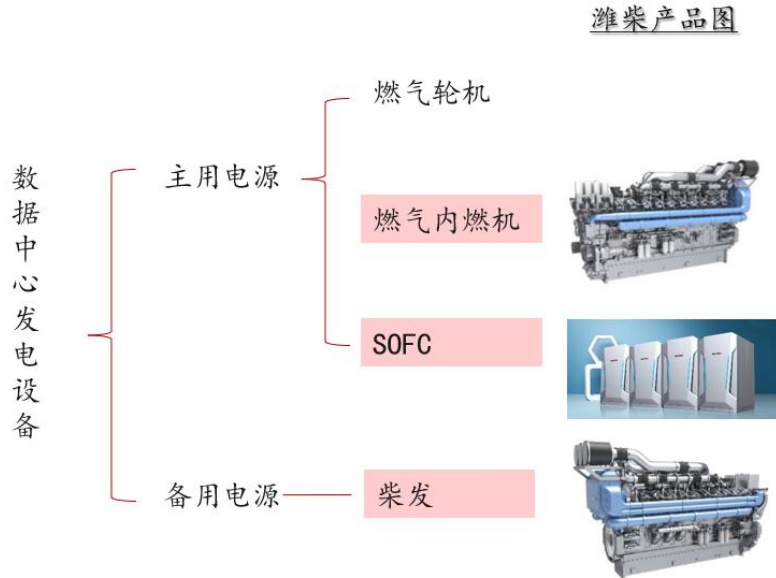
表3：北美数据中心主用发电设备方案

分类	单机容量 (MW)	满负荷启动时间 (分钟)	占地面积 (MW/英亩)	发电效率	
燃气轮机	航改型燃气轮机	30-60	10	30-50	35%-40%
	工业燃气轮机	5-50	20-30	20-40	35%-40%
	小型联合循环	40-100	30-60	20-30	40%-55%
	H 级联合循环	600-1000	30-60	20-30	50%-60%
燃气内燃机	中速机	7-20	5-10	8-15	40%-50%
	高速机	3-5	5-10	5-10	40%-50%
燃料电池	SOFC	0.325	持续负荷	30-100	50%-55%

资料来源：semianalysis，浙商证券研究所

公司发电设备业务板块主要包括三类设备：柴油发电机、燃气内燃机、固态氧化物燃料电池（SOFC）。北美数据中心缺电大背景下，公司凭借交付快、渠道深、品牌好三大优势，有望快速打开北美市场。

图11： 潍柴动力在数据中心发电设备的产品布局

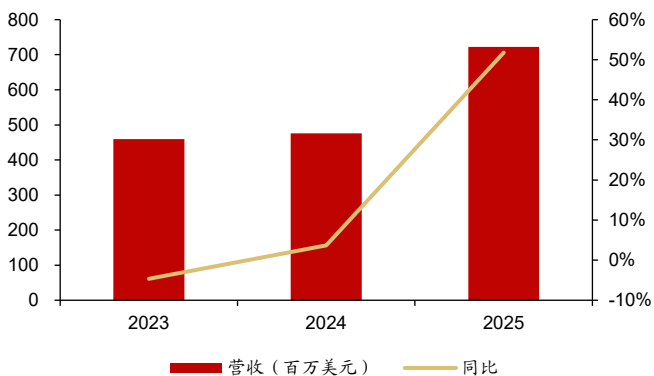


资料来源：公司公众号，浙商证券研究所（标红为潍柴已覆盖的产品）

公司在美国有两大销售渠道：子公司 PSI、Generac，均为美国上市公司。

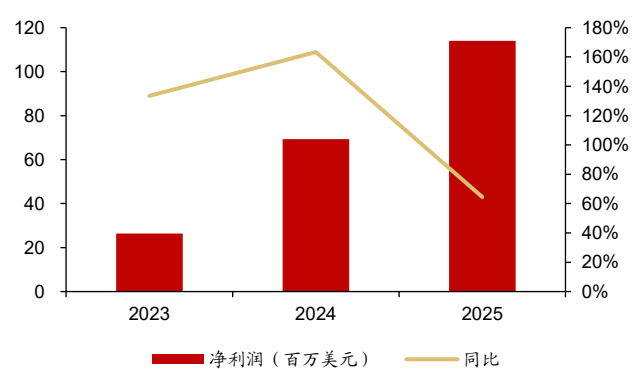
1) 美国 PSI 公司（POWER SOLUTIONS INTERNATIONAL, PSIX.O）：PSI 发电产品产线涵盖 22L-110L 排量的气体与柴油发动机。2025 年，PSI 公司紧抓北美地区电力能源市场机遇，收入、利润实现大幅增长，其中发电类产品收入贡献占比达 81%。潍柴动力持股 46.5%。

图12： 2025 年 PSI 营收 7.2 亿美元，同比增长 52%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图13： 2025 年 PSI 净利润 1.1 亿美元，同比增长 65%

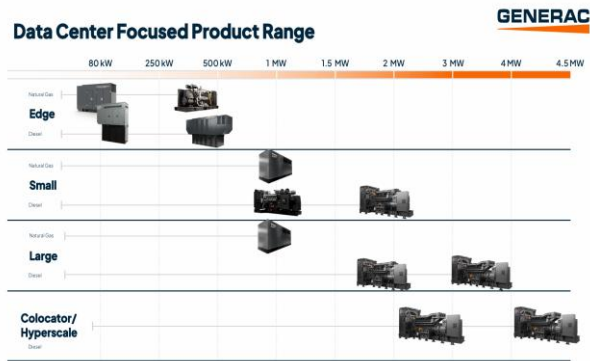


资料来源：wind，浙商证券研究所

2) Generac (Generac Holdings Inc., GNRC.N)：Generac 是一家全球领先的设计、制造和提供广泛能源技术解决方案的公司，为住宅、商业、数据中心、电信、租赁和工业市场提供发电设备、能源存储系统、能源管理设备及解决方案。Generac 加速布局数据中心备用

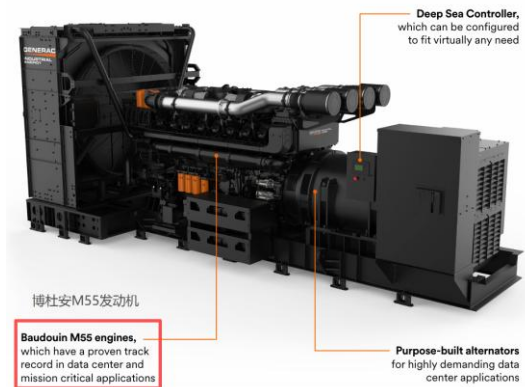
电源市场，数据中心产品采用博杜安（公司全资子公司）M55 发动机，功率覆盖 2.25 - 3.25MW。根据 2026 年 3 月 25 日交流会，Generac 数据中心订单积压至 7 亿美元。

图14: Generac 数据中心产品型号



资料来源: Generac 公告, 浙商证券研究所

图15: Generac 数据中心产品采用博杜安 M55 发动机



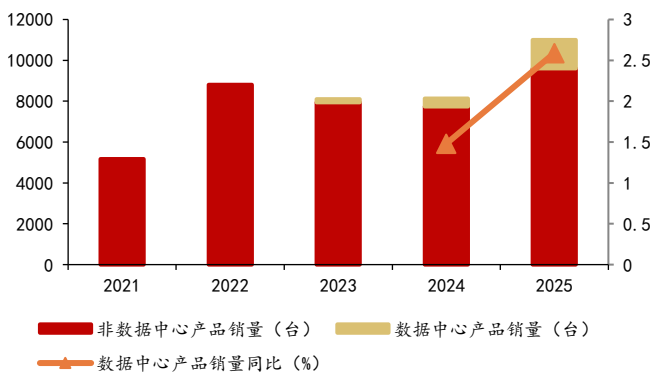
资料来源: 博杜安官网, 浙商证券研究所

“产能、渠道、品牌”三大优势助力公司打开全球数据中心市场。全球数据中心的加速建设对发电设备的需求不断增长，全球龙头公司产能紧张，交期不断延长。潍柴动力凭借交付速度快、渠道能力强、品牌声誉高三大优势，迅速打开海外市场。1) **产能充足，交付速度快。**公司交付周期远小于传统欧美品牌，以柴发机组为例，2025 年 10 月公司交付某拉美数据中心客户的交期仅 2 个月，远小于欧美品牌的 10 个月交付期间。2) **渠道能力强。**借助公司美国子公司 PSI 及 Generac 的全球渠道，公司有望深入北美发电市场。3) **品牌声誉高。**除了潍柴自有品牌外，全资子公司法国百年品牌博杜安享有很高的海外品牌声誉，已获得 OpenAI 在德州数据中心的 28 台 2.8MW 应急发电机的许可。目前，公司产品已经在亚太、欧洲、北美的数据中心市场实现了新突破，看好公司自有潍柴品牌及博杜安品牌的放量。

2.2 柴油发动机：国产柴发龙头，内外需共振

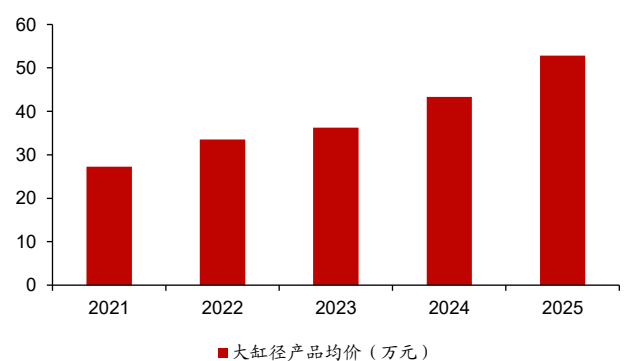
公司大缸径柴发已进入数据中心、刚性矿卡等全球高端市场。2009 年，潍柴战略收购法国博杜安，开始布局大缸径发动机业务，同时推动博杜安产品线从船用动力扩展至混合动力、气体机及发电领域。近年来，公司大缸径发动机销量实现高速增长，2025 年，M 系列大缸径发动机全年销量突破 1 万台，同比增长 32%，收入同比增长 65%，其中数据中心产品销量同比增长 259%。在高附加值数据中心产品的带动下，公司大缸径产品均价不断提升，由 2021 年的不足 30 万元提升至 2025 年的 50 万以上。

图16: 近两年数据中心大缸径产品销量高增长



资料来源: wind, 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所








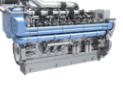
图17: 数据中心销量占比提升带动大缸径产品均价提升



资料来源: wind, 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

公司大缸径柴发产品主要集中在 M33 和 M55 两大平台。M33 平台：缸径 150mm，排量覆盖 19.6L-65.4L，功率覆盖 575kW-2010kW，适配中小功率非道路、发电、工程机械等场景。M55 平台：缸径 180mm，排量覆盖 65.7L-109.4L，功率覆盖 1985kW-4140kW，定位大缸径高端动力，适配重型矿山、大型发电机组等场景。

表4：潍柴动力大缸径柴油发电用发动机产品系列

产品名称	6M33	8M33	12M33	16M33	20M33	12M55	16M55	20M55
外观参考								
缸径 (mm)	150	150	150	150	150	180	180	180
气缸数	6	8	12	16	20	12	16	20
额定功率 (KW)	575/675	730/815/890	1007/1130/1200/1350	1390/1530/1680/1800	1850/2010	1985/2200/2420	2500/2646/2900/3300	3535/3730/4140
燃料类型	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油
排放标准	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段
排量 (L)	19.6	26.1	39.2	52.3	65.4	65.7	87.5	109.4
压缩比	15:01	15:01	15:01	15:01	15:01	16.5:1	16.5:1	16.5:1
设计寿命 (小时)	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000
干式净重 (kg)	2110	3100	3257	5125	6650	9550	11500	14600

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

推出 5MW 大功率产品，剑指数据大功率发电市场。在 2025 年亚洲数据中心展中，公司推出了全球首款 5MW 高速柴油发电机组 20M61，升功率居行业首位，启动速度、带载能力等核心参数均达到世界一流水平，可用于大型算力中心、云服务数据中心等场景。

图18：2025 年 10 月，亚洲数据中心展会现场公司推出 5MW 产品 20M61



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

博杜安已服务全球多家数据中心客户。法国博杜安成立于 1918 年，是船舶与电力发电发动机的龙头品牌之一，在欧洲和亚洲拥有总面积达 16 万平方米的现代化工厂，在全球 130 多个国家具有业务布局。博杜安数据中心柴发机组包括 M33、M55 及 M61，功率段从 2.5MW 至 6.25MW，具备领先的性能、可靠性和能效，且交付周期小于 6 个月，处于行业领先水平。根据博杜安官网，其已服务意大利、新加坡、墨西哥、中国等多个国家和地区的数据中心客户，产品功率段覆盖 1.6MW 至 3MW，已验证数据中心产品的可靠性。

图19: 博杜安柴发电机组优势

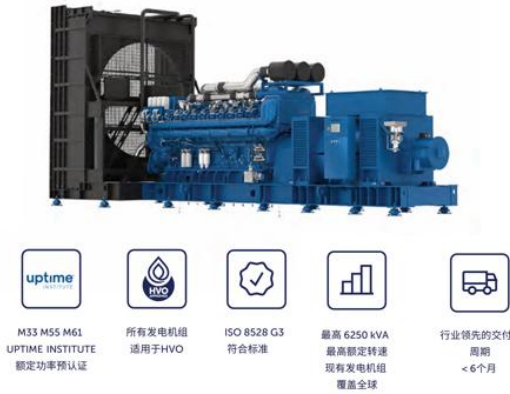
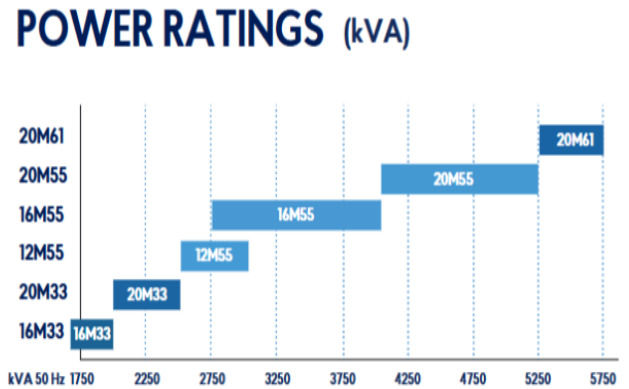


图20: 博杜安数据中心柴发覆盖的功率段



资料来源: 博杜安官网, 浙商证券研究所

资料来源: 博杜安官网, 浙商证券研究所

表5: 博杜安部分数据中心订单案例

序号	项目名称	国家/地区	总功率	发动机配置
1	某数据中心	意大利	90.8 MVA	4 台 × 12M26 + 1 台 × 12M33 + 4 台 × 12M55 + 24 台 × 12M55
2	某数据中心	新加坡	2.4MW、2MW&1.8MW	14 台 × 16M55 + 5 台 × 12M55 + 2 台 × 20M33
3	Gamam 数据中心	亚洲	4 台 × 3MW	16M55
4	头部云服务商	墨西哥	2 台 × 2.5MW + 1 台 × 600kW	16M55
5	头部能源供应商	意大利	5 台 × 1.6MW	20M33
6	芯片工厂	新加坡	4 台 × 2.2MW	12M55
7	粤港澳大湾区	中国	31 台 × 1.8MW	12M55

资料来源: 博杜安官网, 浙商证券研究所

2.3 燃气内燃机: 产能优势抢占份额, 渠道优势打开市场

AIDC 的电力缺口创造了庞大的新增发电需求, 而首选方案燃气轮机产能严重不足, 导致需求大规模外溢至次优但更可行的解决方案——燃气内燃机。

燃气内燃机 (Gas Internal Combustion Engine) 是一种往复式发动机, 通过在气缸内燃烧气体燃料 (如天然气) 驱动活塞往复运动来做功发电。它与燃气轮机通过高温燃气推动涡轮旋转做功的原理不同。燃气内燃机作为动力设备已有上百年历史, 长期应用于船舶动力、工业发电等领域。

相比重型燃机, 中速燃气内燃机虽然在极限效率上稍逊于联合循环燃机, 但其交付周期更短、单位建设成本更低、部署更灵活, 完美契合了当前北美 AIDC 对“快速通电”的核心诉求。据不完全统计, 2025 年下半年以来, 瓦锡兰、颜巴赫、卡特彼勒等公司已经获得数据中心的燃气内燃机订单合计超过 8GW, 合同交付周期为 1 年半到 2 年以上。

表6: 据不完全统计, 瓦锡兰、颜巴赫、卡特彼勒已经获得数据中心的燃气内燃机订单超过 8GW

订单时间	公司	机型	型号	总 MW 数	台数	交付时间
202507	瓦锡兰	中速机	50SG	282	15 台	2026 年底-2027 年
202510	颜巴赫	中速机	-	2300	-	-
202512	瓦锡兰	中速机	50SG	507	27 台	2027 年
202601	瓦锡兰	中速机	50SG	429	24 台	2028 年底-2029 年初
202601	卡特彼勒	高速机	G3500K	2000	-	2026 年 9 月-2027 年 8 月
202603	卡特彼勒	高速机	G3520	1400	-	2027-2029 年
202602	颜巴赫	中速机	J624、J620	1500	300 台	2028 年
合计 MW 数				8418		

资料来源: Power Systems Design, American Public Power Association, Power Technology, 卡特彼勒官网, businesswire, 维度网, MPS, 浙商证券研究所

博杜安燃气内燃机产品系列丰富, 最高功率可达 3.5MW。博杜安柴发已在美国及全球多个国家的数据中心取得了订单, 燃气内燃机有望凭借技术达标、认证齐全、本土渠道、交付速度, 打开北美数据中心市场。

表7: 博杜安燃气内燃机产品梳理

产品名称	6M33NG	8M33NG	12M33NG	16M33NG	20M33NG	12M55NG	16M55NG	20M55NG
外观	直列 6 缸 燃气发动机	直列 8 缸 燃气 V 型 发动机	12 缸燃气 V 型 发动机	16 缸燃气 V 型 发动机	20 缸燃气 V 型 发动机	12 缸燃气 V 型 发动机	16 缸燃气 V 型 发动机	20 缸燃气 V 型 发动机
缸数	6	8	12	16	20	12	16	20
缸径 (mm)	150	150	150	150	150	180	180	180
额定功率 (KW)	400-480	550-650	700-1000	1000-1400	1300-1800	1580	2100-2600	2600-3500
行程 (mm)	185	185	185	185	185	215	215	215
排量 (L)	19.6	26.1	39.2	52.3	65.4	65.7	87.5	109.4
燃料	天然气/沼 气	天然气/沼 气	天然气/沼 气	天然气/沼 气	天然气/沼 气	天然气	天然气	天然气
压缩比	12:01	12:01	12:01	12:01	12:01	13:01	13:01	13:01
设计寿命 (小时)	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000
干式净重 (kg)	2100	3100	3390	5100	6600	9500	11500	14600
排放标准	中国非道路 第三阶段 / 国六燃气标 准	中国非道路 第三阶段 / 国六燃气标 准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准	中国非道路第 三阶段 / 国 六燃气标准
核心技术特 点	电控增压器 前混合燃 烧, 适配 400kWe 发 电机组	同 6M33NG 技术路线, 功率提升	电控稀薄燃 烧, 适配矿卡 / 发电机组, - 50~40℃宽温 发电 / 船用 应用	同 12M33NG 技术, 大功率 发电	同 12M33NG 技术, 超大功 率发电	智能点火控制, 持续功率 1580kWm, 适配 1400kWe 机组	同 12M55NG 技术, 功率升 级	同 12M55NG 技 术, 顶级大功率 燃气动力

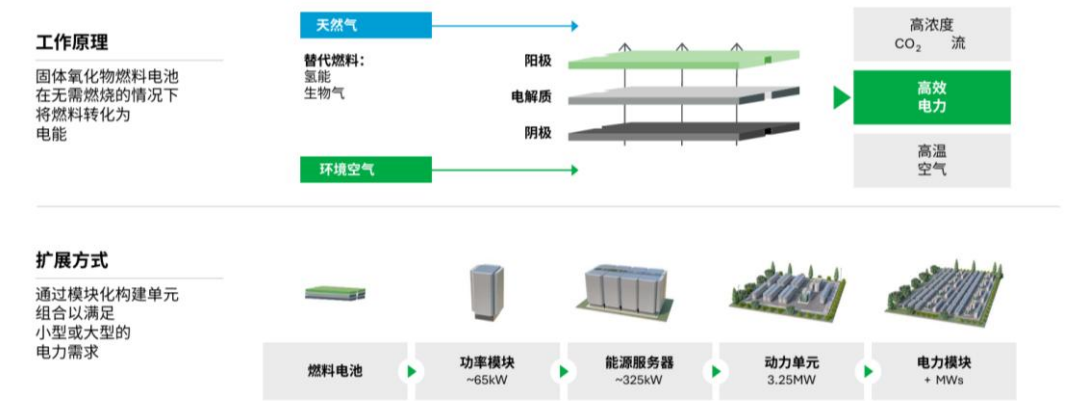
资料来源: 潍柴动力官网, 浙商证券研究所

2.4 SOFC: 战略投资头部公司希锂斯, 产能建设提速

SOFC 凭借其高效率、模块化快交付、燃料灵活性的优势, 成为解决数据中心缺电的关键技术路线之一。固体氧化物燃料电池 (Solid Oxide Fuel Cell, SOFC) 是一种在中高温 (通常为 600-1000°C) 下, 直接将燃料的化学能高效、清洁地转化为电能的全固态电学

发电装置。具备高效率、燃料灵活、全固态结构、模块化交付等优势。相比传统燃气轮机3年以上的交付周期，SOFC具备极强的模块化部署能力。以 Bloom Energy 为例，可以实现 90 天内部署，即插即用的特性完美契合了 AI 数据中心对电力扩容的迫切需求。

图21: SOFC 工作原理及扩展方式



资料来源: BloomEnergy 公告, 浙商证券研究所

BE 为全球 SOFC 龙头，持续获得美国数据中心订单。 Bloom Energy (BE.US) 为全球绝对龙头，市占率高，已服务于亚马逊、甲骨文、CoreWeave、英特尔等客户。Ceres Power（潍柴动力子公司）为英国上市公司，拥有 SteelCell 金属支撑技术，采用“轻资产+技术授权”模式，合作伙伴包括潍柴动力、博世、斗山等。

表8: 各燃料电池公司技术方案对比

对比维度	Bloom Energy	Ceres 电力	三菱动力
技术路线	高温平板式 SOFC (~800℃), 使用镍基阳极 + YSZ 电解质	低温金属支撑 SOFC (Steel CellTM, 500-600℃), 采用陶瓷涂层不锈钢基底	高温管式 / 平板混合 SOFC (~750℃), 强调长寿命与燃料灵活性
电堆功率	单模块 100-250kW, 可堆叠至 MW 级	单堆 5-10kW (授权模式, 由合作伙伴放大)	250kW 单元, 可组合为 1MW 系统
电堆	完全自研, 加州圣何塞自有工厂量产	不生产整机, 专注电堆设计与授权	自研自产, 名古屋工厂具备 GW 级制造能力
关键材料	阳极 / 电解质: 内部合成; 连接体: 采购特种合金	电解质粉体外购, 金属基板定制; 密封材料合作开发	全链条自研: 从 YSZ 粉体到连接体合金均有内部研发
系统集成	提供 PPA, 含 BOP、监控、运维	仅输出电堆技术, 系统由授权方集成	配套热管理、燃料处理、控制系统一体化交付
典型客户	Google、Apple、沃尔玛、NASA (数据中心 + 商业 CHP)	潍柴动力 (中国重卡 APU)、Doosan (韩国微电网)	日本 ENE-FARM (住宅 CHP)、工业微电网、海外示范电站
研究进展	推出氢兼容版 Energy Server, 支持 100% 绿氢; 累计部署超 1.5 GW	与博世合作开发车用 SOFC 增程器; 获欧盟 IPCEI 氢能项目资助	发布 1 MW 级 “MEGAMIE” 系统, 效率达 65%, 寿命超 9 万小时

资料来源: 观研天下, 氢景, 浙商证券研究所

SOFC 在美国数据中心已实现商业化应用，BE 积压订单约 200 亿美元。 目前 BE 已服务的数据中心客户包括亚马逊、甲骨文、CoreWeave、英特尔等，且已与电力供应商 Brookfield 签订了 50 亿美元的合作协议，与 American Electric Power 签订了 1GW 框架协议。目前 BE 在手积压订单约 200 亿美元，预计 2026 年营收 31-33 亿美元，毛利率预计达 32%。2026 年底产能提升到 2GW，现有设施可根据需求扩展至 5GW。2026 年 4 月，BE 与甲骨文签订 2.8GW 的燃料电池系统的采购订单。

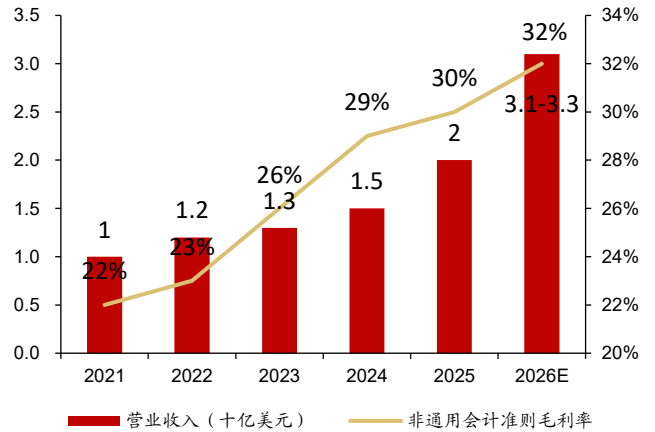
图22: BE 客户情况



1. As of February 5, 2026

资料来源: BloomEnergy 公告, 浙商证券研究所

图23: BE 营收及毛利率



资料来源: BloomEnergy 公告, 浙商证券研究所

公司在 SOFC 布局多年, 已取得 CERES 制造许可授权。2018 年, 潍柴动力战略投资全球领先的固体氧化物燃料电池技术公司英国希锂斯 (CERES POWER, CWRL), 成为第一大股东, 持股 19.9%。2023 年发布大功率金属支撑商业化 SOFC 产品, 系统功率 120kW, 应用热电联产效率高达 92.55%。潍柴首个 100kW SOFC 发电产品在潍坊市能源集团商业化应用, 100kW SOFC 发电产品成功交付国家电投集团, 为全国首个公共卫生服务类场景 SOFC 分布式供能项目。2025 年 11 月, 潍柴动力与希锂斯签订制造许可协议, 拟建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产线, 产品将为 AI 数据中心、商业楼宇及工业园区等场景提供电力。

图24: 潍柴全新一代 SOFC 产品优势



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图25: 潍柴 SOFC 示范项目累计运行近 7 万小时



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3 重卡行业: 2025 年销量重回百万级, 看好未来三年需求景气

3.1 重卡行业大周期约 10 年, 宏观经济、出口数据对行业较大

回顾我国重卡行业近二十年的发展, 重卡销量年度间波动较大、整体呈上升态势, 约 10 年一个周期。重卡销量分为内需销量和出口销量, 内需销量影响因素包括 GDP 增速、政策变化、公路货运量及基础设施建设需求等, 出口销量主要影响因素包括外部政策等。

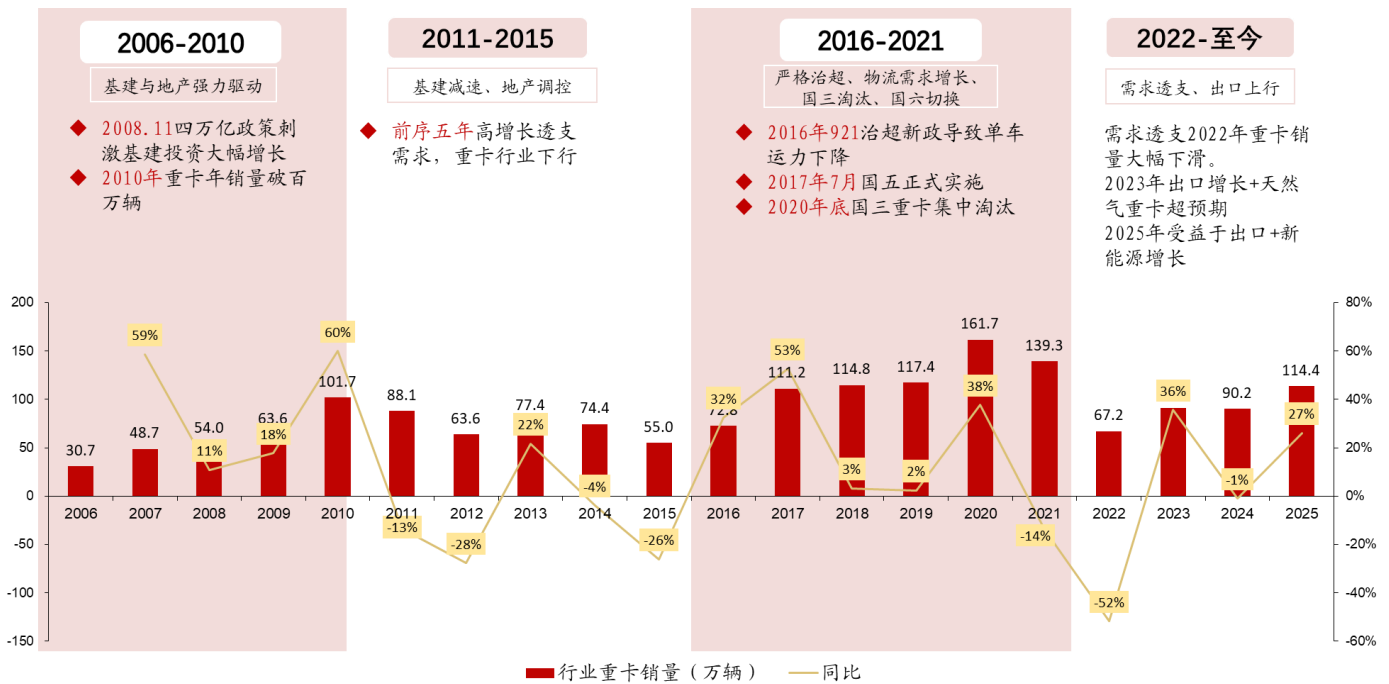
2006年-2010年，受基建地产高速发展、“四万亿”政策驱动，重卡行业经历了一轮行业上行。2008年受全球金融危机、南方冰雪灾害、汶川地震等影响，当年增速降为12%，2008年11月国家出台“四万亿”政策刺激基础设施建设，2010年重卡销量首次突破一百万辆。

2011-2015年，宏观经济调控下，重卡行业下行。基建减速、地产调控及过去五年高速增长透支需求，2011、2012年重卡销量连续两年负增长。2013年重卡销量同比高增长，主要系国四标准于2013年7月1日正式实施，带动国三重卡热销，后重卡国四标准延期至2015年1月1日导致2014年重卡销量同比小幅下滑。

2016-2021年，严格治超、国三淘汰、物流需求暴增等影响，重卡行业迎来行业上行。2016年921治超新政大幅降低了商用车的最高运力导致行业购车数量增加，2018-2019年行业销量均突破百万。2020年初物流需求大增，叠加2020年底国三重卡集中淘汰，2020年重卡销量同比增长38%达161.7万辆创历史新高。

2022年至今，需求透支、出口上行。宏观经济压力加大叠加需求透支，2022年重卡销量同比大幅下滑52%至67.2万辆。2023年以来受出口高增长及天然气重卡销量高增推动，2025年重卡行业销量114万辆，同比增长27%。

图26：重卡行业2023年起持续复苏

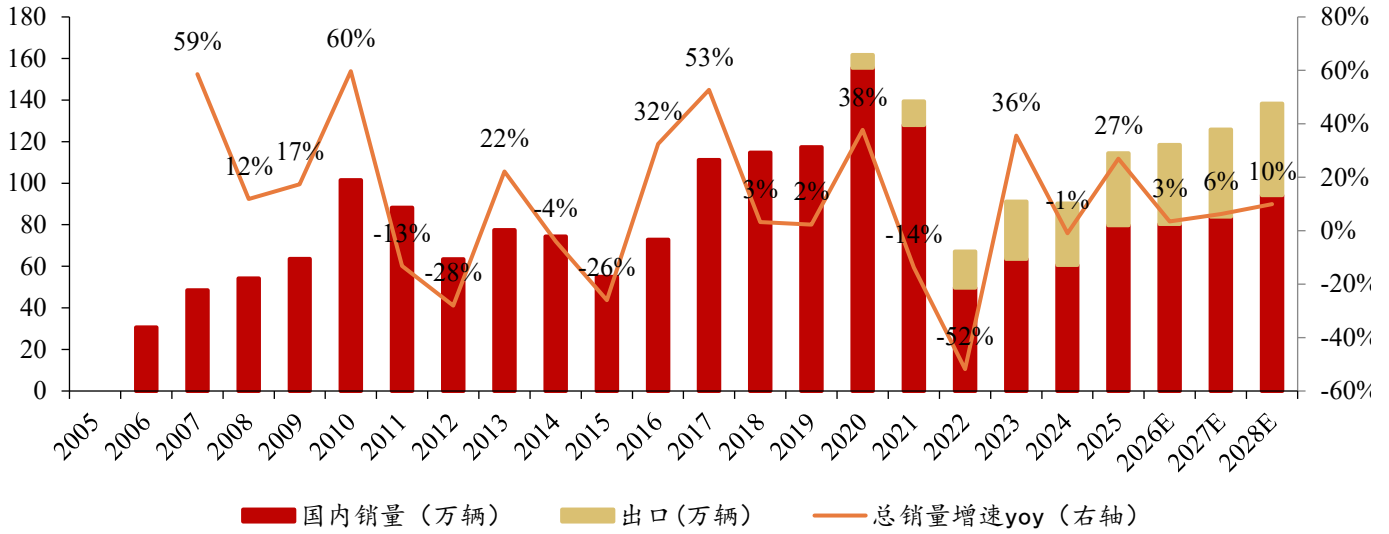


资料来源：wind，中汽协，卡车之家，生态环境部公告，中国汽车报，公司公告，交通部公告，浙商证券研究所

3.2 出口+更新带动需求向上，预计2026-2028年销量中枢在110万辆以上

重卡行业迎来稳步复苏，预计2026-2028年重卡需求中枢在120万。2025年重卡销量同比增长27%至114万辆。在经济向好复苏，内需改善、国六替换国五、出口拉动等因素下，重卡销量有望继续稳步上行，我们预计，2026-2028年我国重卡销量有望达118.4、125.8、138.2万辆，分别同比增长3%、6%、10%。

图27: 预计 2026-2028 年重卡年销量仍可突破 110 万辆



资料来源: wind, 中汽协, 浙商证券研究所

驱动一: 自然更新+政策更新驱动重卡内需增长

2017 年后销售的存量重卡进入自然淘汰周期。重卡作为消耗性生产物资本身具有一定生命周期, 一般来说为 7-12 年。2017 年起, 我国重卡年销量连续五年超百万辆, 预计这部分车辆将在 2024 年左右进入自然淘汰周期, 有望带动 2024 年后重卡销量增长。

政策补贴带动重卡销量复苏。2025 年 3 月交通运输部、国家发展改革委和财政部印发《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》(交规划发〔2025〕17 号), 将国三、国四排放标准的营运货车纳入补贴范围。车主提前报废重型货车最高补贴 4.5 万元, 更新为新能源重型货车最高补贴 9.5 万元, 二者叠加每辆车最高可获得 14 万元的补贴。

表9: 提前报废老旧营运货车补贴标准

车辆类型	提前报废时间	补贴标准(万元/辆)
中型	满 1 年(含)不足 2 年	1.0
	满 2 年(含)不足 4 年	1.8
	满 4 年(含)以上	2.5
重型	满 1 年(含)不足 2 年	1.2
	满 2 年(含)不足 4 年	3.5
	满 4 年(含)以上	4.5

资料来源: 中国政府网, 浙商证券研究所

表10: 新购营运货车补贴标准

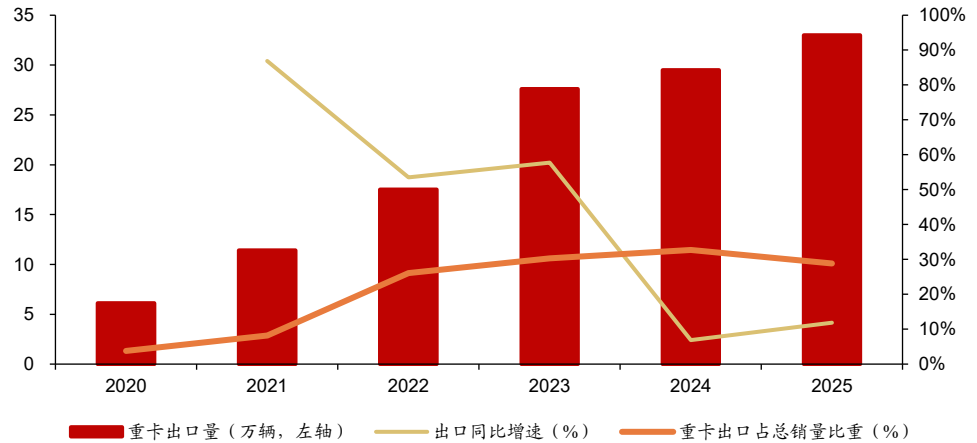
车辆类型	新购国六排放标准营运货车补贴标准 (万元/辆)	新购新能源营运货车补贴标准 (万元/辆)
中型	2.5	3.5
重型	2 轴	4.0
重型	3 轴	5.5
重型	4 轴及以上	6.5

资料来源: 中国政府网, 浙商证券研究所

驱动二：出口带动销量增长

重卡出口持续增长，看好重卡出口持续性。2025年我国重卡出口销量33万台，同比增长12%，占总销量的比重为29%。其中，非洲、东南亚、中东成为核心出口区域，俄罗斯高基数影响已弱化。

图28：我国重卡出口量及同比增速

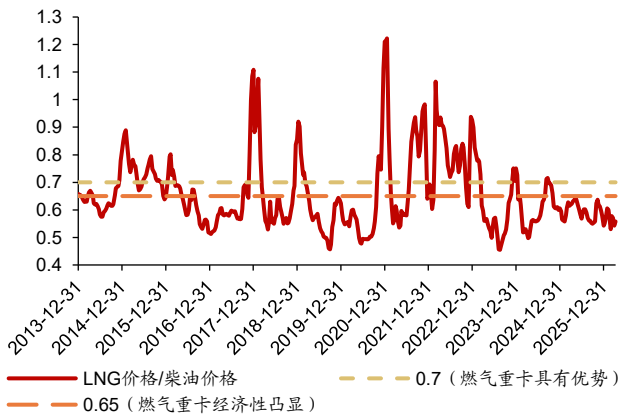


资料来源：方得网，汽车总站网，浙商证券研究所

驱动三：油气价差大带来经济性，天然气重卡渗透仍有空间

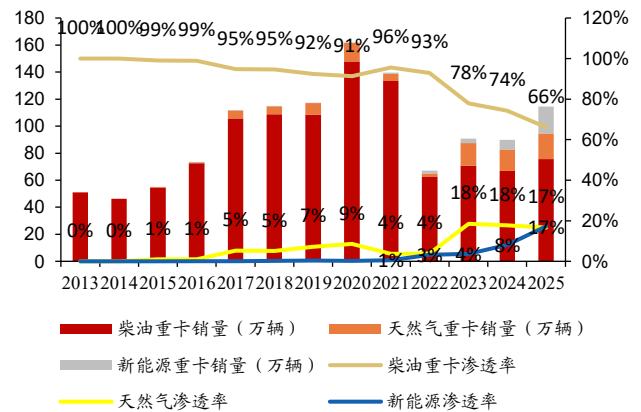
油气价差是天然气重卡相较柴油重卡的经济性来源。通常来说，一台天然气重卡成本比一台燃油车贵6-10万元，当气油比小于0.7时，天然气重卡具有优势，当气油比小于0.65时，天然气重卡经济性凸显。2023年随着天然气价格下降、柴油价格维持高位，天然气重卡经济性凸显，带动天然气重卡销量大幅增长，渗透率近年来稳定至18%。

图29：气油比当前仍维持低位，燃气重卡经济性凸显



资料来源：wind，浙商证券研究所

图30：2023年以来天然气重卡渗透率维持在18%左右



资料来源：wind，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

预计公司2026-2028年营业收入分别为2525、2656、2794亿元，同比增长8.9%、5.2%、5.2%，复合增速6.4%；归母净利润分别为140、161、183亿元，同比增长28.5%、14.6%、13.8%，复合增速18.8%，对应2026年4月24日PE估值18、16、14倍，给予买入评级。

表11: 潍柴动力盈利预测

(单位: 亿元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,318	2,525	2,656	2,794
YOY	7.5%	8.9%	5.2%	5.2%
毛利率	21.5%	21.6%	21.9%	22.1%
整车及关键零部件				
收入	1,004	1,145	1,202	1,262
YOY	11.8%	14.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	17.9%	19.0%	19.5%	20.0%
智能物流				
收入	911	956	1,004	1,054
YOY	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%
农业装备				
收入	188	198	208	218
YOY	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	14.3%	14.3%	15.0%	15.0%
其他零部件				
收入	119	125	131	137
YOY	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他主营业务				
收入	97	101	112	123
YOY	10.4%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	18.1%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

表12: 可比公司估值表

证券代码	股票简称	主业	总市值		归母净利润 (亿元)			PE		
			(亿元)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
000951.SZ	中国重汽	重卡	275	16.7	20.3	23.9	17	14	12	
600166.SH	福田汽车	汽车	292	13.9	19.5	25.2	21	15	12	
002353.SZ	杰瑞股份	油服设备、燃机	1,341	26.8	38.3	50.0	50	35	27	
002283.SZ	天润工业	重卡曲轴	126	3.7	4.9	6.0	34	26	21	
平均 PE							29	21	17	
000338.SZ	潍柴动力	重卡发动机、发电设备	2,608	109.3	140.5	161.0	24	19	16	

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (可比公司盈利预测来自 wind 一致预期, 截至 20260424)

5 风险提示

1) 重卡行业需求不及预期风险。重卡行业迎来周期向上拐点，但仍受到出口量、国内需求等多方面因素影响，若重卡行业需求不及预期，可能影响公司盈利预测。

2) 天然气重卡渗透率不及预期风险。天然气重卡在相比柴油重卡具备较好经济性情况下，才会实现进一步的销量增长，若天然气价格上涨超预期，导致天然气重卡销量下滑，影响公司盈利能力。

3) AIDC 发电产品拓展不及预期风险。2026 年是公司多款数据中心发电产品海外验证和拓展的元年，若国内及海外拓展不及预期，可能阶段性影响公司业绩表现。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	186,524	211,122	235,750	267,699
现金	68,713	87,735	112,121	139,504
交易性金融资产	14,792	11,792	8,792	8,792
应收账款	34,984	43,607	44,944	47,775
其它应收款	1,412	1,524	1,570	1,669
预付账款	1,645	1,705	1,832	1,898
存货	35,236	41,655	42,956	44,037
其他	29,742	23,105	23,535	24,024
非流动资产	180,952	173,828	166,129	153,290
金融资产类	8,591	8,591	8,591	8,591
长期投资	5,435	5,435	5,435	5,435
固定资产	53,670	48,556	42,859	32,968
无形资产	22,063	20,895	19,676	17,457
在建工程	4,668	4,083	3,557	3,083
其他	86,524	86,268	86,012	85,756
资产总计	367,476	384,950	401,879	420,989
流动负债	161,534	169,050	174,908	182,278
短期借款	2,873	1,873	1,373	873
应付款项	104,157	107,220	111,464	117,427
预收账款	0	0	0	0
其他	54,505	59,958	62,071	63,979
非流动负债	74,879	73,879	72,879	70,879
长期借款	11,052	10,052	9,052	7,052
其他	63,827	63,827	63,827	63,827
负债合计	236,414	242,930	247,787	253,157
少数股东权益	37,872	41,384	45,407	49,987
归属母公司股	93,190	100,636	108,684	117,844
负债和股东权益	367,476	384,950	401,879	420,989

现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	28,682	30,586	36,721	39,687
净利润	13,680	17,559	20,119	22,900
折旧摊销	13,598	13,124	13,699	13,839
财务费用	3,077	1,020	933	833
投资损失	(450)	(505)	(531)	(559)
营运资金变动	(1,768)	(1,060)	2,116	2,304
其它	545	448	384	371
投资活动现金流	(16,628)	(1,943)	(1,853)	188
资本支出	(6,670)	(5,448)	(5,384)	(371)
长期投资	(10,673)	3,000	3,000	0
其他	715	505	531	559
筹资活动现金流	(18,320)	(10,051)	(10,481)	(12,493)
短期借款	1,131	(1,000)	(500)	(500)
长期借款	2,536	(1,000)	(1,000)	(2,000)
其他	(21,987)	(8,051)	(8,981)	(9,993)
现金净增加额	(5,838)	19,022	24,387	27,382

利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	231,809	252,458	265,588	279,425
营业成本	182,027	197,877	207,431	217,617
营业税金及附加	842	1,010	930	978
营业费用	13,621	13,885	14,076	13,971
管理费用	12,001	12,623	13,279	13,971
研发费用	8,284	8,331	8,764	9,221
财务费用	(454)	(354)	(822)	(1,409)
资产减值损失	(1,256)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
公允价值变动损	(226)	0	0	0
投资净收益	450	505	531	559
其他经营收益	1,422	1,515	1,594	1,677
营业利润	16,074	20,358	23,320	26,591
营业外收支	140	300	350	350
利润总额	16,214	20,658	23,670	26,941
所得税	2,534	3,099	3,550	4,041
净利润	13,680	17,559	20,119	22,900
少数股东损益	2,750	3,512	4,024	4,580
归属母公司净利润	10,931	14,047	16,096	18,320
EBITDA	29,245	33,428	36,547	39,370
EPS (最新摊薄)	1.25	1.61	1.85	2.10

主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	7.47%	8.91%	5.20%	5.21%
营业利润	-7.77%	26.65%	14.55%	14.03%
归属母公司净利	-4.15%	28.51%	14.58%	13.82%
获利能力				
毛利率	21.48%	21.62%	21.90%	22.12%
净利率	4.72%	5.56%	6.06%	6.56%
ROE	11.73%	13.96%	14.81%	15.55%
ROIC	7.74%	9.61%	10.22%	10.78%
偿债能力				
资产负债率	64.33%	63.11%	61.66%	60.13%
净负债比率	-22.28%	-35.37%	-49.39%	-63.16%
流动比率	1.15	1.25	1.35	1.47
速动比率	0.84	0.91	1.01	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.67	0.68	0.68
应收账款周转率	7.11	7.37	7.71	7.76
应付账款周转率	2.89	2.89	2.94	2.93
每股指标(元)				
每股收益	1.25	1.61	1.85	2.10
每股经营现金	3.29	3.51	4.21	4.56
每股净资产	10.70	11.55	12.47	13.53
估值比率				
P/E	23.59	18.35	16.02	14.07
P/B	2.77	2.56	2.37	2.19
EV/EBITDA	4.13	6.21	4.97	3.86

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>