仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

潍柴动力（000338）

跨越重卡周期，迎接 AI 新生

2026 年 09 月 05 日

买入（维持）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	215,691	231,809	259,098	305,404	338,362
同比（%）	0.81	7.47	11.77	17.87	10.79
归母净利润（百万元）	11,403	10,931	15,037	20,325	24,643
同比（%）	26.51	(4.15)	37.57	35.16	21.24
EPS-最新摊薄（元/股）	1.32	1.27	1.74	2.35	2.85
P/E（现价&最新摊薄）	20.34	21.22	15.43	11.41	9.41

投资要点

- **高端装备平台型公司，多业务龙头矩阵构筑跨周期护城河。**公司以发动机为核心，向变速箱、车桥、整车及三电延伸，形成重卡动力链完整闭环；同时通过全球并购与产业整合布局智慧物流、农业装备和电力能源。各板块共享技术、制造、客户与渠道资源，公司已由单一发动机企业升级为平台型公司，经营不再单依赖重卡景气。

- **重卡链形成基本闭环，零部件+整车构筑坚实利润基本盘。**2023 年以来重卡行业进入新一轮复苏周期，内需以更新需求+能源结构升级主导，出口则以非洲、东南亚、中东等主导。公司在重卡发动机/天然气发动机、变速箱等多赛道处于龙头地位，且拥有陕重汽整车平台，将充分受益于本轮重卡复苏，且布局潍柴弗迪以对冲新能源渗透率提升带来的负面冲击。

- **凯傲&潍柴雷沃构成平滑重卡周期的经营"防火墙"：**1）凯傲位居全球工业车辆行业第二，叉车业务基本盘稳固，服务收入增长与德马泰克业务修复共同增强公司经营韧性，且已计提一次性开支，公司预计自 2026 年开始对业绩产生正面影响；2）潍柴雷沃在中国农机及智能农机市场均位列第一，智慧农机份额更高，充分受益农机高端化、智能化升级，且已再次向港交所主板递表，有望打开新一轮发展空间。两项业务需求驱动与重卡错位，行业空间稳定&龙头地位稳固，共同稳定收入与利润中枢。

- **AI 时代为跨越周期的核心动能，电力能源业务与主业强协同。**AI 算力扩张与北美电网瓶颈推动表后电源需求，公司依托大缸径发动机、系统集成与全球渠道，形成"柴油备用电源+燃气内燃机主电源+SOFC 远期方案"的三层布局：1）柴发为跨越周期第一步，26H1 数据中心用产品延续高增；2）燃气发电机为第二步，16M33 机型已有落地项目，业务兑现在即；3）SOFC 为第三步，布局近 10 年，金属支撑方案不仅降本空间大，且具备快速启停特质，SOFC 模块化绿电属性具备长期逻辑。此外潍柴北美内部&外部渠道布局是其核心优势，结合自身优越的制造降本能力，电力能源有望成为潍柴跨越周期的核心动能。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持对公司 2026-2028 年归母净利润分别为 150.37/203.25/246.43 亿元的预测，以 2026 年 9 月 4 日收盘价为基准，对应 2026-2028 年 PE 为 15/11/9 倍。公司估值显著低于可比公司均值，公司重卡链受益行业复苏，凯傲与潍柴雷沃平滑周期影响，电力能源打开增量，平台型龙头价值有望持续重估，维持"买入"评级。

- **风险提示：**云厂商、运营商等企业 Capex 下修风险；北美电网建设超预期风险；重型燃气轮机厂商扩产风险；电力能源业务进度不及预期风险；重卡行业复苏不及预期风险。

证券分析师 黄细里
执业证书：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn
证券分析师 郭雨蒙
执业证书：S0600525030002
guoym@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.85
一年最低/最高价	13.65/36.34
市净率(倍)	2.42
流通 A 股市值(百万元)	133,079.14
总市值(百万元)	231,989.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.09
资产负债率(%,LF)	64.49
总股本(百万股)	8,640.22
流通 A 股(百万股)	4,956.39

相关研究

《潍柴动力(000338)：2026 年中报点评：Q2 业绩符合我们预期，大缸径业务延续高增》

2026-08-29

《潍柴动力(000338)：2026 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，电力能源利润弹性可期》

2026-05-06

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 立足周期&跨越周期 5
2. 以动力为核 9
2.1. 新一轮重卡复苏周期 9
2.2. 发动机&变速箱双龙头，重卡复苏头部受益链 12
2.3. 整车业务盈利回暖 14
2.4. 布局新能源三电补齐短板 15
2.5. 总结：重卡链已形成闭环 16
3. 以多元为盾 16
3.1. 凯傲：全球智慧物流龙头，服务化增强韧性 16
3.2. 潍柴雷沃：农机龙头地位稳固，高端化打开空间 19
3.3. 总结：凯傲&雷沃龙头地位稳固，平滑重卡周期影响 22
4. 以协同为翼 23
4.1. AIDC 基建潮加剧北美电力供求矛盾 23
4.2. 备用电源：大缸径柴发主业强协同 23
4.3. 主电源 1：燃气内燃机落地在即 25
4.4. 主电源 2：金属支撑 SOFC 未来可期 27
4.4.1. SOFC 为高效、清洁、燃料灵活的发电装置 27
4.4.2. SOFC 主电源逻辑上行 29
4.4.3. 金属支撑 SOFC：中温化的终极方案 31
4.5. 成熟渠道构建叙事空间 36
4.6. 总结：2026 为潍柴跨越周期元年 37
5. 盈利预测与投资建议 38
6. 风险提示 40

图表目录

图 1: 潍柴动力业务历程.....5
图 2: 潍柴动力股权结构.....5
图 3: 潍柴动力业务矩阵.....6
图 4: 潍柴动力业务梳理（收入及利润口径为潍柴动力财报数据）.....6
图 5: 公司历年营收（亿元）及 YoY（%）.....8
图 6: 公司历年归母净利润（亿元）及 YoY（%）.....8
图 7: 公司历年毛利率及归母净利率.....8
图 8: 公司历年费用率.....8
图 9: 公司历年营收结构.....9
图 10: 公司历年毛利结构.....9
图 11: 公司各业务毛利率情况.....9
图 12: 中国重卡行业复盘.....10
图 13: 重卡分地区出口销量.....11
图 14: 天然气/电动重卡销量及渗透率（交强险口径）.....11
图 15: 重卡销量结构（上险量）.....12
图 16: 潍柴发动机销量及重卡发动机上险量（万台）.....13
图 17: 潍柴天然气发动机销量（上险口径）及市场份额.....13
图 18: 法士特收入&净利润及 YoY.....13
图 19: 法士特变速箱销量及 YoY.....13
图 20: 陕重汽销量（批发口径）及 YoY.....14
图 21: 陕重汽新能源重卡销量（批发口径）及 YoY.....14
图 22: 汉德车桥股权架构（截至 2026 年 9 月 1 日）.....15
图 23: 汉德车桥销量及 YoY.....15
图 24: 陕重汽收入&净利润及 YoY.....15
图 25: 陕重汽单车净利及净利润率.....15
图 26: 潍柴弗迪股权架构（截至 2026 年 9 月 1 日）.....16
图 27: 新能源动力业务业绩及 YoY.....16
图 28: 凯傲中国业务概览.....17
图 29: 全球叉车销量及 YoY.....17
图 30: 锂电叉车销量渗透率.....17
图 31: 叉车前十强 2024 年收入（亿美元）.....18
图 32: 公司报表口径凯傲收入&净利润及 YoY.....18
图 33: 凯傲财报口径收入（亿欧元）&EBIT 利润率.....18
图 34: 凯傲在手订单情况（亿欧元）.....19
图 35: 潍柴雷沃股权架构（截至 2026 年 6 月 22 日）.....20
图 36: 雷沃业务概览.....20
图 37: 潍柴雷沃收入&利润及 YoY（招股书口径）.....21
图 38: 潍柴雷沃毛利率/年度利润率（招股书口径）.....21
图 39: 潍柴雷沃分业务收入（亿元，港股招股书口径）.....21
图 40: 潍柴雷沃主要业务毛利率.....21
图 41: 中国农机及智能农机市场规模测算（亿元）.....22
图 42: 潍柴雷沃核心产品售价变化.....22

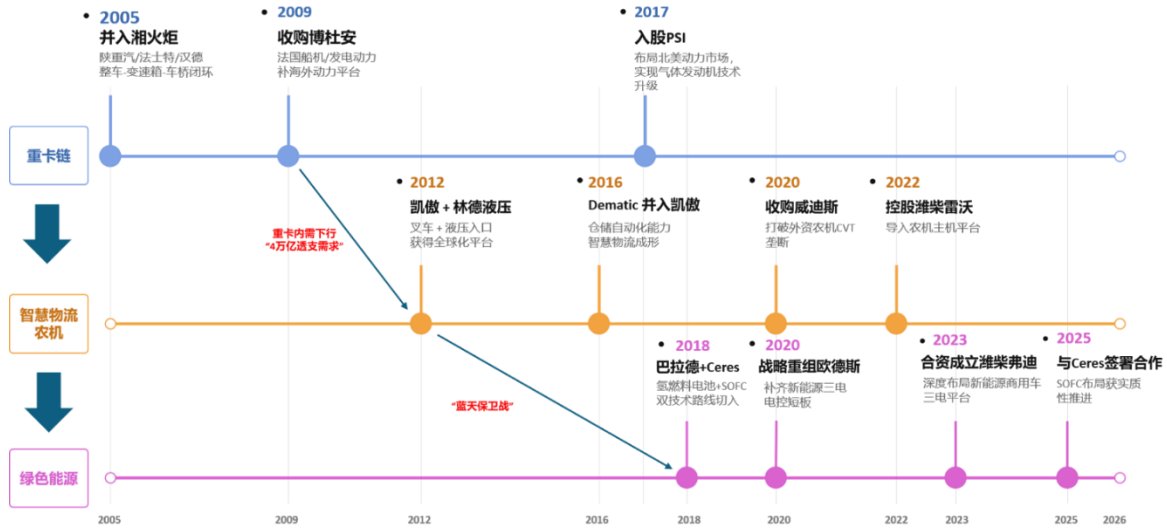
图 43：潍柴雷沃核心产品市场份额（2025 年）.....22
图 44：数据中心电力需求测算.....23
图 45：美国发电机组退役容量（TWh）.....23
图 46：潍柴柴油发电机序列.....25
图 47：燃气轮机示意图.....25
图 48：燃气内燃机示意图.....25
图 49：各电源方案下 300MW 数据中心所需主电容量.....26
图 50：各电源方案 LCOE 对比.....26
图 51：潍柴现有燃气内燃机产品.....27
图 52：潍柴 16M33 燃气发电机组.....27
图 53：潍柴燃气发电机北美项目.....27
图 54：SOFC 化学反应原理.....28
图 55：SOFC 系统示意图.....28
图 56：单片金属支撑 SOFC 示意图.....31
图 57：Ceres Power 金属支撑体激光打孔示意图.....31
图 58：金属支撑 SOFC 制备过程.....32
图 59：不同孔隙率切面示意图.....32
图 60：SOFC 金属支撑体孔隙率与性能关系曲线.....32
图 61：三类方案烧结温度对比.....33
图 62：金属支撑层元素扩散机制图.....33
图 63：三类支撑体 SOFC 的反应温度.....33
图 64：部分 SOFC 用电解质电导率随温度倒数的变化.....34
图 65：电解质核心材料价格对比（元/KG）.....34
图 66：潍柴 SOFC 实物.....36
图 67：博杜安与 EODev 达成合作.....36
图 68：潍柴微电网解决方案.....36

表 1：公司核心管理层介绍.....7
表 2：老旧营运货车报废补贴标准.....11
表 3：潍柴发动机业务概览.....12
表 4：数据中心冗余级别分类.....24
表 5：柴发与 UPS/BBU/BESS 对比.....24
表 6：燃气内燃机分类.....26
表 7：各类型支撑体 SOFC 对比.....29
表 8：BE 订单梳理.....29
表 9：LCOE 对比（测算仅供定性参考）.....30
表 10：SOFC 市场规模测算.....31
表 11：连接体主要原材料对比.....34
表 12：Ceres Power Endura 产品核心参数（2026 年 8 月数据）.....35
表 13：潍柴北美渠道梳理.....37
表 14：潍柴动力收入拆分.....39
表 15：可比公司 PE 数据对比.....40

1. 立足周期&跨越周期

公司深耕动力系统七十余年，已由单一发动机龙头成长为高端装备平台型企业。公司前身可追溯至潍坊柴油机厂，早期围绕重卡动力链持续做深发动机、变速箱、车桥及整车配套能力。2005 年以来，公司通过产业整合强化重卡链协同；2009 年收购法士特，进一步补齐变速箱能力；2012 年通过投资凯傲、林德液压切入叉车及高端液压领域；2016 年 Dematic 并入凯傲，智慧物流板块成型；2018 年以来通过巴拉德、Ceres Power、欧德斯、潍柴弗迪等布局氢燃料电池、SOFC 和新能源动力系统，业务边界从传统动力持续延伸至绿色能源。

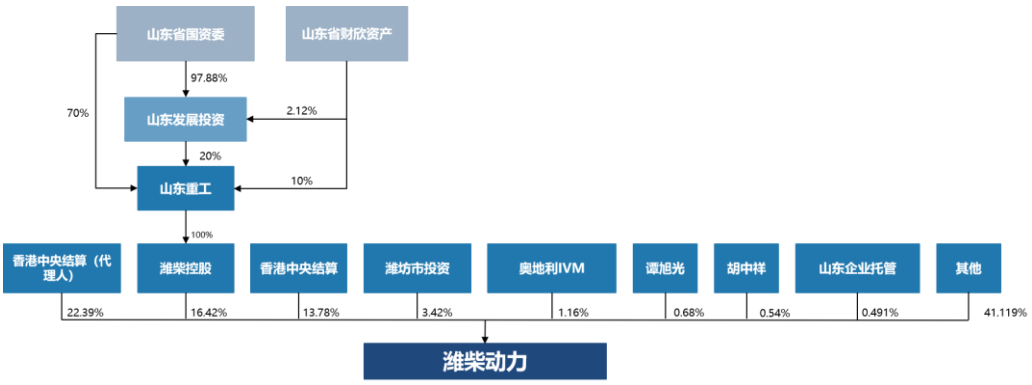
图1：潍柴动力业务历程



数据来源：潍柴各子公司官网，东吴证券研究所

国资背景清晰，股权结构稳定。公司实控人为山东省国资委，截至 2026 年 9 月 1 日，山东重工集团为潍柴动力第一大内资股东，通过潍柴控股间接持有潍柴动力 16.42%的股权；山东重工由山东省国资委直接持股 70%、山东发展投资持股 20%。

图2：潍柴动力股权结构



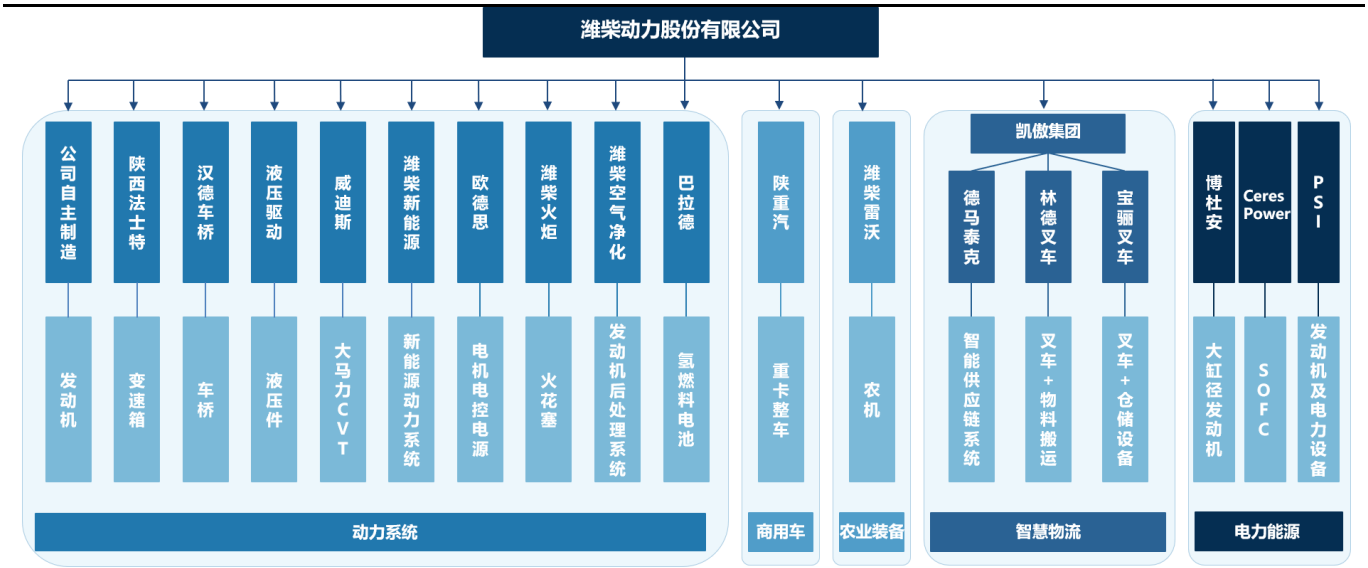
数据来源：企查查，东吴证券研究所

以发动机主业为根基，控股/持股布局多元业务。公司业务矩阵以重卡链为根基，智

仅供内部参考，请勿外传

慧物流、农业装备、电力能源共同构成多元增长曲线：1）重卡环节中，公司控股陕西法士特、陕重汽，持股潍柴弗迪，叠加自有发动机业务形成“发动机+变速箱+车桥+整车+三电”的完整闭环；2）智慧物流业务通过控股潍柴雷沃实现，其承担农机整机平台；3）持股凯傲集团布局叉车+供应链解决方案；4）收购博杜安，持股 PSI/Ceres Power 打造电力能源业务基础。

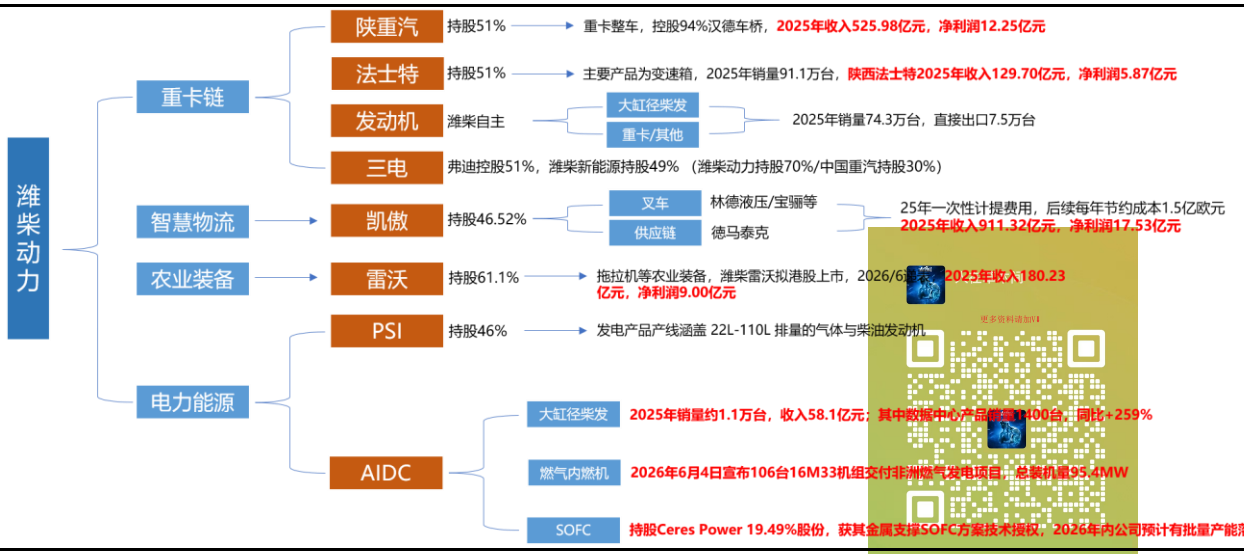
图3：潍柴动力业务矩阵



数据来源：潍柴公告，潍柴官网，巴拉德官网，Newsfile Corp，Ceres power 官网，博杜安公告，东吴证券研究所

四大业务板块，重卡链构建核心利润中枢，农机/智慧物流构建周期“防火墙”，电力能源提供新增量。2025 年潍柴动力母公司潍柴控股实现 93.43 亿元净利润，控股均 51%的陕重汽和法士特分别贡献 12.25 亿元和 5.87 亿元；农机及智慧物流层面，持股凯傲 46.52%股份，其 2025 年实现净利润 17.53 亿元，控股 61.1%的雷沃贡献 9.00 亿元净利润；电力能源层面，潍柴应用于数据中心的大缸径柴发销量 0.14 万台，同比+259%。

图4：潍柴动力业务梳理（收入及利润口径为潍柴动力财报数据）



数据来源：潍柴公告，潍柴官网，巴拉德官网，Newsfile Corp，Ceres power 官网，博杜安公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

核心管理层产业履历深厚，技术和经营能力兼备。公司董事长、总经理及多位副总经理长期任职于潍柴体系或重卡产业链公司，覆盖发动机研发、应用工程、整车销售、财务管理、海外研发和大缸径平台等关键领域。管理层对重卡周期、动力系统技术迭代和全球化经营均有较深积累，是公司跨周期经营和多业务协同的重要支撑。

表1：公司核心管理层介绍

高管	职位	介绍
马常海先生	董事长	1997 年 7 月加入潍坊柴油机厂，历任潍柴控股党委副书记、副总经理等职，潍柴动力监事，潍柴雷沃党委书记、董事长等职，为中国内燃机工业协会会长，教授级高级政工师、高级工程师
王德成先生	总经理/副总工程师	2004 年 7 月加入潍柴动力，历任潍柴动力应用工程中心主任、应用工程总监、发动机平台总监、发动机研究院院长、总裁助理、副总裁、执行总裁等职；享受国务院政府特殊津贴专家，入选“泰山产业领军人才”，工程博士，正高级工程师
王翠萍女士	财务总监	历任山推工程机械股份有限公司财务部部长助理、副部长，山东重工集团有限公司财务管理部副部长，山东重工集团财务有限公司财务总监，中通客车股份有限公司财务负责人、董事会秘书等职
郭圣刚先生	副总经理/总设计师	2000 年 7 月加入潍坊柴油机厂，历任本公司发动机平台总监、应用工程总监、海外研发中心管理总监、总裁助理、副总裁等职；入选“泰山产业领军人才工程”，工程博士，正高级工程师
程广旭先生	副总经理	历任扬州柴油机有限责任公司副总工程师、营销部副总经理，潍柴动力扬州柴油机有限责任公司总经理助理，本公司卡车动力销售公司总经理、总裁助理、副总裁等职，高级工程师
支保京先生	副总经理	历任陕西重型汽车有限公司销售公司总经理，陕西重型汽车有限公司总经理助理、副总经理等职，高级工程师
丁迎东先生	副总经理	1990 年加入潍坊柴油机厂，历任潍坊柴油机厂企业策划部副部长、人力资源部部长，本公司人力资源与企业管理部部长、运营管理部部长、监事、总裁助理、副总裁，潍柴控股集团有限公司监事等职
王令金先生	副总经理/副总工程师/副总设计师、大缸径柴油机总设计师	2018 年 1 月加入潍柴动力，历任本公司发动机研究院副院长、大缸径发动机研究院院长、大缸径发动机平台总监、总裁助理、副总裁等职，正高级工程师
郝庆贵先生	董事会秘书	2004 年加入本公司，历任公司董事会秘书、投资总监、资本运营部部长、上海运营中心资本运营及法务部部长、战略部副部长

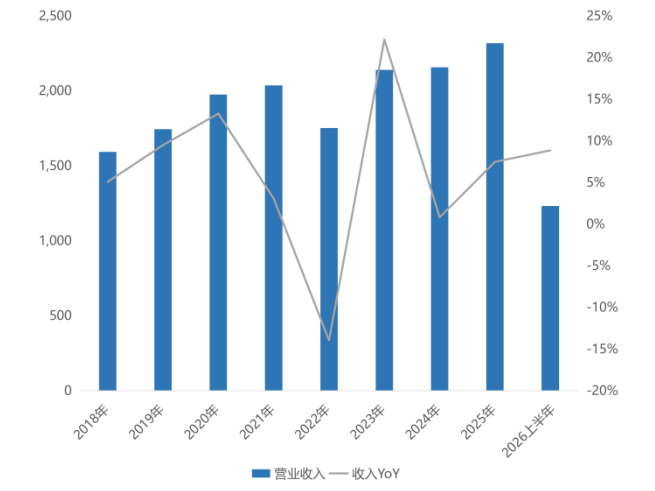
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司业绩穿越重卡周期，2023 年以来收入和利润中枢修复。受行业下行影响，公司 2022 年营业收入和归母净利润阶段性承压；随着重卡行业需求修复、出口高景气和多元业务贡献提升，2023-2025 年公司营收保持修复态势。2025 年公司实现营业收入 2318.09 亿元，同比+7.47%；归母净利润 109.31 亿元，同比-4.15%，但较 2022 年低点仍显著修复。2026H1 公司收入达 1231.63 亿元，同比+8.85%；归母净利润达 77.01 亿元，同比

仅供内部参考，请勿外传

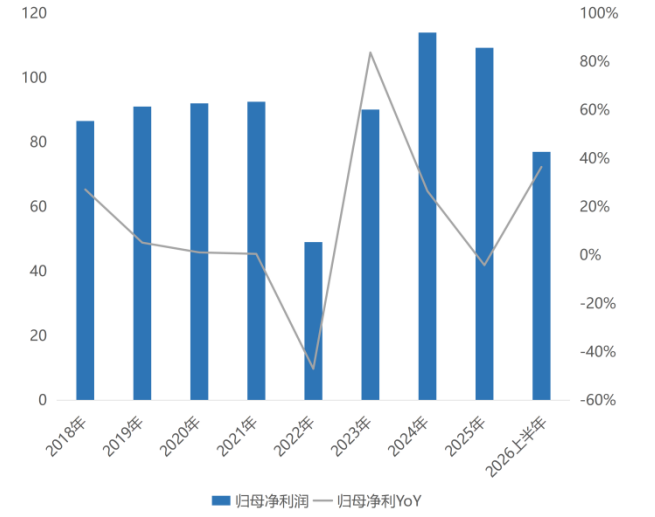
+36.46%。

图5：公司历年营收（亿元）及 YoY（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

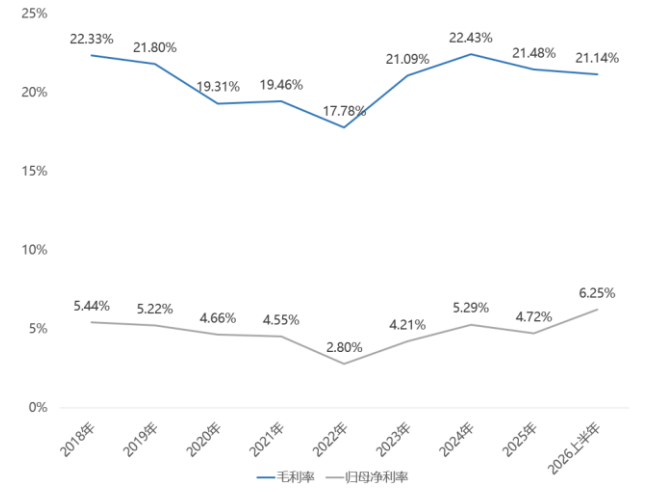
图6：公司历年归母净利润（亿元）及 YoY（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

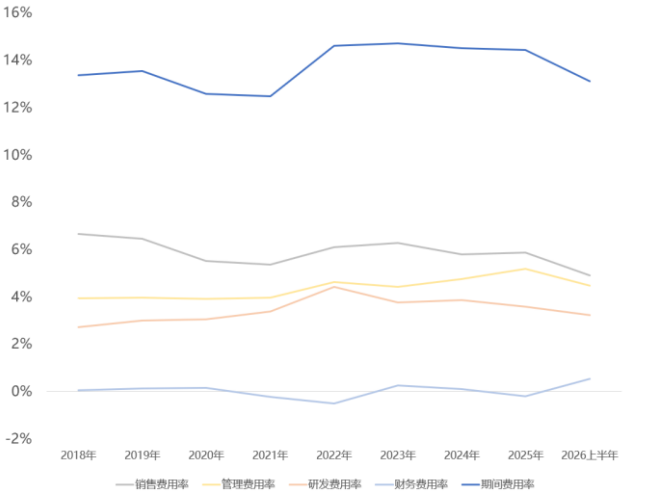
重卡行业复苏带动公司盈利能力向上修复：2022 年以来，公司毛利率自 17.78%提升至 2025 年的 21.48%，归母净利率自 2.80%提升至 2025 年的 4.72%。费用率层面，公司期间费用率基本维稳。

图7：公司历年毛利率及归母净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：公司历年费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

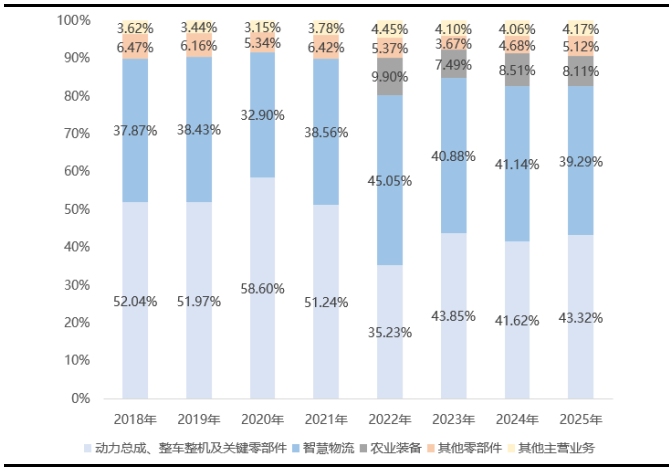
收入结构呈现“重卡链+智慧物流”双支柱特征。2025 年公司动力总成、整车整机及关键零部件收入 1004.11 亿元，占比 43.32%，仍为公司第一大收入来源；智慧物流收入 910.77 亿元，占比 39.29%，为公司海外智慧物流核心资产；农机、其他零部件、其他主营业务收入占比分别为 8.11%、5.12%、4.17%。从历史结构看，重卡链占比随行业周期波动，智慧物流（凯傲）/农机（潍柴雷沃）则为公司收入端提供平滑器。

毛利结构中智慧物流贡献更高，重卡链修复决定利润弹性。2025 年公司总毛利 497.82 亿元，其中动力总成、整车整机及关键零部件贡献 179.22 亿元，占比 36.00%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

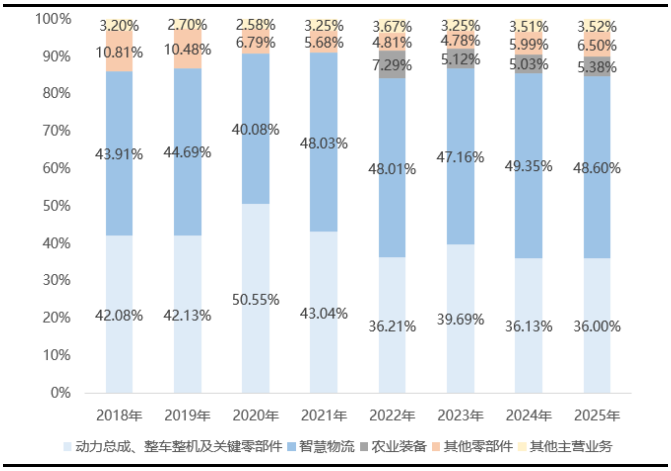
智慧物流贡献 241.94 亿元，占比 48.60%，为公司毛利最大来源。

图9：公司历年营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：公司历年毛利结构

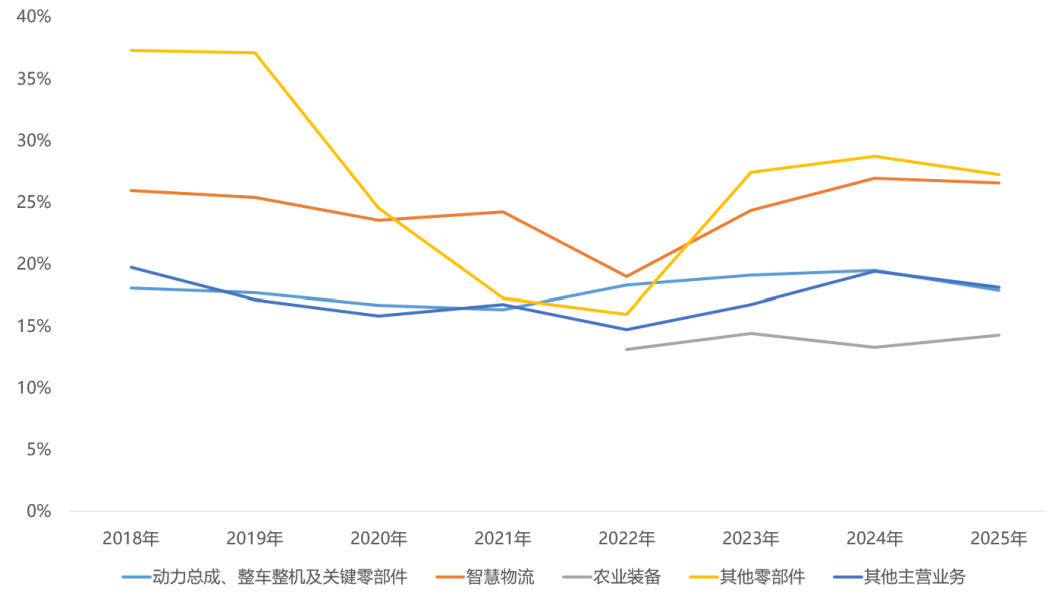


数据来源：Wind，东吴证券研究所

分业务毛利率看，2025 年智慧物流毛利率分别为 26.56%，高于公司整体；动力总成、整车整机及关键零部件毛利率为 17.85%，后续若重卡行业销量修复、天然气及出口结构优化，重卡链利润弹性有望进一步释放。

由于潍柴报表中控股公司较多，实际主业发动机毛利率可参考母公司报表，2025 年毛利为 126.8 亿元，毛利率约为 31.3%，为所有业务中最高。

图11：公司各业务毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

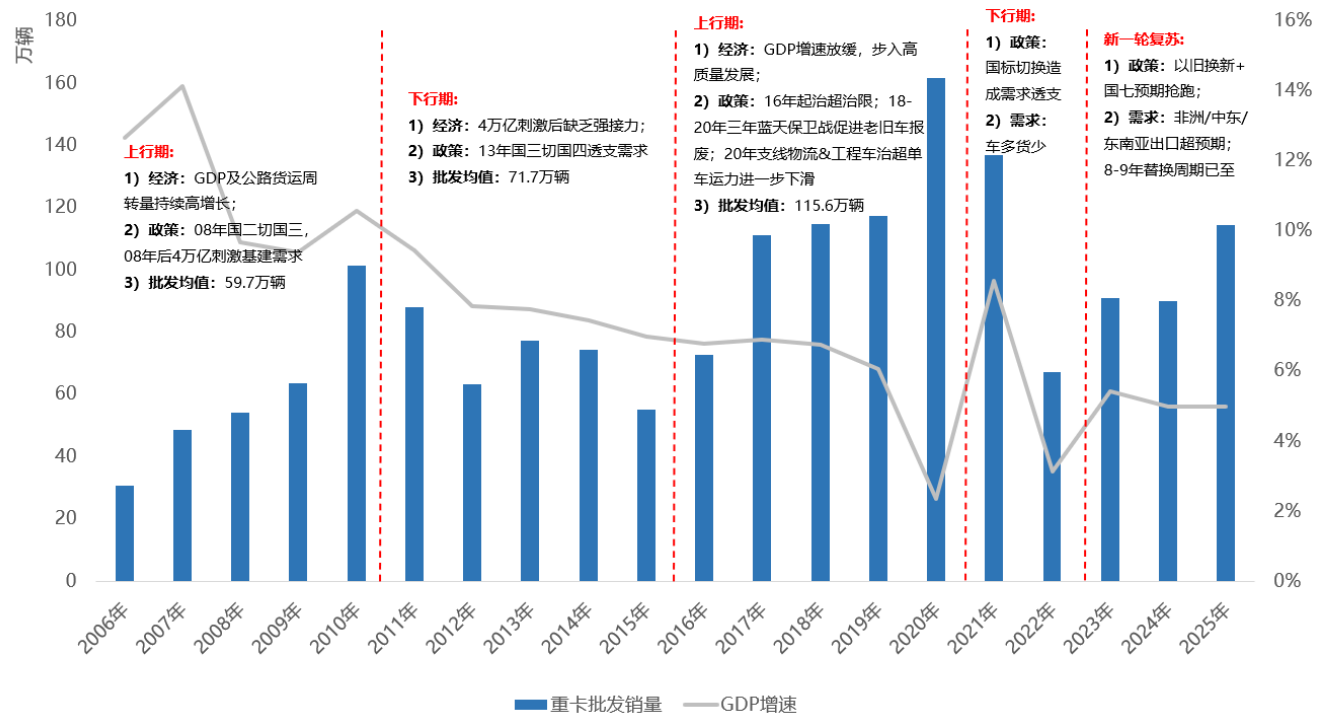
2. 以动力为核

2.1. 新一轮重卡复苏周期

重卡行业兼具宏观周期与更新周期属性，2023 年以来进入新一轮修复通道。复盘

历史，2006-2010 年行业受经济增长与国三切换拉动，批发销量中枢约 59.7 万辆；2011-2015 年受需求透支与经济增速换挡影响进入下行期；2016-2020 年在治超、国五升级及基建物流需求共同推动下，销量中枢抬升至约 115.6 万辆；2021-2022 年行业再次回落。2023 年以来，出口增长、更新需求及能源结构升级共同接棒，2025 年重卡批发销量回升至 114.4 万辆，同比+26.8%，已接近上一轮上行周期的销量中枢。我们认为，随着非洲、东南亚等地区出口增速进一步提升，叠加国内老旧车辆的替换需求，重卡行业复苏有望持续至 27-28 年，并带动行业中枢进一步上行。

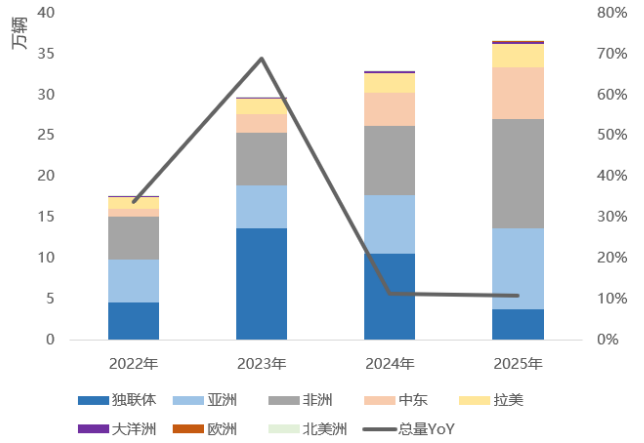
图12：中国重卡行业复盘



数据来源：Wind，中汽协，商用车新网，中国政府网，东吴证券研究所

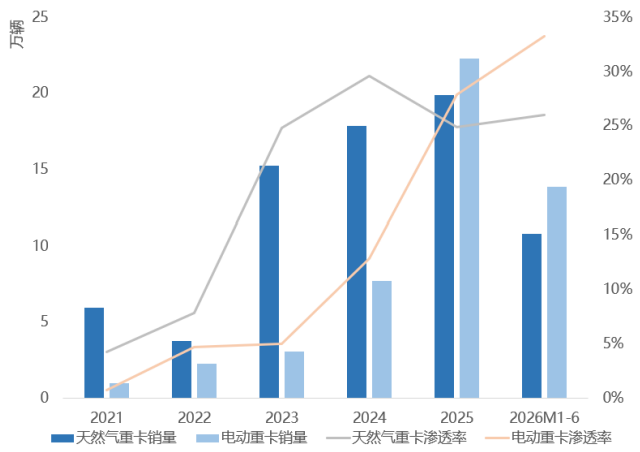
出口放量与能源结构升级，重塑本轮重卡复苏的驱动力。2025 年国内重卡销量约 80.3 万辆，同比+31.3%；出口约 34.1 万辆，同比+17.4%，较 2022 年接近翻倍，亚洲、非洲和中东仍为主要增量市场。内销结构变化更为显著：按交强险口径统计，2025 年天然气重卡和电动重卡销量分别为 19.9/22.3 万辆，渗透率分别为 24.9%/27.8%，二者合计已占内销的 52.7%。行业增长已转向“出口+天然气+电动”多元驱动，销量中枢与产品价值量均有望得到支撑。

图13：重卡分地区出口销量



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图14：天然气/电动重卡销量及渗透率（交强险口径）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

以旧换新政策延续叠加车龄结构老化，为内需修复提供托底。2016-2020 年高销量阶段投放的重卡正逐步进入 8-10 年集中更换窗口，更新需求有望成为本轮周期更稳定的底层支撑。2026 年老旧营运货车报废更新政策继续覆盖国四及以下排放标准中、重型营运货车。

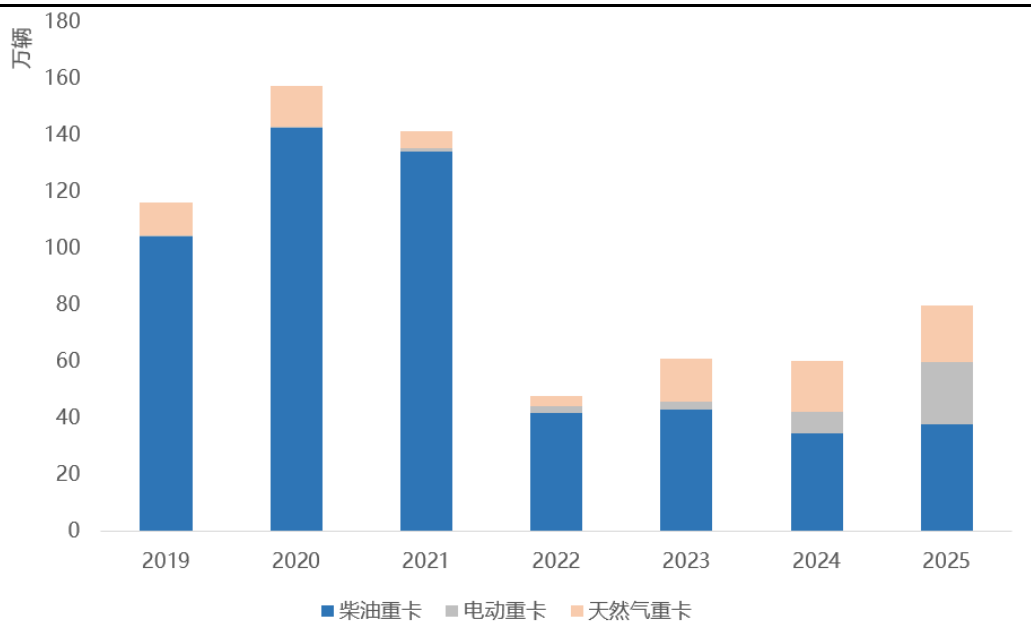
表2：老旧营运货车报废补贴标准

补贴类别	分档依据	具体档次	补贴标准（万元/辆）
报废老旧营运货车	提前报废时间	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
新购国六排放标准营运货车	车辆轴数	2 轴	4
		3 轴	5.5
		4 轴及以上	6.5
新购新能源营运货车	车辆轴数	2 轴	7
		3 轴	8.5
		4 轴及以上	9.5

数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

能源结构变化倒逼行业加快产品升级。按上险口径，2025 年柴油重卡销量约 37 万辆，仍未回到上一轮周期高点；天然气与电动重卡则分别升至约 20/22 万辆，合计占比已超过一半。本轮重卡复苏周期已从之前由柴油重卡主导切换为由天然气/电动重卡主导。

图15：重卡销量结构（上险量）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

2.2. 发动机&变速箱双龙头，重卡复苏头部受益链

发动机业务为公司重卡产业链的技术与利润核心。公司发动机覆盖重卡、工程机械、农业装备、船舶及发电等多场景，其中重卡发动机通过陕重汽、中国重汽、一汽等整车客户实现稳定配套。

表3：潍柴发动机业务概览

分类	说明
客车用发动机	国六客车产品，排量从 2.3L 到 12L，功率覆盖（85~316）kW，适配旅游客运、团体、公交、混合动力、高端商务、欧系轻客、校车、专用车等各类车型
卡车用发动机	排量从 2.3L 到 13L、功率从 70kw 到 426kw，满足国五/六不同排放要求；可以配套牵引车、中重型/轻型自卸车、中重型/轻型载货车、中重型/轻型专用车
工程机械用发动机	拥有全系列的工程机械用动力，发动机排量从 2.3L 到 65.65L，功率范围覆盖 36.8-2205kW。排放满足中国非道路四阶段、中国道路国六、EU StageII/III、EU V/VIBS(CEV)III、MAR-I。配套应用于装载机、挖掘机、推土机、叉车、起重机、履带吊、压路机、平地机、小型多功能机械、高空作业平台、环卫设备、宽体自卸车、刚性矿卡、大型筑路机械等诸多领域
船舶动力	内河、近海市场的高速船艇、客船、渔船、内河运输、公务船、海工支持船、远洋渔船、工程船、多用途船、海上交通管理船等的主机及辅机;
燃气发动机	功率覆盖 74kW-480kW，满足国五、国六不同排放要求；广泛应用于 6-18 米客车、轻中重卡车、工程机械、专用车、船舶动力、发电设备等多个行业领域
农业装备发动机	发动机排量有 3/4/6/7/10/12/13L 功率范围覆盖 48 到 530 马力

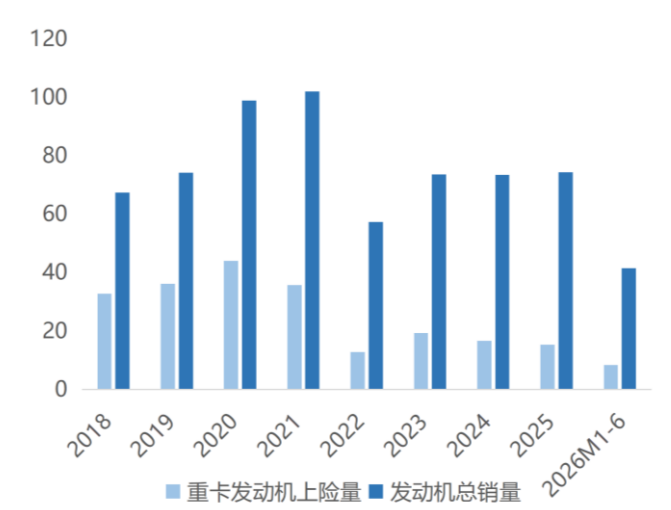
数据来源：潍柴官网，东吴证券研究所

动力龙头地位稳固。2025 年公司发动机销量 74.3 万台，同比+1.3%，其中重卡发动机上险量约 15.3 万台。2026H1，公司重卡发动机上险量为 8.38 万台，对应市场份额超 20%。

仅供内部参考，请勿外传

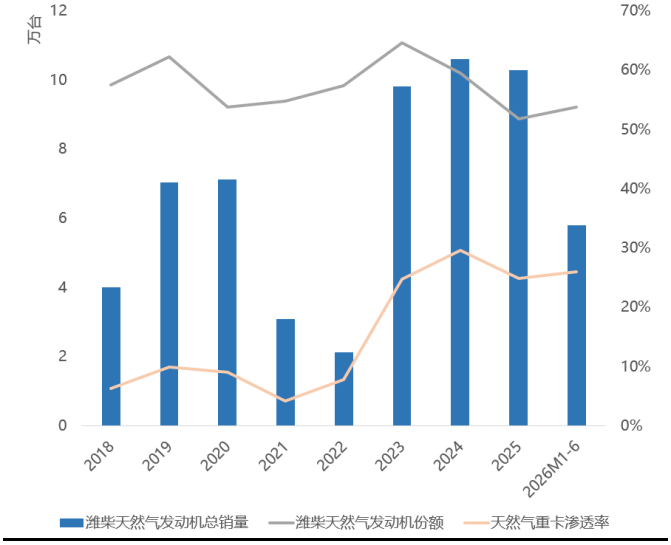
气发再造差异化优势。受油气价差和全生命周期运营成本驱动，天然气重卡自 2023 年以来快速放量。2025 年潍柴天然气发动机销量约 10.2 万台（上险口径），市场份额稳定在 50%以上，为行业龙头。公司持续拓展大排量、高马力气体机产品，并推进 WP16NG 等新品市场验证，有望依托产品覆盖、整车配套与服务网络优势，充分受益于天然气重卡渗透率维持高位。

图16：潍柴发动机销量及重卡发动机上险量（万台）



数据来源：交强险，潍柴公告，东吴证券研究所

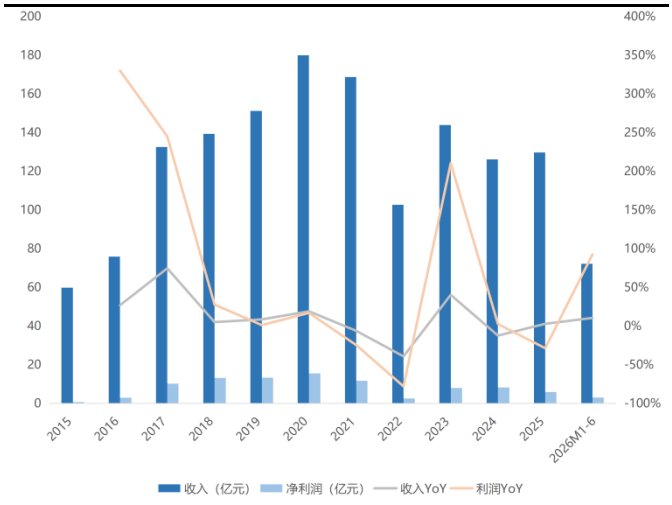
图17：潍柴天然气发动机销量（上险口径）及市场份额



数据来源：交强险，东吴证券研究所

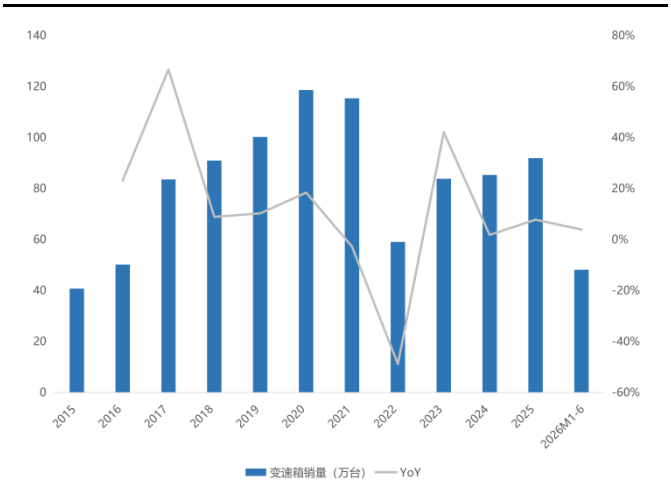
法士特变速箱保持龙头地位，国内市占率常年在 70%以上。2025 年法士特变速箱销量 91.1 万台，同比+6.8%；实现收入 129.7 亿元，同比+2.9%；净利润 5.87 亿元，同比下滑，主要源于新能源对传统市场的冲击。法士特当前已开始布局新能源变速箱，2025 年销量超 8 万台，营销收入同比增长 243.9%，主要下游应用场景为工程机械，包括宇通新能源矿卡。2026H1，法士特收入同比+10.47%，净利润高增+92.46%至 3.06 亿元，盈利能力大幅提升。

图18：法士特收入&净利润及 YoY



数据来源：潍柴公告，东吴证券研究所

图19：法士特变速箱销量及 YoY



数据来源：潍柴公告，东吴证券研究所

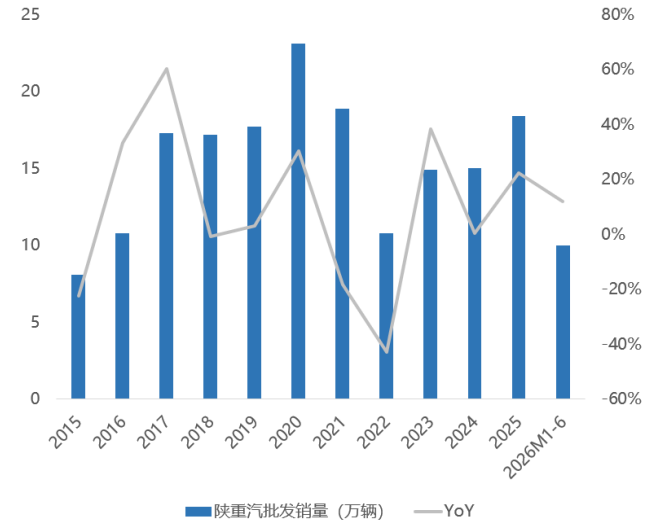
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3. 整车业务盈利回暖

陕重汽销量进入修复通道，高端化、出口与新能源构成主要增量。按行业批发统计口径，2025 年陕重汽销量约 18.4 万辆，同比+22.44%。2026 年 H1 批发销量达 10 万辆，同比+12%，延续两位数增长。作为潍柴动力控股 51%的整车平台，陕重汽销量恢复可同步拉动发动机、变速箱和车桥配套，并放大集团内部动力链协同。

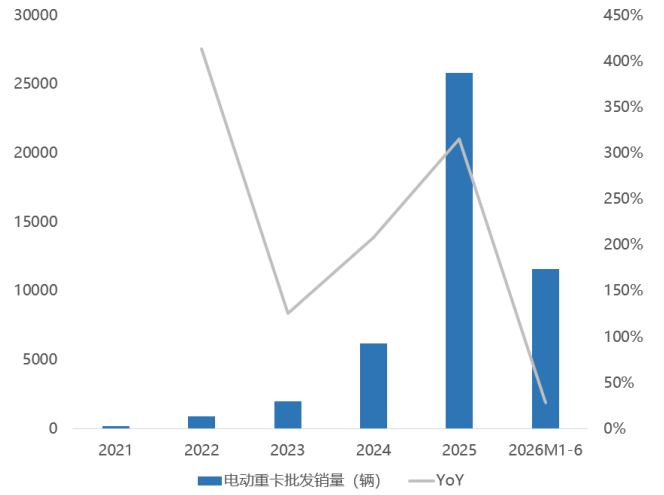
出口和新能源快速放量，推动陕重汽销量结构持续优化。公司年报口径（非批发口径）下，2026H1 陕重汽销量 7.6 万辆，同比+5.1%，其中出口 3.1 万辆，同比+16%，新能源重卡销量同比+45%。公司高端车型 X6000 获得欧盟 WVTA 认证，出口市场由规模扩张向产品升级延伸。按行业批发口径，2025 年陕重汽新能源重卡销量约 2.6 万辆，同比+315.8%，新能源市场份额同比+3.3pct。26H1 出口与新能源共同放量，有望降低单一国内传统能源市场波动对整车业务的影响。

图20：陕重汽销量（批发口径）及 YoY



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

图21：陕重汽新能源重卡销量（批发口径）及 YoY



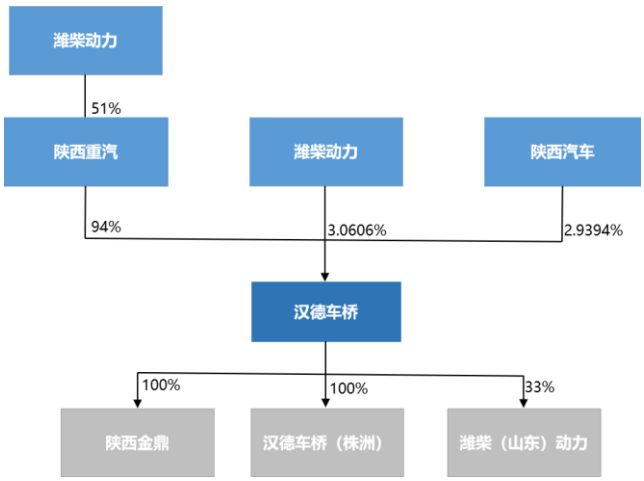
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

汉德车桥行业龙头，外销&新能源业务持续高增。汉德车桥由陕重汽直接持股 94%，由潍柴动力直接持股 3.0606%，穿透后由潍柴动力控股约 51%。汉德车桥产品包含转向轴、驱动桥、电驱桥、转向驱动桥、支撑轴等，截至 2025 年 6 月，公司商用车车桥产销量连续 9 年蝉联全国第一、全球第三。2025 年，公司车桥销量达 100 万根，同比+25%。2026H1，公司收入同比+21%；整桥外销同比+24%，电驱桥同比+45%，出口+新业务持续高增。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

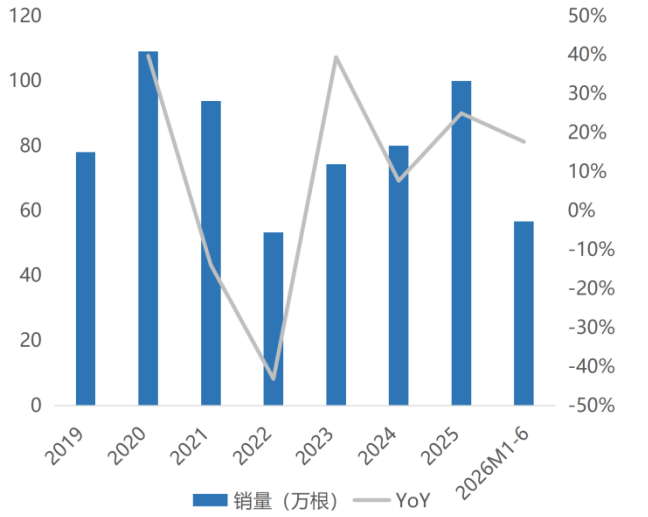
仅供内部参考，请勿外传

图22：汉德车桥股权架构（截至 2026 年 9 月 1 日）



数据来源：企查查，东吴证券研究所

图23：汉德车桥销量及 YoY

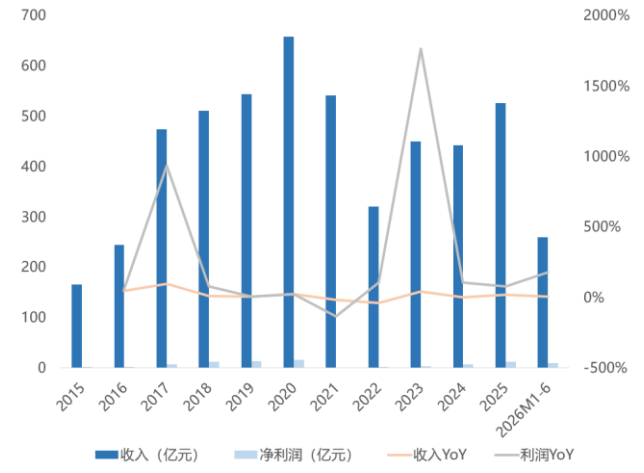


数据来源：潍柴公告，汉德车桥官网，东吴证券研究所

规模恢复叠加结构改善，陕重汽盈利弹性加速释放。2025 年陕重汽实现收入 526.0 亿元，同比+19.0%；净利润 12.25 亿元，同比+77.8%，净利率由 2024 年的 1.56%提升至 2.33%，单车净利由约 0.46 万元提升至 0.67 万元。2026H1，单车净利进一步提升至约 1 万元，使得陕重汽当期净利润同比+178%。

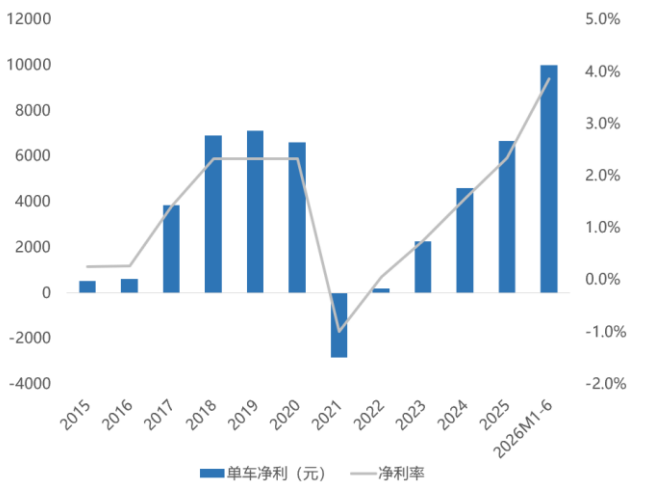
后续随着陕重汽出口+新能源重卡销量提升，公司产品销量结构有望得到改善，叠加汉德车桥电驱桥业务进一步放量，公司盈利能力有望加速上行。

图24：陕重汽收入&净利润及 YoY



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：陕重汽单车净利及净利润率



数据来源：Wind，中汽协，东吴证券研究所

2.4. 布局新能源三电补齐短板

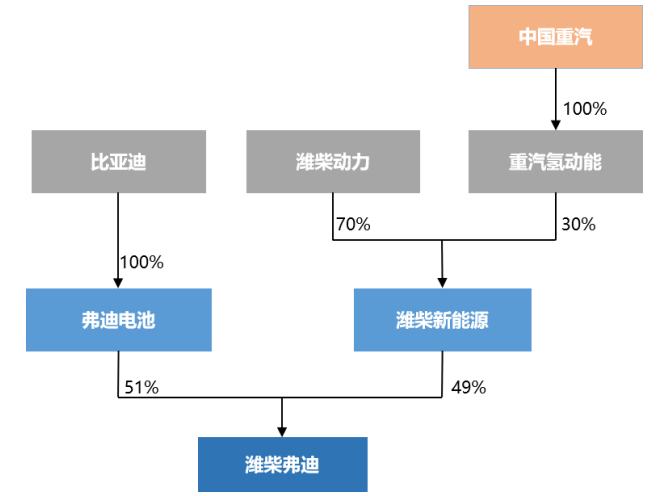
潍柴弗迪承接电池技术与整车需求协同，是公司补齐新能源重卡动力链的关键平台。潍柴新能源持有潍柴弗迪 49%股权，弗迪电池持股 51%，合资平台将比亚迪电池技术与潍柴在商用车动力、整车配套和渠道服务方面的能力结合。公司由发动机、变速箱等传

请务必阅读正文之后的免责声明部分

统动力核心部件进一步延伸至电池、电机和电控，有助于提升新能源重卡单车配套价值。

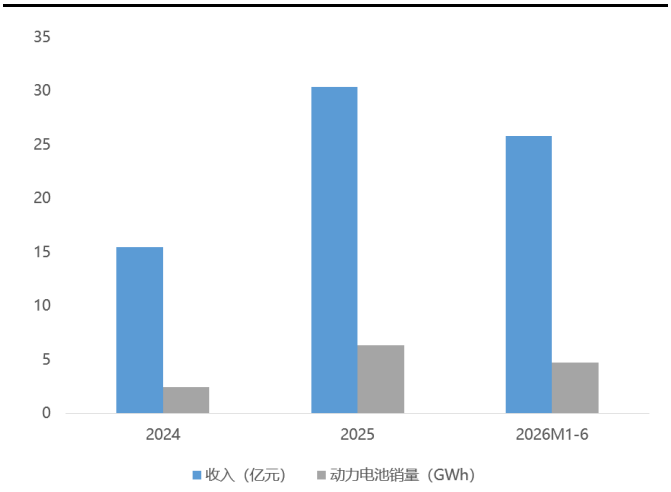
三电业务由能力建设迈向规模放量，2026H1 延续翻倍增长。2025 年公司“三电”业务实现收入 30.4 亿元，同比接近翻倍；动力电池销量约 6.3GWh，同比+162%，自主电机销量同比+219%，自主电机控制器销量同比+56%。同期烟台新能源动力产业园一期投产，产销与交付能力显著提升。26H1 公司该业务收入和动力电池销量同比分别+113%/+103%，延续高增。

图26：潍柴弗迪股权架构（截至 2026 年 9 月 1 日）



数据来源：企查查，东吴证券研究所

图27：新能源动力业务业绩及 YoY



数据来源：潍柴资讯，东吴证券研究所

2.5. 总结：重卡链已形成闭环

重卡链已形成“发动机+变速箱+车桥+整车+三电”的完整闭环，核心零部件优势与整车协同共同构筑利润基本盘。公司在发动机、法士特变速箱和汉德车桥等环节保持领先，陕重汽承接重卡整车内销复苏+出口高景气，合资成立潍柴弗迪进一步应对电动重卡渗透率上行；本轮复苏中，出口、天然气和新能源共同推动产品结构升级，公司既受益于行业销量回升，也有望通过单车配套价值提升释放更大盈利弹性。

3. 以多元为盾

3.1. 凯傲：全球智慧物流龙头，服务化增强韧性

凯傲以工业车辆与供应链自动化构筑全球智慧物流平台，业务覆盖广度和后市场属性共同提升经营韧性。凯傲旗下工业车辆及服务（ITS）包括林德、STILL、宝骊等品牌，供应链解决方案（SCS，2026 年财年将更名为 IAS）以 Dematic 为核心，产品覆盖叉车、仓储车辆、自动化系统与软件及全生命周期服务。公司业务遍及全球 100 多个国家，客户横跨制造、零售、食品饮料、电商和快递等行业，既有设备销售，也有租赁、维保、备件、改造和软件服务，收入来源较重卡单一终端更分散。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

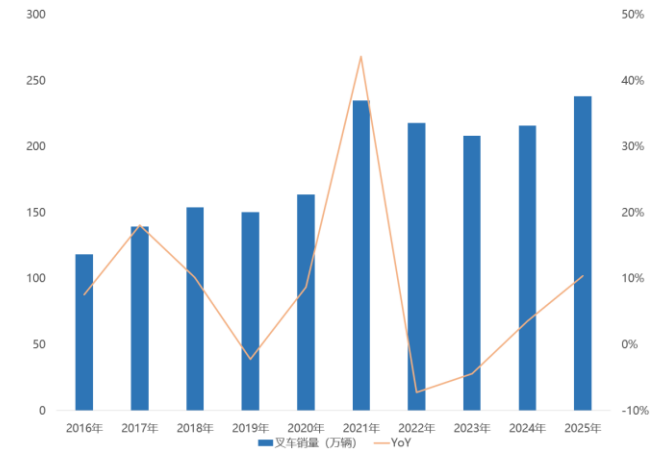
图28：凯傲中国业务概览



数据来源：KION 官网，林德官网，宝骊官网，德马泰克官网，东吴证券研究所

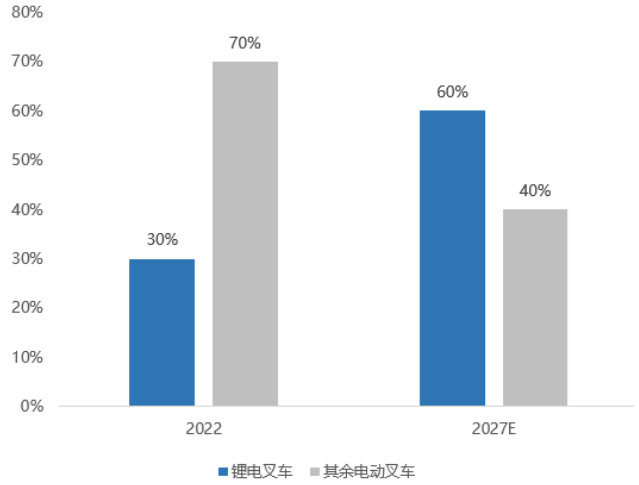
叉车行业需求随制造业景气度变化，未来行业结构变动将大于总量变动。由凯傲历年财报及东吴证券研究所整理，全球叉车销量已从 2016 年的约 110 万辆提升至 2025 年的约 238 万辆，主要受制造业景气度及宏观经济影响，行业总量中枢上行放缓，变化来源于叉车销量结构的转变，具体而言：1）短期锂电化：凯傲预测 2027 年叉车锂电渗透率较 2022 年将提升 30pct 至 60%；2）长期无人化。

图29：全球叉车销量及 YoY



数据来源：KION，东吴证券研究所

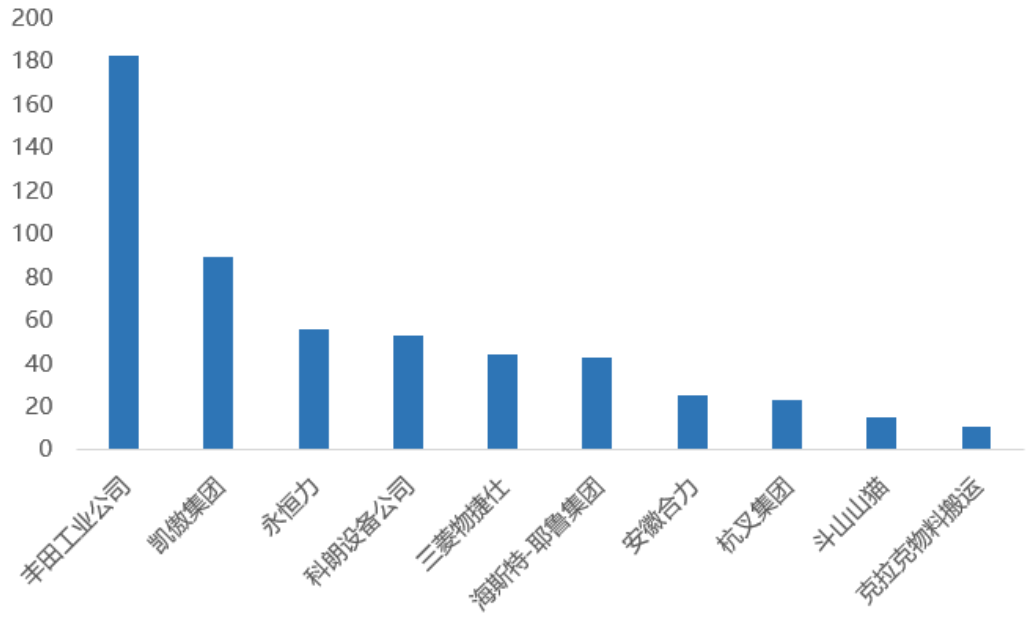
图30：锂电叉车销量渗透率



数据来源：KION，东吴证券研究所

叉车市场一超多强，凯傲头部地位稳固。从收入角度来看，全球叉车市场中，丰田工业稳居市场第一，凯傲第二，此二者收入体量较其余厂商具有明显优势。从地区来看，前五厂商基本均为欧美日企，此地区发达的制造业、物流业和昂贵的人力成本为叉车产业的发展提供机遇，培养起地位稳固的跨国龙头。

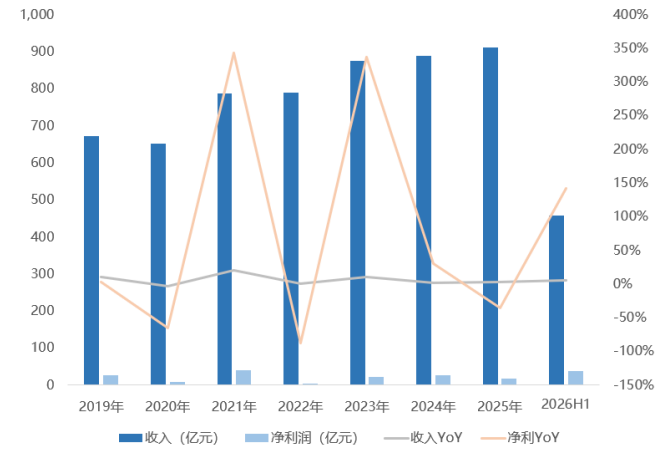
图31：叉车前十强 2024 年收入（亿美元）



数据来源：MMH 现代物料搬运，东吴证券研究所

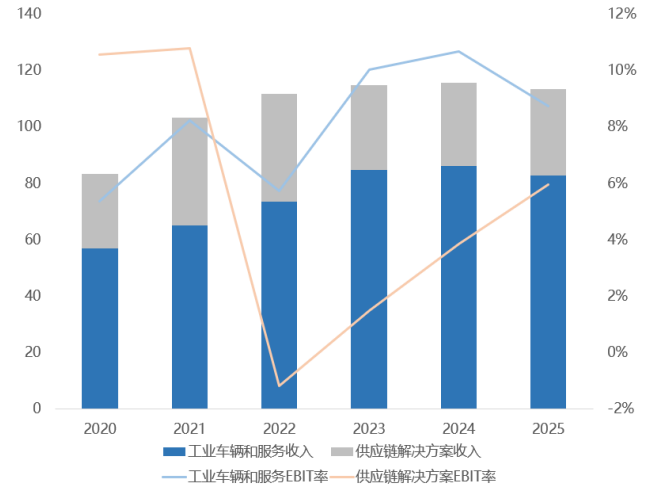
叉车提供基本盘，德马泰克修复迅猛。凯傲收入自 2019 年的 671.77 亿元增长至 2025 年的 911.32 亿元，净利润波动较大，主要受原材料价格上行、供应链受阻等多方影响。以凯傲自身财报口径来看，凯傲收入中超 60%为叉车业务收入，23 年以来已提升至 70%以上；从利润贡献角度看 2022 年因供应链受阻，供应链业务（德马泰克）EBIT 利润率触底，后逐步修复至 2025 年的约 6%，同年叉车 EBIT 利润率为 8.73%。

图32：公司报表口径凯傲收入&净利润及 YoY



数据来源：潍柴公告，东吴证券研究所

图33：凯傲财报口径收入（亿欧元）&EBIT 利润率



数据来源：KION，东吴证券研究所

已一次性计提提效开支，凯傲业绩未来可期：

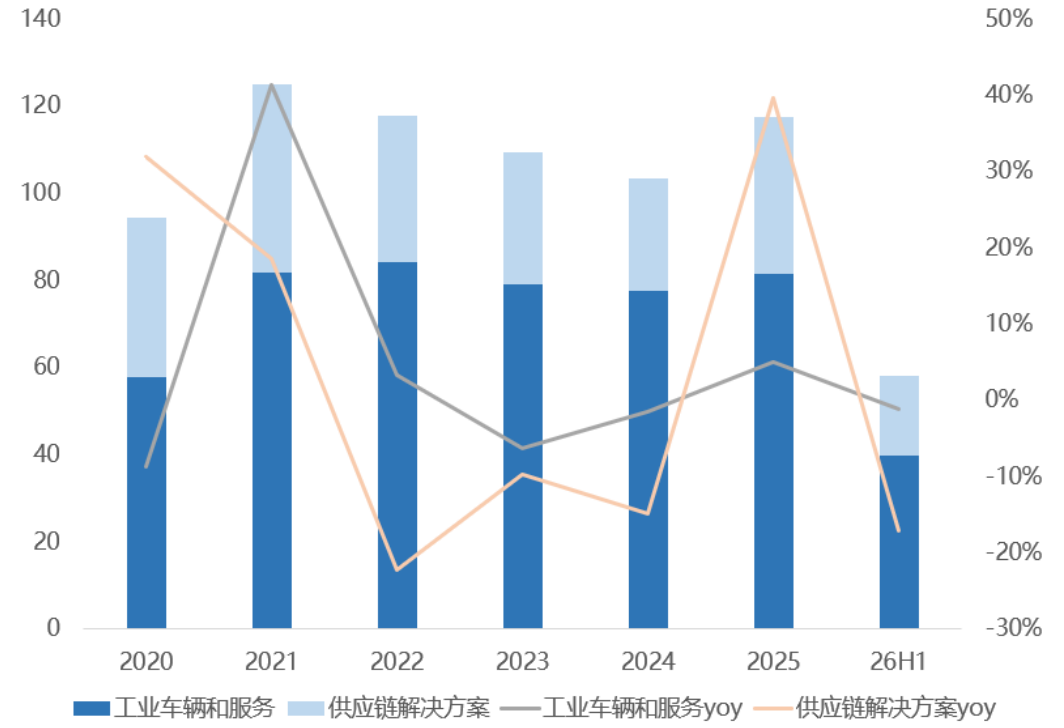
1）凯傲工业车辆与服务在手订单额长期保持稳健，2022 年以来同比变动区间在 10%以内，2026 年 H1 同比-1.14%，总体保持平稳。

2）以德马泰克为核心的供应链解决方案业务自 2024 年触底后，在手订单额实现反

弹，2025 年同比增长约 40%至 36 亿欧元；26H1 同比下滑 17.13%，主要受 25H1 一项创纪录的高额订单拉高基准值影响。且自 2026 年起，该业务更名为“智能自动化解决方案”（IAS），持续向“供应链解决方案公司”战略转型。基于明显增加的在手订单，公司预计该业务将在 2026 年迎来量利齐增。

此外，凯傲已于 2025 年一次性扣除增效开支 1.688 亿欧元，其预计该举措将为凯傲持续每年节约成本约 1.5 亿欧元，并在 2026 年将发挥近乎全面的效应。

图34：凯傲在手订单情况（亿欧元）

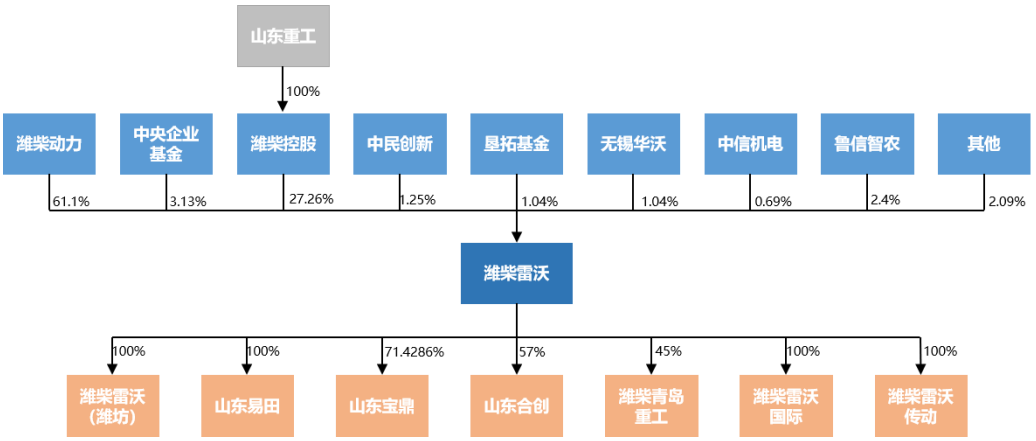


数据来源：KION，东吴证券研究所

3.2. 潍柴雷沃：农机龙头地位稳固，高端化打开空间

潍柴雷沃于 2026 年 6 月 22 日再次向港交所主板递表，独立资本平台有望打开新一轮发展空间。公司成立于 2004 年，潍柴动力于 2021—2022 年完成控股收购；截至 2026 年 6 月 22 日，潍柴动力/潍柴控股分别持股 61.10%/27.26%。

图35：潍柴雷沃股权架构（截至 2026 年 6 月 22 日）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，企查查，东吴证券研究所

产品覆盖农业生产全流程，业务正由单机销售向智慧农业整体解决方案升级。公司是国内少数可以为现代农业提供全程机械化整体解决方案的品牌之一，聚焦智能农机与智慧农业两大业务，产品覆盖拖拉机、收获机械和农机具，贯穿耕整、种植、田间管理、收获、秸秆处理与粮食烘干；同时以 IoT、AI 和大数据连接智能农机、农情监测、精准作业与智慧农业管理平台，形成“装备+数据+服务”的闭环。

图36：雷沃业务概览

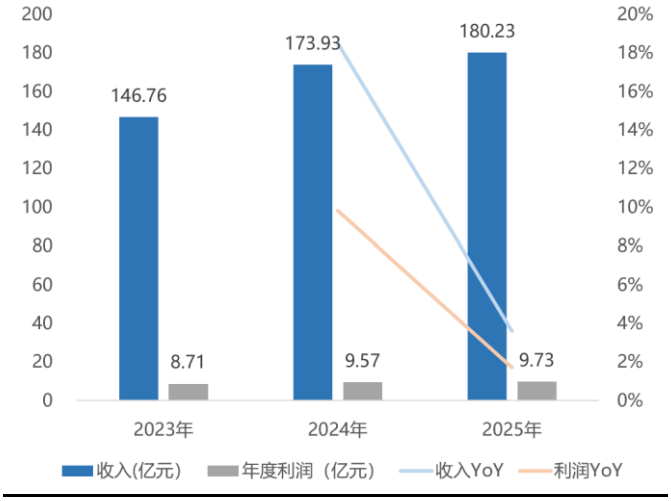


数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

收入稳中向上，盈利中枢保持稳定。从潍柴雷沃港股 26 年 6 月港股招股书口径来看，2023-2025 年公司实现收入 146.8/173.9/180.2 亿元，年度利润 8.7/9.6/9.7 亿元；2025 年收入同比+3.5%，年度利润同比+1.7%。从盈利能力来看，毛利率从 2023 年的 13.2%升至 2025 年的 14.2%，总体保持稳中有进；公司年度利润率基本保持在 5%-6%，2025 年因营销/研发费用上升、金融资产减值、联营企业亏损扩大使得年度利润率降至 5.4%，但总体维稳。

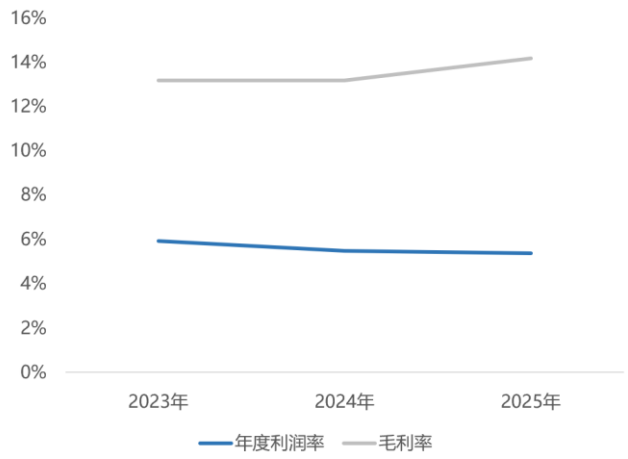
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图37：潍柴雷沃收入&利润及 YoY（招股书口径）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

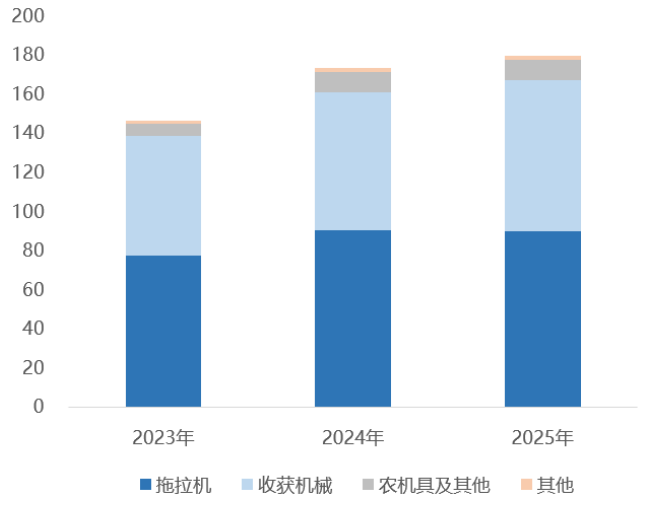
图38：潍柴雷沃毛利率/年度利润率（招股书口径）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

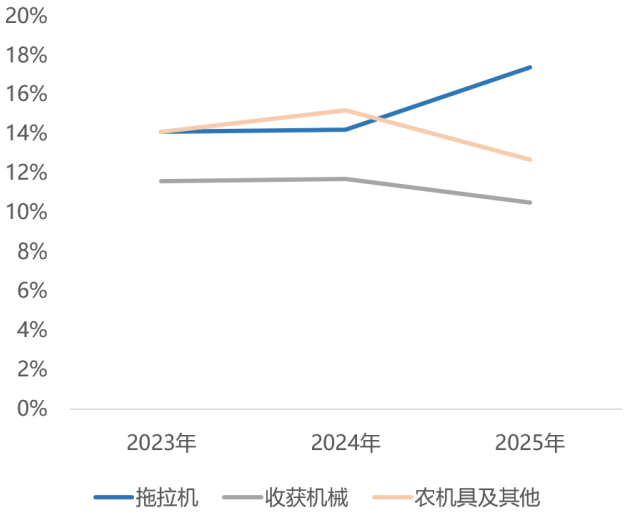
拖拉机与收获机械构成收入主体，总量稳定且盈利能力上行。2025 年拖拉机、收获机械、农机具及其他收入分别为 90.1/77.7/10.3 亿元，占总收入 50.0%/43.1%/5.7%；分别同比-0.52%/+9.51%/-0.65%。从盈利能力来看，潍柴雷沃核心主业中拖拉机 2025 年毛利率达 17.4%，同比+3.2pct；收获机械为 10.5%，同比-1.2pct，拖拉机毛利率显著上升带动整体毛利率上行。

图39：潍柴雷沃分业务收入（亿元，港股招股书口径）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

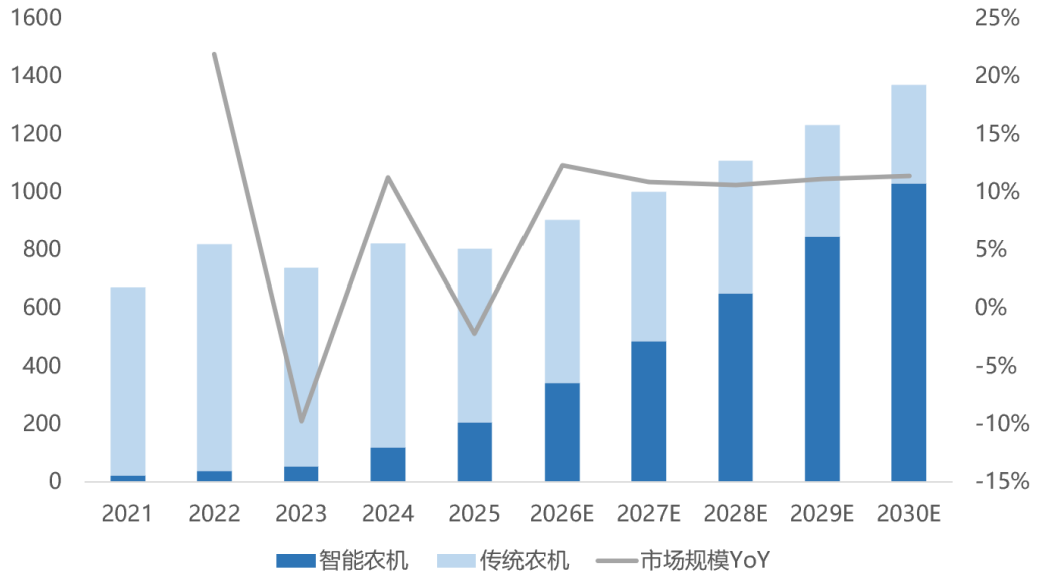
图40：潍柴雷沃主要业务毛利率



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

农机内需未来总量增长预计较为平稳，结构变动将明显大于总量变动。潍柴雷沃港股招股说明书预测，2025-2030 年中国农机市场预计从 804 亿元增长至 1369 亿元，CAGR 为 11.2%，刚需更新和粮食安全支撑行业稳健扩容。其中智能农机将从 206 亿元增至 1028 亿元，CAGR 为 37.9%，主要替代传统农机市场。中国农机装备正向大型、高端、智能、绿色方向发展，以动力换档/CVT 拖拉机等智慧农机装备的渗透率逐步提升，行业单机价值量增长将替代需求成为市场总量提升的核心动力。

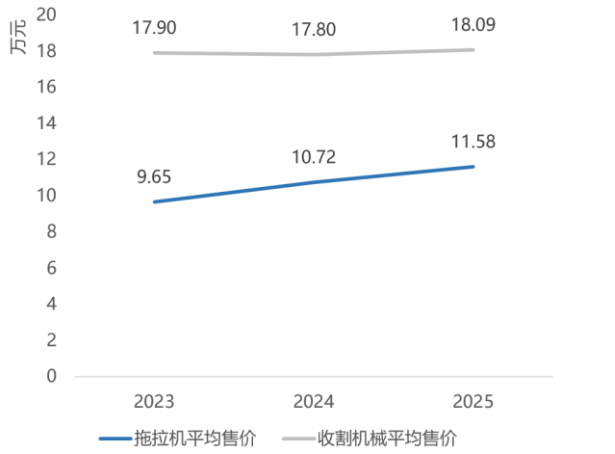
图41：中国农机及智能农机市场规模测算（亿元）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

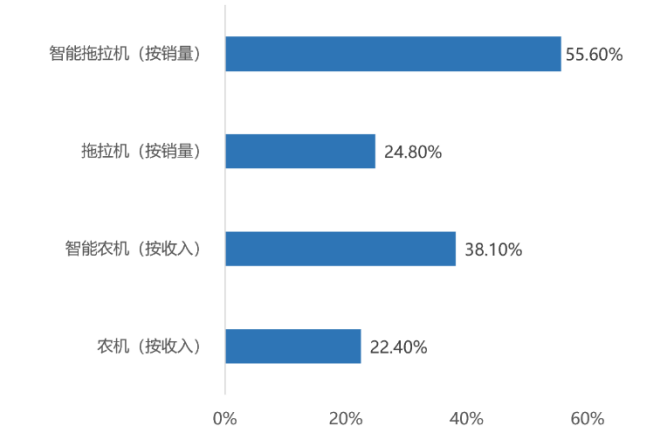
潍柴雷沃传统品类龙头地位稳固，智慧农机份额显著更高，将充分受益于行业结构升级。2023-2025 年公司拖拉机平均售价由 9.65 万元提升至 11.58 万元，高端化已在产品价值量上体现。2025 年公司按收入计在中国农机和智能农机市场均位列第一，份额分别为 22.4%/38.1%；拖拉机和智能拖拉机销量份额分别为 24.8%/55.6%。随着中国智能农机渗透率的持续上升，公司有望凭借技术、品牌与全流程产品矩阵持续扩大领先优势。

图42：潍柴雷沃核心产品售价变化



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

图43：潍柴雷沃核心产品市场份额（2025 年）



数据来源：潍柴雷沃港股招股书，东吴证券研究所

3.3. 总结：凯傲&雷沃龙头地位稳固，平滑重卡周期影响

凯傲与潍柴雷沃均为各自赛道龙头，全球化、服务化和智能化共同构成重卡链之外的经营“稳定器”。凯傲凭借全球工业车辆龙头地位和高比例服务收入提升经营韧性，潍柴雷沃则以更高的智慧农机份额承接行业结构升级。

4. 以协同为翼

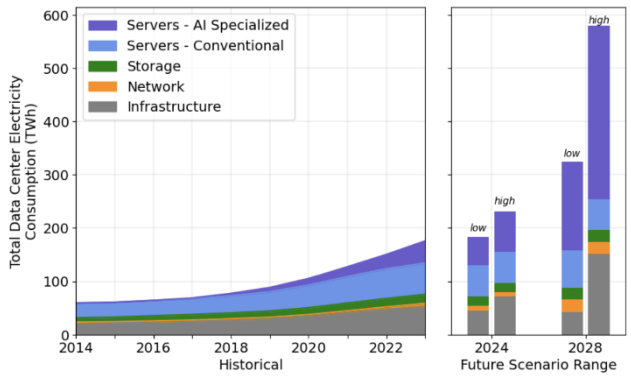
4.1. AIDC 基建潮加剧北美电力供求矛盾

需求端：美国劳伦斯伯克利国家实验室预测到 2028 年，数据中心用电量将激增至 328~580TWh(23 年为 176TWh)，约占美国电力总需求量的 6.7%~12.0%(23 年为 4.4%)，其中核心需求增量来源于 AIDC；

供给端：截至 2024 年，美国存量装机规模约为 1300GW 左右，近 6 年增长速度缓慢（2018-2024 年 CAGR 约为 1.7%）；且老旧火力发电机组退役速度正在加快。根据 EIA 规划，2025-2029 年美国电力退役容量达 46.5GW。

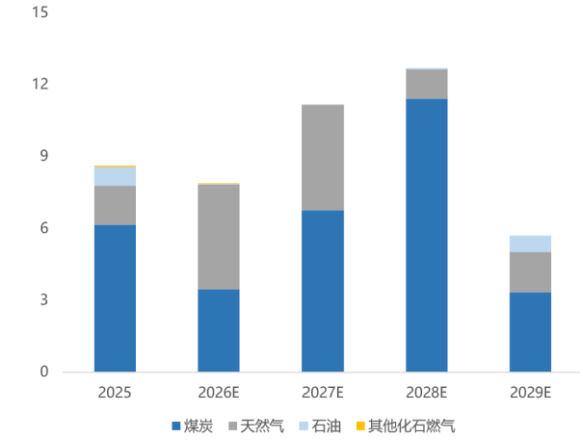
电网不堪重负&需求缺口为传统能源企业带来第二增长曲线。在 AI 算力需求快速扩张、传统电网扩容与并网审批明显滞后的背景下，AIDC 运营商正将部分供电能力由电网延伸至燃气轮机/燃气内燃机/SOFC，在备用电源侧以柴油发电机组率先受益。

图44：数据中心电力需求测算



数据来源：《2024 United States Data Center Energy Usage Report》，东吴证券研究所

图45：美国发电机组退役容量（TWh）



数据来源：EIA，东吴证券研究所

4.2. 备用电源：大缸径柴发主业强协同

柴油发电机是数据中心备灾电源的主流方案，主要作用是在主电源（如市电）中断时提供紧急电力供应。当主电源中断时，UPS 先以蓄电池短时维持负载，随后柴油发电机组快速启动，接管并提供持续稳定的电力，直至主电源恢复。

根据 Uptime Institute 正常运行时间协会标准，数据中心分为 Tier1–Tier4 四个等级，等级越高可靠性越强。

全球主流大型 IDC 冗余级别主要为 Tier3，主流要求变压器和发电机组 N+1 冗余、配电组件（UPS 及 PDU）2N 冗余，适用场景包括运营商省级 IDC、大型金融机构等。Tier4 主要用于国家战略级设施等，占比较少，部分 CSP 数据中心处于 Tier3 之上或达到 Tier4 标准，如 AWS IDC 基础设施设计目标为 Tier3，但部分维度超越 Tier3 标准。

随着更多的数据中心以 Tier III或 Tier IV级别建设，备用电源从可选项升级为强制项，并且**其需求将不仅仅跟着数据中心规模提升而线性提升，也会随着超级规模数据中心和 2N 架构占比上升而不断被放大。**

表4：数据中心冗余级别分类

Tier	可用性	年度最长停机时间	冗余容量组件
Tier I	99.671%	28.8h	无冗余（N），且可无 UPS 或发电机组
Tier II	99.741%	22.7h	设备容量 N+1 冗余
Tier III	99.982%	1.6h	变压器和发电机组 N+1 冗余，配电组件 2N 冗余
Tier IV	99.995%	0.4h (26 min)	所有电源设备 2N 冗余

数据来源：Socomec，东吴证券研究所

UPS/BBU、BESS 和柴油发电机是分工协同而非替代关系，柴发的长时供电属性不可替代。UPS/BBU 保障瞬时不断电，BESS 平滑短时波动并承担削峰，柴油发电机则覆盖长时供电缺口。

表5：柴发与 UPS/BBU/BESS 对比

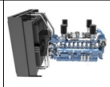
方案	响应速度	续航	应用场景
UPS	0ms	5-15min	微秒级电压跌落
BBU	0 ~ 10ms	5-20min	毫秒级闪断
BESS	4~10ms	小时级	秒级中断
柴油发电机	<30s	数天	分钟级中断

数据来源：高工电气，电圈销语，CLEANdata，AIDC 储能等，东吴证券研究所整理

潍柴的产品矩阵与交付能力已具备向 AIDC 场景外溢的基础。潍柴大缸径柴发覆盖 KW 级别至 MW 级别产品；2025 年公司数据中心发电产品销量约 1400 台、同比+259%；26Q1 数据中心发电产品销量同比+240%。公司已推出全球首款 5 兆瓦级高速柴油发电产品 20M61，升功率居行业首位，启动速度、带载能力等核心参数均达到世界一流水平，向头部数据中心备用电源供应商迈进。

仅供内部参考，请勿外传

图46：潍柴柴油发电机序列

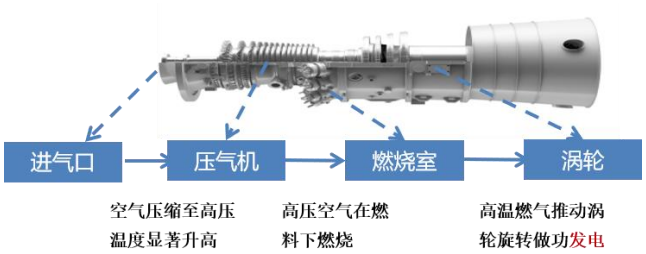
产品名称	6M33	8M33	12M33	16M33	20M33	12M55	16M55	20M55	20M61	20M170
外观										
干式净重(kg)	2110	3100	3257	5125	6650	9550	11500	14600	-	54600
额定功率(KW)	575/675	730/815/890	1007/1130/1200	1390/1530/1680/1800	1850/2010	1985/2200/2420	2500/2646/2900/3300	3535/3730/4140	5450	9100
排放标准	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段	中国非道路第三阶段
燃料	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油	柴油
缸数	6	8	12	16	20	16	16	20	20	20
缸径(mm)	150	150	150	150	150	180	180	180	-	-
排量（L）	19.6	26.1	39.2	52.3	65.4	65.7	87.5	109.4	122	-
压缩比	15:1	15:1	15:1	15:1	15:1	16.5:1	16.5:1	16.5:1	-	-
设计寿命(小时)	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000	-	-	-

数据来源：潍柴官网，博杜安官网，Scribd，东吴证券研究所

4.3. 主电源 1：燃气内燃机落地在即

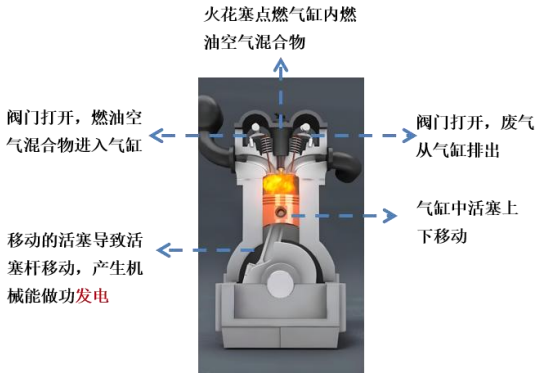
离网主电源选择主要有燃气轮机、燃气内燃机、SOFC，前二者已实现大规模应用。燃气轮机与燃气内燃机工作原理不同。燃气轮机通过加压使燃气燃烧推动涡轮叶片旋转做功发电；内燃机通过点燃燃烧物推动活塞往复式运动做功发电。

图47：燃气轮机示意图



数据来源：沐风机械，东吴证券研究所

图48：燃气内燃机示意图



数据来源：新华智见，星知识，东吴证券研究所

应用于 AIDC 的内燃机包括中速机与高速机。高速机功率通常 5MW 及以下，启停速度快，柴油高速机常用作备用电源，燃气高速机可用作主电源；中速机功率通常在 6-20MW，启停较慢，燃气中速机可用作主电源。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：燃气内燃机分类

分类	转速	功率区间	特点	市场竞争
高速机	>1000rpm	1-5MW	优势：启动速度快 劣势：普遍功率较小，寿命偏短	卡特彼勒、康明斯、MTU、潍柴动力、玉柴等
中速机	300-1000rpm	6-20MW	优势：功率更大，寿命更长 劣势：启动速度慢，大基荷需求对应成本更高	卡特彼勒、瓦锡兰、颜巴赫、潍柴动力

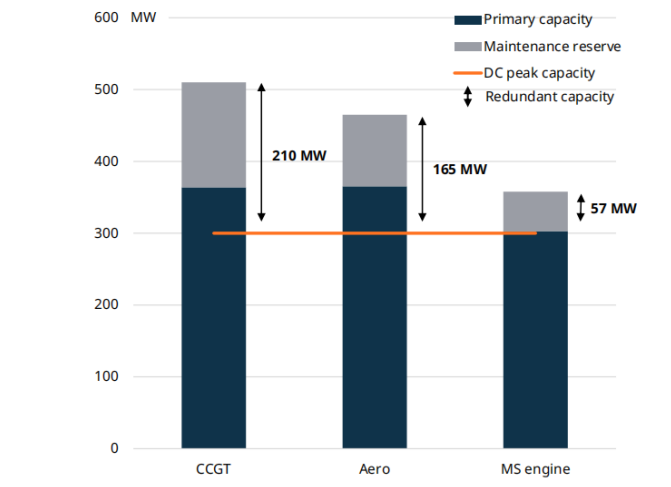
数据来源：斯奥动力，卡特彼勒，康明斯等各公司官网，东吴证券研究所

根据瓦锡兰测算，以美国德州 300MW 数据中心为例，燃气中速机方案主电+备电冗余容量要求显著更低，LCOE 低于燃气轮机，具体来看：

冗余容量：燃气发电机优于燃气轮机。以 300MW 数据中心为例，为满足 99.9%可用性，CCGT 重型燃气轮机需 510MW，航改燃气轮机需 465MW，燃气中速机需 358MW，分别对应 1.7/1.55/1.2 冗余系数；此外，燃气轮机需配套备用电源，燃气中速机可作为桥接电源后续转备电，无需配套备用电源。

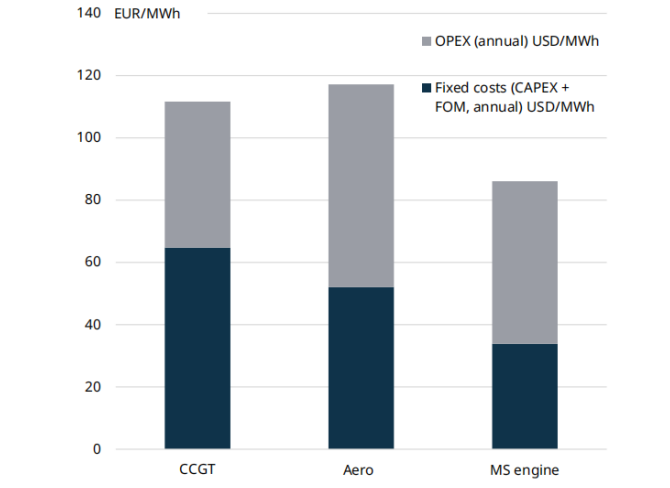
LCOE 对比：航改燃＞CCGT 燃气轮机＞燃气中速机。天然气价格为 4.3/8.6 USD/MMBtu 时，CCGT 燃气轮机 LCOE 比中速机分别高约 30%/16%。

图49：各电源方案下 300MW 数据中心所需主电容量



数据来源：瓦锡兰，东吴证券研究所

图50：各电源方案 LCOE 对比



数据来源：瓦锡兰，东吴证券研究所

头部厂商批量订单验证产业逻辑。瓦锡兰、卡特彼勒、颜巴赫等头部燃气发电机厂商 25H2 以来频获 MW/GW 级别订单，大量应用于北美数据中心，26 年初订单延续。

燃气内燃机与柴油发电机组底层结构高度同源，潍柴既有能力可低成本复用。两者均由发动机本体、发电机、冷却润滑、进排气、后处理、控制并机和电气输出构成，差异主要集中在燃料供给、点火/喷射和燃烧控制环节；因此，潍柴在发动机机体、曲轴连杆、增压中冷、热管理、电控标定和服务网络上的既有能力，可较自然迁移至燃气发电产品。当前潍柴燃气发电机产品主要为 M33 系列及 12M55，已具备成熟产品及柴改燃

技术，后续 16M55-20M170 均有望推出燃气发电机产品。

图51：潍柴现有燃气内燃机产品

产品名称	6M33NG	12M26NG	12M33NG	16M33NG	12M55NG
外观					
干式净重（kg）	2110	2910	3390（天然气）、4600（沼气）	5300（天然气）、5500（沼气）	9600
额定功率（KW）	450 / 480	550 /600	880 /900	1150 / 1280	1580
燃料	天然气	天然气	天然气 / 沼气	天然气 / 沼气	天然气
缸数	6	12	12	16	12
缸径（mm）	150	150	150	150	180
排量 (L)	19.6	31.8	39.2	52.3	65.7
压缩比	11:01	11:01	11：1（天然气）/12.5:1（沼气）	12.5:1（天然气）/13:1（沼气）	12:01

数据来源：潍柴官网，东吴证券研究所

16M33 燃气发电机组已有配套案例。2025 年 10 月，配套潍柴集装箱式燃气发电机组的海外电站项目交付客户投入运营，该电站项目采用孤岛模式运行，以液化天然气(LNG)作为核心能源，配套 4 台潍柴 16M33 集装箱式燃气发电机组，总装机容量 4×1100kW。2026 年 6 月，潍柴 106 台 16M33 交付非洲某燃气发电项目，总装机容量 95.4MW。

图52：潍柴 16M33 燃气发电机组



数据来源：潍柴资讯，东吴证券研究所

图53：潍柴燃气发电机北美项目



数据来源：潍柴控股集团公众号，东吴证券研究所

4.4. 主电源 2：金属支撑 SOFC 未来可期

4.4.1. SOFC 为高效、清洁、燃料灵活的发电装置

SOFC（固体氧化物燃料电池）本质为将化学能直接转化为电能：以固体氧化物（陶瓷）作为电解质。通过在高温下（650~950℃）让燃料（H_2/CO/CH_4等）在阳极与阴极传导来的氧离子（O^{2-}）发生电化学反应。其具备高效、燃料来源丰富、运行安静、无需贵

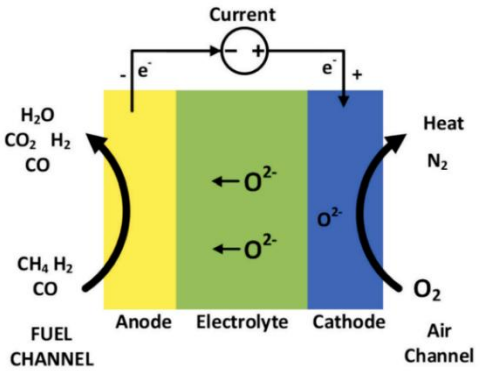
金属作催化剂、无氮氧化物排放、温室气体易捕捉、建设周期短等优势。

阴极： $O^2 + 4e^- \rightarrow 2O^{2-}$

阳极： $2H_2 + 2O^{2-} \rightarrow 2H_2O + 4e^-$

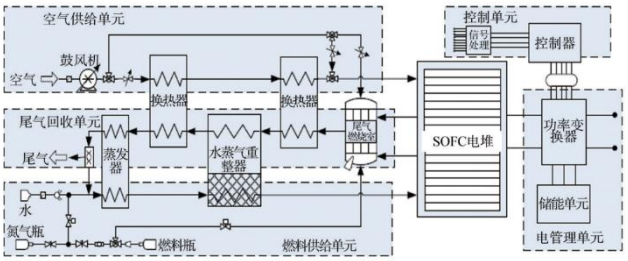
SOFC 系统可分为分为电堆（Stack）和外围 BOP（Balance of Plant）辅助单元：1）电堆为 SOFC 系统的核心，是 SOFC 化学反应发生室；2）围绕着电堆的 BOP 有空气供给预热单元、燃料供给（重整）单元、尾气回收单元、电管理单元以及控制单元。

图54：SOFC 化学反应原理



数据来源：《A review of solid oxide cell technologies for power, fuel, and reversible energy storage》，东吴证券研究所

图55：SOFC 系统示意图



数据来源：《基于固体氧化物燃料电池的高效清洁发电系统》，东吴证券研究所

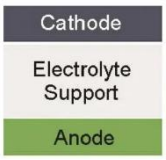
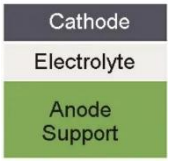
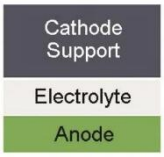
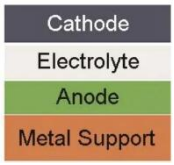
SOFC 按支撑结构划分可分为电解质支撑型、电极（阴极/阳极）支撑型、金属支撑型三大类，三类方案的迭代路径可认为是压缩电解质层来实现 SOFC 运行中温/低温化，进而从原材料端实现降本。

电解质支撑方案具有结构稳定性高、输出性能稳定的优点，也是当前实现大规模商业化的主流方案：用较厚的电解质层来换取支撑体的机械强度，但又需要以昂贵的电解质材料（ScSZ）和高温来换取氧离子高效的传输效率，原材料端成本较高，代表企业有 BE。

电极支撑方案在电解质薄膜化的基础上保证较高的电化学活性，同时因电解质层变薄，该类 SOFC 反应温度得以降低，但目前下游应用以示范项目/日韩住宅发电为主。其中阳极方案玩家更多且较阴极支撑方案更易实现，代表企业有 Fuel Cell Energy、三环集团等。

金属支撑方案具有启动快、成本低等特点：其在阳极下方增加一块金属板（多为铁素体不锈钢），用该金属板来提供机械强度，可将 SOFC 反应温度降低至约 600℃，进一步实现降本，但核心难点有：1）因原材料膨胀系数不同/抗氧能力弱而导致低温烧结困难；2）金属板上需要打孔使得燃料可与阳极接触。代表企业有 Ceres Power，其将技术授权给潍柴动力、台达、斗山等。

表7：各类型支撑体 SOFC 对比

类型	电解质支撑型（ES-SOFC）	阳极支撑型（AS-SOFC）	阴极支撑型（CS-SOFC）	金属支撑型（MS-SOFC）
优点	电解质致密 电化学稳定 制备工艺简单	欧姆阻抗小 输出功率高 降低运行温度 材料适配性好	燃料选择性高 电池结构稳定性好	金属材料成本低 欧姆阻抗小 电池启动快 易于加工和密封
缺点	欧姆极化明显 电导率低 运行温度高 材料寿命短	抗热循环性差 抗氧化还原性差 燃料选择性低	浓差极化大 电化学稳定性差 阴极材料制备复杂 成本高	金属材料易氧化 电解质致密难度高 制备工艺复杂
结构示意				
代表公司	BE/IKTS/关西电力	Fuel Cell Energy/三环集团	西门子-西屋	Ceres Power/潍柴动力/台达/斗山

数据来源：《固体氧化物燃料电池支撑体研究进展》，Wind，DT 新能源，东吴证券研究所

4.4.2. SOFC 主电源逻辑上行

BE 频获大单，上调指引奠定 SOFC 行业基调。2024 年之前：BE 订单多为小规模订单，主要客户为韩国 SK 集团、三星重工等，为满足韩国政府的清洁氢能强制指标采购 BE 设备；2024 年及以后：BE 陆续落地大额供电订单，合作方包括 AEP（公用事业企业）、Brookfield（基础设施投资管理公司）、Equinix（EPC）、甲骨文（云厂商）、Nebius（云厂商）等多种类型头部厂商，BE 与美国公用事业公司从竞争对手变为解决电网问题的合作伙伴。此外，BE 26Q2 实现收入/利润齐增，业绩会再度上调全年业绩指引，SOFC 应用趋势不变。

表8：BE 订单梳理

公告时间	客户/合作伙伴	订单/合作内容
2026 年 8 月	MiTAC	Bloom 将在 MiTAC 位于加利福尼亚弗里蒙特的 AI 服务器制造园区部署燃料电池系统，用于孤岛微电网
2026 年 6 月	Brookfield 战略合作	Brookfield 将扩大其为人工智能基础设施电力项目融资的框架——从此前宣布的 50 亿美元增至 250 亿美元
2026 年 5 月	Nebius	与 Nebius 签署容量购电协议，BE 将为 Nebius 分三期提供 250MW 保障容量和 328MW 装机容量，Nebius 将采购 SOFC 系统发出的电力，未来 10 年总计支付金额 26 亿美金
2026 年 4 月	甲骨文	甲骨文 Jupiter 项目计划用 BE 的 SOFC 替代原先计划采用的燃气轮机与柴油发电机，最高可达 2.45GW
2026 年 4 月	甲骨文	扩大与 Bloom Energy 合作，计划采购 2.8GW SOFC 燃料电池，首期签约 1.2GW
2026 年 1 月	AEP（美国电力公司）	基于 2024 年签订的 1GW 框架协议，行使采购协议的 900MW（约 26.5 亿美元）
2025 年 10 月	Brookfield 战略合作	AI 基础设施战略合作，最高投资 50 亿美元用于部署 BE 燃料电池

2025 年 7 月	甲骨文	未披露规模，承诺 90 天内实现部署（实际 55 天）
2025 年 2 月	Equinix	长期扩容合作（合作总规模超过 100MW，75MW 已投运，30MW 在建）
2024 年 11 月	AEP（美国电力公司）	签订 1GW 框架协议，首期采购 100MW
2024 年 6 月	CoreWeave	未披露规模，为 CoreWeave 位于伊利诺伊州的现代高性能数据中心供电
2024 年 5 月	Quanta Computer（广达电脑）	未披露规模，为其位于加州的 AI 制造工厂提供燃料电池微电网
2024 年 4 月	Intel （英特尔）	为加州圣克拉拉现有的高性能计算数据中心安装额外的 MW 级别 SOFC，该设施将成为硅谷最大的燃料电池驱动高性能计算数据中心

数据来源：Bloom energy 官网，Dcpulie，CNBC，东吴证券研究所

ITC 减免&交付周期短共筑经济性基础。OBBBA 法案对 IRA 法案进行修改，固定 SOFC 项目的 ITC 为 30%，且取消零碳排放要求，该条款适用于 2025/12/31 后开始建设的 SOFC 项目。同期，燃气轮机因产能紧缺导致报价上涨，使得二者 LCOE 差距进一步降低。经我们测算，假设初始投资及后续每次更换电堆时均可享受 ITC，则补贴后 SOFC 价格较涨价后燃气轮机仍贵 20%以上，但数据中心每提前供电 1 个月可带来额外 12-24 亿美元收入，二者叠加，我们认为 SOFC 已具备经济性。

表9：LCOE 对比（测算仅供定性参考）

指标	燃气轮机-联合循环（2026 年后-涨价）	燃气轮机-联合循环（2026 年内落地）	SOFC（补贴前）	SOFC（补贴后）
初始投资额（美元/kW）	**2000**	**1271.5**	**2944**	**2060.8**
系统使用寿命（年）	20	20	20	20
核心组件每 X 年需要大修（年）	10	10	5	5
核心组件大修次数（次）	1	1	3	3
核心组件单次大修成本占初始投资额的比例	30%	30%	35%	35%
年度固定运维成本（美元/kW）	40.00	40.00	88.32	88.32
加权平均资本成本（WACC）	8%	8%	8%	8%
残值（核心组件）	5%	5%	5%	5%
残值（非核心组件）	15%	15%	15%	15%
总资本支出现值（美元/kW）	**2213**	**1407**	**4300**	**3010**
年度资本成本（美元/kW）	225.35	143.27	437.92	306.54
年度总固定成本（美元/kW）	265.35	183.27	526.24	394.86
度电设备投资（美元/kWh）	**0.033**	**0.023**	**0.066**	**0.049**
天然气价格（美元/MMBTU）	4	4	4	4
热耗率（BTU/kWh）	6226	6226	5249	5249
发电效率	55%	55%	65%	65%
度电燃料成本（美元/kWh）	**0.025**	**0.025**	**0.021**	**0.021**
年利用小时数（h）	8000	8000	8000	8000
全生命周期度电成本（美元/kWh）	**0.058**	**0.048**	**0.087**	**0.070**

数据来源：GridLab，《Capital Cost and Performance Characteristics for Utility-Scale Electric Power Generating Technologies》，Bloom Energy，东吴证券研究所测算

我们预计 2026/2030 年 AIDC 用 SOFC 市场出货量为 1.87GW/17.04GW，对应市场规模分别为 366/3081 亿元，市场规模 2026-2030 年 CAGR 为 70.37%。

表10：SOFC 市场规模测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外算力卡总功率（GW）	5.3	9.7	17.3	33.4	42.2	56.5	64.6
PUE	1.50	1.50	1.35	1.30	1.25	1.20	1.20
海外 AIDC 总功率（GW）	7.95	14.55	23.3	43.4	52.7	67.7	77.5
SOFC 渗透率	3%	6%	8%	12%	15%	20%	22%
SOFC 对应功率（GW）	0.24	0.87	1.87	5.20	7.91	13.55	17.04
SOFC 价值量（亿元/GW）	200	200	196	192	188	184	181
SOFC AIDC 市场规模（亿元）	**48**	**175**	**366**	**1000**	**1489**	**2499**	**3081**

数据来源：Fortune Business Insight，东吴证券研究所测算

4.4.3. 金属支撑 SOFC：中温化的终极方案

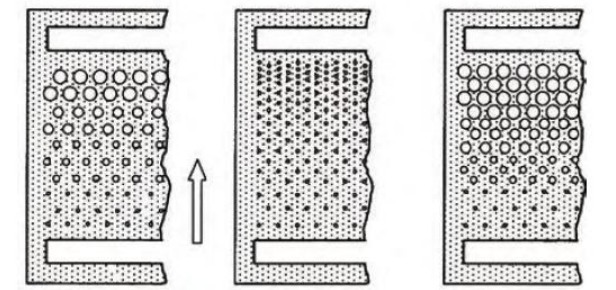
以多孔金属板为支撑体，颠覆传统 SOFC 方案。较电解质支撑和阳极支撑两类方案而言，金属支撑 SOFC 的结构发生了本质改变：不再以电池内主要结构为支撑体（电解质/阳极），而是将电池直接制备在一块金属板上，并通过在金属板上打孔来让阳极和燃料气体反应。

图56：单片金属支撑 SOFC 示意图



数据来源：Ceres Power,东吴证券研究所

图57：Ceres Power 金属支撑体激光打孔示意图

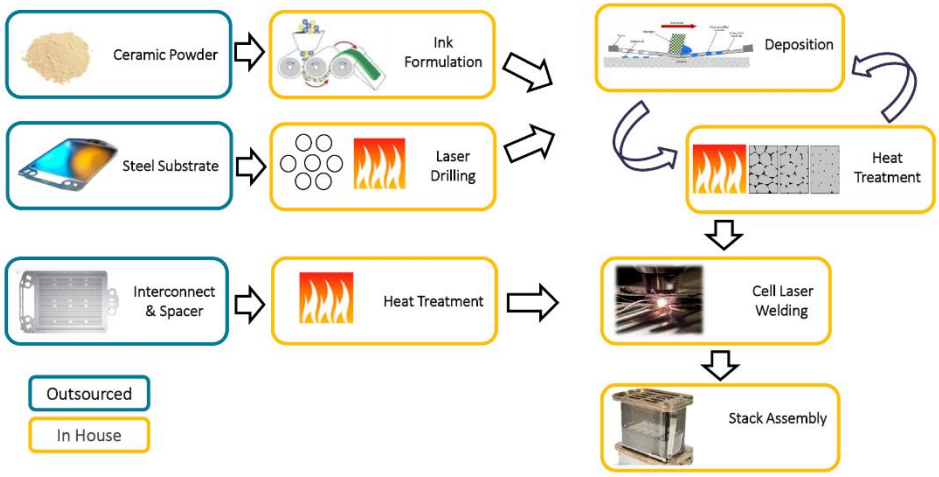


数据来源：《金属支撑固体氧化物燃料电池技术进展》高圆等，东吴证券研究所

制备工艺核心为烧结与激光打孔。以 Ceres Power 为例，其金属支撑 SOFC 制备过程总体分为外购与内部加工两大类和陶瓷功能层、金属支撑体、连接体/垫片三大并行支路。具体来看：1）陶瓷功能层制备支路先将陶瓷粉体配制成专用浆料，再通过沉积工艺涂覆至基板表面；2）金属支撑体制备支路对外购不锈钢基板进行激光打孔，加工出具备气体流通能力的多孔支撑基底，并与陶瓷功能层进行高温烧结；3）结构件预处理支路则

对外购互连件与垫片先行热处理，待单电池功能层制备完成后，通过激光焊接将电池单元与互连结构焊接固定，最终堆叠装配为完整的 SOFC 电堆。

图58：金属支撑 SOFC 制备过程

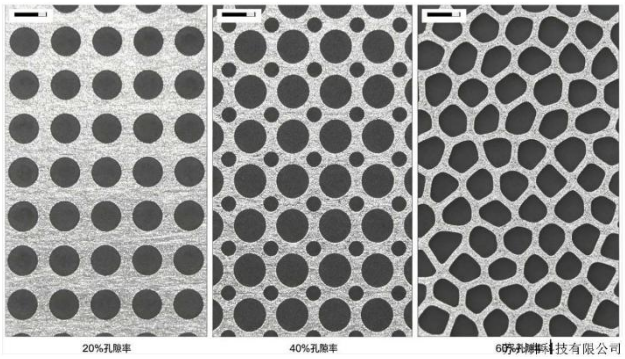


数据来源：Ceres Power，东吴证券研究所

激光打孔需控制孔隙，平衡机械强度与反应效率。较传统 SOFC 制备流程相比，金属支撑 SOFC 制备过程中新增激光打孔一环，该环节使得燃料可透过金属板上的小孔到达阳极并进行反应。从理论层面分析，孔数越多，气体扩散效率越高，与阳极的反应面积和接触速率均可得到有效提升；实际情况下，由于金属板提供整个电池的机械强度，孔数越多会导致金属板变薄弱，使得电池的刚性结构受损。因此，激光打孔需控制孔隙率，以实现性能最大化。

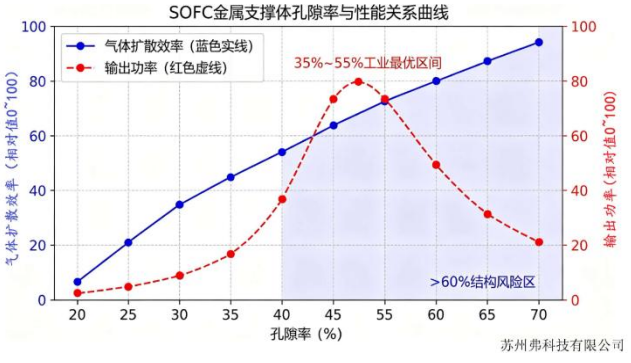
总结：金属支撑 SOFC 的激光打孔与低温烧结为核心制备难点。

图59：不同孔隙率切面示意图



数据来源：苏州弗科技，东吴证券研究所

图60：SOFC 金属支撑体孔隙率与性能关系曲线



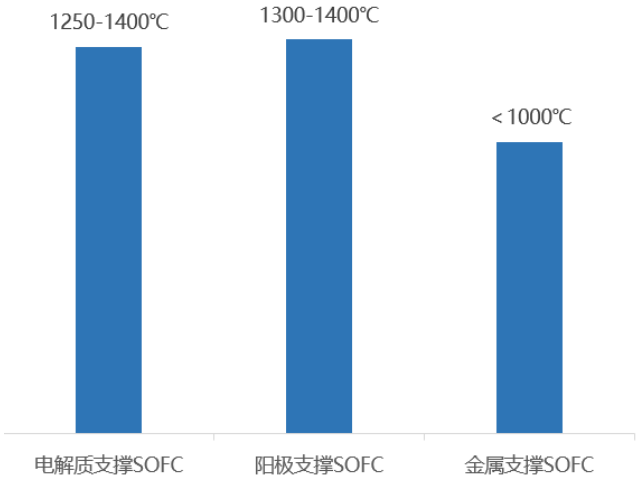
数据来源：苏州弗科技，东吴证券研究所

低温烧结为金属支撑 SOFC 另一独特制备工艺。电解质支撑和阳极支撑 SOFC 一般在空气下进行高温烧结，由于电解质材料的特质，烧结温度一般需要在 1000℃以上，以形成致密的电解质层。但金属支撑 SOFC 需要在低温还原气氛下烧结，主要原因为：金属支撑 SOFC 的支撑体多为多孔不锈钢，其熔点较电极/电解质材料较低，使得合理烧

仅供内部参考，请勿外传

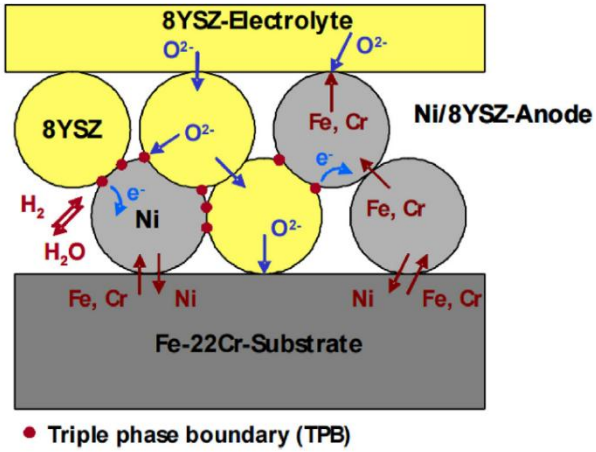
结温度的窗口更狭窄；此外金属基体多掺杂 Cr，Cr&金属层氧化+金属元素迁移至电池结构均会对电池造成不可逆的损伤。

图61：三类方案烧结温度对比



数据来源：旅行小伴侣，《多孔镁橄榄石支撑 SOFC 的制备及性能研究》邓亮等，《Evaluation of Metal Supported Ceria Based Solid Oxide Fuel Cell Fabricated by Wet Powder Spray and Sintering》，东吴证券研究所

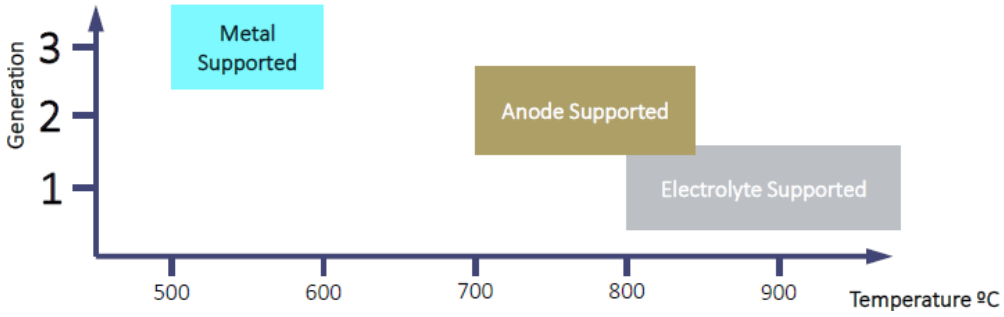
图62：金属支撑层元素扩散机制图



数据来源：Status and progress of metal-supported solid oxide fuel cell Towards large-scale manufactory and practical applications》,东吴证券研究所

制备虽有难点，但核心优势不可忽略。电解质支撑→阳极支撑→金属支撑这一发展趋势的本质是压缩电解质层以实现降温，进而实现降本。电解质支撑 SOFC 和阳极支撑 SOFC 的反应温度分别在 800-1000℃和 700-800℃，但差异不大，而金属支撑 SOFC 的反应温度降至 500-600℃，为真正意义上的中温化。中温化不仅使得拓宽了电堆内部的原材料选择区间，也拓宽了 BOP 的原材料选择区间，使得 SOFC 行业不再需要紧盯各类高温材料，从材料端实现了降本。

图63：三类支撑体 SOFC 的反应温度



数据来源：Ceres Power，东吴证券研究所

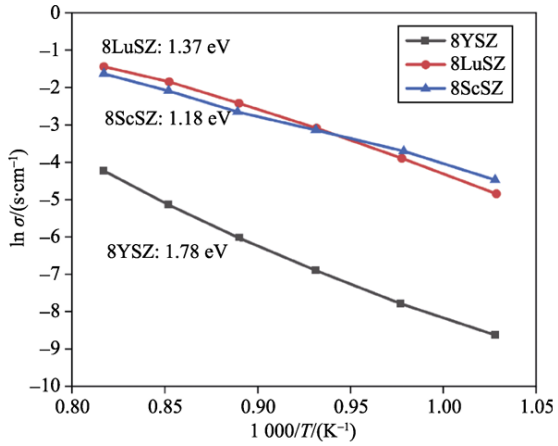
金属支撑可选用 YSZ，降本空间显著。SOFC 需在高温下进行的核心机理是其电解

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

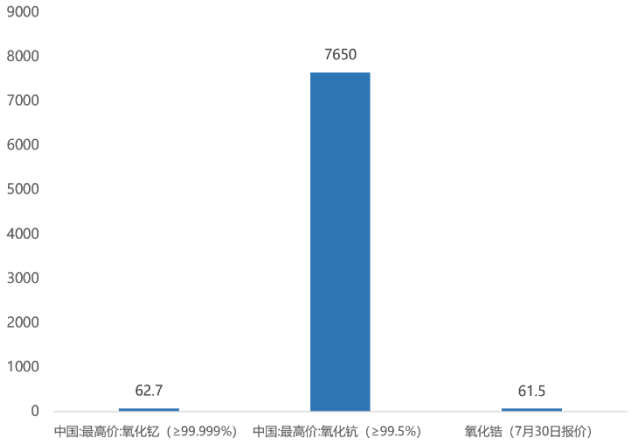
质材料的电导率与温度呈正比，温度越高，则电解质电导率越高，则 SOFC 效率越高。同时，由于电解质支撑 SOFC 的电解质较厚，业内，比如 BE，一般采用性能更好的材料，即 ScSZ，而非 YSZ。上述二者的基体材料为氧化锆，并分别掺杂了氧化钪与氧化钇，Wind 2026 年 7 月 29 日数据显示，此二者价格差超过 100 倍，而氧化锆的价格与氧化钇接近，与氧化钪价差也超过 100 倍，因此，ScSZ 价格将显著贵于 YSZ。由于阳极支撑 SOFC 并未显著降低反应温度，出于对电池效率的考虑，部分厂商仍是用 ScSZ，而金属支撑因实现了中温化，可将电解质材料替换为 YSZ，由于电堆占比 SOFC 系统成本的 30-50%，而电解质又为电堆成本的核心构成项，**因此金属支撑若使用 YSZ 可实现倍数级降本。**

图64：部分 SOFC 用电解质电导率随温度倒数的变化



数据来源：《氧化锆的导电机理及影响因素》徐兵等，东吴证券研究所

图65：电解质核心材料价格对比（元/KG）



数据来源：Wind，钛微媒，东吴证券研究所，注：氧化钇和氧化钪价格为 2026 年 7 月 29 日数据

金属支撑可选用不锈钢作为连接体材料。连接体为电堆内部串联电池 Cell 的核心件，承担气体分割、气体分配、电连接等多重作用，且成本占电堆总成本的比例可观，以 BE 为例，其连接体采用 95%的纯铬+5%的纯铁，并以粉末冶金技术制造而成，金属铬用量显著。而金属支撑 SOFC 因其反应温度较低且多采用不锈钢为支撑材料，连接体材料可选用价格便宜近 10 倍的不锈钢。

表11：连接体主要原材料对比

材料	价格	适用温度	适用方案
430 不锈钢	7-8 元/kg	＜800℃	金属支撑 SOFC
金属铬	约 70 元/kg	1000℃	电解质/阳极支撑 SOFC

数据来源：Wind，不锈钢天地网，东吴证券研究所

金属支撑 SOFC 可实现快速启停。由于金属支撑 SOFC 反应温度低于电解质/阳极支撑方案，且金属基底材料具备更好的热导和更强的机械韧性，使得该方案具备快速启停及可启停次数大的优势，从一定程度上可以减少系统冗余配置，缩短维修周期。

Ceres Power 产品亮眼，串联组态最高电压突破 1000V。以 Ceres Power Ceres®

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Endura™平台下的发电产品为例，其峰值发电效率可达 69%，支持高达 800 伏及以上的高压直流架构（串联组态最高电压 1120V），运行温度低至 530~630℃，额定最大功率达 10.8kW。

表12：Ceres Power Endura 产品核心参数（2026 年 8 月数据）

参数项	参数值
额定最大功率	10.8kW
最大功率对应发电效率	69%（基于低热值 LHV 基准）
额定工作温度	530~630℃
最大功率变化速率	500W/秒，对应每秒 4.6%额定功率
最大电流	43.3A
最大电流下输出电压	250V
串联组态最高电压	1120V
电堆重量	90kg
外形尺寸	551mm*352mm*199mm

数据来源：Ceres Power，东吴证券研究所

自 2018 年入股以来，潍柴 SOFC 进展不停：2018 年潍柴以 4000 万英镑认购 Ceres Power 部分发行股份，持股比例达 20%，为 Ceres Power 第一大股东；2022 年首套百千瓦级别热电联供 SOFC 产品落地；2023 年发布全球首款大功率金属支撑商业化 SOFC 产品；2024 年 11 月，产品交付陕西燃气集团；2025 年 11 月，潍柴获 Ceres Power 技术授权。

牵手法国 EODev，布局欧洲市场。2026 年 7 月，潍柴旗下博杜安与法国清洁能源公司 EODev 达成战略合作，EODev 将在欧洲范围内整合博杜安的 SOFC 解决方案，单系统达 600kw，公司计划于 2026 年 9 月正式商业发布、并预计于 2027 年第一季度向首批客户交付。

当前潍柴产能正在建设中，公司预计 2026 年底有批量产能落地，叠加公司头部制造能力，有望加速金属支撑方案降本。

图66：潍柴 SOFC 实物



数据来源：潍柴资讯，东吴证券研究所

图67：博杜安与 EODev 达成合作



数据来源：DT-SOFC-SOEC，EODev 官网，东吴证券研究所

发布微电网解决方案，向电力平台供应商转型。2026 年 7 月，潍柴发布微电网解决方案，深度整合光伏、储能、储充、SOFC、发电机组（柴油，燃气，重油等），以破解各类特殊场景供电不稳、能耗偏高、配套缺失等行业痛点，标志潍柴正从“传统能源解决方案提供商”向“绿色能源系统方案+全域服务+生态共建”高端业态的全面跃升。

图68：潍柴微电网解决方案



数据来源：潍柴资讯，东吴证券研究所

4.5. 成熟渠道构建叙事空间

内部&外部北美渠道布局，潍柴核心优势尽显：

潍柴北美：聚焦动力总成和发电业务，为潍柴动力在美洲的区域业务代表，拥有博杜安、PSI、潍柴动力制造的多款柴发和燃发。

博杜安：为全球三大船用发动机供应商之一，2009 年由潍柴重组，除主业外，产品涵盖柴发、燃发，为潍柴海外高端大缸径品牌。

PSI：独立上市公司，为客户提供备用、主发电、需求响应和微电网解决方案，由潍柴持股约 46%（截至 2026H1），2025 年发动机销售达 1.98 万台，收入超 7 亿美元，为北美本土系统平台。

Generac：北美头部机组 OEM，为潍柴重要合作伙伴，博杜安的发动机主要作为 Generac 全新集成发电机系统的一部分进行销售，其曾向 Open AI 的 Stargate 售卖 28 台博杜安 2.8MW 柴发。

IGSA：为墨西哥头部机组 OEM，在售产品包括博杜安 0.6-3MW 大缸径机型，可视作区域 OEM 补充。

表13：潍柴北美渠道梳理

公司	与潍柴关系	定位
内部平台		
潍柴北美	全资子公司	美洲业务代表、服务支持、技术适配与多品牌整合
博杜安	全资子公司	高端大缸径柴油、燃气发动机品牌，承接北美高端项目切入
PSI	持股 45.99%	北美本地系统平台，品牌+渠道双定位
外部平台		
Generac	合作	作为头部机组 OEM 承接大客户
IGSA	合作	区域 OEM 补充通道

数据来源：潍柴美国官网，博杜安，PSI，IGSA，Hunterbrook，东吴证券研究所

4.6. 总结：2026 为潍柴跨越周期元年

大缸径柴发迈出第一步：数据中心用大缸径柴发逻辑已于 2025 年得证，2026Q1 延续高增。我们展望未来，长时备电逻辑清晰，叠加博杜安高端品牌背书，柴发业务未来可期；

燃气发电机迈出第二步：2025H2 以来，潍柴 16M33 燃气发电机组已开始逐步交付，我们认为 2026-2027 年潍柴燃气发电业务将成为电力能源业务的核心增量；

SOFC 迈出第三步：潍柴布局 SOFC 近 10 年，金属支撑方案长期降本空间大且具备快速启停能力，我们认为不应只将 SOFC 视作电网和燃气轮机的递补，而是模块化分布式能源部署的新选择，叠加绿电属性适配长期发展趋势。2026 年公司预计有批量产能落地，与 EODev 合作，以欧洲市场“打响第一枪”。

5. 盈利预测与投资建议

1）动力总成、整车整机及关键零部件：公司产品下游有工程机械、商用车、AIDC等多个市场，考虑到中国商用车出口销量的高增，我们认为公司重卡发动机销量将持续提升，此外公司 M 系列大缸径发动机产品和数据中心用发电产品同比保持较高增速，叠加我们对公司燃气发电机和 SOFC 出货量的预测，我们认为公司该业务将成为 2026-2028 年核心增量。综上，我们预测公司该业务 2026-2028 年收入分别为 1185.49/1575.44/1820.55 亿元，同比分别+18.06%/+32.89%/+15.56%。考虑到公司大缸径柴发出货持续高增，叠加燃气发电机和 SOFC 业务的逐步落地，公司高毛利产品份额有望持续提升，2026H1 公司该业务毛利率已升至 20.16%，因此我们预测公司该业务 2026-2028 年毛利率分别为 21.62%/23.76%/24.95%。

2）智慧物流：公司智慧物流业务主要指凯傲相关叉车&物流业务，我们综合参考叉车和物流行业的历史特点，认为公司该业务 2026-2028 年将稳中向上，总体保持个位数增长。综上，我们预测公司该业务 2026-2028 年收入分别为 930.07/956.44/989.50 亿元，同比分别+2.12%/+2.83%/+3.46%。考虑到 26H1 公司该业务毛利率降至 25.53%，结合凯傲自身龙头属性，我们认为该业务未来毛利率较为稳健，预测 2026-2028 年该业务毛利率分别为 25.73%/25.75%/25.77%。

3）农业装备：公司农业装备业务主要指潍柴雷沃相关农机业务，我们综合考虑农机行业当期所处境遇，认为公司该业务 2026-2028 年受益于智慧农机渗透率的提升而实现稳定增长。综上，我们预测公司该业务 2026-2028 年收入为 206.25/226.08/247.89 亿元，同比分别+9.78%/+9.61%/+9.65%。考虑到 26H1 公司该业务毛利率已升至 16.04%，结合潍柴雷沃自身龙头属性，我们认为该业务未来毛利率较为稳健，预测 2026-2028 年该业务毛利率分别为 16.00%/16.00%/16.00%。

4）其他零部件：我们预测公司该业务 2026-2028 年收入为 148.45/163.30/179.63 亿元，同比分别+25.00%/+10.00%/+10.00%。结合动力总成、整车整机及关键零部件/智慧物流/农业装备三大业务 26H1 的收入和毛利率水平，经我们综合推算，预测公司该业务 2026-2028 年毛利率分别为 18.00%/18.00%/20.00%。

5）其他业务：我们预测公司该业务 2026-2028 年收入为 120.71/132.78/146.06 亿元，同比分别+25.00%/+10.00%/+10.00%。结合动力总成、整车整机及关键零部件/智慧物流/农业装备三大业务 26H1 的收入和毛利率水平，经我们综合推算，预测公司该业务 2026-2028 年毛利率分别为 15.00%/15.00%/17.00%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营收将达 2590.98/3054.04/3383.62 亿元，同比分别+11.77%/+17.87%/+10.79%；2026-2028 年毛利率分别为 22.13%/23.12%/23.93%。

表14：潍柴动力收入拆分

项目/年度单位：亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
动力总成、整车整机及关键零部件					
收入	897.79	1004.11	1185.49	1575.44	1820.55
YoY	-4.32%	11.84%	18.06%	32.89%	15.56%
毛利率	19.47%	17.85%	21.62%	23.76%	24.95%
智慧物流					
收入	887.26	910.77	930.07	956.44	989.50
YoY	1.45%	2.65%	2.12%	2.83%	3.46%
毛利率	26.91%	26.56%	25.73%	25.75%	25.77%
农业装备					
收入	183.45	187.89	206.25	226.08	247.89
YoY	14.42%	2.42%	9.78%	9.61%	9.65%
毛利率	13.26%	14.26%	16.00%	16.00%	16.00%
其他零部件					
收入	100.89	118.76	148.45	163.30	179.63
YoY	28.35%	17.71%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率	28.70%	27.25%	18.00%	18.00%	20.00%
其他业务					
收入	87.51	96.57	120.71	132.78	146.06
YoY	-0.32%	10.35%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.40%	18.12%	15.00%	15.00%	17.00%
总计					
收入	2156.91	2318.09	2590.98	3054.04	3383.62
YoY	0.81%	7.47%	11.77%	17.87%	10.79%
毛利率	22.43%	21.48%	22.13%	23.12%	23.93%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

我们选取杰瑞股份、中原内配及天润工业作为潍柴动力的可比公司：1）杰瑞股份主营油气装备及发电装备，与潍柴共同受益于 AIDC 缺电浪潮，在 AIDC 大功率发电设备领域具备一定的业务和客户重合；2）中原内配主营气缸套等内燃机核心零部件，与公司共同受益于大缸径发动机景气度的提升；3）天润工业主营曲轴、连杆等发动机核心零部件，与公司共同受益于大缸径发动机景气度的提升。

综上，我们维持对公司 2026-2028 年归母净利润分别为 150.37/203.25/246.43 亿元的预测，以 2026 年 9 月 4 日收盘价为基准，对应 2026-2028 年 PE 为 15/11/9 倍。公司估值显著低于可比公司均值，公司重卡链受益行业复苏，凯傲与潍柴雷沃平滑周期影响，电力能源打开增量，平台型龙头价值有望持续重估，维持“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传

表15：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002353.SZ	杰瑞股份	125.42	2.62	3.53	6.87	9.42	47.91	35.55	18.25	13.31
002448.SZ	中原内配	11.66	0.70	0.92	1.09	1.30	16.76	12.63	10.73	8.94
002283.SZ	天润工业	8.17	0.32	0.43	0.53	0.67	25.31	19.06	15.41	12.17
		可比公司均值					29.99	22.41	14.80	11.47
000338.SZ	潍柴动力	26.85	1.27	1.74	2.35	2.85	21.22	15.43	11.41	9.41

数据来源：Wind，东吴证券研究所，注：上市公司数据截至 2026 年 9 月 4 日，可比公司估值来源于 2026 年 9 月 4 日 Wind 一致预期。

6. 风险提示

云厂商、运营商等企业 Capex 下修风险。未来数据中心建设规模取决于上述公司的 Capex，若 Capex 下修则会影响未来数据中心电力需求。

北美电网建设超预期风险。2025 年以来，北美电网供不应求且并网审核周期长，使得离网发电深入人心，若北美电网建设超预期则会显著影响离网发电规模。

重型燃气轮机厂商扩产风险。当前数据中心建设厂商多选用重型燃气轮机作为主要离网电源，产能紧缺使得部分厂商选择燃气内燃机、SOFC 等作为主要离网电源。

电力能源业务进度不及预期风险。潍柴大缸径柴发、燃气发电机、SOFC 均属于此范畴，若进度不达预期则会影响潍柴相关业务收入和利润的兑现。

重卡行业复苏不及预期风险。潍柴主业利润基本盘源于重卡行业，若重卡行业复苏不及预期则会影响潍柴相关业务收入和利润的兑现。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

潍柴动力三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**186,524**	**196,118**	**244,050**	**290,022**
货币资金及交易性金融资产	83,504	79,710	99,487	138,090
经营性应收款项	52,151	56,666	74,786	76,357
存货	35,236	43,714	52,828	57,913
合同资产	2,314	2,591	3,054	3,384
其他流动资产	13,319	13,438	13,895	14,278
非流动资产	**180,952**	**183,926**	**186,831**	**189,232**
长期股权投资	5,435	5,435	5,435	5,435
固定资产及使用权资产	60,043	63,796	67,036	69,763
在建工程	4,668	4,183	3,707	3,241
无形资产	22,063	22,203	22,343	22,483
商誉	25,269	25,269	25,269	25,269
长期待摊费用	326	326	326	326
其他非流动资产	63,147	62,714	62,714	62,714
资产总计	**367,476**	**380,045**	**430,881**	**479,255**
流动负债	**161,534**	**167,275**	**191,505**	**208,190**
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,915	13,618	13,618	13,618
经营性应付款项	104,157	106,483	123,918	135,846
合同负债	13,064	16,841	19,851	21,994
其他流动负债	28,399	30,332	34,119	36,732
非流动负债	**74,879**	**68,527**	**68,527**	**68,527**
长期借款	11,052	11,052	11,052	11,052
应付债券	7,196	7,196	7,196	7,196
租赁负债	5,346	5,346	5,346	5,346
其他非流动负债	51,285	44,933	44,933	44,933
负债合计	**236,414**	**235,802**	**260,032**	**276,717**
归属母公司股东权益	93,190	102,612	124,136	149,665
少数股东权益	37,872	41,631	46,712	52,873
所有者权益合计	**131,062**	**144,243**	**170,848**	**202,538**
负债和股东权益	**367,476**	**380,045**	**430,881**	**479,255**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**231,809**	**259,098**	**305,404**	**338,362**
营业成本(含金融类)	182,027	201,758	234,791	257,393
税金及附加	842	855	1,008	1,083
销售费用	13,621	13,473	15,722	17,245
管理费用	12,001	11,919	13,908	15,255
研发费用	8,284	9,068	10,582	11,607
财务费用	(454)	1,594	382	375
加:其他收益	1,422	777	916	1,015
投资净收益	450	2,073	611	677
公允价值变动	(226)	400	400	200
减值损失	(1,180)	(1,750)	(1,350)	(1,350)
资产处置收益	121	135	159	176
营业利润	**16,074**	**22,066**	**29,746**	**36,123**
营业外净收支	140	310	320	330
利润总额	**16,214**	**22,376**	**30,066**	**36,453**
减:所得税	2,534	3,580	4,660	5,650
净利润	**13,680**	**18,796**	**25,406**	**30,803**
减:少数股东损益	2,750	3,759	5,081	6,161
归属母公司净利润	**10,931**	**15,037**	**20,325**	**24,643**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.74	2.35	2.85
EBIT	15,647	23,970	30,448	36,828
EBITDA	29,245	32,212	39,194	46,077
毛利率(%)	21.48	22.13	23.12	23.93
归母净利率(%)	4.72	5.80	6.65	7.28
收入增长率(%)	7.47	11.77	17.87	10.79
归母净利润增长率(%)	(4.15)	37.57	35.16	21.24

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	28,682	20,639	30,775	50,021
投资活动现金流	(16,628)	(8,670)	(10,710)	(10,617)
筹资活动现金流	(18,320)	(15,850)	(687)	(687)
现金净增加额	(5,838)	(4,195)	19,378	38,403
折旧和摊销	13,598	8,242	8,746	9,249
资本开支	(6,670)	(11,504)	(11,321)	(11,294)
营运资本变动	(1,768)	(5,510)	(3,974)	9,265

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	10.69	11.88	14.37	17.32
最新发行在外股份（百万股）	8,640	8,640	8,640	8,640
ROIC(%)	7.86	11.44	13.21	13.90
ROE-摊薄(%)	11.73	14.65	16.37	16.47
资产负债率(%)	64.33	62.05	60.35	57.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	21.22	15.43	11.41	9.41
P/B（现价）	2.51	2.26	1.87	1.55

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn