下载日志已记录，仅供内部参考

重卡发动机龙头，开启 AIDC 发电布局新篇章

潍柴动力（000338.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 09 月 22 日

公司评级	买入
股票代码	000338.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	27.03

近一年股价走势



分析师

齐天翔 S0800524040003

qitianxiang@research.xbmail.com.cn

彭子祺 S0800525080008

pengziqi@research.xbmail.com.cn

相关研究

• 核心结论

我们预计 2026-2028 年公司营收 2546.3/2853.6/3142.4 亿元，同比+9.8%/+12.1%/+10.1%，归母净利润 143.9/177.1/207.5 亿元，同比+31.7%/+23.1%/+17.1%，对应当前 PE16.2/ 13.2/11.3X。首次覆盖，给予“买入”评级。

【报告亮点】本次研究我们在公司传统业务研究基础上，对于北美缺电逻辑及公司在 AIDC 发电业务布局进行了解读。我们认为，在全球 AI 基建浪潮下，AIDC 发电业务有望成为又一新成长曲线，进一步打开公司收入天花板，同时带来估值层面的提升。

【主要逻辑】

传统主业：出口高景气&能源替代助力重卡复苏新周期。公司以重卡整车+重卡发动机为核心业务，其中燃气发动机近年国内市场份额稳定在 50%以上。我们认为，公司将充分受益本轮重卡复苏周期：1）重卡出口是主要驱动力。2021-2025 年国内重卡出口销量 CAGR 达 32%，1H26 实现出口 22.2 万辆，同比+43%；2）燃气重卡渗透率稳步提升：油气价差下带来的成本优势，有望助力燃气重卡渗透率稳步提升，截至 1H26，国内燃气重卡渗透率达 26.9%，较 2025 年全年稳步提升；此外，公司从“产能-产品-配套”全面拓展三电业务，2025 年新能源动力营收同比+97%，转型升级成效显著。

AIDC 发电：把握 AI 基建浪潮，打造新成长曲线。全球 AI 浪潮下，全球用电需求攀升，北美因并网供电排队周期过长，离网供电成为重要替代方案。我们认为，在燃气轮机产能短缺且价格上涨背景下，往复式内燃机、SOFC、柴油发电机等替代方案，有望成为 AIDC 供电设备的重要补充，对应带来需求的快速增长。公司依托原有内燃机领域技术积累，已成功量产大缸径柴发、往复式燃发，并通过 PSI 和博杜安两大核心渠道，加速切入北美 AIDC 能源市场；此外，公司通过战投 Ceres Power，已率先入局 SOFC 领域。

风险提示：重卡行业销量不及预期；天然气重卡渗透率不及预期；AIDC 发电业务拓展不及预期；汇率波动风险；海外政策变动风险。

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	215,691	231,809	254,628	285,364	314,240
增长率	0.8%	7.5%	9.8%	12.1%	10.1%
归母净利润（百万元）	11,403	10,931	14,391	17,711	20,747
增长率	26.5%	-4.1%	31.7%	23.1%	17.1%
每股收益（EPS）	1.32	1.27	1.67	2.05	2.40
市盈率（P/E）	20.6	21.5	16.3	13.3	11.3
市净率（P/B）	2.7	2.5	2.3	2.0	1.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

投资要点 5
关键假设 5
区别于市场的观点 5
股价上涨催化剂 5
估值与目标价 6
潍柴动力核心指标概览 7
一、 国内内燃机龙头，拓展 AIDC 发电业务 8
1.1 国内内燃机行业龙头，拓展布局 AIDC 能源解决方案 8
1.2 国资控股保障企业稳健经营 9
1.3 核心动力系统优势稳固，多元业务协同发展 10
1.4 营收增长稳健，经营指标持续向好 11
二、 出口高景气&能源替代助力重卡复苏新周期 15
2.1 重卡呈现周期特征，当前处于出口高景气&能源替代需求下的复苏周期 15
2.2 国内重卡市场相对集中，陕汽集团位列第三 18
2.3 发动机业务为基，多元业务协同发展 18
2.3.1 发动机为核心产品，燃气发动机份额 50%以上 18
2.3.2 控股陕重汽，转型汽车产业链综合供应商 19
2.3.3 其他业务：新能源三电&智慧物流&农业装备多元布局 20
三、 乘 AI 基建浪潮，拓展布局 AIDC 发电市场 24
3.1 AI 浪潮推动全球用电量激增，北美供电呈现短缺态势 24
3.2 并网供电模型拥挤，离网供电方案成为关键补充 25
3.3 大缸径柴发：产品矩阵丰富，借博杜安加速拓展北美市场 27
3.4 往复式燃发：AIDC 主电源补充方案，公司实现北美高端市场突破 29
3.5 PSI 和博杜安助力公司切入北美 AIDC 能源市场 30
3.6 SOFC：战略投资 Ceres Power，率先入局 SOFC 领域 31
四、 盈利预测及估值 34
4.1 关键假设与盈利预测 34
4.2 估值与建议 35
五、 风险提示 36

图表目录

图 1：潍柴动力核心指标概览图 7
图 2：潍柴动力发展历程 8

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：潍柴动力股权结构（截至 2026 年半年报）.....9
图 4：潍柴动力全球化布局.....10
图 5：潍柴动力业务布局.....10
图 6：2018-2026H1 潍柴动力营收及同比增速.....12
图 7：2018-2026H1 潍柴动力归母净利润及同比增速.....12
图 8：2018-2026H1 潍柴动力销售毛利率和净利率情况.....12
图 9：2018-2026H1 潍柴动力各项期间费用率.....12
图 10：2018-2025 潍柴动力分产品营收结构.....13
图 11：2022-2025 潍柴动力分产品毛利率情况.....13
图 12：2018-2025 潍柴动力分区域营收结构.....13
图 13：2018-2025 潍柴动力国内外毛利率情况.....13
图 14：2021-2026H1 潍柴动力资产负债率情况.....14
图 15：2021-2025 年潍柴动力经营性现金流情况.....14
图 16：2005-2025 年重卡周期复盘.....15
图 17：2021-2026 年上半年重卡出口销量及增速.....16
图 18：2021-2026 年上半年重卡能源结构变化.....16
图 19：油气价差与燃气重卡销量相关性分析（上图左轴为价格，元/吨；右轴为 LNG/柴油价格比值）.....17
图 20：重卡头部车企天然气重卡销量情况（万辆）.....18
图 21：重卡头部车企新能源重卡上牌量情况（万辆）.....18
图 22：2025 年多缸柴油机分企业销量及市场份额.....19
图 23：2025 年燃气发动机企业销量及市场份额.....19
图 24：2026 年上半年燃气发动机企业销量及市场份额.....19
图 25：陕重汽股权结构图.....20
图 26：2018-2026 年 7 月陕汽集团重卡销量（右轴：同比增速）.....20
图 27：2021-2025 年陕重汽销量及占比（右轴：陕重汽占集团重卡比重）.....20
图 28：潍柴弗迪烟台产业园.....21
图 29：“智汇”新能源重卡.....21
图 30：凯傲集团全球布局.....21
图 31：潍柴动力智慧物流业务营收（右轴：同比增速）.....22
图 32：潍柴动力智慧物流业务毛利率.....22
图 33：潍柴雷沃业务布局情况.....22
图 34：2022-2025 年潍柴动力农业装备业务营收（右轴：同比增速）.....23
图 35：2022-2025 年农业装备业务毛利率.....23
图 36：全球数据中心总装机量（GW）.....24
图 37：全球数据中心总用电量（TWh）.....24
图 38：全球分地区数据中心装机量（GW）.....24
图 39：全球分地区数据中心用电量（TWh）.....24

下载日志已记录，仅供内部参考

图 40：数据中心并网式与离网式发电对比示例（以绿电为例）.....25
图 41：柴发作为并网式供电的备用电源.....26
图 42：美国从并网申请到商业运营所需的时间中位数（月）.....26
图 43：2024Q1-2026Q2 各整机厂燃气轮机订单情况（MW）.....27
图 44：燃气轮机价格走势（美元/KW）.....27
图 45：2022-2025 年潍柴动力 M 系列大缸径发动机销量（台）.....28
图 46：2020-2025 年潍柴动力 M 系列大缸径发动机收入（亿元）.....28
图 47：博杜安发电机组覆盖功率段.....28
图 48：博杜安全球业务网络.....28
图 49：美国往复式燃气内燃机装机量及增速.....29
图 50：潍柴动力 12M55NG 系列发电用气体发动机.....30
图 51：潍柴燃气发电机组挺进美洲高端市场.....30
图 52：2020-2025 年 PSI 营业收入及同比增速.....30
图 53：2020-2025 年 PSI 净利润及同比增速.....30
图 54：2021-2025 年 PSI 分区域营收结构.....31
图 55：2021-2025 年 PSI 分产品营收结构.....31
图 56：Generac 采用博杜安 M55 系列发动机.....31
图 57：商业&工业板块将成为 Generac 核心增长来源.....31
图 58：固体氧化物燃料电池工作原理示意图.....32
图 59：2030 年全球 SOFC 电力市场预测.....32
图 60：潍柴动力 SOFC 业务布局历程.....32
图 61：潍柴动力与 Ceres 签署制造许可协议.....33
图 62：潍柴动力新一代 SOFC 产品优势.....33

表 1：潍柴动力主要子公司及参股公司.....11
表 2：2026 年老旧营运货车报废更新补贴标准.....17
表 3：重卡主要车企销量及市场份额情况.....18
表 4：美国人工智能数据中心的能源需求（2024-2026 年）.....25
表 5：离网式供电主要发电设备对比.....26
表 6：潍柴动力部分大缸径柴发产品.....27
表 7：博杜安部分数据中心项目案例.....28
表 8：潍柴动力分业务板块拆分.....34
表 9：可比公司估值表.....35

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

关键假设

整车及关键零部件：公司核心业务板块，主要以重卡整车（陕重汽）、动力系统（发动机）等产品为主；未来增长逻辑主要依托两个方面，一是受益于本轮出口高景气&能源替代需求下的重卡复苏周期，带动公司重卡发动机、重卡整车销量提升；二是公司现有业务基础上，横向拓展 AIDC 发电设备，预计在 AI 基建浪潮下，公司柴油发动机、往复式燃气内燃机、SOFC 等新产品将贡献新增量，同时有望带动板块盈利能力向上提升。我们预计 2026-2028 年公司整车及关键零部件营收 1154.7/1385.7/1593.5 亿元，同比+15%/+20%/+15%，对应 2026-2028 年毛利率 18.5%/20.0%/21.0%。

智慧物流业务：公司投资凯傲集团，布局智慧物流业务。参考过去增速表现，2020-2025 年 CAGR 达 7%，预计未来仍将保持较低增速水平。我们预计 2026-2028 年公司智慧物流业务营收 956.3/1004.1/1054.3 亿元，同比+5%/+5%/+5%；业务增速相对平稳，预计盈利能力保持稳定，对应毛利率假设在 27%水平。

农业装备业务：公司通过潍柴雷沃布局农业装备业务。参考过去增速表现，预计未来仍将保持较低增速水平。我们预计 2026-2028 年公司农业装备业务营收 197.3/207.1/217.5 亿元，同比+5%/+5%/+5%；业务增速相对平稳，预计盈利能力保持稳定，对应毛利率假设在 14.5%水平。

其他汽车零部件、其他业务：2025 年其他汽车零部件/其他业务占比分别为 5.1%/4.2%，占比较小。我们预计两项业务将跟随公司整体规模保持稳健增长，且盈利能力保持稳定，预计 2026-2028 年公司其他汽车零部件营收 136.6/150.2/165.3 亿元，同比+15%/+10%/+10%，对应毛利率稳定在 27%；预计其他业务营收 101.4/106.5/111.8 亿元，同比+5%/+5%/+5%，对应毛利率稳定在 18%。

区别于市场的观点

市场认为，公司目前主营业务以重卡整车销售及重卡发动机产品为主，业务整体偏向传统，同时直接受到重卡行业新能源化带来冲击，未来成长性不强。

我们认为，公司未来具备多维成长性：1）针对重卡市场，燃气重卡和新能源重卡作为行业主要能源替代方向，一方面，公司本身就是国内燃气发动机绝对龙头，2025 年销量 10.3 万台、市占率 51.8%，2026 年上半年市占率进一步提升至 53.7%，下游客户覆盖中国重汽、陕汽集团、一汽解放等主流重卡车企；另一方面，面对重卡新能源化，公司已从“产能-产品-配套”全面拓展三电业务布局，2025 年公司新能源动力业务实现营收 30.4 亿元，同比大幅增长 97%。其中，电池销量同比+162%，自主电机销量同比+219%，自主电机控制器销量同比+56%，三电业务增速显著。2）针对新业务领域，公司前瞻把握 AI 基建浪潮，横向拓展 AIDC 能源设备领域，依托原有内燃机领域技术积累，已成功量产柴油发电机、往复式燃气发电机等，同时通过战略投资 Ceres Power，率先入局 SOFC 领域，打开长期成长空间。

股价上涨催化剂

重卡及燃气重卡销量超预期；AIDC 发电设备订单超预期；公司收入、利润表现超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

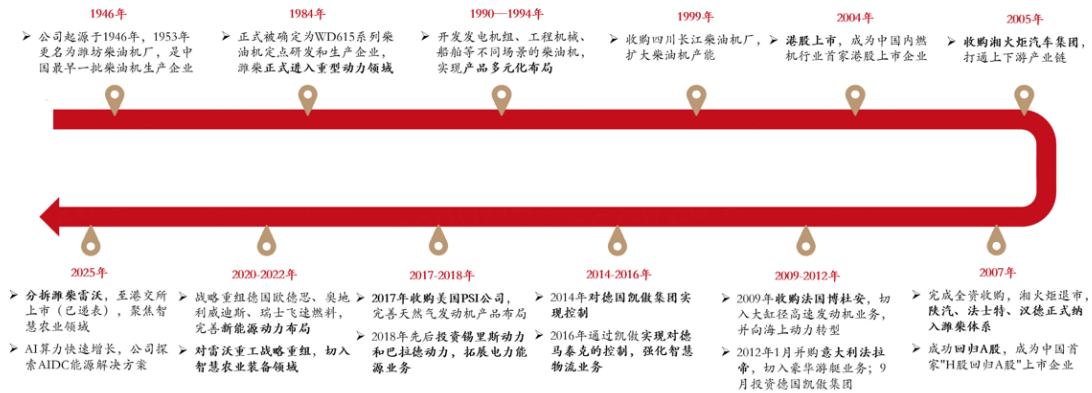
估值与目标价

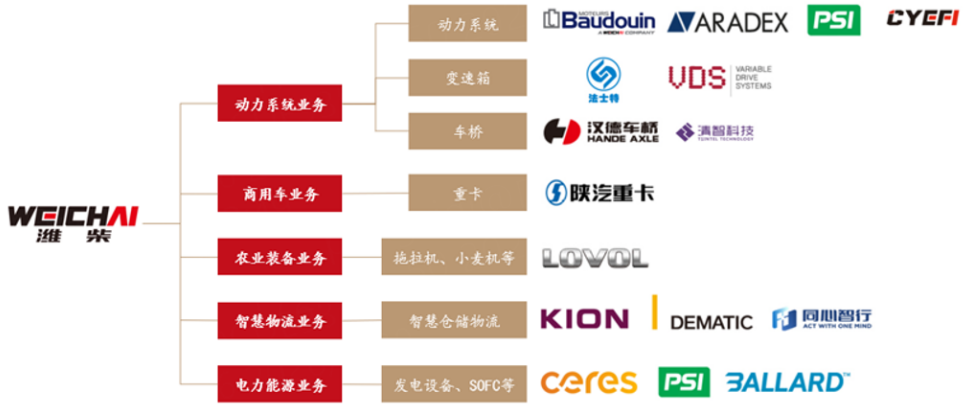
我们预计 2026-2028 年公司营收 2546.3/2853.6/3142.4 亿元，同比+9.8%/+12.1%/+10.1%，归母净利润 143.9/177.1/207.5 亿元，同比+31.7%/+23.1%/+17.1%，对应当前 PE16.2/13.2/11.3X。我们选取国内两家 AIDC 发电设备厂商杰瑞股份、动力新科，以及国内重卡龙头中国重汽作为可比公司，三家可比公司 2026-2028 年 PE 均值 24.0/13.4/9.7X（估值日期：2026 年 9 月 22 日）。

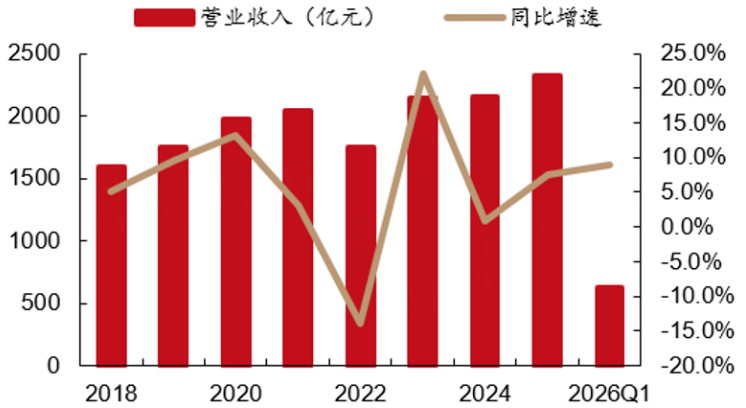
公司是国内燃机行业龙头，历经多轮收并购，持续拓展业务版图，从单一发动机制造商逐步转型成为“发动机+整车+零部件”的汽车产业链综合供应商。同时，公司持续深化“动力系统+多元产业”战略，乘 AI 基建浪潮，拓展布局 AIDC 能源解决方案，打造新成长曲线，进一步打开公司营收&估值天花板。首次覆盖，给予“买入”评级。

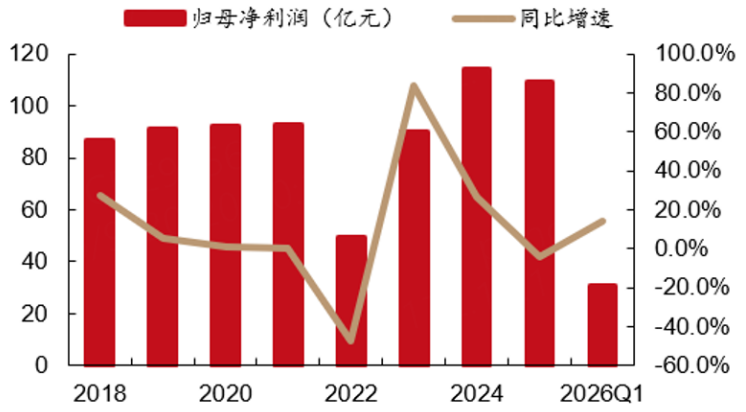
潍柴动力核心指标概览

图 1：潍柴动力核心指标概览图









资料来源：潍柴动力官网，《潍柴动力股份有限公司换股吸收合并湘火炬汽车股份有限公司暨湘火炬汽车股份有限公司股权分置改革方案实施公告》，经济日报，每经网，中国卡车网，中国商用汽车网，潍柴动力 2025 年年报，iFind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

一、国内内燃机龙头，拓展AIDC发电业务

1.1 国内内燃机行业龙头，拓展布局AIDC能源解决方案

公司是国内燃机行业龙头，历经多轮收并购，持续拓展业务版图。潍柴动力前身始建于1946 年，是中国最早一批柴油机生产企业之一，经过多年自主研发，于 1984 年正式确定为 WD615 系列柴油机定点研发和生产企业，正式进入重型动力领域。1990-1994 年，公司持续拓展应用场景，陆续开发发电机组、工程机械、船舶等领域产品，实现动力产品多元化布局。1999 年，公司收购四川长江柴油机厂，进一步扩大柴油机产能规模；2004 年，公司完成港股上市，成为国内燃机行业首家港股上市企业，为后续资本运作和产业扩张奠定基础。2005 年，公司启动对湘火炬汽车集团的收购，通过整合陕重汽、法士特、汉德车桥等优质资产，向下游整车及零部件领域延伸，推动公司由单一发动机制造商向“发动机+整车+零部件”的汽车产业链综合供应商转型。

持续深化“动力系统+多元产业”战略，乘 AI 基建浪潮，拓展布局 AIDC 能源解决方案。2009 年，公司收购法国博杜安，切入大缸径高速发动机领域，进一步完善动力产品矩阵；2012 年，公司投资德国凯傲集团，并于 2016 年通过凯傲集团实现对德马泰克的控制，进入智慧物流装备领域，推动业务由传统动力向高端装备延伸。2017-2018 年，公司持续强化新能源及动力技术储备，先后投资美国 PSI、英国锡里斯动力和巴拉德动力，完善天然气发动机、燃料电池等新兴业务领域布局。2020-2021 年，公司战略重组德国欧德思与奥地利威迪斯，补充新能源电机电控核心技术。2021 年对雷沃重工进行重组，切入智慧农业设备领域，进一步拓宽业务应用场景。近年来，伴随 AI 算力基础设施快速发展，公司积极探索 AIDC 能源解决方案，布局大功率动力设备及发电业务。目前，公司已形成动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力能源五大业务板块，业务结构持续优化，产业协同能力不断增强，进一步打开公司长期成长空间。

图 2：潍柴动力发展历程



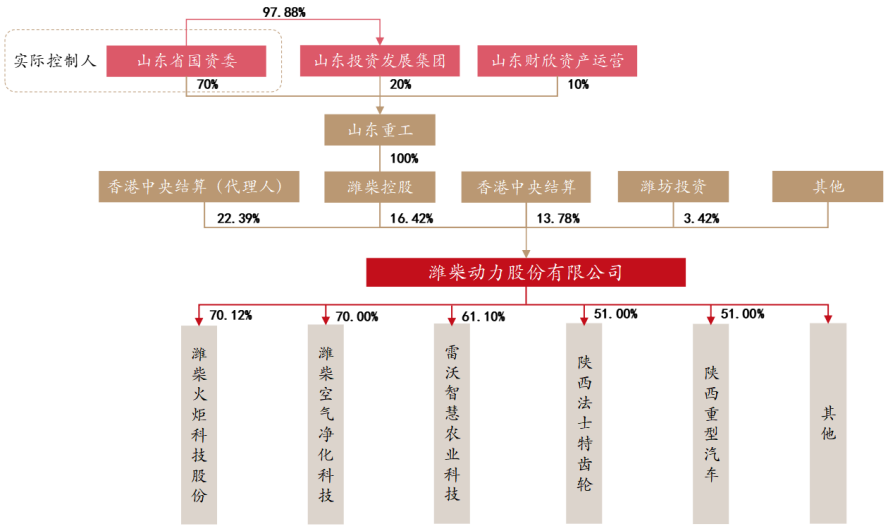
资料来源：潍柴动力官网，潍柴动力相关公告，中国卡车网，中国商用汽车网，《潍柴动力股份有限公司换股吸收合并湘火炬汽车股份有限公司暨湘火炬汽车股份有限公司股权分置改革方案实施公告》，经济日报，每经网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 国资控股保障企业稳健经营

公司实际控制人为山东省国资委，保障企业稳健经营。截至 2026 年半年报，山东重工通过潍柴控股集团持有公司 16.42%股权（山东重工持有潍柴控股集团 100%股权），而山东省国资委通过持有山东重工合计 89.6%股权，实现对公司的实际控制，同时背靠国资也确保了公司的稳健经营。此外，截至 2026 年半年报，香港中央结算代理人有限公司和香港中央结算有限公司分别持有公司 22.39%和 13.78%股权，潍坊市投资集团持有 3.42%股权，共同构成公司主要股东。

图 3：潍柴动力股权结构（截至 2026 年半年报）



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

国际化战略稳步推进，目标成为全系列、全领域动力系统解决方案的全球提供商。公司在全球化布局方面，核心聚焦三大方略：**1）出口贸易引领：**公司拥有动力总成、整车整机、液压控制和汽车零部件四大业务板块，在 30 多个国家建立了办事处，发展了 300 余家授权服务站，产品销往全球五大洲 180 多个国家和地区，分子公司遍及欧洲、北美、东南亚等地区；**2）跨国并购提速：**2009 年以来，公司积极投资整合全球优势产业和技术资源，在全球范围内扩展产业链，先后并购法国博杜安、德国凯傲、林德液压等公司；**3）当地制造落地：**公司抢抓国家“一带一路”和国际产能合作战略机遇，已在印度、白俄罗斯等地区建设生产基地，实现资本输出+技术输出的本地化发展；在缅甸、埃塞等国家实现技术输出、产能合作，实现“技术+品牌”输出为特点的轻资产本地化合作模式，同时，依托潍柴北美公司，研发、制造符合全球排放标准要求的产品，倒逼技术的快速升级，逐步走向高端市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：潍柴动力全球化布局

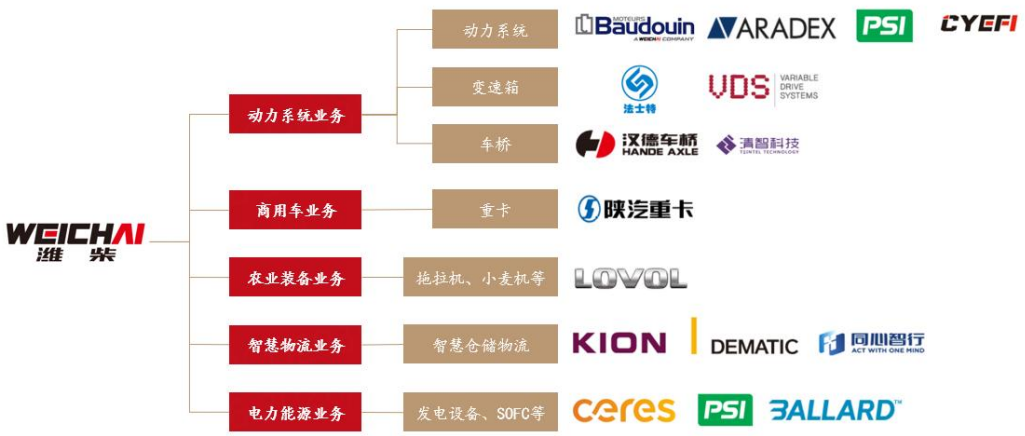


资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

1.3 核心动力系统优势稳固，多元业务协同发展

核心动力系统竞争优势稳固，多元拓展业务边界。公司是中国综合实力最强的汽车及装备制造产业集团之一，主要产品包括全系列全领域发动机、新能源动力系统及零部件、变速箱、车桥、液压产品、重型汽车、叉车、供应链解决方案、农业装备、汽车电子及零部件等，“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡“、”潍柴雷沃智慧农业装备“等深得客户信赖，形成了品牌集群效应。其中，发动机作为公司核心竞争优势，国内在潍坊、扬州、重庆均已部署生产基地，标准生产能力达 102 万台/年。同时，公司把握 AI 基建浪潮，加快发电产品技术研发、市场布局，目前核心业务已覆盖发电设备、固体氧化物燃料电池（SOFC）等，广泛应用于数据中心、油田矿山、工业园区等关键细分场景。

图 5：潍柴动力业务布局



资料来源：潍柴动力官网，潍柴动力 2025 年年报，西部证券研发中心

公司旗下产业资源丰富，多元业务协同助力长期发展。动力系统业务作为公司核心业务，

下载日志已记录，仅供内部参考

覆盖发动机、变速器、车桥等关键零部件领域，形成“发动机+变速器+车桥”的重型商用车动力总成商业模式。商用车业务方面，公司依托陕西重汽完善重卡整车布局，实现动力系统与整车制造协同发展。农业装备业务方面，公司通过雷沃智慧农业切入拖拉机、小麦机等农业机械领域，拓展装备制造应用场景。智慧物流业务方面，公司借助凯傲集团、德马泰克等海外资源，布局叉车及智能仓储物流设备。此外，公司积极布局电力能源业务，通过对锡里斯动力的投资，布局氢燃料电池和 SOFC 等技术，探索新能源及 AIDC 能源解决方案；通过投资 PSI 助力公司燃气发电业务打开北美市场。多元业务协同布局有望打破公司在单一业务周期约束，持续打开长期增长空间。

表 1：潍柴动力主要子公司及参股公司

公司名称	股权占比	核心业务	介绍
陕西重型汽车有限公司	51%	商用车	2005 年加入潍柴，产品覆盖重型卡车、重型车桥及汽车后市场等领域
陕西法士特齿轮有限责任公司	51%	变速箱	2005 年加入潍柴，产品覆盖汽车变速器、液力缓速器、离合器、汽车齿轮等
陕西汉德车桥有限公司	97%	车桥	2005 年加入潍柴，产品涵盖重、中型卡车桥，电动车桥，工程车桥，客车桥四大系列共 96 个品种
潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司	61%	农业装备	2021 年加入潍柴，聚焦智能农机与智慧农业两大战略业务
潍柴新能源动力科技有限公司	70%	电驱动系统	2017 年成立，致力于支持集团内新能源整车整机战略落地，以电驱动总成为核心业务
清智汽车科技（苏州）有限公司	74%	智能化	2019 年加入潍柴，定位于先进驾驶辅助系统（ADAS）与线控底盘、L4 级自动驾驶解决方案应用业务
潍柴火炬科技股份有限公司	70%	火花塞	2005 年加入潍柴，以生产多品种、多领域的火花塞为主，同时自主研发、制造高压线、点火线圈
潍柴液压传动有限公司	51%	液压动力系统	2014 年成立，为工程机械、农机等移动机械提供成套的液压动力总成系统解决方案
Power Solutions International	46%	发动机	2017 年加入潍柴，美国多燃料动力与燃气发电企业，核心受益北美 AIDC 基建热潮
KION Group AG	47%	叉车	2012 年加入潍柴，是全球知名叉车制造及供应链解决方案供应商，欧洲第一大、世界第二大工业车辆制造商
Ceres Power	20%	SOFC	2018 年携手潍柴（参股公司），英国固体氧化物燃料电池（SOFC）企业

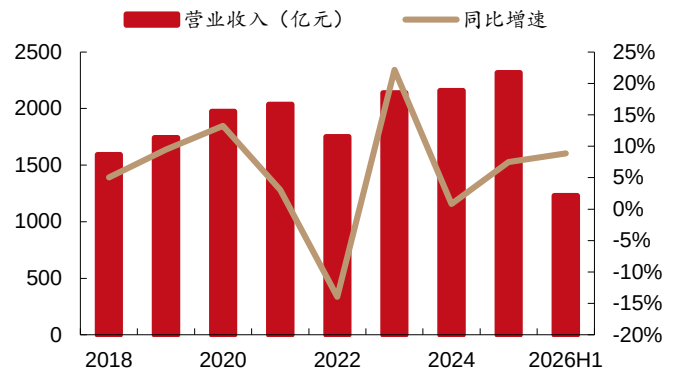
资料来源：潍柴动力官网，企查查，同花顺，大众网潍坊报道，每经网，潍柴动力 2025 年年报，Wind，西部证券研发中心

1.4 营收增长稳健，经营指标持续向好

公司营收多年呈现稳步增长，利润规模同步提升。从收入端来看，2018 年以来，除 2022 年受重卡行业需求走弱&外部环境冲击影响导致营收规模下滑之外，公司营收整体保持逐年增长，从 2018 年 1593 亿元增长至 2025 年 2318 亿元，2018-2025 年 CAGR 达 5.5%，对应归母净利润规模从 86.6 亿元提升至 109.3 亿元，2018-2025 年 CAGR 达 3.4%。2026 年上半年，公司实现营收/归母净利润 1231.6/77 亿元，同比+8.9%/36.5%，保持稳健增长。

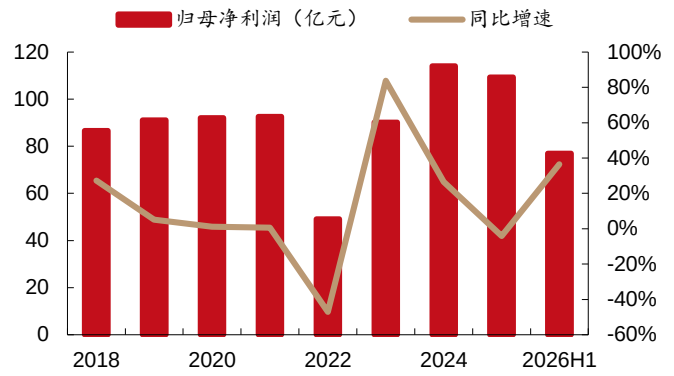
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：2018-2026H1 潍柴动力营收及同比增速



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

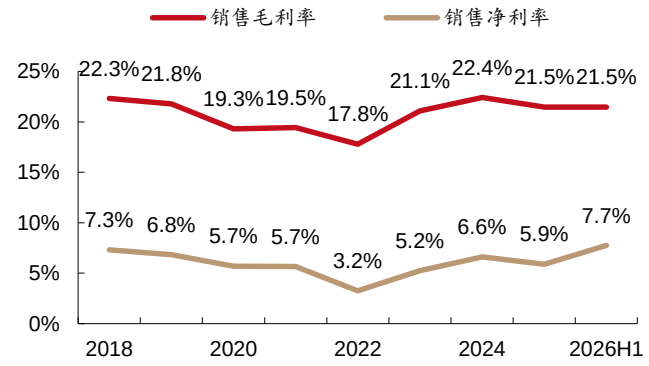
图 7：2018-2026H1 潍柴动力归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

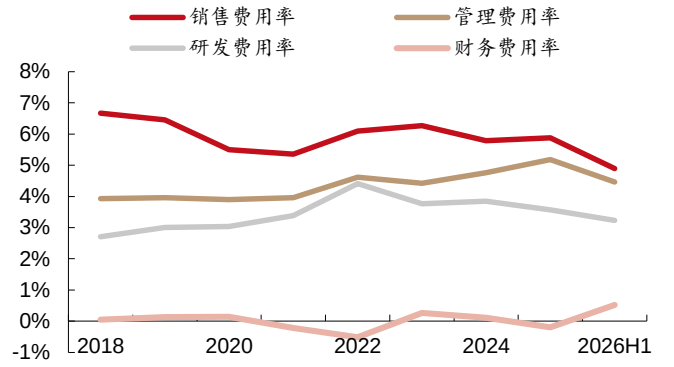
2022 年以来，净利率稳步回升，内部费用控制优化。2022 年面对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力和地缘政治冲突等超预期因素影响下，公司销售毛利率/净利率降至 17.8%/3.2%，为近年来低点。2023 年以来，在国内经济逐步复苏、出口市场表现亮眼等多重利好推动下，公司抢抓国内国际市场机遇，持续推动结构调整、转型升级、降本增效，自身盈利性实现快速修复，毛利率多年稳定在 21%以上，净利率趋势向上，2025 年和 2026 年上半年分别为 5.9%/7.7%。费用端来看，2026 年上半年公司销售/管理/研发费用率分别为 4.9%/4.5%/3.2%，较 2025 年全年下降 1.0/0.7/0.3pcts，各项期间费用优化明显。

图 8：2018-2026H1 潍柴动力销售毛利率和净利率情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 9：2018-2026H1 潍柴动力各项期间费用率

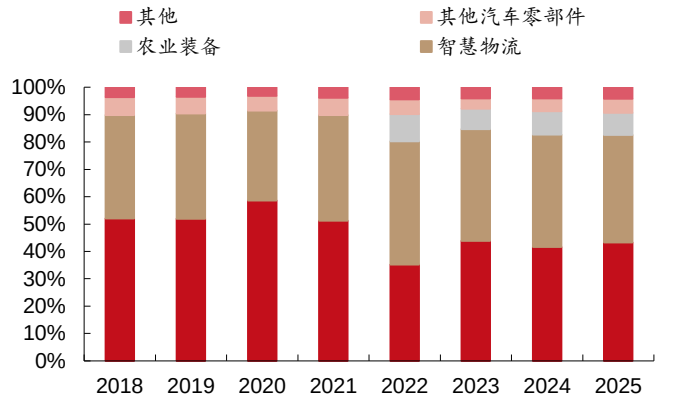


资料来源：同花顺，西部证券研发中心

分产品来看，公司核心业务为整车及关键零部件、智慧物流，二者营收占比合计超 80%。农业装备作为公司近年新拓展的业务领域，营收占比在 8%左右。2025 年整车及关键零部件、智慧物流、农业装备营收占比分别为 43.3%、39.3%和 8.1%。盈利能力方面，公司各业务板块盈利性差异较大，2025 年整车及关键零部件、智慧物流、农业装备毛利率分别为 17.9%、26.6%、14.3%，同比-1.6/-0.3/+1.0pcts。

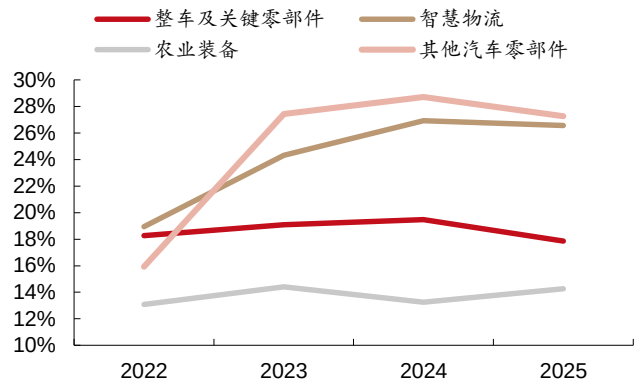
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：2018-2025 潍柴动力分产品营收结构



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

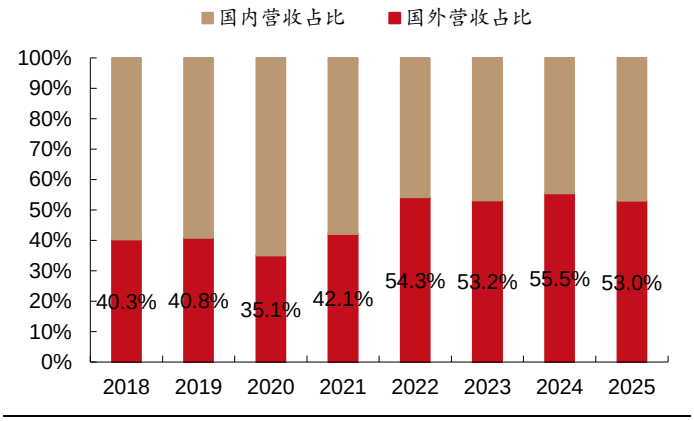
图 11：2022-2025 潍柴动力分产品毛利率情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

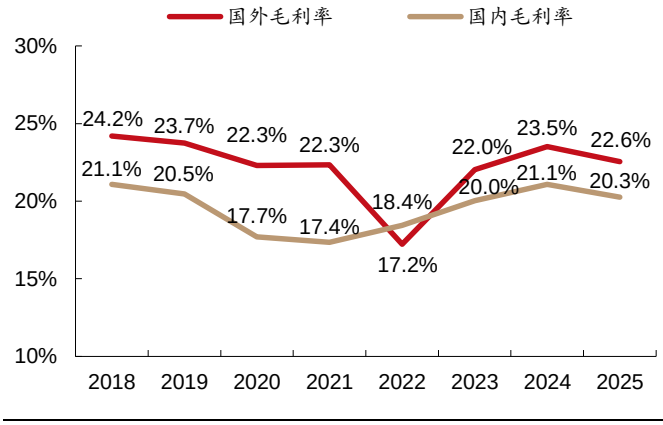
海外营收占比高于国内，且盈利性优于国内。公司持续推进全球化战略布局，2022 年海外营收占比超过国内，占比达 54.3%，并在此后几年保持结构稳定。盈利能力方面，除 2022 年受全球原材料及能源价格上涨、供应链紧张及地缘政治冲突等因素影响，导致海外子公司成本同比明显提升，毛利率出现大幅下滑之外，其余年份国外毛利率均优于国内毛利率，2023/2024/2025 年国外毛利率分别高出国内毛利率 2.0/2.4/2.3pcts。

图 12：2018-2025 潍柴动力分区域营收结构



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 13：2018-2025 潍柴动力国内外毛利率情况

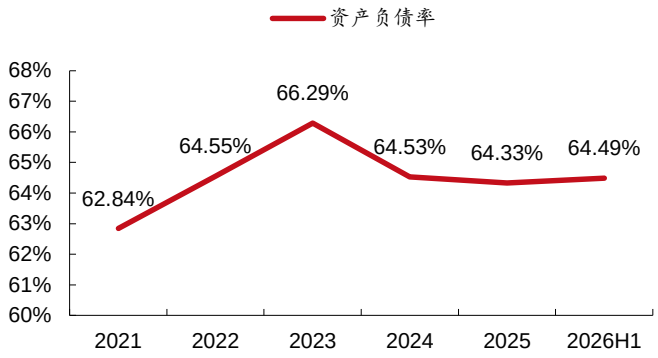


资料来源：同花顺，西部证券研发中心

公司资产负债率稳定在合理区间，经营性现金流情况良好。2021-2026H1，公司资产负债率在 2023 年达到阶段高点后逐步回落，杠杆水平持续优化，资产负债率保持在 64%水平。现金流方面，除 2022 年受阶段性经营因素影响出现短期波动外，经营活动产生的现金流量净额近三年表现良好，2025 年达到 286.82 亿元，同比+9.9%。

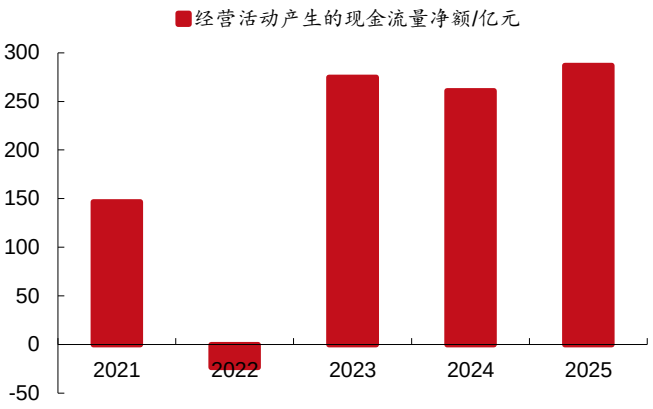
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：2021-2026H1 潍柴动力资产负债率情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心

图 15：2021-2025 年潍柴动力经营性现金流情况



资料来源：同花顺，西部证券研发中心



下载日志已记录，仅供内部参考

二、出口高景气&能源替代助力重卡复苏新周期

2.1 重卡呈现周期特征，当前处于出口高景气&能源替代需求下的复苏周期

重卡行业销量周期特征明显，与宏观经济政策、地产基建景气度及排放标准升级强相关。复盘过往二十年，我国重卡销量表现大致可分为四个阶段：

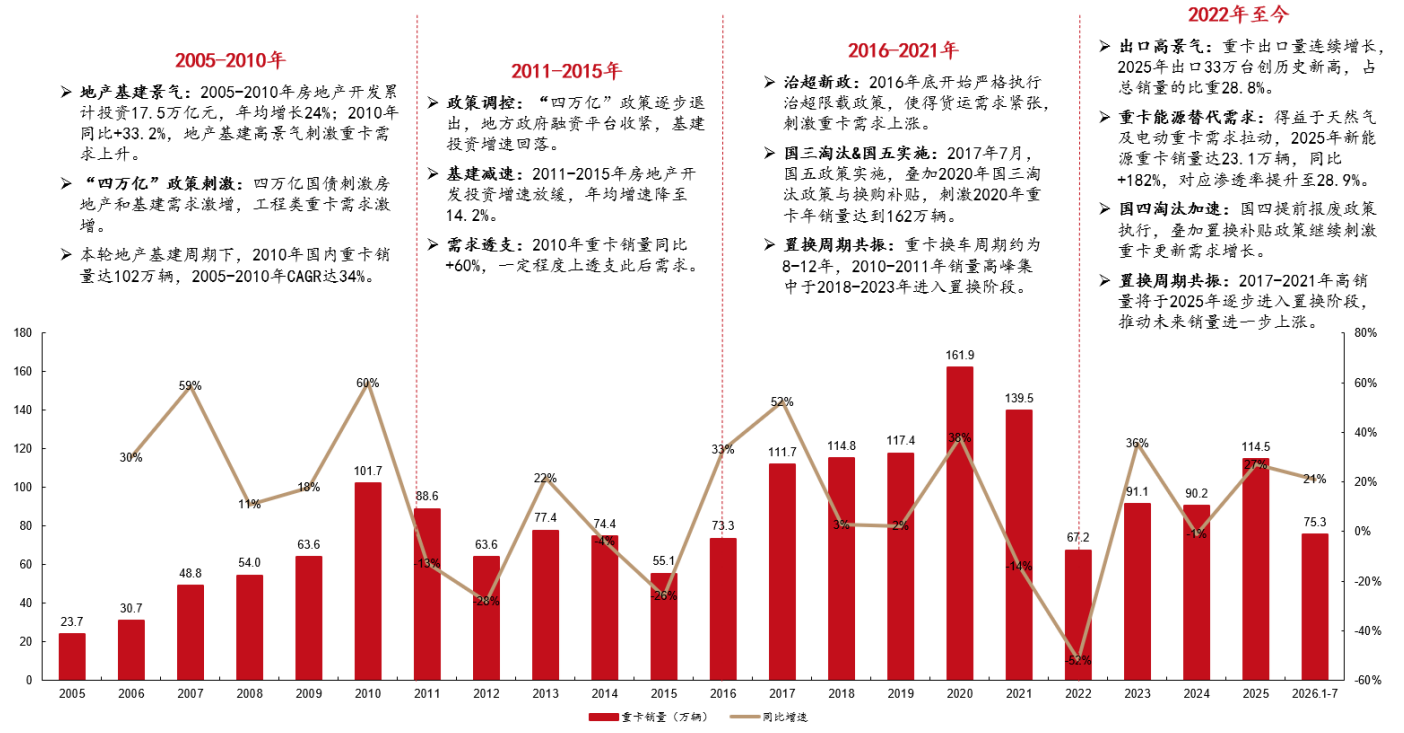
第一阶段 2005-2010 年：地产基建高景气度下的上行周期。2005-2010 年国内房地产开发累计投资 17.5 万亿元，年均增长 24%，叠加 2008 年出台的“四万亿”政策驱动，重卡行业进入稳健上行周期，国内重卡销量从 2005 年 23.7 万辆增长至 2010 年的 101.7 万辆，2005-2010 年 CAGR 达 34%。

第二阶段 2011-2015 年：基建减速&政策退坡下的下行周期。伴随“四万亿”政策逐步退出，地方政府融资平台收紧，国内基建投资增速回落。2011-2015 年房地产开发年均增速降至 14.2%，同时叠加 2010、2011 年销量高基数影响，此后几年国内重卡销量相对低迷。

第三阶段 2016-2021 年：治超新政叠加政策切换补贴下的上行周期。2016 年治超新政实施后，单车运力大幅降低，导致行业用车需求上涨；2017 年 7 月，国五政策实施，2020 年国三车型集中淘汰，重卡行业置换加速。2017-2021 年，国内重卡年销量稳定在 110 万辆以上，其中 2020 年达到近二十年峰值 162 万辆。

第四阶段 2022 年至今：出口高景气&能源替代需求下的复苏周期。2022 年，国内重卡受此前需求透支、全球疫情冲击、宏观经济下行等多因素影响，全年销量 67 万辆，同比-52%，出现断崖式下滑。此后，国内重卡强势“出海”、天然气重卡&新能源重卡替代需求加速，重卡市场进入新一轮修复周期。截至 2025 年，国内重卡销量再次突破 110 万辆。

图 16：2005-2025 年重卡周期复盘



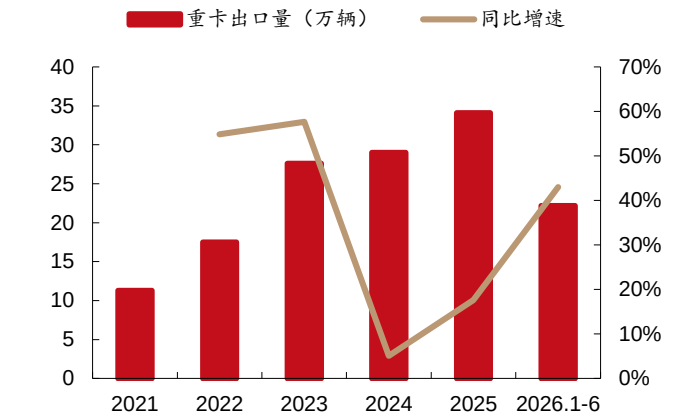
资料来源：同花顺，卡车网，智通财经网，中国汽车工业协会网站，中国商用汽车网，我的钢铁网，中润润滑油网，爱采购网站，国家发展和改革委员会，交通运输部，工业和信息化部，中国政府网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

重卡出口为本轮复苏周期主要驱动力。得益于东南亚、中东及非洲等地区基建投入加大，全球物流需求增加以及矿山改造带来的专用车辆更新换代，在多重需求因素影响下，国内重卡出口 2021 年以来始终保持正增长，近年来呈现出口加速态势。2025 年，国内重卡出口销量达 34 万辆，同比+18%，2021-2025 年 CAGR 达 32%。2026 年上半年，国内重卡出口销量达 22.2 万辆，同比+43%，继续保持高速增长。

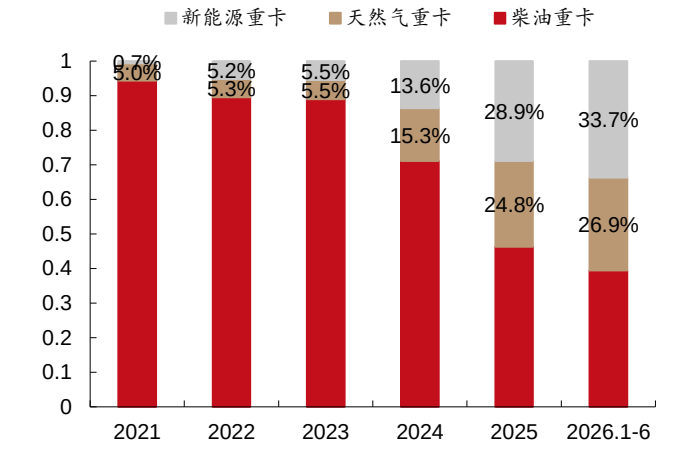
天然气重卡&新能源重卡为本轮置换主要方向，与柴油重卡比重趋于均衡。近年来，得益于新能源重卡的政策扶持&技术日益成熟、油气价差下带来的燃气重卡成本优势，二者渗透率在重卡行业加速提升。截至 2026 年上半年，国内新能源重卡/燃气重卡渗透率分别提升至 33.7%/26.9%，较 2025 年全年稳步提升；柴油重卡占比下降至 39.4%，三种能源类型占比趋于均衡。

图 17：2021-2026 年上半年重卡出口销量及增速



资料来源：科瑞咨询，西部证券研发中心

图 18：2021-2026 年上半年重卡能源结构变化

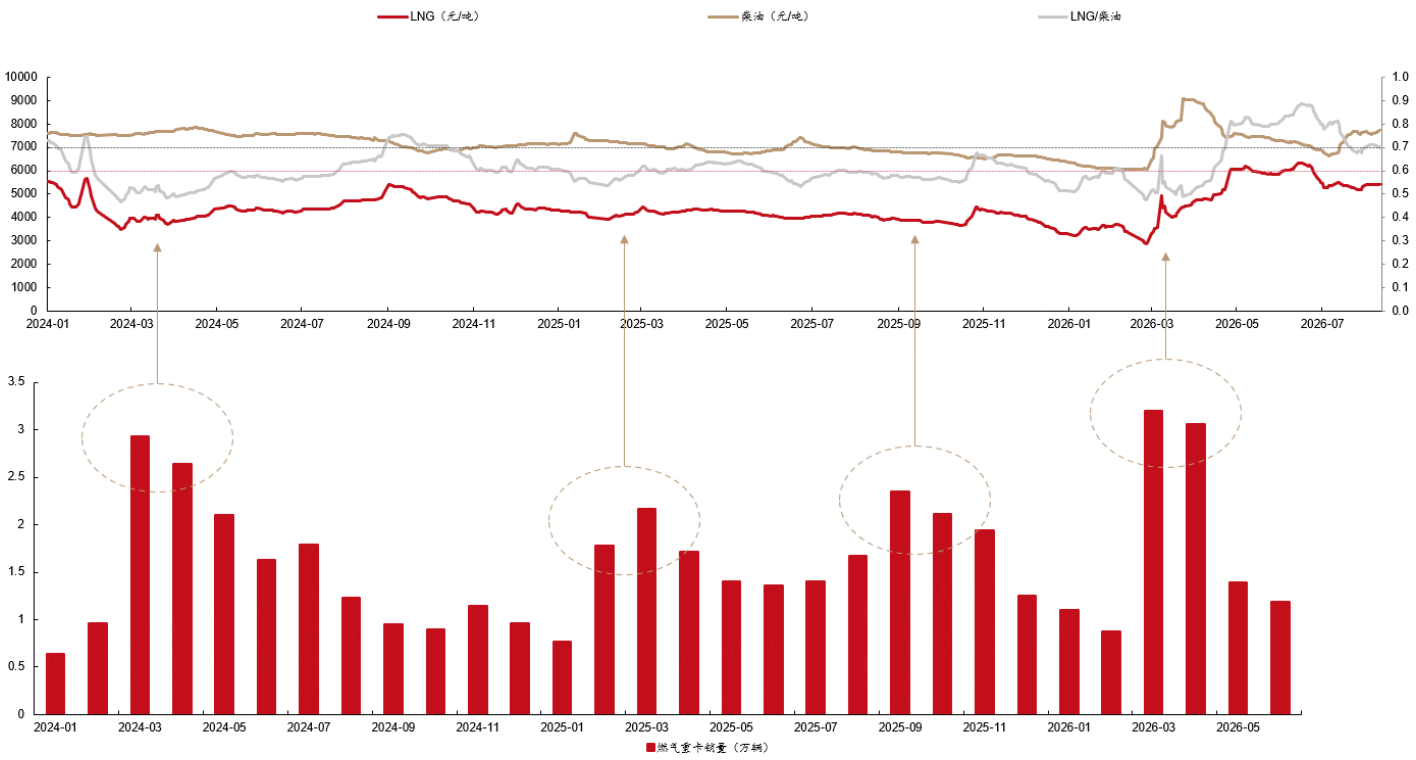


资料来源：第一商用车网，西部证券研发中心

油气价差是制约燃气重卡换代的主要因素。复盘 2024 年以来燃气重卡销量走势，当 LNG/柴油系数小于 0.6 时，对应月份燃气重卡销量表现相对较好；当 LNG/柴油系数大于 0.7 时，天然气成本优势弱化，对应月份燃气重卡销量相对低迷。2026 年 Q2 以来，受中东地缘冲突因素影响，LNG 价格持续走高，单吨价格最高涨至 6300 元以上，较年初低点上涨近一倍，对应 5 月燃气重卡销量出现大幅下滑。目前，LNG 价格已从年内高点明显回落，有望刺激燃气重卡销量稳步回升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：油气价差与燃气重卡销量相关性分析（上图左轴为价格，元/吨；右轴为 LNG/柴油价格比值）



资料来源：iFind，第一商用车网，西部证券研发中心

报废周期叠加补贴政策充分释放置换需求，有望带动重卡内需向上。2017-2021 年国内重卡年销量规模始终处于百万辆以上，这一部分存量基数有望陆续进入置换窗口期。2026 年 3 月，交通运输部、国家发改委发布《关于 2026 年实施老旧营运货车报废更新的通知》，为加快报废高耗能高排放老旧货车，对国三、国四排放标准的老旧营运货车报废更新给予补贴，优先支持更新为电动货车。对报废老旧营运货车、报废并更新购置国六排放标准货车或新能源货车、仅新购符合条件的新能源货车，按照报废车辆类型、报废时间和新购置车辆动力类型等，实施差别化补贴标准。其中提前报废重型营运货车最高可补贴 4.5 万元/辆，报废并新购国六排放标准营运货车、新能源营运货车最高可分别再补贴 6.5/9.5 万元/辆。

表 2：2026 年老旧营运货车报废更新补贴标准

车辆类型	距离强制报废时间	补贴标准
中型	满 1 年（含）不足 2 年	1 万元/辆
	满 2 年（含）不足 4 年	1.8 万元/辆
	满 4 年（含）以上	2.5 万元/辆
重型	满 1 年（含）不足 2 年	1.2 万元/辆
	满 2 年（含）不足 4 年	3.5 万元/辆
	满 4 年（含）以上	4.5 万元/辆

车辆类型		新购国六营运货车补贴标准	新购新能源营运货车补贴标准
中型	-	2.5 万元/辆	3.5 万元/辆
重型	2 轴	4 万元/辆	7 万元/辆
	3 轴	5.5 万元/辆	8.5 万元/辆
	4 轴及以上	6.5 万元/辆	9.5 万元/辆

资料来源：中国政府官网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 国内重卡市场相对集中，陕汽集团位列第三

国内重卡市场相对集中，中国重汽稳坐龙头，陕汽集团位列第三。从国内重卡竞争格局来看，五大车企占据市场近 90%市场份额，其中中国重汽市占率领先，2026 年 1-7 月实现销量 21.9 万辆，同比+27%，市占率达 29.4%，较去年全年有所提升。此外，一汽解放、陕汽集团、东风公司、福田汽车市占率分别为 17.0%、14.9%、14.2%、13.7%。

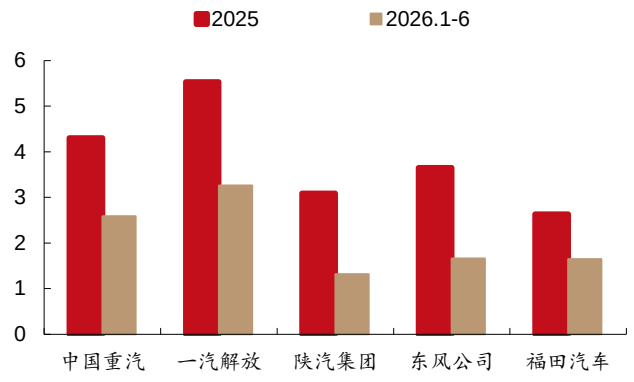
表 3：重卡主要车企销量及市场份额情况

车企名称	2025 年销量（万辆）	同比	占比	2026 年 1-7 月销量（万辆）	同比	占比
中国重汽	30.5	24%	26.6%	21.9	27%	29.4%
一汽解放	21.6	18%	18.8%	12.6	10%	17.0%
陕汽集团	18.4	22%	16.1%	11.1	9%	14.9%
东风公司	18.2	25%	15.8%	10.6	5%	14.2%
福田汽车	14.2	104%	12.4%	10.2	31%	13.7%
其他	11.7	-	10.3%	8.1	-	10.8%
合计	115	27%	100%	74.5	19%	100%

资料来源：第一商用车网，iFind，西部证券研发中心

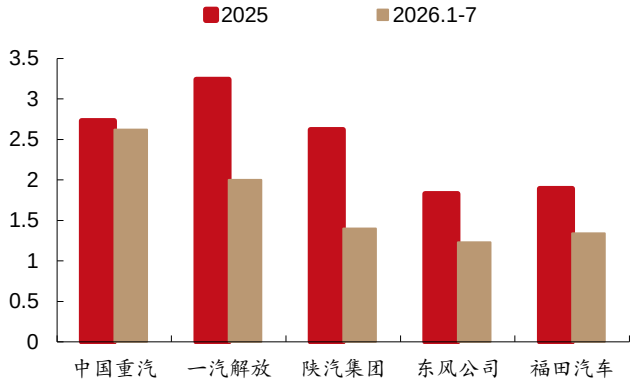
区分能源形式来看，一汽解放燃气重卡销量相对领先，2025 年/2026 年 H1 分别实现销量 5.5/3.3 万辆；在新能源重卡方面，中国重汽 2026 年 H1 反超一汽解放，实现销量 2.6 万辆。2026 年 H1，陕汽集团燃气重卡、新能源重卡分别实现销量 1.3、1.4 万辆，分别位列第五、第三。

图 20：重卡头部车企天然气重卡销量情况（万辆）



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 21：重卡头部车企新能源重卡上牌量情况（万辆）



资料来源：iFind，西部证券研发中心

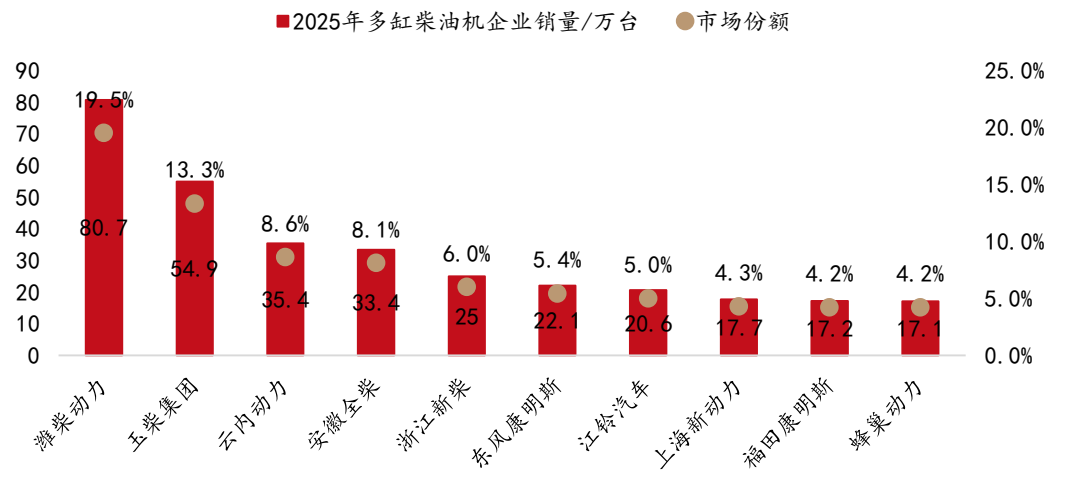
2.3 发动机业务为基，多元业务协同发展

2.3.1 发动机为核心产品，燃气发动机份额50%以上

公司以发动机为核心产品，多缸柴油机市占率国内领先。2025 年，公司实现多缸柴油机销量 80.7 万台，国内市占率达 19.5%，同比+0.9pcts，保持国内领先。玉柴集团实现销量 54.9 万台，国内市占率 13.3%，位列行业第二，与公司在销量规模上存在差距。

下载日志已记录，仅供内部参考

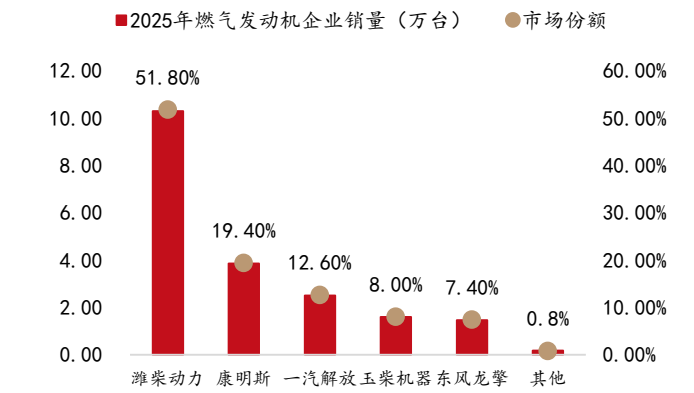
图 22：2025 年多缸柴油机分企业销量及市场份额



资料来源：方得网，西部证券研发中心

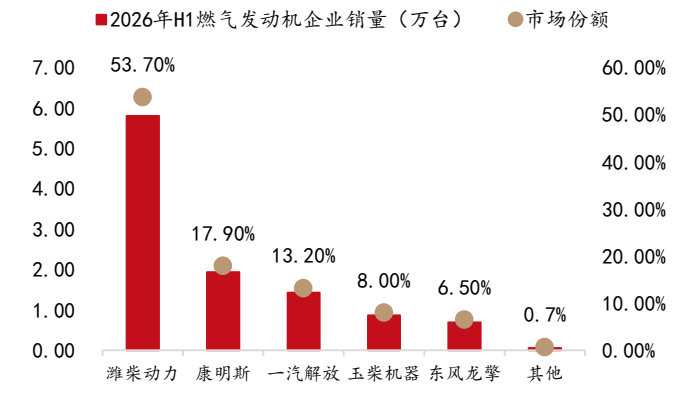
燃气发动机占据国内主导地位，市场份额稳定在 50%以上。公司在燃气发动机领域优势显著，下游客户覆盖中国重汽、陕汽集团、一汽解放等。2025 年，公司实现销量 10.3 万台，市占率达 51.8%，第二名康明斯销量仅 3.85 万台，市占率为 19.4%；2026 年 H1，公司竞争优势持续巩固，燃气发动机实现销量 5.8 万台，市占率提升至 53.7%，第二名康明斯销量 1.94 万台，市占率下降至 17.9%。

图 23：2025 年燃气发动机企业销量及市场份额



资料来源：第一商用车网，西部证券研发中心

图 24：2026 年上半年燃气发动机企业销量及市场份额



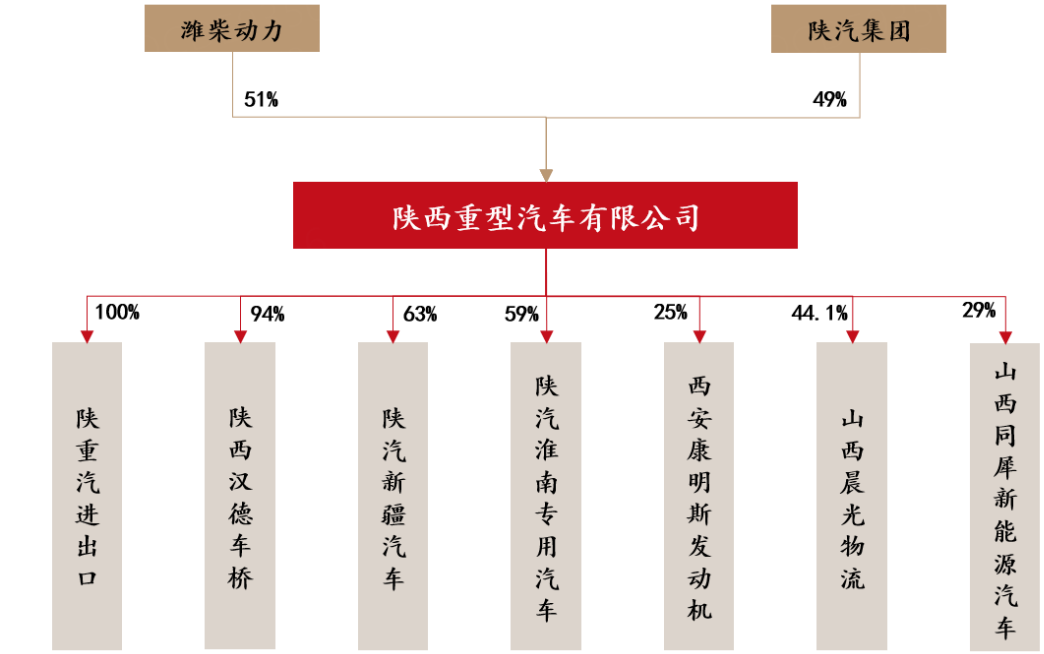
资料来源：第一商用车网，西部证券研发中心

2.3.2 控股陕重汽，转型汽车产业链综合供应商

公司通过收购湘火炬，取得陕重汽控股权。2005 年，公司启动对湘火炬汽车集团的收购，2007 年正式完成其全资收购，正式取得陕重汽 51%的股权，同时实现对陕重汽、法士特、汉德车桥等优质资产的整合，从单一发动机制造商向“发动机+整车+零部件”的汽车产业链综合供应商转型。

下载日志已记录，仅供内部参考

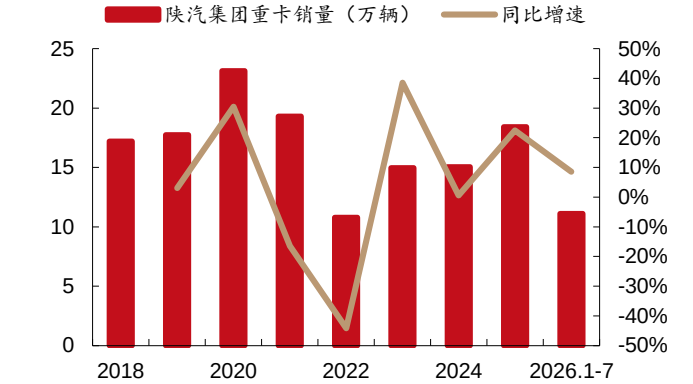
图 25：陕重汽股权结构图



资料来源：iFind，西部证券研发中心

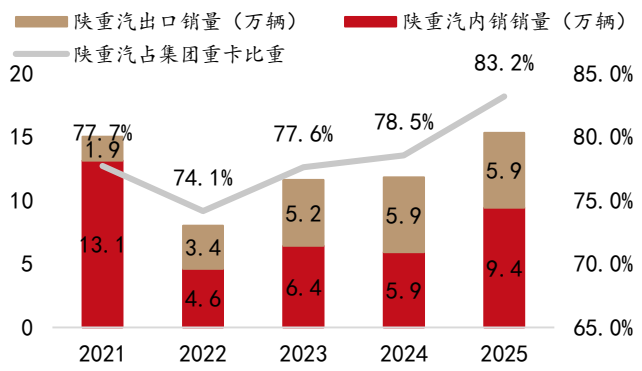
陕重汽为陕汽集团重卡支柱，2025 年销量占比超 80%。受益于本轮重卡行业复苏周期，2022 年以来，陕汽集团始终保持正增长，2025 年实现重卡销量 18.4 万辆，同比+22%，其中陕重汽销量占比为 83%，为 2021 年以来首次占比突破 80%；2025 年陕重汽实现销量为 15.3 万辆，同比+29.4%，主要得益于内销恢复的拉动。

图 26：2018-2026 年 7 月陕汽集团重卡销量（右轴：同比增速）



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 27：2021-2025 年陕重汽销量及占比（右轴：陕重汽占集团重卡比重）



资料来源：2021-2025 年潍柴动力年度报告，西部证券研发中心

2.3.3 其他业务：新能源三电&智慧物流&农业装备多元布局

“产能-产品-配套”全面拓展三电业务布局，应对行业新能源转型升级。2025 年公司新能源动力业务实现营收 30.4 亿元，同比大幅增长 97%。其中，电池销量同比+162%，自主电机销量同比+219%，自主电机控制器销量同比+56%，三电业务高速放量。产能端，潍柴弗迪烟台产业园于 2025 年 3 月实现首台产品下线，一期项目已投产，三期全部达产后可形成 50GWh 动力电池、50 万台扁线电机、40 万台电控、5 万台电驱总成的完整产能集

下载日志已记录，仅供内部参考

群。产品矩阵层面，公司自研推出 600 度重卡底置电池、140 度轻卡快充电池及矿卡专用增程器等差异化产品。配套端，子公司陕重汽推出“智汇”新能源重卡品牌，搭载“潍柴刀片电池+法士特 AMT+汉德电驱桥”一体化电动动力链，实现动力系统自主可控。完整的产能储备、全场景三电产品与集团整车协同优势将持续巩固公司电动化壁垒，应对国内新能源重卡转型升级。

图 28：潍柴弗迪烟台产业园



资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

图 29：“智汇”新能源重卡



资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

公司投资凯傲集团，入局智慧物流业务。公司于 2012 年投资凯傲集团（KION Group），并于 2014 年实现对凯傲集团的控制。2016 年，潍柴助力凯傲并购美国德马泰克，进一步扩大公司在工业自动化和数字化领域的领先优势。作为潍柴动力核心海外子公司，凯傲集团是欧洲第一大、世界第二大工业车辆制造商，业务范围覆盖叉车、仓储技术设备及集成自动化系统。凯傲拥有德马泰克、林德、斯蒂尔、宝骊等国际知名品牌，业务遍布全球 100 多个国家和地区，产品矩阵布局完善，涵盖内燃型、电动平衡重式叉车及多品类仓储专用叉车，可适配多元化作业场景需求。

图 30：凯傲集团全球布局



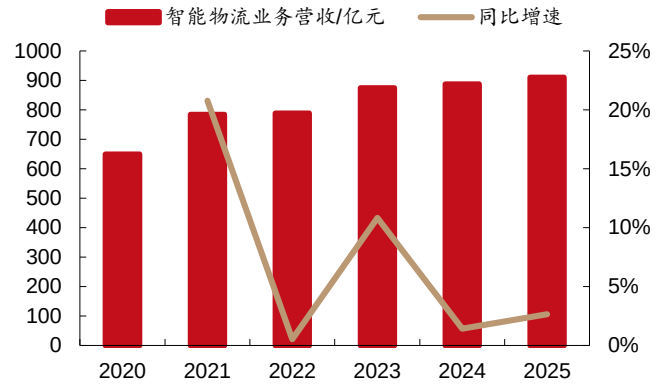
资料来源：凯傲集团官网，西部证券研发中心

智慧物流业务增长稳健，盈利能力保持稳定。2020 年以来，公司智慧物流业务营收持续增长，从 2020 年 650 亿元提升至 2025 年 911 亿元，2020-2025 年 CAGR 达到 7%，2025 年智慧物流营收占公司总营收 39.3%。除 2022 年外，公司智慧物流业务毛利率均稳定在

下载日志已记录，仅供内部参考

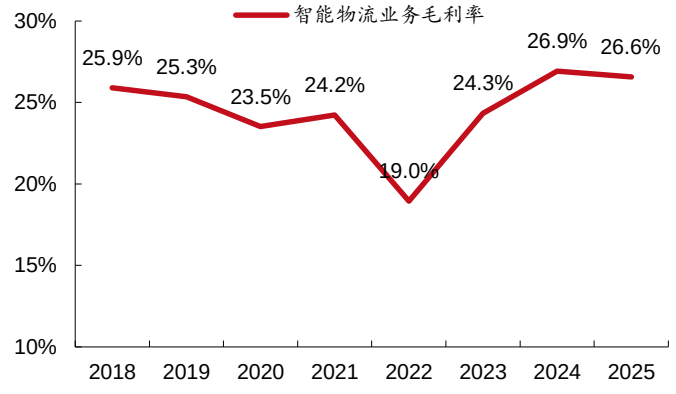
25%上下，2025 年毛利率达到 26.6%。

图 31：潍柴动力智慧物流业务营收（右轴：同比增速）



资料来源：iFind，西部证券研发中心

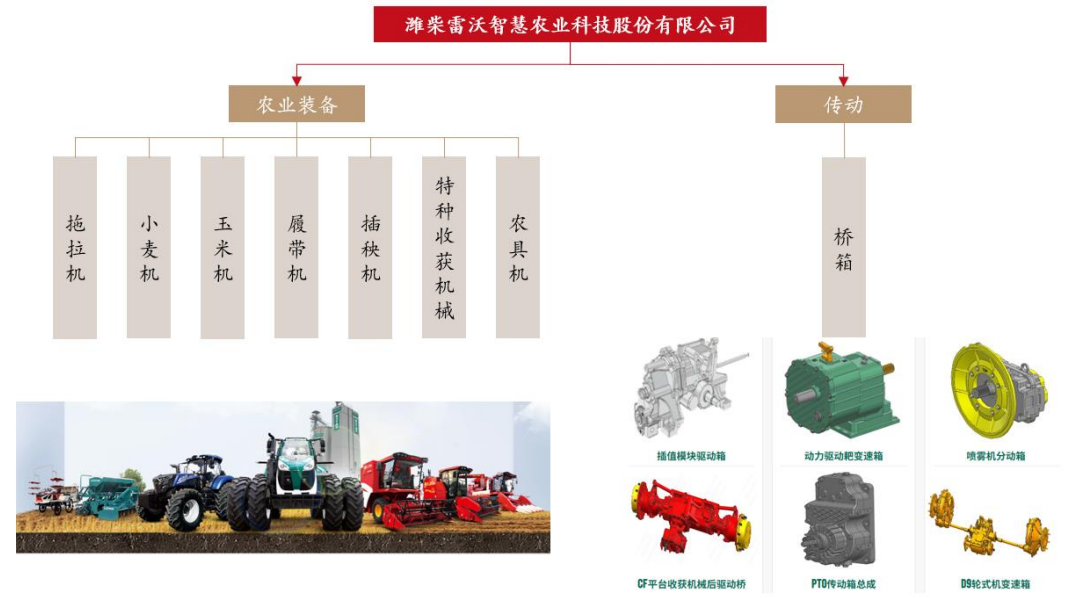
图 32：潍柴动力智慧物流业务毛利率



资料来源：iFind，西部证券研发中心

公司通过潍柴雷沃布局农业装备业务，其已成为“智能农机+智慧农业”双轮驱动的农业整体解决方案服务商。潍柴雷沃智慧农业科技股份有限公司是公司控股子公司（公司持股 61.1%），与公司同属山东重工实际控制，专注于农业装备和工程机械业务，是公司"动力系统+多元产业"战略在农业领域的重要载体。农业装备为雷沃的核心业务，2025 年拖拉机、收获机械营收分别占总营收 50.0%、43.1%；依托集团的技术积淀，雷沃布局以桥箱为核心的传动体系，自主研发拖拉机驱动桥、变速箱等关键总成，实现农机传动核心部件的自主可控；同时，雷沃向智慧农业领域拓展，其智能农机覆盖耕、种、管、收、烘全生产环节，2025 年，雷沃已在全国 20 多个省份建成 80 余家智慧农场，服务面积超过 800 万亩。

图 33：潍柴雷沃业务布局情况



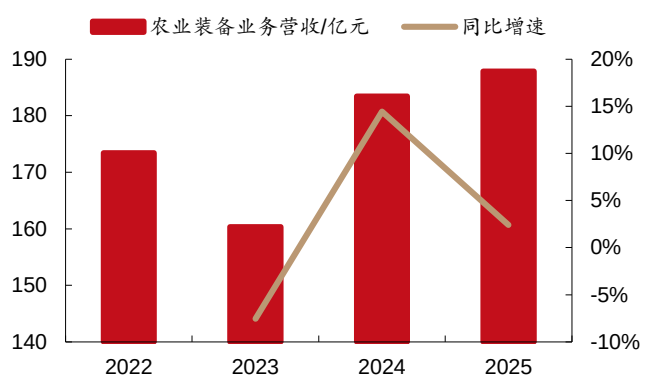
资料来源：潍柴雷沃官网，西部证券研发中心

2025 年公司农业装备营收 188 亿元，营收占比 8.1%。公司聚焦高端农机产品，打造中国农机第一品牌，2025 年公司相关业务实现营收 187.9 亿元，同比+2.4%，营收占比 8.1%。

下载日志已记录，仅供内部参考

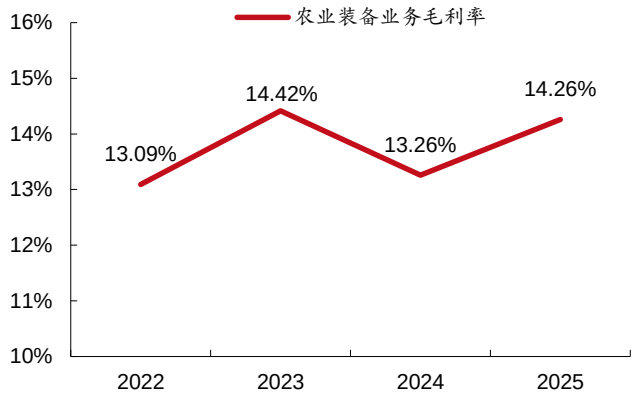
盈利能力方面，近年来，农业装备业务毛利水平维持在 13%~14%左右，盈利能力较为稳定。

图 34：2022-2025 年潍柴动力农业装备业务营收（右轴：同比增速）



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 35：2022-2025 年农业装备业务毛利率



资料来源：iFind，西部证券研发中心

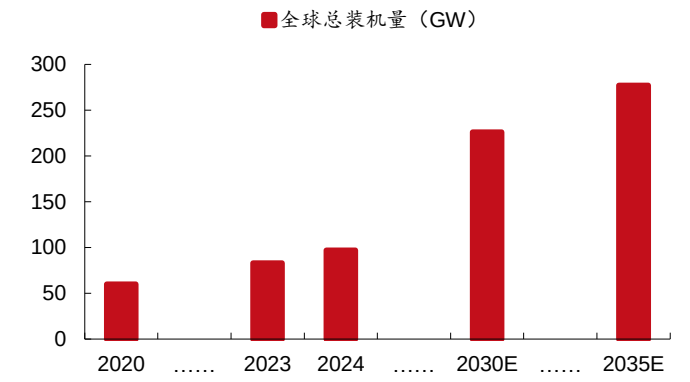
下载日志已记录，仅供内部参考

三、乘AI基建浪潮，拓展布局AIDC发电市场

3.1 AI浪潮推动全球用电量激增，北美供电呈现短缺态势

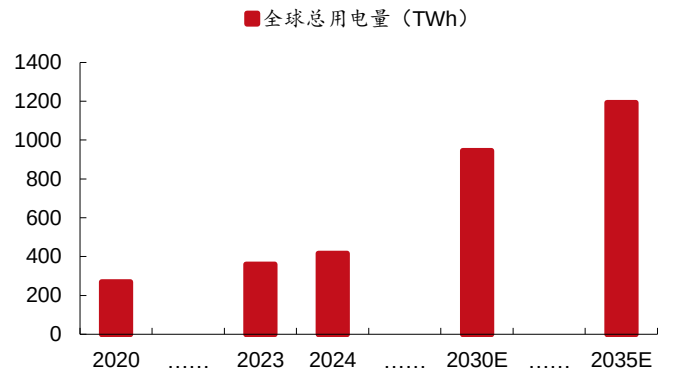
全球 AI 浪潮下，数据中心装机量快速攀升，带动全球用电需求快速增长。根据 IEA 预测，2030/2035 年全球数据中心总装机量达到 226/277GW，规模较 2024 年 97GW 分别提升 133%和 186%，对应用电量从 2024 年 416TWh 增长至 2030/2035 年的 946/1193TWh，分别增长 127%/187%，用电需求大幅提升。

图 36：全球数据中心总装机量（GW）



资料来源：IEA，西部证券研发中心

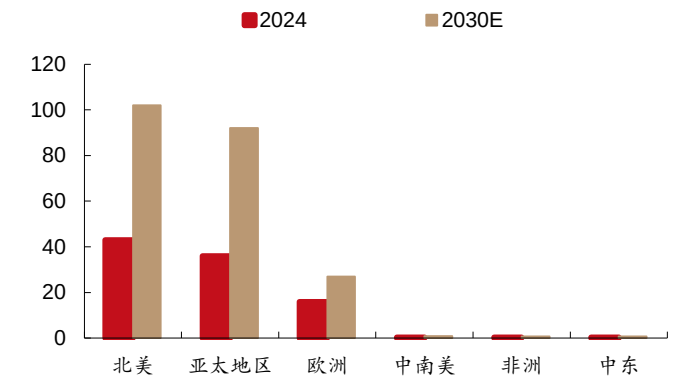
图 37：全球数据中心总用电量（TWh）



资料来源：IEA，西部证券研发中心

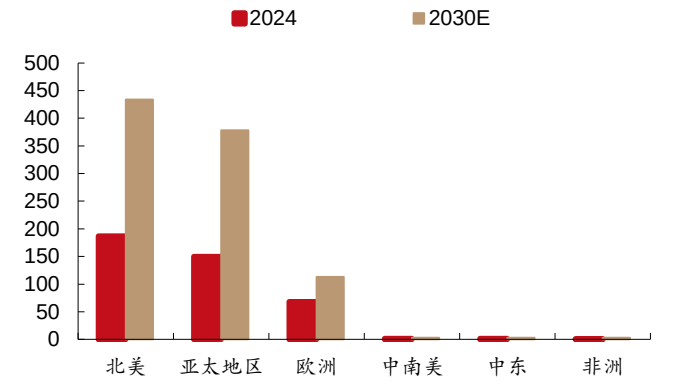
北美地区新增数据中心占比较高，当地用电需求面临较大压力。分区域来看，根据 IEA 预测，2030 年全球新增数据中心装机量主要集中在北美、亚太、欧洲地区，装机规模将分别达到 102、92、27GW，较 2024 年分别提升 137%、156%、69%，对应用电量分别提升 132%、152%、66%。其中，美国电网设备老化问题突出，且因审批复杂、土地纠纷等因素，导致新建输电线路周期漫长，预计在数据中心用电激增驱动下，美国电力供需将出现明显缺口。

图 38：全球分地区数据中心装机量（GW）



资料来源：IEA，西部证券研发中心

图 39：全球分地区数据中心用电量（TWh）



资料来源：IEA，西部证券研发中心

美国科技巨头已开始自建专用电厂，以满足人工智能训练超级集群用电需求。在人工智能基础设施和其他大型工业负载的显著推动下，近年来全球电力需求的增长速度远超过电力

下载日志已记录，仅供内部参考

供应系统的建设速度。考虑到政府主导的公共电网系统的长周期性，谷歌、微软、Meta 等等多家美国科技巨头已开始考虑自建电厂，绕过公共电网为能源密集型人工智能任务提供可靠的电源，并通过直接能源控制实现潜在的成本节约。

表 4：美国人工智能数据中心的能源需求（2024-2026 年）

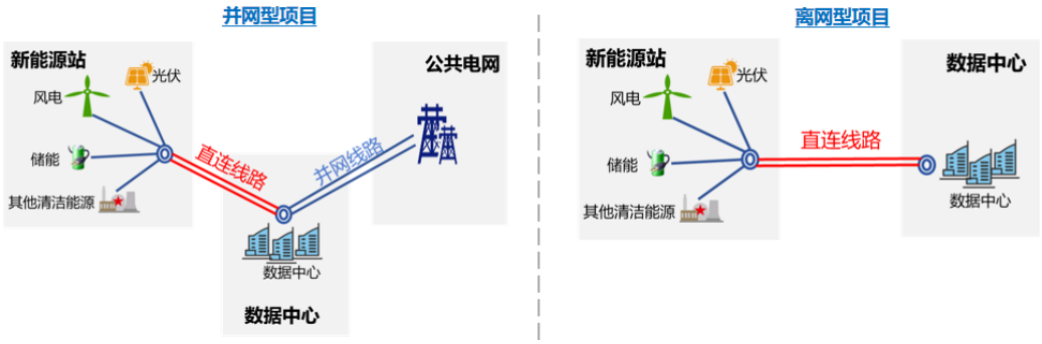
类型	典型功耗	能耗	用电特点
企业级人工智能应用	1-10MW	8-88GW·h/年	高可用性，多回路供电
中型数据中心	10-50MW	88-438GW·h/年	电压稳定，电源使用效率（PUE）低于 1.4
超大规模数据中心	50-500MW	438GWh-4.4TW·h/年	可用性达 99.999%，表后发电（BTM）
人工智能训练超级集群	500-1000MW 以上	4.4-8.8TW·h/年以上	自建专用电厂

资料来源：航空动力发表《王翔宇，发电需求强劲增长驱动燃气轮机市场扩张》，西部证券研发中心

3.2 并网供电模型拥挤，离网供电方案成为关键补充

并网式供电主要以柴油发电机组作为备用电源方案。目前，数据中心供电方式主要分为并网型和离网型，其中并网型供电要求数据中心负荷与直连电源整体接入公共电网，依托公共电网提供备用和调峰服务。根据《数据中心设计规范》（GB50174-2017）规定，A 级数据中心应由双重电源供电，并应设置备用电源，通常采用独立于正常电源的柴油发电机组作为备电方案。

图 40：数据中心并网式与离网式发电对比示例（以绿电为例）

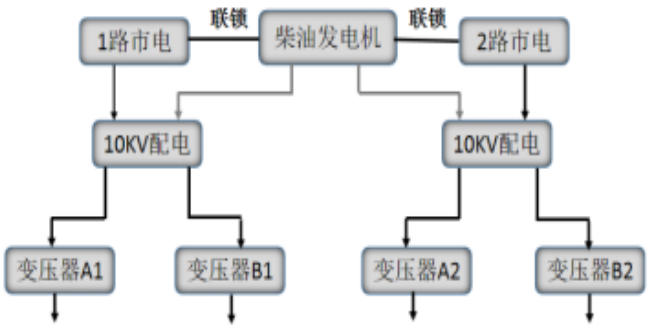


资料来源：CDCC，西部证券研发中心

美国并网供电模式拥挤，从并网申请到运营所需时长持续提升。面对 AI 浪潮下带来的用电需求激增，美国并网供电模式持续拥挤，根据 BERKELEY LAB 数据统计，2024 年美国发电并网项目从申请到商业运营所需时间的中位数已提升至 54.2 个月，近年来排队时长仍然在不断提升。

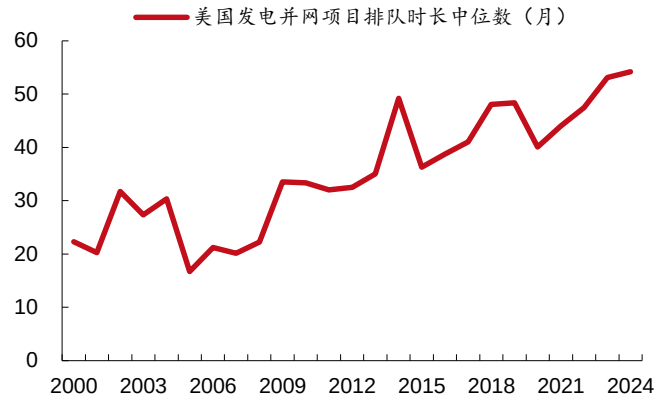
下载日志已记录，仅供内部参考

图 41：柴发作为并网式供电的备用电源



资料来源：通讯世界，西部证券研发中心

图 42：美国从并网申请到商业运营所需的时间中位数（月）



资料来源：BERKELEY LAB，西部证券研发中心

离网型供电成为应对数据中心用电需求的主要方式。离网型供电即不依赖于公共电网，采用独立的电力系统运行，用户自主进行发电设施的建设。这种方式不受电网故障、停电、限电等因素影响，可实现全天候供电，部署相对灵活。劣势方面，主要在于设计的复杂性，需要精确计算负载功率、日耗电量等，同时需要提升发电设备冗余，以确保供电的稳定。

目前数据中心离网型供电主电源设备方案主要包括燃气轮机、往复式内燃机、固体氧化物燃料电池（SOFC），燃气轮机主要分为航改型燃气轮机、工业型燃气轮机、轻型燃机联合循环、H 级重燃联合循环，其中 H 级重燃联合循环设备在单机功率、发电效率等方面具备优势；往复式内燃机主要包括中速机和高速机。

表 5：离网式供电主要发电设备对比

主要发电设备	具体类型	单机功率（MW）	交付周期（月）	发电效率	满负荷启动时间（分钟）	占地面积（MW/英亩）
燃气轮机	航改型燃气轮机	30-60	18-36	35-40%	10	30-50
	工业型燃气轮机	5-50	12-36	35-40%	20-30	20-40
	轻型燃机联合循环	40-100	18-36	40-55%	30-60	30-60
	H 级重燃联合循环	600-1000	36-60	50-60%	30-60	30-60
往复式内燃机	中速内燃机	7-20	15-24	40-50%	5-10	8-15
	高速内燃机	3-5	15-24	40-50%	5-10	5-10
柴油发动机	大缸径柴油发动机	可达 2MW 以上	6-18	35-45%	紧急情况下 1 分钟可全负荷	约 10
固体氧化物燃料电池	SOFC 燃料电池	0.325	3-4	50-55%	持续负荷	30-100

资料来源：Semianalysis，卡特彼勒官网，Hosempower 官网，中国能源报，重康动力官网，CDCC，西部证券研发中心

燃气轮机扩产受制于热端部件制造，头部厂商订单排期持续拉长。燃气轮机扩产缓慢的主要原因在于热端铸锻件的供给短缺，特别是高温合金单晶叶片、大型涡轮盘等铸锻件产能严重不足，新增零部件产能最快 2027 年才能批量释放，行业整机交付周期普遍被拉长至 3-4 年，部分主流机型排产窗口已延伸至 2031 年。从 2026 年二季度数据来看，全球燃气轮机订单规模约 38GW，同比+71%，其中 GEV 同比+139%，西门子能源同比+45%，贝克休斯同比+89%，索拉燃机同比+7988%。反观头部厂商扩产节奏相对缓慢且滞后：

- ✓ **GEV：**2026 年三季度交付规模提升至 5GW，全年产能达到 20GW，计划 2028/2030 年产能提升至 24/30GW。

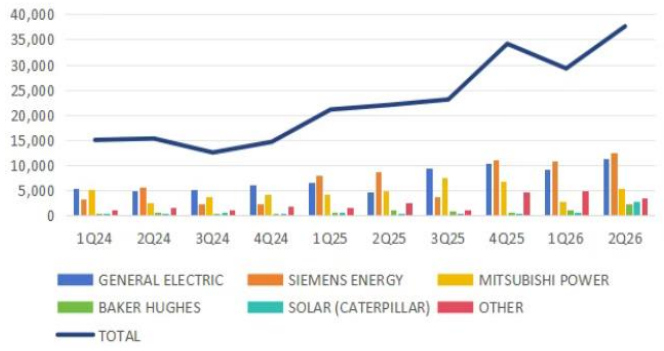
下载日志已记录，仅供内部参考

- ✓ **西门子能源：**大型燃气轮机（LGT）产能将于 2027 年落地投产，目前拥有 35 台大型燃气轮机制造能力，计划 2027 年再增加 15 台。
- ✓ **三菱重工：**最初于 2024 年 5 月宣布 2026 年将燃气轮机产能提升 30%；2026 年 5 月，公司宣布计划 2030 年起，产能提高至原规划产能高 50%水平。

产能短缺下，燃气轮机价格或将持续走高。根据伍德麦肯兹测算，截至 2025 年底，全球燃气轮机系统的订单量已达 110GW，但全球制造能力每年仅 60-70GW，在订单持续高增且新产能扩产缓慢情况下，我们预计产能缺口或将持续扩大；对应燃气轮机价格或将推至新高，根据伍德麦肯兹测算，预计 2027 年底市场价格将达到 600 美元/KW，较 2019 年增长近 2 倍。

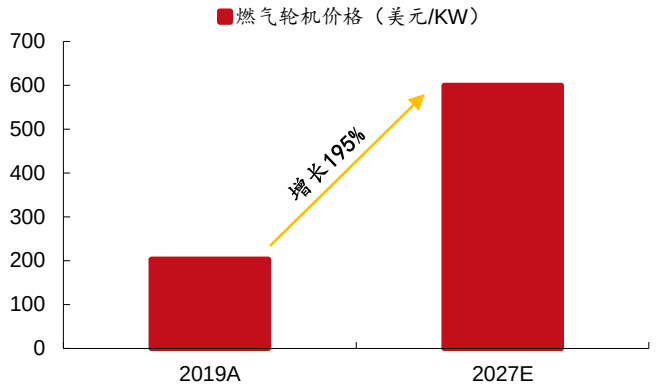
我们认为，在燃气轮机产能短缺且价格上涨背景下，往复式内燃机、SOFC、柴油发电机等替代方案，有望成为 AIDC 供电设备的重要补充，对应带来需求的快速增长。

图 43：2024Q1-2026Q2 各整机厂燃气轮机订单情况（MW）



资料来源：燃气轮机聚焦，西部证券研发中心

图 44：燃气轮机价格走势（美元/KW）



资料来源：燃气轮机聚焦，西部证券研发中心

3.3 大缸径柴发：产品矩阵丰富，借博杜安加速拓展北美市场

公司前瞻布局大缸径柴发，产品矩阵丰富。2009 年，公司战略重组法国博杜安，开始布局大缸径发动机，同时推动博杜安产品线从船用动力扩展至混合动力、气体机及发电领域，目前已拥有成熟的 M33/M55 系列发电用发动机，在数据中心发电领域已完成 1250kWe-5000kWe 发电机组产品布局。此外，公司已发布全球首款 5MW 高速柴油发电机组 20M61，升功率全球领先，启动速度、带载能力等指标均已达到世界一流水平。

表 6：潍柴动力部分大缸径柴发产品

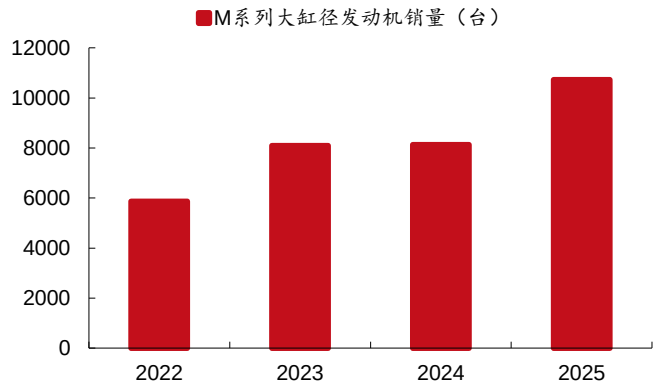
产品名称	缸径（mm）	气缸数（个）	功率范围（kW）	排量（L）	发动机型式	规格（长*宽*高）	重量（kg）
6M33 系列发电用发动机	150	6	575-675	19.6	直列 6 缸、四冲程发动机	2260*1080*1410	2110
8M33 系列发电用发动机	150	8	730-890	26.14	V 型 8 缸、四冲程发动机	1983*1871*1861	3100
12M33 系列发电用发动机	150	12	1007-1350	39.2	V 型 12 缸、四冲程发动机	2845*1605*2223	3257
16M33 系列发电用发动机	150	16	1390-1800	52.3	V 型 16 缸、四冲程发动机	2939*1740*2025	5125
20M33 系列发电用发动机	150	20	1850-2010	65.4	V 型 20 缸、四冲程发动机	3278*1501*1716	6650
12M55 系列发电用发动机	180	16	1985-2450	65.7	V 型 12 缸、四冲程发动机	2958*1544*2616	9550
16M55 系列发电用发动机	180	16	2500-3300	87.5	V 型 16 缸、四冲程发动机	3443*1545*2717	11500
20M55 系列发电用发动机	180	20	3535-4550	109.4	V 型 20 缸、四冲程发动机	4990*1560*2730	14600

资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

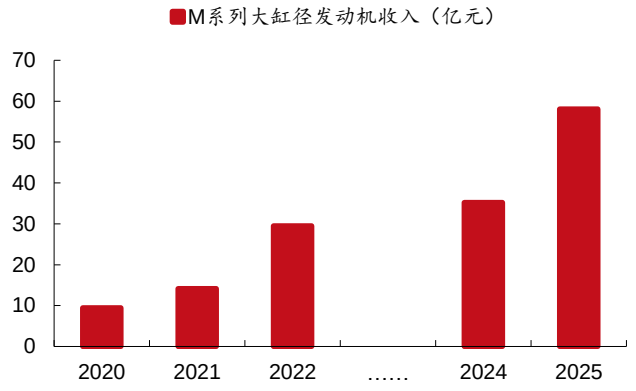
M 系列大缸径销量及收入稳步提升，数据中心产品开始放量。公司紧抓人工智能浪潮带来的电力需求增长机遇，加快发电产品技术研发、市场布局。2025 年，公司数据中心备用电源销量同比增长 259%，其中 M 系列大缸径发动机全年销量首次突破 1 万台，同比+32%，对应实现收入 58.1 亿元，同比+65%，收入增速远超销量增速，高端化、高附加值特征凸显。

图 45：2022-2025 年潍柴动力 M 系列大缸径发动机销量（台）



资料来源：2023-2025 年潍柴动力年度报告，西部证券研发中心

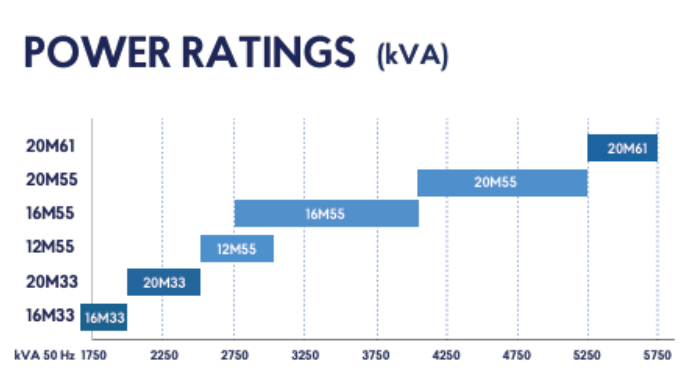
图 46：2020-2025 年潍柴动力 M 系列大缸径发动机收入（亿元）



资料来源：2021-2025 年潍柴动力年度报告，西部证券研发中心

子公司博杜安主攻大缸径柴发，已切入 AIDC 备用电源市场，助力公司打开全球市场。法国博杜安成立于 1918 年，2009 年潍柴战略收购法国博杜安，开始布局大缸径发动机业务，并推动博杜安从单一船舶动力制造商，转型为能源动力、船舶动力、非道路等多领域的综合动力解决方案提供商，服务网点遍布全球 100 多个国家。博杜安数据中心发电机组系列包括 M33、M55、和高性能 M61 等型号，功率段覆盖 1900kVA–6250kVA，且均符合 ISO 8528 G3 排放标准。目前，博杜安已取得海外多项数据中心供电项目，为包括意大利、瑞士、荷兰在内多个国家和地区的数据中心提供大缸径柴发供电设备，且针对不同项目的特点，提供定制化解决方案。未来，公司有望持续依托博杜安，持续打开海外市场。

图 47：博杜安发电机组覆盖功率段



资料来源：博杜安官网，西部证券研发中心

图 48：博杜安全球业务网络



资料来源：博杜安官网，西部证券研发中心

表 7：博杜安部分数据中心项目案例

项目名称	所在地区	总功率	解决方案	项目亮点
ENI 绿色数据中心	意大利	13,500 kVA	5 台集装箱式隔音发电机组，每组配置 1 台 20M33 发动机	为超级计算机系统（峰值>10 MVA）供电；支持满电负载的同时实现 N+1 冗余；快速

下载日志已记录，仅供内部参考

项目名称	所在地区	总功率	解决方案	项目亮点
				自启动并机，秒级带载
某大学数据中心	瑞士	2,000 kVA	1 台 16M33 发动机，同步搭载华为 SmartLi 锂离子电池 UPS 系统	减少 50%的占地空间；通过定制配置限制污染物排放，以满足瑞士 BAFU 排放认证；完善的保修计划
Coelmo 数据中心	意大利	2,500 kVA	约 10 台 PowerKit DCP 发电机组，发动机涵盖 12M26/12M33/12M55 型号	双启动器；外部发电机配备消音设备，降噪至 65dB；快速交付和安装
Bytesnet 数据中心	荷兰	3,800 kVA	2 台由 16M33 G2250/5 发动机驱动的发电机组，每组提供 1900kVA 电力	配备消音设备，达到 85 dB(A)静音水平；油箱配置 10000L 自动过滤系统，确保清洁的燃油供应

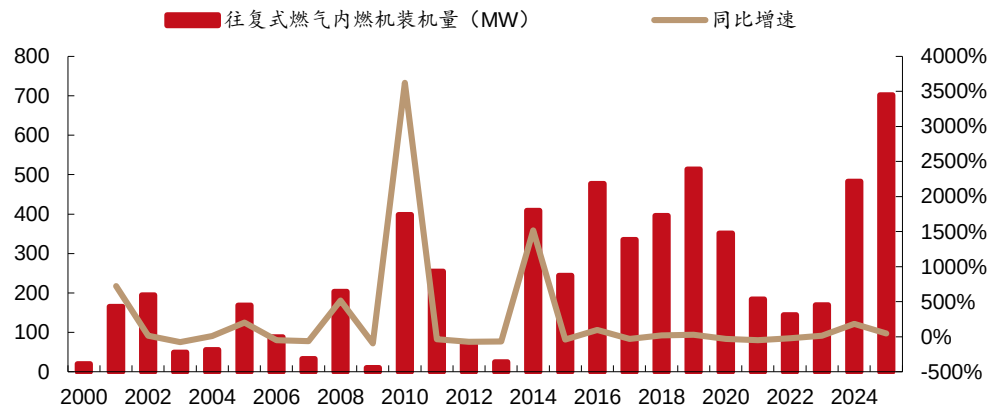
资料来源：博杜安官网，西部证券研发中心

3.4 往复式燃发：AIDC主电源补充方案，公司实现北美高端市场突破

往复式燃气发电机组是指以天然气、煤层气、沼气、液化石油气或氢气混合气体为燃料，利用内燃机（活塞式）原理将化学能转化为机械能，进而驱动同步发电机产生电能的动力设备。其特征在于燃料适应性广、启动响应速度快（分钟级）、部分负荷效率高以及具备热电联供能力。与燃气轮机相比，其在中小功率段（0.5MW-20MW）具有更高的发电效率和更低的初始投资成本，成为 AIDC 主电源设备重要替代方案之一。

往复式燃气发电机组作为 AIDC 主电源设备重要补充，2025 年装机量再创新高。在 AIDC 高速扩张、美国持续性缺电背景下，往复式燃气内燃机凭借性能和交付优势，成为 AIDC 主电源设备重要补充。根据 EIA 统计，2025 年美国往复式燃气内燃机装机量达 702MW，同比+45.4%，创 2000 年以来新高。

图 49：美国往复式燃气内燃机装机量及增速



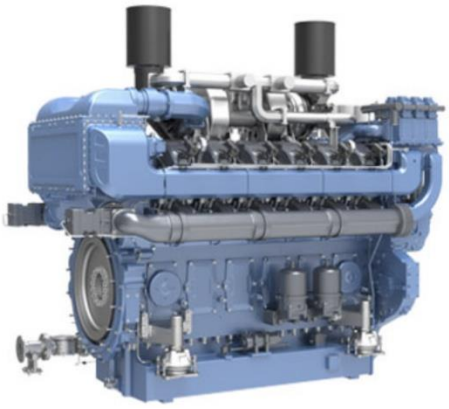
资料来源：EIA，西部证券研发中心

潍柴燃气发电机组已实现海外“0-1”突破，新项目有望持续落地。目前，公司 M33/M55 系列产品均已部署燃气发电方案产品。2025 年 10 月，配套潍柴集装箱式燃气发电机组的美洲某电站项目完成调试工作，顺利投入运营，实现公司燃气发电机组在美洲高端市场的新突破。该项目采用孤岛模式运行，以液化天然气作为核心能源，配套 4 台潍柴 16M33 集装箱式燃气发电机组，总装机容量达 4×1100kW。同时，公司针对当地自然环境和客户需求，深度集成了发电机组+低压配电+控制系统等设施，已稳定运行超 2000 小时，凭

下载日志已记录，仅供内部参考

借“高热效率、高可靠性、低燃气耗”等性能优势赢得客户认可。公司海外项目持续突破，2026 年 6 月，公司 106 台潍柴 16M33 燃气发电机组顺利交付非洲某燃气发电项目，目前已进入最终调试阶段，机组总装机容量 95.4MW。我们认为，公司有望凭借在高端燃气发电机组深厚技术积累、全球市场经验以及快速交付能力，持续突破海外高端市场。

图 50：潍柴动力 12M55NG 系列发电用气体发动机



资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

图 51：潍柴燃气发电机组挺进美洲高端市场

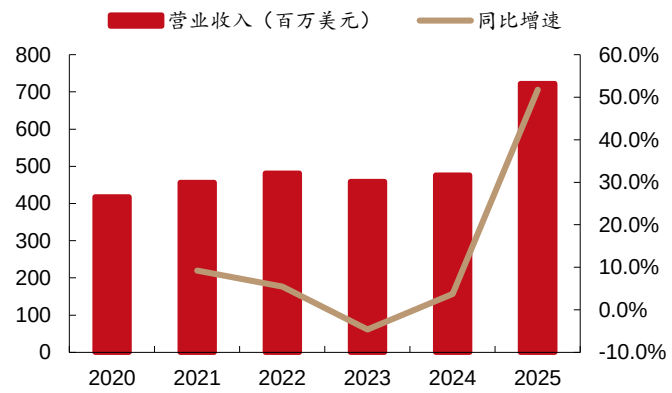


资料来源：潍柴动力官网，西部证券研发中心

3.5 PSI和博杜安助力公司切入北美AIDC能源市场

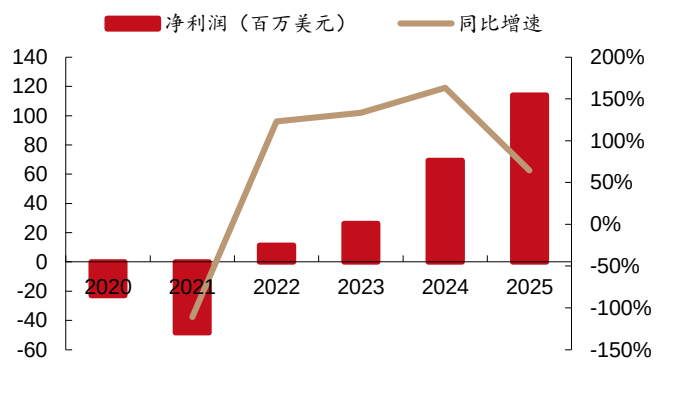
公司是 PSI 第一大股东，有望助力公司切入北美 AIDC 能源市场。2017 年公司通过潍柴北美子公司，战略投资 PSI 成为其第一大股东，截至 2025 年年报披露，公司现持有其 46%股权。PSI 是美国纳斯达克上市公司，全球领先的发动机和动力系统制造商。从财务数据来看，得益于北美 AIDC 产业发展，2025 年 PSI 实现营收/净利润分别为 7.2/1.1 亿美元，同比+52%/65%，美国本土业务占比达 93%。目前，公司发电产品产线涵盖 22L-110L 排量的气体与柴油发动机，发电类产品占比近年来逐步提升，从 2021 年的 27%提升至 2025 年的 81%，为公司营收增长主要来源。公司作为 PSI 控股股东，未来将通过 PSI 在北美的技术和渠道，持续进军北美 AIDC 能源市场，强化公司在海外数据中心市场的竞争力，推动电力能源业务向高端化、国际化稳步迈进。

图 52：2020-2025 年 PSI 营业收入及同比增速



资料来源：PSI 2020-2025 年财报，西部证券研发中心

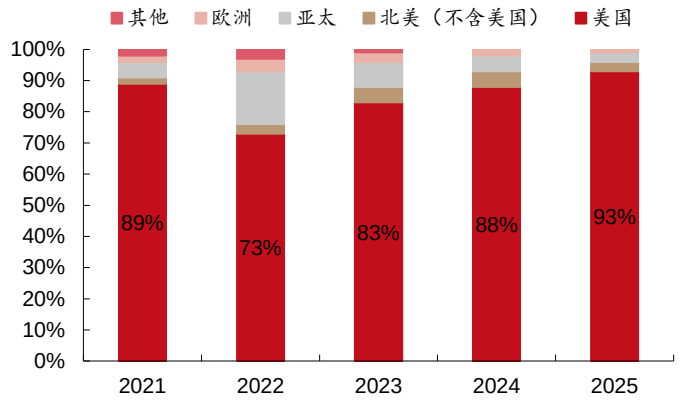
图 53：2020-2025 年 PSI 净利润及同比增速



资料来源：PSI 2020-2025 年财报，西部证券研发中心

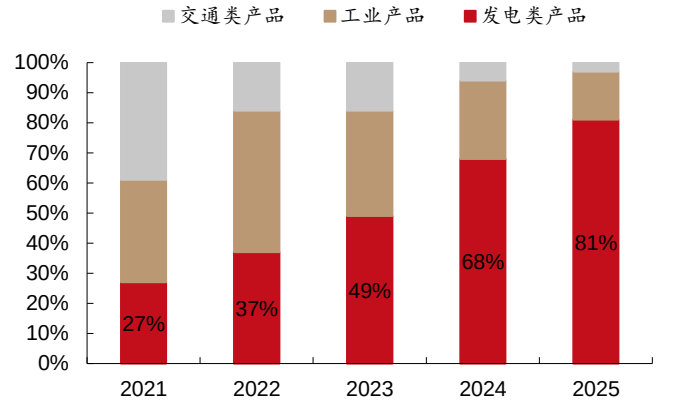
下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：2021-2025 年 PSI 分区域营收结构



资料来源：PSI 2021-2025 年财报，西部证券研发中心

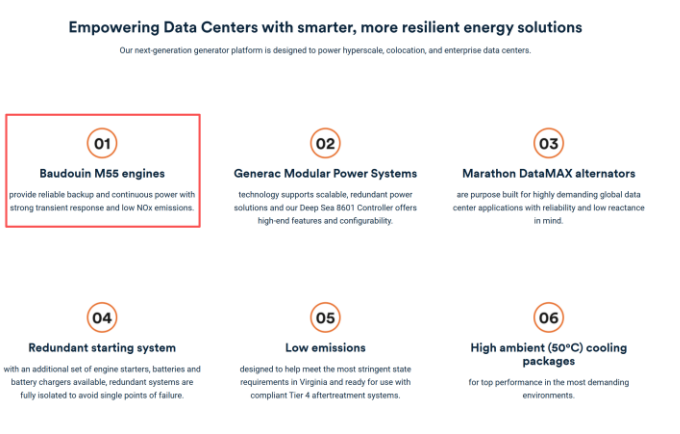
图 55：2021-2025 年 PSI 分产品营收结构



资料来源：PSI 2021-2025 年财报，西部证券研发中心

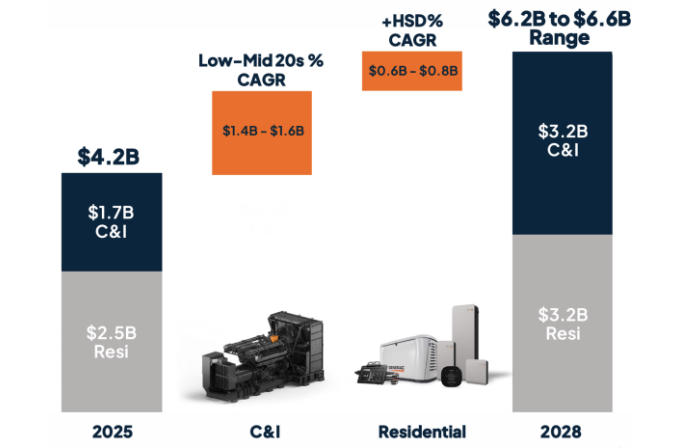
博杜安是 Generac 的核心发动机供应商，使其成为公司突破北美市场重要渠道。Generac 作为美国备用电源龙头企业，从家用市场逐步拓展至以数据中心领域为代表的商业&工业板块，根据 Generac2025 年年报披露，2025-2028 年其商业&工业板块 CAGR 将保持在 20%以上，成为公司核心增长来源。同时根据 Generac2Q26 财报会议披露，公司数据中心积压订单达 16 亿美元，发电机组装配产能将考虑从原计划 2026 年底的 12.5 亿美元提升 3 倍。博杜安作为 Generac 发电机组的核心发动机供应商，为其 2.22-3.25MW 的数据中心发电机组提供 M55 系列发动机产品。公司全资控股博杜安，有望凭借其在 Generac 渠道端的优势，加速切入北美头部 AIDC 供应链体系。

图 56：Generac 采用博杜安 M55 系列发动机



资料来源：Generac 官网，西部证券研发中心

图 57：商业&工业板块将成为 Generac 核心增长来源



资料来源：Generac2025 年年报材料，西部证券研发中心

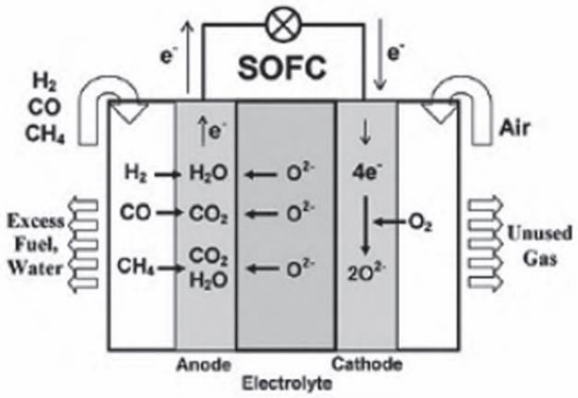
3.6 SOFC：战略投资Ceres Power，率先入局SOFC领域

固态氧化物燃料电池（SOFC）是继磷酸盐燃料电池、熔融碳酸盐燃料电池之后的第三代燃料电池。它是可以把燃料的化学能直接转化为电能的发电装置，因不受卡诺循环限制，理论证明其能量利用率为 40-80%。与其他燃料电池相比，其拓展了燃料气体的使用面。除氢气外，CO、汽油、石油、天然气等碳氢化合物都可作为燃料气体，同时不需要贵金属催化剂，大幅降低成本。同时，其全固态结构，更易于模块化，可作为分散式和应急式电源应用。

下载日志已记录，仅供内部参考

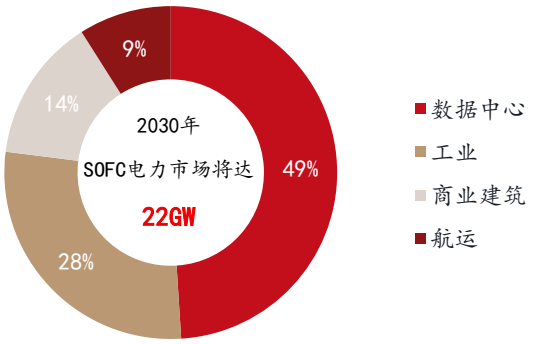
预计 2030 年全球 SOFC 电力市场规模达 22GW，数据中心将成为重要应用场景。相比燃气轮机，SOFC 在交付效率、环保、燃料适应性等方面具备优势，目前在数据中心上的应用主要受限于初始部署成本高、技术成熟度等方面问题。根据 Ceres 2025 年财报披露，2030 年全球 SOFC 电力市场规模将达到 22GW，其中数据中心规模占比达 49%，为首要应用场景。

图 58：固体氧化物燃料电池工作原理示意图



资料来源：电器工业发表《仙存妮，固体氧化物燃料电池技术发展概述及应用分析》，西部证券研发中心

图 59：2030 年全球 SOFC 电力市场预测



资料来源：Ceres 2025 年财报，西部证券研发中心

公司战略投资 Ceres Power，率先入局 SOFC 领域。2018 年，公司战略投资 Ceres Power，初始持股比例 20%，获得 SOFC 技术授权并成立合资公司，在 SOFC 领域展开合作。Ceres Power 是新一代、低成本燃料电池技术的领导者，其特有的 SteelCell 技术，源自英国帝国理工学院，拥有约 50 项专利，具有鲁棒性好、功率密度高、制造成本低等优势，相关产品覆盖住宅、数据中心、商业发电和汽车四个领域。2023 年，潍柴发布全球首款大功率金属支撑 SOFC 商业化产品，实现从技术研发到市场应用的跨越；2025 年，公司 SOFC 发电系统通过欧盟 CE 认证，最高发电效率超过 65%，性能指标达到国际领先水平；2025 年 11 月，公司与 Ceres Power 进一步深化合作，签署 SOFC 制造许可协议，拟建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产产线，为 AIDC、商业楼宇及工业园区等场景提供电力；2026 年 7 月，公司携同旗下博杜安与法国 EODev 签署 SOFC 战略合作协议，新型电力产品预计于 2026 年 9 月发布，并于 2027 年 Q1 完成首批交付。截至 2026 年 7 月，公司仍为 Ceres Power 第一大股东，股权占比 17.8%。

图 60：潍柴动力 SOFC 业务布局历程



资料来源：潍柴动力官网，潍柴动力 2021-2025 年报，Ceres 官网，EODev 官网，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

公司 SOFC 产品采用金属支撑技术，具备发电效率高、颗粒排放低、启动时间短等技术特点，可灵活适配多场景使用需求。公司新一代 SOFC 产品最高发电效率超过 65%，热电联产效率全球领先，相比传统天然气发电可降低 30%以上碳排放，契合“双碳”战略与国际碳排要求。该产品采用模块化设计，支持快速部署，可应对 AI 算力激增与电网建设滞后的矛盾，作为主用持续电源替代市电，保障数据中心不间断运行。

目前，潍柴 SOFC 产品多个示范项目已经成功运行。潍柴首个 100kW SOFC 发电产品在潍坊市能源集团商业化应用；100kW SOFC 发电产品成功交付国家电投集团，落地为全国首个公共卫生服务类场景 SOFC 分布式供能项目。截至目前，示范项目已累计运行近 7 万小时，技术可靠性得到充分验证。

图 61：潍柴动力与 Ceres 签署制造许可协议



资料来源：Ceres 2025 年报，西部证券研发中心

图 62：潍柴动力新一代 SOFC 产品优势



资料来源：潍柴资讯公众号，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测及估值

4.1 关键假设与盈利预测

整车及关键零部件：公司核心业务板块，主要以重卡整车（陕重汽）、动力系统（发动机）等产品为主；未来增长逻辑主要依托两个方面，一是受益于本轮出口高景气&能源替代需求下的重卡复苏周期，带动公司重卡发动机、重卡整车销量提升；二是公司现有业务基础上，横向拓展 AIDC 发电设备，预计在 AI 基建浪潮下，公司柴油发动机、往复式燃气内燃机、SOFC 等新产品将贡献新增量，同时有望带动板块盈利能力向上提升。我们预计 2026-2028 年公司整车及关键零部件营收 1154.7/1385.7/1593.5 亿元，同比+15%/+20%/+15%，对应 2026-2028 年毛利率 18.5%/20.0%/21.0%。

智慧物流业务：公司投资凯傲集团，布局智慧物流业务。参考过去增速表现，2020-2025 年 CAGR 达 7%，预计未来仍将保持较低增速水平。我们预计 2026-2028 年公司智慧物流业务营收 956.3/1004.1/1054.3 亿元，同比+5%/+5%/+5%；业务增速相对平稳，预计盈利能力保持稳定，对应毛利率假设在 27%水平。

农业装备业务：公司通过潍柴雷沃布局农业装备业务。参考过去增速表现，预计未来仍将保持较低增速水平。我们预计 2026-2028 年公司农业装备业务营收 197.3/207.1/217.5 亿元，同比+5%/+5%/+5%；业务增速相对平稳，预计盈利能力保持稳定，对应毛利率假设在 14.5%水平。

其他汽车零部件、其他业务：2025 年其他汽车零部件/其他业务占比分别为 5.1%/4.2%，占比较小。我们预计两项业务将跟随公司整体规模保持稳健增长，且盈利能力保持稳定，预计 2026-2028 年公司其他汽车零部件营收 136.6/150.2/165.3 亿元，同比+15%/+10%/+10%，对应毛利率稳定在 27%；预计其他业务营收 101.4/106.5/111.8 亿元，同比+5%/+5%/+5%，对应毛利率稳定在 18%。

表 8：潍柴动力分业务板块拆分

业务板块		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
整车及关键零部件	营收（亿元）	897.8	1004.1	1154.7	1385.7	1593.5
	yoy		11.8%	15.0%	20.0%	15.0%
	毛利（亿元）	174.8	179.2	213.6	277.1	334.6
	毛利率	19.5%	17.8%	18.5%	20.0%	21.0%
智慧物流	营收（亿元）	887.3	910.8	956.3	1004.1	1054.3
	yoy		2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利（亿元）	238.8	241.9	258.2	271.1	284.7
	毛利率	26.9%	26.6%	27.0%	27.0%	27.0%
农业装备	营收（亿元）	183.5	187.9	197.3	207.1	217.5
	yoy		2.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利（亿元）	24.3	26.8	28.6	30.0	31.5
	毛利率	13.3%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%
其他汽车零部件	营收（亿元）	100.9	118.8	136.6	150.2	165.3
	yoy		17.7%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利（亿元）	29.0	32.4	36.9	40.6	44.6
	毛利率	28.7%	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
其他	营收（亿元）	87.5	96.6	101.4	106.5	111.8

下载日志已记录，仅供内部参考

	yoy		10.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利（亿元）	17.0	17.5	18.3	19.2	20.1
	毛利率	19.4%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	营收（亿元）	2156.9	2318.1	2546.3	2853.6	3142.4
	yoy		7.5%	9.8%	12.1%	10.1%
	毛利（亿元）	483.9	497.8	555.6	638.0	715.6
	毛利率	22.4%	21.5%	21.8%	22.4%	22.8%

资料来源：iFind，西部证券研发中心

4.2 估值与建议

我们预计 2026-2028 年公司营收 2546.3/2853.6/3142.4 亿元，同比+9.8%/+12.1%/+10.1%，归母净利润 143.9/177.1/207.5 亿元，同比+31.7%/+23.1%/+17.1%，对应当前 PE16.2/13.2/11.3X。我们选取国内两家 AIDC 发电设备厂商杰瑞股份、动力新科，以及国内重卡龙头中国重汽作为可比公司，三家可比公司 2026-2028 年 PE 均值 24.0/13.4/9.7X（估值日期：2026 年 9 月 22 日）。

公司是国内燃机行业龙头，历经多轮收并购，持续拓展业务版图，从单一发动机制造商逐步转型成为“发动机+整车+零部件”的汽车产业链综合供应商。同时，公司持续深化“动力系统+多元产业”战略，乘 AI 基建浪潮，拓展布局 AIDC 能源解决方案，打造新成长曲线，进一步打开公司营收&估值天花板。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

代码	简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			市盈率		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002353.SZ	杰瑞股份	1218	36.5	71.5	99.2	33.4	17.0	12.3
600841.SH	动力新科	67	3.0	6.0	9.2	27.1	13.5	8.8
000951.SZ	中国重汽	237	20.4	24.5	29.3	11.6	9.7	8.1
		均值				**24.0**	**13.4**	**9.7**
000338.SZ	潍柴动力	2329	143.9	177.1	207.5	16.2	13.2	11.3

资料来源：iFind，西部证券研发中心（估值参考 iFind 一致预期，估值时间：2026 年 9 月 22 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

1）重卡行业销量不及预期：公司核心业务板块主要覆盖重卡领域，包括重卡整车（陕重汽）、重卡发动机。本轮重卡行业主要受益于出口高景气&能源替代带来的需求提升，截至 2025 年，国内重卡销量再次突破 110 万辆。若后续出口景气度下行、更新需求不及预期，将影响本轮重卡行业恢复表现，直接影响公司业绩表现。

2）天然气重卡渗透率不及预期：公司是国内燃气发动机龙头，2025 年实现销量 10.3 万台，市占率达 51.8%。若未来天然气价格回落不及预期，将对天然气重卡替代需求产生直接影响，从而导致公司燃气发动机销量不及预期。

3）AIDC 发电业务拓展不及预期：目前，公司在 AIDC 发电领域已相继部署柴发、往复式燃气机、SOFC 多条产品线。若后续 AIDC 行业及公司相关业务拓展不及预期，将对公司业绩增长产生重要影响。

4）汇率波动风险：2025 年公司海外业务占比达 53%，公司海外业务布局较多；若后续汇率出现大幅波动，将直接影响公司业绩稳定性。

5）海外政策变动风险：公司目前拥有 PSI、KION 等多家海外子公司，若后续海外区域政策出现变化，或将影响公司海外业务持续拓展，对公司全球化经营稳定性产生影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	72,067	68,713	87,109	112,757	145,186
应收款项	43,785	40,356	45,866	50,544	52,581
存货净额	35,675	35,236	41,902	45,590	49,331
其他流动资产	33,222	42,220	34,626	36,689	37,845
流动资产合计	**184,750**	**186,524**	**209,503**	**245,580**	**284,943**
固定资产及在建工程	53,804	58,338	59,451	60,304	60,248
长期股权投资	4,915	5,435	5,175	5,175	5,262
无形资产	22,254	22,338	19,623	16,911	14,350
其他非流动资产	78,157	94,840	89,883	91,234	91,760
非流动资产合计	**159,130**	**180,952**	**174,133**	**173,624**	**171,619**
资产总计	**343,879**	**367,476**	**383,636**	**419,204**	**456,563**
短期借款	1,742	2,873	2,220	2,278	2,457
应付款项	144,954	149,528	156,194	171,847	185,427
其他流动负债	8,143	9,133	8,492	8,590	8,738
流动负债合计	**154,839**	**161,534**	**166,906**	**182,715**	**196,623**
长期借款及应付债券	26,793	29,796	29,703	29,609	29,703
其他长期负债	40,288	45,083	41,293	42,221	42,866
长期负债合计	**67,081**	**74,879**	**70,996**	**71,831**	**72,569**
负债合计	**221,921**	**236,414**	**237,902**	**254,546**	**269,191**
股本	8,727	8,714	8,640	8,640	8,640
股东权益	121,959	131,062	145,734	164,658	187,372
负债和股东权益总计	**343,879**	**367,476**	**383,636**	**419,204**	**456,563**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	14,278	13,680	17,977	22,156	25,945
折旧摊销	12,677	13,593	14,410	16,690	19,131
利息费用	231	(454)	377	436	208
其他	(1,091)	1,862	788	8,426	8,208
经营活动现金流	**26,094**	**28,682**	**33,551**	**47,707**	**53,491**
资本支出	(10,584)	(9,110)	(12,708)	(16,128)	(15,883)
其他	(18,327)	(7,518)	4,220	0	0
投资活动现金流	**(28,911)**	**(16,628)**	**(8,488)**	**(16,128)**	**(15,883)**
债务融资	(5,378)	(4,052)	(3,422)	(2,749)	(1,998)
权益融资	(2,672)	(3,129)	(3,244)	(3,181)	(3,181)
其它	(5,788)	(11,139)	0	0	0
筹资活动现金流	**(13,838)**	**(18,320)**	**(6,666)**	**(5,931)**	**(5,179)**
汇率变动	(11)	430	(200)	73	101
现金净增加额	**(16,666)**	**(5,838)**	**18,196**	**25,721**	**32,530**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**215,691**	**231,809**	**254,628**	**285,364**	**314,240**
营业成本	167,305	182,027	199,072	221,563	242,681
营业税金及附加	707	842	884	988	1,107
销售费用	12,485	13,621	13,495	14,554	15,712
管理费用	18,559	20,285	20,370	21,973	24,196
财务费用	231	(454)	377	436	208
其他费用/（-收入）	(1,025)	(587)	(874)	(606)	(459)
营业利润	**17,428**	**16,074**	**21,303**	**26,458**	**30,795**
营业外净收支	(106)	140	93	42	92
利润总额	**17,322**	**16,214**	**21,397**	**26,500**	**30,887**
所得税费用	3,044	2,534	3,420	4,344	4,942
净利润	**14,278**	**13,680**	**17,977**	**22,156**	**25,945**
少数股东损益	2,874	2,750	3,585	4,444	5,198
归属于母公司净利润	**11,403**	**10,931**	**14,391**	**17,711**	**20,747**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	13.7%	12.2%	14.6%	15.9%	16.3%
毛利率	22.4%	21.5%	21.8%	22.4%	22.8%
营业利润率	8.1%	6.9%	8.4%	9.3%	9.8%
销售净利率	6.6%	5.9%	7.1%	7.8%	8.3%
成长能力					
营业收入增长率	0.8%	7.5%	9.8%	12.1%	10.1%
营业利润增长率	35.0%	-7.8%	32.5%	24.2%	16.4%
归母净利润增长率	26.5%	-4.1%	31.7%	23.1%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	64.3%	62.0%	60.7%	59.0%
流动比	1.19	1.15	1.26	1.34	1.45
速动比	0.96	0.94	1.00	1.09	1.20

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	1.32	1.27	1.67	2.05	2.40
BVPS	10.03	10.79	12.07	13.74	15.77
估值					
P/E	20.6	21.5	16.3	13.3	11.3
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	1.7
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。