



证券研究报告·公司深度报告

全球版图铸敏实零部件基业， 港股舞台绽中国制造业荣光 ——敏实集团深度报告

分析师：程似骐
chengsiqizgs@csc.com.cn
SAC 编号：S1440520070001
SFC 编号：BQR089

分析师：陶亦然
taoyiran@csc.com.cn
SAC 编号：S1440518060002

分析师：马博硕
maboshuo@csc.com.cn
SAC 编号：S1440521050001

分析师：许琳
xulin@csc.com.cn
SAC编号：S1440522110001
SFC 编号：BVU271

分析师：朱玥
zhuyue@csc.com.cn
SAC编号：S1440521100008
SFC 编号：BTM546

发布日期：2025年8月13日

摘要

- ◆ **核心观点：**公司在2025全球汽车零部件供应商百强榜排名第70位（营收在国内品牌中排名第7位），但海外营收占比达到60%，欧美本土化生产约七成，已经成为全球化最优异的头部零部件公司，海外熔铸产能在碳足迹追踪下先发优势转化为未来盈利优势。公司具备塑料、金属、TPV、电子等多种复合材料的开发能力，03年开始从内外饰件拓展到金属饰件，20年开始发力电池托盘类的结构件和智能化零件，当前已布局机器人、eVOLT零件，受益于欧洲电池托盘在手订单未来业绩增长稳健。
- **产品端：**公司在技术和产品上均已证明平台化拓展的能力。公司具备塑料、金属、TPV、电子等多种复合材料的开发能力，基于材料配方研发、成型，金属加工等工艺能力，公司2003年开始从内外饰件拓展到金属饰件，20年开始发力电池托盘类的结构件和智能化零件，公司电池盒业务24年营收53.4亿，20-24年CAGR173%；贡献毛利11.44亿，20-24年CAGR为271%，电池盒收入比重升至23.06%，欧洲市占率36%，欧洲市场增长潜力显著。随着业务拓展，公司单车可配套价值量超过万元，未来智能化基础上具备继续提升空间。展望后续，公司已布局机器人（关节总成、结构件、电子皮肤等）、eVOLT零件（机体、旋翼等），不断扩展公司的第二、第三增长曲线。
- **客户端：**自主品牌客户拓展补足短板，后续欧洲电车发力充分受益。公司与全球头部品牌合作良好，早期公司享受合资品牌国内增长带动2005-2015年10年营收CAGR为27%，后续自主品牌市占率提升以及欧洲电车增速较慢下公司尽管2020-2024年营收CAGR仍保持16.6%增速，但并未充分享受国内电车高速增长带来的超额收益。公司当前自主品牌客户已充分拓展，24年中系品牌营收占比同比+2.3pct至16.4%，除吉利、BYD等传统自主品牌外还获得华为鸿蒙智行、小米等多个智能化产品；欧洲电池托盘覆盖主要的欧洲本土汽车厂。受益于25年开始欧洲电车增速加快，公司有望成为零部件出海公司中最大受益标的。
- **全球化：**海外营收占比过半，稀缺产能优势显著。①07年开始布局全球产能，4大产品线遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、波兰、捷克等国，海外营收占比达60%显著高于同行，公司欧美本土化生产约七成，是海外占比最高的汽车

摘要

零部件头部企业。②**海外熔铸产能先发优势转化为未来盈利优势**：公司是唯一具备欧洲本土铝材熔铸产能的中国企业（塞尔维亚工厂具备年产10万吨铝材熔铸产能），证明公司ESG能力领先，且具备一体化优势及成本优势。2023年欧洲原铝的碳排放量为6.3kg CO₂/kg Al，比全球平均水平低约60%，而进口铝碳足迹达9.7kg CO₂/kg Al。短期看根据CBAM（碳边境调节机制），欧盟对进口的高碳铝征收关税，加大了同行企业生产运营成本；长期看发达国家高能耗产能审批会快速收紧，公司先发优势显著。

- **管理基因：借船出海本土化融合，BU全球治理。**公司07年开启收购出海，但并非以标的公司的市场和技术为核心而是以本土化建设和文化融合为契机，在充分掌握海外市场情况后依靠国内团队支持正式开启自建。公司专业化(BU)管理本地化率超90%，海外工厂70%-80%生产线由中外团队共同规划，项目爬坡采用中国设计，中层逐步交给当地人管理，并给予本土中高层期权、股票等回报，形成独特的管理体系，为海外业务顺利开展奠基。墨西哥工厂人员本地化率已达97%，塞尔维亚工厂本地化率也在90%以上。
- **投资环境：**公司此前在港股处于6-8x的估值区间，我们认为主要受到制造业公司此前在H股不能被充分定价，伴随着①H股正处于政策红利释放、估值修复与盈利改善共振的机遇下将展现出投资吸引力；②优质公司A-H股上市估值实现打通，此前不能被合理定价的制造业公司将实现估值对标和修复的机会；③伴随着我国新能源等新兴产业的制造业在全球竞争力的加强，敏实这样具备全球化和国际布局的公司将迎来全球认知的机会。
- **业绩测算：**预计公司25、26年归母净利润为26.8、30.8亿元，对应当前PE估值为12.9/11.2，给予“买入”评级。

PART 1

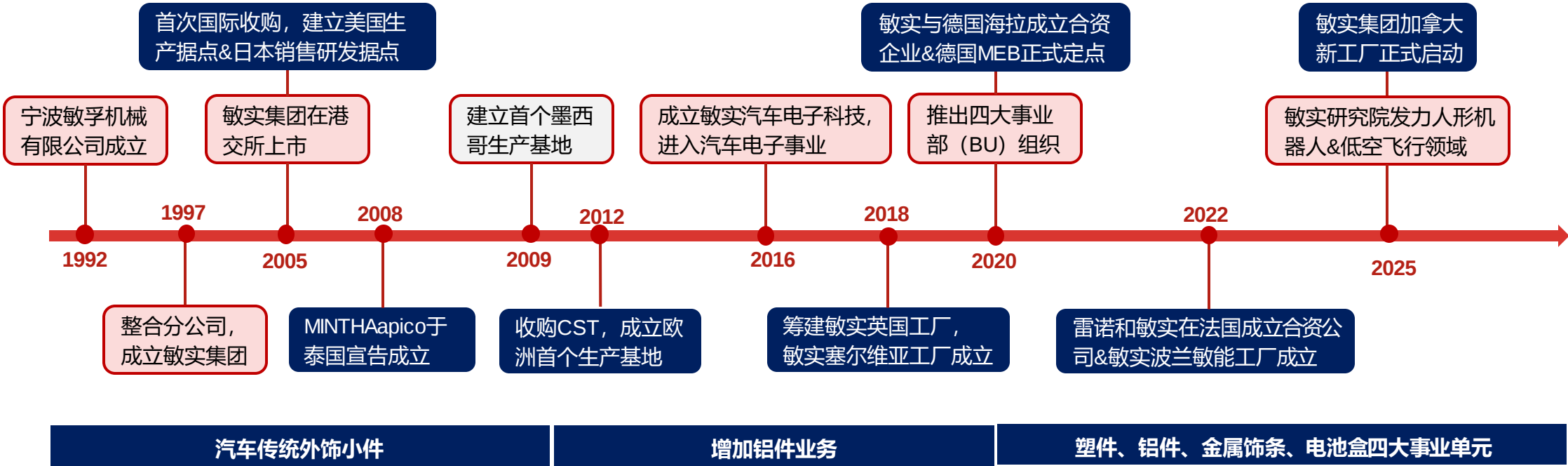
深耕行业30年，技术全面客户优质



业务发展多样化，工厂布局全球化

- ◆ **公司由汽车传统外饰小件起家，逐步延伸至电池盒等业务。**公司于1997年正式成立，2005年在港交所上市，随后逐步扩张业务类型，现已形成四大事业部组织：铝件、塑件、金属及饰条、电池盒。公司凭借优秀的技术工艺，积极布局**人形机器人和低空飞行领域**。
- ◆ **公司从2007年起，积极推动全球化布局。**遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、法国、波兰和捷克，包括4大产品线，销售至30个国家。

图、公司积极推动业务多样化和全球化

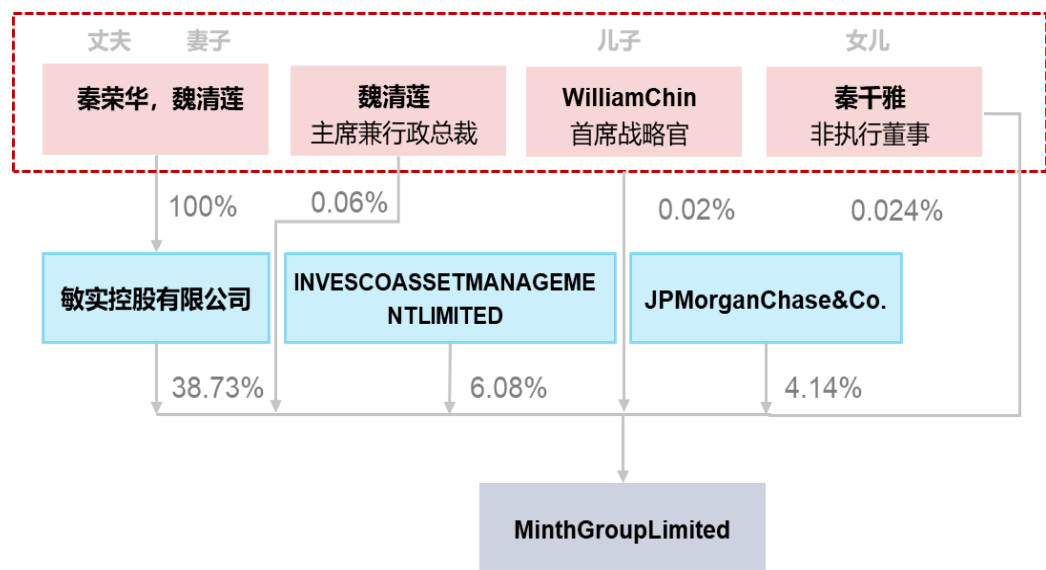


数据来源：公司公告，中信建投证券

公司实控人系秦荣华夫妇，附属公司覆盖全球

- ◆ **实控人系秦荣华，魏清莲夫妇。**截至2024年12月31日，秦荣华和魏清莲夫妇通过敏实控股有限公司直接或间接持有敏实集团共38.79%股份，是公司的实际控制人；景顺投资持有公司6.08%股份；摩根大通集团持有公司4.14%股份。
- ◆ **附属公司覆盖全球，覆盖中国、欧洲、美洲、亚洲。**截至2024年末，公司核心全资子公司遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、波兰等地。

图、截至24年底秦荣华夫妇直接或间接持有公司38.79%股份



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、公司核心附属公司覆盖全球（注册资金已经转化为RMB）

地区	附属公司	地点	业务	注册资金(百万)
欧洲	GST GmbH	德国	车身零部件	-
	Minth Automotive Europe	塞尔维亚	轻金属铸造	1059
	Minth Automobile Parts Balkan	塞尔维亚	电池盒等	-
	Mineral Europe Green Material	塞尔维亚	铝合金	-
	Minth Poland	波兰	车身零部件	-
	Minth CZ	捷克	生产、贸易、服务	1677
	Minth ElectriCity Technology	法国	车身零部件	411
中国	嘉兴敏实	中国浙江	车身零部件	717
	湖州敏实	中国浙江	汽车零部件	717
	敏实汽车技术	中国浙江	金属模具及车身零部件设计	251
	湖北敏能	中国湖北	车身零部件	500
	精确实业	中国台湾	车身零部件&电脑部件	4800
美洲	Minth Mexico Coating	墨西哥	汽车零部件	717
	Minth Tennessee International	美国	汽车零部件	143
亚洲	Minth Japan	日本	车身零部件	5
	Minth Asia Pacific	泰国	车身零部件	83

数据来源：公司公告，中信建投证券

备注：汇率基于2024年底汇率测算

管理层团队在敏实集团任职时间长，多为行业老兵

- ◆ **公司管理层团队在敏实集团任职时间长，多为行业老兵。**行政总裁，魏清莲女士系公司实控人秦荣华先生之妻，自2002年起任职于敏实集团，有丰富的管理经验；全球研发资深副总裁，叶国强先生自2005年起任职于敏实集团，有丰富的产品研发经验；首席财务官，张玉霞女士自2008年起任职于敏实集团，有丰富的财务管理经验。

图、公司管理层多为行业老兵

姓名	职务	出生年份	学历	简介
魏清莲	董事会主席， 执行董事，行政总裁	1957	硕士	毕业于国立中国台湾师范大学教育心理与辅导专业。2002年担任本集团顾问。2011年3月至2012年3月担任本集团首席人才官。2020年5月28日获委任为本公司执行董事兼主席，并于2022年6月13日获委任为本公司行政总裁。
叶国强	执行董事， 全球研发资深副总裁	1980	本科	毕业于杭州电子科技大学机械电子专业。曾任宁波蓝光实业股份有限公司技术工程师。 2005年1月起叶先生先后担任研发中心实验室主任、创新研究中心总经理、全球创新副总裁等职务。 2022年5月，叶先生获委任为本公司执行董事。
张玉霞	执行董事，首席财务官	1980	硕士	毕业于北京林业大学管理专业。曾就职于北汽福田，利安达会计师事务所。 2008年起在敏实控股及其旗下公司先后担任审计经理、财务经理、财务总监职务。2019年3月起担任为首席财务官。 2023年5月31日，获委任为本公司执行董事。
William Chin	执行董事，首席战略官	1987	本科	毕业于多伦多大学工商管理专业。2017年7月担任汽车电子企业淳安电子股份有限公司的董事长。2022年7月获委任为本集团首席战略官。为单一最大股东秦荣华先生及执行董事兼主席魏女士的儿子非执行董事秦千雅女士的哥哥。
秦千雅	非执行董事	1989	硕士	毕业于哈佛大学教育学院成人发展及组织变革专业。2016年5月，获委任为本公司执行董事，担任敏实北美区域总经理。2023年5月，获调任为本公司非执行董事。为单一最大股东秦荣华先生及执行董事兼主席魏女士的女儿，执行董事秦国峰先生的妹妹。
刘艳春	行政总裁资深特助	1966	本科	毕业于哈尔滨工业大学工业管理工程专业。 1999年加入本集团，先后担任质量体系经理、工厂高级经理、区域总经理、主席助理、研发中心总经理等职务。 刘先生曾于2018年9月至2023年9月期间担任本集团首席运营官。

数据来源：公司公告，中信建投证券

公司集材料研发、金属成型、机加工工艺于一体

- ◆ 公司四大业务之间存在较强的工艺复用性，集材料研发、金属成型、机加工工艺于一体。
- ◆ 1) 工艺端，铝挤压-压铸-焊接工艺链在铝结构件和电池盒之间实现高复用率。
- ◆ 2) 材料端，铝件与电池盒共享高强铝合金配方，该技术源自防撞梁研发并应用于电池盒结构件，能够显著降低研发重复投入。塑件与金属饰条通过表面处理平台化实现技术复用，例如金属饰条的亮面不锈钢处理工艺迁移至电池盒防腐涂层和塑件的免喷涂着色。此外，塑件的改性塑料配方被复用于智能外饰件。

图、公司集材料研发、金属成型、机加工工艺于一体

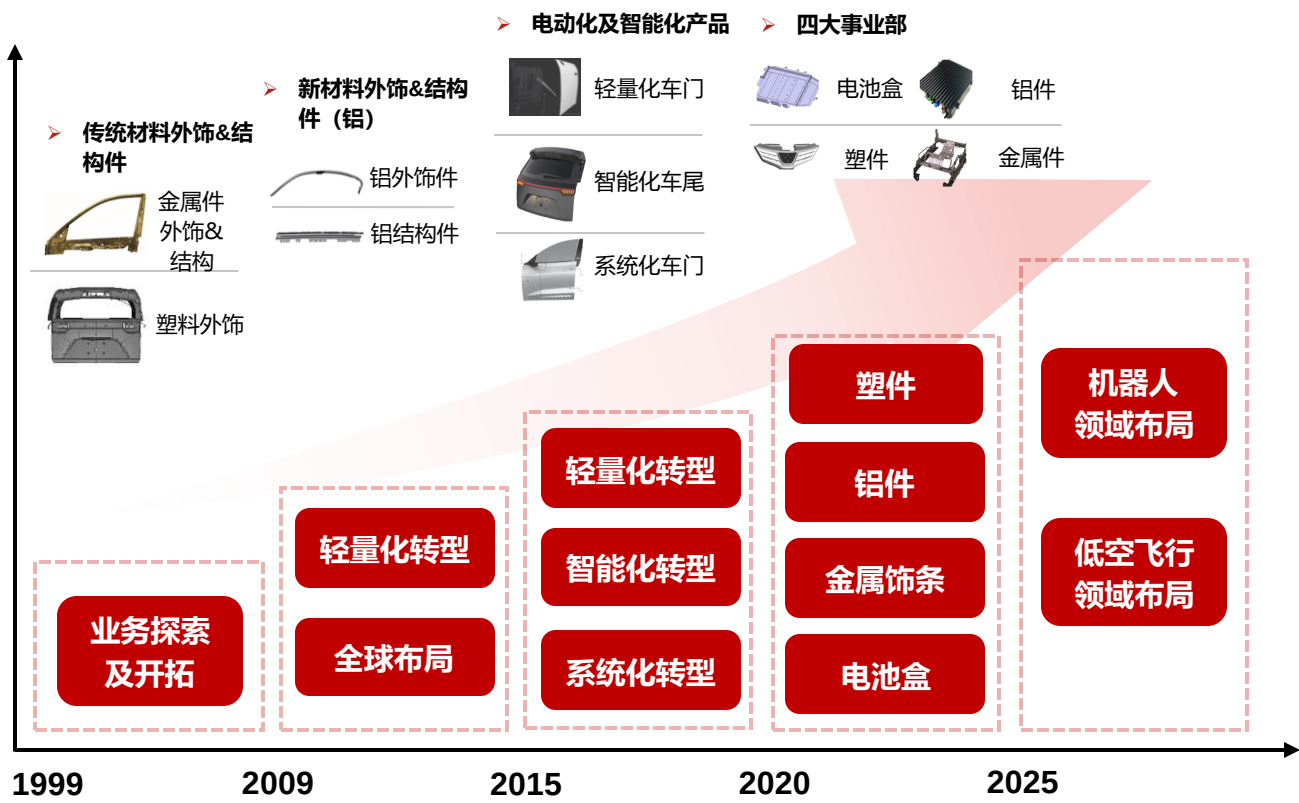
产品大类	核心工艺	工艺复用领域	技术协同点	代表产品
金属及饰条	滚压、冲压、高弹性TPV复合成型、阳极氧化	车门框、车顶饰条、轮眉	轻量化设计、环保涂层技术复用	
塑件	注塑成型、改性塑料配方	格栅总成、雷达罩、智能发光保险杠	激光雷达罩可加热技术迁移至智能B柱；自修复合材料用于塑料尾门	
铝件	铝挤出、抛光、阳极氧化	行李架、防撞梁、电池盒横梁	高强铝配方同时用于防撞梁与电池盒；阳极氧化工艺复用	
电池盒	挤压-压铸一体成型、搅拌摩擦焊	铝电池托盘、底盘副车架、电机壳	压铸设备兼容副车架生产；吸能铝材技术源自防撞梁研发	
智能外饰系统	多材料复合嵌入、微电路集成	电子皮肤、贯穿式尾灯、电动尾翼	塑件注塑基底+金属电路嵌入工艺复用；表面处理技术迁移自饰条业务	

数据来源：公司公告，中信建投证券

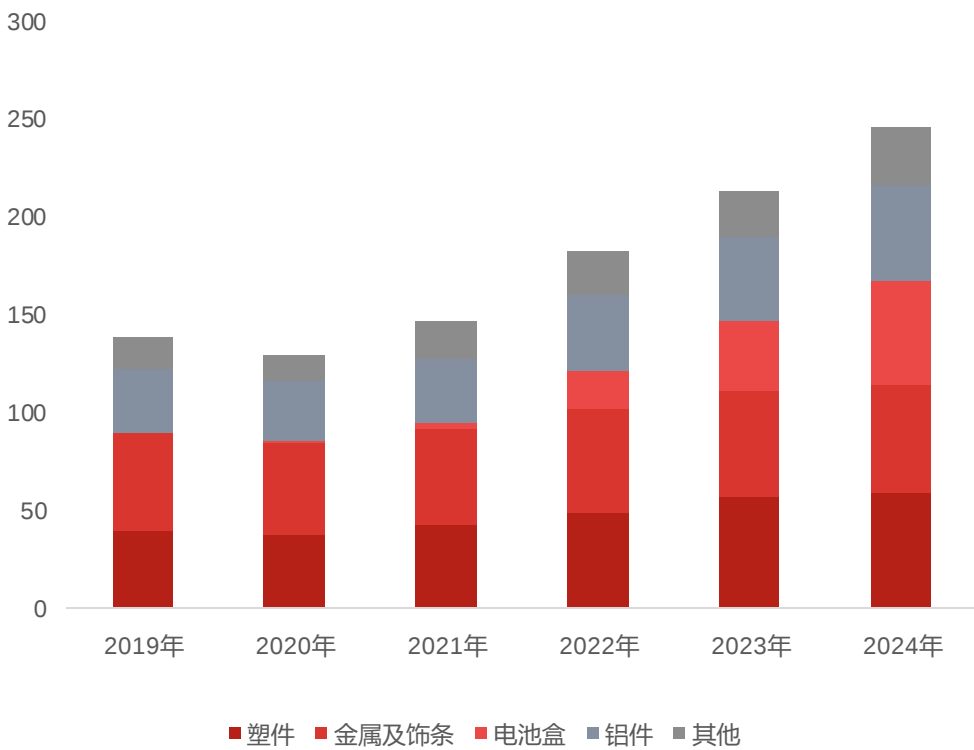
公司基于传统业务技术基础，积极推动业务发展

- 早期深耕汽车外饰小件（饰条、饰件），占据中欧市场份额超30%的隐形冠军地位。
- 2010年起布局铝件轻量化技术，2015年切入智能化赛道，2020年形成塑件、铝件、金属饰条、电池盒四大事业单元。公司以传统业务技术为基础，向客户销售系统化、智能化产品，打造一体化解决方案。

图、公司积极推进产品发展



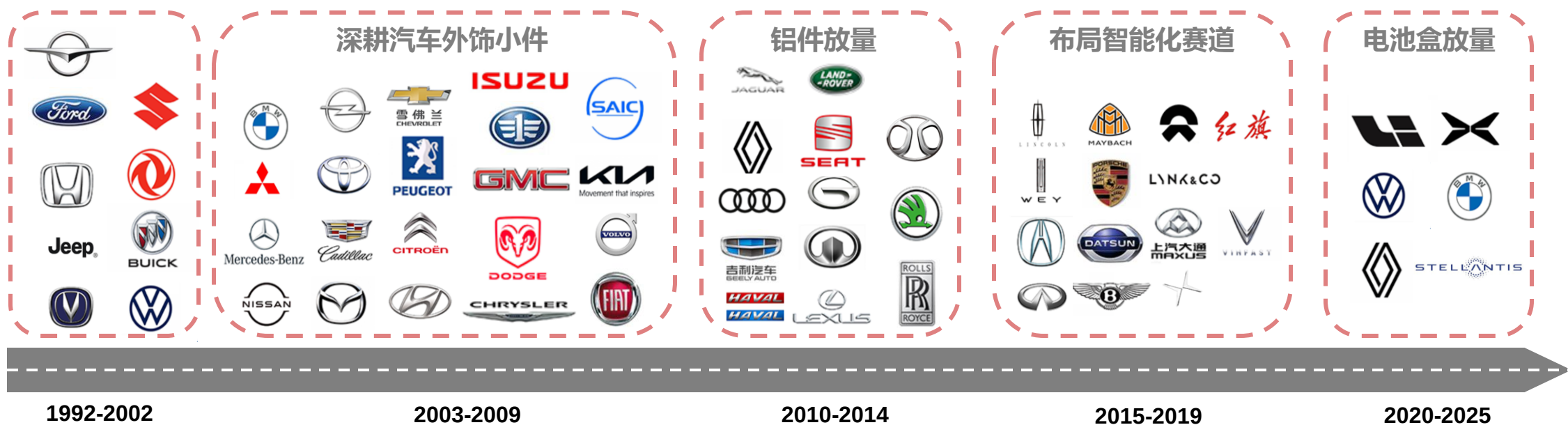
图、四大事业单元占比趋同（亿元）



公司通过业务拓展实现客户结构多元化，逐步成为全球龙头

- 公司通过业务拓展实现客户结构多元化，逐步成为全球龙头。公司业务覆盖汽车市场主要整车企业，并与全球年销量100万辆以上乘用车达成长期合作关系，包括宝马、奔驰、大众等；同时进入特斯拉、蔚来等新能源汽车品牌供应链。

图、公司通过业务拓展实现客户结构多元化



数据来源：公司公告，中信建投证券

PART2

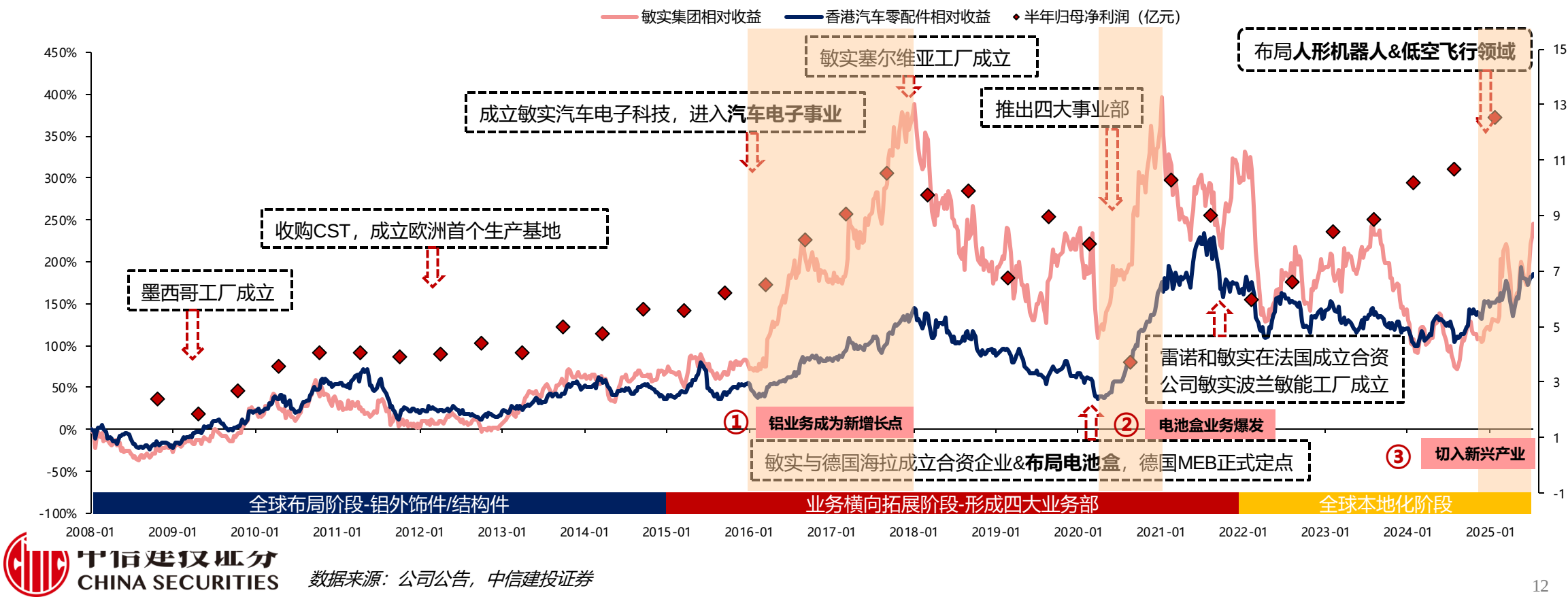
产品横向拓展，二、三曲线接连放量



股价复盘：公司股价驱动力为新业务业绩兑现

2015年以来公司经历了三段较大的上涨阶段，分别为：1) 2016-2017年：公司通过江苏敏安电动汽车有限公司进军新能源汽车研发与生产领域，同时**铝业务成为新增长点，2016年营收增长70%**；2) 2020-2021年：**电池盒业务爆发，2020年铝电池盒营收同比激增1314%。2021年新增订单106亿元支撑业绩预期**；3) 2024年底至今：**切入人形机器人&低空经济赛道**。

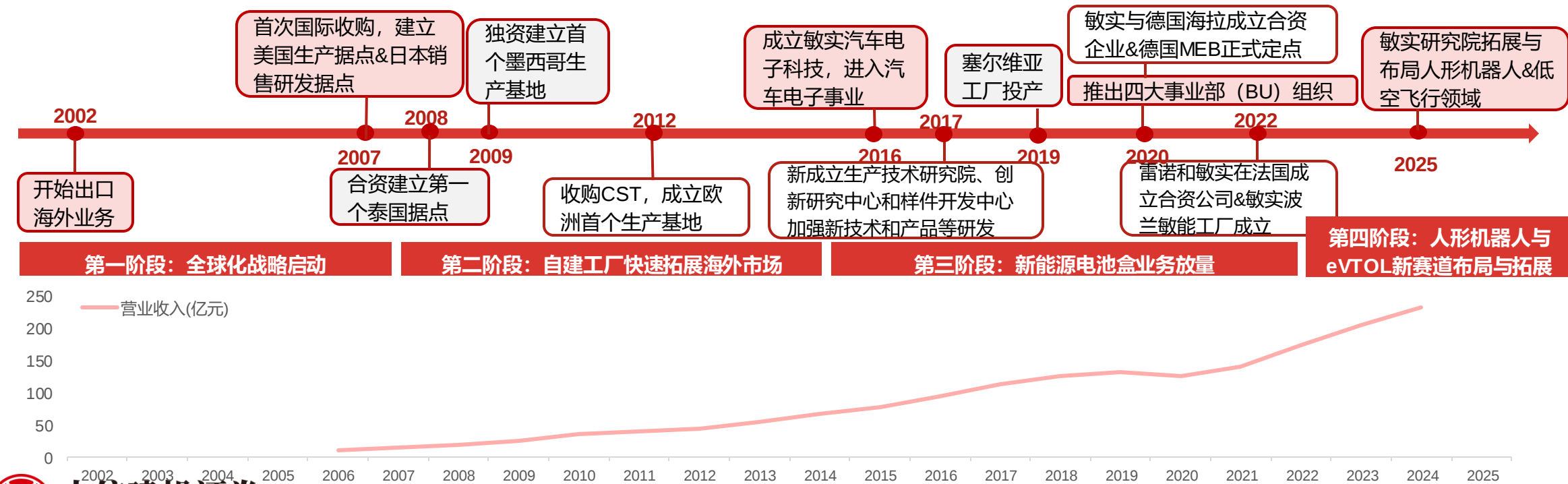
图、公司股价驱动力为：业务拓展+海外布局下的业绩兑现（相对恒生指数收益）



稳扎稳打，每一次布局都能业绩兑现

依托技术积累、工厂收购自建与客户协同实现业绩阶段持续跃迁。第一阶段（2002-2007），国内市场逐步成熟，产能扩张推动企业寻求海外需求，公司以出口业务为起点，逐步融入全球供应体系，全球化战略初步落地。第二阶段（2008-2015），为提升客户粘性与服务效率，在美、欧、亚洲等地自建产能与并购优质资产，迅速形成本地化制造与交付能力，快速拓展海外市场。第三阶段（2016-2024），公司把握电动化趋势，深耕电池盒等核心零部件业务，强化新材料与结构设计能力，电池盒业务量快速增长。**2023年起，公司布局和发力拓展人形机器人、前瞻性布局低空飞行器（eVTOL）等未来出行新赛道，推动业务从“制造能力”向“智能解决方案”转型升级，构建企业长期成长的增长曲线。**

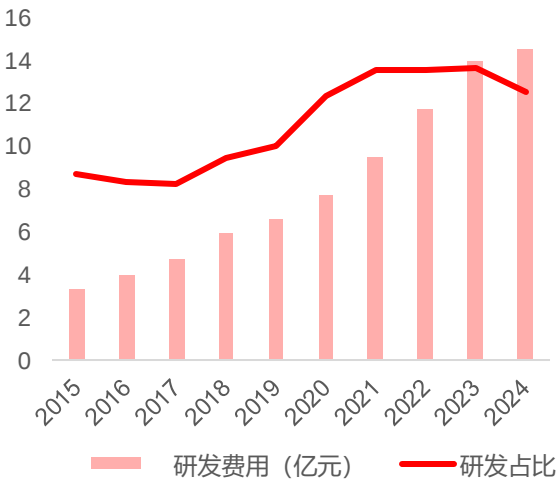
图、公司全球化布局和电池盒业务切入是公司二、三阶段核心增长动力（亿元）



研发创新，为公司产品横向拓展核心动力

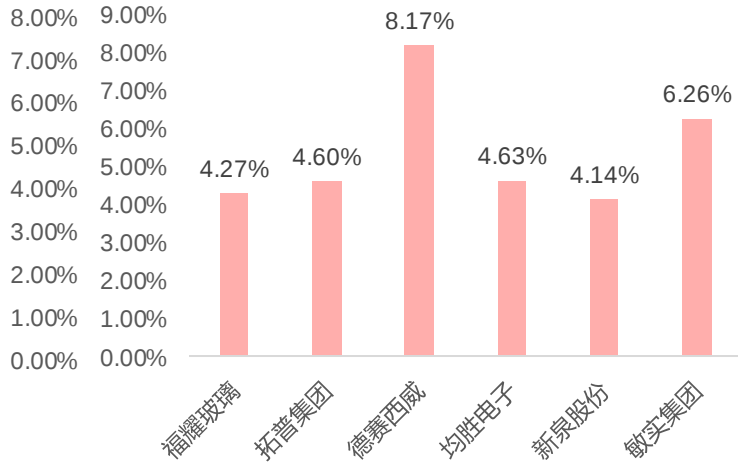
- ◆ **公司横向扩展的核心动力在于持续高强度投入的前沿技术研发与创新。** 公司研发费用由2015年3.3亿增长到2024年14.49亿，占营收6.26%，高于同行业其他公司，CAGR为4.21%，**研发营收占比由20年4.97%跃升到6.13%**，研发投入显著上升，后续维持6-7%之间，高于同行业平均3-4%的研发费用率。研发成果直接驱动产品创新，电池盒技术突破使公司成为国内最大供应商，首获日本丰田、现代起亚电池盒业务订单，并突破电芯结构件项目。2024年新增专利申请449项，新获得有权机构授权专利数400项。
- ◆ **公司通过关键收购与资源整合，持续拓展业务版图并强化全球运营能力。** 06年收购密歇根工厂，实现公司北美业务首次产能布局，为全球化奠基；08年成立泰国合资公司，完成东南亚首个生产布局；16年与CleanWave合资，创建嘉兴克林威孚电驱系统公司，进军新能源电驱业务；23年收购敏麦汽车一半股份，切入新车企供应链。辅以研发中心本地化及数字化管理(MOS系统)，优化全球77家工厂调度，提升产能利用率，确保产品持续横向拓展。

图、公司研发费用加码



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、同行业研发仅低于电子类公司



图、关键收购与资源整合助力公司发展

时间	收购事件	对敏实集团业务发展的影响
2006-2007	收购密歇根工厂	实现北美市场首次产能布局，建立海外生产基地雏形，为全球化战略奠定基础。
2008-2009	泰国合资公司	完成东南亚首个生产布局，拓展新兴市场，强化区域供应链协同能力。
2013	收购德国CST公司	提升铝抛光及阳极氧化技术，完善欧洲高端制造能力，增强产品表面处理工艺和附加值。
2016	成立嘉兴电驱合资公司	与技术创新型公司CLEANWAVE达成战略合作，在嘉兴成立合资公司，从事新能源汽车驱动系统，包括电机以及控制器、减速器的研发和制造。
2023	收购敏麦汽车50.1%股权	强化新能源电池盒及轻量化结构件技术（焊接/密封）；切入零跑等新势力供应链，降低传统车企依赖。

数据来源：公司公告，中信建投证券

垂直整合，自主掌控材料、模具、产线与数字化四大维度

通过材料、模具、产线与数字化四大维度的自主掌控，构建完整的垂直一体化生产体系。材料层面，公司自主研发并制造高性能塑料与铝合金，支撑轻量化塑件与金属件需求；模具方面设有内部模具中心，涵盖注塑、压铸、冲压模具的设计与加工，实现快速迭代与规模化支持；产线方面拥有注塑、冲压、铝压铸等全流程制造能力，覆盖结构件至装配一体化；数字化方面，实行MOS全球运营系统，建立从订单到生产、质量与交付的数字管控闭环，有效提升生产效率与透明度。四位一体的体系确保公司具备从原材料到最终零部件交付的高度自主与高效协同优势，在质量控制、成本管理与客户响应速度上显著优于业内外购体系，为其全球供应链竞争力提供坚实支撑。

图、公司四大维度自研图

环节	材料	模具	产线工艺	数字化
自建内容及能力	自主采购与熔炼铝合金、塑件等关键材料；拥有新材料研发团队持续优化配方与轻量化性能	拥有内部模具中心，核心模具均为自研；负责注塑模、压铸模、冲压模开发，支持快速迭代和批量产出	业务包括金属装饰件、塑料件、铝件与电池盒等，拥有注塑、冲压、铝压铸、电镀、涂装、焊接等完整制造体系；铝件防腐蚀处理技术行业领先，改性塑料等材料工艺拥有自主知识产权，为全球最齐全的表面处理工艺塑件供应商之一	升级ERP与MES系统，实行MOS运行系统，持续进行全球化整合；实现精益生产、精准掉配、全球化产线监控与追溯，实时查验经营情况和核心KPI指标，产品全生命周期成本管理，MBU、BBU、PBU工厂数字化透明运营，端到端全线打通，多语言支持运营，实现精细化管理
图片				

性能过硬，产品耦合客户需求

- ◆ 公司优势源于汽车制造核心技术与新兴需求的精准耦合，已通过多项欧洲产品认证。电池盒已通过欧洲ECER100碰撞认证，利用自主研发的挤压铝技术路线，通过模具成本优化和工艺简化使得制造成本远低于传统压铸方案，同时兼顾海外车型多单车数量小的需求，可广泛应用于混合动力、插电混动等多种车型，是当前动力电池盒的主流技术方向。电子产品在欧洲通过由国际知名认证机构DEKRA德凯颁发的ISO 26262 ASIL-D功能安全流程认证和ASPICE CL2认证，标志在汽车电子产品安全管理体系和软件开发流程方面已达国际领先水平。
- ◆ 公司在智能外饰系统取得显著进展，产品均拥有多项专利技术。智能外饰系统业务被视为集团的第二增长极，产品包括智能前脸、智能尾门和智能侧门，产品集成多种智能化功能，如个性发光、智能显示和智能感应等，传统塑件单车价值量1000元左右，加入智能外饰价值量提升至1000-3000元，产品的附加值和单车价值量显著上升。

图、公司铝件电池盒产品



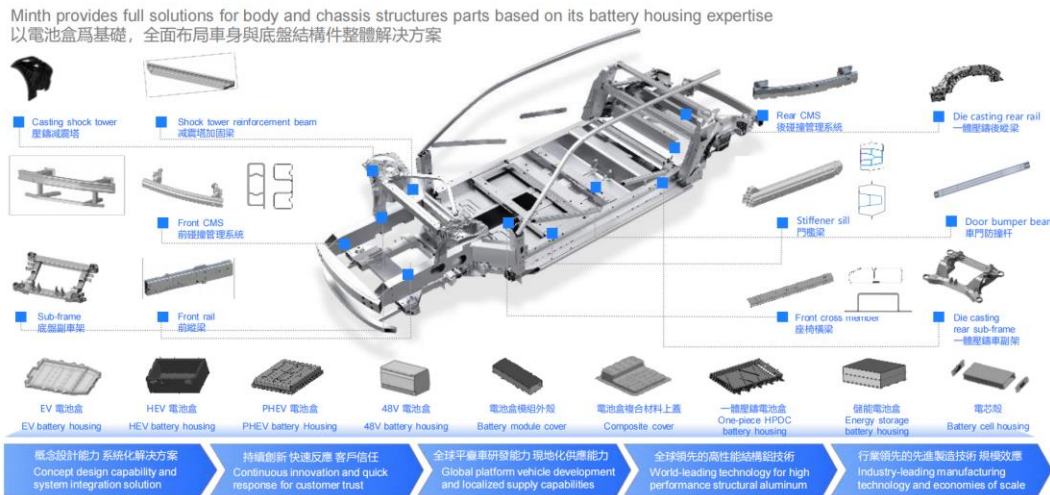
图、敏实集团智能外饰系统产品介绍

类别	智能前脸系统	智能车门系统	智能尾门系统
产品			
客户平台	智能前脸系统已获奔驰、宝马、沃尔沃、通用、福特、丰田、大众、日产、吉利等众多车企定点，截至2022年10月在手订单51个	智能B柱产品客户包括吉利、高合、集度等；发光产品获大众、通用、吉利等订单	智能尾门主要客户包括小鹏、蔚来、日产等，后车厢盖产品已获福特、特斯拉等订单
技术优势	智能前脸系统拥有150余项专利，技术领先于全球同行	智能车门领域已获68项专利技术（其中36项发明专利）	智能尾门方案累计布局专利42项，部分核心部件处于国内领先水平

客户协同，强化品类横向拓展壁垒

- ◆ 公司不断横向扩张产品线，技术集成路径涵盖多个关键领域，持续低成本优势构筑核心壁垒。通过切入铝饰条、铝电池盒件等新品类，并延伸至电池盒周边组件，依托铝挤压等核心技术，持续拓展轻量化与电动化产品矩阵，并成功切入人形机器人关节部件、eVTOL等新兴领域，实现跨场景技术复用。公司选择低成本海外国家为生产基地，海外工厂布局优于同行，并以低成本研发和强技术积累形成成本优势壁垒。
- ◆ 早期深度绑定头部车企（如大众、宝马），现地化经营快速响应客户需求。通过本土化供应链整合，强化客户黏性。同时客户覆盖广度持续扩展，传统车企领域覆盖通用、奔驰及吉利、长安等主流品牌；新能源领域进入特斯拉、理想、小鹏供应链。核心产品如外饰件、车身结构件和铝电池盒已渗透全球超20家年销百万级车企（特斯拉、比亚迪等）。同时公司在技术研发、产品设计以及供应链管理等方面研发团队与业务团队能够快速响应当地客户需求，形成竞争优势。

图、公司全面布局车身结构件解决方案



数据来源：投资者简报，中信建投证券

图、公司各业务主要客户

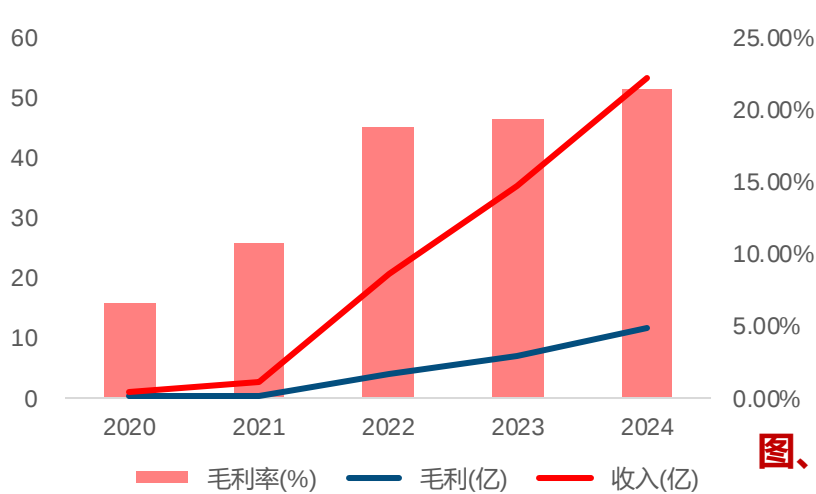
产品	细分	中系	美系	欧系
	塑件	广汽、比亚迪	通用、特斯拉	宝马、大众
传统外饰件	金属及饰条	广汽、上汽、长城、比亚迪	通用、特斯拉	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎
	铝件	长城、吉利、理想、零跑、小鹏、比亚迪	通用、福特、特斯拉	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎、奥迪
电池盒及车身结构件	电池盒	长城、亿纬锂能、宁德时代、小鹏、理想、蔚来、长安、比亚迪	特斯拉、福特	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎、沃尔沃、斯特兰蒂斯、捷豹、奥迪、保时捷、标致、欧宝、DS、雪铁龙
	车身结构件	吉利、理想、零跑		奔驰、宝马、大众、PSA、沃尔沃、雪铁龙、欧宝、DS
智能外饰件	智能外饰件	小鹏、吉利、蔚来、鸿蒙、小米	通用、福特	奔驰、宝马、大众、沃尔沃

数据来源：公司公告，中信建投证券

展望后续：电池盒迎来爆发式增长，成为核心引擎

- ◆ **电池盒业务以全球化技术产能布局实现爆发式增长，成为核心业绩引擎。**公司电池盒业务包括电池盒、模组件和电芯结构件，具全球化产能布局基础，拥有强大资金实力和丰富海外工厂运营经验，能够满足客户的配套及量产需求。从20年起电池盒业务快速上量，到24年营收53.4亿，CAGR173%；贡献毛利11.44亿，CAGR为271%，毛利率21.43%。电池盒收入比重升至23.06%，欧洲市占率36%，欧洲市场增长潜力显著。
- ◆ **客户拓展持续突破。**2019年切入宝马等国际车企供应链后，2021年斩获StellantisEMP2平台订单，2022年新增奔驰全球平台车型及Lucid等新势力订单，2023年再获日产新订单并实现混动车型一体压铸电池盒技术商业化，客户覆盖特斯拉、比亚迪、宝马等70余家全球主流厂商。

图、电池盒收入、毛利、毛利率增长情况



数据来源：Wind，中信建投证券

图、电池盒业务进展情况

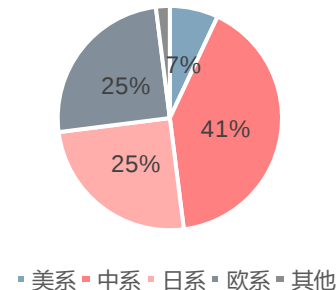
年份	业务进展
2019	进入欧系、日系、美系以及中系等多家主机厂的电动车供应商体系，客户涵盖雷诺、宝马、戴姆勒、沃尔沃、捷豹路虎、日产、丰田、福特等
2020	成为大众电动车平台MEB在欧洲区域的战略供应商
2021	获取Stellantis电动车平台EMP2的项目，通过宁德时代获取美系高端电动车品牌的业务，承接了雷诺和日产所有已发包订单，获取新客户小鹏、亿纬锂能的业务。
2022	承接梅赛德斯奔驰一款主要的全球平台车型订单，再获Stellantis两款平台车型，继续扩大在宝马业务的份额，获取Lucid、小鹏及理想的订单。
2023	获得Stellantis和日产的电池盒新订单。同时，在电池盒生产工艺上也不断取得商业化进展，获得首个混动车型一体压铸电池盒订单。

图、电池盒业务覆盖厂商



数据来源：公司公告，投资者简报，中信建投证券

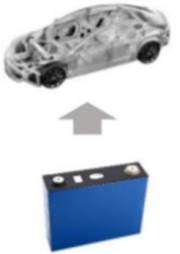
图、电池盒业务品牌营业额占比



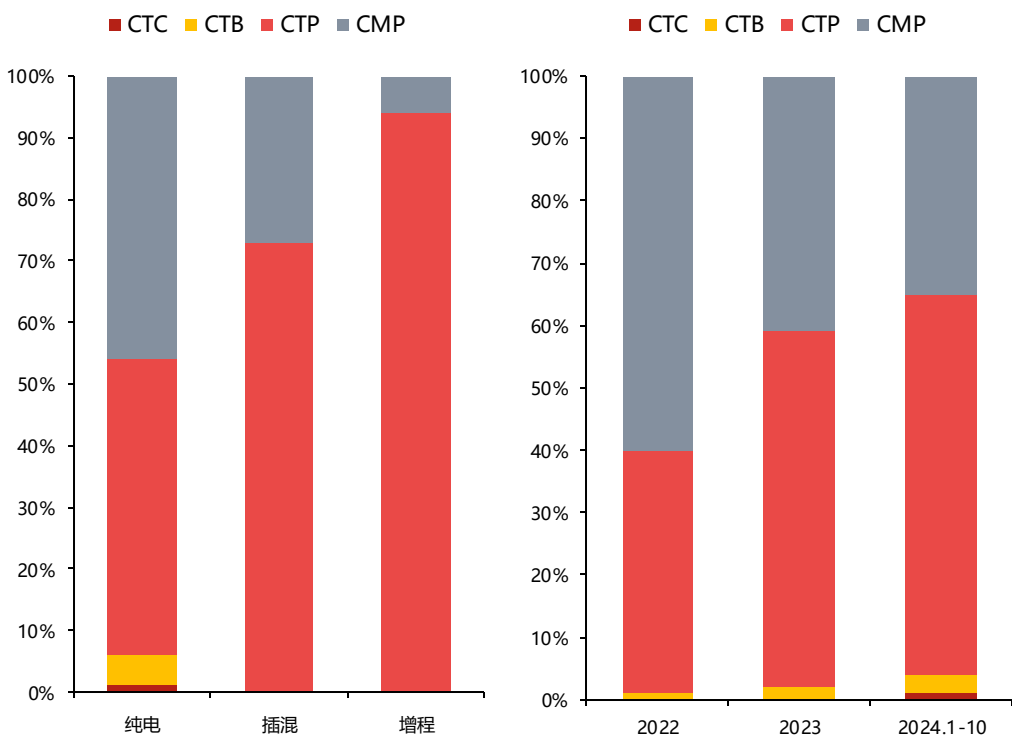
展望后续：单一零件走向底盘方案解决供应商

- ◆ 我们预计随着公司CTB技术走向成熟，公司有望从电池盒供应商走向新能源汽车底盘整体方案供应商，单车配套价值量有望提升。公司目前已掌握CTP技术，并与车企合作开发CTB技术。
- ◆ CTM→CTP→CTC/CTB成为行业趋势，整车结构逐步简化、空间利用率逐步提升。根据盖世汽车数据，电池盒工艺中CTP、CTB占比逐步提升。

图、电池盒工艺中CTB/CTC成为趋势

类别	CTM技术	CTP技术	CTC/CTB技术
图例			
工艺变化	电芯→模组→电池包	取消模组，或者是超大模组，电芯直铺电池包	电芯直接集成底盘/车身
空间利用率	50%	60%	≥70%
优势	电池包开发简单	生产效率提高30% 能量密度增加200+Wh/kg	结构件成本减少20% 电量增加10%
代表车型	奔驰EQC、宝马iX3、 奥迪e-tron	特斯拉Model 3/Y、 蔚来ET7	零跑C01、极氪001麒麟电 池

图、电池盒工艺中CTP、CTB占比逐步提升（按台数计算）



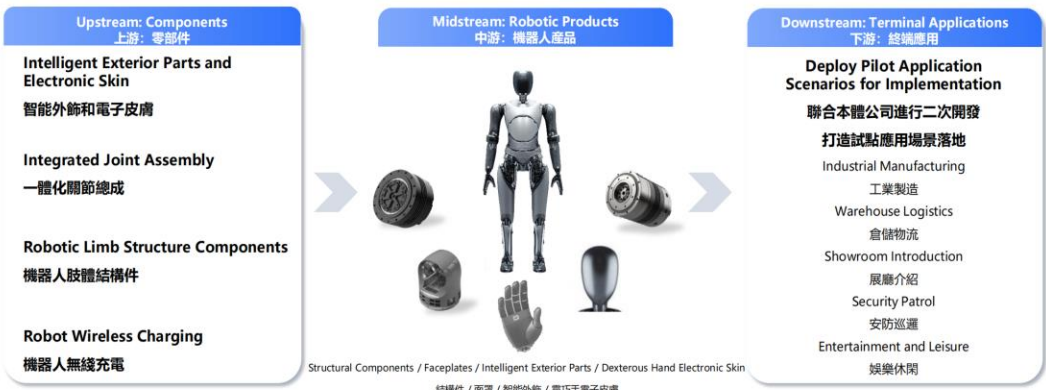
数据来源：《新能源汽车电池车身一体化技术及工艺》，《新能源汽车动力电池结构及成组技术综述》，中信建投证券

数据来源：盖世汽车，中信建投证券

展望后续：机器人业务产品和客户双拓展

人形机器人方面，公司聚焦产品研发布局和客户拓展，已小批量交样多家客户，并与智元开启深度战略合作。公司聚焦于一体化关节设计（聚焦旋转关节，结合各方能力推进方案交付）、电机驱动技术、机器人智能电子皮肤和智能面罩（有几套交验）、机器人无线充电系统（在跟客户讨论方案并在样机上验证）和肢体结构件（累计交验100多套）的自主研发，并与其他产品在做前瞻性研究。已与多个机器人整机客户建立良好合作关系，进行方案同步设计，并于2024年完成小批量交样。公司已与智元订立战略合作协议以推进人工智能以及人形机器人的创新与拓展。

图、敏实集团人形机器人赛道布局



Minth, as a Tier 0.5 supplier for humanoid robots, focuses on advancing robot terminal applications via strategic partnership with robotics players. 敏實作為人形機器人Tier0.5供應商，重點推進機器人終端應用，和機器人公司建立深度戰略合作關係。

数据来源：盖世汽车，中信建投证券

图、公司与智元机器人具体合作情况

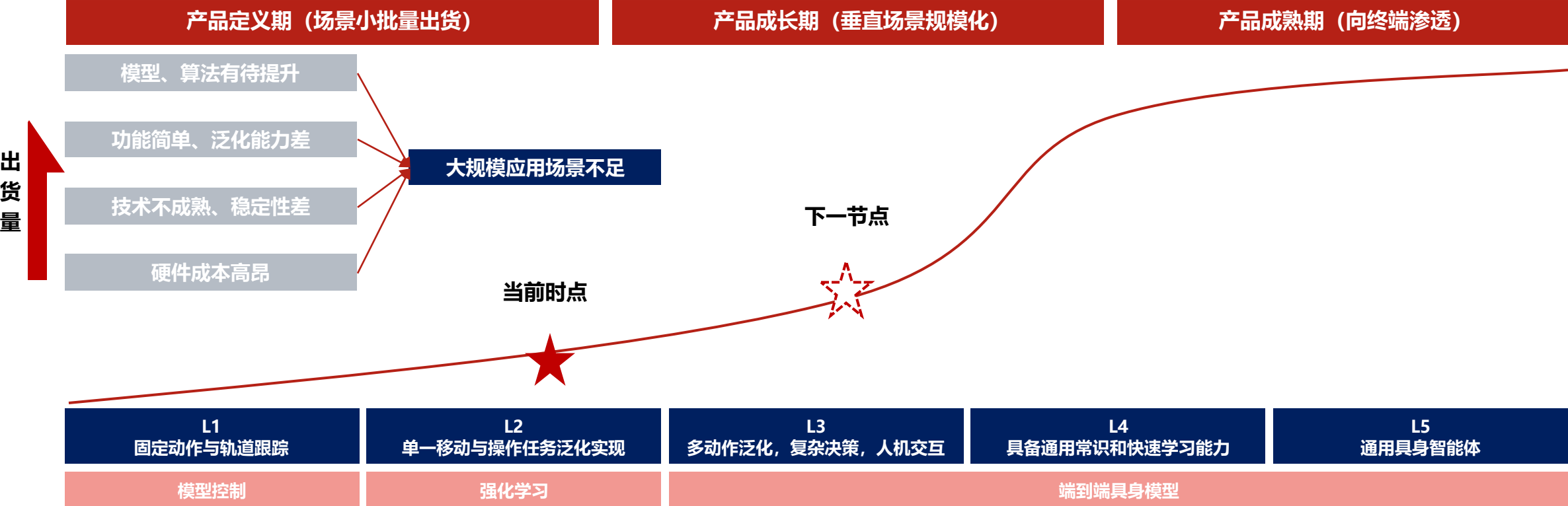
合作方向	智能外饰及电子皮肤技术	人形机器人无线充电及关节总成开发	柔性智造解决方案
合作内容	共同开发“智能外饰及电子皮肤”技术在具身智能及人形机器人领域的应用	合作研发人形机器人的无线充电技术、关节总成技术，并优化轻量化肢体结构件的设计与制造	依托在汽车零部件领域的先进制造经验及全球化布局，与智元合作推进人形机器人在汽车零部件制造场景下的二次开发与应用合作，在工业自动化基础上用人工智能赋能升级
技术重点	重点推进触控交互、温度感知与调节、变色功能、环境感知及光学交互等功能	无线充电技术研发、关节总成技术突破、轻量化肢体结构件设计优化	汽车零部件制造场景下的人形机器人二次开发与应用、工业自动化与人工智能融合
目标效果	提升人形机器人与具身智能的触感与交互	提升人形机器人的运动性能与续航能力	提升生产效率和灵活性，并拓展到全球

数据来源：盖世汽车，中信建投证券

展望后续：机器人正迈向垂直场景规模化

◆ 随着人形机器人软硬件实力不断提升，产业逐步迈向快速生长期。我们预计2025年全球泛人形机器人出货达1-2万台，2026年有望突破5万台，实现快速增长。

图、随着人形机器人软硬件实力不断提升，产业逐步迈向快速生长期



数据来源：第二届中国入形机器人与具身智能产业大会，中信建投证券

展望后续：聚焦eVTOL机体与旋翼两大产品系统，构建新增长极

- ◆ **公司聚焦于低空飞行器机体和旋翼两大产品系统的布局、研发和生产。**已完成客户首个机型百余个零部件的设计、开发和交样工作。同时与中国多个飞行汽车/eVTOL头部主机厂深度推进合作关系，并深度参与其产品适航机型的项目和适航深度工作。针对机体系统可应用汽车零部件智能外饰件复合材料应用经验，而旋翼系统从外部引进专业研发团队，进行联合研发和同步设计。下半年预计会有客户量产订单定点。
- ◆ **公司在2025年7月获得首批量产订单。**在飞行汽车/E-VTOL低空飞行器的复材机身系统、旋翼系统、智能座舱及内外饰等领域，已与追梦空天、万丰航空、零重力等低空飞行头部企业开展深度合作，可为主机厂提供从造型设计、气动布局、仿真分析、产品研发，到适航取证和量产制造的一站式解决方案。2025年7月间接全资子公司敏翼（Minyi）与亿航智能（EHang）签署《开发委托服务协议》，获得首批量产订单。

图、敏实集团参与研发首款E-VTOL“零重力ZG01”



数据来源：中国宁波网，中信建投证券

图、与追梦空天科技合作开发“游龙” eVTOL飞行器（DF3000）



数据来源：公司新闻，雪球，中信建投证券

PART3

20年奠基运营海外，先发优势转为稀缺属性



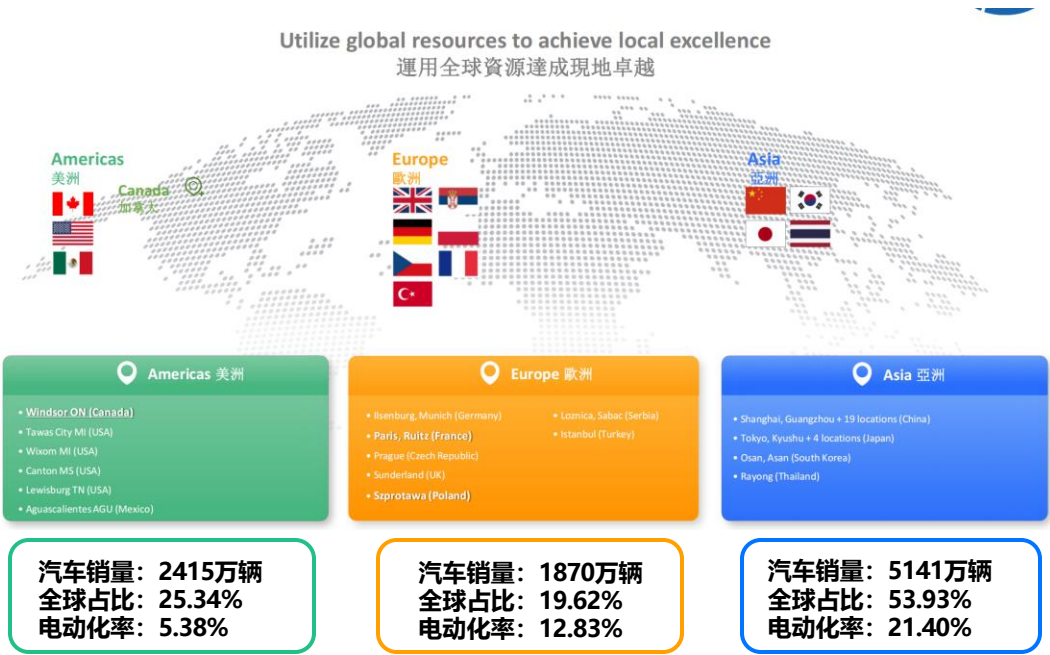
全球布局覆盖14国，灵活调配规避贸易壁垒

- ◆ 2007年至今已在塞尔维亚、墨西哥、英国等地建立生产基地，2025年计划新增韩国及北美扩产，产能分布广泛易灵活分配。公司先后在欧洲塞尔维亚布局电池盒生产基地以覆盖欧盟市场，在墨西哥建设工厂群。2025年新增的韩国基地及北美扩产计划中，新增电动汽车电池铝壳和喷涂工艺产线，进一步强化北美前工序生产能力。欧洲塞尔维亚与北美墨西哥、美国营业额均为20亿左右，产能分布广泛且均匀。
- ◆ 全球拥有70余家工厂，分布在14个国家，形成72小时全球供应能力，有效降低物流成本并规避贸易壁垒。公司网络覆盖14个国家，欧、美、亚洲三大洲，2024年全球汽车销量9531万辆，三洲占比高达98.89%，敏实产能布局可辐射全球大部分新车生产。同时美国工厂专注后工序精细加工以服务北美高端市场，泰国基地为日系客户提供配套并辐射东盟市场。这种布局使其在2025年美国对华汽车零部件加征25%关税时，通过区域产能调配维持供应链灵活性，有效规避贸易壁垒。2025年5月跟踪订单节奏显示没有受到关税预期波动影响。

图、海外产能梳理

布局区域	产能基地	产品覆盖	产能情况	产能利用率	营业收入
北美地区	美国密歇根工厂、美国田纳西工厂、美国密西西比工厂、美国研发中心、墨西哥工厂	铝电池盒、车身结构件、智能外饰件	电池盒年产能50万套，车身结构件年产能30万套；美国工厂新增2条铝挤压产线。墨西哥与美国工厂营业额均约为20亿，加拿大工厂在建	墨西哥工厂产能利用率升至75%，墨西哥、美国产能利用率较高	56.4亿
	德国研发中心及工厂、塞尔维亚工厂、英国工厂、波兰工厂、法国工厂、捷克工厂、土耳其办事处及仓储中心	铝电池盒（适配大众MEB平台、宝马电动车型）、车身底盘结构件、智能前脸	塞尔维亚熔铸生产线年产能10万吨铝材，为欧洲客户提供绿色铝材，2024年营业额为20-30亿，为欧洲最大工厂；法国工厂电池盒年产能20万套，2024年实现盈利。未来欧洲工厂峰值或超60亿。	塞尔维亚工厂产能利用率由60%迅速升至2024年约70%	61.4亿
亚太地区	泰国工厂、韩国工厂、日本工厂及研发中心、中国工厂及研发中心	铝电池盒（适配东南亚新能源车型）、行李架、饰条、塑件、车身结构件、智能外饰	泰国工厂电池盒年产能15万套。韩国工厂专注铝结构件生产；泰国工厂与清迈工厂协同供货，韩国工厂2024年正式投产	中国工厂产能利用率达80%以上	107.9亿

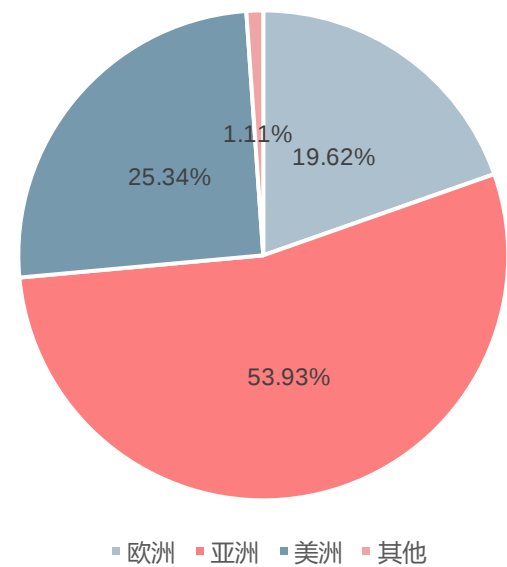
图、公司海外产能布局与汽车销量



已有产能和本土化服务可覆盖全球，多元化客户结构对冲全球风险

依托全球化产能网络与、本土化服务与多元化客户结构，构建起强韧的风险对冲体系。截至2024年，公司已在全球14个国家布局77家工厂，实现北美、欧洲、亚太三大市场的本土化交付，海外收入占比达59.7%。欧亚美三洲汽车销量占全球高达98.89%，公司产能布局可辐射全球新车生产。与此同时，公司服务超70个汽车品牌，客户结构涵盖欧系、日系、新势力及新进入整车厂，产品矩阵涵盖电池盒、金属饰条、塑料件与铝件，各类产品营收占比均衡，无单一依赖。2024年新拓福特、丰田等客户，进一步提升结构稳定性。全球化与客户多元化协同带动抗风险能力提升，在不确定环境中展现出强劲韧性与稳健成长潜力。

图、欧洲、美洲、亚洲汽车销量占比图



数据来源：公司公告，中信建投证券



图、多元化客户结构

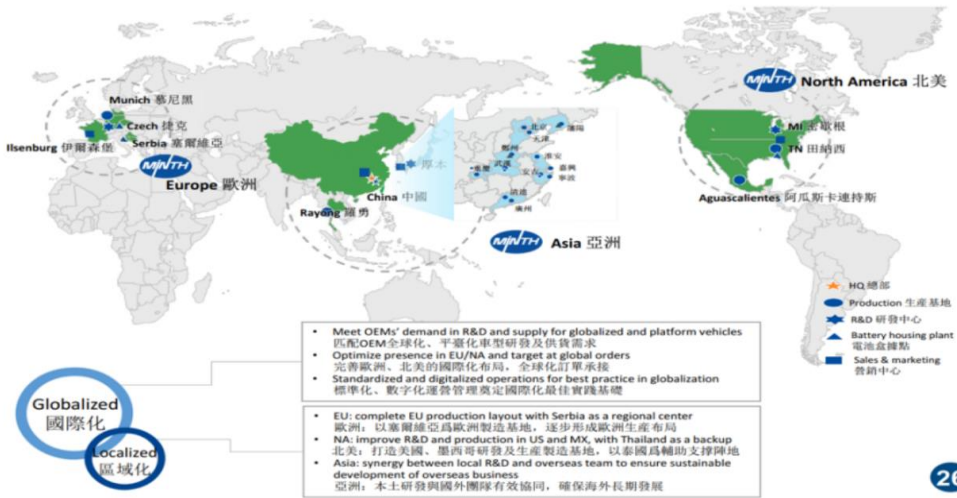
地区	汽车品牌
中国	Changan (长安)、Dongfeng (东风)、Hongqi (红旗)、FAW (一汽)、SAIC (上汽)、GWM (长城汽车)、WEY (魏牌)、HAVAL (哈弗)、Geely (吉利)、LYNK&CO (领克)、TRUMPCHI (传祺)、SEM (上汽大通)、NIO (蔚来)、MAXUS (上汽大通)、Leapmotor (零跑汽车)、Xiaopeng (小鹏汽车)、LiAuto (理想汽车)、Xiaomi (小米汽车)、BYD (比亚迪)、GAC (广汽)、HarmonyOS Intelligent Mobility (鸿蒙智行)
美国	Tesla (特斯拉)、BUICK (别克)、Cadillac (凯迪拉克)、Chevrolet (雪佛兰)、GMC (吉姆西)、Ford (福特)、Lincoln (林肯)、MUSTANG (野马)、Jeep (吉普)、Chrysler (克莱斯勒)、Dodge (道奇)、Lucid
欧洲	VW (大众)、Audi (奥迪)、SKODA (斯柯达)、SEAT (西雅特)、Bentley (宾利)、Porsche (保时捷)、FIAT (菲亚特)、DAIMLER (戴姆勒)、Maybach (迈巴赫)、BMW (宝马)、Rolls-Royce (劳斯莱斯)、Opel (欧宝)、Peugeot (标致)、Citroen (雪铁龙)、VOLVO (沃尔沃)、Polestar (极星)、RENAULT (雷诺)、Jaguar Land Rover (捷豹路虎)
韩国	HYUNDAI (现代)、Genesis (捷尼赛思)、KIA (起亚)
日本	HONDA (本田)、ACURA (讴歌)、NISSAN (日产)、DATSUN (达特桑)、Infiniti (英菲尼迪)、TOYOTA (丰田)、LEXUS (雷克萨斯)、ISUZU (五十铃)、MITSUBISHI (三菱)、MAZDA (马自达)、SUZUKI (铃木)

数据来源：公司官网，中信建投证券

采用“收购+自建”模式布局低成本政策区，构建五大研发中心及区域分工体系，强化现地化服务能力

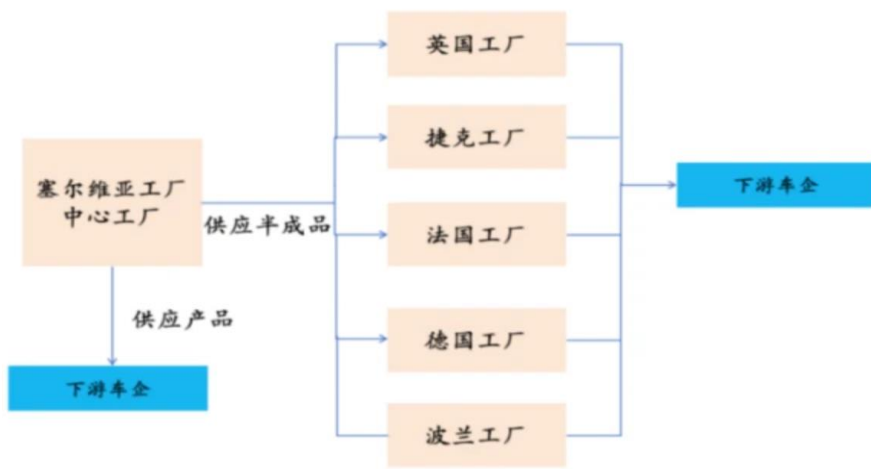
- ◆ 采用“收购+自建”模式，优先选择低成本辐射区和政策支持地区。遵循“低成本辐射区+政策高地”的选址逻辑，北美以墨西哥辐射市场，欧洲选择塞尔维亚，以低成本和政策优待快速进行产能布局。同时在德国收购车身件工厂CST GmbH快速获取技术团队，在墨西哥追加投资自建工厂，享受USMCA关税优惠，为后续产品本地化开发和客户就近服务奠定了基础。
- ◆ 研发本地化响应客户需求。在泰国、日本、德国、美国等地设立5大海外研发中心，针对区域市场特性开发差异化技术。日系客户对环节要求细致，追求产品精细化，欧洲以铝件轻量化为研发追求。
- ◆ 区域化分工明确，创造性推行“中心工厂+卫星工厂”模式，实现供应链效率最大化。推行“中心工厂+卫星工厂”模式，欧洲地区采用前后工序配合，塞尔维亚作为电池盒中心工厂，生产前工序半成品后将产品发往捷克、波兰、法国等地进行后续工艺制造，强化区域供应链协同与应急响应能力，为不同市场获取技术和资源提供了便利。

图、五大海外研发中心图



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、公司“中心工厂”模式示意图



数据来源：公司公告，中信建投证券

多阶段推进本土化管理，中外团队协同专业化管理，方案由中国设计

- ◆ **初期收购试水→中期外派主导→成熟期培养本土团队，逐步解决文化冲突问题。**海外业务拓展进程中，前期通过不断收购小厂，磨合团队、深入了解当地文化与需求，在充分掌握海外市场情况后，依靠国内团队支持正式开启自建。与此同时，公司围绕“全球治理、全球融合、全人奔赴”的战略目标，积极践行GLOCAL理念，借助工作坊、人文关怀活动和文化交流等项目促进中外团队深度融合，强化全球共享价值观。
- ◆ **由区域化管理转向专业化(BU)管理，海外工厂70%-80%生产线由中外团队共同规划，项目爬坡采用中国设计，兼顾成本优势与本地适应性。**公司将中国效率与欧美流程体系有机结合，最高层由中国外派，项目爬坡由中国人指引，中层逐步交给当地人管理，并给予本土中高层期权、股票等回报，形成独特的管理体系，为海外业务顺利开展奠基。墨西哥工厂人员本地化率已达97%，塞尔维亚工厂本地化率也在90%以上。
- ◆ **通过分阶段推进海外布局、逐步融合中外管理优势、构建专业化BU架构、践行GLOCAL文化融合，实现高效协同运营，本地化率超90%，有效构建全球资源协同与高效**

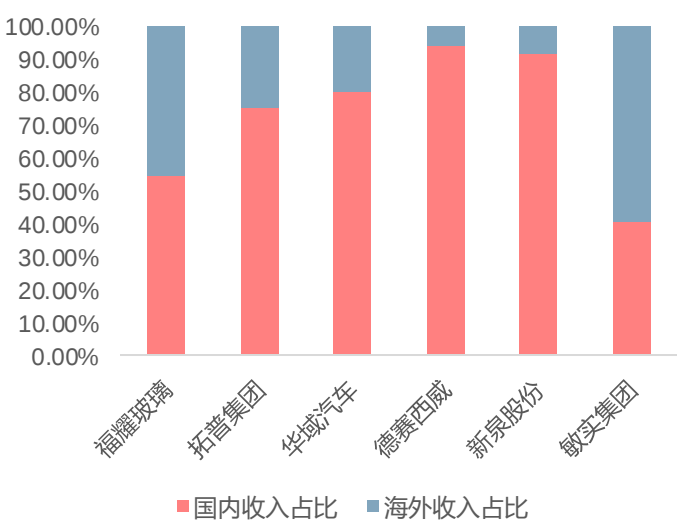
图、公司全球化+本地化实践经验



对比其他汽零厂商，公司海外营收与本土化生产占比领先

- **公司海外营收占比高，海外本土化生产占比显著高于同行，公司对中国客户的依赖性逐渐降低。**海外收入占营业额比重由2015年39.77%上升至2024年59.72%，较2023年提升11.15pct，海外营收占比显著攀升。客户结构上，除拿下日系美系主机厂全球订单之外，也持续承接奔驰、宝马等高端品牌车型新业务。公司欧洲区域营业额提升明显，海外业务占比与营业额呈现稳步提升趋势，在有海外工厂的同业公司中海外营收占比显著较大，约为40%，海外本土化生产实力强劲，得益于积极的全球化战略布局，设立海外分支机构与研发中心增强市场渗透，可有效预防关税上涨风险。
- **全球化布局成效显著，高附加值产品驱动海外增长。**公司通过欧洲（塞尔维亚工厂占全欧产能50%+）、北美（墨西哥工厂利用率75%）及亚太的深度本土化布局，构建了高效的区域供应体系。同时，以电池盒、智能外饰和轻量化智能化底盘件为代表的高端产品矩阵，推动海外高端车型配套率达65%，形成“产能+技术”双轮优势，使海外营收占比持续领跑国内同业。

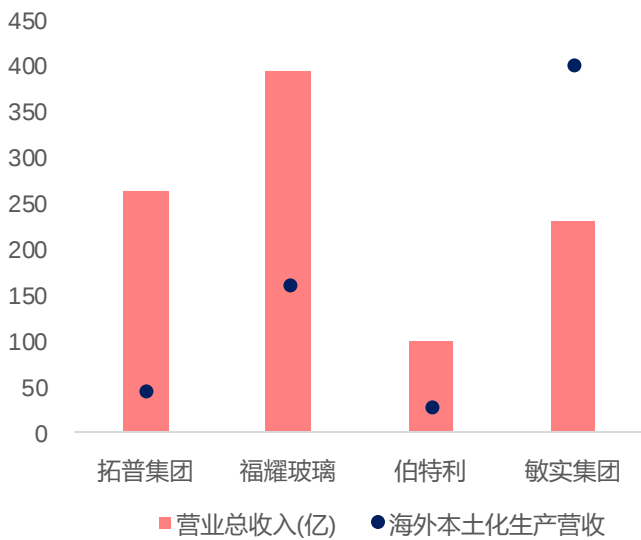
图、同行国内、海外收入占比比较（2024年）



数据来源：Wind，中信建投证券

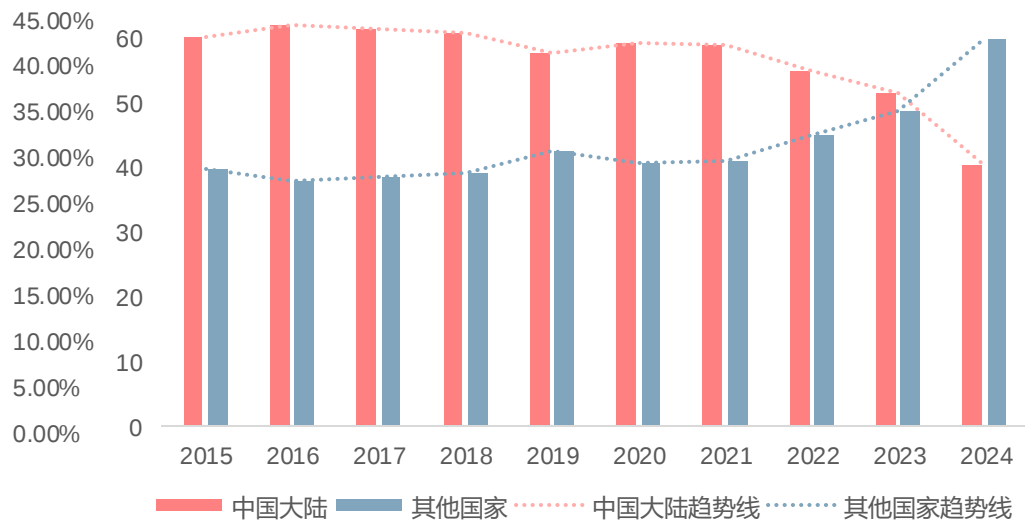
中信建投证券
CHINA SECURITIES

图、海外本土工厂的营收占公司总营收的占比对比



数据来源：Wind，中信建投证券

图、公司海外收入与国内收入占比（%）

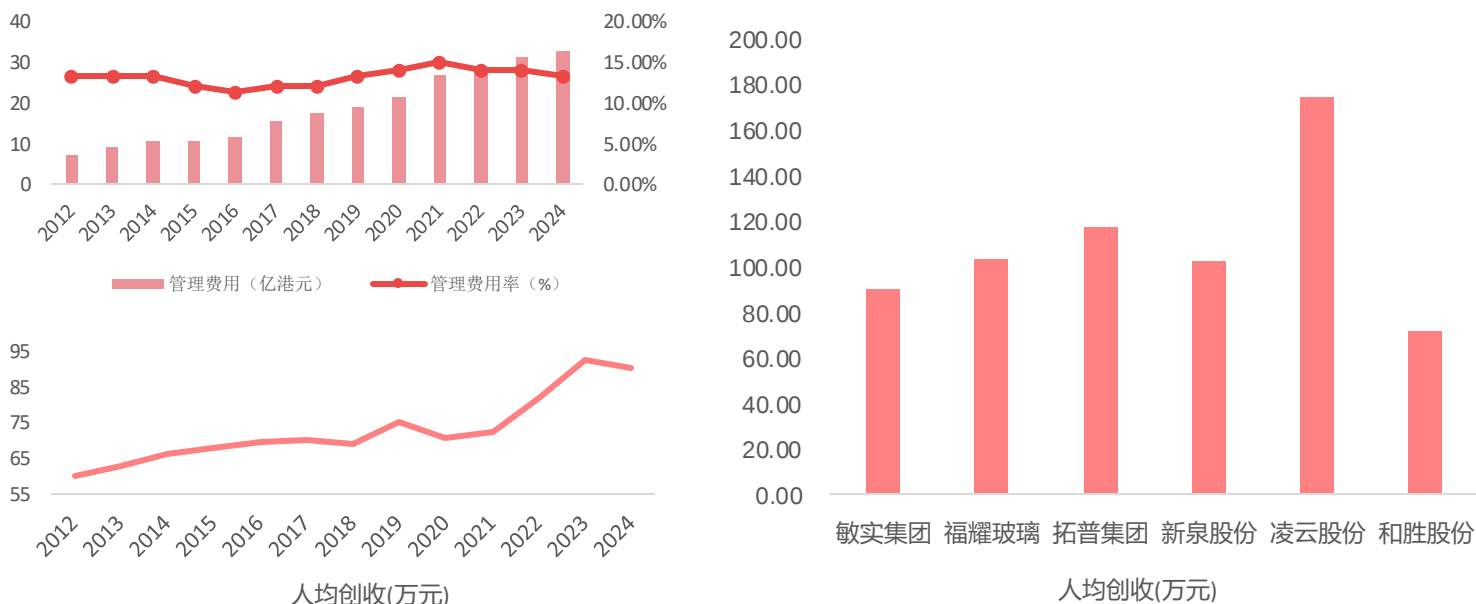


数据来源：Wind，中信建投证券

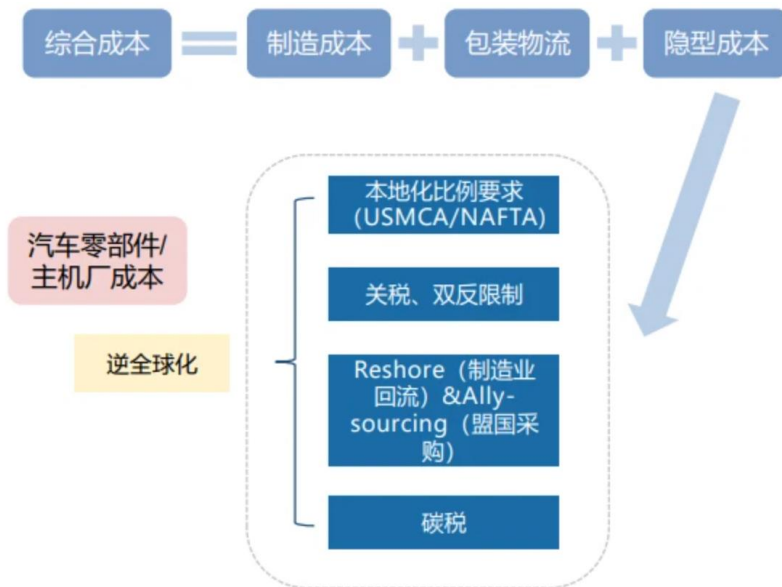
海外运营能力领先，严控管理费用与综合成本

- ◆ **建立敏实卓越运营系统 (MOS)，与SAP合作搭建全球化管理平台，严控管理费用。** MOS通过技术与管理两个支柱改进，从轻资产战略、设备保养管理、降库存、人员效率提升、质量提升五方面实现效益最大化。2019年，与SAP建立战略合作伙伴关系，打造SAP为核心的MOS支撑企业的全球化运营发展。伴随数字化管理的推行，22年以来管理费用率下降趋势尤为显著，逐渐建立管理成本优势。23年人均创收显著攀升。24年海外收入占比达59.72%，针对全球化几十个工厂同步复杂管理，管理费用率不升反降，人均创收维持90万元之上。同时欧、美、日韩地区营业额分别为61亿、56亿、15亿，海外建厂关税敞口低至4%，全球化布局显著降低关税成本，有效应对现今关税上涨的风险。
- ◆ **区域协同叠加绿色生产，成本优势持续巩固。** 公司通过区域产能高效联动（如塞尔维亚基地覆盖欧洲需求），配合绿色生产措施（如天津工厂光伏发电覆盖40%用电），构建起独特的成本管控体系，进一步降低综合成本，为海外业务的高质量发展提供坚实支撑。

图、公司2012-2024年管理费用情况&人均创收情况及公司对比图



图、公司属地化建厂成本优势示意图



欧洲碳足迹要求严苛，公司拥有稀缺的本土铝材熔铸产能

◆ 铝材熔铸是典型高耗能行业，受严苛的碳足迹及能耗要求影响，欧洲本土铝材熔铸产能较为稀缺。公司是唯一具备欧洲本土铝材熔铸产能的中国企业（塞尔维亚工厂具备年产10万吨铝材熔铸产能），证明公司ESG能力领先，且具备一体化优势及成本优势。2023年欧洲原铝的碳排放量为6.3kg CO₂/kg Al，比全球平均水平低约60%，而进口铝碳足迹达9.7kg CO₂/kg Al。根据CBAM（碳边境调节机制），欧盟对进口的高碳铝征收关税，加大了企业生产运营成本。

图、欧洲对本土炼铝产能有严苛的绿电、能耗要求

指标	本土生产要求	对比进口产品
碳足迹	≤6.3 kg CO ₂ /kg Al	9.7 kg CO ₂ /kg Al（实际均值），CBAM征税
绿电比例	≥78%	无强制，但高碳产品面临关税
吨铝能耗	13,000–15,000 kWh	无直接限制，但高能耗推高碳足迹
再生铝占比	要求60%（目前欧盟为60%，中国仅22%）	无要求，但鼓励低碳供应链

数据来源：CBAM，欧洲铝协，中信建投证券

美洲本土化生产有效规避美国关税影响

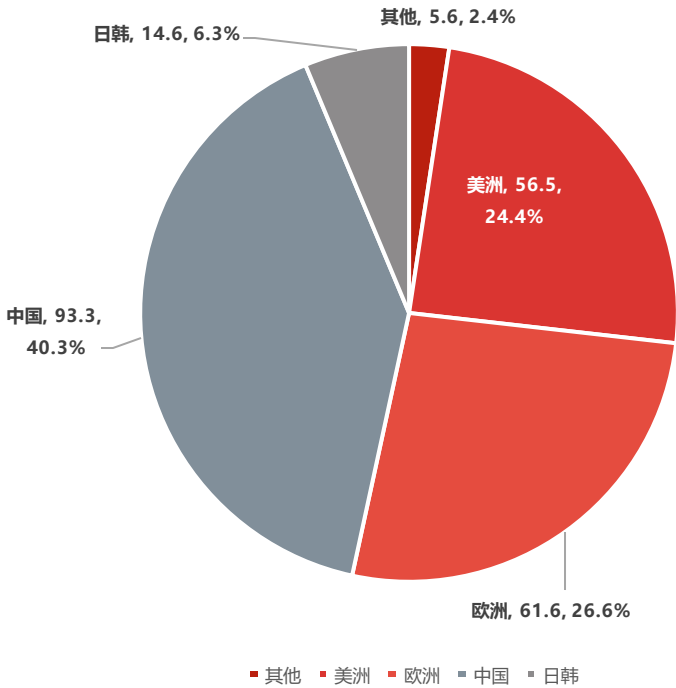
◆ 公司美国本土产能领先，能够有效削弱美国关税影响。公司2024年美洲营收占比24.4%，其中本土化生产占比约70%，2024年公司直接出口美国仅占全年营收3.5%。预测2025年公司美洲营收中本土化生产占比维持在70%以上，公司美国关税敞口将低于4%。

图、中国/墨西哥出口美国的汽车零部件关税较高

产品及地区		汽车零部件关税	合计	备注
中国	232清单	基础税率2.5% + 301关税25% + 芬太尼关税20% + 232关税25%	72.5%	美国政府针对钢铁、铝及其衍生产品，旨在保护国家安全和国内产业而对全球发动232调查。232清单涵盖基本涵盖汽车零部件产品，但一些大型商用车、工程车辆等非乘用车和轻型卡车的零部件，未被此次232条款关税覆盖。
	非232清单	基础税率2.5% + 301关税25% + 芬太尼关税20%	47.5%	美国政府以中国“技术转让、知识产权、创新等领域的实践、政策和做法”损害了美国利益为由发起301调查。301清单涵盖发动机及相关零件，车身及附件等，豁免名单包括大型客车用车轮及其零件附件，非公路自卸车用车轮及其零件附件、离合器及其零件等。
墨西哥	符合USMCA	0关税	0.0%	核心为是否满足原产地规则，若满足USMCA则享受免关税，不满足的话非美部分将承担25%关税。 原产地规则为：①要么全部原材料都是来自美加墨地区。②在不满足①的情况下，要么1) 在该地制造、加工后的产品前四位/六位/八位税号改变；2) 要么在美墨加其中一个国家对非该国（地区）原材料进行制造、加工后的增值部分需要不低于货物价值的60%。
	不符合USMCA	非美部分将承担25%关税	0-25%	

数据来源：美国白宫，海关总署，HTS，中信建投证券
注：具体税率取决于申报税号

图、2024年公司美洲营收中美洲本土生产占比约70%（亿元）

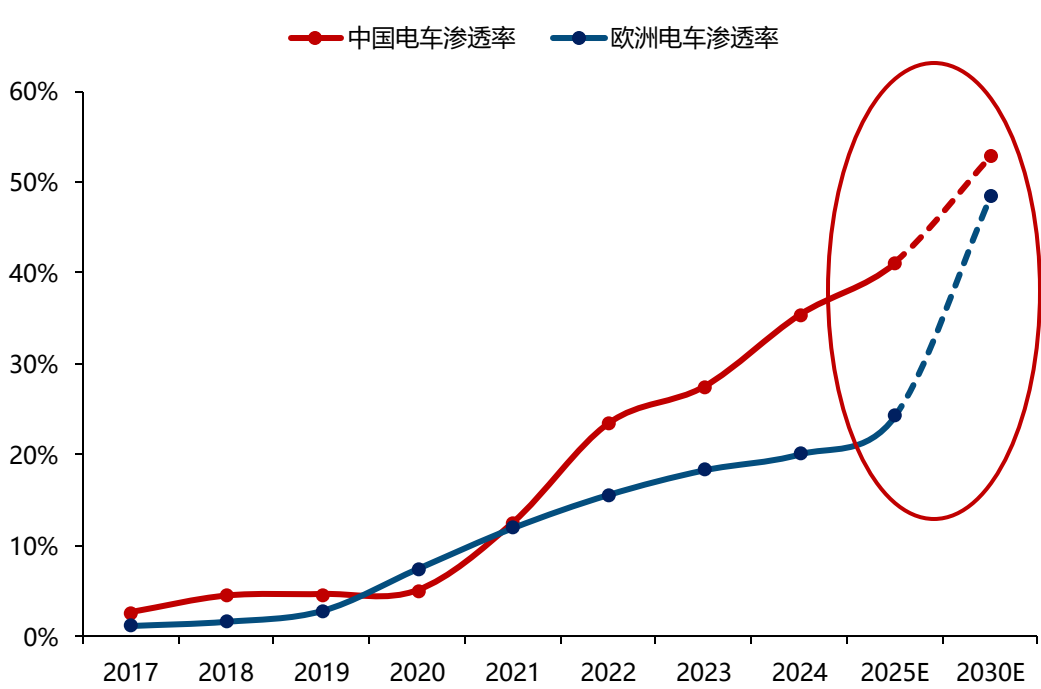


数据来源：公司公告，中信建投证券

本土渗透红利趋弱，公司把握欧洲市场有望成为新时代赢家

- ◆ 中国电动车市场渗透率增速放缓，本土增长红利正在减弱。相比之下，欧洲电动车渗透率预计将加速提升，成为重要的增量市场。
- ◆ 公司抢占欧洲市场先机，已获得多个重要客户电池盒大项目，部分项目采购额可观，同时公司实现多品牌多业务的突破，有望获得超额收益。

图、我国电车渗透率增速放缓，预计欧洲电车渗透率有望加速提升



数据来源：乘联会，中信建投证券

图、公司屡获欧洲客户大订单，在手订单充足

订单时间	客户/项目	订单内容	全生命周期采购额 (亿元)
2024年	沃尔沃	副车架	-
2024年	雷诺	密封条系统	-
2024年	起亚现代	电池盒/车身压铸结构件	-
2024年12月	德国豪华品牌B	电池盒业务	80
2025年2月	德国豪华品牌A	下一代电动平台电池盒	100

数据来源：盖世汽车，公司公告，中信建投证券

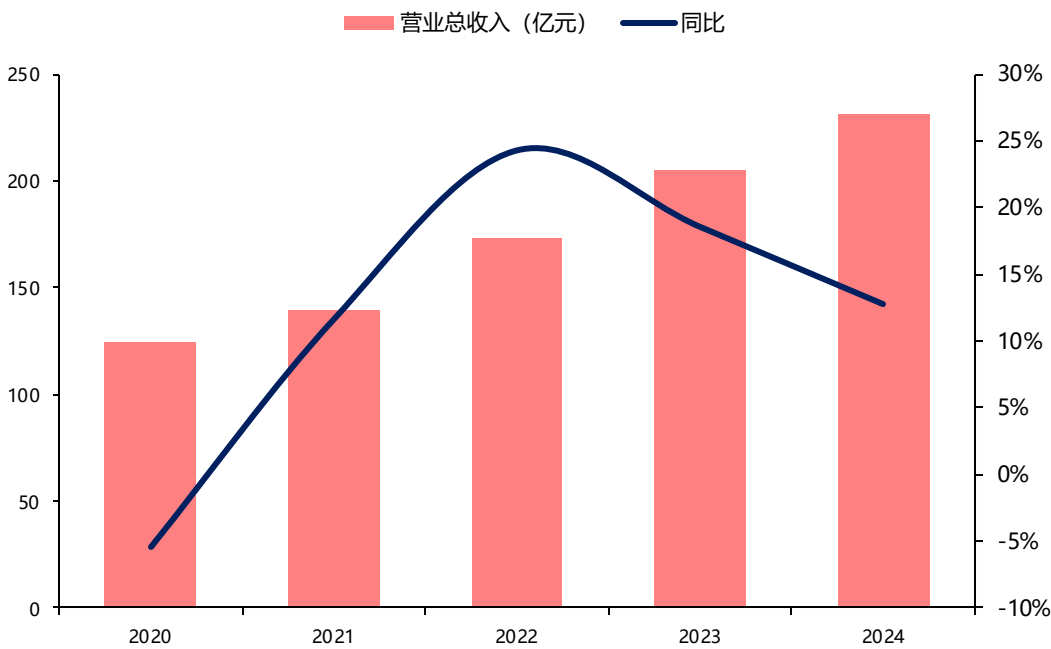
PART4

财务信息：业绩稳、低估值、高分红，制造业稀缺成长属性

公司基本面：营收规模稳健增长，近年来业绩增速提升

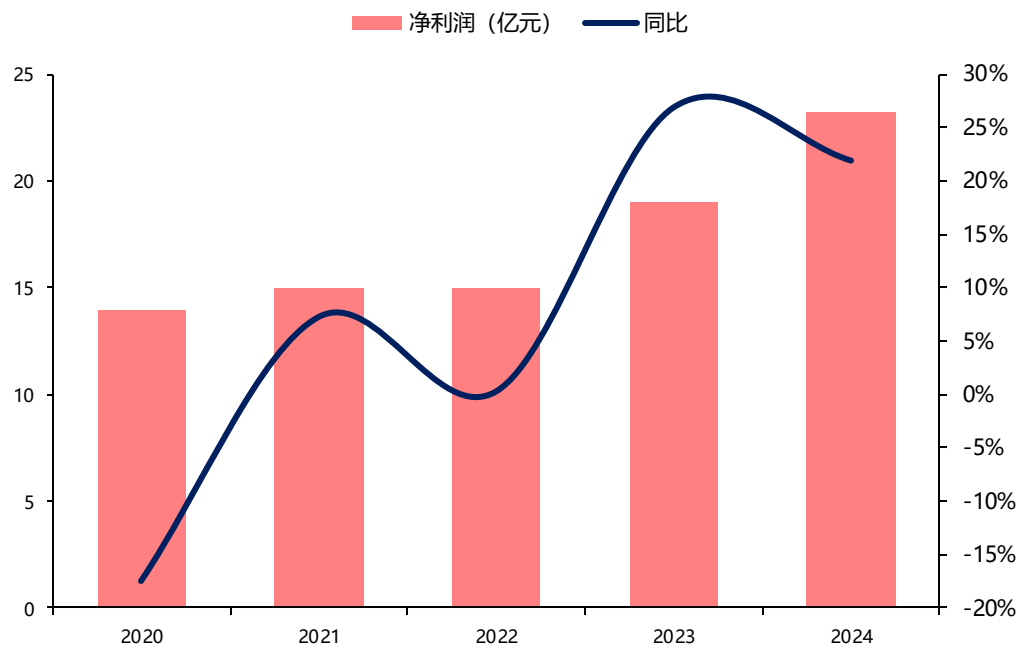
- ◆ 营收规模稳健增长，近年来业绩增速提升。2024年公司实现营收231.5亿元，同比增长12.8%，公司实现净利润23.2亿元，同比增长21.9%。
- ◆ 24年公司业绩增速较快，主要得益于电池盒业务的快速爬坡及传统业务的稳健增长。从业务营收结构来看，公司电池相关产品营收占比稳健提升，由2020年的约0.77%提升至2024年的约23.06%。

图、2020年至今公司营收维持稳健增长



资料来源：公司公告，中信建投

图、2023年以来公司业绩持续增长



资料来源：公司公告，中信建投

电池盒：海外产能逐步爬坡，公司电池盒业务有望量利齐升

◆ 随着公司海外产能逐步爬坡，预计公司电池盒业务有望实现量利齐升，预计2025-2026年公司电池盒业务营收规模有望达73/91亿元。

图、预计公司电池盒业务有望实现量利齐升（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2030E
中国					
BEV销量（万辆）	595	729	899	1000	1200
CTP渗透率（%）	25%	40%	50%	70%	100%
CTP电池托盘ASP（元）	3600	3600	3600	3600	3500
传统电池托盘渗透率（%）	75%	60%	50%	30%	0%
传统电池托盘ASP（元）	2200	2200	2200	2200	2200
BEV配套电池盒市场规模（亿元）	151.7	201.2	260.6	318.0	420.0
PHEV销量（万辆）	273	519	666	800	900
PHEV配套电池盒ASP（元）	1800	1800	1800	1800	1700
PHEV配套电池盒市场规模（亿元）	49.1	93.4	119.9	144.0	153.0
中国电池盒行业规模	200.8	294.6	380.6	462.0	573.0
敏实中国市场份额	8%	10%	11%	10%	10%
敏实中国地区电池盒营收（亿元）	15.1	29.8	40.0	46.2	57.3
欧洲					
BEV销量（万辆）	187	185	219	254	550
CTP渗透率（%）	15%	20%	30%	50%	100%
CTP电池托盘ASP（元）	4500	4500	4500	4500	4500
传统电池托盘渗透率（%）	85%	80%	70%	50%	0%
传统电池托盘ASP（元）	2500	2500	2500	2500	2500
BEV配套电池盒市场规模（亿元）	52.3	53.5	67.8	88.9	247.5
PHEV销量（万辆）	85	81	109	136	150
PHEV配套电池盒ASP（元）	2000	2000	2000	2000	2000
PHEV配套电池盒市场规模（亿元）	17.0	16.3	21.9	27.2	30.0
欧洲电池盒行业规模	69.2	69.8	89.7	116.1	277.5
敏实欧洲市场份额	28%	32%	36%	38%	45%
敏实欧洲地区电池盒营收（亿元）	19.7	22.6	32.3	44.1	124.9
其他地区电池盒营收	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
敏实电池盒业务营收合计（亿元）	35.3	53.4	73.2	91.3	183.2
YoY	73.0%	51.1%	37.2%	24.7%	19.0%

人形机器人：预计25-26年营收规模较小

◆ 由于当前公司机器人业务仍处于早期阶段，且人形机器人出货规模较小，我们预计2025-2026年公司该业务营收规模较小，2030年有望突破7亿营收。

图、由于当前公司机器人业务仍处于早期阶段，我们预计2025-2026年营收规模较小，2030年有望突破7亿元

		2030E			2040E	2050E
不同假设	保守预期	中性预期	乐观预期	中性预期	中性预期	
人形机器人出货量（套）	100000	300000	500000	1000000	50000000	
结构件单机价值量	13000	13000	13000	10000	5000	
公司市占率	10%	10%	10%	10%	10%	
旋转执行器单机价值量	20000	20000	20000	15000	10000	
公司市占率	5%	5%	5%	5%	5%	
电子皮肤单机价值量	2000	2000	2000	2000	2000	
公司市占率	5%	5%	5%	5%	5%	
平均单机配套价值量	35000	35000	35000	27000	17000	
公司机器人业务营收（亿元）	2.4	7.2	12.0	18.5	550.0	

数据来源：公司公告，中信建投证券

低空经济：聚集机体与旋翼，有望成为未来新增长极

◆ 聚焦eVTOL机体与旋翼两大产品系统，公司能够迁移主业的know-how，有望成为未来新增长极。

图、我们预计2025-2026年公司低空经济营收规模较小，2030年有望突破30亿营收

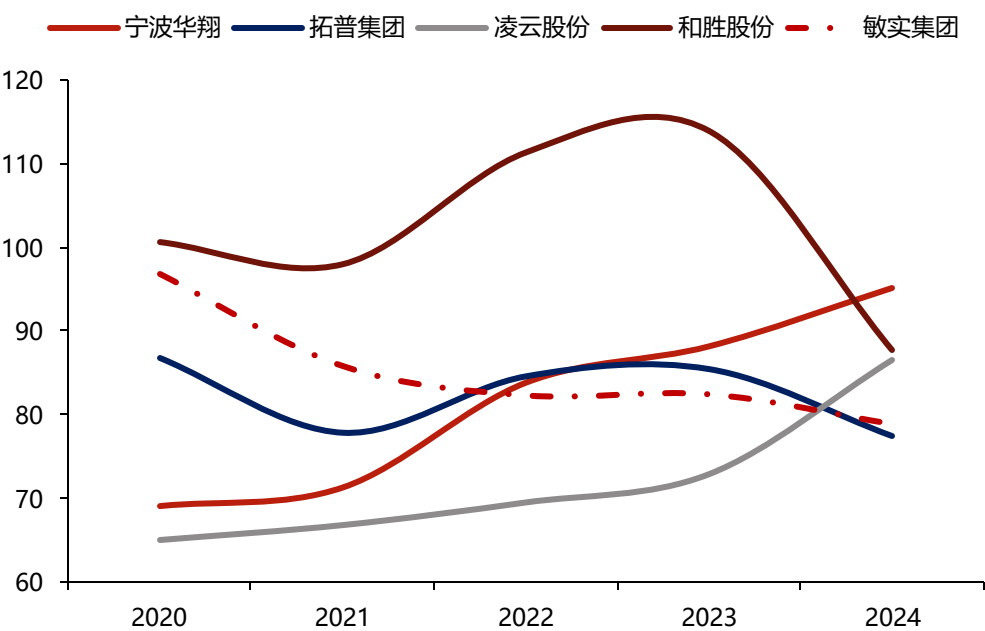
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球eVTOL出货量	1000	1200	1800	2500	3400	5000
YOY		20%	50%	39%	36%	47%
机体零部件价值量（万元）	20	20	20	20	20	20
机体零部件市场空间（亿元）	2.0	2.4	3.6	5.0	6.8	10.0
公司市占率	0.0%	3.0%	5.0%	10.0%	15.0%	15.0%
旋翼系统价值量（万元）	90	88	85	83	80	80
旋翼系统市场空间（亿元）	9.0	10.6	15.3	20.8	27.2	40.0
公司市占率	0.0%	3.0%	5.0%	10.0%	15.0%	15.0%
公司营收（亿元）	0.0	0.4	0.9	2.6	5.1	7.5

数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：应收账款周转率显著优化，产业链管理能力优秀

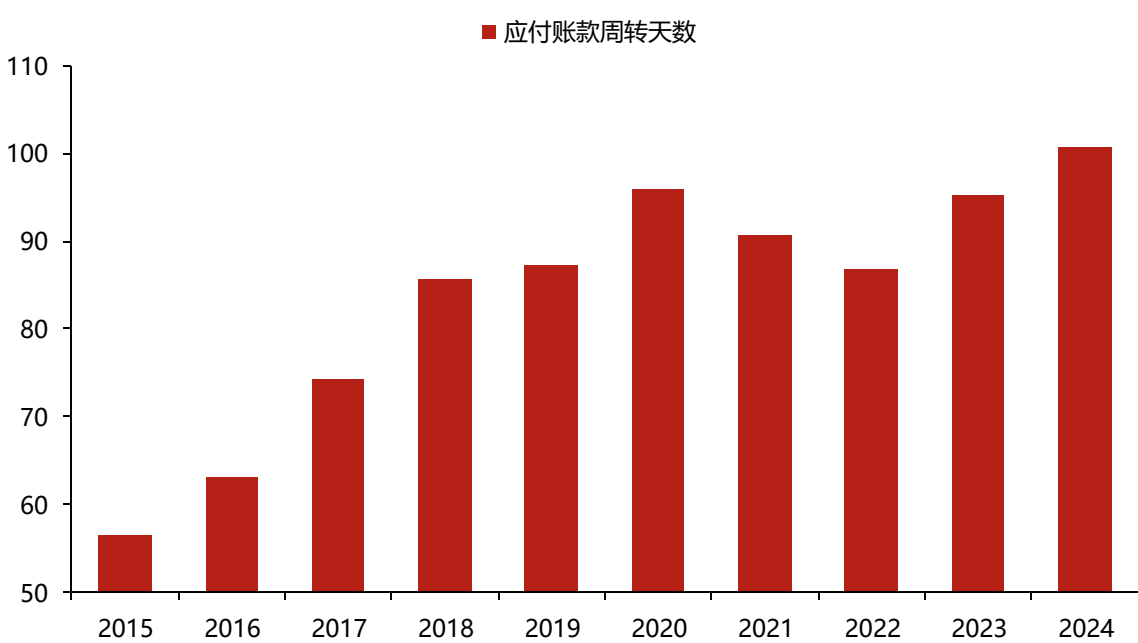
- ◆ 得益于全球化客户结构及数字化回款管理，公司应收账款周转率持续缩短。2024年公司应收账款周转天数下降至78.7天，实现持续下降。相较可比公司，公司的应收账款周转天数属于中上水平。
- ◆ 对上游占款能力突出，尤其电池盒业务规模效应下议价权有所增强。2024年公司应付账款周转天数101天，显著高于应收周转天数，形成22天营运资金占用优势。

图、2024年公司应收账款周转天数下降至78.7天（天）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、2024年公司应付账款周转天数提升至101天（天）

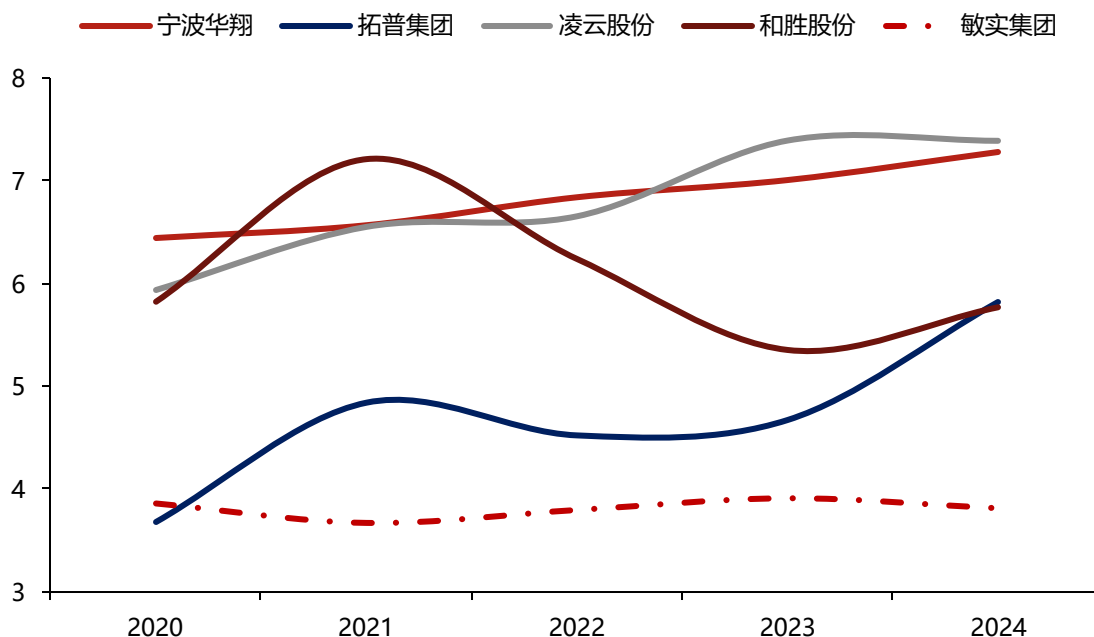


数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：存货周转率稳定，期间费用率维持稳健

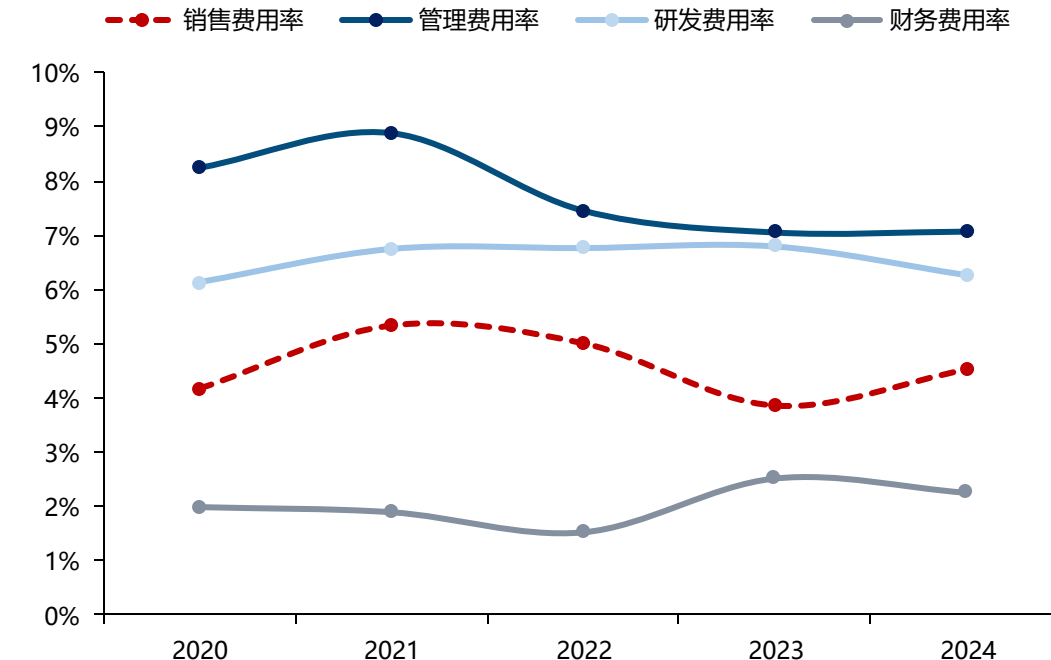
- ◆ 海外产能较大导致公司存货周转率较低。相较其他可比公司，公司海外产能区域间调货物流周期长，推高在途库存占比。2024年公司存货周转率为3.82，较2023年有所下滑，我们认为主要系海外工厂产能爬坡期备货所致。
- ◆ 公司管理能力持续优化，期间费用率较为稳健。2024年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率合计13.9%，环比小幅提升0.5pct。

图、存货周转率较低主要系海外营收占比高库存占比推高在途占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、公司期间费用率较为稳健

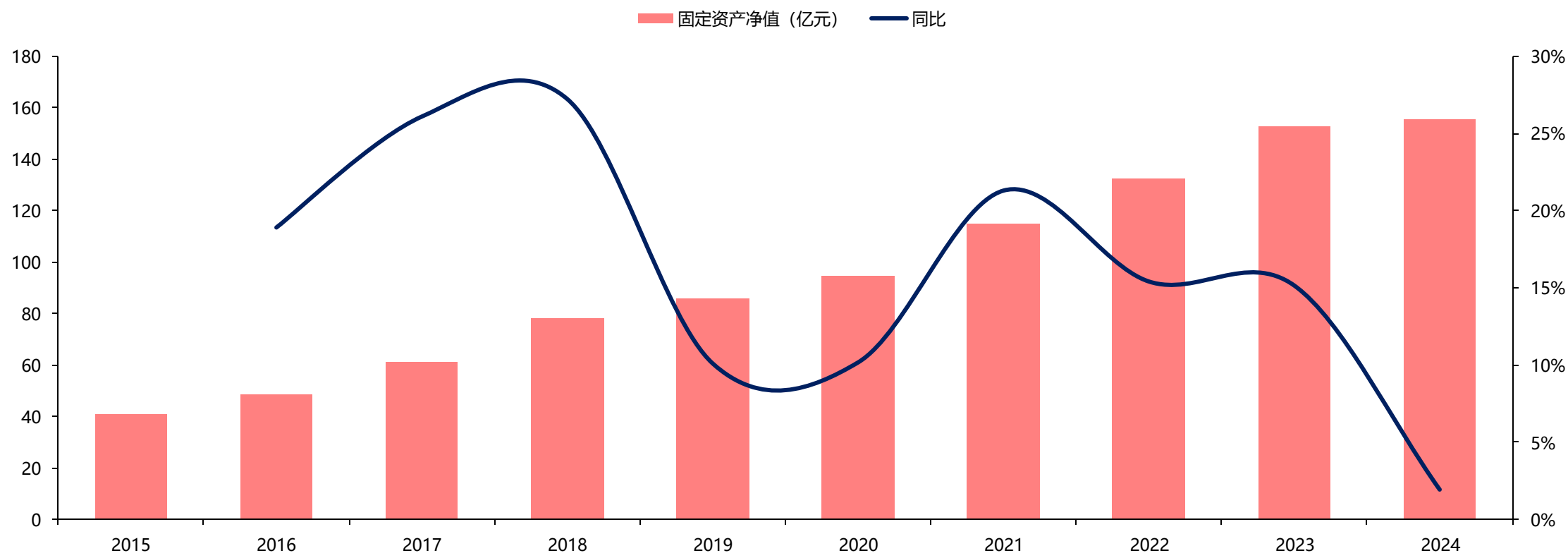


数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：公司产能扩张高峰期结束，未来折旧对利润表压力减轻

◆ 公司海外布局基本成型，产能扩张高峰期结束。2024年公司固定资产净额达155.5亿元，同比增长2%，增速显著放缓，此前21-23年同比增速均维持在15%以上。

图、2024年公司固定资产净额达155.5亿元，同比增长2%

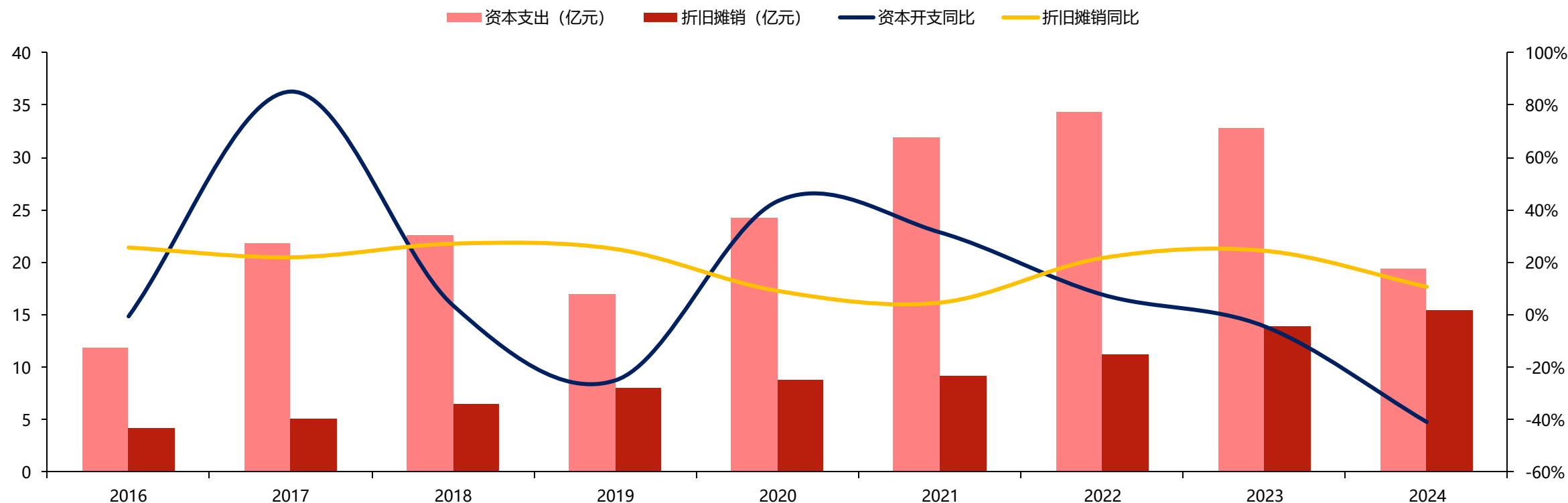


数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：公司产能扩张高峰期结束，未来折旧对利润表压力减轻

- ◆ 预计公司产能扩张高峰期结束，未来折旧对利润表压力减轻。2024年公司资本开支降至19.1亿元，同比下降41%，在建工程同比下降47%至20.3亿元。我们预计公司产能维持每年20亿的增长，后续折旧影响将减轻。

图、2024年公司资本开支降至19.1亿元，同比下降41%

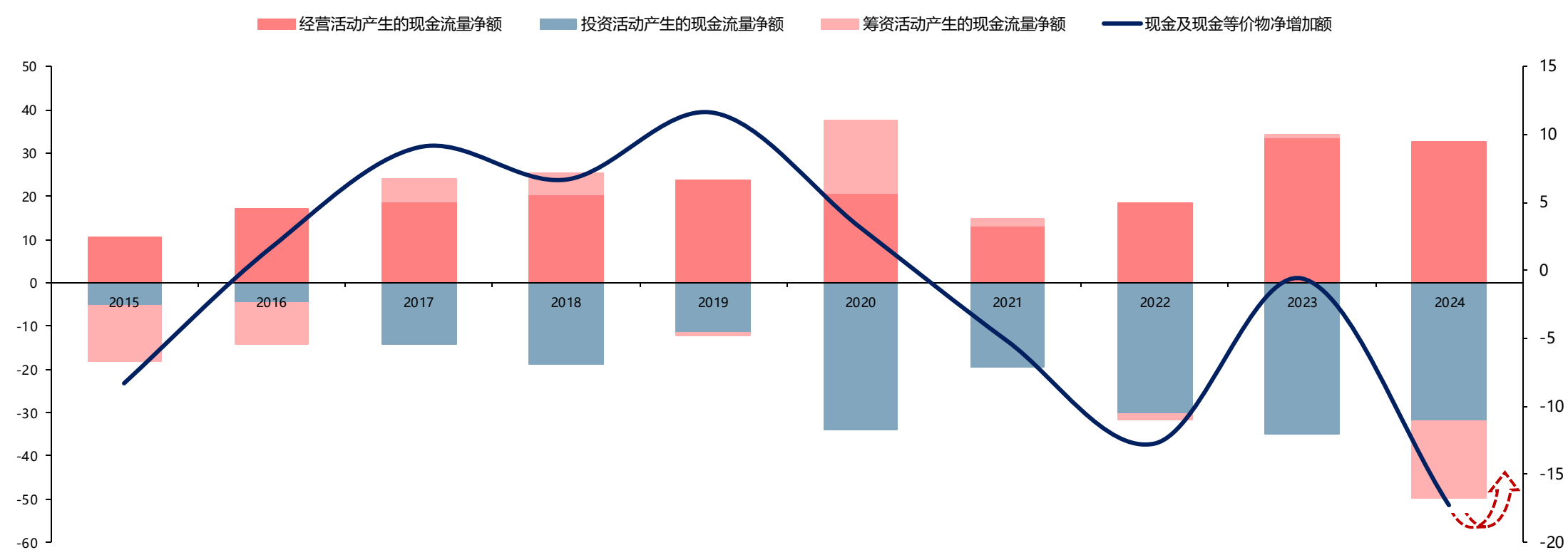


数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：经营性现金流稳健，自由现金流有望回升

◆ 公司2023年起经营性现金流显著提升，同时随着公司产能扩张高峰期结束，公司自由现金流有望回升。

图、公司经营性现金流稳健，自由现金流有望回升（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

财务情况：积极实施股权激励计划，分红率有望逐步恢复

- ◆ **积极实施股权激励计划，绑定核心人才并支持全球化扩张。**2025年1月授出89.5万股奖励股份（占总股本0.08%），覆盖21名员工（含2名董事），授予价0港元，无业绩目标约束，仅设离职竞争限制条款，旨在认可历史贡献并提升留任率。2024年5月则通过购股权计划授出3000万份购股权（行使价14.3港元），同样未附加业绩条件，有效期至2029年，覆盖范围扩大至技术骨干与中高层管理者，反映公司以短期现金节约换取长期人才稳定的策略。
- ◆ **公司分红率有望逐步恢复。**历史上公司分红率稳定在40%左右，2023年受产能扩张与现金流压力影响公司取消了分红。2024年公司重新恢复分红，股利支付率约20.19%，并计划未来稳步提升派息比率。

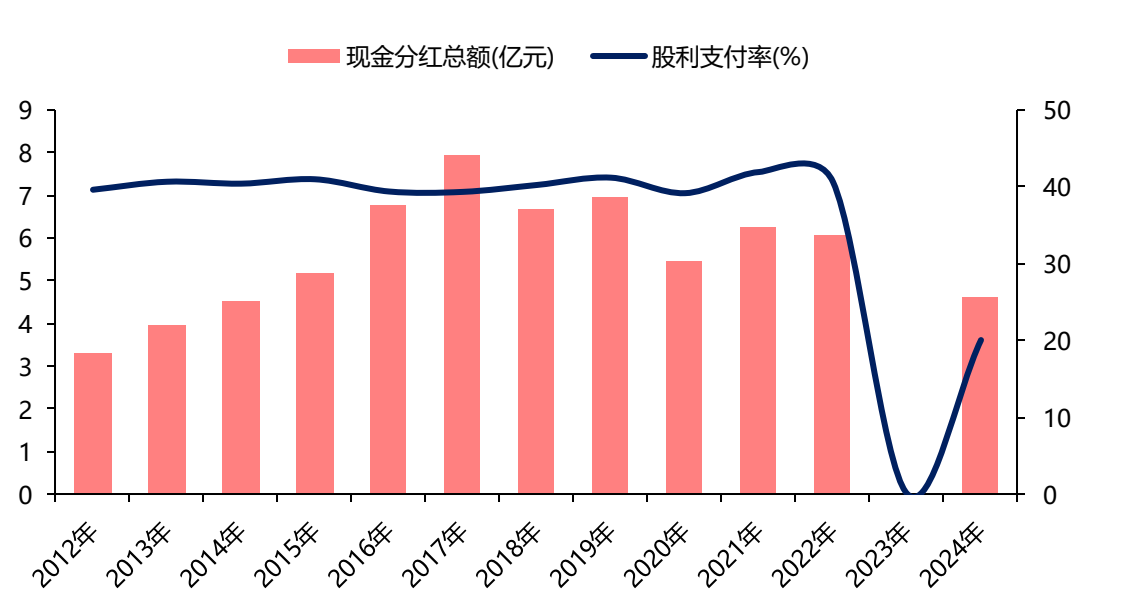
图、2024年以来公司积极实施股权激励计划

激励类型	购股权计划	股份奖励
授予日期	2024年5月2日	2025年1月22日
激励规模	3000万份购股权	89.5万股股份
行权价/授予价	每股14.30港元	0港元
覆盖对象	员工（含技术骨干、中高层管理者）	若干个人（含2名董事）
考核约束	无公开业绩条件	无业绩条件， 仅设离职竞争限制

数据来源：公司公告，中信建投证券



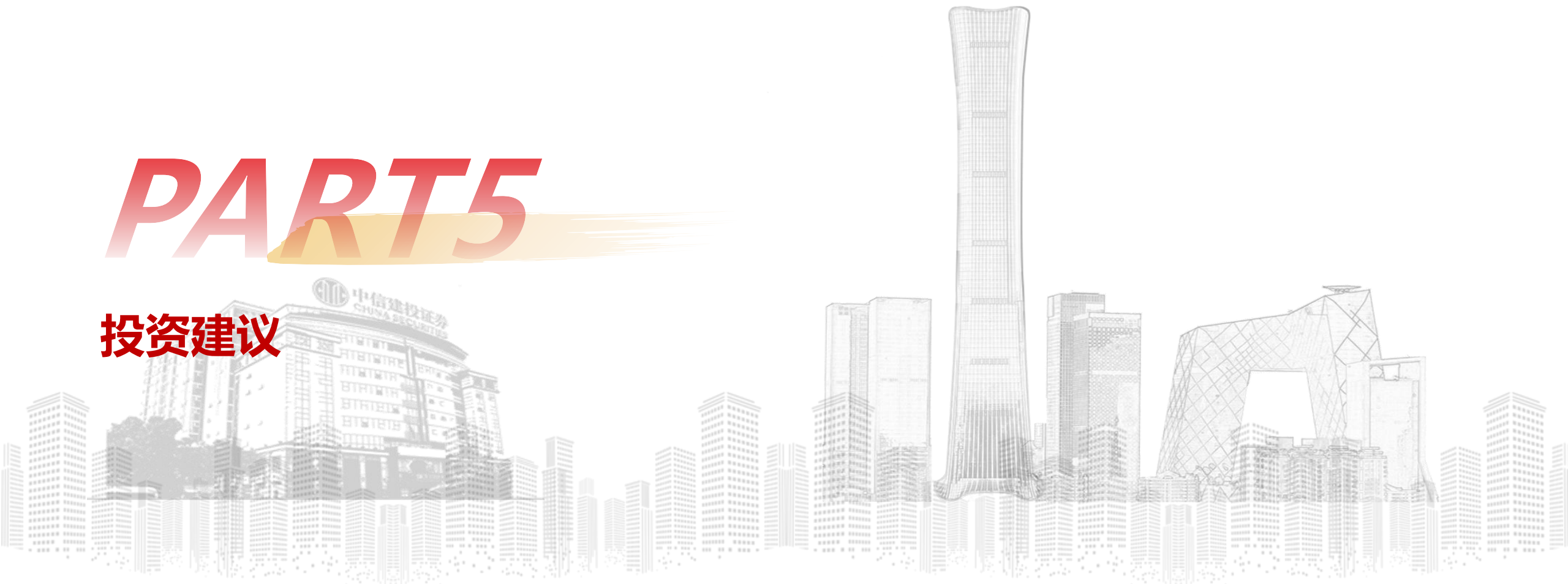
图、公司分红率有望逐步恢复



数据来源：公司公告，中信建投证券

PART5

投资建议



总结

- ◆ **核心观点：**公司在2025全球汽车零部件供应商百强榜排名第70位（营收在国内品牌中排名第7位），但海外营收占比达到60%，欧美本土化生产约七成，已经成为全球化最优异的头部零部件公司，海外熔铸产能在碳足迹追踪下先发优势转化为未来盈利优势。公司具备塑料、金属、TPV、电子等多种复合材料的开发能力，03年开始从内外饰件拓展到金属饰件，20年开始发力电池托盘类的结构件和智能化零件，当前已布局机器人、eVOLT零件，受益于欧洲电池托盘在手订单未来业绩增长稳健。
- **产品端：**公司在技术和产品上均已证明平台化拓展的能力。公司具备塑料、金属、TPV、电子等多种复合材料的开发能力，基于材料配方研发、成型，金属加工等工艺能力，公司2003年开始从内外饰件拓展到金属饰件，20年开始发力电池托盘类的结构件和智能化零件，公司电池盒业务24年营收53.4亿，20-24年CAGR173%；贡献毛利11.44亿，20-24年CAGR为271%，电池盒收入比重升至23.06%，欧洲市占率36%，欧洲市场增长潜力显著。随着业务拓展，公司单车可配套价值量超过万元，未来智能化基础上具备继续提升空间。展望后续，公司已布局机器人（关节总成、结构件、电子皮肤等）、eVOLT零件（机体、旋翼等），不断扩展公司的第二、第三增长曲线。
- **客户端：**自主品牌客户拓展补足短板，后续欧洲电车发力充分受益。公司与全球头部品牌合作良好，早期公司享受合资品牌国内增长带动2005-2015年10年营收CAGR为27%，后续自主品牌市占率提升以及欧洲电车增速较慢下公司尽管2020-2024年营收CAGR仍保持16.6%增速，但并未充分享受国内电车高速增长带来的超额收益。公司当前自主品牌客户已充分拓展，24年中系品牌营收占比同比+2.3pct至16.4%，除吉利、BYD等传统自主品牌外还获得华为鸿蒙智行、小米等多个智能化产品；欧洲电池托盘覆盖主要的欧洲本土汽车厂。受益于25年开始欧洲电车增速加快，公司有望成为零部件出海公司中最大受益标的。
- **全球化：**海外营收占比过半，稀缺产能优势显著。①07年开始布局全球产能，4大产品线遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、波兰、捷克等国，海外营收占比达60%显著高于同行，公司欧美本土化生产约七成，是海外占比最高的汽车

总结

零部件头部企业。②**海外熔铸产能先发优势转化为未来盈利优势**：公司是唯一具备欧洲本土铝材熔铸产能的中国企业（塞尔维亚工厂具备年产10万吨铝材熔铸产能），证明公司ESG能力领先，且具备一体化优势及成本优势。2023年欧洲原铝的碳排放量为6.3kg CO₂/kg Al，比全球平均水平低约60%，而进口铝碳足迹达9.7kg CO₂/kg Al。短期看根据CBAM（碳边境调节机制），欧盟对进口的高碳铝征收关税，加大了同行企业生产运营成本；长期看发达国家高能耗产能审批会快速收紧，公司先发优势显著。

- **管理基因：借船出海本土化融合，BU全球治理。**公司07年开启收购出海，但并非以标的公司的市场和技术为核心而是以本土化建设和文化融合为契机，在充分掌握海外市场情况后依靠国内团队支持正式开启自建。公司专业化(BU)管理本地化率超90%，海外工厂70%-80%生产线由中外团队共同规划，项目爬坡采用中国设计，中层逐步交给当地人管理，并给予本土中高层期权、股票等回报，形成独特的管理体系，为海外业务顺利开展奠基。墨西哥工厂人员本地化率已达97%，塞尔维亚工厂本地化率也在90%以上。
- **投资环境：**公司此前在港股处于6-8x的估值区间，我们认为主要受到制造业公司此前在H股不能被充分定价，伴随着①H股正处于政策红利释放、估值修复与盈利改善共振的机遇下将展现出投资吸引力；②优质公司A-H股上市估值实现打通，此前不能被合理定价的制造业公司将实现估值对标和修复的机会；③伴随着我国新能源等新兴产业的制造业在全球竞争力的加强，敏实这样具备全球化和国际布局的公司将迎来全球认知的机会。
- **业绩测算：**预计公司25、26年归母净利润为26.8/30.8亿元，对应当前PE约12.9/11.2倍，给予“买入”评级。

盈利预测：预计25/26年营收增速约为13%

表、预计公司25/26年营收增速约为13% (亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
1、金属及饰条					
营业收入	53.1	54.6	54.9	56.0	57.1
收入增速	7%	3%	0%	2%	2%
营业成本	39.2	40.2	39.6	40.3	41.1
毛利率	26%	26%	28%	28%	28%
毛利	14.0	14.5	15.3	15.7	16.0
2、塑胶件收入					
营业收入	47.8	56.3	58.7	62.2	65.3
收入增速	14%	18%	4%	6%	5%
营业成本	36.3	42.7	43.9	46.6	48.9
毛利率	24%	24%	25%	25%	25%
毛利	11.6	13.5	14.7	15.6	16.4
3、铝件					
营业收入	37.9	43.3	49.2	54.1	58.4
收入增速	15%	14%	14%	10%	8%
营业成本	25.0	27.0	32.8	35.7	38.6
毛利率	34%	38%	33%	34%	34%
毛利	12.9	16.2	16.4	18.4	19.9
4、电池盒					
营业收入	20.4	35.4	53.4	73.2	91.3
收入增速	658%	73%	51%	37%	25%
营业成本	16.6	28.5	41.9	56.8	69.4
毛利率	19%	19%	21%	22%	24%
毛利	3.8	6.9	11.4	16.4	21.9
5、其他产品及分部抵消					
营业收入	13.8	15.7	15.4	19.7	24.2
收入增速	16%	14%	-2%	25%	23%
营业成本	8.2	10.6	6.2	9.4	12.8
毛利率	41%	33%	60%	52%	47%
毛利	5.6	5.1	9.2	10.3	11.3
营业总收入	173.1	205.2	231.5	265.2	296.3
yoy	24%	19%	13%	15%	12%
归母净利润	14.9	19.8	22.1	26.8	30.8
yoy	1%	33%	12%	21%	15%

财务报表

表、公司资产负债表 (百万)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
流动资产	17,493.4	17,169.3	21,146.6	23,597.3
现金	6,005.8	4,211.3	6,364.0	7,110.5
应收票据及应收账款合计	4,740.0	5,385.2	6,169.1	6,892.7
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
预付账款	1,263.0	1,287.9	1,475.4	1,648.4
存货	3,982.2	4,640.9	5,286.5	5,899.1
其他流动资产	1,502.4	1,644.0	1,851.6	2,046.6
非流动资产	20,053.9	21,589.6	21,384.5	20,632.4
长期投资	407.3	383.9	387.9	391.9
固定资产	15,476.0	15,798.5	15,277.1	14,958.8
无形资产	1,169.9	1,126.3	938.5	750.8
其他非流动资产	3,000.7	4,281.0	4,781.0	4,531.0
资产总计	37,547.3	38,758.9	42,531.2	44,229.7
流动负债	14,117.4	14,576.8	16,336.5	16,108.1
短期借款	5,851.4	5,893.8	6,408.1	5,028.2
应付票据及应付账款合计	4,347.6	4,854.1	5,476.5	6,111.2
其他流动负债	3,918.4	3,828.9	4,451.9	4,968.7
非流动负债	4,290.0	2,923.2	2,923.2	2,923.2
长期借款	3,837.0	2,525.3	2,525.3	2,525.3
其他非流动负债	453.1	397.9	397.9	397.9
负债合计	18,407.4	17,500.0	19,259.7	19,031.3
少数股东权益	821.4	813.8	881.7	959.8
股本	116.3	116.3	1,116.3	2,116.3
资本公积	18,202.2	20,328.9	19,328.9	18,328.9
留存收益	0.0	0.0	1,944.6	3,793.5
归属母公司股东权益	18,318.5	20,445.2	22,389.7	24,238.6
负债和股东权益	37,547.3	38,758.9	42,531.2	44,229.7

表、公司利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	20,523.7	23,147.1	26,516.8	29,627.0
营业成本	14,901.7	16,449.1	18,891.6	21,080.8
销售费用	791.9	1,047.6	1,140.2	1,185.1
管理费用	1,449.5	1,638.4	1,873.7	2,073.9
研发费用	1,396.6	1,449.4	1,642.9	1,855.1
财务费用	515.5	521.0	371.5	347.6
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
信用减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	15.5	4.1	4.0	4.0
营业利润	1,484.0	2,045.7	2,600.9	3,088.5
其他非经营损益	831.5	761.2	643.9	643.9
利润总额	2,315.5	2,806.9	3,244.7	3,732.3
所得税	351.5	431.2	497.8	572.8
净利润	1,964.0	2,375.8	2,746.9	3,159.6
少数股东损益	60.8	56.5	67.9	78.1
归属母公司净利润	1,903.2	2,319.3	2,679.0	3,081.5
EBITDA	4,224.9	4,872.2	4,825.4	5,336.1
EPS (元)	1.63	1.99	2.30	2.64

表、公司现金流量表 (百万)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E
经营活动现金流	3365.9	3274.4	3199.3	3661.6
净利润	1964.0	2375.8	2746.9	3159.6
折旧摊销	1393.9	1544.3	1209.1	1256.1
财务费用	515.5	521.0	371.5	347.6
其他经营现金流	-507.5	-1166.6	-1128.2	-1101.7
投资活动现金流	-3500.4	-3194.4	-455.0	45.0
资本支出	-4082.1	-1993.0	-1000.0	-500.0
其他投资现金流	581.8	-1201.5	545.0	545.0
筹资活动现金流	51.9	-1795.4	-591.6	-2960.1
短期借款	-1341.0	42.4	514.3	-1379.9
长期借款	2831.2	-1311.7	0.0	0.0
其他筹资现金流	-1438.3	-526.2	-1105.9	-1580.2
现金净增加额	-82.6	-1715.5	2152.7	746.4



风险提示

- 1、需求不及预期及市场竞争加剧风险：**全球汽车市场需求不及预期可能导致公司订单下滑，行业竞争加剧或导致公司市场份额下降，同时将挤压公司业务的利润空间，或对公司盈利能力造成影响。
- 2、原材料及成本风险：**原材料（如铝材）及海运价格波动显著影响成本结构，若后续原材料成本波动较大，将对公司经营情况造成较大影响。
- 3、地缘政治风险：**公司海外布局领先，但海外经营情况受地缘政治影响，存在不确定性，或对公司海外工厂运营造成负面影响。

分析师介绍

程似骥：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的L4 的商业模式前沿演变。 2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然：汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

马博硕：特许金融分析师CFA，美国哥伦比亚大学统计学硕士，爱荷华大学数学、精算双专业学士，北美准精算师协会成员。2018年加入中信建投证券，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员。

许琳：中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，8年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在2019至2022年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

研究助理介绍

薛鹭：中信建投证券电力设备新能源行业研究助理，2023年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk