

天润工业（002283）

国内重卡曲轴龙头，AIDC 驱动二次成长

重卡曲轴国内绝对龙头地位，商用车出口趋势支撑主业稳健增长。

公司于 1969 年进入曲轴领域，为国内重卡曲轴龙头，目前主要产品包括曲轴、连杆、铸锻件、空气悬架等，其中，公司在曲轴连杆方面处于行业领先地位，在国内重型发动机曲轴市占率达 60%，柴油轻型发动机曲轴市占率 42%，此外公司还是国内最大的中重型商用车胀断连杆生产商。客户端，公司在国内与潍柴、玉柴、重汽等核心客户保持长期深度合作，对主流商用车发动机配套率超 95%，同时供应戴姆勒、卡特彼勒、康明斯等全球头部发动机主机厂。2026Q1 中国重卡销量 30.8 万辆，同比增长 20%。公司作为重卡发动机供应商核心受益，2026Q1 实现营收 12.7 亿元，同比+26%，归母净利润 1.5 亿元，同比+48%，归母净利率达 11.5%，同比+1.7pct。

深度受益数据中心建设需求，AIDC 驱动二次成长。

AI 浪潮下，全球数据中心建设加速，用电量预计快速增长，根据 IEA 预测，2030 年全球数据中心耗电量将快速提升至 945TWh，相较 2024 年实现翻倍以上增长。而柴油发电机和天然气发电机组作为数据中心供电设备，需求量持续上行，根据 GMI 数据，全球柴油发电机组市场规模在 2024 年估计为 368 亿美元，预计到 2034 年将达到 736 亿美元。同时，发电机组也将由低缸数/小功率向多缸数/大功率升级。天润工业依托在重卡领域曲轴、连杆的丰富经验和龙头优势，切入大缸径发动机曲轴连杆生产，后续大机业务有望为核心增量，2025 年公司大缸径曲轴与连杆业务收入 4.1 亿元，同比+53%。截至 2025 年底，公司已有 1.6 万支大机曲轴产能，2026 年，公司将加大相关投入，整体资本开支预计约 7 亿元，其中 4 亿元投向大缸径曲轴、连杆及锻造毛坯产线，产能扩建与升级实力突出，有望充分承接重卡出口及 AIDC 赛道高景气增量订单。

前瞻布局新兴业务，打造多成长曲线。

除了曲轴连杆核心业务外积极拓展高附加值业务，①空气悬架已进入主流商用车供应链，2025 年收入 3.1 亿元，占比 7.6%。②2024 年公司布局天然气喷射系统，2026 年有望规模化供货。③通过合资公司切入商用车电动转向（EPS），同步布局电驱桥业务，适配新能源商用车趋势。④2025 年收购山东阿尔泰切入铝合金压铸件赛道，完善轻量化零部件布局，新兴业务逐步贡献业绩增量。

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年实现收入 50/57/64 亿元，同比+24%/+12%/+13%，实现归母净利润 5.0/5.9/7.2 亿元，同比+35%/+19%/+21%，公司有望依托重卡领域产品和客户优势，持续拓展大缸径发电机领域，后续具有良好的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级

风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动风险、新产品拓展不及预期风险、产能扩张不及预期、股价波动风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,616.53	4,070.58	5,034.48	5,655.10	6,364.33
增长率(%)	(9.73)	12.55	23.68	12.33	12.54
EBITDA(百万元)	950.31	1,065.13	955.38	1,092.11	1,244.19
归属母公司净利润(百万元)	332.50	367.81	495.07	589.97	716.60
增长率(%)	(14.92)	10.62	34.60	19.17	21.46
EPS(元/股)	0.29	0.32	0.43	0.52	0.63
市盈率(P/E)	32.56	29.43	21.87	18.35	15.11
市净率(P/B)	1.79	1.77	1.72	1.68	1.62
市销率(P/S)	2.99	2.66	2.15	1.91	1.70
EV/EBITDA	5.39	5.76	10.96	9.41	8.46

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2026 年 06 月 11 日

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	9.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,139.46
流通 A 股股本(百万股)	1,002.83
A 股总市值(百万元)	10,824.84
流通 A 股市值(百万元)	9,526.85
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	26.14
一年内最高/最低(元)	13.24/5.45

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
李俊漾	联系人
lijunyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《天润工业-年报点评报告:业绩增速稳健符合预期，第二主业空气悬架进展迅速》 2022-03-21
- 《天润工业-季报点评:业绩符合预期，空气悬架第二主业快速增长》 2021-10-25
- 《天润工业-年报点评报告:20 年空悬收入超半亿，21Q1 盈利预增 80-110%》 2021-03-30

内容目录

1. 国内重卡曲轴龙头，多元化布局新兴业务.....	4
1.1. 公司为重卡曲轴龙头，近年强化多业务布局	4
1.2. 股权结构兼具集中度和流动性	5
1.3. 财务表现稳健，大机业务为新增长点.....	6
2. 深度受益数据中心建设，AIDC 驱动二次成长.....	9
2.1. 曲轴为内燃机核心部件，下游受 AIDC 需求驱动.....	9
2.2. 深度卡位全球主机，资金及扩产动力强	11
2.3. 产能持续建设，为业绩释放奠基.....	11
3. 主业受益重卡出海，多维布局前瞻业务.....	12
3.1. 重卡周期筑底回升，核心受益出海高景气度	12
3.2. 受益燃气重卡需求，天然气喷射系统逐步实现批量供货	13
3.3. 电驱桥能效与经济优势明显，新能源配套打开成长空间	14
4. 盈利预测.....	15
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	6
图 3：公司 2020-2025 年营业收入及同比增速.....	6
图 4：公司 2020-2025 年归母净利润及同比增速	6
图 5：公司 2020-2025 年主营收入结构	7
图 6：公司 2020-2025 年整体利润率（毛利率、净利率）	7
图 7：公司 2020-2025 年分业务毛利率	7
图 8：公司 2020-2025 年费用率	8
图 9：公司 2020-2025 年海外收入及占比.....	8
图 10：公司 2020-2025 年国内外利润率对比	8
图 11：内燃机的原理图	9
图 12：曲轴结构图.....	9
图 13：2020-2030 年全球数据中心电力消耗	9
图 14：数据中心成本结构	10
图 15：配套基建中柴油发电机组成本占数据中心总体成本比例较高	10
图 16：2015-2026 年一季度中国重卡销量情况（单位：万辆）	12
图 17：2019-2026 年一季度中国传统能源重卡+出口销量及占比	12
图 18：近 5 年中国重卡出口销量情况（单位：万辆）	12
图 19：东盟主要国家中重卡市场规模和中国出口量（单位：万辆）	12
图 20：国内天然气重卡销量与渗透率	13

图 21: 康明斯 13L 天然气发动机 EMM 混合器下线仪式	13
图 22: 电驱桥结构示意图	14
图 23: 电驱桥用量和渗透率	14
表 1: 公司主营业务	5
表 2: 卡特、潍柴发电机主流机型	10
表 3: 全球维度大缸径曲轴供应商	11
表 4: 公司大机产品产能	11
表 5: 天润工业盈利预测表	15

1. 国内重卡曲轴龙头，多元化布局新兴业务

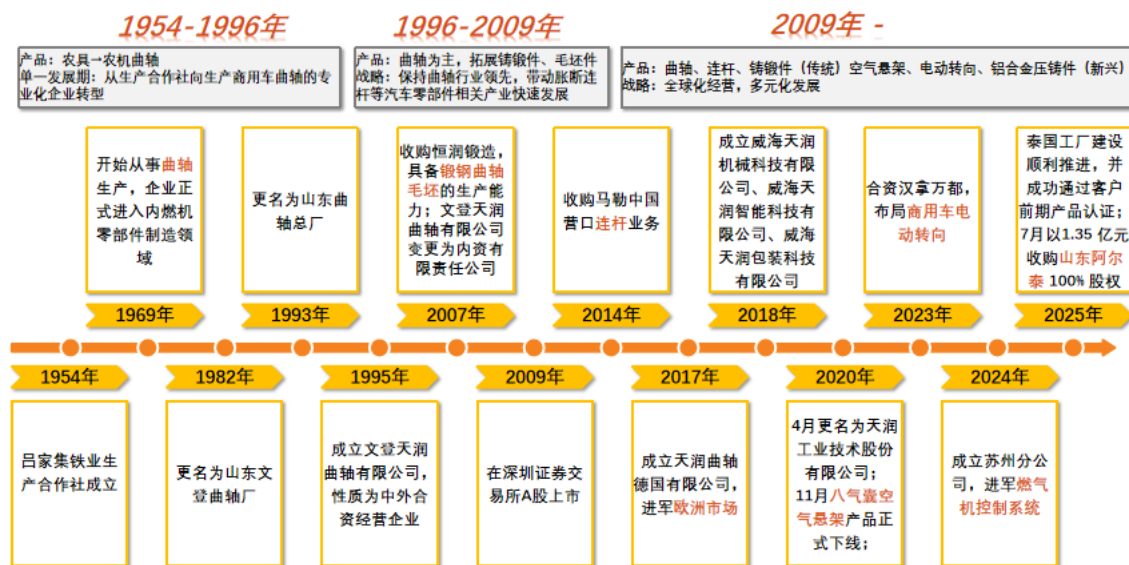
1.1. 公司为重卡曲轴龙头，近年强化多业务布局

公司为国内重卡曲轴、连杆龙头。天润工业前身为 1954 年成立的吕家集铁业生产合作社，以农具制造为起点，1969 年，公司正式涉足曲轴生产，切入内燃机零部件赛道；1995 年改制为中外合资企业，成立文登天润曲轴有限公司。1996-2009 年公司聚焦曲轴主业，2007 年收购恒润锻造，具备锻钢曲轴毛坯生产能力，打通了产业链上游环节；2009 年在深圳证券交易所 A 股上市；2014 年，公司收购马勒中国营口连杆业务，将产品矩阵延伸至连杆领域，进一步巩固了在内燃机核心零部件的龙头地位。

2014 年后公司加强全球化拓展和多元化产品布局，2017 年成立天润曲轴德国有限公司，正式进军欧洲市场；2020 年，公司更名为天润工业技术股份有限公司，同年八气囊空气悬架产品正式下线，标志着向非传统动力系统零部件的突破。2023 年，公司与汉拿万都合资设立子公司，切入商用车电动转向领域。2024 年成立苏州分公司，进军燃气机控制系统，进一步拓宽应用场景。2025 年，企业国际化战略迈出重要一步，泰国工厂建设顺利推进，并成功通过客户前期产品认证；7 月，以 1.35 亿元收购山东阿尔泰 100% 股权，布局铝合金压铸件业务，完善轻量化零部件矩阵。

当前，**公司已在核心业务领域形成显著优势，重型发动机曲轴市场占有率高达 60%，柴油轻型发动机曲轴市场占有率为 42%**，充分受益于下游 AIDC 建设带来的大机曲轴、连杆增量需求。同时，布局有空气悬架、电动转向、铝合金压铸件等新兴业务，支撑中长期维度成长。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报等，天风证券研究所

曲轴连杆为基盘，布局空悬、燃油喷射系统等业务。公司第一主业聚焦曲轴、连杆及铸锻件业务，曲轴由母公司及潍坊天润曲轴、泰润工业科技运营，产品覆盖大缸径曲轴、重型/中型/轻型及乘用车发动机曲轴，“天”牌为中国公认名牌产品，国内主流商用车发动机配套率超 95%，深度配套国内外知名主机厂并远销 20 余个国家和地区。连杆业务由同一主体协同开展，公司为国内最大中重型商用车胀断连杆生产商，产品覆盖大缸径连杆、中重型/轻型发动机连杆及工程机械类连杆，与曲轴形成核心零部件配套协同。铸锻件业务由多家子公司分工运营，铸件、锻件、非曲轴连杆类铸锻件成品覆盖发动机、机器人、新能源汽车等领域，部分产品实现进口替代，客户资源优质且行业地位突出。

空气悬架已进入国内主流商用车企供应链。公司空气悬架业务由控股子公司天润智能控制

系统集成主导，依托专业技术团队与母公司制造能力实现产研销一体化，建成国内先进的MTS 空气悬架实验室，产品包括商用车空气悬架、工程车橡胶悬架、乘用车电控悬架等，业务体量持续拓展。

表 1：公司主营业务

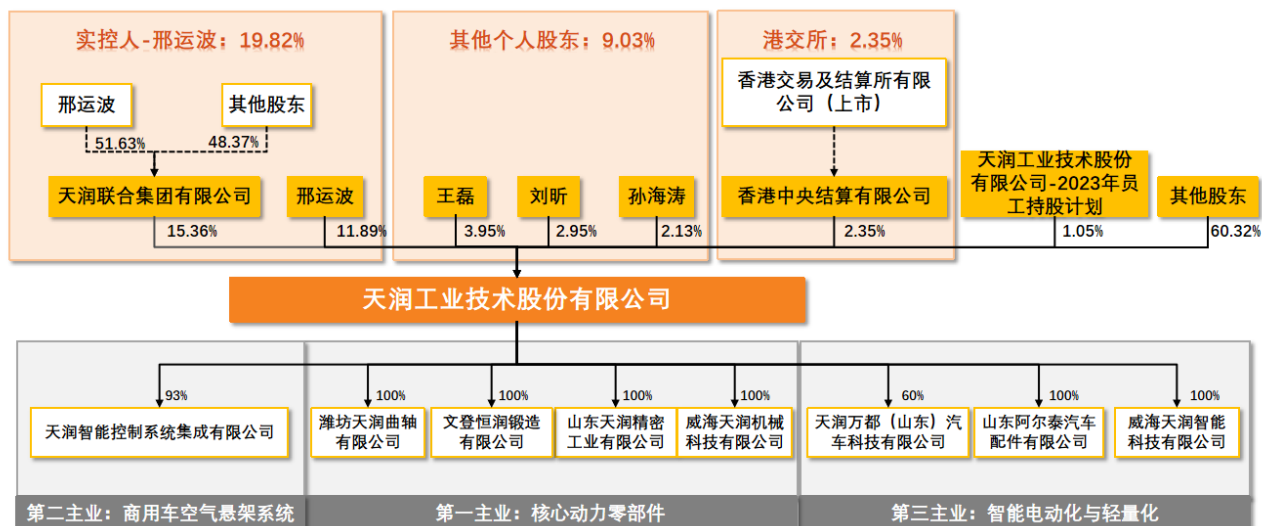
业务板块	产品	图例	配套厂商
第一主 业	曲轴	大缸径曲轴	潍柴动力、重汽、一汽、东风商用车、上汽、广西玉柴、中船动力、福田、三一重工、戴姆勒、卡特彼勒、康明斯、沃尔沃等国内外著名主机厂
		重型发动机曲轴	
		中型发动机曲轴	
		轻型发动机曲轴	
		乘用车发动机曲轴	
	连杆	大缸径连杆	潍柴、康明斯、上菲红、上海新动力、一汽锡柴、广西玉柴、东风龙擎、三一重工、苏州新昇普、汉马科技、戴姆勒卡客车、卡特彼勒、沃尔沃、MAN、道依茨等国内外主机厂
		中重型发动机连杆	
		轻型发动机连杆	
		工程机械类连杆等	
	铸锻件（毛坯及成品）	发动机类铸件毛坯及成品	卡特彼勒、沃尔沃、邦飞利、康迈尔、中国重汽、格林策巴赫、戴姆勒、潍柴动力、世达科、中油济柴、银川威力、西安双特、法士特、奇威特、豪顿华、威鹏晟等
第二主 业		机器人铸件毛坯及成品	
		工程机械类铸件毛坯及成品	
		商用车制动、变速箱、空气悬架、底盘类各种铸件毛坯	
		风电减速器类铸件	
第三主 业		真空泵壳体、燃气热泵泵壳及机床类铸件等	
	空气悬架	卡车底盘空气悬架系统	中国重汽、一汽解放、东风华神、福田汽车、安徽华菱、安徽柳工、安徽开乐等
		半挂车空气悬架系统	
		工程车橡胶悬架系统	
		卡车驾驶室悬架系统	
第三主 业		乘用车悬架系统等	
	其他业务	自动化装备和技术服务、包装箱产品的生产和销售、多种模具和工装制作	

资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

1.2. 股权结构兼具集中度和流动性

实控人持股比例接近 20%，其余股东较为分散。公司创始人及董事长邢运波直接持有公司 11.89% 股份，并通过控股天润联合集团（邢运波持股 51.63%）实现间接持股约 7.93%，合计持股比例 19.82%。公司其他主要股东包括个人大股东王磊、刘昕、孙海涛（分别持股 3.95%/2.95%/2.13%）、香港中央结算有限公司（2.35%）、2023 年员工持股计划（1.05%）以及其他股东（60.32%），整体来说，实控人持股比例较高，其他股东持股分散，股权结构兼具集中度和流动性。

图 2：公司股权结构

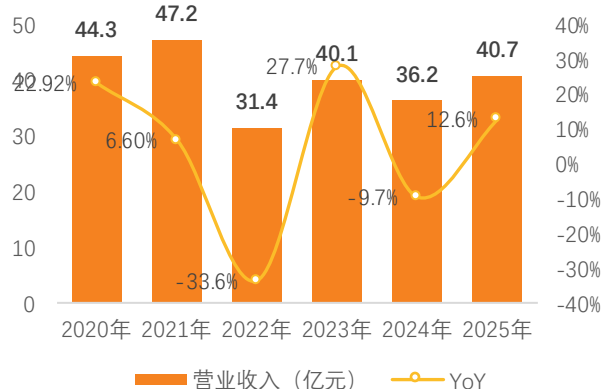


资料来源：同花顺 iFind，公司公告，上海证券报，天风证券研究所

1.3. 财务表现稳健，大机业务为新增长点

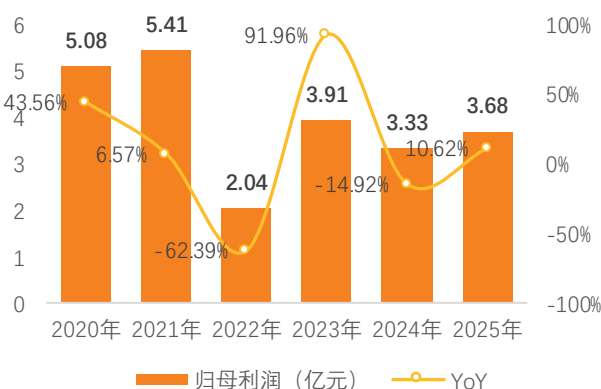
公司营收表现与商用车周期相关，2025 年增长稳健。公司作为国内最大的曲轴专业生产及中重型商用车胀断连杆生产企业，受商用车需求周期影响。2022 年，重卡政策对前期需求透支叠加疫情扰动，下游主机厂进入主动去库存，导致国内重卡销量同比下滑 52%，受此影响，公司全年营收 31.4 亿元，同比-33.6%，利润端受产能利用率下滑等影响，归母净利润 2.04 亿元，同比-62.4%。2025 年，需求端商用车行业表现出色，同时 AIDC 建设带动大机业务增长明显，叠加公司并表新业务，业绩实现稳健增长，公司实现营收 40.7 亿元，同比增长 12.6%；归母净利润 3.68 亿元，同比增长 10.62%。**细分来看**，下游需求端，国内重卡销量同比增长 27%，传统曲轴、连杆业务随主机厂装机需求回暖实现稳健增长；业务端，曲轴毛坯及铸锻件业务营收 3.23 亿元，同比增长 121.47%，主要因收购山东阿尔泰后新增铝铸件业务，带动产销规模显著提升；**大缸径曲轴与连杆业务收入 4.10 亿元，同比增长 53%，成为重要增量来源。**

图 3：公司 2020-2025 年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司 2020-2025 年归母净利润及同比增速

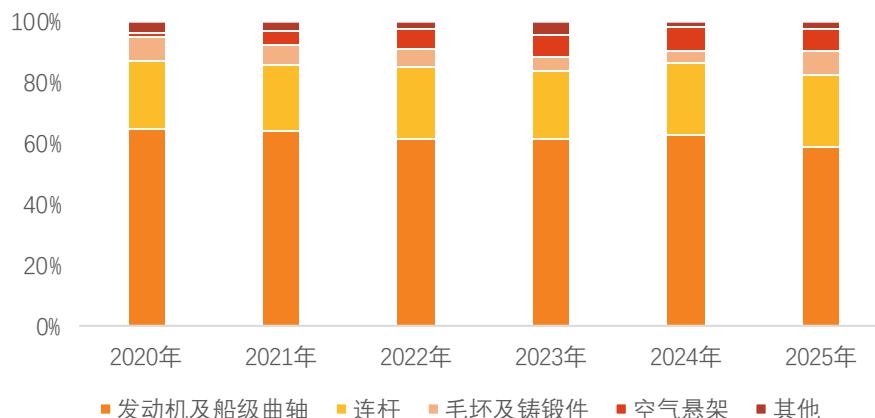


资料来源：Wind，天风证券研究所

曲轴连杆为收入支柱，新业务占比小幅提升。公司收入以动力核心零部件为基本盘，同步布局铸锻件、空气悬架等业务，其中，发动机及船级曲轴为公司第一大收入来源，2025 年营收占比约 58.7%；连杆业务为第二大核心板块，2025 年占比 23.6%，依托技术优势与

曲轴业务形成协同。曲轴毛坯及铸锻件业务受益于并购整合，2025 年占比 7.9%，成为重要增量补充；空气悬架作为公司重点培育的第二增长曲线，2025 年占比 7.6%，客户覆盖主流商用车主机厂，成长动能逐步释放；其余业务占比不足 3%，对整体结构影响有限。

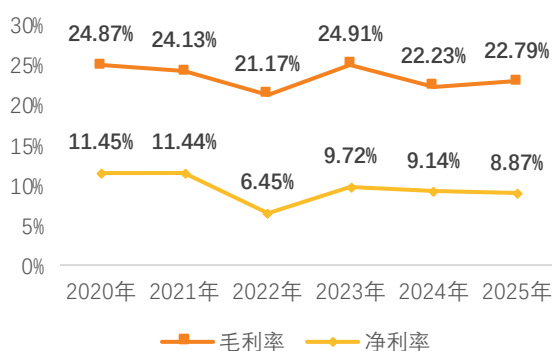
图 5：公司 2020-2025 年主营收入结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

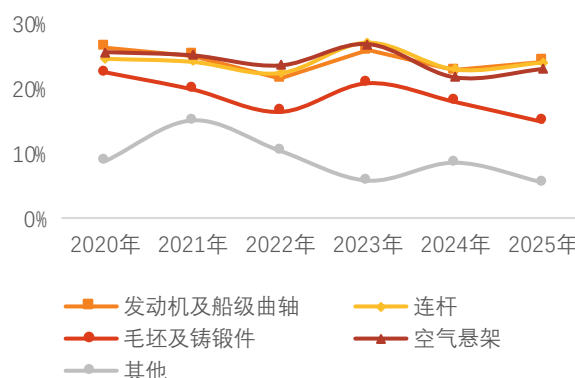
核心业务盈利能力稳步提升，阿尔泰并表小幅拉低毛利率。整体来看，公司 2025 年毛利率 22.8%，同比+0.6pct，其中，发动机及船级曲轴、连杆、空气悬架等高附加值零部件业务毛利率分别同比提升 1.3pct、1.1pct、1.3pct，曲轴毛坯业务毛利率同比下滑 3.07pct 至 14.79%，系公司 2025 年 9 月完成阿尔泰并表，其主营的铝压铸件业务毛利率较低所致。在此背景下，公司净利率同比小幅下滑 0.27pct 至 8.87%，主要系资产减值损失同比增加所致。此外，由于子公司潍坊天润曲轴本期应收账款增加带动信用减值损失同比上升，导致公司净利率小幅下滑。

图 6：公司 2020-2025 年整体利润率（毛利率、净利率）



资料来源：Wind，天风证券研究所

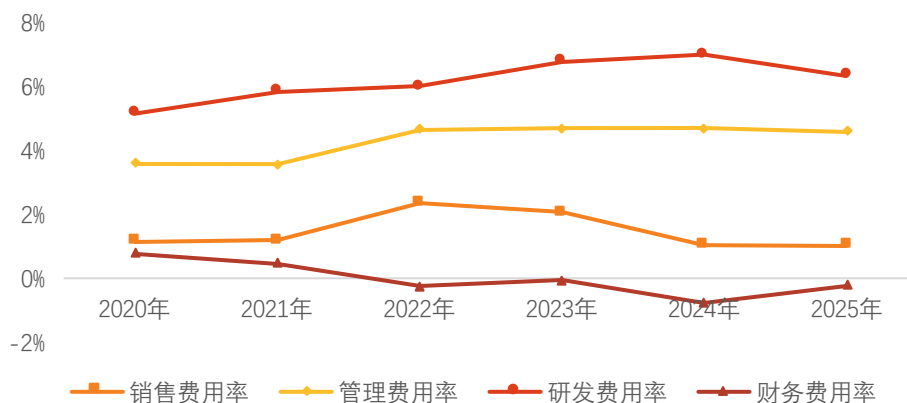
图 7：公司 2020-2025 年分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用管控能力优秀，费用率稳步下降。2025 年公司整体费用率为 11.8%，同比-0.2pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/4.6%/6.3%/-0.2%，同比+0.0/-0.1/-0.7/+0.6pct。其中，公司研发费用率虽同比略有回落，但仍维持在 6%以上的水平，持续深耕高附加值零部件领域技术研发；管理费用率在 2022 年完成阶段性抬升后，近年稳定运行于 4.6%的中枢区间。

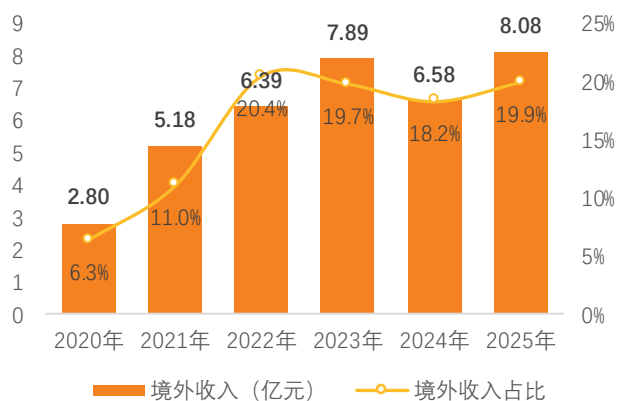
图 8：公司 2020-2025 年费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

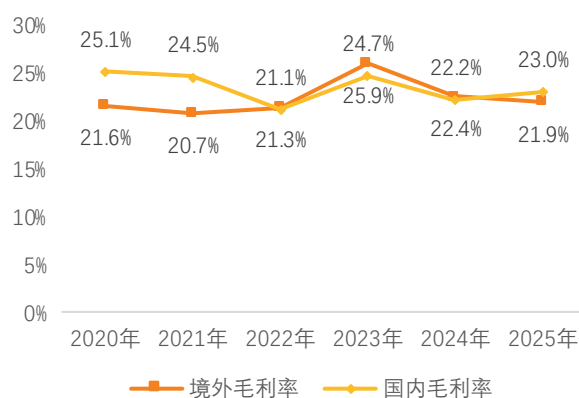
公司积极推进全球化布局，海外市场拓展成效显著。境外收入规模由 2020 年的 2.80 亿元稳步增长至 2025 年的 8.08 亿元，占比同步提升至 19.9%，海外业务版图持续扩张。从盈利维度看，受业务发展阶段与产品结构影响，公司境外毛利率前期相对承压，2020-2021 年显著低于国内水平，我们认为核心原因包括：1）海外收入体量较小，尚未形成充分的规模效应，单位成本偏高；2）高毛利的大机曲轴业务当时尚处于产能爬坡阶段，海外交付结构尚未完全释放，拉低了境外整体盈利水平。2023 年以来，随着海外订单放量，叠加大缸径曲轴、连杆加工线相继投产，公司海外产品订单充足、交付进度按计划推进，境外毛利率实现边际改善，与国内毛利率的差距持续收窄，由 2020 年 3.5% 的差距修复至 2025 年的 1.1%。

图 9：公司 2020-2025 年海外收入及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司 2020-2025 年国内外利润率对比



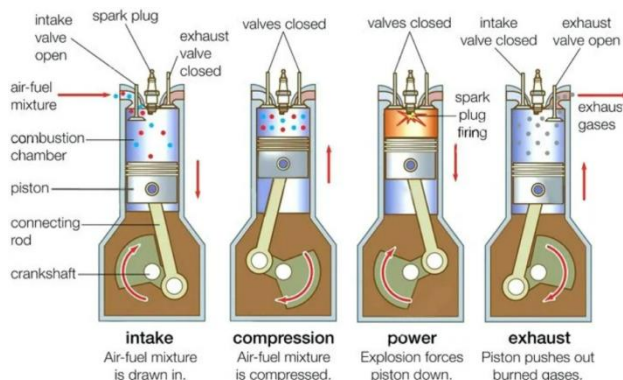
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 深度受益数据中心建设，AIDC 驱动二次成长

2.1. 曲轴为内燃机核心部件，下游受 AIDC 需求驱动

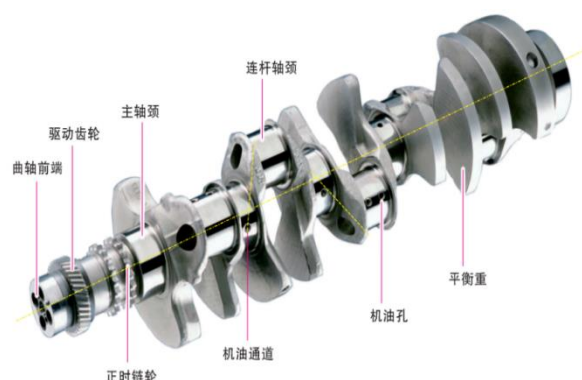
曲轴为燃机核心零部件，决定整机的工况与寿命。曲轴的功用是把活塞、连杆传来的气体力转变为转矩，用以驱动汽车的传动系统和发动机的配气机构以及其他辅助装置。曲轴在周期性变化的气体力、惯性力及其力矩的共同作用下工作，承受弯曲和扭转交变载荷。曲轴性能直接决定内燃机整机工况与寿命，同时显著影响动力表现、燃油经济性及排放水平。

图 11：内燃机的原理图



资料来源：大英百科全书，天风证券研究所

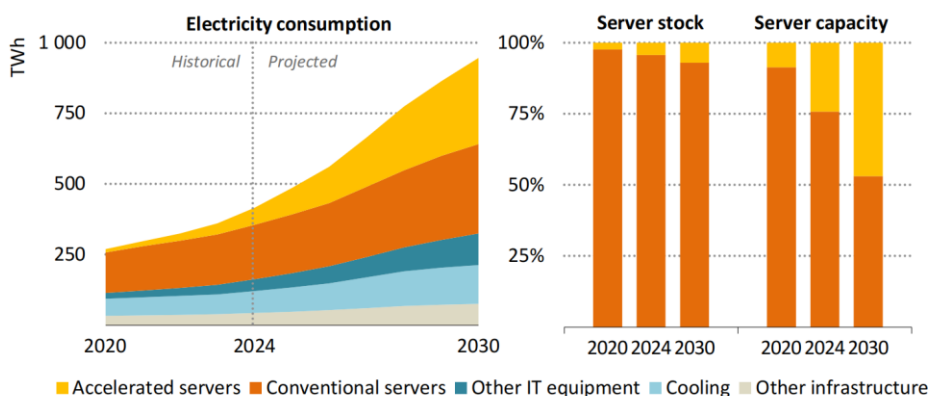
图 12：曲轴结构图



资料来源：CMP 汽车教材公众号，天风证券研究所

数据中心建设加速，用电量预计快速增长。根据 IEA 在《Energy and AI》中的数据及预测，2024 年全球数据中心电力消耗为 415TWh，至 2030 年将快速增长至 945TWh，相较 2024 年实现翻倍以上增长。从结构上来看，AI 发展带动的超算服务器扩张为电力消耗的主要增长点，预计年均增长超过 30%，显著高于传统服务器的 9% 年化增速。

图 13：2020-2030 年全球数据中心电力消耗



IEA, CC BY 4.0.

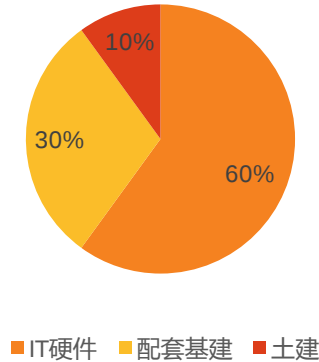
Around 70% of the growth in electricity demand from servers between 2025 and 2030 comes from accelerated servers

资料来源：《Energy and AI》IEA，天风证券研究所

数据中心发电设备需求激增，发电机市场规模扩容。数据中心对运行安全稳定性的要求极高，停电 1 分钟导致的直接经济损失可能高达上千万，同时，单次断电可能导致数月训练成果作废，因此对于供电可靠性要求在 99.999% 以上。根据中国《数据中心设计规范》GB 50174-2017 明确规定，A 级数据中心供电电源应按一级负荷中特别重要的负荷考虑，应由

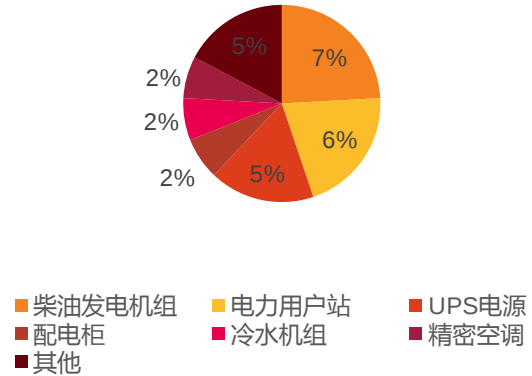
双重电源供电，并应设置备用电源；B 级数据中心只有一路电源时，应设置柴油发电机组作为备用电源。根据 GMI 数据，全球柴油发电机组市场规模在 2024 年估计为 368 亿美元，预计到 2034 年将达到 736 亿美元。

图 14：数据中心成本结构



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

图 15：配套基建中柴油发电机组成本占数据中心总体成本比例较高



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

需求端的扩容同步驱动行业产品结构升级，发电机产品向大缸径、大功率段迭代趋势明确。当前数据中心主流机型中，潍柴以缸径 150mm 的 M33 系列为主，覆盖 6/12/16 缸配置，功率区间为 565-1866kW；卡特彼勒以缸径 170mm 的 3500 系列为核心，覆盖 12/16 缸配置，功率区间达 1000-2500kW，二者凭借成熟可靠性占据主流市场份额。面向未来超大规模数据中心的高冗余、大容量供电需求，头部厂商已启动新一代大缸径机型的产品落地：潍柴推出缸径 180mm 的 M55 系列，覆盖 12/16/20 缸配置，功率上限提升至 4550kW；卡特彼勒则推出缸径 280mm 的 3600 系列与缸径 175mm 的 C175 系列，进一步拓宽大功率段产品布局。

表 2：卡特、潍柴发电机主流机型

分类	品牌	图片	型号	缸径	缸数	功率范围
目前主流	潍柴		M33 系列	150 mm	6/12/16	0.6-1.9MW
	卡特彼勒		3500 系列	170 mm	12/16	1.0-2.5MW
升级平台产品	潍柴		M55 系列	180 mm	12/16/20	2.5-4.6MW
	卡特彼勒		3600 系列	280 mm	6/8/12/16	2.0-4.6MW
	卡特彼勒		C175 系列	175 mm	16/20	3.0-4.0MW

资料来源：卡特彼勒公司官网，潍柴动力公司官网，天风证券研究所

2.2. 深度卡位全球主机，资金及扩产动力强

公司与全球头部发动机厂商建立长期稳定的战略合作关系，形成优质客户壁垒。天润作为国内重卡曲轴连杆龙头企业，客户包括潍柴、一汽、玉柴等国内主流重卡发动机厂以及戴姆勒、卡特彼勒、康明斯等国际厂商。而大机曲轴、连杆产品兼具材料、热处理等多重技术壁垒。连杆板块公司已实现核心客户定点，竞争优势显著。公司 2025 年投建的 2 条大缸径曲轴加工线、3 条大缸径连杆加工线已顺利投产，当前正抓紧推进新增产能项目建设。

表 3：全球维度大缸径曲轴供应商

企业名称	企业性质	核心定位与规模	核心产品	主要客户群体
辽宁五一八 (丹东 518)	非上市企业	国家高新技术企业；成品曲轴年产 80 万件；研发人员 400+，专利 53 项，近年主营收入稳定在 16 亿元以上	车用曲轴 中速机船用曲轴 大型发电机组非道路用曲轴	潍柴、重庆康明斯、玉柴等；斗山、瓦锡兰、德国 MAN 公司等
德国阿尔芬 (ALFING)	家族私营企业	全球最大的大型曲轴制造商，曲轴长度范围从 1.5 至 8 米，员工 1400 人、厂房 17 万 m ² ；已累计生成超 1000 万根曲轴；中国桂林基地	大型发动机曲轴 汽车曲轴	美国卡特彼勒、康明斯、德国曼恩、MTU、保时捷、宝马、大众以及日本三菱重工等
印度巴拉特 锻造	上市企业	全球多元化零部件集团，孟买/浦那/印度国家交易所上市；5 国 18 个基地，锻造产能 77.4 万吨/年；2024 财年营收 1568.21 亿卢比	船用曲轴 商用车重型柴油曲轴 机械加工曲轴 机车发动机曲轴	戴姆勒、沃尔沃、康明斯、丰田、福特、宝马、大众等
天润工业	上市企业	国内规模最大、全球第二的曲轴生产企业，国内重卡曲轴市占率 60%；2025 年总营收 40.71 亿元，其中曲轴业务收入 23.90 亿元，占比 58.71%	发电机组用曲轴 船用曲轴 工程机械用曲轴	潍柴、一汽、上汽、广西玉柴、中船动力、福田、三一重工、戴姆勒、卡特彼勒、康明斯、沃尔沃等

资料来源：各公司官网，各公司年报，Marklines，福达公司官网等，天风证券研究所

2.3. 产能持续建设，为业绩释放奠基

加大资本开支力度，大机产品翻倍式扩产。大缸径产品为公司后续产能扩张的核心，曲轴方面，公司现有 5 条大型生产线，在建 2 条，规划 1 条，预计全部投产后将具备年产 3 万支大机曲轴的能力；连杆方面，现有 9 条专线，新增及规划产线投产后，总产能将超过 55 万支，并可通过产线调剂提升至 70 万支以上。2026 年公司整体资本开支预计约 7 亿元，其中 4 亿元投向大缸径曲轴、连杆及锻造毛坯产线，产能扩建与升级实力突出，有望充分承接重卡出口及 AIDC 赛道高景气增量订单。

表 4：公司大机产品产能

产品类别	2025 年现有产能	2026-2027 年规划
大缸径曲轴(单位：万支)	约 1.6 万支曲轴产能	扩至 3 万支以上
大缸径连杆(单位：万支)		总产能将超过 55 万支，极限情况下可达 70 万支
大缸径曲轴毛坯(单位：万吨)		大缸径毛坯锻造 2026 年下半年投产

资料来源：公司公告，天风证券研究所

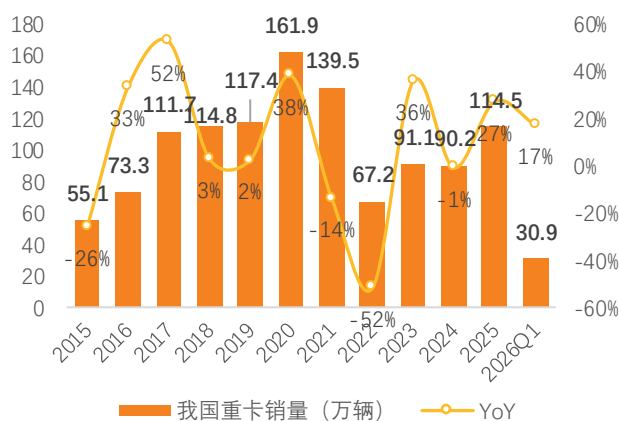
3. 主业受益重卡出海，多维布局前瞻业务

3.1. 重卡周期筑底回升，核心受益出海高景气度

重卡行业周期筑底回升。2015-2022 年，中国重卡销量呈现先增长后波动下降的趋势，2020 年重卡销量达到高峰，全年销量超过 160 万辆。2021 年销量开始走弱，至 2022 年销量降至 67.2 万辆的阶段低点。此后行业逐步进入修复通道，2023 年重卡销量回升至 91.1 万辆，2025 年行业需求进一步回暖，销量回升至 114.5 万辆。

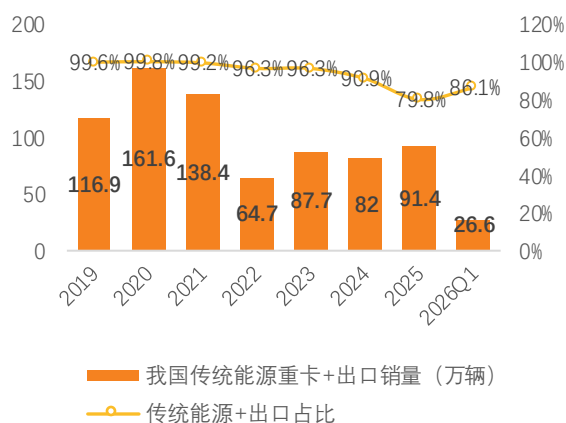
一季度传统能源重卡渗透率回暖，需求依旧稳健。2019-2021 年重卡市场以传统能源车型为主，2025 年传统能源+出口销量占比下降至 79.8%，销量同比增长至 91.4 万辆；2026 年 Q1 传统能源+出口重卡销量 26.6 万辆，渗透率回升至 86.1%，仍占据主要市场份额。核心支撑在于：1）当前国内仍有 52 万辆国四重卡待淘汰，为传统能源车型提供稳定需求；2）在长途干线物流场景中，传统能源重卡仍具备续航与补能效率优势，新能源车型的全面替代尚需时间。

图 16：2015-2026 年一季度中国重卡销量情况（单位：万辆）



资料来源：第一商用车网公众号，天风证券研究所

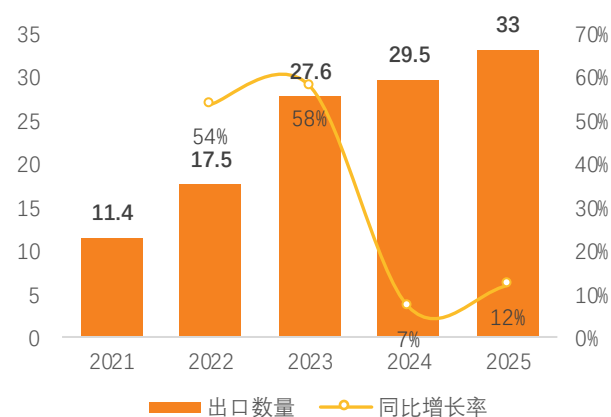
图 17：2019-2026 年一季度中国传统能源重卡+出口销量及占比



资料来源：第一商用车网公众号等，天风证券研究所

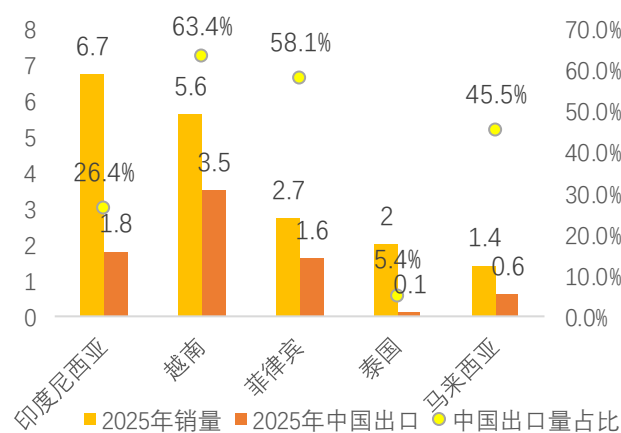
中国重卡出口延续高景气度，Q1 增速高达 36.8%。2021-2025 年，重卡出口量由 11.4 万辆攀升至 33 万辆，复合增长率达 30.4%。核心驱动为“一带一路”沿线基建与非洲矿业扩张：前者拉动工程重卡需求，叠加地缘政治冲突后西方品牌退出俄罗斯推升中国重卡市占率；后者带动自卸车等矿用重卡需求激增。2026 年重卡总销量达 31.8 万辆，同比增长 20%，其中重卡出口销量 10 万辆，同比增长 36.8%，出口驱动增量显著拉动行业整体表现超预期。

图 18：近 5 年中国重卡出口销量情况（单位：万辆）



资料来源：汽车总站网公众号，天风证券研究所

图 19：东盟主要国家中重卡市场规模和中国出口量（单位：万辆）



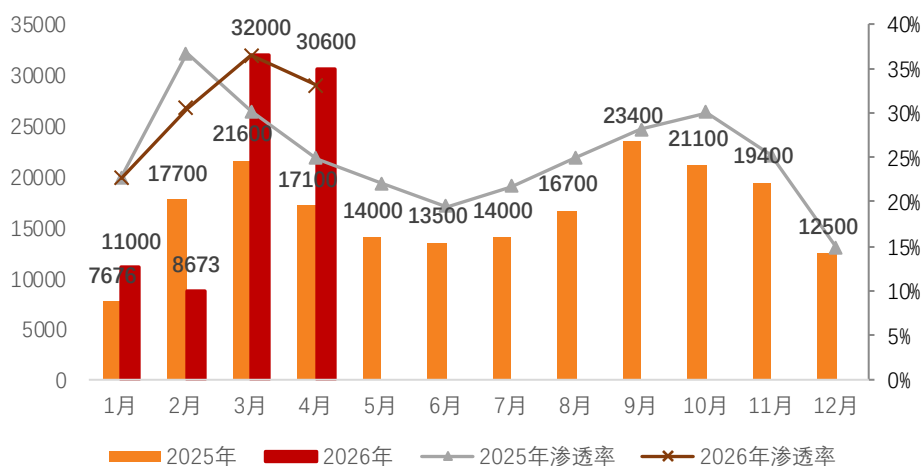
资料来源：科瑞咨询公众号，天风证券研究所

3.2. 受益燃气重卡需求，天然气喷射系统逐步实现批量供货

天然气喷射系统为燃料供给的核心装置。天然气喷射系统以压缩天然气（CNG）、液化天然气（LNG）为主要燃料载体，硬件核心涵盖高压传感器、温度传感器、天然气喷嘴及发动机电子控制单元等关键零部件，通过传感监测与电控技术实现智能化调控，可适配多场景复杂工况。

天然气重卡市场持续高景气，销量规模与市场渗透率双升。2026 年一季度，天然气重卡销量显著增长，1-4 月分别实现 1.1、0.9、3.2、3.1 万辆，渗透率同步提升，3 月渗透率升至 36.50%，较 2025 年同期提升 6.38pct。

图 20：国内天然气重卡销量与渗透率



资料来源：第一商用车网公众号，智通财经网，天风证券研究所

公司 24 年布局天然气喷射系统，已取得客户订单。公司于 2024 年组建天然气喷射系统专项开发团队，目前已开发潍柴、康明斯、上海新动力（上柴）等客户，并在苏州设立运营主体推进产线建设，为业务规模化落地提供支撑。产品应用场景涵盖天然气重卡等道路领域和非道路领域，从业务进展来看，2025 年该业务已进入小批量部件供货阶段，公司预计 2026 年将实现规模化供货，目前与康明斯合作的 13L 天然气发动机 EMM 混合器已顺利下线，随着后续产品放量，有望成为公司业绩增长的潜在新支点。

图 21：康明斯 13L 天然气发动机 EMM 混合器下线仪式



资料来源：天润工业技术股份有限公司公众号，天风证券研究所

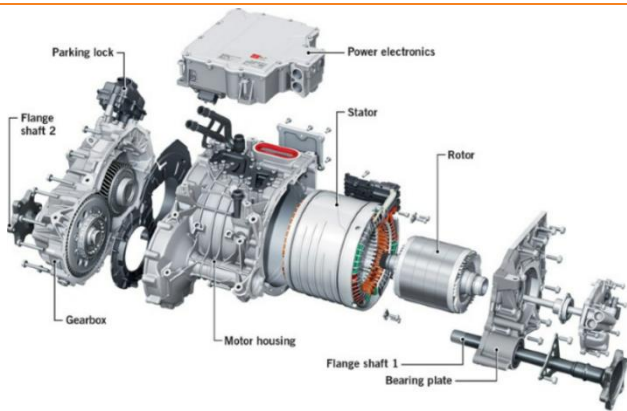
3.3. 电驱桥能效与经济优势明显，新能源配套打开成长空间

电驱桥为新能源汽车动力集成核心总成。产品整合驱动电机、减速器、差速器、制动器及电控单元，以两级及多级齿轮减速结构放大电机输出扭矩并直驱车轮，集驱动、承载、制动于一体，可替代传统燃油车的机械传动链。轻量化与新能源行业扩容为电驱桥带来增量空间：铝合金壳体及集成化结构设计较传统中央驱动方案减重约 400kg，有效提升整车载货能力并优化能耗表现；同时产品可适配纯电、增程、混动等多种新能源商用车场景，伴随国内新能源车渗透率持续走高，2025 年已攀升至 47.9%，为电驱桥行业筑牢下游需求基础。重卡电驱桥 25 年前 10 月的渗透率仅 4.4%，仍处在导入初期。

据恒州诚思调研统计，2024 年重卡电驱桥市场规模约 29.11 亿元，预计未来将保持平稳增长，到 2031 年市场规模有望接近 394.8 亿元，未来六年的复合年增长率将达到 38.5%。

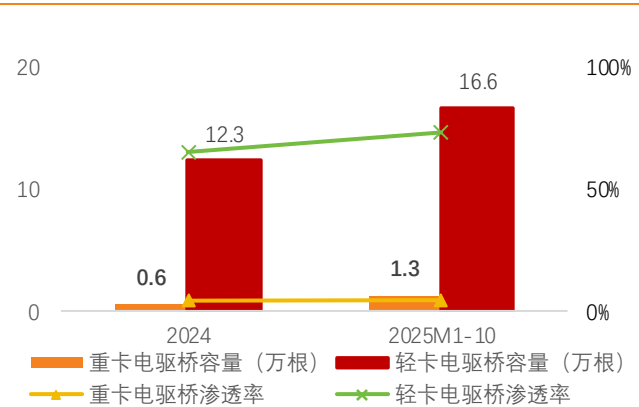
公司与国际国内头部企业合作，积极布局电驱桥增量赛道。公司业务涵盖传统桥壳至新能源电驱桥全系列产品，与德国技术方联合研发近一年，产品集成驱动与能量回收功能，适配纯电、增程及混动多路线商用车平台；目前已进入国际国内头部企业合作阶段，正重点攻坚主动控制系统与电池、电机的协同适配难题，旨在兼顾动力输出与刹车能量回收效率，与传统发动机配套业务形成有效对冲。

图 22：电驱桥结构示意图



资料来源：Sci-Hub 网，天风证券研究所

图 23：电驱桥用量和渗透率



资料来源：新能源汽车制造链公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测

对公司各业务做盈利预测如下：

1、曲轴+连杆：1）传统商用车部分，受益于重卡出口高景气度，预计维持稳健增速，预计 26-28 年营收增长 10%、5%、3%。2）大缸径部分，由下游 AIDC 需求带动，进入高增长区间，预计 26-28 年营收增长 80%、60%、50%。合计来看，预计 26-28 年实现 40、46、53 亿元，同比+19%、+15%、+15%。预计规模效应强化、大缸径业务盈利性更好，整体毛利率提升至 25%、25.5%、26%。

2、曲轴毛坯：2024 年为 1.5 亿元营收，预计相对稳定，2025 年 9 月开始并表山东阿尔泰，年化收入约 5 亿，因此预计 26-28 年维持 6.5 亿水平，毛利率 12%。

3、空气悬架：预计维持稳健增速，预计 26-28 年增速为 5%，毛利率维持 24%的水平。

4、其他：预计稳健，26-28 年营收为 0.9 亿元，毛利率维持 5.5%。

表 5：天润工业盈利预测表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计					
营收（亿元）	36.2	40.7	50.3	56.6	63.6
yoy	-9.7%	12.6%	23.7%	12.3%	12.5%
毛利率	22.2%	22.8%	22.9%	23.5%	24.2%
毛利	8.0	9.3	11.5	13.3	15.4
曲轴+连杆					
营收（亿元）	31.3	33.5	39.7	45.7	52.7
yoy	-6.9%	7.0%	18.6%	15.2%	15.1%
传统	28.61	29.39	32.32	33.94	34.96
yoy	-14.9%	2.7%	10.0%	5.0%	3.0%
大缸径	2.7	4.1	7.4	11.8	17.7
yoy		53.0%	80.0%	60.0%	50.0%
毛利率	22.8%	24.0%	25.0%	25.5%	26.0%
曲轴毛坯					
营收（亿元）	1.5	3.2	6.5	6.5	6.5
yoy	-20.3%	121.5%	101.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.86%	14.79%	12.00%	12.00%	12.00%
空气悬架					
营收（亿元）	2.8	3.1	3.24	3.40	3.57
yoy	0.5%	12.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	21.64%	22.92%	24.00%	24.00%	24.00%
其他					
营收（亿元）	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
yoy	-64.5%	35.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.51%	5.48%	5.50%	5.50%	5.50%

资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

公司从事商用车曲轴连杆生产数十年，当前为国内重卡曲轴龙头，主要客户包括潍柴、康明斯、卡特等国内外头部发动机厂。近年，公司依托自身在大尺寸产品的优势和客户端的良好关系，拓展大缸径发电机领域，后续有望充分受益下游需求的增长，带动整体业绩进入高增区间，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、行业周期波动风险：公司核心产品为重卡发动机曲轴、连杆，重卡行业景气度与宏观经济、基建投资、货运需求高度相关。若宏观经济下行、基建投资放缓或货运需求萎缩，将导致重卡销量下滑，可能拖累公司收入。
- 2、原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为钢材、生铁等，其价格受供需关系、宏观政策、国际大宗商品价格等因素影响。若未来原材料价格大幅上涨，公司产品价格调整存在滞后性，将导致毛利率承压，盈利能力下降。
- 3、新业务拓展不及预期风险：公司重点布局 AIDC 大缸径发电机组零部件、空气悬架、电动转向系统等新业务，培育新增长曲线。新业务可能面临技术壁垒高、客户认证周期长、市场竞争激烈、盈利模式不成熟等问题，若进展不顺利将导致业绩增长不及预期。
- 4、产能扩张不及预期：公司近年加大资本开支投入新产能，但有可能因为设备采买、产线调试等原因导致产能扩张进度不及预期，如果进展不顺利，可能导致最终出货量不及预期。
- 5、股价波动风险：股价受国内资本市场整体环境、大盘行情、市场资金偏好、行业题材轮动以及宏观政策变化等多重因素扰动，叠加 AIDC、重卡出口等热门赛道估值波动影响，即便公司基本面平稳，二级市场股价仍可能出现短期大幅震荡；同时机构持仓变化、市场交易情绪波动也会加剧股价非理性涨跌，存在阶段性股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,104.89	835.37	198.65	385.85	126.35
应收票据及应收账款	1,624.95	1,515.04	1,841.27	1,928.79	2,314.10
预付账款	24.36	22.03	34.03	28.43	41.28
存货	1,464.46	1,617.35	2,263.80	2,060.11	2,766.10
其他	562.19	746.60	767.43	761.24	788.50
流动资产合计	4,780.84	4,736.40	5,105.18	5,164.41	6,036.33
长期股权投资	1.52	1.61	1.61	1.61	1.61
固定资产	2,703.11	2,967.13	2,971.15	2,855.16	2,625.84
在建工程	288.64	143.17	443.17	643.17	743.17
无形资产	318.41	349.86	353.18	355.58	357.07
其他	49.97	129.61	127.89	127.89	127.89
非流动资产合计	3,361.65	3,591.39	3,896.99	3,983.41	3,855.58
资产总计	8,142.49	8,327.79	9,002.17	9,147.82	9,891.92
短期借款	410.29	108.59	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,340.39	1,693.93	2,187.22	2,136.69	2,689.52
其他	171.91	197.35	200.78	238.67	222.02
流动负债合计	1,922.59	1,999.87	2,487.99	2,475.36	3,011.53
长期借款	0.00	5.82	6.00	6.00	6.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	148.10	197.93	197.93	197.93	197.93
非流动负债合计	148.10	203.75	203.93	203.93	203.93
负债合计	2,070.69	2,203.61	2,691.92	2,679.29	3,215.46
少数股东权益	25.14	24.40	21.68	18.43	14.49
股本	1,139.46	1,139.46	1,139.46	1,139.46	1,139.46
资本公积	1,467.75	1,467.75	1,467.75	1,467.75	1,467.75
留存收益	3,510.31	3,597.61	3,746.13	3,923.12	4,138.10
其他	(70.86)	(105.04)	(64.75)	(80.22)	(83.34)
股东权益合计	6,071.80	6,124.17	6,310.25	6,468.54	6,676.46
负债和股东权益总计	8,142.49	8,327.79	9,002.17	9,147.82	9,891.92

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	330.59	361.07	495.07	589.97	716.60
折旧摊销	359.81	369.65	412.68	433.59	447.83
财务费用	5.52	(1.16)	(6.70)	(3.40)	(2.86)
投资损失	(4.13)	(2.39)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(447.53)	(30.01)	(502.82)	119.58	(590.92)
其它	286.11	208.43	(4.91)	(6.56)	(8.80)
经营活动现金流	530.37	905.60	391.33	1,131.17	559.86
资本支出	167.54	520.74	720.00	520.00	320.00
长期投资	(0.04)	0.09	0.00	0.00	0.00
其他	(748.67)	(871.28)	(1,446.34)	(1,046.51)	(646.68)
投资活动现金流	(581.18)	(350.44)	(726.34)	(526.51)	(326.68)
债权融资	93.20	(286.78)	(1.80)	3.41	2.87
股权融资	(273.87)	(336.59)	(299.91)	(420.87)	(495.54)
其他	(156.88)	41.12	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(337.55)	(582.24)	(301.71)	(417.46)	(492.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(388.36)	(27.09)	(636.72)	187.20	(259.50)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,616.53	4,070.58	5,034.48	5,655.10	6,364.33
营业成本	2,812.63	3,142.72	3,881.15	4,323.91	4,826.21
营业税金及附加	32.00	38.48	47.59	53.45	60.16
销售费用	37.55	42.43	50.34	50.90	50.91
管理费用	169.26	187.42	226.55	248.82	273.67
研发费用	253.54	258.23	317.17	350.62	388.22
财务费用	(27.97)	(8.98)	(6.70)	(3.40)	(2.86)
资产/信用减值损失	(31.90)	(41.27)	(33.66)	(34.87)	(34.87)
公允价值变动收益	(3.48)	6.75	4.17	4.25	4.34
投资净收益	2.10	0.48	2.00	2.00	2.00
其他	56.95	29.81	50.00	40.00	40.00
营业利润	363.18	406.06	540.88	642.19	779.49
营业外收入	0.47	0.68	0.57	0.49	0.55
营业外支出	5.95	8.45	7.39	6.25	7.01
利润总额	357.71	398.29	534.06	636.43	773.04
所得税	27.13	37.22	48.07	57.28	69.57
净利润	330.59	361.07	485.99	579.15	703.46
少数股东损益	(1.92)	(6.74)	(9.07)	(10.81)	(13.14)
归属于母公司净利润	332.50	367.81	495.07	589.97	716.60
每股收益（元）	0.29	0.32	0.43	0.52	0.63

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-9.73%	12.55%	23.68%	12.33%	12.54%
营业利润	-13.99%	11.81%	33.20%	18.73%	21.38%
归属于母公司净利润	-14.92%	10.62%	34.60%	19.17%	21.46%
获利能力					
毛利率	22.23%	22.79%	22.91%	23.54%	24.17%
净利率	9.19%	9.04%	9.83%	10.43%	11.26%
ROE	5.50%	6.03%	7.87%	9.15%	10.76%
ROIC	6.03%	7.05%	9.49%	9.79%	11.97%
偿债能力					
资产负债率	25.43%	26.46%	29.90%	29.29%	32.51%
净负债率	-11.35%	-11.68%	-1.38%	-4.24%	-0.22%
流动比率	2.49	2.37	2.05	2.09	2.00
速动比率	1.72	1.56	1.14	1.25	1.09
营运能力					
应收账款周转率	2.01	2.59	3.00	3.00	3.00
存货周转率	2.43	2.64	2.59	2.62	2.64
总资产周转率	0.44	0.49	0.58	0.62	0.67
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.32	0.43	0.52	0.63
每股经营现金流	0.47	0.79	0.34	0.99	0.49
每股净资产	5.31	5.35	5.52	5.66	5.85
估值比率					
市盈率	32.56	29.43	21.87	18.35	15.11
市净率	1.79	1.77	1.72	1.68	1.62
EV/EBITDA	5.39	5.76	10.96	9.41	8.46
EV/EBIT	8.67	8.80	19.30	15.61	13.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com