国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 20 日

潍柴动力（000338.SZ）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

国内发动机龙头，发电业务打造新增长极

投资逻辑：

北美 AIDC 建设加剧电力消耗，公司发电设备收入有望加速提升。受益 AIDC 资本开支扩张，北美电力需求大幅提升。燃气轮机是北美主要发电设备，但当前全球头部厂商 GEV、西门子等扩产较慢，订单排期已超过 5 年。SOFC、燃气内燃机等凭借交期短等优势快速承接外溢需求。2026 年 SOFC 龙头 BE 已经有 GW 级订单落地；燃气内燃机龙头瓦锡兰 26Q3 能源业务新签订单 14.21 亿欧元，同比+121%。备用电源方面，全球柴发龙头康明斯的发电业务 25 年、1-3Q26 收入分别同比+17.56%/28.69%，收入加速提升，也验证了行业高景气度。根据公司公告，公司发电业务可以提供满足全球多地认证的柴发、气发、SOFC 等综合能源方案，保持国内市占率第一，并主攻海外高增长市场。公司通过子公司法国博杜安（持股 100%）、美国 PSI（持股 46.5%）、英国希锂斯（持股 20%），分别布局柴发、气发和 SOFC 业务。根据公司公告，公司力争 2026 年内实现 SOFC 量产落地、26Q4 气发产品开始交付；柴发现已落地北美数据中心备用电源。1-3Q26 公司数据中心柴发销量超 2700 台，同比增长近 200%。我们分析，公司发电业务正处于行业供给紧缺背景下的销量加速提升阶段，26-28 年发电业务收入有望持续高增长，同时也有望带动公司整体盈利能力结构性提升。

重卡行业稳健增长，公司整车和发动机收入稳中有升。受益旧车换新、清洁车型渗透率提升，重卡行业需求上行。GGII 预测，25-30 年中国重卡行业销量 CAGR 达 7%。公司通过控股陕重汽布局重卡整车，1-9M26 陕汽集团重卡国内市场份额达 15%，未来随着重卡行业稳健上行，公司重卡和发动机收入有望保持稳健增长。

智慧物流和农业装备需求稳健，公司控股子公司凯傲和雷沃竞争力强。叉车和农机分别受电动化和智能化拉动，行业规模未来均有望保持个位数增长。公司子公司潍柴雷沃 25 年农机国内份额 22.4%，位居行业第一，未来有望在市场持续扩容背景下，凭借龙头地位实现收入的长期稳健提升。

盈利预测、估值和评级

我们预计 26-28 年公司收入分别为 2528/2871/3235 亿元，归母净利润分别为 149/180/213 亿元，对应 PE 为 11X/9X/7X。考虑到公司的行业龙头地位和业绩成长性，我们给予公司 27 年 12 倍 PE，对应目标价 24.99 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

全球 AIDC 扩张进度不及预期、电力设备外溢需求不及预期、SOFC 量产落地不及预期、重卡销量不及预期、汇率波动风险

国金证券研究所

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：房灵聪（执业 S1130525070003）

fanglingcong@gjzq.com.cn

分析师：徐慧雄（执业 S1130525110005）

xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：陆强易（执业 S1130524050001）

luqiangyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.18 元

目标价（人民币）：24.99 元



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	215,691	231,809	252,792	287,081	323,544
营业收入增长率	0.81%	7.47%	9.05%	13.56%	12.70%
归母净利润(百万元)	11,403	10,931	14,894	17,990	21,259
归母净利润增长率	26.51%	-4.15%	36.26%	20.79%	18.17%
摊薄每股收益(元)	1.307	1.254	1.724	2.082	2.460
每股经营性现金流净额	3.00	3.30	3.41	4.19	4.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.15%	11.73%	15.01%	16.84%	18.37%
P/E	10.48	13.71	10.55	8.73	7.39
P/B 1.38		1.61	1.58	1.47	1.36

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1、国内柴油发动机龙头，电力能源构筑新增长曲线 6
1.1 从传统柴油机龙头，到综合动力设备供应商 6
1.2 山东省老牌国有企业，股权结构稳定 6
1.3 营收、利润加速提升，电力业务有望打开成长空间 7
2、发电业务：AIDC 加剧电力紧缺，公司气发、SOFC、柴发三箭齐发 9
2.1 北美 AIDC 用电需求高增，燃机供需缺口拉大，多元发电路线快速补位 9
2.2 燃气内燃机：行业景气度上行，公司加速开拓北美市场 11
2.2.1 行业：快速承接燃机外溢需求，海外龙头新接订单加速增长 11
2.2.2 公司：战略投资美国 PSI，快速开拓北美发电市场 13
2.3 SOFC：海外龙头订单开始放量，公司参股 Ceres 未来成长可期 15
2.3.1 行业：适配 AIDC 快速部署电力的需求，海外龙头订单放量，GW 级订单落地 15
2.3.2 公司：参股 Ceres 20%股权，受益行业需求爆发 18
2.4 柴油发动机：数据中心备用电源，公司加速切入全球供应链 20
2.4.1 行业：数据中心备用电源，受益数据中心资本开支加速 20
2.4.2 公司：依托博杜安开拓海外市场，M 系列大缸径发动机销量高速增长 22
3、重卡：重卡行业进入复苏周期，公司整车和动力系统长期稳健增长 23
3.1 重卡周期上行，整车与动力系统需求稳健提升 23
3.1.1 重卡：旧车更新+结构转型，需求增长动能充足 23
3.1.2 动力系统：下游需求向好，全球市场规模有望长期稳健提升 25
3.2 “整车制造+动力总成”全链条布局，公司综合实力行业领先 26
3.2.1 控股陕重汽布局重卡整车业务，公司盈利能力稳步提升 26
3.2.2 动力系统：传统发动机行业领先，布局传动部件+三电构建完整产业链 27
4、跨国工业装备：凯傲、雷沃竞争力强，智慧物流与农机收入持续提升 29
4.1 智慧物流：全球叉车市场扩容，凯傲全球龙头地位稳固 29
4.1.1 行业：叉车市场规模稳增，电动化驱动结构升级 29
4.1.2 凯傲：全球智慧物流龙头，+电动化打开增量空间 30
4.2 农机：市场规模持续扩容，潍柴雷沃份额领先充分受益 32
4.2.1 行业：粮食增产与农业现代化共振，农机行业景气度持续上行 32
4.2.2 潍柴雷沃：农机份额行业领先，智能化带动长期收入提升 33
5、盈利预测和投资建议 35
5.1 盈利预测 35
5.2 投资建议 37
6、风险提示 37

图表目录

图表 1： 潍柴动力成长历程 6
图表 2： 公司各业务核心子公司和持股比例 6
图表 3： 公司股权结构图（截至 26Q3 末） 7
图表 4： 公司股权激励计划考核条件 7
图表 5： 1H26 公司整车及关键零部件收入同比+7.72%（单位：亿元） 8
图表 6： 整车及关键零部件和智能物流业务贡献主要收入 8
图表 7： 1-3Q26 公司收入 1812 亿元，同比+6.21% 8
图表 8： 1-3Q26 公司归母净利润同比+20.06% 8
图表 9： 22 年以来，公司净利率稳步提升 9
图表 10： 公司费用率管控良好 9
图表 11： 预计 2027 年美国 AIDC 耗电量占全美用电比例大幅提升 9
图表 12： 2024 年以来，GEV、三菱重工、西门子能源的燃气轮机订单高速增长 9
图表 13： GEV 和西门子能源的燃机相关业务的订单可见度较高 10
图表 14： GEV、西门子能源、三菱重工均提出计划扩大燃气轮机产能 10
图表 15： 全球前三大燃机主机厂新签订单创新高，但是交付端提升缓慢，燃机供需缺口扩大 10
图表 16： 燃气轮机、SOFC、燃气内燃机等发电路线对比 11
图表 17： 数据中心发电方式对比 11
图表 18： 内燃机市场以 1000rpm 为界分为高速机、中速机 12
图表 19： 全球燃气内燃机市场竞争格局集中 12
图表 20： 2025Q3-2026Q2，卡特彼勒在数据中心领域新签订单突破 9GW 12
图表 21： 卡特彼勒 2026 年开始在手订单增长加速 12
图表 22： 26Q2 海外燃气内燃机龙头 INNIO 数据中心领域订单创新高 13
图表 23： 2026Q2，瓦锡兰新签订单显著提速 13
图表 24： 公司深度参与数据中心气发、SOFC、柴发等多技术供电领域 14
图表 25： 公司通过 PSI、博杜安前瞻布局海外天然气发电+柴油发电等业务 14
图表 26： 公司与 PSI 是战略合作伙伴关系 15
图表 27： 2025 年 PSI 营收同比大幅+51.68% 15
图表 28： 2025 年，PSI 有 93%销售额来自美国 15
图表 29： SOFC 产品交付速度较快 16
图表 30： SOFC 在美国联邦层面的主要税收抵免安排 16
图表 31： 1-3Q26，Bloom Energy 收入加速提升 17
图表 32： 1-3Q26，Bloom Energy 归母净利润扭亏为盈 17
图表 33： Bloom Energy 盈利能力显著提升 17

图表 34： 设备销售是 Bloom Energy 主要收入来源 17
图表 35： Bloom Energy 在手订单加速提升 17
图表 36： 2026 年上半年 Bloom Energy 的 GW 级订单落地 18
图表 37： 全球主要 SOFC 公司介绍 18
图表 38： Ceres 全球合作伙伴版图（含斗山、潍柴等） 19
图表 39： 1H26，Ceres 收入同比+8.06%，实现拐点向上增长 19
图表 40： 柴油发电机是数据中心重要的备用电源 20
图表 41： 柴油发电机组在整个数据中心建设成本中占比 6%-7% 20
图表 42： 北美四大 CSP 厂商资本开支持续上行 21
图表 43： 卡特彼勒和康明斯是全球两大柴发龙头 21
图表 44： 2024 年，我国柴油发动机竞争格局集中 21
图表 45： 康明斯发电业务收入加速提升 21
图表 46： Generac 数据中心用发动机组（柴油机组和燃气内燃机组）型号 22
图表 47： 1-3Q26 公司 M 系列大缸径发动机销量加速提升 23
图表 48： 1-3Q26 公司数据中心柴发销量同比增长近 200% 23
图表 49： 重卡按动力燃料类型可分为传统燃油、清洁能源、新能源重卡 23
图表 50： 2024-9M26，中国国五重卡车型保有量规模最高 24
图表 51： 根据 2026 年补贴政策，单台货车换新最高可获 14 万元补贴 24
图表 52： 2022-2026 年中国天然气、新能源重卡渗透率提升 25
图表 53： 2023-2025 年中国重卡销量 CAGR 为 12% 25
图表 54： 2026-2031 年全球内燃机市场规模 CAGR 有望达到 5.73% 26
图表 55： 公司已完成整车与动力系统全面布局 26
图表 56： 潍柴动力通过控股陕重汽布局重卡整车业务 26
图表 57： 1-9M26 陕汽集团重卡销量国内市占率 14.82% 26
图表 58： 1H26 陕重汽营收 259.35 亿元 27
图表 59： 1H26 陕重汽营收同比+3.13% 27
图表 60： 1H26 陕重汽净利润达 10 亿元 27
图表 61： 1H26 陕重汽重卡销量达 7.6 万辆 27
图表 62： 2025 年潍柴动力多缸柴油机出货量断层领先 28
图表 63： 潍柴动力天然气重卡发动机国内市占率达 52% 28
图表 64： 1H26 法士特营收同比+10.47% 28
图表 65： 1H26 潍柴动力车桥销量同比+18% 28
图表 66： 公司携手弗迪布局电池领域 29
图表 67： 公司“电池、电机、电控”三电系统总成 29
图表 68： 2025 年公司三电业务营收同比+97% 29

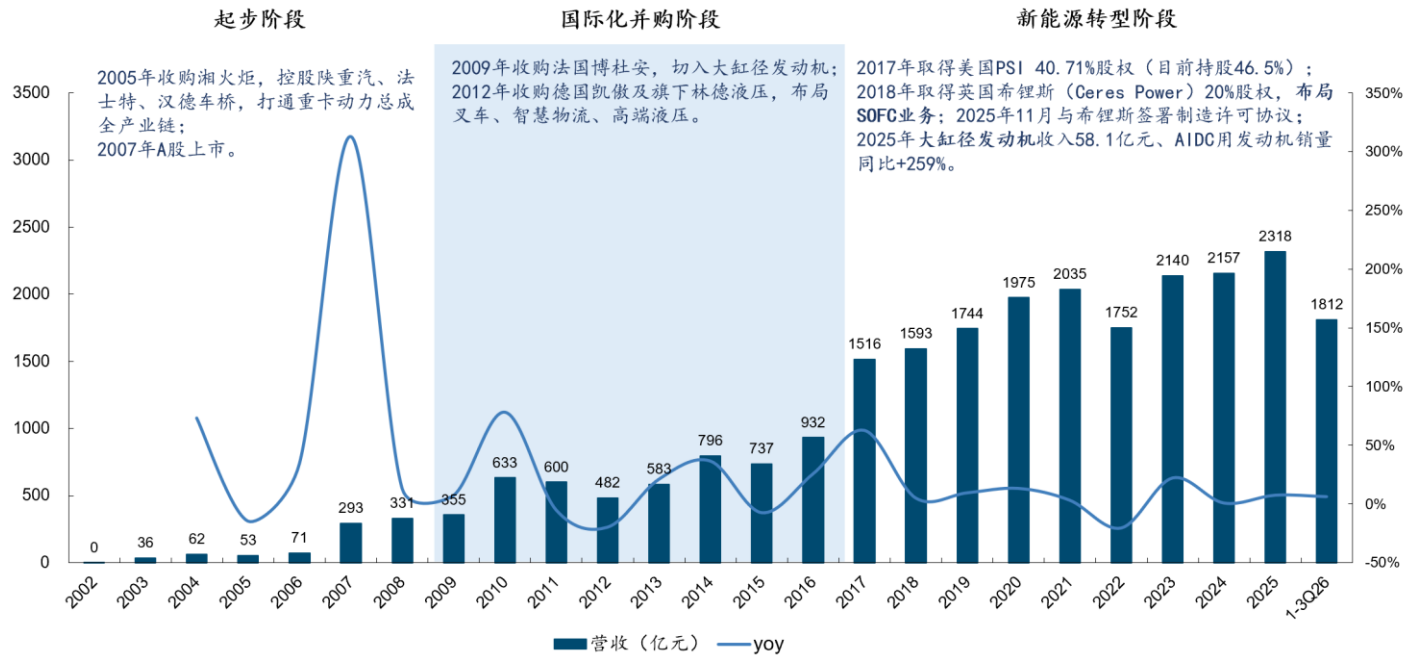
图表 69： 2026 年全球叉车销量有望突破 250 万辆 30
图表 70： 2020-2025 年全球电动叉车渗透率持续提升 30
图表 71： 2025 年电动叉车渗透率达到 78.33% 30
图表 72： 潍柴动力依托凯傲集团承接智慧物流业务 30
图表 73： 2025 年凯傲集团占全球叉车市场约 15% 份额 31
图表 74： 凯傲集团在 11 个国家拥有 28 个驻地 31
图表 75： 凯傲集团在中国销售的叉车产品中，95% 为电动叉车，锂电池叉车占比约 70% 31
图表 76： 1H26 公司智慧物流营收同比+5.79% 32
图表 77： 1H26 公司智慧物流毛利率为 25.53%，行业领先 32
图表 78： 2015-2025 年中国粮食产量持续提升 32
图表 79： 2013-2025 年中国农村人口连续负增长，农村老龄化人口持续提升 32
图表 80： 智能化为农机主要发展方向 33
图表 81： 2026 年中国农机市场规模有望突破 90.3 亿元 33
图表 82： 潍柴动力通过控股潍柴雷沃切入农机领域 33
图表 83： 2025 年潍柴雷沃主要产品市场份额表现亮眼 34
图表 84： 1H26 潍柴动力农业装备营收达 108.65 亿元 34
图表 85： 1H26 潍柴动力农业装备营收同比+5.5% 34
图表 86： 2025 潍柴动力农业装备毛利率为 14.26% 34
图表 87： 2022-2025 年潍柴雷沃海外业务占比攀升 34
图表 88： 公司盈利预测 36
图表 89： 可比公司估值表 37

1、国内柴油发动机龙头，电力能源构筑新增长曲线

1.1 从传统柴油机龙头，到综合动力设备供应商

潍柴动力成立于 2002 年，主营业务覆盖动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力能源等领域，主要产品包括发动机、新能源动力系统及零部件、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、农业装备、发电设备、固体氧化物燃料电池（SOFC）等。公司拥有潍柴动力发动机、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、以及德国凯傲、美国 PSI、法国博杜安等国内外知名品牌，产品远销全球 180 多个国家和地区。

图表1：潍柴动力成长历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司各业务核心子公司和持股比例

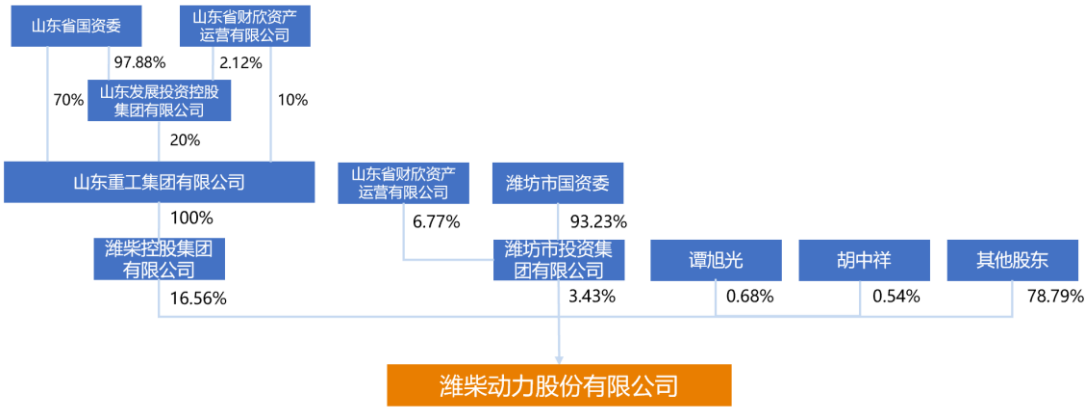
业务	重要子公司	持股比例
燃气内燃机	PSI	46.50%
SOFC	Ceres	20%
柴发	博杜安	100%
重卡	陕重汽	51%
智慧物流	凯傲集团	46.52%
农机	潍柴雷沃	61.10%

来源：企查查，ifind，国金证券研究所

1.2 山东省老牌国有企业，股权结构稳定

公司控股股东为潍柴控股集团，直接持有公司 16.33%的股权。公司实控人为山东重工集团，山东重工集团由山东省国资委直接持股 70%、山东发展投资控股集团持股 20%。山东省国资委通过山东重工、潍柴控股两级平台合计持有公司约 14.63%股权。此外，潍坊市国资委也通过潍坊市投资间接持有公司股权。公司是山东省老牌国有企业，股权结构稳定。

图表3：公司股权结构图（截至 2603 末）



来源：ifind，国金证券研究所

公司实施股权激励计划，充分调动员工工作积极性。2023 年 10 月 25 日，公司发布《023 年 A 股限制性股票激励计划（草案）公告，激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）骨干人员等 716 人。授予数量为 8544 万股，限制性股票授予价格为每股 6.49 元。根据考核条件，2026 年公司营业收入不低于 2589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%。本次激励计划有助于公司完善长效激励机制，充分调动核心员工的积极性。

图表4：公司股权激励计划考核条件

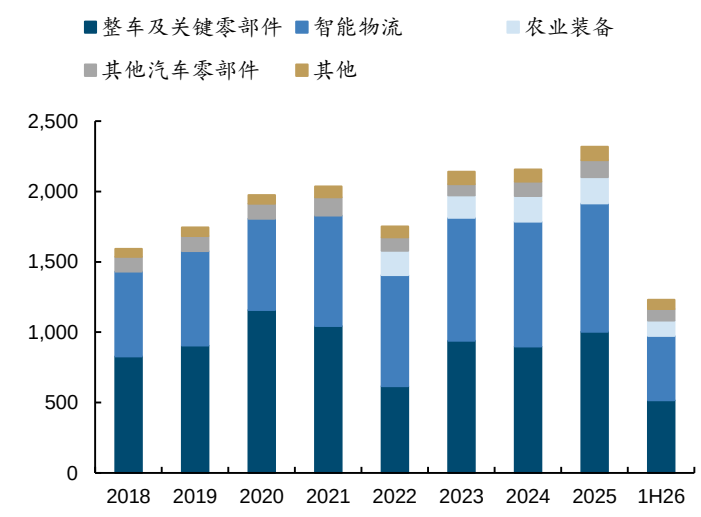
解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	2024 年营业收入不低于 2,102 亿元，2024 年销售利润率不低于 8%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平
第二个解除限售期	2025 年营业收入不低于 2,312 亿元，2025 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平
第三个解除限售期	2026 年营业收入不低于 2,589 亿元，2026 年销售利润率不低于 9%，且上述指标都不低于当年同行业平均业绩水平，并不低于授予时所处的行业水平

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 营收、利润加速提升，电力业务有望打开成长空间

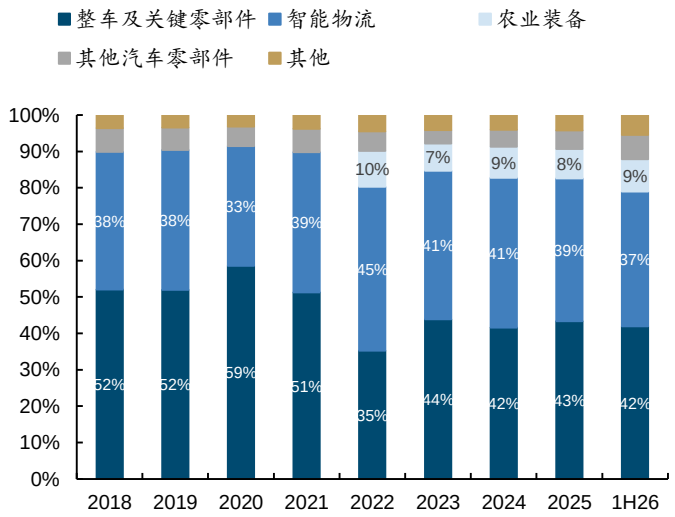
整车及关键零部件和智能物流业务贡献主要收入。整车及关键零部件为公司第一大业务板块，近年来收入占比保持在 40%-50%左右。1H26，整车及关键零部件收入 516.31 亿元，同比+7.72%，收入占比达 42%。智能物流为公司第二大业务板块，1H26 收入占比达 37%。展望未来，随着公司在 AI 算力领域的持续深化布局，公司柴油发动机、燃气发动机和 SOFC 产品预计将持续放量，有望拉动公司第一大业务板块“整车及关键零部件”业务收入长期提升，也为公司长期成长提供新的动力。

图表5：1H26公司整车及关键零部件收入同比+7.72%（单位：亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

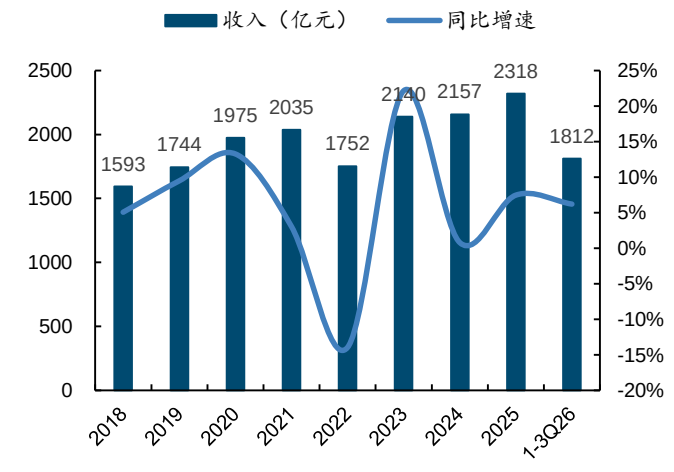
图表6：整车及关键零部件和智能物流业务贡献主要收入



来源：iFind，国金证券研究所

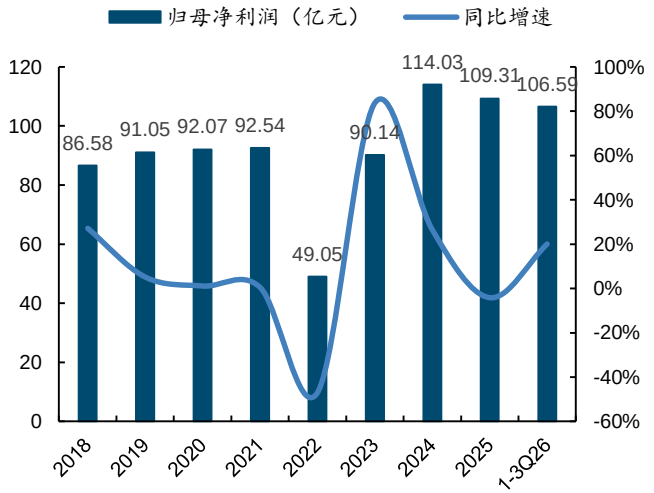
2022年以来，营收与利润企稳回升，看好后续业绩增长提速。2018年以来，公司收入规模和利润中枢稳步提升。其中，2022年，受经济增速放缓、物流不畅等因素影响，中国重卡/轻卡/工程机械销量分别下降51.8%/23.4%/20%，公司营收与利润阶段性承压。2023年起，伴随国内经济逐步复苏、出口市场表现亮眼，公司业绩稳步修复。1-3Q26公司营收/归母净利润分别为1812/107亿元，同比+6.21%/20.06%。未来随着电力能源业务订单提升，看好公司后续利润加速提升。

图表7：1-3Q26公司收入1812亿元，同比+6.21%



来源：iFind，国金证券研究所

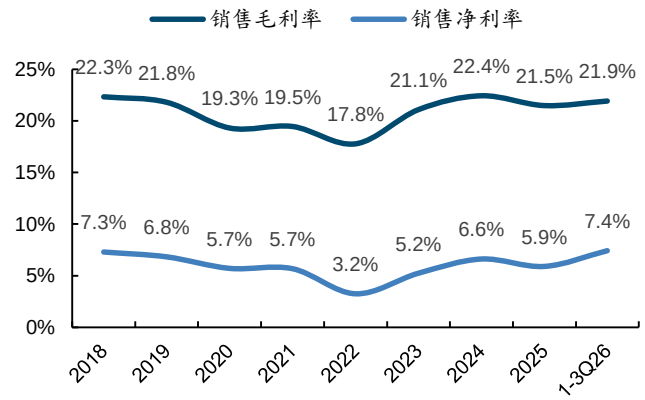
图表8：1-3Q26公司归母净利润同比+20.06%



来源：iFind，国金证券研究所

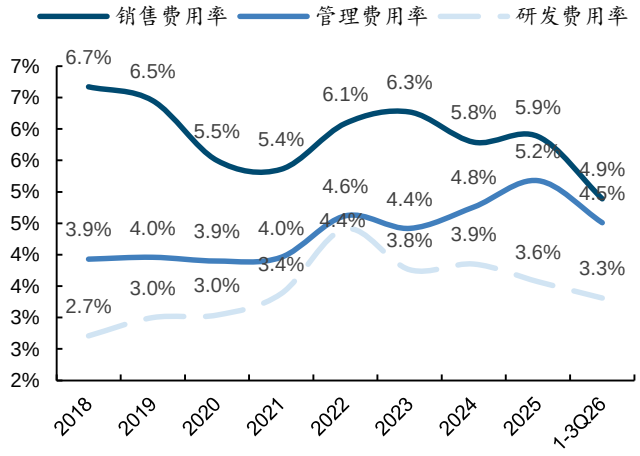
费用率管控良好，盈利能力未来有望持续提升。2023年以来，受益于行业需求复苏，公司主业盈利能力持续回升，毛利率重新回到20%以上。当前全球数据中心领域发电设备供应紧张，后续随着公司柴油发动机、燃气内燃机、SOFC等供电产品的持续放量，看好公司毛利率进一步提升。公司费用率整体管控良好，2018年到2026年前三季度，公司销售费用率从6.67%下滑到4.89%，管理费用率近年来保持在4%左右。

图表9：22年以来，公司净利率稳步提升



来源：iFind，国金证券研究所

图表10：公司费用率管控良好



来源：iFind，国金证券研究所

2、发电业务：AIDC加剧电力紧缺，公司气发、SOFC、柴发三箭齐发

2.1 北美AIDC用电需求高增，燃机供需缺口拉大，多元发电路线快速补位

AI数据中心建设导致全球电力需求大幅提升。我们在2026年8月外发的《AIDC加剧全球缺电，燃机领航+多路线补位，国产链出海提速》行业深度报告中测算，2025-2028年北美数据中心总功耗将从9.9GW提升到110.7GW，假设AIDC全年满负荷运行（8760小时），预计2025-2028年美国AIDC耗电量将从86.7TWh提升到969.7TWh。根据EIA预测，2025-2027年，美国年度用电量从4058TWh提升到4259TWh。2025-2027年，美国AIDC耗电量占全美用电比例分别为2.14%/6.07%/12.73%，2027年AIDC耗电量占比将会大幅增加。

图表11：预计2027年美国AIDC耗电量占全美用电比例大幅提升

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
美国AIDC负荷（GW）		9.9	28.6	61.9	110.7
美国AIDC耗电量(TWh)		86.6	250.6	542.1	969.5
美国年度用电量（TWh	3975	4058	4130.1	4258.6	4362.7
美国年度用电量增速		2.09%	1.78%	3.11%	2.44%
美国AIDC耗电量占全美用电比例		2.13%	6.07%	12.73%	22.22%

来源：EIA，国金证券研究所 注：本图表沿用26年8月外发的缺电深度报告《AIDC加剧全球缺电，燃机领航+多路线补位，国产链出海提速》

气电是美国主要发电方式，2016-2024年美国天然气发电量占全国总发电量的比例从34%提升到45%。燃气轮机是主要气电发电设备，凭借发电稳定，成本低，启动速度快，适合调峰发电等优势，长期为美国社会电网主要供电设备。2024年末以来，受益AI带来的发电需求爆发，全球头部燃机龙头GEV、西门子能源、三菱重工订单率先爆发增长。例如GEV在1H26燃机业务新签订单20.1GW，同比增长65%。

图表12：2024年以来，GEV、三菱重工、西门子能源的燃气轮机订单高速增长

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	26H1
GEV	燃气轮机新签订单（GW）	14.9	12.6	9.8	9.5	20.2	29.8	20.1
	YOY		-15.40%	-22.20%	-3.10%	112.60%	47.52%	64.75%
	燃气轮机销量（GW）		10.2	11.1	13.8	11.9	15.3	7.5
	YOY			8.80%	24.30%	-13.80%	28.57%	-8.50%
三菱重工	燃气轮机新签订单（十亿日元）	552.2	638.4	834.6	1259.3	1474.4	2652.6	930
	YOY		15.60%	30.70%	50.90%	17.08%	79.91%	54.36%
	燃气轮机收入（十亿日元）	538.2	616.8	736.8	735.6	790.7	992.2	274.9

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	26H1
	YOY		14.60%	19.50%	-0.20%	7.49%	25.48%	39.68%
西门子能源	燃气业务新签订单（亿欧元）	193.37	208.8	118.13	128.97	163.65	230	276
	YOY	-8.73%	7.98%	-	9.18%		43.00%	51.65%
	燃气业务收入（亿欧元）	181.2	183.95	94.99	109.14	107.96	122	103
	YOY	-2.42%	1.52%	-	14.90%	-1.08%	14.00%	13.19%

来源：各公司公告，国金证券研究 注：1）三菱重工财务年度区间为 4 月 1 日-3 月 31 日，26H1 列是三菱 26 年一季报数据；2）西门子能源财务年度区间从 10 月 1 日-9.30 日，26H1 列为 26 年前三季度数据

目前海外燃气轮机龙头公司的订单可见度已经超过 5 年。根据 GEV 公告，截至 26Q2 末，GEV 电力板块在手订单为 1116.49 亿美元，按照过去 4 个季度电力业务合计收入 207.44 亿美元计算，当前电力业务在手订单覆盖年限提升到 5.38 年。截至 2026Q3 末，西门子能源燃气服务板块在手订单 730 亿欧元，按照过去 4 个季度收入 134 亿欧元计算，当前西门子能源燃气服务板块的订单可见度已达 5.45 年。

图表13：GEV 和西门子能源的燃机相关业务的订单可见度较高

		2021	2022	2023	2024	2025	26H1
GEV	电力业务在手订单（亿美元）	699.92	709.34	729.74	733.51	943.87	1116.49
	电力业务收入（亿美元）	167.29	161.24	174.36	181.27	197.67	207.44
	电力业务订单可见度（年）	4.18	4.4	4.19	4.05	4.77	5.38
西门子能源	燃气板块在手订单（亿欧元）				450	540	730
	燃气板块收入（亿欧元）				108	122	134
	燃气板块订单可见度（年）				4.17	4.43	5.45

来源：各公司公告，国金证券研究 注：西门子能源财务年度区间从 10 月 1 日-9.30 日，26H1 列为 26 年前三季度数据

为满足数据中心发电需求，海外燃气轮机龙头均制定了扩产规划。按照最新规划：GEV 计划到 26Q3，实现将全年产能提升到 20GW，到 28 年提升到 24GW，30 年提升到 30GW。三菱重工规划 24-28 年燃机扩产 30%，28-30 年再扩产 50%。

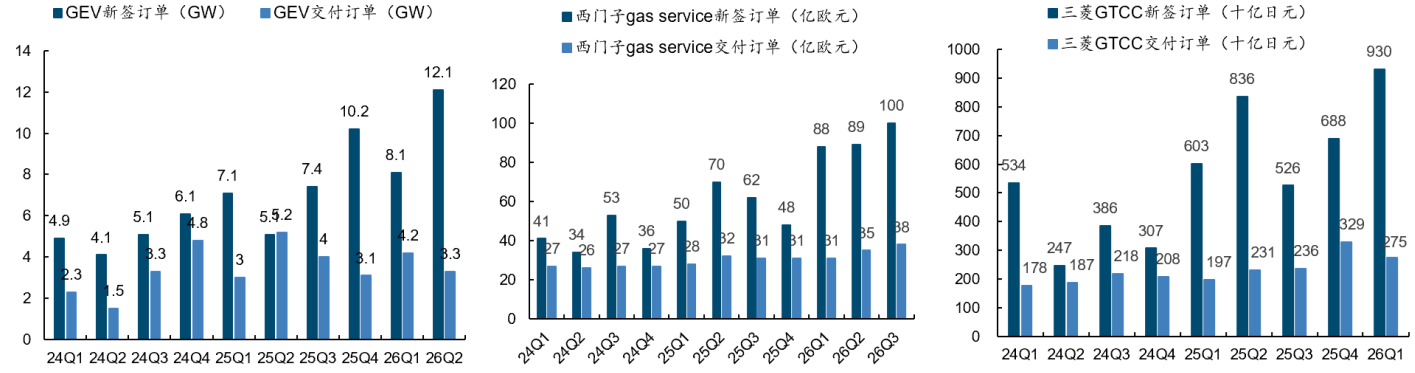
图表14：GEV、西门子能源、三菱重工均提出计划扩大燃气轮机产能

公司	产能规划
GEV	26 年 7 月 22 日提出：26Q3 提升到 20GW，28 年提升到 24GW，30 年提升到 30GW
西门子能源	25 年 11 月 20 日提出：24 年产能 17GW，计划 25-27 年提升到 22GW，28-30 年提升到 30GW 以上
三菱重工	26 年 5 月 27 日，公司在中期经营计划上表示：24-28 年燃机扩产 30%，28-30 年再扩产 50%

来源：各公司公告，国金证券研究所

燃气轮机行业扩产节奏较慢，虽然三大主机厂从 2024 年就开始提出扩产，但截至 26H1 末，三大主机厂的燃机交付量增幅都非常有限，而另一边新签订单又在创新高，燃气轮机的供需缺口在持续拉大。例如，GEV 在 26Q2 新签燃机订单 12.1GW，新签订单创新高，但是交付仅仅 3.3GW，订单排期提升到 5.38 年，燃机的紧缺程度还在加剧。

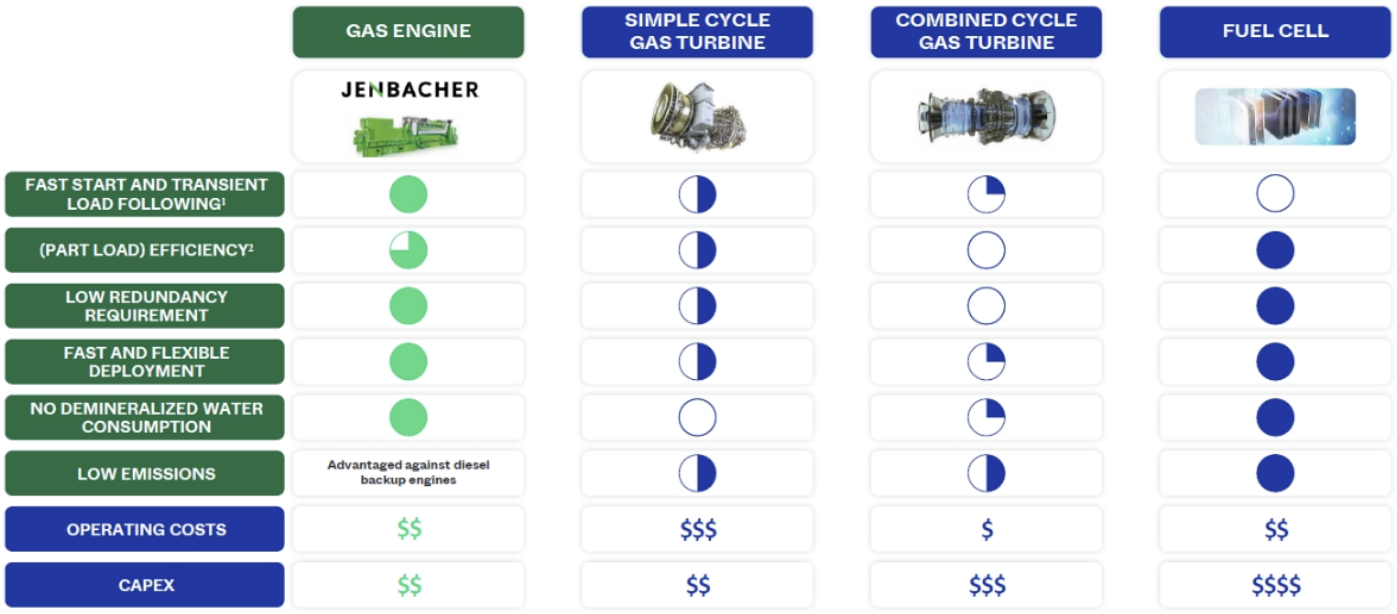
图表15：全球前三大燃机主机厂新签订单创新高，但是交付端提升缓慢，燃机供需缺口扩大



来源：各公司公告，国金证券研究所

当前北美数据中心用电需求高增长，海外燃气轮机龙头订单已经排到 2031 年，部分发电需求已经外溢到 SOFC、燃气内燃机等发电设备。相比之下，燃气轮机的优势在于功率大、发电稳定，热效率高，成本低。SOFC 的优势在于交付快，绿色环保，但是成本超过燃气轮机和内燃机。当前，全球燃气轮机、SOFC、燃气内燃机龙头公司都在积极扩产，以应对北美电力紧缺。

图表16：燃气轮机、SOFC、燃气内燃机等发电路线对比



来源：innio 招股说明书，国金证券研究所

2.2 燃气内燃机：行业景气度上行，公司加速开拓北美市场

2.2.1 行业：快速承接燃机外溢需求，海外龙头新接订单加速增长

燃气内燃机是将燃气与空气在气缸内混合燃烧、把燃料的化学能转化为热能和机械能的热力装置，结构包括活塞、曲轴、连杆、气缸、火花塞、进气门和排气门等。

燃气内燃机凭借建设周期短、响应速度快及初始投资门槛较低等综合优势，在燃气轮机交付趋紧的背景下，有望快速承接外溢的市场需求。

图表17：数据中心发电方式对比

对比维度	柴油发电机组	燃气内燃机	简单循环燃气轮机（简单 CT）	联合循环燃气轮机（CCGT）
度电成本	高	中高	中	低
投资成本	低	中	中高	高
技术核心差异	传统往复式内燃机，以柴油为燃料，结构简单；依赖储油设施，燃料料存储成本高	柴油发动机改装燃料系统，适配天然气；保留往复式结构，燃料替换后成本优势显著	燃气轮机直接燃烧天然气，无余热回收；单机功率大，系统复杂度中等	燃气轮机+余热锅炉+蒸汽轮机，梯级利用能源；余热回收发电，效率提升 30%以上
响应速度	极快	快	中等	慢
数据中心适配场景	核心备用电源，应对突发停电；适合中小功率、短时应急	备用+调峰电源，越来越多数据中心用作主电；平衡成本与响应速度，适配分布式供电	区域级数据中心主用/调峰电源；单机大功率，适合高密度负载园区	大型数据中心集群基荷电源；长时稳定供电，度电成本最低，依赖管网
运行可靠性（年利用小时）	低	中（调峰+备用）	中高（主用+调峰）	高（基荷供电）

来源：观研天下，国金证券研究所

内燃机单机功率虽不及燃机，但多机组并联技术可弥补规模差距。如瓦锡兰 31SG 单机功率仅约 10MW，多台并联后电厂输出功率可灵活扩展至近 100MW，同时并联技术可保留其启停灵活、部署周期短的优势。

燃气内燃机通常以 1000rpm 为转速界限，划分为高速、中速两大主流赛道。目前数据中心主电源的燃气发电机组产品中，高速机和中速机两种路径均有所应用。

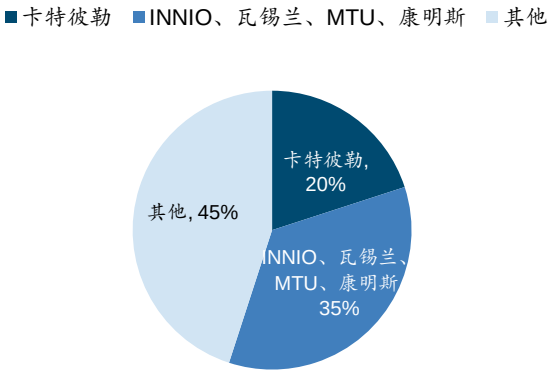
图表18：内燃机市场以 1000rpm 为界分为高速机、中速机

	转速	优势	热效率	代表企业
高速燃气发电机	1000rpm 以上	体积小、重量轻，启动快，响应灵敏	40.00%	卡特彼勒、INNIO
中速燃气发电机	300-1000rpm	功率密度高	50.00%	瓦锡兰

来源：Pmarket Research，研观天下，国金证券研究所

全球燃气内燃机市场竞争格局集中。高速机由卡特彼勒、颜巴赫（INNIO）主导，中速机龙头为瓦锡兰。2025 年，前五大厂商合计占据全球燃气内燃机约 55%的市场份额，其中卡特彼勒占比 20%。潍柴动力当前份额虽然较小，但未来有望通过美国子公司 PSI 快速突破美国市场，实现收入规模的快速提升。

图表19：全球燃气内燃机市场竞争格局集中



来源：Mordor Intelligence，Hengce Research，国金证券研究所

2026 年开始，海外燃气内燃机龙头订单加速提升，印证行业景气度上行。在全球燃机产能持续紧缺，而电力需求爆发增长背景下，全球燃气内燃机龙头订单显著加速。卡特彼勒近年来在手订单逐季度提升，尤其是 2026Q1、Q2 末，在手订单分别同比增长 79%和 92%。根据卡特彼勒官网信息，公司在 2025Q3 以来，累计在数据中心领域新签订单已经突破 9GW。

图表20：2025Q3-2026Q2，卡特彼勒在数据中心领域新签订单突破 9GW

订单日期	容量（GW）	交付时间	订单状态
2025-08-07	4	未披露	框架协议
2025-08-21	1	未披露	长期战略框架协议
2026-01-28	2	2026-09 至 2027-08	采购协议（确定设备订单）
2026-04-29	2.1	2031 年前完成增量采购	框架采购协议

来源：卡特彼勒官网，国金证券研究所

图表21：卡特彼勒 2026 年开始在手订单增长加速

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
总在手订单（亿美元）	279	286	287	300	350	375	399	512	627	721	781

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
同比增速					25.45%	31.12%	39.02%	70.67%	79.14%	92.27%	95.74%
Power & Energy 业务收入（亿美元）	67	73	72	76	58	70	75	94	70	82	88
Power & Energy 收入同比增速					-13.43%	-4.11%	4.17%	23.68%	20.69%	17.14%	17.33%

来源：卡特彼勒公告，国金证券研究所

INNIO（颜巴赫）是全球领先的燃气内燃机制造商，拥有超过 60 年燃气内燃机专业制造经验，2026 年 6 月 4 日在美国 NASDAQ 证券交易所上市。公司业务主要划分为两大板块：一是设备板块，提供输出功率覆盖 200kW 到 10MW 的工业级往复式燃气内燃机；二是服务板块，主要为已安装设备提供零部件供应及维护保养服务，通常与客户签订多年期服务合同。

2026 年开始，INNIO 新签订单加速提升，尤其是在数据中心领域，26Q3 新签数据中心领域订单 17.95 亿美元，同比+30%；环比 Q2 提升 23%，订单正处于加速提升阶段。

图表22：26Q2 海外燃气内燃机龙头 INNIO 数据中心领域订单创新高

	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
Equipment 新增订单合计（亿美元）	9.10	13.50	6.53	5.5	19.75	7.06	16.17	22.9	21.76
——Data Center 数据中心领域			3.08	2.94	13.86	2.94	10.05	14.64	17.95
——Power Solutions 电力解决方案			2.93	2.09	5.29	3.28	4.57	5.46	2.65
——Compression 压缩业务			0.51	0.47	0.61	0.84	1.55	2.81	1.16
Equipment 收入合计（亿美元）			2.1	3.54	4.17	3.84	3.22	5.69	7.78
——Data Center 数据中心领域			0.53	1.18	0.38	0.53	1.07	2.32	4.63
——Power Solutions 电力解决方案			1.14	1.82	3.27	2.7	1.68	2.74	2.39
——Compression 压缩业务			0.43	0.55	0.52	0.61	0.47	0.63	0.75
Equipment 在手订单合计（亿美元）	6.50	9.94	14.005	17.35	32.93	35.99	48.65	65.76	79.63
Power Delivered（GW）	2.50	2.50	0.5	0.9	1.1	0.9	0.7	1.1	1.2

来源：INNIO 公告，国金证券研究所 注：INNIO 在 2026 年 6 月上市，2023-2024 年仅仅披露年度数据

瓦锡兰（Wärtsilä）是全球中速燃气内燃机领域主要供应商，2026 年开始能源业务订单增长提速。按照金额口径，26Q3 能源业务新签订单 14.21 亿欧元，同比+120.65%；其中设备新签订单 10.06 亿欧元，同比+190.75%。功率口径，公司 26Q3 新签订单 1.15GW，同比增长翻倍。

图表23：2026Q2，瓦锡兰新签订单显著提速

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
Energy业务新增订单（百万欧元）	744	750	679	868	774	705	500	727	625	913	644	758	973	1661	1421
Energy业务新增订单yoy					4.03%	-6.00%	-26.36%	-16.24%	-19.25%	29.50%	28.80%	4.26%	55.68%	81.93%	120.65%
——服务新增订单（百万欧元）	333	344	299	331	319	327	275	341	327	300	298	386	329	313	415
——设备新增订单（百万欧元）	411	407	380	537	455	378	223	386	298	613	346	371	644	1348	1006
设备新增订单yoy					10.71%	-7.13%	-41.32%	-28.12%	-34.51%	62.17%	55.16%	-3.89%	116.11%	119.90%	190.75%
Energy业务收入（百万欧元）	645	633	613	720	452	617	543	560	415	529	382	723	465	580	579
Energy业务收入yoy					-29.92%	-2.53%	-11.42%	-22.22%	-8.19%	-14.26%	-29.65%	29.11%	12.05%	9.64%	51.57%
——服务收入（百万欧元）	258	279	264	295	291	260	276	337	298	278	285	328	272	290	293
——设备收入（百万欧元）	387	354	349	425	161	357	267	223	117	251	97	394	193	290	287
设备收入yoy					-58.40%	0.85%	-23.50%	-47.53%	-27.33%	-29.69%	-63.67%	76.68%	64.96%	15.54%	195.88%
Energy业务新增订单规模（MW）	164	98	83	434	260	165	271	587	475	760	569	520	1070	1934	1147
Energy业务新增订单规模yoy					58.54%	68.37%	226.51%	35.25%	82.69%	360.61%	109.96%	-11.41%	125.26%	154.47%	101.58%

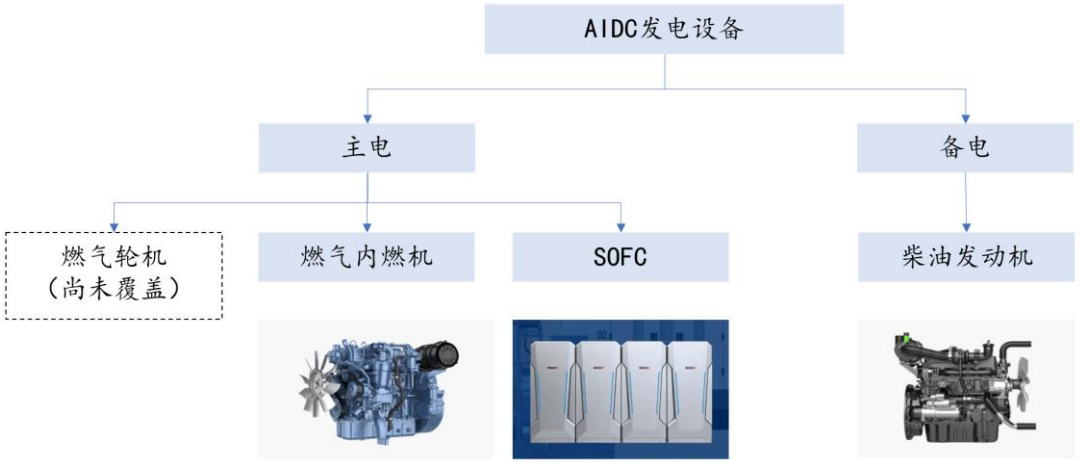
来源：瓦锡兰公告，国金证券研究所

2.2.2 公司：战略投资美国 PSI，快速开拓北美发电市场

公司通过海外并购，目前已经深度参与“燃气内燃机+SOFC+柴发”等数据中心供电领域。公司 2009 年收购法国博杜安（持股 100%）、2017 和 2018 年分别战略投资美国 PSI（持股 46.5%）、英国希锂斯公司（持股 20%），打造了“柴油发电+天然气发电+SOFC”全谱系发电

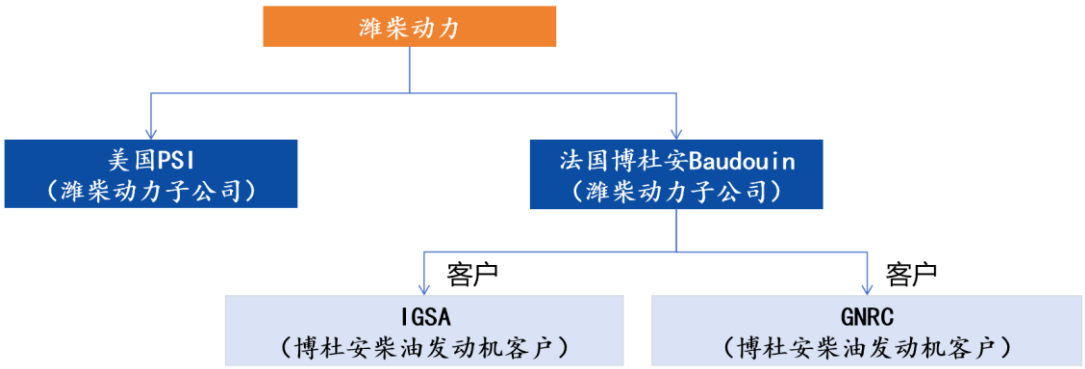
产品，开辟了欧洲、美国等海外电力能源渠道，通过产品出口、海外子公司与全球电力设备龙头伙伴深度合作，快速切入数据中心等高增长领域，目前已迈入业绩兑现阶段。

图表24：公司深度参与数据中心气发、SOFC、柴发等多技术供电领域



来源：公司官网，国金证券研究所

图表25：公司通过PSI、博杜安前瞻布局海外天然气发电+柴油发电等业务



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

公司战略投资 PSI 切入北美动力系统市场，卡位 AIDC 气体机赛道。PSI 是全球领先的天然气、丙烷等非柴油燃料发动机厂商，2017 年潍柴动力取得 PSI 40.71%的股权成为其第一大股东，2024 年据 11 月 17 日公司易互动回复信息，公司对 PSI 持股比例为 46.5%。

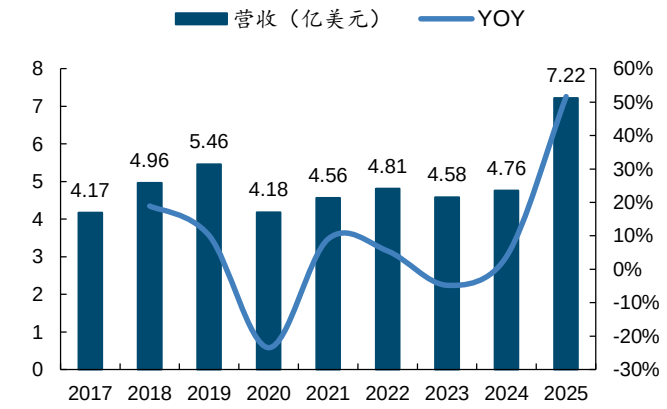
图表26：公司与 PSI 是战略合作伙伴关系



来源：PSI 官网，国金证券研究所

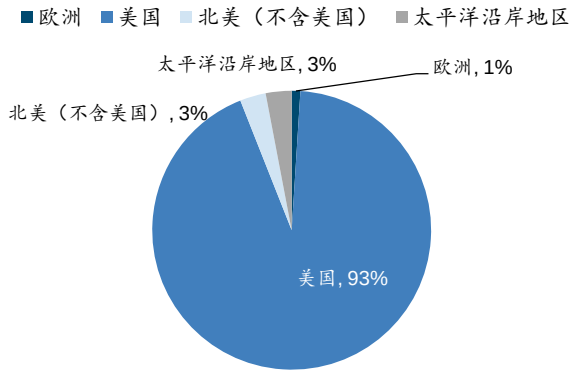
PSI 是北美发动机头部厂商，累计生产超 150 万台发动机，产品排量覆盖 1-110L，2025 年销售的发动机中 74%为丙烷/天然气等清洁替代燃料，气体机是绝对主力。2025 年，PSI 紧抓北美地区电力能源市场机遇，收入同比增长 51.68%。PSI 具备北美本土渠道与产品认证优势，潍柴动力通过对其战略控股，率先卡位北美数据中心燃气发电市场，抢占出海先机。

图表27：2025 年 PSI 营收同比大幅+51.68%



来源：PSI 官网，国金证券研究所

图表28：2025 年，PSI 有 93%销售额来自美国



来源：PSI 官网，国金证券研究所

2.3 SOFC：海外龙头订单开始放量，公司参股 Ceres 未来成长可期

2.3.1 行业：适配 AIDC 快速部署电力的需求，海外龙头订单放量，GW 级订单落地

固体氧化物燃料电池（SOFC）是一种通过电化学反应将碳氢燃料中的化学能直接转化为电能和热能的先进能源技术，具有燃料来源广、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过程，通常在 650-950℃的高温下运行。SOFC 采用固体氧化物陶瓷（通常为氧化锆）作为电解质，该电解质既传递 O^{2-}离子又起到分隔空气和燃料的作用。燃料（通常是碳氢化合物重整的氢气）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 O^{2-}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。

从性能上看，SOFC 发电技术具备效率高、燃料来源丰富、运行安静、低排放等特征，是清洁环保绿色发电方式，同时凭借模块化设计，安装灵活也适用于小型 AIDC 供电领域。在

数据中心供电领域，SOFC 技术路线的相对优势在于交付速度快、冗余配置低，并且未来随着政府补贴和规模效应的凸显，SOFC 的成本和价格还有进一步下降趋势，使其在数据中心供电领域存在相对优势。

（1）交付速度快

以海外 SOFC 龙头 Bloom Energy 为例，根据洞见 SOFC 官微：Bloom Energy SOFC 项目的完整落地过程可划分为四个阶段：商务决策与合同签署、项目开发与前置审批、设备生产与发运、现场施工与调试投运，整个项目的完整周期通常达一年以上。Bloom Energy 从签订销售合同到完成安装通常在 6-12 个月左右。

但如果在天然气供应保障与相关行政审批全部落地的情况下，仅仅考虑设备部署与投运周期，对于 10MW 的标准化产品 Bloom Energy 可实现约 50 天出厂发运，50MW 系统最快约 90 天完成投运，100MW 系统约需 120 天完成交付。

图表29：SOFC 产品交付速度较快

项目/方案	交付周期
Series 10 产品	2023 年 7 月，Bloom Energy 发布 Series 10 商业化解决方案，该方案以 10MW 为标准容量单元，承诺对应 Energy Server 设备可在 50 天内完成出厂发运
Oracle 首期项目	2025 年 7 月，Bloom Energy 与 Oracle 达成合作，为甲骨文云提供 55MW 现场发电解决方案。双方初始设定的目标为 90 天内完成现场电力部署，实际仅耗时 55 天即实现燃料电池系统全功能投运
20-500MW 级别的数据中心项目	Bloom Energy 面向数据中心客户的公开口径显示，Energy Server 在满足特定项目条件的前提下，最快可在 90 天左右完成全量部署。其官方数据中心业务页面同时注明，该方案可覆盖 20-500MW 级别的数据中心项目，并支持通过模块化堆叠实现逐步扩容

来源：洞见 SOFC 官微，国金证券研究所

（2）政府补贴和规模效应降低成本

2026 年起，IRA 框架下的 ITC/PTC 补贴正式进入规模化兑现期。

- IRA 框架下，SOFC 系统作为“合格燃料电池资产”，数据中心运营商可在 ITC 与 PTC 中择一申请补贴。满足现行工资与学徒要求的基础抵免为合格投资的 30%，叠加本土制造额外 10 个百分点及“能源社区”选址再增 10 个百分点，最高抵免额度可达 50%。
- 2025 年《One Big Beautiful Bill Act》明确将燃料电池纳入第 48E 条清洁电力 ITC 范围，且豁免温室气体排放率及工资要求两项前置条件（仅限 2025 年 12 月 31 日后开工项目）。SOFC 不受风电/光伏的 2027 年加速终止条款约束，补贴存续窗口至少覆盖至 2032 年，此后按现行渐进式退出机制逐步递减。Bloom Energy 在最新年报中预期其项目可获得 40%的 ITC（30%基础+10%本土制造叠加）。

图表30：SOFC 在美国联邦层面的主要税收抵免安排

类型	法律依据	基础抵免	叠加项	最高抵免	适用条件	持续年限
投资税收抵免（ITC）	IRA 第 48 条 → 第 48E 条（OBBBA 延续）	30%	本土制造+10%；能源社区+10%；低收入社区+10%~20%	50%	2025 年 12 月 31 日后开工；燃料电池豁免温室气体排放率及工资要求	全额至 2032 年，此后逐年递减（2033 年 75%→2034 年 50%→2036 年归零）
生产税收抵免（PTC）	IRA 第 45Y 条	—	同上叠加规则	与 ITC 二选一	与 ITC 并行，运营端可在两者中择优	同 ITC 退出节奏

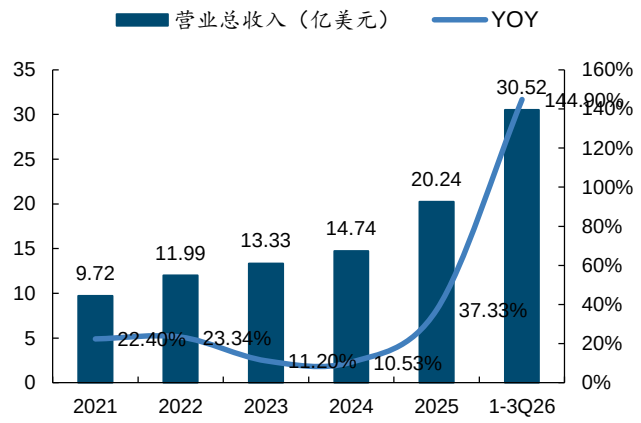
来源：Bloom Energy 公告、KPMG、foley 等，国金证券研究所

SOFC 系统成本存在显著规模效应，放量生产为降本核心驱动。根据伯克利国家实验室对不同功率等级 SOFC 系统的成本拆解，SOFC 具备典型的规模经济特征：随着年产量从 100 台提升至 50000 台，10kW 系统单位成本由约 3000$/kW 降至 1000$/kW 以下；50kW 系统由约 1400$/kW 降至 500$/kW 左右。高产量情景下，系统直接成本可下探至 800$/kW 以内。

Bloom Energy 是全球 SOFC 龙头，公司的燃料电池系统广泛应用于数据中心、半导体制造、大型公用事业以及其他商业和工业领域。1-3Q26，Bloom Energy 收入、利润加速提升，前三季度实现收入 30.52 亿美元，同比+144.90%，归母净利润实现 5.17 亿美元，毛利率提

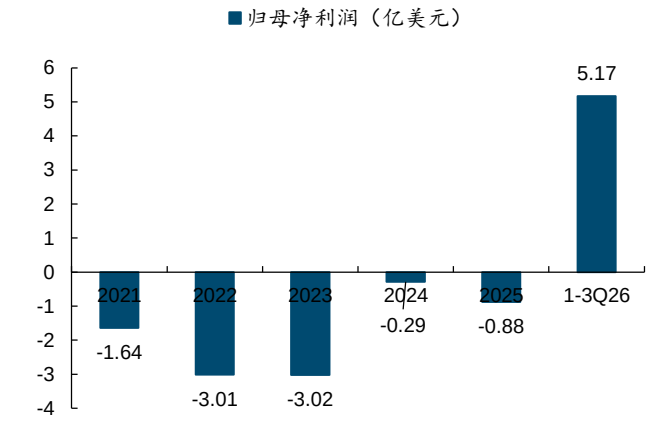
升到 32.70%，盈利能力大幅提升。同时，公司大幅上调全年业绩指引：预计 2026 年全年营收介于 39 亿至 42 亿美元，营业利润可达 8 亿至 9 亿美元。

图表31：1-3Q26，Bloom Energy 收入加速提升



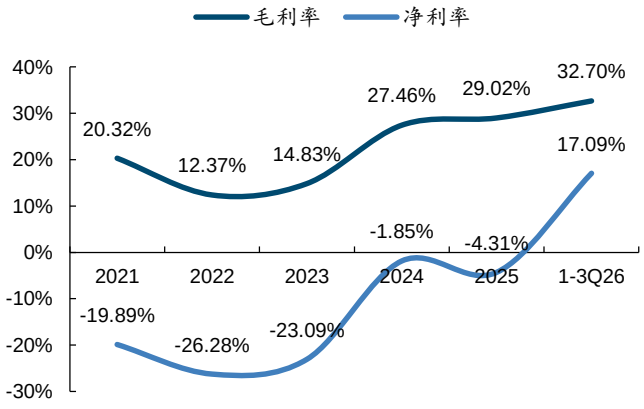
来源：Wind，国金证券研究所

图表32：1-3Q26，Bloom Energy 归母净利润扭亏为盈



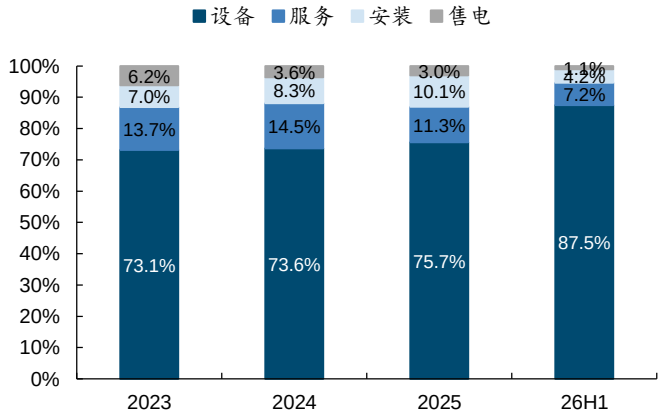
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：Bloom Energy 盈利能力显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表34：设备销售是 Bloom Energy 主要收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

订单层面，Bloom Energy 从 2025 年开始订单提速，2025 年在手订单达到 200 亿美元，同比+65%，其中设备在手订单 60 亿美元，同比+140%。2026 年订单继续提升，2026 年 4 月 13 日，Bloom Energy 与 Oracle 扩大战略合作，签署 2.8GW 订单，Bloom Energy 作为全球 SOFC 龙头，GW 级订单落地反应了 SOFC 燃料电池行业景气度提升。

图表35：Bloom Energy 在手订单加速提升

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
在手订单总金额（亿美元）	44	85	100	120	121	200
yoy		93.18%	17.65%	20.00%	0.83%	65.29%
——设备合同在手订单（亿美元）	10	24	28	30	25	60
yoy		140.00%	16.67%	7.14%	-16.67%	140.00%
——运维服务在手订单（亿美元）	34	62	72	91	96	140
yoy		82.35%	16.13%	26.39%	5.49%	45.83%

来源：Bloom Energy 公告，国金证券研究所

图表36：2026年上半年Bloom Energy的GW级订单落地

时间	客户	合作内容
2026/4/13	Oracle	Bloom Energy与Oracle扩大战略合作，部署高达2.8吉瓦以加速人工智能基础设施建设，1.2GW初始订单已签约部署中。Bloom的系统专为更高效地支持高密度人工智能工作负载而设计，其技术平台与800V直流等新兴标准保持一致
2026/5/20	Nebius	人工智能云公司Nebius与Bloom Energy达成协议，将部署Bloom的燃料电池，以助力Nebius的AI基础设施建设。首个装机容量为328兆瓦的项目预计将于今年投入运营
2026/6/30	Brookfield	公司与Brookfield的AI基础设施融资合作框架规模从50亿美元扩容至250亿美元，自2025年10月以来实现了五倍的增长

来源：Bloom Energy官网，Nasdaq，国金证券研究所

竞争格局：全球格局高度集中，BE为全球龙头。

- 根据21ic中国电子网官微，Bloom Energy是全球燃料电池供应商龙头，其固体氧化物燃料电池技术已进入商业化成熟阶段，在全球固定式SOFC市场占据75%-85%的份额。
- 根据Datainteloː 1）Bloom Energy是全球唯一一家销售多GW规模SOFC系统的公司，其收入超过其他制造商的总和；2）第二梯队是基于授权的厂商，Ceres Power设计金属支撑燃料电池，并将燃料电池技术制造商：韩国斗山燃料电池于2025年7月开始量产并支付了首批版税，[illegible]动力于2025年11月签署了中国制造许可，日本电装（Denso）则与Ceres合作开展固体氧化物电池。此外，其他SOFC企业还包括三菱动力、日本爱信公司等。

图表37：全球主要SOFC公司介绍

公司	总部位置	相关产品	规模/状态
Bloom Energy	美国加州圣何塞	SOFC系统及安装、运维服务	2025年营收创纪录达20.2亿美元
斗山	韩国首尔	基于Ceres技术的SOFC电堆及系统	2026年9月与Reverion签订1087亿韩元电堆供应合同
Ceres Power	英国霍舍姆	金属支撑SOFC与SOEC技术授权	2025年营收3260万英镑；2026年已签约合同约4500万英镑
三菱动力	日本横滨	MEGAMIE加压式SOFC与微型燃气轮机混合系统	面向工业及商用场景的混合系统已实现商业化
爱信	日本狩谷	Ene-Farm Type S家用SOFC热电联产	Ene-Farm供应商，截至2025年9月累计销量57.07万台
京瓷	日本京都	SOFC电池片及3 kW商用热电联产	为Type S家用机型供应平板管式电堆
SK ecoplant	韩国首尔	韩国SOFC电厂的EPC及运营	Bloom Energy在韩国的长期合作伙伴
潍柴动力	中国潍坊	获许可的固定式电源SOFC电池片及电堆	2025年11月5日与Ceres签署制造许可协议
电装	日本狩谷	工厂能源管理用SOFC；与Ceres合作的SOEC	正为自用厂房开发高效率SOFC
SolydEra SpA	意大利梅佐隆巴尔多	BlueGEN微型热电联产及SOFC电堆	承继SOLIDpower及Ceramic Fuel Cells资产
Convion	芬兰埃斯波	C60级商用SOFC系统	正在开发1 MW可逆系统
Sunfire	德国德累斯顿	固体氧化物电堆产品	以电解产品为主
Reverion	德国埃雷辛	可逆式沼气SOFC电厂	依据2026年合同向斗山燃料电池采购电堆
WATT燃料电池	美国宾夕法尼亚州	Imperium管式SOFC系统	面向住宅、房车及国防领域
Adaptive Energy	美国密歇根州	便携式及离网SOFC电源	获美国陆军STTR二期项目110万美元资助
森村SOFC科技	日本小牧	SOFC电池片及电堆	承继原TOTO的SOFC业务

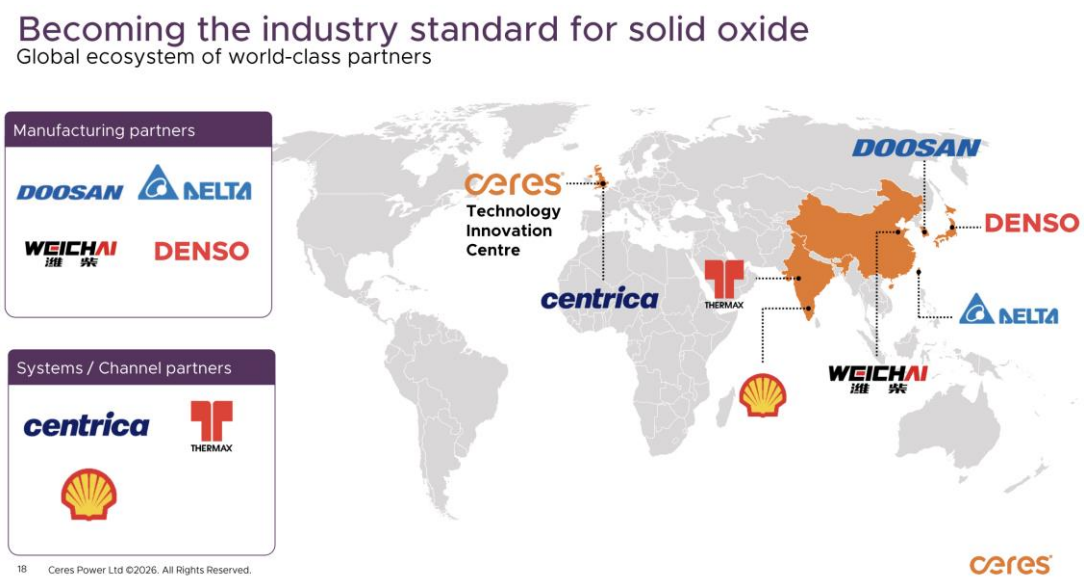
来源：Datainteloː 国金证券研究所

2.3.2 公司：参股Ceres 20%股权，受益行业需求爆发

Ceres Power是一家总部位于英国的固体氧化物技术领先企业，成立超过20年，拥有行

业领先的固体氧化物电池(SOFC)和固体氧化物电解(SOEC)技术平台。不同于 BE，Ceres 为轻资产模式，采用许可商业模式，自身不建整机工厂，通过授权与全球行业合作伙伴共同开发清洁能源系统和产品。主要合作伙伴包括斗山、台达、日本电装（Denso）、潍柴动力（持股约 20%，获制造许可）等。

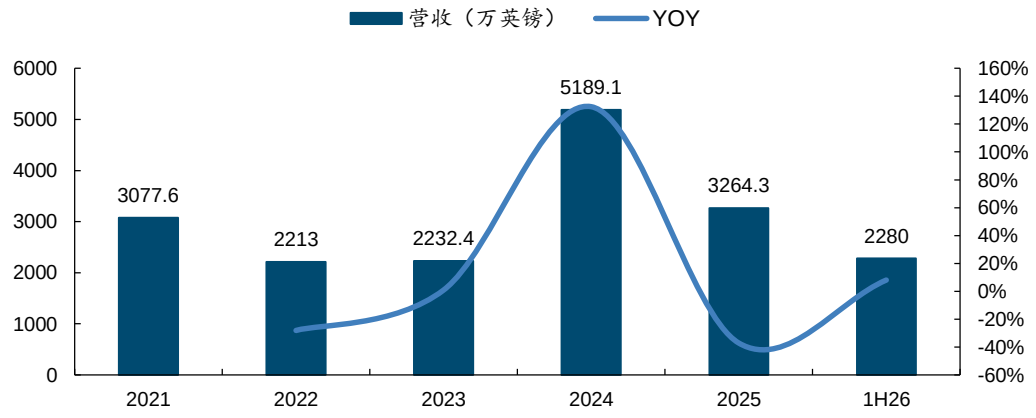
图表38：Ceres 全球合作伙伴版图（含斗山、潍柴等）



来源：Ceres 官网，国金证券研究所

2024 年 Ceres 营收同比+132%至 0.52 亿英镑，25 年收入同比-37%至 0.33 亿英镑，主要受 2024 年确认收入的时间节点影响，Ceres 与台达、电装签署制造许可协议，确认技术时间点集中在 2024 年。1H26，Ceres 收入同比+8.06%，恢复增长。

图表39：1H26，Ceres 收入同比+8.06%，实现拐点向上增长



来源：ifind，Ceres 官网，国金证券研究所

公司参股 Ceres 20%股权，扩产提升交付能力。

- 公司于 2018 年开始布局 SOFC，2018 年 5 月公司收购了英国 SOFC 龙头希锂斯(Ceres) 20%的股权。目前公司 SOFC 发电系统已经成功通过欧盟 CE 认证，顺利完成 40 项全项认证测试，并已实现多个示范项目配套运营，最高发电效率超过 65%，性能指标达到国际领先水平。
- 2025 年 11 月 5 日，公司与 Ceres 签订许可协议，公司拟建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产产线，部分关键部件由希锂斯（Ceres）供应，通过本协议，双方将进一步强化合作，助力公司实现 SOFC 电池、电堆和系统的全产业链布局。
- 根据公司公告，公司现阶段正全力提速 SOFC 产能建设，力争年内实现量产落地。同

时提前规划未来产能建设，根据市场及行业需求情况加速产能扩张，未来 SOFC 领域收入有望长期提升。

2.4 柴油发动机：数据中心备用电源，公司加速切入全球供应链

2.4.1 行业：数据中心备用电源，受益数据中心资本开支加速

柴油发电机组是一种小型发电设备，指以柴油等为燃料，以柴油机为原动机带动发电机发电的动力机械。整套机组一般由柴油机、发电机、控制箱、燃油箱、起动和控制用蓄电瓶、保护装置、应急柜等部件组成。

数据中心供电系统通常由电网+UPS+柴油发电机组组成，UPS 和柴油发电机虽同样为备用电源但作用不同。UPS 具备快速切换功能，可以确保设备不会因为电网中断而停机，但 UPS 只能保障数据中心在较短时间内不断电，柴发的作用为接替 UPS 维护数据中心更长时间的正常运行。

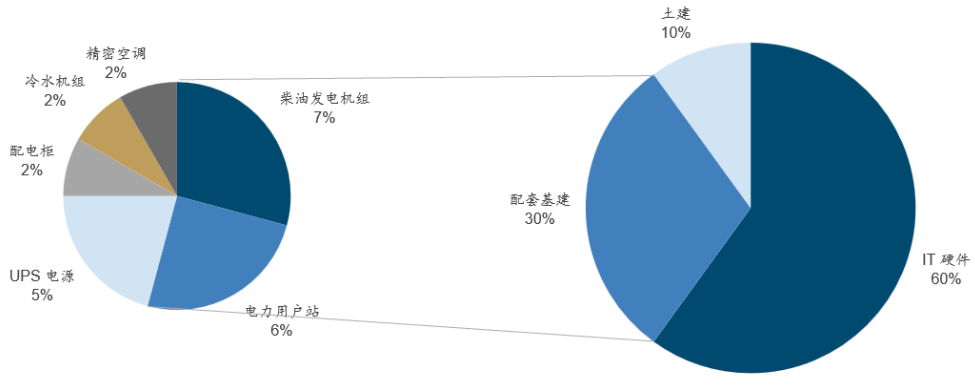
图表40：柴油发电机是数据中心重要的备用电源

	不间断电源 UPS（短时间备用电源）	柴油发电机（长时间备用电源）
原理	UPS 通常由整流器、逆变器、电池组和控制器等部分组成。市电正常时，整流器将市电转换为直流电，为逆变器供电，同时给电池组充电；市电中断时，电池组通过逆变器将直流电转换为交流电，继续为设备供电，确保设备不会因市电中断而停机。	柴油发电机是数据中心常用的备用电源之一。当市电中断且 UPS 电池组电量即将耗尽时，柴油发电机启动，通过燃烧柴油带动发电机运转，产生交流电，为数据中心设备供电。
优点	能提供稳定的电压和频率，有效隔离市电中的干扰和波动，为数据中心设备提供高质量的电力保障。具备快速切换功能，在市电中断时，可在毫秒级时间内切换到电池供电，保证设备不间断运行。	功率较大，能满足数据中心在市电停电时的大部分甚至全部电力需求。可长时间持续供电，只要有足够的柴油储备，就能维持数据中心的正常运行。
缺点	UPS 电池组的容量有限，通常只能维持数据中心设备运行较短时间，一般为几分钟到数小时不等。此外，UPS 设备价格较高，且需要定期维护和更换电池，运行成本和维护成本较高。	启动时间相对较长，一般需要几十秒到几分钟才能达到稳定供电状态。运行时会产生噪音和废气，需要专门的机房和通风设施，对环境有一定影响。同时，柴油发电机的维护成本较高，需要定期进行保养和检修。

来源：智研咨询，国金证券研究所

根据智研咨询官微，数据中心由 IT 硬件、配套基建、土建组成，成本占比 60%、30%、10%，其中配套基建由发电、配电、温控等部分组成，核心在于发电，柴油发电机组是数据中心所需的备用电源。柴油发电机组在数据中心配套基建中占比 23%，在整个数据中心建设成本中占比 6%-7%。目前数据中心领域普遍采用 2MW/台的柴油发电机组。而柴油发电机组由柴油发动机、发电机、控制系统、散热水箱、供油系统、公共底座等组成。其中柴油发动机是发电机组的核心部件，在发电机组的成本结构中占比 60-70%。

图表41：柴油发电机组在整个数据中心建设成本中占比 6%-7%



来源：智研咨询，国金证券研究所

数据中心规模持续扩张，北美 CSP 厂商资本开支上行。2025 年，亚马逊/Meta/谷歌/微软

的资本开支分别为 1283.2/696.91/914.47/645.51 亿美元，四大 CSP 厂商资本开支同比大幅提升。2026 年，CSP 厂商资本开支持续加码，AI 算力产业链景气度持续上行，有望拉动柴油发电机需求持续上行。

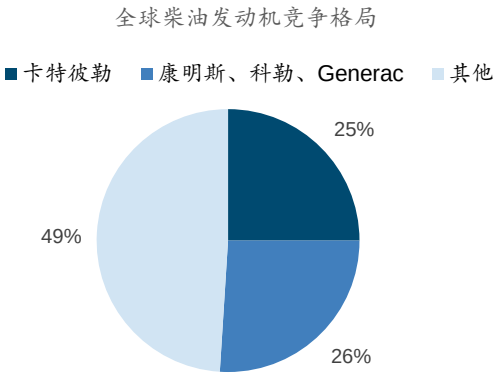
图表42：北美四大 CSP 厂商资本开支持续上行

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
Amazon（亿美元）	350.44	553.96	583.21	481.33	776.58	1283.2	1756.7
增速		58.08%	5.28%	-17.47%	61.34%	65.24%	76.91%
Meta（亿美元）	151.15	185.67	311.86	270.45	372.56	696.91	830.55
增速		22.84%	67.96%	-13.28%	37.76%	87.06%	71.93%
Alphabet（亿美元）	222.81	246.4	314.85	322.51	525.35	914.47	1319.53
增速		10.59%	27.78%	2.43%	62.89%	74.07%	107.49%
微软（亿美元）	154.41	206.22	238.86	281.07	444.77	645.51	802
增速		33.55%	15.83%	17.67%	58.24%	45.13%	69.02%

来源：Amazon 官网，Meta 官网，谷歌官网，微软官网，国金证券研究所

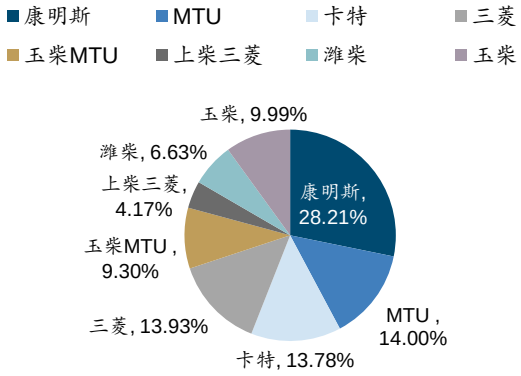
全球柴油发动机竞争格局集中，卡特彼勒和康明斯是两大龙头。根据智研咨询，2024 年，我国用于数据中心领域的柴油发动机市场被外资主导，康明斯为全球龙头。外资垄断的原因在于柴油发动机先发优势明显，存在较高技术壁垒。但随着国产企业不断加大研发力度，在数据中心领域，国产大缸径发动机产品在总功率、升功率、瞬间响应及一次性加载能力等关键指标上，已达到国际领先水平。未来随着国内龙头公司出货量持续高增长，国产替代率有望进一步提升。

图表43：卡特彼勒和康明斯是全球两大柴发龙头



来源：Intel Market Research，国金证券研究所

图表44：2024 年，我国柴油发动机竞争格局集中



来源：智研咨询，国金证券研究所

康明斯是全球柴油发动机龙头，近年来动力系统（Power Systems）业务收入持续提升，2022-2025 年从 50.33 亿提升到 74.63 亿美元。其中，发电业务（Power generation）2023-2025 年收入增速分别为 2.41%/11.66%/17.56%，1-3Q26 收入同比+28.69%，收入加速提升。

图表45：康明斯发电业务收入加速提升

	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
Power Systems 动力系统收入（亿美元）	50.33	56.73	64.08	74.63	65.00
yoy		12.72%	12.96%	16.46%	17.46%
其中，对外销售收入（亿美元）	29.51	31.25	35	41.14	35.60
yoy		5.90%	12.00%	17.54%	16.64%
Power generation 发电（亿美元）	16.58	16.98	18.96	22.29	21.26
yoy		2.41%	11.66%	17.56%	28.69%
Industrial 工业（亿美元）	8.43	9.7	11.3	12.38	8.92
yoy		15.07%	16.49%	9.56%	-1.44%

	2022	2023	2024	2025	1-3Q26
Generator technologies 发动机技术（亿美元）	4.5	4.57	4.74	6.47	5.42
yoy		1.56%	3.72%	36.50%	9.49%
其中，对内销售收入（亿美元）	20.82	25.48	29.08	33.49	29.40
yoy		22.38%	14.13%	15.17%	18.45%

来源：康明斯公告，国金证券研究所

2.4.2 公司：依托博杜安开拓海外市场，M 系列大缸径发动机销量高速增长

公司深耕柴油机领域，自有品牌与子公司博杜安品牌双线布局，其中博杜安 M55 柴油机已通过 Generac 落地北美数据中心备用电源。公司持续提升大缸径产品在数据中心领域的竞争力，目前 20M61 发电用柴油机已进入市场验证阶段，该产品未来有望成为全球首款 5MW 高速柴油发电产品，对标高端数据中心市场，升功率全球领先、动力性行业领先，助力公司产品柴油机加速放量。

子公司博杜安客户优势显著，海外订单有望持续增长。潍柴动力于 2009 年收购法国博杜安。博杜安是全球领先的船舶动力制造商，近年来成功转型为覆盖能源动力、船舶动力、非道路等多领域的综合动力解决方案提供商。2024 年，博杜安推出数据中心专项解决方案，以 M33、M55 平台系列发动机和发电机组明星产品为核心，功率覆盖 2000-6250kVA，能够满足数据中心对高可靠性、快速交付的极致要求，持续巩固其在欧洲数据中心市场的领先优势。

在数据中心备用电源赛道，博杜安的柴油机产品主要客户包括 IGSA 和 GNRC（Generac）：

（1）客户 IGSA

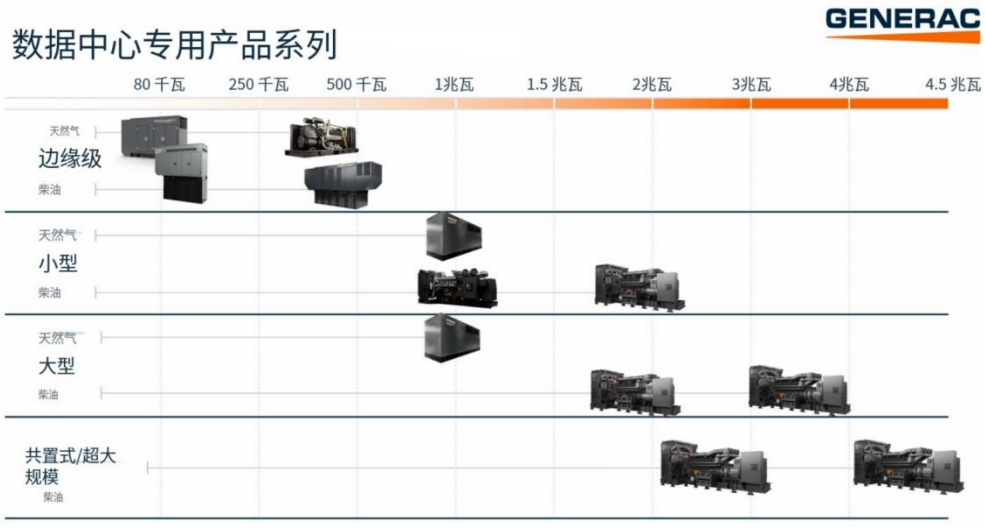
博杜安的北美客户 IGSA 正加速布局数据中心备用电源（柴油发电机组）赛道。

- 根据 IGSA 官网，IGSA 是全球领先的柴油发电机组原设备制造商，为下游多个行业提供高性能电力解决方案。为应对全球数据中心的迅速扩张，IGSA 已将发电机组产能扩张至 40 台/月、单机功率 1MW-4 2MW 大型数据中心。
- 2026 年 2 月，IGSA 已交付首台 3.6MW 机组，该机组搭载了博杜安 20M55 发动机。博杜安借 IGSA 渠道切入北美数据中心大功率备电市场，为潍柴动力贡献海外柴油发动机业务收入增量。

（2）客户 Generac

博杜安另一客户 Generac 数据中心产品线覆盖柴油发动机组与燃气内燃机组两条路线，多款机型均可选配柴油或天然气燃料。Generac 已采用博杜安 M55 柴油发动机，若博杜安未来燃气内燃机也供应 Generac，潍柴动力（博杜安）有望通过 Generac 渠道切入北美数据中心燃气内燃机发电市场，进一步提升潍柴动力北美电力业务的成长性。

图表46：Generac 数据中心用发动机组（柴油机组和燃气内燃机组）型号

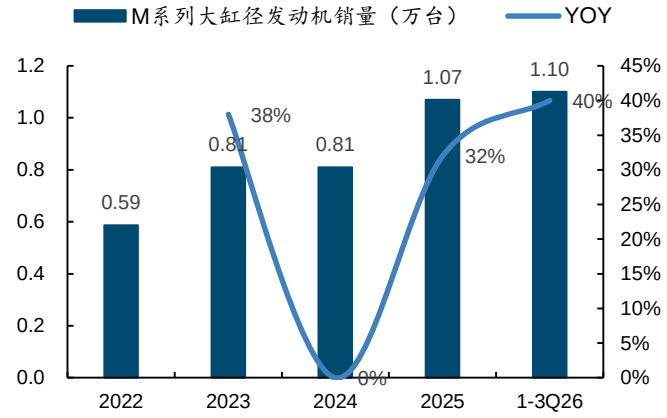


来源：Generac 官网，国金证券研究所

受益于 AIDC 自备电源需求扩容，公司 M 系列大缸径发电发动机销量逐步攀升，2025 年销

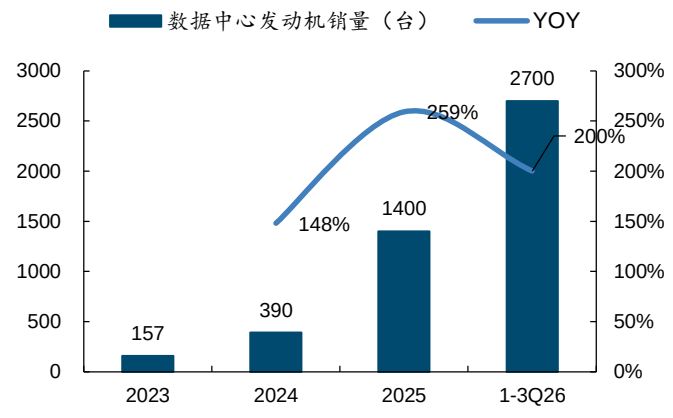
量已突破 1 万台，2022-2025 年 CAGR 约 22%，1-3Q26 销量已经超过 2025 年全年。其中，数据中心柴发产品增速更高，1-3Q26 销量超 2700 台，同比增长近 200%。

图表47：1-3Q26 公司 M 系列大缸径发动机销量加速提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表48：1-3Q26 公司数据中心柴发销量同比增长近 200%



来源：公司公告，国金证券研究所

3、重卡：重卡行业进入复苏周期，公司整车和动力系统长期稳健增长

3.1 重卡周期上行，整车与动力系统需求稳健提升

3.1.1 重卡：旧车更新+结构转型，需求增长动能充足

按燃料类型，重卡可分为传统燃油重卡、清洁能源重卡、新能源重卡三类。柴油重卡依靠柴油机压缩自燃，扭矩大、稳定性高；天然气重卡使用 LNG/CNG 作为清洁替代燃料，具备低成本和长续航优势，但受气价波动风险较大，属于“双碳”战略推进中的过渡性路线。氢燃料重卡以氢能发电驱动，加氢速度快、续航能力强，适配长途重载运输；电动重卡搭载电池、电驱、电控三电系统，靠充电或换电补能，适合中短途、封闭园区场景。

图表49：重卡按动力燃料类型可分为传统燃油、清洁能源、新能源重卡

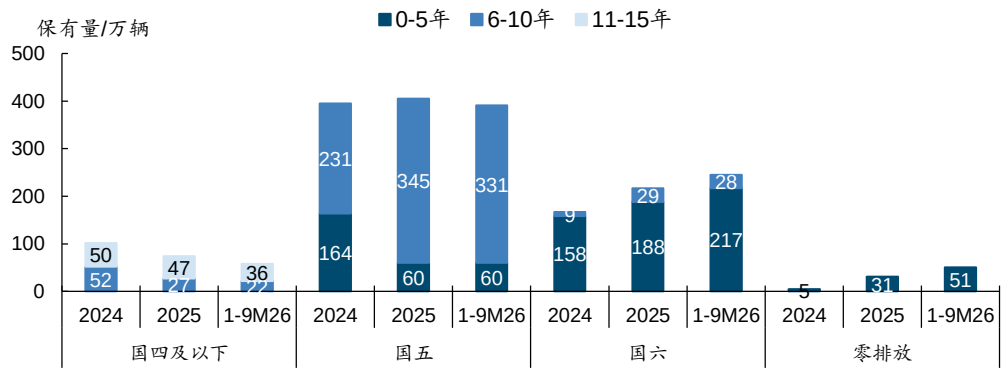


来源：潍柴官网，华经产业研究院，国金证券研究所

在旧车换新、清洁车型渗透率提升的双重催化下，重卡行业进入复苏周期。

（1）自然换新+补贴政策催化，置换需求加速释放。国三-国六是我国柴油重卡自 2008 年起逐级加严的排放标准，也是驱动老旧重卡置换的重要政策主线。存量端，截至 2026 年 9 月，我国国五车型保有量最高，且车龄大多集中在 6-10 年，而重卡替换周期一般为 7-12 年，这类车辆正陆续达到报废年限，预计将在未来 3-5 年逐步释放换新需求。

图表50：2024-9M26，中国国五重卡车型保有量规模最高



来源：中汽星智，国金证券研究所（国四、国五、国六为生态环境部出台的机动车尾气排放标准）

在自然到期的刚性换新基础上，补贴政策进一步加快了换新节奏。2024 年国家正式推出老旧营运货车报废更新补贴，淘汰对象为国三及以下营运柴油货车；2025 年补贴范围扩展至国四及以下营运货车；根据 2026 年补贴标准，单台货车完成“提前报废+新购”最高可获 14 万元补贴。伴随补贴覆盖车龄持续拓宽，旧车换新门槛显著降低，置换需求加速释放，利好重卡整车与动力总成行业持续上行。

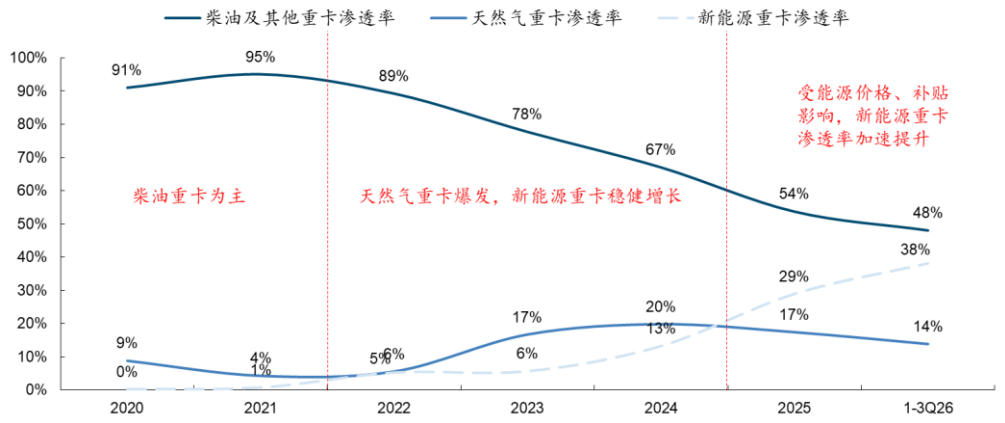
图表51：根据 2026 年补贴政策，单台货车换新最高可获 14 万元补贴

车辆类型		距离强制报废时间	补贴标准（万元/辆）
中型		满 1 年（含）不足 2 年	1.0
		满 2 年（含）不足 4 年	1.8
		满 4 年（含）以上	2.5
重型		满 1 年（含）不足 2 年	1.2
		满 2 年（含）不足 4 年	3.5
		满 4 年（含）以上	4.5
车辆类型		**新购国六排放标准营运货车补贴标准（万元/辆）**	**新购新能源营运货车补贴标准（万元/辆）**
中型		2.5	3.5
重型	2 轴	4.0	7.0
	3 轴	5.5	8.5
	4 轴以上	6.5	9.5

来源：中国政府网，国金证券研究所

（2）天然气、新能源重卡渗透率提升，结构转型打开需求增量。本轮重卡复苏周期的主力车型由柴油重卡转向天然气、新能源重卡，能源结构变化带动需求扩容。

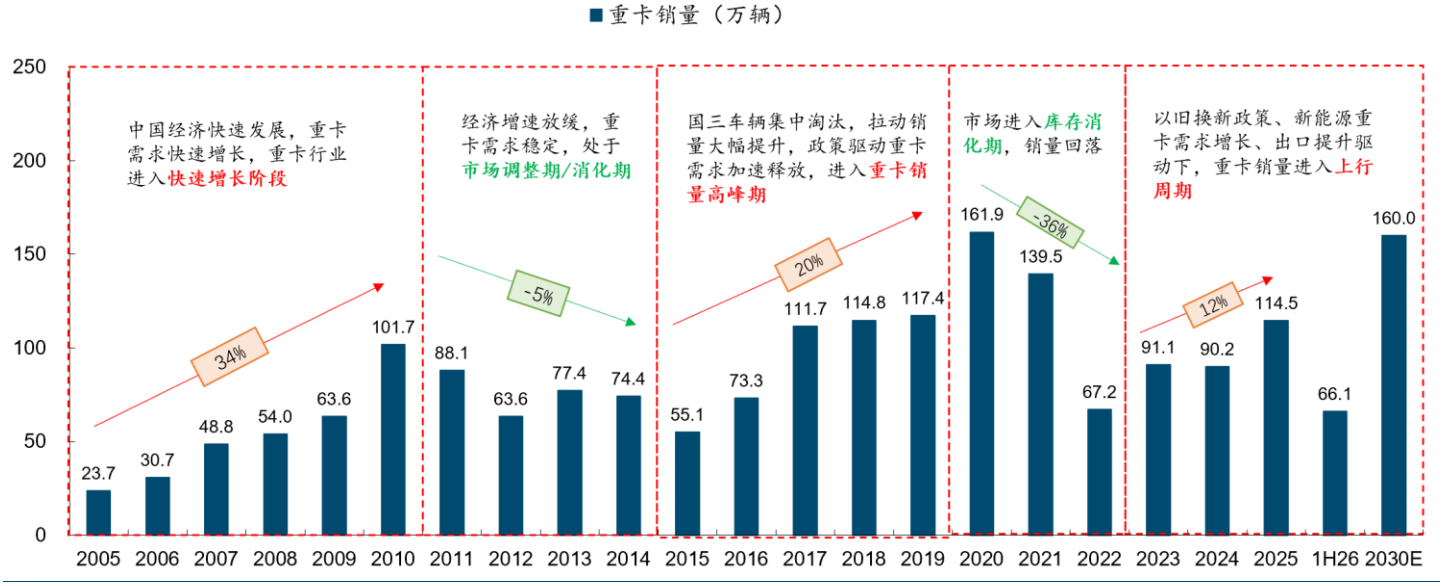
图表52：2022-2026年中国天然气、新能源重卡渗透率提升



来源：观研天下，第一商用车网，中国重汽公告，科瑞咨询，国金证券研究所

重卡行业兼具宏观周期与更新周期双属性，2010年以来，行业经历了“快速增长-调整消化-政策驱动冲高-复苏上行”，2023年起随着以旧换新政策的推出以及天然气重卡和新能源重卡渗透率提升，行业重回上行周期。根据中国重汽公告，2025/1H26中国重卡销量分别为114.5/66.1万辆，同比+26.94%/22.59%。未来，伴随存量替换、重卡结构转型需求持续释放，重卡销量有望稳健增长。根据高工产业研究院（GGII）预测，2030年中国重卡销量有望突破160万辆，2025-2030年CAGR达到7%。

图表53：2023-2025年中国重卡销量CAGR为12%



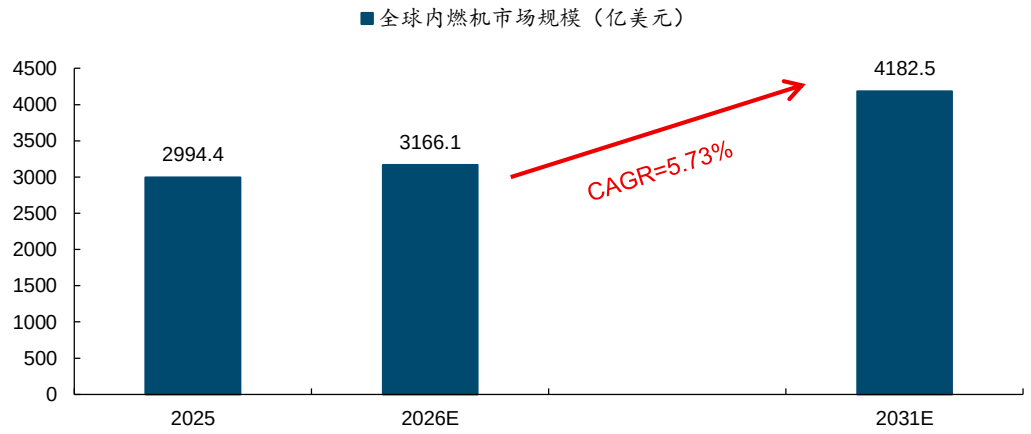
来源：高工产业研究院，方得网，中汽协，中国重汽公告，国金证券研究所

3.1.2 动力系统：下游需求向好，全球市场规模有望长期稳健提升

动力系统是将能量（燃油、电能等）转化为机械动力的装置总成，由动力源与传动系统两大部分构成。传动系统作为动力传递的核心装置，包括变速箱、传动轴等部件，负责将发动机动力高效传递至驱动轮等执行部件。发动机产业链上游为钢铁、铝材及缸体、曲轴等核心零部件，中游由潍柴动力、东安动力、东风康明斯等头部整机厂主导，下游覆盖汽车、工程机械、农机、船舶等多元场景。

在重卡复苏与汽车、工程机械、低空产业发展等下游需求的带动下，动力系统行业持续增长。据Mordor Intelligence数据，2026年全球内燃机市场规模有望达到3166亿美元，2026-2031年CAGR为5.73%。

图表54：2026-2031 年全球内燃机市场规模 CAGR 有望达到 5.73%

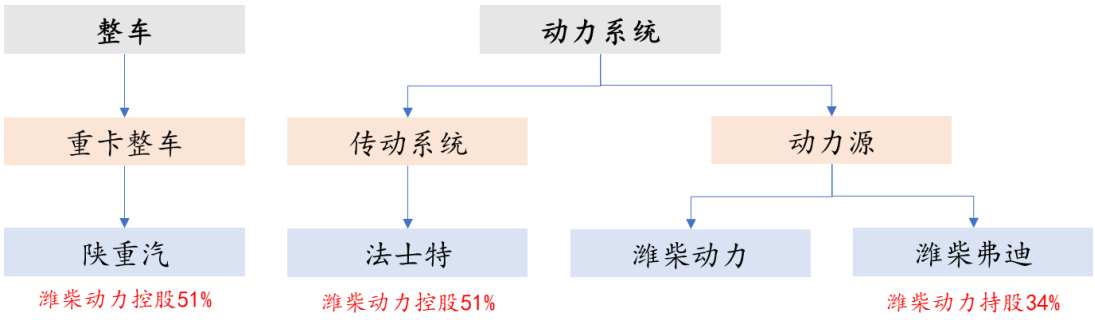


来源：Mordor Intelligence，国金证券研究所

3.2 “整车制造+动力总成”全链条布局，公司综合实力行业领先

公司是中国综合实力领先的汽车及装备制造产业集团之一，在重卡产业链形成了“整车+动力”全链条布局。公司在整车端控股陕重汽 51%股份，传动端控股法士特 51%股份，动力源端以潍柴动力发动机为核心、并持有潍柴弗迪 34%股份切入动力电池领域，实现了对重卡整车、传动部件、发动机及电池等核心环节的全覆盖。

图表55：公司已完成整车与动力系统全面布局



来源：iFinD，企查查，国金证券研究所

3.2.1 控股陕重汽布局重卡整车业务，公司盈利能力稳步提升

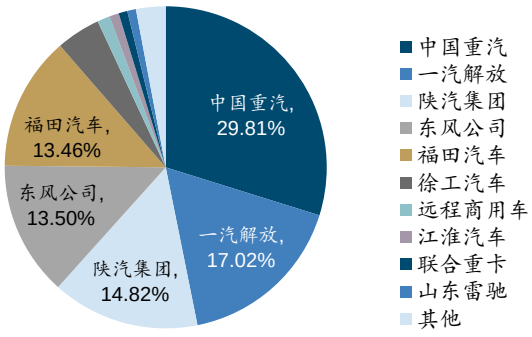
潍柴动力通过控股陕重汽，依托其行业份额优势兑现整车板块收益。截至 26Q3 末，潍柴动力直接持有陕重汽 51%股权，其余股权由陕汽集团持有。从国内市场竞争格局来看，1-9M26 陕汽集团重卡国内市场份额达到 14.82%，新能源重卡市场份额达到 8.2%，在传统及新能源重卡赛道均稳居行业前列。

图表56：潍柴动力通过控股陕重汽布局重卡整车业务



来源：iFinD，国金证券研究所

图表57：1-9M26 陕汽集团重卡销量国内市占率 14.82%

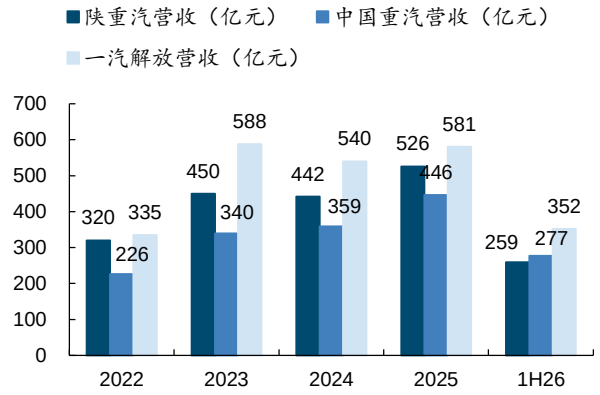


来源：第一商用车网，国金证券研究所

受益于重卡行业上行周期，陕重汽盈利能力持续改善。2022-2025 年陕重汽营收由 320 亿元增长至 526 亿元，CAGR 为 18%，收入与重卡销量同步增长。与中国重汽、一汽解放相比，三者收入规模均处于行业领先地位。从增速上看，23-25 年三者收入增速较为接近，1H26 陕重汽收入同比增长 3.13%，低于其他两家，主要系：2026 年天然气价格大幅上涨，天然气重卡销量受冲击，与之对应新能源重卡渗透率则快速提升，而公司新能源重卡收入占比相对较低（25 年陕重汽重卡销量 15.3 万辆，其中，新能源重卡 2.5 万辆，虽同比+262%，但仅占比 16.3%，而 2025 年行业渗透率达 29%），导致 1H26 公司收入增速略低于中国重汽、一汽解放。展望 27 年随着天然气供给约束缓解，天然气重卡销量恢复，公司收入增速有望恢复常态。

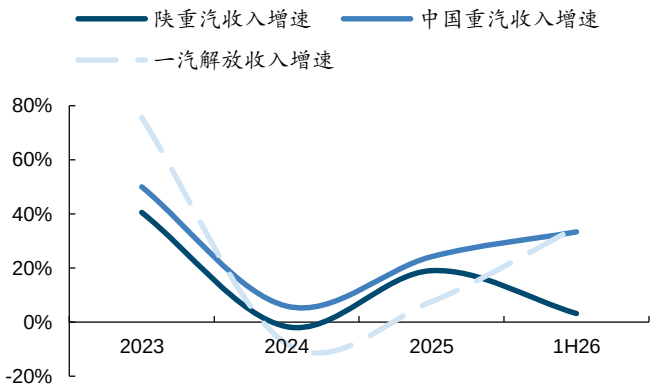
盈利端，2022-1H26 陕重汽净利润率从 0.08%跃升至 3.62%，大幅增长 2.54pcts。伴随未来旧车换新及结构转型等需求持续释放，陕重汽有望充分承接行业景气与市场份额红利，带动公司整车业务营收与盈利能力持续提升。

图表58：1H26 陕重汽营收 259.35 亿元



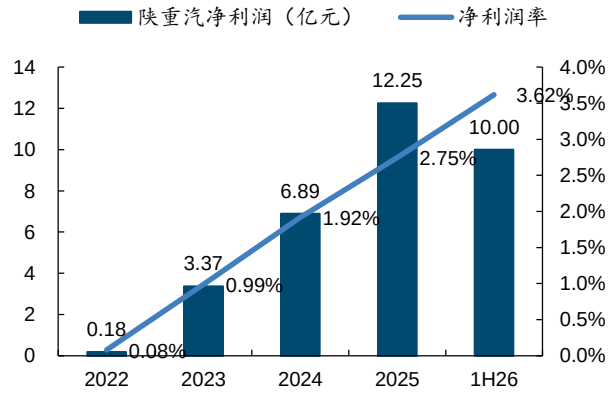
来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所 注：中国重汽采用整车销售业务收入；一汽解放采用整车业务收入

图表59：1H26 陕重汽营收同比+3.13%



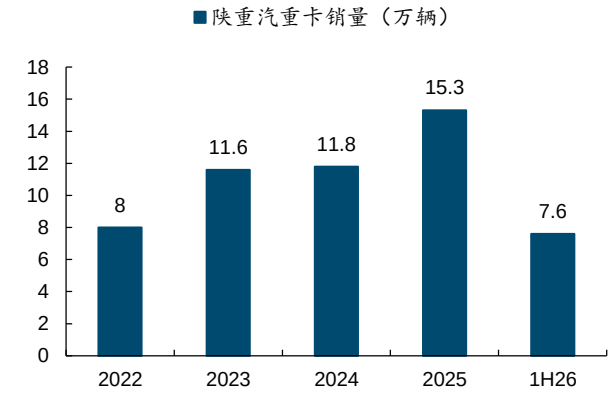
来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所

图表60：1H26 陕重汽净利润达 10 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表61：1H26 陕重汽重卡销量达 7.6 万辆



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2.2 动力系统：传统发动机行业领先，布局传动部件+三电构建完整产业链

（1）传统发动机业务：

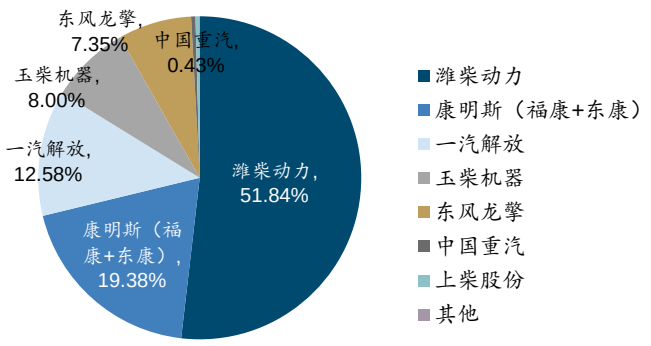
潍柴动力柴油机销量稳居国内第一，天然气发动机市占率过半。根据 Wintelligence 统计，2025 年潍柴多缸柴油机出货量 80.7 万台、市占率 19.54%，出货量为第二名的 1.47 倍，断层优势明显。2025 年，公司天然气重卡发动机市占率达 51.84%、占比过半。公司在传统发动机赛道位居行业龙头，有望充分受益重卡行业复苏，传统发动机业绩持续改善。

图表62：2025年潍柴动力多缸柴油机出货量断层领先

	多缸柴油机销量（万台）	市场份额
潍柴	80.7	19.54%
玉柴	54.9	13.29%
云内	35.4	8.57%
全柴	33.4	8.09%
新柴	25	6.05%
东康	22.10	5.35%
江铃	20.6	4.99%
新动力科技	17.7	4.28%
福田康明斯	17.2	4.16%
蜂巢动力	17.1	4.14%
其他	89	21.54%

来源：格物致胜Wintelligence，国金证券研究所

图表63：潍柴动力天然气重卡发动机国内市占率达52%

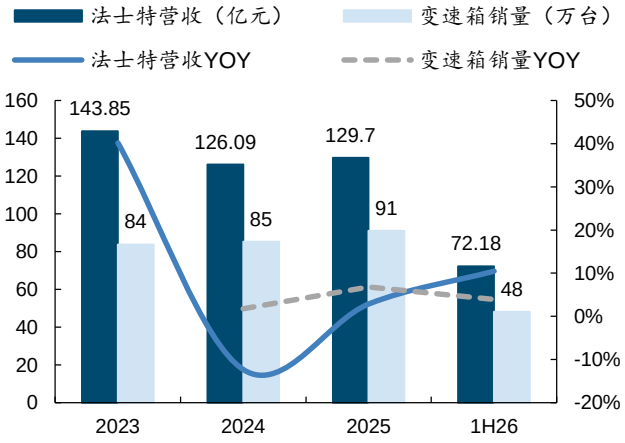


来源：交强险，第一商用车网，国金证券研究所

（2）传动部件（变速箱、车桥等）：

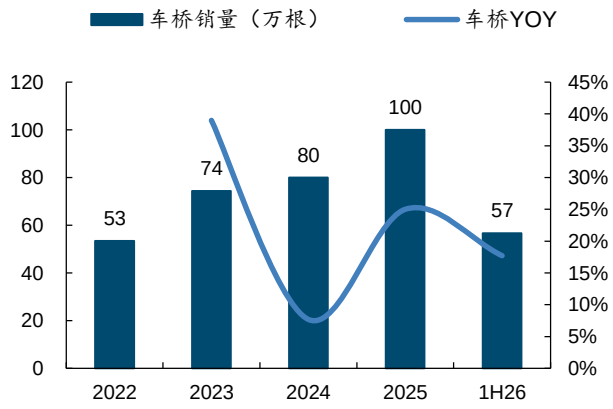
公司分别通过法士特、汉德布局变速箱、车桥业务。变速箱方面，法士特1H26实现营收72.1亿元、同比+10.47%，销量稳中有升，并已前瞻布局新能源变速箱等产品，把握电动化转型先机。车桥方面，2022-2025年汉德车桥销量由53万根增至100万根，CAGR达23.22%，1H26销量增至57万根、同比+17.7%，延续高增趋势。

图表64：1H26法士特营收同比+10.47%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表65：1H26潍柴动力车桥销量同比+18%

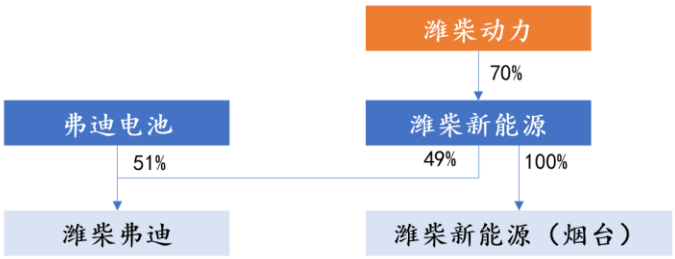


来源：公司公告，国金证券研究所

（3）三电系统：

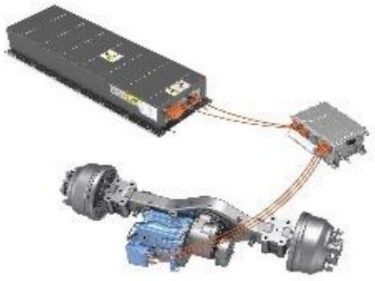
公司与弗迪成立合资公司切入新能源领域。技术层面，潍柴动力三电产品多项参数表现突出。公司自研刀片电池系统采用CTP无模组结构，整车最大电量达600kWh、系统减重100-200公斤，SOC 20%-80%快充仅需28分钟；电驱电控端，公司开发430-600kW大功率电机与高集成多合一控制器，整车电耗降低10%以上。此外，公司坚持纯电、燃料电池、混动及甲醇/氢内燃机多路线并举，技术储备充足，为新能源业务的持续增长提供坚实支撑。

图表66：公司携手弗迪布局电池领域



来源：爱企查，国金证券研究所

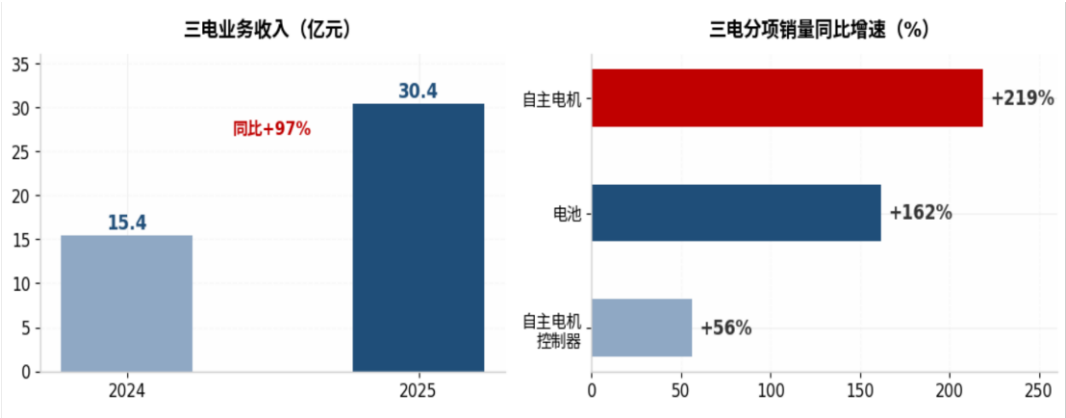
图表67：公司“电池、电机、电控”三电系统总成



来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年公司三电业务收入达到 30.4 亿元，同比+97%，自主电机/电池/电控销量分别同比+219%/162%/56%；1H26 公司新能源动力收入达到 25.8 亿元，同比+113%，三电业务延续高速增长趋势。

图表68：2025 年公司三电业务营收同比+97%



来源：公司公告，国金证券研究所

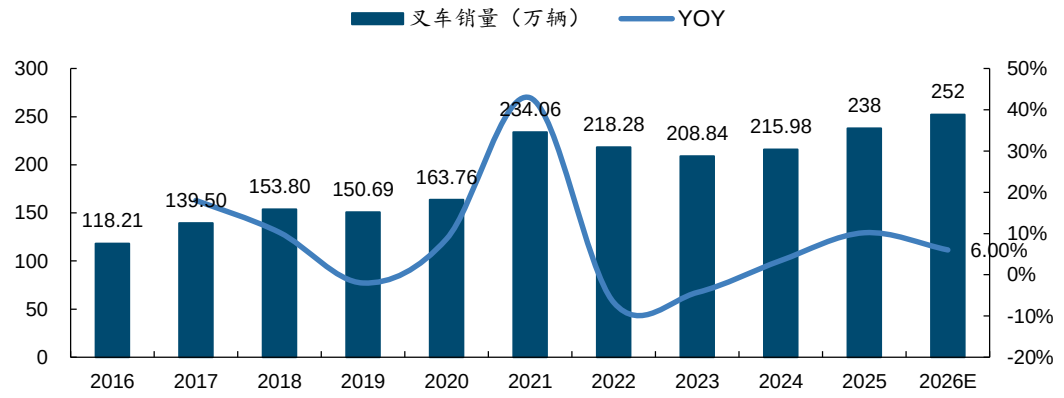
4、跨国工业装备：凯傲、雷沃竞争力强，智慧物流与农机收入持续提升

4.1 智慧物流：全球叉车市场扩容，凯傲全球龙头地位稳固

4.1.1 行业：叉车市场规模稳增，电动化驱动结构升级

全球叉车市场销量整体上行，行业规模稳中有升。2023 年起全球叉车销量持续增长，2025 年销量已达 238 万辆，2023-2025 年 CAGR 为 6.7%，市场需求随制造业扩张与仓储物流业发展稳步增长。根据 Interact Analysis 数据，2026 年全球叉车订单有望增长 6%达到 252 万辆，在 2025 年高基数的基础上延续扩张趋势。

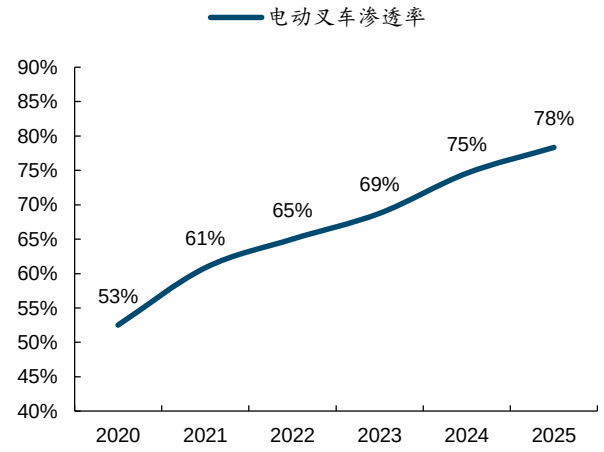
图表69：2026年全球叉车销量有望突破250万辆



来源：WITS，Interact Analysis，国金证券研究所

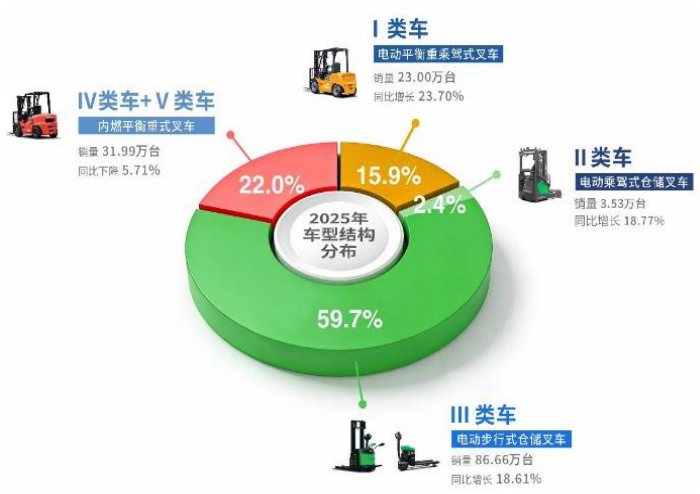
结构方面，电动化、锂电化已成为行业最主要的演进趋势。2020－2025年全球电动叉车渗透率由52.50%提升至78.33%；2025年全球电动平衡重叉车/电动仓储叉车销量分别同比+23.7%/+18.6%，而内燃叉车销量同比-5.7%，行业趋势利好具备自研电池与电动产品线的厂商。

图表70：2020-2025年全球电动叉车渗透率持续提升



来源：观研天下，国金证券研究所

图表71：2025年电动叉车渗透率达到78.33%

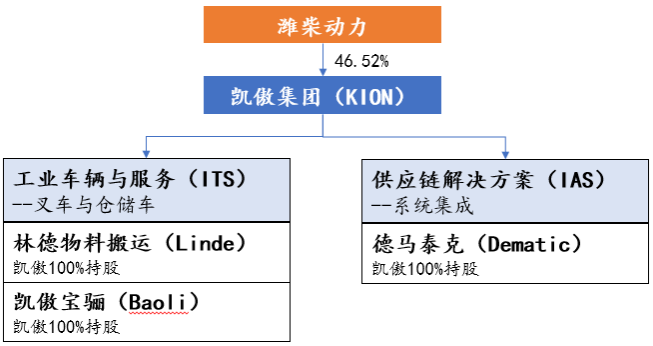


来源：杭叉集团公告，国金证券研究所

4.1.2 凯傲：全球智慧物流龙头，全球化+电动化打开增量空间

公司通过控股凯傲集团，完成在智慧物流板块的业务布局。凯傲集团业务包括工业车辆与服务（ITS）、供应链解决方案（IAS）两大主线，覆盖从叉车硬件到智能仓储系统的全链条智慧物流业务。

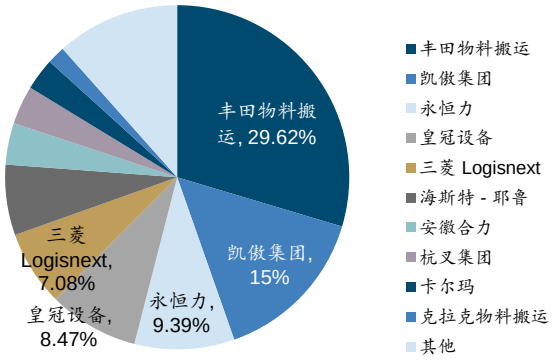
图表72：潍柴动力依托凯傲集团承接智慧物流业务



来源：iFinD，KION官网，国金证券研究所

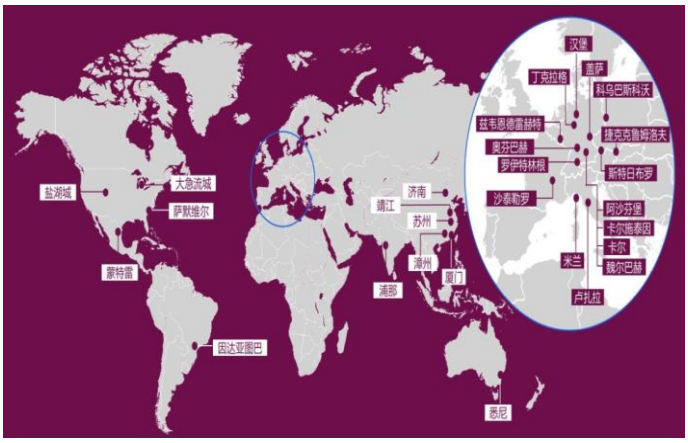
优势一：市场规模全球领先，全球化网络构筑核心竞争优势。根据 dhf Intralogistik 统计，2025 年凯傲集团叉车业务全球市场份额占比约 15%，位列全球第二，龙头地位稳固。截至 1H26，凯傲已在 11 个国家设立 28 处驻地，工厂、研发中心及销售网点遍布欧洲、亚洲、北美、澳洲等地，拥有覆盖全球主要市场的服务网络。

图表73：2025 年凯傲集团占全球叉车市场约 15% 份额



来源：dhf Intralogistik，国金证券研究所

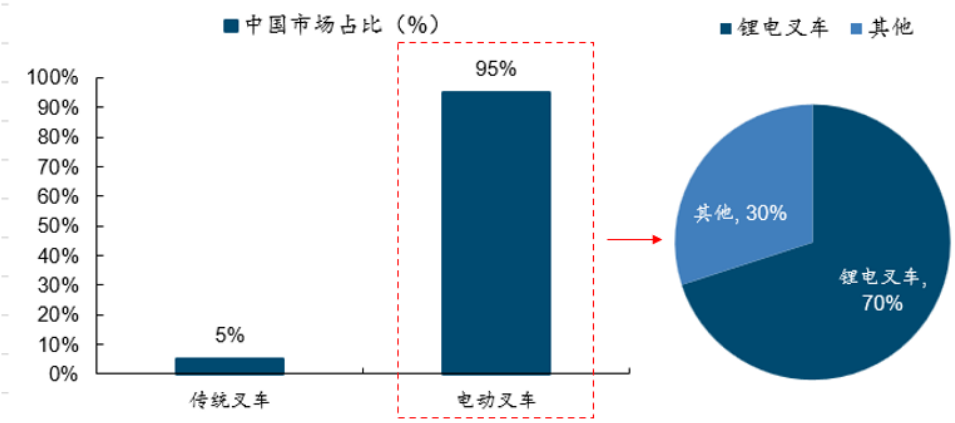
图表74：凯傲集团在 11 个国家拥有 28 个驻地



来源：KION 官网，国金证券研究所

优势二：具备自研电池能力，产品电动化程度高。凯傲集团持续推进产品电动化转型，集团旗下子公司宝骊的汽车产品电动化率已超过 90%。自研电池方面，公司新一代自研锂电池价格较上一代下降 65%，成本优势显著。2025 年公司在华销售叉车的电动化率已达 95%，其中锂电叉车占比超过 70%，伴随环保政策持续推动叉车电动化转型，公司市场份额有望持续提升。

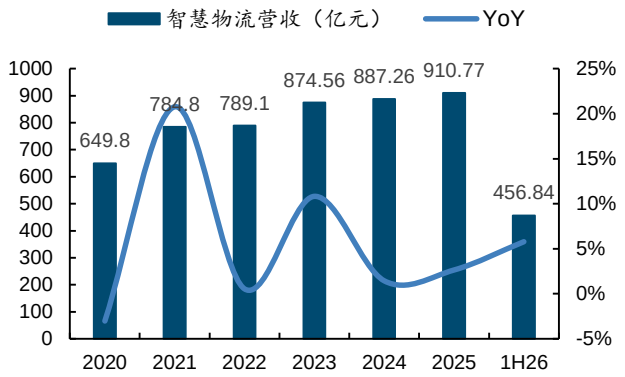
图表75：凯傲集团在中国销售的叉车产品中，95% 为电动叉车，锂电池叉车占比约 70%



来源：中新网，国金证券研究所

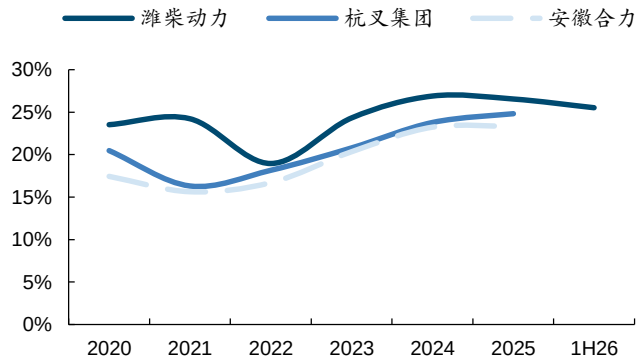
公司智慧物流板块收入稳增，盈利水平维持高位。2020-2025 年公司智慧物流业务营收由 650 亿元提升至 911 亿元，CAGR 为 7%；2024-1H26 业务毛利率维持在 25%以上，1H26 毛利率达 25.53%，较 2022 年低点回升约 6.6 pcts。我们认为，随着全球电动化叉车渗透率提升、公司市场份额优势巩固，未来潍柴动力智慧物流业绩有望延续中个位数增长趋势。

图表76：1H26公司智慧物流营收同比+5.79%



来源：iFinD，国金证券研究所

图表77：1H26公司智慧物流毛利率为25.53%，行业领先



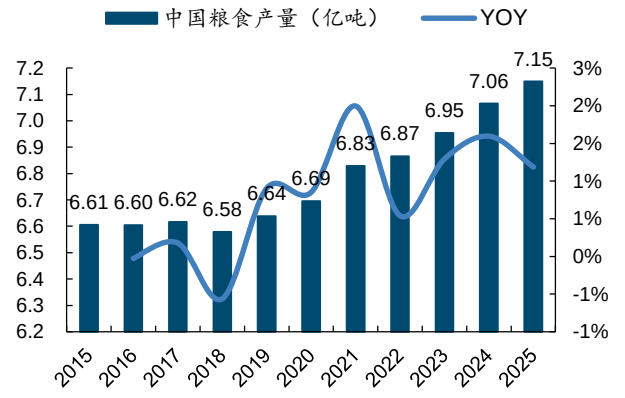
来源：iFinD，国金证券研究所 注：潍柴动力数据为智慧物流业务毛利率；安徽合力、杭叉集团数据为叉车及配件业务数据

4.2 农机：市场规模持续扩容，潍柴雷沃份额领先充分受益

4.2.1 行业：粮食增产与农业现代化共振，农机行业景气度持续上行

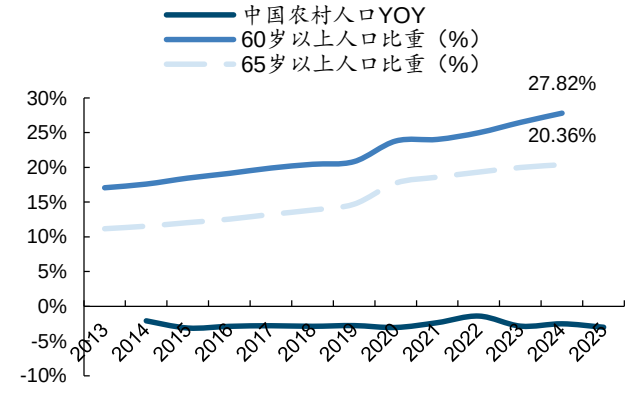
粮食增产与农村劳动力规模下降共同催化，农机智能化转型成为行业主要增量。2015 年以来，中国粮食产量稳步提升，2025 年中国粮食产量已达 7.15 亿吨（同比+1.19%）。劳动力方面，中国农村人口连续多年负增长，农村老龄化程度不断加深，2015-2025 年中国农村人口数量由 6 亿人降至 4.5 亿人，且下降趋势仍在延续。在粮食增产与劳动力短缺的双重压力下，农业规模化、农机现代化转型成为必选项。

图表78：2015-2025年中国粮食产量持续提升



来源：国家统计局，iFinD，国金证券研究所

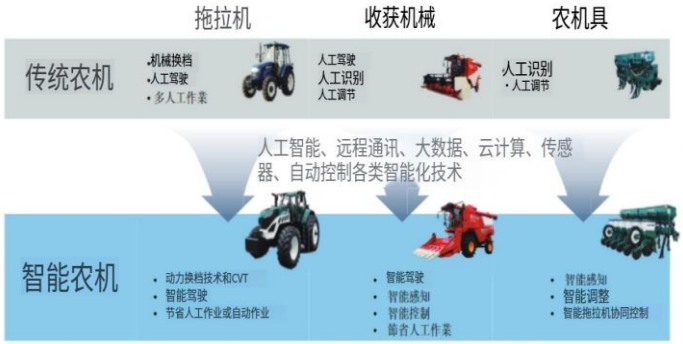
图表79：2013-2025年中国农村人口连续负增长，农村老龄化人口持续提升



来源：《中国农村养老形势及对策分析》，中国人口和就业统计年鉴，国家统计局，国金证券研究所

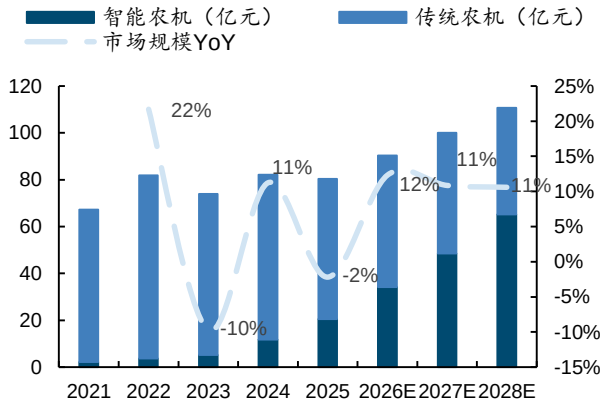
伴随传统农机向智能农机转型，市场购机需求持续释放。2021-2025 年中国农机市场规模由 67 亿元提升至 137 亿元，CAGR 为 4.55%；据潍柴雷沃招股说明书，2026 年中国农机市场规模有望突破 90.3 亿元，2026-2028E 年均增速在 10%以上，看好农机需求持续释放。

图表80：智能化为农机主要发展方向



来源：潍柴雷沃招股说明书，国金证券研究所

图表81：2026 年中国农机市场规模有望突破 90.3 亿元



来源：潍柴雷沃招股说明书，国金证券研究所

4.2.2 潍柴雷沃：农机份额行业领先，智能化带动长期收入提升

公司控股国内农机龙头潍柴雷沃，聚焦农业装备与智慧农业领域。2021 年 7 月潍柴动力收购潍柴雷沃 39.31%股份切入农机领域；截至 2026 年 10 月，潍柴动力、潍柴控股分别持有潍柴雷沃 61.10%、27.26%股份。

图表82：潍柴动力通过控股潍柴雷沃切入农机领域

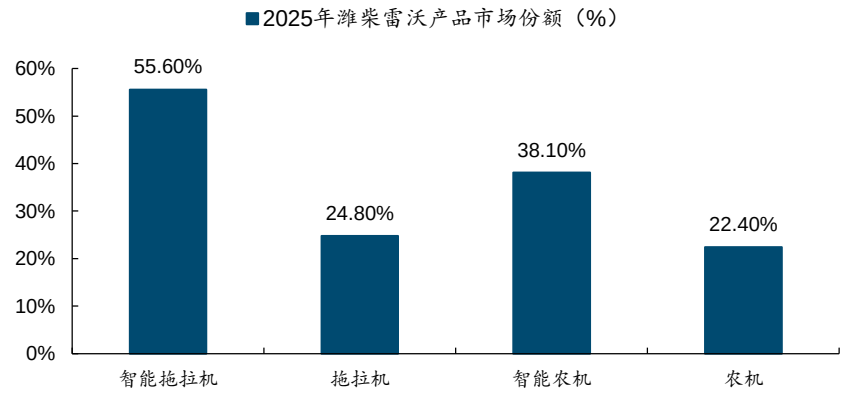


来源：潍柴雷沃公告，潍柴雷沃官网，国金证券研究所

作为中国领先的智慧农业整体解决方案服务商，潍柴雷沃业务覆盖拖拉机、收获机械与农机具的成套智能农机装备，覆盖从耕整、种植、田间管理、收获、秸秆处理到粮食烘干的农业生产全过程，重点聚焦高端化、智能化机型。

主力机型销量行业领先，公司产品结构持续高端化。2025 年潍柴雷沃主要产品市场份额表现亮眼，农机产品国内份额 22.4%，其中智能农机国内份额 38.1%。拖拉机品类国内份额 24.8%，智能拖拉机国内份额达 55.6%，上述份额均位居国内行业第一。结构方面，公司智能化产品的市占率显著高于同品类整体水平，公司在附加值最高的智能化细分市场中优势更为突出。

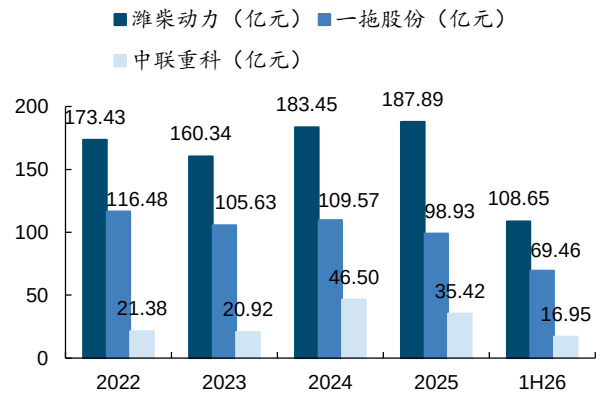
图表83：2025年潍柴雷沃主要产品市场份额表现亮眼



来源：潍柴雷沃招股说明书，国金证券研究所

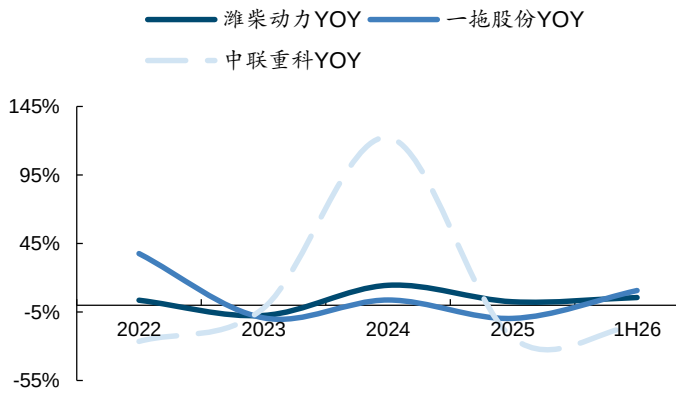
受益于产品向大马力、智能化机型升级，潍柴动力农业装备业务稳中向好。2025/1H26 公司农业装备营收分别同比+2.42%/+5.50%，收入规模处于行业领先水平。2022-2025 年公司农业装备毛利率维持在 13%-15%区间，行业领先。2022-2025 年公司农业装备海外收入占比由 6%提升至 13%，且海外业务毛利率约为国内业务毛利率的 2 倍，出海结构改善有助于公司毛利率中枢上移，看好潍柴农业装备营收与盈利水平稳健提升。

图表84：1H26潍柴动力农业装备营收达108.65亿元



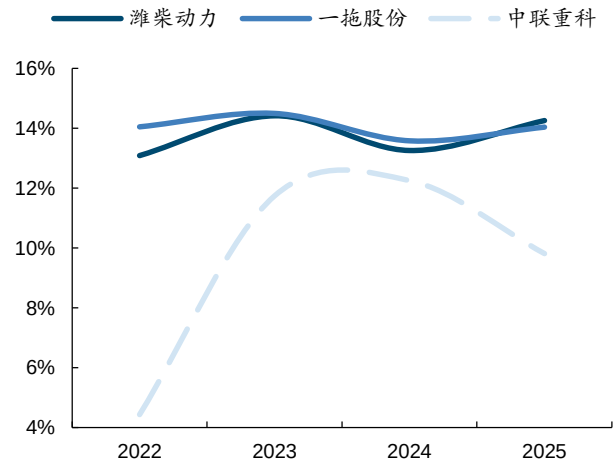
来源：iFinD，国金证券研究所 注：各公司数据均为农业装备业务收入

图表85：1H26潍柴动力农业装备营收同比+5.5%



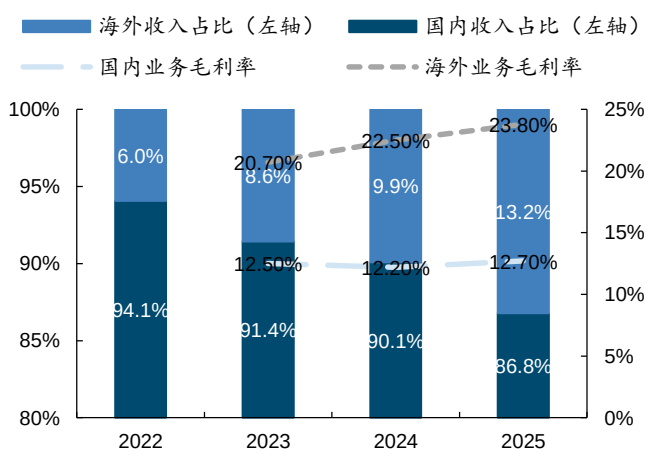
来源：iFinD，国金证券研究所 注：各公司数据均为农业装备业务收入增速

图表86：2025潍柴动力农业装备毛利率为14.26%



来源：iFinD，国金证券研究所 注：各公司数据均为农业装备业务毛利率（1H26

图表87：2022-2025年潍柴雷沃海外业务占比攀升



来源：iFinD，潍柴雷沃港股招股说明书，国金证券研究所

潍柴动力农业装备毛利率未披露）

5、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

（1）收入、毛利率预测：

■ 整车及关键零部件业务：

公司第一大业务板块是整车及关键零部件，该业务产品较多，主要包括发电产品（燃气内燃机、SOFC、柴油发电机）、传动发动机、重卡整车等，下游应用场景较广，不同应用场景的行业增速差异较大。

发电业务：

行业层面，受益 AI 数据中心资本开支扩张，北美电力需求大幅提升。气电是美国主要发电方式，当前全球头部燃机厂商 GEV、西门子能源、三菱重工订单爆发增长，订单排期已经超过 5 年。由于燃气轮机扩产节奏较慢，2024 年以来，海外燃机龙头的交付量增幅有限，而另一边新签订单又在创新高，燃气轮机的供需缺口在持续拉大，部分发电需求外溢到 SOFC、燃气内燃机等发电设备。2025 年 SOFC 龙头 BE 的设备在手订单 60 亿美元，同比+140%，2026 年更有 GW 级订单落地。燃气内燃机龙头瓦锡兰 26Q3 能源业务新签订单 14.21 亿欧元，同比+120.65%。此外，备用电源方面，全球柴发龙头康明斯的发电业务收入持续提升，发电业务 2023-2025 年收入增速分别为 2.41%/11.66%/17.56%，1-3Q26 收入同比+28.69%，收入加速提升，也验证了行业景气度上行。

- 公司：公司收购法国博杜安、战略投资美国 PSI、英国希锂斯公司，打造了“柴油发电+天然气发电+SOFC”全谱系发电产品，目前已迈入业绩兑现阶段。燃气内燃机方面，公司战略投资北美发动机厂商 PSI，2025 年 PSI 紧抓北美地区电力能源市场机遇，收入同比增长 51.68%。SOFC 领域，公司参股英国 SOFC 龙头希锂斯（Ceres）20%股权，公司规划力争 2026 年内实现 SOFC 量产落地。柴发领域，子公司博杜安柴油机已落地北美数据中心备用电源。2025 年公司 M 系列大缸径发电发动机销量突破 1 万台，1-3Q26 销量已超过 2025 年全年。其中，数据中心柴发产品增速更高，1-3Q26 销量超 2700 台，同比增长近 200%。我们预计 26-28 年公司发电业务收入有望保持高增速，毛利率有望持续提升。

重卡整车业务：

- 行业层面：受益旧车换新、清洁车型渗透率提升，重卡行业进入复苏周期。2025/1H26 中国重卡销量分别为 114.5/66.1 万辆，同比+26.94%/22.59%。未来，伴随存量替换、重卡结构转型需求持续释放，重卡销量有望稳健增长。根据高工产业研究院（GGII）预测，2030 年中国重卡销量有望突破 160 万辆，2025-2030 年 CAGR 达到 7%。
- 公司层面：潍柴动力通过控股陕重汽，布局重卡整车业务。1-9M26 陕汽集团重卡国内市场份额达到 14.82%，新能源重卡市场份额达到 8.2%，市场份额位居行业前列。2026 年，受天然气价格大幅上涨影响，天然气重卡销量受冲击，1H26 陕重汽收入同比仅仅增长 3.13%，26Q3 气价更高，销量受影响更大，我们保守预测 2026 年陕重汽收入呈 5%左右下滑，展望 27 年随着天然气供给约束逐步缓解，天然气重卡销量恢复，公司 27-28 年收入有望逐步恢复到个位数增长趋势。

传统发动机业务：

- 行业层面：发动机下游应用场景覆盖汽车、工程机械、农机、船舶等多元场景。在重卡复苏与汽车、工程机械等下游需求的带动下，动力系统行业持续增长。据 Mordor Intelligence 数据，2026 年全球内燃机市场规模有望达到 3166 亿美元，2026-2031 年 CAGR 为 5.73%。国内市场方面，据中国内燃机工业协会统计分析，受天然气价格上涨影响，天然气重卡、天然气重卡发动机销量均受冲击，2026 年 1-9 月，我国内燃机行业销量 3883.15 万台，同比-2.11%。展望明后年，随着天然气价恢复常态，我国内燃机销量有望恢复增长。
- 公司层面：潍柴动力柴油机销量稳居国内第一，天然气发动机市占率过半。公司在传统发动机赛道位居行业龙头，有望充分受益重卡行业复苏，传统发动机业绩持续改善。1H26 公司发动机销量 41.5 万台，同比+13.2%。但鉴于 26Q3 天然气价格上涨，行业销量出现下滑，并结合公司的行业龙头地位，我们保守预测 26 年公司传统发动机收入同比+1%，27-28 年分别增长 3%/3%。

结合上述分析，我们预测公司整车及关键零部件业务 26-28 年收入分别为 1116/1372/1644 亿元，分别同比+11.2/22.9%/19.8%，毛利率分别为 20.6%/21.5%/21.9%，27-28 年收入加速和毛利率小幅提升主要受益于高景气度的发电业务收入在 27 年开始放量，带动板块整体毛利率提升。

■ 智慧物流业务：

行业层面：电动化、锂电化推动全球叉车市场销量整体上行，行业规模稳中有升。2023 年起全球叉车销量持续增长，2025 年销量已达 238 万辆，2023-2025 年 CAGR 为 6.7%，市场需求随制造业扩张与仓储物流业发展稳步增长。根据 Interact Analysis 数据，2026 年全球叉车订单有望增长 6%达到 252 万辆，在 2025 年高基数的基础上延续扩张趋势，我们预计未来全球叉车销量有望长期保持稳健。

公司层面：公司通过控股凯傲集团，完成在智慧物流板块的业务布局。2025 年凯傲集团叉车业务全球市场份额占比约 15%，位列全球第二，公司龙头地位稳固。2020-2025 年公司智慧物流业务营收由 650 亿元提升至 911 亿元，CAGR 为 7%；2024-1H26 业务毛利率维持在 25%以上，1H26 毛利率达 25.53%，较 2022 年低点回升约 6.6 pcts。我们认为，随着全球电动化叉车渗透率提升、公司市场份额优势巩固，未来潍柴动力智慧物流业务收入有望延续中个位数增长趋势，2026-2028 年收入分别为 961/1009/1059 亿元，分别同比+5.5%/5.0%/5.0%、毛利率维持在 25.5%左右。

■ 农机业务：

行业层面：粮食增产与农村劳动力规模下降共同催化，农机智能化转型成为行业主要增量。2015 年以来，中国粮食产量稳步提升，2025 年中国粮食产量 7.15 亿吨（同比+1.19%）。劳动力方面，2015-2025 年中国农村人口数量由 6 亿人降至 4.5 亿人。在粮食增产与劳动力短缺的双重压力下，农业规模化、农机现代化转型成为必选项。伴随传统农机向智能农机转型，市场购机需求持续释放。2021-2025 年中国农机市场规模由 67 亿元提升至 137 亿元，CAGR 为 4.55%；据潍柴雷沃招股说明书，2026 年中国农机市场规模有望突破 90.3 亿元，2026-2028E 年增速在 10%以上，相对 21-25 年农机行业增速，未来 3 年农机市场规模有望呈加速增长趋势。

公司层面：1）收入：公司控股国内农机龙头潍柴雷沃，作为中国领先的智慧农业整体解决方案服务商，2025 年潍柴雷沃农机产品国内份额 22.4%，其中智能农机国内份额 38.1%，上述份额均位居国内行业第一。随着产品向大马力、智能化机型升级，潍柴动力农业装备业务稳中向好。2025/1H26 公司农业装备营收分别同比+2.42%/+5.50%，随着智能农机市场需求的持续提升，我们预计公司收入增长也有望呈小幅加速趋势，预计 2026-2028 年农机收入分别为 198/214/231 亿元，分别同比+5.5%/8%/8%。2）毛利率：2022-2025 年公司农业装备毛利率维持在 13%-15%区间，行业领先。2022-2025 年公司农业装备海外收入占比由 6%提升至 13%，且海外业务毛利率约为国内业务毛利率的 2 倍，出海结构改善有助于公司毛利率中枢上移，我们保守预测 26-28 年农机业务毛利率分别为 14.3%/14.5%/14.5%。

（2）费用率预测：

✓ 销售、管理费用率：2021 年以来，公司销售费用率、管理费用率整体呈下降趋势，未来随着公司收入端加速提升，公司费用摊薄效应将会逐步凸显，我们预计 26-28 年公司销售费用率为 5.3%/5.2%/5.2%，管理费用率为 4.8%/4.7%/4.7%。

✓ 研发费用率：过去 5 年，公司研发费用率维持在 3%-4%左右，展望未来，考虑到公司持续推进 SOFC、燃气发电机等新技术在 AIDC 领域应用，未来有望持续加大研发投入，26-28 年研发费用率预计为 3.60%/3.55%/3.55%，维持在较高水平。

综上：我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 2528/2871/3235 亿元，分别同比+9.1%/+13.6%/+12.7%；归母净利润分别为 149/180/213 亿元，分别同比+36%/+21%/+18%。

图表88：公司盈利预测

单位：亿元	2022	2023	2024	2025	1H26	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1751.58	2139.58	2156.91	2318.09	1231.63	2527.92	2870.81	3235.44
yoy	-13.9%	22.2%	0.8%	7.5%	8.8%	9.1%	13.6%	12.7%
毛利率	17.8%	21.1%	22.4%	21.5%	21.5%	22.2%	22.5%	22.7%
整车及关键零部件								
收入（亿元）	617.08	938.30	897.79	1004.11	516.31	1116.38	1372.44	1644.46
yoy	-40.8%	52.1%	-4.3%	11.8%	7.7%	11.2%	22.9%	19.8%

单位：亿元	2022	2023	2024	2025	1H26	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.3%	19.1%	19.5%	17.8%	20.2%	20.6%	21.5%	21.9%
智慧物流								
收入（亿元）	789.10	874.56	887.26	910.77	456.84	960.86	1008.90	1059.35
yoy	0.5%	10.8%	1.5%	2.6%	5.8%	5.5%	5.0%	5.0%
毛利率	19.0%	24.3%	26.9%	26.6%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
农业装备								
收入（亿元）	173.43	160.34	183.45	187.89	108.65	198.22	214.08	231.20
yoy		-7.5%	14.4%	2.4%	5.5%	5.5%	8.0%	8.0%
毛利率	13.1%	14.4%	13.3%	14.3%		14.3%	14.5%	14.5%
其他零部件								
收入（亿元）	94.06	78.61	100.89	118.76	82.34	136.58	150.23	165.26
yoy	-28.0%	-16.4%	28.3%	17.7%	22.1%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.9%	27.4%	28.7%	27.2%		27.2%	27.2%	27.2%
其他								
收入（亿元）	77.90	87.79	87.51	96.57	67.49	115.88	125.15	135.16
yoy	1.2%	12.7%	-0.3%	10.4%	35.1%	20.0%	8.0%	8.0%
毛利率	14.7%							

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议

北美 AIDC 建设加剧电力消耗，叠加燃机产能不足，SOFC、燃气内燃机有望快速补位，承接外溢发电需求。当前海外 SOFC、燃气内燃机，以及备用电源柴发龙头公司订单均加速增长，验证了行业高景气度。公司目前已经打造了“柴油发电+天然气发电+SOFC”全谱系发电产品，目前已加速迈入业绩兑现阶段。1-3Q26 公司数据中心柴发产品销量超 2700 台，同比增长近 200%。此外，在重卡整车、传统发动机、农机、智慧物流行业未来 2-3 年行业处于稳健增长趋势，公司凭借行业龙头地位也有望实现同步提升。

公司业务涉及领域较广，我们选取重卡领域的中国重汽和一汽解放（重卡整车）；物流领域的杭叉集团（叉车）；SOFC 领域的三环集团（SOFC 隔膜板）；柴发领域的潍柴重机和科泰电源（柴发机组）作为可比公司。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 2528/2871/3235 亿元，归母净利润分别为 149/180/213 亿元，分别同比+36%/+21%/+18%，当前市值对应 PE 为 11X/9X/7X。考虑到公司的行业龙头地位和业务成长性，我们给予公司 27 年 12 倍 PE，对应目标价 24.99 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表89：可比公司估值表

代码	名称	市值	归母净利润（亿元）					PE				
		（亿元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
000951.SZ	中国重汽	234.10	14.80	16.66	20.32	24.43	29.33	15.82	14.05	11.52	9.58	7.98
000800.SZ	一汽解放	255.90	6.22	7.25	7.49	13.97	15.61	41.11	35.32	34.16	18.32	16.40
603298.SH	杭叉集团	301.00	20.13	21.91	23.62	26.97	30.48	14.95	13.74	12.74	11.16	9.88
300408.SZ	三环集团	1258.00	21.90	26.18	52.36	81.43	100.31	57.43	48.04	24.03	15.45	12.54
000880.SZ	潍柴重机	78.02	1.45	2.40	3.20	4.49	5.82	53.87	32.50	24.38	17.38	13.41
300153.SZ	科泰电源	60.32	0.35	0.51	2.56	4.08	4.90	172.34	118.41	23.56	14.78	12.31
平均数								59.26	43.68	21.73	14.44	12.09
000338.SZ	潍柴动力	1571.00	114.03	109.31	148.94	179.90	212.59	13.78	14.37	10.55	8.73	7.39

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：可比公司盈利预测采用 wind 一致预期，估值日期为 2026 年 11 月 20 日

6、风险提示

- 全球 AIDC 扩张进度不及预期。美国中期选举后，AI 数据中心扩张的政治与监管成本上升，如果美国数据中心的建设和科技公司的资本开支增速放缓，可能会减少全球电

量消耗，影响发电设备需求，可能导致公司发电业务增长不及预期。

- 电力设备外溢需求不及预期。当前全球头部燃气轮机厂商制定了扩产规划，如果未来3-5年燃机产能加速释放，可能会导致对SOFC、燃气内燃机的外溢需求不及预期。
- SOFC量产落地不及预期。公司的SOFC业务正在加速建设产线，力争26年内实现量产落地。如果SOFC在建产能落地晚于预期，可能会影响订单和交付节奏。
- 重卡销量不及预期。2026Q3受气价上涨影响、燃气重卡经济性优势弱化，如果未来油气价差持续收窄，可能会影响公司天然气重卡销量。
- 汇率波动风险。公司近年来持续拓展海外市场，外销占比在50%左右，如果人民币汇率变化幅度较大，可能会导致公司业绩波动。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**213,958**	**215,691**	**231,809**	**252,792**	**287,081**	**323,544**
增长率	22.2%	0.8%	7.5%	9.1%	13.6%	12.7%
主营业务成本	-168,842	-167,305	-182,027	-196,657	-222,403	-250,236
%销售收入	78.9%	77.6%	78.5%	77.8%	77.5%	77.3%
毛利	45,116	48,386	49,782	56,135	64,678	73,308
%销售收入	21.1%	22.4%	21.5%	22.2%	22.5%	22.7%
营业税金及附加	-749	-707	-842	-986	-1,091	-1,197
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-13,410	-12,485	-13,621	-13,398	-14,928	-16,824
%销售收入	6.3%	5.8%	5.9%	5.3%	5.2%	5.2%
管理费用	-9,457	-10,259	-12,001	-12,134	-13,493	-15,207
%销售收入	4.4%	4.8%	5.2%	4.8%	4.7%	4.7%
研发费用	-8,045	-8,299	-8,284	-9,101	-10,191	-11,486
%销售收入	3.8%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润（EBIT）	13,456	16,634	15,033	20,516	24,974	28,594
%销售收入	6.3%	7.7%	6.5%	8.1%	8.7%	8.8%
财务费用	-560	-231	454	-108	30	191
%销售收入	0.3%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-1,486	-1,575	-1,180	-1,058	-1,031	-1,034
公允价值变动收益	-363	123	-226	60	60	60
投资收益	746	421	450	1,750	800	1,000
%税前利润	5.7%	2.4%	2.8%	7.9%	3.1%	3.3%
营业利润	12,905	17,428	16,074	21,960	25,833	30,011
营业利润率	6.0%	8.1%	6.9%	8.7%	9.0%	9.3%
营业外收支	246	-106	140	210	240	250
税前利润	13,151	17,322	16,214	22,170	26,073	30,261
利润率	6.1%	8.0%	7.0%	8.8%	9.1%	9.4%
所得税	-1,940	-3,044	-2,534	-3,680	-4,172	-4,781
所得税率	14.7%	17.6%	15.6%	16.6%	16.0%	15.8%
净利润	11,212	14,278	13,680	18,489	21,901	25,480
少数股东损益	2,198	2,874	2,750	3,595	3,911	4,221
归属于母公司的净利润	**9,014**	**11,403**	**10,931**	**14,894**	**17,990**	**21,259**
净利率	4.2%	5.3%	4.7%	5.9%	6.3%	6.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	11,212	14,278	13,680	18,489	21,901	25,480
少数股东损益	2,198	2,874	2,750	3,595	3,911	4,221
非现金支出	13,475	14,301	14,778	14,502	17,358	20,941
非经营收益	1,461	3,163	1,992	-1,374	-444	-709
营运资金变动	1,340	-5,601	-1,722	-1,883	-2,313	-3,452
经营活动现金净流	**27,488**	**26,141**	**28,728**	**29,734**	**36,503**	**42,260**
资本开支	-6,910	-6,600	-6,670	-10,733	-9,160	-13,650
投资	774	-22,460	-10,673	-170	-40	-340
其他	399	149	715	1,550	600	800
投资活动现金净流	**-5,737**	**-28,911**	**-16,628**	**-9,353**	**-8,600**	**-13,190**
股权募资	92	0	0	0	0	0
债权募资	-8,492	-8,801	-7,812	-5,050	1,500	1,600
其他	-4,629	-5,037	-10,509	-9,722	-11,154	-13,007
筹资活动现金净流	**-13,029**	**-13,838**	**-18,320**	**-14,771**	**-9,654**	**-11,407**
现金净流量	**8,876**	**-16,620**	**-5,791**	**5,610**	**18,248**	**17,663**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	92,857	72,067	68,713	72,727	89,856	106,734
应收款项	41,726	47,306	51,918	53,987	57,377	62,005
存货	37,930	35,675	35,236	39,601	43,591	47,703
其他流动资产	25,412	29,701	30,658	33,898	40,516	46,976
流动资产	197,925	184,750	186,524	200,213	231,340	263,418
%总资产	59.2%	53.7%	50.8%	52.8%	57.5%	61.5%
长期投资	23,917	28,053	34,027	34,287	34,287	34,287
固定资产	51,527	53,804	58,338	59,004	61,170	62,286
%总资产	15.4%	15.6%	15.9%	15.6%	15.2%	14.5%
无形资产	48,224	47,136	47,933	48,817	49,478	50,093
非流动资产	136,322	159,130	180,952	178,715	171,239	164,682
%总资产	40.8%	46.3%	49.2%	47.2%	42.5%	38.5%
资产总计	**334,247**	**343,879**	**367,476**	**378,928**	**402,579**	**428,100**
短期借款	16,949	22,772	15,915	10,745	10,745	10,745
应付款项	95,661	100,795	112,516	120,476	128,727	136,407
其他流动负债	33,605	31,272	33,104	34,531	37,909	41,615
流动负债	146,215	154,839	161,534	165,751	177,381	188,767
长期贷款	17,908	8,517	11,052	8,052	7,552	7,152
其他长期负债	57,439	58,565	63,827	64,448	65,466	66,827
负债	221,561	221,921	236,414	238,252		
普通股股东权益	79,335	86,696	93,190	99,209	106,801	115,755
其中：股本	8,727	8,727	8,714	8,714	8,714	8,714
未分配利润	55,184	59,850	63,798	70,001	77,493	86,346
少数股东权益	33,351	35,262	37,872	41,467	45,378	49,599
负债股东权益合计	**334,247**	**343,879**	**367,476**	**378,928**	**402,579**	**428,100**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.033	1.307	1.254	1.724	2.082	2.460
每股净资产	9.091	9.935	10.695	11.482	12.361	13.397
每股经营现金净流	3.150	2.996	3.297	3.412	4.189	4.850
每股股利	0.971	1.463	0.732	0.997	1.205	1.424
回报率						
净资产收益率	11.36%	13.15%	11.73%	15.01%	16.84%	18.37%
总资产收益率	2.70%	3.32%	2.97%	3.93%	4.47%	4.97%
投入资本收益率	7.14%	8.35%	7.51%	9.94%	11.33%	12.04%
增长率						
主营业务收入增长率	22.15%	0.81%	7.47%	9.05%	13.56%	12.70%
EBIT 增长率	221.80%	23.62%	-9.63%	36.47%	21.73%	14.49%
净利润增长率	83.77%	26.51%	-4.15%	36.26%	20.79%	18.17%
总资产增长率	13.82%	2.88%	6.86%	3.12%	6.24%	6.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.5	46.2	51.4	50.0	45.0	42.0
存货周转天数	77.1	80.3	71.1	75.0	73.0	71.0
应付账款周转天数	114.2	128.9	126.4	130.0	125.0	120.0
固定资产周转天数	75.2	80.0	84.5	77.6	70.5	63.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.76%	-41.12%	-37.65%	-42.31%	-49.39%	-54.69%
EBIT 利息保障倍数	24.0	72.1	-33.1	189.2	-832.8	-149.7
资产负债率	66.29%	64.53%	64.33%	62.88%	62.20%	61.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	15	19	42	67
增持	1	5	9	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.25**	**1.32**	**1.19**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究