

潍柴动力（000338.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月16日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	工业品	价值	2293 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	29.38	DDM 估值 上行空间	-9.9%	盈利趋势	★★★★☆☆
总市值	2544.94 亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆☆
PE-TTM	22.51	价值	2711 亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	2.67	动态估值 上行空间	6.5%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

潍柴动力是中国著名综合重工集团，中国重卡发动机份额第一、重卡份额第四；叉车全球份额第二；AIDC 大缸径发电机全球份额前五；农业机械中国市场第一。公司潜在业务为SOFC 燃料电池，目前暂未商业化放量。

公司成长空间较高，受益于全球AI 资本开支加速，AIDC 发电机出货高速增长，公司的大缸径发电机单台功率和市场份额都呈明显的提升趋势。公司盈利趋势较好，主要由于卡位重卡和AIDC 发电机产业链的核心价值单元——发动机（发电机）；公司产业格局较好，主要由于掌握了重卡和AIDC 电源产业链最核心、壁垒最高的发动机整机生产能力，且行业具备重资产属性，阻挡新竞争对手进入；同时公司坚持走高端化战略，维系了长期稳定的客户群。公司护城河较深，主要系公司具有强大的管理运营能力，打破跨境并购“七七定律”（70%未达预期，70%死于整合），实现10次海外并购100%成功，最终通过长期深耕和并购整合形成了垂直一体化的规模经济，构筑了全球渠道的优势。

基于对公司主营基本盘稳健，新兴业务受益AI 高速增长的假设，公司属于合理估值状态。

风险提示

传统主业面临国内市场竞争加剧，新能源重卡渗透率提升+竞争对手中低端天然气发电机突破可能使公司份额持续下降；若海外数据中心资本开支若不及预期，电力需求缺口将缩小，导致大缸径发动机补充燃气轮机不足的逻辑瓦解；公司收购的凯傲、林德、巴拉德等海外子公司资产近年来受中国企业冲击严重，运营情况可能持续恶化，造成更多资产减值。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 人力资源高端度	5
3.2 客户集中度	6
3.3 整体供应链集中度	6
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	7
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	8
5.1 成长空间	8
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	10
6. 公司估值	12
6.1 核心假设及逻辑	12
6.2 动态估值	15
6.3 DDM估值	15
6.4 估值确定性	15

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	7
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	7
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	11
表2：公司整体业绩预测	13
表3：公司分业务业绩预测	14
表4：公司整体及分业务动态估值	15
表5：公司整体及分业务DDM估值	15

1. 基本信息

潍柴动力是中国著名综合重工集团，核心业务为发动机及整车+叉车，中国重卡发动机份额第一、重卡份额第三；叉车由子公司德国凯傲负责，全球份额第二。新兴业务为AIDC大缸径发电机（含备电），全球份额前5；次要业务为农业机械，中国市场份额第一。潜在业务为SOFC燃料电池，目前暂未商业化放量。

公司重卡发动机长期市占率居首，且均价高于竞争对手，盈利能力强。AIDC发电机受益于AI浪潮，海外数据中心建设加速，造成明显电力缺口，天然气发电机作为燃气轮机的最佳替代快速放量，叠加数据中心需配备柴发作为备电，公司产品力领先，大缸径销量快速增长。公司自2006年来业绩凭借深耕重卡产业链和外延并购稳健增长，近三年来因主业触及天花板增长陷入停滞，2025年来随着AIDC发电机放量重启增长之路。

2. 业务介绍

对于潍柴动力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

整车及关键零部件：

公司的整车及关键零部件涵盖重卡全产业链，主要包括发动机（柴油与天然气）和重卡，辅以车桥等，目前重卡发动机国内市场份额18%，位列中国第一，重卡市场份额10.2%，位列中国第四。除此以外，公司2025年发动机出口达7.5万台，海外市场份额约为2%，我们将其界定为全球发动机和重卡市场。

AIDC发电机：

公司的AIDC发电机主要分为备电柴发和主电源天然气发动机，功率在1~4MW不等，最主流是2~3MW，参考2025年计算，公司全球市占率约为8%，位列第5名。我们将其界定为全球AIDC发电机市场。

智能物流：

公司的智能物流业务主要包括高端叉车，由收购的子公司德国凯傲集团负责，该业务主要供应海外市场，全球市占率17%，位列第二名。我们将其界定为全球叉车市场。

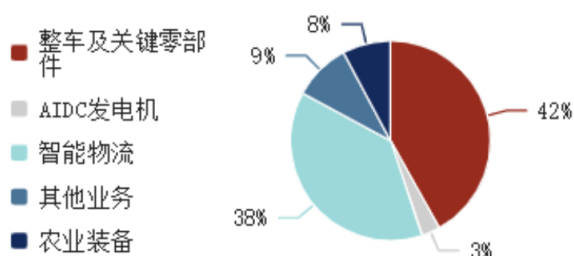
其他业务：

公司的其他业务主要包括重卡及发动机后市场等次要业务，目前约占营业收入的9%左右。该业务随公司的主营业务成长而成长，我们将其界定为全球发动机及重卡后市场。

农业装备：

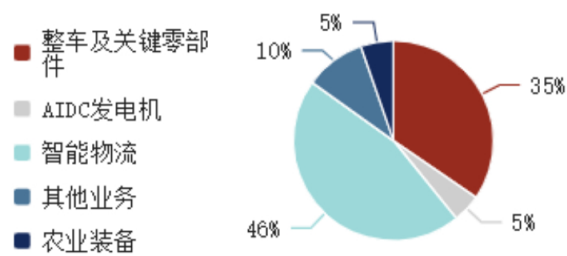
公司的农业装备业务主要包括拖拉机、收割机，由收购的子公司潍柴雷沃负责，目前国内市场份额约为25%，位列第一，与一拖形成双寡头格局。我们将其界定为中国农业机械市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

潍柴动力的商业模式为ToB资本品制造业，生产方式为垂直产业链整合的一体化制造，具有中等毛利率、人效高、客户分散的特点。

公司业务主要覆盖上游发动机核心零部件（缸体、曲轴、电控系统、液压元件等）自制、中游动力总成整机制造，以及下游整车、工程机械、船舶动力、农业装备等多场景应用配套，同时提供后市场维保、金融服务等增值业务，通过直销、经销等多渠道向全球客户销售产品与一体化解决方案。公司通过构建技术壁垒与渗透高端细分市场取得稳定的盈利水平，目前规模最大的重卡发动机业务毛利率在20%左右，而AIDC发动机等新兴及高附加值业务毛利率显著高于传统动力业务，毛利率达30%以上。

在销售端，公司的产品普遍采用直销与经销结合的模式，譬如近年来重卡动力业务的增长就伴随着国内经销网络下沉与海外新兴市场渠道拓展，在行业复苏周期中，公司通过渠道优化与客户覆盖提升，实现市占率稳步提升的同时，核心经销商的单客户采购额也持续增长。因此，跟踪公司各业务线的OEM客户份额、经销渠道覆盖度以及海外市场拓展进度，可以较好把握增长趋势。在AIDC发电机方面也是如此，需要跟踪PSI等海外核心子公司的订单情况。

在成本端，公司的原材料成本占比约为80%-85%，核心零部件通过自制与战略采购结合的方式保障供应，规模效应主要体现在研发费用、制造费用与销售费用的摊薄。公司的供应商体系完善，通过垂直整合与集中采购模式，对上游原材料与零部件供应商具备较强的议价权，同时核心零部件自制率的提升也有效对冲了大宗商品价格波动的影响。

3.1 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

潍柴动力的人力资源高端度在商用车与工程机械动力行业中处于高水平，核心人才储备显著领先行业。公司员工平均薪酬水平处于行业高位，显著高于传统动力零部件企业均值；员工构成中，研发与技术人员占比远超同行，大量人力聚焦于高端柴油发动机、液压系统、燃料电池、电控系统等“卡脖子”核心技术攻关，同时拥有一批具备全球化运营能力的海外业务与管理人才。从学历结构看，公司本科及以上学历员工占比、硕博学历员工占比均大幅高于行业平均水平，与传统制造业企业以生产人员为主的结构形成显著差异。这一人员配置与公司深耕高端动力总成、突破技术壁垒、布局全球市场的战略高度匹配，是支撑其技术领先性与全球化竞争力的核心基础之一。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

潍柴动力的客户集中度在资本品制造业中处于低水平，不存在对单一客户或单一下游领域的依赖。公司下游客户覆盖重卡、工程机械、船舶动力、农业装备、发电设备、新能源动力等多个应用场景，同时客户群体包含国内主流 OEM 厂商、全国性经销渠道客户以及全球 100 多个国家和地区的终端客户，单一大客户收入占比远低于行业平均水平。不同于部分动力企业依赖少数主机厂客户的模式，潍柴动力通过多场景、多区域、多渠道的客户布局，实现了客户结构的高度分散，既有效降低了单一下游行业景气度波动带来的经营风险，也支撑了公司在不同细分市场的份额渗透与长期增长，是其穿越行业周期的重要优势。

3.3 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

潍柴动力的整体供应链集中度在重卡及工程机械零部件行业中处于低水平，无单一供应商依赖风险。公司依托垂直整合的一体化制造模式，构建了“核心零部件自制 + 关键材料多源采购 + 本地化配套协同”的供应链体系：缸体、曲轴、电控系统等关键核心部件实现自制，其余外采零部件均采用多供应商、多区域布局的采购策略，配套供应商群体分散且体系完善，单一供应商采购占比极低。不同于部分企业依赖少数核心供应商的模式，潍柴动力通过自制率提升与分散化采购相结合的方式，既对冲了大宗商品价格波动与供应链中断的风险，也通过规模化、多源化的采购模式强化了对上游供应商的议价能力，为其稳定的成本控制与生产交付提供了坚实保障。

4. 历史经营绩效

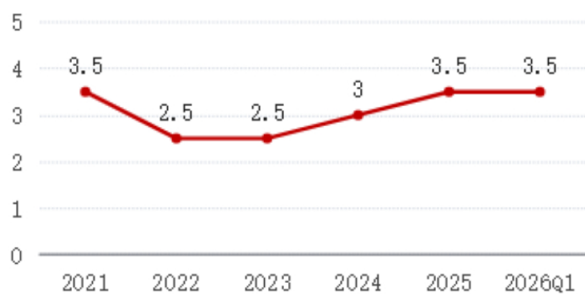
2021-2025 年，公司收入 CAGR 1.3%，其中重卡和零部件为-0.8%，智能物流为3.8%，农业装备为2.9%；归母净利润复合增速为3.6%。由于公司传统主业对应的市场都没什么大规模增长，且公司市场份额已经较高提升空间较小。

新增的AIDC 发电机业务是增量最大的板块，预计未来5年收入CAGR达93%，大缸径产品展望7倍出货量增长，4倍单价增长（指每台价格，每W价格增幅较小，主要由单台功率提升拉动）。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力2021-2025 年呈现先降后升趋势，目前维持在较高水平。2022-2023 年下降主要由于重卡周期影响，但公司凭借全产业链整合在行业低谷期也维持了明显优于行业的盈利能力。重卡行业 2023 年开始修复，2025 年来出口爆发，行业新上一个台阶。作为重卡产业链的核心价值流向，叠加天然气发动机渗透率持续提升，潍柴动力的盈利能力也逐渐修复。随着AIDC 发电机这一高毛利业务开始放量，潍柴动力的盈利趋势有望继续向上。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



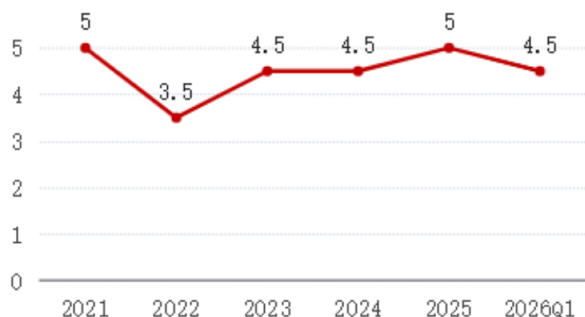
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力2021-2025年呈现先降后升趋势，目前维持在较高水平。2022年下降主要由于疫情和周期影响，重卡行业销量腰斩，2023年开始修复，2025年来出口爆发，行业新上一个台阶。作为重卡产业链的核心价值流向，潍柴动力的成长能力也持续修复。随着AIDC发电机业务开始放量，潍柴动力的成长趋势有望继续向上。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



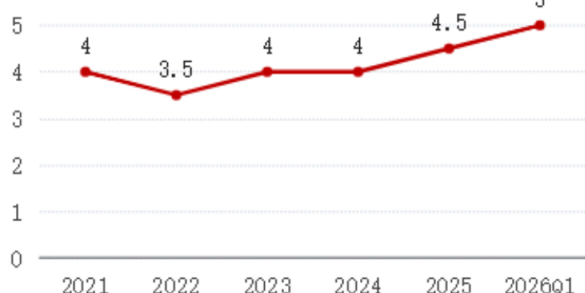
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较好，主要由于公司上游发动机核心零部件（缸体、曲轴、电控系统、液压元件等）自制，直采的为金属材料、塑料等为主，对上游话语权非常强，应付账款周转6个月以上，而应收及存货周转合计略超两个月，沉淀了大量可用现金，现金流情况非常好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来不断提高分红比例，2024/2025年分红比例达55%/58%，且公司有进一步提升分红比例的承诺。核心还是公司的商业模式和护城河保障了稳定现金流，治理结构保障了高分红比例。

5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局较好，成长空间较好，盈利趋势未来稳中有升。这主要是由于公司主营业务各版块均属细分行业龙头，叠加公司形成了垂直一体化的制造体系，同时拥有竞争对手欠缺的全球渠道布局；无心插柳柳成荫，多元的业务布局也使得公司在AI浪潮中成功跟上，拓展了全球化的数据中心大缸径业务。但我们也需注意到，公司的传统主营业务目前均接近天花板，有被后发者蚕食的趋势，而AIDC的发展具有较大不确定性。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司具有较强成长能力。公司的成长性主要来源于AIDC大缸径发电机的增量，以及智能物流业务受益于全球再工业化增速略高于GDP增速。

整车及关键零部件 (2.5星)：

整车与关键零部件的成长性一般。从行业维度来看，中国内销基本见顶，出海为行业提供增速，但公司旗下陕重汽的产品出口明显弱于行业，主要由于出口份额牢牢被龙头中国重汽和新能源新进入者把控，叠加天然气发动机渗透率近年来受新能源冲击较大，向上趋势逆转，三者叠加情况下造成潍柴的整车及关键零部件业务成长性反而弱于重卡行业整体。

AIDC发电机 (5星)：

AIDC发电机的成长性非常好。海外数据中心建设加速，造成明显电力缺口，天然气发电机作为燃气轮机的最佳替代快速放量；同时数据中心需配备柴发作为备电。公司产品力领先，可提供二者的完整解决方案，推动大缸径销量快速增长，2025年大缸径出货达1.1万台，同比增长32%；贡献收入58.1亿元，同比增长65%；其中数据中心大缸径销量为1400台，同比增长259%，预计26年达4500~5000台。北美缺电现状是AI电力需求的非线性增长和电网基建老化之间的矛盾。基于2025年底AI资本开支增速，北美NERC预计美国2027-2030年年均高峰缺口20GW以上，目前随着CSP财报落地进一步上修。美国40%的电力来源是天然气，但燃气轮机头部厂商扩产谨慎，GE Vernova 2028-2030年产能预计为2024年的1.5-1.7倍，叠加中小厂商增量，全球总产能或达90-100GW。2028-30年传统发电需求约50GW，剩余40GW可用于IDC离网发电，考虑冗余系数后实际可提供20-25GW，而同期北美AIDC年新增需求50-70GW，缺口20-40GW需由天然气发电机、SOFC填补，而潍柴在这两方面均布局很久。

智能物流 (3.5星)：

智能物流的成长性较好。潍柴旗下德国凯傲为全球领先的高端叉车品牌，仅次于丰田工机，25年新接订单额大幅增至117.05亿欧元（同比+13.4%），主要受到欧洲再工业化的需求刺激，要求提高本地供应商市占率；叉车下游近70%为制造业，需求长期平稳增长，景气度与宏观经济整体运行周期关联较为紧密，但始终保持相对GDP增速的超额。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司未来的盈利趋势主要表现毛利率小幅提升，净利率小幅提升，主要由于公司AIDC发动机业务占比将持续提升，该业务毛利率达30%以上，明显超过传统业务的20%左右。

整车及关键零部件(2星):

公司整车及关键零部件的盈利趋势未来一般。公司的垂直一体化成本挖潜已经做到极致，同时受制于重卡行业竞争激烈、单车价格持续下跌的影响，盈利能力受到一定冲击。但另一方面，考虑到公司以高端产品为主，目前受冲击较小，且随着公司发动机出口占比提升，公司的盈利趋势有望保持稳定。

AIDC发电机(5星):

公司AIDC发电机的盈利趋势未来很好。海外缺电下大缸径发动机供不应求，公司和公司的代理商Generac、PSI都能取得15%以上的净利率，且随着公司从单机功率较低的柴发发电向单机功率高的主供天然气发电机进发，单台售价和毛利率都有望继续提升。

智能物流(2.5星):

公司智能物流的盈利趋势未来一般。一方面，受中国叉车企业大举出海、且电动化比例明显高于海外传统厂商的影响，叉车行业整体毛利率呈下降趋势。但另一方面，凯傲作为全球领先的叉车高端品牌，凭借高于其他海外竞争对手的电动化速度、管理运营的显著降本，有力抵消了行业的下降趋势，促使智能物流业务的盈利能力保持相对稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司所处的发动机、重卡、发电设备、高端叉车、农业机械等行业总体上属于集中度较高的重资产资本品行业，行业进入壁垒较高，高中低端格局相对稳定。全球主要参与者包括康明斯、卡特彼勒、戴姆勒、丰田工机、约翰迪尔等，均为历史悠久的老牌重工巨头。行业竞争格局方面，公司重卡发动机为全国第一、重卡为全国第四、AIDC发电机为全球第五、叉车为全球第二，农业机械为中国第一。整体份额处于前列，但也面临细分行业龙头扩张和新进入者、尤其是发力新能源的工程机械龙头企业的威胁。在话语权方面，由于上游供应商以原材料加工厂为主，下游消费者也很看重潍柴品牌，因此公司净营业周期为-2个月左右，现金流和盈利质量高。

整车及关键零部件(3.5星):

公司整车及关键零部件业务产业格局较好，公司是重卡发动机行业龙头，尤其在天然气重卡发动机行业占据较强优势。潍柴动力自2017年以来在重卡发动机行业市占率长期占据第一，2025年市占率为23%，比市占率第二的发动机厂高6pct。公司重卡业务排行全国第四，市占率长期维持在10%左右，“陕汽德龙”品牌长期被司机和货主认可为大马力、大载重重卡的领先者。

AIDC发电机(3.5星):

公司AIDC发动机业务产业格局较好，公司目前属于全球二线企业，份额约8%、今年有望翻倍，正在快速扩张填补卡特彼勒、康明斯等全球龙头由于产能不足造成的内燃发动机缺口。公司的大缸径发动机技术来自法国博杜安，2025年大缸径发动机出口7.5万台，占潍柴总出口量10.7%，成为数据中心备用电源、分布式能源主力产品。

智能物流(3星):

公司智能物流业务产业格局一般，主要受到国产厂商出海冲击，近年来我国凭借锂电叉车出口优势，海外份额快速提升。但潍柴凯傲份额被侵蚀好于预期，因凯傲是非中国厂商中电动化比例最高，产品平均售价最高，有一定的壁垒。其电动化率较永恒力、丰田工机等高出一大截，与国产企业接近。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务的护城河较为深厚，主要体现在公司具有垂直一体化的规模经济、全球渠道优势和管理运营三大护城河，使公司在产业链利润中心的基础上更上一层楼，取得了相对竞争对手长期稳定的超额ROIC。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
整车及关键零部件	(4.5星) 潍柴动力作为国内重卡发动机龙头企业，2025年经壹评级调整后整车及关键零部件业务净资产收益率13.5%，具有较高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的规模经济、线下渠道和管理运营优势。	(4星) 整车及关键零部件业务护城河主要包括三个方面：①规模经济-潍柴整合了柴油和天然气发动机全产业链，在响应速度和成本控制上具备降维打击能力（较外资品牌有20%-30%的成本优势）；②线下渠道-作为全球领先的重工集团，凭借多元化业务打造了全球三级网络65家办事处、13家销售子公司、100+经销商、8000+服务网点，覆盖150+国家；③管理运营-潍柴构建了具有行业领先性的WOS（Weichai Operating System），这是一套系统化、可复制、可推广的制造业管理体系，打破了跨境并购“七七定律”（70% 未达预期，70% 死于整合），实现10次海外并购 100% 成功，构建起全球优质资产组合。
AIDC发电机	(4.5星) 潍柴动力作为全球AIDC发电机领先企业，2025年经壹评级调整后AIDC发电机业务净资产收益率32.8%，具有非常高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的规模经济、线下渠道和管理运营优势。	(4.5星) AIDC发电机业务护城河主要包括三个方面：①规模经济-潍柴整合了柴油和天然气发动机全产业链，在响应速度和成本控制上具备降维打击能力（较外资品牌有20%-30%的成本优势）；②线下渠道-作为全球领先的重工集团，凭借多元化业务打造了全球三级网络65家办事处、13家销售子公司、100+经销商、8000+服务网点，覆盖150+国家；③管理运营-潍柴构建了具有行业领先性的WOS，打破了跨境并购“七七定律”（70% 未达预期，70% 死于整合），实现10次海外并购 100% 成功，构建起全球优质资产组合。法国博杜安作为大缸径发电机技术来源，就源自2009年其濒临破产时潍柴的精准收购。
智能物流	(4星) 潍柴动力作为全球叉车龙头企业，2025年经壹评级调整后整车及关键零部件业务净资产收益率13.6%，具有非常高的超额收益。公司业务控制力星级高，主要系公司具有明显的规模经济、线下渠道和管理运营优势。	(2.5星) 智能物流业务护城河主要包括三个方面：①品牌效应-日本丰田、德国凯傲集团和德国永恒力为全球叉车龙头制造商前三位，凯傲在世界尤其是欧洲高端叉车领域市场认可度高，且产品平均售价最高，有一定的壁垒。其电动化率较永恒力、丰田工机等高出一大截，与国产企业接近②线下渠道-作为全球领先的重工集团，凭借多元化业务打造了全球三级网络65家办事处、13家销售子公司、100+经销商、8000+服务网点，覆盖150+国家；③管理运营-潍柴构建了具有行业领先性的WOS，打破了跨境并购“七七定律”（70% 未达预期，70% 死于整合），实现10次海外并购 100% 成功，构建起全球优质资产组合。凯傲被收购前利润率仅2.1%，潍柴收购后盈利能力持续提升，18个月提升至5.7%，凯傲日前宣布将25年效率计划的总计提支出从2.4-2.6亿欧元下调至1.7-1.9亿欧元，预计对下半年及全年业绩产生积极影响。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司主营基本盘稳健，AIDC发电机新业务受益AI浪潮快速扩张的假设，公司属于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为整车和关键零部件、AIDC发电机、智能物流、农业装备和其他业务分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

收入假设：

①整车和关键零部件业务：

分为重卡发动机和重卡业务分别进行预测。发动机业务方面拆分为天然气发动机和柴油发动机，其中天然气发动机渗透率假设26年25%（Q1受油价影响环比+5pct，Q2-4有望继续上升），30年降至20%，主要考虑油气价格收敛和新能源重卡渗透率继续提升。市占率方面，假设公司市占率从25年的52%下降至30年的47%，主要反映锡柴、玉柴等竞争对手新产品占领低端市场份额，公司高端市场和康明斯的双寡头格局稳固。

发动机ASP方面，考虑到高端市场格局稳定、缺少新进入者，假设正常1%年降速度。

重卡市场方面，假设公司出口市场占中国公司整体份额为7%左右，反映重汽、三一等竞争对手的强势，国内市场方面假设公司的市场份额从2025年11.8%下降至30年的11.5%左右，主要由于短途市场占比提升。

重卡市场规模方面，假设整体内销市场远期从26年的85万辆下降至75万辆的稳态水平，反映过去2-3年国补的过度刺激影响。出口方面，假设中国车企2030年可进入市场从25年85万辆增长至120万辆，主要由于欧洲市场天花板打开。目前重汽等企业通过与斯太尔等老牌车企合作的方式打入欧洲市场，解决了缺乏本地产能的潜在贸易壁垒。

②AIDC发电机业务

销量来看，专供数据中心的大缸径出货为2025年1400台，2026年有望4000台+，全球主供+备电份额26年达15%以上，竞争对手扩产较慢，看好2030年达到26%水平，且单台平均功率从MW级别向4MW进发，看好ASP有3倍~4倍提升，销量有望7倍提升，2025-2030年该业务收入CAGR有望达90%以上。

市场规模来看，2030年全球柴发备电市场有望达3万台，较2025年增长50%，主供电源市场则有望从数百台增长至7000台级别，且随着数据中心capex26和27年继续边际高增有进一步上修预期。

③智能物流业务：

假设全球叉车销量2026年销量增速10%、27年7%，此后降至5%，主要考虑全球AI产业周期拉动的基建和再工业化需求，随着现有规划产能建设2-3年完成大部分，增速可能有所回落。凯傲份额方面，从2025年的12.2%有望提升至12.7%，主要是靠高端化叉车中最快的电动化速度蚕食永恒力、丰田份额。ASP方面假设从2025年的32.76万元下降至31.78万元，产品本身价格是稳定的，但欧元可能持续对人民币贬值。

④农业装备

考虑公司在拖拉机和收割机方面与一拖共同维持双寡头格局，及中国农业规模化、集约化提升的趋势，假设公司2025-2030年收入CAGR5.6%。

⑤其他业务

其他业务主要为主要业务的后市场服务，营收占比长期为其他收入的10%左右上下波动。

毛利率假设：

①整车和其他零部件受天然气发动机渗透率未来几年先升后降的趋势有望也呈现先升后降趋势，从2025年的17.7%提升至2028年的18.5%，再到2030年下降至18.2%，下降的主要原因为重卡持续的价格战。

②AIDC发电机业务从2025年的28%有望提升至2030年的35%水平，主要由于缺电持续背景下往复式内燃机的盈利能力逐渐向轻型燃气轮机看齐，行业龙头满产满销。

③智能物流毛利率从2025年的26.6%有望提升至2030年的27.2%，也是先升后降，先是由于凯傲降本增效成果斐然，但电池价格上涨和价格战加剧会导致盈利能力提升效果被逐渐抵消。

④农业装备毛利率由于格局稳定有望保持稳定，但由于行政限制也没有什么上涨空间，预计未来五年维持在14~15%水平，随着规模放大有望小幅提升。

⑤其他业务毛利率预计保持稳定，维持23%左右。

费用率假设：主要考虑公司AIDC带动营收增长后原由2B渠道需要新增的费用不多，保持商务关系即可，对管理费用的摊薄明显，但财务费用率由于海外营收较高、人民币持续升值影响，其他财务费用会有较明显增长。

资产负债表假设：

①根据公司核心子公司情况分配不同业务的少数股东权益；

②公司属于重资产行业，但目前已处于资本开支较少的现金奶牛状态，长期资产未来折旧带来的影响较小；

③考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE中等偏上，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

潍柴动力	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2139.6	2156.9	2318.1	2659.7	2853.3	2976.4	3127.9	3179.0
归母净利润(亿)	94.0	113.9	109.3	124.1	157.0	169.3	175.7	168.3
归母净利润增速(%)	91.9	21.2	-4.1	13.5	26.6	7.8	3.8	-4.2
经营性净利润(亿)	97.2	125.7	119.5	133.7	176.4	192.3	200.5	190.8
经营性净利润增速(%)	188.2	29.3	-4.9	11.8	31.9	9.0	4.3	-4.8
经营性归母净利润(亿)	81.4	100.4	95.5	103.7	136.7	149.0	155.4	148.0
经营性归母净利润增速(%)	179.8	23.3	-4.9	8.6	31.8	9.0	4.3	-4.8

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第13页

表3：公司分业务业绩预测

整车及关键零部件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	938.3	897.8	990.1	1114.1	1065.1	1039.2	1033.7	1033.1
收入增速(%)	52.1	-4.3	10.3	12.5	-4.4	-2.4	-0.5	-0.1
经营性净利润(亿)	65.3	64.3	58.7	40.4	43.7	44.0	42.5	41.6
经营性净利率(%)	7.0	7.2	5.9	3.6	4.1	4.2	4.1	4.0
经营性净利润增速(%)	46.0	-1.5	-8.7	-31.1	8.1	0.6	-3.3	-2.3
AIDC发电机	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	14.0	80.0	240.0	313.9	396.4	378.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	471.4	200.0	30.8	26.3	-4.6
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	2.0	14.7	48.2	68.3	83.0	76.1
经营性净利率(%)	0.0	0.0	14.4	18.3	20.1	21.8	21.0	20.1
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	626.3	229.1	41.5	21.6	-8.4
智能物流	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	874.6	887.3	910.8	1011.9	1064.1	1119.0	1170.3	1226.2
收入增速(%)	10.8	1.5	2.6	11.1	5.2	5.2	4.6	4.8
经营性净利润(亿)	14.3	35.1	31.3	50.0	53.2	47.3	40.3	37.8
经营性净利率(%)	1.6	4.0	3.4	4.9	5.0	4.2	3.4	3.1
经营性净利润增速(%)	156.1	144.5	-10.8	60.0	6.3	-11.1	-14.7	-6.4
其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	166.4	188.4	215.3	247.1	265.1	276.5	290.6	295.3
收入增速(%)	-3.2	13.2	14.3	14.7	7.3	4.3	5.1	1.6
经营性净利润(亿)	13.7	21.9	22.3	23.3	25.2	26.4	27.9	28.4
经营性净利率(%)	8.2	11.6	10.3	9.4	9.5	9.5	9.6	9.6
经营性净利润增速(%)	50.7	59.4	1.8	4.8	8.1	4.7	5.6	1.8
农业装备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	160.3	183.5	187.9	206.7	219.1	227.8	237.0	246.4
收入增速(%)	-7.5	14.4	2.4	10.0	6.0	4.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	3.9	4.5	5.3	5.2	6.1	6.4	6.7	7.1
经营性净利率(%)	2.4	2.4	2.8	2.5	2.8	2.8	2.8	2.9
经营性净利润增速(%)	-29.3	15.3	18.9	-1.2	15.4	5.5	5.4	5.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
整车及关键零部件	2.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	41.6
AIDC发电机	12.2%	中高	较好	强	7.8%	21.04	76.7
智能物流	2.0%	中低	较好	一般	7.5%	13.5	38.0
农业装备	1.0%	中低-	一般	一般	7.5%	10.31	7.1
其他业务	3.4%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	28.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
整车及关键零部件 (亿)	145.8	443.3	589.1	124.6	382.6	54.2	385.3
AIDC发电机(亿)	56.9	1196.6	1253.6	2.8	-	-	1256.4
智能物流(亿)	56.5	383.8	440.3	172.0	-	-	612.3
农业装备(亿)	5.5	54.5	60.0	28.7	-	-	88.7
其他业务(亿)	77.8	257.7	335.5	32.9	-	-	368.3
公司整体测算(亿)	342.5	2335.9	2678.4	360.9	382.6	54.2	2711.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
整车及关键零部件 (亿)	333.3	253.5	586.8	124.6	382.6	54.2	383.0
AIDC发电机(亿)	459.8	799.8	1259.6	2.8	-	-	1262.4
智能物流(亿)	69.2	8.0	77.2	172.0	-	-	249.2
农业装备(亿)	32.1	30.5	62.6	28.7	-	-	91.3
其他业务(亿)	162.8	111.2	274.0	32.9	-	-	306.8
公司整体测算(亿)	1057.3	1203.0	2260.3	360.9	382.6	54.2	2292.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处产业链环节属于行业的利润中心，公司也构筑了较深的护城河，且与市场投资者交流充分，分红意愿强烈。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。