仅供内部参考，请勿外传！

长源东谷（603950.SH）

传统动力基本盘稳固，燃气轮机、柴发等 AI 业务放量在即

深耕发动机零部件二十余年，近年业绩稳步增长。长源东谷主营柴油、天然气、混动发动机缸体、缸盖等核心精密零部件，客户覆盖康明斯、玉柴、比亚迪、吉利等发动机与整车龙头，是康明斯体系国内核心供应商。公司股权集中稳定，管理层产业经验深厚，依托成熟壳体精密加工工艺，在稳固商用车基本盘的同时切入混动乘用车零部件赛道，2022-2025 年营收、归母净利润复合增速分别达 26.4%、57.2%，毛利率、净利率保持较高水平，费用控制良好，盈利质量优异。2025 年公司传统和新能源产品产销量均同比提升，缸体、缸盖销量分别同比+12.5%/+13.1%。

商用车复苏、混动放量带动发动机零部件需求上行，公司主业增长扎实。2022 年以来商用车有所回暖，其中重卡显著放量，天然气渗透率快速提升；乘用车方面，混动车型销量近年持续增长，2026 年 1-7 月占新能源乘用车比重达 43.6%，为发动机需求提供稳定增量。近年来，公司在传统商用车领域先后突破玉柴、重庆康明斯等客户，并将公司的传统业务由中重卡车市场进一步扩展到大型工程机械用、船用、发电用发动机零部件市场；新能源业务方面，2024 年新建多条混动缸体缸盖的全自动化生产线，为比亚迪、赛力斯等头部整车厂供货，混动业务快速放量，2025 年新增获得奇瑞、吉利等新能源乘用车客户定点。目前，公司依托自有高端自动化产线，产能储备充足，在手新能源、大缸径发动机定点订单充沛，同时延伸变速箱壳体、车用传感器等新品类，丰富产品矩阵，打开业务增长天花板。

公司持续布局高景气新兴赛道，切入燃气轮机及柴油动力单元集成业务。公司开展燃气轮机业务，已取得 1.65 亿美元海外销售订单。26 年 4 月公司发布收购预案，拟收购国内领先的发动机热交换系统供应商康豪机电，切入数据中心备用柴发热管理与动力单元领域，绑定全球头部发电机组客户；与玉柴合资生产算力、船用大缸径发动机零部件，26 年公司收到客户 16VK 柴油机项目缸体机加工部件定点，销售总金额预计 3-3.5 亿元；同时落地低空飞行器结构件、人形机器人核心模块业务，有望充分受益 AI 算力、低空经济、人形机器人产业扩张，长期增长逻辑清晰。

投资建议：公司缸体、缸盖业务基本盘扎实，在手订单充沛，同时积极布局燃气轮机和柴油动力单元领域等 AI 业务。我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 4.2/5.1/6.3 亿元，分别同增 7.1%/22.1%/23.4%，当前对应市值 PE 为 48x/39x/32x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游行业需求变化导致的风险、技术风险、原材料成本上升的风险、产品价格下降的风险、新业务进展不及预期的风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,920	2,255	2,508	2,985	3,520
增长率 yoy（%）	30.4	17.5	11.2	19.0	17.9
归母净利润（百万元）	230	389	417	509	628
增长率 yoy（%）	5.4	68.9	7.1	22.1	23.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.71	1.20	1.29	1.57	1.94
净资产收益率（%）	8.6	12.9	12.6	13.6	14.5
P/E（倍）	87.2	51.6	48.2	39.5	32.0
P/B（倍）	7.5	6.7	6.1	5.3	4.7

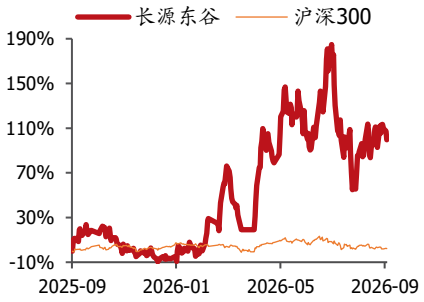
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 08 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	汽车零部件
09 月 08 日收盘价（元）	61.95
总市值（百万元）	20,079.90
总股本（百万股）	324.13
其中自由流通股（%）	99.92
30 日日均成交量（百万股）	9.29

股价走势



作者

分析师　**丁逸朦**

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimeng@gszq.com

研究助理　**张宇晨**

执业证书编号：S0680125090027

邮箱：zhangyuchen@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2178	2507	3008	3850	4874
现金	286	461	782	1214	1786
应收票据及应收账款	852	767	906	1078	1271
其他应收款	52	86	70	83	98
预付账款	20	22	27	32	38
存货	527	692	712	841	979
其他流动资产	441	479	510	602	702
非流动资产	2905	3293	3366	3355	3288
长期投资	33	85	85	85	85
固定资产	2132	2332	2517	2603	2603
无形资产	130	127	124	121	117
其他非流动资产	610	750	641	547	482
资产总计	5083	5800	6374	7205	8161
流动负债	1505	1999	2246	2612	2999
短期借款	200	565	665	765	865
应付票据及应付账款	1162	1208	1348	1592	1854
其他流动负债	143	227	233	256	280
非流动负债	868	769	808	818	828
长期借款	486	452	472	482	492
其他非流动负债	382	317	336	336	336
负债合计	2373	2769	3054	3430	3827
少数股东权益	26	19	19	20	20
股本	324	324	324	324	324
资本公积	977	977	977	977	977
留存收益	1400	1719	2091	2544	3104
归属母公司股东权益	2684	3012	3301	3755	4315
负债和股东权益	5083	5800	6374	7205	8161

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	363	529	895	947	1100
净利润	230	389	417	509	628
折旧摊销	253	296	502	562	617
财务费用	10	-10	23	25	27
投资损失	-4	-3	-5	-6	-7
营运资金变动	-159	-151	-43	-144	-166
其他经营现金流	32	6	1	0	0
投资活动现金流	-420	-529	-572	-545	-543
资本支出	-402	-581	-549	-550	-550
长期投资	-18	51	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-23	5	7
筹资活动现金流	107	201	-3	30	15
短期借款	100	365	100	100	100
长期借款	8	-34	20	10	10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-130	-123	-80	-95
现金净增加额	51	200	321	432	571

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1920	2255	2508	2985	3520
营业成本	1478	1647	1831	2163	2519
营业税金及附加	9	10	13	15	18
营业费用	12	14	16	18	21
管理费用	68	70	83	98	116
研发费用	107	135	151	179	211
财务费用	8	-12	16	13	9
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	49	48	63	75	88
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	4	3	5	6	7
资产处置收益	0	0	1	0	0
营业利润	269	442	468	578	722
营业外收入	1	6	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	269	448	468	578	722
所得税	39	58	52	69	94
净利润	230	389	417	509	628
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	230	389	417	509	628
EBITDA	526	723	987	1154	1348
EPS（元/股）	0.71	1.20	1.29	1.57	1.94

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	30.4	17.5	11.2	19.0	17.9
营业利润(%)	10.1	64.3	6.0	23.5	24.8
归属母公司净利润(%)	5.4	68.9	7.1	22.1	23.4
获利能力					
毛利率(%)	23.0	27.0	27.0	27.5	28.5
净利率(%)	12.0	17.2	16.6	17.0	17.8
ROE(%)	8.6	12.9	12.6	13.6	14.5
ROIC(%)	6.8	9.0	9.5	10.2	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	47.7	47.9	47.6	46.9
净负债比率(%)	16.8	20.9	13.2	3.0	-8.0
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.0	2.8	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.2	1.8	1.9	1.9	1.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.20	1.29	1.57	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.63	2.76	2.92	3.39
每股净资产(最新摊薄)	8.28	9.29	10.18	11.58	13.31
估值比率					
P/E	87.2	51.6	48.2	39.5	32.0
P/B	7.5	6.7	6.1	5.3	4.7
EV/EBITDA	11.7	13.8	20.8	17.5	14.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 08 日收盘价

内容目录

1.深耕发动机核心零部件，近年业绩快速增长 5
1.1 产品矩阵持续拓展，客户涵盖主机厂及整车厂龙头 5
1.2 公司股权结构清晰稳定，核心管理层行业经验丰富 6
1.3 2022 年以来营收快速增长，公司盈利水平较高 7
2.商用车市场复苏叠加新能源放量，行业加速演进 10
2.1 重卡/天然气商用车/混动放量，推动三类发动机稳健增长 10
2.2 发动机核心零部件技术壁垒较高，市场集中度趋于提升 12
3.公司主业基本盘扎实，多元产品开拓顺利 15
3.1 传统商用车优势稳固，新能源业务快速放量 15
3.2 依托成熟壳体加工技术，开发传动系统零部件等其他产品 18
3.3 推进并购重组落地，开拓大缸径柴油发动机与热管理业务 20
3.3.1 数据中心大量投产拉动备用电源需求，柴油发电机前景广阔 20
3.3.2 出资收购康豪机电，切入热管理与柴发电机赛道 22
4.积极卡位新兴赛道，打开未来成长空间 25
4.1 燃气轮机迎快速发展良机，公司首个订单已正式落地 25
4.2 设立合资子公司，布局低空飞行器零部件 26
5.盈利预测 30
风险提示 31

图表目录

图表 1: 公司历史沿革 5
图表 2: 公司主要客户 6
图表 3: 公司股权结构（截至 2026 年中报） 6
图表 4: 截止 2025 年公司管理层背景 7
图表 5: 2021-2026H1 公司营业收入及同比增长 8
图表 6: 2021-2026H1 公司归母净利润及同比增长 8
图表 7: 2021-2026H1 公司毛利率、净利率 8
图表 8: 2021-2026H1 公司费用率情况 8
图表 9: 2021-2026H1 年公司收入结构 9
图表 10: 2021-2026H1 年公司主要产品毛利率 9
图表 11: 2018-2026 年 1-7 月商用车产销情况 10
图表 12: 2018-2026H1 天然气商用车产销量 10
图表 13: 2018-2026H1 中国重卡销量 11
图表 14: 2026H1 中国重卡市场竞争格局 11
图表 15: 2018-2026 年 1-7 月乘用车产销情况（批发） 11
图表 16: 2018-2026 年 1-7 月混动（PHEV+EREV）销量情况 11
图表 17: 2018-2026 年 1-7 月柴油发动机销量及销量增速 12
图表 18: 2026 年 1-7 月多缸柴发市场份额 12
图表 19: 2018-2026 年 1-7 月多缸汽油发动机销量及销量增速 12
图表 20: 2026 年 1-7 月多缸汽油发动机市场份额 12
图表 21: 发动机结构图 13
图表 22: 天然气与柴油发动机发展趋势 13
图表 23: 公司与同行业可比公司 14
图表 24: 公司部分发动机核心产品 15
图表 25: 公司主要生产装备 16
图表 26: 部分商用车发动机缸盖、缸体、连杆产品 17
图表 27: 公司部分新能源乘用车发动机产品 17
图表 28: 2020-2025 缸体产销（件） 18
图表 29: 2020-2025 年缸盖产销（件） 18

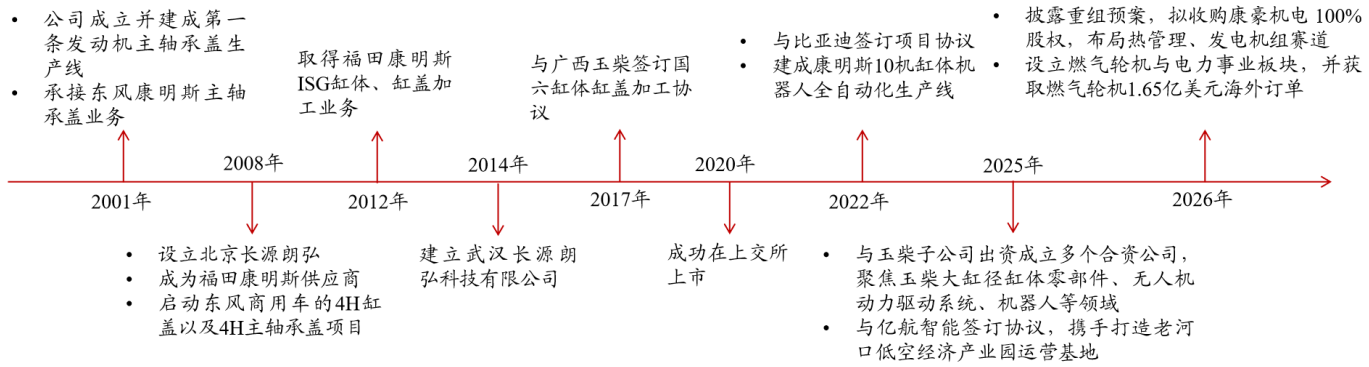
图表 30: 2025-2026H1 缸体缸盖获得新客户定点情况 18
图表 31: 公司的变速器壳体等其他产品 19
图表 32: 公司汽车电子产品 19
图表 33: 柴油发电机类别 20
图表 34: 柴油发电机示意图 20
图表 35: 柴油发电机成本构成 20
图表 36: 美国能源部预测美国数据中心电力需求 21
图表 37: 2023-2030 全球数据中心发电机市场规模预测 21
图表 38: 全球柴发市场规模（亿元） 21
图表 39: 2022-2025 不同功率等级柴油发电机组平均售价（万元） 21
图表 40: 全球柴油发电机行业主要企业 22
图表 41: 康豪机电产权控制关系（截至 2026 年 4 月） 23
图表 42: 康豪机电热管理业务与动力业务客户 23
图表 43: 公司目前大缸径产品 24
图表 44: 工业型燃气轮机示意图 25
图表 45: 2025-2035 年全球燃气轮机市场规模预测（亿美元） 26
图表 46: 2025 年全球燃气轮机市场规模各地区份额 26
图表 47: 各燃气轮机厂商产能扩张情况 26
图表 48: 公司低空飞行器零部件产品 27
图表 49: 公司与亿航通用等企业签约老河口低空经济产业园运营基地 27
图表 50: 五八智能与长源东谷等公司进行战略合作签约 28
图表 51: 五八智能大圣人形机器人示意图 29
图表 52: 长源东谷主营业务收入及盈利能力核心假设（百万元） 30
图表 53: 长源东谷可比公司估值表（亿元人民币，截至 2026 年 9 月 8 日） 31

1.深耕发动机核心零部件，近年业绩快速增长

1.1 产品矩阵持续拓展，客户涵盖主机厂及整车厂龙头

深耕发动机核心零部件二十余年，持续拓展业务边界。长源东谷创立于 2001 年，主营业务为柴油、天然气、汽油发动机缸体、缸盖等核心零部件的研发、生产及销售。最初承接东风康明斯的主轴承盖需求，随后建立飞轮壳、排气管、齿轮室、主轴承盖等生产线，与东风康明斯开展该等产品的合作，并在柴油机核心零部件领域接连拓展福田康明斯、东风商用车、广西玉柴等知名客户。2020 年，公司正式在上交所主板上市。2022 年，公司与比亚迪签订项目协议，顺利切入新能源领域，开启混动车型发动机缸体、缸盖等产品的供货。2025 年，公司通过设立子公司的方式布局玉柴大缸径缸体零部件、无人机动力驱动系统、人形机器人等多个赛道，同时与亿航智能签订协议，共同打造低空经济运营基地。2026 年，公司切入燃气轮机市场，设立燃气轮机与电力事业板块，并获取燃气轮机 1.65 亿美元海外订单；另外拟收购康豪机电，进一步布局热交换系统及工业动力单元业务，丰富公司业务矩阵。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网、公司官微、国盛证券研究所

客户涵盖大型发动机整机厂和整车厂，新能源市场不断突破。公司长期深耕商用车市场，缸体、缸盖、连杆等主营产品在行业内具有较高知名度，目前公司已经与福田康明斯、东风康明斯、广西玉柴等大型发动机整机生产厂商以及东风商用车、比亚迪、赛力斯等大型整车生产厂商建立了长期稳定的合作关系。2025 年，公司成功获得奇瑞、吉利等优质新能源乘用车客户定点供货资质，新能源市场版图持续扩大，规模化生产优势与配套能力进一步凸显。

图表2：公司主要客户

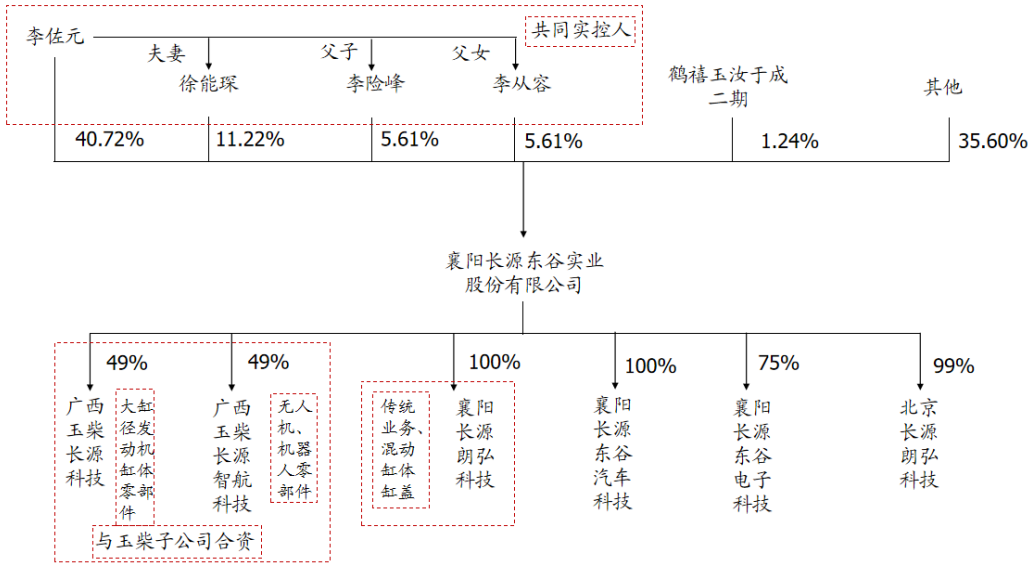


资料来源：公司官网、国盛证券研究所

1.2 公司股权结构清晰稳定，核心管理层行业经验丰富

公司股权结构稳固，产业链布局精准。截至 2026H1，李佐元、徐能琛、李险峰、李从容持股比例分别为 40.72%、11.22%、5.61%、5.61%，合计持股 63.16%，为公司控股股东和共同实际控制人。对外投资方面，公司通过设立全资子公司以及与合作伙伴合资的方式布局发动机核心零部件主业，以及拓展大缸径发动机、无人机和机器人等新兴赛道。

图表3：公司股权结构（截至 2026 年中报）



资料来源：iFind、公司公告、公司官网、国盛证券研究所

公司核心管理层经验丰富，团队人员搭配合理。公司董事长李佐元先生拥有四十余年汽车零部件行业经验，在发动机零部件领域积累了深厚的产业资源。此外，多名核心管理人员在经营管理、营销开拓、生产研发和财务运营等领域具备丰富的经验，人员搭配合理，经营能力全面。公司创始人之子李险峰、李易轩分别现任公司董事与副董事长，创始人之女李从容任总经理，第二代管理层正逐步深度参与公司治理，为公司未来持续发展提供稳健的支撑。

图表4：截止 2025 年公司管理层背景

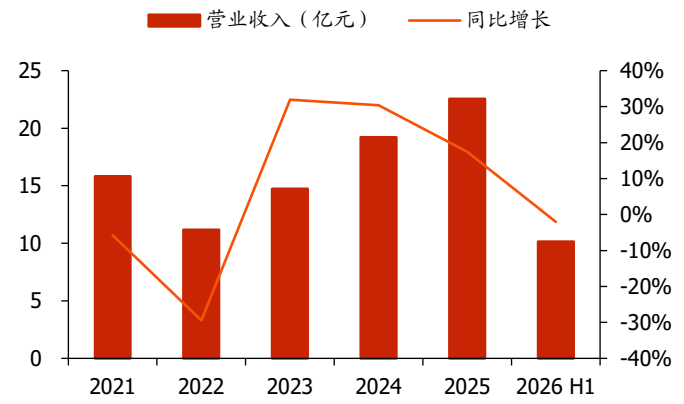
姓名	年龄	职务	履历背景
李佐元	77	董事长	1979-1988 年任职于东风汽车铸造二厂，1993 年创立十堰长源，2001 年设立长源有限，现任公司董事长。
李从容	57	董事、总经理	曾任东风汽车动力设备厂职务医师，1996 年开始于十堰长源任经理，2001 年至 2017 年任长源东谷副总经理，2017 年 12 月起担任长源东谷董事、总经理。
李险峰	53	董事	1993 到 1994 年在东风汽车公司总装配厂工作，1994 年至 2001 年于十堰长源任销售经理，2001 年至 2017 年任公司董事、总经理，2017 年 12 月至今任公司董事。
李易轩	25	副董事长	毕业于美国耶鲁大学经济学专业，获得文学学士学位、金融数学硕士学位，2024 年 4 月至今任公司董事，2025 年 12 月至今任公司副董事长。
冯胜忠	56	董事、副总经理	1995 年至 2001 年于十堰长源分公司任综合管理部部长，2001 年至 2011 年于长源有限任综合管理部部长，2011 年至 2017 年任公司副总经理、董事会秘书，2017 年 12 月至今任公司董事、副总经理。
黄诚	41	董事、副总经理	2006 年至 2012 年于公司先后任生产调度员、刀具总管、高新区工厂管理、市场采购部部长、北京长源市场部部长、公司市场部部长，2017 年 2 月任公司副总经理、市场部部长，2021 年 4 月任公司董事、副总经理。
陈绪周	57	副总经理	1991 年至 1996 年于中国机械安装二公司工作，1997 年至 2001 年于十堰长源工作，2001 年到 2013 年历任长源有限生产部部长及质量部部长、常熟耐特精密工具有限公司售后服务部副部长，2013 年至今于公司先后任职质量总监、制造部副部长、质量技术部副部长、副总经理、董事，现任公司副总经理。
李双庆	40	副总经理	2007 年 10 月至今于公司先后任职生产统计、设备主管、生产主管及生产装备部部长。2021 年 4 月至 2024 年 4 月任公司监事，现任公司副总经理。
王红云	41	财务总监	2009 年至 2011 年于卡斯马汽车系统（上海）有限公司任高级会计，2011 年至 2017 年于东风康明斯发动机有限公司任管理会计，现任公司财务总监。
刘网成	43	董事会秘书	2005 年至 2017 年历任东风底盘部件有限公司任会计、广州风神物流有限公司任主管会计、广州东铁汽车物流有限公司任财务主管、东风康明斯发动机有限公司任管理会计。现任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、iFind、国盛证券研究所

1.3 2022 年以来营收快速增长，公司盈利水平较高

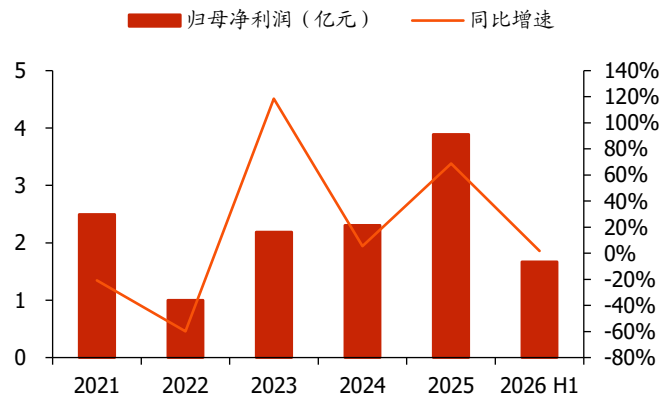
近年来公司快速成长，业绩大幅提升。2022 年受商用车市场尤其是重卡市场终端需求低迷等因素影响，当年营收/归母净利润分别同比-29.4%/-59.9%，此后随着商用车市场回暖业绩快速回升，2022—2025 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别达 26.4%/57.2%。2025 年商用车业务保持稳健，混动机缸体、缸盖等项目产能充分释放，销量快速提升，全年实现营收 22.6 亿元，同比增长 17.5%；归母净利润达到 3.9 亿元，同比增长 68.9%，取得历史最佳业绩。2026 H1 公司实现营收 10.1 亿元，同比-2.0%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比+1.7%。

图表5：2021-2026H1 公司营业收入及同比增长



资料来源：iFind、国盛证券研究所

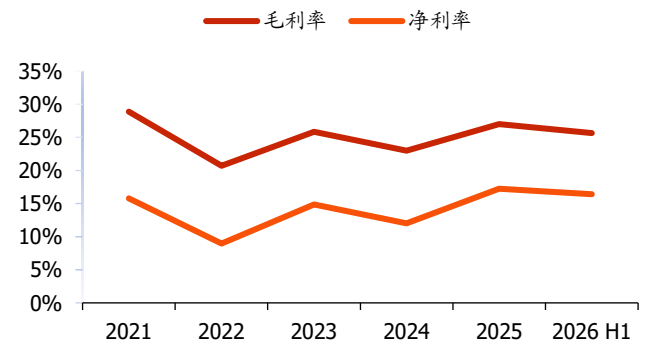
图表6：2021-2026H1 公司归母净利润及同比增长



资料来源：iFind、国盛证券研究所

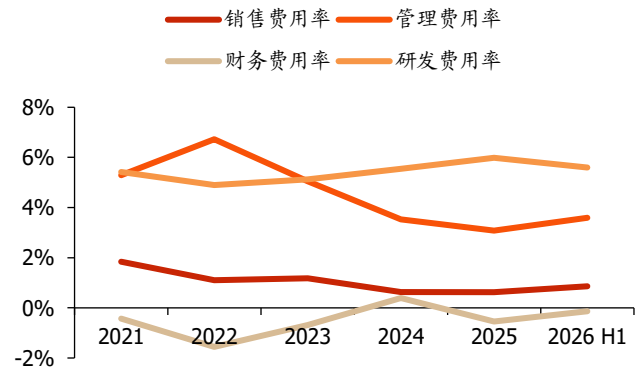
公司盈利能力较强，期间费用控制良好。近三年公司的毛利率均维持在 20%以上，净利率保持在 10%以上。2025 年，固定资产折旧、水电费、运输费等受益于销量增加均有摊薄，且辅助材料利用率大幅提升，毛利率达到 27.0%，同比+4.0pct；净利率达到 17.2%，同比+5.2pct；2026H1 毛利率/净利率分别为 25.6%/16.4%，分别同比-1.1pct/+0.6pct。公司的期间费用控制良好，由于公司无经销模式销售、不存在外销收入，客户集中度较高且稳定，因此销售费用支出较少，且在管理等费用方面重视各项费用支出的管控，2025 年公司的费用率为 9.2%，同比-1.0pct。

图表7：2021-2026H1 公司毛利率、净利率



资料来源：iFind、国盛证券研究所

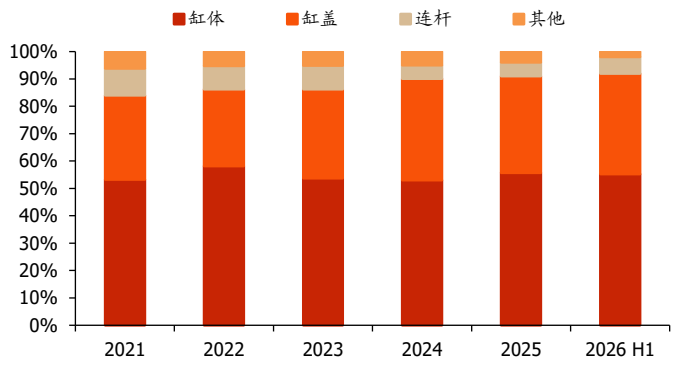
图表8：2021-2026H1 公司费用率情况



资料来源：iFind、国盛证券研究所

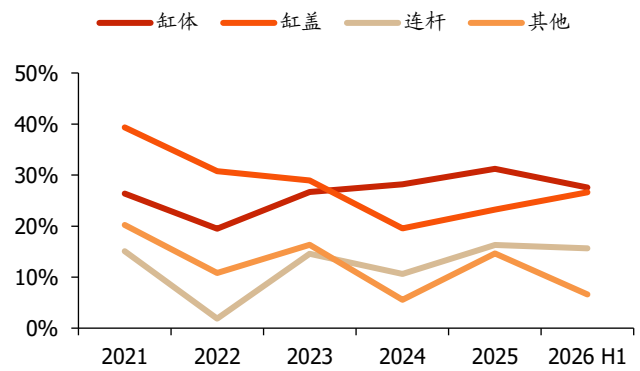
公司营收结构相对稳定，2025 年各产品盈利性有所提升。公司缸体收入占比自 2021 年以来均在 50%以上，为第一大产品收入来源，缸盖业务占比为 30%左右。受益于商用车等下游整体景气度上升，客户订单增加和部分成本摊薄，各品类毛利率在 2025 年均明显提升，缸体/缸盖/连杆/扣除上述三类产品后的其余业务毛利率分别达到 31.2%/23.2%/16.3%/14.6%，分别同比+3.0pct/+3.7pct/+5.7pct/+9.1pct；2026 H1 产品毛利率分别达到 27.6%/26.6%/15.6%/6.6%，各产品毛利水平小幅度分化。

图表9：2021-2026H1 年公司收入结构



资料来源：iFind、公司公告、国盛证券研究所

图表10：2021-2026H1 年公司主要产品毛利率



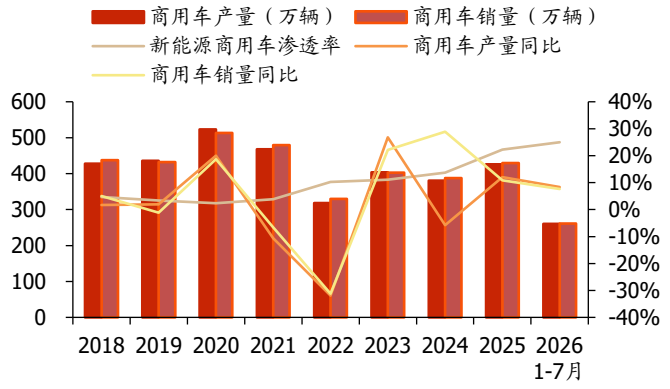
资料来源：iFind、公司公告、国盛证券研究所

2.商用车市场复苏叠加新能源放量，行业加速演进

2.1 重卡/天然气商用车/混动放量，推动三类发动机稳健增长

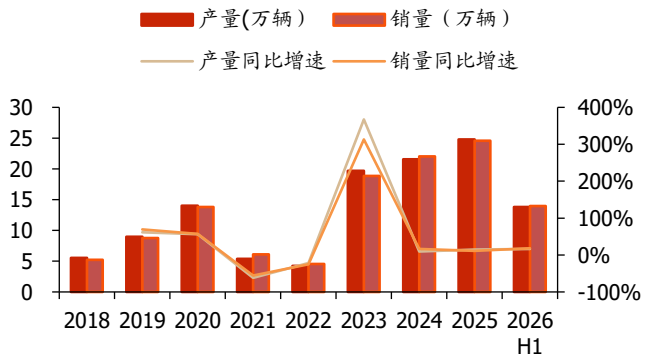
商用车有所回暖，天然气商用车景气高企。据中国汽车工业协会统计，2020 年受国III产品淘汰等因素拉动，我国商用车产销达峰，随后两年下滑并于 2022 年触底，之后逐渐复苏。2025 年商用车产销分别完成 426.1/429.6 万辆，同比分别+12%/+10.9%，其中新能源商用车渗透率稳步提升，2025 年达到 22.2%。同时天然气商用车成为拉动市场增长的重要亮点，近年来得益于技术持续升级、相关政策持续支持等多重因素，国内市场天然气商用车销量（主要为重卡）快速增长，2022 年到 2025 年销量从 4.6 万辆达到 24.6 万辆，CAGR 为 75.2%；2026H1 延续涨势，销量达到 14.0 万辆，同比+17.9%。未来随着气价趋于稳定、补能基础设施不断完善，天然气发动机将进一步向中重型商用车、工程机械设备、船舶等领域渗透，尤其是在长途物流、城市公交、环卫等对环保要求较高的场景，替代柴油发动机的趋势明显。

图表11：2018-2026 年 1-7 月商用车产销情况



资料来源：iFind、盖世汽车、第一商用车网、发改委、国盛证券研究所

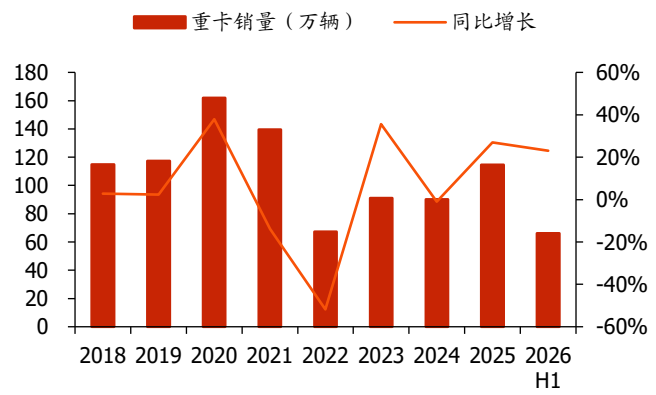
图表12：2018-2026H1 天然气商用车产销量



资料来源：中国汽车工业信息网、国盛证券研究所

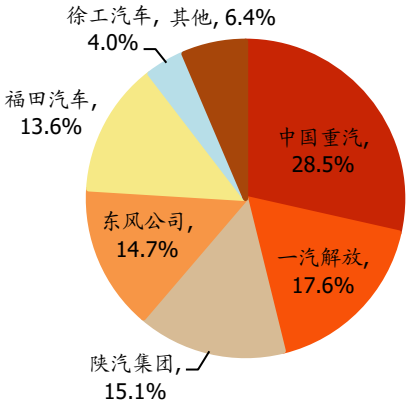
商用车中重卡增量显著，竞争格局集中。近年来国五柴油重卡在电动重卡的竞争下加速更新，新车购置需求旺盛，叠加国四营运货车以旧换新政策的落地实施，据第一商用车网，2026 上半年**重卡**累销 66 万辆同增 23%，格局方面，重卡销量前十企业合计份额达到 97.3%，行业前五合计份额达到 89.6%，TOP5 企业优势巨大。与 2025 年同期相比，福田、重汽、徐工、远程和联合重卡等企业市场份额均有所提升。

图表13：2018-2026H1 中国重卡销量



资料来源：第一商用车网、国盛证券研究所

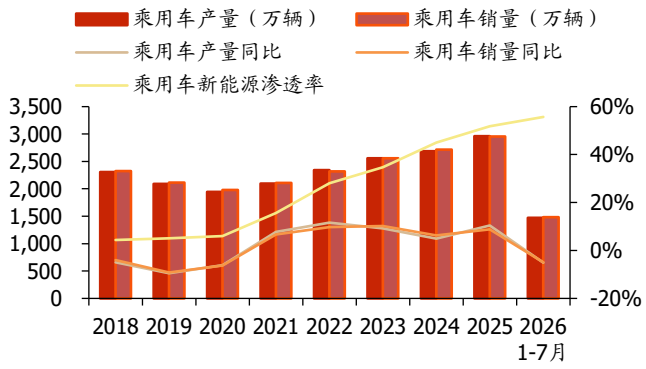
图表14：2026H1 中国重卡市场竞争格局



资料来源：第一商用车网、国盛证券研究所

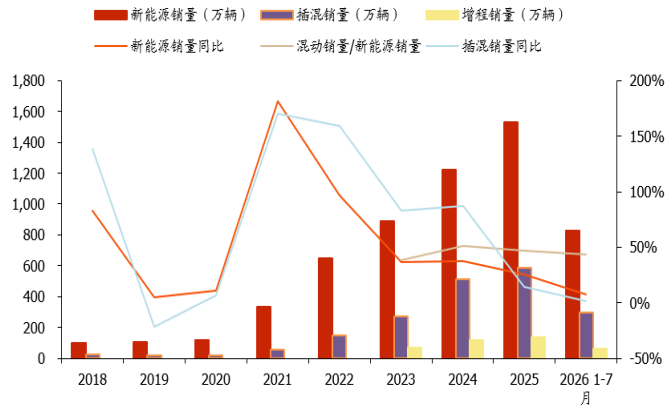
新能源渗透率快速提升，混动占比提升。根据乘联会数据，2018 至 2025 年，新能源/插混乘用车批发销量分别从 101.6 万辆/25.7 万辆增长至 1531.9 万辆/585.7 万辆，CAGR 分别为 47.3%/56.3%。2025 年新能源批发渗透率达到 51.8%，较 2024 年上升 6.8pct。2026 年 1-7 月乘用车市场整体承压背景下，新能源乘用车销量仍实现同比 7.56%的增长，渗透率达到 55.7%。混动车型（插混式+增程式）销量近年持续增长，2023 年到 2025 年 CAGR 为 45.5%，占新能源乘用车比重由 2023 年的 38.3%提升至 2026 年 1-7 月的 43.6%。

图表15：2018-2026 年 1-7 月乘用车产销情况（批发）



资料来源：iFind、国盛证券研究所

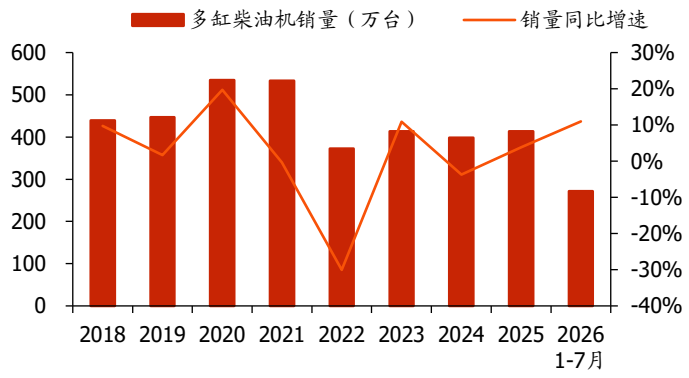
图表16：2018-2026 年 1-7 月混动（PHEV+EREV）销量情况



资料来源：iFind、国盛证券研究所

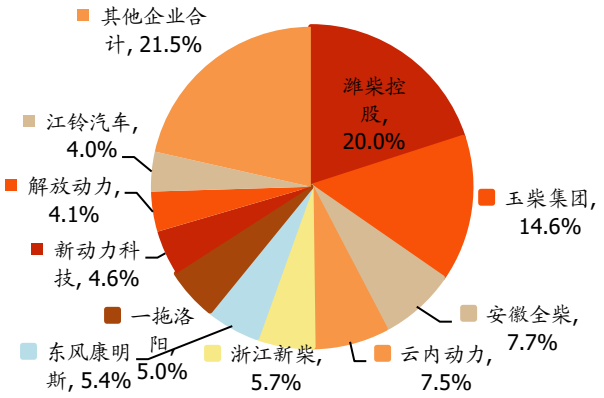
近年多缸柴油发动机市场需求逐渐复苏，竞争格局相对集中。多缸柴油发动机主要配套商用车，因此其产销量与商用车的产销量的增长波动变化大体一致。2025 年我国多缸柴油机销量 413.2 万台，同比增长 3.8%，据中国内燃机工业协会统计，2026 年 1-7 月销量 271.3 万台，同比增长 10.99%。竞争格局方面，多缸柴油发动机行业集中度较高，2026 年 1-7 月前十大厂商市场份额合计达到 78.5%，前五大厂商市场份额为 55.5%。

图表17：2018-2026 年 1-7 月柴油发动机销量及销量增速



资料来源：iFind、中国内燃机工业协会、国盛证券研究所

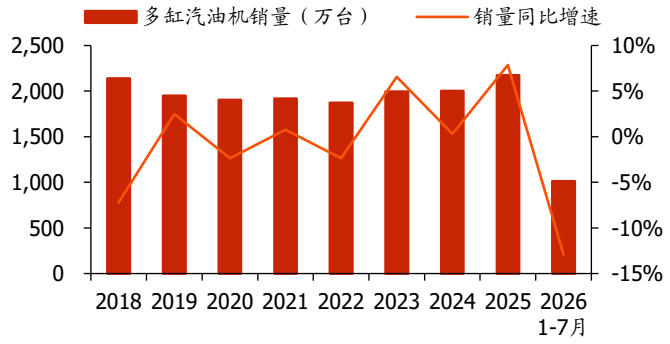
图表18：2026 年 1-7 月多缸柴发市场份额



资料来源：中国内燃机工业协会、国盛证券研究所

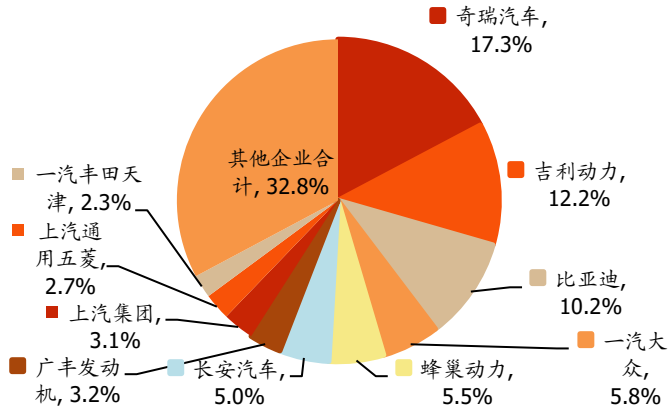
多缸汽油发动机市场相对稳定，头部厂商份额较为集中。多缸汽油机主要配套传统燃油乘用车与新能源混动乘用车，近年来传统燃油乘用车受到新能源冲击需求承压，2026H1 我国传统燃油乘用车国内销量降至 369.4 万辆，同比下降 31.9%；但燃油车出口持续走强托底总销量，2026H1 出口 274.1 万辆，同比增长 35.5%，同时 2022 年以来插混车型快速放量，亦对多缸汽油机需求形成有力支撑。2025 年我国多缸汽油机销量 2173.3 万台，同比+7.9%，2026 年 1-7 月累计销量 1011.7 万台，同比-12.9%。行业集中度保持较高水平，2026 年 1-7 月多缸汽油机市场 CR5（奇瑞、吉利动力、比亚迪、一汽大众、蜂巢动力）占比超 50%。

图表19：2018-2026 年 1-7 月多缸汽油发动机销量及销量增速



资料来源：iFind、国盛证券研究所

图表20：2026 年 1-7 月多缸汽油发动机市场份额

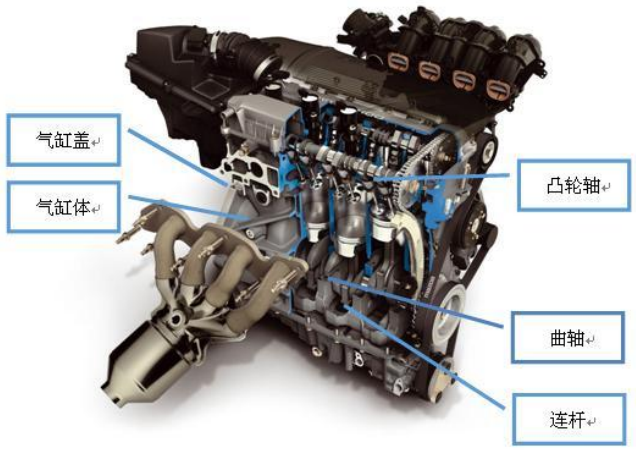


资料来源：中国内燃机工业协会、国盛证券研究所

2.2 发动机核心零部件技术壁垒较高，市场集中度趋于提升

缸体、缸盖等产品属于发动机核心零部件，技术壁垒和客户认证门槛较高。汽车发动机主要由缸体、缸盖、连杆、曲轴、凸轮轴、齿轮室、机油泵、排气管、进气管、活塞、汽缸套、飞轮壳、主轴承盖等零部件构成，其中缸体、缸盖、连杆、曲轴、凸轮轴等属于发动机主要核心零部件，对加工精度、可靠性及耐久性要求较高，开发验证周期通常在两年甚至更长时间，而培育新的核心发动机零配件供应商更是通常需要 3-5 年的时间。因此，发动机主机厂在选择供应商时非常谨慎，零部件供应商和发动机厂的合作关系一旦确定后就比较稳定。

图表21：发动机结构图



资料来源：秦安年报、国盛证券研究所

发动机技术持续演进，推动核心零部件升级迭代。在环保法规趋严和动力技术持续升级背景下，柴油、天然气和汽油发动机将不断优化产品性能，并带动发动机核心零部件向高精度、高可靠性方向发展，对发动机零部件供应商提出了更高要求。

图表22：天然气与柴油发动机发展趋势

发展趋势	趋势说明
智能化	发动机将逐步搭载智能控制模块、传感器等设备，实现发动机运行状态的实测、故障预警、远程诊断，提升运维效率，降低用户使用成本；零部件也将融入智能化技术，实现精准控制、自适应调节，与发动机形成智能协同，同时借助物联网、大数据技术，实现全生命周期管理，提升产品可靠性和使用寿命。
绿色低碳成为核心导向	环保政策的持续收紧和“双碳”战略的深入推进，推动两大品类发动机及其零部件均向绿色低碳方向发展，无论是柴油发动机的后处理系统优化，还是天然气发动机的能效提升，均以实现碳减排目标为核心。
市场集中度持续提升，行业洗牌加速	随着技术门槛、环保门槛的不断提高，中小发动机及零部件企业将逐步被淘汰，具备技术优势、资金优势、配套优势的头部企业将进一步扩大市场份额，形成“头部集聚、强者恒强”的发展格局，同时推动行业规模化、集约化发展。
全球化	国内发动机及零部件企业将进一步拓展海外市场，依托成熟的制造技术和成本优势，出口产品至东南亚、非洲、南美等新兴市场，同时逐步进入欧洲等高端市场，适配不同国家和地区的环保标准与使用场景。

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

公司较竞对规模较大且盈利水平较高，发动机及其零部件市场集中度有望持续提升。公司核心产品的主要竞争对手现多为具备一定规模的上市公司，其中，诺玛科、瑞丰动力、秦安股份、正恒动力、华丰股份均与公司类似，主营产品均为缸体、缸盖等汽车发动机核心零部件，面向商用车、乘用车、工程机械等领域客户，广东鸿图则依托大型精密压铸工艺优势，将业务延伸至发动机缸体、缸盖等产品领域。相对主要竞争对手，公司在国内属于生产规模较大的缸体、缸盖制造商，规模效应较为明显，便于客户批量供货和管理。随着技术门槛、环保要求不断提高，具备资金、技术、配套优势的头部企业有望不断扩大市场份额，行业集中度显著提高。

图表23：公司与同行业可比公司

公司名称	主要竞品	代表客户	业务简介	2025 年财务状况
广东鸿图	缸体、凸轮轴室	本田、一汽、上汽、东风、广汽、吉利、长城、特斯拉、比亚迪、小鹏汽车等。	A 股上市公司，致力于精密轻合金零部件，压铸产品类别覆盖传统燃油车、混动汽车缸体、缸盖、支架、车身、底盘类等零部件。	总营收 92 亿元，其中铸铝件板块业务营收 67.66 亿元，毛利率 12.91%。
华丰股份	重卡气缸体、气缸盖、曲轴箱等	潍柴动力等。	A 股上市公司，以柴油发动机及智能发电系统为核心业务，近年来积极拓展数据中心备用电源市场。	总营收 7.9 亿元，零部件业务（缸体、缸盖、曲轴箱等）营收为 6.4 亿元，毛利率 13.3%。
诺玛科	缸体、缸盖等	奥迪、宝马、通用汽车、现代起亚、捷豹路虎、大众集团等。	墨西哥证券交易所上市公司，专注于开发和制造用于动力总成和车身结构应用的铝部件。	总营收 49.3 亿美元，缸体、缸盖产品收入占比 78%。
瑞丰动力	缸体、缸盖等	江铃汽车、北汽福田、江西五十铃、玉柴等	港股上市公司，专注发动机核心零部件制造，客户覆盖乘用车及商用车市场。	总营收 11.1 亿元，毛利率 10.5%。
秦安股份	缸体、缸盖、曲轴等	长安福特、一汽红旗、长安汽车、吉利。	A 股上市公司，国内乘用车发动机核心零部件领先企业，积极布局混动及新能源领域。	缸盖/缸体/曲轴营收分别为 6.9/2.9/1.4 亿元，毛利率分别为 12.1%/32.8%/36.1%。
正恒动力	缸体、缸盖及其他发动机铸铁、铸铝零部件	上汽集团、一汽集团、长安汽车、吉利汽车、长城汽车等。	新三板挂牌公司，国内发动机缸体、缸盖专业制造商，覆盖乘用车及商用车市场。	铸铝缸体/铸铁缸体营收分别为 5.2/2.3 亿元，毛利率分别为 18.2%/13.1%。
长源东谷	缸体、缸盖、连杆、飞轮壳等	福田康明斯、东风康明斯、东风商用车、玉柴、中国重汽、吉利、比亚迪、赛力斯等。	A 股上市公司，国内商用车发动机核心零部件领先企业，近年来持续拓展新能源混动客户。	缸体/缸盖/连杆营收分别为 12.6 /8.0/1.1 亿元，毛利率分别为 31.2%/23.2%/16.3%。

资料来源：iFind、各公司公告、墨西哥证券交易所官网、诺玛科官网、国盛证券研究所

3.公司主业基本盘扎实，多元产品开拓顺利

3.1 传统商用车优势稳固，新能源业务快速放量

公司主要生产柴油、天然气和汽油发动机核心零部件，业务模式包含产品销售和受托加工模式。公司主营业务为柴油、天然气、汽油发动机缸体、缸盖等核心零部件的研发、生产及销售。公司的柴油、天然气发动机零部件产品主要应用于轻、中、重型卡车、客车、工程机械、船用及发电等市场，公司的汽油发动机缸体和缸盖主要应用于乘用车市场新能源混动车型及燃油车型。公司的主营业务模式包括产品销售模式及受托加工模式。产品销售模式下，公司自行生产或采购缸体、缸盖、连杆等毛坯进行加工后向客户销售；受托加工模式下，公司按照客户要求为其提供的缸体、缸盖、连杆等毛坯进行加工。

图表24：公司部分发动机核心产品

产品	主要功能	公司产品外观
缸体	整机体积最大独立零部件，发动机其他零件或总成的安装基体；与气缸盖、活塞合围形成燃烧室，通过它把发动机的曲柄连杆机构和配气机构等部件连成整体。	
缸盖	装配于气缸体上端，自上而下密封气缸腔体，与缸体、活塞共同构成燃烧空间，配气系统核心承载部件。	
连杆	连接活塞与曲轴的传动构件，承接活塞燃烧做功产生的推力，将活塞直线往复运动转化为曲轴旋转输出动力，是动力转换的关键传动零件。	
飞轮壳	飞轮壳安装于发动机与变速箱之间，外接曲轴箱、起动机等，内置飞轮总成，起到连接机体、防护和载体的作用。	
主轴承盖	主轴承盖主要用于轴承外圈的轴向定位，并且起着防尘和密封的作用。	
排气管	排气管安装于发动机排气岐管和消声器之间，使整个排气系统呈挠性联接，从而起到减振降噪、方便安装和延长排气消声系统寿命的作用。	

齿轮室	齿轮室保证发动机运转时的配气相位，使进、排气门的开启和关闭与活塞运动相一致。	

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

装备优势明显，规模效应显著。公司拥有众多国际领先的装备配置，如德国进口的 BW 卧式加工中心、ALFING 胀断机、辅助设备产品检测三坐标、从澳大利亚进口的 TX7+磨刀机、从日本进口的 KOYO RV2 磨床以及 OKK、森精机、牧野等品牌卧式加工中心及立式加工中心等，装备优势满足客户对高加工精度及高产品稳定性的要求。产能方面，公司针对不同客户不同产品平台实现柔性化专线生产，拥有 67 条缸体、缸盖全自动加工生产线，10 条毛坯压铸生产线。公司已具备年产柴油/天然气发动机缸盖缸体约 70 万套、新能源混动发动机缸体、缸盖约 200 万套的能力。

图表25：公司主要生产装备



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

商用车业务：以传统柴油发动机零部件起家，持续拓展业务领域。传统商用车业务为公司基本盘，公司成立初期承接东风康明斯的缸盖需求并在康明斯体系建立了良好的声誉，随后凭借与东风康明斯的良好关系接连拓展东风商用车和福田康明斯，目前公司已是康明斯体系在中国最大的发动机缸体、缸盖供应商，独家供货相关系列产品。近年来，公司在传统商用车领域先后突破玉柴、重庆康明斯、湖南道依兹、安徽汉马、浙江新柴等客户，将公司的传统业务由中重卡车市场进一步扩展到大型工程机械用、船用、发电用发动机零部件市场，业务领域持续拓展。

图表26：部分商用车发动机缸盖、缸体、连杆产品



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

乘用车业务：混动缸体缸盖业务快速放量，新能源新客户拓展顺利。相较于乘用车使用的汽油发动机缸体和缸盖，公司的柴油发动机加工工艺更为复杂，因此在拓展新能源业务方面具备较强的技术优势。2024 年公司在老河口和襄阳积极布局，新建多条混动缸体缸盖的全自动化生产线，为比亚迪、赛力斯等头部整车厂供货。2025 年，公司新增获得奇瑞、吉利等新能源乘用车客户定点，新能源市场版图进一步扩大。

图表27：公司部分新能源乘用车发动机产品

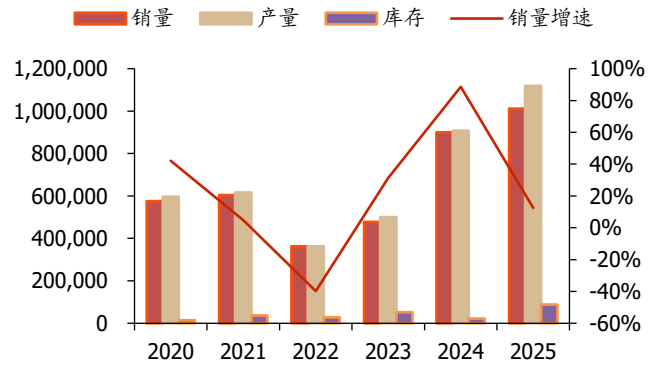


资料来源：公司官网、国盛证券研究所

近年主营产品销量快速增长，新能源销量显著提升。从产品产销来看，2022 年以来缸体、缸盖销量增速较高，销量分别从 2022 年的 36.3/39.0 万件增长至 2025 年的 101.2/116.8 万件。2024 年在商用车整体销量有所下滑，柴油车与天然气商用车行业订单放缓的背景下，新能源产品销量大幅提升，当年依托新增产能，全年比亚迪、赛力斯混动车缸体、缸盖销量由 2023 年的 8.98 万套大幅提升至约 54.5 万套，公司缸体、缸盖总销量分别

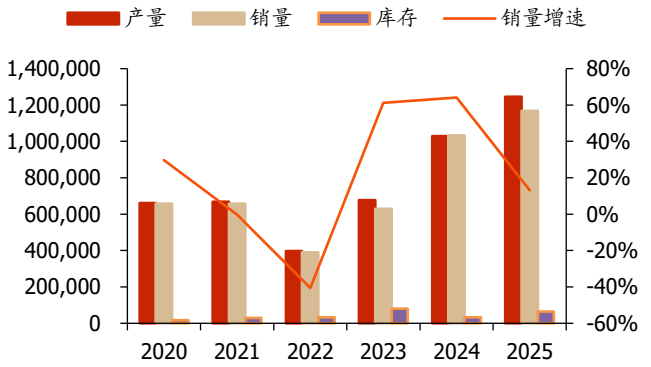
同比+88.6%/+64.1%。2025 年公司传统和新能源产品产销量均同比提升，缸体、缸盖销量分别同比+12.5%/13.0%。

图表28：2020-2025 缸体产销（件）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表29：2020-2025 年缸盖产销（件）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

公司持续获得定点，目前在手订单充沛。近期公司持续斩获乘用车及非道路类客户缸体、缸盖的新定点，其中包含发动机缸体半成品、缸体毛坯和缸体/缸盖精加工等业务，陆续从 2025 年底到 2026 年下半年开始量产，新订单的承接有助于提升公司的市场份额，拓展下游应用场景，并提供较大业绩增量。

图表30：2025-2026H1 缸体缸盖获得新客户定点情况

客户	定点项目	生命周期预计销售金额	预期量产时间	战略意义
某新客户	发动机缸体半成品	4.5-5 亿元	2025 年四季度	拓展乘用车市场份额
某乘用车企新客户	变速箱前中后壳体总成、发动机缸体毛坯、缸体毛坯预加工	22-30 亿元	2026 年 6 月底	公司的产品从发动机零部件拓展到变速箱零部件的领域
某新客户	发动机缸体、前端箱	3.5-4.5 亿元	2026 年 7 月	公司的产品从车用发动机领域拓展到非道路大缸径发动机领域
某新能源车企新客户	发动机缸体精加工&缸盖精加工	14-15 亿元	2026 年下半年	拓展新能源乘用车市场份额

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.2 依托成熟壳体加工技术，开发传动系统零部件等其他产品

近年来积极布局战略转型，依托缸体缸盖等产品的工艺沉淀拓展业务范围。公司在发展历程中逐步开发出齿轮室、飞轮壳和主轴承盖等其他类产品，形成成熟的壳体加工技术。受益于多年来的客户资源与技术沉淀形成的行业壁垒，公司近年向变速箱壳体等传动系统零部件拓展。变速箱壳体作为传动系统核心载体，用于变速器传动机构及其附件的壳体结构，其加工精度直接影响变速箱换挡平顺性、传动效率、密封性能与整机 NVH 表现。这类壳体本身结构繁杂，内部各类孔位排布密集，配套基准面数量多，各类形位尺寸公差标准严格，属于汽车精密制造关键环节。

图表31：公司的变速器壳体等其他产品



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

顺应智能化发展趋势，布局汽车电子产品。在目前乘用车整体智能化趋势下，无论是柴油还是天然气发动机，均逐步搭载智能控制模块、传感器等设备，从而实现发动机运行状态的实测、故障预警等，降低用户使用成本，公司顺应发动机智能化趋势，布局汽车电子产品，包含水温传感器、集成排温传感器、进气压力温度传感器等多类产品。

图表32：公司汽车电子产品



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

通过布局变速箱和汽车电子类产品，公司中长期有望形成新的业务结构。展望未来，公司的柴油发动机核心部件的收入占比有望逐步下降、新能源板块将从传统的缸体和缸盖，逐步拓展到三电系统等零部件，同时电子传感器等电子零件的业务占比也将逐步上升，最终有望形成柴油发动机零部件、新能源零部件和电子零件三大板块共同发展的格局。

3.3 推进并购重组落地，开拓大缸径柴油发动机与热管理业务

3.3.1 数据中心大量投产拉动备用电源需求，柴油发电机前景广阔

柴油发电机以柴油机为核心，极具电力兜底保障价值。柴油发电机是以柴油机为核心动力源，驱动同步发电机运转，将柴油燃烧的化学能依次转化为机械能、电能的成套独立发电设备。在电力供应体系中，柴油发电机具备极强的兜底保障价值，可应对电网波动、突发断电等工况，设备可快速启动补能，保障关键基础设施不间断运行。近年随着全球工业化、城市化进程的加速，以及可再生能源波动性带来的挑战，柴油发电机的需求持续增长。

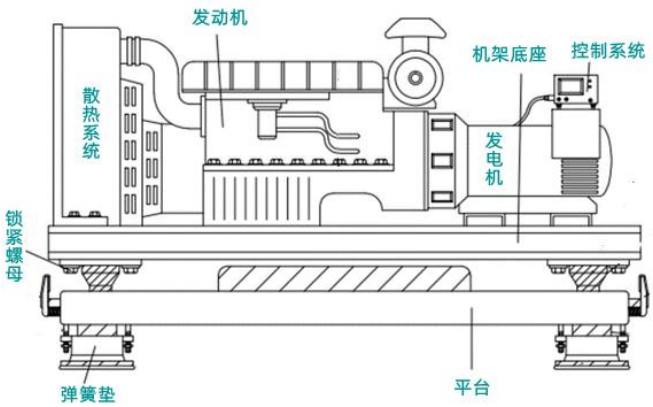
图表33：柴油发电机类别

细分类别		应用情况
按用途分类	备用发电机组	日常不运行，城市电网停电时快速启动，作为应急供电保障关键设备。
	常用发电机组	无市政电网或电网不稳定区域，长期连续运行，作为主要供电电源。
按功率分类	小型发电机	功率小于 50kW，主要用于家庭、小型商铺、小型工地等场景的临时或应急供电。
	中型发电机	功率范围在 51kW-500kW，广泛应用于中小型工厂、写字楼、医院、商场等场所的备用电源或主电源。
	大型发电机	功率范围在 501kW-2,000kW，主要为大型工业设施、数据中心、大型商业综合体、市政工程等关键场景提供稳定电力保障。
	超大型发电机	功率大于 2,000kW，主要用于矿山、油田、大型工厂、偏远地区电站等对电力容量和稳定性要求极高的场景。
按结构类型分类	固定式	永久安装于固定场所，可长期稳定运行，多作为工业、商业及关键基础设施的主电源或应急电源。
	移动式	采用可移动底盘或便携式设计，部署灵活，适用于工地、户外作业、应急救灾、临时活动等场景。

资料来源：荣大产业研究院、国盛证券研究所

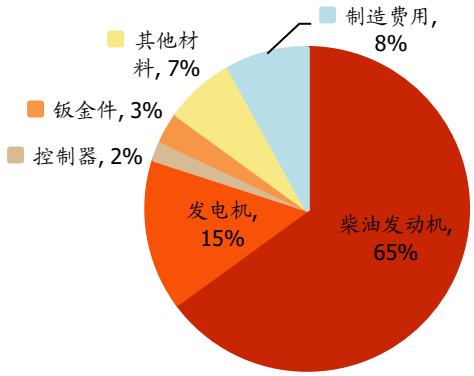
柴油发电机由发动机和发电机等部件组成，成本构成较为集中。柴油发电机整机由发动机、发电机、控制器及其他材料组装而成，为柴油发动机与发电机的结合，技术较为成熟。整机成本结构集中，根据荣大产业研究院数据，柴油发动机、发电机、控制器成本占比分别为 65%、15%、2%，合计高达 82%，其他材料占 10%，制造费用占 8%。

图表34：柴油发电机示意图



资料来源：重康动力官网、国盛证券研究所

图表35：柴油发电机成本构成

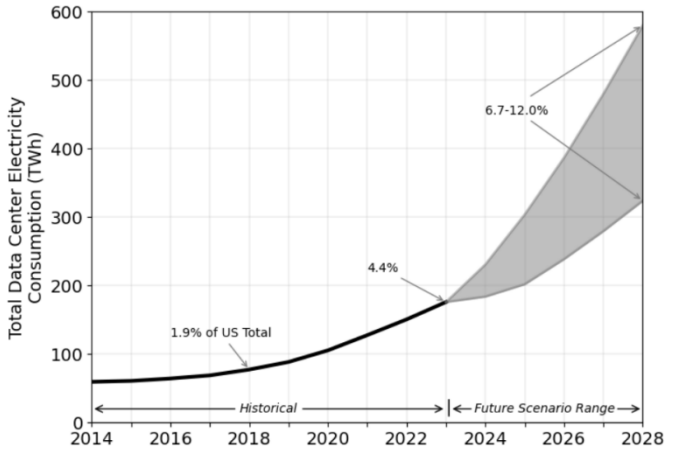


资料来源：荣大产业研究院、国盛证券研究所

全球 AI 算力产业迎来指数级扩张浪潮，推动柴油发电机行业迈入高景气增长周期。随着海外基础设施建设投资持续发力，超大规模数据中心集中落地投产，同时柴油发电机

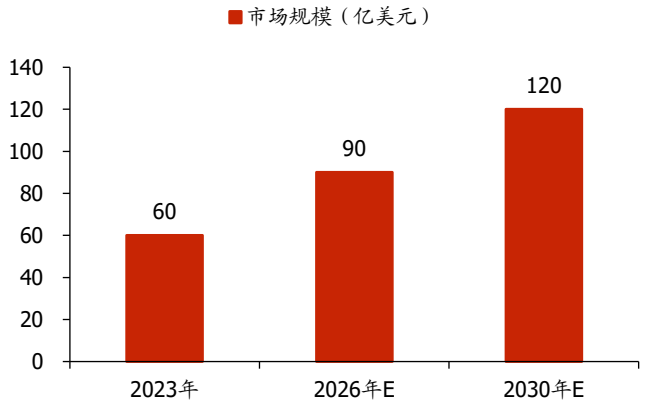
组亦从“电力补充”角色升级为“功能性支撑”核心装备，使其成为医疗应急、通信、数据中心等领域电力韧性保障的关键载体。传统核心领域刚性需求稳步增长，备用电源、油气、矿山开采及轨道交通、数据中心等新兴场景持续打开增量空间，推动柴油发电机组需求快速提升，进而带动上游柴油动力单元及发电机组配套热交换系统等核心配套部件需求同步增长。根据行业统计数据，全球数据中心发电机市场增长潜力可观，预计 2026 年的市场规模将提升至 90 亿美元，2030 年将进一步增长至 120 亿美元。

图表36：美国能源部预测美国数据中心电力需求



资料来源：加州大学开放获取学术平台、国盛证券研究所

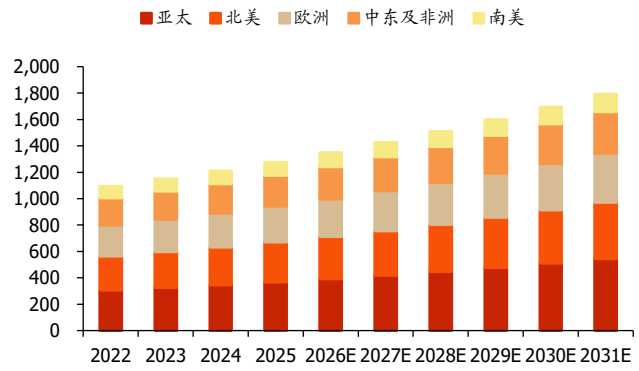
图表37：2023-2030 全球数据中心发电机市场规模预测



资料来源：观研天下、国盛证券研究所

下游驱动柴发市场规模持续提升，高功率柴发机组售价明显提升。2022-2031 年全球柴油发电机市场规模有望呈持续稳健增长态势，市场规模预计由 2022 年的 1,094.6 亿元增长至 2031 年的 1,792.6 亿元，期间年复合增长率约 5.6%。价格方面，柴油发电机组的价格主要取决于额定功率，2000KW 以上柴发机组平均价格显著高于较低功率等级的产品，且在过去几年中高功率等级的产品价格增速较快。

图表38：全球柴发市场规模（亿元）



资料来源：荣大产业研究院、国盛证券研究所

图表39：2022-2025 不同功率等级柴油发电机组平均售价（万元）

功率	2022	2023	2024	2025
50kw	1.27	1.29	1.31	1.33
51-280kW	20.74	21.05	21.35	21.66
281-500kW	36.29	36.82	37.35	37.9
501-2000kW	93.17	94.54	95.94	97.35
2000kW 以上	393.3	399.05	404.89	410.82

资料来源：荣大产业研究院、国盛证券研究所

柴油发电机组市场竞争充分，海外龙头占据主导地位。头部柴油发电机组厂商占据市场主导地位，大量中小企业亦供应不同功率规格、不同结构型式、适配多类应用场景且符合各地区标准的发电机组。卡特彼勒、康明斯等多数主流制造商凭借完善的经销与销售渠道，在区域及全球市场均具备较强市场影响力。

图表40：全球柴油发电机行业主要企业

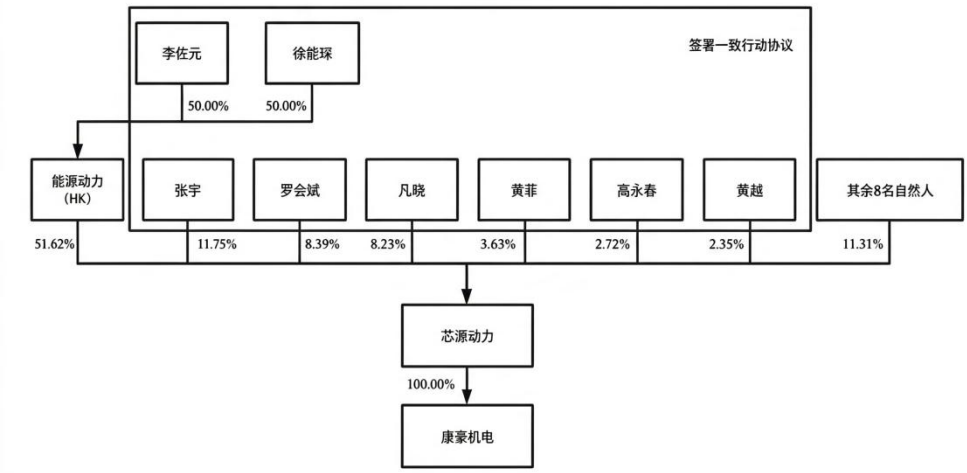
企业名称	2025 年市场份额	企业介绍
卡特彼勒	22%-23%	卡特彼勒(美国)是全球工程机械、矿山设备、非道路用柴油及天然气发动机、工业燃气轮机以及柴电发电解决方案的领军企业。公司的业务主要分为三大板块:建筑工业、资源工业、能源与交通运输。2025 年，能源与交通运输板块为公司核心营收来源，约占总营收的 36.0%。该业务板块提供柴油发电机组及各类定制化产品与服务，覆盖发电、工业、油气及交通运输等市场领域。
康明斯	12%-13%	康明斯(美国)是发电设备、发动机及配套技术的全球龙头旗下动力系统事业部主营高性能柴油发电机组。产品功率覆盖广，应用于数据中心、医疗、矿山、油气、租赁及公用事业等领域。公司业务遍及全球 190 多个国家，主要产地包括美国、中国、印度、巴西、英国、墨西哥等。
罗尔斯·罗伊斯	7%-8%	罗尔斯·罗伊斯公司(英国)是全球领先的电力与推进系统制造商，旗下动力系统事业部专业研发高性能柴油及燃气发电机组、发动机及一体化电力解决方案。公司产品广泛应用于住宅、商业、工业、数据中心、医疗、船舶、矿山、油气、国防及公用事业等领域。公司业务遍及 190 多个国家，在德国、英国、美国、中国、印度、巴西均设有生产基地。
捷尼亚电力	5%-6%	捷尼亚电力系统公司(美国)是备用及主用发电设备制造商。公司拥有完善的柴油发电机组产品体系，功率覆盖 22kW 至 3250kW，服务于住宅、商业、工业、医疗、数据中心、设备租赁及公用事业等市场。企业核心市场深耕北美地区，并通过经销商渠道与出口业务，持续拓展欧洲、拉美、中东、非洲及亚太等海外市场。
三菱重工	2%-3%	三菱重工株式会社(日本)旗下能源系统业务板块以三菱及菱发动机品牌生产高性能柴油发电机组。公司柴油发电机组产品型号齐全，广泛应用于住宅、商业、工业、数据中心、医疗、矿山、油气、船舶、国防及公用事业等市场。企业全球化布局完善，在日本、泰国、印度尼西亚、印度、菲律宾、美国均设有生产基地，业务及服务网络覆盖全球 100 多个国家和地区。

资料来源：荣大产业研究院、国盛证券研究所

3.3.2 出资收购康豪机电，切入热管理与柴发电机赛道

收购康豪机电，进行热交换系统+柴油动力单元集成战略布局。2026 年 4 月，长源东谷发布收购预案，拟通过发行股份的方式购买芯源动力所持有的康豪机电 100%股权，芯源动力以其持有的康豪机电 100%股权为对价认购公司本次发行股份购买资产项下的新增股份，康豪机电的实际控制人为李佐元、徐能琛。本次交易目的为公司将业务延伸至热交换系统、柴油动力单元集成等产业链下游领域，同步获取康豪机电在柴油动力系统、油气田、轨道交通等装备领域的优质客户群体，完成由核心零部件向核心配套系统及单元集成供应商的升级，进一步丰富产品矩阵，强化与下游客户的协同绑定。

图表41：康豪机电产权控制关系（截至 2026 年 4 月）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

康豪机电是国内领先的发动机热交换系统供应商，终端应用覆盖数据中心、发电及储能油气田钻探及轨道交通等场景。康豪机电自 2008 年开始聚焦热管理核心技术，已与康明斯集团、卡特彼勒、MTU、广西玉柴、潍柴动力、苏美达、科泰电源等国内外头部厂商建立深度合作关系；同时也是国内领先的柴油动力单元集成商，通过向外部采购发动机并根据客户实际需求和特定应用场景定制化选配安装自产或外购的热交换、电子调速、进排气等配套系统，为下游油气田、轨道交通等装备制造商提供配套柴油动力单元，主要客户包括三一国际、中石油、中石化、杰瑞股份、中国中车等国内知名的油气田、轨道交通装备企业等。此外，康豪机电的合营公司康明斯动力为国内柴油动力发电机组制造商等下游客户提供柴油动力单元，最终销往东南亚、南美、非洲以及中东等新兴市场。

图表42：康豪机电热管理业务与动力业务客户



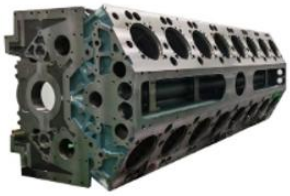
资料来源：公司公告、各公司官网、国盛证券研究所

设立合资公司布局算力中心用发动机零部件，已取得相关订单。2025 年 1 月，公司与玉柴集团子公司玉柴精材共同出资成立合资公司玉柴长源科技，向玉柴股份提供算力中心用、轮船用大马力发动机缸体产品。玉柴长源科技聚焦算力中心发动机缸体零部件、船电、汽车零部件等核心业务的制造加工与研发。目前，玉柴已推出高端发电动力 YC16VC 系列，可广泛应用于金融、云服务和通信等领域，是数据中心应用的理想机型。2026 年 4 月，公司收到某客户 16VK 柴油机项目缸体机加工部件定点，预计 2026 年 7 月开始生产，项目全周期销售总金额预计 3-3.5 亿元，标志着公司大缸径柴油发动机产研能力得到认可。

图表43：公司目前大缸径产品



缸盖



玉柴105升缸体

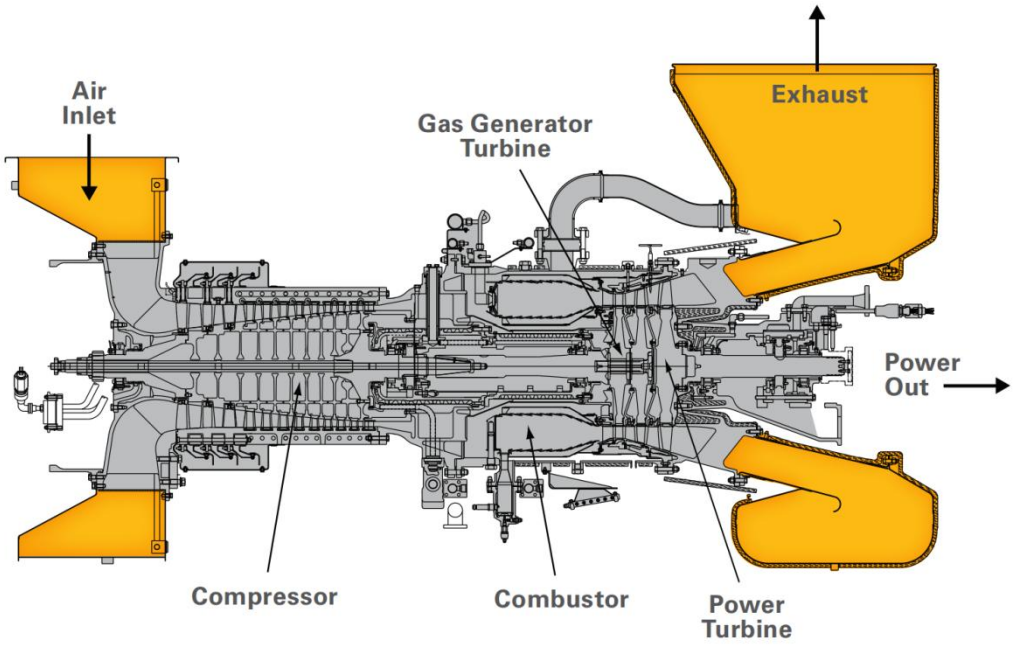
资料来源：公司官网、国盛证券研究所

4.积极卡位新兴赛道，打开未来成长空间

4.1 燃气轮机迎快速发展良机，公司首个订单已正式落地

燃气轮机具备高转换效率、低建设周期等优势，AI 浪潮下重要性凸显。燃气轮机是一类可将燃料的化学能转变为燃气的热能，再通过涡轮将部分热能转变为机械能的热力发动机。其本体由压气机、燃烧室和透平三大部件构成，此外还包含燃料供应、润滑油、调节控制、起动、进气过滤和排气等其他系统。燃气轮机是当前人类掌握的热-功转换效率最高的商业化发电装备，燃气轮机与蒸汽轮机组成的联合循环机组，发电效率可达 63%以上，远超常规煤电 45%左右的平均水平；同时速度优势显著，燃气轮机冷启动至满负荷仅需 10-30 分钟，调峰响应速度达毫秒级，建设周期仅 1-2 年，相比之下，煤电建设需 3-4 年，核电长达 9-10 年，在 AI 数据中心以月为单位迭代扩容的背景下，只有燃气轮机能匹配其建设节奏，因此其成为数据中心大规模扩张下的重要能源供应方式。

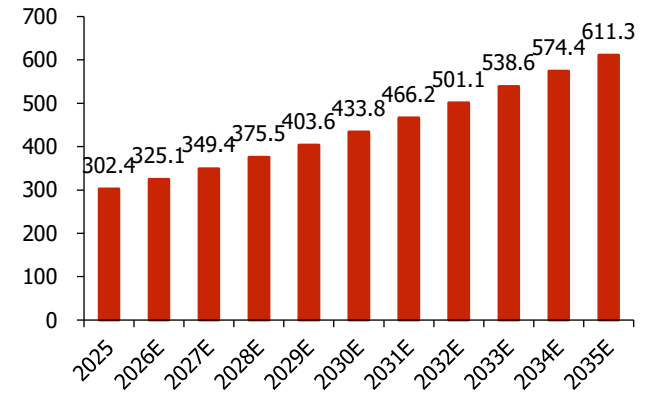
图表44：工业型燃气轮机示意图



资料来源：《燃气轮机理论导论》、国盛证券研究所

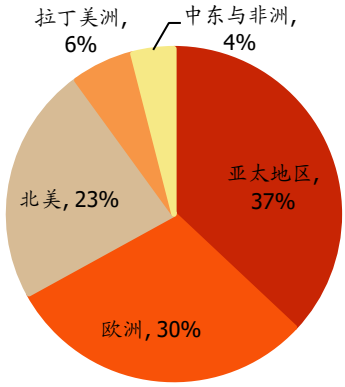
燃气轮机景气度稳步上升，市场规模有望快速增长。受益于北美区域用电需求持续增长、电网并网周期拉长，叠加孤岛式燃气发电场景需求大幅扩容，全球燃气轮机行业景气度稳步上行。根据 Precedence Research 预测，2025 年全球燃气轮机市场规模已达 302.4 亿美元；2026 年市场规模将增至 325.1 亿美元，到 2035 年有望攀升至 611.3 亿美元，2026-2035 年 CAGR 达 7.29%，十年间市场规模实现翻倍增长。分区域来看，亚太地区是全球第一大燃气轮机消费市场，2025 年市场规模估值为 104.1 亿美元，占全球总份额的 37%；预计 2026-2035 年复合年增长率同样达到 7.29%，2035 年市场规模将达到 226.2 亿美元。其余区域中，欧洲、北美分别以 30%、23%的全球占比位列第二、三位，中东与非洲、拉丁美洲分别占比 4%、6%。

图表45：2025-2035 年全球燃气轮机市场规模预测（亿美元）



资料来源：Precedence Research、国盛证券研究所

图表46：2025 年全球燃气轮机市场规模各地区份额



资料来源：Precedence Research、国盛证券研究所

市场供需矛盾凸显，巨头厂商纷纷扩产。根据 Wood Mackenzie 的报告，燃气轮机市场面临严重的市场失衡，预计价格将持续飙升。预计到 2027 年底，价格将达到每千瓦 600 美元，比 2019 年增长 195%。在巨大的产能瓶颈下，GEV、西门子能源、三菱重工等巨头厂商纷纷计划扩大中长期燃气轮机产能，但受上游核心零部件制约，整体产能释放节奏依然偏慢。

图表47：各燃气轮机厂商产能扩张情况

厂商	产能扩张情况
GEV	预计 2026 年 Q3 公司年产量将达到 20GW。按计划，2028 年产量将提升至 24GW，2030 年达到 30GW。
西门子能源	中小型燃气轮机产能从 2025 财年的 50 台增加到 80 台，2028 年产能总数达到 100 台；大型燃气轮机产能目前拥有约 35 台大型燃气轮机制造能力，并计划在 2027 年再增加 15 台。
三菱重工	2024 年 5 月宣布扩产计划，后续计划到 2028 财年底将燃气轮机产能提高约 30%。

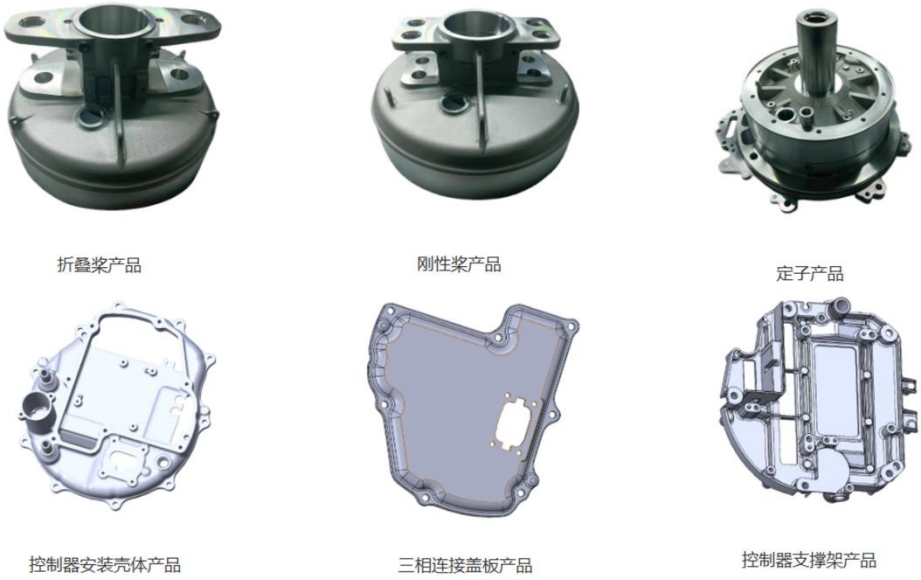
资料来源：各公司公告、国盛证券研究所

公司积极开拓燃气轮机业务，已顺利斩获首个海外订单。结合海外电力市场变化，公司于年初设立燃气轮机与电力事业板块，完成相关业务体系搭建。现阶段业务模式主要依托外购二手机组及新机组资源，开展燃气轮机核心机采购、部件换装、整机成套集成及海外市场销售。目前公司已落地首批燃气轮机发电机组海外销售签约，合同总金额 1.65 亿美元，根据合同约定将于 2026 年 12 月起开始交货。

4.2 设立合资子公司，布局低空飞行器零部件

取得小鹏汇天定点，公司进入飞行器零部件领域。低空经济是指在 3000 米或 1000 米以下的空域中，以飞行活动为引领，融合相关产业发展的一种综合性经济业态。中国民航局数据显示，2025 年中国低空经济市场规模已达 1.5 万亿元，eVTOL 年度订单总额超 300 亿元。利用装备优势和技术优势，公司于 2024 年初获得小鹏汇天项目开发定点，并成功交付定子产品、刚性桨产品、折叠桨产品等样件，切入低空经济赛道。

图表48：公司低空飞行器零部件产品



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

设立长源智航与亿源鹃航，长源朗弘参与建立低空经济产业园运营基地。2025 年 3 月，公司与玉柴集团子公司玉柴精材共同出资成立合资公司长源智航。2025 年 3 月，全资子公司长源朗弘与亿航智能、鹃航智能、云枢智能在湖北老河口签署合作协议，共建低空经济产业园运营基地，围绕飞行器零部件制造、整机组装、设备维修、人才培训等方向展开合作。该项目旨在融合亿航智能的技术基础与公司高端制造能力，助力老河口市打造面向低空经济领域的综合发展平台。2025 年 6 月，长源朗弘与鹃航智能、云枢智航、亿航通用（亿航智能全资子公司）共同设立亿源鹃航智能科技有限公司，专注智能无人飞行器等产品。

图表49：公司与亿航通用等企业签约老河口低空经济产业园运营基地



资料来源：襄阳经信公众号、国盛证券研究所

4.3 推进人形机器人核心模块研发，与五八智能联合开发

前瞻布局人形机器人关键部件，与五八智能达成战略合作。机器人方面，公司重点推进灵巧手、机械臂等高性能核心模块，并围绕智能制造、智慧服务等核心应用场景，持续开展产品性能验证与迭代优化工作。2025 年 10 月，五八智能与长源东谷等三家深耕人形智能机器人产业链的上市公司正式达成战略合作，并完成现场签约。同时，杭州市人形机器人中试基地暨应用推广中心揭牌，以中国兵器集团旗下五八智能为牵头单位建设，总投资近 2 亿元，设有测试验证中心、产品试制中心、AI 训练中心、展示与发布中心，采用“室内精准测试+室外场景验证”双轨模式，构建起从技术概念验证到产业应用的全栈式服务体系，面向全社会提供中试服务。

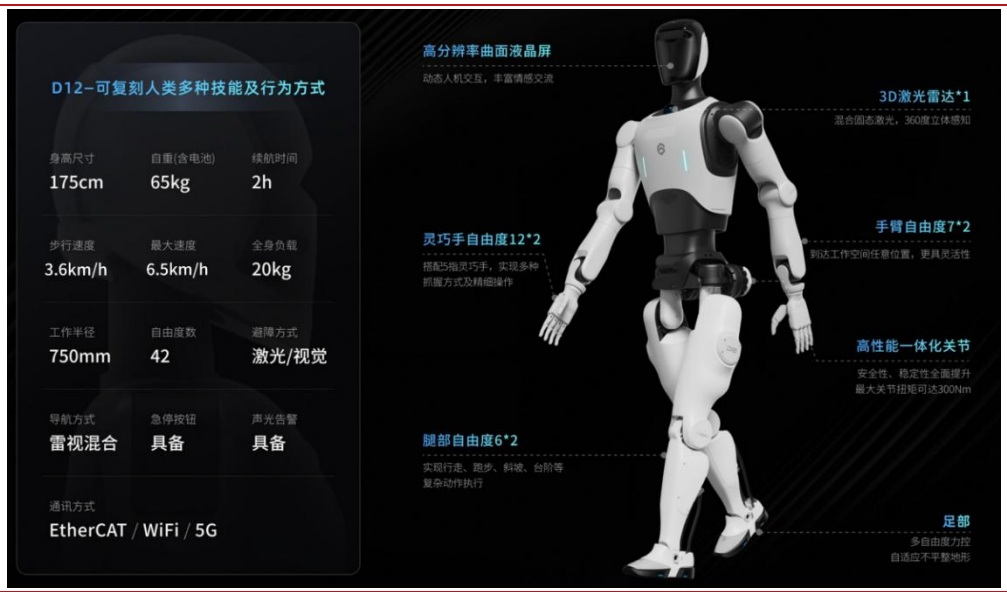
图表50：五八智能与长源东谷等公司进行战略合作签约



资料来源：今日头条、国盛证券研究所

五八智能足式机器人进展顺利，具备批量生产能力。五八智能是中国兵器工业集团旗下的具身智能机器人科技公司，是人形机器人领域的央企代表。公司重点布局四足机器人、人形机器人和机器人智能业务，在国内为首个斩获行业级足式机器人单笔大订单企业。五八智能持续承担国家级重点研发任务，具备高水平自主研发和创新能力；同时布局建设高水平具身智能机器人中试基地，具备国内一流的机器人试验验证、数据采集训练和批量生产能力。2025 年，公司已完成 5 亿元首轮战略融资，四足机器人平台成功支撑“机器狼”系统于“93 阅兵”上接受检阅。

图表51：五八智能大圣人形机器人示意图



资料来源：五八智能官网、国盛证券研究所



5.盈利预测

公司主营产品：发动机缸体、缸盖、连杆，下游主要应用于商用车、新能源乘用车领域，分产品维度，预计 2026-2028 年缸体业务收入分别实现 14.5/16.8/19.0 亿元，毛利率 31.0%/31.5%/32.0%；缸盖分别实现 8.3/9.0/9.8 亿元收入，毛利率分别为 23.0%/23.5%/24.0%；连杆业务收入分别实现 1.3/1.4/1.7 亿元，毛利率分别为 16.5%/16.7%/17.0%。其中：

1）在商用车领域，公司深度绑定东风康明斯、福田康明斯、广西玉柴等头部发动机整机厂，同时持续拓展重庆康明斯、道依兹、中国重汽等新客户，覆盖中重卡、工程机械、船机、发电多场景。当前国内商用车行业持续复苏，天然气重卡高景气放量，叠加大缸径发电/船用发动机需求上行，公司柴油、天然气发动机零部件订单饱满，传统商用车业务预计稳健增长；

2）在乘用车领域，公司依托柴油发动机精密加工工艺优势切入混动、增程式动力赛道，已建成多条混动缸体缸盖全自动产线，稳定供货比亚迪、赛力斯等头部整车厂，在手新定点订单自 2025 年底至 2026 年下半年陆续量产交付，有望贡献业绩增量。

其他产品：主要包括曲轴、凸轮轴、变速箱壳体等发动机核心零部件，同时公司积极开拓燃气轮机等 AI 业务并取得海外订单，可在未来几年逐步贡献业绩，预计其他产品在 2026-2028 年分别实现 1.0/2.6/4.7 亿元收入，毛利率分别达到 15.6%/22.1%/27.5%。

图表52：长源东谷主营业务收入及盈利能力核心假设（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
			合计		
收入	1,919.69	2,255.46	2,508.35	2,984.63	3,520.12
增长率	30.38%	17.49%	11.21%	18.99%	17.94%
毛利率	23.00%	26.99%	27.00%	27.54%	28.45%
			缸体		
收入	1,017.80	1,256.54	1,451.30	1,676.25	1,899.19
增长率	28.69%	23.46%	15.50%	15.50%	13.30%
毛利率	28.20%	31.22%	31.00%	31.50%	32.00%
			缸盖		
收入	711.71	796.59	828.06	901.75	982.01
增长率	48.62%	11.93%	3.95%	8.90%	8.90%
毛利率	19.55%	23.22%	23.00%	23.50%	24.00%
			连杆		
收入	95.45	113.56	125.20	144.61	167.02
增长率	-24.90%	18.98%	20.00%	15.50%	15.50%
毛利率	10.60%	16.30%	16.50%	16.70%	17.00%
			其他产品		
收入	.72	88.76	103.79	262.02	471.89
增长率	25.51%	-6.29%	16.93%	152.44%	80.10%
毛利率	5.56%	14.65%	15.64%	22.08%	27.49%

资料来源：Wind、国盛证券研究所

盈利预测与投资建议：预计 2026-2028 年公司总体收入分别可达 25.1/29.9/35.2 亿元，分别同比增长 11.2%/19.0%/17.9%，毛利率分别为 27.0%/27.5%/28.5%。我们预计

2026-2028 年归母净利润分别为 4.2/5.1/6.3 亿元，分别同增 7.1%/22.1%/23.4%，当前对应市值 PE 为 48x/39x/32x。

我们选取与公司同属发动机零部件赛道的汽车泵类龙头美湖股份、燃气轮机核心部件供应商应流股份、在机器人核心零部件方面战略积极的汽车热管理龙头银轮股份作为可比公司，公司 PE 高于可比公司平均值。考虑到长源东谷柴油、汽油发动机核心零部件业务基本盘扎实，在手订单充沛，持续拓展变速箱、壳体和汽车电子类产品，布局燃气轮机业务并已取得海外订单，且在收购康豪机电后有望将业务进一步拓展至热交换系统和柴油动力单元领域。此外，公司积极开拓低空飞行器零部件、人形机器人等新兴业务，进一步打开成长空间，因此给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表53：长源东谷可比公司估值表（亿元人民币，截至 2026 年 9 月 8 日）

标的	市值	归母净利润			PE		
		26E	27E	28E	26E	27E	28E
美湖股份	101.2	1.9	2.3	2.8	52.5	43.3	36.1
应流股份	306.6	5.9	9.1	13.7	51.8	33.7	22.4
银轮股份	339.6	11.9	15.9	20.4	28.6	21.3	16.6
可比公司平均					44.3	32.8	25.1
长源东谷	200.8	4.2	5.1	6.3	48.2	39.5	32.0

资料来源：Wind、国盛证券研究所，可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示

1、下游行业需求变化导致的风险：若下游柴油机、汽油机整车需求不及预期，将会影响公司的缸体、缸盖等业务需求。

2、技术风险：若公司整体项目研发方向偏离行业发展方向，研发能力和技术水平不能持续突破、不能适应市场需求，则未来经营将会受到一定的影响。

3、原材料成本上升的风险：公司主要原材料为发动机零部件毛坯，主要由铸铁等加工而成，其价格受铁矿石市场价格波动影响较大，原材料价格的波动会导致公司存在毛利率波动的风险。

4、产品价格下降的风险：若未来产品价格持续下降且成本控制水平未能同步提高，公司业绩将受到产品价格下降的不利影响。

5、新业务进展不及预期的风险：公司预计大力发展热管理、低空零部件、机器人等新业务，倘若该等行业需求发展不及预期或公司产品无法满足市场需求，将对公司业绩造成不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com