

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: 2.91 港元

现价: 2.37 港元

预计升幅: 22.8%

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

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 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(CMLN)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

【报告正文】

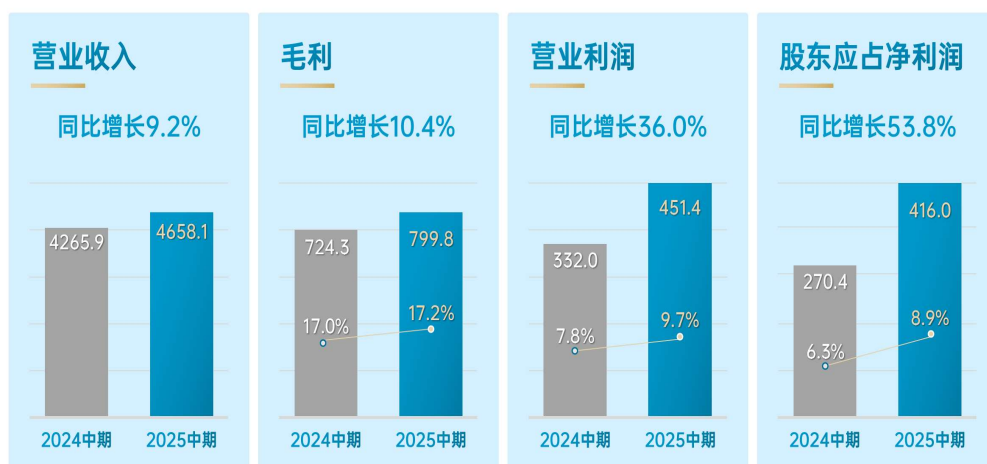
➤ 2025 年 H1 公司主业稳步上升，清洁能源装备板块业绩增长 241.1%

2025H1，公司营业额达约 4,658.1 百万元人民币（下同），比去年同期上升约 9.2%；同期公司毛利达约 799.8 百万元，同比上升约 10.4%；公司股东应占利润达约 416.0 百万元，同比上升约 53.8%。分业务板块来看：

- 清洁能源装备板块：营业额约 3,738.2 百万元（占营业总额约 80.3%），增长约 11.3%；毛利约 613.8 百万元，较去年同期约 536.5 百万元，增加约 77.3 百万元，增幅约 14.4%；分部经营业绩盈利约 152.8 百万元，较去年同期约 44.8 百万元，增加约 108.0 百万元，增幅约 241.1%，主要是水力发电设备业务大幅减亏。
- 高端智能制造板块：营业额约 880.9 百万元（占营业总额约 18.9%），增长约 1.1%；毛利约 157.4 百万元，较去年同期约 162.0 百万元，减少约 4.6 百万元或 2.8%；分部业绩亏损约 37.7 百万元，较去年同期盈利约 38.3 百万元，增大亏损，主要是本期间 PTG 业务出现下滑拉大亏损以及智能制造业务受海外贸易摩擦影响所致。
- 工业服务板块：营业额约 31.9 百万元（占营业总额约 0.7%），下降约 8.3%；毛利约 22.0 百万元，较去年同期约 25.2 百万元，减少约 3.2 百万元，降幅约 12.7%；分部业绩约 11.9 百万元，较去年同期约 24.8 百万元，减少约 12.9 百万元，减幅约 52.0%，主要是金融业务受利率下降影响所致。

图 1：公司 2025H1 主要业绩

*单位：百万元人民币



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（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,		September 30,	
	2025	2024	2025	2024
Manufacturing entities				
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
Distribution entities				
Komatsu Cummins Chile, Ltda.	12	15	41	42
All other distributors	5	3	17	10
Cummins share of net income	82	66	275	246
Royalty and interest income	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 QINF A GROUP	CHINA NONFERROUS MINING
CHINA RESOURCES PHARMA	CONCORD NEW ENERGY GRP
CHINA YUCHAI INT N (USD)	GEMDALE PPTYS AND INV
CHONGQING MACH & ELEC H	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	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
		港元/股		2023	2024	增速	2023	2024	增速	2024	2025E	2026E	2024	
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)						损益表 (百万元人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:						营业总收入					
现金及现金等价物	2,181.2	2,744.6	2,456.3	2,761.8	3,121.4		8,061.8	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		主营业务收入	8,058.5	8,919.2	9,849.7	10,830.3
存货	2,342.7	1,870.1	2,166.9	2,382.7	2,620.8		其他营业收入	3.3	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	2,272.5	1,827.8	1,846.0	1,864.5	2,051.0		营业总支出	7,985.7	8,901.4	9,658.6	10,569.8
流动资产合计	11,378.8	11,248.7	11,689.7	12,749.0	14,106.8		营业成本	6,510.9	7,357.2	8,118.8	8,923.9
非流动资产:							营业开支	1,474.8	1,544.2	1,539.8	1,645.9
固定资产净值	2,774.0	2,720.6	2,747.8	2,775.2	3,052.8		投资收益	300.1	498.6	808.9	853.0
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		营业利润	376.2	516.4	1,000.0	1,113.5
商誉及无形资产	514.2	519.3	571.2	576.9	582.7		其他营业收支	11.5	5.3	1.8	0.0
其他非流动资产	788.5	706.4	777.1	854.8	940.2		除税前利润	387.7	521.7	1,001.8	1,113.5
非流动资产合计	6,107.3	6,368.1	6,760.0	7,483.8	7,799.1		减: 所得税	47.9	61.7	74.1	88.2
总资产	17,486.1	17,616.7	18,449.7	20,232.8	21,905.9		少数股东损益	36.2	28.7	35.7	33.8
流动负债:							净利润	303.6	431.3	892.0	991.5
应付账款及票据	3,870.3	4,161.2	3,978.2	4,372.7	4,805.4		归属普通股股东净利润	303.6	431.3	892.0	991.5
应交税金	195.8	151.5	173.6	190.9	210.0		现金流量表				
交易性金融负债			0.0	0.0	0.0			2023A	2024A	2025E	2026E
短期借贷及长期借贷当期到期部分	1,771.6	1,933.0	2,126.3	2,338.9	2,572.8						2027E
其他流动负债	1,276.1	1,140.0	1,254.0	1,379.4	1,448.4		经营活动产生的现金流量净额	145.8	718.3	674.3	593.1
流动负债合计	7,113.8	7,385.6	7,532.1	8,282.0	9,036.5		投资活动产生的现金流量净额	235.3	47.8	428.7	452.1
非流动负债:							筹资活动产生的现金流量净额	-366.5	-846.1	-747.5	-739.7
长期借贷	1,632.7	1,081.3	1,194.1	1,312.9	1,444.1		汇率变动的影响	6.6	-0.3	-	-
其他非流动负债	499.9	564.4	484.7	677.4	636.5		现金净流量:				
非流动负债合计	2,132.5	1,645.7	1,678.8	1,990.3	2,080.6		现金及现金等价物净增加额	21.1	-80.3	355.5	305.5
总负债	9,246.3	9,031.3	9,210.9	10,272.3	11,117.2		现金及现金等价物期初余额	2,160.1	2,181.2	2,100.9	2,456.3
股东权益:							现金及现金等价物期末余额	2,181.2	2,100.9	2,456.3	3,121.4
普通股股本	3,684.64	3,684.64	3,684.64	3,684.64	3,684.64		(百万元人民币)				
储备	3,964.9	4,306.18	4,930.55	5,624.63	6,419.43			2023A	2024A	2025E	2026E
其他综合性收益	61.8	78.09	82.07	86.17	90.48						2027E
归属母公司股东权益	7,711.4	8,068.91	8,697.26	9,395.44	10,194.55		营业收入	8,061.8	8,919.2	9,849.7	10,830.3
少数股东权益	528.5	516.52	541.49	565.15	590.68		同比增长		10.64%	10.43%	9.95%
股东权益合计	8,239.8	8,585.43	9,238.76	9,960.59	10,785.23		归母净利润	303.6	431.3	892.0	991.5
总负债及总权益	17,486.1	17,616.74	18,449.66	20,232.87	21,902.39		同比增长		42.07%	106.80%	11.16%
							毛利率	19.21%	17.51%	17.57%	17.60%
							每股收益(元)	0.08	0.12	0.24	0.27
							PE@2.37HKD	26.3	18.5	9.0	8.1

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

免责声明

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著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收到任何形式的补偿。

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>