



國證國際
S D I C S I

敏实集团

国证国际证券(香港)有限公司 · 研究部

分析师: 王强(BGJ404)

2025年2月28日



投资亮点

- **敏实集团是零部件全球百强企业之一，拥有着优质的传统业务，保障业绩增长：**公司早期以汽车外饰件、结构件起家，在车身饰条、行李架、散热器格栅等细分市场占据全球领先地位，近年来积极拓展电池盒、智能外饰、底盘结构件等业务，加速电动智能转型。
- **机器人、低空飞行、汽车无线充电等新兴业务均为市场热点：**新产品处于样品测试或方案制定阶段，有望在25年或26年量产交付，贡献收入。
- **有望恢复派息：**公司历史上绝大部分时间保持40%的派息率。2023年公司由于资本开支和有息负债率较高未进行分红，2024公司从扩张期步入收获期，削减资本开支，现金流情况改善，回购股票，有望恢复派息。
- **预计24-26年净利润为 22.0/25.1/31.5亿，对应PE为11.3倍/9.9倍/7.9倍，目前估值较低。**

1. 公司概况
2. 传统业务
3. 新兴业务
4. 估值
5. 风险提示



公司概况

- 公司深耕汽车零部件行业三十余载，业务遍及全球。敏实集团（0425.HK）最早成立于1992年，总部位于浙江宁波，于2005年在香港联合交易所上市。
- 敏实集团是全球最大的电池盒和车身结构件供应商，全球领先的汽车外饰件供应商。在全球范围内拥有2万多名员工，4大产品线，77家工厂和办事处，业务布局遍及3大洲14个国家。客户涵盖全球超过70个汽车品牌。

年份	事件
1992年	宁波敏孚机械有限公司（敏实集团前身）成立
1997年	开展外饰件业务
2004年	成立宁波研究所
2005年	香港上市
2010年	座椅骨架业务放量
2013年	开始生产行李架、铝件放量
2016年	开始研发车摄像头；宁波敏实汽车电子科技有限公司成立
2020年	电池盒开始放量



股权结构

➤ 公司股权架构稳定，历史上未进行过大规模减持，秦荣华为公司实际控制人。截止 2024 年 6 月 30 日，在公司主要股东中，敏实控股有限公司持有 38.7% 的股权，景顺资产管理有限公司持有 6.1% 股权，董事会主席魏清莲持有 0.1% 股权，秦荣华持有敏实控股有限公司 100% 股权，间接持有公司 38.73% 股权，是公司的实际控制人，秦荣华与魏清莲系夫妻关系，二人构成一致行动人。





全球化发展

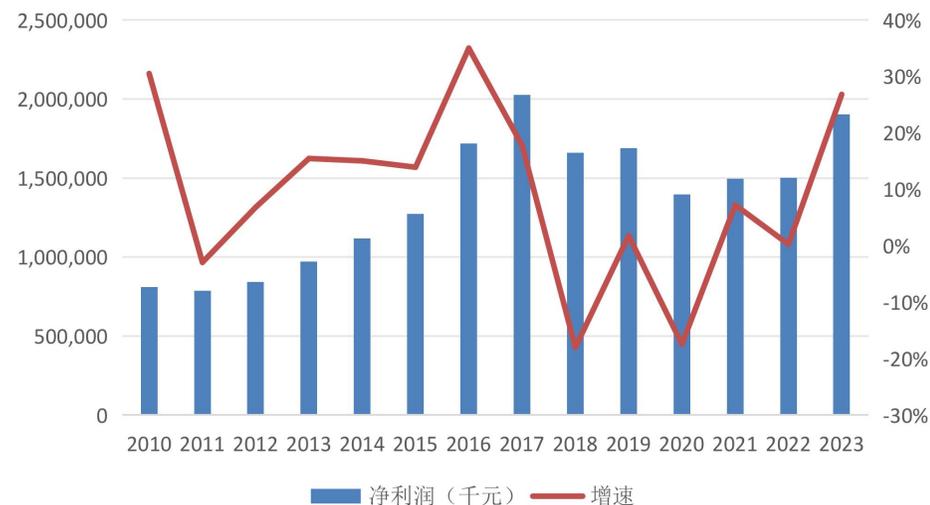
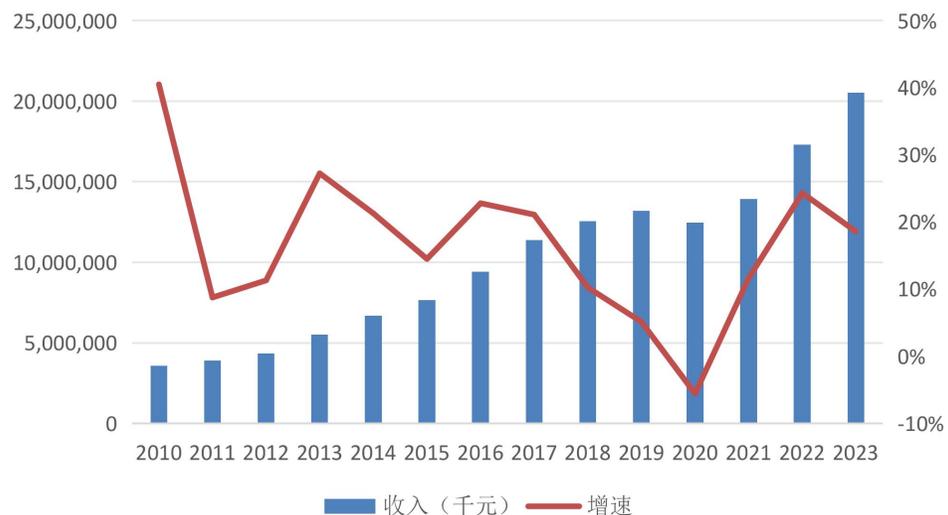
- 公司致力于全球化布局。公司在全球化发展过程中积累了包括海外建厂、海外运营的丰富经验。2007 年公司首次涉足海外，建立美国据点，同年在日本建立销售和研发据点。2008 年公司在泰国设立海外分公司，2009 年，公司建立首个墨西哥生产基地。随着公司逐步壮大，公司于 2012 年收购德国 CST 公司，并成立了欧洲首个生产基地。2018 年，公司开始筹建英国工厂，并建立了塞尔维亚工厂。
- 公司致力于全球化研发。目前在海外拥有五个研发平台，分别位于泰国、日本、德国、美国和墨西哥，覆盖亚、欧、北美三个大洲。





财务情况

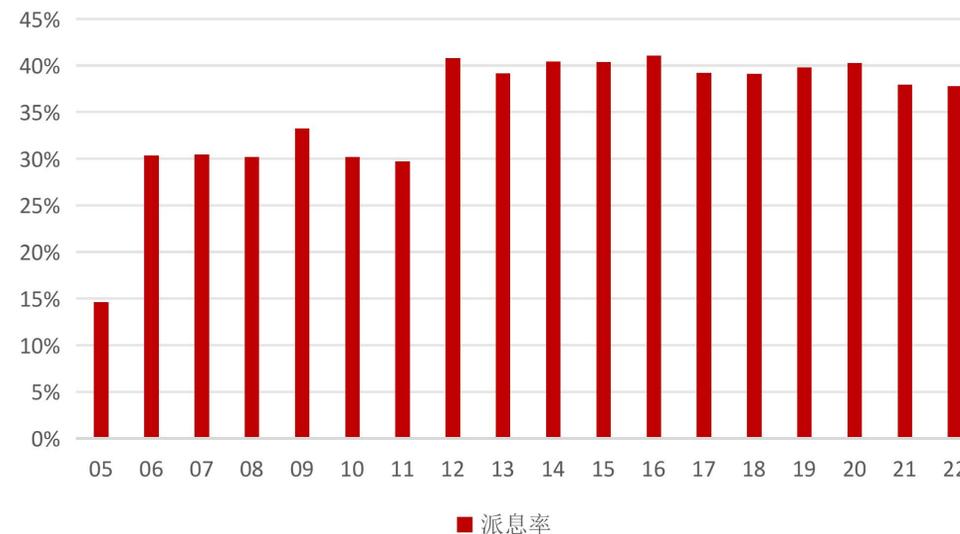
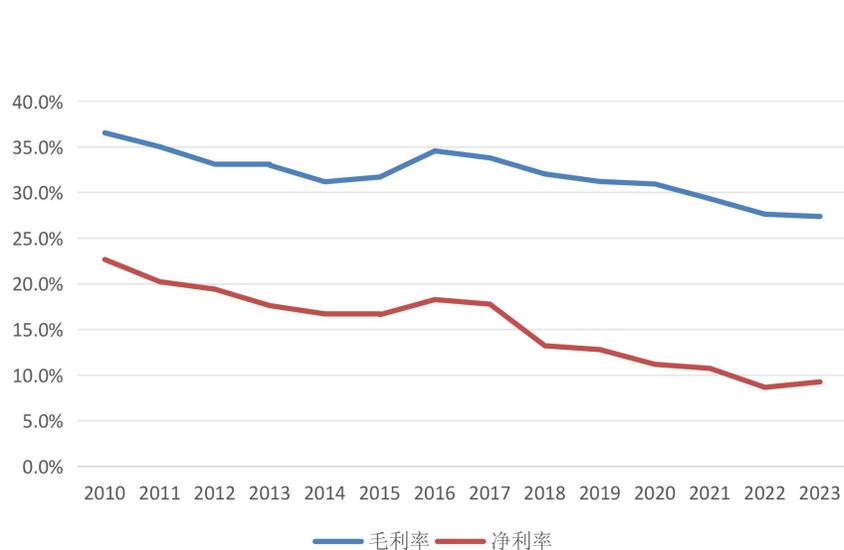
- 在营收方面：自 2005 年港交所上市以来，受益于全球和国内汽车销量持续攀升，公司营收稳健增长。2020 年受疫情影响，全球乘用车市场销量同比下降 16%，公司营收同比仅下降 5.5%，除 2020 年外其余年份公司营收均保持增长，体现了公司较强的业绩韧性。在归母净利润方面，公司归母净利同样在绝大多数时间保持增长。
- 2024上半年营业收入 110.9 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润10.7亿元，同比增长 20.4%。





财务情况

- 在盈利能力方面：公司 2005 年上市之初销售毛利率和销售净利率分别为40.1%/29.2%，24H1公司盈利能力有一定改善，销售毛利率和销售净利率分别为 28.5%和 9.7%，相较于 23 年底分别+1.1/+0.1pct。公司传统外饰件毛利率在 30%左右，电池盒毛利率相对较低，24H1公司电池盒业务毛利率为 20.6%。考虑到未来电池盒需求不断增加，电池盒产能利用率有望继续提升，毛利率仍有回升空间。
- 分红高：2005-2022 年间持续进行现金分红，派息率稳定在 40%左右。2023 年公司由于资本开支和有息负债率较高未进行分红，2024年公司逐步从扩张期步入收获期，削减资本开支，现金流情况改善，并回购股票。



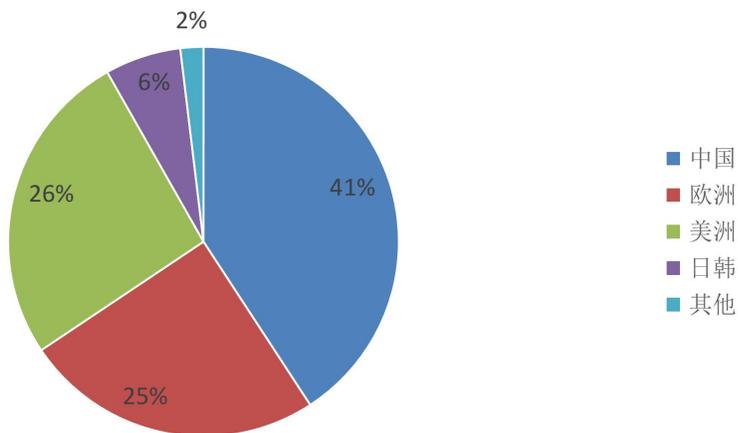
1. 公司概况
2. 传统业务
3. 新兴业务
4. 估值
5. 风险提示



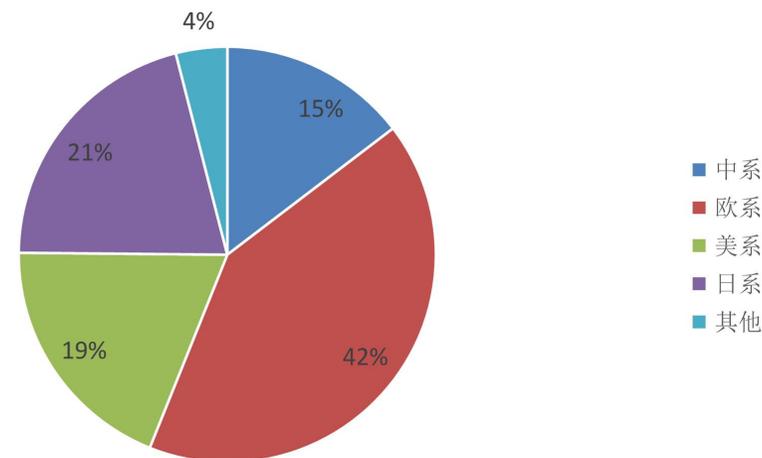
收入结构

- ▶ 海外市场占比持续提高。24上半年，国内市场收入 45.3 亿元，营收占比为 40.8%，海外市场收入 65.7 亿元，海外收入占比 59.2%，美洲市场收入占比 26.2%，欧洲市场收入占比 24.8%。未来随着海外工厂不断投产放量，海外收入有望进一步提升。
- ▶ 客户结构均衡，24上半年欧系客户占比42%，美系占比19%，中系占比15%，日系占比21%。

收入（按客户所在地）



收入（按品牌）

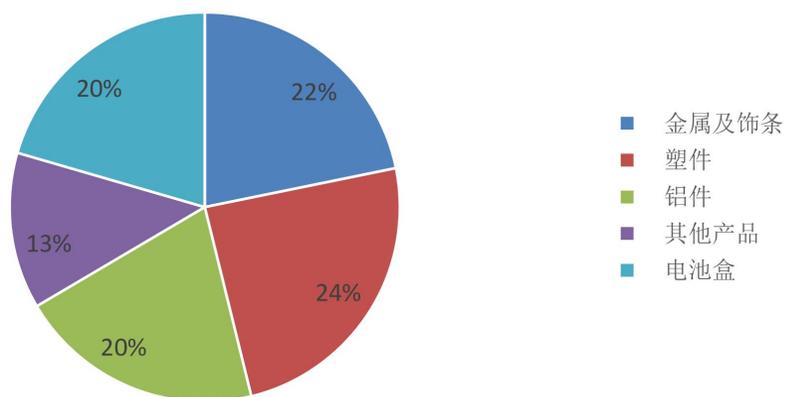




传统业务发展稳健

- 金属饰条、塑件和铝件属于公司传统业务，占主导地位。24H1 收入中 67%来自金属饰条、塑件和铝件销售，传统业务为公司持续发展提供了坚实的基础。33%收入为电池盒，底盘结构件等新业务，是未来业绩主要驱动力。
- 公司数次进行产品的前瞻研发和布局，单车配套价值不断提升。上市初期公司以传统材料外饰和结构件为基本盘，2009 年前后进行轻量化转型，2016 年开始又进一步抓住电动化、智能化和系统化趋势，前瞻布局电池盒等产品，并对传统外饰和结构件进行升级。

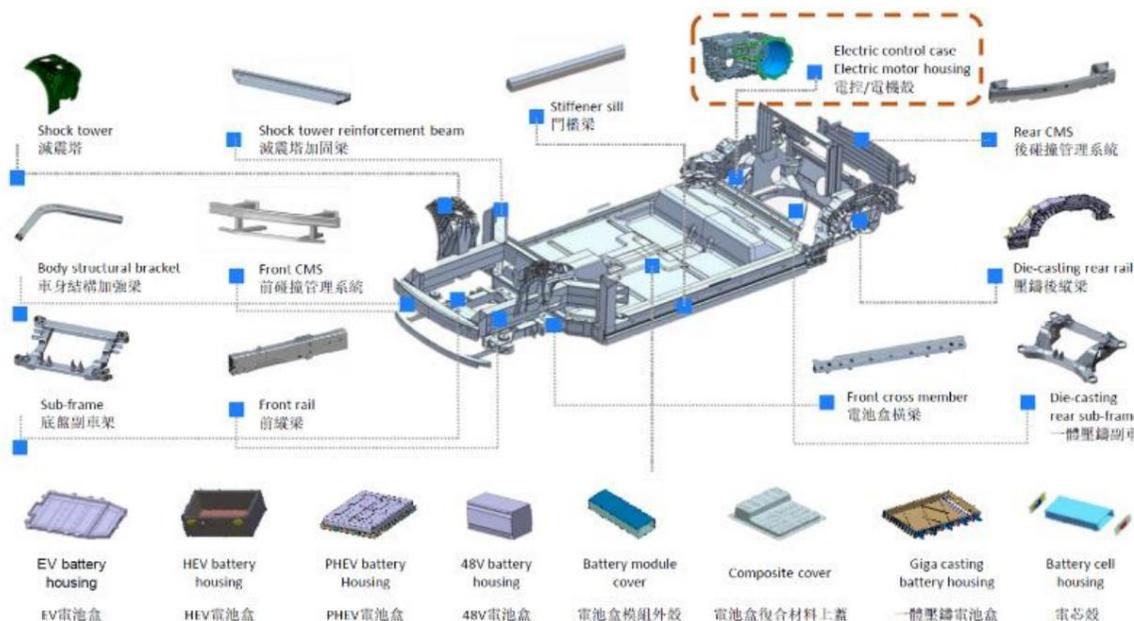
收入（按产品）





电池盒业务发展空间大

- 截止 2024上半年，公司在手订单2360亿元，保障未来业绩稳增长。当中电池盒订单超过1250亿元，占比超过53%。
- 公司目前拥有十余家电池盒工厂，遍布亚太、欧洲和北美地区，在生产和销售方面均具有全球化优势。随着新能源车渗透率不断提高，叠加公司产能持续投放，电池盒业务有望不断放量。客户覆盖市场主流车企，比如比亚迪、特斯拉、小鹏、蔚来、理想、大众、宝马，市占率为全球第一。

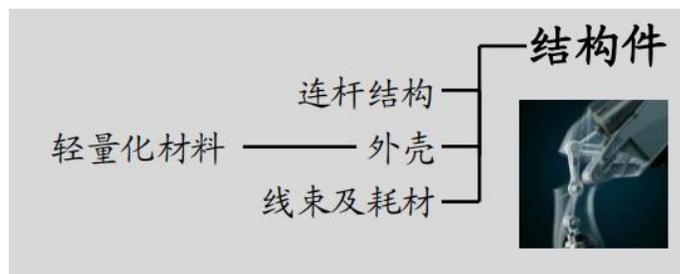
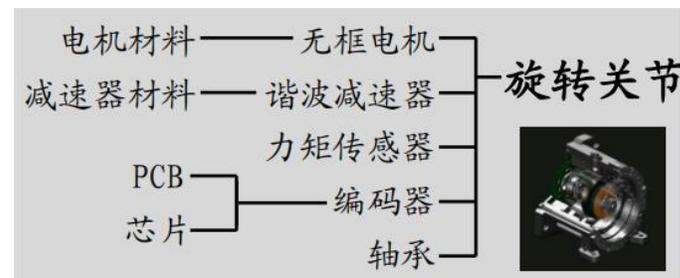


1. 公司概况
2. 传统业务
3. 新兴业务
4. 估值
5. 风险提示



机器人行业

- ▶ 新兴业务全部是由敏实创新研究中心孵化而来。2016年，敏实集团启动战略转型，正式成立创新研究中心。研究中心聚焦汽车智能集成部件与轻量化技术研发，推出车门系统、智能外饰件、铝结构件、电池盒等新产品。
- ▶ 在机器人领域有三类产品：结构件、关节总成、电子皮肤。当中执行结构件与关节总成已经送样，电子皮肤处在方案讨论阶段。
- ▶ 执行结构件是人形机器人的机械支撑框架，负责连接各关节并传递动力，包括连接部件(如上臂和下臂连接杆)、关节部件(肩部关节、膝盖关节和手腕关节等)、密封部件，以及电缆和管道等其他部件。通常采用高强度轻量化材料（如铝合金、碳纤维增强塑料）以平衡强度与重量。敏实在铝合金、碳纤维增强塑料应用上有着较大优势。
- ▶ 关节总成是人形机器人的动力核心，负责将电能转化为机械运动。敏实的产品为旋转关节，由无框扭矩电机、减速器、伺服驱动器、编码器、轴承和扭矩传感器组成。敏实集团可能会与机器人客户联合开发旋转执行器解决方案，并进行执行器组装。主要竞争对手是三花智控、拓普集团等。
- ▶ 人形机器人的电子皮肤由触觉传感器和高弹性材料组成。敏实集团在智能外表面处理方面的领先技术，将有助于其在电子皮肤行业获得市场份额。





低空行业

- 敏实集团依托在汽车零部件规模量产和新能源汽车产品研发和制造技术上的优势，引进杨常卫博士和复材旋翼多名专家，组建30余人的低空飞行产品研发团队。主攻中大型低空飞行器复材机身、旋翼系统和智能座舱及内外饰件。
- 24年11月敏实集团与追梦空天科技签署合作，双方将共同开展DF3000“游龙”eVTOL飞行器的旋翼系统、氢动力系统、无线充电系统、内外饰件及座舱智能化等相关产品研发。DF3000“游龙”是载人eVTOL，于2025年下线，2027年开始批量生产。





汽车无线充电

- 无线充电是自动驾驶的底层基础技术之一。智能驾驶技术，尤其是自动泊车技术应用不断推广后，传统插电式充电方式无法满足“door to door”的全场景智能驾驶的最后一个环节的闭环，而无线充电可完成“door to door”的全场景智能驾驶的最终闭环。
- 随着6月特斯拉robtaxi量产交付，有望引领行业加速推广无线充电技术。无线充电技术可有效解决传统插电源充电便利差及安全风险等痛点，随着智能驾驶技术普及，市场对于无线充电的需求有望快速提升。
- 敏实集团充分利用自身电池盒技术优势和客户端优势，积极拓展至电动车无线充电与电池盒集成技术，2023年已与德国西门子签署战略合作框架协议。推进储充一体机产品的研发和开拓。



请参阅本报告尾部免责声明

1. 公司概况
2. 传统业务
3. 新兴业务
4. 估值
5. 风险提示



估值

➤ 估值方面，我们选择与公司业务相似的内外饰公司、电池盒公司、机器人关节总成公司作为可比公司，其中京威股份和常熟汽饰主营业务为汽车内外饰，与敏实集团传统的金属及饰条、塑件和铝件业务较为相似，估值在10倍；而凌云股份、和胜股份近些年发力电池盒产品，估值为20倍。拓普集团与三花智控新增机器人执行器业务，估值为30倍。

➤ 预计24-26年净利润为 22.0/25.1/31.5亿，对应PE为11.3倍/9.9倍/7.9倍，目前估值较低。



代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿)			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
425.HK	敏实集团	248	22.0	25.1	31.5	11.3	9.9	7.9
002662.SZ	京威股份	58	5.3	5.6	5.7	10.9	10.4	10.2
603035.SH	常熟汽饰	56	6.1	7.5	8	9.2	7.5	7.0
600480.SH	凌云股份	151	7.1	8.3	10	21.3	18.2	15.1
002824.SZ	和胜股份	55	1.7	2.5	3.4	32.4	22.0	16.2
601689.SH	拓普集团	1129	29.5	39.4	48.6	38.3	28.7	23.2
002050.SZ	三花智控	1210	31.6	38.1	46.2	38.3	31.8	26.2
	平均					23.1	18.3	15.1

1. 公司概况
2. 传统业务
3. 新兴业务
4. 估值
5. 风险提示



风险提示

- 行业竞争加剧，引发价格战；
- 美国贸易战；

多谢!

国证国际 研究部

免责声明



國證國際
S D I C S I

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解釋)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010