

重卡动力系统优势企业，跃迁为能源与电力系统平台型公司

——优质国资央企深度推荐系列（五）

公司深度

● **公司各项业务整体处于上升周期，新业务有望带动公司估值中枢稳步提升**

潍柴动力是国内重卡动力总成领域综合实力领先的企业之一，深耕重卡发动机领域几十年，围绕发动机核心形成“整车及关键零部件—智能物流—能源与电力解决方案”多元化布局，在重卡动力、大缸径发动机及高端装备领域具备全球竞争力。公司重卡动力系统主业优势日益稳固，大缸径柴发、气发及 SOFC 业务充分受益全球 AI 数据中心建设高速增长，为公司打开第二成长曲线，持续打开业务边界与成长天花板。

● 传统业务：更新需求释放带动重卡行业复苏，公司重卡动力系统业务持续稳定增长

公司重卡业务仍处于上升期，更新需求释放托底行业复苏，外销存在成长空间。重卡动力系统业务是公司传统优势业务，业绩表现受重卡行业周期、电动化渗透率、市场竞争格局等因素影响。从行业层面来看，国内重卡行业从周期位置看处于复苏通道，新兴国家工业化带来海外市场快速增长，我们判断景气周期有望延续至 2030 年。2026 年行业增长或阶段性放缓主要系 2025 年以旧换新政策带来需求前置；美伊冲突抬高油价在重要成本端影响车主投资回报率。后续压制性因素解除后公司重卡动力板块仍将稳步上行。从电动化渗透率来看，电动化冲击最大时点可能已经过去，后续电动化渗透率放缓，且公司积极与外部公司合作布局电芯工厂并依托自身技术打造动力总成系统以应对电动化冲击。与此同时，市场可能低估了全球天然气供给释放后，高毛利的天然气发动机渗透率提升对整体发动机板块盈利的改善。

● 新兴业务：全球 AIDC 持续高景气，公司打造主电源+备用电源一体化解决方案供应商

全球 AIDC 建设持续高景气，供电短缺仍是北美地区核心矛盾，AIDC 配套的高功率、高可靠、快速交付的表后能源需求显著提升。公司在 AIDC 电力系统布局完善，能够适配主流 AIDC 的主电与备用电源需求，在数据中心主备电场景中具备成熟产品与交付能力：

（1）主力电源方面，在北美地区 AIDC 主动电源方案中，燃气轮机是目前的主流方案，但受制于燃气轮机的产能和交付能力限制，燃气内燃机渗透率快速提升，SOFC 则是未来替代潜力较大的方案。燃气内燃机单机功率小于燃气轮机，适用于分布式、小型电站等场景，虽稳定性、使用寿命略低于燃气轮机，但具有快速部署、初期投资的特点。SOFC 相比传统发电设备在纯发电效率以及热电联供效率方面具有明显优势，同时具备部署速度快、绿色环保等商业化层面的优点。公司凭借柴发领域的积累，天然气发动机产品有望在 2026 年下半年逐步形成销售，2027 年有望快速放量。公司在 SOFC 领域拥有强大的技术护城河，2018 年通过入股英国 Ceres Power 并签署电堆制造许可协议，获得了全球领先的金属支撑电堆技术，同时依托国内制造与能源成本优势推进产业化落地。SOFC 短期仍处于投入与验证阶段，但中长期在无补贴条件下实现规模化应用的可行性较高，SOFC 业务有望成为公司未

强烈推荐（首次评级）

范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280524010001

王子璿（分析师）

wangzixun@cctgsc.com.cn

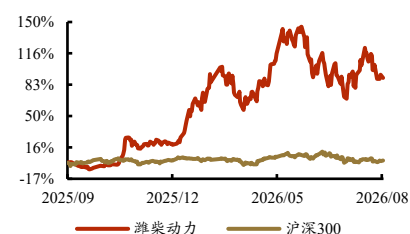
登记编号：S0280524110001

市场数据

时间 2026.08.31

收盘价(元):	27.17
一年最低/最高(元):	13.65/36.34
总股本(亿股):	86.40
总市值(亿元):	2,347.55
流通股本(亿股):	49.56
流通市值(亿元):	1,346.65
近 3 月换手率(%):	143.45

股价一年走势



相关报告

来业绩新的增长点。

(2) 备用电源方面：大缸径发动机业务在数据中心扩张牵引下快速增长。

①Rolls-Royce 预测 2023 年全球大缸径高功率发动机在发电、船舶、工业领域市场规模分别为 89 亿欧元、85 亿欧元、77 亿欧元，合计约 250 亿欧元。根据 MARKET RESEARCH INTELLECT 的数据，预计全球大缸径 2026-2033 年 CAGR 约为 5.2%，其中 IDC 领域是市场扩容主要驱动因素；②公司大缸径柴油发动机产品已形成覆盖博杜安、PSI 等多品牌的产品矩阵，功率段由 1MW 级向 3-5MW 级持续延伸。对标海外卡特彼勒及康明斯，2025 年卡特彼勒发电业务实现销售收入 103 亿美元、康明斯动力事业部实现销售收入 75 亿美元，基于潍柴现阶段收入规模我们估算仍有 5-10 倍可达成长空间；③大缸径柴油发动机目前国内供给端集中度较高，主要来自潍柴、玉柴和上柴三家及其合资品牌，其共性为均有合资/外资的产线基础，独立研发难度大、周期长，竞争格局大幅恶化的概率低。

● 盈利预测、估值与评级

公司是重卡动力系统传统优势企业，正加速跃迁为能源与电力系统平台型公司，有望充分受益全球 AIDC 行业景气增长。我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 253 亿元、286 亿元、322 亿元，同比增速分别约为 9%、13%、13%，分别实现归母净利润 145 亿元、179 亿元、221 亿元，同比增速分别约 32%、24%、23%，对应目前市值 PE 分别为 16X、13X、11X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**1、重卡行业需求恢复不及预期；2、AIDC 行业增长不及预期；3、大缸径业务放量节奏不及预期；4、SOFC 产业化推进不及预期；5、海外市场拓展及政策环境变化风险。

财务摘要和估值指标（2026 年 8 月 31 日）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	215,691	231,809	252,645	286,074	321,885
增长率(%)	0.8	7.5	9.0	13.2	12.5
净利润(百万元)	11,403	10,931	14,463	17,938	22,068
增长率(%)	26.5	-4.1	32.3	24.0	23.0
毛利率(%)	22.4	21.5	21.9	22.9	23.8
净利率(%)	5.3	4.7	5.7	6.3	6.9
ROE(%)	11.7	10.4	12.2	13.5	14.4
EPS(摊薄/元)	1.31	1.25	1.66	2.06	2.53
P/E	13.3	13.1	16.2	13.1	10.6
P/B	1.4	1.6	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2026 年 8 月 31 日

目 录

1、 多元化布局跨越周期，传统业务和新兴业务推动价值重估	6
1.1、 发展历程：以柴发业务为基础，持续进行产品线延伸	6
1.2、 股权结构：公司股权结构清晰，实控人为山东省国资委	7
1.3、 业务构成：从重卡动力系统龙头迈向能源与电力系统平台型公司	8
1.4、 财务表现：公司收入和利润规模长期中枢持续提升，短期盈利修复、现金流质量改善明显	12
2、 传统业务：重卡业务有望充分受益于行业景气度回升	13
2.1、 β 层面：行业触底回升明显，更新需求持续释放	13
2.1.1、 国内重卡销量中枢长期稳定提升，近几年行业触底回升态势明显	13
2.1.2、 天然气及新能源重卡占比提升，重卡出海成为行业需求重要增量	15
2.1.3、 多重因素有望共同推动，未来五年更新需求持续加速释放	16
2.2、 α 层面：动力+整车双轮驱动，燃油、燃气、新能源多点开花	18
2.2.1、 坚持纵向一体化的长期战略，公司柴油发动机业务优势持续巩固	18
2.2.2、 公司天然气系份额大幅领先，新能源动力布局持续完善	19
2.2.3、 依托下游紧密的合作关系，公司发动机及整车出口业务持续增长	22
3、 新兴业务：算力时代电力需求爆发，主动和备用电源产品将成为公司新的增长极	23
3.1、 β 层面：全球 AIDC 建设长期保持高速增长，带动主动、备用电源充分受益	23
3.1.1、 AI 算力驱动电力需求爆发，电力供应成为 AI 行业增长的瓶颈	23
3.1.2、 备用电源：AIDC 备用电源以大缸径柴发为主，需求刚性，竞争格局较优	29
3.1.3、 主动电源：燃气轮机产能紧张，燃气内燃机渗透提升，SOFC 未来空间较大	32
3.2、 α 层面：公司打造主电源+备用电源一体化解决方案供应商	37
3.2.1、 备用电源：公司具备全球化技术与渠道优势，大缸径产品市场份额具有较大提升空间	37
3.2.2、 主动电源：潍柴在 SOFC 技术上具备全球领先路线，有望受益行业爆发	38
4、 投资建议：	40
4.1、 关键假设及盈利预测	40
4.2、 可比公司估值情况	41
4.3、 投资建议	41
4.4、 风险分析	42
附：财务预测摘要	43

图表目录

图 1： 公司通过内生增长及外延并购，以柴发业务为基础，持续进行产品线延伸	7
图 2： 山东省国资委合计控制上市公司约 14.63%的股权	8
图 3： 目前潍柴动力主要有六大业务板块	9
图 4： 潍柴动力包括传统动力、新兴能源等形成多条业务线	10
图 5： 潍柴动力已演进为以“整车及关键零部件+智能物流”为核心、多业务协同发展的综合装备集团（亿元） ..	11
图 6： 公司收入构成逐渐均衡，整车及关键零部件、智慧物流板块为主要收入来源	11
图 7： 2025 年卡特彼勒收入结构中，电力与能源板块收入占比最高（百万美元）	11
图 8： 2025 年卡特彼勒的电力与能源板块贡献了将近 50%的利润	11
图 9： 2025 年康明斯各项业务中，与数据中心相关的动力系统板块收入占比接近 20%	12
图 10： 2025 年康明斯各项业务中，动力系统板块贡献了超 30%的利润	12
图 11： 公司 2015 年至 2025 年营业收入 CAGR 达到 12.14%（亿元）	13
图 12： 公司 2015 年至 2025 年归母净利润 CAGR 达到 22.89%（亿元）	13
图 13： 公司盈利质量较高，经营性现金流净额趋势基本与归母净利润保持一致（亿元）	13

图 14: 除 2022 年以外, 公司盈余质量比率常年维持在 200% 的水平以上	13
图 15: 中国重卡销量年度数据 (批发口径, 含出口)	14
图 16: 中国重卡销量月度数据 (批发口径, 含出口)	14
图 17: 2025 年牵引车销量占比超 51%	14
图 18: 2025 年中国重卡出口占比约 30%	14
图 19: 中国公路、铁路、水运货运周转量占比	15
图 20: 2019 年以来公路货运量与平均运距同步回升	15
图 21: 2019 年以来中国公路物流运价指数呈缓慢修复趋势	15
图 22: 2024 年 1 月以来新能源重卡销量占比提升明显	16
图 23: 天然气重卡份额与油气价差总体上同向变动	16
图 24: 国内重卡出口规模持续增长 (万辆)	16
图 25: 国内重卡出口市场较为分散, 受单一市场影响小	16
图 26: 2015-2020 年为重卡销量上一轮上行期, 后续逐渐接近使用年限	17
图 27: 推测更新需求将在 2030 年达峰	18
图 28: 公司以柴发基础, 实现“发动机—变速箱—车桥—整车”的纵向一体化布局	19
图 29: 潍柴弗迪电池合资公司股权关系	21
图 30: 潍柴动力重卡氢燃料电池发动机	21
图 31: 潍柴动力自研大功率电机	21
图 32: 潍柴动力专用高集成控制器	21
图 33: 公司发动机出口数量及占比持续提升 (万辆)	22
图 34: 公司依托陕重汽实现整车规模化出口 (万辆)	22
图 35: AIDC 时代单机柜功率显著提升	23
图 36: AI 驱动搜索消耗的能源是典型搜索的 25 倍	23
图 37: 持续迭代升级的 AI 大模型带来的训练能耗持续提升 (MWh)	24
图 38: 2030 年美国数据中心能源消耗预测区间普遍在 400-1000TWh (单位: TWh)	26
图 39: 过去两年美国仅建成了 180 英里高压输电线路	26
图 40: PJM、ISONE 电网的发电项目并网积压严重	26
图 41: 输电建设 (上排) 与数据中心建设 (下排) 典型时间表的比较	27
图 42: 美国电力装机容量增长近几年增速有所提升, 但整体增长较为缓慢 (GW)	28
图 43: 美国不同电网并网排队时长均呈现增加趋势	28
图 44: 美国电源项目并网排队市场持续增长	28
图 45: 美国近几年的新增电力装机以风光发电为主, 对电网冲击较大	29
图 46: 在数据中心的供电系统中, 备用电源主要用于长时后备电源	30
图 47: 我国数据中心市场规模逐步上升, 2025 年同比增长 28.6%, 24-29 年 CAGR38.3%	30
图 48: 我国数据中心投资以 IT 基础设施为主, 2019 年市场规模为 1,300 亿元人民币	30
图 49: 卡特彼勒大幅提升未来五年燃机轮机及大型发动机的产能水平	31
图 50: AIDC 供电系统主要包括电网取电和现场取电两种类型	32
图 51: 2025 财年西门子能源燃气轮机订单规模同比大幅增长	33
图 52: 2024 年以来在燃气轮机的需求拉动下, PCC 营收规模增长明显	34
图 53: 近年来, Howmet 营收规模增长明显, 但资本开支较为谨慎 (亿美元)	34
图 54: 阴极支撑蜂巢式电堆 SOFC 示意图	34
图 55: 微管式 SOFC 结构图及性能曲线	34
图 56: 椎管式 SOFC 结构示意图	35
图 57: 传统管式结构 SOFC 电流传输路径	35
图 58: SOFC 目前主流的材料体系即下游应用情况	35
图 59: 2025 年-2030 年分布式电源市场规模 CAGR 近 13%, 目前市场规模预计约 1,350 亿美元	36

图 60: 2023-2033E SOFC 全球市场规模 (单位: 十亿美元)	36
图 61: 2024 年固体氧化物燃料电池市场结构 (按应用划分)	36
图 62: 2024 年全球固体氧化物燃料电池 (SOFC) 市场份额 (按终端用户分类)	36
图 63: 潍柴大缸径主要 6 款发动机.....	37
图 64: 全球大缸径发动机市场规模、市场份额预计可达到 123 亿美元以上	38
图 65: 康明斯 2024 年大缸径分区分布图 (美加占比最高 40%)	38
图 66: Ceres Power 有完整的 SOFC 电堆生产流程.....	38
图 67: 相较于其他地区, 潍柴有更好的人力及电力成本优势	39
图 68: SOFC 与传统发电设备核心参数对比	40
图 69: 潍柴动力与 BE 在 SOFC 技术路线上的对比	40
表 1: 国IV-国VIB 排放标准实施时间表 (针对重卡)	17
表 2: 2025 年商用车柴油机份额情况.....	19
表 3: 2025 年天然气重卡份额情况.....	20
表 4: 2025 年天然气重卡发动机份额情况.....	20
表 5: 以牵引车砂石料运输场景为例的五年期 TCO 测算	20
表 6: 2025 年新能源重卡份额情况.....	22
表 7: 近年来, 算电协同逐渐上升到国家战略层面	25
表 8: EPA 2024 电厂排放规则对煤电与气电的限制	27
表 9: 国内数据中心用柴发厂商仍以外资品牌为主	31
表 10: 潍柴动力 2021 年固态燃料电池定增项目, 募投拟入合计 20 亿元	39
表 11: 潍柴利润传统业务和新兴业务增长情况	41
表 12: 可比公司的 PE 比较	41

1、多元化布局跨越周期，传统业务和新兴业务推动价值重估

潍柴动力股份有限公司（以下简称“潍柴”或“公司”）成立于 2002 年，由原潍坊柴油机厂作为主发起人设立，2004 年成为中国内燃机行业首家在港股上市的企业，2007 年通过换股吸收合并并在深交所上市，是首家实现“A 股+H 股”两地上市的发动机企业，A 股代码 000338.SZ，H 股代码 02338.HK。

1.1、发展历程：以柴发业务为基础，持续进行产品线延伸

经过多年发展，潍柴动力已从柴油发动机制造商，成长为业务横跨重卡动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力能源等多个板块的全球化高端装备产业集团，其成长路径清晰：

阶段一：深耕柴油发动机研发生产几十年，先发优势明显

公司前身是潍坊柴油机厂，是国内最早一批专业化生产柴油机厂商之一。潍坊柴油机厂成立于 1953 年，相继研制并生产 51 千瓦至 99 千瓦的多类中速柴油机。1984 年潍坊柴油机厂被确定为研发及生产斯太尔 WD615 系列柴油机的定点厂之一，也是重型汽车配套柴油机的定点厂之一。

2002 年，潍柴动力股份有限公司由潍坊柴油机厂作为主发起人正式成立。潍坊柴油机厂以 WD615/WD618 系列柴油机业务及现金出资，其余发起人则以现金出资。2004 年 3 月 11 日，潍柴动力在港交所上市，成为中国内燃机行业首家在港 H 股上市的企业。

阶段二：纵向一体化，打通重卡产业链

2005 年收购湘火炬，打通重卡产业链。2005 年公司通过全资子公司潍柴投资收购湘火炬 28.12% 的股份。通过此次收购，公司整合湘火炬旗下的陕重汽（整车）、法士特变速箱、汉德车桥，构建“发动机+变速箱+车桥+整车”的重卡全产业链，实现产业链纵向一体化布局。

2009 年收购博杜安，布局大缸径高端发动机。2009 年潍柴动力通过全资子公司潍柴动力（香港）国际发展有限公司竞拍获得法国博杜安（MOTORS BAUDOUIN 股份有限公司）的相关资产。博杜安拥有的 16 升至 32 升发动机业务，与潍柴现有的产品功率段互补性较强。

2012 年战略重组法拉帝，为潍柴动力系统打开船用发动机市场。2012 年，公司通过参与其法拉帝债务重组程序获得控制权。法拉帝是全球最大的豪华游艇制造商，此次收购有效反哺潍柴的船用发动机业务，使公司业务从陆地发动机制造延伸到海上发动机。

阶段三：横向扩张，构筑多元化平台

2012 年收购林德液压、林德液压业务 70% 股权，打破国外垄断，将高压液压核心技术引入国内，将柴发与液压整合成液压动力总成。2012 年、2016 年分别投资凯傲、德马泰克，发展叉车与智慧仓储业务。2012 年，公司通过凯傲切入全球智慧物流赛道。2016 年，潍柴动力通过境外子公司德国凯傲收购美国德马泰克（Dematic）全部股份。德马泰克是全球领先的自动化物流系统集成商，此次收购进一步完善公司智能物流业务。

2017 年投资美国 PSI，打通北美市场通道。潍柴动力通过全资子公司潍柴北美公司认购美国 PSI 公司 750 万股普通股，占 PSI 发行总股本的 40.71%，成为第一大股东，之后进一步增持至 51%。此次投资对有效帮助公司开拓北美市场。

阶段四：布局新能源动力和固态氧化物燃料电池等新兴业务

2018 年投资加拿大巴拉德（Ballard）。2018 年公司通过全资子公司认购加拿大巴拉德 19.9% 股份，成为第一大股东。2018 年双方共同出资 11 亿元人民币成立“潍柴巴拉德氢能科技有限公司”（潍柴持股 51%、巴拉德持股 49%），加大在下一代质子交换膜（PEM）燃料电池电堆和模组方面的研发。

2018 年投资英国希锂斯（CeresPower），布局固态氧化物燃料电池（SOFC）。2018 年以来，公司持续投资希锂斯，持股比例 20%，获得希锂斯固体氧化物燃料电池（SOFC）技术授权。2023 年，潍柴发布全球首款大功率金属支撑商业化 SOFC 产品。2025 年，潍柴与希锂斯签订制造许可协议，获准在国内建立应用于固定式发电市场的电池和电堆生产线。

图1：公司通过内生增长及外延并购，以柴发业务为基础，持续进行产品线延伸

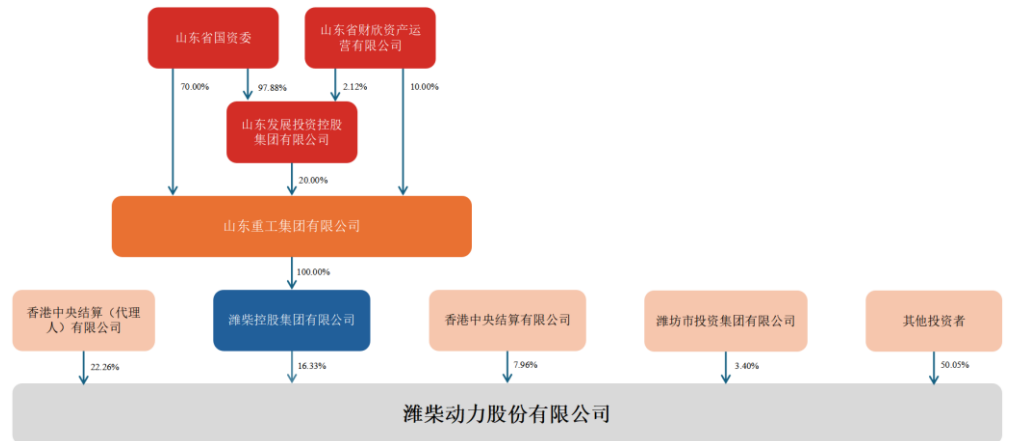


资料来源：公司官网，公司 2025 年年报，诚通证券研究所

1.2、股权结构：公司股权结构清晰，实控人为山东省国资委

公司实控人为山东省国资委，山东省国资委通过山东重工、潍柴控股两级平台合计持有上市公司约 14.63% 股权。公司第一大股东是潍柴控股集团有限公司（潍柴控股），直接持有上市公司 16.33% 的股权。山东重工集团有限公司（山东重工）持有潍柴控股 100% 股权，山东重工股东为山东省国资委（直接持股 70%，间接持股 19.58%）和山东省财政厅（直接持股 10%，间接持股 0.42%）。潍坊市国资委通过潍坊市投资集团有限公司持有公司 3.40% 股权。

图2：山东省国资委合计控制上市公司约 14.63%的股权



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.3、业务构成：从重卡动力系统龙头迈向能源与电力系统平台型公司

从业务结构看，潍柴动力当前业务主要包括动力系统、商用车、农业装备、智慧物流、电力能源等板块。（1）动力系统业务是公司的传统主业，目前包括发动机、变速箱、车桥等主要产品；（2）电力能源业务主要包括发电单机及工业动力为主；（3）商业车业务主要以陕重汽的重卡及零部件销售为主；（4）智能物流业务主要以凯傲为主体，产品主要包括叉车、仓储技术设备在内的工业车辆，以及有助提高供应链运转效率的集成自动化技术设备、软件解决方案及所有相关服务；（5）新能源动力总成系统主要包括重卡、客车燃料电池发动机；（6）液压系统包括液压元件、液压动力总成。

图3：目前潍柴动力主要有六大业务板块



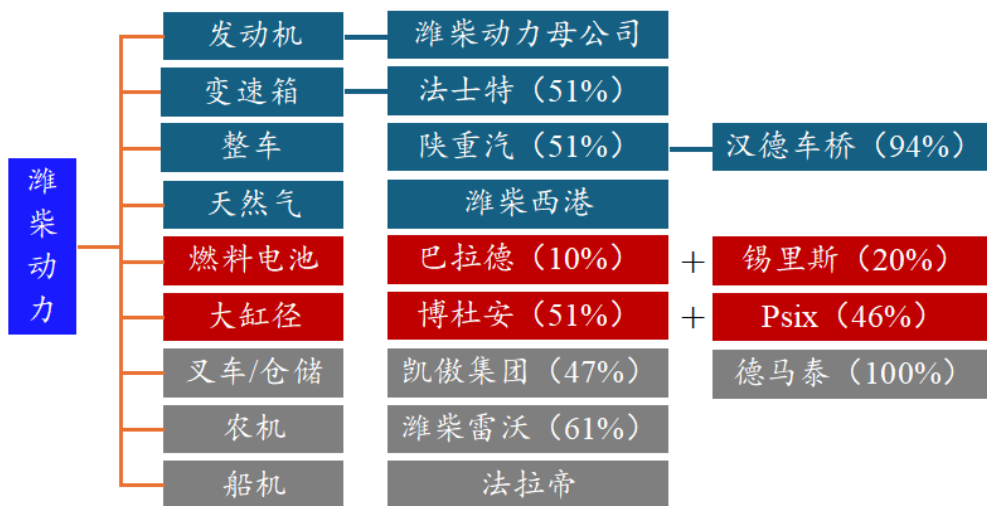
资料来源：公司官方网站，诚通证券研究所

公司多年来持续践行产品平台化战略，通过控股与参股等方式，形成了以重卡发动机为核心、整车与关键零部件协同的传统业务，同时布局了以大缸径及 SOFC 产品为主的新兴业务：

在传统业务方面，主要包括重卡动力链条和非道路工业装备两个方面：（1）在传统重卡动力链条上，公司分别持有法士特 51%、陕重汽 51% 股权，并通过陕重汽间接控制汉德车桥 94%，实现“发动机—变速箱—车桥—整车”的纵向一体化布局；（2）在非道路与工业装备领域，公司控股博杜安（51%）切入船机与工业大缸径市场，控股德马泰（100%）完善仓储物流装备能力，同时持有潍柴雷沃约 61% 股权，覆盖农机与工程机械应用场景；在海外与高端装备板块，公司参股凯傲集团 47%，深度嵌入全球叉车与智能物流系统产业链。

在新兴业务方面，公司能够提供 AIDC 主动电源和备用电源产品，包括大缸径柴发、天然气发动机和 SOFC 产品。主动电源方面，凭借柴发领域的积累，公司天然气发动机产品在 2026 年逐步形成销售，SOFC 方面公司通过参股等方式实现对固态氧化物燃料电池（SOFC）等领域的布局。在固体氧化物燃料电池（SOFC）领域，公司参股英国 Ceres Power 约 20%，2025 年 11 月 5 日，双方正式签署 SOFC 制造许可协议；在天然气与数据中心动力方向，公司参股 PSI 46% 股权，切入海外高端燃气大缸径与数据中心主/备电市场。备用电源方面，公司大缸径柴发产品充分受益。

图4：潍柴动力包括传统动力、新兴能源等形成多条业务线



资料来源：Wind，诚通证券研究所

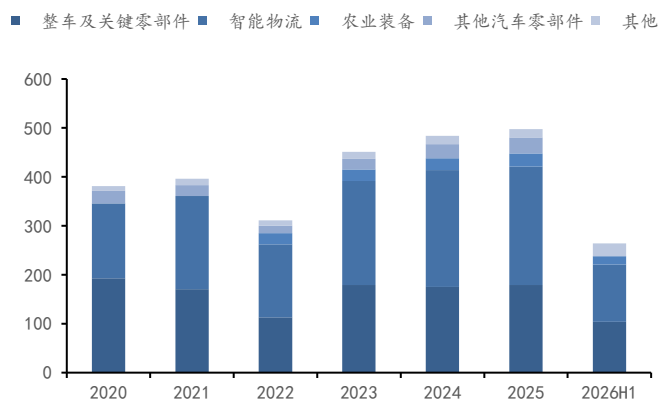
从财务表现来看，潍柴动力目前的收入与利润主要由动力总成、整车整机及关键零部件业务和智能物流业务贡献，其余多条业务协同发展。

2020 年，公司总营收约 1975 亿元，其中动力总成、整车整机及关键零部件约 1158 亿元，占比 58.7%，智慧物流约 650 亿元，占比 32.9%，受益于重卡行业景气上行，公司重卡相关业务收入增长明显。

2022 年，受国三标准淘汰对需求的提前透支、疫情冲击等因素影响，国内重卡行业大幅下行影响，公司动力总成、整车整机板块收入降至 617.08 亿元，同比 -40.53%，占比 35.23%，智慧物流收入维持 789.10 亿元，占比 45.05%，农业装备并表后贡献 173.43 亿元，占比 9.90%。在此背景下，公司 2022 年总体营收同比下滑 20.46%，降幅明显小于重卡业务，多业务协同发展为公司整体经营业务注入稳定性。

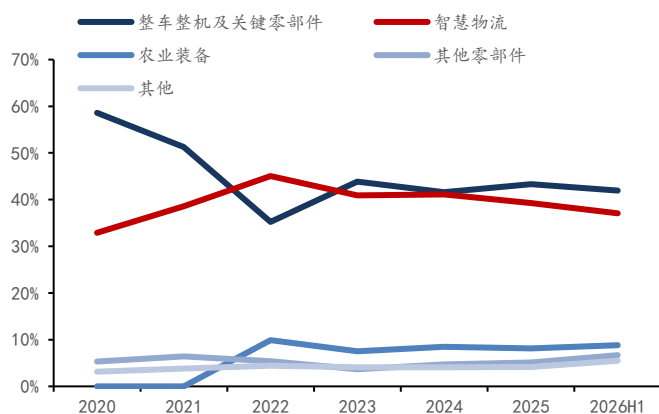
2025 年，公司各项业务贡献均衡发展，传统重卡业务及智慧物流业务共同构成公司盈利的主要来源。2025 年，公司实现营业收入 2318.1 亿元，其中整车及关键零部件收入 1004.11 亿元，占比约 43.32%，智能物流板块收入 910.77 亿元，占比约 39.29%，收入占比已接近重卡相关业务，农业装备板块贡献收入 187.89 亿元，占比约 8.11%，是公司在非道路领域的重要补充。

图5：潍柴动力已演进为以“整车及关键零部件+智能物流”为核心、多业务协同发展的综合装备集团（亿元）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

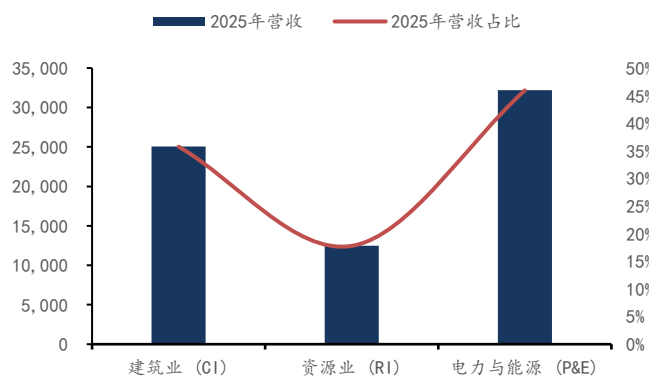
图6：公司收入构成逐渐均衡，整车及关键零部件、智慧物流板块为主要收入来源



资料来源：Wind，诚通证券研究所

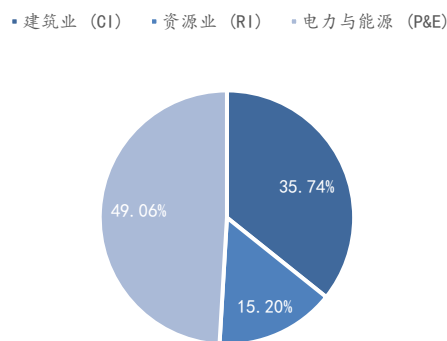
从公司的业务发展趋势看，潍柴动力正由传统柴油机龙头逐步迈向能源与电力系统平台型公司，受益于全球 AI 数据中心建设的大缸径柴发、气发和 SOFC 业务有望打开公司的第二成长曲线，带动公司估值中枢持续稳步提升。公司未来的发展路径可对标卡特彼勒（Caterpillar）与康明斯（Cummins），二者的发展路径均为由传统周期制造类业务发展为能源与电力系统综合服务商。2025 年，卡特彼勒的电力与能源业务板块收入约 322 亿美元，是公司最大业务板块，其中发电业务收入约 103 亿美元。2025 年，康明斯动力事业部收入约 75 亿美元，其中发电机组占比超过 60%。潍柴当前在大缸径发动机及 SOFC 的布局路径，与卡特彼勒、康明斯的发展趋势一致，随着新兴业务的发展，公司能源与电力装备相关业务将成为公司利润重要组成部分，带动公司估值中枢持续提升。

图7：2025 年卡特彼勒收入结构中，电力与能源板块收入占比最高（百万美元）



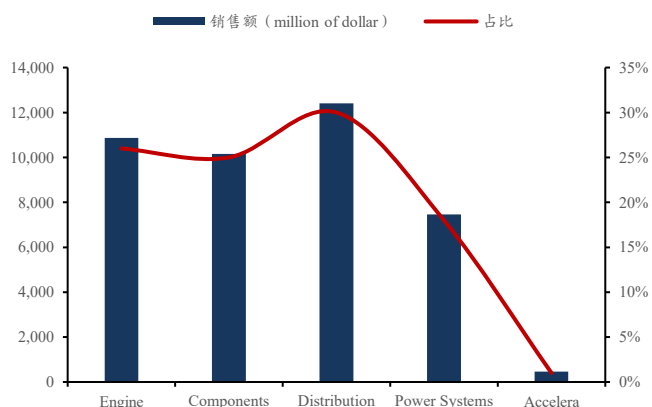
资料来源：卡特彼勒 2025 年报，诚通证券研究所

图8：2025 年卡特彼勒的电力与能源板块贡献了将近 50% 的利润



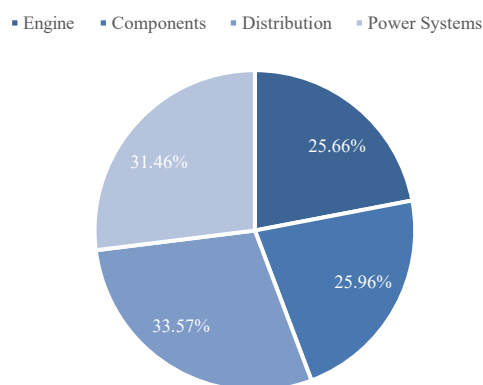
资料来源：卡特彼勒 2025 年报，诚通证券研究所

图9：2025 年康明斯各项业务中，与数据中心相关的动力系统板块收入占比接近 20%



资料来源：康明斯 2025 年报，诚通证券研究所

图10：2025 年康明斯各项业务中，动力系统板块贡献了超 30%的利润



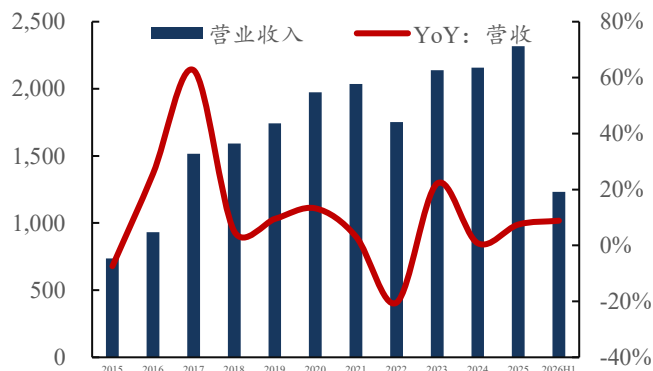
资料来源：康明斯 2025 年报，诚通证券研究所

1.4、财务表现：公司收入和利润规模长期中枢持续提升，短期盈利修复、现金流质量改善明显

(1) 公司收入与利润的中枢持续上移

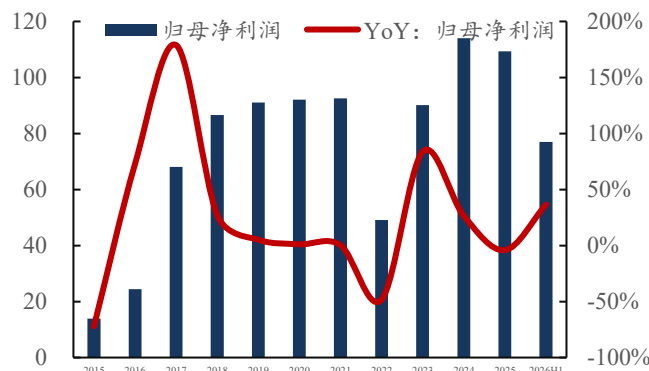
过去十年，重卡行业经历过两轮周期，公司业绩受行业景气波动影响，从长期趋势来看，公司的收入与利润规模中枢持续上移，展现出穿越行业周期的能力。2015 年至 2020 年，国内重卡行业景气上行，公司营业收入由 737.20 亿元增长至 2035.48 亿元，6 年复合增速约 18.44%，归母净利润由 13.91 亿元增长至 92.54 亿元，6 年复合增速约 37.14%，主要受益于重卡行业景气上行、凯傲集团并表以及动力总成一体化优势的释放。2021 年至 2022 年，国内重卡行业经历调整，公司在销量同比大幅下滑与海外子公司凯傲受欧洲能源危机冲击的双重压力下，营收增速下滑至 3.17%、-20.46%。2023 年至今，行业逐步回暖，公司业绩持续修复，2023 年、2024 年、2025 年、2026 年上半年公司营收同比增速分别为 22.15%、0.81%、7.47%、8.85%。国内重卡行业过去两轮周期的低点分别在 2015 年、2022 年，公司 2022 年的营收、归母净利润分别较 2015 年提升 137.60%、252.62%。相比之下，2015 年、2022 年国内重卡销量分别为 55.07 万辆、67.19 万辆，涨幅仅为 22.01%，潍柴动力在两轮周期中的业绩中枢提升幅度远高于行业，展现出穿越行业周期的强劲增长。

图11：公司 2015 年至 2025 年营业收入 CAGR 达到 12.14%（亿元）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：公司 2015 年至 2025 年归母净利润 CAGR 达到 22.89%（亿元）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

（2）公司现金流质量较高，经营性现金流持续高位

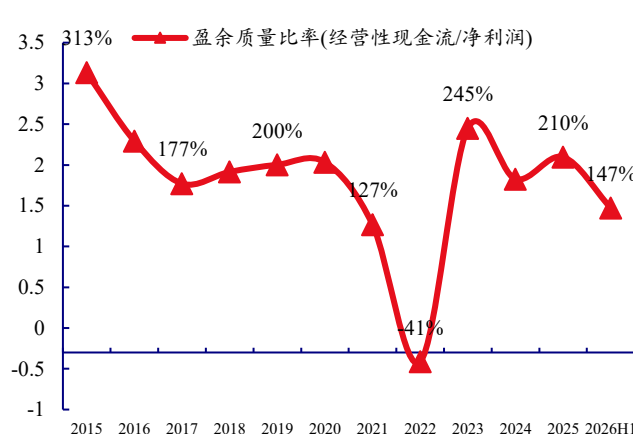
从经营性现金流与净利润匹配度看，潍柴动力盈利质量在行业内处于显著领先水平。根据 i-FinD 数据，2015-2025 年公司经营活动产生的现金流量净额整体呈上升趋势，2024 年、2025 年分别达到约 261 亿元和 287 亿元，经营性现金流净额趋势基本与归母净利润保持一致，公司具备较强的现金回收能力。除 2022 年受重卡行业深度下行及库存、应收项目阶段性扰动影响之外，公司净现比常年保持在 200% 以上的较高水平，体现公司业务模式与客户结构的抗周期能力和现金流韧性。

图13：公司盈利质量较高，经营性现金流净额趋势基本与归母净利润保持一致（亿元）



资料来源：i-FinD，诚通证券研究所

图14：除 2022 年以外，公司盈余质量比率常年维持在 200% 的水平以上



资料来源：i-FinD，诚通证券研究所

2、传统业务：重卡业务有望充分受益于行业景气度回升

2.1、β 层面：行业触底回升明显，更新需求持续释放

2.1.1、国内重卡销量中枢长期稳定提升，近几年行业触底回升态势明显

重卡是周期性行业，国内重卡销量中枢在 100 万辆/年左右，近几年行业触底回升态势明显。重卡定义为总质量 ≥ 14 吨的重型卡车，按细分产品来看主要包括牵引车、载货车、自卸车、专用车和搅拌车等。从销量端来看，2025 年我国重卡

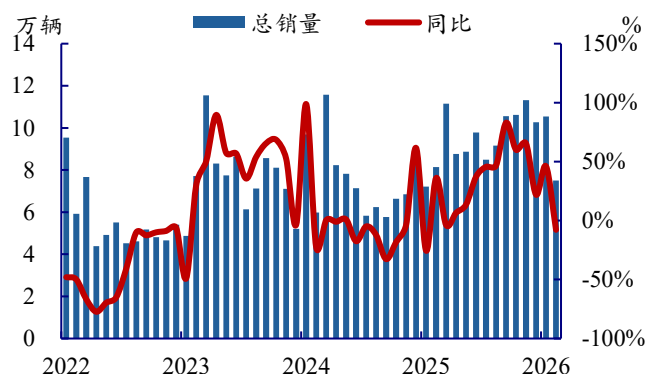
销量达 114.49 万辆（批发口径，含出口），同比+26.98%，较 2022 年底部 67.19 万辆水平增加 70.40%，行业修复态势明确。

图15: 中国重卡销量年度数据（批发口径，含出口）



资料来源: Wind, 第一商用车网, 诚通证券研究所

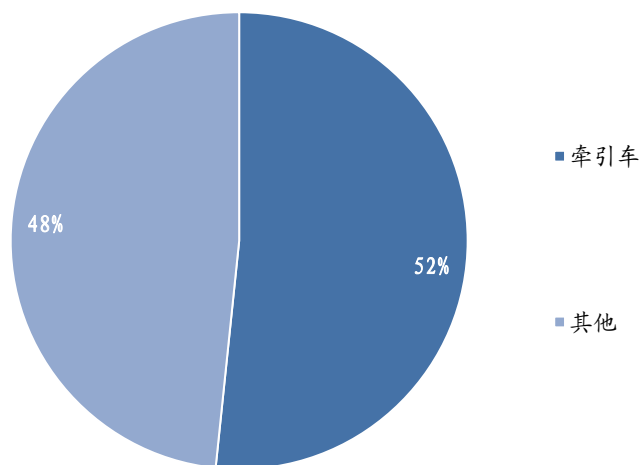
图16: 中国重卡销量月度数据（批发口径，含出口）



资料来源: Wind, 第一商用车网, 诚通证券研究所

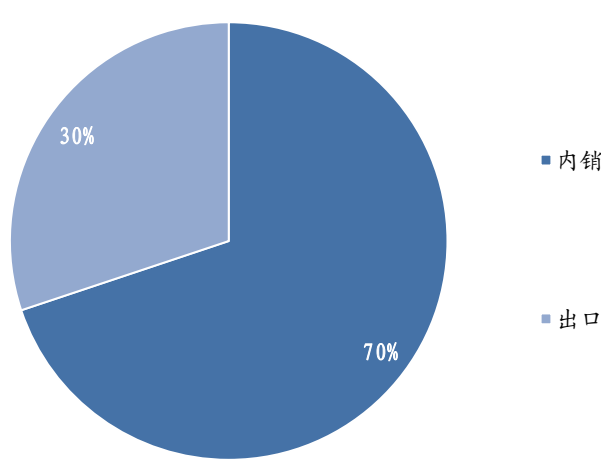
重卡的细分产品以牵引车为主，近年来出口需求占国内表观消费量30%以上，逐渐成为重要组成部分。分产品来看，2025年牵引车销量达59.13万辆，占比51.65%，在重卡细分产品中占比最高。分地区来看，2025年重卡出口占比约30%，已逐渐成为国内重卡表观消费量的重要组成部分。

图17: 2025年牵引车销量占比超51%



资料来源: Wind, 第一商用车网, 诚通证券研究所

图18: 2025年中国重卡出口占比约30%



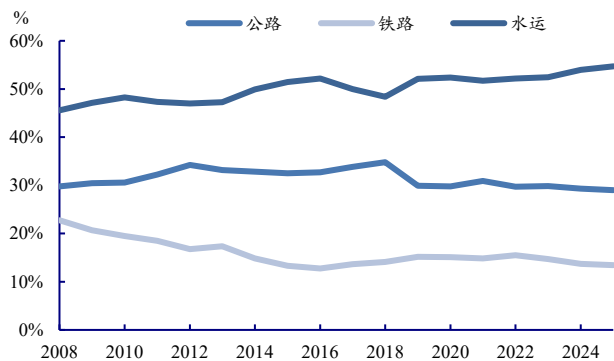
资料来源: Wind, 第一商用车网, 诚通证券研究所

“公转铁”“公转水”高峰已过，公路货运周转量占比有望企稳，国内重卡需求中枢长期稳定。2018年以前，国内公路货运周转量呈现稳定增长态势，2018年占比34.81%，达到历史峰值。2018年后，国内运输结构开始调整。2018年中央财经委员会提出要调整运输结构，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》，公路货运周转量占比出现下滑铁路及水运货运周转量占比逐步提升，2019年公路货运量及平均运距均出现下降，周转量占比下降至29.91%，同比下滑约5pcts。2020年至今，公路货运量和平均运距得到一定修复，周转量占比已稳定在29%水平。

我们认为，2018-2020年“公转铁”“公转水”主要从治理公路货运车辆超限超载（减少公路运能供给）和加强铁运水运基础设施（增加铁路及水运运力）两大方

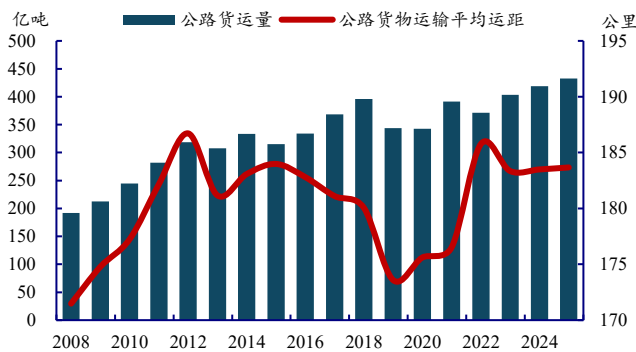
面入手。随着蒙华、京原、黄大等干线铁路、工矿企业和物流园区专线铁路、内河水运及江海联运相关运能相继投入运用，大规模“公转铁”“公转水”已经基本完成结构性调整，进一步压降公路货运周转量占比的空间较为有限，公路运输需求呈现出一定韧性，支撑国内重卡销量中枢长期稳定。

图19：中国公路、铁路、水运货运周转量占比



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20：2019 年以来公路货运量与平均运距同步回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2019 年以来，国内公路运价指数亦呈现出稳定增长态势。国内公路物流运价指数在 2018 年 10 月达到近年来历史最低水平的 95.34 点，随后随着国内公路货运量占比的逐步稳定复苏，公路物流运价指数实现了长达 7 年的正增长，2026 年 2 月为 105.31 点，较低点增长 10.46%，价格指数同样反映出国内公路物流行业景气度的修复态势。

图21：2019 年以来中国公路物流运价指数呈缓慢修复趋势

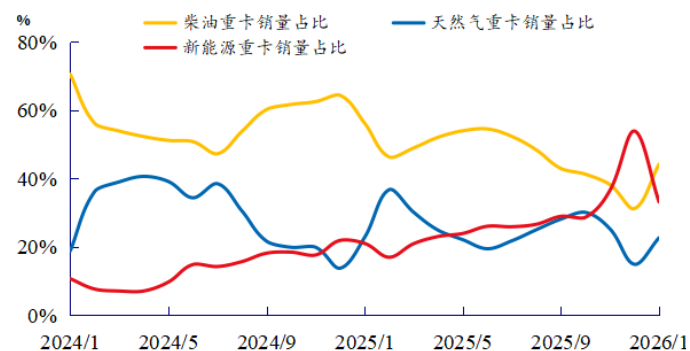


资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.1.2、天然气及新能源重卡占比提升，重卡出海成为行业需求重要增量

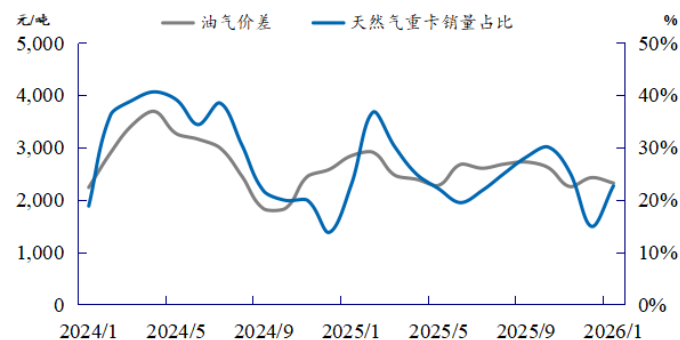
从过去几年国内重卡的发展趋势来看，技术路线结构上，天然气重卡、新能源重卡对传统柴油重卡的替代持续进行。新能源重卡月度销量份额逐渐抬升，2024 年 1 月新能源重卡份额约 10.69%，2025 年 12 月提升至 54%，我们判断主要系 2026 年 1 月起新能源汽车购置税减免减半所带来的提前购买效应，属短期市场行为，2026 年 1 月新能源重卡渗透率已回归相对合理水平（33%）。天然气重卡渗透率主要受油气价差（选取中国柴油批发价格指数与中国液化天然气出厂价格指数作差计算）影响，柴油价格维持高位、天然气价格相对较低时，油气价差持续扩大，将显著提升天然气重卡经济性，刺激天然气重卡需求增长。促使销量份额提升。

图22： 2024 年 1 月以来新能源重卡销量占比提升明显



资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

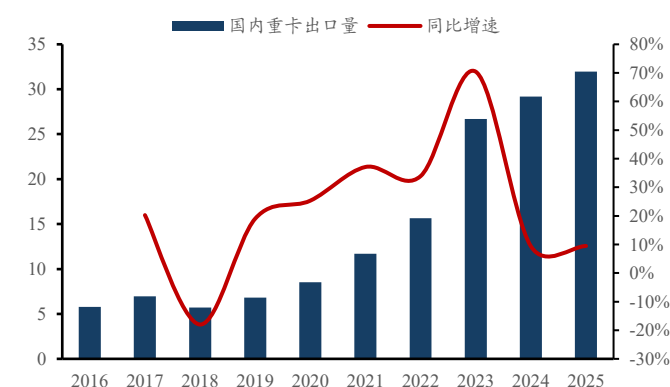
图23： 天然气重卡份额与油气价差总体上同向变动



资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

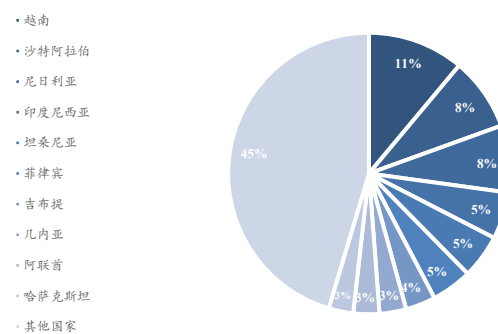
海外市场方面，国内重卡出口市场已成为需求端重要支撑，且出国目的地较为分散，受单一市场影响有限，整体呈现稳定增长态势。国内重卡出口市场自 2020 年以来快速增长，重卡出口数量从此前 5 万-7 万辆的区间快速增长至 30 万-40 万辆的区间，2025 年国内重卡出口 31.9 万辆，同比增长约 9.5%，占国内重卡行业需求比重接近 30%，已成为需求端的重要支撑。从出口目的地来看，国内重卡出口市场较为分散，2025 年最大出口目的地份额约为 10% 左右，前十名市场份额合计仅为 54.6%。此前俄罗斯市场是国内重卡出口的重要市场，受当地需求不振及重卡贸易政策影响，2024 年以来俄罗斯进口中国重卡数量锐减。从实际表现来看，俄罗斯市场的下滑并未对国内重卡行业出口产生重大影响，国内重卡出口表现出较强的增长韧性。

图24： 国内重卡出口规模持续增长（万辆）



资料来源：海关总署数据，诚通证券研究所

图25： 国内重卡出口市场较为分散，受单一市场影响小

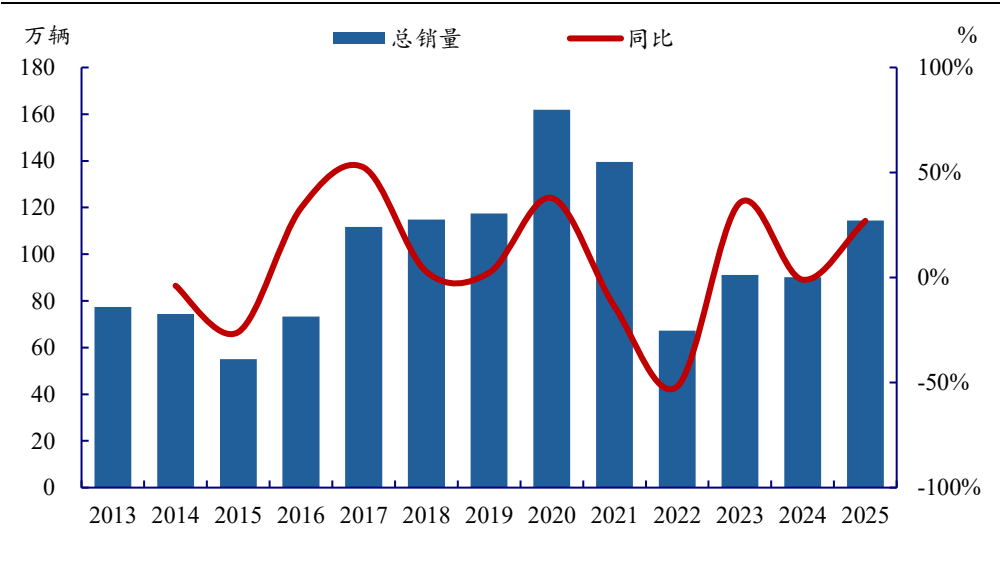


资料来源：海关总署数据，诚通证券研究所

2.1.3、多重因素有望共同推动，未来五年更新需求持续加速释放

更新需求是未来国内重卡需求端的重要支撑，有望在未来几年持续释放。国内重卡行业上一轮景气上行周期为 2015 年至 2020 年，重卡销量从 2015 年的 55.07 万辆增长至 2020 年的 161.89 万辆，6 年合计销量 634.16 万辆。从重卡使用寿命来看，普通重卡强制报废期为 15 年，特殊用途重卡仅 10 年，2015 年至 2020 年销售的重卡将在未来几年逐步进入淘汰阶段，更新需求将在未来几年持续释放。

图26： 2015-2020 年为重卡销量上一轮上行期，后续逐渐接近使用年限



资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

近年来，中央层面支持老旧营运货车以旧换新的政策文件频出，更新范围从“国三”拓展至“国四”及以下，种类从柴油车拓展至燃油车、天然气车，更新范围不断扩大、力度逐步加强：

- (1) 2024 年 3 月，国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，加快淘汰“国三”及以下排放标准营运类柴油货车；
- (2) 2024 年 7 月，交通运输部、财政部《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》明确支持报废“国三”及以下排放标准营运类柴油货车；
- (3) 2025 年 1 月，国家发改委、财政部《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》将补贴范围扩大至“国四”及以下排放标准营运货车；
- (4) 2025 年 3 月，交通运输部、国家发改委、财政部《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，支持“国三”、“国四”排放标准营运货车更新，加快更新一批高标准低排放营运货车，补贴范围进一步扩大至天然气重卡；
- (5) 2025 年 12 月，国家发展改革委、财政部《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，补贴标准按照《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》执行。

表1： 国IV-国VIB 排放标准实施时间表（针对重卡）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国IV	局部	扩大	全国								
国V				东部	部分重卡	所有重卡					
国VIA							燃气车	城市车辆	所有重卡		
国VIB									燃气车		所有重卡

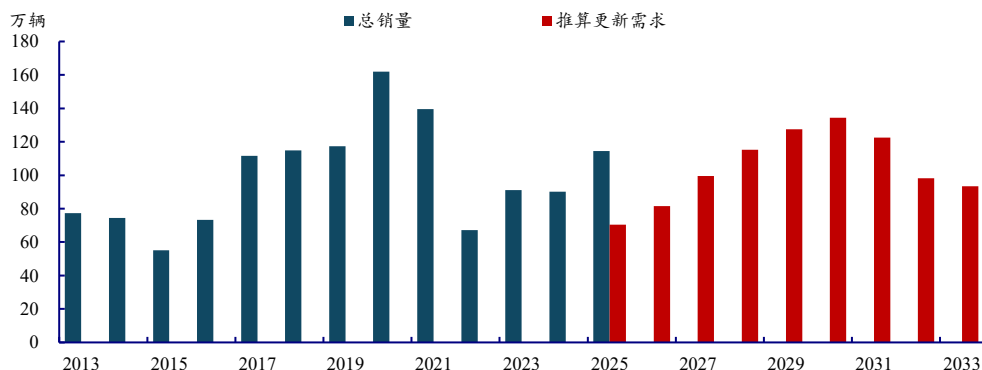
资料来源：环保部官方网站，诚通证券研究所

结合各阶段排放标准实施时间表，我们发现，2015-2020 年上一轮重卡销量上行期中，2015-2017 年以国IV重卡为主，2018-2020 年以国V为主。2025 年底，中国重汽集团副总经理在接受《每日经济新闻》等媒体采访时表示，截止 2025 年底

国内重卡保有量约 700 万辆，其中国 IV 重卡约 52 万辆，较 2024 年底北斗数据下国 IV 重卡 76.4 万辆减少约 24 万辆，充分印证了 2025 年政策将国 IV 纳入范围对重卡以旧换新需求的刺激作用。考虑到国 III 重卡已经基本淘汰完毕，国 IV 重卡车龄逐步跨过十年台阶，更新政策有望继续超预期带来大规模更新需求，我们预计未来五年年均更新约 10 万辆国 IV 重卡。

国 V 重卡虽暂不享受报废补贴，但作为重卡市场占比最高的区域，东部 11 省市自 2016 年起便试点推行国 V，因此相当规模的国 V 重卡也逐步开始了自然淘汰，预计将在 2027 年起成为置换主力。综合以上分析，我们认为，2015-2020 销量上行+国 IV 纳入补贴范围+国 V 自然更新，多重因素有望共同推动未来五年更新需求持续加速释放。

图27： 推测更新需求将在 2030 年达峰



资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

2.2、α 层面：动力+整车双轮驱动，燃油、燃气、新能源多点开花

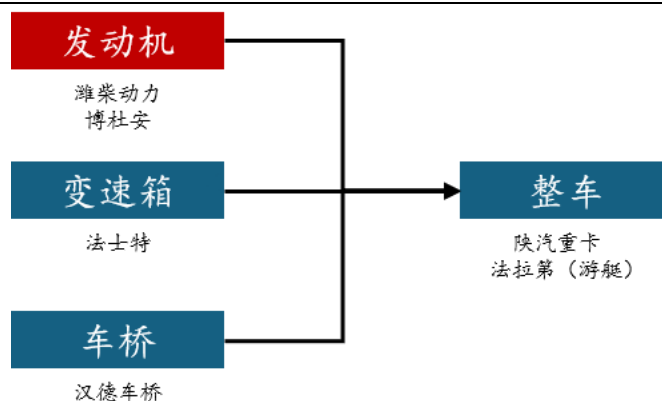
潍柴动力是中国综合实力领先的汽车及装备制造产业集团之一，在重卡产业链公司形成了“动力+整车”双轮驱动的发展态势。公司的重卡动力系统业务是公司的传统优势业务，重型发动机销量全球第一，新能源产品实现突破，产品线全面覆盖牵引车、载货车、自卸车、专用车等多类型车辆动力系统需求；整车业务方面，子公司陕重汽系国内重卡头部企业，2025 年批发口径销量达 18.40 万辆，份额 16.1%，位列国内重卡企业第三名。动力系统业务和整车业务协同效应明显，使得公司能够快速适应重卡行业内部燃油、燃气、新能源产品占比波动及出口业务带来的增长，降低单一动力产品表现对公司业绩造成的影响，具体来看：

2.2.1、坚持纵向一体化的长期战略，公司柴油发动机业务优势持续巩固

在传统动力业务方面，主要包括重卡动力链条和非道路于工业装备两个方面：

(1) 在传统重卡动力链条上，公司分别持有法士特 51%、陕重汽 51%股权，并通过陕重汽间接控制汉德车桥 94%，实现“发动机—变速箱—车桥—整车”的纵向一体化布局；(2) 在非道路与工业装备领域，公司控股博杜安（51%）切入船机与工业大缸径市场，控股德马泰（100%）完善仓储物流装备能力，同时持有潍柴雷沃约 61%股权，覆盖农机与工程机械应用场景；在海外与高端装备板块，公司参股凯傲集团 47%，深度嵌入全球叉车与智能物流系统产业链。

图28：公司以柴发基础，实现“发动机—变速箱—车桥—整车”的纵向一体化布局



资料来源：Wind，诚通证券研究所

柴油发动机是潍柴动力传统优势产品。2025 年商用车柴油机销量为 46.97 万台，份额达 23.02%，较 2024 年增长 1.8pct，份额接近第二名的两倍。并且在产品力上来看，潍柴动力拥有标杆产品 WP17H 重型柴油发动机，排量 16.6L、最大功率 840 马力、峰值扭矩 3700 牛米、热效率突破 52.28%，公司在柴油机领域的强大竞争力。

表2：2025 年商用车柴油机份额情况

万台	2025 年销量	2025 年份额	2024 年份额
潍柴控股	47.0	23.0%	21.2%
玉柴集团	23.9	11.7%	8.6%
江铃汽车	20.6	10.1%	16.8%
云内动力	19.2	9.4%	9.1%
福田康明斯	17.2	8.4%	8.1%
安徽全柴	11.2	5.5%	4.6%
解放动力	11.0	5.4%	6.4%
新动力科技	10.0	4.9%	3.5%
江淮汽车	9.8	4.8%	5.1%
东风康明斯	9.8	4.8%	4.9%
其他	24.3	11.9%	12.1%
总计	204.3	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，方得网，中国内燃机协会，诚通证券研究所

2.2.2、公司天然气系份额大幅领先，新能源动力布局持续完善

（1）潍柴动力天然气重卡发动机份额超 50%

天然气重卡是交通运输行业绿色转型的重要清洁能源，2025 年交强险口径内销 19.87 万辆，渗透率 24.83%。潍柴动力子公司陕重汽 2025 年天然气重卡销量达 3.1 万辆，份额 15.6%位列第四，较 2024 年提升 1.2pct。动力端来看，潍柴动力凭借强大的研发能力和较早起步的优势，在我国天然气重卡发动机领域占有超 50% 的市场份额，是该领域绝对龙头。

表3： 2025 年天然气重卡份额情况

万辆	2025 年销量	2025 年份额	2024 年份额
一汽解放	5.5	27.8%	31.9%
中国重汽	4.3	21.6%	23.6%
东风公司	3.7	18.4%	15.1%
陕汽集团	3.1	15.6%	14.4%
福田汽车	2.6	13.2%	10.1%
北汽重卡	0.4	2.2%	1.3%
联合重卡	0.1	0.3%	0.5%
上汽红岩	0.1	0.3%	0.8%
其他	0.1	0.5%	2.2%
合计	19.9	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

表4： 2025 年天然气重卡发动机份额情况

万台	2025 年销量	2025 年份额	2024 年份额
潍柴动力	10.3	51.8%	59.6%
康明斯	3.9	19.4%	19.9%
一汽解放	2.5	12.6%	12.0%
玉柴机器	1.6	8.0%	4.5%
东风龙擎	1.5	7.4%	2.7%
中国重汽	0.1	0.4%	0.5%
上柴股份	0.1	0.3%	0.9%
其他	0.0	0.1%	0.0%
总计	19.9	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，第一商用车网，诚通证券研究所

公司在天然气重卡发动机领域优势明显，我们认为主要受益于：（1）公司天然气重卡发动机产品先发优势明显，产品竞争力强；（2）公司与下游客户中国重汽关系紧密。中国重汽在国内天然气重卡销量中排名第二，其与公司均为山东重工集团下属企业，与公司在企业发展过程中关系紧密。在天然气重卡领域，中国重汽与潍柴动力开展协同研发，旗下多款主力车型，如豪沃 MAX、豪沃 TX7 燃气车、汕德卡 G7S、汕德卡 G7H 燃气车等均已升级搭载潍柴全场景 NG4.0 燃气动力。

（2）新能源重卡：依托陕重汽“智汇”，公司持续完善新能源重卡布局

新能源重卡包括充电重卡、换电重卡、混动重卡、燃料电池重卡等多种技术路线。凭借较低的能耗费用和环保、高效的优势，新能源重卡在物流运输、工程建设、矿山开采及港口、钢厂等短途、封闭或半封闭场所运输领域应用广泛。以牵引车砂石料运输场景为例，享受补贴后纯电重卡的五年期全寿命使用成本（TCO）仅为 3.71 元/公里，远远小于享受补贴后柴油重卡的 4.33 元/公里，经济性优势突出。在国际地缘政治事件频发的大环境下，油气价格均面临较高的涨价压力，新能源重卡需求有望进一步增强。

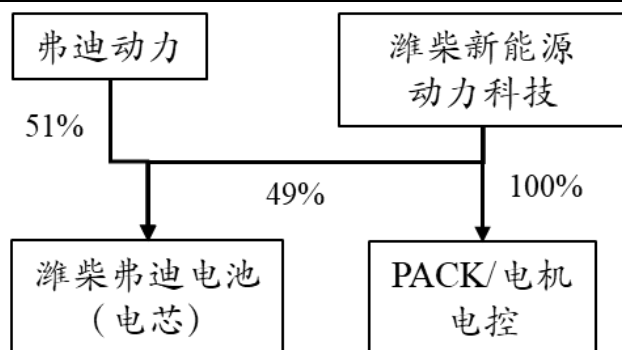
表5： 以牵引车砂石料运输场景为例的五年期 TCO 测算

		纯电动 (无补贴)	纯电动 (补贴 9.5 万元)	柴油 (无补贴)	柴油 (补贴 6.5 万元)
月均运营里程	公里	10000	10000	10000	10000
新车购买价格	万元	45	35.5	32	25.5
残值	万元	6.8	6.8	8	8
每公里能耗费用	元	1.6	1.6	2.6	2.6
百公里能耗	度 或 升	180	180	40	40
单位能耗价格	元/度 或 元/升	0.85	0.85	6.5	6.5
尿素消耗	元/公里	0	0	0.08	0.08
每公里路桥费	元	1	1	1	1
每公里维修保养	元	0.12	0.12	0.08	0.08
每公里轮胎费用	元	0.09	0.09	0.09	0.09
每公里保险费用	元	0.26	0.26	0.19	0.19
五年期 TCO	元/公里	3.71	3.55	4.44	4.33

资料来源：Wind，零碳时代，国家信息中心高级经济师徐长明调研测算，诚通证券研究所

潍柴动力深刻理解重卡新能源化趋势，积极构建多元化“三电”技术矩阵，实现了新能源产品的多维突破。其中，在动力电池领域，公司与比亚迪下属弗迪动力合资成立潍柴弗迪电池有限公司，首台电池产品已于 2025 年 3 月 28 日在潍柴（烟台）新能源动力产业园下线，标志着产业园项目一期正式投产，重卡全系列动力电池实现“电量大、充电快、适配广”技术全面提升。在氢燃料电池领域，2021 年潍柴动力牵头建设的国家燃料电池技术创新中心获批成立；2026 年 3 月 4 日，潍柴动力联合中国重汽、宇通重工官宣新一代量产级氢燃料电池重卡“黄河氢能版”正式下线，搭载潍柴自研 300kW 大功率 WEF300 氢燃料电池系统，满载 49 吨下续航里程突破 2000 公里，全生命周期 TCO 与柴油重卡完全持平，首批 1000 台同步交付顺丰、京东物流、中通快递等头部物流企业，标志着潍柴已完全掌握“电堆-系统-整车”的氢能产业链闭环。

图29： 潍柴弗迪电池合资公司股权关系



资料来源：Wind，诚通证券研究所

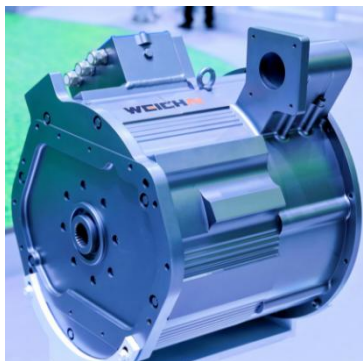
图30： 潍柴动力重卡氢燃料电池发动机



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

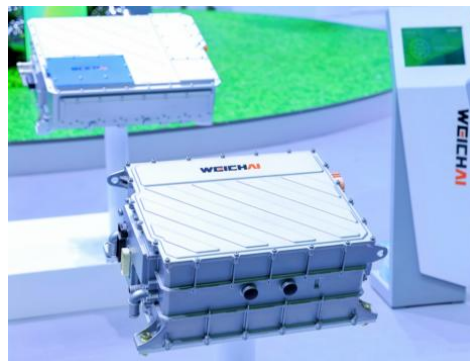
公司在电机和电控领域持续布局：(1)在电机领域，潍柴动力针对重型牵引车、自卸车、搅拌车和专用车等车型，开发了覆盖 400kW-600kW 级的大功率电机产品，峰值扭矩达到了 3200 牛米（额定 1800 牛米），实现了更强的加速能力和更高的运行效率；(2)在电控领域，潍柴动力电控整合了 MCU+油泵+气泵+DCDC+PDU+BMS，高集成度进一步提升了最高效率，同时适配三电机系统，不仅电机峰值扭矩/功率范围更广，还为匹配快递等运输场景的电驱桥产品提供了有力支持。

图31： 潍柴动力自研大功率电机



资料来源：商用车邦，诚通证券研究所

图32： 潍柴动力专用高集成控制器



资料来源：商用车邦，诚通证券研究所

整车方面，陕重汽在新能源重卡的市场地位持续提升。潍柴动力旗下陕重汽 2025 年售出 2.6 万辆新能源重卡，市场份额达 11.3%，较 2024 年提升 2.9pct。据公司官网信息，2025 年 4 月 24 日，陕重汽推出全自主新能源“智汇”品牌，搭载“潍柴新能源电池+法士特 AMT 变速器+汉德电驱桥”黄金动力系统，是国内三电软硬

件完全自主的充电重卡品牌。整车经济性、可靠性、安全性等指标行业领先，有望助推陕汽重卡成为商用车领域新能源领导者。

表6：2025 年新能源重卡份额情况

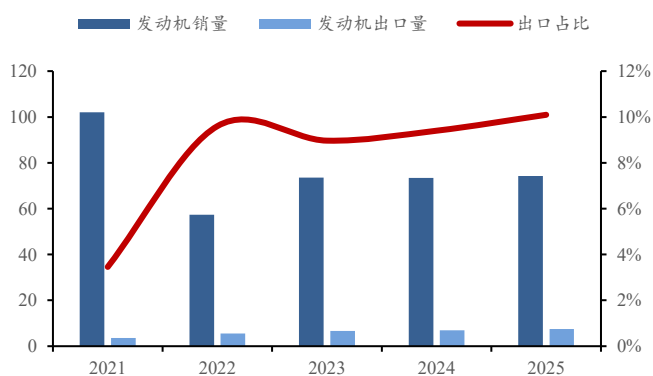
万辆	2025 年销量	2025 年份额	2024 年份额
徐工汽车	3.5	15.3%	17.6%
三一集团	3.4	14.5%	17.2%
一汽解放	3.2	14.0%	11.6%
中国重汽	2.7	11.8%	9.5%
陕汽集团	2.6	11.3%	8.4%
福田汽车	1.9	8.2%	5.8%
东风公司	1.8	7.9%	8.7%
远程新能源	1.1	4.9%	5.0%
其他	2.8	12.0%	16.3%
合计	23.1	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，方得网，中国内燃机协会，诚通证券研究所

2.2.3、依托下游紧密的合作关系，公司发动机及整车出口业务持续增长

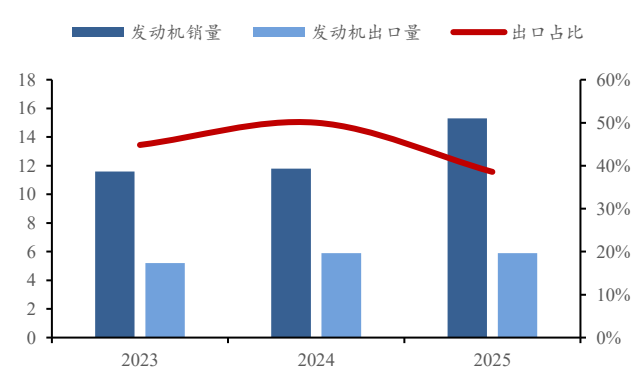
公司充分受益于中国重汽、陕重汽的出海业务增长。中国重汽与陕重汽是国内重卡出海的主要厂商，其中中国重汽出口份额接近 50%，陕重汽份额接近 20%。公司与中国重汽合作关系紧密，二者均为山东重工集团下属企业，产业链协同优势明显。公司子公司陕重汽近年来重卡出口规模保持在 5 万-6 万辆的水平，稳居行业前列。陕重汽已完成全系列产品出口布局，高端车型 X6000 成功获得欧盟 WVTA 认证。市场开拓方面，按照“一国一车”理念，加快产品升级迭代。在新能源领域，陕重汽已完成出口战略规划，覆盖主流核心市场。2025 年公司实现发动机出口 7.5 万台，同比增长 8%，高于公司整体发动机销量增速，占公司发动机销量 10%。2025 年子公司陕重汽实现整车出口 5.9 万辆。占公司整车销量 39%。

图33：公司发动机出口数量及占比持续提升（万辆）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，诚通证券研究所

图34：公司依托陕重汽实现整车规模化出口（万辆）



资料来源：公司 2023-2025 年年报，诚通证券研究所

综合以上分析，潍柴动力通过多年的发展，在重卡产业链业务上形成了动力及整车业务协同发展的格局，在国内重卡行业周期波动背景下，公司重卡相关业务受单一产品影响较小，同时在传统柴油重卡、天然气重卡和新能源重卡等领域均形成了较强的市场竞争力。潍柴动力重卡业务有望充分享受国内重卡行业景气复苏。

3、新兴业务：算力时代电力需求爆发，主动和备用电源产品将成为公司新的增长极

3.1、β 层面：全球 AIDC 建设长期保持高速增长，带动主动、备用电源充分受益

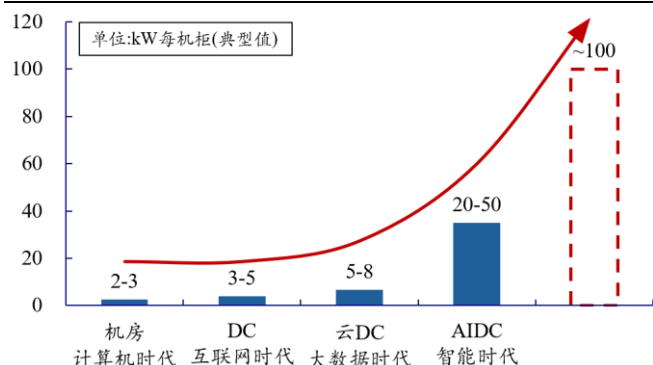
3.1.1、AI 算力驱动电力需求爆发，电力供应成为 AI 行业增长的瓶颈

（1）负荷侧：AI 算力基础设施扩张推动数据中心电力需求快速增长

自 2020 年以来,人工智能技术加速迭代,推动算力需求呈现指数级增长态势,全球数据中心基础设施进入以 AI 为核心驱动的新一轮上行周期,同时由于单位算力对应的能耗显著上升,带动数据中心用电需求激增。传统数据中心单机柜功率多集中在 10kW 以内,主要面向通用计算与存储需求,而以 AI 为核心的 AIDC 单机柜功率普遍提升至 20-100kW,部分前沿应用场景已开始向 100kW 以上演进。功率密度的大幅提升使得传统数据中心在供电、散热与稳定性方面面临明显瓶颈,已难以支撑 AI 持续扩张的运行需求,适配 AIDC 的供电、散热等系统投资持续增长。

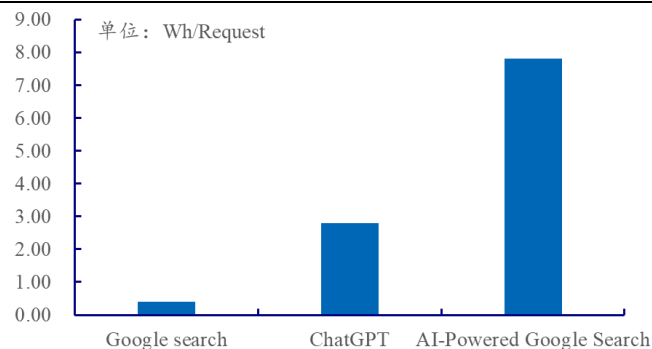
从单位能耗看, AI 应用对电力系统的压力远高于传统互联网业务,放大了高可靠电源配置的重要性。根据 Energeia 数据, 单次 AI 搜索请求的能耗约为传统搜索的 25 倍, 显著高于通用搜索与对话式应用, 意味着在算力规模扩张的同时, 数据中心对“高功率、长时稳定运行”的能源保障需求同步上升。

图35: AIDC 时代单机柜功率显著提升



资料来源：《AIDC 白皮书》-华为，诚通证券研究所

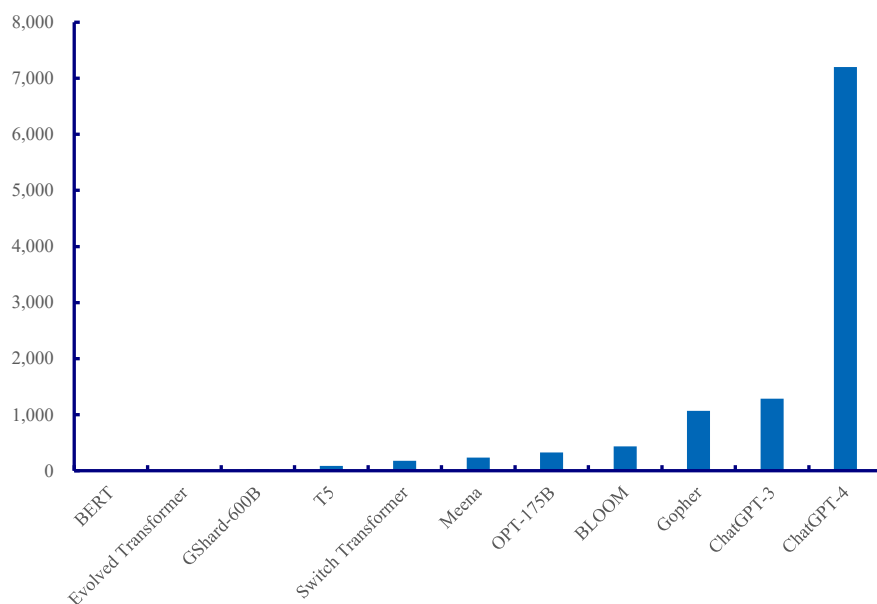
图36: AI 驱动搜索消耗的能源是典型搜索的 25 倍



资料来源：Energeia，诚通证券研究所

从大模型训练能耗来看, AI 模型数量的扩张以及模型的迭代升级推升算力与电力消耗水平。按模型维度测算, 随着参数规模与训练复杂度指数级提升, AI 训练单次能耗呈现显著跃升趋势, 从早期 BERT 等模型的个位数 MWh, 提升至 GPT-3 约 1,300MWh, 而 GPT-4 训练能耗已接近 7,200MWh, 能耗斜率明显陡化。模型由“百亿参数”迈向“万亿参数”后, 单位模型对应的算力与电力需求呈现跨越式增长, AI 行业的发展对高功率、持续供电能力的依赖度显著增强, AIDC 的“能源密集型”特点持续凸显。

图37: 持续迭代升级的 AI 大模型带来的训练能耗持续提升 (MWh)



资料来源: Energeia, 诚通证券研究所

国内方面,数据中心行业同样处于加速扩张阶段,拉动配套电力需求快速增长。DeepSeek、豆包、通义千问等国内大模型加速迭代,带动训练与推理需求持续增长。根据 Technavio 数据,我国数据中心市场规模自 2019 年以来稳步提升,预计 2025 年同比增长 28.6%, 2024-2029 年复合增速达 38.3%。政策层面对数据中心用电同样重视,随着“东数西算”工程的建设,算电协同逐渐从概念上升为国家战略。2022 年,“东数西算”工程开始建设,产业界开始关注算力与电力行业的协同配套。2023 年,发改委等部门印发《关于深入实施“东数西算”工程 加快构建全国一体化算力网的实施意见》,其中提到算力和绿色电力协同建设,截至 2025 年底算力电力双向协同机制初步形成。算电协同政策逐渐开始完成顶层设计。2024 年,发改委等部门陆续印发《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》、《加快构建新型电力系统行动方案(2024—2027 年)》,算电协同试点项目开始建设。2026 年 3 月,政府工作报告将“算电协同”纳入新基建工程重点推进。

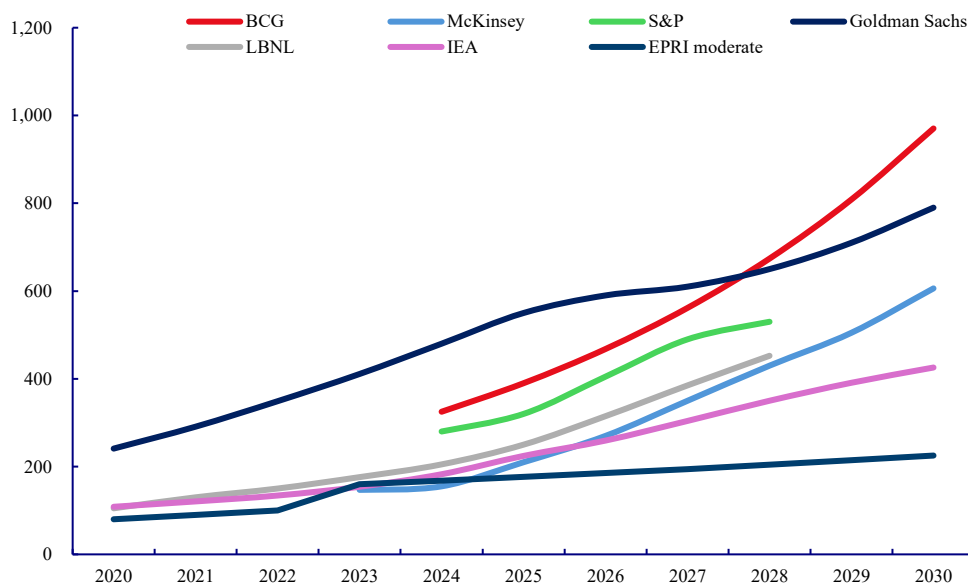
表7：近年来，算电协同逐渐上升到国家战略层面

时间	政策文件	关键内容
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	提出到 2025 年底算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。支持国家枢纽节点地区利用“源网荷储”等新型电力系统模式。
2024 年 7 月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	到 2025 年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于 1.2。 。鼓励数据中心通过参与绿电绿证交易等方式提高可再生能源利用率。鼓励有关地区探索开展数据中心绿电直供。
2024 年 7 月	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	提出实施一批算电协同项目，探索新能源就近供电、聚合交易、就地消纳的“绿电聚合供应”模式。 ，提升算力与电力协同运行水平，提高数据中心绿电占比，降低电网保障容量需求。探索光热发电与风电、光伏发电联营的绿电稳定供应模式。
2025 年 1 月	《国家数据基础设施建设指引》	推进算力与绿色电力融合。把绿色电力转换成绿色算力，积极推进风光绿电资源消纳，探索绿电直供新模式，有序开展绿电、绿证交易。
2025 年 3 月	《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》	加快提升数据中心等重点用能单位和行业的绿电消费比例。提出国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80%基础上进一步提升。
2025 年 5 月	《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	建立绿电直连制度框架，明晰规划建设、交易与价格机制。
2026 年 3 月	《政府工作报告》	将“算电协同”纳入新基建，提出实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展。

资料来源：国务院、发改委、国家能源局网站，诚通证券研究所

美国方面，AI 驱动下的数据中心电力需求在 2030 年有望达到 10%左右的占比。根据多家机构的预测，2030 年美国数据中心用电量预计将达到 225TWh-970TWh 之间的水平，相当于 2024 年的 1.3 至 3.0 倍左右。美国数据中心用电占全社会用电的比重将会从近几年 1%-3%的水平提升至 10%左右，成为美国用电需求最重要的边际增量。同时，由于北美电网结构性割裂，东部、西部及德州电网跨区输电受限，部分电网设备老旧，电源结构中可再生能源占比提升，可调电源建设滞后，大规模的数据中心集中并网对北美电网稳定造成压力，因此高可靠、快速部署的表后能源配置需求显著增强。

图38: 2030 美国数据中心能源消耗预测区间普遍在 400-1000TWh (单位: TWh)

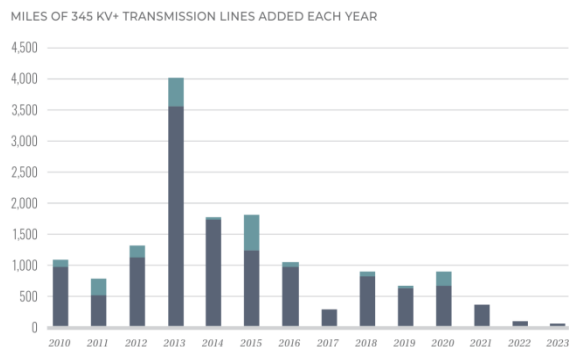


资料来源: Inccorrys, 诚通证券研究所

(2) 电网侧: 北美电网短板制约数据中心建设, 数据中心现场发电方案占比提升

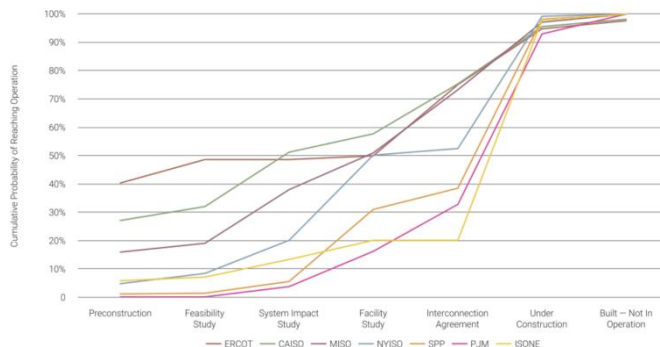
高压输电线路建设进度放缓, 电网扩容难以匹配算力需求增长。近年来美国高压输电网络建设明显放缓。根据美国能源信息署 (EIA) 及行业研究机构统计, 过去两年美国仅新增约 180 英里的高压输电线路, 远低于 2010 年代平均每年约 1000 英里的建设水平, 整体呈现持续下降趋势。同时, 根据美国劳伦斯伯克利国家实验室 (LBNL) 统计, 截至 2023 年美国等待并网的新能源与储能项目规模已超过 2000GW, 而输电网络扩容进度明显滞后, 成为制约电力系统扩张的重要瓶颈。由于输电项目通常需要经历选址规划、环境评估、监管审批以及建设施工等多个环节, 整体建设周期较长, 电网基础设施扩容难以快速响应电力需求的阶段性爆发。

图39: 过去两年美国仅建成了 180 英里高压输电线路



资料来源: Grid Strategies, 诚通证券研究所

图40: PJM、ISONE 电网的发电项目并网积压严重

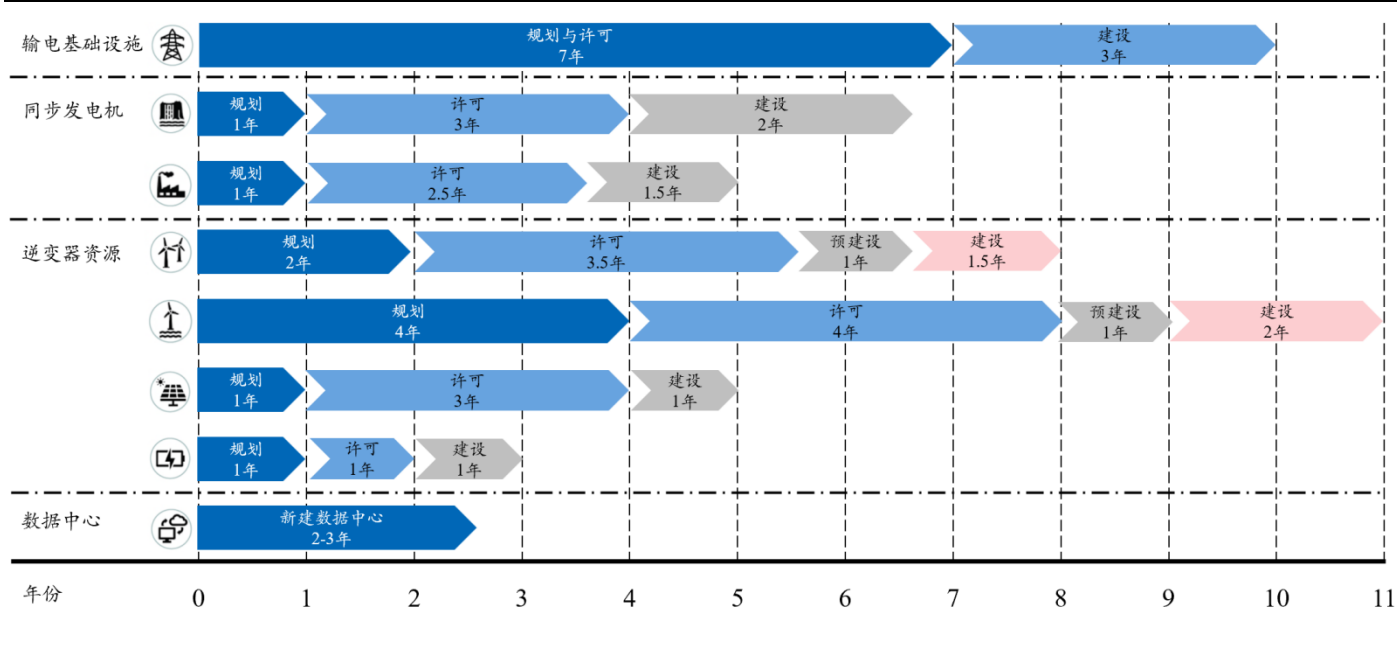


资料来源: ENVERUS, 诚通证券研究所

电力基础设施建设周期显著长于算力设施建设, 电力供需错配问题凸显。从典型建设周期来看, 输电网络建设通常需要经历规划、审批与施工等多个阶段, 整体周期普遍达到 5-10 年甚至更长。根据国际能源署 (IEA) 及美国能源部研究, 新建高压输电线路平均审批与建设周期约为 7-10 年; 相比之下, 数据中心建设周期通

常仅需 1-2 年，大型 AI 数据中心从开工到投运往往在 18 个月以内即可完成。典型时间表对比显示，电力基础设施建设从规划到投运往往需要多年，而算力设施建设仅需数个季度即可落地。随着 AI 算力需求快速增长，电力系统扩容速度明显滞后于算力基础设施扩张，导致电力供给与算力需求之间出现阶段性错配，从而强化了数据中心配置柴油发电机等备用电源的需求。

图41： 输电建设（上排）与数据中心建设（下排）典型时间表的比较



资料来源：GridLab / Elevate Energy，诚通证券研究所

美国环保监管持续收紧，对化石能源发电形成明显约束。根据 United States Environmental Protection Agency（EPA）2024 年发布的电力行业排放新规，自 2032 年起新建天然气电厂需减少约 90%的二氧化碳排放，大型煤电机组则需要安装碳捕集与封存（CCS）技术或逐步退出市场。在排放标准持续提高的背景下，传统化石能源发电项目建设难度明显提升。根据 U.S. Energy Information Administration（EIA）数据，美国煤电装机规模已由 2010 年的约 317GW 下降至 2024 年的 176GW，累计下降约 45%，预计 2030 年前仍将继续退役约 60GW。同时，新建天然气电厂在排放标准与审批监管下建设周期明显延长。电源建设与电网扩容进度均难以快速匹配算力基础设施扩张需求，从而强化了数据中心对柴油发电机等备用电源的配置需求。

表8： EPA 2024 电厂排放规则对煤电与气电的限制

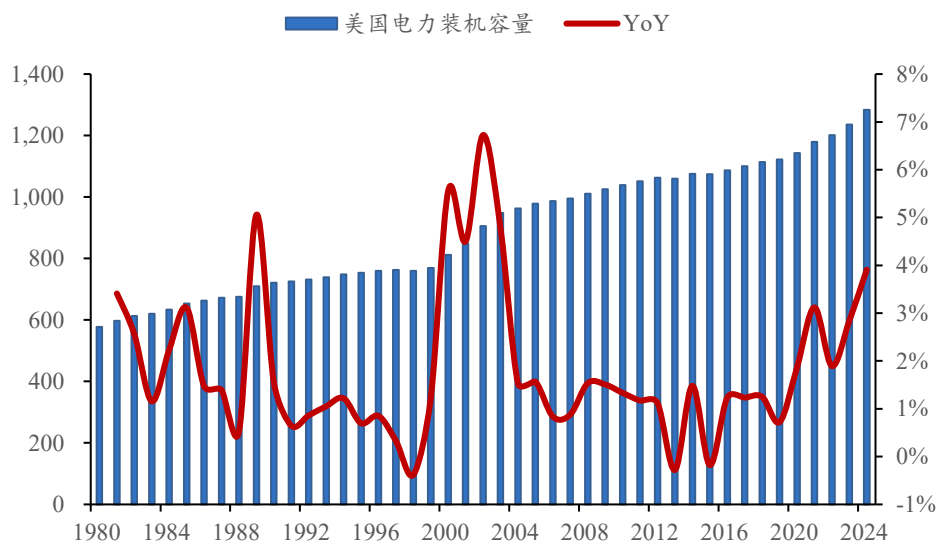
煤电机组排放规则	
煤电类型	EPA 规则（2024 年 4 月）
长期运行机组（计划运行至 2039 年以后）	需在 2032 年前实现相当于 90%碳捕集与封存（CCS）的减排水平
中期退役机组（2032-2039 年之间退役）	需在 2030 年前实现约 40%天然气掺烧（gas co-firing）的减排效果
短期退役机组（2032 年前退役）	仅需履行排放报告义务
天然气发电机组排放规则	
天然气机组类型	EPA 规则（2024 年 4 月）
调峰 / 低负荷机组（年运行时间<20%）	排放标准基于使用低排放燃料（如天然气替代柴油）
中等负荷机组（年运行时间 20%-40%）	排放标准基于高效简单循环机组运行（约 1150 lbs CO ₂ /MWh）
基荷机组（年运行时间>40%）	需在 2032 年前实现相当于 90%碳捕集与封存（CCS）的减排水平

资料来源：EPA，诚通证券研究所

(3) 电源侧：美国发电装机容量增速有限，且以新能源发电为主，无法 AIDC 对电能质量与连续性的需求

过去几十年，美国电力装机容量呈现缓慢增长态势，近几年增速有所提升。1980 年以来，美国电源建设经历过两轮周期，其中 1980 年至 1990 年和 2000 年至 2004 年是两轮建设高峰，累计发电装机容量复合增速分别为 2.2%、4.4%，2004 年至 2019 年进入平稳期，电源建设缓慢，复合增速回落至 1.0% 的水平。2020 年至今，美国电源建设明显加速，2024 年累计发电装机容量同比增长 3.9%。

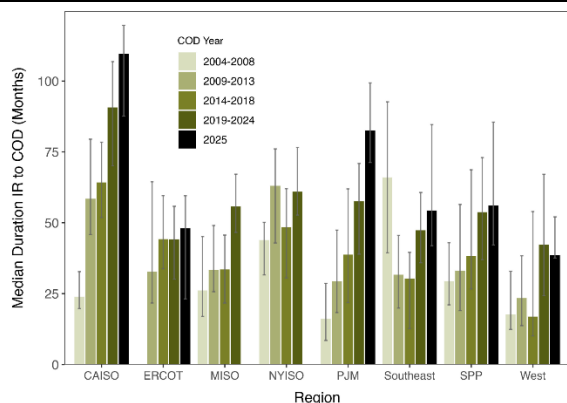
图42： 美国电力装机容量增长近几年增速有所提升，但整体增长较为缓慢（GW）



资料来源：Wind，EIA，诚通证券研究所

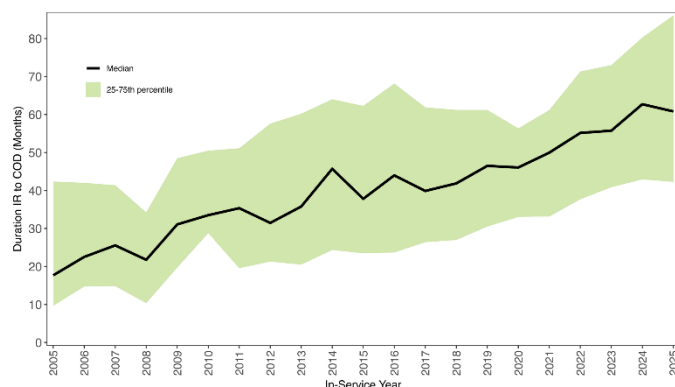
美国电源项目并网排队周期拉长，限制了发电装机容量的增速上限。近年来，美国电源项目并网周期持续增长，从 2014 年至 2020 年的 40 个月左右增加至 2024 年以来的 50-60 个月。从美国电网结构来看，电源项目并网时长增长态势是各个电网的普遍情况，其中 CAISO（加州）和 PJM（弗吉尼亚等美东地区）电网排队时长最为突出。

图43： 美国不同电网并网排队时长均呈现增加趋势



资料来源：LBNL，诚通证券研究所

图44： 美国电源项目并网排队市场持续增长

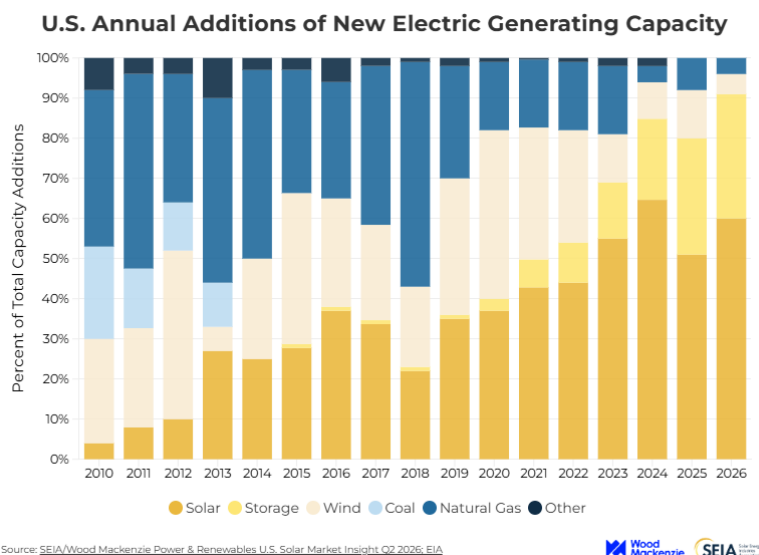


资料来源：LBNL，诚通证券研究所

近几年美国新增发电装机以新能源发电为主，持续对电网稳定性造成冲击，整体发电装机容量有所增长，但受到电能质量制约，无法匹配 AIDC 的电力需求增

长，电力系统的结构性瓶颈进一步凸显。根据 SEIA 和 Wood Mackenzie 的数据，近年来，美国新增发电装机类型以光伏和风电为代表的新能源主导，天然气发电在新增容量中的占比中枢从 2018 年之前的 50% 左右，快速下降至 24 年以来的 10% 以下。虽然储能装机容量增长迅速，但仍无法完全对冲新能源装机快速上量引发的对电网稳定性的冲击。AIDC 对电能质量与连续性的需求刚性较大，美国电力系统的结构性瓶颈并未因新能源发电快速上量而得到根本缓解。

图45： 美国近几年的新增电力装机以风光发电为主，对电网冲击较大



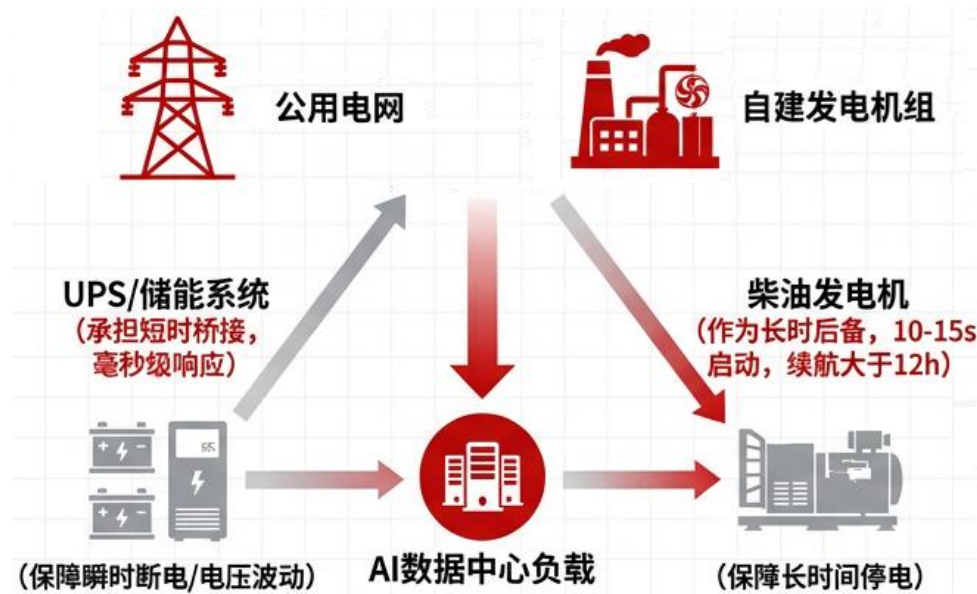
资料来源：SEIA，Wood Mackenzie，诚通证券研究所

3.1.2、备用电源：AIDC 备用电源以大缸径柴发为主，需求刚性，竞争格局较优

大缸径发动机稳定能提供持续、稳定的大功率电力输出，是目前数据中心备用电源的主流方案。大缸径柴油发动机缸径大于 150mm，相较于小缸径发动机，能够提供更大的功率，广泛应用于数据中心备用电源、船舶动力、矿业、岛屿发电等领域。

AIDC 的供电系统通常由电网取电/现场取电+UPS/储能系统/超级电容等+备用电源（大缸径柴发）构成，大缸径柴发具备较强的需求刚性。UPS/储能系统/超级电容主要通过毫米级的快速响应解决供电中的负荷平滑、并网支撑等电能质量问题，但受限于发电时长，无法解决长时供电。以大缸径柴发为主的备用电源可在 5-10 秒启动，30 秒左右达到满负荷，技术成熟，广泛应用于对电源安全要求高的场景，发挥供电系统兜底的保障作用。

图46: 在数据中心的供电系统中, 备用电源主要用于长时后备电源



资料来源: 诚通证券研究所

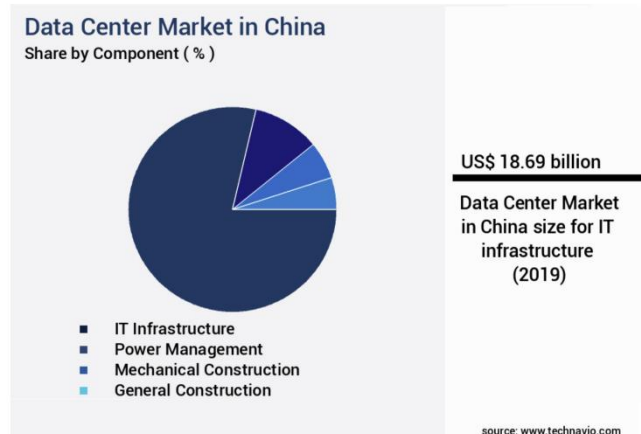
备用电源是数据中心电力设施体系的核心部分之一, 充分受益于近年来全球 AIDC 行业的增长。2019 年我国数据中心 IT 基础设施市场规模约 1,300 亿元人民币, 在整体数据中心投资中占据最大比重, 电力管理系统亦为重要组成部分, 显著高于土建与一般机电施工环节。随着单机柜功率由传统 5-10kW 提升至 20-100kW 甚至更高, 数据中心投资结构正进一步向高可靠供电、高功率密度设备倾斜。

图47: 我国数据中心市场规模逐步上升, 2025 年同比增长 28.6%, 24-29 年 CAGR38.3%



资料来源: technavio, 诚通证券研究所

图48: 我国数据中心投资以 IT 基础设备为主, 2019 年市场规模为 1,300 亿元人民币

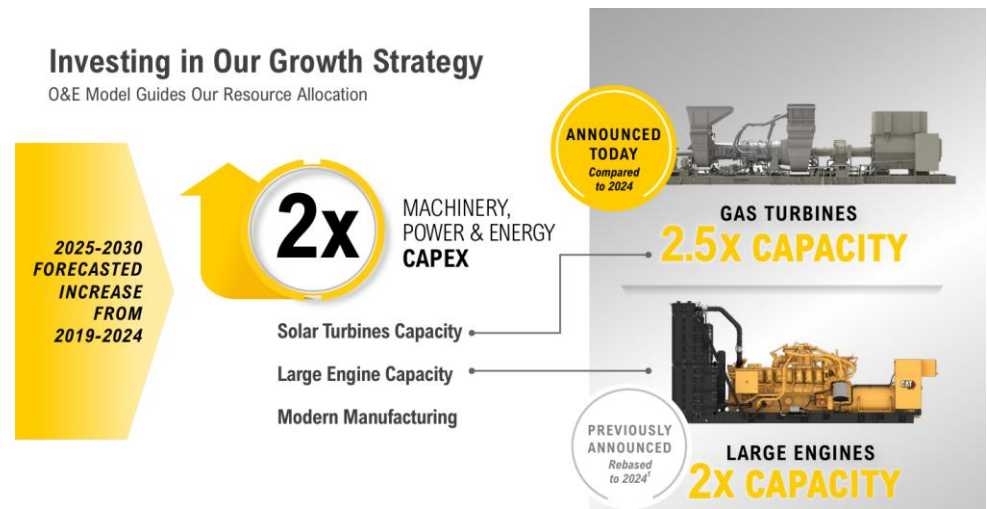


资料来源: technavio, 诚通证券研究所

全球大缸径柴油发动机行业在数据中心扩张的驱动下快速增长。根据 Rolls-Royce 的预测, 2023 年全球大缸径高功率发动机在发电、船舶、工业领域市场规模分别为 89 亿欧元、85 亿欧元、77 亿欧元, 合计约 250 亿欧元。根据 MARKET RESEARCH INTELLECT 的数据, 预计全球大缸径 2026-2033 年 CAGR 约为 5.2%, 其中 IDC 领域是市场扩容主要驱动因素。卡特彼勒在 2025 年投资者日上表示, 将在未来 5 年大幅扩充燃气轮机、大型发动机的产能水平, 分别增长至 2024 年的 2.5 倍和 2 倍, 其中大型发动机主要包括了面向数据中心、工厂、油气场站等场景中充

当备用电源的大缸径柴油发动机。卡特彼勒的扩产计划也印证了 AIDC 行业发展对于主动电源和备用电源的拉动效应。

图49：卡特彼勒大幅提升未来五年燃机轮机及大型发动机的产能水平



资料来源：卡特彼勒官网，诚通证券研究所

大缸径发动机生产制造壁垒较高，供给格局清晰竞争有序，具有较大的国产替代空间。大缸径的生产制造涉及设计、制造精度、材料、系统控制等多维度能力，行业进入壁垒高，产品盈利能力显著高于小缸径发动机。大缸径发动机产线投资大、建设周期长，部分上游核心零部件的产能有限，下游产品验证严格，多种因素制约下全球大缸径发动机产能扩张节奏滞后于下游数据中心的需求增长。竞争格局方面，当前全球大缸径柴发市场供给格局极为清晰，以康明斯、卡特彼勒、MTU、三菱等国际巨头为主，三者市占率合计超过 80%。国内方面，供给端集中度较高，主要来自潍柴、玉柴和上柴三家及其合资品牌，其共性为均有合资/外资的产线基础，独立研发难度大、周期长，竞争格局大幅恶化的概率低。2024 年，潍柴动力在国内数据中心柴发市场的份额为 7%，未来具有较大的国产替代空间。

表9：国内数据中心用柴发厂商仍以外资品牌为主

厂商	市占率	国家	公司和产品情况
康明斯	30%-40%	美国	全球大缸径柴发龙头，国内 IDC 市场份额领先，全系列动力产品布局完善
MTU	30%-40%	德国	高性能大缸径柴发标杆，国内超算、大型算力中心核心供应商，产品功率覆盖广
卡特彼勒	10%-15%	美国	全球工程机械巨头，大功率柴发技术成熟，海外电站、国内 IDC 市场均有布局
潍柴动力	5%-10%	中国	国产大缸径柴发核心厂商，聚焦 2MW + 大功率机型，发力 IDC 国产替代赛道
上柴菱重	3%-5%	日本	日系动力龙头，国内通过上柴菱重合资落地，IDC 柴发为核心业务板块之一
玉柴机器	3%-5%	中国	国产大功率发电柴发核心厂商，2MW 级机型成熟，已落地多个算力中心 IDC 项目

资料来源：诚通证券研究所

3.1.3、主动电源：燃气轮机产能紧张，燃气内燃机渗透提升，SOFC 未来空间较大

(1) 离网型 AIDC 项目中，主动电源包括燃气轮机、燃气内燃机（燃气发动机）和 SOFC 等形式

AIDC 的电力系统方案分为电网取电与现场取电两种类型，其中现场取电通常包括天然气发电、风光配储、核电等形式。电网取电的方案具有规模经济性、期初投资较小，是传统数据中心的主要取电模式。近年来，由于 AIDC 行业的快速发展，北美地区并网审批周期显著拉长，输配电配套建设滞后，变压器等核心设备紧缺，现场取电的方案在快速部署、按需定制等优点开始显现。

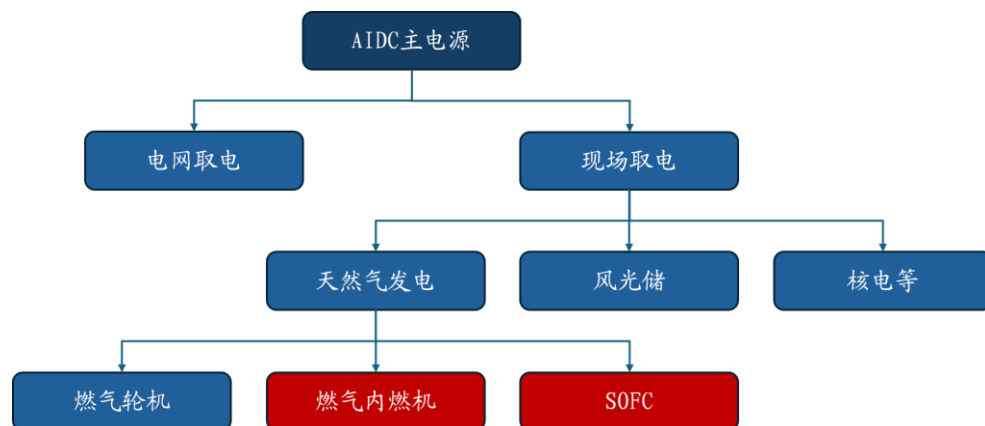
美国的离网型 AIDC 项目中，主动电源以天然气发电为主，其中燃气轮机是目前的主流方案，燃气内燃机渗透率快速提升，SOFC 则是未来替代潜力较大的方案。三种主电源的特点如下：

(1) 燃气轮机：发电原理是以连续流动的气体为工质带动叶轮高速旋转，将燃料的能量转变电能。燃气轮机单机功率大，适用于城市电网、大型电站、轮船等主电源场景，稳定性较高，运行寿命长，是目前北美地区 AIDC 现场取电模式中主流的电源。燃气轮机市场格局集中，GEV、西门子能源、三菱合计市场份额超过 80%。目前燃气轮机产能紧张，部分公司产能已排期至 2028 年；

(2) 燃气内燃机：通常指往复式天然气内燃机，发电原理是通过气缸内燃烧天然气驱动活塞往复运动做功发电。燃气内燃机单机功率小于燃气轮机，适用于分布式、小型电站等场景，虽稳定性、使用寿命略低于燃气轮机，但具有快速部署、初期投资的特点，在燃气轮机产能紧张的背景下，在北美地区 AIDC 市场中渗透率快速提升；

(3) SOFC：固体氧化物燃料电池（SOFC）是一种在中高温条件下运行的全固态电化学发电装置，其核心原理是通过氧离子在固体电解质中的定向迁移，将燃料化学能直接转化为电能。与传统热机依赖燃烧产生蒸汽推动涡轮不同，SOFC 通过电化学反应直接发电，从根本上摆脱了卡诺循环效率限制，因此 SOFC 在效率、排放及系统灵活性方面具备显著优势，是当前分布式能源领域最具潜力的发电技术之一。

图 50：AIDC 供电系统主要包括电网取电和现场取电两种类型

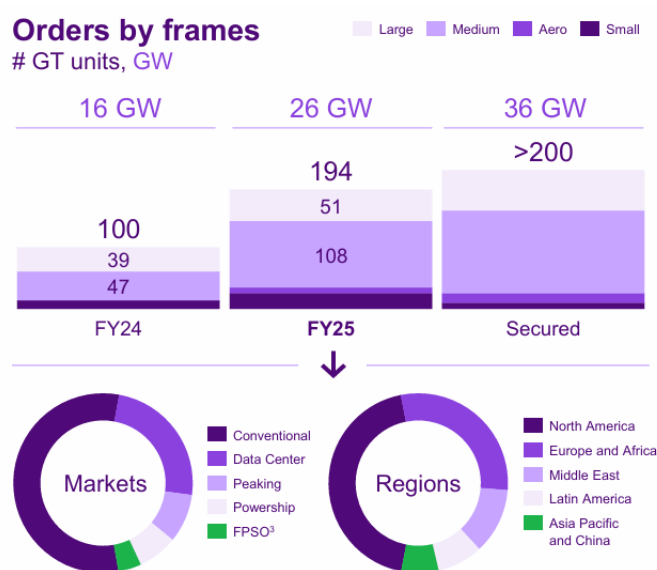


资料来源：诚通证券研究所

(2) 燃气轮机产能持续紧张、AIDC 建设转向 COLO 商主导，共同持续推动燃气内燃机、SOFC 渗透提升

全球 AIDC 建设带动燃气轮机订单规模快速提升，燃气轮机供给成为制约 AIDC 大规模落地的关键瓶颈。根据 Bloomberg 的统计，过去几年全球燃气轮机每年订单规模基本在 40-60GW 区间波动，极限情况下年度新签订单达到 80GW 左右的上限水平。近几年 AIDC 建设使得燃气轮机订单规模快速提升，预计 2025-2030 年的年度订单峰值约 100GW 左右，是过去 20 年的最高水平，超过往年 80GW 的上限水平。燃气轮机生产商的经营数据同样佐证行业供给紧张的态势，根据西门子能源披露的数据，2025 财年西门子能源新签订单 26GW，同比增加约 10GW，按照西门子能源在全球燃气轮机 25%左右的份额计算，2025 年全球新签订单规模接近 100GW，是过去行业平均水平的 2 倍左右。

图 51： 2025 财年西门子能源燃气轮机订单规模同比大幅增长

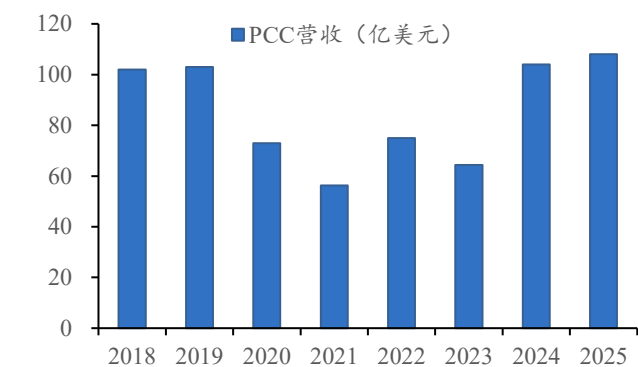


资料来源：西门子能源官网，诚通证券研究所

燃气轮机上游核心零部件供应同样紧张，进一步限制了燃气轮机的交付能力。涡轮叶片、涡轮盘等热端部件是燃气轮机的核心零部件，技术壁垒高、制造周期长、价值占比高，是限制燃气轮机产能和交付的关键环节。目前，全球涡轮叶片供应高度集中，PCC 与 Howmet 合计份额在 50%-70% 区间，且长期采取审慎扩产策略。其中，PCC 在私有化后扩产停滞，疫情期间大幅裁员，产能恢复缓慢。Howmet 资本开支维持低位，并优先保障航发长协与高毛利订单，工业燃机叶片供给弹性弱。近年来，PCC 和 Howmet 的营收均出现明显增长，一方面来自于疫情后全球航发需求修复，另一方面来自于 AIDC 驱动下的燃气轮机需求增长。资本开支方面，Howmet 近几年固定资产净值基本维持在 25 亿美元的水平，尚未转固的资本开支则主要在 2028 年后形成产能，整体看涡轮叶片等燃气轮机核心零部件供给较为紧张。

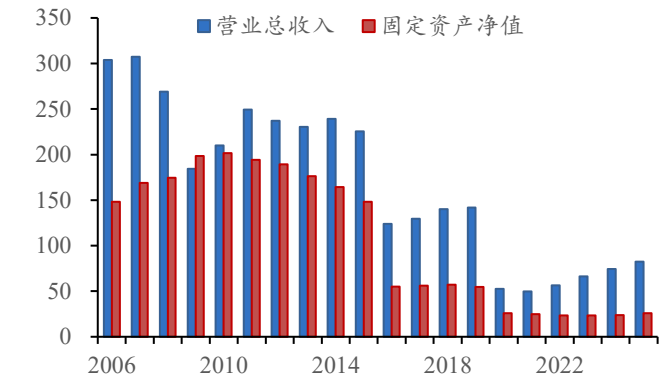
综上，燃气轮机及其核心零部件是重资产行业，扩产周期长，交付周期不断拉长，难以匹配目前全球 AIDC 建设对主动电源需求，因此燃气内燃机、SOFC 等主电源的替代方案渗透快速提升。

图52： 2024 年以来在燃气轮机的需求拉动下， PCC 营收规模增长明显



资料来源：Bloomberg News，诚通证券研究所

图53： 近年来，Howmet 营收规模增长明显，但资本开支较为谨慎（亿美元）

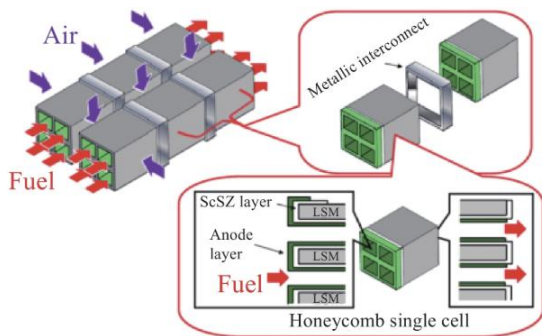


资料来源：西门子能源官网，诚通证券研究所

(3) SOFCC 在效率、部署周期、环保等方面优势明显，将有望成为 AIDC 主动电源未来的重要补充

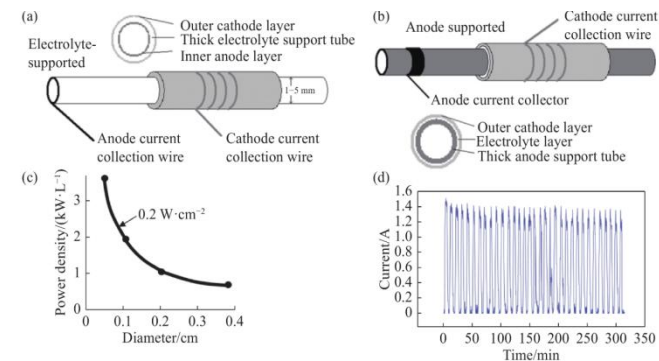
SOFC（固体氧化物燃料电池）是一种在中高温条件下运行的全固态电化学发电装置，其核心原理是通过氧离子在固体电解质中的定向迁移，将燃料化学能直接转化为电能。从结构上看，SOFC 主要由阴极、电解质、阳极及金属连接体等部分组成，典型电堆由多个单电池通过金属互连件堆叠形成。当空气进入阴极侧后，氧气在阴极发生还原反应生成氧离子（ O^{2-} ），氧离子在致密电解质中迁移至阳极侧，与氢气或天然气等燃料发生电化学反应生成水或二氧化碳，同时释放电子并通过外电路形成电流，实现连续发电。与传统热机依赖燃烧产生蒸汽推动涡轮不同，SOFC 通过电化学反应直接发电，从根本上摆脱了卡诺循环效率限制，因此能够实现更高的能量转换效率。

图54： 阴极支撑蜂巢式电堆 SOFC 示意图



资料来源：Chinese Journal of Engineering，诚通证券研究所

图55： 微管式 SOFC 结构图及性能曲线

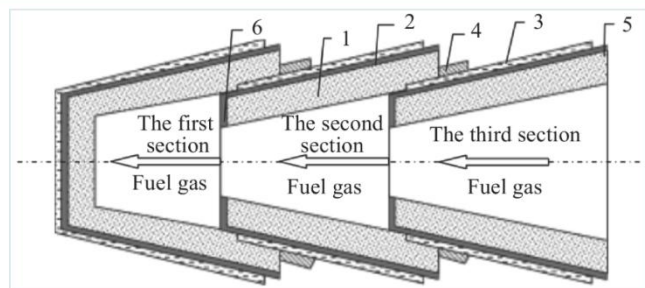


资料来源：《欧洲固体氧化物燃料电池（SOFC）产业化现状》，诚通证券研究所

相较于传统发电设备，SOFC 在效率、排放及系统灵活性方面具备显著优势，是当前分布式能源领域最具潜力的发电技术之一。根据《欧洲固体氧化物燃料电池（SOFC）产业化现状》，SOFC 纯发电效率通常可达到 55%–65%，明显高于传统燃煤或燃气发电约 35%–45%的水平，在热电联供模式下系统综合效率甚至可达到 85%以上。同时，由于 SOFC 采用固体电解质并在中高温环境下运行，其催化反应无需依赖铂等贵金属材料，具备更好的成本下降潜力。此外，SOFC 能够直接使用天然气、氢气甚至部分合成燃料作为能源，燃料适应性广，并且污染物排放极低，几乎

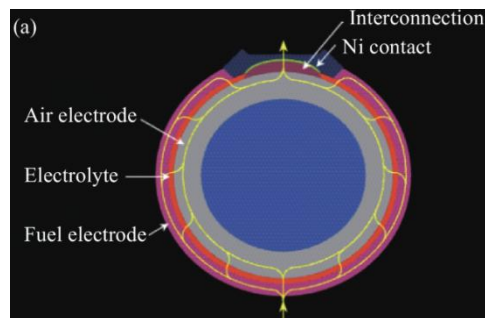
不产生氮氧化物和颗粒物。结合模块化结构设计，SOFC 系统具备快速部署、运行稳定及可扩展性强等特点，使其在能源转型背景下逐渐成为传统化石能源发电的重要替代方案。

图56: 椎管式 SOFC 结构示意图



资料来源：《欧洲固体氧化物燃料电池（SOFC）产业化现状》，
诚通证券研究所

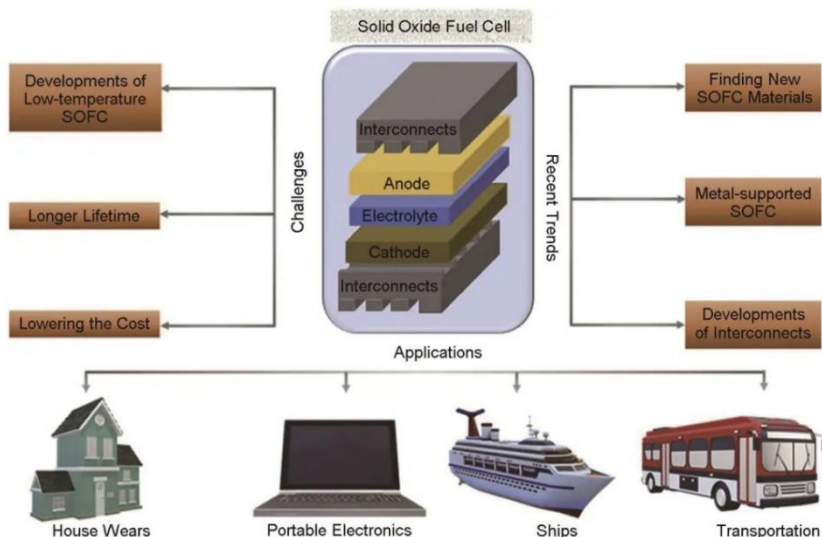
图57: 传统管式结构 SOFC 电流传输路径



资料来源：《欧洲固体氧化物燃料电池（SOFC）产业化现状》，
诚通证券研究所

在应用场景方面，SOFC 正从早期的分布式能源示范项目逐步扩展至数据中心、电力系统及交通等多元化领域。当前 SOFC 主要应用于家庭及商业建筑的热电联供系统、工业园区分布式电源以及大型数据中心主电源等场景。尤其是在人工智能算力快速发展的背景下，数据中心用电需求呈现爆发式增长，而电网扩容周期较长，SOFC 凭借其能够直接接入天然气管网并快速部署的优势，正在成为数据中心“主用电源+备用电源”体系的重要组成部分。与此同时，SOFC 技术在船舶动力、重型运输及微电网等领域也展现出良好的应用前景。随着规模化制造及技术成熟度提升，SOFC 有望在未来分布式能源体系中占据重要地位，成为连接天然气、氢能与电力系统的重要能源转换节点。

图58: SOFC 目前主流的材料体系即下游应用情况

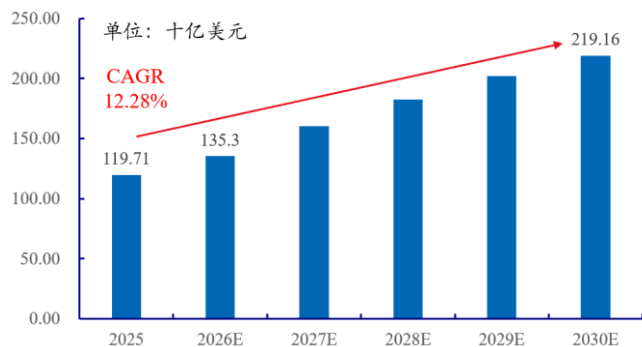


资料来源：《固体氧化物燃料电池支撑体研究进展》，诚通证券研究所

在全球能源结构转型与分布式电源需求快速增长的背景下，固体氧化物燃料电池（SOFC）市场空间正持续扩大。根据《Distributed Generation Market Report 2026》数据，2025–2030 年全球分布式电源市场规模预计由约 1,197 亿美元增长至 2,191

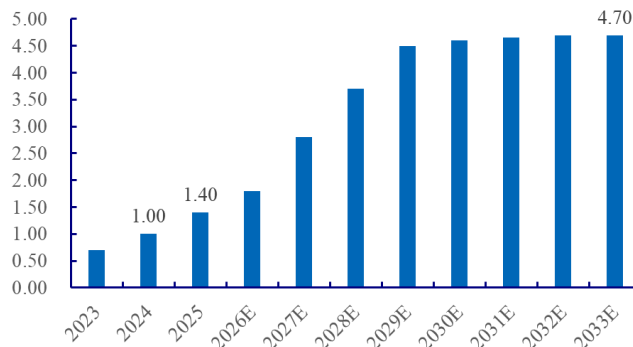
亿美元，复合增长率约为 12.3%，当前整体市场规模已达到约 1,350 亿美元。分布式能源作为电力系统的重要补充形式，具备部署灵活、接近负荷侧及能源利用效率高等优势，在数据中心、工业园区及商业建筑等场景中需求持续提升。在这一趋势下，SOFC 凭借其高效率、低排放及燃料适应性等技术特点，正逐步成为分布式发电体系中的重要技术路线之一。

图59： 2025 年-2030 年分布式电源市场规模 CAGR 近 13%，目前市场规模预计约 1,350 亿美元



资料来源：Distributed Generation Market Report 2026，诚通证券研究所

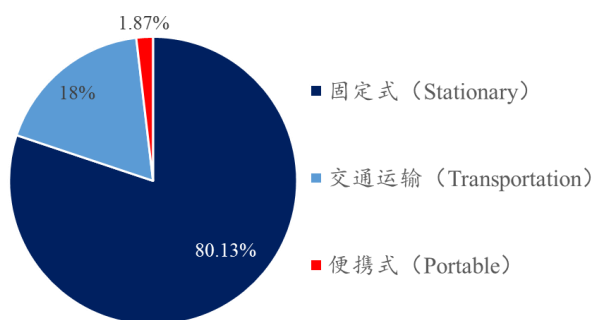
图60： 2023-2033E SOFC 全球市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，诚通证券研究所

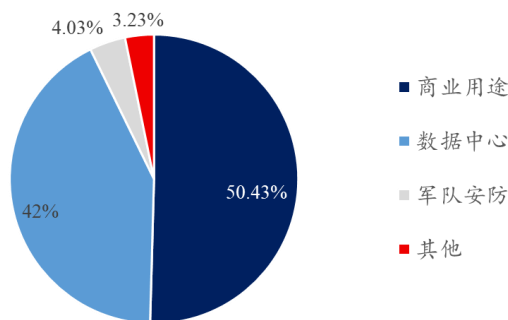
从细分市场规模来看，SOFC 产业仍处于早期商业化阶段，但成长性十分显著。根据 Grand View Research 数据，全球 SOFC 市场规模 2023 年约为 8 亿美元，预计到 2030 年将增长至约 45 亿美元，2033 年有望进一步提升至约 47 亿美元，整体呈现快速增长趋势。从应用结构来看，固定式应用仍是 SOFC 最主要的市场形态。2024 年固定式 SOFC 在整体市场中的占比约 80.13%，交通运输领域占比约 18%，便携式应用占比不足 2%。固定式 SOFC 主要应用于商业建筑、数据中心、医院及工业园区等分布式电源场景，其能够同时提供稳定电力与余热回收能力，在热电联供（CHP）系统中具备显著效率优势。

图61： 2024 年固体氧化物燃料电池市场结构（按应用划分）



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，诚通证券研究所

图62： 2024 年全球固体氧化物燃料电池（SOFC）市场份额（按终端用户分类）



资料来源：FORTUNE BUSINESS INSIGHTS，诚通证券研究所

进一步从终端用户结构来看，SOFC 需求主要集中在商业与数据中心领域。根据 Fortune Business Insights 数据，2024 年商业用途占全球 SOFC 需求约 50.43%，数据中心占比约 42%，两者合计占比超过 90%，而军工及其他应用占比相对较低。随着 AI 算力基础设施建设加速，数据中心对高可靠、低排放及可快速部署电源系统的需求不断提升，SOFC 凭借其可直接利用天然气或氢气进行高效率发电的特性，

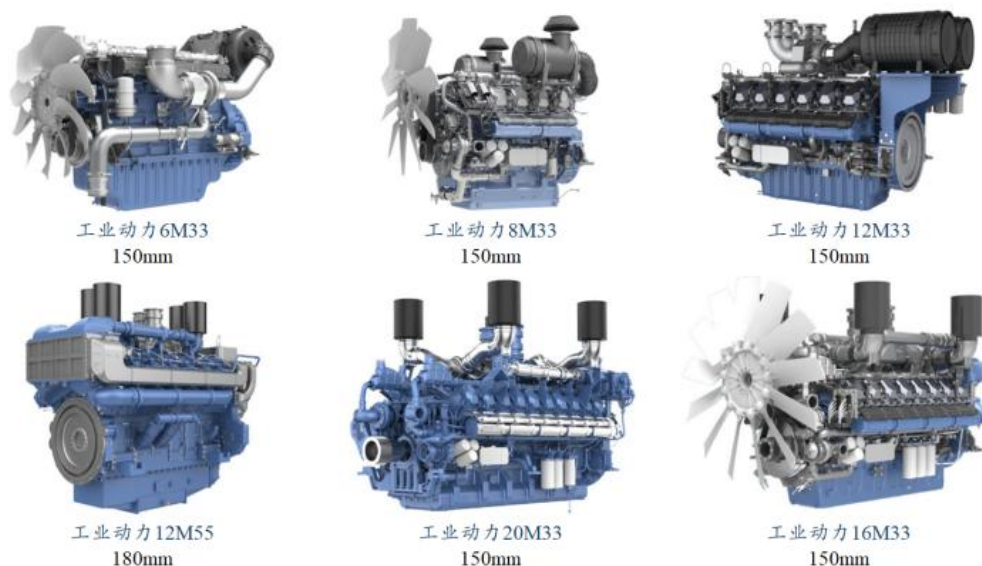
正逐渐成为数据中心分布式供电体系的重要技术方向。整体来看，在全球分布式能源市场持续扩张以及算力电力需求快速增长的双重驱动下，SOFC 有望进入加速商业化阶段，市场空间具备较大的长期增长潜力。

3.2、 α 层面：公司打造主电源+备用电源一体化解决方案供应商

3.2.1、备用电源：公司具备全球化技术与渠道优势，大缸径产品市场份额具有较大提升空间

公司在**大缸径发动机产品矩阵持续完善**。通过多年发展，公司已形成覆盖博杜安、PSI 等多品牌的大缸径产品矩阵，功率段由 1MW 级向 3-5MW 级持续延伸，能够适配主流 AIDC 的主电与备用电源需求。技术层面，公司在燃烧效率、可靠性冗余设计、燃料适配性等方面具备深厚积累，产品各项性能逐渐进入全球一线水平。

图 63：潍柴大缸径主要 6 款发动机



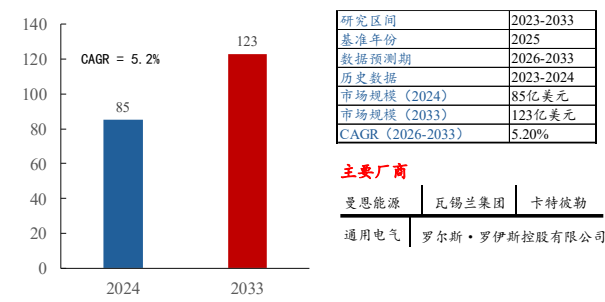
资料来源：潍柴动力官方网站，诚通证券研究所

在竞争格局层面，中国 AIDC 用大缸径柴油发动机市场长期呈现“高度集中、外资垄断”的结构性特征，这反而为具备规模化制造与技术追赶能力的本土龙头提供了清晰的突破路径。2024 年中国数据中心柴油发动机市场中，康明斯与 MTU 分别占据约 30%-40% 的市场份额，卡特彼勒约占 15%-20%，前三大外资品牌合计市占率超过 80%，国产品牌整体渗透率仍处于低位。潍柴动力当前在国内数据中心的份额约为 7%，在实际供给能力、成本与交付周期已具备竞争力的前提下，份额与市场地位明显不匹配，意味着在国产化替代与客户多元化采购趋势下，公司仍拥有显著的本土替代与放量空间。

从全球对标视角看，外资龙头的区域收入结构进一步验证了潍柴海外扩张的可行性。以康明斯为例，其大缸径业务中，美国和加拿大市场合计收入占比高达 40%，而中国市场占比仅约 16%，显示高端发电与工业动力需求仍高度集中在北美等成熟市场。结合康明斯与卡特彼勒 2024 年大缸径相关收入合计已接近 100 亿美元，可以确认该细分赛道本身具备足够大的全球市场容量。在此背景下，潍柴通过博杜安、PSI 等海外品牌与渠道切入北美及其他高价值区域，既具备对标路径，也具备成本与交付端的比较优势。整体而言，国内市场的国产替代空间与海外市场的结构性空

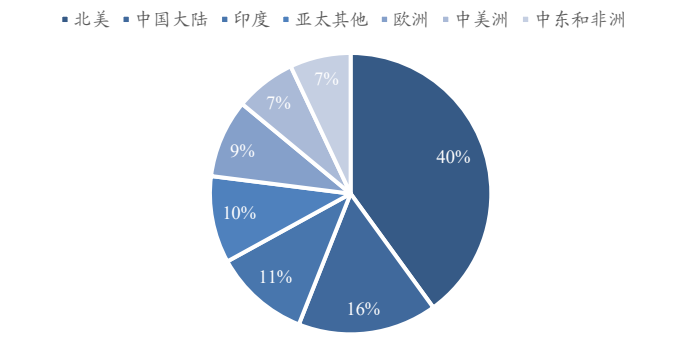
白共同构成潍柴大缸径业务的“双轮驱动”，在全球化对标逻辑下，公司具备打破外资垄断、实现份额持续提升并推动价值重估的现实基础。

图64： 全球大缸径发动机市场规模、市场份额预计可达到 123 亿美元以上



资料来源：MARKET RESEARCH INTELLECT，诚通证券研究所

图65： 康明斯 2024 年大缸径分区域分布图（美加占比最高 40%）



资料来源：康明斯 2024 年报，诚通证券研究所

3.2.2、主动电源：潍柴在 SOFC 技术上具备全球领先路线，有望受益行业爆发

（1）技术卡位：入股 Ceres 获取全球领先金属支撑电堆技术

公司在 SOFC 赛道拥有强大的技术护城河，已通过 2018 年入股英国 Ceres Power（西里斯，最大股东）并签署电堆制造许可协议，获得了全球领先的金属支撑电堆技术。SOFC 相比传统发电设备具备压倒性优势，其纯发电效率可达 55%-65%（传统火电仅 35%-45%），热电联供效率高达 85%-92.55%。在商业化方面：**1、部署速度极快：**模块化设计使其交付时间仅需 3 个月（燃气轮机需 2-3 年），在计入数据中心机会成本后，SOFC 具备更高的经济效益。**2、国际客户突破：**公司已获得阿里-东南亚订单（海外首个订单），并计划于 2027 年左右进入美国市场，对标甲骨文、亚马逊、谷歌等第一梯队客户。**3、长期目标与价值：**尽管当前未计入 SOTP，但公司规划在 2030 年实现 1GW 的销售目标，对应 15 亿-20 亿元利润。

图66： Ceres Power 有完整的 SOFC 电堆生产流程



资料来源：Ceres 官方网站，诚通证券研究所

（2）产业化路径：国内规模化制造推动成本快速下降

在技术路线层面，潍柴在 CERES 技术授权体系中具备领先的产品化能力与系统集成优势。CERES 采用金属支撑 SOFC（SteelCell）技术，并通过技术授权模式与全球多家企业合作推进产业化，其中包括韩国斗山（Doosan）、中国台湾台达

（Delta Electronics）以及潍柴动力等合作伙伴。从当前产品技术迭代情况看，潍柴已导入 CERES 最新一代 SOFC 电堆技术，并在系统集成与功率扩展方面持续推进产品升级；而斗山与台达目前仍主要基于较早一代技术进行商业化部署，其单体发电功率约为 5 千瓦级，主要面向小型分布式能源与商业建筑应用场景，系统扩展能力相对有限。相比之下，潍柴依托其在发动机与动力系统领域长期积累的热管理、系统集成与可靠性设计经验，在电堆规模化堆叠、功率扩展以及系统稳定性等方面具备更强的工程化能力，为未来向数据中心及大型分布式电源场景拓展奠定了技术基础。

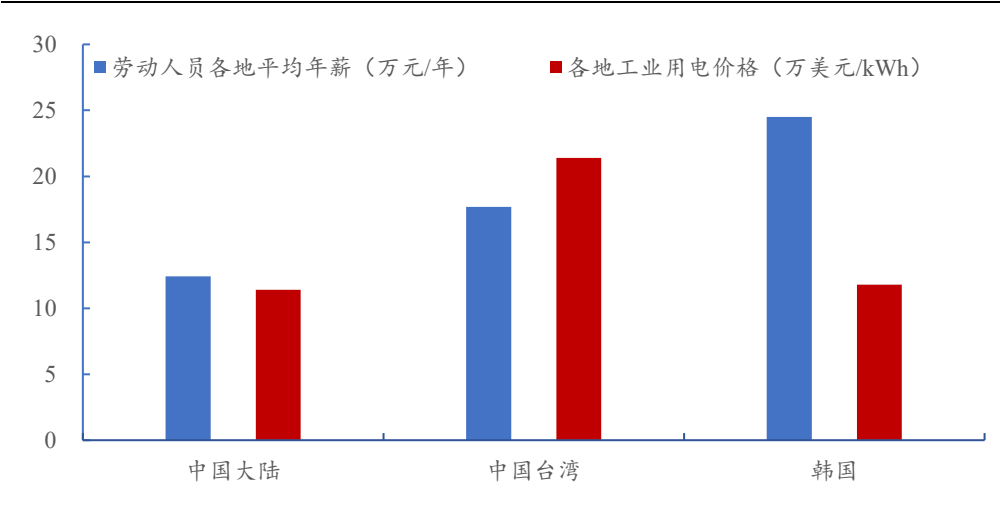
表10： 潍柴动力 2021 年固态燃料电池定增项目，募投拟入合计 20 亿元

项目名称	子项目名称	项目总投资（万元）	募投资金（万元）
燃料电池产业链 建设项目	氢燃料电池及关键零部件产业化项目	71,228.10	50,000.00
	固态氧化物燃料电池及关键零部件产业化项目	151,250.00	50,000.00
	燃料电池动力总成核心零部件研发及制造能力建设项目	147,927.00	1000,000

资料来源：2021 年公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书公告，诚通证券研究所

在成本结构与产业化推进方面，潍柴依托中国制造体系与规模化生产能力，具备较为突出的产业化优势。一方面，中国在制造端具备明显成本优势，根据国家统计局及相关地区统计数据，2024 年中国就业人员平均薪资水平明显低于中国台湾地区及韩国地区，同时国内工业电价亦整体低于上述地区，这为 SOFC 系统关键部件的规模化生产提供了更具竞争力的成本环境。另一方面，潍柴在产业化推进方面节奏较为明确，公司于 2021 年通过定向增发推进固体氧化物燃料电池产业化项目建设，项目总投资约 20 亿元，重点布局电堆制造、系统集成及产业化生产能力建设，公司预计将在 2027 年前后实现规模化量产。随着产能逐步释放及供应链国产化率持续提升，潍柴 SOFC 系统成本有望进一步下降，从而在未来分布式能源市场竞争中形成兼具技术与成本的双重优势。

图67： 相较于其他地区，潍柴有更好的人力及电力成本优势

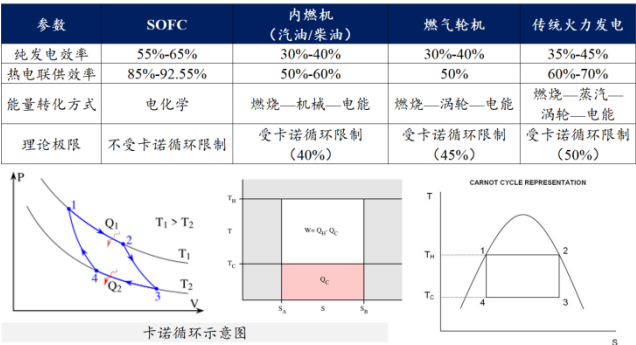


资料来源：国家统计局，《2024-2025 台湾地区薪资福利调查报告》，한국경영자총협회（韩国经营者总协会），GlobalPetrolPrices，诚通证券研究所

(3) 商业化前景：数据中心主电源与分布式能源市场空间广阔

对比全球 SOFC 龙头 Bloom Energy，潍柴动力在技术路线选择上形成了差异化布局，具备明显的后发技术优势。Bloom Energy 当前采用的是 800-1000℃ 高温陶瓷支撑 SOFC 技术，该路线在稳定运行条件下寿命可达到约 8 万小时，但高温运行对材料稳定性与系统热管理提出较高要求，同时启动时间较长、热循环能力相对受限。相比之下，潍柴依托入股英国 Ceres Power 获得的金属支撑 SOFC 技术，选择了约 500-600℃ 的中温技术路线。尽管当前系统寿命约为 4-6 万小时，略低于 Bloom Energy，但中温运行带来了更快的启动速度与更强的热循环耐受能力，使系统更适用于负荷波动较大的分布式电源场景。同时，该技术路线在燃料适应性方面更具优势，可直接使用天然气、氢气及部分合成燃料进行发电，在数据中心、电力备用电源以及分布式能源系统中具备更强的应用灵活性。随着技术持续迭代及材料体系优化，未来金属支撑 SOFC 在寿命与稳定性方面仍存在进一步提升空间，有望逐步缩小与高温陶瓷路线的差距。

图68： SOFC 与传统发电设备核心参数对比



资料来源：工程热力学（第五版），Wikipedia，诚通证券研究所

图69： 潍柴动力与 BE 在 SOFC 技术路线上的对比

对比维度	潍柴动力(Weichai Power)	美国 Bloom Energy (BE)
电堆技术	金属支撑 (不锈钢)	陶瓷支撑 (氧化锆/氧化钇复合陶瓷)
运行温度	500-600°C (中温)	800-1000°C (高温)
电堆结构	平板式模块结构	管状结构串联电堆
全生命周期	4-6万小时 (目标提升至7-8万小时)	约8万小时 (更长)
系统成本	2.5-2.7美元/瓦 (当前)	售价约4.5-5美元/瓦 (补贴前)
销售价格	约3.5美元/瓦	补贴后约3.5-4美元/瓦
燃料适应性	广 (天然气、氢气、 沼气、高硫燃料需脱硫)	较窄 (主要以脱硫天然气为主)

资料来源：潍柴动力官方网站，Bloom Energy 官方网站，诚通证券研究所

在成本结构方面，潍柴 SOFC 依托中国制造体系形成明显的降本潜力，有望在商业化阶段建立核心竞争优势。目前 Bloom Energy SOFC 系统补贴前售价约为 4.5-5 美元/瓦，而潍柴当前系统成本约为 2.5-2.7 美元/瓦，已具备一定成本优势。这一差异主要来自于国内成熟的制造体系与供应链优势：一方面，中国在丝网印刷、电堆制造及系统集成等关键环节已形成规模化制造能力；另一方面，国内劳动力成本及工业电价整体低于欧美及日韩地区，为 SOFC 规模化生产提供了良好的成本基础。随着产业链国产化率的持续提升以及产能逐步放大，未来系统成本有望进一步下降至约 500 美元/千瓦水平，从而显著提升产品在无补贴环境下的经济性。一旦成本与可靠性达到商业化临界点，SOFC 不仅有望在分布式能源领域对传统燃气轮机形成替代，还可能在数据中心电源系统中形成新的技术路线，从而重塑全球分布式能源设备市场的竞争格局。

4、投资建议：

4.1、关键假设及盈利预测

根据重卡行业和 AIDC 行业发展趋势，结合公司目前业务和战略布局，我们对公司未来三年的主营业务表现进行了测算：

(1) 传统主业：公司传统业务包括重卡动力系统业务（重卡发动机、整车、变速箱、车桥等）、以凯傲为主体的智能物流业务和以雷沃为主体的农用机械业务。我们预计重卡行业在更新需求以及出口的拉动下，预计将保持景气回升的态势，智能物流和农用机械业务发展较为稳定，传统业务预计将保持稳定增长，2026 年至 2028 年营收规模分别为 2294 亿元、2422 亿元、2550 亿元。

(2) AIDC 相关业务：公司拥有完备的 AIDC 表后能源供电方案，主动电源方面依靠柴发的技术积累，公司天然气发动机产品有望快速放量，同时公司在 SOFC 方面先发优势明显，技术水平领先，有望受益于未来渗透率提升。备用电源方面则受益于公司在大缸径产品的持续突破，叠加成本、交付能力等方面的优势，充分受益 AIDC 行业发展。预计新兴业务 2026 年至 2028 年营收规模分别为 131 亿元、332 亿元、557 亿元。

表11：潍柴利润传统业务和新兴业务增长情况

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
传统业务	2,067	2,032	2,160	2,294	2,422	2,550
重卡相关（不含大缸径）	1,032	961	1,061	1,140	1,211	1,278
智能物流（凯傲）	875	887	911	956	1,004	1,054
农用机械（雷沃）	160	183	188	197	207	218
新兴业务	35	35	58	131	332	557
合计	2,102	2,067	2,218	2,425	2,754	3,107

资料来源：Wind，诚通证券研究所

4.2、可比公司估值情况

公司目前主要利润来自于传统业务，包括重卡动力系统相关业务、智能物流业务、农用机械等，我们选取中国重汽、一汽解放、动力新科作为可比公司，根据 2026 年 8 月 31 日的收盘价及 Wind 一致预期计算，3 家公司 2026、2027、2028 年的平均 PE 分别为 20X、12X、8X，潍柴动力估值水平基本处于行业平均值附近。

表12：可比公司的 PE 比较

代码	公司名称	收盘价	市值	EPS			PE		
		元/股	亿元	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000951.SZ	中国重汽	21.42	250	1.7	2.1	2.4	12.3	10.4	8.9
000800.SZ	一汽解放	6.11	301	0.3	0.5	0.8	22.8	12.8	7.4
600841.SH	动力新科	5.78	80	0.2	0.5	0.7	23.5	12.3	8.2
平均值							19.5	11.8	8.2
000338.SZ	潍柴动力	27.17	2,355	1.7	2.1	2.6	16.2	13.1	10.6

资料来源：Wind 一致预期，诚通证券研究所。注：可比公司 2026-2028EPS 来自 wind 一致盈利预期，潍柴动力为本报告财务模型预测，以 2026 年 8 月 31 日收盘价计算。

4.3、投资建议

公司是重卡动力系统传统优势企业，正加速跃迁为能源与电力系统平台型公司，有望充分受益全球 AIDC 行业景气增长。我们预计公司 2026 至 2028 年分别实现营业收入 253 亿元、286 亿元、322 亿元，同比增速分别约为 9%、13%、13%，分别实现归母净利润 145 亿元、179 亿元、221 亿元，同比增速分别约 32%、24%、23%，

对应目前市值 PE 分别为 16X、13X、11X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4.4、风险分析

(1) 重卡行业需求恢复不及预期。公司当前盈利结构仍以传统动力总成业务为基础，其中重卡发动机业务仍占据较高利润比重。重卡需求主要来源于物流运输及工程建设(如基建、房地产等)领域，与宏观经济周期和固定资产投资高度相关。展望未来，随着物流运输需求回暖以及基建投资逐步恢复，重卡行业有望进入温和复苏阶段。但若宏观经济复苏节奏不及预期，或基建与房地产投资恢复力度有限，可能导致重卡销量回升幅度低于市场预期，从而对公司传统发动机业务收入与盈利能力产生一定影响。

(2) 全球 AIDC 行业增长不及预期。AIDC 行业建设的直接需求来自云厂商、算力租赁等企业的资本开支，核心驱动是 AI 技术的持续创新和需求创造，若后续 AI 行业发展不及预期，云厂商、算力租赁等企业资本开支强度下降，将导致 AIDC 行业建设不及预期，从而对公司新兴业务产生影响。此外，美国对 AIDC 建设审查趋严，若后续美国市场项目审批周期、施工进度等方面不及预期，也将对公司业务产生影响。

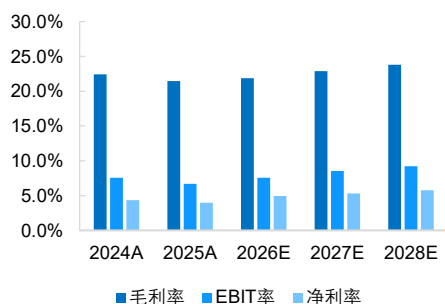
(3) 大缸径业务放量节奏不及预期。大缸径柴油发动机是公司重点培育的第二增长曲线，其需求主要来自数据中心、电力备用电源及工业发电等领域，并受 AI 算力基础设施建设及分布式电源需求增长驱动。随着全球数据中心建设加速，大缸径柴油发电机需求有望持续提升。但若未来算力基础设施建设节奏放缓，或电网扩容速度加快、备用电源需求低于预期，可能导致大缸径发动机需求增长不及预期。同时，大缸径市场目前仍由康明斯、MTU、卡特彼勒等海外厂商占据较高份额，若国产替代推进速度低于预期，公司市场份额提升进度亦可能受到一定影响。

(4) SOFC 产业化推进不及预期。固体氧化物燃料电池(SOFC)仍处于商业化早期阶段，其产业化进展受技术成熟度、成本下降速度以及市场接受度等多重因素影响。尽管 SOFC 在发电效率、燃料适应性及低排放方面具备明显优势，并在数据中心及分布式能源领域展现出良好的应用前景，但其大规模商业化仍需经历技术迭代与产业链完善过程。若未来技术研发或规模化降本进展低于预期，或市场需求释放节奏慢于预期，可能导致 SOFC 业务贡献利润的时间点晚于预期，从而影响公司长期能源业务布局。

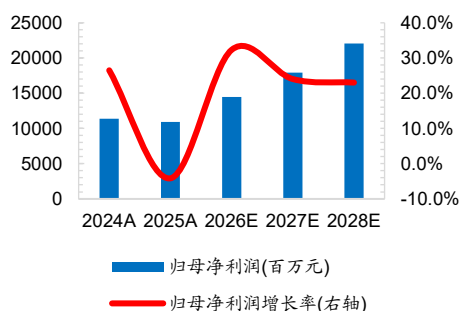
(5) 海外市场拓展及政策环境变化风险。公司大缸径发动机及 SOFC 业务未来增长空间较大幅度依赖海外市场拓展，特别是北美、欧洲及东南亚等区域。若未来全球贸易环境、能源政策或环保监管政策出现变化，可能对公司海外业务拓展产生一定影响。此外，汇率波动、海外市场竞争加剧及供应链不确定性等因素亦可能对公司海外业务盈利能力带来阶段性扰动，从而影响公司整体业绩表现。

附：财务预测摘要

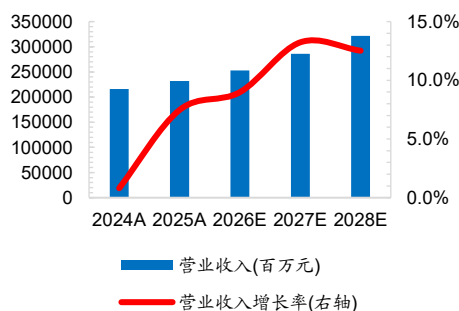
1、毛利率、EBIT率、净利率



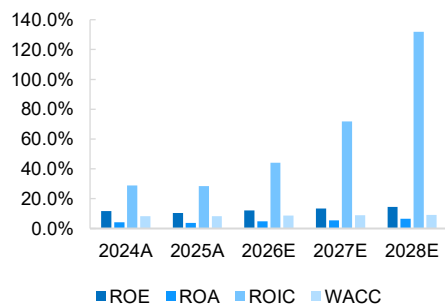
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	215691	231809	252645	286074	321885
营业成本	167305	182027	197329	220622	245237
折旧和摊销	12726	13598	12282	13534	15076
营业税费	707	842	831	980	1097
销售费用	12485	13621	15171	17119	19034
管理费用	10259	12001	11984	13658	15653
财务费用	231	-454	-932	-1386	-1620
公允价值变动损益	123	-226	136	-82	-12
投资收益	421	450	465	520	464
营业利润	17428	16074	20386	26253	32415
利润总额	17322	16214	20518	26357	32482
少数股东损益	2874	2750	3257	4360	5360
归属母公司净利润	11403	10931	14463	17938	22068

资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	343879	367476	361565	401480	422330
流动资产	184750	186524	187273	231393	258015
货币资金	72067	68713	73892	92695	116456
交易型金融资产	16489	14792	14792	14792	14792
应收账款	30877	34355	16174	41041	30489
应收票据	7891	629	7793	4922	11173
其他应收款	1356	1412	1605	1812	2033
存货	35675	35236	41636	44310	51225
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4915	5435	5893	6370	6840
固定资产	47303	53670	49186	46429	42656
无形资产	22254	22338	19762	17697	15270
总负债	221921	236414	216042	236212	232481
无息负债	136874	150296	144403	169148	170167
有息负债	85047	86118	71638	67064	62314
股东权益	121959	131062	145523	165268	189849
股本	8727	8714	8714	8714	8714
公积金	11218	11778	11778	11778	11778
未分配利润	59850	63798	69809	77970	87778
少数股东权益	35262	37872	41129	45489	50849

现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	26094	28682	26902	33318	38466
净利润	14278	13680	17720	22298	27428
折旧摊销	12726	13598	12282	13534	15076
净营运资金增加	-253	-6727	1462	572	1842
其他	-657	8130	-4562	-3086	-5880
投资活动产生现金流	-28911	-16628	-4917	-8773	-8727
净资本支出	7360	6797	-7118	-4682	-6243
长期投资变化	-22256	-10430	-458	-469	-470
其他资产变化	-43807	-20261	-12492	-13923	-15440
融资活动现金流	-13838	-18320	-16806	-5742	-5977
股本变化	0	-13	0	0	0
债务净变化	359	14493	-20372	20170	-3732
无息负债变化	2465	13422	-5893	24745	1019
净现金流	-16666	-5838	5179	18803	23762

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.8	7.5	9.0	13.2	12.5
净利润增长率	27.3	-4.2	29.5	25.8	23.0
EBITDA 增长率	19.7	0.4	7.6	21.0	18.1
EBIT 增长率	33.0	-4.7	22.8	27.9	21.9
估值指标					
PE	13.3	13.1	16.2	13.1	10.6
PB	1.4	1.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.3	9.5	8.3	6.4	4.9
EV/EBIT	16.5	17.9	13.7	9.9	7.4
EV/NOPLAT	20.0	21.2	15.8	11.7	8.7
EV/Sales	1.2	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/IC	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1
盈利能力 (%)					
毛利率	22.4	21.5	21.9	22.9	23.8
EBITDA 率	13.5	12.6	12.4	13.3	13.9
EBIT 率	7.6	6.7	7.5	8.5	9.2
税前净利润率	8.1	6.9	8.1	9.2	10.1
税后净利润率 (归属母公司)	4.4	4.0	4.9	5.3	5.8
ROA	4.2	3.7	4.9	5.6	6.5
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.7	10.4	12.2	13.5	14.4
经营性 ROIC	28.8	28.4	44.2	71.7	132.0
偿债能力					
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
归属母公司权益/有息债务	1.0	1.1	1.5	1.8	2.2
有形资产/有息债务	2.7	2.8	3.3	4.1	4.8
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.31	1.25	1.66	2.06	2.53
每股红利	0.35	0.37	0.29	0.33	0.34
每股经营现金流	3.09	3.79	3.09	3.82	4.41
每股自由现金流 (FCFF)	2.88	3.24	3.95	4.39	5.12
每股净资产	9.93	10.69	11.98	13.75	15.95
每股销售收入	24.72	26.60	28.99	32.83	36.94

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6-12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6-12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>