仅供内部参考，请勿外传

AIDC 驱动高端制造扩张，大马力和燃机带动业绩增长

证券研究报告

2026 年 10 月 22 日

联德股份（605060.SH）首次覆盖报告

• 核心结论

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.41/21.84/28.51 亿元，同比增长 30.8%/33.1%/30.6%；归母净利润分别为 3.19/4.73/6.58 亿元，同比增长 40.1%/48.2%/39.2%。参考可比公司 2026 年 PE 均值 31 倍，给予公司 2026 年 31 倍 PE，对应目标价 41.12 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

报告亮点：系统性梳理了联德股份海外下游的业绩及订单情况。

主要逻辑：

IEA 于 2026 年 4 月发布的《Key Questions on Energy and AI》显示，全球数据中心用电量 2025 年为 485 太瓦时，基准情景 2030 年为 945 太瓦时，2035 年为 1193 太瓦时。大马力发动机及燃气轮机是数据中心现场供电和备用电源的重要动力设备，公司相关零部件业务有望受益。

公司目前在全国工业/商用压缩机领域的零部件领域处于领先地位，细分市场占有率高，已被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。压缩机零部件是公司核心支柱业务，当前 AI 算力扩张驱动数据中心精密温控需求增加，成为行业增长的核心驱动力。公司生产的压缩机机体、壳体、蜗壳等关键零部件，已批量应用于数据中心冷水机组、商用空调等场景，匹配终端市场高效节能的需求。

卡特彼勒预计其建筑行业 2026 年向终端用户的设备销售将比 2025 年增长，这得益于订单量的增加和充足的积压订单。北美建筑行业前景依然积极；联德股份生产的箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品，适配卡特彼勒等全球龙头企业的工程机械装备，凭借“铸造+机械加工”全工序一体化优势，保障了产品的可靠性与交付稳定性。

风险提示：北美 AIDC 电力需求不及预期风险、贸易摩擦风险、汇率波动风险、客户集中风险、新产能投产及爬坡不及预期风险。

公司评级	买入
股票代码	605060.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	32.38

近一年股价走势



分析师

张恒晅 S0800525020001

zhanghengxuan@research.xbmail.com.cn

王昊哲 S0800525080003

wanghaozhe@xbmail.com.cn

牛先智 S0800524070003

niuxianzhi@research.xbmail.com.cn

• 核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,098	1,254	1,641	2,184	2,851
增长率	-9.3%	14.2%	30.8%	33.1%	30.6%
归母净利润（百万元）	187	228	319	473	658
增长率	-25.4%	21.5%	40.1%	48.2%	39.2%
每股收益（EPS）	0.78	0.95	1.33	1.97	2.74
市盈率（P/E）	41.6	34.2	24.4	16.5	11.8
市净率（P/B）	3.3	3.2	2.8	2.4	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

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 5
联德股份核心指标概览 6
一、 产品精加工交付，覆盖 AIDC 大马力发动机、压缩机铸件 7
1.1 产品品类丰富，设计开发能力强劲 7
1.2 创业至今，不断布局海外市场 8
1.3 业绩向好，2026H1 收入利润双增 9
二、 AIDC 产业发展推动公司大马力发动机需求增长 11
2.1 AIDC 产业快速发展，大马力发动机需求强劲 11
2.2 大马力发动机行业龙头集中向好 13
2.3 天然气发电机组或成为 AIDC 重要电能补充 15
2.4 公司掌握核心零部件生产技术，国内外产能布局取得成效 18
三、 公司配套燃气轮机+制冷压缩机组件，AIDC 核心配套 18
3.1 燃气轮机领域龙头向好，或带动相关业务发展 18
3.2 AIDC 行业需求驱动制冷发展，领域龙头收入整体上升 21
3.3 数据中心制冷中压缩机作用重要，联德股份细分市场地位领先 23
3.4 卡特彼勒建筑终端销售预期增长，联德股份相关业务存在需求弹性 25
四、 盈利预测与投资建议 27
4.1 盈利预测 27
4.2 相对估值及投资建议 27
五、 风险提示 28

图表目录

图 1：联德股份核心指标概览图 6
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 10 月 21 日） 8
图 3：2017-2026H1 公司营收情况 9
图 4：2017-2026H1 公司归母净利润情况 9
图 5：2016-2026H1 公司毛利率、净利率情况 9
图 6：2016-2026H1 公司管理费用率情况 9
图 7：2026H1 公司压缩机部件业务占比为 49.29% 10

仅供内部参考，请勿外传

图 8：2016-2026H1 公司主要业务毛利率情况 10
图 9：2025 年公司境外、境内营收占比 10
图 10：2025 年公司境外、境内毛利率 10
图 11：2025 公司净资产收益率为 9.23% 11
图 12：2025 公司总资产周转率为 0.43 次 11
图 13：2026H1 公司存货合计 2.57 亿元 11
图 14：2025 年全球数据中心分布 12
图 15：全球数据中心用电量情景预测（2020-2035 年） 12
图 16：2024-2030 年美国数据中心新增负荷预测 13
图 17：美国数据中心开发商对 100%自备发电的预期情况 13
图 18：AIDC 供电系统结构示意图 13
图 19：卡特彼勒大马力发动机缸体 14
图 20：康明斯大马力发动机缸体 14
图 21：2019-2026H1 卡特彼勒 Power & Energy 销售额情况（亿美元） 14
图 22：2019-2026H1 康明斯电力系统业务销售额情况（百万美元） 15
图 23：2023-2026Q1 INNIO 收入按业务拆分（百万美元） 15
图 24：以专利《一种燃气发动机及燃气发电机组》为例的天然气发动机组结构图 16
图 25：天然气发电是数据中心电力的重要来源 16
图 26：天然气管道增压中大马力发动机的应用示意图 17
图 27：公司具备内燃机缸体等核心零部件生产能力 18
图 28：GE Vernova2017-2026H1 燃气轮机收入情况（百万美元） 19
图 29：GE Vernova2022-2026H1 燃气轮机订单情况（台） 19
图 30：2021-2026H1 西门子能源订单、收入情况（十亿欧元） 20
图 31：2021-2026E 三菱集团燃气轮机业务收入（十亿日元） 20
图 32：2021-2026E 三菱重工燃气-蒸汽联合循环业务新增订单情况（十亿日元） 21
图 33：2021-2026H1 江森自控销售额情况 21
图 34：2021-2026H1 江森自控在手订单情况 21
图 35：2021-2026H1 年开利空调销售额情况 22
图 36：2021-2026H1 特灵科技收入情况 22
图 37：2021-2026H1 特灵科技在手订单情况 22
图 38：2021-2026Q1 年大金集团销售额情况 23
图 39：公司能够生产压缩机机体、壳体等部件 24
图 40：联德股份压缩机零部件应用领域及相关客户 24
图 41：数据中心典型冷却系统构成 25
图 42：直膨机组复合冷源利用技术 25
图 43：2020-2026H1 卡特彼勒建筑行业收入情况（亿美元） 26
图 44：公司能够生产箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品 26

表 1：公司的业务与产品介绍 7

仅供内部参考，请勿外传

表 2：柴油发电机组和天然气发电机组对比.....17
表 3：公司不断扩大高精度精密零部件产能.....18
表 4：基础设施投资与就业法案拨款情况（金额：千美元）.....26
表 5：联德股份盈利预测.....27
表 6：可比公司估值情况（截至 2026 年 10 月 21 日）.....28

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

关键假设

1. 压缩机零部件，公司在该业务的主要产品为压缩机机体、壳体、转子座等零部件。截至 2026 年 6 月末，公司披露墨西哥工厂进展顺利、在建工程持续投入，规划达产后将增加压缩机零部件产能 20,000 件；叠加江森自控等客户订单及 AIDC 需求，我们预测 2026-2028 年毛利率为 38.0%/38.0%/38.0%，营收增速分别为 17.6%/17.0%/15.8%。

2. 工程机械零部件，公司在该业务的主要产品为箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品。公司大马力发动机产品包含在工程机械零件中，其收入占比上升推动分部毛利率提升，我们预测 2026-2028 年毛利率为 35.1%/38.6%/39.3%，营收增速分别为 40.4%/47.8%/38.7%。

3. 其他业务板块，主要是燃气轮机零部件业务配套拉动，我们预测 2026-2028 年毛利率为 44.4%/47.1%/48.7%，营收增速分别为 60.0%/44.8%/47.3%。

4. 汇总，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.41/21.84/28.51 亿元，同比增长 30.8%/33.1%/30.6%，毛利率分别为 37.7%/39.4%/40.3%。

区别于市场的观点

市场认为公司下游主要受大马力发动机缸体在 AIDC 端拉动，但是我们认为公司下游客户中包含冷水机组核心供应商，其压缩机铸件同样会受益于 AIDC 拉动。

市场认为天然气大马力发动机主要是作为 AIDC 主电源拉动需求增长，我们认为天然气大马力发动机在天然气管道压缩领域作为驱动装备同样不可或缺，下游拉动是多元的。

股价上涨催化剂

海外压缩机核心客户订单扩张

海外大马力发动机客户拓展

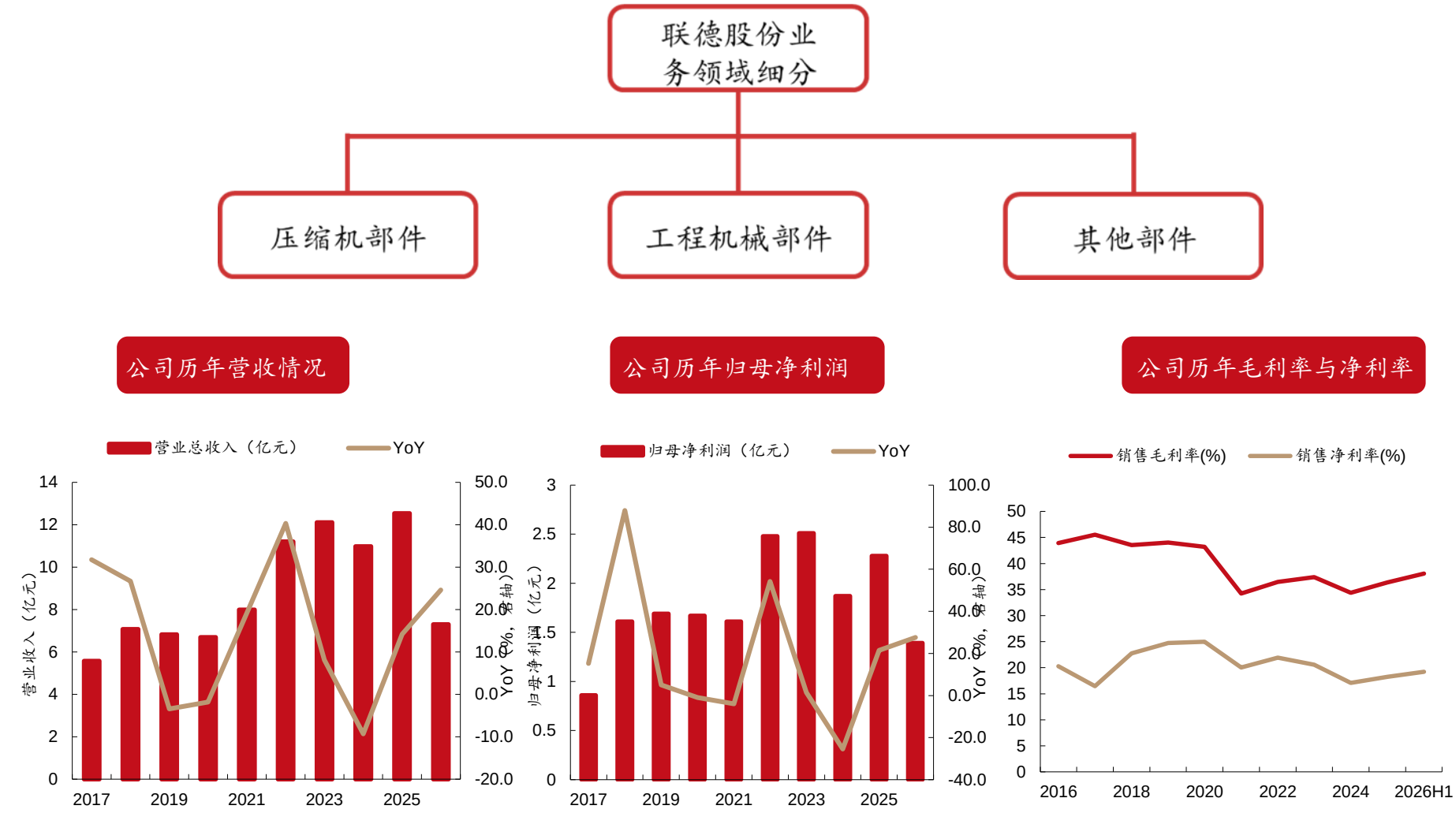
燃气轮机业务订单累积上量

估值与目标价

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.41/21.84/28.51 亿元，同比增长 30.8%/33.1%/30.6%；归母净利润分别为 3.19/4.73/6.58 亿元，同比增长 40.1%/48.2%/39.2%。参考可比公司 2026 年 PE 均值 31 倍，给予公司 2026 年 31 倍 PE，对应目标价 41.12 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

联德股份核心指标概览

图 1：联德股份核心指标概览图



资料来源：iFind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

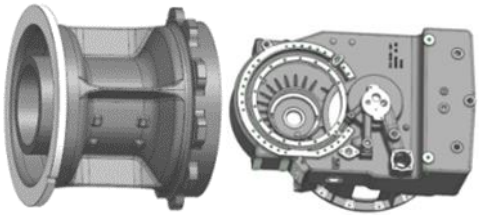
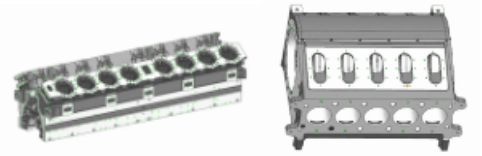
一、产品精加工交付，覆盖AIDC大马力发动机、压缩机铸件

联德股份是国内少数拥有“铸造+机械加工”全工序一体化能力的高精度机械零部件龙头企业，深耕行业二十余年，核心业务为高精度机械零部件、精密型腔模产品的研发、设计、生产与销售，可为客户提供从前端协同研发、铸造、精密加工、检测装配到物流交付的全流程一站式服务，在全球高品质定制化机加工铸件与组装零件领域处于行业第一梯队。

1.1 产品品类丰富，设计开发能力强劲

联德股份具有齐全的产品设计开发能力，同时拥有与客户对接的计算机信息和交互系统，可根据客户不同需求开发不同类型的产品。产品应用于能源动力、液压控制、商用空调、工程机械、空气压缩、农业机械、智能装备和食品工业等主机设备品牌。

表 1：公司的业务与产品介绍

产品系列	简介	图片
压缩机领域	主要涵盖离心式压缩机、螺杆式压缩机两大类压缩机零部件，类型包括压缩机转子座、电机座、吸气座、排气座、滑阀、油槽以及蜗壳、转子支撑组件、扩压器板、喷嘴板等零件。配套下游商用制冷和工业用压缩机整机生产。	
工程机械领域	主要类型包括箱体组件、变速器盖、机体组件、传动箱组件、离合器壳体、齿轮盖、传动配件等。配套下游工程机械的生产。	
能源动力领域	传统能源：内燃机、燃气轮机、油气开采设备零部件 新能源技术：风力发电零部件	

资料来源：联德股份官网“产品中心”页面、联德股份招股书，西部证券研发中心

定制化精加工模式，公司根据客户的订单要求进行定制化生产，一对一供货。在铸造阶段，由子公司桐乡合德、力源金河完成造型、熔炼、浇注等具体工序，铸造完成后，由桐乡合德将铸件送往母公司联德机械或子公司海宁弘德进行进一步精加工，最后的装配、包装等工序统一由海宁弘德完成并入库或发货。子公司浙江明德现已全面打通“铸造-机械加工-产品组装”全工序生产流程，业务范畴覆盖产品研发设计，以及铸造环节的造型、熔炼、浇注、合箱、打磨、热处理等精细工序。完成铸造的毛坯件随即进入数控精加工阶段，紧接着流转至后处理环节，开展修毛刺、压力试验、清洗、喷漆、打包等一系列工序。

品控严格，在工艺能力层面，铸造环节熟练运用模具设计、树脂砂造型、制芯、电炉熔炼等先进生产工艺，搭配光谱分析、3D 扫描等前沿检测手段；机加工环节在数控设计、工装夹具设计、刀具选用、温湿度控制、三坐标成品检测等全流程积累了深厚经验，可满足不同客户对产品精度、结构、性能的定制化、高难度要求。在管控体系层面，公司设立专

仅供内部参考，请勿外传

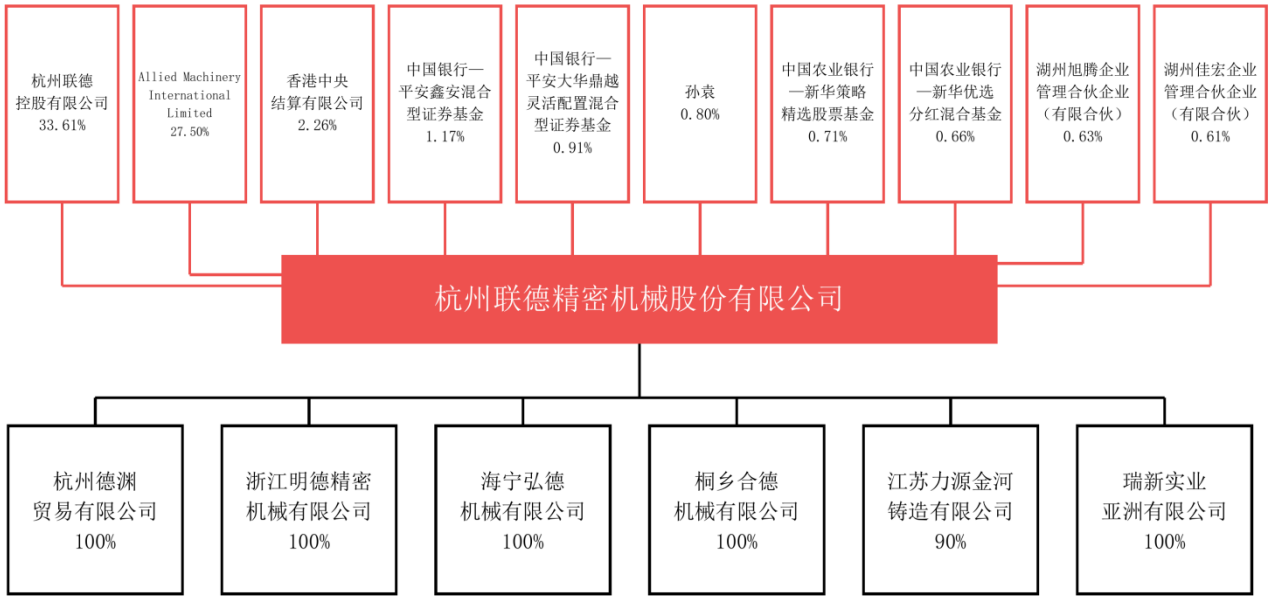
职质保部门，以 ISO9001、ISO14001、ISO45001 管理体系为核心，运用 APQP 先期产品质量策划、精益生产、六西格玛等先进管理工具，对采购、生产、检验、销售全链条进行持续优化与监督管理，实现产品质量全流程可追溯、可管控。

全工序一体化，公司已实现从模具设计、原料熔炼、精密铸造、热处理、数控精加工到检测装配、物流交付的全流程自主可控，是行业内少数具备全链条生产能力的企业。依托完整产业链布局，公司可实现产品全生命周期的成本、质量、交期管控：既能够通过全流程协同降低单位生产边际成本，保障规模化生产的成本优势；又能通过工艺环节的无缝衔接，确保复杂结构、高精度零部件的质量一致性，满足全球顶级客户的严苛标准；同时可快速响应客户定制化需求，缩短新产品研发与交付周期，参与客户前端研发设计，形成与下游客户的绑定。

1.2 创业至今，不断布局海外市场

孙袁、朱晴华为公司实际控制人。2026 年 6 月末，联德控股、联德国际、湖州旭腾、湖州佳宏为其控制的一致行动企业，持股比例分别为 33.61%、27.50%、0.63%、0.61%；孙袁直接持股 0.80%。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 10 月 21 日）



注：列示前十名股东和一级子公司；杭州毅德已于2026年6月1日注销。

孙公司USA、Richland、Bright、Mexico均为100%间接持股，不列为母公司直接持股。

资料来源：联德股份 2026 年半年报，西部证券研发中心

公司发展历程：

创业初期（2001-2006 年）：2001 年 2 月，联德机械在杭州半山成立；2004 年 9 月联德机械整体搬迁至杭州经济技术开发区。

业务扩张（2007-2016 年）：2014 年 9 月，弘德机械在浙江海宁高新区投产；2016 年 3 月全资收购美国 Richland Center Foundry。

高速发展（2017-今）：2021 年 3 月，联德股份登陆上交所 A 股主板；2024 年 10 月，明德精密机械在浙江德清投产；2025 年 2 月，联德墨西哥工厂一期项目开工。

仅供内部参考，请勿外传

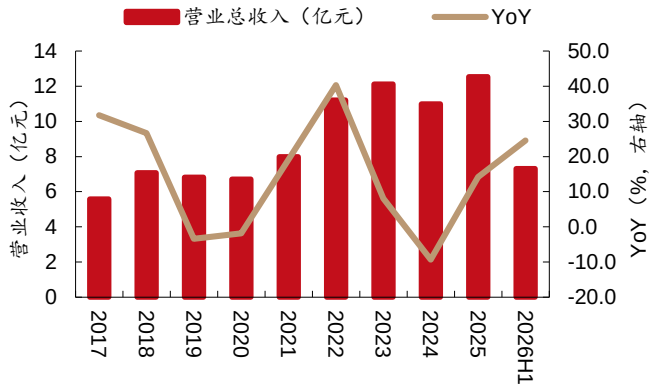
1.3 业绩向好，2026H1收入利润双增

2019-2020 年，受疫情影响公司营收与归母净利润维持低位，由于年初复工晚 2020 年营业收入有所下滑。自 2021 年 3 月 1 日公司在上海证券交易所挂牌上市以来，营收与归母净利润基本实现较快增长。受国内压缩机板块收入减少影响 2024 年公司营收与归母净利润均有所下滑。

营收端：2017-2026H1 营收分别达到 5.58，7.07，6.82，6.70，7.99，11.21，12.11，10.98，12.54，7.31 亿元，2017-2026H1 营收增速为 31.75%，26.66%，-3.42%，-1.82%，19.21%，40.29%，8.09%，-9.32%，14.19%，24.57%。

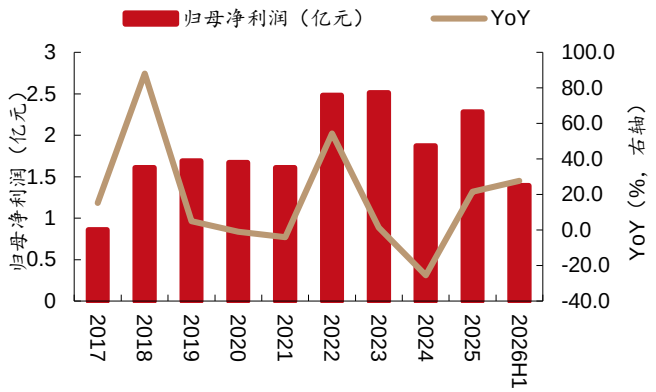
利润端：2017-2026H1 归母净利润分别为 0.86，1.61，1.69，1.67，1.61，2.48，2.51，1.87，2.28，1.39 亿元，2017-2026H1 归母净利润增速为 15.28%，87.99%，5.02%，-0.93%，-4.01%，54.27%，1.45%，-25.41%，21.46%，27.6%。2026H1 扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 28.46%。

图 3：2017-2026H1 公司营收情况



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

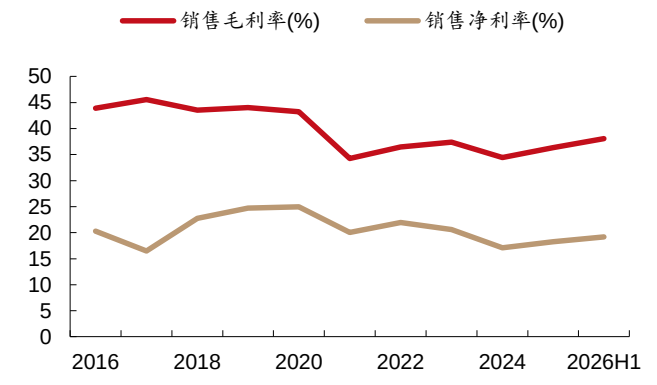
图 4：2017-2026H1 公司归母净利润情况



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

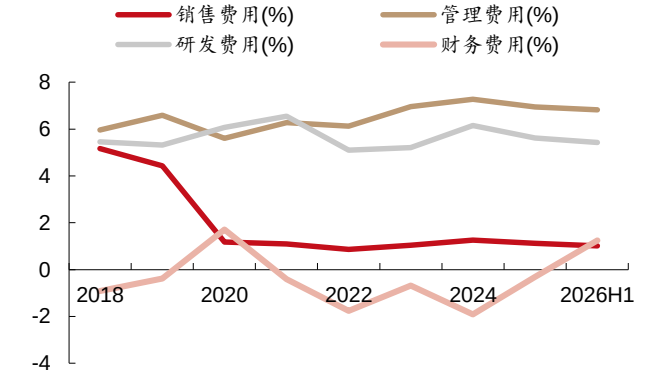
盈利能力有所回升，汇兑损益影响利润。2026H1 公司销售毛利率 38.06%，销售净利率 19.21%。同期销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率为 1.01%、6.82%、5.43%、1.24%。2026H1 财务费用率上升主要系本期汇率变动以及存款利息净收入减少影响所致。

图 5：2016-2026H1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

图 6：2016-2026H1 公司管理费用率情况



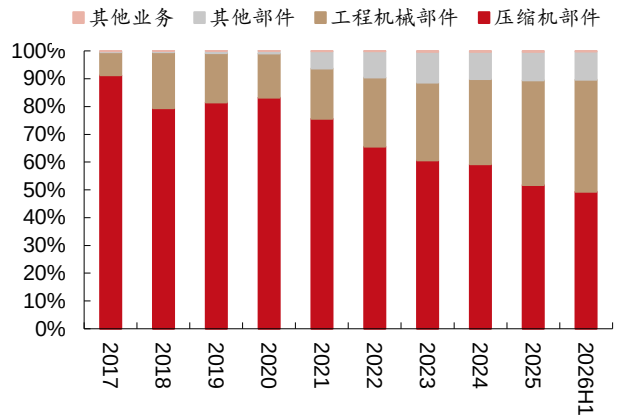
资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

压缩机部件占比波动下降，主要业务毛利率相对稳定。2026H1 公司压缩机部件、工程机

仅供内部参考，请勿外传

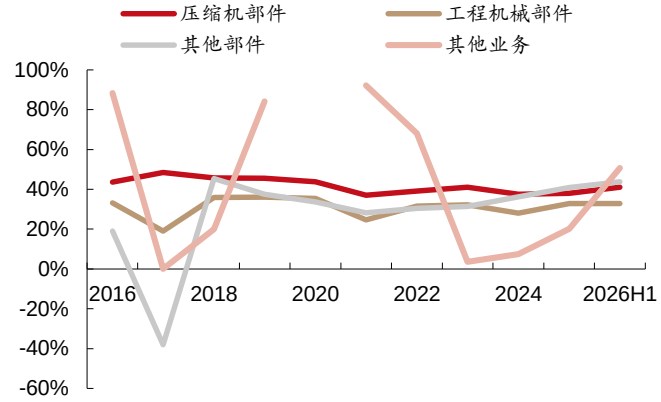
械部件、其他部件、其他业务占比分别为 49.29%，40.36%，10.12%，0.24%。毛利率方面，2026H1 公司压缩机部件、工程机械部件、其他部件、其他业务毛利率分别为 41.04%，32.94%，43.74%，50.71%。

图 7：2026H1 公司压缩机部件业务占比为 49.29%



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

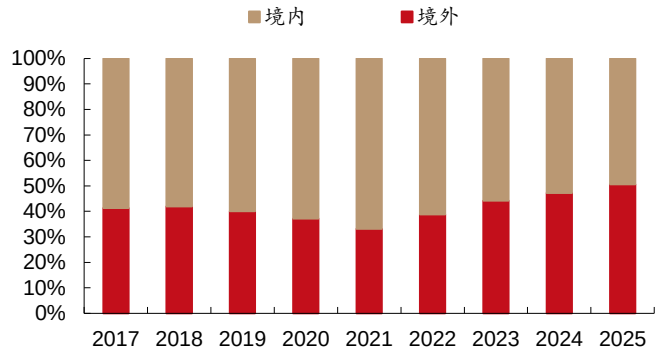
图 8：2016-2026H1 公司主要业务毛利率情况



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

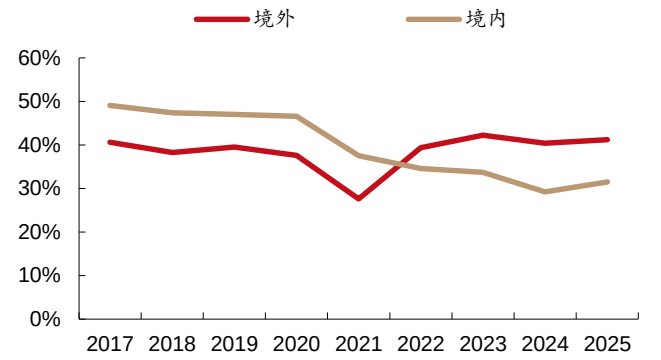
分地区看，公司境外业务毛利率更高，主营收入占比波动增长。2025 年公司境外、境内主营收入占比分别为 50.6%、49.4%。2021 年以来，随着公司全球化布局稳步推进，公司境外主营收入占比持续提高。毛利率方面，2025 年公司境外、境内毛利率分别为 41.2%、31.5%。

图 9：2025 年公司境外、境内营收占比



资料来源：联德股份 2025 年报，西部证券研发中心

图 10：2025 年公司境外、境内毛利率

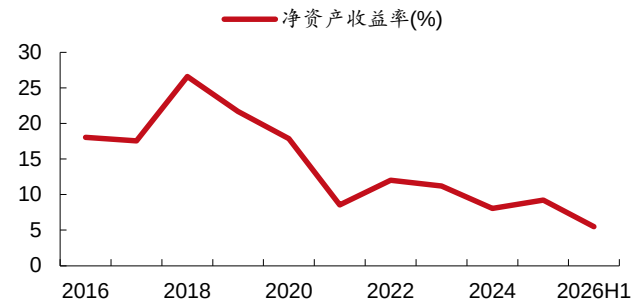


资料来源：联德股份 2025 年报，西部证券研发中心

公司公告加权平均净资产收益率有所波动（与附表模型平均净资产口径有别），2016-2025 净资产收益率分别为 18.03%，17.55%，26.6%，21.71%，17.88%，8.56%，12.01%，11.2%，8.06%，9.23%。2016-2025 总资产周转率分别为 0.6，0.81，0.96，0.8，0.67，0.48，0.46，0.46，0.4，0.43 次。

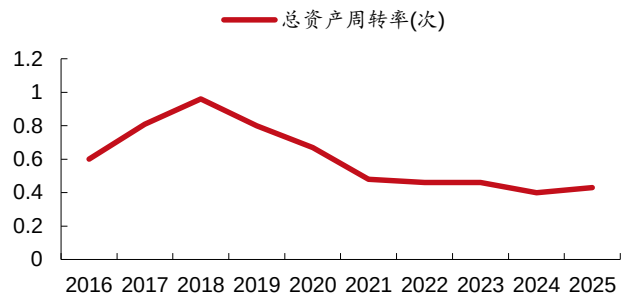
仅供内部参考，请勿外传

图 11：2025 公司净资产收益率为 9.23%



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

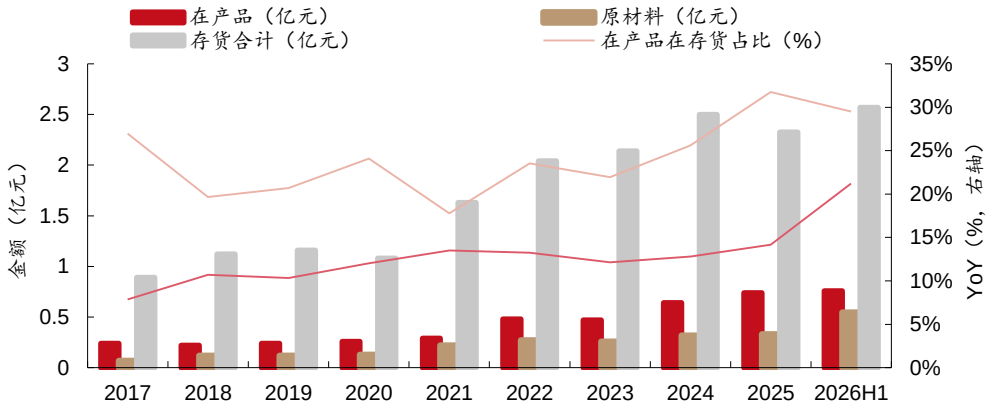
图 12：2025 公司总资产周转率为 0.43 次



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

2026H1，公司存货合计 2.57 亿元，其中在产品 0.76 亿元，原材料 0.55 亿元，在产品在存货比例为 29.50%，原材料在存货比例为 21.22%。2017-2026H1 公司存货波动上升，分别为 0.89，1.12，1.16，1.08，1.63，2.04，2.14，2.5，2.33，2.57 亿元。

图 13：2026H1 公司存货合计 2.57 亿元



资料来源：iFind、联德股份 2026 年半年度报告，西部证券研发中心

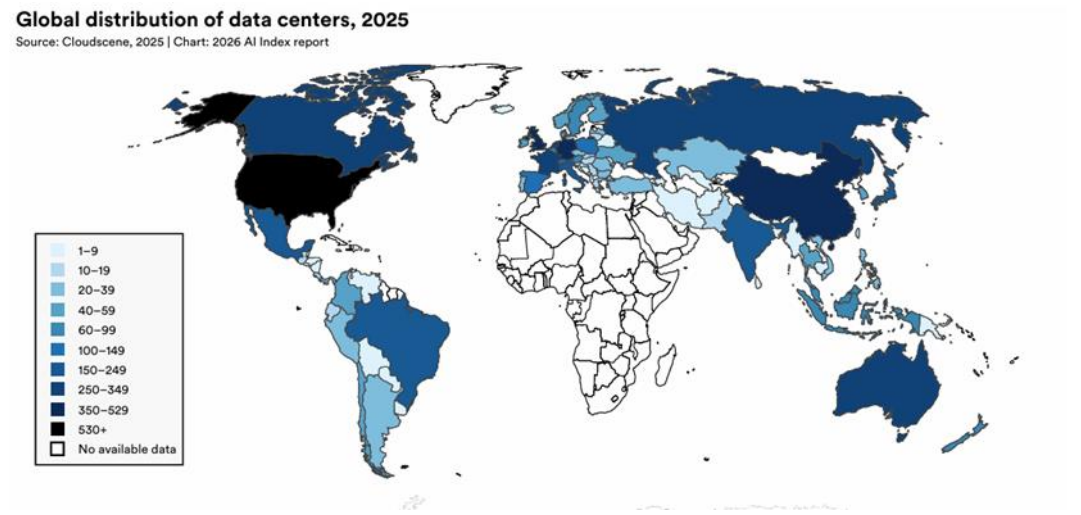
二、AIDC产业发展推动公司大马力发动机需求增长

2.1 AIDC产业快速发展，大马力发动机需求强劲

世界上大多数的数据中心基础设施集中在少数几个国家。到 2025 年，美国拥有 5,427 个数据中心，是其他任何国家数量的 10 倍以上。德国（529 个）、英国（523 个）和中国（449 个）紧随其后，而大多数其他国家的数据中心数量都不到 300 个。

仅供内部参考，请勿外传

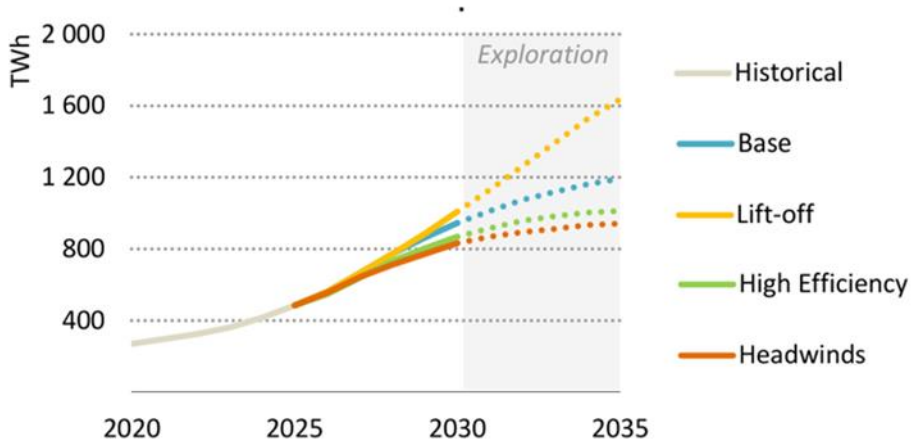
图 14：2025 年全球数据中心分布



资料来源：《Artificial Intelligence Index Report》，西部证券研发中心

算力增长带动电力需求。IEA 于 2026 年 4 月发布的《Key Questions on Energy and AI》显示，全球数据中心用电量 2025 年为 485 太瓦时，基准情景 2030 年为 945 太瓦时，2035 年为 1193 太瓦时。

图 15：全球数据中心用电量情景预测（2020-2035 年）



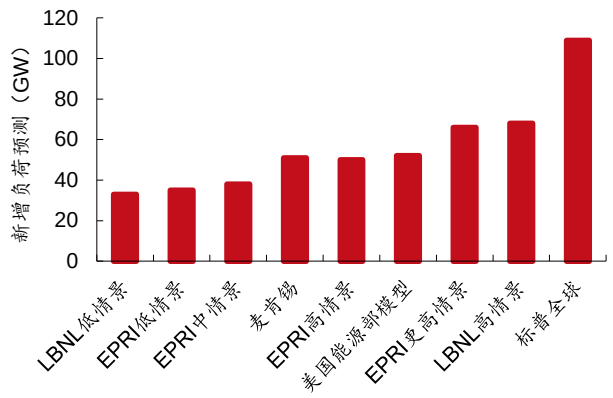
资料来源：国际能源署《Key Questions on Energy and AI》，西部证券研发中心

大马力发动机可作为柴油或天然气发电机组的动力来源。公司具备内燃机缸体、齿轮箱体等高精度零部件生产能力，相关产品可用于能源动力设备。数据中心现场供电存在备用及主用等不同方案。

2024-2030 年美国新增数据中心负荷在 LBNL 低情景下为 33GW，美国能源部模型为 52GW，标普预测为 109GW。基于公开负荷预测与自备发电比例做敏感性测算：若新增负荷为 33/52/109GW，100%自备发电比例取 25%/27%/33%，对应新增现场发电容量约 8.3/14.0/36.0GW。

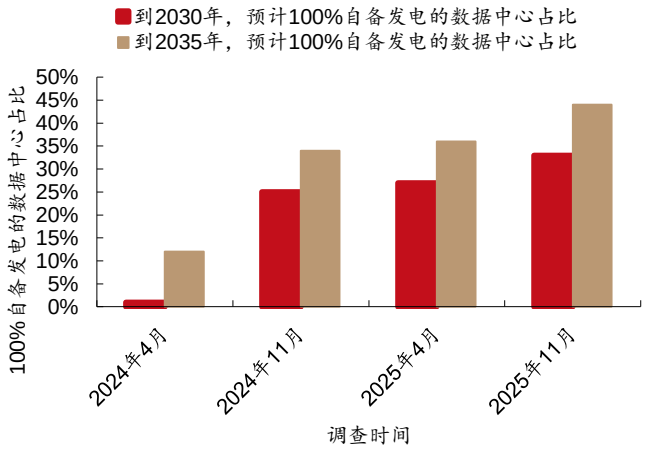
仅供内部参考，请勿外传

图 16：2024-2030 年美国数据中心新增负荷预测



资料来源：美国能源部，西部证券研发中心

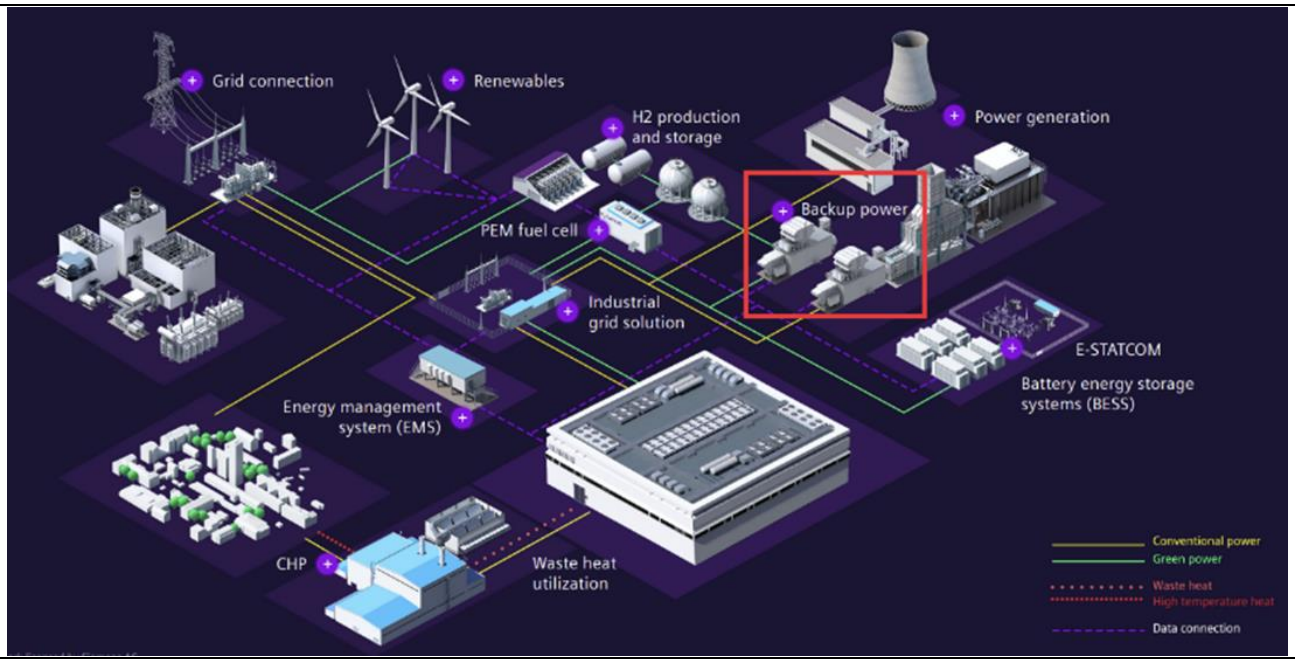
图 17：美国数据中心开发商对 100%自备发电的预期情况



资料来源：Bloom Energy，西部证券研发中心

Uptime Institute 2024 年度停机分析显示，电力问题仍是严重及重大数据中心停机事故中最常见的原因。在 Uptime Institute 2024 年度调研的受访者中，超过半数（54%）表示，最近一次重大、严重或极端断电事故造成的损失超 10 万美元；五分之一的受访者称其最近一次停电损失超过 100 万美元。

图 18：AIDC 供电系统结构示意图



资料来源：Siemens Energy 解决方案展示材料，西部证券研发中心

2.2 大马力发动机行业龙头集中向好

卡特彼勒是建筑机械、采矿设备、柴油和天然气发动机、工业用燃气轮机以及柴电机车领域的全球领先制造商。卡特彼勒是联德股份的重要客户之一，公司目前为卡特彼勒提供油气设备、柴油机、燃气轮机等方面的精密机械零部件。2026 拉斯维加斯国际工程机械展卡特彼勒展出的动力解决方案包括全新的 C3.6 和 C13D 发动机，专为支持可靠的全天候施工现场作业而设计。

康明斯作为全球动力技术先行者，拥有广泛的产品组合，包括先进的柴油、可替代燃料、电动和混合动力总成；集成电力系统；关键零部件如后处理系统、涡轮增压器、燃油系统、控制系统、变速箱、车桥和制动系统；以及零排放技术，如电池和电动动力总成系统及电

仅供内部参考，请勿外传

解槽。

INNIO 是燃气发动机领域的重要玩家。凭借拥有颜巴赫和瓦克夏燃气发动机系列的强大产品组合，INNIO 将持续为遍布全球的客户提供发电和燃气压缩解决方案。通过将自身在能源行业中众多“第一”的传统优势与数字创新力量相结合，INNIO 完全有能力在已为全球 100 多个国家的客户提供 52000 台机组，累计装机容量达到 64GW 的基础上，不断继续发展。

图 19：卡特彼勒大马力发动机缸体



资料来源：Caterpillar 2025 Annual Report 及 2026Q1 业绩资料，西部证券研发中心

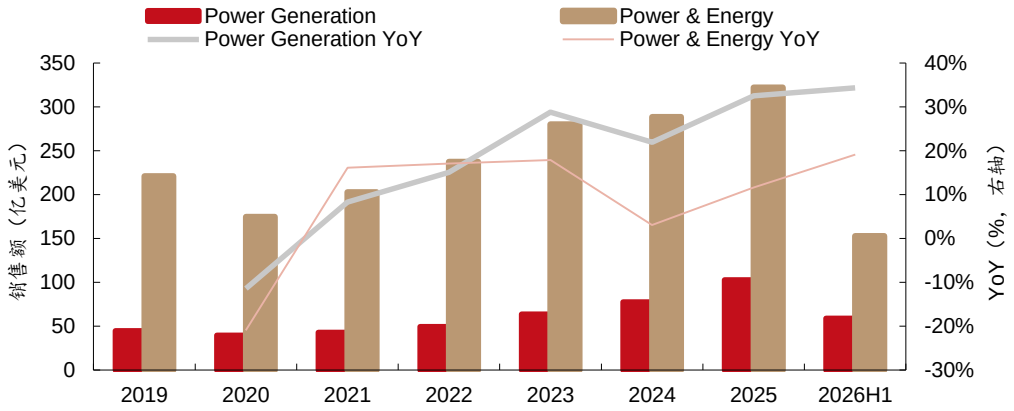
图 20：康明斯大马力发动机缸体



资料来源：沃尔根动力“Data Center Power”产品资料页，西部证券研发中心

2021 年以来卡特彼勒相关能源业务保持增长。2026H1 Power & Energy 分部销售额 152.69 亿美元，按公司重列的 2025H1 基数 128.20 亿美元计算，同比增长 19.10%；其中发电业务销售额 59.15 亿美元，同比增长 34.34%。

图 21：2019-2026H1 卡特彼勒 Power & Energy 销售额情况（亿美元）

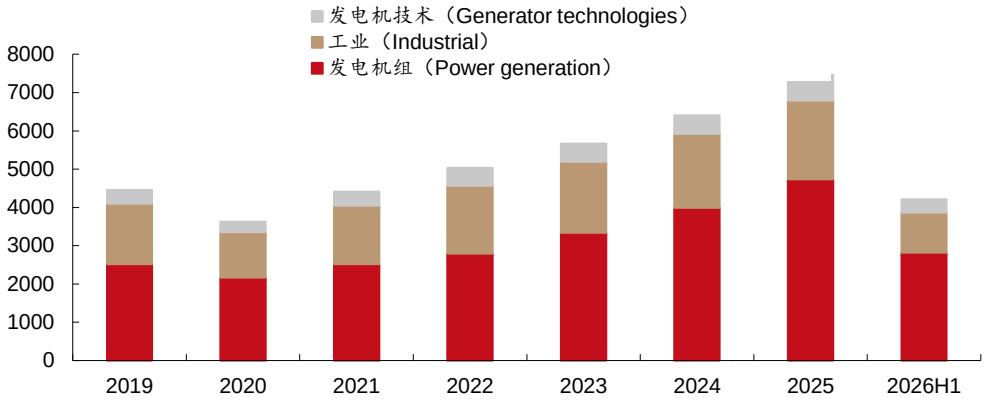


资料来源：Caterpillar 2025 Annual Report、2026H1 Form 10-Q，西部证券研发中心。

康明斯 2026H1 Power Systems 分部销售额为 4211 百万美元，同比增长 19.02%；其中发电机组 2819 百万美元、工业 1044 百万美元、发电机技术 348 百万美元。

仅供内部参考，请勿外传

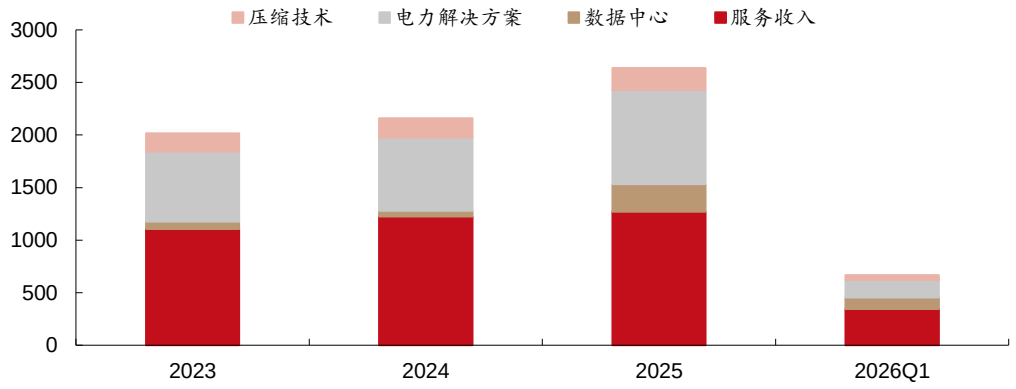
图 22：2019-2026H1 康明斯电力系统业务销售额情况（百万美元）



资料来源：Cummins 2019-2025 Annual Reports、2026Q2 Form 10-Q，西部证券研发中心。

根据 INNIO 招股文件，AI 部署推动数据中心容量增长，北美超大规模和模块化数据中心投资加速，使电网供给压力上升，并带动客户考虑现场主用及备用电源方案；公司披露，其数据中心设备订单额由 2023 年的 2700 万美元提升至 2025 年的 22.82 亿美元，2026Q1 进一步达到 10.05 亿美元。数据中心业务增长带动 INNIO 收入增长，2023-2026Q1 年净销售额分别达 2015、2159.1、2636.8、668.6 百万美元，2024-2026Q1YoY 分别为 7.15%、22.12%、35.34%。

图 23：2023-2026Q1 INNIO 收入按业务拆分（百万美元）



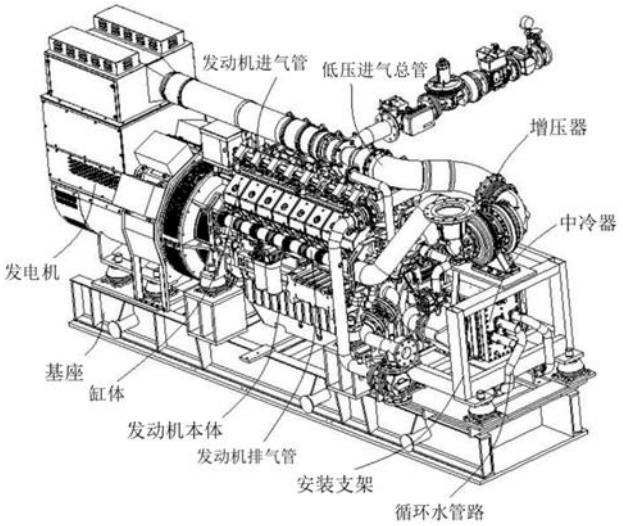
资料来源：INNIO 招股文件，西部证券研发中心

2.3 天然气发电机组或成为AIDC重要电能补充

天然气发动机的设计基础是柴油机，主要对供气系统和点火系统进行了重新设计，即把柴油机的供油系统改成供气系统，增加火花塞点火。主要结构包括发动机进气管、低压进气总管、增压器、中冷器、循环水管路等部件。

仅供内部参考，请勿外传

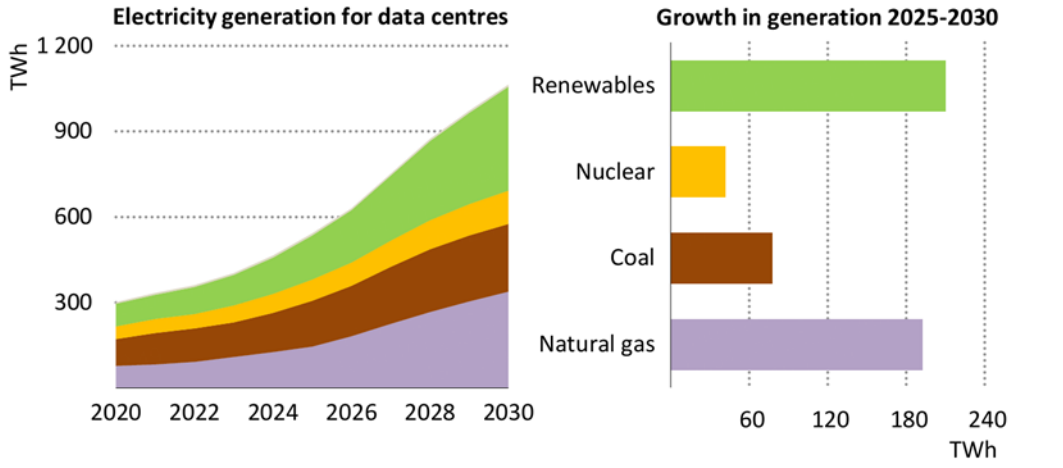
图 24：以专利《一种燃气发动机及燃气发电机组》为例的天然气发动机组结构图



资料来源：国家知识产权局专利审查信息查询系统，实用新型专利《一种燃气发动机及燃气发电机组》（授权公告号：CN216922309U，专利权人：上海齐耀动力技术有限公司），西部证券研发中心

目前，天然气发电机组作为主供电源的商业模式在北美地区已快速跑通并实现规模化应用，天然气逐渐成为数据中心发电消耗的重要燃料。据国际能源署数据，预计到 2030 年，全球数据中心的电力产量将翻一番，超过 1,000 太瓦时，因此所有电力来源的发电量都将增加。天然气发电项目的不断增加意味着数据中心用天然气发电也预计会大幅增长，特别是在美国。预计到 2030 年，天然气发电将增加一倍多，达到约 340 太瓦时，使其在全球数据中心电力结构中的份额达到约 30%。

图 25：天然气发电是数据中心电力的重要来源



资料来源：国际能源署《Key Questions on Energy and AI》，西部证券研发中心

柴油发电机组与天然气发电机组的适用场景及经济性应按具体机型、项目设计、燃料供应和当地许可条件判断。柴油机组通常用于备用供电，但部分项目在满足排放与许可要求后也可参与电网服务，不能一概表述为“仅可应急、不能售电”。天然气机组可通过管道供气，部分机型可兼容可再生气态燃料；其排放、检修周期和长期运维成本需结合机型及工况比较，不能一概认定优于柴油机组。在具备燃气供应、排放许可和项目经济性的条件下，燃气机组可用于现场主供电或其他电网服务。

仅供内部参考，请勿外传

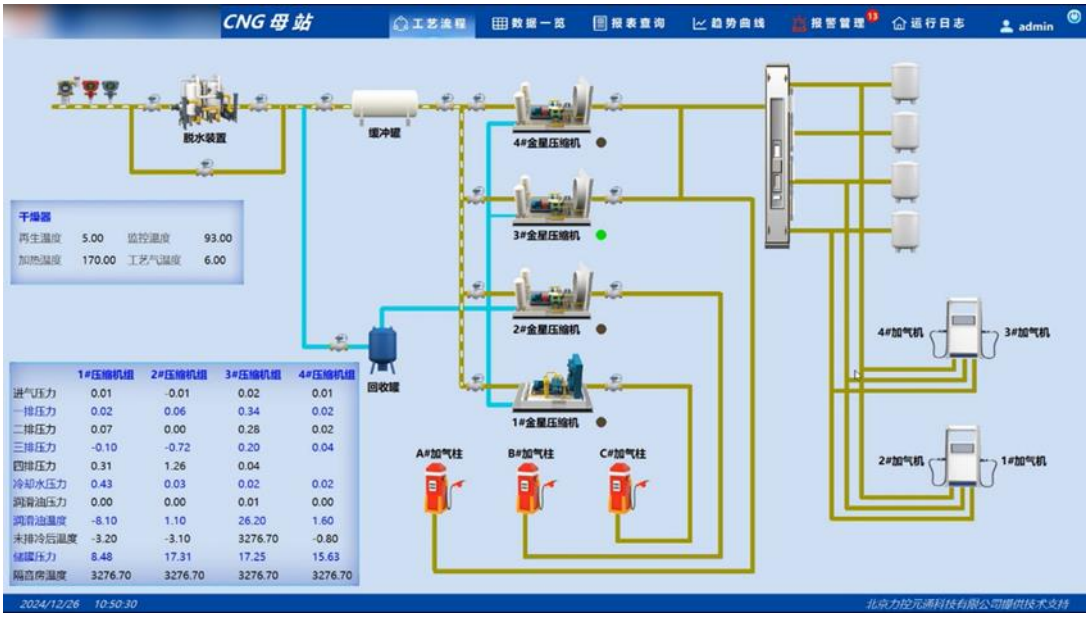
表 2：柴油发电机组和天然气发电机组对比

维度	天然气发电机组	柴油发电机组
环保排放	碳足迹略高于 400g/kWh，低于柴油发电及多数地区电网电力	碳排放、NO_x、硫化物、颗粒物污染物排放显著更高
燃料适配性	纯天然气机型仅燃气体燃料，双燃料机型可柴油 / 天然气自动切换；可兼容沼气、生物甲烷等可再生气态燃料	传统纯柴油机使用液体柴油；该白皮书亦介绍可在液体燃料与气体燃料间切换的双燃料发动机，不能将所有柴油方案概括为单一燃料
维护周期与检修特性	施耐德电气白皮书所述中速燃气机组可现场检修；大修间隔不少于 16,000 运行小时，较全面的大修约在 64,000—96,000 小时后；部分主要部件可留在现场使用 25 年以上。该结论限于文中机型与工况	白皮书将小型高速应急柴油机组作为对照：其现场维护条件可能受限；部分发电技术的启停热应力会影响维护计划。不同柴油机型的具体维护周期需按厂商资料确定
燃料存储与供给系统	可管道直供，配套 LNG 低温绝热储罐高密度存储，10MW 机组 12 小时运行仅需＜50m³ 储罐容积，存储体积更小；供气系统采用双路 100% 冗余管网、物理隔离管路，泄漏段自动隔离，多冗余保障无单点故障	传统方案通常在场地内储存柴油；白皮书指出液体燃料存在泄漏风险。供油冗余配置应依具体项目设计，不能一概视为单套系统
设备投资与长期运营成本	施耐德电气案例：现场燃气发电方案前四年累计 CAPEX 约 6,470 万欧元；全面投运后年支出约 5,100 万欧元，其中管道天然气约 4,100 万欧元。该案例不代表所有项目的成本	同一白皮书的电网供电加柴油备用对照方案 CAPEX 约 4,400 万欧元；自第 4 年起购电约 5,520 万欧元/年。该金额为特定案例假设，且不包含柴油燃料成本
商业模式	可实现主力自发电、独立售电（商业电站模式）、配合风光新能源调峰、余热制冷 / 供热、第三方 IPP 托管运营多种盈利模式	白皮书的对照方案为电网供电加现场柴油备用；并未论证柴油机组在所有市场均不能参与售电，商业模式取决于项目设计和当地监管

资料来源：施耐德电气《Applying Natural Gas Engine Generators to Hyperscale Data Centers》，西部证券研发中心

除发电外，天然气压缩也是大马力天然气发动机的应用场景之一。天然气输送管道是国家重要的能源基础设施，而天然气管道压缩机组是输送管道的核心动力装备，每隔 150 公里-200 公里就要设置一个压气站，通过压缩机组将天然气的压力提升到所需的水平来克服输送过程中产生的阻力，将天然气源源不断地送入终端的“千家万户”。

图 26：天然气管道增压中大马力发动机的应用示意图



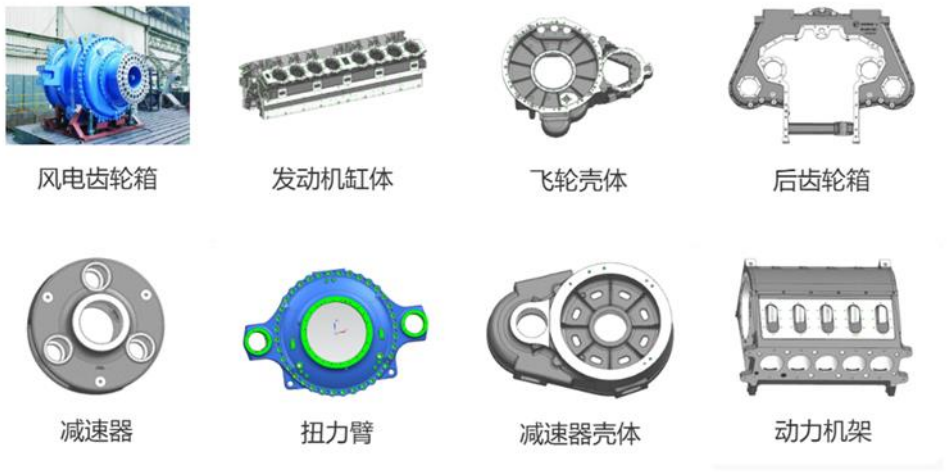
资料来源：北京力控元通科技有限公司官网，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

2.4 公司掌握核心零部件生产技术，国内外产能布局取得成效

公司已具备内燃机缸体、齿轮箱体、飞轮壳体、动力机架等核心零部件的生产能力，并持续拓展燃气轮机零部件业务。

图 27：公司具备内燃机缸体等核心零部件生产能力



资料来源：联德股份官网“产品中心/应用领域”页面，西部证券研发中心

公司生产的高精度机械零部件可用于能源动力等主机设备。相关零部件有望受益于数据中心电源、燃气发电等下游需求增长；公司不断扩大高精度机械零部件产能。

2023 年 12 月 21 日，公司将募投项目“年新增 34,800 套高精度机械零部件技改项目”结项，项目设计年产 34,800 套高精度机械零部件规模，实际产量尚待核验。2024 年 12 月 24 日，公司将募投项目“高精度机械零部件生产建设项目”结项，项目设计年产 14,600 套大型高精度机械零部件规模，实际产量尚待核验。截至 2026 年 6 月末，公司披露墨西哥工厂进展顺利、在建工程持续投入，规划达产后可形成年产精密零部件 38,000 件，其中压缩机零部件 20,000 件、工程机械零部件 10,000 件、农业机械零部件 8,000 件。公司“高精度机械零部件生产建设（二期）项目”拟投入不超过 4.8 亿元，主要通过购置先进生产设备、扩建智能化产线，进一步提升核心产品供给能力。

表 3：公司不断扩大高精度精密零部件产能

序号	项目名称	项目总投资额	形成产能	项目进展
1	高精度机械零部件生产建设项目	5.96 亿元	设计年产 14,600 套大型高精度机械零部件（实际产量待核实）	已结项
2	年新增 34,800 套高精度机械零部件技改项目	1.27 亿元	设计年产 34,800 套高精度机械零部件（实际产量待核实）	已结项
3	墨西哥生产基地	5656 万美元	38000 件（其中压缩机零部件 20,000 件，工程机械零部件 10,000 件，农业机械零部件 8,000 件）	墨西哥工厂已于 2026 年正式投产试运营
4	高精度机械零部件生产建设（二期）项目	不超过 4.8 亿元	/	预计 2027 年 6 月 1 日完工

资料来源：联德股份 2025 年年报、2026 年半年报及项目公告，2026 年 9 月 9 日发布投资者关系活动表，西部证券研发中心

三、公司配套燃气轮机+制冷压缩机组件，AIDC核心配套

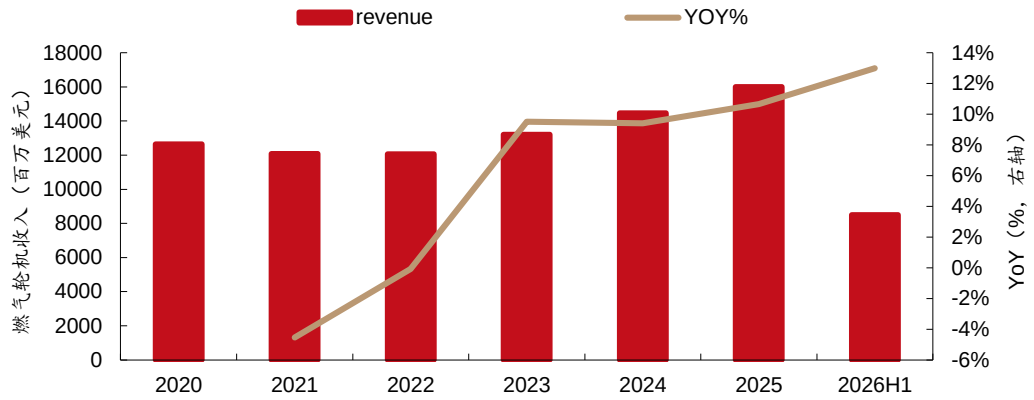
3.1 燃气轮机领域龙头向好，或带动相关业务发展

GE Vernova 拥有超过 60 年的燃气轮机发电技术供应经验。全球约一半的天然气装机来自

仅供内部参考，请勿外传

GE Vernova， 包括超过 7,000 台气轮机，总装机容量超过 800 GW，分布在 120 多个国家。GE Vernova 在全球制造和供应的重型及衍生型燃气轮机型号，在多种应用领域表现出色。2026H1 Gas Power 收入为 8493 百万美元，上年同期 7516 百万美元，同比增长 13.00%。

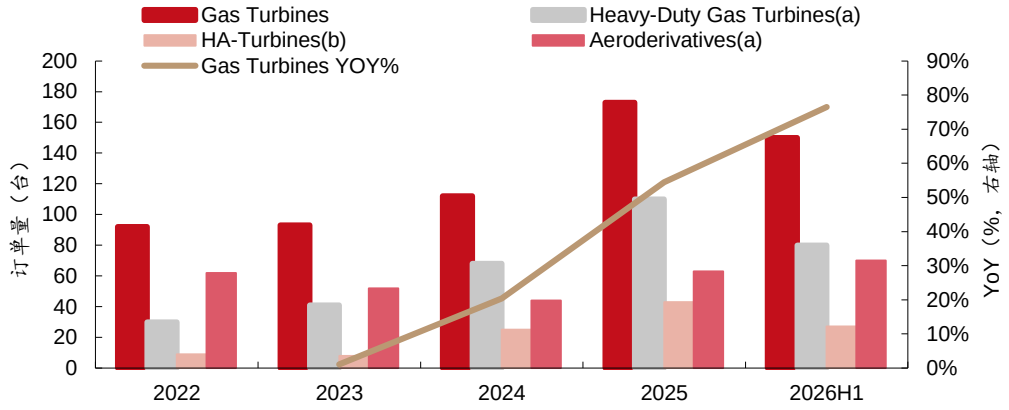
图 28：GE Vernova2017-2026H1 燃气轮机收入情况（百万美元）



资料来源：GE Vernova2020-2025 年年度报告及 2026Q2 Form 10-Q，西部证券研发中心

GE Vernova 燃气轮机订单 2022-2025 年分别为 92、93、112、173 台，2026H1 为 150 台，较 2025H1 的 85 台增长 76.47%。2026H1 重型 80 台、航改型 70 台。

图 29：GE Vernova2022-2026H1 燃气轮机订单情况（台）

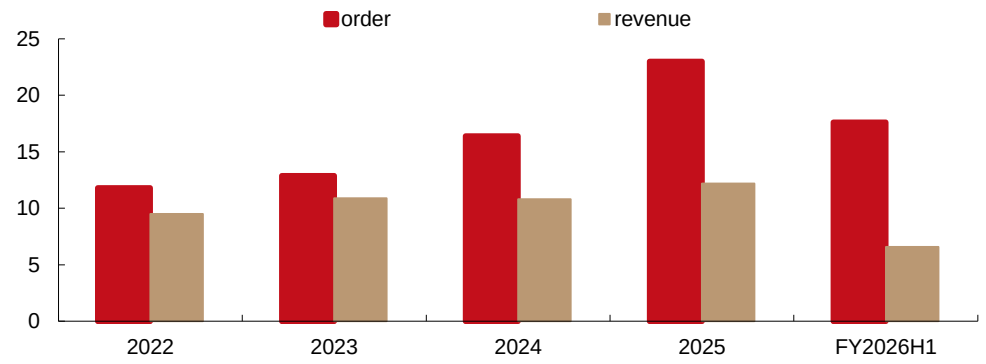


资料来源：GE Vernova2022-2025 年年度报告及 2026Q2 Form 10-Q，西部证券研发中心

西门子能源燃气轮机产品组合就具有两大优势，低生命周期成本和出色的投资回报率。西门子能源燃气轮机在效率、可靠性、灵活性和环境适应性方面满足了广泛应用需求。西门子能源重型燃气轮机、工业型燃气轮机和航改型燃气轮机产品系列产品丰富，最大功率可达 593 MW。FY2026H1 Gas Services 订单 176.20 亿欧元、收入 65.75 亿欧元。

仅供内部参考，请勿外传

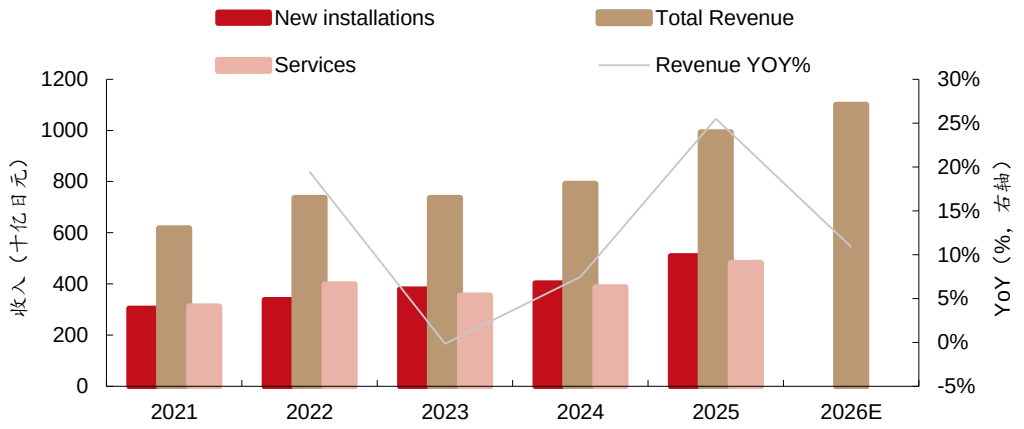
图 30：2021-2026H1 西门子能源订单、收入情况（十亿欧元）



资料来源：Siemens Energy Annual Reports 2022-2025、Q2 FY2026 Earnings Release，西部证券研发中心

三菱重工业集团先进的 J 型燃气轮机始终领先世界，在 1600°C 的涡轮入口温度下实现了较高的发电效率。为满足全球多样化需求，三菱提供从 30,000 千瓦到 56 万千瓦的广泛燃气轮机。 迄今为止，三菱已向全球 30 多个国家交付了 1500 多台燃气轮机发电机组，为全球各地高效且清洁的能源供应做出贡献。2021 年-2025 年，三菱重工燃气轮机业务收入分别为 6168、7368、7356、7907、9922 亿日元，2022 年-2025 年 YoY 分别为 19.50%、-0.20%、7.50%、25.45%。2026 年预计燃气轮机业务收入达 11000 亿日元，YoY 达 10.86%。

图 31：2021-2026E 三菱集团燃气轮机业务收入（十亿日元）



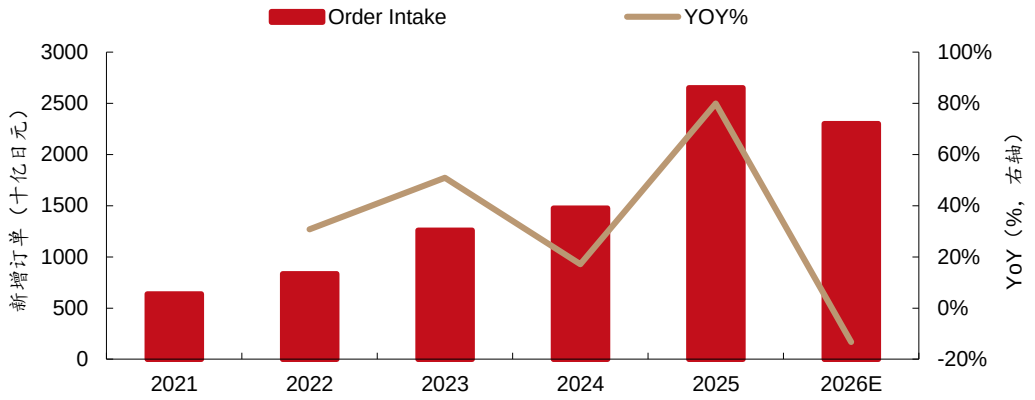
资料来源：Mitsubishi Heavy Industries Financial Results 2021-2025，西部证券研发中心

三菱重工燃气 - 蒸汽联合循环业务新增订单呈增长态势，2021-2025 新增订单量分别为 6384、8346、12593、14744、26526 亿日元，2022-2025 新增订单量 YoY 分别为 30.73%、50.89%、17.08%、79.91%。2026 年燃气 - 蒸汽联合循环业务新增订单预计达 23000 亿日元，YoY 预计为-13.29%。

联德股份已实现向客户批量供应燃气轮机核心零部件，并将持续拓展该领域业务规模，充分受益于数据中心建设与能源结构转型带来的市场增量。

仅供内部参考，请勿外传

图 32：2021-2026E 三菱重工燃气-蒸汽联合循环业务新增订单情况（十亿日元）



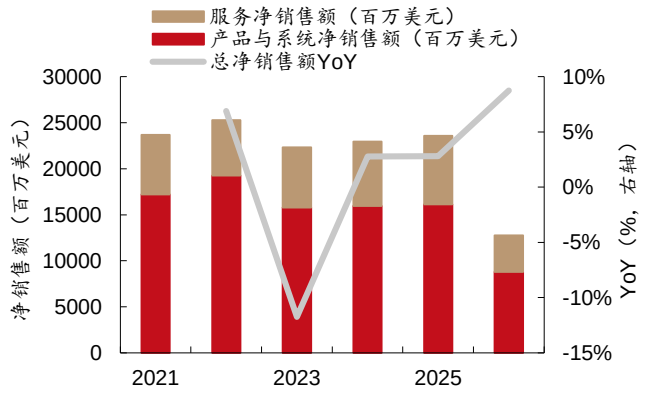
资料来源：Mitsubishi Heavy Industries Financial Results 2021-2025，西部证券研发中心

3.2 AIDC行业需求驱动制冷发展，领域龙头收入整体上升

江森自控依托全面的暖通空调与控制产品组合，为数据中心、先进制造设施、教育机构、医院以及生物制药实验室等，打造更舒适、健康和可持续的建筑环境。江森自控目前拥有超过 8000 项专利，在工程研发领域投入数十亿美元资金。旗下 York 和 Grinnell 两大品牌已传承逾 150 年。2026 年 2 月 3 日，江森自控宣布其在数据中心热管理领域的最新创新--YORK YDAM 风冷磁悬浮离心式冷水机。这款创新冷水机专为克服高密度多层数据中心中复杂的空间和场地挑战而设计，配备高达 3.5 兆瓦的冷却能力，比其他现有方案实现了高达 20%的容量密度。

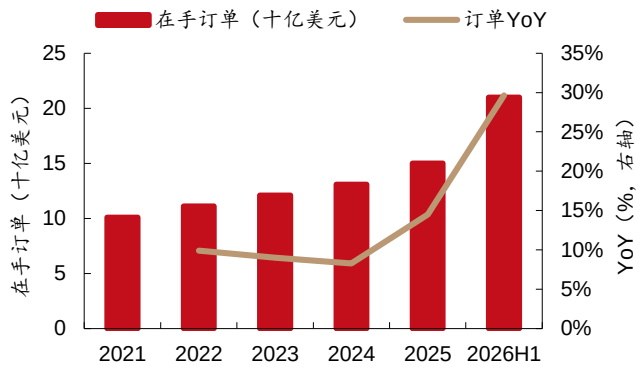
江森自控自然年 2026H1 净销售额 12756 百万美元，包括产品与系统 8795 百万美元、服务 3961 百万美元；按可比上年 H1 的 11728 百万美元计算，同比增长 8.77%。2026 年 6 月末在手订单 210 亿美元，较重列上年同期 162 亿美元增长 29.63%，公司披露的有机增长为 32%。

图 33：2021-2026H1 江森自控销售额情况



资料来源：Johnson Controls 年度报告 2021-2025、FY2026Q3 业绩公告，西部证券研发中心

图 34：2021-2026H1 江森自控在手订单情况



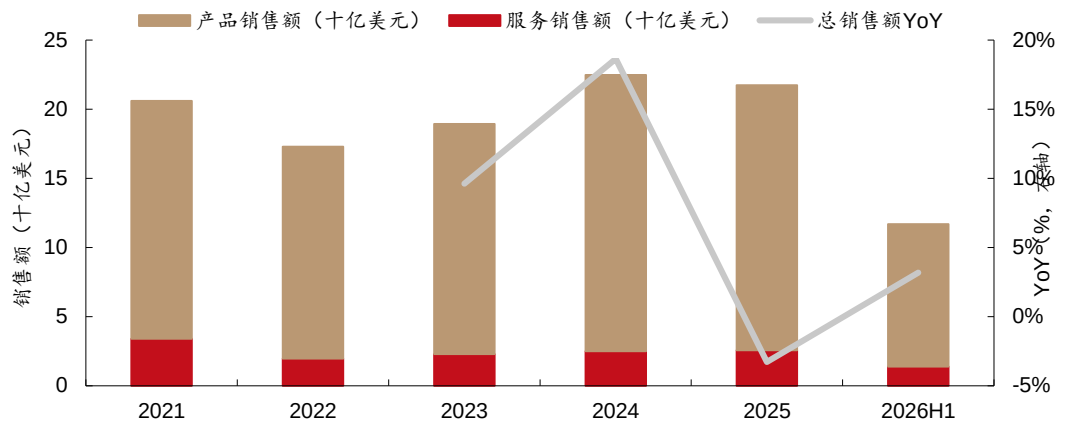
资料来源：Johnson Controls 年度报告 2021-2025、FY2026Q3 业绩公告，西部证券研发中心

开利在高科技暖通空调及制冷解决方案领域占全球重要地位，在世界各地拥有超过 53,000 名员工，业务遍及 160 多个国家，样板工程包括西斯廷教堂 、新加坡国际展览中心、北京奥运场馆鸟巢和水立方等。为了应对数据中心增长带来的制冷需求以及性能要求日益增加的压力，开利开发了 Carrier QuantumLeap，这是一种将传统制冷和液冷与先进的建筑

仅供内部参考，请勿外传

及服务器管理系统结合的集成解决方案，为客户提供高效、独特的服务，提升数据中心的性能。由于开利在技术上的投资以及强劲的市场需求支持，开利在 2025 年将自己在全球数据中心领域的收入翻了一番，达到 10 亿美元，并且以强劲的积压订单进入 2026 年，为这一重要领域实现 50%的增长奠定了基础。

图 35：2021-2026H1 年开利空调销售额情况

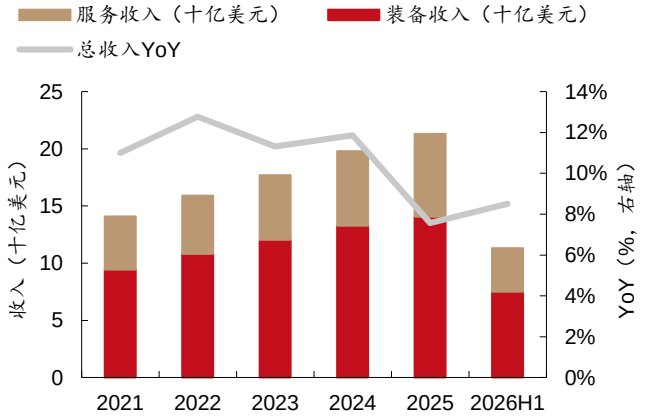


资料来源：Carrier 2023/2024/2025 Form 10-K、2026Q2 业绩公告，西部证券研发中心

特灵不仅是温控领域的领导者，凭借创新技术和专业实力，其能力已延伸至生命科学和数据中心冷却领域，为关键应用和工业级流程打造理想环境。2026 年特灵完成了对 LiquidStack 和 Stellar Energy Americas 的收购，这有助于加强特灵科技在数据中心热管理解决方案领域的领导地位。特灵科技 2026 年 3 月 22 日宣布对其业界首创的千兆瓦级人工智能工厂综合热管理参考设计进行了重大改进，并发布了两款特兰连续 Rubin DSX 参考设计，这些新系统优化专为集成® NVIDIA Omniverse™ DSX Blueprint 用于 AI 数据中心而设计，相比 10 月公布的原始 1 吉瓦参考设计，整体热管理性能提升了近 10%。这释放了 22 兆瓦的冷却容量，可用于 IT 电力，帮助提升计算产出，同时不增加总能耗。

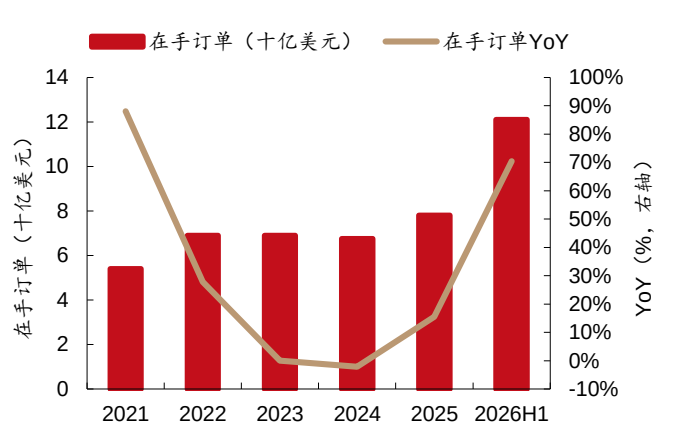
2026H1 特灵总收入 113.229 亿美元，同比增长 8.51%；装备收入 75.234 亿美元、服务 37.995 亿美元。2026 年 6 月末在手订单 121 亿美元，较上年同期 71 亿美元增长 70.42%。

图 36：2021-2026H1 特灵科技收入情况



资料来源：Trane Technologies 年度报告 2021-2025、2026Q2 Form 10-Q 及业绩公告，西部证券研发中心

图 37：2021-2026H1 特灵科技在手订单情况



资料来源：Trane Technologies 年度报告 2021-2025、2026Q2 Form 10-Q 及业绩公告，西部证券研发中心

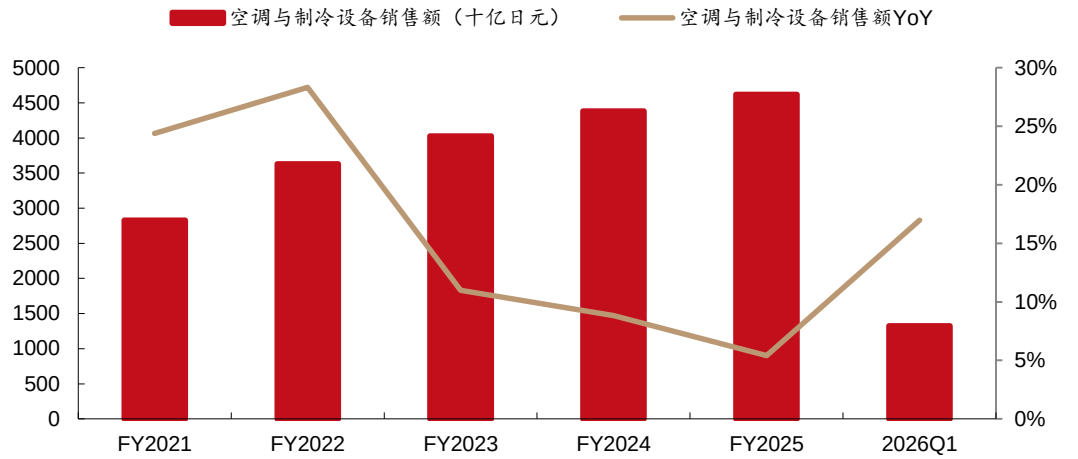
大金集团始建于 1924 年，是一家集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售、售后服务

仅供内部参考，请勿外传

位一体的世界知名企业。大金生产的整体式空调机组等设备可以应用于数据中心制冷，并满足了 IT 服务器全年 24 小时保护的需求，还实现了节能以降低运行成本。在北美的应用业务中，随着数据中心需求的增加，大金正在通过加强在半导体制造厂和学校等应用领域的销售活动来扩大销售。大金将特别利用已收购公司的产品、工程和方案能力，例如专注于数据中心空气处理机组的 Alliance Air Products，来扩大对数据中心的销售。

FY2021-FY2025 财年大金集团空调与制冷设备销售额分别为 28285、36298、40288、43845、46211 亿日元，FY2021-FY2025 财年空调与制冷设备销售额 YoY 分别为 24.40%、28.33%、10.99%、8.83%、5.40%。

图 38：2021-2026Q1 年大金集团销售额情况



资料来源：Daikin Industries 年报展示材料及 2026 年 Q1 财报展示材料，西部证券研发中心

3.3 数据中心制冷中压缩机作用重要，联德股份细分市场地位领先

公司目前在全国工业/商用压缩机领域的零部件领域处于领先地位，细分市场占有率高，已被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。压缩机零部件是公司核心支柱业务，当前 AI 算力扩张驱动数据中心精密温控需求增加，下游制冷压缩机在该领域采购量年均增幅超 50%（原始统计口径尚未取得），成为行业增长的核心驱动力。公司生产的压缩机机体、壳体、蜗壳等关键零部件，已批量应用于数据中心冷水机组、商用空调等场景，匹配终端市场高效节能的需求。

仅供内部参考，请勿外传

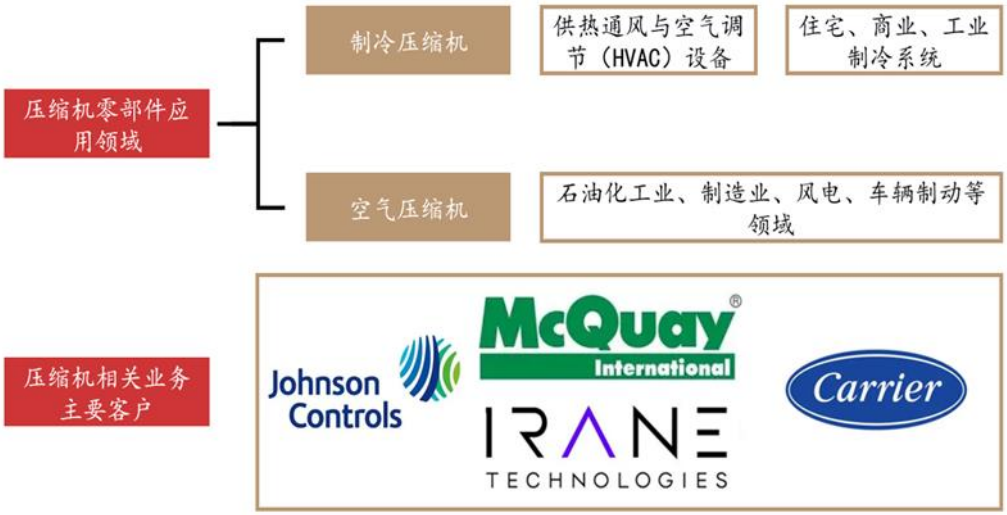
图 39：公司能够生产压缩机机体、壳体等部件



资料来源：联德股份官网“产品中心/应用领域”页面，西部证券研发中心

联德股份所生产的压缩机零部件主要用于制冷和空调压缩机以及空气压缩机，其中，制冷压缩机主要应用于供热通风与空气调节（HVAC）设备以及住宅、商业、工业制冷系统中，而空气压缩机广泛应用于石油化工业、制造业、风电、车辆制动等领域。公司是江森自控、特灵科技、开利空调、麦克维尔等全球商用空调行业最具竞争力企业的核心供应商。

图 40：联德股份压缩机零部件应用领域及相关客户



资料来源：联德股份 2024 年年度报告、投资者关系活动表，西部证券研发中心

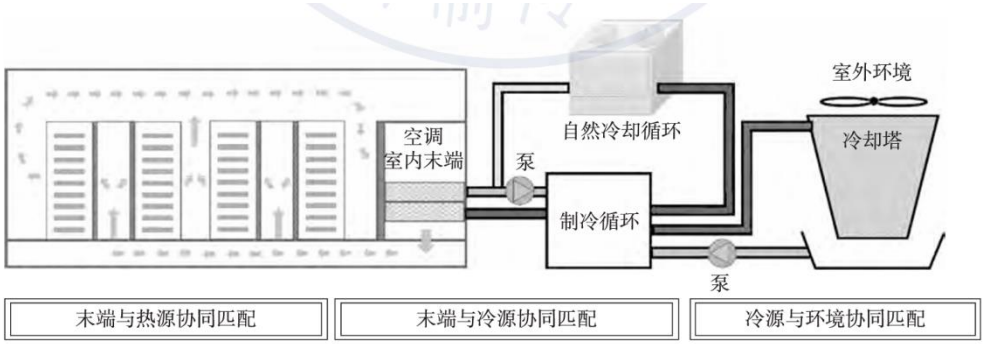
随着高性能计算（HPC）和人工智能等算力密集型业务迅猛发展，芯片的计算能力不断跃升，其热设计功耗（TDP）也呈现出快速增长的趋势。高功率芯片的运行温度直接关系到系统的稳定性。当芯片工作温度超过 75℃时，故障概率将呈指数级上升，温度每升高 1℃，器件故障率就会增长 5%，55%的 IT 服务器故障事故原因是温度失控。

数据中心的冷却任务实质上是将机房末端服务器产生的热量高效地排到室外环境中。从散热路径来看，冷却过程可划分为三个主要环节：机房末端侧、输配侧以及室外冷源侧。热量首先在末端侧通过风冷或液冷方式从芯片表面采集，经由输配系统传递至室外冷源侧进

仅供内部参考，请勿外传

行最终散热。输配介质的选择和控制策略通常受末端形式与室外冷源类型共同决定，需在冷量匹配与能效优化之间取得平衡。室外冷源侧可以采用风冷、水冷、蒸发冷却、自然冷却等多种冷却机制。数据中心冷却系统由多个尺度、不同物理机制的子系统耦合构成，其节能优化需从各个环节协同推进：末端与热源协同匹配、末端与冷源协同匹配、冷源与环境协同匹配，而且不同环节所涉及的技术问题和优化策略各不相同。

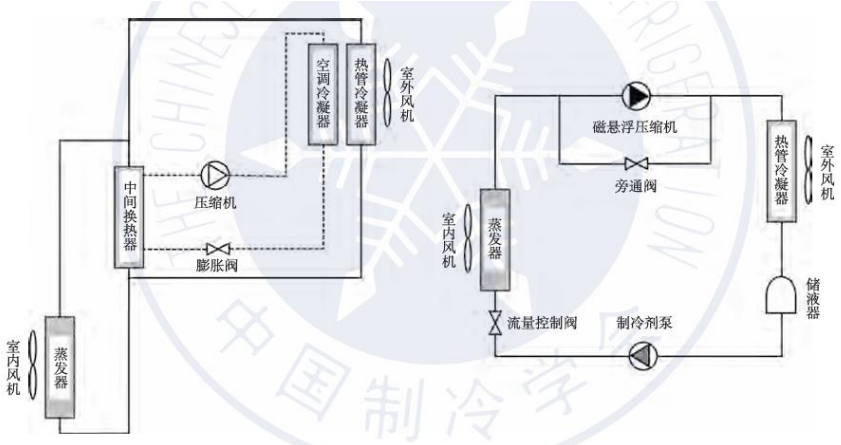
图 41：数据中心典型冷却系统构成



资料来源：中国制冷学会，西部证券研发中心

压缩机在数据中心制冷中有着重要作用。中小型数据中心通常采用直膨式制冷系统，与其匹配的主要是回路热管自然冷却技术。气压缩 / 回路热管一体式冷却系统可采用重力式回路热管或氟泵驱动的回路热管，均可实现在高温时主要依靠压缩机带动的蒸气压缩回路进行主动制冷，在低温时分别依靠重力回路热管、液泵 / 气泵辅助回路热管实现自然冷却，在过渡阶段实现主动制冷与自然冷却的联合运行，全年都可以实现良好的节能减排效果。

图 42：直膨机组复合冷源利用技术



资料来源：中国制冷学会，西部证券研发中心

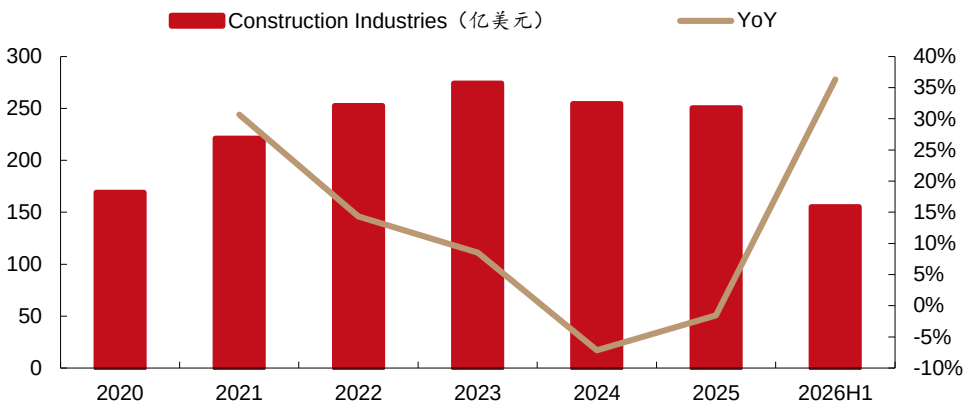
3.4 卡特彼勒建筑终端销售预期增长，联德股份相关业务存在需求弹性

卡特彼勒是全球主要工程机械企业之一。公司在业绩资料中预计其建筑行业 2026 年向终端用户的设备销售较 2025 年增长，主要受 IIJA 资金及其他基础设施项目支持；该预期反映核心客户自身判断，不代表对全球工程机械行业趋势的确定性结论。

卡特彼勒建筑行业分部 2020-2025 年收入分别为 169.16、221.06、252.69、274.18、254.55、250.60 亿美元。2026H1 收入 155.07 亿美元，较上年同期 113.74 亿美元增长 36.34%；该分部表现用于观察核心客户需求，不代表全球行业整体增速。

仅供内部参考，请勿外传

图 43：2020-2026H1 卡特彼勒建筑行业收入情况（亿美元）



资料来源：Caterpillar 年度报告及 2026H1 Form 10-Q，西部证券研发中心

卡特彼勒预计其建筑行业 2026 年向终端用户的设备销售将比 2025 年增长，这得益于订单量的增加和充足的积压订单。北美建筑行业前景依然积极，预计设备销售相比 2025 年将有适度增长，因为在基础设施投资与就业法案（IIJA）以及其他关键基础设施项目的支持下，建筑支出保持稳健，截至 2026 年 2 月 28 日，IIJA 已宣布拨款 5,068 亿美元。卡特彼勒还预计数据中心的投资将加快，这将进一步推动整体建筑支出。

表 4：基础设施投资与就业法案拨款情况（金额：千美元）

Report Date	Enacted Budget Authority with Adjustments	Grants Announced [non-add]	Obligations	Outlays	% Obligated	% Outlayed
February 28, 2026	$545,662,168	$506,786,052	$378,006,574	$224,918,297	69.28%	41.22%

资料来源：美国交通部官网、西部证券研发中心

工程机械传动装置壳体等零部件作为整机稳定运行的关键，对铸造精度、结构强度等要求严苛。联德股份生产的箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品，适配卡特彼勒等全球龙头企业的工程机械装备，凭借“铸造+机械加工”全工序一体化优势，保障了产品的可靠性与交付稳定性。

图 44：公司能够生产箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品



资料来源：联德股份官网“产品中心/应用领域”页面，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司业务主要包括三部分内容：压缩机零部件、工程机械零部件以及其他业务。

压缩机零部件，公司在该业务的主要产品为压缩机机体、壳体、转子座等零部件。截至 2026 年 6 月末，公司披露墨西哥工厂进展顺利、在建工程持续投入，规划达产后将增加压缩机零部件产能 20,000 件；叠加江森自控等客户订单及 AIDC 需求，我们预测 2026-2028 年毛利率为 38.0%/38.0%/38.0%，营收增速分别为 17.6%/17.0%/15.8%。

工程机械零部件，公司在该业务的主要产品为箱体组件、壳体、轴、桥壳、轮毂等产品。公司大马力发动机产品包含在工程机械零件中，其收入占比上升推动分部毛利率提升，我们预测 2026-2028 年毛利率为 35.1%/38.6%/39.3%，营收增速分别为 40.4%/47.8%/38.7%。

其他业务板块，主要是燃气轮机零部件业务配套拉动，我们预测 2026-2028 年毛利率为 44.4%/47.1%/48.7%，营收增速分别为 60.0%/44.8%/47.3%。

汇总，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.41/21.84/28.51 亿元，同比增长 30.8%/33.1%/30.6%，毛利率分别为 37.7%/39.4%/40.3%。

表 5：联德股份盈利预测

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	10.98	12.54	16.41	21.84	28.51
YoY（%）	-9.3%	14.2%	30.8%	33.1%	30.6%
毛利（亿元）	3.77	4.57	6.18	8.61	11.50
毛利率(%)	34.3%	36.5%	37.7%	39.4%	40.3%
营业成本（亿元）	7.20	7.98	10.23	13.23	17.01
压缩机零部件（亿元）	6.50	6.49	7.64	8.94	10.35
YoY（%）	-11.6%	-0.2%	17.6%	17.0%	15.8%
毛利（亿元）	2.44	2.47	2.90	3.40	3.93
毛利率（%）	37.5%	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%
工程机械零部件（亿元）	3.37	4.73	6.64	9.82	13.62
YoY（%）	-0.6%	40.4%	40.4%	47.8%	38.7%
毛利（亿元）	0.94	1.56	2.33	3.79	5.51
毛利率（%）	28.0%	32.9%	35.1%	38.6%	39.3%
其他业务（亿元）	1.11	1.33	2.13	3.08	4.54
YoY（%）	-19.6%	19.8%	60.0%	44.8%	47.3%
毛利（亿元）	0.39	0.54	0.94	1.46	2.25
毛利率（%）	35.1%	40.6%	44.4%	47.1%	48.7%

资料来源：wind，西部证券研发中心

人在草木间

4.2 相对估值及投资建议

选取应流股份、冰轮环境、豪迈科技为参考公司：应流股份与豪迈科技均涉及高端铸件及精密机械加工，冰轮环境覆盖 AIDC 冷却系统。2026 年可比公司 PE 均值为 31 倍，综合公司技术能力、海外拓展及业务成长性，给予联德股份 2026 年 31 倍 PE。

仅供内部参考，请勿外传

表 6：可比公司估值情况（截至 2026 年 10 月 21 日）

代码	公司名称	总市值(亿元)	净利润（亿元）			PE（倍）			PB（倍）			ROE（%）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603308.SH	应流股份	245.34	5.84	9.09	13.66	42.03	17.96	17.96	4.26	3.82	3.28	10.10	14.07	18.34
000811.SZ	冰轮环境	300.03	8.47	13.58	18.40	35.40	16.31	16.31	4.23	3.63	3.03	11.93	16.24	18.11
002595.SZ	豪迈科技	451.70	27.35	33.68	41.27	16.51	10.94	10.94	3.25	2.78	2.37	19.92	20.98	21.73
	均值	332.36	13.89	18.79	24.44	31.31	15.07	15.07	3.91	3.41	2.89	13.98	17.09	19.39
605060.SH	联德股份	77.90	3.19	4.73	6.58	24.41	16.47	11.84	2.79	2.39	1.99	12.14	15.64	18.34

资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.41/21.84/28.51 亿元，同比增长 30.8%/33.1%/30.6%；归母净利润分别为 3.19/4.73/6.58 亿元，同比增长 40.1%/48.2%/39.2%。参考可比公司 2026 年 PE 均值 31 倍，给予公司 2026 年 31 倍 PE，对应目标价 41.12 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

1. **北美 AIDC 电力需求不及预期的风险。**公司大马力发动机业务受 AIDC 产业影响巨大，若数据中心建设进度放缓或天然气主用电源推广不及预期，将直接影响公司产能利用率及收入增速。

2. **贸易摩擦风险。**近年来，中美经贸关系呈现复杂多变的态势，贸易政策处于动态调整过程中，对公司出口业务的关税环境产生直接影响。

3. **汇率波动风险。**公司 2025 年境外主营收入占比为 50.6%，且境外销售货款主要以美元结算。人民币大幅升值可能影响外销产品价格竞争力，并使美元资产、应收账款产生汇兑损失。

4. **客户集中风险。**公司收入主要来源于压缩机、工程机械等领域，卡特彼勒等重要客户收入占比较高。新产能投产及爬坡不及预期风险。墨西哥工厂及国内扩产项目若建设、投产或产能爬坡慢于预期，可能影响订单承接与盈利预测兑现。

仅供内部参考，请勿外传

5. 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	773	693	453	517	1,013
应收款项	310	415	520	662	835
存货净额	250	233	314	417	518
其他流动资产	84	156	270	202	153
流动资产合计	**1,416**	**1,497**	**1,557**	**1,797**	**2,519**
固定资产及在建工程	1,049	1,104	1,406	1,764	1,811
长期股权投资	119	109	135	130	126
无形资产	223	218	212	206	199
其他非流动资产	48	59	56	54	56
非流动资产合计	**1,439**	**1,491**	**1,808**	**2,153**	**2,192**
资产总计	**2,855**	**2,988**	**3,365**	**3,951**	**4,711**
短期借款	206	177	158	180	172
应付款项	256	262	348	434	540
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	**463**	**439**	**506**	**614**	**712**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	74	63	66	68
长期负债合计	**60**	**74**	**63**	**66**	**68**
负债合计	**523**	**513**	**570**	**680**	**779**
股本	241	241	241	241	241
股东权益	2,332	2,475	2,795	3,271	3,931
负债和股东权益总计	**2,855**	**2,988**	**3,365**	**3,951**	**4,711**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	188	229	320	475	661
折旧摊销	85	111	165	198	231
利息费用	(21)	(4)	7	8	4
其他	46	(31)	(88)	(146)	(155)
经营活动现金流	**298**	**305**	**404**	**535**	**741**
资本支出	(211)	(196)	(460)	(550)	(271)
其他	3	(116)	(141)	63	37
投资活动现金流	**(208)**	**(311)**	**(601)**	**(487)**	**(234)**
债务融资	137	(25)	(26)	15	(13)
权益融资	(110)	(54)	(17)	2	2
其它	(31)	2	0	0	0
筹资活动现金流	**(4)**	**(77)**	**(43)**	**16**	**(11)**
汇率变动					
现金净增加额	**85**	**(83)**	**(240)**	**64**	**496**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,098**	**1,254**	**1,641**	**2,184**	**2,851**
营业成本	720	798	1,023	1,323	1,701
营业税金及附加	13	16	19	27	35
销售费用	14	14	18	28	43
管理费用	147	158	196	245	300
财务费用	(21)	(4)	7	8	4
其他费用/（-收入）	15	11	14	17	19
营业利润	**210**	**261**	**364**	**537**	**749**
营业外净收支	(1)	(2)	(1)	(1)	(2)
利润总额	**209**	**259**	**363**	**535**	**747**
所得税费用	21	30	43	60	86
净利润	**188**	**229**	**320**	**475**	**661**
少数股东损益	0	1	1	2	3
归属于母公司净利润	**187**	**228**	**319**	**473**	**658**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	8.2%	9.5%	12.1%	15.6%	18.3%
毛利率	34.4%	36.3%	37.7%	39.4%	40.3%
营业利润率	19.1%	20.8%	22.2%	24.6%	26.3%
销售净利率	17.1%	18.3%	19.5%	21.8%	23.2%
成长能力					
营业收入增长率	-9.3%	14.2%	30.8%	33.1%	30.6%
营业利润增长率	-27.5%	24.4%	39.5%	47.3%	39.5%
归母净利润增长率	-25.4%	21.5%	40.1%	48.2%	39.2%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	17.2%	16.9%	17.2%	16.5%
流动比	3.06	3.41	3.08	2.93	3.54
速动比	2.52	2.88	2.46	2.25	2.81

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	0.78	0.95	1.33	1.97	2.74
BVPS	9.67	10.26	11.59	13.55	16.29
估值					
P/E	41.6	34.2	24.4	16.5	11.8
P/B	3.3	3.2	2.8	2.4	2.0
P/S	7.1	6.2	4.7	3.6	2.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

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。