

**买入**
**业务全面受益于AI和雅下项目，入选MSCI料提升流动性**
**重庆机电 (2722.HK)**

2025-11-13 星期四

**【投资要点】**

目标价:	<b>2.91 港元</b>
现 价:	<b>2.37 港元</b>
预计升幅:	<b>22.8%</b>

**重要数据**

日期	2025-11-12
收盘价 (港元)	2.37
总股本 (亿股)	36.85
总市值 (亿港元)	87
净资产 (亿元)	83.7
总资产 (亿元)	188.3
52周高低 (港元)	0.605/2.61
每股净资产 (元)	2.27

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

重庆机电控股(集团)公司	52.22%
重庆渝富控股集团	6.3%
重庆建工集团	6.3%

**相关报告**

重庆机电 (2722.HK) 深度报告: 主业盈利能力稳健提升, 大马力发动机持续高景气-YS-20250901

➤ **2025年H1公司主业稳步上升, 清洁能源装备板块盈利增长241.1%**  
2025H1, 公司营业额达4,658.1百万元人民币(下同), 同比增9.2%; 同期公司毛利达799.8百万元, 同比增10.4%; 公司股东应占利润416.0百万元, 同比增53.8%。清洁能源装备板块营业额3,738.2百万元, 占营业总额80.3%, 增长11.3%; 其经营业绩盈利152.8百万元, 同比增241.1%。

➤ **AIDC推动重庆康明斯大马力发动机需求保持旺盛状态**

重庆康明斯Q60具备批量供应能力, 大马力发动机H1销量提高8%。美国康明斯(CMI.N)公告其前9个月从重庆康明斯获得6800万美元投资收益, 同比增长33.3%。其中2025Q3获得2300万美元投资收益, 同比增53.3%。

➤ **AI和雅下项目有望支持变压器、发动机、水电和输变电设备业务增长**  
公司持股37.8%的重庆日立能源是日立能源在全球最大的变压器制造基地之一。受欧洲电网更换潮、新兴市场国家加大电力基础设施建设、AI算力带动的分布式电网建设加大等因素驱动, 重庆日立能源H1为公司创造的投资收益为47.2百万元, 同比增156.6%。目前该公司正实施第三期扩产建设, 并即将启动第四期扩产建设。其经营业绩在未来中长期有望保持较快增长。根据目前雅下项目披露的信息, 公司水电、大马力发动机和输变电设备业务将在雅下项目建设的不同阶段获得一定商机, 成为主要的受益板块。

➤ **公司入选MSCI全球小型股指数, 有望提升流动性**

2025年11月6日, 公司获纳入MSCI全球小型股指数成份股, 此项调整将于2025年11月24日收盘后正式生效。

➤ **维持“买入”评级, 目标价2.91港元/股**

基于公司未来业务增长的确定性进一步增强, 我们向上微调公司FY2025至FY2027业务收入预测至9849.7(+10.43%)、10830.3(+9.95%)和11912.6(+9.99%)百万元人民币, 归母净利润892(+106.8%)、991.5(+11.16%)和1135.4(+14.51%)百万元人民币。我们参考工业机械行业估值, 考虑到公司进入MSCI全球小型股指数有利于提升公司流动性, 认为公司合理估值应为2025年11倍PE, 对应目标价为2.91港元/股, 距现价有22.8%上涨空间, 维持“买入”评级。

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,061.8	8,919.2	9,849.7	10,830.3	11,912.6
同比增长		10.64%	10.43%	9.95%	9.99%
归母净利润	303.6	431.3	892.0	991.5	1,135.4
同比增长		42.1%	106.8%	11.2%	14.5%
毛利率	19.2%	17.5%	17.6%	17.6%	17.7%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.24	0.27	0.31
PE@2.37HKD	26.3	18.5	9.0	8.1	7.0

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

**研究部**

姓名: 杨森  
SFC: BJO644  
电话: 0755-21519178  
Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 【報告正文】

### ➤ 2025年H1公司主业穩步上升，清潔能源裝備板塊業績增長241.1%

2025H1，公司營業額達約4,658.1百萬元人民幣（下同），比去年同期上升約9.2%；同期公司毛利達約799.8百萬元，同比上升約10.4%；公司股東應占利潤達約416.0百萬元，同比上升約53.8%。分業務板塊來看：

- 清潔能源裝備板塊：營業額約3,738.2百萬元（占營業總額約80.3%），增長約11.3%；毛利約613.8百萬元，較去年同期約536.5百萬元，增加約77.3百萬元，增幅約14.4%；分部經營業績盈利約152.8百萬元，較去年同期約44.8百萬元，增加約108.0百萬元，增幅約241.1%，主要是水力發電設備業務大幅減亏。
- 高端智能制造板塊：營業額約880.9百萬元（占營業總額約18.9%），增長約1.1%；毛利約157.4百萬元，較去年同期約162.0百萬元，減少約4.6百萬元或2.8%；分部業績虧損約37.7百萬元，較去年同期盈利約38.3百萬元，增大虧損，主要是本期間PTG業務出現下滑拉大虧損以及智能製造業務受海外貿易摩擦影響所致。
- 工業服務板塊：營業額約31.9百萬元（占營業總額約0.7%），下降約8.3%；毛利約22.0百萬元，較去年同期約25.2百萬元，減少約3.2百萬元，降幅約12.7%；分部業績約11.9百萬元，較去年同期約24.8百萬元，減少約12.9百萬元，降幅約52.0%，主要是金融業務受利率下降影響所致。

圖1：公司2025H1主要業績

\*單位：百萬元人民幣



資料來源：公司路演資料、國元證券經紀（香港）整理

➤ 公司重大项目持续推进，主业核心竞争力不断增强

公司持续聚焦重庆构建现代制造业集群体系重要发展机遇，围绕 2025—2027 年战略规划和改革发展需要，着力推动存量产业转型升级和增量产业培育，努力改善经营质效，主业各项重大项目持续推进，不断提升公司竞争力，包括：

- 工业泵业务国内首台第四代核电铅铋堆主泵工程样机完成研制，具备 1500 方铅铋主泵试验能力；
- 风电叶片业务开发的低风速叶片产品已实现量产；
- 电线电缆业务高效电机专用电磁线技改一期项目实现批量供货，二期正有序推进；
- 智能机床业务高性能齿轮刀具关键工序加工能力建设即将全面投产。

➤ AIDC 推动重庆康明斯大马力发动机需求保持旺盛状态

2025 年 H1，公司持有 50% 股权的重庆康明斯发动机有限公司（简称“重庆康明斯”）持续加快新产品、新市场拓展。

- 在产品端，Q60 发动机具备批量供应能力；Q50 发用电用发动机和 Q19 工业应用发动机的开发工作加速推进，甲醇发动机样机顺利完成交付；
- 在市场端，电力板块持续保持较好增长态势，大马力产品销量同比增长 8%；在管理端，持续深耕精益管理，开展供应链体系改革，带动经营业绩实现大幅增长。

今年上半年，重庆康明斯为公司带来的投资收益比去年同期增长约 71.3 百万元 (+27.6%) 至约 3.3 亿元人民币。

根据同样持有重庆康明斯 50% 股权的美国康明斯 (CMI.N) 的公告，该公司 2025 年前 9 个月从重庆康明斯获得 6800 万美元投资收益，约合 4.84 亿元人民币（按美元兑人民币 7.117: 1 汇率计算），同比增长 33.3%。其中 2025Q3 康明斯获得 2300 万美元投资收益，同比增长 53.3%。

重庆康明斯依靠产能扩张和 AIDC 带来的对 Q60 等大马力发动机产品的升级需求，有望持续录得收入和利润的较快增长。

图 2: 康明斯 2025Q3 投资收益

In millions	Three months ended		Nine months ended	
	September 30, 2025	2024	September 30, 2025	2024
<b>Manufacturing entities</b>				
Chongqing Cummins Engine Company, Ltd.	\$ 23	\$ 15	\$ 68	\$ 51
Beijing Foton Cummins Engine Co., Ltd.	17	6	47	29
Dongfeng Cummins Engine Company, Ltd.	13	14	52	51
Tata Cummins, Ltd.	6	6	23	22
All other manufacturers	6	7	27	41
<b>Distribution entities</b>				
Komatsu Cummins Chile, Ltda.	12	15	41	42
All other distributors	5	3	17	10
Cummins share of net income	82	66	275	246
<b>Royalty and interest income</b>				
	22	33	78	79
Equity, royalty and interest income from investees	\$ 104	\$ 99	\$ 353	\$ 325

资料来源：康明斯公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ AI 需求叠加产能扩张，变压器业务料将持续增长

公司持股 37.8% 的重庆日立能源变压器有限公司（简称重庆日立能源）是日立能源在全球最大的变压器制造基地之一，同时也是日立能源在中国区最大的特高压变压器制造基地。受欧洲电网更换潮、新兴市场国家加大电力基础设施建设投资、AI 算力带动的分布式电网建设加大等因素驱动，重庆日立能源今年上半年为公司创造的投资收益提升了 28.8 百万元（+156.6%）至约 47.2 百万元。

目前重庆日立能源正在实施第三期扩产建设，即将启动第四期扩产建设。按此预测，其经营业绩在未来中长期有望保持较快增长。

➤ 公司多业务板块有望受益于雅江电站项目

雅江电站项目（简称雅下项目）对工程车辆、发电机组、水电设备和输变电设备都将产生持续需求。根据目前雅下项目披露的信息，公司水电业务、大马力发动机业务、输变电设备业务，将在雅下项目建设的不同阶段获得一定商机，成为主要的受益板块。

➤ 公司入选 MSCI 全球小型股指数，有望提升流动性

2025 年 11 月 6 日，MSCI 公布了最新指数名单，公司获纳入 MSCI 全球小型股指数（MSCI Global Small Cap Indexes）成份股，此项调整将于 2025 年 11 月 24 日收盘后正式生效。

MSCI 指数是全球最具影响力的金融指数体系之一，被广泛视为全球机构投资者的重要参考基准。

获纳入 MSCI 全球小型股指数成份股，标志着国际资本市场对公司行业地位、财务表现及成长潜力的高度认可，这不仅可以增加公司在全球资本市场的知名

度,有利于吸引更多资金关注公司,而且全球追踪该指数的被动型基金(如 ETF)也有可能按其资金配置方式来配置公司股票。

图 3: MSCI 指数中国区成分股调整名单

MSCI CHINA INDEX	
Additions	Deletions
ASCLETIS PHARMA INC	CANGGANG RAILWAY
BEAUTY FARM MED & HEALTH	CHINA GOLD INTL RES (CN)
BEIJING ENTERPRISE WATER	CHINA LILANG
CHINA QINFA GROUP	CHINA NONFERROUS MINING
CHINA RESOURCES PHARMA	CONCORD NEW ENERGY GRP
CHINA YUCHAI INT N (USD)	GEMDALE PPTYS AND INV
<b>CHONGQING MACH &amp; ELEC H</b>	GUANGZHOU R&F PROP H
CIRRUS AIRCRAFT	HBM HOLDINGS
FORTIOR TECH SHENZHEN H	JIUMAOJIU INTL HLDGS
JACOBIO PHARMACEUTICALS	JL MAG RARE EARTH H
JIANGXI RIMAG GROUP H	LAEKNA
K WAH INTL HLDGS (CN)	REMEGEN CO H
LINKLOGIS B	UBTECH ROBOTICS CORP H
MERCURITY FINTECH HLDG	XTALPI HOLDINGS
NANJING LEADS BIOLABS H	YANGTZE OPTICAL FIBRE H
PRECISION TSUGAMI (CN)	YUEXIU SERVICES
QUNABOX GROUP	ZONQING ENVIRONMENTAL
SICHUAN BAICHA BAIDAO H	
TRAVELSKY TECHNOLOGY H	
XINJIANG MINING H	
YOUZAN TECHNOLOGY	
CARSGEN THERAPEU (HK)	

资料来源: MSCI 网站、国元证券经纪(香港)整理

### ➤ 维持“买入”评级, 目标价 2.91 港元/股

基于公司未来业务增长的确定性进一步增强, 我们向上微调公司 FY2025 至 FY2027 业务收入至 9849.7 (+10.43%)、10830.3 (+9.95%) 和 11912.6 (+9.99%) 百万元人民币, 归母净利润 892(+106.8%)、991.5(+11.16%) 和 1135.4(+14.51%) 百万元人民币。

我们参考工业机械行业估值, 考虑到公司进入 MSCI 全球小型股指数有利于提升公司流动性, 认为公司合理估值应为 2025 年 11 倍 PE, 对应目标价为 2.91 港元/股, 距现价有 22.8% 上涨空间, 维持“买入”评级。

表 1: 工业机械行业估值 (20251112)

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿人民币)	主营业务收入 (亿元人民币)			归母净利润 (亿元人民币)			PE			PS
				2023	2024	增速	2023	2024	增速	2024	2025E	2026E	
2338.HK	潍柴动力	19.74	1,561.5	2,139.6	2,156.9	0.8%	90.1	114.0	26.5%	14.0	12.3	11.0	0.74
3808.HK	中国重汽	28.30	712.1	855.0	950.6	11.2%	53.2	58.6	10.2%	12.4	10.7	9.3	0.76
1882.HK	海天国际	22.24	323.5	130.7	161.3	23.4%	24.9	30.8	23.6%	10.7	9.2	8.4	2.04
0317.HK	中船防务	14.30	293.8	161.5	194.0	20.2%	0.5	3.8	684.9%	49.8	17.1	10.7	0.97
0564.HK	中创智领	21.38	412.6	364.2	370.5	1.7%	33.0	39.4	19.5%	9.0	7.8	7.3	0.95
2039.HK	中集集团	7.05	382.3	1,278.1	1,776.6	39.0%	4.2	29.7	605.6%	11.8	11.5	9.5	0.20
平均						16.1%			228.4%	17.9	11.4	9.4	0.9
2722.HK	重庆机电	2.37	79.6	80.6	89.2	10.7%	3.0	4.3	42.0%	18.8	9.0	8.1	0.91

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)预测及整理

### 【风险提示】

1. AI 和其他下游需求不及预期；
2. 市场竞争超出预期。

## 【财务报表摘要】

资产负债表 (百万元人民币)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	损益表 (百万元人民币)		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产:</b>							<b>营业收入</b>	8,061.8	8,919.2	9,849.7	10,830.3	11,912.6	
现金及现金等价物	2,181.2	2,744.6	2,456.3	2,761.8	3,121.4		<b>主营业务收入</b>	8,058.5	8,919.2	9,849.7	10,830.3	11,912.6	
应收账款合计	4,582.5	4,806.1	5,220.4	5,740.0	6,313.7		<b>其他营业收入</b>	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
存货	2,342.7	1,870.1	2,166.9	2,382.7	2,620.8		<b>营业总支出</b>	7,985.7	8,901.4	9,658.6	10,569.8	11,592.7	
其他流动资产	2,272.5	1,827.8	1,846.0	1,864.5	2,051.0		<b>营业成本</b>	6,510.9	7,357.2	8,118.8	8,923.9	9,806.8	
<b>流动资产合计</b>	11,378.8	11,248.7	11,689.7	12,749.0	14,106.8		<b>营业开支</b>	1,474.8	1,544.2	1,539.8	1,645.9	1,785.8	
<b>非流动资产:</b>							<b>投资收益</b>	300.1	498.6	808.9	853.0	952.4	
固定资产净值	2,774.0	2,720.6	2,747.8	2,775.2	3,052.8		<b>营业利润</b>	376.2	516.4	1,000.0	1,113.5	1,272.3	
权益性资产和其他长期投资	2,030.6	2,421.8	2,664.0	2,930.4	3,223.4		<b>其他营业收入</b>	11.5	5.3	1.8	0.0	0.0	
商誉及无形资产	514.2	519.3	571.2	576.9	582.7		<b>除税前利润</b>	387.7	521.7	1,001.8	1,113.5	1,272.3	
其他非流动资产	788.5	706.4	777.1	854.8	940.2		<b>减: 所得税</b>	47.9	61.7	74.1	88.2	100.4	
<b>非流动资产合计</b>	6,107.3	6,368.1	6,760.0	7,483.8	7,799.1		<b>少数股东损益</b>	36.2	28.7	35.7	33.8	36.5	
<b>总资产</b>	17,486.1	17,616.7	18,449.7	20,232.8	21,905.9		<b>净利润</b>	303.6	431.3	892.0	991.5	1,135.4	
<b>流动负债:</b>							<b>归属普通股东净利润</b>	303.6	431.3	892.0	991.5	1,135.4	
应付账款及票据	3,870.3	4,161.2	3,978.2	4,372.7	4,805.4								
应交税金	195.8	151.5	173.6	190.9	210.0								
交易性金融负债			0.0	0.0	0.0								
短期借款及长期借款当期到期部分	1,771.6	1,933.0	2,126.3	2,338.9	2,572.8								
其他流动负债	1,276.1	1,140.0	1,254.0	1,379.4	1,448.4								
<b>流动负债合计</b>	7,113.8	7,385.6	7,532.1	8,282.0	9,036.5								
<b>非流动负债:</b>													
长期借款	1,632.7	1,081.3	1,194.1	1,312.9	1,444.1								
其他非流动负债	499.9	564.4	484.7	677.4	636.5								
<b>非流动负债合计</b>	2,132.5	1,645.7	1,678.8	1,990.3	2,080.6								
<b>总负债</b>	9,246.3	9,031.3	9,210.9	10,272.3	11,117.2								
<b>股东权益:</b>													
普通股股本	3,684.64	3,684.64	3,684.64	3,684.64	3,684.64								
储备	3,964.9	4,306.18	4,930.55	5,624.63	6,419.43								
其他综合性收益	61.8	78.09	82.07	86.17	90.48								
<b>归属母公司股东权益</b>	7,711.4	8,068.91	8,697.26	9,395.44	10,194.55								
少数股东权益	528.5	516.52	541.49	585.15	590.68								
<b>股东权益合计</b>	8,239.8	8,585.43	9,238.76	9,960.59	10,785.23								
<b>总负债及总权益</b>	17,486.1	17,616.74	18,449.66	20,232.87	21,902.39								

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>