

泰豪科技（600590）

老牌军工细分赛道企业，AIDC 发电出海构筑第二增长曲线【勘误版】

买入（维持）

2026年05月26日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

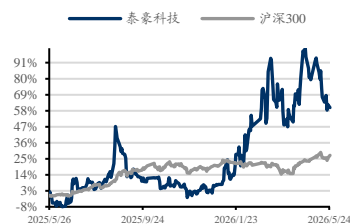
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞

执业证书：S0600525070004
huangr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,356	4,521	6,317	7,535	8,755
同比（%）	1.71	3.80	39.71	19.28	16.20
归母净利润（百万元）	(991.03)	60.54	356.68	528.11	605.45
同比（%）	(1,862.01)	106.11	489.19	48.06	14.65
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.16)	0.07	0.42	0.62	0.71
P/E（现价&最新摊薄）	(12.07)	197.66	33.55	22.66	19.76

股价走势



投资要点

- **老牌军工细分赛道龙头，军品民用打开增量空间。**公司依托多年并购整合，已形成军工装备与应急电源双主业协同发展的格局，其中军工端覆盖全谱系资质，应急电源则依托军品技术逐步向 AIDC 领域延伸，2025 年成功取得北美柴发成撬订单。展望未来，2025 年公司盈利基本面迎来拐点，双轮驱动逻辑强化下成长空间有望进一步打开。
- **军工景气底部修复，资质&产品壁垒强化核心竞争力。**（1）**宏观：**国防预算稳健增长，叠加资源配置向高端化、信息化、无人化等装备倾斜，行业中长期需求确定性显著增强。（2）**中观：**2025 年以来，随着“十四五”收官交付提速及“十五五”新质装备预期升温，军工行业进入修复上行通道。（3）**微观：**泰豪通过多年并购整合，形成军用电源、通信指挥、导航通信等核心产品布局，并具备国家保密资质、装备承制资格、GJB9001C 认证等全谱系军工资质。公司军用电源市占率行业领先，通信指挥系统稳居行业龙头，导航通信技术指标领先，有望充分受益于军品订单回暖与新质装备采购加速。
- **AIDC 缺电逻辑持续演绎，多元电源布局构筑第二成长曲线。**全球 AIDC 建设加速，叠加美国电网老旧及煤电退役加速，北美 AIDC 电力缺口持续扩大，带动主电源与备用电源需求高增。（1）**柴发：**泰豪产品覆盖商用及工业级柴油发电机组全谱系，依托 UL 认证、海外渠道与快速交付优势，已获得北美 600 台发电机组订单，成功切入 AIDC 备用电源高景气赛道。（2）**燃气内燃机：**在头部厂商产能饱和背景下，湖南力宇等国产燃气内燃机厂商的 2MW 级成熟机型已具备量产基础，更高功率机型也在持续推进。若依托泰豪既有出海渠道与项目经验，双方有望形成配套协同并切入北美高景气 AIDC 微网场景。（3）**燃气轮机：**公司 3000kW 燃气轮机电源车已完成产品下线，验证其燃机成撬及模块化交付能力，并进一步完善公司高端能源装备矩阵。公司从备用电源逐步向主电源场景延伸，有望充分受益于北美 AIDC 建设带来的行业景气上行。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为国内军工细分赛道龙头，主业受益于行业景气底部修复，AIDC 建设驱动电源配套业务需求上行，双β共振下业绩有望加速。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.6/5.3/6.1 亿元，对应当前市值 PE 分别为 34/23/20X。考虑到公司军工资质&产品壁垒深厚，柴发已突破北美高端市场，内燃机、燃机业务有望逐步突破，成长空间持续打开，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**军工行业修复不及预期、AI 基建资本开支不及预期、海外市场拓展不及预期、行业竞争加剧风险、减持风险等。

市场数据

收盘价(元)	14.03
一年最低/最高价	7.94/18.56
市净率(倍)	3.68
流通 A 股市值(百万元)	11,835.28
总市值(百万元)	11,965.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.81
资产负债率(% ,LF)	61.49
总股本(百万股)	852.87
流通 A 股(百万股)	843.57

相关研究

《泰豪科技(600590)：老牌军工细分赛道企业，AIDC 发电出海构筑第二增长曲线》

2026-05-23

内容目录

1. 老牌军工细分赛道龙头，军品民用打开增量空间	5
1.1. 从智能建筑到军工装备，并购整合驱动主业升级	5
1.2. 军民双驱产品布局完善，应急电源突破 AIDC 市场	5
1.3. 军民股东协同治理，清晰业务架构夯实成长基础	6
1.4. 口径调整后主业收入企稳回升，同比增速持续向好改善	7
1.5. 2025 年盈利基本面拐点显现，旗下子公司盈利表现分化	8
1.6. 费用结构持续优化向好，盈利修复成本端支撑持续增强	8
1.7. 国内收入占比持续走高攀升，营收结构高度聚焦本土市场	9
2. 军工景气底部修复，资质&产品壁垒强化核心竞争力	10
2.1. 宏观、中观、微观三维共振，军工行业景气复苏	10
2.2. 核心竞争优势：全谱系军工资质壁垒+二十年行业深耕积淀	12
2.3. 细分赛道龙头地位稳固，多领域核心竞争力突出	13
3. AIDC 缺电逻辑持续演绎，多元电源布局构筑第二成长曲线	13
3.1. 北美发电设备供需格局错配，国产品牌迎来重要出海机遇	13
3.2. 柴发：赛道高景气持续兑现，公司实现北美订单突破	19
3.2.1. 数据中心柴发赛道高景气持续兑现	19
3.2.2. 高壁垒固化寡头格局，国产龙头合规突破切入赛道	21
3.2.3. 北美发电机组订单突破，验证公司出海竞争力	21
3.3. 燃气内燃机：AIDC 发电需求外溢，泰豪有望协同国产厂商出海	23
3.4. 燃气轮机：AI 需求驱动新一轮上行周期，燃机电源车下线再次验证公司强成撬能力	26
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1:	泰豪科技通过收购扩展蓝图.....	5
图 2:	公司产品军民双驱, 军工技术民用化打开市场.....	6
图 3:	泰豪科技股权结构(截至 2026 年 3 月 31 日).....	7
图 4:	2024-2025 年公司收入实现筑底回升.....	7
图 5:	智能应急电源和军用通信装备占收入主导.....	7
图 6:	2025 年公司盈利格局反转, 实现扭亏为盈(亿元).....	8
图 7:	2025 年子公司泰豪电源利润率迎来向上拐点.....	8
图 8:	公司销售毛利率长期稳定.....	9
图 9:	2024-2025 年公司费用全面优化压降.....	9
图 10:	2021-2025 年公司国内外收入情况.....	9
图 11:	2021-2025 年公司国内外收入占比情况.....	9
图 12:	国防预算开支保持稳健增长.....	10
图 13:	2025 年军费预算执行差额由正转负.....	10
图 14:	军工板块累计涨跌幅由负转正, 景气拐点已现.....	11
图 15:	2025 年军工板块收入利润双双大幅上行.....	11
图 16:	2025 年军用电源装备销量增速大幅反弹.....	11
图 17:	2025 年军用通信装备销量触底修复.....	11
图 18:	子公司上海红生在手订单量稳定增长.....	12
图 19:	子公司上海红生订单交付节奏稳健.....	12
图 20:	公司精准收购整合, 建立完整资质谱系.....	12
图 21:	公司产品矩阵全面, 行业龙头地位稳固.....	13
图 22:	美国数据中心项目规划装机容量激增.....	13
图 23:	2025-2026 年美国电力需求量有望创历史新高.....	13
图 24:	数据中心的电力消耗占比将从 2018 年的 2% 提升至 2028 年的 10% 以上.....	14
图 25:	2025 年美国电力供应同比下降 1%.....	15
图 26:	2015-2024 年美国发电结构.....	15
图 27:	全球各地区电力基础设施平均寿命, 北美电网老旧程度位列全球第二.....	15
图 28:	2020-2023 年美国数据中心停机原因, 电力供给不足的比重逐年增大.....	15
图 29:	2024 年美国数据中心地理分布图, 主要集中在加州、德州和弗吉尼亚州.....	16
图 30:	2023-2025 年各州数据中心规划容量占比.....	16
图 31:	到 2028 年煤电容量较 2025 年 5 月将下滑 16%.....	17
图 32:	2025 年开始煤电迎来新一轮退役高峰.....	17
图 33:	2026 年美国煤电重点退役计划(约 12-15GW).....	17
图 34:	2025-2030 年分电源类型详细增减数据(EIA+NERC 联合统计, 单位: GW).....	18
图 35:	美国电源侧路线梳理.....	18
图 36:	AIDC 发电技术路径概况.....	19
图 37:	全球柴油发电机组市场空间测算.....	20
图 38:	康明斯电力板块业绩增速创阶段新高.....	20
图 39:	Generac CNI 业务增速触底稳步回升.....	20
图 40:	截至 2025 年底, 柴发市场行业格局高度集中.....	21
图 41:	柴发龙头厂商产品参数.....	21
图 42:	公司柴发机组产品样例.....	22

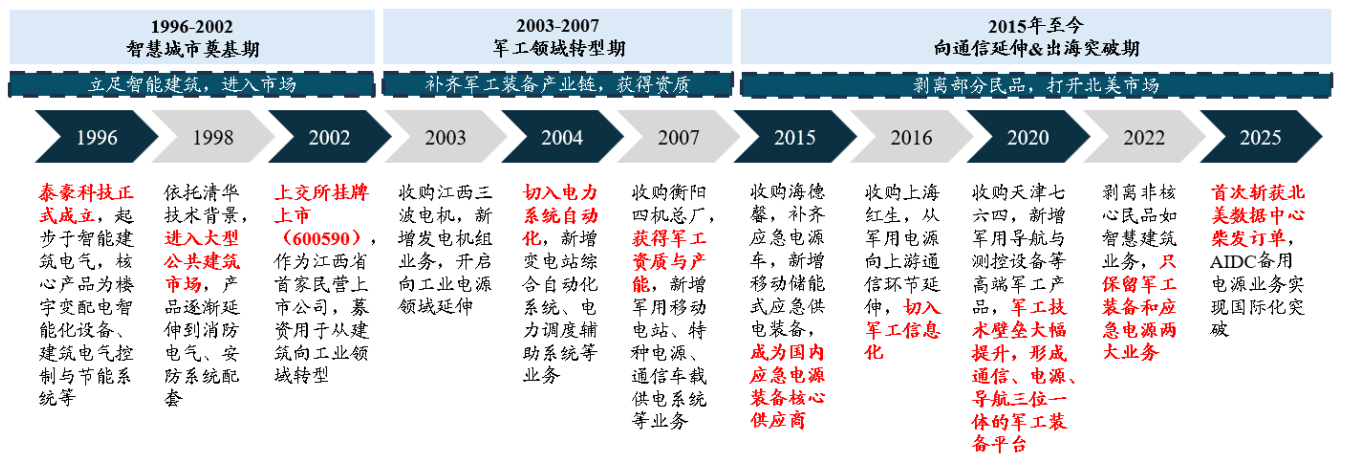
图 43:	公司柴发机组落地美国头部数据中心.....	22
图 44:	公司占据柴发赛道产业链高价值生态位.....	22
图 45:	中速机与燃气轮机性能对比.....	23
图 46:	中速机在建造成本和燃料成本方面优于航改机和小型重燃.....	23
图 47:	2025Q1-Q3 瓦锡兰新签设备订单同比增长 111%	24
图 48:	2025 前三季度下游独立发电商占比同比大幅提升.....	24
图 49:	2025 年瓦锡兰签订两个数据中心订单，合计 789MW	24
图 50:	2025Q1-Q3 瓦锡兰能源设备美国订单占比 74%.....	25
图 51:	北美燃气内燃机赛道格局高度集中.....	25
图 52:	全球燃气内燃机行业呈现寡头格局.....	25
图 53:	力宇燃气内燃机系列产品矩阵全面，覆盖 AIDC 供给缺口	26
图 54:	2025 年燃机装机量接近上一轮周期高点.....	27
图 55:	2023Q4&2025Q3 燃气轮机订单客户结构（MW 占比%）	27
图 56:	全球燃机龙头销量&新签订单量均实现高增	27
图 57:	燃气轮机 2030 年全球供给预计达 90GW.....	28
图 58:	公司燃气轮机电源车产品下线，具备燃机成撬&模块化能力	28
图 59:	泰豪科技盈利预测.....	29
图 60:	可比公司估值表（截至 2026/5/25）	30

1. 老牌军工细分赛道龙头，军品民用打开增量空间

1.1. 从智能建筑到军工装备，并购整合驱动主业升级

从智慧建筑到军工装备，产业并购下的双轮驱动成长。泰豪科技成立于1996年，起步于智能建筑电气，依托清华同方技术背景，于2002年在上交所挂牌上市。上市后，公司开启以收购为核心驱动的战略转型，通过整合优质军工资产，逐步补齐军工装备产业链，分别于2003年收购江西三波电机切入发电机组、2007年收购衡阳四机总厂获得军工资质与产能。在2015年至2020年间，公司相继收购海德馨应急电源车、上海红生军工信息化、天津七六四导航通信等业务，从军用电源向通信、电源、导航延伸，形成三位一体的军工装备平台。2022年公司完成非核心民品剥离，聚焦军工装备与应急电源两大主业。2025年，公司斩获首个美国数据中心柴发订单，AIDC备用电源业务实现国际化突破。

图1: 泰豪科技通过收购扩展蓝图



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 军民双驱产品布局完善，应急电源突破 AIDC 市场

公司以军工技术民用化为核心，构建军工装备与应急装备协同共生的业务格局。军工装备板块产品涵盖车载通信指挥、军用导航、军用电源及军用新材料四大方向，广泛应用于各军兵种核心武器平台，多个细分赛道处于国内领先地位。应急装备板块依托军用电源技术向民用化延伸，深度绑定互联网巨头、三大运营商及国家电网、南方电网等核心客户，于2025年实现国产柴发机组在北美数据中心市场突破。

图2: 公司产品军民双驱, 军工技术民用化打开市场

产品类别	核心产品	2025年营收占比	主要应用领域	核心特点
军工装备	车载通信指挥系统	约33%	各军兵种实战演练与重大保障任务	依托方舱轻量化等核心技术, 可实现战场信息的采集、传输、处理与指令下达一体化, 市场占有率位居国内前列。
	军用导航装备		军用机场、民航机场、制导武器配套、野战机动导航	2025年取得仪表着陆系统民航认证, 是国内陆基导航装备核心供应商, 有力推动空管与导航装备国产化替代。
	军用电源装备		舰船、机场、装甲、通信装备等各军种各型武器平台	凭借正交谐波无刷励磁、高原适配、高可靠抗冲击等核心技术, 产品广泛列装各军种各型武器平台与保障设施。
	军用新材料		通信方舱、发射系统、电子设备舱等关键部位	通过特种功能材料, 显著实现装备减重增效与电磁安全防护, 与公司其他核心板块板形成材料—装备协同配套, 强化整体系统解决方案能力。
应急装备	智能应急电源	约67%	互联网公司、三大运营商数据中心备电、北美数据中心	军用电源产品技术在民用领域的融合应用, 覆盖全球100余国分销网络, 中高端市场国内品牌领先, 2025年首次突破北美数据中心市场
	应急特种车辆		国家电网、南方电网、应急管理部门、灾害救援	电车车市占率连续多年行业前列, 受益于电网投资增加及防灾减灾特别国债, 2025年订单收入显著增长

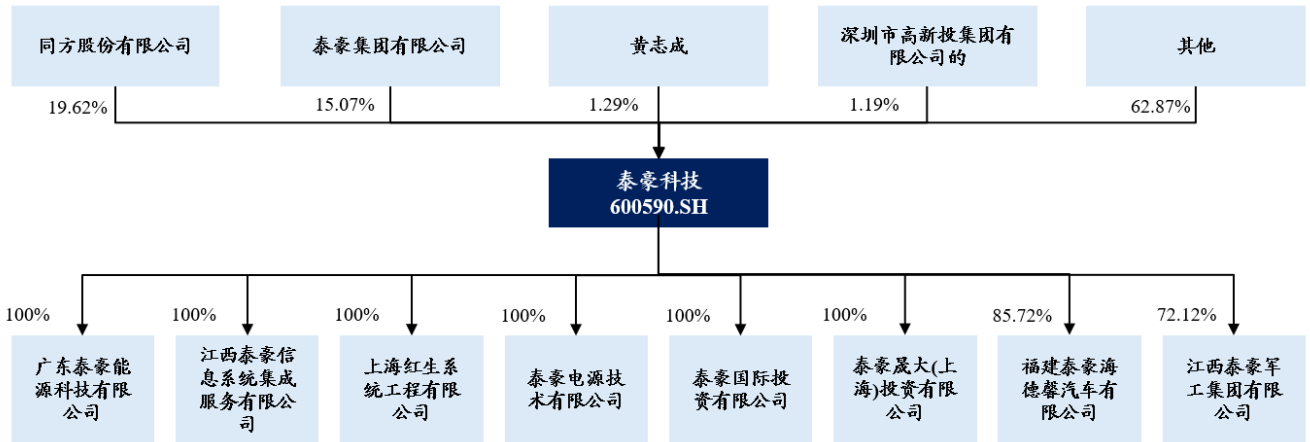
数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 军民股东协同治理, 清晰业务架构夯实成长基础

股权结构呈现军民资本协同共治, 治理兼具稳定性与市场化活力。截至 2026/3/31, 同方股份有限公司持股 19.62%, 其实际控制人为国务院国资委, 经中核集团间接控股。泰豪集团持股 15.07%, 为创始人黄志成实际控制的民营资本。双方形成相互制衡的治理结构, 公司无实际控制人, 重大决策需军民股东协商一致, 既保证军工业务的资质与政策资源, 又赋有了公司民营企业的市场化经营灵活性与效率。

公司军工与应急装备板块全资或高比例控股, 各业务条线清晰。泰豪军工主营军工通信与电源业务, 净利率约 3%, 上海洪生专注军工信息化, 净利率约 13%, 海德馨主营应急电源车, 净利率约 9%, 泰豪电源主攻智能应急电源, 净利率 2%。公司军民业务条线清晰, 为中长期价值提升奠定坚实基础。

图3: 泰豪科技股权结构 (截至 2026 年 3 月 31 日)



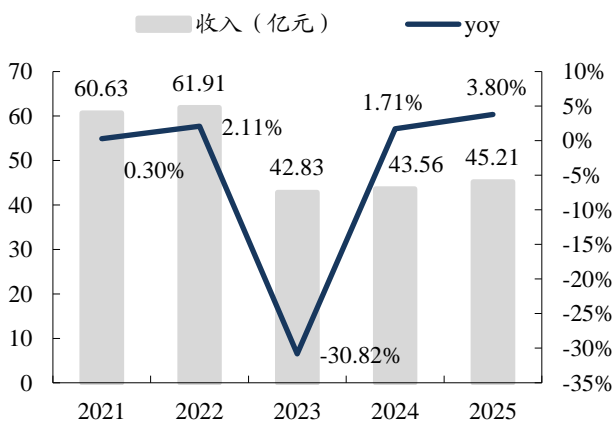
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 口径调整后主业收入企稳回升, 同比增速持续向好改善

2023 年受业务出表与并表口径调整影响公司收入同比大幅承压, 口径调整后主业收入企稳回升、同比增速持续向好改善。2023 年公司收入端出现阶段性剧烈下滑, 核心来自两大资产结构调整因素: 一是福州德塔动力不再纳入合并报表范围, 核算方式变更为权益法核算, 直接减少当期收入规模 8 亿元。二是公司完成泰豪智慧城市、电力相关业务资产剥离, 同步减少相关业务收入约 5 亿元, 双重业务出表因素共同造成当期营收同比大幅走弱。2024-2025 年公司主业经营重回正轨, 营收保持稳定小幅增长态势。

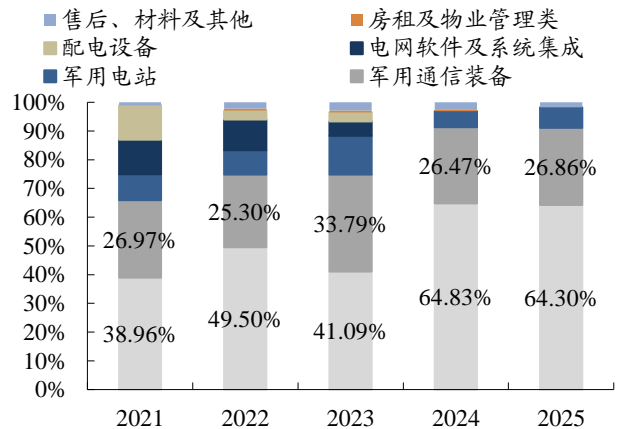
智能应急电源与军用通信装备占据相对主导地位, 2025 年营收占比分别达 64.30%/26.86%。而军用电站与其他业务占比较小, 对公司整体收入的拉动作用相对有限。

图4: 2024-2025 年公司收入实现筑底回升



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 智能应急电源和军用通信装备占收入主导



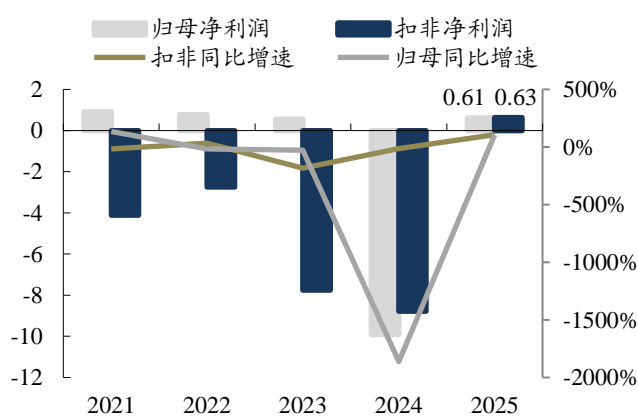
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

1.5. 2025 年盈利基本面拐点显现，旗下子公司盈利表现分化

2025 年盈利基本面触底反转，盈利质量迎来持续修复回升态势。公司净利润波动较大，2021-2022 年公司归母净利润保持小幅盈利状态，扣非净利润持续处于亏损区间。2024 年业绩大幅下滑主要受军工相关应收账款坏账计提、商誉大额减值因素冲击。2025 年受益于军品订单底部修复，公司盈利格局迎来反转，归母净利润、扣非净利润同步扭亏为盈。

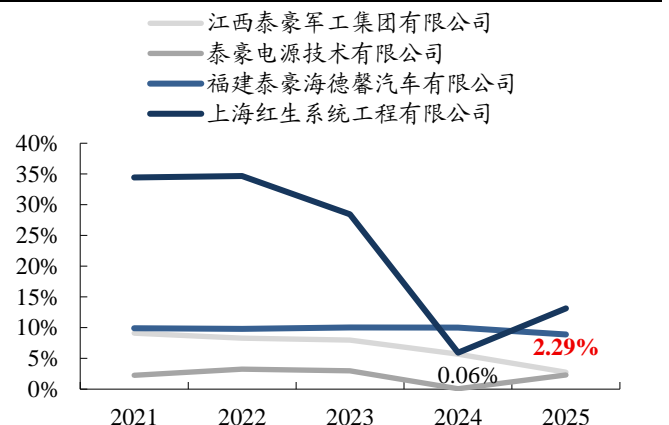
分业务板块来看，当前应急车为公司主要盈利来源，未来泰豪电源有望成为核心增量：①海德馨（应急车，25 年收入占比 27%）盈利水平长期稳定在 8%-10% 区间，为公司主要利润来源；②泰豪军工（军工装备，25 年收入占比 23%）近两年利润率持续下降；③泰豪电源（发电机组，25 年收入占比 17%）受益于 AIDC 建设，2025 年净利率迎来向上拐点，未来有望出口北美成为核心增量；④红生系统子公司（军品信息化）为公司盈利能力最高的板块，但收入体量较小（占比不到 5%），利润贡献有限。

图6：2025 年公司盈利格局反转，实现扭亏为盈（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图7：2025 年子公司泰豪电源净利率迎来向上拐点



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

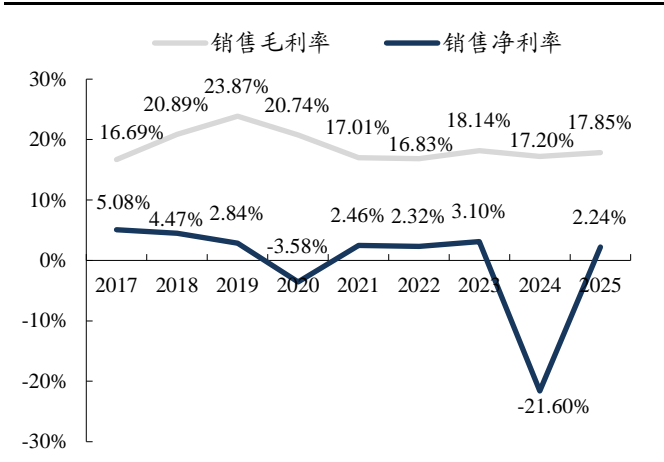
1.6. 费用结构持续优化向好，盈利修复成本端支撑持续增强

军用电源与通信指挥为稳定核心板块，应急电源占比小幅震荡，其他板块呈现剧烈波动并在 2025 年出现深度负值调整。军用电源、通信指挥作为公司两大核心军工业务，2021-2025 年毛利率长期稳定在 23%-27%，波幅较小，盈利稳定性强，应急电源毛利率同样保持区间平稳运行。公司全链条主业毛利率韧性充足、波动可控，并未跟随业绩周期出现大幅下滑。整体来看，公司核心产品毛利率长期保持稳定健康态势，盈利底层结构扎实，净利率短期承压由行业需求周期因素主导，后续伴随军工行业景气度回暖，盈利修复弹性充足。

公司前期期间费用阶段性走高，后续全维度费用管控持续见效，销售、管理、财务费用稳步压降，研发投入保持合理稳健，费用结构持续优化向好。2021-2023 年公司整

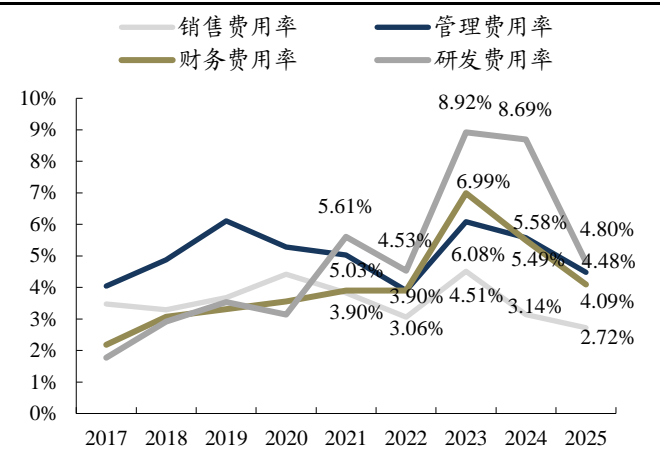
体期间费用规模阶段性抬升，2024-2025 年各项费用全面优化压降，费用管控成效持续凸显，费用结构持续向研发倾斜、销售管理开支持续精简。

图8：公司销售毛利率长期稳定



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2024-2025 年公司费用全面优化压降

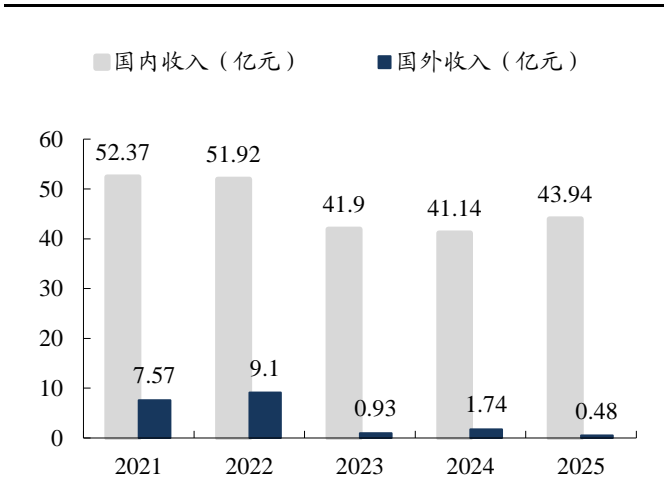


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.7. 国内收入占比持续走高攀升，营收结构高度聚焦本土市场

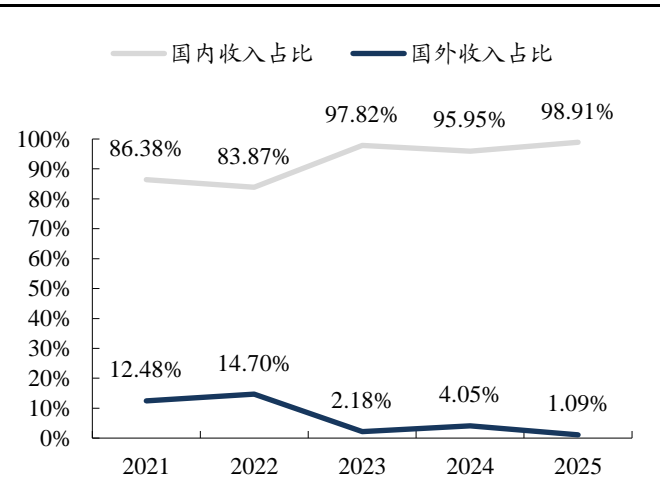
公司当前以国内市场为主，未来海外收入占比有望持续提升。公司 2021-2022 年依托柴发电站渠道和地缘红利做大海外规模，2023 年后因平台出表、战略聚焦国内、海外低毛利内卷主动+被动大幅收缩，2025 年出海从粗放走量转型为小体量、高毛利、低风险精品业务模式；依托中东区域重点项目建设，成功打通海外业务渠道，借此契机逐步切入北美海外市场，长期全球化业务布局与海外增量成长空间持续打开。

图10：2021-2025 年公司国内外收入情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2021-2025 年公司国内外收入占比情况



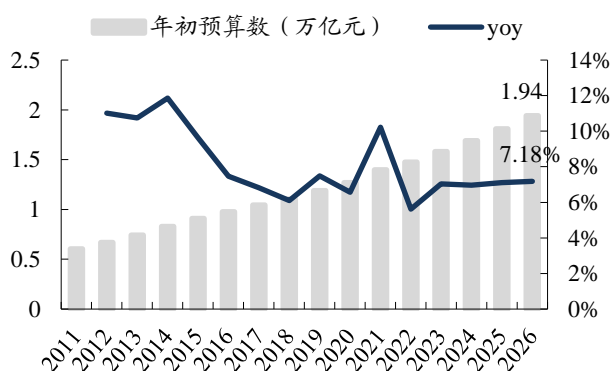
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 军工景气底部修复，资质&产品壁垒强化核心竞争力

2.1. 宏观、中观、微观三维共振，军工行业景气复苏

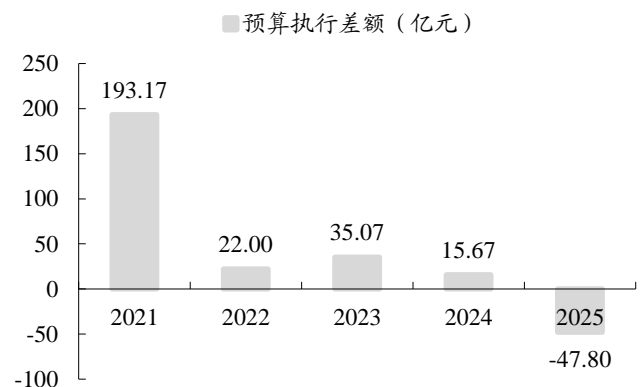
宏观上，军品资本开支与国防预算高度相关。预算上看，2011-2026 年国防年初预算由 0.6 万亿元持续扩张至 1.94 万亿元，15 年间规模增长超 2 倍，其中，2023-2026 年同比增速稳定在 7%左右，整体保持稳健扩张，为行业提供明确支撑。支出结构上看，分化态势显著，资源配置重点向高端化、信息化、无人化等新质生产力相关装备倾斜，传统装备采购增速相对低迷。订单执行上看，受反腐政策影响，2021-2024 年订单交付节奏阶段性放缓，军费执行进度不及预期，预算与执行端形成正差额，结转结余资金有所沉淀；2025 年差额转负，或反映前期存量结转资金已开始消化，目前存量资金后续的使用节奏与投向仍存不确定性。长期来看，国防建设需求刚性明确，预算端持续稳健增长，叠加新质装备升级的结构性红利，行业稳健增长确定性较强。

图12：国防预算开支保持稳健增长



数据来源：中华人民共和国国防部官网，东吴证券研究所

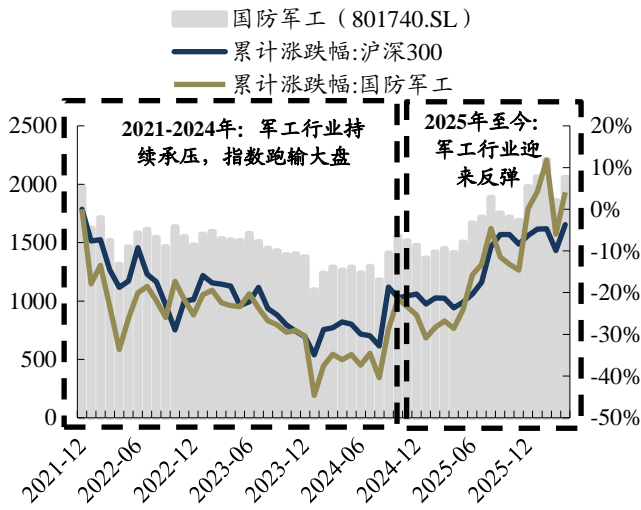
图13：2025 年军费预算执行差额由正转负



数据来源：中华人民共和国国防部官网，东吴证券研究所

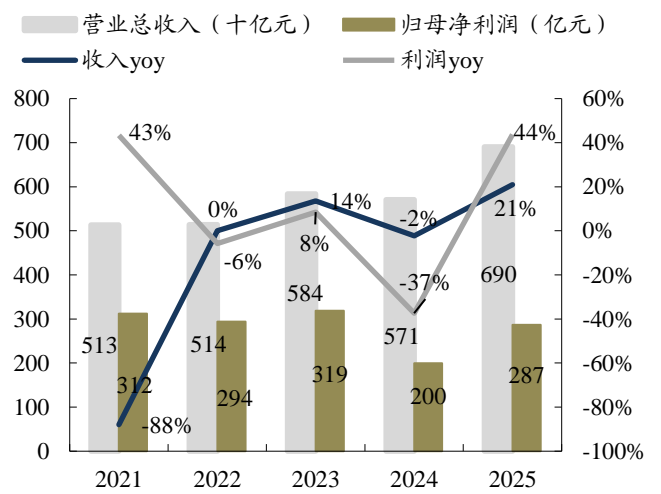
中观上，军工行业近五年来的市场表现与景气周期可清晰划分为两个阶段：①2022-2024：处于“十四五”规划中期调整阶段，订单释放节奏阶段性放缓，叠加部分型号产品价格下调，企业业绩兑现不及市场预期，估值中枢持续下行，指数未能跑赢沪深 300 大盘；②2025 至今：随着“十四五”收官进入交付冲刺期，订单与业绩逐季改善，同时市场前景“十五五”规划中对新质战斗力装备的倾斜，行业景气度预期明显修复，板块收入和归母净利润迎来大幅上行，指数迎来反弹并持续跑赢大盘。展望未来，在国防预算稳健增长、存量结转资金逐步消化、新质装备采购加速的多重支撑下，行业业绩兑现与估值修复的双重动力充足，未来成长路径清晰。

图14: 军工板块累计涨跌幅由负转正, 景气拐点已现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

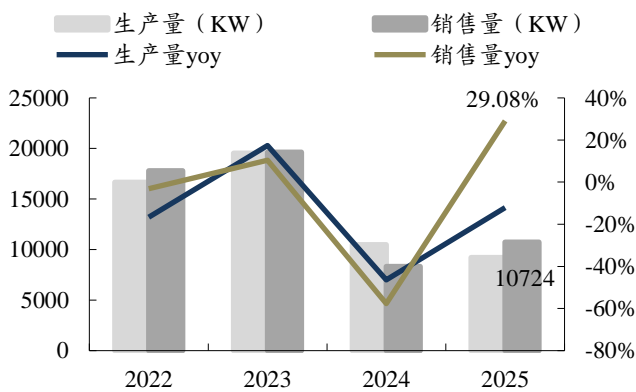
图15: 2025年军工板块收入利润双双大幅上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

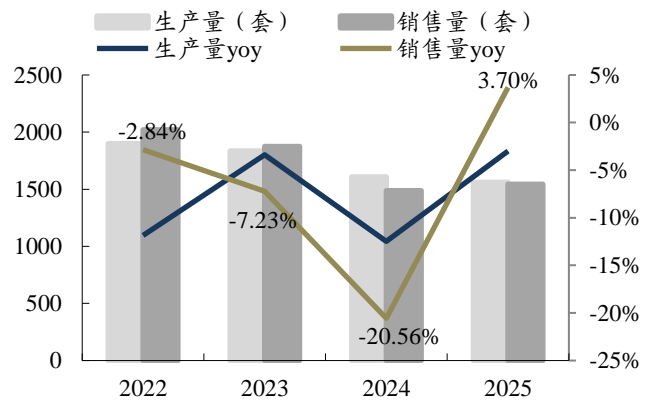
微观上, 2022-2024年为军工行业整体承压期, 泰豪子公司上海红生业务表现相对稳健, 随着行业景气修复, 集团军工业务在2025年迎来明确反弹。2022-2024年, 子公司上海红生的在手订单稳定扩量, 订单交付节奏稳健, 为集团提供了稳定支撑; 2025年, 集团核心军工业务边际改善, 军用电源装备销量同比增速大幅回升至29.08%, 军用通信装备产销量也实现正增长, 验证了行业景气触底回升的趋势。整体来看, 子公司的稳健表现与集团业务的回暖形成共振, 共同印证了公司军工业务的复苏节奏。

图16: 2025年军用电源装备销量增速大幅反弹



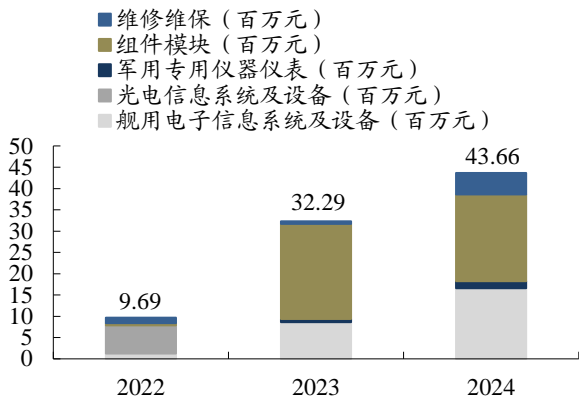
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2025年军用通信装备销量触底修复



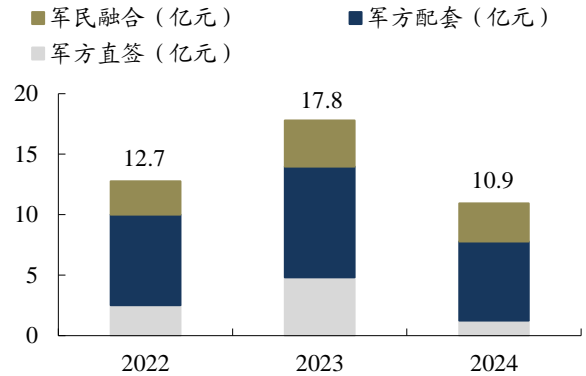
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 子公司上海红生在手订单量稳定增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 子公司上海红生订单交付节奏稳健

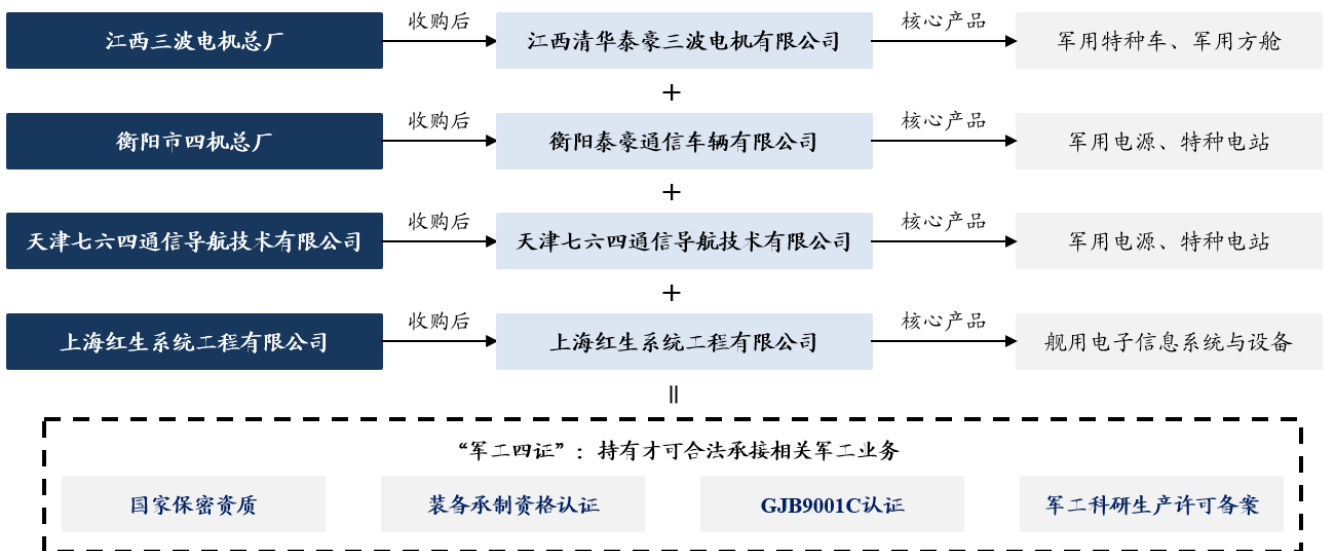


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 核心竞争优势: 全谱系军工资质壁垒+二十年行业深耕积淀

军工行业具备强国家监管、高资质壁垒属性。资质上, 公司自成立以来, 先后收购了江西三波电机总厂、衡阳市四机总厂、天津七六四通信导航技术有限公司等国有军工企业及上海红生系统工程有限公司等民营企业, 同步获取对应赛道核心军工资质, 目前已拥有国家保密资质以及装备承制资格认证、GJB9001C 认证、军工科研生产许可备案等一系列重要军工生产资格认证。产品上, 公司各项军工装备产品已覆盖多个军种, 深入陆军通信、空军导航、武警装备、海军舰艇等核心场景, 在中国军用装备领域拥有技术领先优势, 基于军工认证高壁垒的特性形成稳固的客户群基础。总体来看, 依托全谱系军工资质+20 年深耕壁垒, 公司在国内军工领域竞争优势显著。

图20: 公司精准收购整合, 建立完整资质谱系



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.3. 细分赛道龙头地位稳固，多领域核心竞争力突出

公司在军工核心细分赛道竞争力突出，龙头地位与技术优势稳固。①军用电源领域上，公司为国内核心配套商，市占率行业领先，具备全功率段、全场景配套能力。②军用通信指挥系统领域上，公司稳居行业龙头，深度参与军方体系建设，拥有全链条解决方案能力。③军用导航领域上，公司掌握核心技术，指标行业领先，产品适配多平台且客户绑定深厚。长期来看，三大赛道协同发力，技术与客户壁垒持续深化，筑牢公司军工领域的核心竞争根基。

图21: 公司产品矩阵全面，行业龙头地位稳固

军用电源		军用通信指挥系统		军用导航	
柴油发电机组	小型柴油发电机组	通信指挥车	中旅指挥车	北斗定位、定向与通信系统	单轴旋转激光陀螺定向系统
					
高速发电机组	拖车电站	营指挥车	轮式方舱干线节点车	装备动态数据自动采集设备	弹载高动态接收机
					

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

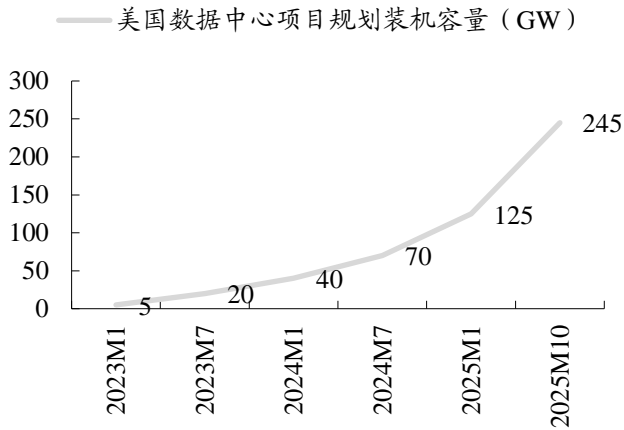
3. AIDC 缺电逻辑持续演绎，多元电源布局构筑第二成长曲线

3.1. 北美发电设备供需格局错配，国产品牌迎来重要出海机遇

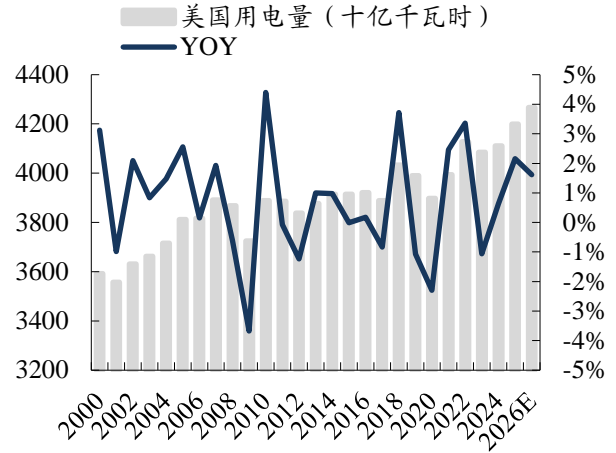
需求端来看，2025-2026年美国电力消耗有望创历史新高。2023年以来美国数据中心在建项目激增，美国数据中心项目规划装机容量从2023年初的5GW增长至2025年10月超245GW，AIDC电力需求呈现非线性增长态势。基于美国数据中心建设的电力需求增长，EIA预测2025-2026年美国电力消耗将创历史新高，数据中心的电力消耗占比也将从2018年的2%提升至2028年的10%以上。

图22: 美国数据中心项目规划装机容量激增

图23: 2025-2026年美国电力需求量有望创历史新高



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

图24: 数据中心的电力消耗占比将从 2018 年的 2% 提升至 2028 年的 10% 以上

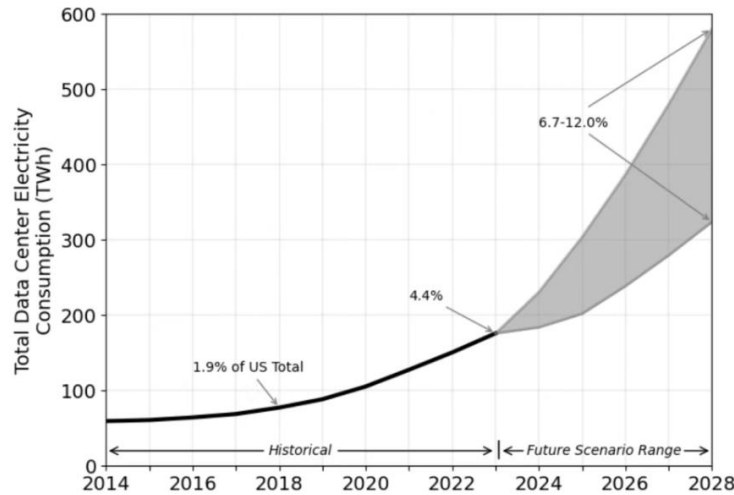
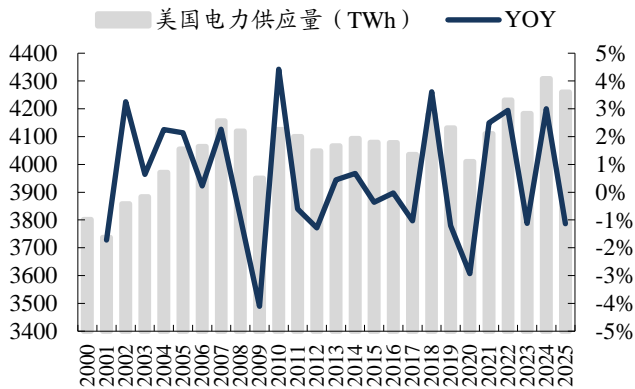


Figure ES-1. Total U.S. data center electricity use from 2014 through 2028.

数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

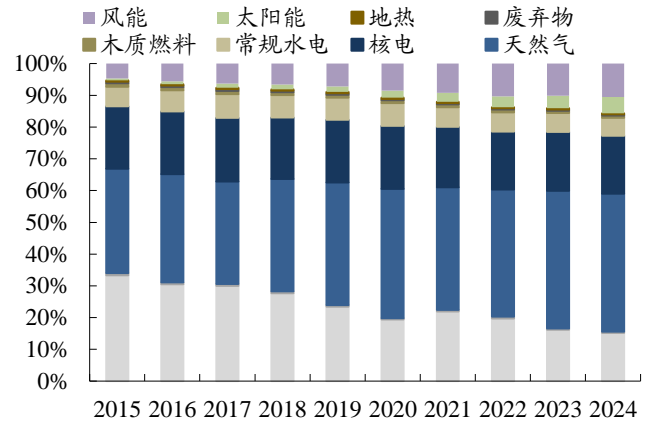
供给端来看，总量层面电力供应基本满足需求。从北美发电结构来看，煤电占比逐年下降(平均服役年龄过长、短期难以恢复)，天然气在发电结构中的占比进一步提升，短期视角来看美国电力供应似乎可以覆盖需求。但中长期来看，AI 数据中心将带来区域性缺电和稳定电源紧缺两大风险。

图25: 2025年美国电力供应同比下降1%



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

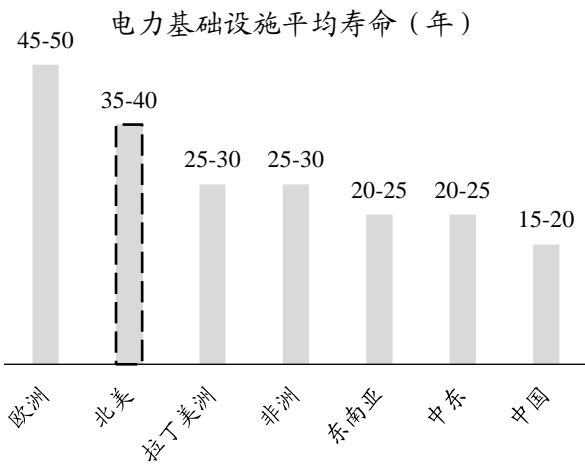
图26: 2015-2024年美国发电结构



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

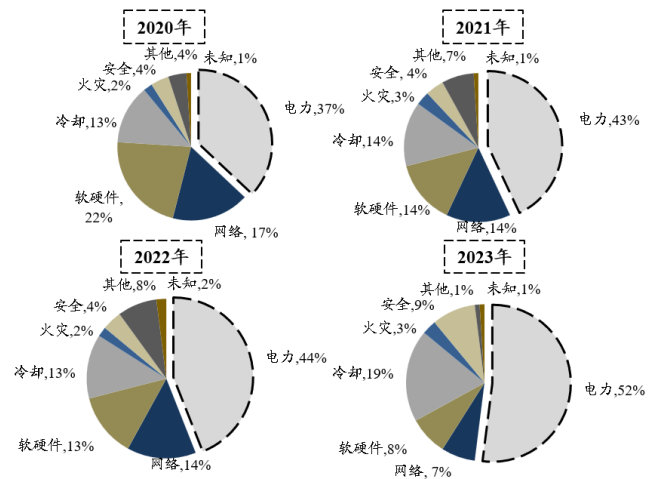
一方面，美国电力基础设施寿命过于老旧：美国的电力基础设施平均寿命高达35-40年，老旧程度位列全球第二，大部分已经进入生命周期末期，不具备稳定的输电能力，近年来部分地区断电事件频发。因此，电力供给不足是美国数据中心停机的最大影响因素，近年来比重持续提升。2020年由于电力供应不足导致数据中心停机占所有停机情况比重为37%，2023年提升至52%。

图27: 全球各地区电力基础设施平均寿命, 北美电网老旧程度位列全球第二



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

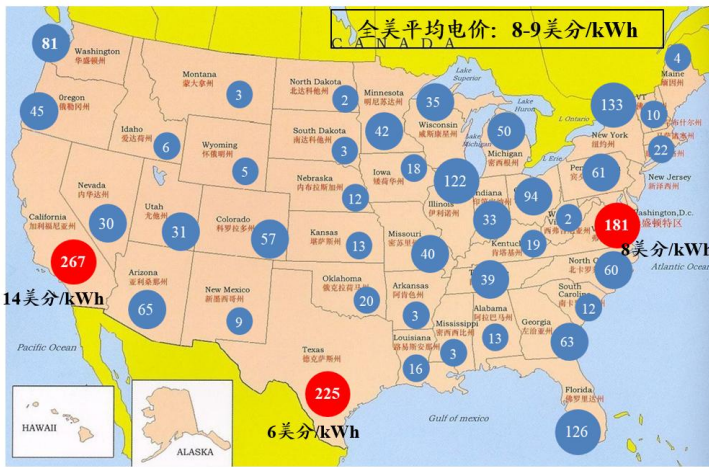
图28: 2020-2023年美国数据中心停机原因, 电力供给不足的比重逐年增大



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

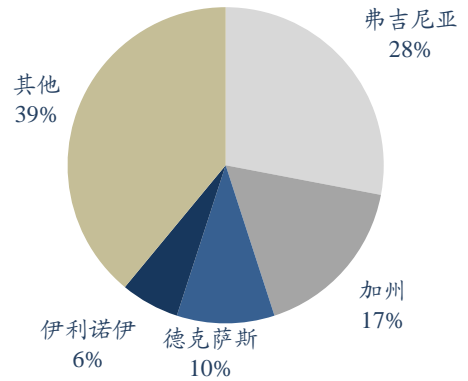
另一方面，AIDC 建设区域较为集中，区域电力供应压力较大：美国数据中心多集中在电价低、光纤网络便利的城市，如加州、德州、弗吉尼亚州等。**①加州：**美国高科技产业聚集地，具备丰富的产业基础（越近数据传输越快，可以实现算力溢价）和强大的地方政府税收支持；电网基础设施完善，能够提供稳定的电力供给。**②德州：**丰富的天然气、石油产量和可再生能源，带来全美最低的能源价格；自然灾害风险小。**③弗吉尼亚州：**美国互联网交换枢纽，具备高速和高带宽的互联网连接；政府给予了较大的税收优惠。

图29：2024年美国数据中心地理分布图，主要集中在加州、德州和弗吉尼亚州



数据来源：Uptime, Nexans, 东吴证券研究所

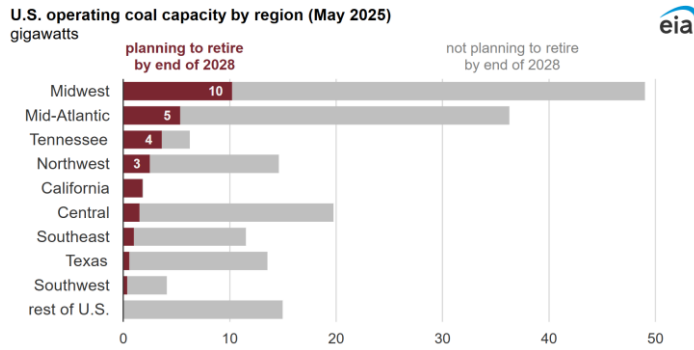
图30：2023-2025年各州数据中心规划容量占比



数据来源：Uptime, Nexans, 东吴证券研究所

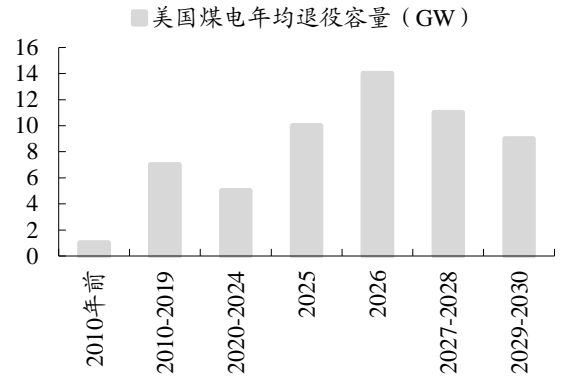
作为美国发电主力军之一，煤电机组的退役将加剧电力短缺矛盾。根据 EIA，美国煤电将迎来新一轮退役高峰，燃煤电厂的发电容量将从 2025 年 5 月的 172GW 下降至 2028 年底的 145GW，缩减 16%，按照 2024 年煤电在美国结构占比 15% 计算，煤电的缩减将带来总发电量约 2% 的下降，进一步加剧美国电力短缺。

图31: 到 2028 年煤电容量较 2025 年 5 月将下滑 16%



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

图32: 2025 年开始煤电迎来新一轮退役高峰



数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

图33: 2026 年美国煤电重点退役计划 (约 12-15GW)

电厂名称	所在州	装机容量	退役时间	核心驱动因素	转型计划	备注
J.H.Campbell 电厂	密歇根州	1,561MW (3台机组)	2026年2月	经济竞争力差、环保成本高	原址规划800MW天然气联合循环+300MW储能	已被DOE要求90天延迟退役, 可能进一步延期 U.S.EnergyInformationAdministration(EIA)
因特山电力项目(IPP)	犹他州	1,640MW (2台机组)	2026年12月	州政府碳中和目标、加州水电局(主要用户)推动	改造为1,000MW天然气+300MW氢能混合电厂	美国西部最大煤电转型项目, 2026年投建新设施
CumberlandUnit1	田纳西州	1,300MW	2026年12月	TVA老化煤电规划评估、减排目标	新建1,450MW天然气联合循环电厂替代	TVA最大煤电, Unit2计划2028年退役
CraigStationUnit1	科罗拉多州	446MW	2026年	环保法规压力、可再生能源替代	保留Unit2(已改造为天然气)	西部山区重要煤电, 退役后加速风电开发
DoletHills电厂	路易斯安那州	500MW	2026年底	与环保组织和解协议	退役后不新建火电, 转向电网升级	SWEPCO公司第300个煤电退役项目
ShercoUnit1	明尼苏达州	765MW	2026年12月	XcelEnergy零碳战略(2050年)	扩建现有风电和太阳能项目	明尼苏达州最大煤电厂群, Unit2-3计划2030年后退役
AESPetersburgUnits3&4	印第安纳州	800MW	2026年	市场竞争、排放控制成本	可能改造为天然气或退役	存在延迟退役可能性, PJM电网可靠性压力

数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

北美 NERC 预计美国 2027-2030 年年均高峰缺口 20GW 以上。基于北美供需矛盾以及持续增长的 AI 资本开支情况, 北美 NERC 预测 2030 年数据中心电力负荷将达到 70GW (全美总负荷约 200GW), 2027-2030 年年均高峰缺口 20GW 以上, 德州、中大西洋、中西部、加州将面临显著高风险; 美国 DOE 预测美国 2030 年年均高峰缺口达 20-40GW。

下表显示 2025-2030 年美国将新增 224GW 装机容量, 但其中只有天然气的 66GW 是连续供电, 风光实际供电较差, 因此会出现较大电力缺口。

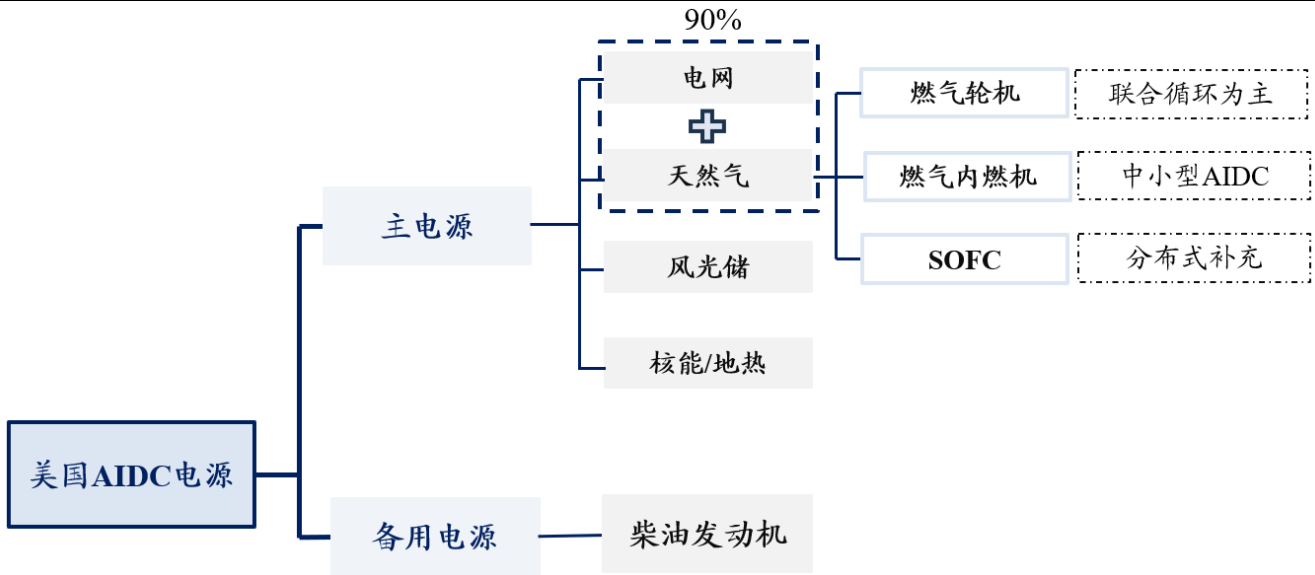
图34: 2025-2030年分电源类型详细增减数据 (EIA+NERC 联合统计, 单位: GW)

电源类型	计划退役	计划新增	净变化	年均变化	关键特点
煤电	86	0	-86	-14.3	2025-2027年退役高峰, 年均17GW
核电	18	4	-14	-2.3	仅4GW新核电, 退役集中在2029-2030
天然气	22	88	+66	+11.0	CCGT新增48GW, SCGT新增40GW
风电	3	52	+49	+8.2	年均新增8.7GW, 海上风电开始贡献
太阳能	1	130	+129	+21.5	2025年峰值33.3GW, 占新增52%
储能	0	78	+78	+13.0	2025年新增18.3GW, 时长以4小时为主
水电	2	5	+3	+0.5	主要为现有设施改造
其他	1	4	+3	+0.5	生物质、地热等
总计	133	357	+224	+37.3	表面增长充足, 稳定电源净减100GW

数据来源: Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

美国 AIDC 电源侧分为主电源和备用电源两条思路。主电源承担 100%的基础用电负荷, 超 90%数据中心选择电网购电+自备燃气轮机配置。备用电源在主电源故障时启动, 具备快速启停能力, 保障数据中心不断电。

图35: 美国电源侧路线梳理



数据来源: McCoy, IMARC, 东吴证券研究所

天然气发电和柴发是当前最成熟的电力解决方案，天然气为主电、柴发为备电。

图36: AIDC 发电技术路径概况

技术路线	设备采购成本 (美元/kW)	度电成本 (美元/度)	建设周期	寿命	商业化进程	启停性能	功率规模	供电可靠性 (年可用率)	排放特性	运维难度	AIDC核心适配场景
燃气轮机	800-1200 (单循环) 1200-1800 (联合循环)	0.06-0.08 (单循环) 0.04-0.05 (联合循环)	3-6个月 (单循环) 6-12个月 (联合循环)	20年	成熟	单循环: 10-30分钟满负荷 联合循环: 1-2小时满负荷	单台: 5-500MW 模块化组合: 无上限	99.8%-99.9% (单循环) 99.9%+ (联合循环)	低氮氧化物 <25ppm	中 (需专业团队, 美国本土服务网络完善)	核心主供 (自备+电网电站), 调峰/基础负荷全覆盖, 大型AIDC首选
燃气内燃机	600-900	0.07-0.09	2-4周	10-20年	成熟	5-10分钟满负荷	单台: 0.1-20MW 模块化组合: ≤100MW	99.7%-99.8%	低氮氧化物 <50ppm	低 (运维简单, 备件易获取)	分布式主供 (中小型AIDC/边缘算力), 大型AIDC局部冗余补充
柴发	500-800	待机成本: <0.01 (仅待机维护) 应急运行成本: 0.12-0.15 (全负荷运行)	1-2周 (模块化并联, 即装即用)	10-20年	成熟	秒级启动, 1分钟内满负荷 (AIDC应急核心要求)	单台: 0.5-5MW 模块化并联: ≤1000MW (无单点故障)	99.999%+ (应急启动成功率100%, 热备用状态)	中高氮氧化物, 碳排放约500g/kWh	低 (美国本土备件/服务网络全覆盖, 24小时维保)	唯一备用电源, 主电源故障时核心负荷兜底, 无主供/补充属性
SOFC	2500-4000	0.08-0.10 (纯发电) 0.05-0.07 (热电联供)	1-3个月	10年	规模化商业化初期	常温款: <30分钟满负荷 高温款: 1-2小时满负荷	单台: 0.1-2MW 模块化组合: ≤50MW	99.9%+	近零排放	中高 (核心部件需原厂维保, 美国本土维保网点有限)	高端低碳主供 (加州/纽约等环保严格州AIDC), 分布式热电联供补充
风光储	1200-1800 (含储能配套, 储能占比40%)	0.03-0.05 (资源优区) 0.06-0.08 (资源一般区)	6-12个月 (光伏+储能) 12-24个月 (风电+储能)	20-30年	成熟	风光: 随资源波动 储能: 毫秒级响应调峰	光伏: 单站1-1000MW 风电: 单站10-500MW 储能: 模块化适配, 无上限	70%-85%, 储能配套后提升至90%-95%	零碳排放	低 (光伏/风电运维简单, 储能需定期检测)	清洁主供补充 (AIDC分布式园区配套), 需与燃气电源搭配消纳间歇性, 无法独立供电
核能/地热	核能: 6000-8000 地热: 3000-5000	核能: 0.04-0.06 地热: 0.05-0.07	核能: 8-12年 地热: 3-5年	40-50年	核能: 成熟 地热: 区域化成熟	核能: 数天至数周启停 (无调峰能力) 地热: 24小时连续运行 (无启停概念)	核能: 单站1000-3000MW 地热: 单站10-100MW	99.9%+ (核能, 基荷电源) 99.8%+ (地热, 区域基荷)	零碳排放	核能: 高 地热: 中	超大型AIDC园区区域基荷主供补充, 无法单独适配AIDC快速部署需求

数据来源: McCoy, IMARC, 东吴证券研究所

3.2. 柴发: 赛道高景气持续兑现, 公司实现北美订单突破

3.2.1. 数据中心柴发赛道高景气持续兑现

我们预计到 2030 年全球数据中心用柴油发电机组市场约 955 亿元。

以下为测算细节: AMER、APAC、EMEA 分别代表美洲、亚太、欧中非三大区域, 2025-2030 年新增算力持续提升, 合计从 102GW 增长至 200GW。由于数据中心实际用电需求不仅包括 IT 设备, 还包括液冷等配套设备, 因此采用 PUE 系数进行放大, 得到累计功率需求。假设高功率柴发机组单 MW 价格从 2026 年的 200 万元逐步提升至 2030 年的 243 万元, 则对应全球数据中心高功率柴发机组市场空间将由 2026 年的 425 亿元提升至 2030 年的 955 亿元。

图37: 全球柴油发电机组市场空间测算

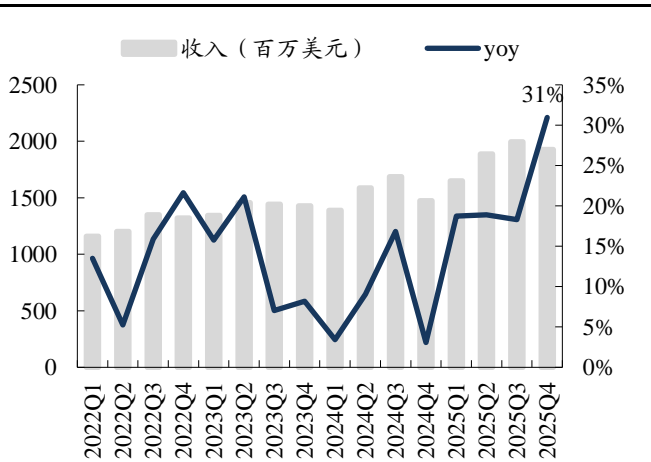
	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
AMER (GW) ①	49	57	67	78	92	109
APAC (GW) ②	32	36	40	45	50	57
EMEA (GW) ③	21	23	25	28	31	34
总计 (GW) ④=①+②+③	102	116	133	151	173	200
新增算力(GW)		14	16	19	22	27
PUE⑤		1.49	1.48	1.47	1.46	1.45
累计功率需求 (GW) ⑥=④*⑤		21	24	28	31	39
单MW价格 (万元)		200	210	221	232	243
市场空间 (亿元)		425	508	608	728	955

数据来源: JLL Research, 东吴证券研究所

注: 下文中若未具体提及, 柴油发电机组特指数据中心用高功率柴油发电机组

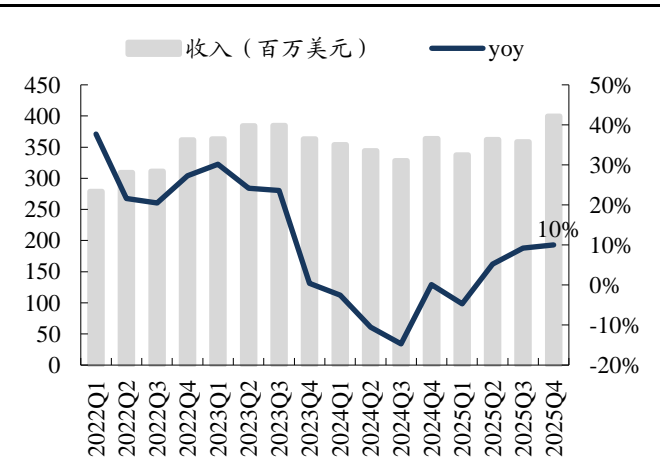
全球 AI 算力建设持续放量, 海外龙头业绩与订单双重验证行业高景气。(1) 康明斯: 电力系统板块表现显著领先其传统业务, 2025 年以来营收增速持续抬升, 2025Q4 单季度收入同比增长 31%; 其中, 数据中心相关柴发业务增速明显高于传统板块, 成为公司增长的核心驱动力。**(2) Generac:** 受益于数据中心需求强劲拉动, CNI 业务营收 2025Q4 同比增长 10%, 公司 AIDC 相关订单已突破 4 亿美元; 此外, 为匹配持续高涨的市场需求, 公司计划将北美大功率柴发机组产能扩张至 10 亿美元规模, 并给出 2026 年 CNI 业务收入增长 30% 的指引。综合来看, 海外龙头的业绩兑现验证柴发赛道的增长确定性, 国内具备全球供应链优势与产品竞争力的厂商, 有望充分受益于行业红利。

图38: 康明斯电力板块业绩增速创阶段新高



数据来源: 康明斯官网, 东吴证券研究所

图39: Generac CNI 业务增速触底稳步回升



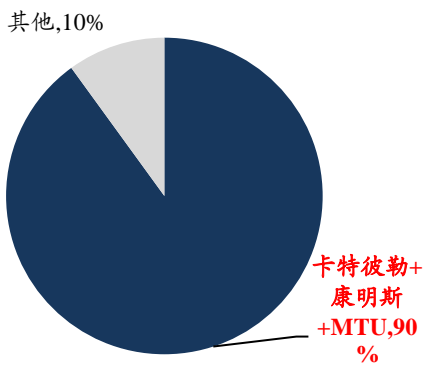
数据来源: Generac 官网, 东吴证券研究所

3.2.2. 高壁垒固化寡头格局，国产龙头合规突破切入赛道

柴发市场具备合规与服务双重壁垒，行业格局高度集中。（1）**合规壁垒**：美国实行 EPA 联邦+州级双重环保监管，柴发内燃机需取得 EPA 型式认证与 UL 安全认证才可进入市场，因此准入门槛极高，仅潍柴、玉柴等少数国内厂商与康明斯、卡特彼勒等国际龙头获批。（2）**服务壁垒**：数据中心客户对定制化、快速部署及本地化响应要求较高，因此头部厂商凭借长期客户积累与服务网络形成较强客户粘性，进一步抬高行业竞争门槛。

当前行业格局高度集中。截至 2025 年底，卡特彼勒、康明斯、MTU 合计占据 80-90% 的市场份额，并主导高端市场；科勒、Generac 为第二梯队；已突破合规认证的潍柴、玉柴等国产品牌则正在加速切入北美高端赛道，有望充分受益于本轮 AI 算力建设需求红利。

图40：截至 2025 年底，柴发市场行业格局高度集中



数据来源：卡特彼勒官网，康明斯官网，MTU 官网，东吴证券研究所

图41：柴发龙头厂商产品参数

厂商	型号	最大功率	排量	缸型
卡特彼勒	3516E	1566KW	78L	V16
康明斯	QSK95	3281KW	95L	V16
MTU	Series4000	3250KW	95.4L	V20

数据来源：卡特彼勒官网，康明斯官网，MTU 官网，东吴证券研究所

3.2.3. 北美发电机组订单突破，验证公司出海竞争力

泰豪产品覆盖商用及工业级发电机组全谱系，可提供从标准机型到兆瓦级定制化机型的全场景解决方案，深度适配 AIDC 超算中心、大型云厂商数据中心客户对高可靠性、快速部署及定制化设计的核心需求。核心动力端方面，公司配套康明斯、MTU、潍柴等全球头部发动机厂商。依托合作方已获批的 EPA、UL 等北美市场核心准入认证，公司成功具备了打入海外高端市场所需的重要资质基础。截至 2026Q1，泰豪已成功斩获北美市场 600 台发电机组订单，正式突破北美这一高端市场、切入全球 AI 算力建设带动的高景气柴发赛道。凭借国内完善的供应链配套、成熟的定制化交付能力及合规资质优势，公司有望持续拓展海外市场份额，构筑第二增长曲线。

图42: 公司柴发机组产品样例



数据中心智能应急高压柴油发电机组

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图43: 公司柴发机组落地美国头部数据中心

近日, 泰豪自主设计、制造的大功率高压柴油发电机组在美国某知名数据中心现场完成安装调试, 正式投入运行使用, 成为中国同类产品全行业首次将大型发电机组应用于美国数据中心的典型案例。



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

泰豪依靠**资质、渠道、交付速度**三重优势, 在海外高端柴发赛道形成深厚护城河。资质上, 公司已获得 UL 安全认证, 国内同样持证的仅潍柴、科泰、苏美达、玉柴等少数企业。因此, 公司得以率先突破北美市场刚性准入壁垒, 有效规避低端同质化竞争。渠道上, 泰豪依托此前在中东大型项目中积累的成熟落地经验, 以及与全球核心 OEM 厂商 REHLKO 建立的深度&稳定战略合作关系, 成功切入谷歌等全球头部数据中心厂商供应链。**交付速度**上, 泰豪交期优势明显, 一般数月即可完成交付, 远快于友商, 高度适配下游客户快速部署需求。**展望未来**, 泰豪有望凭借以上稀缺优势, 持续把握全球数据中心建设红利, 推动收入与利润加速释放。

图44: 公司占据柴发赛道产业链高价值生态位



数据来源: 公司公告、公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 燃气内燃机: AIDC 发电需求外溢, 泰豪有望协同国产厂商出海

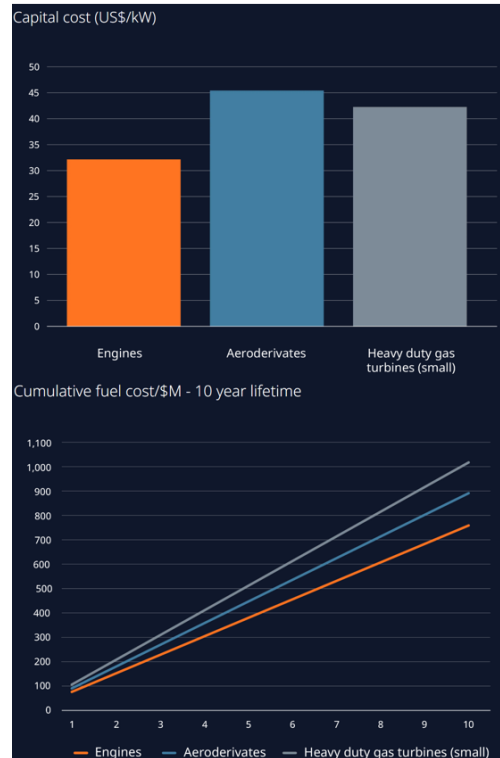
燃气内燃机 VS 燃气轮机: 在 AIDC 适用性方面, 重型联合循环 > 中速机 = 轻型简单循环燃气轮机。与轻型燃机需求爆发逻辑类似, 中速机属于重型燃气轮机交货紧张下的外溢需求。中速机在交期、单位建设成本方面优于燃气轮机, 但是在热效率方面是劣势。

图45: 中速机与燃气轮机性能对比

对比维度	中速燃气内燃机 (瓦锡兰50SG/曼恩48/60G)	燃气轮机 (重型/航改型, GE9HA/西门子SGT5-8000H)
热效率	单循环48-49%, 无联合循环	单循环38-42%, 联合循环60-65%
单机功率	18-19MW/台	联合循环400+MW/台
交付+部署周期	12-18个月 (订单排至28年)	3-5年 (订单排至2029年)
单位建设成本	1200-1500美元/kW	1800-2500美元/kW
大修间隔	24000小时	16000-20000小时
燃料灵活性	适配多气源, 20%混氢, 易升级100%氢/氨	高纯度天然气, 仅10-15%混氢, 氢改造难度大
基础排放 (NO _x)	500-800ppm, 需SCR脱硝	100-200ppm, DLN技术即可超低排放

数据来源: 瓦锡兰官网, 东吴证券研究所

图46: 中速机在建造成本和燃料成本方面优于航改机和小型重燃



数据来源: 瓦锡兰官网, 东吴证券研究所

2025 年瓦锡兰在 AIDC 燃气内燃机市占率约 10%, 2023Q4 以来订单增长强劲。 2025Q1-Q3 公司 EnergySegment 新签订的订单 21.8 亿欧元, 同比增长 44%, 其中设备/服务订单分别为 12.6/9.3 亿欧元, 同比分别+111%/+1%, 订单收入比由 2024 年同期的 1.13 提升至 1.65。2025Q1-Q3 公司在手订单 1.8GW, 同比增长 129%, 分下游来看, 独立发电商占比大幅提升。

图47: 2025Q1-Q3 瓦锡兰新签设备订单同比增长 111%

单位: 百万欧元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
电力板块订单	654	805	646	744	750	679	868	774	705	553	1335	656	913	644
其中: 服务	319	268	233	333	344	299	331	319	327	284	360	328	300	298
其中: 设备	334	537	414	411	407	380	537	455	378	269	974	328	613	346
电力板块收入	633	696	856	645	633	613	720	452	617	804	817	543	529	382
其中: 服务	259	228	250	258	279	264	295	291	260	280	342	303	278	285
其中: 设备	374	468	606	387	354	349	425	161	357	524	475	241	251	97
订单量 (MW)	210	353	589	164	98	83	434	260	165	215	482	475	760	569
订单/收入	1.03	1.16	0.76	1.15	1.18	1.11	1.21	1.71	1.14	0.69	1.63	1.21	1.73	1.69

数据来源: 瓦锡兰官网, 东吴证券研究所

图48: 2025 前三季度下游独立发电商占比同比大幅提升



数据来源: 瓦锡兰官网, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

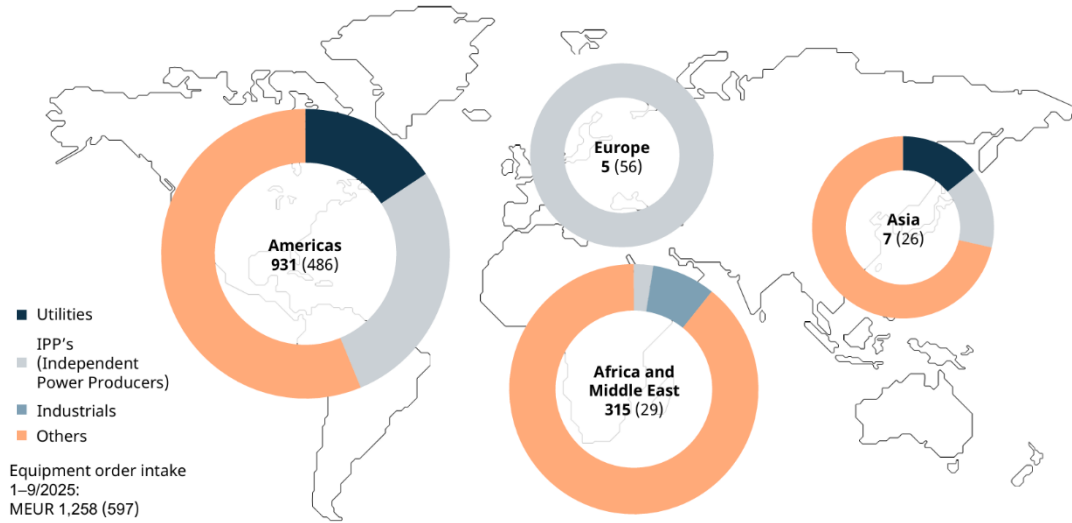
瓦锡兰 2025 年在数据中心新签订单为 789MW(仅考虑了公开披露部分), 2025Q1-Q3 公司能源设备板块 74% 的订单来自美国。2025Q2 订单容量 282MW, 2025Q4 订单容量 507MW, 单台功率均为 19MW。

图49: 2025 年瓦锡兰签订两个数据中心订单, 合计 789MW

订单日期	季度	项目地点	容量	发动机型号	数量	用途	交付时间	订单状态
2025年7月15日	2025Q2	俄亥俄州	282MW	18V50SG	15台	数据中心现场主用电源	2027年上半年	已签约, 设备生产中
2025年11月20日	2025Q4	未披露具体州	507MW	50SG	27台	数据中心持续主供电	2027年	已签约, 排产中

数据来源: 瓦锡兰官网, 东吴证券研究所

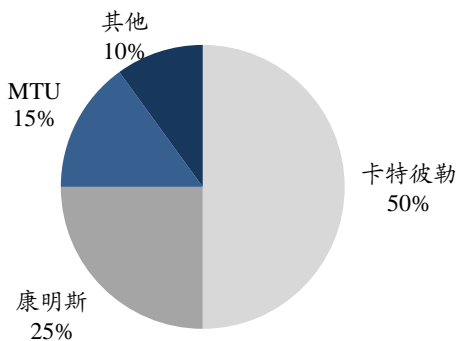
图50: 2025Q1-Q3 瓦锡兰能源设备美国订单占比 74%



数据来源: 瓦锡兰官网, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

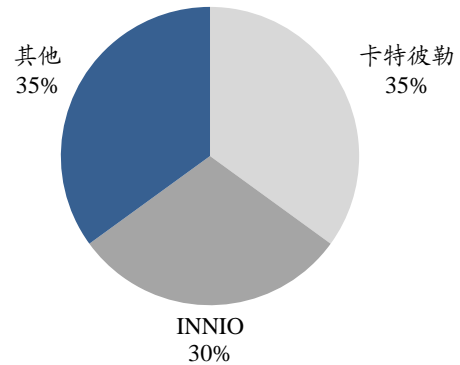
供给端来看, 内燃机市场准入壁垒较高, 行业呈现高度集中的寡头格局。截至 2025 年底, 北美数据中心柴发市场由卡特彼勒、康明斯、MTU 三大龙头主导, 合计占据近 90% 市场份额; 全球市场中, 卡特彼勒与 Innio 合计市占率超过 65%, 因此该行业的供给能力高度依赖头部厂商的产能释放节奏。随着下游需求持续放量, 头部厂商订单快速增长, 其中卡特彼勒相关产品累计斩获 6GW 订单, 瓦锡兰订单亦实现大幅放量。由此来看, 核心龙头已普遍处于产能饱和、交付承压状态, 供需缺口持续扩大, 行业供给紧张格局短期内难以缓解。

图51: 北美燃气内燃机赛道格局高度集中



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图52: 全球燃气内燃机行业呈现寡头格局



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

需求端来看，头部厂商产能饱和恰好为泰豪带来高端市场的切入机遇。湖南力宇等国内厂商已具备 2MW 级成熟量产机型，并持续推进更高功率产品开发，后续有望进一步适配北美 AIDC 微网场景的功率需求。泰豪作为国内领先的能源装备成撬企业，在海外市场已积累一定渠道资源、项目落地经验和合规能力。若公司后续与国内燃气内燃机厂商形成配套协同，有望推动国产燃气内燃机产品切入北美高景气市场，进一步打开公司中长期成长空间。

图53：力宇燃气内燃机系列产品矩阵全面，覆盖 AIDC 供给缺口



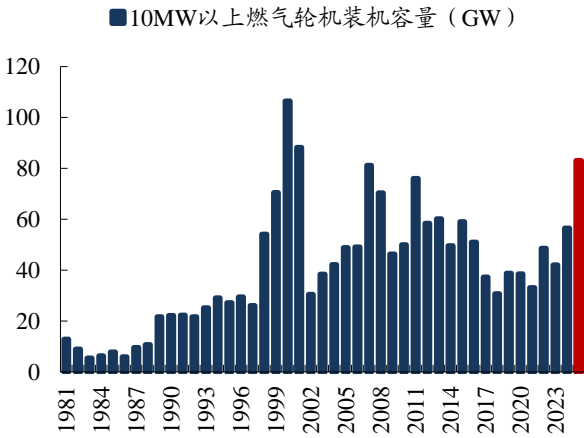
数据来源：湖南力宇官网，东吴证券研究所

3.4. 燃气轮机：AI 需求驱动新一轮上行周期，燃机电源车下线再次验证公司强成撬能力

燃气轮机装机量呈现加速上行趋势，2025 年全球新增装机规模有望快速接近上轮周期最高点。回顾历史，2001 年前后燃气轮机需求的快速增长主要受互联网爆发式发展带动电力需求激增驱动，随后受天然气价格上行、电厂建设过热等因素影响，燃机机组利用率下滑。截至 2025 年底 AIDC 建设加速带来大量电力需求，燃气轮机行业有望开启新一轮上行周期。

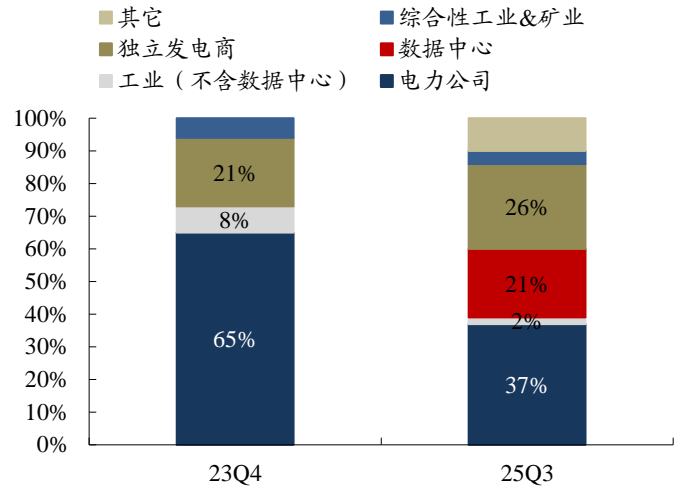
从订单客户结构看，AIDC 占比提升明显，由 2023Q4 的 0%快速提升至 2025Q3 的 21%。该变化主要系北美电力短缺与燃气轮机特性高度匹配，包括建设周期短、供电稳定性强、燃料容易获取等优势。

图54: 2025 年燃机装机量接近上一轮周期高点



数据来源: McCoy, IMARC, 东吴证券研究所
注: 10MW 以上燃气轮机覆盖大部分重燃、轻燃。

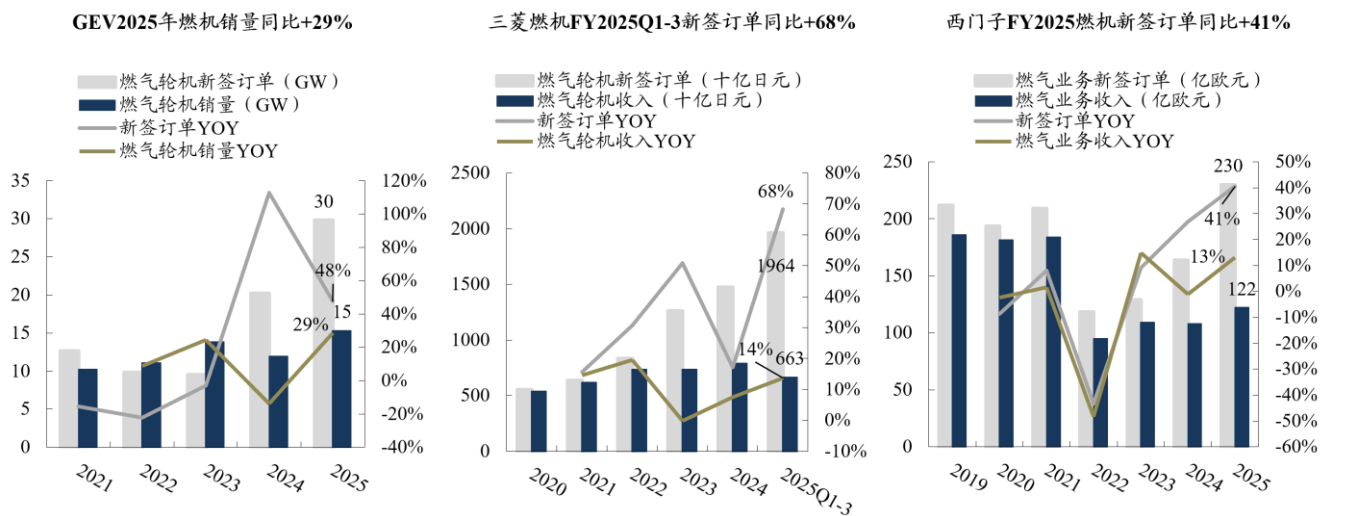
图55: 2023Q4&2025Q3 燃气轮机订单客户结构 (MW 占比)



数据来源: McCoy, IMARC, 东吴证券研究所

全球燃气轮机需求高涨, 燃机龙头相关订单与业绩保持高增。(1)GEV: 公司 2025 年新签燃机订单 30GW, 同比+48%; 燃机销量达 15GW, 同比+29%; (2)三菱重工: 公司 2025 财年 Q1-3 新签燃机订单 1964 亿日元, 同比+68%; 燃机营收达 663 亿日元, 同比+14%, 增长稳健; (3)西门子能源: 2025 财年公司燃气业务新签订单达 230 亿欧元, 同比+41%; 燃气营收达 122 亿欧元, 同比+13%, 实现大幅转正。

图56: 全球燃机龙头销量&新签订单量均实现高增



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

全球燃气轮机需求持续走高，但供给不足以满足电力需求。2025 年全球燃机签订已经达到 80GW+，但实际供给仅 50GW 左右，为新厂商进入带来机遇。

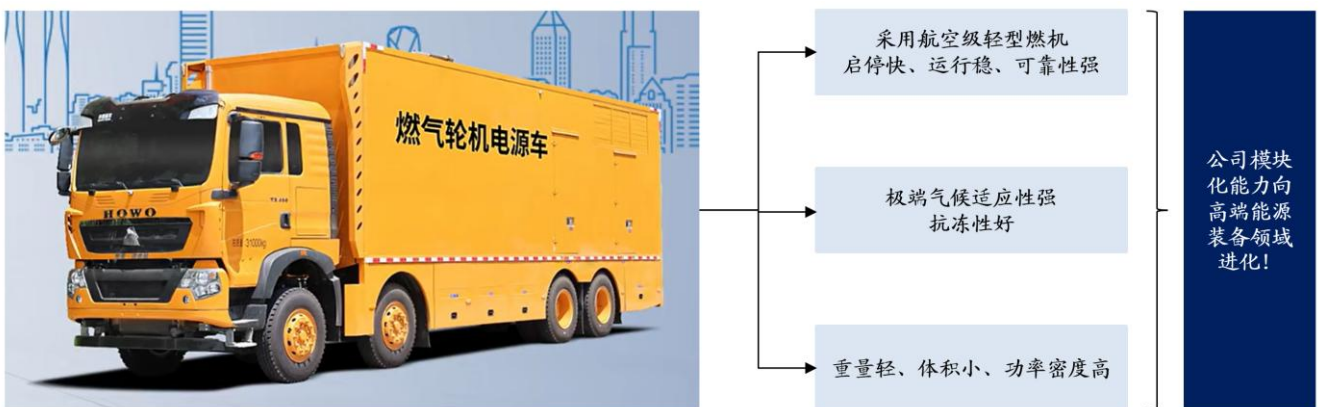
图57: 燃气轮机 2030 年全球供给预计达 90GW

厂家	现有产能 (GW)	未来扩产规划 (GW)	
	2025	2026Q3	2028
GEV	16	20	24
西门子	2024	2025-2027	
	17	22	2028-2030
三菱	2025	2026	
	12	16	
安萨尔多	2025	2028	
	3	4.5	
卡特Solar	2025	2030	
	1.2	3	
贝克休斯	2025	2028	
	1.3	3.6	
韩国斗山	2026	2028	
	1.5	4.6	
BoomSupersonic	/	2030	
	/	4	
合计	2025-2026	2030	
	52	90	

数据来源: McCoy, Morgan Stanley Research estimates, 东吴证券研究所

3000kW 燃气轮机电源车下线, 验证公司燃机成撬及模块化交付能力。公司 3000kW 燃气轮机电源车已完成产品下线, 产品采用航空级轻型燃机, 具备启停快、体积小、发电可靠性强等优势, 体现出公司在燃机成撬、模块化能源装备领域已具备技术储备。考虑到公司柴发产品已突破北美市场, 后续燃机成撬产品有望借助既有渠道进一步切入美国 AIDC 场景, 完善公司高端能源装备矩阵。

图58: 公司燃气轮机电源车产品下线, 具备燃机成撬&模块化能力



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

核心假设:

(1) **应急电源:** 应急电源为公司最核心的收入来源, 受益于 AIDC 备用电源需求放量、海外数据中心建设提速, 板块进入快速增长阶段。我们预计公司该板块 2026–2028 年收入为 46.51/58.14/69.77 亿元, 同比分别+60%/+25%/+20%; 随着规模效应释放及产品结构改善, 我们预计 2026–2028 年毛利率分别为 20.0%/21.0%/21.0%。

(2) **通信指挥系统:** 通信指挥系统业务整体较为稳定, 有望保持稳健增长。我们预计公司该板块 2026–2028 年收入为 12.50/12.88/13.27 亿元, 同比分别+3%/+3%/+3%; 在产品结构优化及交付节奏稳定支撑下, 我们预计 2026–2028 年毛利率分别为 25.0%/25.5%/26.0%。

(3) **军用电源装备:** 军用电源装备业务受军工需求及装备配套节奏支撑, 行业筑底回暖下有望保持稳健增长。我们预计公司该板块 2026–2028 年收入为 3.37/3.54/3.72 亿元, 同比分别+5%/+5%/+5%; 考虑到业务规模相对较小、产品结构较稳定, 我们预计 2026–2028 年毛利率均维持在 21.0%。

(4) **其他业务:** 其他业务规模较小, 整体有望保持平稳。我们预计公司该板块 2026–2028 年收入为 0.78/0.79/0.80 亿元, 同比分别 0%/+1%/+2%; 我们预计 2026–2028 年毛利率均维持在 65.96%。

图59: 泰豪科技盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
一、应急电源 (亿元)	28.67	29.07	46.51	58.14	69.77
YoY	60.00%	1.40%	60.00%	25.00%	20.00%
毛利率	12.42%	13.14%	20.00%	21.00%	21.00%
收入占比	65.82%	64.30%	73.63%	77.16%	79.69%
二、通信指挥系统 (亿元)	11.71	12.14	12.50	12.88	13.27
YoY	-20.56%	3.72%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	26.62%	24.95%	25.00%	25.50%	26.00%
收入占比	26.88%	26.85%	19.80%	17.09%	15.15%
三、军用电源装备 (亿元)	2.49	3.21	3.37	3.54	3.72
YoY	-57.65%	29.08%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.21%	21.92%	21.00%	21.00%	21.00%
收入占比	5.72%	7.10%	5.34%	4.70%	4.24%
四、其他业务 (亿元)	0.69	0.78	0.78	0.79	0.80
YoY	/	13.04%	0.00%	1.00%	2.00%
毛利率	30.71%	65.96%	65.96%	65.96%	65.96%
收入占比	1.58%	1.73%	1.23%	1.05%	0.92%
收入合计 (亿元)	43.56	45.21	63.17	75.35	87.55
YoY	1.71%	3.80%	39.71%	19.28%	16.20%
综合毛利率	17.20%	17.85%	21.61%	22.24%	22.17%
期间费用率	22.90%	16.09%	15.20%	14.60%	14.00%
归母净利率	-22.75%	1.34%	5.65%	7.01%	6.92%
归母净利润 (亿元)	(9.91)	0.61	3.57	5.28	6.05
YOY	-1862.01%	106.11%	489.19%	48.06%	14.65%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2024 年“其他业务”数据系各下属科目加总核算后结果, 毛利率已同步修改

公司作为国内军工细分赛道龙头，主业受益于行业景气底部修复，AIDC 建设驱动电源配套业务需求上行，双β共振下业绩有望加速。我们选取科泰电源、潍柴动力、杰瑞股份作为可比公司，主要系三者分别对应公司主营业务的不同环节：科泰电源在 AIDC 备用电源及柴油发电机组集成领域具备可比性，潍柴动力在柴发这一核心动力环节具备可比性，杰瑞股份则在燃机成套、能源服务及 AIDC 主电源项目拓展方面具备可比性。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.6/5.3/6.1 亿元，对应当前市值 PE 分别为 34/23/20X。考虑到公司军工资质&产品壁垒深厚，柴发已突破北美高端市场，内燃机、燃机业务有望逐步突破，成长空间持续打开，首次覆盖给予“买入”评级。

图60：可比公司估值表（截至 2026/5/25）

2026/5/25		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
300153.SZ	科泰电源	CNY	30.01	96	0.5	1.5	2.5	3.8	189	64	39	25
000338.SZ	潍柴动力	CNY	35.10	3,058	109.3	143.9	166.5	190.3	28	21	18	16
002353.SZ	杰瑞股份	CNY	137.35	1,406	26.8	37.9	50.6	65.1	52	37	28	22
行业均值									108	43	29	21
600590.SH	泰豪科技	CNY	14.03	120	0.6	3.6	5.3	6.1	198	34	23	20

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：科泰电源盈利预测值来自 2026/5/25 的 wind 一致预期，潍柴动力、杰瑞股份盈利预测值均来自东吴预测

5. 风险提示

(1) 军工行业修复不及预期：公司军工装备业务与军品采购节奏相关度较高，若军工行业需求恢复、订单释放或验收回款节奏不及预期，可能影响公司军工业务收入确认与盈利修复进度。

(2) AI 基建资本开支不及预期：公司 AIDC 备用电源业务受全球 AI 算力建设需求驱动，若海外云厂商资本开支放缓，或 AIDC 建设进度不及预期，可能影响柴发、内燃机、燃机机组与配套设备需求。

(3) 海外市场拓展不及预期：公司已实现北美数据中心柴发项目突破，但内燃机的海外认证、客户导入及交付节奏仍存在不确定性，可能影响公司 AIDC 业务放量节奏。

(4) 行业竞争加剧风险：海外龙头康明斯、卡特彼勒等在高端柴发市场具备品牌、渠道与技术优势，若国内厂商加速进入，则行业竞争加剧，可能对公司市场份额获取、订单价格及盈利能力形成压力。

(5) 减持风险：公司发布股东减持计划公告，后续减持实施可能对市场情绪及股价表现造成一定扰动。

泰豪科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,516	11,215	11,453	13,990	营业总收入	4,521	6,317	7,535	8,755
货币资金及交易性金融资产	1,360	1,368	1,263	1,166	营业成本(含金融类)	3,714	4,952	5,859	6,814
经营性应收款项	4,412	6,106	6,318	8,059	税金及附加	23	35	42	48
存货	2,317	2,877	3,229	3,880	销售费用	123	171	203	210
合同资产	276	385	329	320	管理费用	203	284	309	333
其他流动资产	152	480	314	564	研发费用	217	316	362	420
非流动资产	2,972	3,122	3,306	3,476	财务费用	185	190	226	263
长期股权投资	1,025	1,025	1,025	1,025	加:其他收益	46	63	60	88
固定资产及使用权资产	556	537	521	507	投资净收益	(14)	(19)	(23)	(26)
在建工程	4	2	1	1	公允价值变动	(36)	(30)	(30)	(30)
无形资产	301	301	301	301	减值损失	80	84	112	96
商誉	316	316	316	316	资产处置收益	0	3	3	4
长期待摊费用	58	59	59	62	营业利润	132	471	657	799
其他非流动资产	712	882	1,081	1,263	营业外净收支	(3)	(6)	(4)	(4)
资产总计	11,488	14,337	14,759	17,466	利润总额	129	465	653	794
流动负债	5,628	8,080	7,915	9,950	减:所得税	27	69	66	122
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,720	2,720	2,720	2,720	净利润	101	396	587	673
经营性应付款项	2,234	4,325	3,977	5,868	减:少数股东损益	41	40	59	67
合同负债	194	383	448	468	归属母公司净利润	61	357	528	605
其他流动负债	480	653	771	894	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.07	0.42	0.62	0.71
非流动负债	1,592	1,592	1,592	1,592	EBIT	388	506	662	883
长期借款	1,373	1,373	1,373	1,373	EBITDA	506	556	714	937
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.85	21.61	22.24	22.17
租赁负债	48	48	48	48	归母净利率(%)	1.34	5.65	7.01	6.92
其他非流动负债	170	170	170	170	收入增长率(%)	3.80	39.71	19.28	16.20
负债合计	7,220	9,672	9,507	11,541	归母净利润增长率(%)	106.11	489.19	48.06	14.65
归属母公司股东权益	3,198	3,555	4,083	4,688					
少数股东权益	1,070	1,110	1,169	1,236					
所有者权益合计	4,268	4,665	5,252	5,924					
负债和股东权益	11,488	14,337	14,759	17,466					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	486	276	170	189	每股净资产(元)	3.75	4.17	4.79	5.50
投资活动现金流	475	(52)	(59)	(70)	最新发行在外股份(百万股)	853	853	853	853
筹资活动现金流	(837)	(186)	(186)	(186)	ROIC(%)	3.54	5.01	6.54	7.69
现金净增加额	124	38	(75)	(67)	ROE-摊薄(%)	1.89	10.03	12.93	12.91
折旧和摊销	118	50	52	54	资产负债率(%)	62.85	67.46	64.42	66.08
资本开支	(125)	(33)	(36)	(41)	P/E(现价&最新股本摊薄)	197.66	33.55	22.66	19.76
营运资本变动	134	(323)	(594)	(684)	P/B(现价)	3.74	3.37	2.93	2.55

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>