仅供内部参考，请勿外传

汽车 | 汽车零部件

非金融|首次覆盖报告

2026 年 09 月 08 日

天润工业(002283.SZ)

——国内领先的曲轴连杆生产企业，有望充分受益于 AIDC 建设需求

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李泽

SAC：S1350525030001

lize@huayuanstock.com

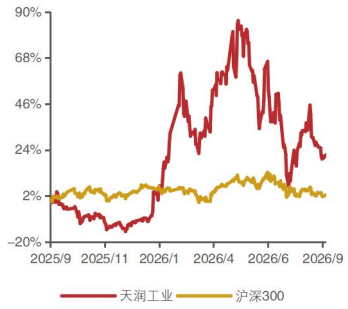
秦梓月

SAC：S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 07 日
收盘价（元）	8.27
一年内最高/最低（元）	13.24/5.84
总市值（百万元）	9,423.31
流通市值（百万元）	8,345.29
总股本（百万股）	1,139.46
资产负债率（%）	30.40
每股净资产（元/股）	5.37

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **天润工业为国内领先的曲轴连杆生产企业，2026 年较高重卡景气度下公司传统业务收入有望获得较好表现。**截至 2025 年，天润工业为国内最大的曲轴专业生产企业、国内最大的中重型商用车胀断连杆生产企业。公司收入以曲轴为主，2021~2025 年公司发动机及船级曲轴收入占比多维持在 59%~64%间，此外，同期公司曲轴业务毛利率多位于 21%~26%间。整体看公司收入及归母净利润走势与重卡行业批发销量相关性较高（我们预计与公司重卡曲轴国内市场占有率达到 60%等因素有关），伴随国五车型陆续淘汰及出海高景气度，2026H1 重卡批发销量表现较好，前 6 月累计批发销量表现好于 2022~2025 年同期水平，因此我们预计 2026 年公司传统曲轴业务收入有望获得较好表现。

- **大缸径曲轴连杆有望受益于 AIDC 建设需求，且大缸径曲轴竞争格局相对较好。**全球 AI 资本开支增加或将直接带动柴发等发电需求，大缸径曲轴作为发动机的重要组成部分预计将受益。根据天润工业披露数据，大缸径曲轴价值量（定义为 1.5 米以上的曲轴，主要用于发电机组、船舶、矿机等，价值量涵盖 1 万元到 5 万元间的价格区间）较乘用车（四百元左右）、重卡（两三千元）有明显提升。大缸径曲轴的主要供应商包括天润工业、丹东五一八、德国阿尔芬等，整体看主力供应商数量相对较少，竞争格局相对较好，目前天润工业具备较大产能并且扩产较为积极。

- **公司大缸径曲轴连杆收入占比提升，且大缸径曲轴稳态下或具备更高毛利率。**2025 年公司大缸径曲轴连杆收入为 4.1 亿元，同比增长 53%，占公司整体收入的比例提升至 10%。此外，根据公司 2026 年 8 月披露的数据，目前其大缸径产品整体毛利率在 22%左右，公司预计 2027 年毛坯自产后，叠加产品规模化效应，大缸径产品毛利率水平会提升至 25%~28%，将高于或等于重卡产品毛利率水平（此前公司披露重卡曲轴产品毛利率一般在 25%左右）。伴随大缸径产品收入提升及规模效应体现，我们预计公司整体盈利能力有望提升。**根据我们测算，若在满产情况下，我们预计公司有望实现大缸径曲轴连杆合计收入 15~20 亿元，按规模效应释放后的 28%的毛利率测算，乐观预计大缸径曲轴连杆业务毛利润可达 5 亿元以上。**

- **拓展燃气机喷射系统有望进一步打开收入及盈利成长空间。**燃气机喷射系统的供应商主要包括伍德沃德、博世等。2026 年 1 月 15 日，伍德沃德宣布计划结束其在中国的公路天然气卡车业务，有望为其余供应商提供替代空间。天润工业于 2024 年成立开发团队，2025 年燃气机喷射系统业务成功开发了潍柴、上海新动力、康明斯等新客户。截至 2026 年 4 月，公司正按照部件供货且处于小批量供货阶段。公司目前开发的产品主要用于天然气重卡等道路领域和非道路领域（矿山、船舶、发电机组、油气开采等），随着燃气发电机组市场需求持续增长，公司将把大缸径燃气喷射系统列为核心重点业务。伍德沃德 2024 财年中国公路天然气卡车业务收入 2.2 亿美元，盈利（earnings）0.8 亿美元，利润率 36%，整体盈利能力较好。考虑到大缸径发动机整体更高的售价，我们预计大缸径燃气喷射系统有望达成更优的盈利能力。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.7/6.0/7.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.9/15.8/13.0 倍。我们选取福达股份、潍柴动力、中原内配为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 16.2x。天润工业为国内领先的曲轴连杆生产企业，有望充分受益于 AIDC 建设需求，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：下游需求不及预期、新业务拓展不及预期、产能扩张不及预期等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,617	4,071	5,017	5,914	6,758
同比增长率（%）	-9.73%	12.55%	23.25%	17.88%	14.27%
归母净利润（百万元）	333	368	473	596	724
同比增长率（%）	-14.92%	10.62%	28.67%	25.89%	21.46%
每股收益（元/股）	0.29	0.32	0.42	0.52	0.64
ROE（%）	5.50%	6.03%	7.59%	9.31%	10.96%
市盈率（P/E）	28.34	25.62	19.91	15.82	13.02

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.7/6.0/7.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.9/15.8/13.0 倍。我们选取福达股份、潍柴动力、中原内配为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 16.2x。天润工业为国内领先的曲轴连杆生产企业，有望充分受益于 AIDC 建设需求，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们假设公司 2026~2028 年曲轴+连杆业务收入分别为 40.2/47.4/54.1 亿元，总收入分别为 50.2/59.1/67.6 亿元。此外，我们假设 2026~2028 年公司总体毛利率分别为 22.8%/23.4%/24.0%。

投资逻辑要点

1、大缸径曲轴连杆有望受益于 AIDC 建设需求，且大缸径曲轴竞争格局相对较好，目前天润工业具备较大产能并且扩产较为积极。2025 年公司大缸径曲轴连杆收入为 4.1 亿元，同比增长 53%，占公司整体收入的比例提升至 10%。此外，根据公司 2026 年 8 月披露的数据，目前其大缸径产品整体毛利率在 22%左右，公司预计 2027 年毛坯自产后，叠加产品规模化效应，大缸径产品毛利率水平会提升至 25%~28%，将高于或等于重卡产品毛利率水平（此前公司披露重卡曲轴产品毛利率一般在 25%左右）。伴随大缸径产品收入提升及规模效应体现，我们预计公司整体盈利能力有望提升。根据我们测算，若在满产情况下，我们预计公司有望实现大缸径曲轴连杆合计收入 15~20 亿元，按规模效应释放后的 28%的毛利率测算，乐观预计大缸径曲轴连杆业务毛利润可达 5 亿元以上。

2、公司拓展燃气机喷射系统有望进一步打开收入及盈利成长空间。燃气机喷射系统的供应商主要包括伍德沃德、博世等。2026 年 1 月 15 日，伍德沃德宣布计划结束其在中国的公路天然气卡车业务，有望为其余供应商提供替代空间。天润工业于 2024 年成立开发团队，2025 年燃气机喷射系统业务成功开发了潍柴、上海新动力、康明斯等新客户。截至 2026 年 4 月，公司正按照部件供货且处于小批量供货阶段。公司目前开发的产品主要用于天然气重卡等道路领域和非道路领域（矿山、船舶、发电机组、油气开采等），随着燃气发电机组市场需求持续增长，公司将把大缸径燃气喷射系统列为核心重点业务。

核心风险提示

下游需求不及预期、新业务拓展不及预期、产能扩张不及预期

内容目录

1. 天润工业：国内领先的曲轴连杆生产企业 6
2. 大缸径曲轴连杆有望受益于 AIDC 建设需求 8
3. 拓展燃气机喷射系统有望进一步打开成长空间 12
4. 盈利预测与评级 14
5. 风险提示 15

图表目录

图表 1： 天润工业主营业务为曲轴、连杆等 6
图表 2： 公司营收以曲轴为主（单位：亿元） 7
图表 3： 公司近年曲轴、连杆毛利率多位于 20%~30%间 7
图表 4： 公司营收与重卡批发销量走势较相近 7
图表 5： 2020 年来公司毛利率与重卡批发销量走势较相近 7
图表 6： 公司归母净利润与重卡批发销量走势较相近 8
图表 7： 2026H1 重卡批发销量较景气（单位：万辆） 8
图表 8： 2026H1 重卡出口表现较好（单位：万辆） 8
图表 9： 曲轴是内燃机的关键部件 9
图表 10： 天润工业大缸径曲轴价值量较乘用车、重卡曲轴有明显提升（单位：元） 9
图表 11： 数据中心由 IT 硬件、配套基建、土建组成，其中配套基建成本占比 30% 10
图表 12： 数据中心配套基建成本中，柴油发电机组占比 23% 10
图表 13： 柴油发电机组成本中，柴油机占比 65% 10
图表 14： 大缸径曲轴的主要供应商包括天润工业、丹东五一八、德国阿尔芬等 11
图表 15： 公司大缸径曲轴连杆收入占比提升 12
图表 16： 规模效应释放后的大缸径曲轴连杆预测毛利率预计高于或等于重卡产品毛利率1
图表 17： 天然气喷射系统 12
图表 18： 天然气喷嘴及 ECU 是天然气喷射系统的重要组成部分 12
图表 19： 2025 年天然气重卡批发销量为 19 万辆 13
图表 20： Woodward 2024 财年中国公路天然气卡车业务盈利能力较好 14
图表 21： 公司营业收入及毛利率预测（单位：亿元） 14
图表 22： 可比公司估值表 14

1. 天润工业：国内领先的曲轴连杆生产企业

天润工业为国内领先的曲轴连杆生产企业，业务向燃气机喷射系统等领域拓展。公司是内燃机曲轴、连杆专业生产企业，公司 1954 年建厂，1967 年进入曲轴行业，1988 年开始成为曲轴行业国内龙头企业，截至 2025 年为国内最大的曲轴专业生产企业。此外，公司从 2007 年开始发展胀断连杆业务，截至 2025 年已成为国内最大的中重型商用车胀断连杆生产企业。除了曲轴、连杆以外，公司还生产铸锻件、空气悬架产品，并且截至 2026 年 4 月，新业务燃气机喷射系统业务已处于小批量部件供货阶段。

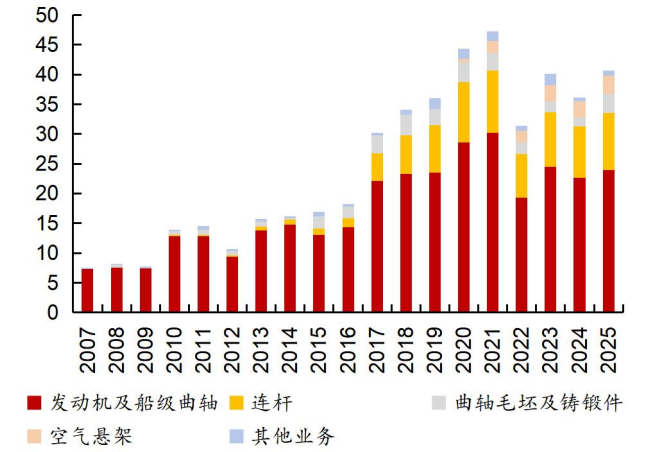
图表 1：天润工业主营业务为曲轴、连杆等

业务	产品类型	产品样式	客户（截至 2025 年）	业务进展
曲轴业务	大缸径曲轴		潍柴动力、重汽、一汽、东风商用车、上汽、广西玉柴、上菲红、一汽锡柴、上海新动力、中船动力、福田、三一重工、戴姆勒、卡特彼勒、康明斯、沃尔沃、UD 卡车、利勃海尔、道依茨、爱科等国内外主机厂	国内市场，公司重卡曲轴市场占有率达到 60%； 截至 2025 年为国内最大的曲轴专业生产企业
	中重型发动机曲轴			
	轻型发动机曲轴			
	乘用车发动机曲轴			
连杆业务	大缸径连杆	胀断连杆 	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	截至 2025 年为国内最大的中重型商用车胀断连杆生产企业
	中重型发动机连杆			
	轻型发动机连杆	锯断连杆 		
	工程机械类连杆			
铸锻件业务（毛坯及成品）	铸造（铁）毛坯业务、锻造（钢）毛坯业务、非曲轴/连杆类铸锻件（铁、钢）成品业务、铝铸件业务		铸造（铁）毛坯业务：卡特彼勒、沃尔沃、重汽、戴姆勒等	
空气悬架业务	卡车底盘、半挂车空气悬架系统 工程车橡胶、卡车驾驶室、乘用车悬架系统		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	
燃气机喷射系统业务	目前开发的产品主要用于天然气重卡等道路领域和非道路领域（包括矿山、船舶、发电机组、油气开采等），随着燃气发电机组市场需求持续增长，公司将把大缸径燃气喷射系统列为核心重点业务深耕发展		成功开发了潍柴、上海新动力、康明斯等新客户	公司于 2024 年成立开发团队，2025 年开展客户和市场开发，截至 2026 年 4 月，按照部件供货且处于小批量供货阶段
其他业务	自动化装备和技术服务等			

资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所（注：以船机曲轴图片示意大缸径曲轴）

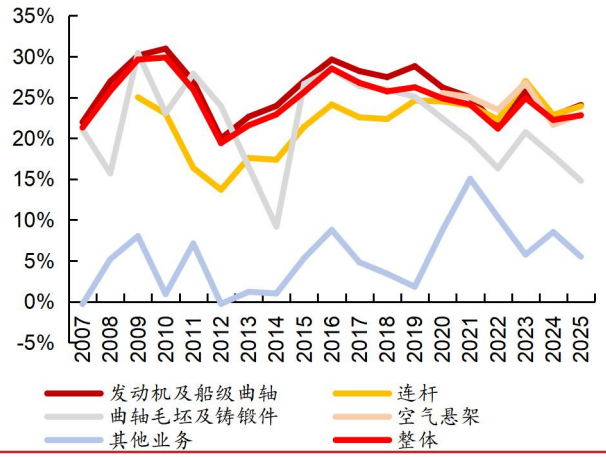
公司收入以曲轴为主，且收入及盈利能力走势与重卡行业批发销量相关性较高，2026 年较高重卡景气度下公司传统业务收入有望获得较好表现。公司收入以曲轴为主，2021~2025 年公司发动机及船级曲轴收入占比多维持在 59%~64%间，此外，同期公司曲轴业务毛利率多位于 21%~26%间。整体看公司收入及归母净利润走势与重卡行业批发销量相关性较高（我们预计与公司重卡曲轴国内市场占有率达到 60%等因素有关），伴随国五车型陆续淘汰及出海高景气度，2026H1 重卡批发销量表现较好，前 6 月累计批发销量表现好于 2022~2025 年同期水平，因此我们认为 2026 年公司传统曲轴业务收入有望获得较好表现。

图表 2：公司营收以曲轴为主（单位：亿元）



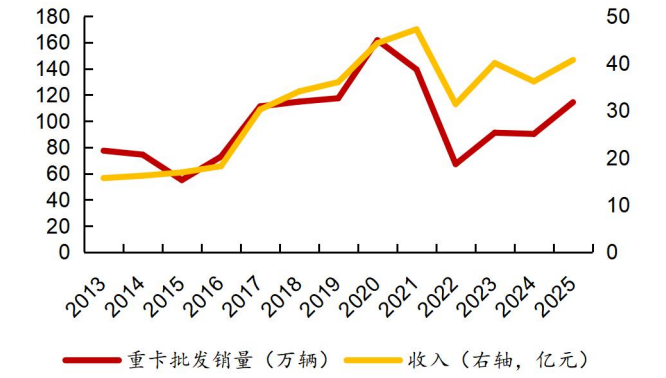
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：公司近年曲轴、连杆毛利率多位于 20%~30%间



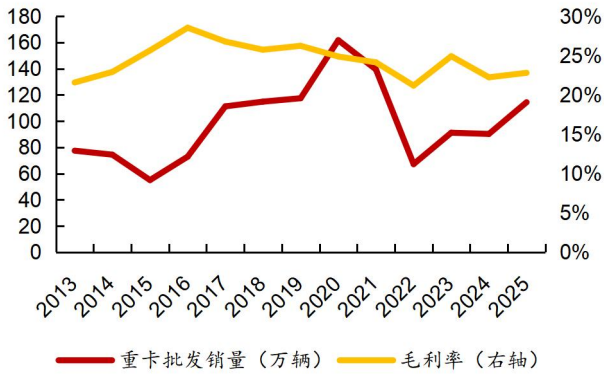
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：公司营收与重卡批发销量走势较相近



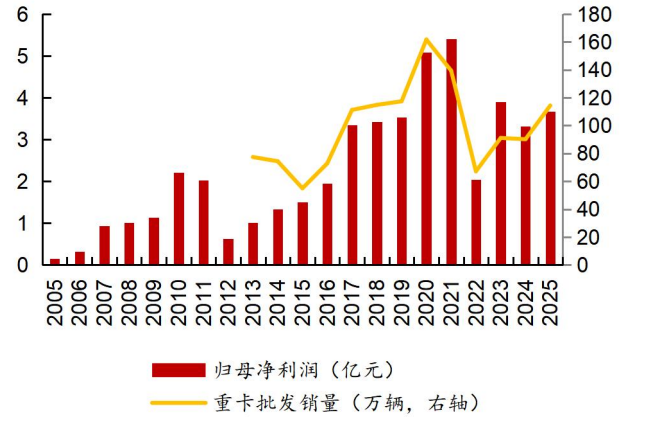
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：2020 年来公司毛利率与重卡批发销量走势较相近



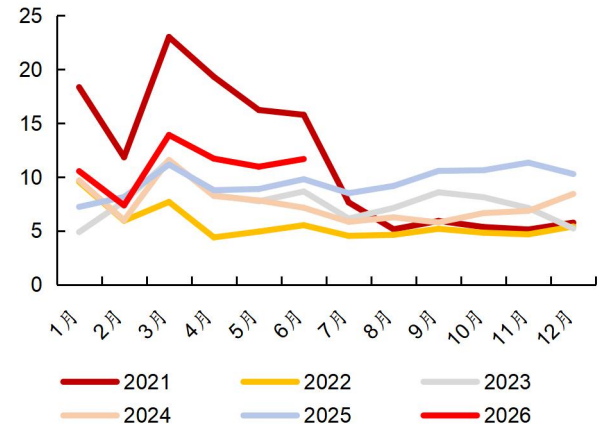
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：公司归母净利润与重卡批发销量走势较相近



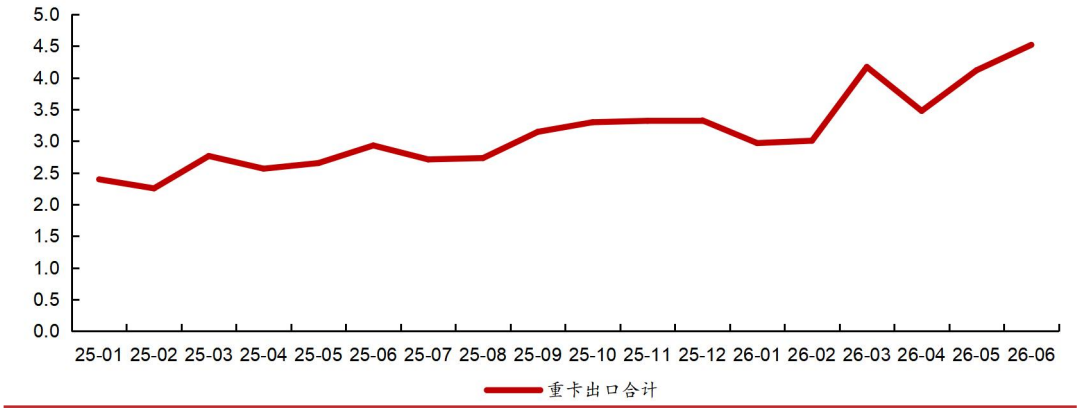
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2026H1 重卡批发销量较景气（单位：万辆）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2026H1 重卡出口表现较好（单位：万辆）

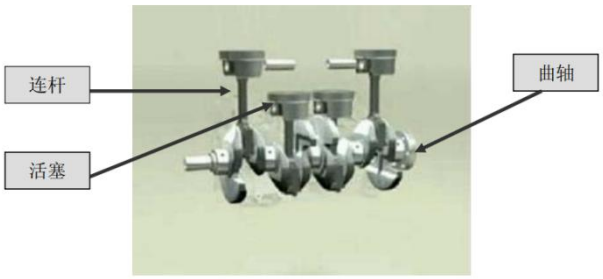


资料来源：中汽协，华源证券研究所

2. 大缸径曲轴连杆有望受益于 AIDC 建设需求

曲轴是内燃机的关键部件，对发动机的效率、稳定性和工作寿命有直接影响。曲轴通过连杆与活塞相连，将活塞的直线往复运动转化为旋转运动，从而驱动机械装置工作。具体而言，活塞在气缸内上下移动，通过连杆带动曲轴旋转，这一过程实现了能量的转换。在工作时，曲轴承受气体压力、惯性力及惯性力矩的作用，受力大而且受力复杂，并且承受交变负荷的冲击作用，同时曲轴还是高速旋转部件。因此，曲轴必须具有足够的刚度、强度和精度，具有良好的承受冲击载荷的能力，耐磨损且润滑良好。曲轴的设计和性能直接影响到发动机的效率、稳定性和工作寿命，因此其在内燃机设计中占据重要地位。

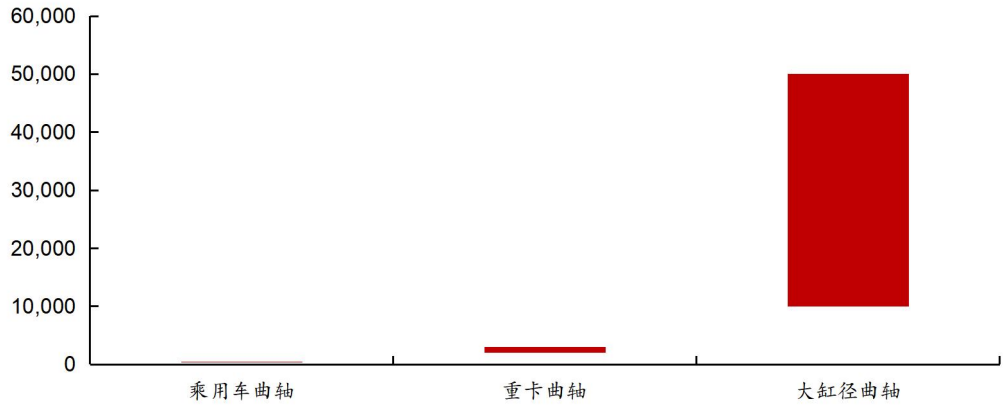
图表 9：曲轴是内燃机的关键部件



资料来源：天润工业招股说明书，华源证券研究所

发电机组大缸径曲轴价值量较乘用车、重卡有明显提升。一般一台内燃机需配套一个曲轴，曲轴的定价与其大小/长度、重量等相关。根据天润工业 2024 年 8 月披露的数据，其乘用车曲轴价值一般在四百元左右，并且跟排量有关；大的重卡曲轴价值在两三千元；而据公司 2025 年 3 月披露，其大缸径曲轴（定义为 1.5 米以上的曲轴，主要用于发电机组（如数据中心备用电源、主供电源）、船舶等）差价非常大，涵盖 1 万元到 5 万元间的价格区间。同样的材质和产品，由于工艺工序和特殊要求不同，不同厂家的价格也存在差异。**目前数据中心普遍采用 2MW/台的柴油发电机组，单台售价约 200 万-220 万元，大缸径曲轴在单台柴油机的成本占比预计在 0.5~3%间。**

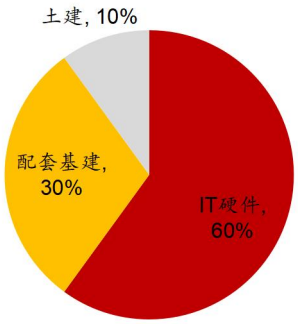
图表 10：天润工业大缸径曲轴价值量较乘用车、重卡曲轴有明显提升（单位：元）



资料来源：天润工业公告，华源证券研究所（注：柱形图展示价格区间）

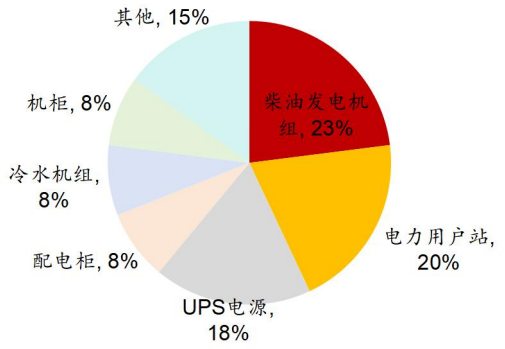
大缸径曲轴有望受益于 AIDC 建设需求。伴随全球 AI 资本开支扩张，AIDC 建设需求或将增加，AIDC 作为为 AI 训练与推理提供专用算力的数据中心、单机柜功率达 20-100kW，是传统数据中心的数倍至数十倍，对供电系统提出了更高要求，因此全球 AI 资本开支增加或将直接带动柴发等发电需求。根据观研天下数据，数据中心由 IT 硬件、配套基建、土建组成，成本占比分别为 60%、30%、10%，其中柴油发电机组占配套基建成本的 23%，因此在整个数据中心建设成本中柴油发电机组成本占比约 6%-7%。大缸径曲轴作为发动机的重要组成部分，预计将受益于 AIDC 建设需求。

图表 11：数据中心由 IT 硬件、配套基建、土建组成，其中配套基建成本占比 30%



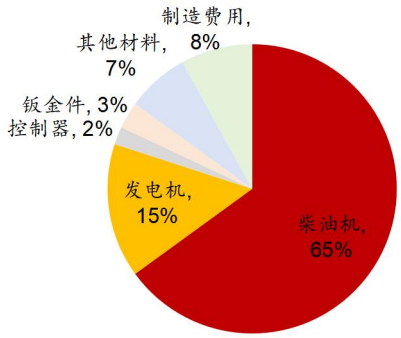
资料来源：观研天下微信公众号，华源证券研究所

图表 12：数据中心配套基建成本中，柴油发电机组占比 23%



资料来源：观研天下微信公众号，华源证券研究所

图表 13：柴油发电机组成本中，柴油机占比 65%



资料来源：观研天下微信公众号，华源证券研究所

大缸径曲轴的主力供应商数量相对较少，竞争格局相对较好，且天润工业扩产较为积极。大缸径曲轴的主要供应商包括天润工业、丹东五一八、德国阿尔芬等，整体看主力供应商数量相对较少，竞争格局相对较好。大缸径曲轴具备资本开支相对较高（根据天润工业，2026 年公司整体资本支出预计约 7 亿元，其中约 4 亿元用于新建大缸径曲轴、连杆及锻造毛坯产线）、并且产线建设需要一定周期的特征。目前天润工业具备较大产能并且扩产较为积极，截至 2026 年 3 月，天润工业具有 5 条大缸径曲轴加工产线，产能约 1.6 万支，正在建设两条新产线，并且年初新增规划一条产线，全部建成后将达 3 万支以上产能。此外，配套的毛坯锻造线也或将在 2026 年下半年投产。

此外，连杆方面公司也积极扩产响应需求。截至 2026 年 3 月，公司已有 9 条产线，今年在建两条，另新增规划两条，总产能将超 55 万支，重卡连杆线可转大缸径连杆产线，产能最高可达 70 万支。

图表 14：大缸径曲轴的主要供应商包括天润工业、丹东五一八、德国阿尔芬等

	公司介绍	产品	公司收入及销量	大缸径收入	客户	产能
天润工业	公司是国内最大的曲轴专业生产企业，国内重卡曲轴市场占有率 60%	大缸径曲轴、重型发动机曲轴、中型发动机曲轴、轻型发动机曲轴和乘用车发动机曲轴	2025 年发动机及船级曲轴收入 23.9 亿元、连杆收入 9.6 亿元 2025 年发动机及船级曲轴销售 184.5 万只、连杆销售 573.1 万只	2025 年大缸径曲轴、连杆业务实现收入 4.10 亿元，较 2024 年同比增长 53%	公司**大缸径**曲轴、连杆业务已成功切入**潍柴、卡特彼勒、康明斯、玉柴**等全球发动机龙头企业供应链体系 2025 年大缸径业务收入中，潍柴、卡特占比超 80%，其他是康明斯等客户	截至 2026 年 3 月： 公司已有 5 条大缸径曲轴加工产线，**产能约 1.6 万支**，正在建设两条新产线，另年初新增规划一条产线，**全部建成后将达 3 万支以上产能**，配套的毛坯锻造线也或将在 2026 年下半年投产 连杆产能扩充相对容易，公司已有 9 条产线，今年在建两条，另新增规划两条，**总产能将超 55 万支**，重卡连杆线可转大缸径连杆产线，**产能最高可达 70 万支**
丹东五一八	大马力发动机曲轴和锻件专业生产企业，船用发动机曲轴骨干生产企业	重型车用曲轴、中速机船机曲轴、非道路用曲轴	近年来主营业务收入稳定在 16 亿元以上		曲轴客户：瓦锡兰、MTU、曼公司、卡特彼勒、美国康明斯、重庆康明斯、潍柴动力	锻钢曲轴年产能 80 万件
德国阿尔芬	大型曲轴的全球领先企业，是全球 4 米到 8 米大型曲轴生产的领导者和世界最大的供应商 福达股份于 2018 年与 ALFING 共同出资设立桂林福达阿尔芬大型曲轴有限公司，主要业务为设计、开发、生产、销售大型曲轴。福达股份已于 2025 年 12 月 25 日将持股的 50%股权全部转让，已不持有其股份	主要生产大型曲轴，满足船舶、核能发电、大型发电机组等高端市场的需求	福达阿尔芬： 2020 年收入 3238 万元		2022 年年报： 福达阿尔芬将加大与**玉柴船电、德国 MTU、芬兰瓦锡兰**等公司多类型产品开发合作。同时，积极推进康明斯船电、美国卡特彼勒等客户的市场开发进度	福达阿尔芬 2018 年新建船用发动机大型曲轴生产规模为年产 3300 根，2020 年 1 月进行技术改造。增加部分设备，新增大型曲轴产能 1770 根/年，**年生产总规模为 5070 根曲轴**

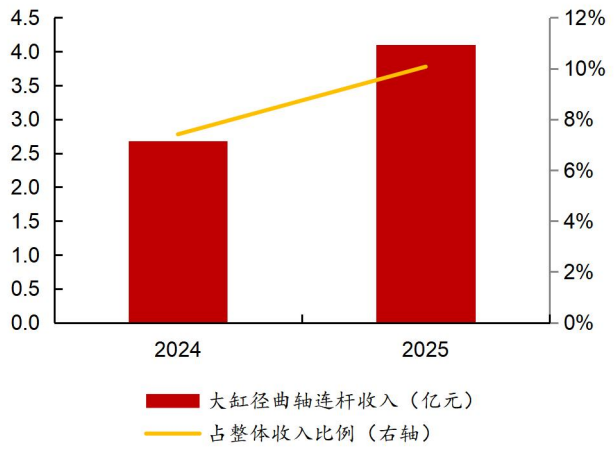
资料来源：各公司公告，各公司官网等，华源证券研究所

公司大缸径曲轴连杆收入占比提升，且大缸径曲轴稳态下或具备更高毛利率。2025 年公司大缸径曲轴连杆收入为 4.1 亿元，同比增长 53%，占公司整体收入的比例提升至 10%。此外，根据公司 2026 年 8 月披露的数据，目前其大缸径产品整体毛利率在 22%左右，公司预计 2027 年毛坯自产后，叠加产品规模化效应，大缸径产品毛利率水平会提升至 25%~28%，将高于或等于重卡产品毛利率水平（此前公司披露重卡曲轴产品毛利率一般在 25%左右）。**伴随大缸径产品收入或提升及规模效应体现，我们预计公司整体盈利能力有望提升。**

根据我们测算，考虑当前在建/规划最高产能均达产的情况下，我们预计公司有望实现大缸径曲轴连杆合计收入 15~20 亿元，按规模效应释放后的 28%的毛利率测算，乐观预计大缸径曲轴连杆业务毛利润可达 5 亿元以上（注：测算基于一定前提假设，存在市场发展不及预期、产能建设不及预期等因素导致测算结果偏差风险）。

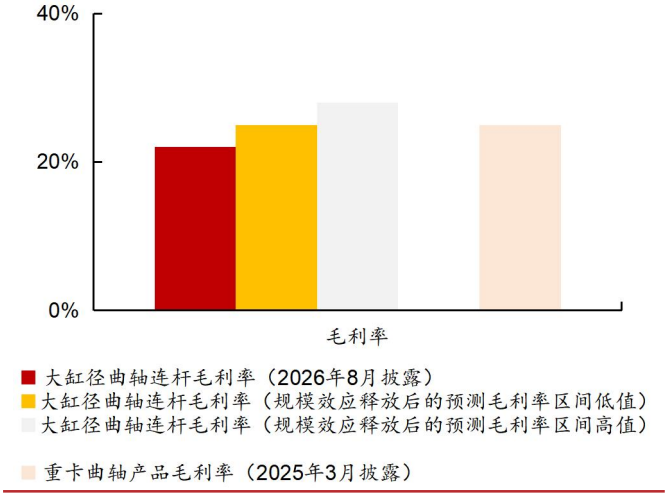
仅供内部参考，请勿外传

图表 15：公司大缸径曲轴连杆收入占比提升



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 16：规模效应释放后的大缸径曲轴连杆预测毛利率预计高于或等于重卡产品毛利率

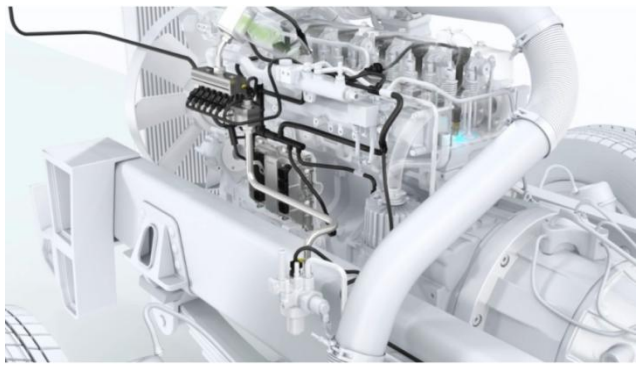


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 拓展燃气机喷射系统有望进一步打开成长空间

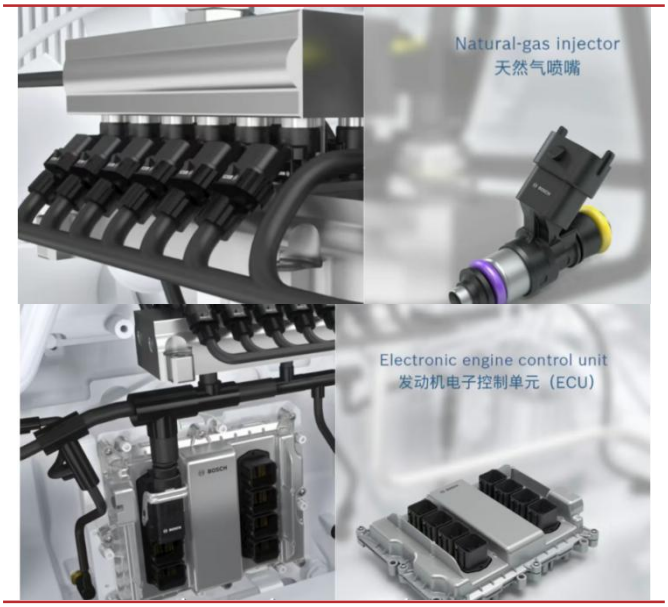
天然气喷射系统是天然气发动机的重要组成部分，其由高压传感器、中压/温度传感器、天然气喷嘴、发动机电子控制单元（ECU）等部件组成。其中，天然气喷嘴用于吸气式或涡轮增压发动机的进气歧管喷射系统。它在系统压力下将天然气（CNG 或 LNG）喷入进气歧管。喷射动作由电子控制单元（天然气动力系统的核心，能够汇总所有发动机系统内相关数据）根据发动机管理系统计算的信号触发，从而精确控制发动机所需的燃气量。

图表 17：天然气喷射系统



资料来源：博世智能出行售后公众号，华源证券研究所

图表 18：天然气喷嘴及 ECU 是天然气喷射系统的重要组成部分



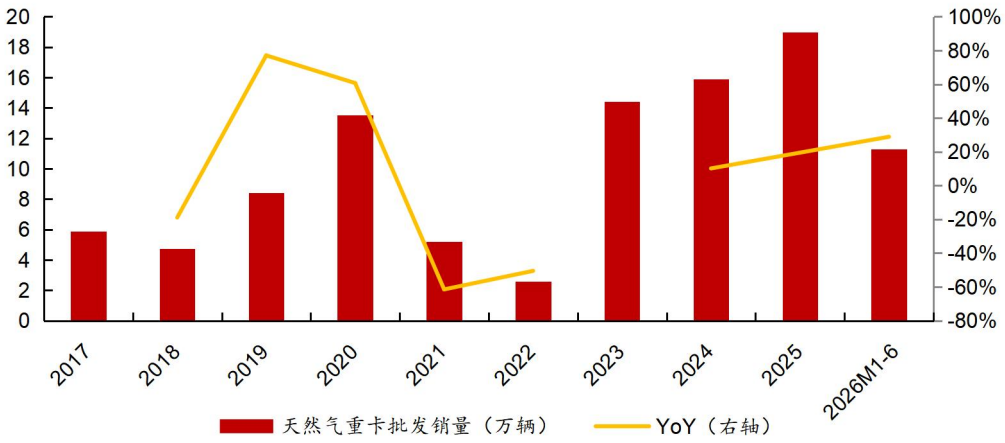
资料来源：博世智能出行售后公众号，华源证券研究所

燃气机喷射系统的供应商主要包括伍德沃德、博世等，2026 年 1 月伍德沃德退出中国公路天然气卡车业务有望为其余供应商提供替代空间。从竞争格局看，全球方面，伍德沃德的燃气发动机控制系统（OH 系列）主要应用于中重载车辆市场，2012 年占全球重载（175–450 马力）市场燃气发动机控制系统 70%的市场份额。**国内方面，**2019 年博世决定将天然气业务总部从德国转移至中国。隆盛科技自 2017 年 10 月起与博世共同开发“天然气喷射系统”项目，并于 2019 年 10 月获得了博世“天然气喷射系统”项目的供应商定点。项目顺利实施后，隆盛科技承接博世从核心部件“大流量天然气喷嘴”的制造到天然气喷射系统总成配套业务。2023 年，隆盛科技天然气喷射系统总成的出货量大约 7 万余套，占国内天然气重卡年度销量的 50%左右。**此外，**2026 年 1 月 15 日，伍德沃德宣布计划结束其在中国的公路天然气卡车业务，有望为其余供应商提供替代空间。

天润工业的燃气机喷射系统业务处于小批量部件供货阶段，公司后续将重点发展大缸径燃气喷射系统。天润工业于 2024 年成立开发团队，2025 年燃气机喷射系统业务处于产品开发和验证阶段，成功开发了潍柴、上海新动力、康明斯等新客户。截至 2026 年 4 月，公司正按照部件供货且处于小批量供货阶段。公司目前开发的产品主要用于天然气重卡等道路领域（天然气重卡整体景气度较好， 2025 年天然气重卡批发销量提升至 19 万辆）和非道路领域（包括矿山、船舶、发电机组、油气开采等），随着燃气发电机组市场需求持续增长，公司将把大缸径燃气喷射系统列为核心重点业务深耕发展。

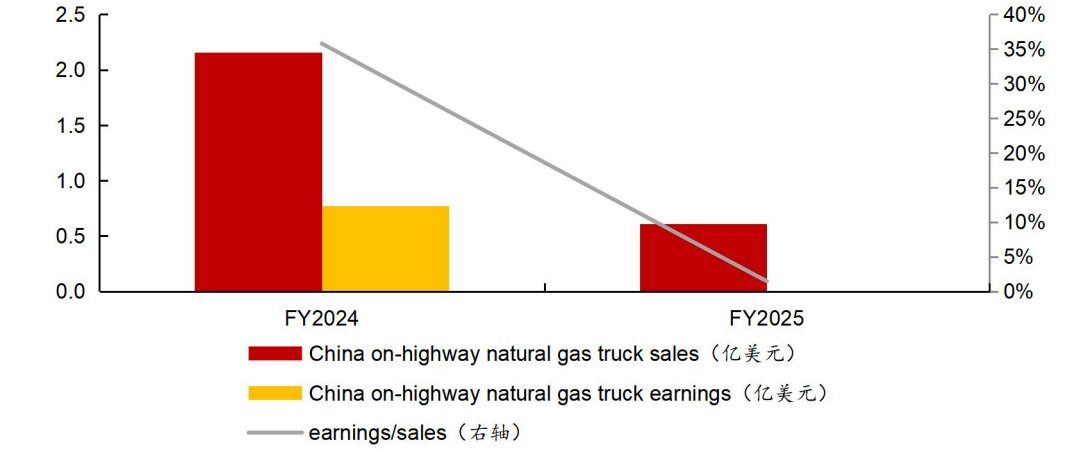
燃气机喷射系统具备较强盈利潜力。伍德沃德 2024 财年中国公路天然气卡车业务收入 2.2 亿美元，盈利（earnings）0.8 亿美元，利润率 36%，整体盈利能力较好。考虑到大缸径发动机整体更高的售价，我们预计大缸径燃气喷射系统有望达成更优的盈利能力。

图表 19：2025 年天然气重卡批发销量为 19 万辆



资料来源：Wind，华源证券研究所（2023 年增速过高，为图表可读性，删除了 2023 年的 YoY 数值）

图表 20：Woodward 2024 财年中国公路天然气卡车业务盈利能力较好



资料来源：Woodward 公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们假设公司 2026~2028 年曲轴+连杆业务收入分别为 40.2/47.4/54.1 亿元，总收入分别为 50.2/59.1/67.6 亿元。此外，我们假设 2026~2028 年公司总体毛利率分别为 22.8%/23.4%/24.0%。

图表 21：公司营业收入及毛利率预测（单位：亿元）

单位：亿元	2026E	2027E	2028E
营业总收入	50.2	59.1	67.6
毛利率	22.8%	23.4%	24.0%
曲轴+连杆业务			
收入	40.2	47.4	54.1
毛利率	24.4%	24.8%	25.2%
曲轴毛坯及铸锻件			
收入	5.7	6.3	6.9
毛利率	13.2%	13.6%	14.0%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.7/6.0/7.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19.9/15.8/13.0 倍。我们选取福达股份、潍柴动力、中原内配为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 16.2x。天润工业为国内领先的曲轴连杆生产企业，有望充分受益于 AIDC 建设需求，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值/亿元人民币	归母净利润/亿元人民币			PE		
		2026/9/7	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603166.SH	福达股份	72.8	3.7	4.7	5.6	19.5	15.3	12.9
000338.SZ	潍柴动力	2,379.5	145.9	183.0	218.9	16.3	13.0	10.9
002448.SZ	中原内配	70.4	5.4	6.4	7.7	13.0	11.0	9.2
	均值					16.2	13.1	11.0
002283.SZ	天润工业	94.2	4.7	6.0	7.2	19.9	15.8	13.0

资料来源：Wind、华源证券研究所
注：福达股份、潍柴动力、中原内配盈利预测来自 Wind 一致预期，天润工业盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

1、下游需求不及预期：公司产品下游为重卡、AIDC 数据中心等，若下游景气度不及预期，将影响公司曲轴、连杆产品的需求；

2、新业务拓展不及预期：若燃气机喷射系统等新业务拓展不及预期，将影响公司未来成长空间；

3、产能扩张不及预期：若公司大缸径曲轴、连杆等产品产能扩张不及预期，公司在对应市场的份额或可能被其余厂商占领。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	835	1,004	1,118	1,331
应收票据及账款	1,996	2,461	2,901	3,315
预付账款	22	27	32	37
其他应收款	31	38	45	52
存货	1,617	1,697	1,863	1,970
其他流动资产	234	234	234	234
流动资产总计	**4,736**	**5,461**	**6,192**	**6,938**
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	2,990	2,715	2,538	2,348
在建工程	143	239	225	210
无形资产	350	348	365	380
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	106	126	126	126
非流动资产合计	**3,591**	**3,430**	**3,256**	**3,067**
资产总计	**8,328**	**8,891**	**9,448**	**10,005**
短期借款	109	109	109	109
应付票据及账款	1,694	2,087	2,443	2,769
其他流动负债	197	240	280	316
流动负债合计	**2,000**	**2,436**	**2,831**	**3,193**
长期借款	26	26	26	26
其他非流动负债	178	178	178	178
非流动负债合计	**204**	**204**	**204**	**204**
负债合计	**2,204**	**2,640**	**3,035**	**3,397**
股本	1,139	1,139	1,139	1,139
资本公积	1,468	1,468	1,468	1,468
留存收益	3,493	3,625	3,791	3,993
归属母公司权益	6,100	6,232	6,398	6,600
少数股东权益	24	20	14	8
股东权益合计	**6,124**	**6,252**	**6,413**	**6,608**
负债和股东权益合计	**8,328**	**8,891**	**9,448**	**10,005**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4,071**	**5,017**	**5,914**	**6,758**
营业成本	**3,143**	**3,872**	**4,532**	**5,136**
税金及附加	38	47	56	64
销售费用	42	50	56	60
管理费用	187	226	260	291
研发费用	258	304	358	409
财务费用	-9	3	2	2
资产减值损失	-30	-25	-27	-28
信用减值损失	-11	-9	-8	-9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	1
公允价值变动损益	7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	30	39	42	37
营业利润	**406**	**523**	**657**	**797**
营业外收入	1	0	1	1
营业外支出	8	6	7	7
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**398**	**517**	**651**	**791**
所得税	37	48	61	74
净利润	**361**	**469**	**590**	**717**
少数股东损益	-7	-4	-6	-7
归属母公司股东净利润	**368**	**473**	**596**	**724**
EPS(元)	0.32	0.42	0.52	0.64

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	361	437	557	688
折旧与摊销	374	421	435	449
财务费用	-9	3	2	2
投资损失	0	-2	-1	-1
营运资金变动	146	-120	-222	-171
其他经营现金流	33	35	37	32
经营性现金净流量	**906**	**774**	**808**	**999**
投资性现金净流量	**-350**	**-262**	**-262**	**-262**
筹资性现金净流量	**-582**	**-344**	**-432**	**-523**
现金流量净额	**-26**	**168**	**114**	**213**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	12.55%	23.25%	17.88%	14.27%
营业利润增长率	11.81%	28.71%	25.77%	21.30%
归母净利润增长率	10.62%	28.67%	25.89%	21.46%
经营现金流增长率	70.75%	-14.51%	4.36%	23.62%
盈利能力				
毛利率	22.79%	22.83%	23.36%	24.00%
净利率	8.87%	9.35%	9.98%	10.61%
ROE	6.03%	7.59%	9.31%	10.96%
ROA	4.42%	5.32%	6.31%	7.23%
估值倍数				
P/E	25.62	19.91	15.82	13.02
P/S	2.31	1.88	1.59	1.39
P/B	1.54	1.51	1.47	1.43
股息率	3.21%	3.62%	4.56%	5.54%
EV/EBITDA	9	9	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。