

潍柴动力 (000338.SZ)

内燃机产业链领跑者，助力海内外 AI 基建

优于大市

核心观点

潍柴动力是我国内燃机领军企业。公司历史悠久，历经多次收并购，已经成长为以发动机业务为核心的世界领军企业。公司经营稳定，海外收入占比过半，2025 年营收 2318 亿元，同比增长 7.47%；2026 年一季度营收 625.63 亿元，同比增长 8.87%，归母净利润 30.85 亿元，同比增长 13.83%；期间费用率在 2026 年一季度显著降低。分业务看，动力总成与整车整机及其关键零部件板块，是公司最大业务子板块，智慧物流板块次之。根据公司各业务成长性，我们分成了传统核心业务与发电业务。

公司传统核心业务以商用车产业链为基础，受益于出口与行业复苏。重卡行业在内需周期和海外成长中波动上行；公司通过子公司陕重汽布局重卡整车行业，陕西系重卡位列五大重卡车企之一。公司发动机产品，在内需重卡发动机、商用车发动机、多缸柴油发动机多个维度下，市占率均处于行业第一，在燃气重卡发动机领域更是占据半壁江山。公司通过凯傲集团布局智慧物流，通过雷沃进军农机行业，业务处于稳定增长。

AIDC 电力需求高增，催生主备电源供需缺口。AIDC 快速建设，未来 5-10 年产生大量电力缺口。并网用电审批时间长，因此离网电源需求高涨。大缸径柴发作为备用电源景气度高，燃气轮机、往复式燃气机则是理想的离网主电源选择。燃气轮机供给少，排产、部署时间久，进一步增加了往复式燃气机等需求，同时 SOFC 作为新兴发电产品，有望迎来规模化落地。

公司发电产品丰富，深度布局 SOFC 业务，子公司深耕北美市场。公司大缸径柴发技术、产品具备优势，当前推出的旗舰新品技术达到了全球领先水平；公司的往复式燃气机已有使用案例，公司有望在往复式燃气机领域进一步研发，提升产品竞争力。公司深度布局 SOFC 业务，是 Ceres 的第一大股东，与 Ceres 更新合作协议后，可支持全球展业，适配海外高端客户需求。公司子公司深耕北美市场，具备认证、客户渠道等优势，可以满足北美 AI 基建的需求。

盈利预测与估值：预计公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 2568.01/2824.19/3108.78 亿元，增速分别为 10.78%/9.98%/10.08%；归属母公司净利润分别为 146.73/177.31/206.98 亿元，同比增速分别为 34.2%/20.8%/16.7%，每股收益分别为 1.68/2.03/2.38 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：经营风险、财务风险、海外政策风险、AIDC 发展不及预期、数据中心能效提升过快、汇兑风险、油气价格波动与供给物流受阻等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	215,691	231,809	256,801	282,419	310,878
(+/-%)	0.8%	7.5%	10.8%	10.0%	10.1%
归母净利润(百万元)	11403	10931	14673	17731	20698
(+/-%)	26.5%	-4.1%	34.2%	20.8%	16.7%
每股收益(元)	1.31	1.25	1.68	2.03	2.38
EBIT Margin	7.7%	6.5%	8.7%	9.2%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	11.7%	15.0%	17.2%	19.0%
市盈率 (PE)	25.4	26.4	19.7	16.3	14.0
EV/EBITDA	17.4	18.4	18.9	17.0	15.6
市净率 (PB)	3.34	3.10	2.95	2.80	2.65

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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：贾济恺

021-61761026

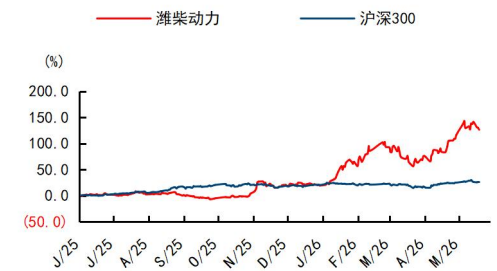
jiajikai@guosen.com.cn

S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	38.87 - 40.81 元
收盘价	32.61 元
总市值/流通市值	284111/226526 百万元
52 周最高价/最低价	35.85/13.65 元
近 3 个月日均成交额	3709.53 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

前言：内燃机龙头在 AI 浪潮中被重新定价	6
公司是内燃机产业链头部企业，发力发电业务	6
公司历史悠久，经多次并购布局广泛	6
公司财务：2026 第一季度利润同环比大增	9
根据成长性，公司主业划分为传统核心业务和发电业务	15
传统核心业务：以商用车产业链为基础，受益于出口与行业复苏	16
重卡行业周期中成长	16
公司通过子公司陕重汽参与整车业务	19
商用车核心零部件：发动机市占率稳居行业前列	22
其他主营：非道路发动机、智慧物流、农机等领域实力强	24
发电业务：AIDC 电力需求高增，催生主备电源供需缺口	27
全球数据中心电力需求将快速增长	27
主备电源需求缺口下，大缸径柴发/燃气发电机/SOFC 景气度高	28
柴发：海外高需求+国产替代背景下，公司产品、技术行业领先	31
往复式气发：公司已有成熟产品，满足海外主电源需求	33
SOFC：公司掌握稀缺资产，深度合作且有望全球展业	37
公司大比例持股 PSI，深度扎根北美市场	39
盈利预测	41
假设前提	41
未来 3 年业绩预测	42
盈利预测情景分析	43
估值与投资建议	44
投资建议	47
风险提示	48
附表：财务预测与估值	51

图表目录

图 1: 公司潍坊总部	7
图 2: 公司的历史沿革	7
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 山东重工旗下品牌	8
图 5: 公司重要子公司（部分）	9
图 6: 公司近年年度营收及同比变化	10
图 7: 公司近年季度营收及环比变化	10
图 8: 公司近年年度利润及同比变化	10
图 9: 公司近年季度利润及环比变化	10
图 10: 公司近年年度毛利率变化	11
图 11: 公司近年季度毛利率变化	11
图 12: 公司近年年度营收及同比变化	11
图 13: 公司近年年度营收及同比变化	11
图 14: 公司分区域营收	12
图 15: 公司分区域毛利	12
图 16: 公司分区域毛利率	12
图 17: 公司期间费用	14
图 18: 公司单季度期间费用	14
图 19: 公司期间费用率	14
图 20: 公司单季度期间费用	14
图 21: 公司资产负债率	15
图 22: 公司经营活动现金流	15
图 23: 公司核心业务构成	15
图 24: 重卡行业历年批发销量（万辆）	16
图 25: 重卡行业历年终端销量（万辆）	17
图 26: 重卡行业主要能源形式终端销量（万辆）	17
图 27: 重卡行业终端销量新能源渗透率（万辆）	18
图 28: 卡车出海销量（万辆，含整套散件）	18
图 29: 重卡出海销量	19
图 30: 陕汽集团历年重卡销量	20
图 31: 陕重汽销量及在集团中占比	20
图 32: 陕重汽国内与海外销量	20
图 33: 2025 年各厂商柴油重卡发动机内需销量	22
图 34: 公司重卡发动机下游整车配套销量（万台）	23
图 35: 潍柴弗迪首台电池产品	24
图 36: 潍柴弗迪产业园	24
图 37: 智慧物流	25

图 38: 凯傲旗下品牌矩阵	25
图 39: 智慧物流业务近年营收	25
图 40: 智慧物流业务近年毛利率	25
图 41: 潍柴雷沃	26
图 42: 雷沃产品	26
图 43: 农业装备业务近年营收	26
图 44: 农业装备业务近年毛利率	26
图 45: 2030 年全球数据中心用电量分场景预测	27
图 46: 全球数据中心总装机量及预测	27
图 47: 工业级燃气轮机 SGT-800	30
图 48: 联合循环燃气轮机 SGT5-9000HL	30
图 49: 全球 AIDC 电源市场规模变化	30
图 50: 全球数据中心柴油发电机市场规模及预测	31
图 51: 卡特彼勒 G3520 快速响应燃气发电机 (2.5mw)	33
图 52: 颜巴赫 J920 FleXtra (10mw)	33
图 53: 瓦锡兰部分中速燃气发电机产品 (500rpm-750rpm)	34
图 54: 公司 16M33 燃气发电用发动机	35
图 55: 公司 12M55NG 系列发电用气体发动机	35
图 56: 公司集装箱式燃气发电机组	35
图 57: 潍柴重机旗下 WH25 系列船用中速机	36
图 58: 潍柴重机旗下 WH28 系列船用中速机	36
图 59: PSI 旗下 40L 燃气发电机	36
图 60: PSI 旗下 53L 燃气发电机	36
图 61: SOFC 原理	37
图 62: Bloom Energy 采用平板式 SOFC 技术	38
图 63: Bloom Energy 数据中心领域客户	38
图 64: CERES 核心股东与产品应用	38
图 65: 公司全新一代 SOFC 发电产品	39
图 66: 公司 SOFC 产品示范项目	39
图 67: 公司美国子公司——Weichai America Corp.	40
图 68: PSI2025 收入区域分布	40
图 69: PSI2025 收入终端市场分布	40

表1: 公司重要子公司职能与股权占比 (部分)	9
表2: 公司分业务板块营收	13
表3: 公司分业务板块毛利及毛利率	13
表4: 重卡前五大车企批发销量 (万辆)	21
表5: 重卡前五大车企终端销量 (万辆)	21
表6: 重卡前五大车企出海销量 (万辆)	21
表7: 各厂商近年重卡发动机内需销量	22
表8: 燃气重卡发动机行业内需格局	23
表9: 商用车多缸柴油发动机销量	23
表10: 2025年多缸柴油发动机销量情况	24
表11: 不同供电模式建设周期与发电成本	27
表12: AIDC采用并网/离网供电的区别	28
表13: 全球代表地区数据中心并网审批排队时间	28
表14: 不同发电设备区别	29
表15: 公司应用于数据中心的大缸径柴发产品	32
表16: 重卡市场销量预测	41
表17: 公司发电相关业务预测	41
表18: 公司营收拆分及预测	42
表19: 公司毛利率及预测	42
表20: 公司期间费用率预测	42
表21: 未来3年盈利预测表	43
表22: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	43
表23: 公司盈利预测假设条件 (%)	44
表24: 资本成本假设	44
表25: 公司FCFF估值表	44
表26: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	45
表27: 公司各业务模块可比公司与估值	45
表28: 公司各业务在归母净利润中的贡献测算	46

前言：内燃机龙头在 AI 浪潮中被重新定价

潍柴动力是我国内燃机龙头企业，多年以来为我国商用车、工业领域提供动力总成、整车等关键产品，是我国工业发展的中流砥柱之一。公司通过多轮次收并购，拓展业务版图，在智慧物流、农业设备、商用车核心零部件等领域都有着举足轻重的地位；同时，积极参与新兴领域，在氢燃料电池、固态氧化物电池等领域都有重要布局。

近年以来，随着我国工业全球化推进，公司重卡、发动机等原有主营业务进入稳步增长区间，形成了公司稳步向上的基石；发电业务则在 AI 浪潮下迎来快速发展。公司产品在重卡发动机、商用车发动机、多缸柴油发动机等多维度下，市占率均处于长期行业领军地位，同时旗下重卡业务子公司——陕重汽位列我国重卡五大车企之一。随着我国重卡内需复苏，以及商用车出海如火如荼推进，公司原有核心业务未来有望保持稳步向上趋势。更为重要的是，在当前 AI 基建浪潮下，数据中心大规模建设导致海外出现电力供需缺口，公司大缸径柴油发动机、往复式燃气发电机、SOFC 产品有望顺应时代潮流，进入高速发展期，为全球 AI 建设提供鼎力支持。

本文以自上而下视角对发电业务尤其是数据中心离网发电设备的景气度进行论证，逻辑链为：1、AIDC 快速建设，未来 5-10 年产生大量电力缺口；2、并网用电审批时间长，因此离网电源需求高涨；3、大缸径柴发作为备用电源景气度高，燃气轮机、往复式燃气机则是理想的离网主电源选择；4、燃气轮机供给少，排产、部署时间久，进一步增加了往复式燃气机等需求，同时 SOFC 作为新兴发电产品，有望迎来规模化落地；5、公司大缸径柴发技术、产品具备优势，往复式燃气机已有使用案例，有望进一步产品升级提升竞争力，深度布局 SOFC 业务并支持全球展业；6、公司子公司深耕北美，具备认证、渠道等优势，适配北美 AI 基建需求。

同时，海外内燃机龙头康明斯、卡特彼勒在 AI 浪潮中被重新定价，估值提升；本文采用分部估值法，参考公司不同业务板块的海内外可比公司，对公司进行估值。

公司是内燃机产业链头部企业，发力发电业务

公司历史悠久，经多次并购布局广泛

潍柴动力股份有限公司成立于 2002 年，是我国内燃机领军企业。公司拥有潍柴动力发动机、陕重汽、潍柴雷沃智慧农业、法士特变速器、汉德车桥、火炬火花塞以及德国凯傲、德国液压传动、美国德马泰克、美国 PSI、法国博杜安、加拿大巴拉德等国内外知名品牌。公司从传统内燃机核心业务拓展至发电领域，受益于 AI 基建浪潮。

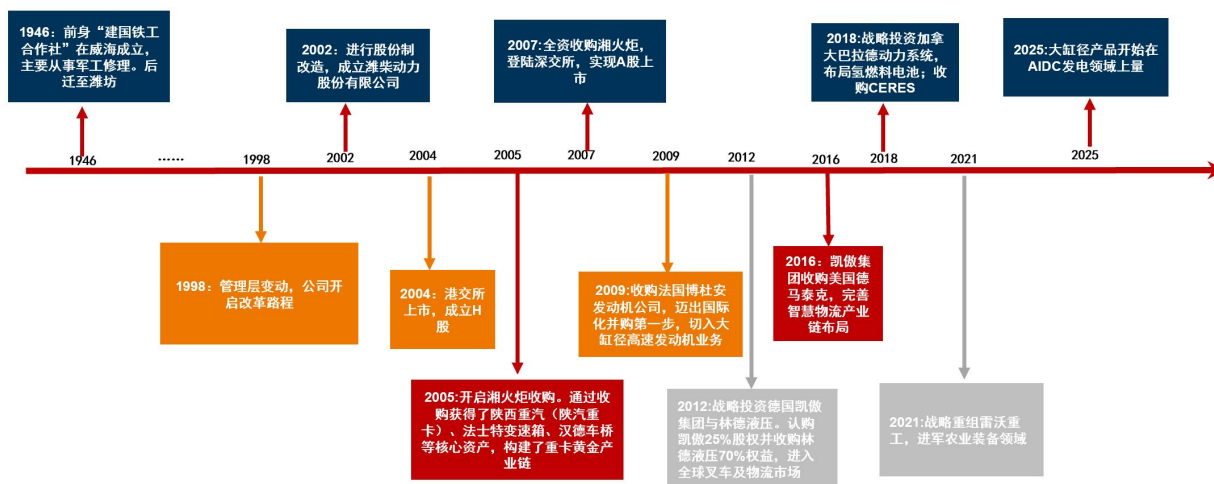
图1: 公司潍坊总部



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司历史悠久, 历经多次收并购, 已经成长为以发动机业务为核心的世界领军企业。公司的前身——建国铁工合作社的历史可以追溯到 1946 年, 彼时位于山东省威海市, 后搬迁至潍坊, 改为潍坊柴油机厂; 1998 年, 公司开启改革之路, 逐渐形成了当前公司的布局; 2002 年公司进行股份制改造, 成立潍柴动力股份有限公司, 并于 2004 年登陆港股市场; 2005 年, 公司开启湘火炬收购, 通过收购获得陕重汽、法士特、汉德车桥等资产, 完善了重卡行业布局, 于 2007 年全资收购湘火炬并实现 A 股上市; 2009 年收购发过博社安发动机公司, 进军大缸径发动机领域, 为后续发电领域打下基础; 2016 年, 通过收购完善智慧物流业务; 2018 年, 战投巴拉德动力系统和英国 CERES 公司, 布局氢燃料电池和 SOFC; 2021 年通过战略重组雷沃重工, 进军农机行业。

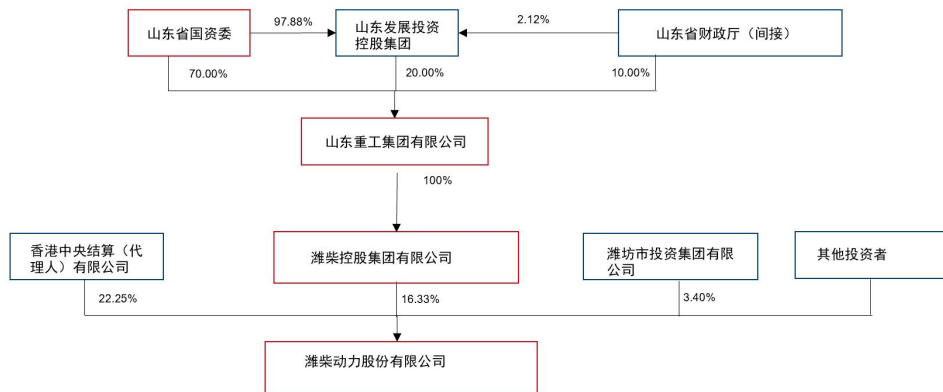
图2: 公司的历史沿革



资料来源: 公司官网, 中国工业新闻网, 国信证券经济研究所整理

公司大股东为山东重工集团有限公司, 实际控制人为山东省国资委。潍柴控股集团有限公司直接持有公司股权 16.33%, 系最大单一股东; 潍柴控股集团有限公司由山东重工集团有限公司 100%控股, 山东重工背靠山东省国资委。

图3：公司股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

山东重工实力强劲，整合潍柴系、重汽系等产业资源。山东重工旗下企业包括潍柴系公司如潍柴动力、陕重汽、雷沃、山推股份、CERES、PSI 等，以及重汽系公司重汽集团、中通客车等。山东重工凭借资源优势，推动旗下产业资源的整合与协同，在发动机、电池、核心零部件、海外布局等方面对公司有强大助力。

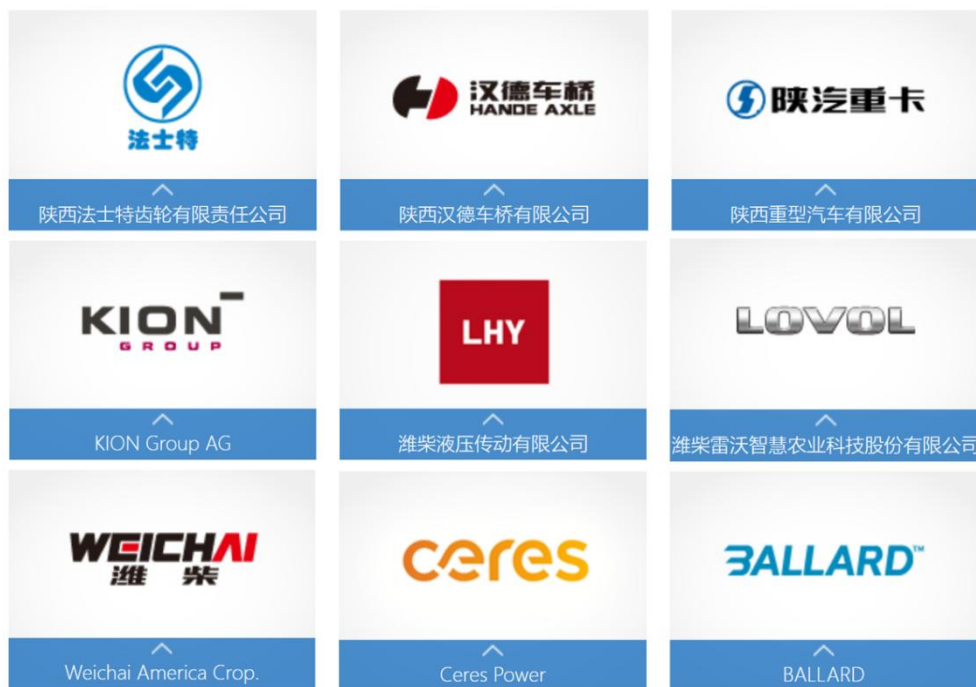
图4：山东重工旗下品牌



资料来源：山东重工官网，国信证券经济研究所

公司业务布局广泛，旗下业务由多家核心子公司承担。公司控股的重要子公司包括核心零部件公司法士特、汉德车桥、潍柴液压、火炬科技等；重卡整车企业陕重汽；智能化、电气化企业潍柴新能源、清智汽车科技等；负责北美运营的潍柴北美。公司通过并购扩展业务边界，子公司雷沃布局农机市场、凯傲集团涉足叉车及智慧物流解决方案。公司积极参股新兴领域，进行前瞻布局，公司持有加拿大公司巴拉德 19.9% 股权，布局氢燃料电池；战投英国公司 CERES，持股 20% 成为第一大股东，布局 SOFC 技术。

图5: 公司重要子公司 (部分)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司重要子公司职能与股权占比 (部分)

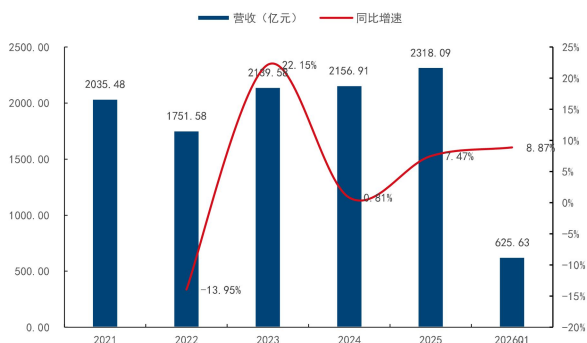
公司名称	业务领域/国家	股权占比	核心业务
陕西重型汽车有限公司	商用车 / 中国	51.00%	重卡整车制造
陕西法士特齿轮有限责任公司	变速箱 / 中国	51.00%	重型变速箱
陕西汉德车桥有限公司	车桥 / 中国	97.06%	重型车桥
潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司	农业装备 / 中国	61.10%	智能农机、智慧农业
潍柴火炬科技股份有限公司	火花塞 / 中国	70.12%	火花塞及点火系统
KION Group AG (凯傲集团)	智慧物流 / 德国	46.52%	叉车及供应链解决方案
潍柴新能源动力科技有限公司	新能源 / 中国	70.00%	新能源动力总成
清智汽车科技(苏州)有限公司	智能驾驶 / 中国	73.83%	智能驾驶系统
潍柴液压传动有限公司	液压 / 中国	100.00%	液压系统
潍柴智能科技有限公司	车联网 / 中国	100.00%	车联网及智能服务
Power Solutions International (PSI)	动力系统 / 美国	46.00%	数据中心备用电源、燃气发电机组
Weichai America Corp. (潍柴北美)	运营主体 / 美国	100%	北美市场运营、贸易及研发
Ballard Power Systems (巴拉德)	氢燃料电池 / 加拿大	19.90%	氢燃料电池技术
Ceres Power Holdings plc	SOFC 燃料电池 / 英国	19.60%	固体氧化物燃料电池技术

资料来源: Wind, 公司年报, 天眼查, 国信证券经济研究所整理

公司财务: 2026 第一季度利润同环比大增

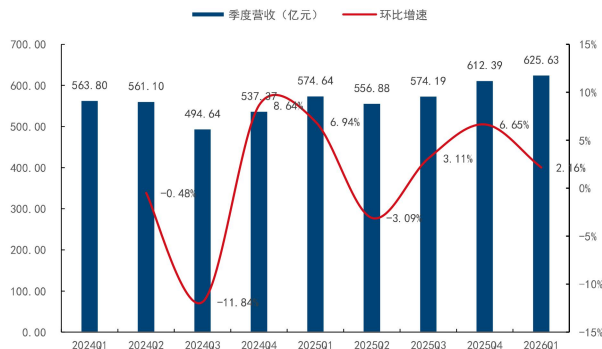
公司 2025 年营收 2318 亿元, 同比增长 7.47%; 2026 年一季度营收 625.63 亿元, 同比增长 8.87%。营收端, 公司在 2022 年后营收持续提升, 2025 年全年营收 2318.09 亿元, 同比增长 7.47%, 2026 年一季度营收 625.63 亿元, 同比增长 8.87%。分季度看, 近两年单季度营收整体提升, 最近三季度连续环比正增长。

图6: 公司近年年度营收及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

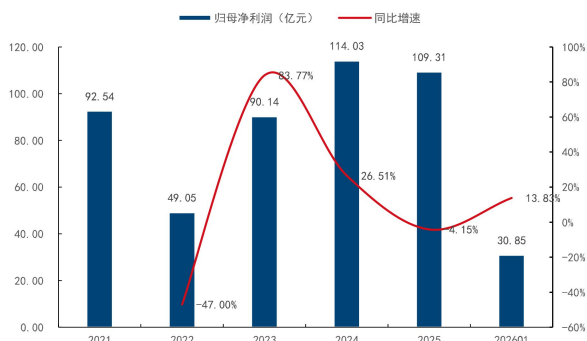
图7: 公司近年季度营收及环比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

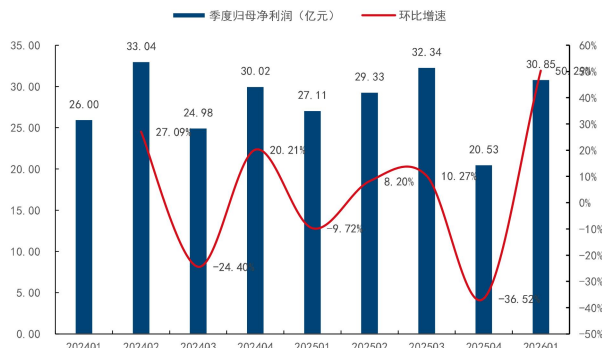
利润端, 公司 2025 年归母净利润 109.31 亿元, 有所下滑; 2026 年第一季度归母净利润 30.85 亿元, 同比增长 13.83%。公司 2025 年利润有所下滑, 核心原因是子公司凯傲集团进行了效率提升举措, 计提了一次性支出, 但对经营效率有长期利好; 此外, 2025 年商用车天然气、柴油车型有所下滑, 竞争加剧情况下, 毛利收到影响。2026 年一季度, 公司大缸径发动机销量超 3000 台, 数据中心发电用产品销量突破 500 台, 同比+240%, 发电业务助力下, 公司 2026 年一季度利润环比增长超 50%。

图8: 公司近年年度利润及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

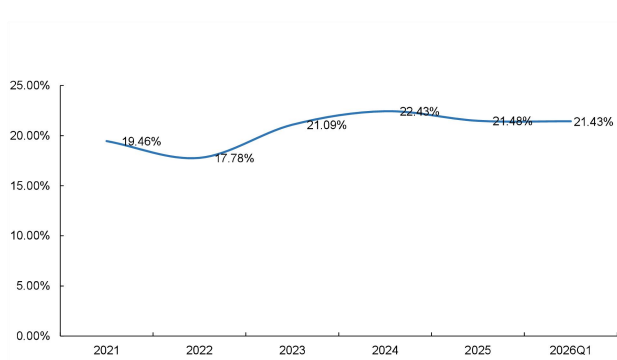
图9: 公司近年季度利润及环比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

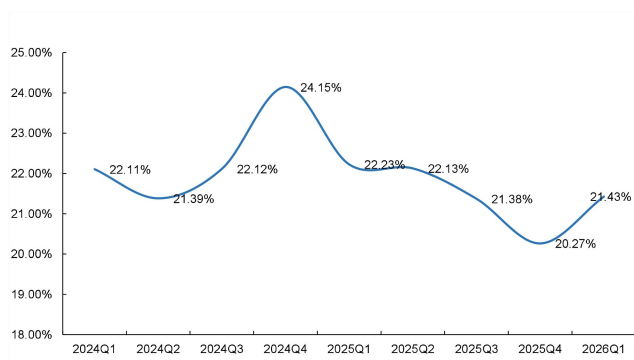
毛利率方面, 公司年度毛利率整体相对稳定, 2025 年整体毛利率 21.48%; 季度毛利率在 2025 年内有所下滑, 2026 年一季度恢复至 21.43%。公司年度毛利率, 在 2023 年起从前底部迈上台阶, 维持在 21-22.5% 区间。分季度看, 2025 年由于传统主业竞争因素, 2025 年内分季度毛利率下滑, 2025 年四季度同比下滑近 4pct, 环比下滑超 1pct; 2026 年一季度, 公司迎来开门红, 毛利率恢复至 21.43%。

图10: 公司近年年度毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

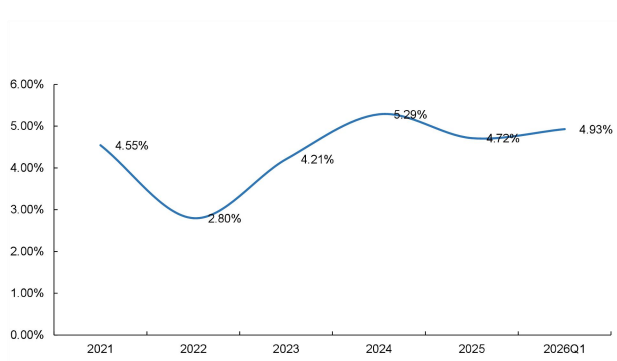
图11: 公司近年季度毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

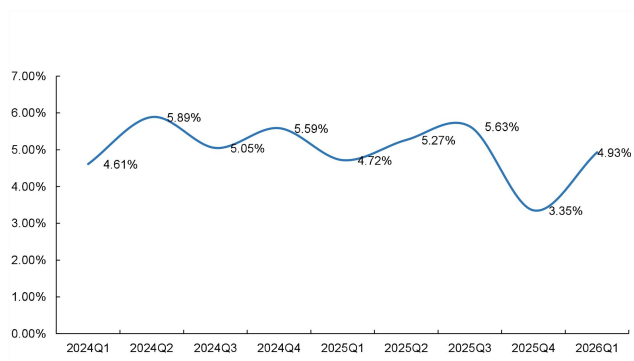
公司净利润率整体平稳, 近三年净利润率在 5%左右, 2025 年由于子公司计提支出, 下降至 4.72%, 2026 年一季度恢复至 4.93%。分级度看, 公司单季度的净利润率整体稳定, 除 2025 年 Q4 之外, 整体在 5%左右震荡。

图12: 公司近年年度营收及同比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图13: 公司近年年度营收及同比变化

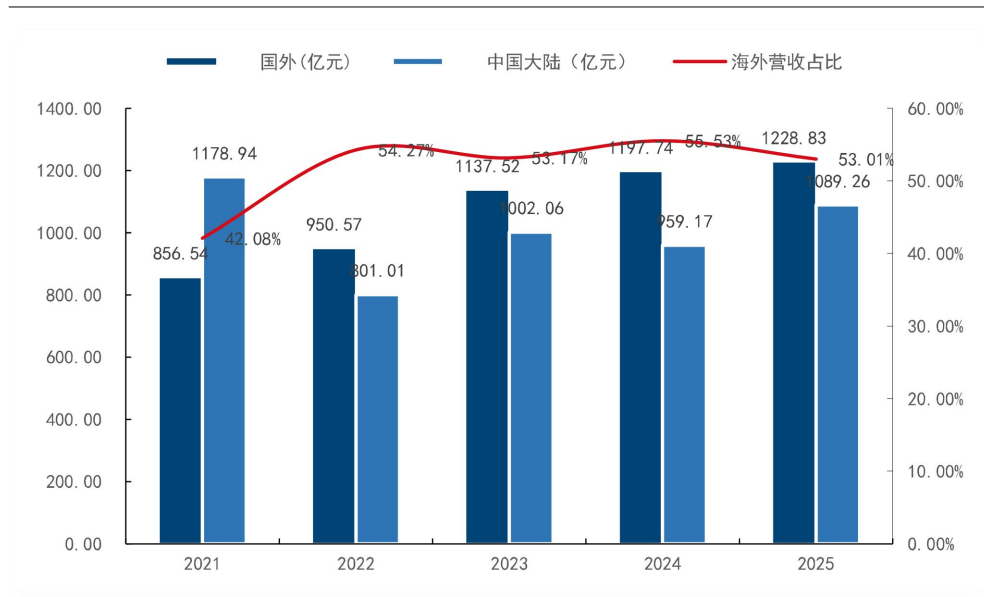


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

分区域看, 公司海外收入持续增长, 海外营收占比在 50%以上。公司海外收入持续增长, 从 2021 年的 856.54 亿元, 连续提升至 2025 年的 1228.83 亿元。海外收入在 2023 年起占比超过 50%, 2024 年占比达到了 55.53%, 2025 年略降至 53.01%。

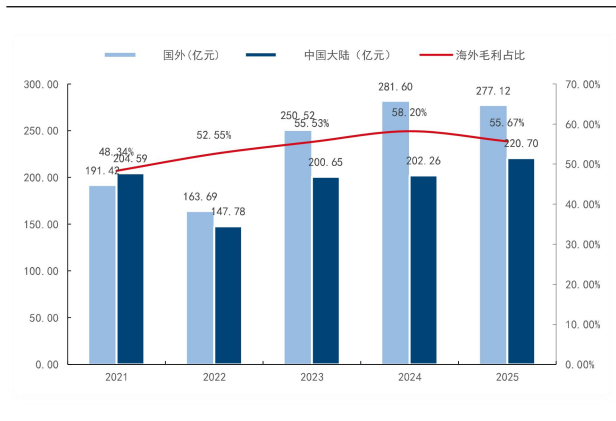
毛利方面, 海外业务毛利率整体比国内高 2 个百分点左右, 因此海外毛利占比略高于营收占比。除了海外业务毛利率在 2022 年大幅下滑至 17.22%之外, 近年来其他年份的海外毛利率均在 22%以上, 整体比国内业务毛利率高两个点; 国内业务毛利率相对稳定, 从 2021 年的 17.35%持续提升至 2024 年的 21.09%, 2025 年小幅降至 20.26%。2025 年公司海外业务毛利为 277.12 亿元, 占比达到了 55.67%, 略高于营收占比。

图14: 公司分区域营收



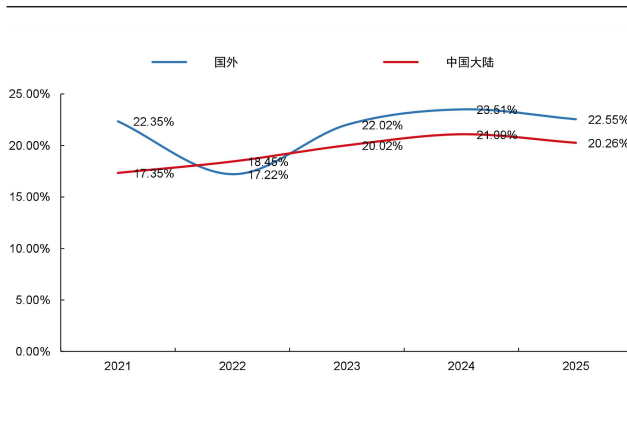
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图15: 公司分区域毛利



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图16: 公司分区域毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

分业务看，收入端，动力总成与整车整机及其关键零部件板块，是公司最大业务子板块，智慧物流板块次之。

动力总成与整车整机及其关键零部件:2025 年收入 1004.11 亿元，同比增长 11.84%，占比为 43.32%；由于与商用车尤其是重卡行业高度关联，该板块收入也有一定周期性。

智慧物流业务:由公司旗下凯傲集团主导，收入端具备成长稳定性；该板块收入从 2021 年的 784.80 亿元，持续增长至 2025 年的 910.77 亿元，2025 年收入占比 39.29%。

农业装备:核心为子公司雷沃的农机产品，2025 年收入 187.89 亿元，小幅增长，占比 8.11%。

其他零部件：除传统商用车核心零部件发动机、变速箱、车桥等之外，其他关键零部件，以及部分后市场独立零部件；该板块近两年增长较快，2024、2025 年增速分别达到了 28.34%/17.71%，2025 年收入 118.76 亿元，占比 5.12%。

其他：稳步增长，2025 年，实现收入 96.57 亿元，占比 4.17%。

表2: 公司分业务板块营收

分部营收 (亿元)	2021	2022	2023	2024	2025
动力总成、整车整机及关键零部件	1043.06	617.08	938.30	897.79	1004.11
增速		-40.84%	52.05%	-4.32%	11.84%
占比	51.24%	35.23%	43.85%	41.62%	43.32%
智慧物流	784.80	789.10	874.56	887.26	910.77
增速		0.55%	10.83%	1.45%	2.65%
占比	38.56%	45.05%	40.88%	41.14%	39.29%
农业装备		173.43	160.34	183.45	187.89
增速			-7.55%	14.41%	2.42%
占比		9.90%	7.49%	8.51%	8.11%
其他零部件	130.64	94.06	78.61	100.89	118.76
增速		-28.00%	-16.43%	28.34%	17.71%
占比	6.42%	5.37%	3.67%	4.68%	5.12%
其他	76.97	77.90	87.79	87.51	96.57
增速		1.21%	12.70%	-0.32%	10.35%
占比	3.78%	4.45%	4.10%	4.06%	4.17%
合计	2035.48	1751.58	2139.58	2156.91	2318.09

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

分业务看，毛利方面，智慧物流兼具规模和毛利率，是公司最大的毛利来源，动力总成与整车整机及零部件毛利率在 2025 年有下滑。动力总成与整车整机及零部件板块，作为最大的收入来源，毛利率在 2025 年有所下滑，导致公司整体毛利率在 2025 年小幅下滑；2025 年，该板块毛利 179.22 亿元，占比 36%。智慧物流板块毛利较高，2024/2025 年都在 26%以上，2025 年毛利 241.94 亿元，占比达到了 48.60%，是目前公司最大的毛利来源。农业装备板块，毛利水平较低，但是毛利率在 2025 年有所提升，达到了 14.26%，毛利 26.79 亿元，占比 5.38%。其他零部件板块，毛利率在公司子业务中最高，在 27%以上。

表3: 公司分业务板块毛利及毛利率

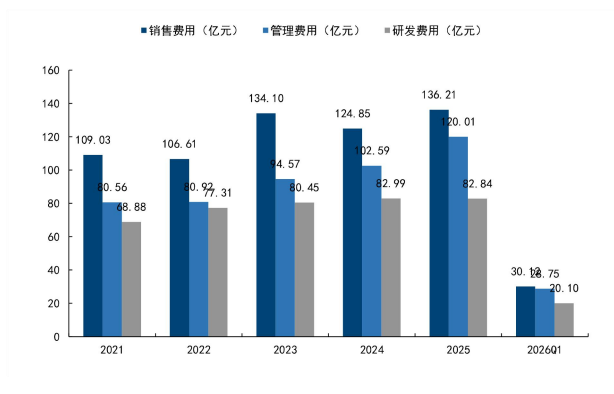
分部毛利 (亿元)	2021	2022	2023	2024	2025
动力总成、整车整机及关键零部件	170.45	112.78	179.07	174.81	179.22
增速		-33.83%	58.78%	-2.38%	2.52%
占比	43.04%	36.21%	39.69%	36.13%	36.00%
毛利率	16.34%	18.28%	19.08%	19.47%	17.85%
智慧物流	190.19	149.55	212.75	238.80	241.94
增速		-21.37%	42.26%	12.24%	1.31%
占比	48.03%	48.01%	47.16%	49.35%	48.60%
毛利率	24.23%	18.95%	24.33%	26.91%	26.56%
农业装备		22.71	23.12	24.32	26.79
增速			1.81%	5.19%	10.16%
占比		7.29%	5.12%	5.03%	5.38%
毛利率		13.09%	14.42%	13.26%	14.26%
其他零部件	22.50	14.99	21.55	28.96	32.36
增速		-33.38%	43.76%	34.39%	11.74%
占比	5.68%	4.81%	4.78%	5.99%	6.50%
毛利率	17.22%	15.94%	27.41%	28.70%	27.25%
其他主营业务	12.88	11.44	14.67	16.98	17.50

增速		-11.18%	28.23%	15.75%	3.06%
占比	3.25%	3.67%	3.25%	3.51%	3.52%
毛利率	16.73%	14.69%	16.71%	19.40%	18.12%
合计	396.01	311.47	451.16	483.86	497.82

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

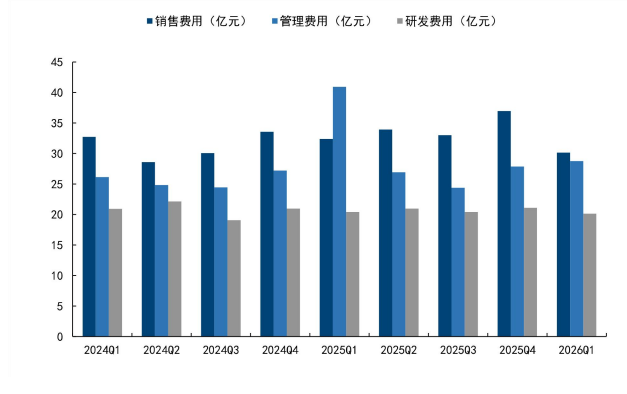
期间费用上, 公司管控能力良好, 销售、管理、研发费用率在 2026 年一季度都有下降。公司研发费用管控优秀, 近年单季度费用保持稳定, 收入增长的规模效益在费用率上显现明显, 研发费用率从 2022 年的 4.41% 持续下降至 2026Q1 的 3.21%。销售费用相对较高, 但费用率保持下滑态势, 2026 年 Q1 显著下降至 4.81%。管理费用上, 公司在 2025 年一季度管理费用有明显增长, 非经常性支出影响, 后续控制在稳定水平, 管理费用率在 2025 年之前有所增长, 但在 2026 第一季度再度下降。

图17: 公司期间费用



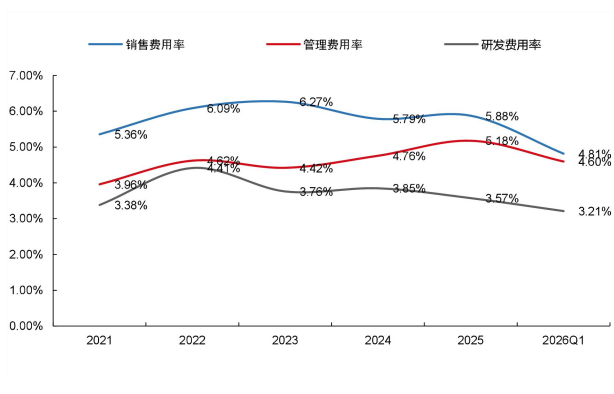
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图18: 公司单季度期间费用



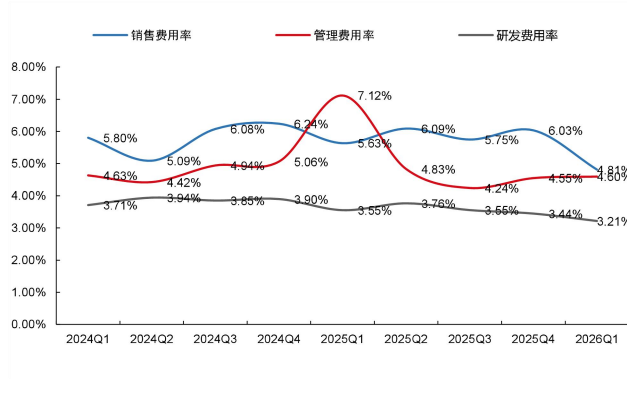
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图19: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

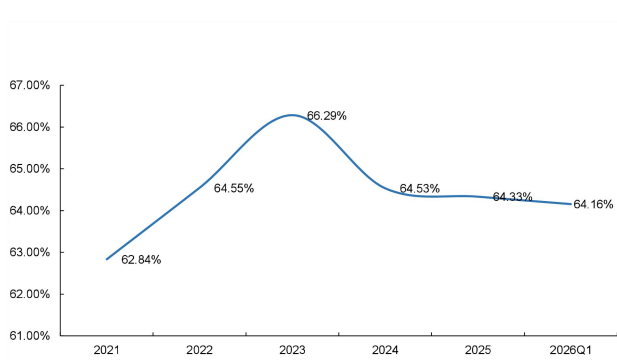
图20: 公司单季度期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

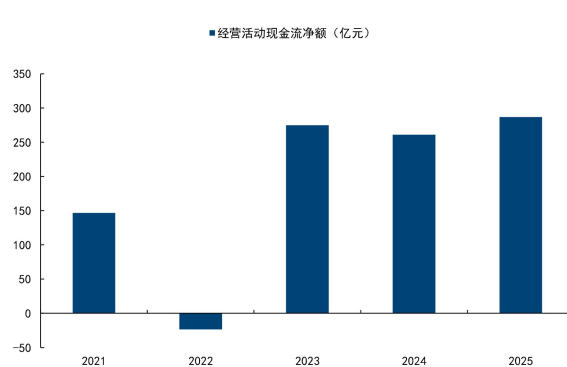
公司资产负债情况良好, 年度经营性现金流近年保持健康。作为重资产行业, 公司资产负债率在 2023 后下降, 保持在 64% 左右。年度层面上, 公司近三年经营性现金流健康, 2025 年公司经营活动现金流净额为 286.82 亿元, 同比增长 9.9%。

图21: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图22: 公司经营活动现金流



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

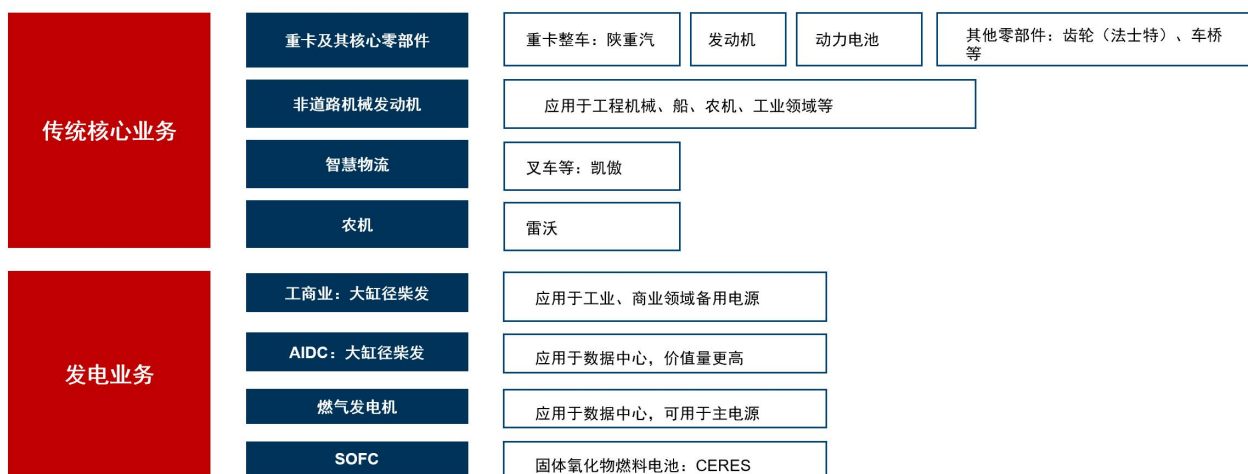
根据成长性, 公司主业划分为传统核心业务和发电业务

公司业务涉及的产品较广, 我们将公司产品及业务分为原有核心业务和发电业务两大类。

传统核心业务: 主要为重卡及其核心零部件、非道路机械发动机、智慧物流、农机。主要产品包括重卡、农机、叉车等主机类产品, 以车用、机械用、工业用为核心的各类发动机产品, 以及动力电池、齿轮、车桥等核心零部件。

发电业务: 产品主要为大缸径柴油发动机、往复式燃气发动机、SOFC。大缸径柴发过往用于工业、商业领域备用电源, 随着 AI 基建需求增加, 更大功率、更高价值量的大缸径柴发产品被用于 AIDC 发电。AIDC 电力需求缺口的背景下, 往复式燃气发电机、SOFC 作为主电源也将应用于 AIDC 发电领域。

图23: 公司核心业务构成



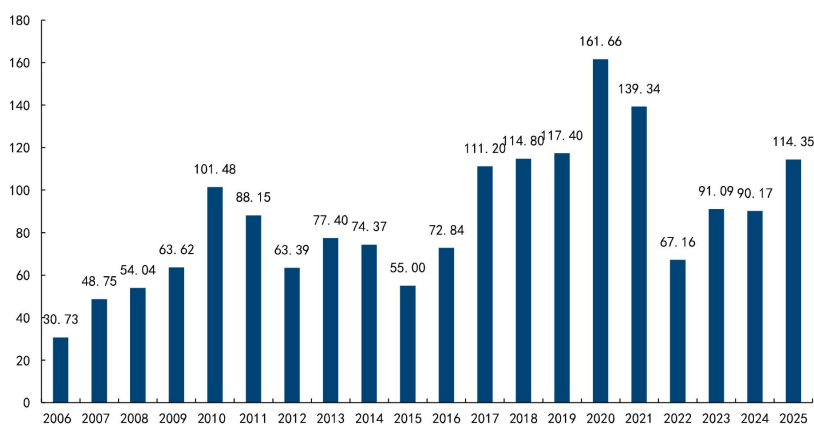
资料来源: 公司官网, Wind, 国信证券经济研究所整理

传统核心业务：以商用车产业链为基础，受益于出口与行业复苏

重卡行业周期中成长

根据中汽协批发销量口径，重卡行业近 20 年销量呈现周期性，周期底部、顶部在抬升。重卡行业具备周期性，过去近 20 年中，重卡行业批发销量在 2010 年、2020 年达到了阶段顶峰，销量分别为 101.48 万辆、161.66 万辆；2006 年、2015 年、2022 年处于阶段底部，销量分别为 30.73 万辆、55 万辆、67.16 万辆。由于经济的长期增长，以及出海趋势，重卡行业在周期中也具备成长性。当前处于上行周期中，2025 年重卡行业批发销量超过了 114 万辆。

图24：重卡行业历年批发销量（万辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

长周期下，重卡行业的周期性由多重因素影响：

- 1、经济周期：地产基建影响工程车、自卸车等需求，经济景气度、消费影响牵引物流车等需求；
- 2、产品替代周期：自然替换周期，重卡产品的设计寿命一般在 10 年左右，但由于使用强度、工况等因素，自然替代通常早于设计寿命；技术替代周期，如天然气、新能源等不同形式的重卡，由于补贴、使用经济等因素会催生换车需求。
- 3、政策周期：排放政策周期，从国一到目前的国六 b，排放标准迭代加速老旧车型被替代，从而推动销量；阶段性政策影响，如严查超载的政策、以旧换新补贴政策等，带来重卡增量需求。

参考重卡交强险数据，重卡的内需销量的周期性更加直观。过去两轮周期的高点为 2010 年的 87.83 万辆和 2020 年的 157.31 万辆，2025 年重卡终端销量复苏，约为 80 万辆。

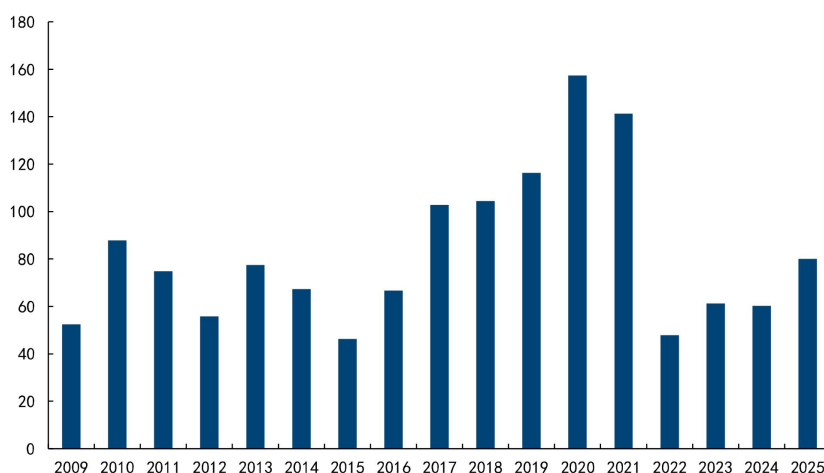
内需周期复盘：

- 1、2010 年前后，地产基建、物流需求大，重卡终端销量较高，彼时排放政策处于国三阶段，市场积累的较高的国三车型保有量。

2、2017 年下半年，国五标准开始施行，经济发展的重卡需求和产品替代需求共振，重卡终端显著增长；2020 年，多地区陆续推出国三重卡限制行驶政策，加速了国三车型向国五车型的迭代，推动了 2020 年成为目前为止重卡内需销量的高峰；国五政策实施时间从 2017 年持续到 2020 年，正值我国重卡内需市场繁荣的阶段，国五车型保有量估算在 400 万-500 万辆。

3、当前，传统能源重卡处于国六 b 标准，国四车型正在以旧换新政策的刺激下被加速替代，同时近年天然气重卡、新能源重卡快速增长，重卡内需在 2022 年以后开始复苏；国六 b 于 2023 年起实施至今，重卡行业预计即将进入国七阶段，届时国五保有车型有望开启全面迭代。

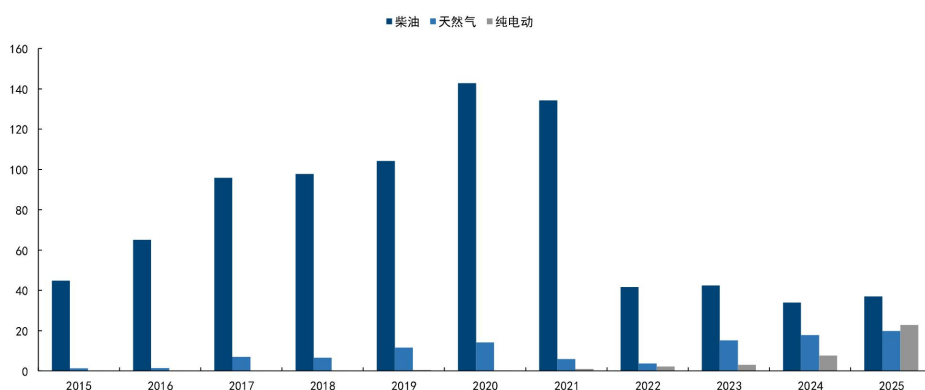
图25: 重卡行业历年终端销量（万辆）



资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

国内重卡主要能源形式为柴油、天然气、纯电，目前三者销量已经接近。过去柴油是重卡的主流能源形式；燃气重卡内需销量在 2022 年经历低谷后，在 2023 年大幅增长至 15 万辆以上，后续连续稳步增长至 2025 年的近 20 万辆。纯电重卡在 2024/2025 年连续高速增长，2023-2025 年销量分别为 3.0/7.7/22.8 万辆。柴油重卡目前仍是国内销量最高的品类，2025 年销量约 37 万辆。

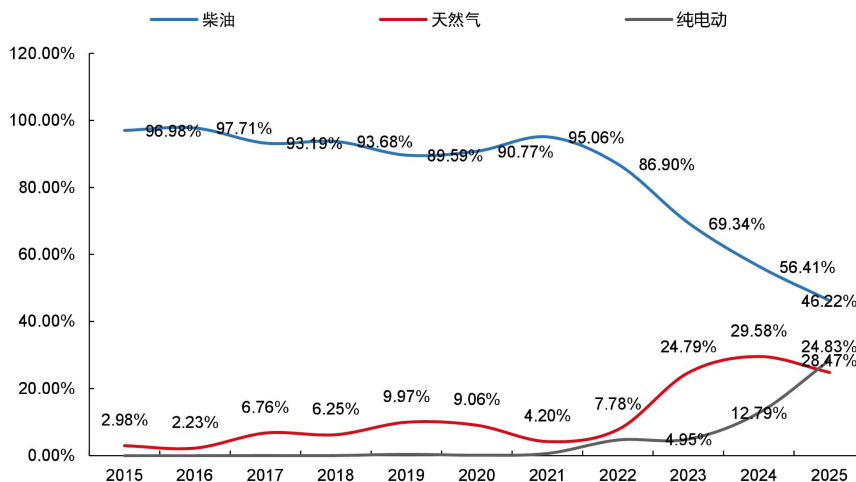
图26: 重卡行业主要能源形式终端销量（万辆）



资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

柴油重卡渗透率持续下降，新能源渗透率已经提升至 28%以上。由于天然气、纯电重卡的接替增长，柴油重卡渗透率在 2021 年之后连续下滑，从原来的 90%以上，下滑至 2025 年的 46.22%。天然气重卡渗透率提升之后，在 2025 年小幅下滑。新能源重卡渗透率 2025 年提升至 28.47%。

图27：重卡行业终端销量新能源渗透率（万辆）

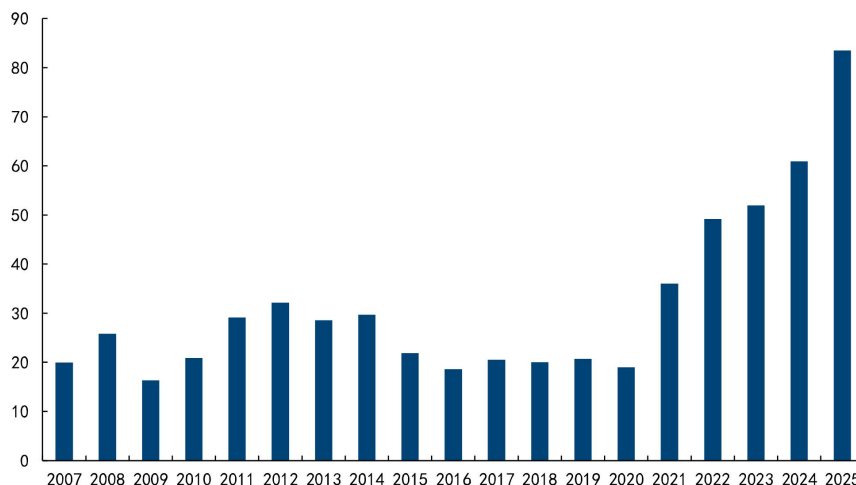


资料来源：上险量数据，第一商用车网，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

注：由于数据口径四舍五入因素，计算得到的渗透率与实际渗透率存在小幅误差

出海方面，根据海关总署数据，包括重卡在内的卡车出口近年蓬勃发展。卡车行业整体的出口数据在 2021 年起，快速增长。2025 年卡车出口 83.47 万辆，同比增长 36.99%。

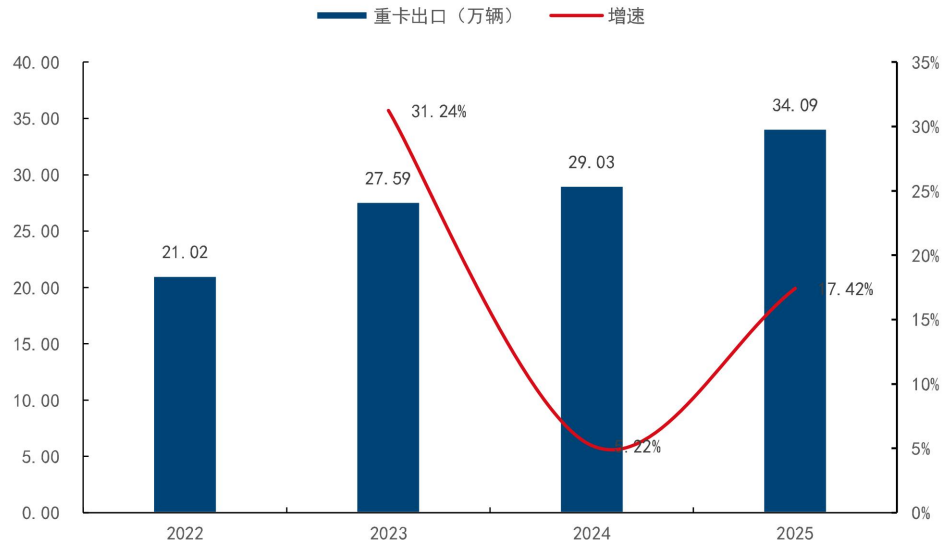
图28：卡车出海销量（万辆，含整套散件）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

重卡行业出海同样处于增长趋势中。重卡行业 2022 年出口 21 万辆，2024 年增长到 29 万辆以上，2025 全年出海 34.09 万辆，增速 17.42%。

图29：重卡出海销量



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

根据汽车经理人协会数据，2025 年海外重卡市场总规模稳定在 156 万辆左右，较此前 154 余万辆小幅扩容；其中中国品牌可触达市场（剔除美日印韩等市场，暂不包含欧洲）统计销量扩大至 58 万辆，对应产值规模提升至 0.43 万亿元，从区域分布来看，独联体、非洲、东南亚依旧是中国商用车出口的核心阵地；2025 年三者合计占比达 83.2%；分区域看，欧洲市场规模按 2025 预计达 35.2 万辆，北美达 35.2 万辆，两大市场以戴姆勒、沃尔沃等欧美品牌为主，中国品牌市占率不足 2%；中东市场规模达 4.8 万辆，单车单价维持高位，中国品牌市占率已提升至 35%；非洲市场规模扩大至 9.2 万辆，中国品牌通过替代欧系二手车，市占率突破 58%。

当前非洲、东南亚等地仍处于发展中阶段，叠加中国品牌对二手欧美品牌的持续替代，当地重卡市场实际需求有望进一步扩大；中国车企正在积极攻坚欧盟市场，重汽集团多款高端产品处于认证中，欧洲市场未来有望实现实质性突破。参考上文可触达市场 58 万辆的数据，叠加非洲等地区的市场潜力，我国重卡出海未来的实际空间预计显著高于 60 万辆，空间仍有一倍，当前处于出海趋势正当时。

公司通过子公司陕重汽参与整车业务

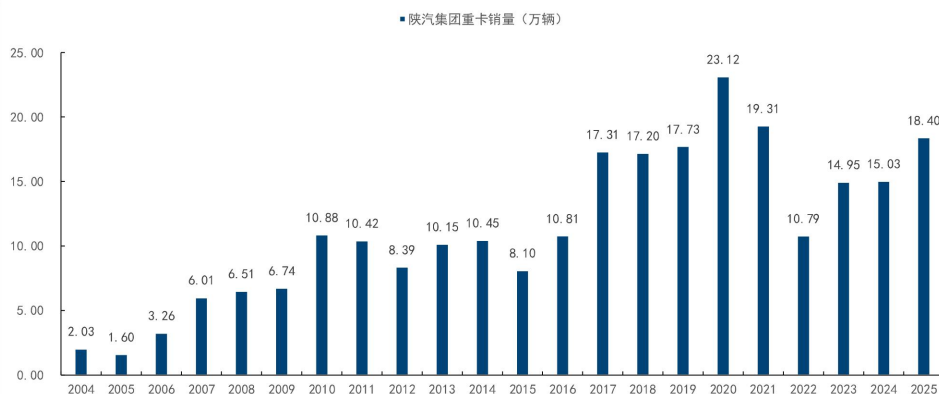
重卡整车方面，公司持有陕西重型汽车有限公司（简称“陕重汽”）51%股权，深度参与重卡整车内需和出海业务。股权方面，陕重汽由公司与陕西汽车集团股份有限公司（简称“陕汽集团”，持有 49%）共同持股。业务与产品方面，陕重汽承接了陕汽集团旗下核心重卡产品，主要是“德龙”系列重卡产品以及特种车辆，此外陕汽集团旗下另有子公司——陕汽商用车，主要承接“延安”系列重卡

产品。

陕汽集团同样具备悠久历史，2002年，陕汽集团与湘火炬合资成立陕重汽公司，随着公司收购湘火炬，公司成为陕重汽的控股股东。陕汽集团历史可追溯到1968年，前身为陕西汽车制造厂，负责生产重型军用越野车；1985年陕汽建立新厂区，后续引入奥地利品牌斯太尔的技术，为转民用打下基础；2002年，陕汽集团与湘火炬合资成立陕重汽；2005年，公司开启收购湘火炬，并于2007完成全资收购，正式控股陕重汽。

陕汽集团重卡销量稳步增长，2025年销量为18.4万辆。陕汽集团作为我国重卡领域五大车企之一，旗下重卡销量跟随行业周期在波动中成长；2022年随着内需复苏以及出海趋势，陕汽集团重卡销量持续增长，2025年全年销售18.4万辆，同比增长22.44%。重卡之外，陕汽集团还有轻中卡产品，2025年销量约2万辆。

图30: 陕汽集团历年重卡销量



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

陕重汽2025年销量15.3万辆，在陕汽集团重卡占比83.15%，其中海外销量5.9万辆。陕重汽作为公司和陕汽集团的核心重卡整车实体，其重卡销量在陕汽系重卡中占比长期维持在80%左右；2025年陕重汽销量15.3万辆，同比增长29.66%，在陕汽集团重卡占比83.15%。销量结构方面，陕重汽出海销量从2021至2024年持续增长，达到了5.9万辆，2025年海外销量同比持平。

图31: 陕重汽销量及在集团中占比

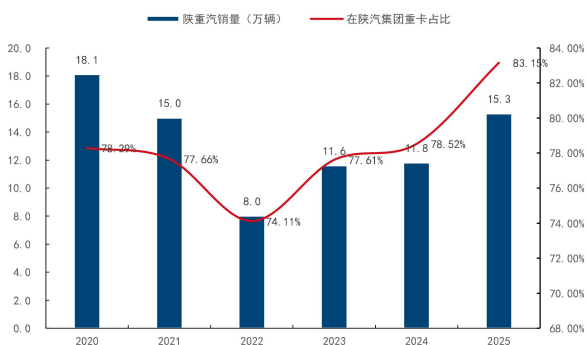
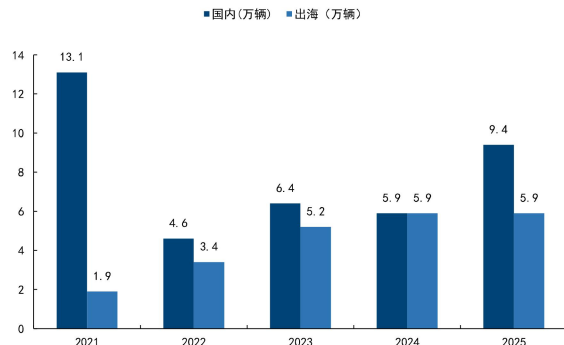


图32: 陕重汽国内与海外销量



资料来源：公司公告，Marklines，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

竞争格局方面，五大车企地位稳固，陕汽集团批发销量占比近年在 16% 以上。重卡行业五大车企——重汽集团、一汽解放、陕汽、东风集团、北汽福田地位稳固，批发销量口径下，前五大车企行业集中度从过去的 80% 进一步提升至接近 90%。陕汽集团市占率在 2022 年后整体提升，保持在 16% 以上。

表4: 重卡前五大车企批发销量（万辆）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
一汽解放	14.15	23.89	26.10	27.52	37.64	34.03	12.56	18.44	18.28	21.55
东风汽车	14.02	21.37	21.70	24.06	31.09	26.12	12.68	14.34	14.48	18.15
中国重汽	12.29	19.03	18.97	19.09	29.37	28.64	15.88	23.42	24.50	30.49
陕汽集团	10.81	17.31	17.20	17.73	23.12	18.89	10.79	14.95	15.03	18.40
北汽福田	7.49	11.36	11.03	8.60	14.75	10.31	6.76	8.89	6.98	14.22
其他	14.08	18.24	19.79	20.39	25.69	19.09	8.49	11.06	10.90	11.55
CR5	80.66%	83.60%	82.76%	82.63%	84.11%	86.07%	87.35%	87.86%	87.92%	89.90%
陕汽市占率	14.83%	15.57%	14.98%	15.10%	14.30%	13.78%	16.07%	16.41%	16.67%	16.09%

资料来源：中汽协，Marklines，国信证券经济研究所整理

重卡内需方面，五大车企同样占据市场较大份额，重汽集团在国内的市场市场份额依然有提升。国内终端销量口径下，五大车企的行业市占率在 80% 以上，近年小幅提升。其中，一汽解放、东风集团处于第一梯队，重汽集团在国内市场份额提升，销量接近第一梯队。陕汽集团内需占比在 2022 年触底后，持续回升，2025 年市占率 11% 以上。

表5: 重卡前五大车企终端销量（万辆）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
一汽解放	28.62	36.09	31.02	10.26	14.15	14.27	16.50
东风汽车	25.18	32.13	28.36	11.96	14.35	12.47	15.91
中国重汽	12.90	24.89	24.01	7.98	10.39	10.75	13.72
陕汽集团	14.51	17.32	15.68	3.63	6.35	6.19	9.01
北汽福田	11.57	16.00	14.32	5.15	6.66	6.25	9.96
其他	23.54	30.88	27.89	8.96	9.37	10.31	14.83
合计	116.32	157.31	141.27	47.92	61.27	60.24	79.93
CR5	79.77%	80.37%	80.26%	81.30%	84.72%	82.89%	81.44%
陕汽市占率	12.48%	11.01%	11.10%	7.56%	10.36%	10.27%	11.28%

资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

重卡行业海外销量中，重汽集团占据半壁江山，陕汽占比过往在 20% 左右，2025 年有所下滑。重卡出口方面，前五大车企占比在 9 成以上，集中度仍在提升，其中重汽集团是我国重卡出海的主力企业，占据了我国重卡出海的四成以上。陕汽集团过往出海占比在 20% 左右，2025 年行业增长情况下，陕汽出海市占率下滑至 17% 左右。

表6: 重卡前五大车企出海销量（万辆）

	2022	2023	2024	2025
一汽解放	2.14	4.48	5.56	6.02
东风汽车	0.91	1.64	2.63	2.97
中国重汽	7.99	12.06	11.87	15.34
陕西重汽	3.43	5.65	6.29	5.76
北汽福田	1.76	1.99	1.15	2.65
其他	1.25	1.77	1.53	1.35
合计	17.48	27.59	29.03	34.09

CR5	92.85%	93.60%	94.71%	96.04%
陕汽占比	19.61%	20.48%	21.65%	16.90%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

商用车核心零部件：发动机市占率稳居行业前列

公司在商用车核心零部件领域产品众多，以发动机为核心，打造了包含齿轮变速、车桥、动力电池等商用车多场景产业链。

重卡发动机方面，公司2025年内需销量约15.31万辆，占比接近20%。公司是重卡发动机领域领军企业，重卡发动机市占率领跑全行业。2025年，由于重卡产品动力形式的结构变化，公司重卡发动机销量和市占率有所下滑，但领先优势仍然显著。

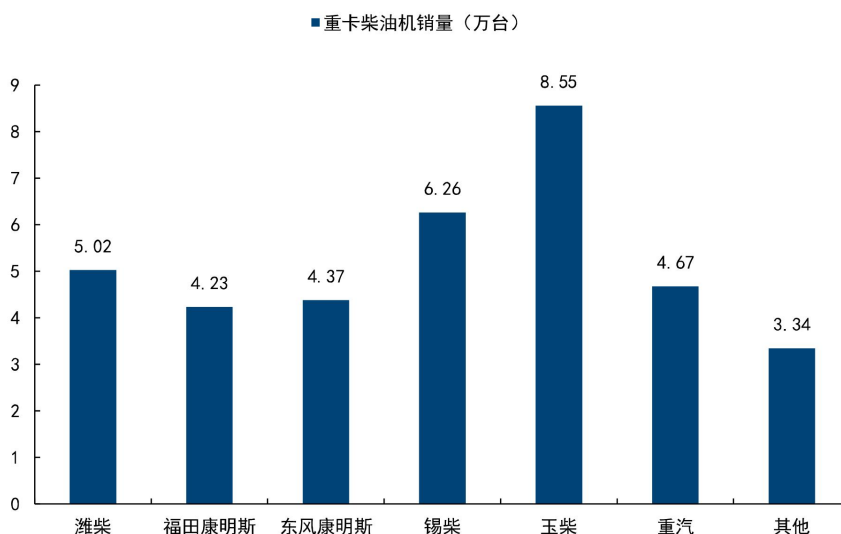
表7：各厂商近年重卡发动机内需销量

单位：万台	2023	2024	2024 增速	2024 占比	2025	2025 增速	2025 占比
总计	61.28	60.24	-1.71%	100.00%	80.01	32.82%	100.00%
潍柴	19.27	16.63	-13.72%	27.61%	15.31	-7.94%	19.14%
福田康明斯	5.13	4.74	-7.67%	7.86%	6.38	34.75%	7.98%
东风康明斯	6.60	4.41	-33.13%	7.33%	4.50	2.00%	5.63%
锡柴	8.20	9.15	11.54%	15.18%	11.60	26.82%	14.50%
玉柴	8.24	8.14	-1.21%	13.52%	10.17	24.88%	12.71%
重汽	4.85	4.36	-9.96%	7.24%	7.40	69.59%	9.25%
其他	8.25	10.85	31.57%	18.01%	22.55	107.81%	28.18%

资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

柴油重卡发动机方面，公司2025年内需销量超5万台，处于行业第二梯队。2025年，公司重卡柴油机销量5.02万台，市占率约13.59%。行业层面上，玉柴和康明斯（福田+东风）销量领先，公司和锡柴、重汽处在第二梯队。

图33：2025年各厂商柴油重卡发动机内需销量



资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

重卡天然气发动机领域，公司占据主导地位，2025 年内需销量 10.3 万台，市占率 51.8%。公司在天然气重卡发动机领域优势强，占据市场一半以上份额，2025 年公司销量 10.3 万台，市占率 51.8%。行业层面上，康明斯、一汽在天然气重卡发动机上有一定的市场，玉柴、东风龙擎的燃气重卡发动机销量在 2025 年快速增长，销量过万。

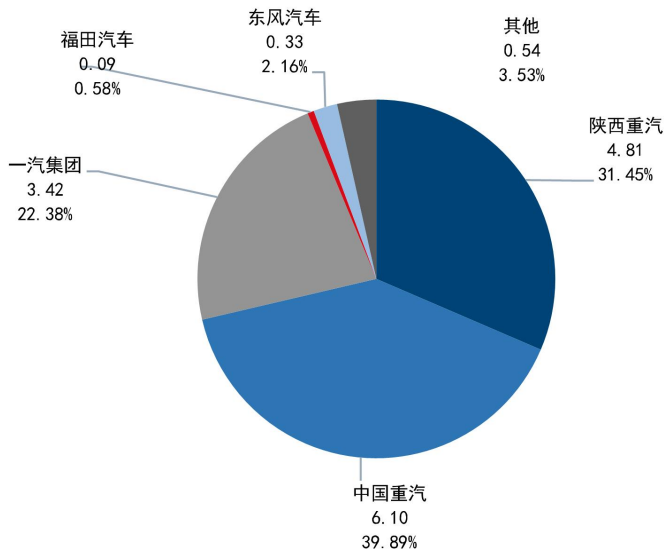
表8: 燃气重卡发动机行业内需格局

燃气重卡发动机品牌	2025 年销量 (万台)	2025 份额	同比增长	2024 销量 (万台)	2024 份额	份额增减
潍柴动力	10.3	51.80%	-3%	10.61	59.60%	-7.70%
康明斯(福康+东康)	3.85	19.40%	9%	3.54	19.90%	-0.50%
一汽解放	2.5	12.60%	17%	2.14	12.00%	0.60%
玉柴机器	1.59	8.00%	99%	8014 (台)	4.50%	3.50%
东风龙擎	1.46	7.40%	199%	4897 (台)	2.70%	4.60%
中国重汽	858 (台)	0.40%	3%	836 (台)	0.50%	-0.10%
上柴股份	682 (台)	0.30%	-55%	1526 (台)	0.90%	-0.50%
安徽华菱	5 (台)	0.00%	0%	5 (台)	0.00%	0.00%
行业总计	19.87	100%	12%	17.82	100%	—

资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

公司重卡发动机主要供应陕重汽和中国重汽。公司重卡发动机下游客户主要是陕重汽、中国重汽、一汽集团，2025 年三者在公司重卡发动机销量占比分别为 31.45%/39.89%/22.38%。

图34: 公司重卡发动机下游整车配套销量 (万台)



资料来源：上险量数据，国信证券经济研究所整理

公司车用发动机广泛应用于商用车多品类产品，2025 年公司商用车多缸柴油机销量高达 46.97 万台，市占率高达 23.02%，大幅领跑行业。公司商用车多缸柴油柴油机 2025 年销量 46.97 万台，同比增长 13.84%，市占率达到了 23.02%，增长了 1.87pct。公司在商用车柴发整体优势大，市占率是第二名玉柴集团的两倍以上。

表9: 商用车多缸柴油发动机销量

主要企业	份额	销量 (万台)	同比增长	份额变化
------	----	---------	------	------

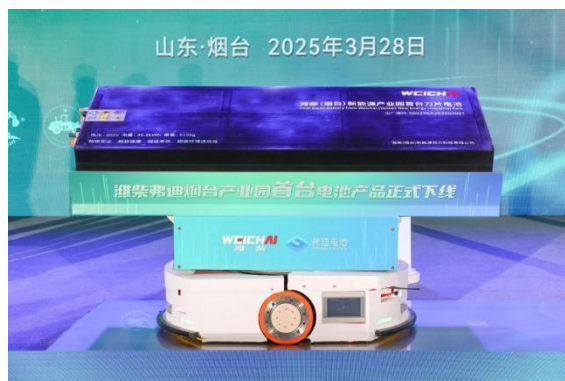
	2025	2024	2025	2024		
潍柴控股	23.02%	21.15%	46.97	41.26	13.84%	1.87%
玉柴集团	11.73%	8.60%	23.94	16.78	42.66%	3.13%
江铃汽车	10.09%	16.77%	20.59	32.72	-37.07%	-6.68%
云内动力	9.42%	9.12%	19.22	17.78	8.03%	0.30%
福田康明斯	8.42%	8.10%	17.18	15.8	8.72%	0.32%
安徽全柴	5.51%	4.57%	11.24	8.92	26.11%	0.94%
解放动力	5.35%	6.06%	10.92	11.82	-7.61%	-0.71%
新动力科技	4.89%	4.80%	9.98	9.36	6.55%	0.09%
江淮汽车	4.83%	5.09%	9.86	9.93	-0.75%	-0.26%
东风康明斯	4.82%	4.90%	9.84	9.56	2.93%	-0.08%

资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

电气化大背景下，公司积极响应新能源浪潮，布局动力电池产业链，在新能源时代进一步巩固自身竞争力。公司的动力电池业务是其向新能源转型的核心一环，公司通过与比亚迪合作、布局前沿技术，结合自身在商用车领域的深厚积累，提供新能源动力解决方案。公司在新能源领域动力布局涵盖纯电动、混合动力、燃料电池三大技术路线。目前产品涵盖主流的磷酸铁锂、三元锂技术，可满足商用车、工程机械、储能等多领域需求。

公司的动力电池核心产能是潍柴弗迪（烟台）新能源动力产业园。目前项目一期已投产，当前规划产能为 20GWh 刀片电池电芯及电池包，未来总产能有望达到 50GWh。产品方面，已布局 100 余款电池产品，电量覆盖 2-1000kWh，在研全固态电池前瞻技术。

图35: 潍柴弗迪首台电池产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图36: 潍柴弗迪产业园



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

其他主营：非道路发动机、智慧物流、农机等领域实力强

商用车以外，公司产品广泛应用于工程机械、农机、工业等非道路场景，公司 2025 年多缸柴发整体销量达到了 80.73 万台，市占率 19.54%，行业第一位置稳固。2025 年，公司多缸柴油机整体销量 80.73 万台，同比增长 8.58%，市占率进一步提升至 19.54%。

表10: 2025 年多缸柴油机销量情况

企业	占比		销量（万台）		同比	份额变化
	2025	2024	2025	2024		
潍柴控股	19.54%	18.68%	80.73	74.36	8.58%	↑ 0.86%

玉柴集团	13.29%	11.20%	54.91	44.58	23.17%	↑ 2.09%
云内动力	8.56%	8.49%	35.37	33.79	4.65%	↑ 0.07%
安徽全柴	8.09%	7.55%	33.43	30.05	11.22%	↑ 0.54%
浙江新柴	6.04%	6.13%	24.96	24.4	2.30%	↓ 0.09%
东风康明斯	5.36%	4.91%	22.15	19.54	13.31%	↑ 0.45%
江铃汽车	4.98%	8.22%	20.58	32.72	-37.10%	↓ 3.24%
新动力科技	4.29%	3.58%	17.72	14.25	24.35%	↑ 0.71%
福田康明斯	4.16%	3.97%	17.19	15.8	8.80%	↑ 0.19%
蜂巢动力	4.15%	--	17.15	--	--	--

资料来源：第一商用车网，国信证券经济研究所整理

公司通过凯傲集团布局智慧物流业务。凯傲集团（KION Group）是潍柴动力体系下的核心企业之一，定位为全球领先的工业车辆与供应链解决方案供应商。业务范围覆盖叉车、仓储技术设备及集成自动化系统。凯傲业务遍及 100 多个国家和地区，拥有林德（Linde）、STILL、宝骊（Baoli）、德马泰克（Dematic）等品牌。旗下产品覆盖内燃、电动平衡重叉车及各类仓储叉车，满足工厂、港口、物流中心全场景需求。

图37：智慧物流



资料来源：凯傲官网，国信证券经济研究所整理

图38：凯傲旗下品牌矩阵



资料来源：凯傲官网，国信证券经济研究所整理

公司智慧物流业务 2025 年营收 910.77 亿元，毛利率相对稳定。公司智慧物流业务营收近年持续增长，2025 年收入达到了 910.77 亿元，同比增长 2.65%。智慧物流业务毛利率在 2022 年有所下滑，后续持续恢复，2025 年毛利率 26.56%，维持在相对高位。

图39：智慧物流业务近年营收

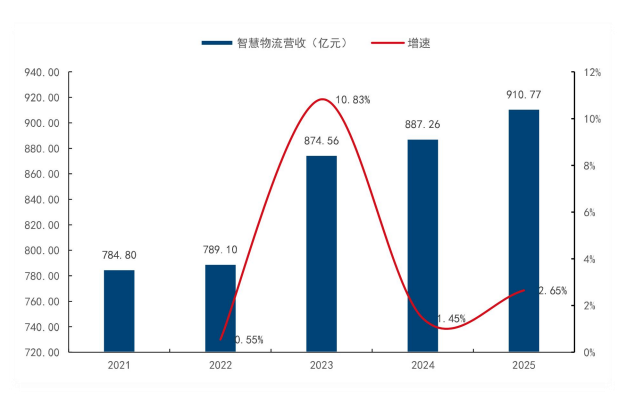
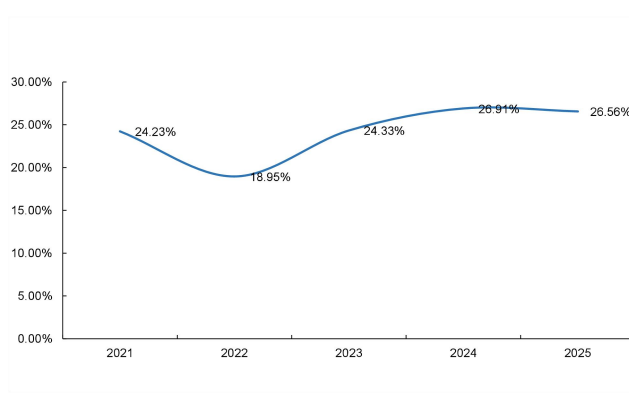


图40：智慧物流业务近年毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

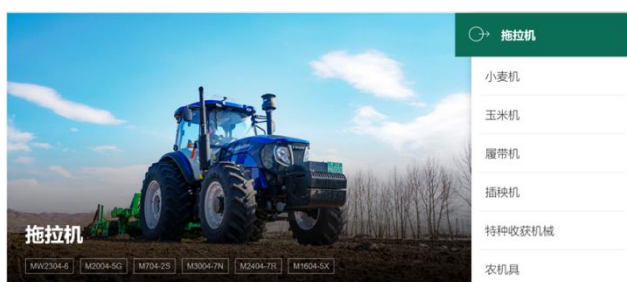
公司通过潍柴雷沃布局农机业务。潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司是潍柴集团旗下专注于农业装备和工程机械的核心业务板块，潍柴雷沃是国内农机行业的龙头部企业，也是公司“动力总成+整车整机”战略在农业领域的重要落地载体。产品端，雷沃主要是拖拉机、收获机械等；拖拉机产品从 25 马力到 340 马力全覆盖，变速箱包括机械换挡、动力换挡以及 CVT 无级变速；收获机械以“雷沃谷神”系列为代表，包括谷物联合收割机、玉米收获机等，是国内收割机市场的主力产品。雷沃也提供从耕、种、管、收、储、运的全过程智能化解决方案，包括无人驾驶、智能测产、智慧农场管理等服务。

图41：潍柴雷沃



资料来源：雷沃官网，国信证券经济研究所整理

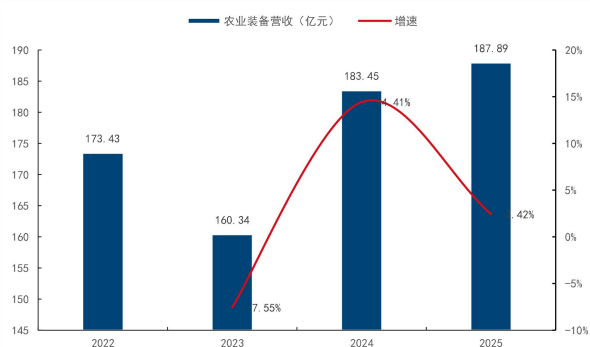
图42：雷沃产品



资料来源：雷沃官网，国信证券经济研究所整理

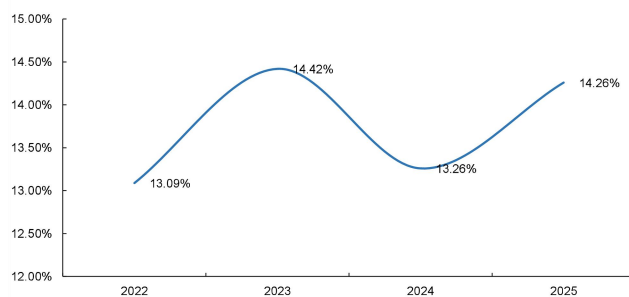
公司 2025 年农业装备业务营收 187.89 亿元，毛利率 14.26%。公司农机业务收入在 2023 年有所下滑，但是在 2024-2025 年连续增长，2025 年收入 187.89 亿元，同比增长 2.42%。毛利率方面，农机业务毛利水平在公司各项业务中相对较低，2025 年农机业务毛利率 14.26%。

图43：农业装备业务近年营收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：农业装备业务近年毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

发电业务：AIDC 电力需求高增，催生主备电源供需缺口

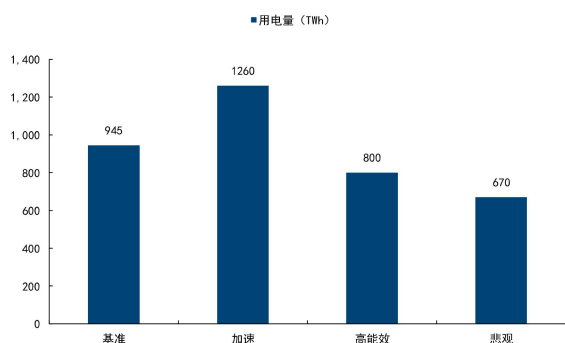
公司发动机产品在发电领域得到了广泛应用，公司大缸径柴发过往在工业、商业领域已经形成了成熟、稳定的应用典范。随着全球数据中心用电需求高增，电力供需出现缺口，公司产品在 AI 基建领域迎来更广阔的发展空间，公司也积极布局多品类前沿发电产品，为全球 AI 浪潮助力。

全球数据中心电力需求将快速增长

IEA 预测，中性假设下，2030 年全球数据中心用电量有望达到 9450 亿度。IEA 统计，2024 年全球数据中心用电量约为 4150 亿度（415 TWh），占全球总用电量的 1.5%，过去五年，其年均增长率约为 12%，远超全球电力需求平均增速。根据 IEA 预测，基准预测下，2030 年数据中心用电量将翻倍以上，达到约 9450 亿度（945 TWh）；假设相关软硬件能效提升的情况，年用电量为 8000 亿度；假设 AI 加速爆发，能源供应充足情况，年用电量则超过 1.26 万亿度；而悲观假设下，AI 发展不及预期情况，用电量仍有 6700 亿度。而到了 2035 年，乐观情形下，IEA 认为数据中心用电量有望达到 1720TWh。

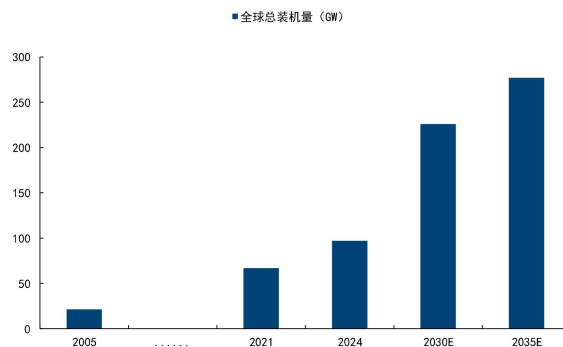
根据 IEA 统计和预测，2024 年全球数据中心装机量为 97GW，2030 年预计装机达到 226GW，而到了 2035 年，装机量预计达到 277GW，5 年期装机缺口约 129GW，而十年期装机需求缺口 180GW。

图45: 2030 年全球数据中心用电量分场景预测



资料来源：IEA、国信证券经济研究所整理

图46: 全球数据中心总装机量及预测



资料来源：IEA、国信证券经济研究所整理

数据中心电力需求高且急切，但主流供电模式建设周期普遍较长，数据中心电力供需存在缺口。当前主流供电模式中，建设或审批周期普遍较长，其中电网并网审批流程可长达七年，清洁能源中水电、核电建设、地热建设周期过长，且受地理条件限制。建设周期最长在五年内的增量供电模式有陆上风电、光伏、燃气轮机，其中联合循环燃气轮机建设周期短、度电成本较为理想、供电稳定可调度，碳排放在化石能源发电模式中相对较低，但目前燃气轮机面临产能不足、订单排期久的问题，实际部署周期高于建设周期。数据中心电力供需存在缺口。

表11: 不同供电模式建设周期与发电成本

电力来源	建设周期	可变或可调度	全球平均 CO2 强度 (g)	全球平均度电成本
------	------	--------	-----------------	----------

			CO2/kWh	(USD/MWh)
光伏 (Utility solar PV)	1-4 年	可变 (Variable)	0	60
陆上风电 (Wind onshore)	2-5 年	可变 (Variable)	0	50
海上风电 (Wind offshore)	3-7 年	可变 (Variable)	0	110
水电站 (Hydropower plant)	5-15 年	径流式: 可变 (Variable (run-of-river)); 水库式: 可调度 (Dispatchable (reservoir))	0	80
常规地热 (Conventional geothermal)	3-8 年	可调度 (Dispatchable)	0	80
新建核电 (Nuclear (new))	5-15 年	可调度 (Dispatchable)	0	90
重启核电 (Nuclear (restart))	2-5 年	可调度 (Dispatchable)	0	60
煤电 (Coal)	3-6 年	可调度 (Dispatchable)	960	80
联合循环燃气轮机 (Gas CCGT)	2-4 年	可调度 (Dispatchable)	390	80
单循环燃气轮机 (Gas GT)	1-3 年	可调度 (Dispatchable)	620	220
电网连接 (Grid connection)	3-7+年	可调度 (Dispatchable)	美国: 350; 中国: 600; 东南亚: 610; 欧洲: 240; 全球: 460	-

资料来源: IEA、国信证券经济研究所整理

自备电源需求缺口下，大缸径柴发/燃气发电机/SOFC 景气度高

数据中心在内的工商业用电可分为离网用电和并网用电。

并网用电：接入公共电网；优势在于可靠性强、初始投资低等；劣势在于运营成本存在波动，受电网电价影响；建设周期受地方政府政策影响，难以自主决定。

离网供电：脱离公共电网，自建发电设施；优势在于运营成本相对稳定，选址、建设相对自主，主要受制于设备排产和建设周期；劣势在于初始投资高，需要提升发电冗余，以及配套备用发电机、储能等备用电源，提升稳定性。

表12: AIDC 采用并网/离网供电的区别

对比维度	并网供电 (Grid-Tied)	离网供电 (Off-Grid)
核心定义	接入公共电网，以电网为主电源，自备电源（如完全脱离公共电网，自建发电设施（如燃气轮机、光伏+储能）作为主电源。	接入公共电网，以电网为主电源，自备电源（如完全脱离公共电网，自建发电设施（如燃气轮机、光伏+储能）作为主电源。
供电可靠性	高。依托大电网的规模效应和冗余度，搭配备用电源进一步提升稳定性。	需自建多套发电机组或大容量储能来提升可靠性。
经济性 (LCOE)	初始投资低。无需自建大规模发电厂，仅需配置备用电源，CAPEX 较低。	初始投资高。需自建发电厂、储能及输电线路，CAPEX 高。
建设周期	运营成本波动。受电网电价波动影响，需支付输电电费。	运营成本锁定。能源成本从 OPEX 转为 CAPEX，可对冲电价风险，长期成本可控。
技术挑战	时间受限于电网接入审批流程，在美国部分地区需排队等待数年。	选址自由，规避并网排队时间，时间受限于供电设备的生产和组建。
适用场景	需解决新能源并网带来的谐波、无功等电能质量问题，保障服务器稳定。	若采用新能源，需解决新能源的间歇性与波动性，需配置大规模长时储能。
	电网稳定、电价较高的城市或工业区；对供电连续性要求极高的商业数据中心。	电网薄弱或无电地区（如偏远山区、海岛）；AI 训练集群（可接受短时中断）；追求极致绿电溯源的项目。

资料来源: IEA、EPRI、BNEF、国信证券经济研究所整理

当前北美、欧洲等地，数据中心并网供电排队审批时间久。根据 IEA 统计，北美、欧洲等地数据中心并网审批时间普遍延长，美国、德国、英国数据中心并网审批最长可达七年，荷兰可长达十年，都柏林已经暂停受理至 2030 年。

表13: 全球代表地区数据中心并网审批排队时间

司法管辖区	平均排队时间
美国	1-3 年
北弗吉尼亚 (美国)	最长可达 7 年
加利福尼亚 (美国)	3 年
德国	最长可达 7 年

英国	5-7 年
荷兰	最长可达 10 年
关东（日本）	超过 5 年
马来西亚	少于 3 年
昆士兰（澳大利亚）	超过 2 年
意大利	少于 3 年
西班牙	3-5 年
爱尔兰	都柏林暂停受理直至 2030 年

资料来源：IEA、国信证券经济研究所整理

北美科技巨头开始自建发电设施以应对数据中心用电需求。OpenAI 以及甲骨文在得克萨斯州建设“Stargate”超级计算中心，并配套建设天然气发电厂。特斯拉的 xAI 在田纳西州建造的“Colossus”数据中心，采用燃气轮机自发电。Meta 在俄亥俄州的数据中心园区彻底放弃电网接入，改由管道公司建设天然气发电站。

当前主流的离网发电设施主要有燃气轮机、大缸径柴发、往复式燃气机，SOFC 作为新兴发电设施，在高端场景下也有望得到应用。燃气轮机组尤其是联合循环燃气轮机组，具备功率高、发电效率高、发电成本低的优势，作为电站、大型工业或大型数据中心的主电源具备优势；燃气轮机单价高，供给不足的情况下，仍在涨价中。大缸径柴发，发电成本高，但冷启动时间短、燃料易存放、单价相对低，是理想的备用电源。往复式燃气发电机，单价和发电成本介于燃气轮机和大缸径柴发之间，可作为分布式能源或数据中心的主电源使用。SOFC 作为新兴技术，规模化应用之前单价高昂，但其热效率高、发电成本低，电堆功率规模可定制化且部署快，在电力缺口大背景下有望得到批量应用。

表14：不同发电设备区别

维度	燃气轮机	大缸径柴油发电机组	燃气发电机组	SOFC（固体氧化物燃料电池）
工作原理	布雷顿循环 (空气压缩-燃烧-膨胀做功)	奥托/狄塞尔循环 (活塞往复运动)	奥托循环 (活塞往复运动)	电化学反应 (直接化学能转电能)
核心燃料	天然气、合成气	重油、柴油	天然气、沼气	天然气、氢气、沼气
功率范围	1-500MW+ (大型联合循环可达 650MW+)	0.3-20MW	0.05-10MW	1-100kW (模块化，整体功率弹性大，可达到兆瓦级)
发电效率	30%-40% (简单循环) 60%+ (联合循环)	40%-50%	35%-45%	60%-70% (热电联产可达 90%)
参考单价	\$700 - \$1,200 +/kW (联合循环机组，涨价中)	\$200 - \$300 /kW (约¥150 - ¥250 万/台)	约\$370/kW (约比柴发高 50%-70%)	\$3,400 - \$3,500 /kW (当前造价高)
参考发电成本	\$0.05 - \$0.10 /kWh (联合循环，成本最低)	\$0.30 - \$0.45 /kWh (燃料成本高，通常作备用)	\$0.12 - \$0.20 /kWh (比柴发便宜约 50%)	\$0.08 - \$0.12 /kWh (享受补贴后，效率高)
应用场景	电网调峰、大型工业	船舶主机、重工业备用电源	分布式能源、数据中心	数据中心、微电网、高端备用电源

资料来源：IEA、EIA、西门子官网、康明斯官网、卡特彼勒官网、Bloom Energy 官网、潍柴动力官网、国信证券经济研究所整理

注：不同品牌的产品有较大差异，且参考单价、成发电本涉及时效性，以上仅供参考与横向对比

尽管燃气轮机作为主电源具备优势，但是面临产能紧缺、订单排产久、扩产难的问题。全球重型燃气轮机市场集中度高，主要由西门子能源、GE Vernova、三菱重工主导，合计市场份额在 80%左右；而上游核心零部件，如涡轮叶片等，则由北美少数厂商供应，供给更为有限。目前 AI 数据中心用电需求爆发的情况下，西门子能源、GE Vernova 等头部厂商的订单已排至 2029-2030 年，部分机型甚至排到 2030 年后，设备交付周期从过去的 2-3 年延长至 5-7 年。

燃气轮机扩产存在瓶颈。主机厂层面上，西门子等宣布扩展，但受制于高温合金材料短缺和熟练技工不足，产能释放难以应对需求高增。核心零部件或原材料层面上，燃气轮机与航空发动机供应链有重叠，航空航天业同样高景气，航空航天

涡轮机需求高，导致在高温合金、钛合金等领域，燃气轮机受到航发的挤压，零部件供给存在瓶颈。新进入者层面上，燃气轮机技术壁垒高，核心部件制造工艺复杂，涉及的精密制造产业链较多，新进入者难以快速填补产能缺口。

图47：工业级燃气轮机 SGT-800



资料来源：西门子官网、国信证券经济研究所整理

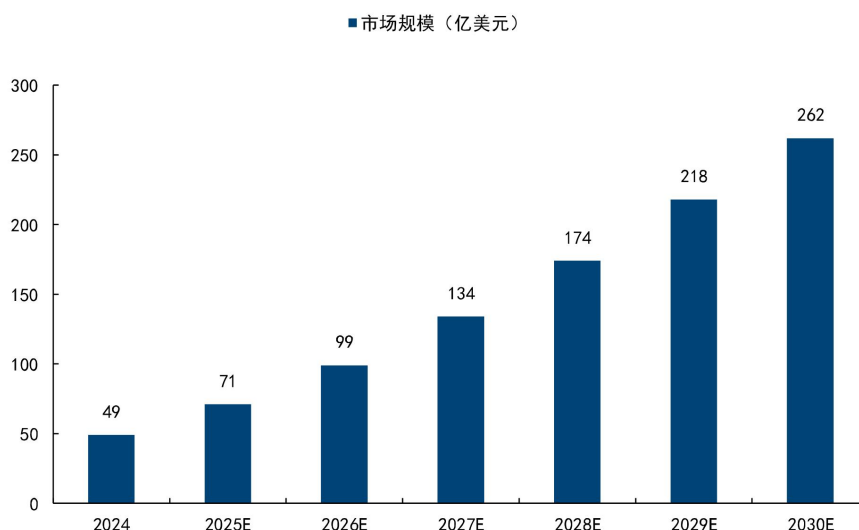
图48：联合循环燃气轮机 SGT5-9000HL



资料来源：西门子官网、国信证券经济研究所整理

综上，需求增长快速，并网审批久、燃气轮机供给不足，造成了主备电源供需缺口，大缸径柴发、燃气发电机、SOFC 需求有望大幅增长。海外龙头企业康明斯发布行业预测称，全球数据中心发电机市场将迎来持续增长期，市场规模将从 2023 年的 60 亿美元，稳步增长至 2026 年的 90 亿美元，到 2030 年进一步攀升至 120 亿美元。而根据观研天下测算，全球 AIDC 电源市场规模在 2030 年能达到 262 亿元。

图49：全球 AIDC 电源市场规模变化

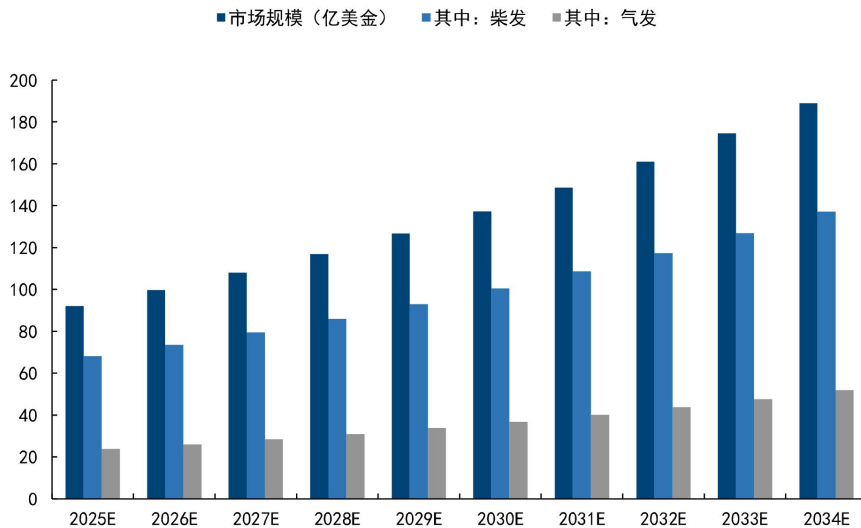


资料来源：观研天下、国信证券经济研究所整理

柴发：海外高需求+国产替代背景下，公司产品、技术行业领先

大缸径柴油发电机作为理想的备用电源，AI 基建浪潮下，预计需求景气度有较高持续性，全球数据中心柴油发动机市场规模预计在 2030 年前突破 100 亿美元。根据 Straits 统计及预测，2025 年全球数据中心发电机市场预计为 92 亿美元，其中柴油发电机占比 74%，预计为 68 亿美元；至 2034 年，预计全球数据中心发电机市场规模达到 189 亿美元，其中燃气发电机年化增速达到 9%。根据 Straits 数据进行推演，至 2034 年，预计全球数据中心柴发市场规模达到 137 亿美元，气发市场规模达到 52 亿美元；以年化增速测算，预计在 2030，全球数据中心柴发市场规模超过 100 亿美元。考虑目前 AI 高景气度，以及 AIDC 电源存在供需缺口，我们认为未来几年 AIDC 发电机需求的实际增速应显著高于测算的平均年化增速，且供需缺口下数据中心柴发单价有上涨的可能，我们研判，全球数据中心柴油发电机市场规模预计在 2030 年之前较早地突破 100 亿美元。国内市场方面，根据通信业协会，中国 2025 年数据中心柴发需求约为 5600-6000 台，预计会在 2-3 年内翻倍，同样景气度高。

图50：全球数据中心柴油发电机市场规模及预测



资料来源：Straits Research, 国信证券经济研究所整理

竞争格局方面，数据中心柴油发电机领域，国际品牌在高端市场占据主导，国产品牌正凭借技术突破和快速交付能力加速替代。国际一线大缸径柴发主要是康明斯、MTU、卡特彼勒，其他重要海外厂商还包括科勒、三菱重工等。

1、康明斯（Cummins，美国）：现阶段全球数据中心柴发市场核心代表厂商，采用“发动机+发电机+控制系统”全自研的一站式预集成方案，在高端市场市占率领先。其核心产品如 QSK60 系列发动机，功率覆盖 30kW - 3600kW。下游应用案例包括浙江云计算数据中心、阿里巴巴云、华为数字云、中国移动长三角数据中心等。

2、MTU（隶属罗尔斯-罗伊斯，德国）：源自德国、拥有超过百年技术传承，目前隶属于英国罗尔斯·罗伊斯集团旗下动力系统部门，核心业务涵盖为船舶、铁路、重型车辆及发电设备提供单机和解决方案。数据中心柴发的核心产品为 MTU 4000 系列发动机，功率最高可达 4MW，其中 2mw 版本已得到普遍应用。

3. **卡特彼勒 (Caterpillar, 美国)**: 全球工程机械和动力解决方案巨头, 在数据中心发电机领域稳居第一梯队, 与康明斯和 MTU 共同主导着高端柴发市场。旗下主力柴油发电机组——3500 系列是数据中心应用的中坚力量, 其中 2mw 级别的 CAT 3516 已在全球众多头部数据中心得到验证。此外, 卡特彼勒在往复式燃气发电机领域也有很强优势。

国内大缸径柴发企业主要是以潍柴系、玉柴系、上柴系为核心的主机厂, 以及苏美达、泰豪科技、科泰电源等机组或 OEM 厂商。

1. **潍柴系**, 相关上市实体包括潍柴动力 AH 股、潍柴重机。公司大缸径柴油发动机技术领先, 数据中心相关的核心产品为 M33/M55 系列。潍柴重机, 主要负责发电机组的制造和销售, 以及船用发动机等单机的制造销售。

2. **玉柴系**, 目前已上市的实体为美股的玉柴国际, 核心业务载体是子公司广西玉柴机器股份有限公司, 而发电单机业务则由孙公司玉柴船电承担。玉柴系柴发在国内的数据中心应用广泛, 在国内市场处于头部地位。玉柴在数据中心柴发领域布局自研+合作两条线, 自研产品线 YC16、YC20 系列得到市场验证, 合资产品线则与 MTU 合作, 实现 MTU 2000/MTU 4000 等高端机的本土化生产。

3. **上柴系**, 相关核心上市实体为动力新科。上柴系在数据中心柴发领域也采用自研+合作的策略, 自研产品线上, 较成熟的是 12VK 系列, 已经应用于中国移动等客户, 最新产品为 16VK 系列; 合资产品上, 与三菱重工合作, 量产 SR 系列产品, 在国内市场也有应用。

数据中心柴发领域, 自主品牌国内进行国产替代, 同时凭借交付快、性价比高优势快速出海。国内市场自主品牌渗透率仍低, 三大外资厂商 2025 年市占率在 65% 左右, 自主品牌仍有较大增长空间。自主品牌交付周期和性价比具备优势, 外资品牌产能有限情况下, 订单排期久、价格上涨, 自主品牌海外有望实现快速出海。

公司在数据中心柴发领域布局广、积淀深, 产品和技术都具备优势。公司数据中心用柴发主力产品主要是 M33 系列、M55 系列, 以及新发布的具备全球领先技术的 M61。M33 系列功率可达 2mw, 应用案例包括我国宁夏数据中心项目、东南亚某数据中心项目; M55 系列是目前主销旗舰产品, 相应快、可靠性强、燃烧效率高, 应用案例包括浙江云计算大数据中心、拉美某数据中心项目; M61 是公司目前最新发布系列产品, 是全球首款 5mw 级别的高速柴油发动机, 由公司全面正向开发, 标志着公司技术和产品达到行业领先水准。

表 15: 公司应用于数据中心的大缸径柴发产品

系列	M33 系列	M55 系列	M61 系列
主要型号	6M33、8M33、12M33、16M33 等	12M55、16M55、20M55 等	20M61
功率量级	0.5-2MW 区间	2-4.5MW 区间	5MW
产品定位	主流高端产品线; 高可靠性、性能均衡、燃油经济性强; 产品多样, 覆盖 6 缸、8 缸、12 缸、16 缸等多种配置	大功率旗舰产品线, 20 缸版本是当前领先行业引领, 全球首款 5MW 级高速柴油发电的主流柴发电机组; 高瞬态响应, 满足数据中心 G3 瞬态加载标准; 高可靠性设计, 采用双冗余启动、高效燃烧技术、安全自主 ECU 控制系统等。	追求性能极致, 采用高压共轨、高效高增压进气系统, 瞬态响应毫秒级; 大修寿命长达 15 年; 自主可控, 由公司全面正向开发。
主要应用场景	大型工厂、矿山、中型数据中心备用电源、船舶动力、工程机械。	超大型数据中心 (AIDC)、国家级应急保电、超大型油田/矿山等对功率和可靠性要求极高的场景。	超大规模算力中心 (如 AI 数据中心)、对空间和瞬态响应有极致要求的关键备电场景。
应用案例	“东数西算”宁夏数据中心项目、东南亚某数据中心项目等	浙江云计算大数据中心、拉美某数据中心	最新产品, 发布于迪拜中东电力能源展

资料来源: 公司官网, 证券日报, 中国工业新闻网, 国信证券经济研究所整理

预计公司持续产能提升, 数据中心用柴发有望翻倍增长。2025 年, 潍柴动力大缸

径发动机总出货量约 1.1 万台，其中服务于数据中心的 AIDC 发电机销量达 1.4 千台。2026 年一季度，公司数据中心发电用产品销量突破 500 台，同比+240%。我们预计，随着订单需求增长，公司在 2026 年，将 AIDC 用大缸径柴发产能提升至 3000-4000 台量级，并实现柴发出货量的翻倍增长。

往复式气发：公司已有成熟产品，满足海外主电源需求

往复式燃气发电机是以天然气等气体燃料为能源，通过往复式活塞式内燃机将燃料的化学能转化为机械能，再驱动发电机发电。和燃气轮机的核心区别，在于往复式燃气发电机采用活塞往复运动，功率相对更小、启动更快、造价相对更低。过往主要用于分布式能源、热电联产等领域，往复式燃气发电作效率较高、启动迅速、运行灵活的中小型燃气发电解决方案，在 AI 基建浪潮下，作为数据中心主电源的作用被充分挖掘。往复式燃气发电机以海外厂商为主导，国内厂商正在积极布局，公司产品进展在自主品牌中走在前列。

往复式燃气发电机国际市场主要竞争者为卡特彼勒、INNIO、瓦锡兰等，康明斯、MTU 等大厂也深度布局往复式气发，电力解决方案供应商如 Generac、PSI 等在推动燃气机方案。

卡特彼勒：作为全球工程机械和动力设备巨头，其燃气发电机组在数据中心等高端市场占据重要份额，其产品有供应于吉瓦级数据中心案例。

INNIO Jenbacher：隶属 GE 集团，是专注于燃气内燃机领域的全球知名品牌产品，功率覆盖 250kW 至 10MW 以上。INNIO 旗下拥有两大核心燃气发动机品牌：颜巴赫（Jenbacher）和瓦克夏（Waukesha）。公司产品涵盖往复式燃气发电单机、机组以及数字化能源解决方案。

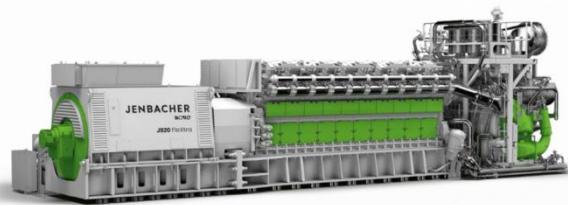
瓦锡兰：源自芬兰、历史悠久，目前产品和业务专注于船舶动力和发电领域。瓦锡兰较早地挖掘了往复式燃气发电机在数据中心主电源领域的应用需求，其产品应用于北美多家数据中心。

图51：卡特彼勒 G3520 快速响应燃气发电机（2.5mw）



资料来源：卡特彼勒官网，国信证券经济研究所整理

图52：颜巴赫 J920 Flextra (10mw)



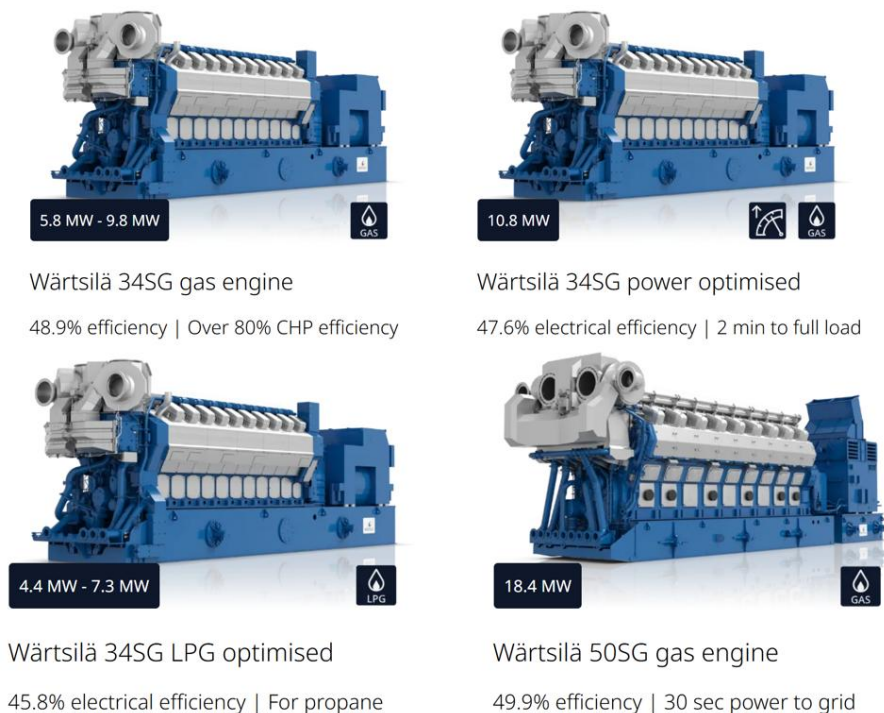
资料来源：INNIO 官网，国信证券经济研究所整理

根据转速的不同，往复式燃气发动机又可分为高速机和中速机，中速燃气发电机通常转速在 300-1200 转/分之间。中速机组核心特点在于长寿命、高效率、可维

护性强。得益于较低的转速，活塞、曲轴等发动机关键部件磨损大幅降低，中速机设计寿命长，维护得当情况下，可连续运行多年。中速机有着相对更好的热效率，可达 50% 以上，热电联产情况下还可以进一步提升效率，燃气中速机产品过往应用于船舶、电力场景。中速机的特性更加适用于数据中心主电源市场。和高速机相比，中速机产品可具备长寿命和高效率；和燃气轮机相比，中速机功率小于大型联合循环燃气轮机，部署相对灵活、初始投资较低，是燃气轮机之外，理想的数据中心离网主电源选择。

竞争格局方面，中速机领域瓦锡兰具备优势，内燃机国际大厂也有布局。瓦锡兰全球中速机市场交付量第一，是中速机领域代表性企业，旗下中速机产品较多，功率覆盖 700kW-20MW，瓦锡兰的中速机产品在船舶领域优势明显，在数据中心领域较早地得到规模化应用。大众旗下的 Evidence 公司，原 MAN 能源解决方案部门，同样专注于船机和发电领域，旗下布局有较完善的中速燃气机。卡特彼勒、康明斯、MTU 三大厂商也有中速机布局，但产品矩阵仍以高速燃气机和柴油为主。

图53: 瓦锡兰部分中速燃气发电机产品（500rpm-750rpm）



资料来源：瓦锡兰官网，国信证券经济研究所整理

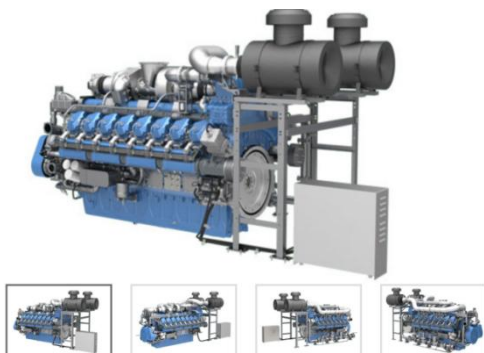
国内企业积极布局往复式燃气发电机，公司走在行业前列。国内厂商正在积极布局往复式燃气发电机，其中公司、济柴、玉柴走在市场前列。公司现有的 M 系列产品的往复式燃气机，功率可达 1.5MW。济柴，隶属中国石油天然气集团，在燃气发电领域则相对更加专注，往复式燃气机产品更多、功率覆盖更广，最高可达 5MW。玉柴 YC 系列也有燃气机在售产品，期间机型 1.2MW，最新产品可适配 2MW 机组。国内厂商在往复式燃气机领域逐渐形成成熟产品线，但整体功率和海外公司旗舰产品比，仍有差距，自主品牌目前都在积极加强燃气发电机投入，提升产品性能和竞争力。

中速燃气机领域，国产厂商整体处于产品导入阶段，陕柴重工进展相对靠前，潍

柴系具备产品研发优势。中速燃气机领域，国内厂商目前尚未全面推出产品，整体处于在研阶段，其中中国动力旗下陕柴重工已推出了大功率中速燃气机。研发层面上，参考海外厂商，中速机通常由船舶动力应用场景拓展至发电领域；潍柴系旗下潍柴重机，在国内船用发动机领域具备优势，是国内柴油中速发动机头部企业，在中速机的“柴改燃”研发路径下，潍柴系具备先天优势。

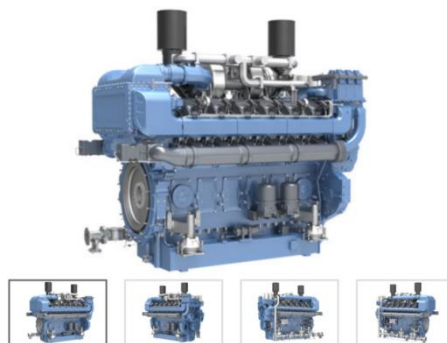
公司当前在售的发电单机产品序列中，M33/M55 系列均有燃气发电用发动机产品。M33 系列中有 12M33、16M33 燃气发电机，其中 16M33 功率覆盖 1.15-1.28MW；M55 系列有 12M55NG 发电用气体发动机，最大功率为 1.58MW。

图54: 公司 16M33 燃气发电用发动机



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图55: 公司 12M55NG 系列发电用气体发动机



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

燃气发电机组方面，公司现有的集装箱式燃气发电机组产品已正式交付美洲客户。2025 年四季度，公司官宣旗下产品集装箱式燃气发电机组已在美洲某电站项目圆满完成调试工作，顺利交付客户投入运营；该电站项目采用孤岛模式运行，以液化天然气作为核心能源，配套 4 台潍柴 16M33 集装箱式燃气发电机组，总装机容量约为 4.4MW。

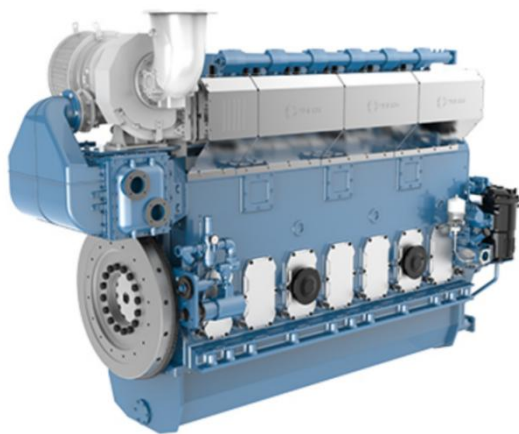
图56: 公司集装箱式燃气发电机组



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

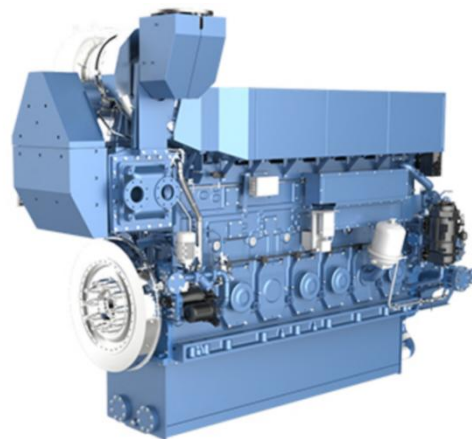
预计公司未来将在往复式燃气发电机上进一步投入，推出更具竞争力的燃气发电机电产品。同海外厂商相比，公司现有往复式燃气发电机功率偏小，公司现有的 M55 及 M61 柴发产品功率已经覆盖 2-5MW，后续有望进一步开发其天然气版本，推出功率在 2MW 以上的燃气发电机电产品。中速机方面，潍柴系公司潍柴重机旗下有船用中速机，较新产品为 WH20、WH25、WH28 系列，分别有 6 缸和 8 缸版本，其中 WH28 系列功率覆盖 1.8-3.6MW，转速处于 650-800rpm 区间；考虑集团在船用中速机领域的积淀，公司有望整合集团资源，研发中速燃气发电机电产品，适应数据中心主电源的市场需求。

图57: 潍柴重机旗下 WH25 系列船用中速机



资料来源：潍柴重机官网，国信证券经济研究所整理

图58: 潍柴重机旗下 WH28 系列船用中速机



资料来源：潍柴重机官网，国信证券经济研究所整理

公司参股北美公司 PSI (Power Solutions International, Inc), PSI 协助公司燃气机组进军北美主电源市场，同时也有兆瓦级燃气发电机电产品布局。PSI 是公司深度参与北美市场的重要支点，自身也有兆瓦级燃气发电机电产品布局，旗下 40L 排量 和 53L 排量两款燃气发电机电产品，功率分别达到了 0.9MW 和 1.25MW。同时 PSI 作为电力解决方案供应商，承担了公司发电机电产品在北美的经销任务，助力公司燃气发电机电产品进军北美主电源市场。

图59: PSI 旗下 40L 燃气发电机电产品



资料来源：PSI 官网，国信证券经济研究所整理

图60: PSI 旗下 53L 燃气发电机电产品



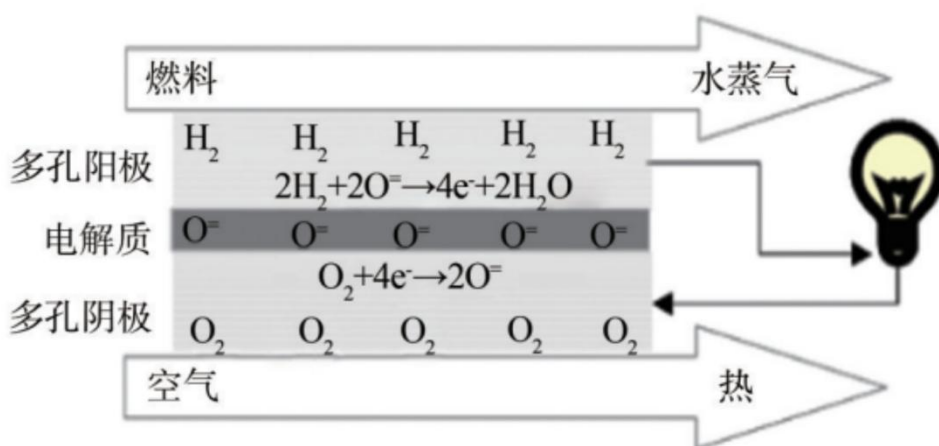
资料来源：PSI 官网，国信证券经济研究所整理

SOFC：公司掌握稀缺资产，深度合作且有望全球展业

SOFC (Solid Oxide Fuel Cell, 固体氧化物燃料电池) 是前沿的发电产品, 属于第三代燃料电池技术, 其核心特性是通过电化学反应将燃料的化学能直接转化为电能和热能。SOFC 应用的燃料包括如氢气、天然气、沼气等, 具备发电效率高、余热品质高、运行安静、排放低、可模块化安装等优点。

SOFC 的工作原理基于电化学反应, 在固态氧化物电解质, 直接转化燃料的能源形式。SOFC 工作温度高, 工况温度可达 600-1000 摄氏度, 采用固体氧化物陶瓷作为电解质, 电解质起到了传递氧离子和分隔空气与燃料的作用。工作原理为, 燃料如氢气, 通过阳极扩散到电解质界面, 同时空气通过阴极表面吸附氧并由阴极本身的催化作用转化为氧离子, 进入电解质后扩散到阳极, 与燃料发生反应, 失去的电子通过外电路回到阴极, 从而产生电能。SOFC 相关技术可双向转化; 反向为 SOEC 模式 (固体氧化物电解池), 可用于高效制氢。

图61: SOFC 原理



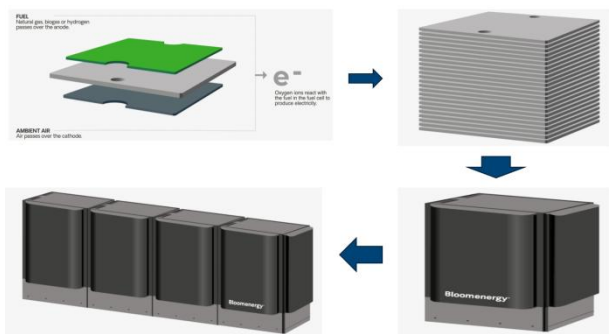
资料来源: 艾邦氢能技术网, 国信证券经济研究所整理

SOFC 有着部署快、模块化的优势, 尽管造价仍高, 但是缺电背景下, 在一些头部数据中心等高端需求场景中, 得到了量产应用。

SOFC 作为新兴技术, 核心企业较少, 主要为 Bloom Energy 和 CERES。

Bloom Energy 是全球 SOFC 商业化标杆, 主打 “Energy Server” 发电服务器, 产品应用于数据中心、工商业及公用事业。该公司成立于 2001 年, 由前 NASA 科学家 KR Sridhar 博士创立。BE 的产品在数据中心领域已经得到较多头部客户的认可, 实现了规模化应用, 应用案例如: 为全球互联巨头 Equinix 在硅谷和阿什本等地的数据中心部署超 100MW 容量; 与甲骨文合作, 在 90 天内实现 OCI 数据中心的现场供电, 绕过传统电网并网的长周期排队; 为 AI 算力供应商 CoreWeave 提供 14MW 项目作为 GPU 集群的直接电源等等。

图62: Bloom Energy 采用平板式 SOFC 技术



资料来源: Bloom Energy 官网, 国信证券经济研究所整理

图63: Bloom Energy 数据中心领域客户



资料来源: Bloom Energy 官网, 国信证券经济研究所整理

Ceres Power 则采用技术授权的商业模式，与公司在内的几家企业建立合资或授权合作。Ceres Power 总部位于英国，与 BE 同属 SOFC 领域的技术领导者，但技术路径和商业模式与 BE 不同。技术路径上，CERES 独创了金属支撑 (SteelCell) 技术，特点是采用钢材作为基底，而非陶瓷，和 BE 路径相比，运行温度略低，该技术路径抗热震性强、成本相对更低。商业模式上，与 BE 直接销售整机和能源解决方案不同，CERES 采用了轻资产的技术授权模式。Ceres 将技术的制造许可资质授权于公司、博世、韩国斗山燃料电池、台达电子四家企业，形成全球四大产能基地；此外，在制氢领域，CERES 也与电装、壳牌、印度特迈斯等企业，进行技术开发等合作。

公司作为 CERES 第一大股东，在 CERES 的合作体系中举足轻重。四家 SOFC 技术授权的合作企业中，公司持有 CERES 约 20% 股权，是第一大股东，公司建立 SOFC 量产产能，将推动 SOFC 产品在数据中心、商业建筑等领域全球规模化应用。其他合作者中，博世较早与 CERES 战略合作，产能位于德国，持有 CERES 约 17.45% 股权；斗山的产能位于韩国，其 SOFC 产品已实现在数据中心领域交付部署；台达电子则获得了 SOFC 和 SOEC 双向许可，可以参与发电和制氢。

图64: CERES 核心股东与产品应用



资料来源: Ceres 年报, 国信证券经济研究所整理

公司与 CERES 在 2025 年末合作进一步加强，可支持 SOFC 业务全球展业。公司与 CERES 合作始于 2018 年，彼时开启了股权投资、技术许可、成立合资公司三方面

的合作模式；公司投资 CERES 股权，持股达到 20%；当时双方计划成立合资公司，公司占 51%，CERES 占 49%；计划授权合资公司在国内生产燃料电池系统及其电堆和电池片，授权市场为中国地区的商用车、客车即特定固定发电市场。2025 年末，双方签署新的制造许可协议，合作模式更新；新合作模式不再通过合资公司，而是公司直接获得制造许可，建立本土化产能生产 SOFC 电堆与电池片；新合作中明确销售区域不做限制，公司 SOFC 产品可直接面向数据中心在内的全球客户。

公司的 SOFC 产品已实现应用部署。公司的 SOFC 产品已推出，采用 CERES 的金属支撑技术，相较其他技术路线，具备运行温度低、机械强度高、抗热冲击能力强、可启停次数多、启动时间短等技术特点，可灵活适配多场景使用需求，集高效节能、燃料多元、绿色低碳、运行安静、持续稳定、快速部署等技术优势于一体。针对客户用电成本高，断电、限电风险高，碳排放超标及绿色转型难等痛点，公司可提供灵活的布置方案、全面的系统运维解决方案及全生命周期服务，SOFC 产品可广泛应用于数据中心、工业园区、充电站/小型电站及 LNG 接收站等细分场景。公司已与公共卫生项目、商业楼宇、工业园区等多家客户开展商业化应用，示范项目累计运行近 7 万小时。

图65: 公司全新一代 SOFC 发电产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图66: 公司 SOFC 产品示范项目



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司大比例持股 PSI，深度扎根北美市场

公司在北美市场有深厚的本土化布局，这是相较于其他国产厂商的重要优势。公司在北美市场的布局主要通过潍柴北美公司作为控股平台，并深度整合其控股的 Power Solutions International, Inc. (PSI) 进行本土化运营，这两大主体构成了公司在北美子公司的核心架构。

潍柴北美公司 (Weichai America Corp.) 作为公司在北美设立的全资子公司，是潍柴系进入美国市场的桥头堡。公司 2017 年通过潍柴北美向 PSI 进行战略投资，并逐步增持至控股地位。潍柴北美还负责公司的发动机及零部件在北美市场的推广、销售及售后服务网络建设，在北美后市场领域贡献力量。技术层面上，潍柴北美根据当地市场需求，与公司协调，推动公司研发方向上更加贴合当地客户需求。

图67: 公司美国子公司——Weichai America Corp.

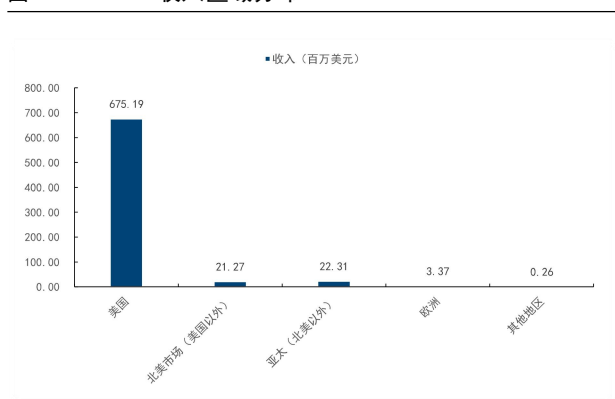


资料来源：潍柴北美官网，国信证券经济研究所整理

PSI (Power Solutions International, Inc.)，是公司在北美市场的核心控股子公司。该公司成立于 1985 年，总部位于美国伊利诺伊州伍德戴尔，是北美领先的替代燃料如天然气、丙烷等发动机及动力系统设计、制造和分销商。2017 年 3 月，公司通过全资子公司潍柴北美投资 6000 万美元，获得 PSI 40.71% 股权成为第一大股东；2019 年行使认购期权后持股比例超过 51%，实现控股；根据最新年报披露，公司当前持股比例仍有 46%。目前 PSI 是公司全球化战略在北美落地的重要载体。

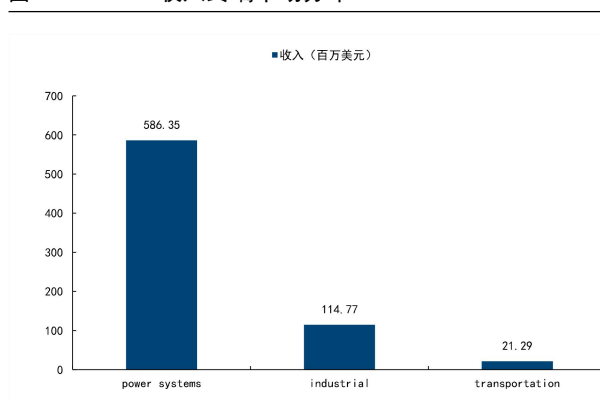
PSI 产品端与公司互补，在本地化法规、客户渠道方面为公司护航。 PSI 兼具单机研发制造能力和机组销售能力，同时承担了产品制造商和分销商的职能；PSI 自身产品中低功率较多，与公司优势的旗舰产品形成互补。PSI 拥有美国 EPA Tier 4 Final 和 CARB（加州空气资源委员会）等认证能力，确保公司产品本土化合规展业。客户方面，PSI 作为具备多年历史在美国本土企业，积累了深厚的客户基础，包括电力需求端用户和 OEM 客户，以及工业领域客户。

图68: PSI 2025 收入区域分布



资料来源：PSI 2025 年报，国信证券经济研究所整理

图69: PSI 2025 收入终端市场分布



资料来源：PSI 2025 年报，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润146.73/177.31/206.98亿元，同比增速分别为34.2%/20.8%/16.7%，每股收益分别为1.68/2.03/2.38元。

动力总成、整车整机及关键零部件板块：传统业务以重卡整车、重卡发动机、其他车用发动机、非道路载具/工业发动机等为核心，假设公司维持市占率稳定，受益于行业增长；增量业务为发电设备。

1、**重卡整车：**我们预测2026/2027/2028行业销量分别为120/126/138.6万辆，其中2026/2027行业增长驱动力主要来自于出海部分，内需较稳，从而整体增长稳健，2028年国内重卡市场有望开启旧产品迭代，内需销量开始增长，从而整体增速开始增加；陕重汽重卡市占率预计保持稳定，假设在16%-17%区间内增长。

表16：重卡市场销量预测

单位：万辆	2025	2026E	2027E	2028E
重卡市场销量	114.35	120	126	138.6
增速		4.94%	5.00%	10.00%

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理及预测

2、**重卡发动机：**假设公司重卡发动机市占率维持稳定，以及重卡行业新能源渗透率小幅上涨后企稳，预计公司重卡发动机业务整体正增长；

3、**其他车用、非道路等非重卡发动机：**假设保持稳中增长。

4、**发电相关业务：**假设缺电背景下，工商业用柴发维持稳健增速；预计数据中心发电机业务预计连续快速增长，未来柴发与往复式燃气机的整体销量与销量结构受公司扩产节奏与核心产品节奏影响；SOFC产品预计低基数基础上高速增长，未来规模化进度受公司产能扩张速度影响。

表17：公司发电相关业务预测

	2026E	2027E	2028E
工商业大缸径柴发销量（万台）	1.05	1.05	1.05
收入（亿元）	42.00	42.00	42.00
数据中心发电机销量（台，包含柴发和往复式燃气机）	3650	4800	6300
收入（亿元）	85.00	160.00	230.00
SOFC出货（MW）	8.00	20.00	30.00
收入（亿元）	1.60	3.60	4.50

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

综上，预计公司动力总成、整车整机及关键零部件板块2026-2028年营收为1211.66/1424.65/1664.64亿元。

智慧物流业务：参考近年平均增速，预计保持低速增长，假设2026-2028年营收分别为938.66/966.82/995.82亿元。

农业装备业务：参考近年平均增速，预计保持低速增长，假设2026-2028年营收分别为193.53/199.33/205.31亿元。

其他零部件业务：参考近年平均增速，预计保持稳健增长，增速略高于智慧物流与农机，假设2026-2028年营收分别为124.70/130.93/137.48亿元。

其他业务：假设稳健增长，2026-2028 年营收分别为 99.47/102.45/105.52 亿元。

综上，我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 2568.01/2824.19/3108.78 亿元，增速分别为 10.78%/9.98%/10.08%。

表18: 公司营收拆分及预测

单位: 亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收合计	2156.91	2318.09	2568.01	2824.19	3108.78
增速	0.81%	7.47%	10.78%	9.98%	10.08%
动力总成、整车整机及关键零部件	897.79	1004.11	1211.66	1424.65	1664.64
智慧物流	887.26	910.77	938.66	966.82	995.82
农业装备	183.45	187.89	193.53	199.33	205.31
其他零部件	100.89	118.76	124.70	130.93	137.48
其他	87.51	96.57	99.47	102.45	105.52
			发电相关预测拆分		
发电业务合计			128.60	205.60	276.50
工商业大缸径			42.00	42.00	42.00
数据中心柴发			70.00	80.00	100.00
数据中心气发			15.00	80.00	130.00
SOFC			1.60	3.60	4.50

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

毛利率方面，预计公司 2026-2028 年毛利率分别为 22.29%/22.70%/22.98%。动力总成、整车整机及关键零部件板块：假设传统业务稳定在过往平均水准；高端发电产品毛利相对较高，假设数据中心发电设备毛利率显著高于传统业务，且不同品类产品毛利率随供给稀缺程度而提升；数据中心发电设备收入高增情况下，推动该板块毛利率整体提升。**智慧物流与农机装备：**假设在过往毛利率区间内保持稳定。**其他零部件与其他业务：**参考过往毛利率，假设维持稳定。

表19: 公司毛利率及预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
动力总成、整车整机及						
关键零部件	19.08%	19.47%	17.85%	20.55%	21.58%	22.22%
智慧物流	24.33%	26.91%	26.56%	26.00%	26.00%	26.00%
农业装备	14.42%	13.26%	14.26%	14.00%	14.00%	14.00%
其他零部件	27.42%	28.70%	27.25%	27.50%	27.50%	27.50%
其他	16.71%	19.40%	18.12%	18.00%	18.00%	18.00%
整体毛利率	21.09%	22.43%	21.47%	22.29%	22.70%	22.98%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计 2026/2027/2028 年公司营收分别为 2568.01/2824.19/3108.78 亿元，增速分别为 10.78%/9.98%/10.08%，毛利率分别为 22.29%/22.70%/22.98%。

未来 3 年业绩预测

期间费用方面，预计 2026 年，年度销售、管理费用率有较明显下滑，后续期间费用率保持稳中微降。销售费用率，2026Q1 已有较大幅度控制，预计 2026 年全年销售费用率下降，后续保持微降；管理费用率，在 2025Q1 单季度较高，导致 2025 年度管理费用率提升，预计 2026 年较 2025 年有所下降，后续保持稳定；研发费用率，延续缓降趋势。

表20: 公司期间费用率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
--	------	------	-------	-------	-------

销售费用率	5.79%	5.88%	5.50%	5.45%	5.40%
管理费用率	4.76%	5.18%	4.90%	4.90%	4.90%
研发费用率	3.85%	3.57%	3.50%	3.45%	3.40%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表21：未来3年盈利预测表

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	231809	256801	282419	310878
营业成本	182027	199572	218296	239448
销售费用	13621	14124	15392	16787
管理费用（不含无形资产摊销）	12001	10898	11897	13007
研发费用	8284	8988	9743	10570
财务费用	(454)	103	(674)	(1208)
营业利润	16074	21472	26017	30328
利润总额	16214	21566	26059	30420
归属于母公司净利润	10931	14673	17731	20698
EPS	1.25	1.68	2.03	2.38
ROE	11.73%	14.99%	17.21%	19.02%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

此外，财务费用科目受汇兑影响，2025年汇兑收益约5.3亿元，因此财务费用为负。我们假设2026年汇兑损益为负向，并在未来假设中平滑汇兑带来的波动。

按上述假设条件，我们预计公司2026/2027/2028年营业收入分别为2568.01/2824.19/3108.78亿元，增速分别为10.78%/9.98%/10.08%；归属母公司净利润分别为146.73/177.31/206.98亿元，同比增速分别为34.2%/20.8%/16.7%，每股收益分别为1.68/2.03/2.38元。

盈利预测情景分析

表22：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	215,691	231,809	258,050	285,080	315,244
(+/-%)	0.8%	7.5%	11.3%	10.5%	10.6%
净利润(百万元)	11403	10931	22956	26925	30980
(+/-%)	26.5%	-4.1%	110.0%	17.3%	15.1%
摊薄 EPS	1.31	1.25	2.63	3.09	3.56
中性预测					
营业收入(百万元)	215,691	231,809	256,801	282,419	310,878
(+/-%)	0.8%	7.5%	10.8%	10.0%	10.1%
净利润(百万元)	11403	10931	14673	17731	20698
(+/-%)	26.5%	-4.1%	34.2%	20.8%	16.7%
摊薄 EPS(元)	1.31	1.25	1.68	2.03	2.38
悲观预测					
营业收入(百万元)	215,691	231,809	255,551	279,770	306,553
(+/-%)	0.8%	7.5%	10.2%	9.5%	9.6%
净利润(百万元)	11403	10931	6639	8881	10877
(+/-%)	26.5%	-4.1%	-39.3%	33.8%	22.5%
摊薄 EPS	1.31	1.25	0.76	1.02	1.25
总股本(百万股)	8714	8714	8714	8714	8714

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司当前合理估值区间在 38.87-40.81 元,首次覆盖,给予优于大市评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值法估算公司远期折现价值的区间,采用相对估值法来估算公司的当前合理价值区间。

绝对估值:FCFF 估值法下每股价值中枢为 69.49 元,区间为 53.80-104.46 元。

未来 10 年估值假设条件见下表:

表23: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	22.15%	0.81%	7.47%	10.78%	9.98%	10.08%	9.07%	8.16%	7.35%	6.61%	5.95%	5.36%	4.82%
营业成本/营业收入	78.91%	77.57%	78.52%	77.71%	77.30%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%	77.02%
管理费用/营业收入	3.34%	3.68%	4.17%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
研发费用/营业收入	3.76%	3.85%	3.57%	3.50%	3.45%	3.40%	3.45%	3.43%	3.43%	3.44%	3.43%	3.43%	3.43%
销售费用/销售收入	6.27%	5.79%	5.88%	5.50%	5.45%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%	5.40%
营业税及附加/营业收入	0.35%	0.33%	0.36%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税税率	14.75%	17.57%	15.63%	15.00%	15.00%	15.00%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	57.18%	70.01%	76.16%	67.78%	71.32%	71.75%	70.28%	71.12%	71.05%	70.82%	70.99%	70.95%	70.92%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 管理费用剔除无形资产摊销影响

表24: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.35%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价	33.15	Ke	8.98%
发行在外股数	8714	E/(D+E)	88.70%
股票市值(E)	288855	D/(D+E)	11.30%
债务总额(D)	36793	WACC	8.39%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	25.00%

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,得出公司每股价值为 69.49 元。从估值方法特征来看,以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司,在成长股预测中存在失真现象。

表25: 公司 FCFF 估值表

单位: 百万元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	22,328.0	26,113.0	29,971.7	32,613.0	35,406.5
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	20.00%	25.00%
EBIT*(1-所得税税率)	18,978.8	22,196.1	25,475.9	26,090.4	26,554.9
折旧与摊销	6,763.8	7,439.8	7,978.0	8,467.7	8,939.0
营运资金的净变动	8,383.9	10,190.6	10,898.6	9,988.1	10,950.5
资本性投资	(7,118.8)	(7,091.8)	(7,002.4)	(7,071.0)	(7,055.1)
FCFF	27,007.7	32,734.7	37,350.1	37,475.3	39,389.4
PV(FCFF)	24,916.6	27,862.1	29,329.1	27,149.0	26,326.4
核心企业价值	607178.32				

减：净债务 1699.93
股票价值 605478.39
每股价值（元） 69.49

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。公司每股价值波动区间为 53.80-104.46 元。

表26：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	FCFF 估值			WACC 变化		
	69.49	7.4%	7.9%	8.39%	8.9%	9.4%
永续增长率 变化	3.5%	104.46	92.31	82.66	74.80	68.27
	3.0%	95.73	85.65	77.45	70.65	64.92
	2.5%	88.78	80.23	73.13	67.15	62.05
	2.0%	83.13	75.72	69.49	64.16	59.57
	1.5%	78.43	71.92	66.37	61.58	57.40
	1.0%	74.47	68.67	63.68	59.32	55.49
	0.5%	71.08	65.86	61.32	57.33	53.80

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：38.87-40.81 元

公司业务板块较多，采用分部估值法较合理，各业务可比公司为：

1、动力总成与发电业务：可比公司为海外内燃机龙头康明斯、卡特彼勒，以及国内企业玉柴系——玉柴国际、上柴系——动力新科，四家可比公司 2026 年 PE 平均值为 27.19 倍，中位数 28.16 倍；

2、重卡整车：可比公司包括重卡五大车企的中国重汽 A+H/一汽解放/福田汽车，以及专注于物流卡车的中集车辆；

3、智慧物流：凯傲在 A 股的核心可比公司为叉车行业代表企业杭叉集团，此外可参考安徽合力、诺力股份等；

4、农业设备：雷沃在 A 股的核心可比公司为农机龙头一拖股份，此外可参考中联重科等；

5、公司发电业务其他可参考公司：SOFC 领域稀缺标的 Bloom Energy，位于公司发电业务产业链下游的国内/海外企业——潍柴重机、Generac。

表27：公司各业务模块可比公司与估值

	市值	营收			归母净利润			PE				
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	TTM	2026E	2027E	2028E	
动力总成&发电 机	CMI.N 康明斯 (CUMMINS)	909.98	360.30	389.10	420.61	36.03	40.79	46.34	34.04	25.26	22.31	19.64
	CAT.N 卡特彼勒 (CATERPILLAR)	3962.17	727.16	799.50	846.66	111.69	132.23	162.51	42.02	35.47	29.96	24.38
	CYD.N 玉柴国际	129.34	281.25	300.84	—	7.62	9.22	—	24.74	16.98	14.03	—
	600841.SH 动力新科	109.78	70.16	84.89	103.15	3.54	7.13	10.99	3.52	31.05	15.40	9.99
	平均值								26.08	27.19	20.42	18.00
中位数								29.39	28.16	18.85	19.64	
重卡整车	3808.HK 中国重汽	1029.30	1257.93	1390.07	1548.85	81.44	92.59	105.95	13.24	12.64	11.12	9.71
	000800.SZ 一汽解放	311.52	737.09	809.82	904.53	13.18	23.48	40.60	39.19	23.64	13.27	7.67

	600166.SH	福田汽车	254.94	665.23	743.99	821.99	20.30	27.58	32.76	17.83	12.56	9.24	7.78
	301039.SZ	中集车辆	155.93	222.56	253.12	288.20	11.49	14.12	17.23	17.68	13.57	11.04	9.05
	000951.SZ	中国重汽	250.75	662.16	736.85	821.17	20.31	24.21	28.30	13.85	12.34	10.36	8.86
		平均值								20.36	14.95	11.00	8.62
		中位数								17.68	12.64	11.04	8.86
	603298.SH	杭叉集团	359.15	197.13	218.41	240.76	24.42	27.77	31.48	16.13	14.71	12.93	11.41
智慧物流相关	600761.SH	安徽合力	167.63	219.44	244.08	270.56	13.63	15.38	17.51	13.65	12.30	10.90	9.57
	603611.SH	诺力股份	48.69	80.42	89.73	98.67	6.03	7.26	7.70	12.77	8.07	6.71	6.32
农机相关	601038.SH	一拖股份	148.55	119.03	127.53	133.99	9.05	10.14	11.37	17.58	16.42	14.66	13.06
	000157.SZ	中联重科	627.88	602.66	697.94	804.20	59.30	71.65	85.88	14.49	10.59	8.76	7.31
SOFC	BE.N	BLOOM ENERGY	742.75	32.01	53.28	80.48	3.51	10.80	19.10	12311.44	211.57	68.76	38.89
船机+电力解决方案	000880.SZ	潍柴重机	149.36							56.83			
发电机+电力解决方案	GNRC.N	GENERAC 控股	143.62							76.00			
	000338.SZ	潍柴动力	2888.16	2568.01	2824.19	3108.78	146.73	177.31	206.98	25.55	19.68	16.29	13.95

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注：估值日期 2026 年 5 月 19 日；A+H 股与中概股货币单位：亿元人民币，海外企业（标蓝）货币单位：亿美元；公司业绩为本文预测，其余为万得一致预期。

根据公司业务特点，我们认为公司估值应当考虑以下因素：

1、**动力总成与发电业务领域，公司核心可比公司为康明斯、卡特彼勒**，二者 2026 年 PE 为平均值超 30 倍；公司深耕北美，可匹配北美用户的缺电需求，这是公司相比于国内竞争对手的重要优势；公司与海外龙头相比，成本、交付效率具备优势，但海外龙头在北美市场品牌知名度与认可度更高，需求紧缺情况下，公司有望凭借产品、服务的质量与效率，快速弥补海外品牌力。

2、公司布局 SOFC 业务且持有 CERES 股权，当前 SOFC 公司估值高，BE 在 2026 年 PE 为 211.57 倍，PS 为 23.2 倍；**SOFC 业务规模化放量前，有助于提振公司发电相关业务估值水平**，未来放量后，有望单独分部估值。

3、公司未拆发电设备在内的发动机与整车业务，重卡整车行业估值相比与内燃机龙头较低；公司重卡业务由子公司承担，少数股东权益影响下，重卡在利润端影响低于收入端；**因此，综合考虑多因素，预计公司动力总成、整车整机及关键零部件板块合理估值应处于康明斯、卡特彼勒平均水平**。

4、公司智慧物流、农机等业务，估值可参考核心可比公司水平。

5、AI 基建浪潮下，数据中心并网难、燃气轮机供给短缺，预计电力供需缺口持续存在，行业景气度维持，**全球内燃机与发电设备领军企业当前的估值水平有望在 2-3 年内保持，且有进一步提升的可能**。

参考上文营收及毛利率拆分与测算，根据公司各业务板块业务毛利额作为权重拆分其在归母净利润中的贡献，并以公司在对应子公司的股权比例，对权重做调整。经测算得，**动力总成、整车整机及关键零部件业务的净利润贡献如下**：

表28：公司各业务在归母净利润中的贡献测算

单位：亿元	2026E	2027E	2028E
动力总成、整车整机及关键零部件	84.71	109.94	135.57
占比	57.73%	62.00%	65.50%
其他板块合计	62.02	67.37	71.41
占比	42.27%	38.00%	34.50%

资料来源：国信证券经济研究所整理及预测

综合上述因素，对公司进行分部估值，给予动力总成、整车整机及关键零部件板块合理 PE 为 29-31 倍，给予其他板块合理 PE 为 15 倍，公司 2026 年合理市值区间为 3386.91-3556.33 亿元，对应股价为 38.87-40.81 元。

投资建议

综上，我们认为公司 2027 年合理市值区间为 3386.91-3556.33 亿元，对应股价为 38.87-40.81 元，相对于公司估值日股价空间为 17.27%-23.13%。考虑 AI 浪潮下，发电业务景气度持续，以及公司的行业地位和稀缺资源，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,多角度综合得出公司的当前合理估值在 38.87-40.81 元之间,但该估值是相对当前可比公司测算,可能由于海外市场估值整体较高,或可比公司当前估值较高,存在对公司高估的可能。

我们建立了绝对估值框架,对公司远期价值折现,得到合理价值中枢为 69.49 元。绝对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 2.5%、风险溢价 6.5%,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%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性或出现负增长,从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 10.78%/9.98%/10.08%,可能存在对公司传统业务的波动性研判不足,导致传统业务预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 22.29%/22.70%/22.98%,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。
- ◆ 我们预计公司柴发今年销量大幅增长,往复式燃气发电机今年开始规模化释放收入,可能对公司业务进度、产能扩张速度判断偏乐观,导致发电业务高估。
- ◆ 我们预计公司 SOFC 产品今年开始贡献收入,并对公司整体估值有助力作用,可能高估了该产品的重要性和业务释放速度。

经营风险

海外业务经营的风险:公司海外业务受到较多因素干扰,有利润不及预期的可能。公司产品在不同区域存在差异,可能由于海外销量结构变化,导致整体营收、盈利能力变化。

对山东重工系存在过度依赖的风险:公司发动机、核心零部件等产品较广泛用于山东重工旗下公司,如重汽集团、山推等,可能因深度合作的兄弟公司业务波动,导致公司产品销量产品波动。

产品价格下行及毛利率下降的风险:发电业务涉及的大缸径柴发、燃气发电机客单价较高,尽管当前景气度高,不排除未来供给提升后价格下行以及毛利率下降的风险。

新产品的研发及市场推广的风险：公司大缸径柴发、往复式燃气机、中速燃气机等产品持续研发，可能出现研发受阻，新品推广不及时等风险。海外市场依靠 OEM 大客户和子公司，存在终端市场缺乏掌控力的风险。

子公司与境外经营的风险：公司下设多家境内外子公司，层级较多，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

财务风险

资产负债的风险：公司属于重资产行业，资产负债率目前健康，但在 2022 年资产负债率较高，未来不排除资产负债率恶化的风险。

经营现金流的风险：公司当前经营性现金流健康，但是在 2022 年出现了现金净流出，未来不排除外部风险压力下，出现净现金流下滑或净流出的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

技术路径的风险：公司的 SOFC 业务技术路径独特，规模化过程中，存在风险，如技术路径的适用性被超越，成本、价格过高导致规模化推进受阻，竞争对手成本下降过快，导致自身产品价格、盈利能力不再具备优势等。

政策与行业风险

出口业务海外政策风险：公司产品以及产品下游重卡等商用车依赖出口产生增量，容易受不同地区地方政策影响，存在海外政策风险。

国内排放标准迭代带来的风险：未来商用车内需迭代，受排放标准更新节奏影响，存在排放政策更新滞后，导致内需商用车的大规模迭代节奏低于预期；排放政策趋严，可能导致动力总成及核心零部件成本变化。

碳排放政策的风险：存在因海内外碳排放政策进一步收紧，导致传统能源商用车、发电设备进一步被清洁能源替代的风险。

行业竞争加剧的风险：公司传统业务发动机、商用车核心零部件等，供给格局相对稳定，公司在柴油发动机领域多维度下保持行业市占率领先，但国内自主厂商与合资厂商也在发力，不排除行业竞争加剧的风险。

新能源趋势带来的风险：新能源渗透率提升，内燃机市场整体承压；存在商用车领域新能源渗透率提升超预期的可能，导致公司产品市场规模收缩的风险；公司积极布局动力电池，拥抱新能源趋势，但公司动力电池产品的盈利能力和竞争力，是否达到公司内燃机产品的水准，仍需验证。

AI 基建发展不及预期的风险：AIDC 存在建设不及预期的风险，导致高估了全球电力的需求增长速度。

AIDC 能效发展过快的风险：存在 AIDC 建设符合预期，但由于技术提升，导致能耗大幅下降，导致电力需求增长不及预期的风险。

其他发电设备供给扩张超预期的风险：存在清洁能源电源或燃气轮机等供给提升超预期，导致市场对往复式燃气发电机需求降速的风险；存在储能等供给节奏超预期，导致备用电源领域对大缸径柴发需求降速的风险。

其它风险

不可抗力的风险：存在因战争、灾害等不可抗力，导致商用车、工业、物流、AI 基建等多行业受到影响，从而影响公司业务。

汇率风险：公司涉及海外业务较多，涉及汇兑损益，进而影响财务费用；汇率剧烈波动或单边变化，会引起公司净利润波动。

油气能源价格与供给稳定的风险：存在油气等能源价格过高或供给、物流受阻，导致新能源商用车渗透率提升或传统能源商用车需求降低，以及油气等火力发电设备被清洁能源加速替代。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	72067	68713	86232	104584	123426	营业收入	215691	231809	256801	282419	310878
应收款项	40122	36396	42764	47969	51128	营业成本	167305	182027	199572	218296	239448
存货净额	35675	35236	43358	46388	50271	营业税金及附加	707	842	891	978	1095
其他流动资产	14950	24906	22094	24739	29126	销售费用	12485	13621	14124	15392	16787
流动资产合计	184750	186524	215721	244954	275225	管理费用	10259	12001	10898	11897	13007
固定资产	53804	58338	59238	58528	57102	研发费用	8299	8284	8988	9743	10570
无形资产及其他	22205	22063	21181	20298	19416	财务费用	231	(454)	103	(674)	(1208)
投资性房地产	78206	95115	95115	95115	95115	投资收益	421	450	539	470	486
长期股权投资	4915	5435	5467	5564	5781	资产减值及公允价值变动	(945)	(1483)	(1292)	(1240)	(1338)
资产总计	343879	367476	396721	424459	452637	其他收入	(6751)	(6665)	(8988)	(9743)	(10570)
短期借款及交易性金融负债	22772	15915	18545	19077	17846	营业利润	17428	16074	21472	26017	30328
应付款项	92159	104157	112817	125549	138230	营业外净收支	(106)	140	93	42	92
其他流动负债	39908	41463	48599	52516	57228	利润总额	17322	16214	21566	26059	30420
流动负债合计	154839	161534	179961	197143	213304	所得税费用	3044	2534	3235	3909	4563
长期借款及应付债券	15633	18248	18248	18248	18248	少数股东损益	2874	2750	3657	4420	5159
其他长期负债	51448	56631	61851	66267	71207	归属于母公司净利润	11403	10931	14673	17731	20698
长期负债合计	67081	74879	80099	84515	89455	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	221921	236414	260060	281658	302759	净利润	11403	10931	14673	17731	20698
少数股东权益	35262	37872	38744	39798	41028	资产减值准备	(16)	189	(959)	4	(4)
股东权益	86696	93190	97918	103003	108850	折旧摊销	12668	13438	6764	7440	7978
负债和股东权益总计	343879	367476	396721	424459	452637	公允价值变动损失	945	1483	1292	1240	1338
						财务费用	231	(454)	103	(674)	(1208)
						营运资本变动	(17940)	(3775)	8384	10191	10899
						其它	878	467	1831	1050	1235
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	经营活动现金流	7938	22732	31985	37655	42143
每股收益	1.31	1.25	1.68	2.03	2.38	资本开支	0	(14339)	(7119)	(7092)	(7002)
每股红利	0.91	0.96	1.14	1.45	1.70	其它投资现金流	(5699)	662	0	0	0
每股净资产	9.93	10.69	11.24	11.82	12.49	投资活动现金流	(5439)	(14198)	(7150)	(7189)	(7219)
ROIC	11.50%	11.06%	14%	18%	24%	权益性融资	(11)	0	0	0	0
ROE	13.15%	11.73%	15%	17%	19%	负债净变化	(9391)	2536	0	0	0
毛利率	22%	21%	22%	23%	23%	支付股利、利息	(7983)	(8324)	(9946)	(12645)	(14851)
EBIT Margin	8%	6%	9%	9%	10%	其它融资现金流	11472	(311)	2631	532	(1232)
EBITDA Margin	14%	12%	11%	12%	12%	融资活动现金流	(23289)	(11888)	(7315)	(12113)	(16083)
收入增长	1%	7%	11%	10%	10%	现金净变动	(20790)	(3354)	17519	18353	18841
净利润增长率	27%	-4%	34%	21%	17%	货币资金的期初余额	92857	72067	68713	86232	104584
资产负债率	75%	75%	75%	76%	76%	货币资金的期末余额	72067	68713	86232	104584	123426
股息率	2.8%	2.9%	3.4%	4.4%	5.1%	企业自由现金流	0	8007	27008	32735	37350
P/E	25.4	26.4	19.7	16.3	14.0	权益自由现金流	0	10232	29914	33863	37123
P/B	3.3	3.1	2.9	2.8	2.7						
EV/EBITDA	17.4	18.4	18.9	17.0	15.6						

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中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