



公司研究 | 深度报告 | 潍柴动力 (000338.SZ)

再看潍柴系列之三——循卡特转型之路, 观潍柴 价值重估

报告要点

复盘卡特发展路径：短期，切入 AIDC 主电源后估值显著提升；长期，售后业务将成为核心利润来源，对冲前端设备周期，带动估值中枢脱离传统工程机械周期区间。对比卡特，潍柴主业覆盖重卡、叉车、农机等行业，各业务驱动逻辑独立，主业抗周期优势明显；AIDC 电源，潍柴布局柴发、燃气机组与 SOFC，依托国内供应链拥有充足产能、扩产速度领先海外。随着主电开启交付，产能红利释放，潍柴长期成长空间有望超越卡特。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 145.4 亿元、185.4 亿元、219.5 亿元，对应 PE17.6X、13.8X、11.7X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



吴优

潍柴动力 (000338.SZ)

2026-08-16

再看潍柴系列之三——循卡特转型之路，观潍柴价值重估

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

卡特彼勒：百年动力龙头，价值重估正当时

卡特彼勒作为全球动力龙头，业务涵盖传统工程行业、资源行业、动力与能源和金融产品以及服务等。复盘其 2019 年以来的市值走势，可划分为两个核心阶段：2019-2024 年为传统工程机械阶段，市值主要由业绩驱动；2025 年至今进入 AIDC 电源阶段，市值增长以估值提升为主，其中 2025 年 11 月后，公司燃气发动机切入数据中心主力电源赛道，正式开启 AIDC 主电源发展阶段，估值随之迎来大幅攀升。

卡特基本面复盘：工程机械到 AIDC 电源，从周期行业向成长赛道跃迁

复盘卡特彼勒基本面：2019-2024 年为传统工程机械周期阶段，其中 2019-2022 年业绩受特殊事件冲击走出深 V 曲线，2023-2024 年依托北美基建红利实现量价齐升，能源动力板块逆势增长并跃升为第一大收入板块。2025 年起公司迈入 AIDC 电源成长新阶段，传统工程机械业务盈利承压，数据中心电源带动下发电业务持续高速扩张，2026 年迎来上半年业绩拐点。公司布局柴发、燃气机组、燃气轮机全品类产品线，可匹配数据中心备电与主电需求，当前订单储备充足，并大幅上调中长期产能与营收指引，电源业务将成为未来核心增长引擎。长期维度，数据中心主电源全生命周期售后服务收益能够平滑设备销售的周期波动，对标 INNIO 亦可验证燃气机后市场盈利能力显著优于整机销售。短期 AIDC 电源设备交付放量、中长期售后现金流持续增厚，双重逻辑推动卡特彼勒从传统周期领域转型成长赛道，估值中枢有望迎来抬升。

潍柴 VS 卡特：主业抗周期能力占优，AIDC 电源成长斜率更高

对比卡特彼勒，潍柴主业抗周期优势突出，AIDC 电源潜力更强。主业方面，卡特四大业务周期高度同源、波动同步，而潍柴覆盖重卡、叉车、农机等多元板块，各业务驱动逻辑独立，叠加大缸径发电业务高速增长，2025 年电力利润占比提升 10pct，持续平滑主业周期。AIDC 电源领域，潍柴布局柴发、燃气机、SOFC 全路线，依托 Generac 打开北美柴发市场，高价值燃气机组与 SOFC 即将放量；凭借国内供应链实现快速扩产，是全球稀缺具备充足产能的 AIDC 电源龙头。2025 年潍柴电力业绩占比 20%，虽略低于卡特，但伴随潍柴燃气机产能释放叠加较高的盈利能力，潍柴电力业务弹性有望快速上行，长期看具备超越卡特彼勒的潜力。

投资建议：复盘卡特彼勒，潍柴有望迎来新一轮价值重塑

复盘卡特彼勒，潍柴主电即将开启交付，公司有望迎来新一轮价值重塑。复盘卡特彼勒发展路径，自切入 AIDC 主电源赛道后公司估值持续快速抬升；长期来看，AIDC 电源售后服务将成为核心利润支柱，有效平滑设备销售的周期波动，推动估值中枢较传统工程机械周期阶段实现抬升。对比卡特，潍柴业务布局维度更广，覆盖重卡、叉车、农机等多元板块，各板块景气驱动相互分离，主业抗周期能力更强；AIDC 电源领域，公司同步布局燃气机组与 SOFC，依托国内完整供应链实现更快扩产，是全球稀缺具备充足产能的动力龙头。伴随公司主电源开启交付，产能优势持续兑现，潍柴长期成长空间有望超越卡特。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 145.4 亿元、185.4 亿元、219.5 亿元，对应 PE17.6X、13.8X、11.7X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、重卡行业销量回升不及预期；2、天然气发动机销量不及预期；
- 3、公司新业务拓展力度不及预期；4、盈利预测假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	29.65
总股本(万股)	864,022
流通A股/B股(万股)	495,639/0
每股净资产(元)	10.95
近12月最高/最低价(元)	36.34/13.65

注：股价为 2026 年 8 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《再看潍柴系列之二：转型拐点已现，AIDC 电源时代开启》2026-06-29
- 《潍柴动力 2026 年 Q1 业绩点评：一季度业绩符合预期，扣非归母净利润表现突出》2026-06-03
- 《潍柴动力 2025 年 Q4 业绩点评：2025 年平稳收官，AIDC 电源龙头转型加速》2026-04-13



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

卡特彼勒：百年动力龙头，价值重估正当时	6
卡特基本面复盘：工程机械到 AIDC 电源，从周期行业向成长赛道跃迁.....	8
传统工程机械阶段（2019-2024）：主业呈现周期性波动	8
AIDC 电源阶段（2025 年后）：从传统周期领域切换至向电力成长赛道	11
潍柴 VS 卡特：主业抗周期能力占优，AIDC 电源成长斜率更高.....	18
主业：业务多元趋势加速，主业周期性有所减弱	18
AIDC 电源：产能优势加持，成长潜力有望超越卡特	20
投资建议：复盘卡特彼勒，潍柴有望迎来新一轮价值重塑.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图 1：卡特彼勒各板块产品介绍以及 2025 年收入占比	6
图 2：卡特彼勒市值复盘（亿元）	7
图 3：卡特彼勒 PE-TTM 复盘	8
图 4：卡特彼勒归母净利润复盘	8
图 5：卡特彼勒估值和股价复盘	8
图 6：卡特彼勒 2019-2022 年营业收入	9
图 7：卡特彼勒 2019-2022 年归母净利润	9
图 8：2019-2022 年卡特彼勒分板块收入（亿美元）	10
图 9：2019-2022 年卡特彼勒分板块盈利能力	10
图 10：卡特彼勒 2022-2024 年营业收入	10
图 11：卡特彼勒 2022-2024 年归母净利润以及归母净利率	10
图 12：2022-2024 年卡特彼勒各业务收入情况（亿美元）	11
图 13：2022-2024 年卡特彼勒分板块盈利能力	11
图 14：卡特彼勒 2024-2026H1 营收以及增速	11
图 15：卡特彼勒 2024-2026H1 归母净利润以及归母净利率	11
图 16：分业务收入情况（亿美元）	12
图 17：能源与动力板块细分业务收入情况（亿美元）	12
图 18：分板块盈利能力	12
图 19：卡特彼勒和全球主要企业产品布局	13
图 20：2023-2025 年卡特发电业务收入以及增速情况	13
图 21：2024-2025 年卡特发电收入以及利润占比	13
图 22：卡特彼勒订单分年度情况	14
图 23：卡特彼勒订单分季度情况	14
图 24：燃气内燃机运行维护周期（小时）	15
图 25：卡特彼勒主电源售后服务收入情况	15
图 26：2030-2035 年每年降低 5% 下销售收入和售后收入（亿美元）	17
图 27：2030-2035 年每年降低 10% 下销售收入和售后收入（亿美元）	17

图 28: INNIO 设备收入和服务收入情况	17
图 29: INNIO 设备收入中细分业务情况 (亿美元)	17
图 30: INNIO 设备收入和服务收入毛利率情况	18
图 31: 卡特彼勒各业务收入增速情况	18
图 32: 卡特彼勒分部利润增速情况	18
图 33: 潍柴动力各业务收入情况 (亿元)	19
图 34: 潍柴动力各业务收入占比	19
图 35: 潍柴动力各业务收入增速情况	19
图 36: 潍柴动力各业务毛利增速情况	19
图 37: 2024-2025 年公司各板块业绩占比	20
图 38: 2024-2025 年公司电力板块利润以及占比情况	20
图 39: 潍柴 AIDC 电源产品布局	20
图 40: 潍柴数据中心大缸径销量以及增速情况	21
图 41: 潍柴 20M55 燃气发动机	21
图 42: 柴发和天然气发电机组每兆瓦价格 (万元)	21
图 43: 潍柴 SOFC 发电系统	22
图 44: 潍柴 SOFC 相关性能指标	22
图 45: 潍柴和卡特彼勒电力板块业绩占比情况	23
表 1: 卡特彼勒指引更新	14
表 2: 卡特彼勒出货量预测 (GW)	14
表 3: 卡特彼勒 AIDC 电源收入预测	16
表 4: 潍柴北美主要 OEM 客户 GENERAC 业绩交流会总结	20
表 5: 全球主要 SOFC 生产企业	22
表 6: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位:亿元)	24

卡特彼勒：百年动力龙头，价值重估正当时

卡特彼勒（Caterpillar, CAT）1925 年创立于美国，是全球工程机械、矿山设备、动力能源装备与工业金融服务龙头企业，业务覆盖全球各大洲。公司业务主要分成四大板块：

- 1) 能源与交通板块，主要包括柴油/天然气发电机组、工业燃气轮机、油气开采设备、工业柴油发动机、商用推进发动机等，覆盖电力、工业、油气和交通四大领域，适配数据中心电源、油气压缩等场景。
- 2) 建筑行业板块，主营挖掘机、装载机、路面机械、小型工程设备等，服务基建、房建、砂石骨料、设备租赁市场，是公司营收基本盘；
- 3) 资源行业板块，主打大型矿用自卸车、露天钻机、井下开采装备、自动化矿山成套设备，面向金属矿、煤矿、锂钴新能源矿产开采，全球大型矿山设备市占率长期领先；
- 4) 金融产品以及服务板块，为自有设备客户提供融资租赁、设备贷款、保险、资产管理等配套金融服务，降低客户采购门槛，同时持续贡献稳定利润与现金流。

图 1：卡特彼勒各板块产品介绍以及 2025 年收入占比



资料来源：卡特彼勒官网，卡特彼勒年报，长江证券研究所

复盘 2019 年以来的市值曲线，卡特彼勒可划分为两大阶段：传统工程机械阶段（2019–2024 年），驱动以业绩为主；AIDC 电源阶段（2025 年至今），驱动主要来自估值提升。

1) 传统工程机械阶段

阶段一（2019–2022 年）：市值相对平稳，周期底部的“估值与业绩”对冲。2020 年特殊事件与油价崩盘令需求见底，营收下降 22%、归母净利润腰斩至 30.0 亿美元，业绩深度承压，但市值不跌反稳，PE-TTM 在 2021 年初逼近 40 倍。2021–2022 年盈利修复兑现（归母净利润 64.9 亿、67.1 亿美元），PE 则从 40 倍附近一路消化回落至 15 倍上下，估值与业绩反面对冲，市值在 5000 亿–8000 亿元区间内震荡抬升。

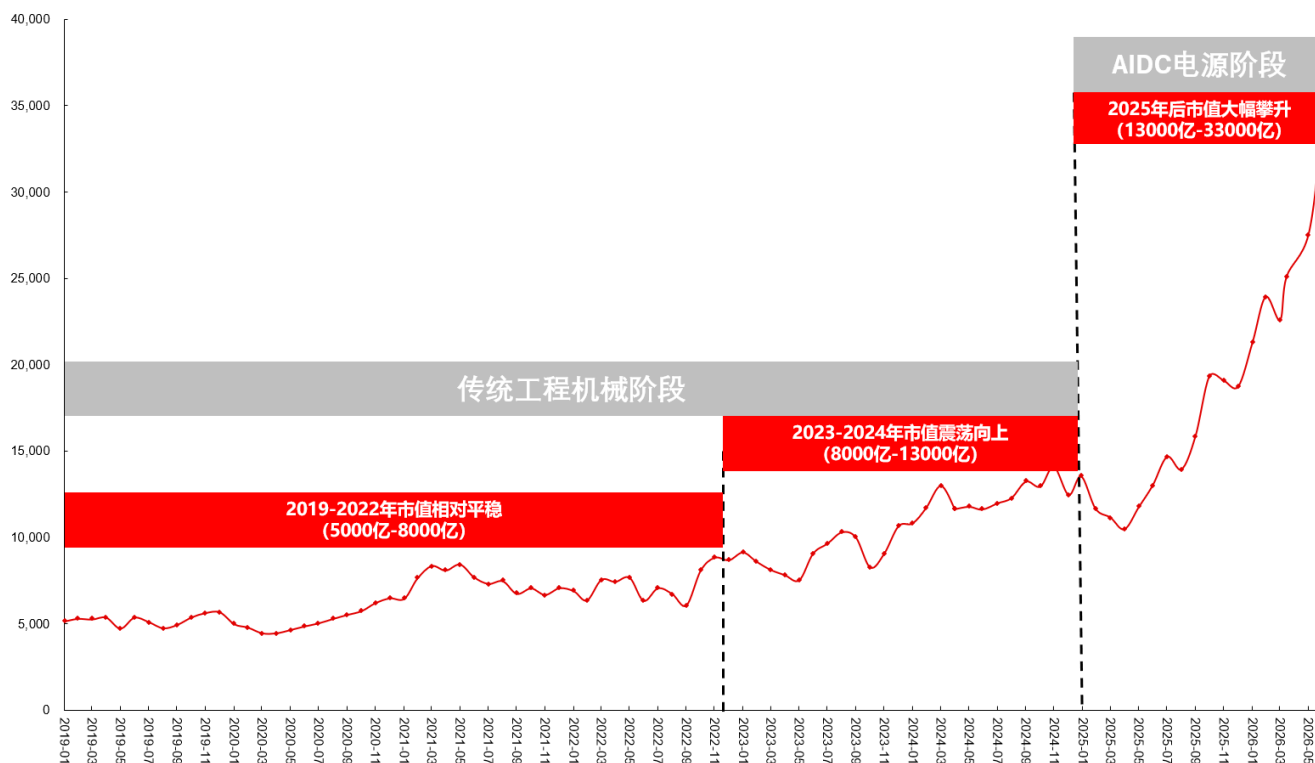
阶段二（2023–2024 年）：市值震荡向上，业绩驱动市值上涨。供需反转叠加北美三大法案，公司量价齐升：2023 年归母净利润 103.4 亿美元（+54%）、2024 年 107.9 亿美元（+4%），连续两年创历史新高，归母净利率升至 15%、17%；但 PE-TTM 始终稳定在 15 倍上下。市值从 8000 亿元升至 13000 亿元，涨幅几乎由 EPS 贡献。

2) AIDC 电源阶段：

备电阶段（2025 年 4 月–10 月）：以备电柴发为主，燃气轮机规模有限。催化链条依次展开：2025 年 4 月 8 日特朗普签署行政令、要求电网必须利用所有可用电力资源，政策端确认电力短缺；8 月 5 日二季报披露数据中心发电收入高增、积压订单创新高，公司上修全年指引；9 月 18 日美国能源部启动“加速供能”加速供能“计划，旨在加快大型电网基础设施项目。这一阶段市场定价的还是“数据中心备用电源放量”，PE 从约 13 倍修复至 25 倍上下，呈现“从周期折价向景气溢价”。

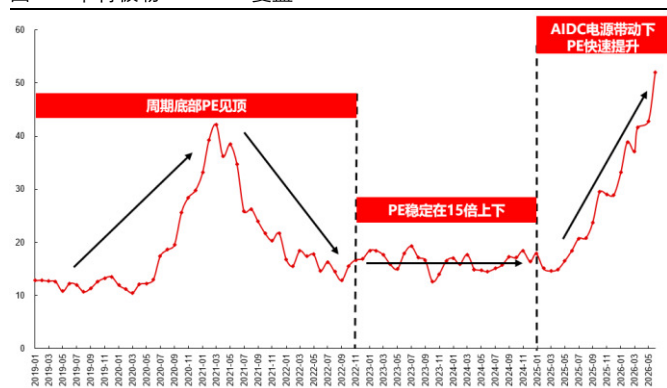
主电阶段（2025 年 11 月至今）：燃气发动机切入主力电源并大幅扩产，持续上修远期指引。定价逻辑在四个节点上完成升级：2025 年三季报订单与营收创新高、盈利超预期，**首次获得数据中心主电源订单**；11 月 4 日提出扩产计划，2030 年燃气轮机与大马力内燃机产能分别提升至 2024 年的 2.5 倍和 2 倍；四季报，燃气发动机累计获得 4 个 GW 级别主电源订单；2026 年一季报，上修 2030 年收入指引，并将大马力内燃机产能目标从 2 倍进一步上调至 3 倍。备电到主电的切换带动成长空间的升级，PE-TTM 一路拔升至 45 倍附近。

图 2：卡特彼勒市值复盘（亿元）



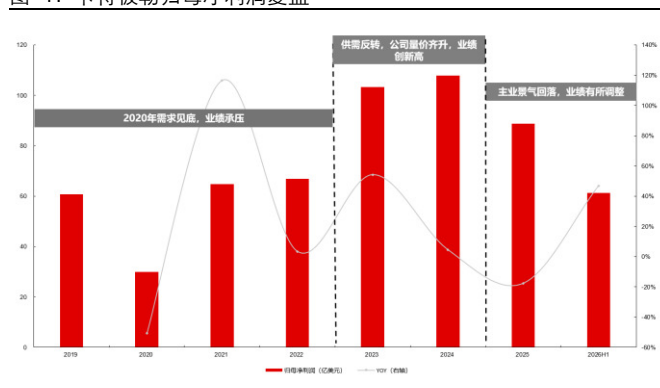
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：市值单位为人民币

图 3：卡特彼勒 PE-TTM 复盘



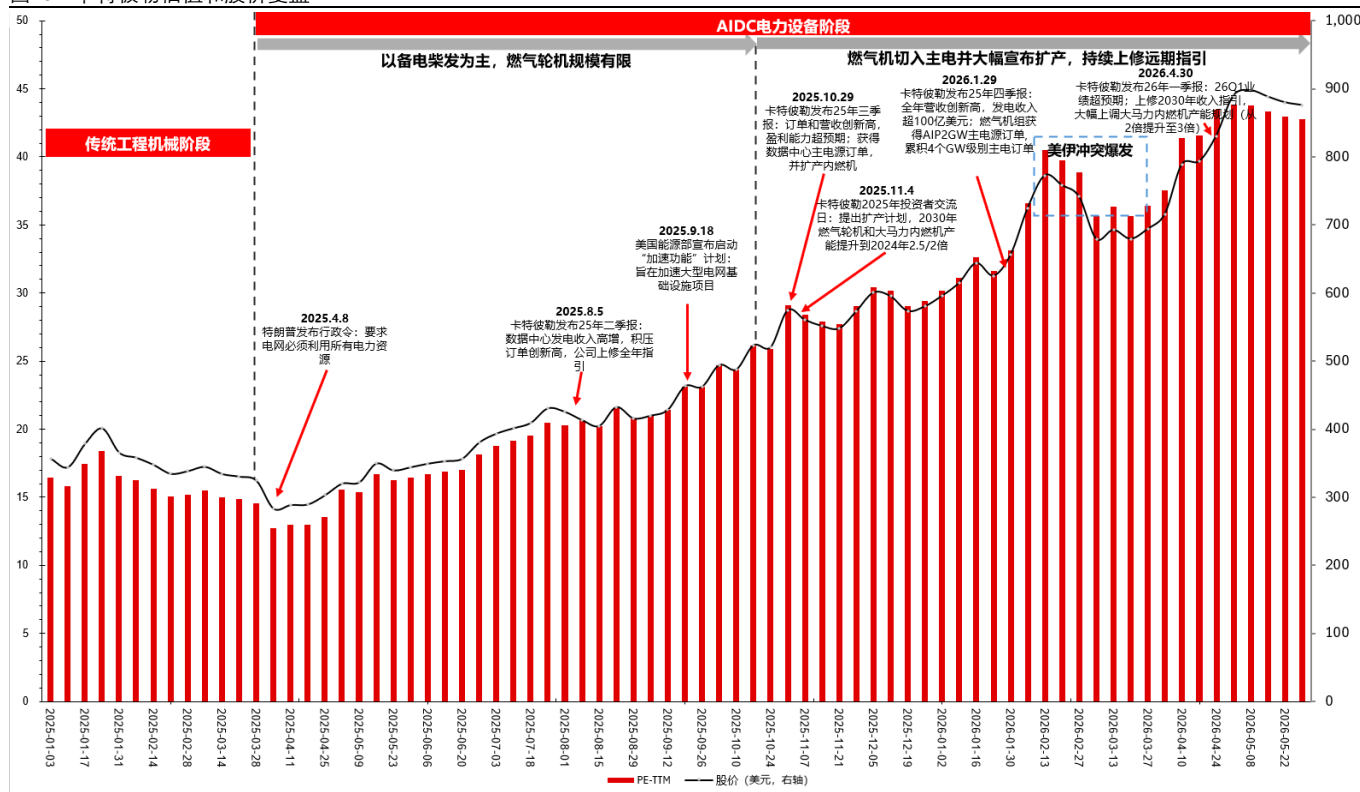
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：卡特彼勒归母净利润复盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：卡特彼勒估值和股价复盘



资料来源：中外能源经济观察，公司业绩交流会，公司公告，公司官网，长江证券研究所

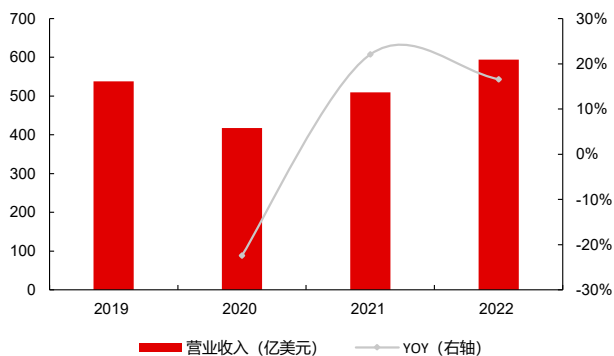
卡特基本面复盘：工程机械到 AIDC 电源，从周期行业向成长赛道跃迁

传统工程机械阶段（2019-2024）：主业呈现周期性波动

第一阶段（2019-2022）：周期下行与修复。2019 年 538.0 亿美元，2020 年受特殊事件与油价崩盘冲击，降至 417.5 亿美元，同比下降 22%，四大板块业务全面收缩，其中建筑行业与动力与能源降幅最大，归母净利润从 60.9 亿降至 30.0 亿美元，同比下降 51%，归母净利率由 11% 降至 7%。2021 年需求反弹、经销商补库，营收回升至 509.7 亿美

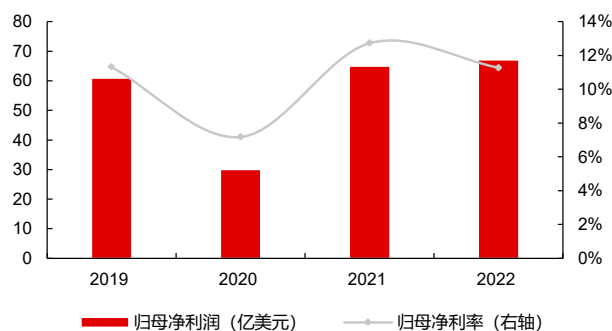
元,同比上涨 22%,三大机械板块同步修复,归母净利润 64.9 亿美元,同比上涨 116%、归母净利率回升至 13%;2022 年提价效应兑现,营收增至 594.3 亿美元,建筑行业、资源行业、动力与能源均创阶段新高,但受成本通胀及退出俄罗斯业务一次性费用影响,归母净利润 67.1 亿美元仅增 3%,归母净利率回落至 11%,增收不增利。

图 6: 卡特彼勒 2019-2022 年营业收入



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 卡特彼勒 2019-2022 年归母净利润

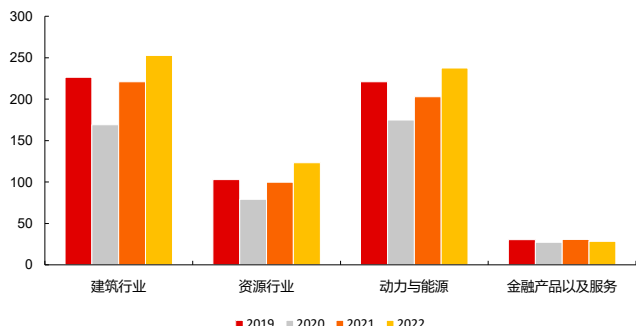


资料来源: Wind, 长江证券研究所

在该阶段, 卡特四大板块的收入与盈利走出深 V:

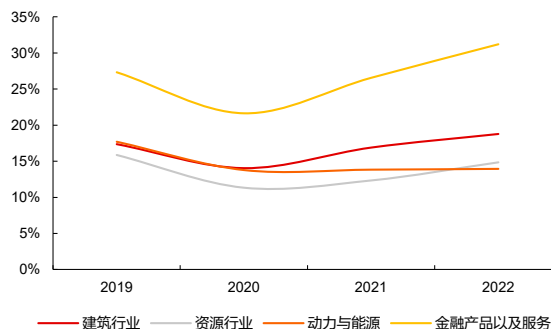
- 1) 建筑行业: 收入从 2019 年的 226.5 亿美元降至 2020 年的 169.2 亿美元, 源于特殊事件下全球建筑活动停摆叠加经销商去库存, 其后在北美住宅与基建需求带动下修复, 2022 年达 252.7 亿美元创阶段新高, 营业利润 47.4 亿美元, 利润率 18.77% 超越特殊事件前, 核心原因是 2022 年下半年提价集中兑现、价格贡献反超成本通胀。
- 2) 资源行业: 收入 2020 年降至 79.1 亿美元 (-23%), 源于矿商冻结资本开支, 2022 年在大宗涨价与矿卡换新驱动下回升至 123.1 亿美元, 但利润率仅修复至 14.84%, 原因是矿商执行资本纪律、释放的是更新需求而非扩产。
- 3) 动力与能源: 收入 2020 年降至 174.7 亿美元 (-21%), 油价崩盘致压裂与井场动力需求崩塌, 2022 年虽修复至 237.5 亿美元, 但利润率连续三年停滞在 14% 以下, 营业利润 33.1 亿美元, 受油气修复缓慢、运输终端平淡、铸件与芯片短缺三重压制。
- 4) 金融产品以及服务: 收入稳定在 27 亿-31 亿美元、免疫周期, 利润率则为四大板块最高, 2022 年达 31.2%、率先创新高, 主因信贷损失降至历史低位与二手设备残值坚挺。

图 8：2019-2022 年卡特彼勒分板块收入（亿美元）



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

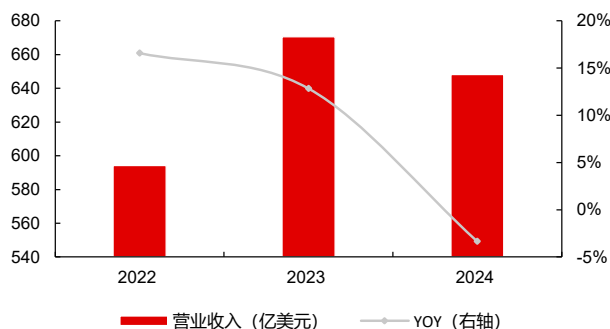
图 9：2019-2022 年卡特彼勒分板块盈利能力



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

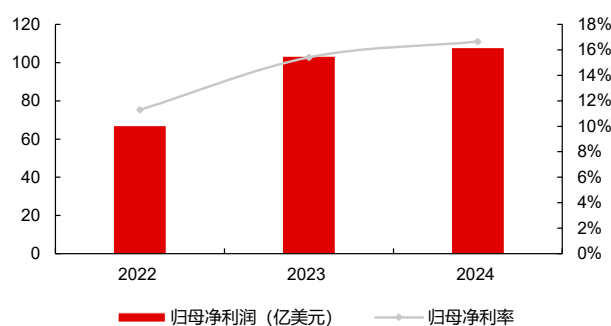
第二阶段（2023-2024）：供需反转下量价双升。2023 年营收 670.6 亿美元，同比增长 13%，在北美基建法案与制造业回流投资的拉动下，建筑行业、资源行业、动力与能源三大板块收入全面创新高；价格贡献显著超过成本通胀，叠加经营杠杆，归母净利润 103.4 亿美元，同比增长 54%，归母净利率升至 15%。2024 年营收回落至 648.1 亿美元，同比下降 3%，建筑行业与资源行业因经销商去库存、订单放缓双双下滑，但动力与能源逆势增长 22%，叠加高价订单交付与产品结构优化，归母净利润上升至 107.9 亿美元，同比增长 4%，归母净利率进一步抬升至 17%。

图 10：卡特彼勒 2022-2024 年营业收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：卡特彼勒 2022-2024 年归母净利润以及归母净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

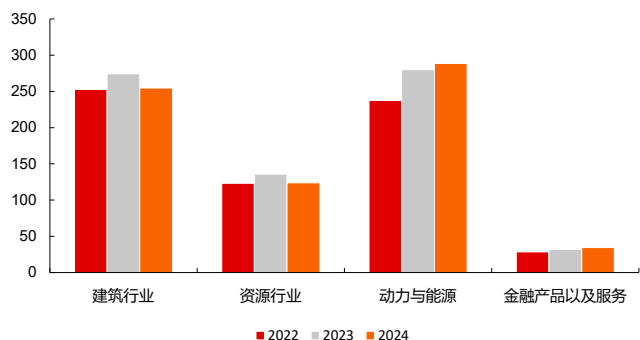
四大板块经历了同步冲高、再到景气分化，传统机械冲高回落、动力与能源接棒向上。

- 建筑行业：**2023 年收入 274.2 亿美元（+9%），营业利润 69.8 亿美元（+47%），利润率 25.44%创历史高位，驱动是北美基建法案下非住宅建筑与市政项目放量、叠加提价全面覆盖成本；2024 年经销商库存转入去化，收入回落至 254.6 亿美元（-7%），利润降至 61.7 亿美元（-12%），但利润率 24.22%仍处历史高位。
- 资源行业：**节奏与建筑行业同步，2023 年收入 135.8 亿美元（+10%），利润 28.3 亿美元（+55%），利润率 20.86%，驱动是矿业资本开支高位维持、大型矿卡与电铲交付饱满；2024 年大宗价格回落矿商放缓采购，收入降至 123.9 亿美元（-9%），利润 25.3 亿美元（-11%），利润率 20.45%。
- 动力与能源：**动力与能源板块则走出独立向上的曲线，2023 年收入 280.0 亿美元（+18%）、利润 49.4 亿美元（+49%），利润率从 13.93%大幅提升至 17.63%，驱动是发电终端在数据中心备电需求下连续高增、油气终端受益天然气压缩复苏叠加

提价兑现；2024 年收入 288.5 亿美元（+3%），在建筑行业下滑的同年超越其成为第一大收入板块，利润 57.4 亿美元（+16%）、利润率续升至 19.88%。

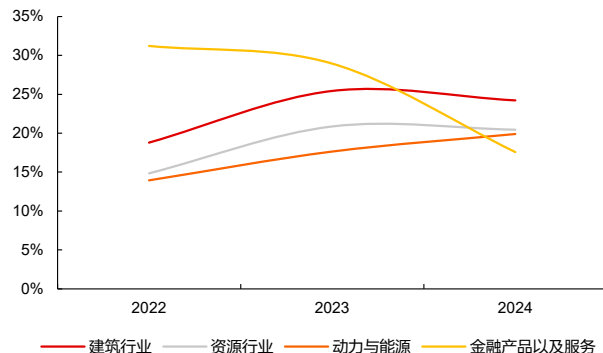
- 4) **金融产品以及服务**：收入稳步增至 34.5 亿美元，但 2024 年利润降至 6.1 亿美元、利润率 17.56%，主要受信贷相关计提与融资成本上行拖累。

图 12：2022-2024 年卡特彼勒各业务收入情况（亿美元）



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

图 13：2022-2024 年卡特彼勒分板块盈利能力

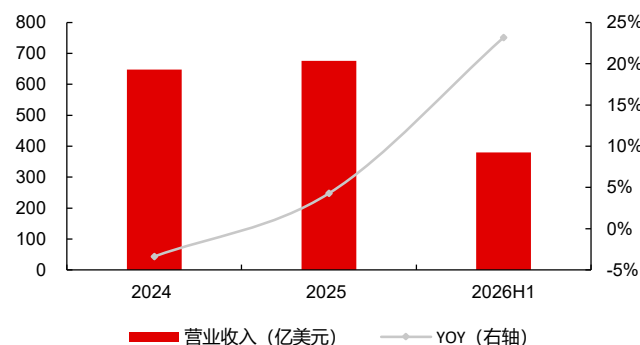


资料来源：卡特年报，长江证券研究所

AIDC 电源阶段（2025 年后）：从传统周期领域切换至向电力成长赛道

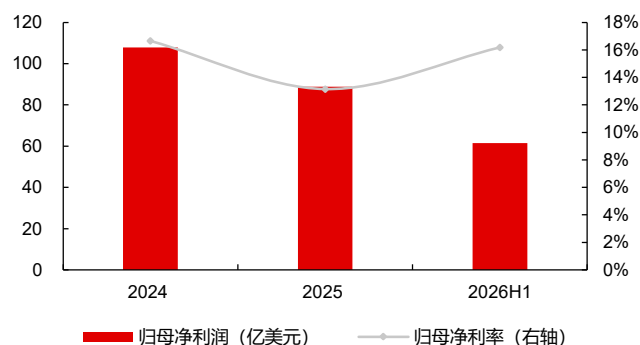
2025 年卡特主业景气回落，业绩有所调整。2025 年营收 675.9 亿美元，同比增长 4%，但归母净利润降至 88.8 亿美元，同比下降 18%，归母净利率回落至 13%，原因有三：传统建筑与资源板块景气回落、利润率均值回归，关税成本增加，叠加大缸径与燃机扩产的前期投入。2026 年上半年拐点确认：营收 380 亿美元、同比增长 23%，归母净利润约 61 亿美元、同比增长超 47%。

图 14：卡特彼勒 2024-2026H1 营收以及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：卡特彼勒 2024-2026H1 归母净利润以及归母净利率



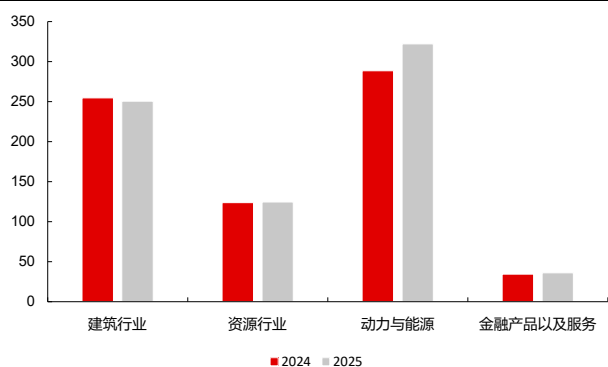
资料来源：Wind，长江证券研究所

分板块来看：传统工程机械行业有所回调，电源业务带动下动力能源板块表现突出

- 1) **建筑行业**：2025 年较 2024 年，分部收入从 254.5 亿美元降至 250.6 亿美元，分部利润从 61.7 亿美元降至 46.8 亿美元，利润率回落至 18.66%，主因北美非住宅建筑与经销商补库红利消退、终端销量下行，叠加关税成本挤压；

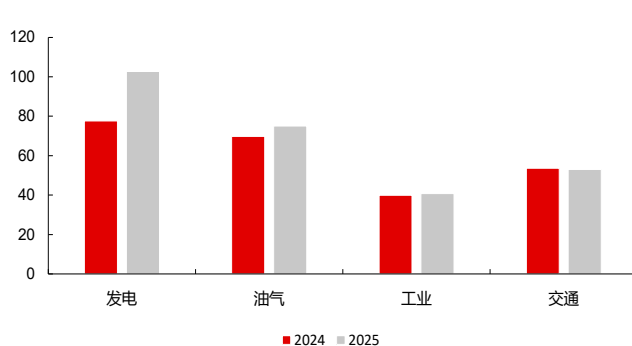
- 2) 资源行业：2025 年较 2024 年，分部收入从 123.9 亿美元到 124.7 亿美元，基本持平。分部利润从 25.3 亿美元降至 19.9 亿美元，利润率回落至 15.94%，大宗价格回落矿商继续收缩设备采购，传统机械板块的高位利润率同步均值回归。
- 3) 动力与能源：2025 年较 2024 年，分部收入从 288.5 亿美元增至 322.0 亿美元，分部利润从 57.4 亿美元增至 64.2 亿美元、利润率抬升至 19.93%，超越建筑行业成为第一大利润板块，拆分终端看，增长几乎全部由发电贡献：发电终端收入从约 78 亿美元跃升至约 103 亿美元，同比增长 32.5%，油气终端收入约 75 亿美元，同比增长 7%，工业与交通基本持平。
- 4) 金融产品以及服务：2025 年较 2024 年，分部利润从 6.1 亿美元回升至 8.6 亿美元，利润率修复至 23.94%，前一年信贷计提的拖累消除。

图 16：分业务收入情况（亿美元）



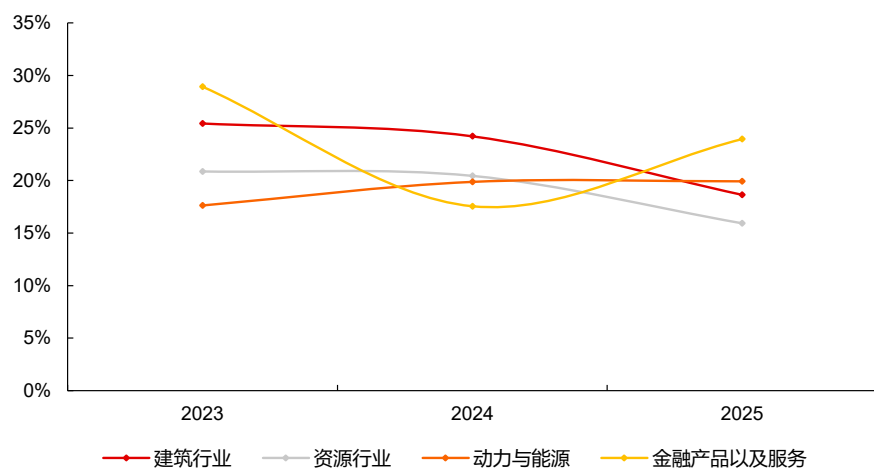
资料来源：卡特年报，长江证券研究所

图 17：能源与动力板块细分业务收入情况（亿美元）



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

图 18：分板块盈利能力



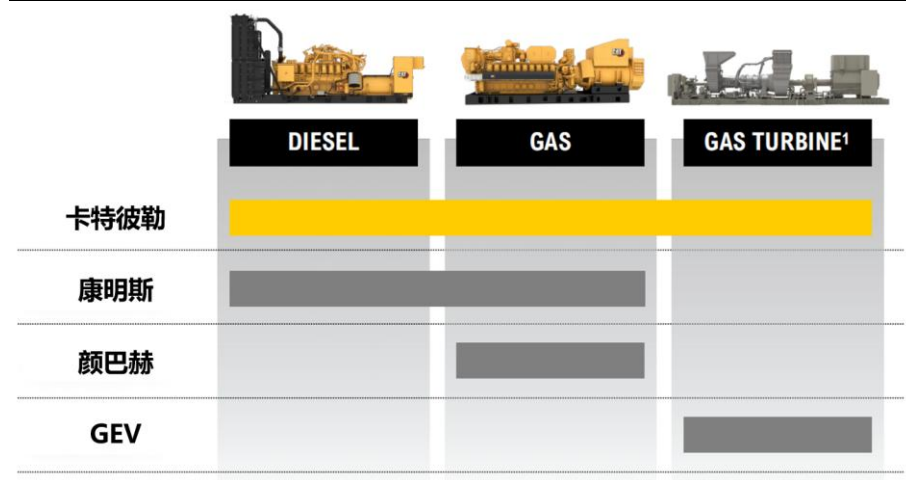
资料来源：卡特年报，长江证券研究所

未来展望：AIDC 电源成为业绩增长主引擎

卡特是全球唯一同时覆盖柴油发电机组、燃气发电机组与工业燃气轮机三条产品线的厂商。柴发与燃气机组基于 3500/C175 等大缸径往复式平台，覆盖数据中心备用电源与

桥接电力场景；Solar Turbines 燃气轮机则直接切入主力电源与离网供电市场。对比竞争对手，康明斯覆盖柴油与燃气机组（功率段低），但缺少燃气轮机；颜巴赫聚焦燃气往复复式机组；GE Vernova 则只有重型燃气轮机，缺少备电柴发产品。数据中心客户的电力需求是“备电 + 主电”，卡特可以锁定全栈需求，单项目价值量与客户粘性均高于单一产品厂商，这正是其 2025 年以来能够连续斩获 GW 级主电订单的原因。

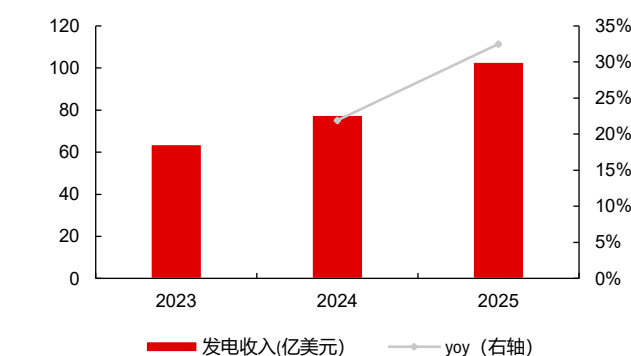
图 19：卡特彼勒和全球主要企业产品布局



资料来源：卡特季报，长江证券研究所

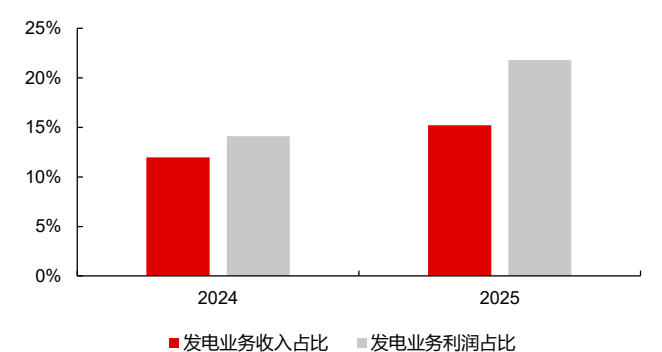
受益于公司发电业务持续放量。发电终端收入从 2023 年的 64 亿美元增至 2024 年的 78 亿美元（+22%）、2025 年的 103 亿美元（+32%），增速逐年抬升。AI 数据中心备电需求的爆发与 2025 年下半年主电订单的开始交付是增长加速的直接驱动。发电业务收入占公司总营收的比重从 2024 年的约 12% 升至 2025 年的约 15%，而利润占比同期从约 14% 升至约 22%，**利润占比显著高于且快于收入占比的抬升，印证了发电业务的盈利能力优于公司平均水平（高单价机组、供不应求下的定价权）。**

图 20：2023-2025 年卡特发电业务收入以及增速情况



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

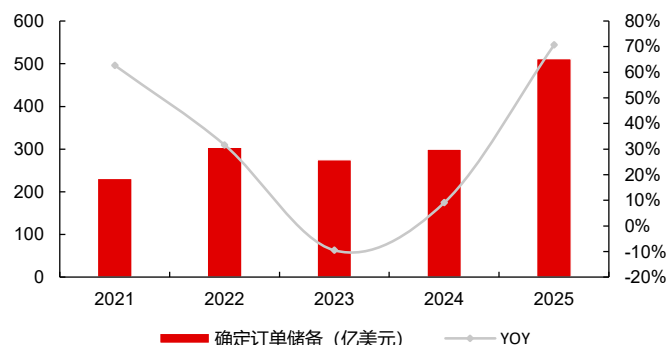
图 21：2024-2025 年卡特发电收入以及利润占比



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

订单储备呈现台阶式跳升，同时交付周期持续拉长，显著抬升公司收入端的可预见性。公司积压订单规模持续高速扩张，2025 年末积压订单规模达 512 亿美元，同比增长 71%；2026 年 Q2 进一步攀升至 721 亿美元，创下历史新高，同比增幅 92%。在订单大幅充盈的背景下，产品交付周期不断拉长，当前燃气机组订单排产已至 2028 年底，涡轮机订单交付则顺延至 2029 年之后。

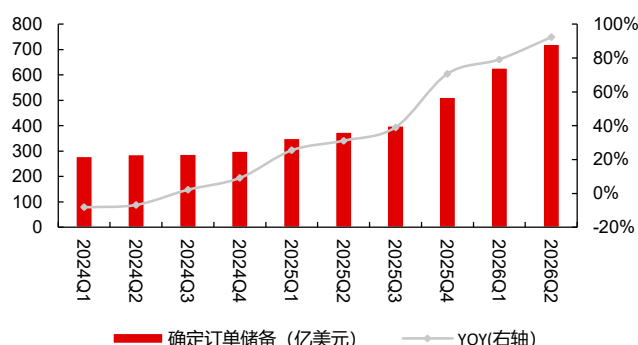
图 22：卡特彼勒订单分年度情况



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

注：该订单包含传统主业以及发电板块

图 23：卡特彼勒订单分季度情况



资料来源：卡特年报，长江证券研究所

面对数据中心电源需求的高景气，公司持续加码产能并上调中期经营指引。产能端，公司将大马力发动机 2030 年扩产目标由“达到 2024 年产能的 2 倍”上修至“3 倍”，以匹配下游快速增长的订单需求；收入端，发电业务 2030 年营收指引同步从“提升至 2024 年的 2 倍”上调至“3 倍”，带动公司整体营收 CAGR 指引由 2024-2030 年的 5%-7% 提升至 6%-9%，彰显了对发电业务增长的强烈信心。

表 1：卡特彼勒指引更新

	原指引	现指引
扩产计划	大马力发动机 2030 年扩产到 2024 年 2 倍	大马力发动机 2030 年扩产到 2024 年 3 倍
发电营收	2030 年提升到 2024 年 2 倍	2030 年提升到 2024 年 3 倍
总营收	2024-2030 年 CAGR 为 5-7%	2024-2030 年 CAGR 为 6-9%

资料来源：卡特彼勒 2026Q1 季报，长江证券研究所

表 2：卡特彼勒出货量预测 (GW)

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
大马力内燃机	21	29	37	45	51	55
数据中心	11	17	23	29	33	35
柴发	10	14.0	17.0	20.0	21.0	21
燃气机	1	3.0	6.0	9.0	12.0	14
非数据中心	10	12	14	16	18	20
燃气轮机	4	5	6.5	8.5	9.5	10
数据中心	0.8	1.5	2.5	3.5	4.5	5
非数据中心	3.3	3.5	4	5	5	5

资料来源：卡特季报，Citi，长江证券研究所

远期韧性：售后服务收入有效平抑设备周期波动

燃气发电机组全生命周期价值释放节奏清晰，以设备交付为起点，随运行时长持续产生分层后市场服务收入：

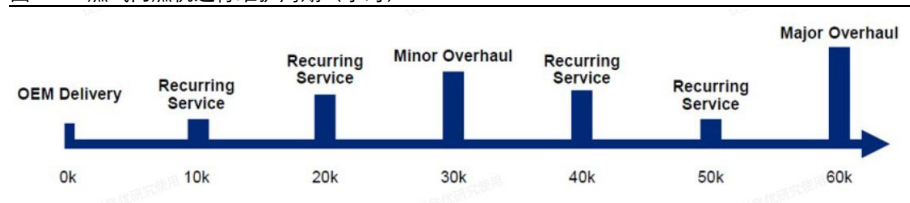
1) 0k 小时：OEM 整机交付，设备首次销售是一次性收入，收入体量为生命周期内最低，仅作为后市场服务的流量入口。

2) 10k/20k/40k/50k 小时：常态化定期维保，机组每间隔约 10000 小时开展常规循环维保，属于持续性、高频刚需服务，每次服务收入规模稳定，构成后市场稳定现金流。

3) 30k 小时：小修，机组运行满 30000 小时执行深度小修，服务收入规模显著高于常规循环维保，是中期核心服务收入节点。

60k 小时：大修，机组运行至 60000 小时进行整机大修，为全生命周期中单笔收入最高的服务项目，盈利弹性极强。

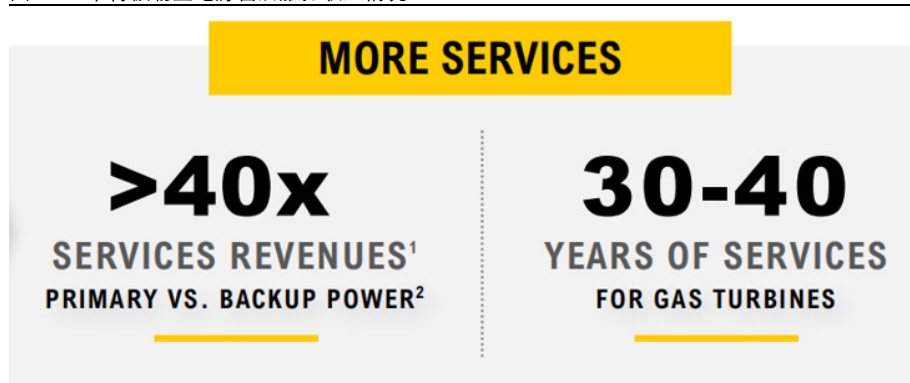
图 24：燃气内燃机运行维护周期（小时）



资料来源：INNIO 官网，Morgan Stanley，长江证券研究所

数据中心电源服务强度大幅高于传统电源，其中主电源后市场收入大幅高于备用电源柴发。作为基荷电源运行的数据中心将需要更高的服务强度，数据中心的收入可高达传统客户的 2.5 倍。与仅在停电时启动的备用柴发不同，燃气机作为数据中心主电源需长期 7×24 小时连续运行，设备损耗、维保服务及备件更换的需求大幅提升，其全生命周期内的后市场收入规模可达柴发的十倍以上。这意味着燃气机业务不仅能在设备销售阶段贡献高价值量收入，还能通过持续的运维服务形成稳定的现金流，显著增厚公司的长期盈利弹性。

图 25：卡特彼勒主电源售后服务收入情况



资料来源：卡特彼勒 2025 年投资者交流，长江证券研究所

假设：1) 数据中心的燃气轮机平均使用寿命为 35 年，且其终身零部件和服务收入是初始销售收益的 450%，平均每年服务收入为初始销售收入的 12.86%。2) 主电源燃气发动机平均使用寿命为 10 年，且其终身零部件和服务收入是初始销售收益的 137.5%，平均每年服务收入为初始收入的 13.75%。3) 备用电源柴发平均每年服务收入为 0.3%。

表 3：卡特彼勒 AIDC 电源收入预测

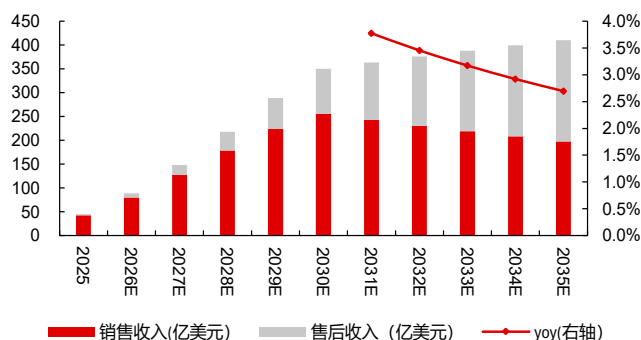
年份		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
年出货量 (GW)							
主用电源	燃气发动机	0.5	3.0	6.0	9.0	12.0	14.0
	燃气轮机	0.8	1.5	2.5	3.5	4.5	5
备用电源	柴发	10.5	14.0	17.0	20.0	21.0	21.0
累积出货量 (GW)							
主用电源	燃气发动机	0.5	3.5	9.5	18.5	30.5	44.5
	燃气轮机	0.8	2.3	4.8	8.3	12.8	17.8
备用电源	柴发	10.5	24.5	41.5	61.5	82.5	103.5
初始单价 (万美元/MW)							
主用电源	燃气发动机	60.0	64.8	70.0	75.6	79.4	83.3
	燃气轮机	100.0	108.0	116.6	126.0	132.3	138.9
备用电源	柴发	30.0	31.5	33.1	33.1	33.1	33.1
设备销售收入 (亿美元)							
主用电源	燃气发动机	3.0	19.4	42.0	68.0	95.2	116.7
	燃气轮机	8.0	16.2	29.2	44.1	59.5	69.4
备用电源	柴发	31.5	44.1	56.2	66.2	69.5	69.5
销售收入		42.5	79.7	127.4	178.3	224.2	252.3
售后服务收入 (亿美元)							
主用电源	燃气发动机	0.4	3.1	9.1	19.2	33.3	51.0
	燃气轮机	1.0	3.2	7.2	13.4	21.8	31.8
备用电源	柴发	1.1	2.7	4.7	7.0	9.4	11.8
售后收入		2.5	9.0	21.1	39.7	64.4	93.0
数据中心收入 (亿美元)		45.0	88.7	148.4	217.9	288.6	350.1
yoy			97.0%	67.3%	46.8%	32.5%	21.3%

资料来源：卡特年报，Morgan Stanley，Citi，长江证券研究所

远期来看，售后收入随着保有量提升稳健增长，可有效对冲 AIDC 电源需求波动。假设 2030 年为 AIDC 电源需求最高点，2030-2035 年随着缺电形势缓解，卡特彼勒 AIDC 电源出货量逐渐降低。我们通过假设不同年降幅，来测算卡特彼勒后续 AIDC 电源收入情况。

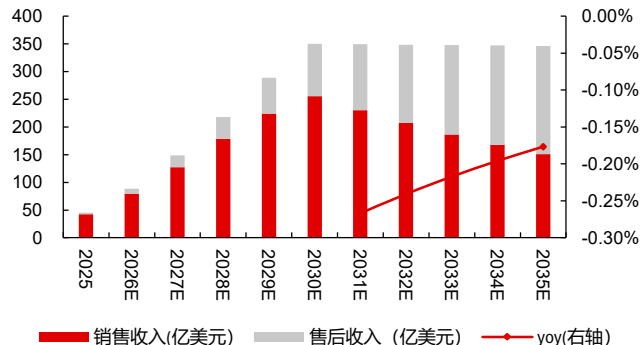
- 1) 若 2030-2035 年出货量年降幅为 5%：2035 年 AIDC 电源出货量分别为柴发 16.2GW/燃气内燃机 10.8GW/燃气轮机 3.9GW。AIDC 电源总收入为 409.9 亿美元，同比增长 2.7%，较 2030 年增长 17.1%；其中销售收入为 208.3 亿美元，同比减少 5%；售后收入为 212.1 亿美元，同比增长 11.1%。
- 2) 若 2030-2035 年出货量年降幅为 10%：2035 年 AIDC 电源出货量分别为柴发 12.4GW/燃气内燃机 8.3GW/燃气轮机 3.0GW。AIDC 电源总收入为 346.3 亿美元，同比减少 0.2%，较 2030 年较少 1.1%；其中销售收入为 150.9 亿美元，同比减少 10%；售后收入为 195.4 亿美元，同比增长 9.0%。

图 26：2030-2035 年每年降低 5% 下销售收入和售后收入（亿美元）



资料来源：卡特年报，Morgan Stanley，Citi，长江证券研究所

图 27：2030-2035 年每年降低 10% 下销售收入和售后收入（亿美元）

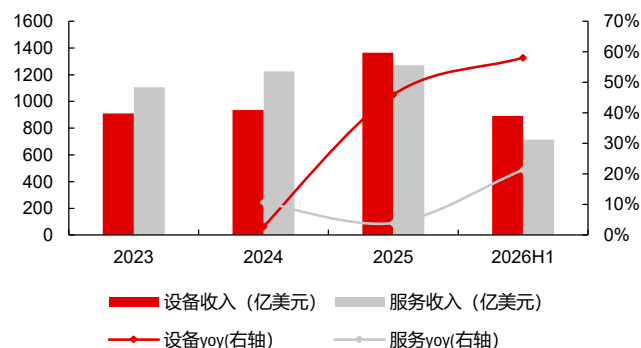


资料来源：卡特年报，Morgan Stanley，Citi，长江证券研究所

对标 INNIO 发展路径，AIDC 电源赛道售后服务板块盈利空间有望超越设备直销业务。

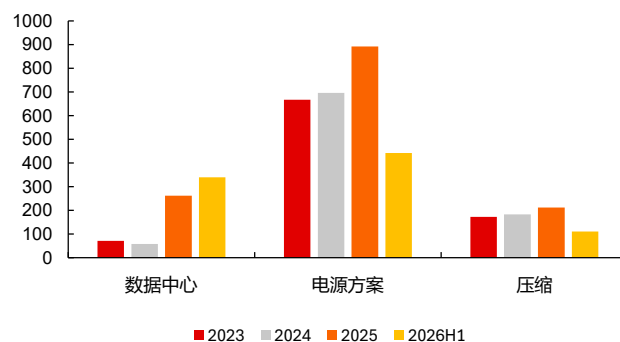
INNIO 核心业务聚焦燃气发电机组，其服务业务营收规模已与设备整机销售基本持平。2025 年 INNIO 整体营收达 26.4 亿美元，其中设备销售收入 13.7 亿美元，占总营收 52%；配套服务收入 12.7 亿美元，占总营收 48%。拆分业务结构来看，公司设备板块内数据中心相关设备收入为 2.6 亿美元，对应占设备总收入比重 20%、占公司整体总营收比重 10%。盈利维度差异显著，售后服务盈利水平显著高于设备销售业务：2025 年公司售后业务调整后 EBITDA 率高达 42.54%，而整机设备销售毛利率仅 27.2%，服务业务盈利优势突出。

图 28：INNIO 设备收入和服务收入情况



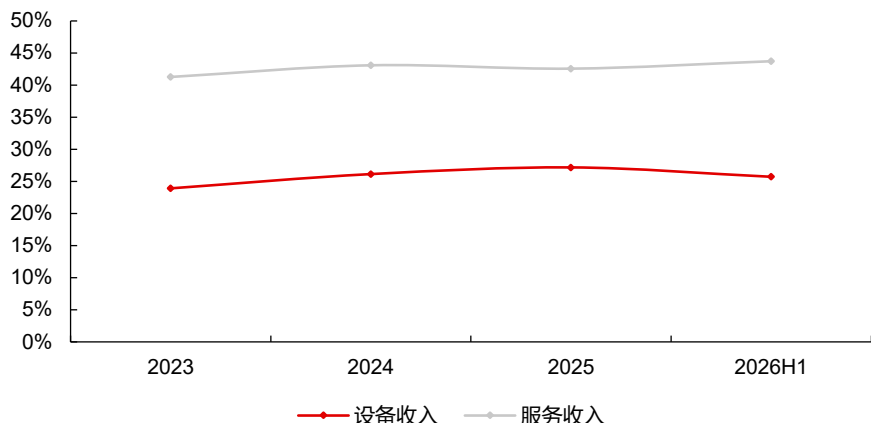
资料来源：INNIO 年报，长江证券研究所

图 29：INNIO 设备收入中细分业务情况（亿美元）



资料来源：INNIO 年报，长江证券研究所

图 30: INNIO 设备收入和服务收入毛利率情况



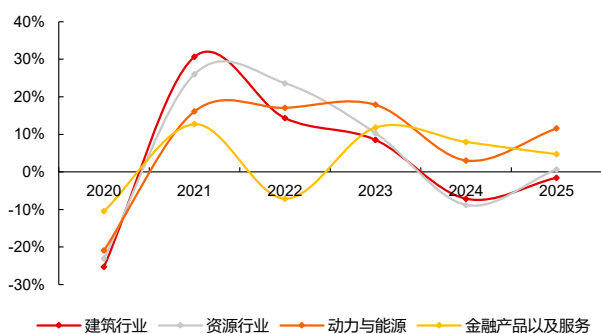
资料来源: INNIO 年报, 长江证券研究所

潍柴 VS 卡特: 主业抗周期能力占优, AIDC 电源成长斜率更高

主业: 业务多元趋势加速, 主业周期性有所减弱

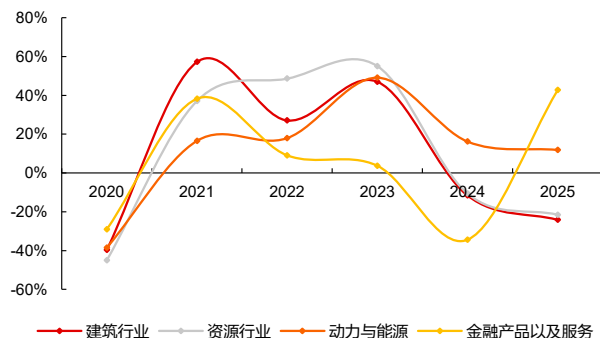
卡特的业务边界清晰, 但周期同源。卡特的四大板块中, 建筑行业面向基建、房建、砂石骨料与设备租赁, 资源行业面向金属矿、煤矿与新能源矿产开采, 两者合计长期贡献公司过半收入; 能源与交通此前主要绑定油气开采与压裂动力, 金融产品则是围绕自有设备销售的配套服务。**卡特的四块业务虽然终端不同, 却由同一个变量驱动——全球大宗商品价格与由此决定的资本开支强度。**这一同源性在收入与利润两端都清晰可见: 收入端四条曲线在 2020 年同步落入负区间、2021 年同步冲高至 30% 附近、2024 年两大机械板块同步转负; 利润端形态基本一致, 但振幅显著放大, 建筑行业与资源行业营业利润的峰值同在 2023 年, 此后连续两年同向下滑, 至 2025 年较高点分别累计下降 33% 和 30%, 唯有动力与能源自 2021 年以来保持不中断增长。2020 年公司归母净利润同比下降 51% 时, 四大板块全面收缩, 是这一结构最集中的体现。

图 31: 卡特彼勒各业务收入增速情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 32: 卡特彼勒分部利润增速情况



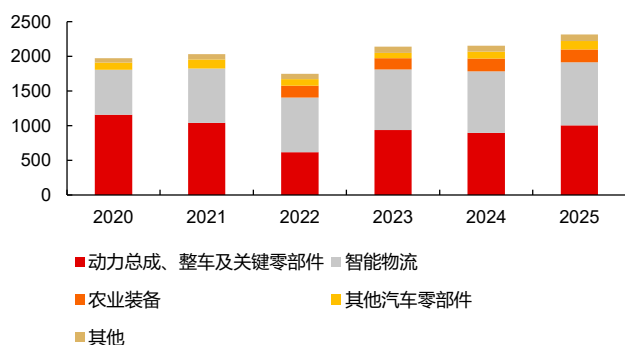
资料来源: Wind, 长江证券研究所

从重卡产业链到叉车、农用设备等, 潍柴的业务边界更宽, 各业务的驱动变量相对独立。

潍柴已形成动力总成与整车、智慧物流、农业装备各业务协同发展的格局: 动力总成、

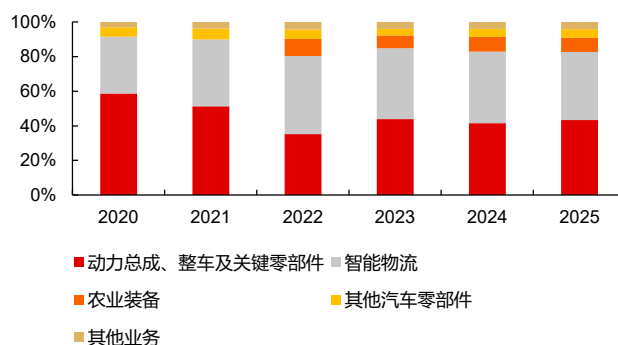
整车和零部件主要以重卡产业链业务（重卡发动机、重卡整车等）为主，对应中国货运以及基建周期；智慧物流（凯傲）主要对应欧美制造业与仓储自动化资本开支；农业装备（潍柴雷沃）对应粮价、农机购置补贴与农机排放标准切换。2025 年动力总成、整车及关键零部件、智慧物流、农业装备收入分别为 1004.11 亿、910.77 亿、187.89 亿元，占比 43.31%、39.29%、8.11%，较 2023 年分别变动-0.5pct、-1.6pct 和 0.6pct。这一分散性在收入与毛利两端同样清晰可见：收入端四条曲线的峰谷时点彼此错开，动力总成、整车及关键零部件的增速区间接近-41%至+52%，智能物流仅为-3%至+21%，2022 年动力总成、整车及关键零部件下滑逾 40%时智能物流仍为正增长，2023 年动力总成、整车及关键零部件增长 52%时智能物流增速已回落；毛利端形态一致而振幅更大，凯傲的低点较动力总成晚一年出现，农业装备则未出现负增长，两家主要子公司的收入节奏亦不相同。

图 33：潍柴动力各业务收入情况（亿元）



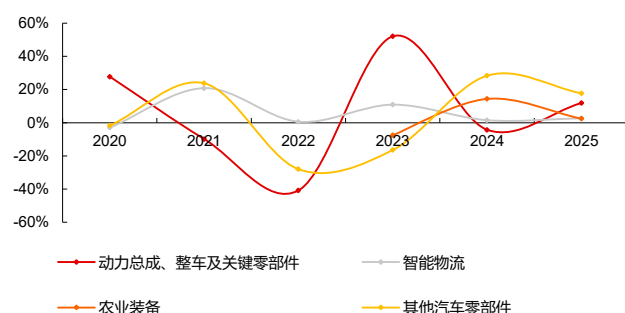
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：潍柴动力各业务收入占比



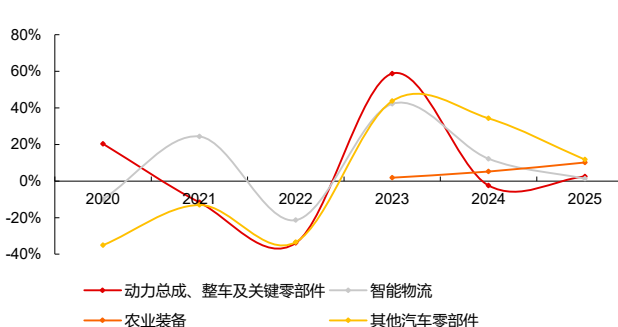
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：潍柴动力各业务收入增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

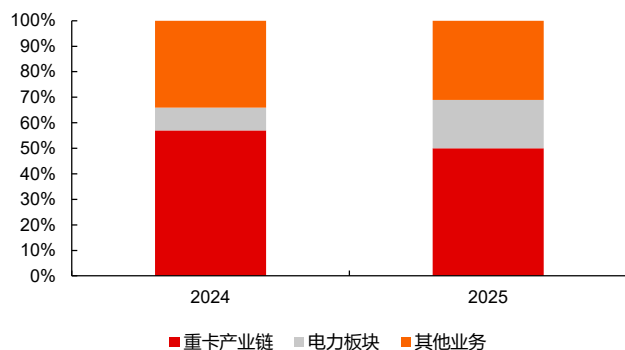
图 36：潍柴动力各业务毛利增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

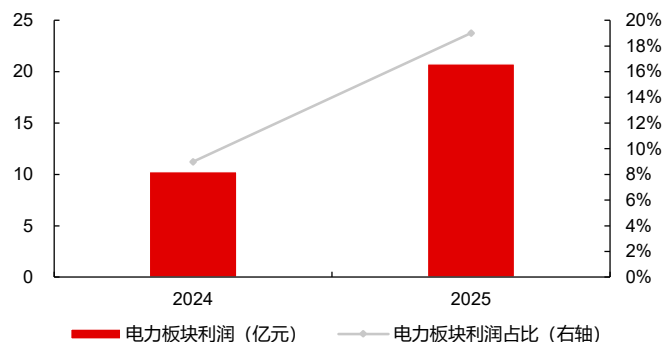
重卡产业链相关业务净利润占比持续下行，潍柴主业周期性逐步弱化。受重卡行业新能源加速渗透影响，传统重卡发动机业务面临一定压力，当前重卡产业链利润贡献占比约 50%，较上年同期有所回落。与此同时，受益于下游数据中心电源领域旺盛需求，大缸径业务实现高速增长，2025 年电力板块利润占比同比提升约 10%，公司业绩结构多元化进程持续加快。

图 37：2024-2025 年公司各板块业绩占比



资料来源：Wind，潍柴官方平台，长江证券研究所

图 38：2024-2025 年公司电力板块利润以及占比情况



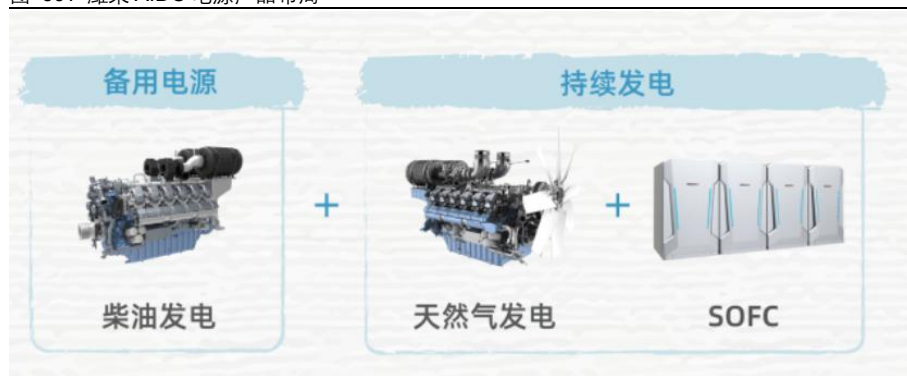
资料来源：Wind，潍柴官方平台，长江证券研究所

AIDC 电源：产能优势加持，成长潜力有望超越卡特

潍柴动力抓住 AIDC 电源市场机遇，构建了覆盖“备用电源+主用电源”的完整产品矩阵。

在备用电源领域，公司依托成熟的高速柴油发电机组产品，可为数据中心提供稳定可靠的应急供电保障；在主用电源赛道，公司重点布局燃气发动机及固体氧化物燃料电池（SOFC）技术路线，打造具备高可靠性、高效率的基荷供电方案，形成了多技术路线协同、全场景覆盖的竞争优势。

图 39：潍柴 AIDC 电源产品布局



资料来源：潍柴官网，长江证券研究所

潍柴柴发已进入快速放量阶段，通过 Generac 切入全球头部 CSP 大厂打开后续增长势能。在数据中心备电需求爆发的背景下，潍柴动力柴发业务迎来加速增长期，2025 年数据中心大缸径发动机销量同比激增 259%至 1400 台。国际市场上，公司以北美 OEM 客户 Generac 为抓手，一方面已与头部数据中心托管商建立稳定订单合作，实现了批量供货；另一方面已与 2 家 CSP 大厂达成供货协议，目前在手订单达 16 亿美元。潍柴与 Generac 有多年合作协议并签订排他协议，后续存在北美本土合作生产发动机可能性。

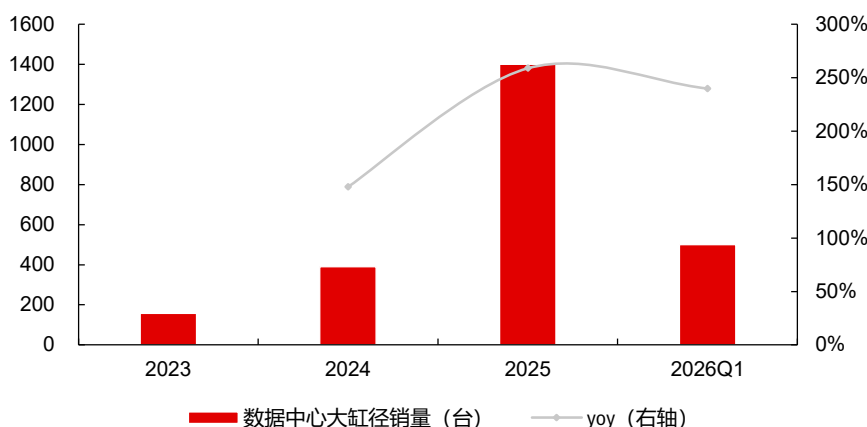
表 4：潍柴北美主要 OEM 客户 GENERAC 业绩交流会总结

指标/时间	2026Q2 业绩交流 (2026/7/29)	2026Q1 业绩交流 (2026/4/29)	2025 年报投资者交流会 (2026/3/25)
客户情况	2 家 CSP 大厂已达成供货协议	处于 2 家 CSP 大厂的供应商最终审批阶段，收到无约束力开工通知；与托管商已有稳定订单	与 2 家 CSP 大厂处于 AVL 认证后期；与托管商已有稳定订单

订单规模	目前数据中心在手订单达 16 亿美元，不含第二家 CSP 大厂供货协议	在手订单超 7 亿美元，不包含 2027 年某 CSP 大厂 6 亿美元无约束力开工通知	在手订单 7 亿美元，2026 年交付 3 亿美元；收到某 CSP 客户 2027 年 6 亿美元非约束性预购通知
------	-------------------------------------	--	---

资料来源：Generac 业绩交流会，长江证券研究所

图 40：潍柴数据中心大缸径销量以及增速情况



资料来源：公司年报，长江证券研究所

数据中心缺电敞口扩大，主电燃气轮机供给不足下，燃气发动机以及 SOFC 后续需求确定性高，潍柴已布局燃气发动机和 SOFC，且即将迎来放量节点。

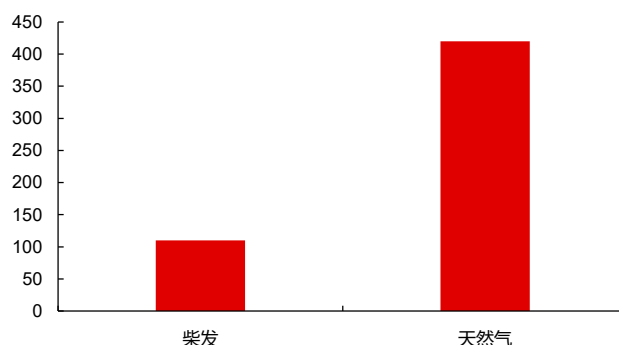
1) 燃气机单台售价更高且潍柴以机组出货，年中放行有望贡献更大利润弹性。以卡特彼勒 Atlas 项目（1.4GW 对应 84 亿美元订单）为参考，燃气机组每兆瓦售价约 420 万元，是柴发产品（约 100 万元/MW）的 4 倍以上，单台设备的利润贡献空间大幅提升。公司年中即将推出的 20M55 燃气内燃机，单机功率达 2.6MW，可直接对标卡特彼勒、颜巴赫等海外厂商的主流功率段；凭借整机出货模式，预计单台价值量有望达到 1000 万元，随着该机型在数据中心主电源场景的逐步放量，将为公司带来显著的业绩增量与利润弹性。

图 41：潍柴 20M55 燃气发动机



资料来源：潍柴官方公众号，长江证券研究所

图 42：柴发和天然气发电机组每兆瓦价格（万元）



资料来源：全产业链研究院，wedoany，长江证券研究所

2) SOFC：潍柴是国内最早布局 SOFC 系统集成企业之一，掌握金属支撑 SOFC 核心技术，2026 年底将建成小批量产能。2018 年潍柴已收购 Ceres Power 20% 股权，并成立合资公司。2025 年 11 月 5 日，潍柴动力与全球领先的清洁能源技术开发商 Ceres Power 签署合作协议，获得 SOFC 的生产制造授权，目标市场包括 AI 数据中心、商业

建筑和工业应用等场景。潍柴 SOFC 发电系统发电效率超 60%，热电联产效率突破 85%，相较传统天然气发电机组减碳 30%以上。国内首家通过 TÜV 南德的欧盟 CE 认证，完成 40 项全项认证测试。

图 43：潍柴 SOFC 发电系统



资料来源：潍柴官方公众号，长江证券研究所

图 44：潍柴 SOFC 相关性能指标



资料来源：潍柴官方公众号，长江证券研究所

Centrica 与 Ceres 签署战略合作协议，计划为英国及欧洲市场部署多 GW 级的现场燃料发电项目，潍柴有望深度参与。作为 Ceres 的主要授权商之一，公司有望深度参与项目落地，实现 SOFC 产品在欧洲市场的规模化应用。从盈利角度看，对标行业同类产品（BE），SOFC 系统售价可达 3000 美元/kW，显著高于传统发电设备；随着公司相关产品进入规模化量产阶段，将为业务带来较高的盈利弹性，成为新的业绩增长点。

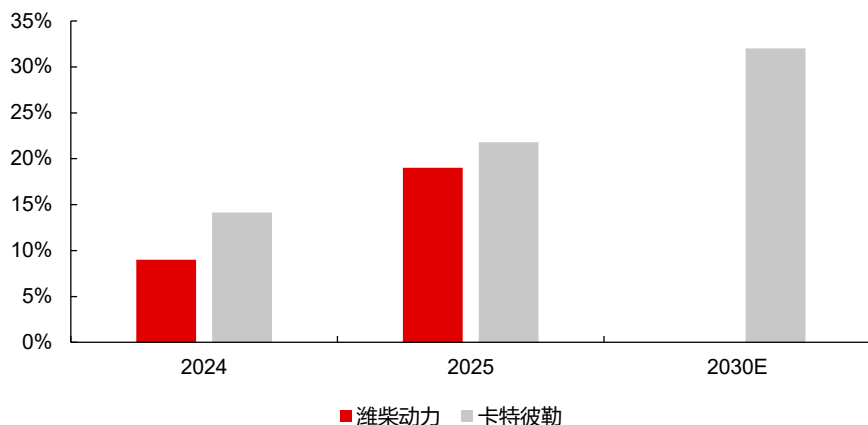
表 5：全球主要 SOFC 生产企业

公司	Bloom Energy	DOOSAN	DELTA 台达	潍柴动力
国别	美国	韩国	中国台湾地区	中国
技术路线	自研 SOFC 技术	授权英国 Ceres 燃料电池技术	授权英国 Ceres 燃料电池技术	授权英国 Ceres 燃料电池技术
投入 SOFC 时间点	- 公司成立于 2001 年，即以 SOFC 技术为核心方向。 2008 年提供 SOFC 出货，首台「Bloom Box Energy Server」提供给 Google。	2019 年与 Ceres 签署合作授权协议，开发 5~20kW 分布式电力系统。 2020 年扩大战略合作，在韩国建厂生产电堆。	2024 年与 Ceres 签署固态氧化物电堆生产技术授权合约。	2018 年收购 Ceres Power 20%股权，开始布局 SOFC。 2025 年 11 月与 Ceres 签署固态氧化物电堆生产技术授权合约。
量产状况	已量产，全球部署 > 1.5GW	2025 年底开始量产 50MW	目标 2026 年底小量产	目标 2026 年底小批量产能

资料来源：sunriseshaing，公司公告，长江证券研究所

随着主电源开启交付，产能优势持续释放，潍柴成长潜力有望超越卡特彼勒。对比卡特彼勒，充足的产能储备是潍柴的核心竞争力，也是当前全球 AIDC 电源领域中唯一具备充足供给能力的龙头企业，且依托国内供应链优势，潍柴扩产能力快于海外同行。卡特彼勒 2025 年电力板块业绩占比为 22%，根据其中期指引，预计 2030 年该板块占比有望提升至 32%；反观潍柴，2025 年电力业务业绩占比约 20%，伴随燃气机产能逐步释放，叠加业务本身较高的盈利弹性，潍柴电力板块业绩占比有望快速上行，长期看具备超越卡特彼勒的潜力。

图 45：潍柴和卡特彼勒电力板块业绩占比情况



资料来源：Wind，潍柴官方平台，卡特彼勒年报，长江证券研究所

投资建议：复盘卡特彼勒，潍柴有望迎来新一轮价值重塑

复盘卡特彼勒，潍柴主电即将开启交付，公司有望迎来新一轮价值重塑。复盘卡特彼勒发展路径，自切入 AIDC 主电源赛道后公司估值持续快速抬升；长期来看，AIDC 电源售后服务将成为核心利润支柱，有效平滑设备销售的周期波动，推动估值中枢较传统工程机械周期阶段实现上移。对标卡特，潍柴业务布局维度更广，覆盖重卡、叉车、农机等多元板块，各板块景气驱动相互分离，主业抗周期能力更强；AIDC 电源领域，公司同步布局燃气机组与 SOFC，依托国内完整供应链实现更快扩产，是全球稀缺具备充足产能的动力龙头。伴随公司主电源开启交付，产能优势持续兑现，潍柴长期成长空间有望超越卡特彼勒。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 145.4 亿元、185.4 亿元、219.5 亿元，对应 PE17.6X、13.8X、11.7X，维持“买入”评级。

风险提示

1、重卡行业销量回升不及预期。重卡需求主要来自于物流运输和工程开工（基建、房地产），受宏观经济影响较大。展望来看，物流运输需求预期会增加，基建、房地产的开工量也有望逐渐改善，但经济复苏影响因素较多，如果恢复不及预期，固定资产投资额投入不及预期，可能会带来重卡销量不及预期的风险。

2、天然气发动机销量不及预期。天然气发动机需求主要来自于下游天然气重卡整车需求。预期未来天然气重卡占比会进一步增加，带动天然气发动机销量增加。但如果油气价差缺口缩窄，天然气重卡性价比降低，可能会带来公司天然气发动机销量不及预期的风险。

3、公司新业务拓展力度不及预期。公司新业务主要包括 SOFC、发动机出口、大缸径发动机、高端液压等，其中出口可能会受国外经济需求影响，大缸径发动机可能会受下游客户订单波动影响，高端液压可能会受到降本不及预期等影响，带来新业务拓展不及预期的风险。

4、盈利预测假设不成立或不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新产品、国内外新项目逐步投产，原材料价格处于正常水平，公司利润将显著提升。预计公司 2026、2027 年营收分别为 2552.7 亿元、2715.9 亿元，增速分别为+10.12%、+6.39%，归母净利润分别为 145.4 亿元、185.4 亿元，增速分别为+32.98%、+27.58%。

5、盈利预测假设不成立或不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新产品、国内外新项目逐步投产，原材料价格处于正常水平，公司利润将显著提升。预计公司 2026、2027 年营收分别为 2552.7 亿元、2715.9 亿元，增速分别为+10.12%、+6.39%，归母净利润分别为 145.4 亿元、185.4 亿元，增速分别为+32.98%、+27.58%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若新项目投产不顺利、原料价格攀升、行业竞争加剧或技术路线出现重大变更，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2026、2027 年收入分别降至 2484.7 亿元、2639.9 亿元，增速分别为+7.19%、+6.25%，毛利率分别降低至 21.96%、23.15%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至+28.05%、+27.00%。

表 6：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
营业收入	2318.1	2552.7	2715.9	2318.1	2484.7	2639.9
——YOY	7.47%	10.12%	6.39%	7.47%	7.19%	6.25%
毛利率	21.48%	22.04%	23.25%	21.48%	21.96%	23.15%
归母净利润	109.3	145.4	185.4	109.3	140.0	177.8
——YOY	-4.15%	32.98%	27.58%	-4.15%	28.05%	27.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	231809	255272	271593	288183	货币资金	68713	65707	78066	100511
营业成本	182027	199008	208443	218122	交易性金融资产	14792	14792	14792	14792
毛利	49782	56264	63151	70061	应收账款	34355	33305	35785	37619
%营业收入	21%	22%	23%	24%	存货	35236	43060	44762	46652
营业税金及附加	842	766	815	865	预付账款	1645	1777	1847	1947
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	31784	35615	36774	38183
销售费用	13621	14423	15073	15706	流动资产合计	186524	194257	212025	239703
%营业收入	6%	6%	6%	5%	长期股权投资	5435	5735	6035	6335
管理费用	12001	10977	11407	12392	投资性房地产	652	642	632	622
%营业收入	5%	4%	4%	4%	固定资产合计	53670	53404	51481	46563
研发费用	8284	9956	9506	10086	无形资产	22063	21420	20226	17982
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	25269	25269	25269	25269
财务费用	-454	-356	262	-123	递延所得税资产	5691	5658	5658	5658
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	68172	73438	77541	77973
加: 资产减值损失	-1256	-1034	-1020	-1160	资产总计	367476	379823	398867	420105
信用减值损失	77	-90	-90	-90	短期贷款	2873	2873	2873	2873
公允价值变动收益	-226	0	0	0	应付款项	68037	68916	72027	75361
投资收益	450	766	815	865	预收账款	0	0	0	0
营业利润	16074	20550	26227	31210	应付职工薪酬	8233	8434	8814	9236
%营业收入	7%	8%	10%	11%	应交税费	2674	2842	2984	3184
营业外收支	140	50	50	50	其他流动负债	79719	85167	88848	91988
利润总额	16214	20600	26277	31260	流动负债合计	161534	168231	175545	182642
%营业收入	7%	8%	10%	11%	长期借款	11052	10852	10652	10652
所得税费用	2534	3296	4204	5002	应付债券	7196	7196	7196	7196
净利润	13680	17304	22073	26259	递延所得税负债	3599	3291	3291	3291
归属于母公司所有者的净利润	10931	14535	18541	21950	其他非流动负债	53033	51121	51121	51121
少数股东损益	2750	2769	3532	4309	负债合计	236414	240691	247805	254902
EPS (元)	1.27	1.68	2.15	2.54	归属于母公司所有者权益	93190	98492	106890	116723
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	37872	40640	44172	48481
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	131062	139132	151062	165204
经营活动现金流净额	28682	21222	32299	37719	负债及股东权益	367476	379823	398867	420105
取得投资收益收回现金	739	766	815	865	基本指标				
长期股权投资	-521	-300	-300	-300		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-6670	-9472	-7723	-2921	每股收益	1.27	1.68	2.15	2.54
其他	-10177	-1739	-1500	-200	每股经营现金流	3.29	2.46	3.74	4.37
投资活动现金流净额	-16628	-10745	-8708	-2557	市盈率	13.54	17.63	13.82	11.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.61	2.60	2.40	2.19
股权融资	0	-73	0	0	EV/EBITDA	4.13	8.35	6.16	4.71
银行贷款增加 (减少)	9196	-200	-200	0	总资产收益率	3.8%	4.6%	5.7%	6.4%
筹资成本	-8324	-8714	-11033	-12717	净资产收益率	11.7%	14.8%	17.3%	18.8%
其他	-19192	-4188	0	0	净利率	4.7%	5.0%	5.5%	6.0%
筹资活动现金流净额	-18320	-13175	-11233	-12717	资产负债率	64.3%	63.0%	62.0%	61.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-6267	-2698	12359	22445	总资产周转率	0.65	0.68	0.70	0.72

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所



投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。