

买入

主业盈利能力回升，构建完善的线控底盘产品组合

耐世特 (1316.HK)

2025-5-23 星期五

## 【投资要点】

## ➤ 汽车转向系统正逐步从 EPS 向线控过渡

EPS 是实现 ADAS 功能的关键，目前在乘用车中大量使用。线控转向系统相比主流电动助力转向系统，具备响应灵敏度更好，智驾功能拓展性更高，能实现驾驶员操作与车辆运动解耦，并提升紧急转向安全性等优点。线控转向是 L3+自动驾驶的必然选择。

2013 年英菲尼迪 Q50 首次量产应用线控转向系统，之后多家企业不断推进技术发展。2023 年特斯拉发布专利结构图并计划搭载，线控转向进入高速发展期。

## ➤ 公司主业盈利能力回升，正构建完善的线控底盘产品组合

电气化、自动化、软件定义车辆 (SDV) 等大趋势的融合正在重塑汽车行业。公司依靠专业能力可以帮助整车制造商高效地设计、开发、测试及完美整合软件、硬件及整体运动控制系统，在新的产业潮流中具备强大竞争力。

通过改善供应链、降低固定支出等措施，公司净利润率显著回升。2024 年公司权益持有人应占净利润为 61,719,000 美元，较 2023 年的 36,737,000 美元增长 68.1%。2024 年公司共取得客户项目订单量合计 60 亿美元，其中订单总量的 31% 为新/新获取业务，还包含多个线控转向订单，展现出公司的强大竞争力。

公司在 2025 年上半年陆续发布后轮转向 (RWS) 系统和电子机械制动 (EMB) 系统，战略性拓展“线控运动控制”底盘领域，进一步打开未来成长空间。

## ➤ 给予买入评级，目标价 7.61 港元

我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 44.69/47.72/50.68 亿美元，同比增长 4.5%/6.8%/6.2%；归母净利润 1.21/1.62/1.86 亿美元，同比增长 96.2%/34.1%/14.4%。

鉴于公司处于利润快速增长期，我们认为公司合理目标价应为 7.61 港元/股，对应 FY 2025E 财年的 PE 约 19 倍，距现价有 24% 上涨空间，给予“买入”评级。

目标价：7.61 港元

现价：6.14 元

预计升幅：24%

## 重要数据

| 日期          | 2025-5-22 |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元)    | 6.14      |
| 总股本 (亿股)    | 25.1      |
| 总市值 (亿港元)   | 155.2     |
| 净资产 (亿港元)   | 158.5     |
| 总资产 (亿港元)   | 271.8     |
| 52 周高低 (港元) | 6.64/2.29 |
| 每股净资产 (港元)  | 6.31      |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 主要股东

|              |        |
|--------------|--------|
| 耐世特汽车系统 (香港) | 44.03% |
| 北京亦庄国际汽车投资   | 20.92% |

## 相关报告

## 研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

| (百万美元)     | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 4,212.9 | 4,276.1 | 4,468.5 | 4,772.4 | 5,068.3 |
| 同比增长       | 9.6%    | 1.5%    | 4.5%    | 6.8%    | 6.2%    |
| 归母净利润      | 36.7    | 61.7    | 121.0   | 162.3   | 185.6   |
| 同比增长       | -36.7%  | 68.1%   | 96.2%   | 34.1%   | 14.4%   |
| 毛利率        | 8.8%    | 10.5%   | 12.5%   | 13.2%   | 13.3%   |
| 净利率        | 0.9%    | 1.4%    | 2.7%    | 3.4%    | 3.7%    |
| 每股收益 (港元)  | 0.11    | 0.19    | 0.38    | 0.50    | 0.58    |
| PE@6.14HKD | 50.5    | 30.1    | 15.3    | 11.4    | 10.0    |

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 预测和整理

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1.公司基本情况 .....                  | 4  |
| 1.1 公司简介 .....                  | 4  |
| 1.2 公司发展历程 .....                | 5  |
| 1.3 公司股权架构 .....                | 5  |
| 2.汽车转向系统正逐步从 EPS 向线控过渡 .....    | 6  |
| 2.1EPS 是当下主流转向系统 .....          | 6  |
| 2.2 自动驾驶需求推动线控转向渗透率逐步提升 .....   | 8  |
| 3.公司主业回升，构建完善的线控底盘产品组合 .....    | 9  |
| 3.1 公司在汽车产业发展新趋势中具有强大竞争力 .....  | 9  |
| 3.2 2024 年公司盈利能力回升 .....        | 10 |
| 3.3 公司订单数量以及区域和品种结构不断取得突破 ..... | 11 |
| 3.4 公司战略性拓展线控底盘产品组合 .....       | 13 |
| 3.5 关税因素对公司业绩影响或非常有限 .....      | 14 |
| 4.盈利预测与投资建议 .....               | 14 |
| 5.风险提示 .....                    | 15 |
| 【财务报表摘要】 .....                  | 16 |
| 投资评级定义及免责条款 .....               | 17 |

## 图目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：公司主要产品 .....               | 4  |
| 图 2：公司全球业务布局 .....             | 4  |
| 图 3：公司股权架构 .....               | 6  |
| 图 4：线控转向具有广泛的适配性 .....         | 9  |
| 图 5：2024 年公司关键财务指标 .....       | 10 |
| 图 6：公司 2024 年新增订单（亿美元） .....   | 12 |
| 图 7：公司 2024 年新增订单结构（亿美元） ..... | 12 |
| 图 8：公司 2025 年 1 季度订单构成 .....   | 12 |
| 图 9：公司 2025 年 Q1 主要投产项目 .....  | 13 |
| 图 10：公司战略性拓展线控底盘产品 .....       | 14 |

## 表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1：公司发展历程 .....                             | 5  |
| 表 2：公司全球股东持仓前 20 位（截至 2025 年 3 月 31 日） ..... | 5  |
| 表 3：汽车转向系统发展历程 .....                         | 7  |
| 表 4：国内汽车市场 2024 年 EPS 份额排名前 10 位 .....       | 7  |
| 表 5：汽车配件行业估值（20250522） .....                 | 15 |

## 1. 公司基本概况

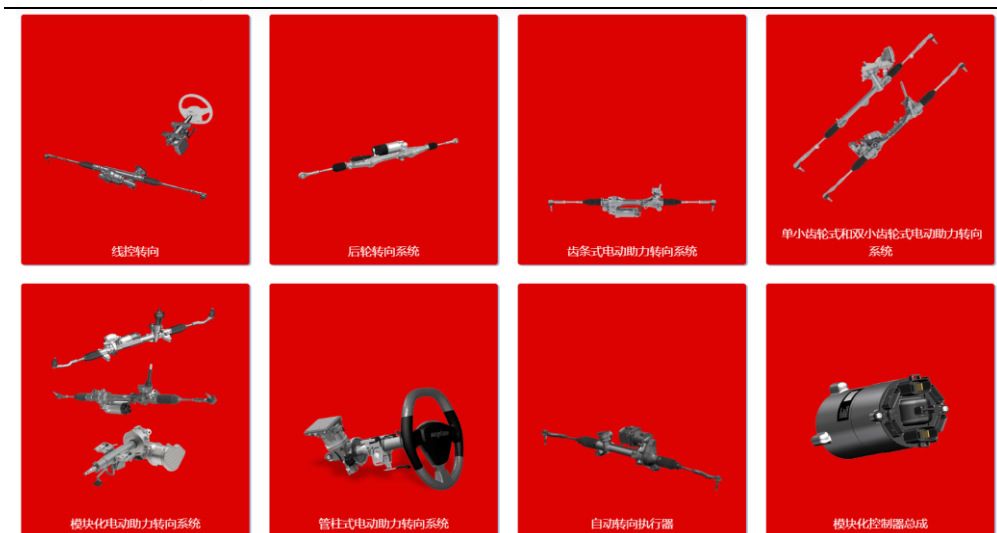
### 1.1 公司简介

公司是全球领先的运动控制技术公司，产品和技术组合包括电动助力和液压助力转向系统、线控转向系统、转向管柱与中间轴、驱动系统以及软件解决方案。

公司为包括电气化、软件/网联、先进驾驶辅助系统（ADAS）/自动驾驶和共享出行在内的所有大趋势所面临的运动控制挑战提供解决方案，为全球 60 余家客户提供服务，包括宝马、福特、通用、雷诺日产三菱、Stellantis、大众，以及中国的比亚迪、奇瑞、长城、吉利、小鹏等和印度的汽车制造商。

公司布局全球，27 个工厂、5 个技术中心和 13 个客户服务中心遍布全球六大洲

图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司全球业务布局



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 公司发展历程

公司创立于1906年，名为 Jackson, Church & Wilcox。2010年公司更名为耐世特，并被中国航空工业集团收购。

公司秉承不懈创新的承诺，从2011年推出第一个全尺寸皮卡使用的齿条式电动助力转向（REPS）系统到2018年推出先进转向技术套件，再到凭借带可收缩式转向管柱的线控转向获得2021年《汽车新闻》PACE pilot 创新前瞻奖等。多年来，公司在技术和其他领域的领导地位在全球市场都屡获殊荣。

表 1：公司发展历程

| 年度   | 事件                                                          |
|------|-------------------------------------------------------------|
| 1906 | 作为 Jackson, Church & Wilcox公司创立于美国密西根州萨基诺市                  |
| 1909 | 被别克收购                                                       |
| 1917 | 成为通用汽车的业务部门                                                 |
| 1919 | 更名为萨基诺产品公司，继续作为通用汽车公司旗下的业务部门                                |
| 1928 | 萨基诺公司拆分为四个相互独立的业务部门，旗下新设立的萨基诺转向器业务部门负责转向系统的设计和制造            |
| 1952 | 随着车辆变大，手动转向变得更难，由一个齿轮、液压泵、气门机构和各种软管组成的全新萨基诺安全助力转向系统被开发和生产出来 |
| 1995 | 萨基诺业务部门成为通用汽车公司的一个独立业务部门，被称为德尔福汽车系统                         |
| 1999 | 德尔福成为一家独立的公司                                                |
| 2010 | 通用将更名为耐世特汽车系统的公司出售给太平洋世纪汽车系统，后者让渡给中国航空工业集团                  |
| 2013 | 耐世特汽车系统在香港上市（1316.HK）                                       |
| 2016 | 耐世特汽车系统的全球总部在美国密西根州奥本山启用                                    |
| 2018 | 耐世特汽车系统推出数字追踪制造系统，这是一种集成制造和设计的整体方法                          |
| 2021 | 公司带可收缩式转向管柱的线控转向荣获《汽车新闻》PACE pilot 创新前瞻奖                    |
| 2022 | 公司宣布与Tactile Mobility共同推出路面和轮胎探测软件                          |
| 2023 | 公司对资源重新进行了战略性分配，以满足线控转向和软件方面不断增长的需求                         |

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.3 公司股权架构

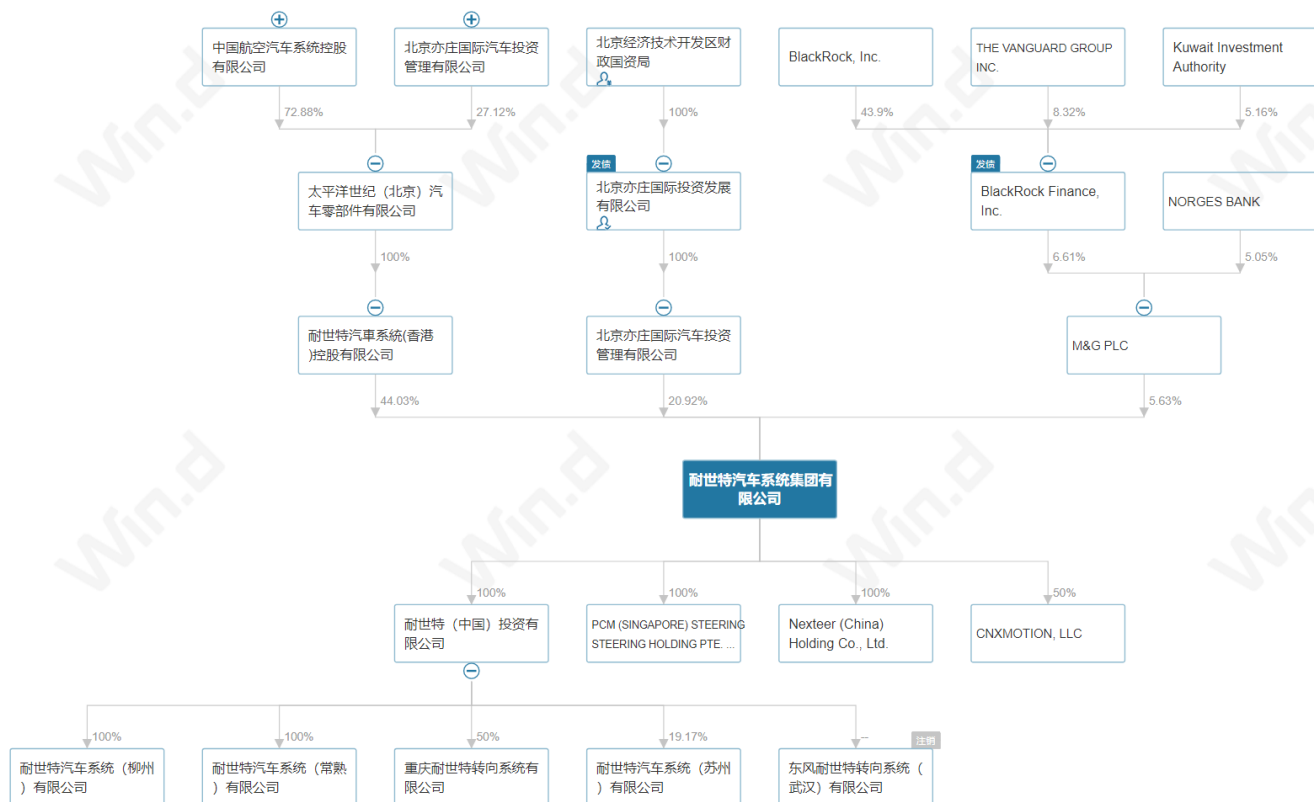
公司于2013年在香港上市。中航工业集团通过旗下的耐世特汽车系统（香港）控股公司持有公司44%股权。

表 2：公司全球股东持仓前 20 位（截至 2025 年 3 月 31 日）

| 序号 | 股东名称                            | 持股数量(万股)   | 持股比例(%) | 持股市值(万元)   | 持股数量变动(万股) | 持股比例变动(%) | 变动方向 | 截止日期       |
|----|---------------------------------|------------|---------|------------|------------|-----------|------|------------|
| 1  | 耐世特汽车系统(香港)控股有限公司               | 110,500.00 | 44.03   | 340,702.88 | 0.00       | 0.00      | 不变   | 2024-12-31 |
| 2  | 北京亦庄国际汽车投资管理有限公司                | 52,500.00  | 20.92   | 161,872.41 | 0.00       | 0.00      | 不变   | 2024-12-31 |
| 3  | M&G PLC                         | 12,458.70  | 4.96    | 38,413.71  | 12,458.70  | 4.96      | 新进   | 2025-02-25 |
| 4  | 先锋领航集团                          | 1,301.60   | 0.52    | 4,013.19   | -801.91    | -0.32     | 减持   | 2025-02-28 |
| 5  | 易方达基金管理有限公司                     | 1,253.30   | 0.50    | 3,864.28   | 146.70     | 0.06      | 增持   | 2025-03-31 |
| 6  | 中欧基金管理有限公司                      | 1,026.00   | 0.41    | 3,163.45   | 762.50     | 0.30      | 增持   | 2024-12-31 |
| 7  | 富国基金管理有限公司                      | 975.10     | 0.39    | 3,006.51   | 975.10     | 0.39      | 新进   | 2025-03-31 |
| 8  | GLOBAL X MANAGEMENT COMPANY LLC | 928.09     | 0.37    | 2,861.57   | -179.48    | -0.07     | 减持   | 2025-02-28 |
| 9  | 招商基金管理有限公司                      | 741.90     | 0.30    | 2,287.49   | 741.90     | 0.30      | 新进   | 2024-12-31 |
| 10 | 华夏基金管理有限公司                      | 494.11     | 0.20    | 1,523.49   | 494.11     | 0.20      | 新进   | 2024-12-31 |
| 11 | 嘉实基金管理有限公司                      | 308.20     | 0.12    | 950.27     | -1,504.10  | -0.60     | 减持   | 2025-03-31 |
| 12 | 长江证券(上海)资产管理有限公司                | 250.00     | 0.10    | 770.82     | 250.00     | 0.10      | 新进   | 2025-03-31 |
| 13 | 前海开源基金管理有限公司                    | 86.80      | 0.03    | 267.63     | 86.80      | 0.03      | 新进   | 2024-12-31 |
| 14 | 汇添富基金管理股份有限公司                   | 80.20      | 0.03    | 247.28     | -95.40     | -0.04     | 减持   | 2025-03-31 |
| 15 | 浙商基金管理有限公司                      | 75.90      | 0.03    | 234.02     | 75.90      | 0.03      | 新进   | 2024-12-31 |
| 16 | 贝莱德基金管理有限公司                     | 44.80      | 0.02    | 138.13     | -111.60    | -0.04     | 减持   | 2024-12-31 |
| 17 | 海富通基金管理有限公司                     | 37.60      | 0.01    | 115.93     | 1.00       | 0.00      | 增持   | 2024-12-31 |
| 18 | 格林基金管理有限公司                      | 30.50      | 0.01    | 94.04      | 22.20      | 0.01      | 增持   | 2025-03-31 |
| 19 | 浦银安盛基金管理有限公司                    | 14.60      | 0.01    | 45.02      | 0.00       | 0.00      | 不变   | 2024-12-31 |
| 20 | 安信基金管理有限责任公司                    | 11.30      | 0.00    | 34.84      | 4.00       | 0.00      | 增持   | 2025-03-31 |

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司股权架构



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 汽车转向系统正逐步从 EPS 向线控过渡

### 2.1 EPS 是当下主流转向系统

汽车转向系统历经了机械转向系统（MS）、机械液压助力转向系统（HPS）、电动液压助力转向系统（EHPS）、电动助力转向系统（EPS）的发展。

EPS 是用电机辅助驾驶员进行转向。通过硬件及软件同步开发及共同无缝运作，并考虑驾驶动力及操作环境，可以让驾驶员具备“与道路连接”的路感，进而可以让驾驶员可充分领略与车辆品牌（如豪华型、运动型等）相对应的驾驶体验。同时，EPS 系统能够向驾驶员传递与路面类型（如结冰、沙砾等）相关的重要安全提示。

EPS 是实现 ADAS 功能的关键，目前在乘用车中大量使用。

表 3：汽车转向系统发展历程

| 系统类型              | 发展时间        | 主要历程                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 机械式转向系统 (MS)      | 1900-1950年代 | 早期汽车采用的是纯机械转向系统，主要由转向操纵机构、转向器、转向传动机构三大部分组成。驾驶员转动方向盘驱动转向齿轮，通过机械连接直接改变前轮方向，结构简单，成本低，可靠性和耐久性好。但由于轮胎与地面的反作用力直接传递到方向盘，驾驶员操作负担重，尤其是泊车和低速行驶时，转向费力，在重型车辆上操作风险较大                                                                             |
| 液压助力转向系统          | 1950-1980年代 | 为解决机械式转向系统的问题，1951年克莱斯勒将成熟的液压转向助力系统应用在Imperial车系上。该系统在传统机械转向系统基础上增加了液压助力系统，通过发动机驱动油泵，产生液压能转化为转向能量，辅助机械转向器工作，大大减轻了驾驶员的操作负担，提高了汽车的操控性能和舒适性。不过，液压助力转向系统无法兼顾车辆低速时的转向轻便性和高速时的转向稳定性，且会消耗发动机动力                                             |
| 电控液压助力转向系统 (EHPS) | 1980年代      | 1983年，日本Koyo公司推出具备车速感应功能的电控液压助力转向系统。该系统在HPS基础上增加了电控单元，包括动力转向ECU、电磁阀、车速传感器、转向角度传感器等，用电机替代发动机驱动油泵，可根据车速、转向角度等信息，按照实际需要调节转向助力的大小。车辆高速行驶时助力小，提高了稳定性；低速行驶时助力大，更加省力。但EHPS结构复杂、造价较高，且无法克服液压系统自身的缺点，是一种过渡产品                                 |
| 电动助力转向系统 (EPS)    | 1980年代至今    | 1988年，日本Suzuki公司在小型轿车Cervo上配备了Koyo公司研发的转向柱助力式电动助力转向系统；1990年，日本Honda公司在运动型轿车NSX上采用了自主研发的齿条助力式电动助力转向系统。EPS直接依靠电机提供辅助扭矩，主要由扭矩传感器、车速传感器、电动机、减速机构和电子控制单元 (ECU) 等组成。它具有节能、环保、响应快、助力特性好等优点，能根据不同车速和车况提供合适的转向助力，还能实现故障诊断和报警功能，逐渐成为汽车转向系统的主流 |
| 线控转向系统 (2000年代至今) | 2007年至今     | 英菲尼迪推出第一款应用线控转向技术的量产车型“Q50”。线控转向系统实现了方向盘和转向机构之间的完全解耦，通过电子信号连接和控制，摆脱了传统转向机构的结构束缚，可实现更灵活、自由的转向控制，响应更为迅速，能通过精密的控制算法实现车辆的智能化转向，为实现高度智能化的自动驾驶提供了可能                                                                                       |

资料来源：公司官网、汽车之家、国元证券经纪（香港）整理

表 4：国内汽车市场 2024 年 EPS 份额排名前 10 位

| 排名 | 公司名称  | 2024年中国市场份额 |
|----|-------|-------------|
| 1  | 博世华域  | 26.65%      |
| 2  | 耐世特   | 16.16%      |
| 3  | 采埃孚   | 11.62%      |
| 4  | JTEKT | 8.39%       |
| 5  | NSK   | 5.20%       |
| 6  | 豫北转向  | 4.86%       |
| 7  | 现代摩比斯 | 5.11%       |
| 8  | 万都    | 4.04%       |
| 9  | 蒂森克虏伯 | 3.99%       |
| 10 | 世宝股份  | 2.60%       |

资料来源：高工汽车、国元证券经纪（香港）整理

## 2.2 自动驾驶需求推动线控转向渗透率逐步提升

线控转向技术通过电信号控制液压激励器或电动机产生转向力矩，驱动转向轮转向。线控转向系统（SbW）以电信号传递与控制取代传统机械连接结构，属于全动力转向。配备该系统的车辆具备自动驾驶和手动操控两种模式。

线控转向技术发展分为三个阶段：20 世纪 50 年代起源，为萌芽期；20 世纪 90 年代，在美、欧、日取得较大进展，概念车陆续展出，进入启动期；2013 年英菲尼迪 Q50 量产应用，之后多家企业不断推进技术发展，2023 年特斯拉发布专利结构图并计划搭载，线控转向进入高速发展期。

线控转向系统相比主流电动助力转向系统，具备响应灵敏度更好，智驾功能拓展性更高，能实现驾驶员操作与车辆运动解耦，并提升紧急转向安全性等优点。线控转向是 L3+自动驾驶的必然选择，可满足自动驾驶需求，利于无人驾驶车辆结构设计。但以线控转向系统当前的发展水平，也面临可靠性、电源、传感器精度与成本、路感模拟等问题。

随着技术水平与市场应用逐步成熟，未来线控转向系统有如下发展趋势：

- **智能化和集成化：**随着人工智能和大数据技术的应用，SBW 系统将能够实现更加精准的转向控制，包括自适应转向和预测性转向等功能。通过分析驾驶员的驾驶习惯和车辆行驶环境，SBW 系统将能够提供更加个性化的驾驶体验。
- **硬件轻量化和小型化：**随着材料科学和制造工艺的进步，转向执行器和传感器等部件的体积和重量将得到有效降低，这将有助于提高车辆的燃油效率和整体性能。同时，更高效能量回收系统也将被集成到 SBW 系统中，进一步降低能耗。
- **高安全性和可靠性：**随着自动驾驶技术的快速发展，SBW 系统需要具备更高的安全标准和故障诊断能力。未来，SBW 系统将集成更多的冗余设计和故障检测机制，确保在极端情况下系统的稳定性和可靠性。此外，随着网络安全技术的进步，SBW 系统也将更加注重数据保护和信息安全。

从适配角度，线控转向系统是单一可应用于所有汽车类型、动力类型、左右侧驾驶等的转向系统。因此，采用线控转向系统标准化可为整车制造商提供前所未有的潜力，来大幅减少零部件、降低复杂性、简化库存管理、缩短组装及配合时间等。

对于整车制造商而言，从企业角度采用线控转向系统不仅在于降低采用尖端技术的成本，也在于打通获得企业范围价值及竞争优势的战略途径。因此，越来越多的整车厂正在加大对线控转向系统的研究与装车研发。

图 4：线控转向具有广泛的适配性



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 3.公司主业回升，构建完善的线控底盘产品组合

#### 3.1 公司在汽车产业发展新趋势中具有强大竞争力

电气化、自动化、软件定义车辆（SDV）等大趋势的融合正在重塑汽车行业，改变过去人所熟知的移动出行。汽车只会变得更加精密复杂，网联程度更高，车辆架构更加向集中式发展。软件也为硬件标准化的推动力，尤其在先进转向系统方面更是如此。这使得整车制造商能够编写组件级软件，以针对豪华 SUV、皮卡或跑车等不同车辆调校转向路感，即便同一平台的不同车辆使用相同的转向系统硬件，也可以各具特色。

公司依靠专业能力可以帮助整车制造商高效地设计、开发、测试及完美整合软件、硬件及整体运动控制系统，在新的产业潮流中具备强大竞争力。

随着整车制造商寻求与供应商甚至其他汽车制造商合作，以降低成本，填补专业知识空白及更快地将其 SDV 推向市场，行业协作的开放程度达到史上最高水

平。公司与整车制造商的协作从客户要求开始，一直持续到车辆生命周期结束，以提升软件工程效率，助力其 SDV 平台更快地推向市场。

公司走在当今车辆及未来 SDV 转向软件开发的前沿。公司的转向软件，实现所有美国汽车工程师协会 (SAE) ADAS 级别中的先进安全性及性能，包括从优化转向辅助及转向手感，到支援停车辅助、车道保持等驾驶辅助功能，最终达至全自动驾驶。

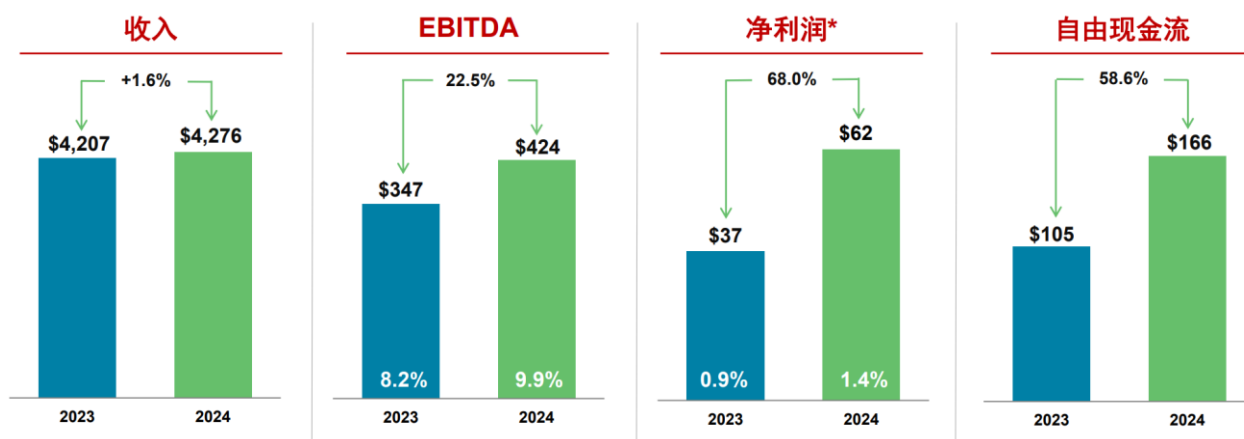
为了支持向集中式电气电子 (E/E) 架构及 SDV 的转变，公司的转向软件（用于 SbW 及 EPS）可以集成至先进的电子元器件（例如，域或区域控制单元），从而支持硬件与软件的解耦，通过摆脱硬件开发时间线的限制来加快开发。集中式 E/E 架构也可以增强无线传输 (OTA) 能力，增加将新的创新功能推向市场的灵活性，使整车制造商能够持续优化驾驶体验。

### 3.2 2024 年公司盈利能力回升

2024 年公司收入连续两年收入创历史新高，达 43 亿美元，较 2023 年增加 1.6%，就外汇及商品补偿作出调整后，公司的收入增长 2.5%，较市场表现高出 360 个基点。其中亚太区收入创下 13 亿美元历史新高，较 2023 年增加 10.1%，同时在中国国内整车制造商客户中保持了领先供应商地位。

通过改善供应链、降低固定支出等措施，公司净利润率显著回升。2024 年公司权益持有人应占净利润为 61,719,000 美元，较 2023 年的 36,737,000 美元增长 68.1%。在盈利增加、严控资本及营运资金管理推动下，产生自由现金流量 1.664 亿美元，显著优于 2023 年。

图 5：2024 年公司关键财务指标



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.3 公司订单数量以及区域和品种结构不断取得突破

2024 年公司共取得客户项目订单量合计 60 亿美元，其中订单总量的 31% 为新/新获取业务，展现出公司的强大竞争力。

与 2023 年相比，公司来自领先的中国国内整车制造商的订单量增加 38%，占订单总量的 28%，达到前所未有的水平，表明公司在中国这一全球竞争最激烈、技术迭代最快的市场的影响力不断增强。

其中，公司在线控转向领域取得多个突破：

- 首次赢得来自一个领先的中国国内整车制造商的 SbW 订单（历史上第三个 SbW 订单）；
- 首次赢得另一个领先的中国国内整车制造商后轮转向（RWS，为 SbW 的一种）订单；
- 首次赢得线控转向（RWA）订单，该订单用于一间全球电动车领导者提供的 L4 级高度自动化出行即服务应用。RWA 是公司 SbW 产品组合的一部分。RWA 通过软件接收转向指令，并相应控制车辆移动。就 MaaS 车辆而言，公司的解决方案通过冗余设计及更高耐用性设计，提供了额外的安全保障，以支持车辆运行时间远超个人拥有传统车辆的高度自动化应用。

2025 年第一季度，公司在全球范围内获得 8 亿美元订单，实现了 23 项新项目启动，创历史新高。其中 14 个项目涉及电池电动车平台，19 个项目为新增或首次合作业务。在欧洲市场，公司推出了多款单齿轮和柱式 EPS 项目；在亚太市场，则有多个半轴项目上线，旨在提升新能源汽车的舒适性、耐久性和动力性能。特别是在中国市场，公司将首次推出双齿轮 EPS 项目，这将进一步巩固公司该市场的竞争力。

图 6：公司 2024 年新增订单（亿美元）

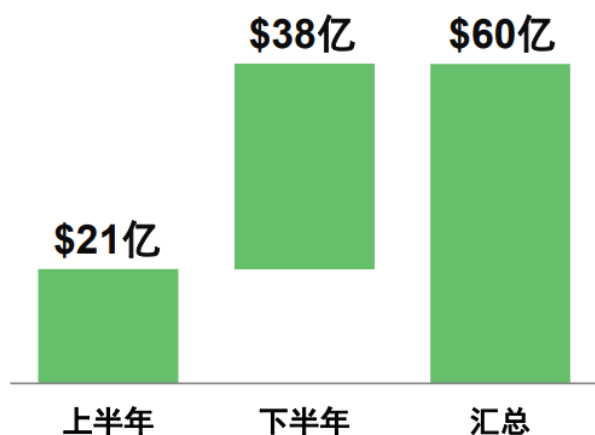
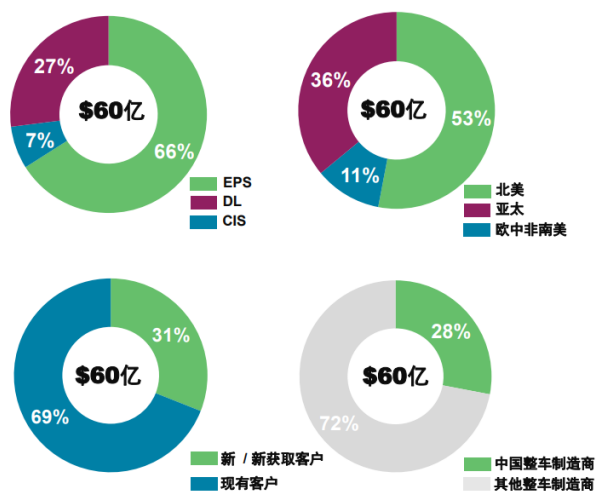


图 7：公司 2024 年新增订单结构（亿美元）



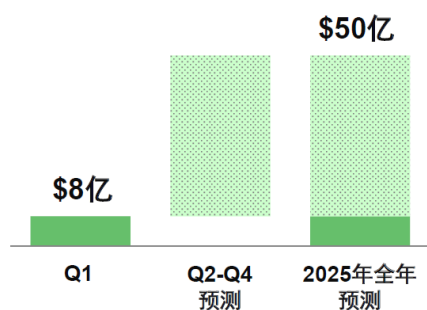
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 8：公司 2025 年 1 季度订单构成

### 订单\*

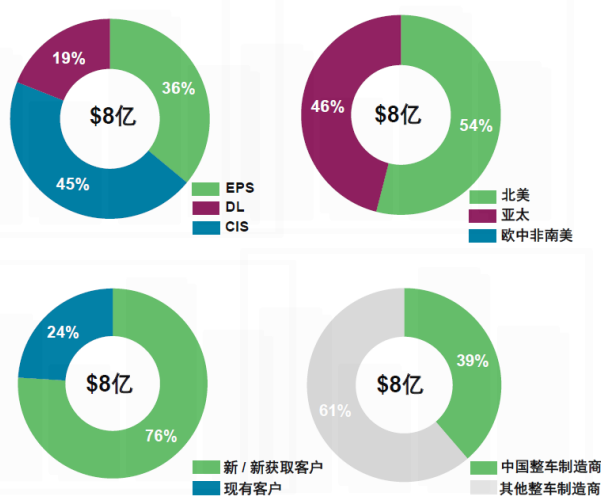
(\$ 亿美元)



\* 订单信息是通过我们内部记录编制的，此类信息未经我们的审计师审计或审阅

### 第一季度订单构成

(\$ 亿美元)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 9：公司 2025 年 Q1 主要投产项目



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

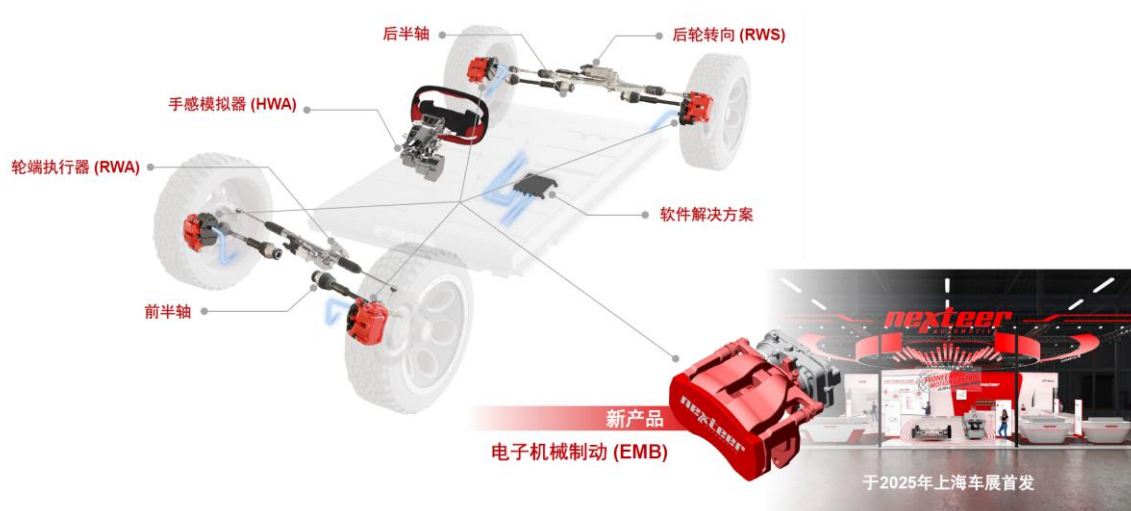
### 3.4 公司战略性拓展线控底盘产品组合

公司正在构建越来越丰富和完整的线控底盘产品组合。包括：

- **后轮转向（RWS）系统。**今年3月，公司推出一款后轮转向系统产品，在设计上兼顾成本效益、轻量化、耐久以及无缝整车集成。同时该系统经过优化，可使后轮与前轮协同转动，最大转向角度可达12度，在低速和高速行驶时都能优化车辆的操控性能。这套系统提升了车辆的操控性、稳定性、安全性和整体性能，能够提升驾驶者的驾驶体验，尤其适用于皮卡、SUV和电车等轴距较长的重型车辆。公司已与一家领先的中国整车厂签订了两份后轮转向系统订单，预计将于2026年开始量产。
- **电子机械制动（EMB）系统。**公司于今年4月推出电子机械制动（EMB）系统，这是一款先进的线控制动（Brake-by-Wire）解决方案，可提升安全性、舒适性和可维护性，并支持软件定义底盘的集成。公司的中国团队利用公司现有技术模块打造了这款模块化、高精度的制动系统，通过技术反哺为全球业务注入新动力并从战略上将产品技术拓展至底盘“线控运动控制（Motion-by-Wire）”领域。

公司的 EMB 代表了下一代线控制动技术，它用电子控制取代了液压油和机械连接装置，能通过每个车轮上的执行器实现数字化、高精度的制动功能。这款 EMB 可以视为公司更广泛的底盘运动控制战略的第一步。通过利用公司在线控转向、制动转向以及软件方面的基础技术模块，公司具备独特的优势地位，能够以创新的模块化方式实现高精度制动以及集成式、智能化的底盘控制。

图 10：公司战略性拓展线控底盘产品



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.5 关税因素对公司业绩影响或非常有限

公司密切关注北美地区的关税发展及其对生产量的潜在影响，并采取了一系列措施以减轻相关风险。

通过与供应商和客户合作，公司正在努力减少关税成本，并将无法规避的成本作为“转嫁费用”传递给客户。

此外，公司在美国的运营中，仅有约 15% 的材料来自北美以外地区，且美中之间的贸易暴露极低。墨西哥工厂作为主要进口商，负责向美国输送约 5 亿美元的成品，其中大部分已符合 USMCA 协议要求，从而避免额外关税负担。这种区域化供应链策略有效降低了外部政策波动对公司的影响。

## 4. 盈利预测与投资建议

我们认为公司的收入和利润正处于中长期上升轨道，主要动力包括：

- 亚洲市场增长迅速，公司与客户的合作正不断深化；
- 线控转向系统市场渗透率不断提高，有助于公司获得持续不断的订单；
- 公司战略性拓展“线控运动控制”底盘领域，进一步打开未来成长空间；
- 产品组合升级叠加成本管控得当，公司利润率有望持续提升；
- 对关税有全面应对措施，受影响的程度比较可控。

我们预测公司 FY2025 至 FY2027 实现收入 44.69/47.72/50.68 亿美元，同比增长 4.5%/6.8%/6.2%；归母净利润 1.21/1.62/1.86 亿美元，同比增长 96.2%/34.1%/14.4%。

鉴于公司处于利润快速增长期，我们认为公司合理目标价应为 7.61 港元/股，对应 FY 25E 财年的 PE 约 19 倍，距现价有 24% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 5：汽车配件行业估值（20250522）

| 证券代码    | 证券简称  | 最新股价<br>港元/股 | 总市值<br>(亿港元) | 主营业务收入（亿元人民币） |       |        | 归母净利润（亿元人民币） |      |        | PE   |       |       | PB  |
|---------|-------|--------------|--------------|---------------|-------|--------|--------------|------|--------|------|-------|-------|-----|
|         |       |              |              | 2023          | 2024  | 增速     | 2023         | 2024 | 增速     | 2024 | 2025E | 2026E |     |
| 3606.HK | 福耀玻璃  | 57.15        | 1,500.3      | 331.6         | 392.5 | 18.4%  | 56.3         | 75.0 | 33.2%  | 18.4 | 15.7  | 13.5  | 3.9 |
| 0425.HK | 敏实集团  | 21.60        | 230.6        | 205.2         | 231.5 | 12.8%  | 19.0         | 23.2 | 21.9%  | 10.0 | 8.5   | 7.1   | 1.1 |
| 1571.HK | 信邦控股  | 3.61         | 33.3         | 31.0          | 32.1  | 3.4%   | 6.1          | 5.6  | -7.2%  | 6.0  | 0.0   | 0.0   | 1.0 |
| 0710.HK | 京东方精电 | 5.80         | 42.2         | 97.5          | 124.5 | 27.7%  | 4.3          | 3.6  | -15.9% | 11.7 | 9     | 7.7   | 1.0 |
| 1057.HK | 浙江世宝  | 4.48         | 84.3         | 18.2          | 26.9  | 48.0%  | 0.8          | 1.5  | 93.2%  | 22.9 | 0.0   | 0.0   | 1.8 |
| 1148.HK | 新晨动力  | 0.19         | 2.2          | 53.4          | 60.8  | 13.9%  | 0.4          | 0.4  | -7.1%  | 5.8  | 0.0   | 0.0   | 0.1 |
| 0564.HK | 郑煤机   | 14.56        | 280.5        | 364.2         | 370.5 | 1.7%   | 33.0         | 39.4 | 19.5%  | 6.1  | 5.6   | 5.5   | 1.1 |
| 0305.HK | 五菱汽车  | 0.43         | 13.0         | 104.8         | 79.5  | -24.2% | 0.2          | 0.5  | 115.6% | 25.9 | 0.0   | 0.0   | 0.7 |
| 1316.HK | 耐世特   | 6.14         | 141.6        | 298.0         | 307.4 | 3.2%   | 2.6          | 4.4  | 70.5%  | 32.2 | 15.3  | 11.4  | 1.0 |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

## 5.风险提示

- 行业竞争加剧、新业态拓展不及预期、关税政策有超预期变化。

## 【财务报表摘要】

| 资产负债表 (百万美元)     | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 损益表 (百万美元)          | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产:</b>     |         |         |         |         |         | <b>营业总收入</b>        | 4,212.9      | 4,276.1      | 4,468.5      | 4,772.4      | 5,068.3      |
| 现金及现金等价物         | 311.7   | 422.3   | 621.6   | 866.9   | 1,036.0 | <b>主营业务收入</b>       | 4,206.8      | 4,276.1      | 4,468.5      | 4,772.4      | 5,068.3      |
| 应收款项合计           | 936.8   | 978.2   | 893.7   | 859.0   | 912.3   | <b>其他营业收入</b>       | 6.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 存货               | 299.1   | 283.8   | 268.1   | 286.3   | 304.1   | <b>营业总支出</b>        | 4,143.7      | 4,175.5      | 4,260.8      | 4,499.7      | 4,758.3      |
| 其他流动资产           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | <b>营业成本</b>         | 3,838.2      | 3,827.6      | 3,912.2      | 4,142.4      | 4,394.2      |
| <b>流动资产合计</b>    | 1,547.6 | 1,684.3 | 1,783.4 | 2,012.3 | 2,252.4 | <b>营业开支</b>         | 305.5        | 347.9        | 348.6        | 357.3        | 364.1        |
| <b>非流动资产:</b>    |         |         |         |         |         | <b>营业利润</b>         | 69.2         | 100.6        | 207.7        | 272.6        | 310.0        |
| 固定资产净值           | 1,000.2 | 981.1   | 1,079.2 | 1,187.1 | 1,305.8 | <b>净利息和其他非经常性收益</b> | -5.0         | 16.6         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 权益性资产和其他长期投资     | 18.4    | 22.7    | 25.0    | 27.5    | 30.2    | <b>除税前利润</b>        | 64.2         | 117.2        | 207.7        | 272.6        | 310.0        |
| 商誉及无形资产          | 783.9   | 723.7   | 730.9   | 738.2   | 745.6   | <b>减: 所得税</b>       | 19.1         | 42.1         | 72.7         | 95.4         | 108.5        |
| 土地使用权            | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | <b>少数股东损益</b>       | 8.4          | 13.4         | 14.0         | 15.0         | 15.9         |
| 其他非流动资产          | 54.3    | 67.3    | 80.8    | 82.4    | 84.0    | <b>持续经营净利润</b>      | 36.7         | 61.7         | 121.0        | 162.3        | 185.6        |
| <b>非流动资产合计</b>   | 1,856.8 | 1,794.8 | 1,915.9 | 2,035.2 | 2,165.7 | <b>净利润</b>          | 36.7         | 61.7         | 121.0        | 162.3        | 185.6        |
| <b>总资产</b>       | 3,404.6 | 3,479.1 | 3,699.3 | 4,047.5 | 4,418.1 | <b>归属普通股股东净利润</b>   | 36.7         | 61.7         | 121.0        | 162.3        | 185.6        |
| <b>流动负债:</b>     |         |         |         |         |         |                     |              |              |              |              |              |
| 应付账款及票据          | 833.4   | 873.2   | 860.7   | 994.2   | 1,054.6 | <b>现金流量表</b>        | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 应交税金             | 35.9    | 33.9    | 35.4    | 37.8    | 40.2    | 经营活动产生的现金流量净额       | 404.1        | 446.2        | 466.3        | 498.0        | 502.4        |
| 交易性金融负债          | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 投资活动产生的现金流量净额       | -299.1       | -279.8       | -307.8       | -301.6       | -392.1       |
| 短期借贷及长期借贷当期到期部   | 14.1    | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 筹资活动产生的现金流量净额       | -38.4        | -43.2        | 40.8         | 49.0         | 58.8         |
| 其他流动负债           | 205.6   | 245.2   | 328.4   | 465.2   | 678.7   | 汇率变动的影响             | -0.8         | -12.7        | -            | -            | -            |
| <b>流动负债合计</b>    | 1,089.1 | 1,152.5 | 1,224.6 | 1,497.3 | 1,773.6 | <b>现金净流量:</b>       |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债:</b>    |         |         |         |         |         | 现金及现金等价物净增加额        | 65.8         | 110.5        | 199.3        | 245.3        | 169.1        |
| 长期借贷             | 35.0    | 47.6    | 57.1    | 68.5    | 82.3    | 现金及现金等价物期初余额        | 245.9        | 311.7        | 422.3        | 621.6        | 866.9        |
| 其他非流动负债          | 269.7   | 249.2   | 299.0   | 358.8   | 430.6   | 现金及现金等价物期末余额        | 311.7        | 422.3        | 621.6        | 866.9        | 1,036.0      |
| <b>非流动负债合计</b>   | 304.6   | 296.8   | 359.6   | 427.4   | 512.9   |                     |              |              |              |              |              |
| <b>总负债</b>       | 1,393.7 | 1,449.3 | 1,584.2 | 1,924.7 | 2,286.5 | <b>(百万美元)</b>       | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>股东权益:</b>     |         |         |         |         |         | 营业收入                | 4,212.9      | 4,276.1      | 4,468.5      | 4,772.4      | 5,068.3      |
| 普通股股本            | 32.4    | 32.4    | 32.4    | 32.4    | 32.4    | 同比增长                | 9.6%         | 1.5%         | 4.5%         | 6.8%         | 6.2%         |
| 储备和库存股           | 2,069.7 | 2,124.5 | 2,124.5 | 2,124.5 | 2,124.5 | 归母净利润               | 36.7         | 61.7         | 121.0        | 162.3        | 185.6        |
| 其他综合性收益          | -138.3  | -178.0  | -106.8  | -114.1  | -121.1  | 同比增长                | -36.7%       | 68.1%        | 96.2%        | 34.1%        | 14.4%        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 1,963.8 | 1,978.9 | 2,050.1 | 2,042.8 | 2,035.8 | 毛利率                 | 8.8%         | 10.5%        | 12.5%        | 13.2%        | 13.3%        |
| 少数股东权益           | 47.0    | 51.0    | 65.0    | 80.0    | 95.8    | 净利率                 | 0.9%         | 1.4%         | 2.7%         | 3.4%         | 3.7%         |
| <b>股东权益合计</b>    | 2,010.8 | 2,029.9 | 2,115.1 | 2,122.8 | 2,131.6 | 每股收益(港元)            | 0.11         | 0.19         | 0.38         | 0.50         | 0.58         |
| <b>总负债及总权益</b>   | 3,404.6 | 3,479.1 | 3,699.3 | 4,047.5 | 4,418.1 | PE@6.14HKD          | 50.5         | 30.1         | 15.3         | 11.4         | 10.0         |

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

# 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>