

汽车

2025 年 11 月 30 日

恒勃股份

(301225)

——进气系统头部供应商，多元布局 PEEK 核心卡位

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2025 年 11 月 28 日
收盘价（元）	100.00
一年内最高/最低（元）	109.31/23.82
市净率	6.7
股息率%（分红/股价）	0.42
流通 A 股市值（百万元）	2,988
上证指数/深证成指	3,888.60/12,984.08

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	14.84
资产负债率%	22.92
总股本/流通 A 股（百万）	103/30
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

朱傅哲 A0230524080008
zhufz@swsresearch.com
胡书捷 A0230524070007
husj@swsresearch.com
李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com

联系人

朱傅哲 A0230524080008
zhufz@swsresearch.com

投资要点：

- **进气系统头部供应商，内生外延打开新成长空间。**恒勃股份成立于 2005 年，2023 年在深交所创业板上市，传统优势业务为进气系统及配件，覆盖汽车、摩托车和通用机械等领域，是公司的营收核心。公司以摩托车空气滤清器起家，客户为本田、雅马哈等行业头部客户，2008 年以来通过与吉利、广汽合作进入汽车进气系统，2023 年后加速拓展新势力车企。2023 年上市以来积极布局热管理系统、智能仪表、氢燃料、PEEK、汽车内饰件等新业务。
- **传统主业盈利亮眼，全产业链布局获成本优势，优质模具稳定头部客户。**进气系统是发动机重要组成部分，在新能源时代 PHEV、增程式等车型仍然需要进气系统产品，预计市场空间将随下游销量持续增长，2024 年国内摩托车、汽车进气系统市场空间近 50 亿元。公司作为头部供应商，近年来加速拓展新客户，并保持约 30%毛利率、15%净利率，充分反映自身竞争优势：①技术驱动全产业链布局，高自制率确保核心成本优势；②模具等自制具备快速反应、同步开发能力，满足客户多维需求；③大客户战略头部客户深度绑定。
- **内生外延多线布局，打开新成长曲线。**公司由滤清器向下游延伸至进气系统总成等，并拓展热管理系统、摩托车智能仪表等新业务，基于客户资源优势持续提升配套价值量。同时，公司积极外延拓展，2025 年先后设立合资公司进军 PEEK 等轻量化材料及汽车内饰件业务，为公司打开新增长点。公司也注重开拓海外市场，东南亚“三角协同”制造网络将是公司打开进气系统东南亚新市场，及 PEEK 等新业务海外配套的关键。
- **人形机器人 PEEK 前景广阔，公司上下游布局占据先机。**PEEK 属于特种工程塑料的一种，其技术壁垒与成本较高，主要应用于高端制造业领域。而在人形机器人中，PEEK 相较于金属有耐酸碱腐蚀、轻量化、高耐磨性和自润滑性等优势，可用于结构件、传动与连接部件、防护与外壳、能源与储能部件等，预计单台机器人用量可达 5kg 甚至更高。公司与 DMI 合资，汇聚双方技术+工业化量产优势，实现聚合、改性、注塑的一体化全产业链布局，凭借公司多年改性技术积累+快速反应同步开发能力抢占行业优势地位，有望随头部机器人客户放量。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.52/1.78/2.07 亿元，同比增速 16.2%/16.8%/16.2%，对应当前（2025/11/28）PE 为 68x/58x/50x。在车端业务方面，公司作为进气系统头部供应商，有望借助底层注塑改性能力、客户资源和成本优势，提升配套价值量并拓展海外市场，贡献业绩增量。而机器人 PEEK 业务，通过外延形式全产业链布局，抢占行业优势地位，有望随下游客户放量，打开估值空间。给予其 2026 年可比公司平均 71 倍 PE，对应目标市值 126 亿元，有 22%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游销量不及预期、新业务扩张节奏不及预期、机器人产业放量不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	865	731	1,051	1,401	1,596
同比增长率(%)	10.2	19.1	21.5	33.3	14.0
归母净利润(百万元)	131	94	152	178	207
同比增长率(%)	14.2	8.9	16.2	16.8	16.2
每股收益(元/股)	1.29	0.93	1.47	1.72	2.00
毛利率(%)	32.5	30.1	31.6	29.9	29.6
ROE(%)	8.9	6.1	9.7	10.4	11.2
市盈率	79		68	58	50

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.52/1.78/2.07 亿元，同比增速 16.2%/16.8%/16.2%，对应当前（2025/11/28）PE 为 68x/58x/50x。在车端业务方面，公司作为进气系统头部供应商，有望借助底层注塑改性能力、客户资源和成本优势，提升配套价值量并拓展海外市场，贡献业绩增量。而机器人 PEEK 业务，通过外延形式全产业链布局，抢占行业优势地位，有望随下游客户放量，打开估值空间。给予其 2026 年可比公司平均 71 倍 PE，对应目标市值 126 亿元，有 22% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

汽车进气系统及配件：预计行业整体空间相对稳定，而公司在客户端持续国产替代，产品端拓展热管理、内饰件业务等，预计 2025-2027 年收入为 7.0/10.4/12.2 亿元，毛利率考虑到凯正并表影响，预计为 29.2%/27.6%/27.5%。

摩托车进气系统及配件：公司作为摩托车进气系统头部供应商，市占率相对稳定，智能仪表等新产品将贡献增量，预计 2025-2027 年收入为 2.95/3.10/3.25 亿元，毛利率维持在 33.5% 水平。

有别于大众的认识

场认为进气系统作为内燃机核心零部件，担心新能源趋势下公司主业成长的确定性。我们认为，①当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献，仍然需要发动机，行业空间相对稳定；②国产替代趋势下，公司市占率的提升可以贡献业绩增量；③公司也在拓展新能源热管理、内饰件等新业务提升单车价值量。

市场担心公司机器人 PEEK 业务竞争力。我们认为，公司自身在塑料改性有丰富的工艺经验和技術能力，并通过与 DMI 合资进一步拓展 PEEK 改性能力，实现聚合、改性、注塑的一体化全产业链布局。而当前人形机器人产业仍处于持续迭代开发阶段，公司可以密切配合客户需求开发定制料号产品，强化与客户的绑定关系。

股价表现的催化剂

机器人产品定点、下游机器人放量超预期、内饰等新业务放量与盈利改善超预期

核心假设风险

下游销量不及预期、新业务扩张节奏不及预期、机器人产业放量不及预期

目录

1. 恒勃股份：进气系统专家打造多维发展曲线	6
1.1 滤清器头部供应商，业务拓展+产能扩充再腾飞	6
1.2 业务多元发展明确，盈利能力持续向上	8
1.3 股权激励目标明确，归母净利润持续提升	10
2. 主业：汽车业务增量显著，内生外延拓展新品.....	11
2.1 进气系统是发动机重要组成，预计国内市场空间 50 亿元	11
2.2 汽车业务增量明显，卡位头部客户优势显著	13
2.3 内生外延产品多线布局，新能源转型方向明确	15
3. PEEK：行业前景广阔，公司占据先机	18
3.1 PEEK 材料性能领先，潜在应用场景众多	18
3.2 PEEK 进入壁垒较高，格局相对集中	20
3.3 人形机器人 PEEK 用量有望增加，公司优势凸显	22
3.3.1 人形机器人追求轻量化，PEEK 用途广泛	22
3.3.2 公司底层能力扎实，合作伙伴技术顶尖，占据先发优势	25
4. 盈利预测与估值.....	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：公司历史复盘.....	6
图 2：公司股权结构较为集中（截至 25Q3）	8
图 3：25Q1-3 公司实现营收同比+19.1%.....	9
图 4：25Q1-3 公司实现归母同比+8.9%.....	9
图 5：公司盈利能力长期维持高位	9
图 6：25Q1-3 公司费用率略有提升.....	9
图 7：25Q1-3 公司在建工程达新高.....	10
图 8：25Q1-3 公司经营性现金流净流入 0.52 亿元	10
图 9：进气系统结构.....	11
图 10：空气滤清器产品结构	11
图 11：2021 年以来燃油摩托车销量稳定	11
图 12：中国摩托车行业竞争梯队	11
图 13：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升	12
图 14：国内乘用车内燃机销量基本稳定.....	12
图 15：汽车与摩托车进气系统及配件为公司主要收入来源（单位：亿元）	13
图 16：公司各项业务毛利率长期高位稳定	13
图 17：材料成本约占主营收入 50%	14
图 18：进气系统产品上中下游产业链	14
图 19：公司具备关键的模具开发能力	14
图 20：公司进气系统产品.....	16
图 21：公司热管理系统产品	17
图 22：摩托车智能仪表功能	17
图 23：PEEK 材料在塑料材料中性能领先	18
图 24：全球及我国 PEEK 消费量及预测	20
图 25：PEEK 上中下游产业链	21
图 26：PEEK 在机器人上的应用.....	24
图 27：内燃机进气系统生产流程	25
表：公司产品矩阵.....	

表 2：公司股权激励考核目标	10
表 3：2024 年我国乘用车、摩托车空滤器市场空间约为 50 亿元，公司市占率达 16.3%	12
表 4：公司进气系统合作客户	15
表 5：PEEK 主要特性	19
表 6：PEEK 下游应用场景总览	19
表 7：PEEK 材料壁垒.....	22
表 8：全球 PEEK 厂商产能情况	22
表 9：头部机器人厂商产品轻量化趋势显著	23
表 10：PEEK 在机器人领域的需求量测算.....	24
表 11：PEEK 在机器人领域的市场空间测算	25
表 12：公司从进气系统→PEEK 零部件的能力相通性	25
表 13：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）	27
表 14：恒勃股份与可比公司估值对比	28

1. 恒勃股份：进气系统专家打造多维发展曲线

1.1 滤清器头部供应商，业务拓展+产能扩充再腾飞

恒勃股份深耕内燃机进气系统及配件业务三十年，覆盖摩托车、汽车及通用机械等下游领域，近年持续布局智能仪表、热管理系统、氢燃料电池阴极过滤系统及 PEEK、汽车内饰件等新业务，利用自身客户优势及技术储备完成新能源转型。恒勃控股股份有限公司是一家专注于内燃机进气系统及配件的研发、生产和销售的国家高新技术企业，也是我国摩托车空滤器头部供应商，先后被评为“中国内燃机零部件行业排头兵”、“国家专精特新‘小巨人’企业”等。公司前身成立于 1995 年，初期主要从事摩托车进气系统及配件业务；2005 年恒勃股份成立后与吉利、广汽等展开合作，业务拓展至汽车市场；公司同时也将技术迁移至通用机械领域滤清器的定制生产，完成核心业务的横向拓展。

2014 年公司完成股份制改造，2015 年在新三板挂牌，2023 年在深交所创业板成功上市，开启业务拓展+产能扩充的转型升级之路。业务拓展方面，2022 年公司布局摩托车智能仪表业务；2023 年成立新能源管路事业部负责新能源车热管理系统业务，同时已开展包括氢燃料电池排气系统、去离子器、电堆端板、储氢瓶等的氢燃料电池系统研发；2025 年先后设立合资公司布局 PEEK 等轻量化材料与汽车内饰件领域。产能布局方面，国内已形成浙江台州、江门、重庆铜梁、江苏常州四大产业基地，同时在海外，2025 年日本基地正式投产、新加坡与香港孙公司成立，马来西亚项目已完成筹备工作，同时启动泰国、印尼的市场拓展筹备，致力于打造东南亚“三角协同”的制造网络。

图 1：公司历史复盘



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司深耕内燃机进气系统及配件, 主要涵盖汽车、摩托车、通用机械等行业。汽车方面, 公司早期客户包括广汽、吉利、奇瑞等 ICE&混动客户, 近年成功开拓新势力品牌如零跑、小鹏、问界等, 持续扩张客户范围, 2024 年实现收入 5.30 亿元, 占总营收 61.3%。摩托车业务, 公司作为行业头部企业, 长期与国内外知名摩托车整车厂商保持长期的合作关系, 如本田、雅马哈、铃木等, 2024 年实现收入 2.81 亿元, 占总营收 32.5%。通用机械方面, 公司与富世华、雅马哈、川崎等国外知名企业建立了稳定合作关系, 2024 年实现收入 0.27 亿元, 占总营收 3.1%。近年来公司基于底层客户、技术优势, 拓展热管理系统、摩托车仪表、氢燃料电池、peek 材料等新业务, 同时进军汽车内饰件领域, 业务进一步高端化、多元化。

表 1: 公司产品矩阵

营业板块	具体业务	相关产品	下游客户	板块营收(亿元)	占比
汽车进气系统及配件	ICE&混动进气系统	汽车空滤器总成 (包括滤芯、中冷管、脏进气管、干净空气管、消声器等) 和炭罐	燃油车: 自主品牌: 广汽、奇瑞、吉利、比亚迪、长城、一汽、北汽、东风等; 合资车企: 如日产、现代、大众、通用等; 增程车: 理想、小鹏、问界、智界、零跑、岚图等	5.30	61.3%
	新能源汽车热管理系统	冷却水壶、膨胀箱、水侧分流板、冷却液流体模块、冷却管路等	广汽、三花、海拉等		
摩托车进气系统及配件	进气系统	括摩托车空滤器总成和炭罐等	本田、雅马哈、铃木、宝马、标致等高端合资品牌以及豪爵 (大长江)、隆鑫、春风动力、钱江、厦杏、力帆、宗申等国内主流摩托车品牌	2.81	32.5%
	智能仪表	智能仪表 (TFT 屏显示模组)	钱江摩托、金浪动力等		
通用机械进气系统及配件	进气系统	通用机械用空气滤清器及塑料油箱、发动机塑料件等	富世华、雅马哈、川崎等	0.27	3.1%
氢燃料电池	氢燃料电池阴极过滤系统	氢燃料电池阴极过滤器、排气系统、去离子器、电推板、储氢瓶	通用五菱、长城、长安深蓝氢能、未势能源、新源动力等	0.27	3.1%
潜在新业务及其他	轻量化材料	PEEK 等	机器人等应用领域		
	汽车内饰件		/		

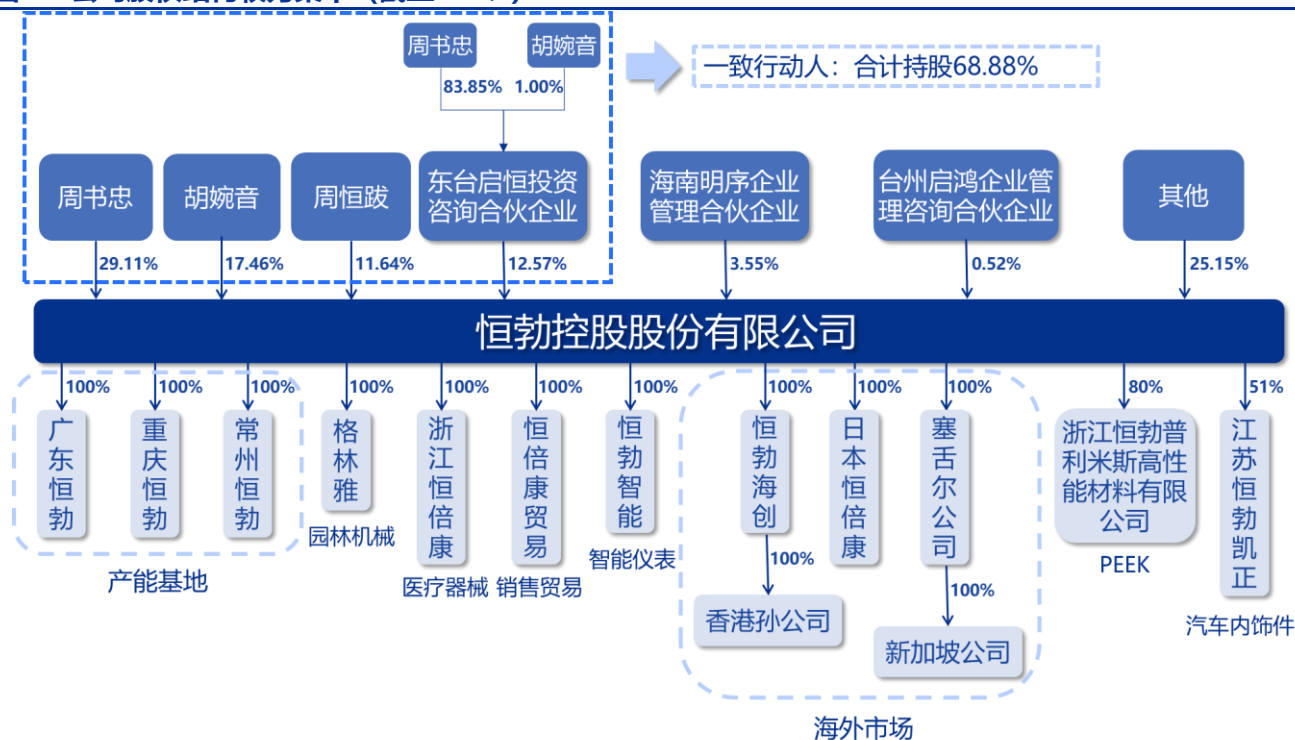
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 申万宏源研究

注: 收入数据来自 2024 年报

家族式企业，股权较为集中。公司实际控制人为周书忠、胡婉音夫妻及其子周恒跋，三者为一致行动人，截至 25Q3 直接持有 58.21%股份，并通过启恒投资间接持有公司 10.67%股份，合计持有 68.88%股份，对公司整体决策有较高控制权。

子公司分工明确，协同效应显著。公司分别于 2004 年、2011 年、2017 年设立广东恒勃、重庆恒勃和常州恒勃，作为主要产能基地，负责进气系统产品的生产与销售；同时，公司积极开拓海外市场，2025 年日本恒倍康投产，并先后成立塞舌尔公司及恒勃海创，设立新加坡及香港孙公司。新业务拓展方面，公司通过外延合资方式进军 PEEK 等轻量化材料及汽车内饰件业务，进一步丰富产品线。

图 2：公司股权结构较为集中（截至 25Q3）

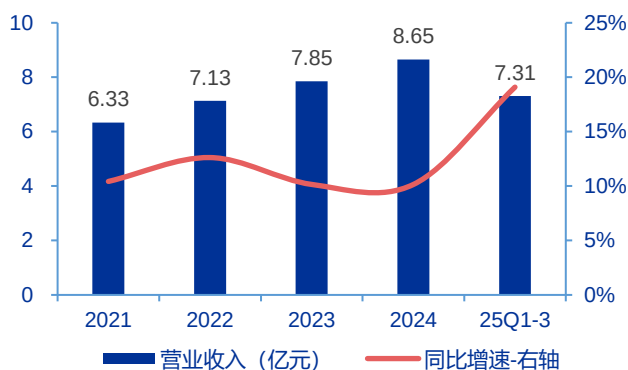


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 业务多元发展明确，盈利能力持续向上

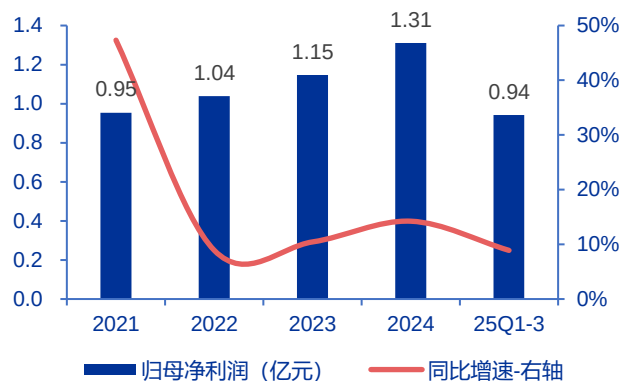
2020 年以来公司营收归母长期稳定增长。2024 年公司实现营收 8.65 亿元，2020-2024 CAGR10.8%，2025Q1-3 营收 7.31 亿元，同比+19.1%。2020 年以来公司营收保持增长，主要受汽车业务增量驱动，摩托车与通用机械板块相对保持稳定。2024 年公司归母 1.31 亿元，2020-2024CAGR19.3%，2025Q1-3 归母 0.94 亿元，同比+8.9%，公司盈利性相对稳定，归母与收入增长趋势同步。展望后续，我们认为公司汽车进气系统及零部件业务有望随新客户及新产品的拓展持续增长，摩托车智能仪表与新能源汽车热管理业务也即将放量，新开拓的 PEEK 业务将成为公司中长期营收与归母的重要驱动。

图 3: 25Q1-3 公司实现营收同比+19.1%



资料来源: iFind, 申万宏源研究

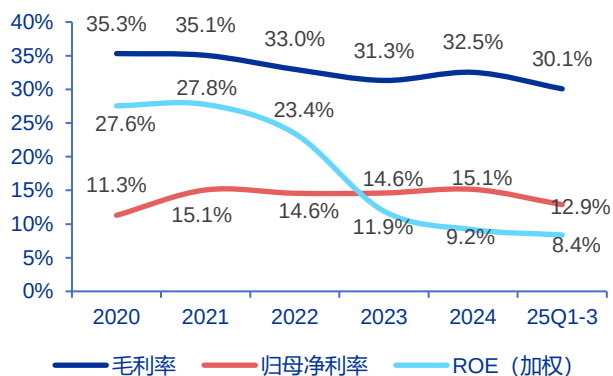
图 4: 25Q1-3 公司实现归母同比+8.9%



资料来源: iFind, 申万宏源研究

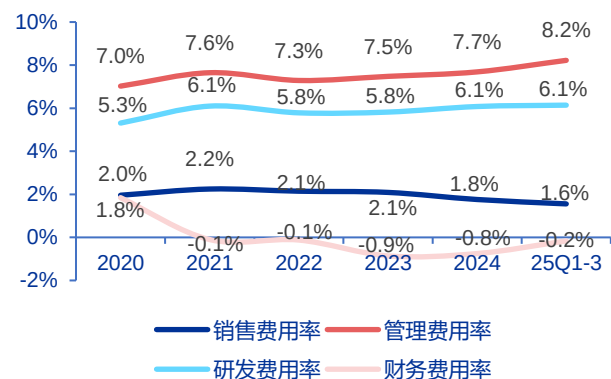
公司整体盈利能力表现亮眼，长期维持高位，侧面反映其产业地位。2025Q1-3 公司实现毛利率 30.1%、归母净利率 12.9%、ROE8.4%。2020 年以来公司毛利率均保持在 30% 以上、归母净利率在 15% 左右，得益于主营产品全产业链布局、自制模具的精度和稳定性较高，以及反映公司拥有较强的产业链地位与议价能力。期间盈利小幅波动，主要受上游原材料价格涨跌及产品结构变动所致，但整体保持高位。**费用率方面**，2020-2024 年公司整体费用率相对稳定在 15% 上下，而 2025Q1-3 整体费用率为 15.8%，同比+1.1pct，主要系管理费用率的上升，来源于今年以来海外市场拓展和外延业务拓展的需求。

图 5: 公司盈利能力长期维持高位



资料来源: iFind, 申万宏源研究

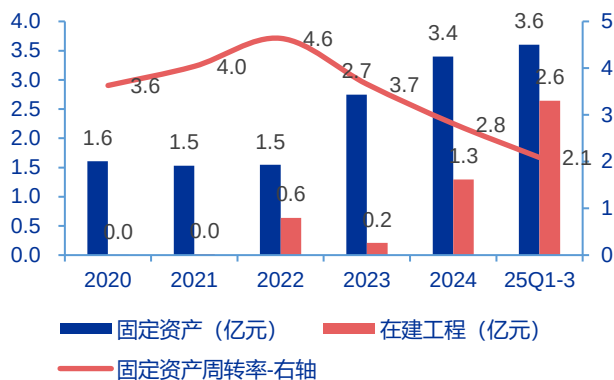
图 6: 25Q1-3 公司费用率略有提升



资料来源: iFind, 申万宏源研究

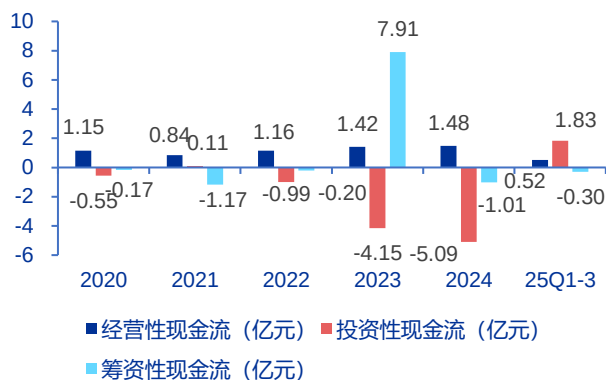
公司整体业务资产较轻，2023 年上市后迎来新一轮 CAPEX 扩张。上市前参考 2022 年底，公司整体固定资产周转率达 4.6，反映出了其业务资产相对较轻的特征。而 2023 年公司上市后开启了新的产能扩张，截至 2025Q3，公司固定资产由 2022 年的 1.5 亿元增至 3.6 亿元，在建工程由 0.6 亿元增至 2.6 亿元，达历史新高，主要投入向了新能源汽车热管理系统及车用进气系统等募投项目。**现金流方面**，公司经营性现金流长期稳定，2020-2024 年经营性现金流普遍维持在 1 亿元以上，而投资和筹资现金流波动则与上市及后续投入相关。

图 7：25Q1-3 公司在建工程达新高



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 8：25Q1-3 公司经营性现金流净流入 0.52 亿元



资料来源：iFind，申万宏源研究

1.3 股权激励目标明确，归母净利润持续提升

股权激励目标明确，归母净利润持续提升。25年6月公司推出最新一期股权激励计划，拟对公司副总经理李峰及中层管理人员、核心技术（业务）骨干进行股权激励，并设定了明确的归母净利润增长率考核指标，我们以此指标测算，预计2025-2027年有望实现1.47亿元、1.63亿元、1.81亿元归母净利润。我们认为股权激励的实施将充分调动公司核心骨干员工的积极性、创造性，展现了公司发展战略和经营目标，有助于强化公司后续增长的确定性。

表 2：公司股权激励考核目标

对应考核年度	核年度累计净利润的均值定比 2023-2024 年两年净利润均值的增长率		对应当年业绩考核指标测算 (亿元)	
	目标值	触发值	目标值	触发值
2025 年	19.45%	9.90%	1.47	1.35
2025-2026 年	26.00%	13.30%	1.63	1.32
2025-2027 年	33.10%	18.70%	1.81	1.28

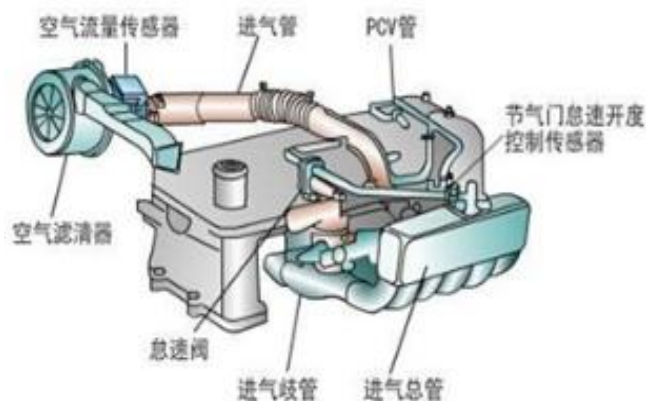
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 主业：汽车业务增量显著，内生外延拓展新品

2.1 进气系统是发动机重要组成，预计国内市场空间 50 亿元

进气系统是发动机的重要组成部分，主要配备于燃油汽车与摩托车，新能源车中 PHEV（含增程车）同样需要使用。内燃机进气系统一般由脏进气管、空气滤清器、干净空气管、中冷器、消声器、空气流量计等组成，其主要功能是将空气过滤，为发动机输送清洁、干燥、适温的空气，以保证气缸内燃烧顺利进行。同时，进气系统在提升发动机燃油经济性和进气噪声控制等方面也发挥重要作用。其中，空气滤清器是公司核心产品，又可以进一步分为外壳、外滤芯、内滤芯、后盖及排尘阀五部分，但同时公司产品也在从单滤清器向进气系统内其他产品拓展。下游应用方面，空气滤清器除配套汽车、摩托车等燃油机车外，其还广泛应用于通用机械、家电医疗等领域。

图 9：进气系统结构



资料来源：太平洋汽车，申万宏源研究

图 10：空气滤清器产品结构



资料来源：华原滤清，申万宏源研究

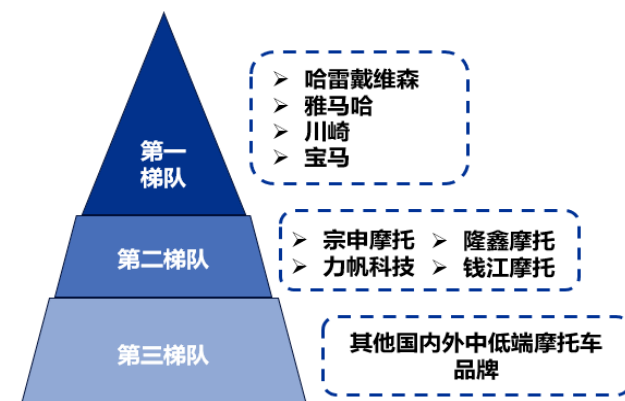
下游应用①：燃油摩托车销量稳定，品牌优势愈加显著。2020 年以来我国燃油摩托车销量整体在 1500 万辆上下波动，2024 年燃油摩托车销量为 1645.6 万辆，同比+16.1%。21 世纪后，雅马哈、川崎等头部外企在我国摩托车行业占主导地位，近年随我国本土摩托车厂商生产技术与产业链不断成熟，国产替代化趋势显著。根据中国摩托车商会数据，2024 年我国燃油摩托车前十生产企业市占率共 56.07%，大长江、隆鑫、宗申等企业保持领先，品牌效应将使行业资源向头部车企集中。

图 11：2021 年以来燃油摩托车销量稳定



资料来源：中国摩托车协会，申万宏源研究

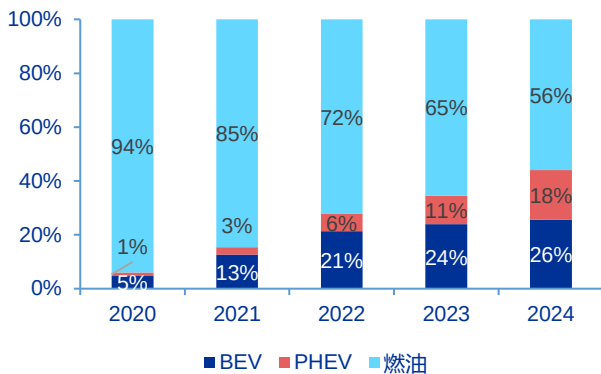
图 12：中国摩托车行业竞争梯队



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

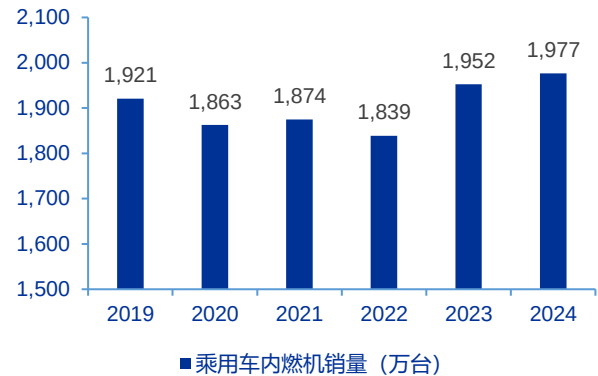
下游应用②：乘用车 PHEV 渗透率快速提升，内燃机需求相对稳定。2020-2024 年新能源渗透率从 6% 上升至 44%，市场担心在新能源趋势下，内燃机整体需求可能快速受到挤压，进而影响空滤器需求。但我们认为，当前内燃机整体需求较为稳定，无需过度担忧下滑问题，主要系 BEV 已经度过快速增长阶段，渗透率提升速度放缓，当前新能源渗透率提升主要以 PHEV 贡献，仍对内燃机有需求：参考 2022-2024 年 BEV 渗透率从 21% 上升至 26% (+4pct)，而 PHEV 渗透率从 6% 上升至 18% (+12pct)；同时考虑到我国乘用车整体销量仍在持续提升，因此内燃机销量较为稳定，基本维持在 1900 万台左右水平。

图 13：2022 年以来 PHEV 渗透率快速提升



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 14：国内乘用车内燃机销量基本稳定



资料来源：中国内燃机工业协会，申万宏源研究

2024 年国内乘用车、摩托车空气滤清器总市场空间约为 50 亿元。假设：①公司产品主要应用于国内非纯电动乘用车及燃油摩托车，假设产销一致，单车对应空滤器总成需求按 1:1 的配套关系测算，2024 年乘用车需求量为 2038.7 万件、摩托车需求量为 1645.6 万件。②价值量方面，参考公司招股书中披露的空滤器总成出货量和相关收入，测算公司 2022 年空滤器总成单价乘用车约 200 元、摩托车约 54 元，同时考虑到后续行业年降（负面影响）以及产品升级（正面影响），假设 23-24 年价值量维持稳定。以此测算，2024 年汽车与摩托车空滤器总成市场空间分别为 40.8 亿元与 8.9 亿元，合计 49.7 亿元。

2024 年公司在行业内整体市占率为 16.3%。分行业看，公司在摩托车行业的市占率自 2021 年以来维持在 30% 以上，反映其行业头部地位；汽车行业的市占率则由 2020 年的 7.9% 上升至 13.0%，在市场扩容的情况下市占率也在持续上升，带动板块收入快速增长。随着公司近年新客户的拓展，后续有望看到市占率进一步提升。

表 3：2024 年我国乘用车、摩托车空滤器市场空间约为 50 亿元，公司市占率达 16.3%

年度	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
乘用车销量 (万辆)	2,017.8	2,148.2	2,356.3	2,606.3	2,756.3
乘用车-纯电动销量 (万辆)	100.0	273.4	503.3	625.8	717.6
乘用车空滤器总成需求量 (万件)	1,917.8	1,874.8	1,853.0	1,980.5	2,038.7
乘用车空滤器总成单价 (元/件)	167.9	194.5	200.0	200.0	200.0
乘用车空滤器总成市场空间 (亿元)	32.2	36.5	37.1	39.6	40.8
公司乘用车空滤器总成收入 (亿元)	2.5	3.0	3.8	4.6	5.3
公司市占率	7.9%	8.1%	10.4%	11.6%	13.0%

燃油摩托车销量 (万辆)	1,410.6	1,625.2	1,378.7	1,418.0	1,645.6
摩托车空滤器总成需求量 (万件)	1,410.6	1,625.2	1,378.7	1,418.0	1,645.6
摩托车空滤器总成单价 (元/件)	48.1	49.4	54.1	54.1	54.1
摩托车空滤器总成市场空间 (亿元)	6.8	8.0	7.5	7.7	8.9
公司摩托车空滤器总成收入 (亿元)	1.9	2.5	2.7	2.7	2.8
公司市占率	27.5%	31.2%	35.6%	34.8%	31.5%
空滤器总成市场规模 (亿元)	39.0	44.5	44.5	47.3	49.7
公司整体市占率	11.3%	12.3%	14.6%	15.3%	16.3%

资料来源：公司公告，中汽协，中国摩托车商会，申万宏源研究

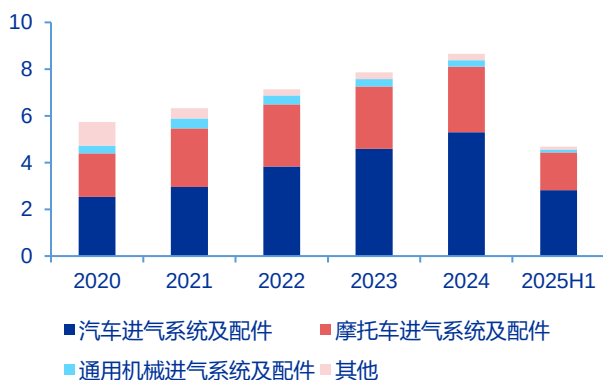
2.2 汽车业务增量明显，卡位头部客户优势显著

汽车和摩托车进气系统及配件产品为公司主要收入，汽车业务带动板块营收增长。

2025H1 汽车业务营收 2.8 亿元，同比+21.7%，2020-2024 年实现 CAGR 为 20.3%，主要系下游主要客户混动车型销量及公司配套产品份额增长所致。摩托车业务营收稳中有增，2025H1 营收 1.6 亿元，同比+17.5%，得益于下游整车市场回暖及客户份额增加使得销量增长，同时摩托车娱乐化发展使公司推出单价较高的新产品所致。

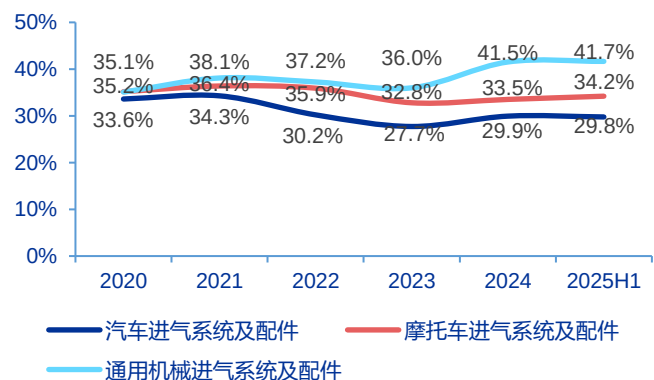
板块毛利率短期略有波动但长期高位稳定。具体看，2021-2023 年板块毛利率下降，2024 年企稳回升，主要受到原材料价格上涨、行业年降以及竞争加剧等原因所致，但总体而言保持稳定。分产品看，摩托车业务毛利率整体较高，维持在 30%以上，2025H1 为 34.2%；汽车业务毛利率近年整体稳定在 30%左右，2025H1 为 29.8%，2022 年汽车业务毛利率下降主要系炭罐产品销量上涨及其原材料活性炭粉采购均价上涨所致；通用机械业务毛利率较高，2024 年以来保持在 40%以上的高位，但受制于营收规模较小，对公司整体盈利能力影响有限。

图 15：汽车与摩托车进气系统及配件为公司主要收入来源（单位：亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 16：公司各项业务毛利率长期高位稳定

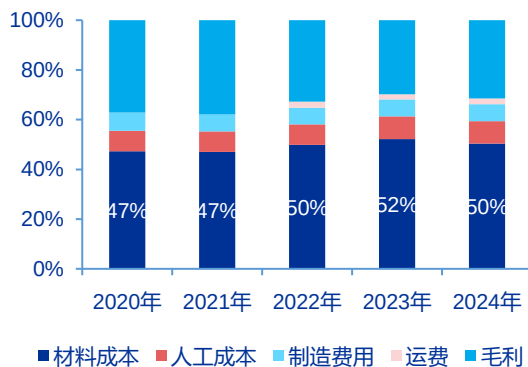


资料来源：iFind，申万宏源研究

展望后续, 我们看好公司的长期竞争优势和增长潜力, 有望在汽车板块业务上的实现进一步的拓展, 贡献业绩增量。

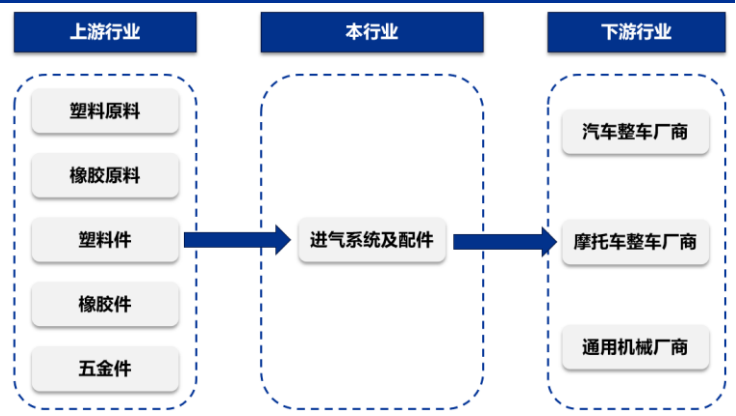
竞争优势①: 全产业链布局带来技术成本优势, 维持高毛利。公司业务资产相对较轻, 主要成本为材料成本 (占营收比例约 50%), 而公司通过完善的全产业链布局, 有效将利润留存在公司体内: 一方面, 公司已可成熟运用 CAD 软件进行产品结构设计与 CAE 进行仿真模拟, 并拥有注塑、吹塑、硫化、热熔等方面成型技术及远红外焊接等焊接工艺, 较高的工艺门槛与丰富的研发设计经验使公司制造及人工成本较为稳定; 另一方面, 公司从塑料聚合改性、橡胶炼胶, 到一次注塑成型均独立完成, 上游采购聚丙烯、聚乙烯等原材料, 下游成品直接对接整车厂, 全流程成本可控, 产品也具有较高精密度及稳定性。随着公司与客户合作的进一步深入, 公司的技术储备及同步开发能力将推动产品持续迭代升级, 提高产品价值弹性, 发挥全产业链布局的成本优势。

图 17: 材料成本约占主营收入 50%



资料来源: 招股说明书, 公司年报, 申万宏源研究

图 18: 进气系统产品上中下游产业链



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

竞争优势②: 模具自制提升精密度与客户配合度。公司拥有各种大型 CNC 加工中心、精密电火花成型机等先进设备, 并掌握各类多级抽芯、旋转抽芯等注塑模具的开发及加工工艺, 同时拥有开发设计的全套设计方案, 实现了精密模具设计、开发和加工全过程的精确控制与可视化, 从而得以提升模具的精确度和稳定性指标。模具自制使得公司拥有较强的与客户同步开发及快速反应能力, 可实现快速的定制化生产, 是稳定头部优质客户资源及不断增加配套份额的关键。

图 19: 公司具备关键的模具开发能力

公司优势	项目
模具开发能力	注塑模具、吹塑模具、硫化模具、热板焊接工装、振动摩擦焊接工装、检具等
关键模具结构	滑块抽芯结构、旋转抽芯结构、二次抽芯结构、斜顶内抽芯结构、二次双色注射结构、旋转双工位注塑结构、气辅注塑结构、吹气脱模结构、多层硫化结构、塑料预埋硫化结构、无飞边 3D 吹塑结构、模具内切割吹塑结构、预埋嵌件吹塑结构等
大型生产设备	大型 CNC 加工中心、精密电火花成型机、线切割机床、精密磨床、大型合模研配机等
多种加工工艺	多级抽芯、旋转抽芯、气辅成型等
全过程分析能力	模具可制造性分析 (DFM)、塑料流动及成型缺陷分析、模具结构设计

资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

竞争优势③：下游客户深度绑定卡位。公司由摩托车进气系统业务起家，从成立起便与雅马哈、本田、豪爵等行业头部客户展开合作，近年随本土品牌崛起与国产化替代进行，已完成与宗申、隆鑫、力帆等国内主流品牌合作；汽车领域，早年外资滤清器企业如德国马勒、韩国理韩等主导国内市场，近年国产替代加速，2005 年以来公司通过与吉利、广汽等车企合作进入汽车零部件配套市场，在与奇瑞、比亚迪等车企合作中汽车业务快速发展，近年公司专注新势力品牌客户拓展，逐步实现多个增程车进气系统产品的量产；通用机械方面，公司与川崎、富世华等头部企业保持长期稳定的合作关系。公司实行大客户发展战略，将研发、生产资源向业内主流品牌倾斜，各业务客户在行业中均有较高市场份额，预计随下游资源集中，公司市占率将同步提升。

表 4：公司进气系统合作客户

市场领域	品牌/客户名称	开始合作时间	市场领域	品牌/客户名称	开始合作时间
汽车	吉利集团	2005 年	摩托车	雅马哈	2005 年
	广汽集团	2008 年		本田	2005 年
	奇瑞集团	2009 年		豪爵（大长江集团）	2005 年
	海马汽车	2010 年		厦门厦杏	2005 年
	东南汽车	2011 年		铃木	2009 年
	江淮汽车	2014 年		春风动力	2013 年
	福建奔驰	2014 年		宝马	2023 年
	北汽福田	2015 年		标致	2023 年
	东风日产	2017 年		KTM	2023 年
	比亚迪	2017 年		钱江摩托	2023 年
	长城汽车	2019 年		隆鑫	2023 年
	一汽	2023 年		力帆	2023 年
	理想	2023 年		宗申	2023 年
	零跑	2023 年			
	赛力斯	2023 年	通用机械	川崎	2008 年
	小鹏	2023 年		雅马哈	2008 年
	现代	2023 年		富世华	2009 年
	岚图	2024 年			

资料来源：招股说明书，公司年报，申万宏源研究

2.3 内生外延产品多线布局，新能源转型方向明确

公司积极利用已有客户资源、技术能力等优势，内生外延拓展新成长。为应对燃油车市场下滑的风险及主要客户的电气化布局，公司一方面积极内生开发新产品，从滤清器产品拓展向进气系统总成拓展，包括其他相关产品如碳罐、管路等，并进一步拓展摩托车智能仪表产品、新能源热管理系统和氢燃料电池阴极过滤系统。同时，公司分别于 2025 年 8 月和 9 月合资建立浙江恒勃普利米斯高性能材料有限公司和江苏恒勃凯正，进军 PEEK 轻量化材料和汽车内饰件领域，进一步拓宽成长天花板。

增长潜力①：进气系统产品持续扩充，模块化趋势明显。公司在塑料改性、模具自制等方面拥有显著优势，可以与客户快速响应、同步开发，并定制化研发配套产品，保证了产品精度，产品具有强竞争力。**较强的业务延展能力使业务由零部件迈向系统集成。**公司进气系统板块从传统优势产品空气滤清器起步，逐步延伸到进气管、消声器、谐振箱、增压管、塑料进歧管等，形成内燃机进气系统总成产品，符合汽车采购模块化趋势。同时，公司利用自身在注塑、吹塑、成型、焊接等方面技术优势，开发出炭罐、膨胀水箱、吹塑油箱等，并利用替换非塑料件、材料改性等方式研发生产轻量化部件，提升了整车 NVH 性能。公司进气系统产品的模块化发展及横向赋能，不仅使得产品可与整车厂直接对接，定制化产品保证了同客户的合作粘性；也提高了单车价值量，提升了板块盈利能力。

图 20：公司进气系统产品



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

增长潜力②：拓展热管理系统零部件、内外饰件，进一步提升单车价值量。公司热管理产品覆盖汽车及储能热管理领域，底层为塑料件，与滤清器等生产核心技术互通，可以凭借公司在改性、注塑等方面工艺积累实现定制化生产；且公司实行大客户战略，近年着力发展新势力客户，新产品可以同进气系统产品共享客户资源，增加单车价值量。**分产品看**，冷却水壶、膨胀箱产品已成熟量产，客户覆盖广汽、吉利、赛力斯等新能源领域头部车企；冷却管路产品在电池包和储能电池应用取得进展并申请专利，已获得合作客户与新客户多个项目定点；内饰件业务主体为合资公司江苏恒勃凯正，凯正前期收入规模较小、盈利能力较弱（2024 年收入 9670 万元，净利润-646 万元），我们看好恒勃的赋能，有望凭借其客户资源拓展收入规模、借助其底层高度自制能力改善盈利能力。

图 21：公司热管理系统产品



资料来源：公司年报，申万宏源研究

增长潜力③：发挥摩托车客户资源优势拓展智能仪表。智能仪表（TFT 屏显示模组）是集成于机车的智能化控制和显示平台，随摩托车智能化、功能化趋势发展及电动摩托车渗透率的提高，摩托车智能仪表产品行业有较大市场空间。公司利用自身客户优势于 2022 年开始布局摩托车智能仪表产品，2023 年开始量产销售。目前，公司已成立单独事业部负责相关产品的研发生产，基于商用车、摩托车 MK-MOTOR、电动车 EK-BIKE、沙滩车 AK-AUTO 等多平台开发智能电子产品，项目覆盖新大洲本田、五羊本田、钱江、金浪、豪进、奔达、凯越（张雪机车）、元图、保时捷、逗哈等国内外知名摩托车、电动车厂家。随公司在研项目陆续量产销售，智能仪表业务将为公司带来新增量。

图 22：摩托车智能仪表功能

摩托车智能仪表车功能定义



资料来源：公司年报，申万宏源研究

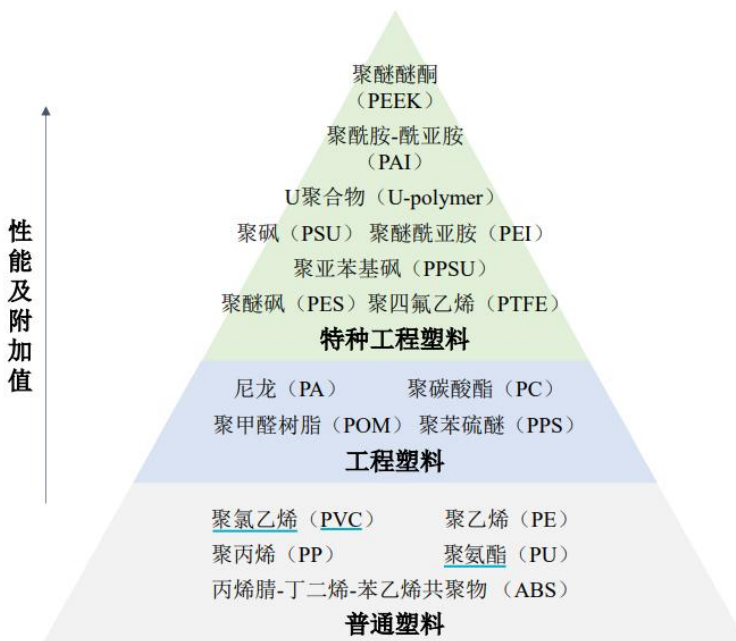
增长潜力④：东南亚海外市场布局，打开海外市场与全球配套能力。2025 年公司在马来西亚已完成筹备工作，泰国印尼也已启动拓展筹备工作，以新加坡为中心的“三角协同”制造网络即将成型。一方面，马来、泰国及印尼的布局使公司拥有海外产能基地，在与国内管理、技术协同的同时可以进入北美市场，便利 PEEK 等新材料的研发与生产；此外，公司通过与当地企业合作可以凭借对方资源进入本地摩托车市场，提升在东南亚摩托车进气系统市场中的份额，以出海方式释放部分产能，使公司主营业务进气系统产品保持较高盈利水平。

3. PEEK：行业前景广阔，公司占据先机

3.1 PEEK 材料性能领先，潜在应用场景众多

PEEK 属于特种工程塑料的一种，在塑料性能金字塔中处于顶端。PEEK 全称为聚醚醚酮，是一种半结晶性，热塑性芳香族高分子材料，1978 年由英国帝国化学工业公司（ICI）开发出来。PEEK 性能全面，在刚性方面优于绝大多数特种工程塑料的同时，也兼具韧性，展现了全面的机械性能，此外在耐热、耐磨、耐腐蚀等方面均表现优异。因此，PEEK 是公认的全球性能最好的热塑性材料之一。

图 23：PEEK 材料在塑料材料中性能领先



资料来源：中研股份招股说明书，申万宏源研究

具体来看，PEEK 优势表现在刚性、韧性、耐高温和耐受性等方面。

①PEEK 兼具高刚性和良好韧性，打破了通常材料“硬则脆，韧则软”这一常规，使其能够承受高负荷和反复的应力（抗疲劳性）；其在高温（250℃）下仍能保持优异耐磨性的特性，使其非常适用于制造轴承、密封圈、齿轮等需要在恶劣环境下工作的运动部件；优

秀的耐剥离性专指 PEEK 与金属的粘附力和抗剥离能力，使其成为电线电缆绝缘层的理想材料，可以制成极薄且耐用的涂层。

②耐热特性是 PEEK 作为高端工程塑料的关键指标，PEEK 具有极高的玻璃化转变温度（约 143℃）和熔点（约 343℃），使其长期使用温度可达 250℃以上；PEEK 具有本质阻燃的特性，即其材料自身就能达到 UL94 V-0 级（最高阻燃等级），无需添加阻燃剂从而导致降低材料的机械性能或其他性能。

③PEEK 对绝大多数化学药品都具有出色的耐受性，其耐腐蚀性能可与镍钢相媲美；同时 PEEK 的饱和吸水率极低（0.4%），并且在高温高压蒸汽中依然稳定。这意味着在潮湿、水煮或蒸汽环境中，其尺寸和性能几乎不会发生改变，非常适合用于医疗灭菌、汽车冷却系统等场合。

表 5：PEEK 主要特性

主要特性	特性说明
机械特性	PEEK 兼具优异的刚性和较好的韧性，对交变应力下的抗疲劳性非常突出，可与合金材料相媲美。
耐热特性	PEEK 具有较高的玻璃化转变温度和熔点，其负载热变形温度和瞬时使用温度也较高。
阻燃性	PEEK 具有自身阻燃性，不加任何阻燃剂即可达到最高阻燃等级（UL94V-0）。
耐磨性	PEEK 可在 250℃的高温条件下保持较高的耐磨性。
耐腐蚀性	PEEK 具有优异的耐化学药品性，在通常的化学药品中，能溶解或者破坏它的只有浓硫酸，其耐腐蚀性与镍钢相近。
耐水解	PEEK 吸水率很小，23℃的饱和吸水率只有 0.4%，且耐热水性好，可在 200℃的高压热水和蒸汽中长期使用。
耐剥离性	PEEK 与各种金属的粘附力与耐剥离性很好，因此可做成包覆很薄的电线、电缆和电磁线，并可在苛刻的条件下使用。
生物相容性	PEEK 具有优异的生物相容性，可作为医疗器械植入人体。 此外，PEEK 可被 X 射线穿透，具有良好的可视性，能够避免在 X 光片上造成伪影，同时可以实现在 CT 扫描或核磁共振成像辅助下进行手术，帮助医生在手术过程中调整植入体的位置术后轻松跟踪愈合过程，从而能对骨生长和愈合实现良好的监控。 同时，PEEK 的弹性模量与骨骼更接近，可以有效缓解应力遮蔽效应，使骨骼更健康、更长久。

资料来源：中研股份招股说明书，申万宏源研究

PEEK 凭借优异的性能表现，逐步在各行业中渗透。包括新能源汽车的轴承、密封件和漆包线；消费电子和半导体制造的部分产品、工业密封圈和轴承、医疗机械、航空航天的高新技术和功能件、3D 打印产业等。下游应用广泛且高端，需要较长的认证周期，不同行业处于不同的发展阶段，部分已大规模应用，部分仍处于研发阶段。

表 6：PEEK 下游应用场景总览

应用领域	主要应用部件/产品	替代的传统材料	PEEK 的核心优势
汽车	轴承；密封件(变速箱密封环、发动机气缸垫、电动机密封垫、热管理系统密封件、胎压监测电池密封件)；漆包线-800V 高压电机绝缘线	金属、聚甲醛 (POM)、聚四氟乙烯 (PTFE)、尼龙 (PA)、聚苯硫醚 (PPS)、聚酰亚胺 (PI)	轻量化、耐高温/耐腐蚀、绝缘性与耐久性
消费电子/半导体	消费电子：手机内置 5G 天线、高性能音响/手机扬声器振膜； 半导体制造：CMP 保持环、晶圆载具、晶圆吸盘、工装夹具	金属、液晶聚合物 (LCP)、聚酰亚胺 (PI)、聚乙烯 (PE)、聚苯硫醚 (PPS)	低介电损耗/高稳定性、高纯度/低释气 提高良品率、耐腐蚀/尺寸稳定

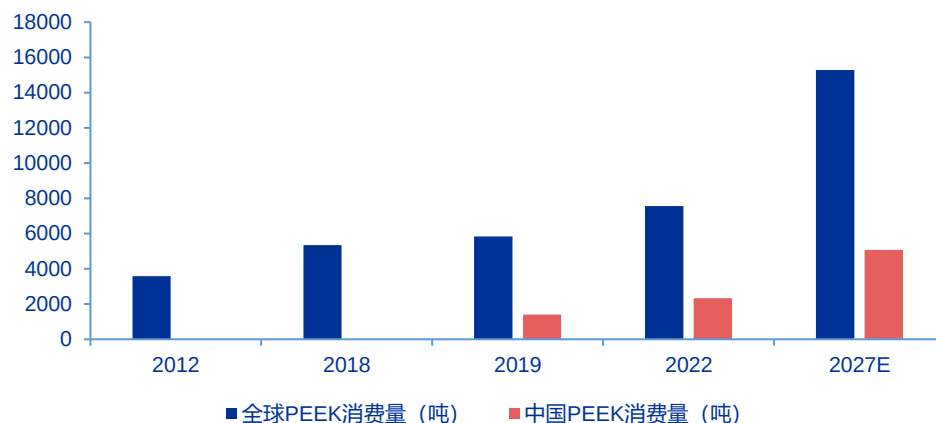
工业制造 与能源	石油天然气：管道密封圈、阀门	聚四氟乙烯（PTFE）、金属	高强度/耐压、耐腐蚀/自润滑
	清洁能源：风电轴承、光伏卡匣、太阳能电池载具 通用工业：耐腐蚀轴承、密封件		
医疗健康	植入类：人工骨骼（颅骨、脊柱、关节）、人工牙齿	钛合金	生物相容性、X 射线可穿透、易加工定制
	非植入类：手术器械、可反复高温蒸汽灭菌的牙科设备		
航空航天	结构件：承力结构件（未来方向）	铝合金、钛合金、环氧树脂	轻量化、可回收利用
	功能件：高压电缆导管、电线卡箍、连接绞片、平尾前缘、轮胎轮毂罩		
3D 打印 产业	定制化功能件：个性化医疗植入物（如颅骨板）、航空航天轻量化原型件与最终零件、耐高温特殊夹具	传统减材制造（如 CNC 加工）、尼龙（PA）、聚乳酸（PLA）等普通 3D 打印材料	直接制造耐高温、高强度的终端零件、实现复杂几何结构、个性化定制
	先进制造工艺：融合沉积成型（FDM）用丝材、选择性激光烧结（SLS）用粉末		

资料来源：中研股份招股说明书，申万宏源研究

PEEK 价格较高是制约其放量的主要原因。目前，PEEK 价格相较于其他工程塑料较高，主要应用于对材料价格并不敏感或零部件全生命周期的使用成本更具经济性的相关领域，背后的原因在于 DFBP 价格较高、制造成本较高、头部企业定价较高、验证周期长导致降价亦难以打开需求空间。

据中研股份招股说明书及观研天下数据中心整理数据，随着技术进步、成本进一步探低，下游应用领域不断拓宽，2022 年全球/我国 PEEK 消费量约为 7556/2334 吨，2027 年有望增长至 15282/5079 吨，CAGR 为 15%/17%，对应 2027 年市场空间为 28/85 亿元（暂未考虑机器人等新终端应用产品放量）。

图 24：全球及我国 PEEK 消费量及预测



资料来源：中研股份招股说明书，观研天下数据中心，申万宏源研究

3.2 PEEK 进入壁垒较高，格局相对集中

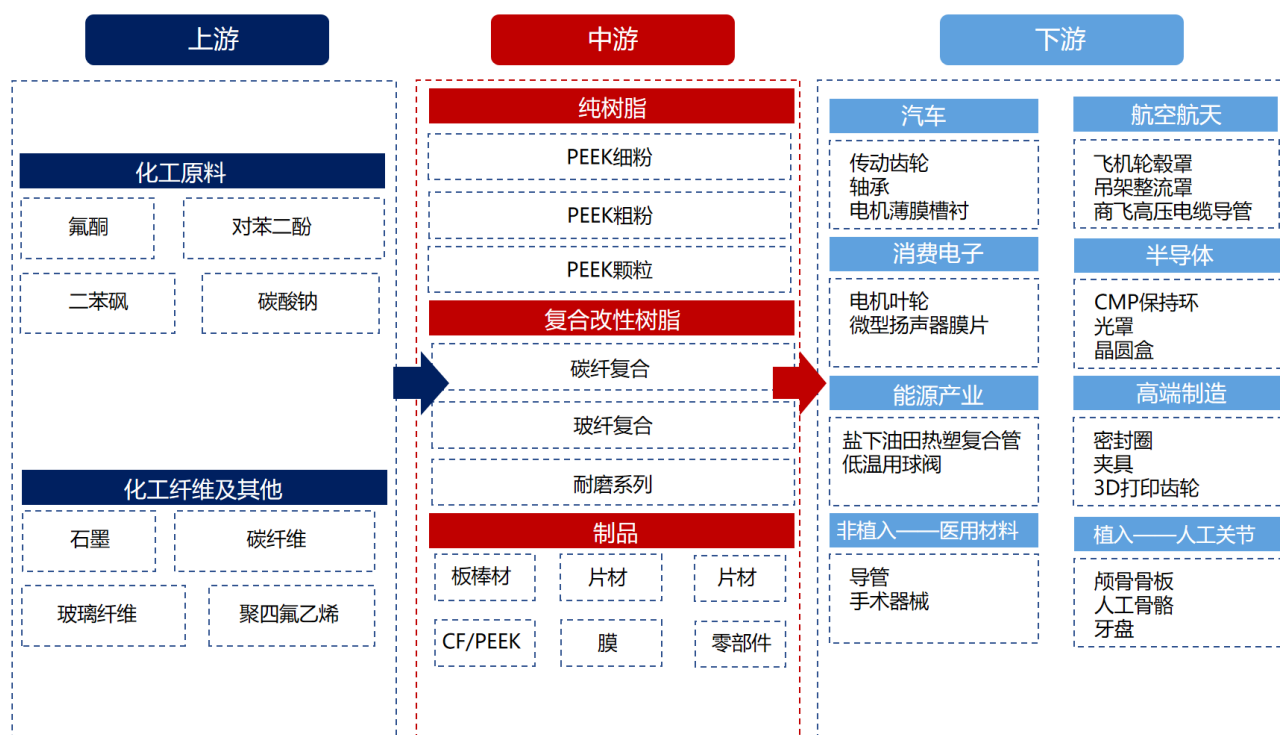
PEEK 产业链上游 DFBP 是核心原料，下游已广泛应用于航空航天等领域。

PEEK 上游主要包括：①**化工原料：**包括合成单体氟酮（DFBP），对苯二酚、二苯砵等，这些是合成 PEEK 纯树脂的核心单体/溶剂，其中 DFBP 是合成 PEEK 最关键的原材料，其纯度、品质将直接影响 PEEK 的产品质量，每生产 1 吨 PEEK，需要消耗约 0.8 吨 DFBP 单体。②**化工纤维及其他**包括碳纤维、玻璃纤维、聚四氟乙烯（PTFE）、石墨等。这些材料并非用于合成 PEEK 本身，而是在中游环节与 PEEK 纯树脂进行复合改性，用以显著提升其机械强度、耐磨性等特定性能，从而制造出满足不同需求的高性能复合材料。上游主要以技术密集，由大型化工企业主导为特点，是整个产业链的基础。

PEEK 中游加工环节是将化工原料转化为最终的高性能材料及制品。①先通过聚合反应，将氟酮等化工原料在催化剂的存在下，合成出 PEEK 高分子聚合物，得到 PEEK 纯树脂（颗粒或粉末）；②再通过复合改性将 PEEK 纯树脂与不同功能的增强材料，在双螺杆挤出机等设备中高温共混、挤出、造粒，制造出性能各异的“特种”PEEK 牌号；③最后根据最终产品的形状和要求，采用不同的加工方法将材料转化为最终可用的零部件或型材。中游环节具有较高的技术难度，直接对接下游终端应用。

PEEK 下游是交通运输、航空航天、电子信息、能源及工业、医疗健康等具体行业和场景的应用。

图 25：PEEK 上中下游产业链



资料来源：中研股份招股说明书，Emergen Research（咨询机构），申万宏源研究

PEEK 份额集中于外资厂商，国产替代进程加速。PEEK 行业具备高技术壁垒、资金要求、生产周期和客户认证要求，因此全球份额长期为海外威格斯、赢创、索尔维等企业垄断。中研股份于 2006 年成立后一直专注于 PEEK 行业，经过近 10 年的反复实验，在 2014 年成功实现了 PEEK 的产业化生产，目前是 PEEK 树脂产销量最大的中国企业。此外，浙江

鹏孚隆、长春吉大特塑、山东浩然、山东君昊、沃特股份、国恩股份、宁波华翔等企业也相继进入 PEEK 树脂生产领域。

表 7: PEEK 材料壁垒

环节	壁垒	说明
生产	聚合工艺复杂	反应涉及高温（300 摄氏度以上）、高压、惰性气体保护等严苛条件
	分子量调控与性能优化（批次稳定性）	不同应用领域对分子量的需求不同，且 PEEK 的聚合工艺意味着每一釜都是一个批次，每釜之间需要相同且精准的控制，才能保证材料的一致性
	后处理技术门槛	聚合后的 PEEK 树脂需经过水洗、干燥、造粒等多道工序。其中，脱除残留单体和溶剂（如氟离子、氯化钠）的工艺直接影响产品纯度和安全性
设备与资金	设备投资大	PEEK 聚合反应需要定制化的不锈钢反应釜（耐高压、耐腐蚀）、高精度温控系统、溶剂回收装置等，年产千吨级的 PEEK 生产线设备投资通常超过 1 亿元
认证	客户认证周期长	PEEK 下游多对应高端领域，相关客户认证周期在 3-5 年

资料来源：中研股份招股说明书，普华有策，申万宏源研究

表 8: 全球 PEEK 厂商产能情况

	企业	产能（吨/年）	规划/在建产能（吨/年）
海外	威格斯	7150	
	索尔维	2500	
	赢创	1800	
	合计	11450	
国内	中研股份	1000	1000
	吉大特塑	500	
	鹏孚隆	200	760
	山东浩然特塑	300	
	山东君昊	1500	
	吉林聚科	200	1500
	盘锦伟英兴	1500	
	沃特股份	500	500
	国恩股份		1000
	会通股份		600
	宁波华翔		4000
	合计	5700	9360

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.3 人形机器人 PEEK 用量有望增加，公司优势凸显

3.3.1 人形机器人追求轻量化，PEEK 用途广泛

轻量化是人形机器人长期的追求方向，对于续航、灵活性及成本优化提升极大。从头部机器人厂商产品迭代的情况来看，轻量化趋势显著。

①相较于新能源汽车，人形机器人可携带电量有限，而减轻机身重量能显著降低能耗，从而提升续航时长。例如，特斯拉推出的第二代人形机器人 Optimus Gen2，相较于第一代

成功减重 10 公斤，速度提升 30%，同时手指等部件灵活性大幅提升。这使得机器人在诸如长时间巡检、户外作业等场景中的可用性大幅提高。

②从灵活性和运动性能方面考量，人形机器人需要像人类一样能够敏捷地完成各种动作，其手部、腿部等拥有众多自由度，若自身重量过大，运动惯性就会增大，导致动作迟缓、精准度降低，且关节等部件在高载荷、高磨损、大应力环境下服役，寿命也会大幅缩短。

表 9：头部机器人厂商产品轻量化趋势显著

参数	特斯拉		优必选		宇树科技	
产品	Optimus Gen1	Optimus Gen2	Walker(第二代)	Walker X	H1	G1(入门版)
发布时间	2022 年 9 月	2023 年 12 月	2019 年	2021 年	2023 年 8 月	2024 年 5 月
身高(cm)	172	172	145	130	180	130
体重(kg)	73	63	77	63	47	35
自由度	40	40	32	37	18	23
最大行走速度(米/秒)	较上一代提升 30%		/	0.83	3.3	2

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

在人形机器人领域，基于减重效果和材料特性，PEEK 可应用的部位众多。主要包括：结构件（肢体骨骼与关节、机械臂），传动与连接部件（齿轮与链条、轴承与螺栓），防护与外壳（传感器和执行器外壳、装饰部件），能源与储能部件（电池外壳与绝缘部件）等。

①关节与传动系统：

谐波减速器：采用 30%碳纤维增强 PEEK（CF/PEEK），模量达 15GPa，密度仅为铝合金的 50%。其高模量特性可降低减速器的变形应力，提升阻尼特性，增加柔轮与刚轮的啮合面积，使承载能力提高 30%以上，同时解决金属材料的共振问题。

轴承与连杆、齿轮：PEEK 轴承用于关节部位，其耐高温（260℃）、耐受强酸强碱、耐腐蚀特性适合长期高负荷运转，而碳纤维增强的 PEEK（CF/PEEK）进一步提升了机械强度和抗冲击能力。PEEK 齿轮在关节四肢中应用，通过注塑成型实现轻量化，相比金属减重 40%，同时保持高耐磨性和自润滑性。

②机械臂与运动结构：CF/PEEK 复合结构在机械臂关节连杆中的应用，结合了碳纤维的高模量和 PEEK 的韧性，实现刚柔平衡。

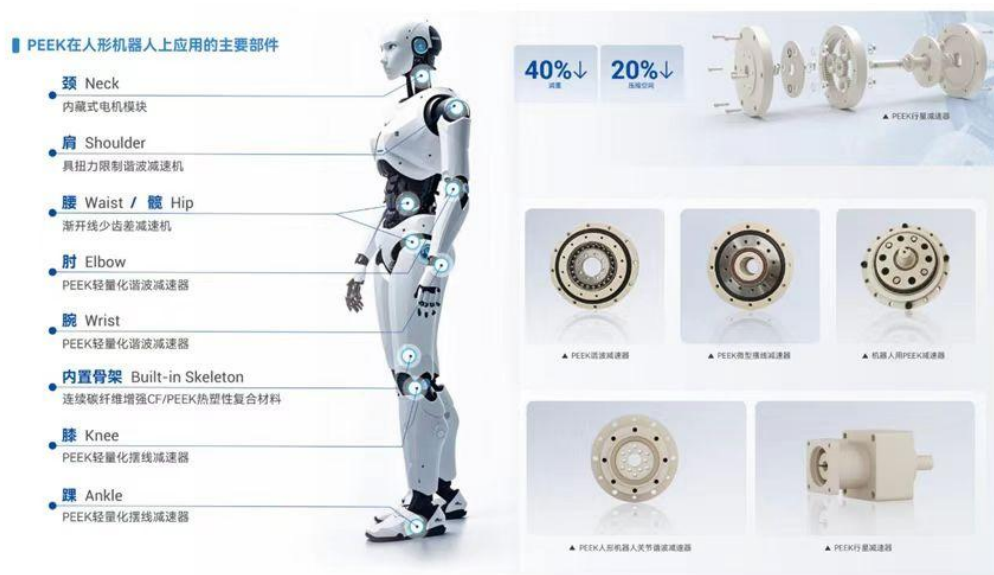
③骨架与支撑结构：PEEK 材料用于躯干和四肢骨架，密度仅为铝合金的 50%，在特斯拉 Optimus-Gen2 中实现整体减重 10kg，同时保持高强度（弯曲模量达 15GPa），提升行走速度 30%。CF/PEEK 织物（碳纤维体积含量 70%）的拉伸强度与钛合金相当，但密度仅为其 36%，适用于机身承重部位。

④传感器与交互系统

六维力传感器：PEEK 弹性体替代铝合金作为传感器核心部件，动态响应频率提升至 2kHz（金属材料 500Hz），其轻量化特性降低了惯性质量干扰，提升测量精度和响应速度，适用于高速作业环境。

电子皮肤基底：柔性基底材料如聚二甲基硅氧烷（PDMS）和聚酰亚胺（PI）薄膜常与碳纤维或石墨烯结合，用于触觉传感器。尽管 PEEK 不直接用于皮肤，但其复合材料在感知层中辅助提升灵敏度和环境适应性。因为 PEEK 薄膜介电常数 3.2（PI 薄膜 3.5），厚度可加工至 10 μ m，支撑 500%拉伸应变。

图 26：PEEK 在机器人上的应用



资料来源：北京化工大学，申万宏源研究

中性假设下，以仅 PEEK 树脂口径计算，单台机器人用量可达 5kg，价值量可达 1138 元，仍成本敏感度低，价值量具备提升空间。

根据我们的测算，中性条件下，按照 PEEK 材料密度计算，单台机器人 PEEK 用量有望达到 5kg 左右，100 万台机器人对 PEEK 的需求量将达到 4550 吨，将会较大程度拉动全球 PEEK 的消费量。

表 10：PEEK 在机器人领域的需求量测算

	替代率假设 1	替代率假设 2	替代率假设 3
人形机器人重量 (kg)		63	
铝合金密度 (g/cm ³)		2.7	
按照铝合金密度折算人形机器人的材料体积 (dm ³)		23	
PEEK 体积替代比例	10%	15%	20%
PEEK 密度 (g/cm ³)		1.3	
单台机器人 PEEK 用量 (kg)	3.0	4.6	6.1
全球机器人出货量 (万台)		100	
机器人领域 PEEK 消费量 (t)	3033	4550	6067
2022 年全球 PEEK 消费量 (t)		7560	

资料来源：特斯拉，云帆机器人公众号，申万宏源研究测算

如果仅考虑 PEEK 原材料的成本，按照远期 PEEK 纯树脂 250 元/kg 的价格测算（当前约 300 元/kg），单台机器人 PEEK 用量 5kg 的情况下，价值量可达 1138 元，以单台机

器人 7 万元成本计算, PEEK 成本占比仅 2%, 价值量仍具备提升空间。如果考虑使用 PEEK 材料的零部件, 价值量将有数倍的提升。

表 11: PEEK 在机器人领域的市场空间测算

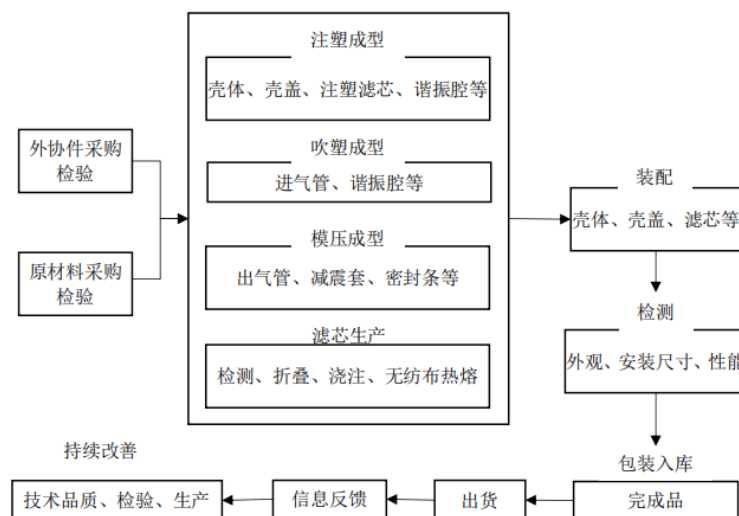
	替代率假设 1	替代率假设 2	替代率假设 3	高成本容忍度下 PEEK 用量
单台机器人 PEEK 用量 (kg)	3.0	4.6	6.1	14
PEEK 价格 (元/kg)			250	
单台机器人 PEEK 价值量 (元)	758	1138	1517	3500
人形机器人成本 (元)			70000	
PEEK 价值量占比	1.1%	1.6%	2.2%	5.0%
100 万台机器人对应 PEEK 市场空间 (亿元)	8	11	15	35

资料来源: 特斯拉, 云帆机器人公众号, 申万宏源研究测算

3.3.2 公司底层能力扎实, 合作伙伴技术顶尖, 占据先发优势

公司深耕汽车、摩托车和通用机械进气系统及配件数十年, 积累了丰富的工艺经验和**技术能力, 为新兴行业的开拓奠定基础。以进气系统为例, 材质种类的选择和结构设计都需要反复试验, 滤芯、壳体、管件等应用了注塑、吹塑、硫化、热熔等多种成型技术, 以及远红外焊接、热板焊接、超音波焊接、振动摩擦焊接、旋转焊接等焊接工艺。这些工艺能力都需要长时间的积累。

图 27: 内燃机进气系统生产流程



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

公司从进气系统产品延伸至 PEEK 材料零部件, 在人才储备、技术研发、生产工艺、定制化开发等方面具备基础, 尤其在材料改性、精密成型、客户协同开发、工程化能力上具有较强互通性。

表 12: 公司从进气系统→PEEK 零部件的能力相通性

类别	能力相通性
技术 材料改性技术	进气系统材料改性 (如 PP+EPDM、PA+玻纤) 中积累的配方设计、性能优化经验, 可迁移至 PEEK 复合材料的开发 (如 PEEK+碳纤维增强)

工艺	CAE 仿真技术	进气系统模具设计中积累的 CAE 仿真经验（如流道优化、冷却分析）可直接应用于 PEEK 模具设计，缩短开发周期。
	注塑与成型	进气系统涉及模具开发、注塑成型工艺，与 PEEK 注塑工艺相通，但需要升级改造适配
	后处理工艺	PEEK 部件需退火处理以消除内应力，与现有塑料部件的后处理（如去毛刺、清洗）工艺相通
定制化	需求响应能力	进气系统开发中形成的快速原型设计、同步开发能力（如与整车厂联合设计）可直接应用于 PEEK 部件开发，缩短客户验证周期
	设计验证能力	公司实验室具备材料物性分析（如拉伸强度、热变形温度）、耐久性测试（如高低温循环）能力，可扩展至 PEEK 材料性能验证。
规模化生产	成本控制	PEEK 材料成本高，需通过规模化生产和技术优化降低成本，恒勃现有规模化生产管理体系（如 ERP、MES 系统）可支持 PEEK 部件的柔性制造

资料来源：公司公告，申万宏源研究

为了加强公司在 PEEK 材料端的能力，公司与业内顶级专家进行合作。2025 年 8 月 1 日，恒勃股份与 Discover Material Inc. (DMI) 合资成立浙江恒勃普利米斯高性能材料有限公司，注册资本 1000 万元，恒勃股份持股 80%，DMI 持股 20%。合资公司聚焦改性高分子材料（如 PEEK）在关键零部件的研发与制造，覆盖新能源汽车、人形机器人、医疗器械等领域。

DMI 总部在美国宾夕法尼亚州，专注于 PEEK（聚醚醚酮）材料改性技术的研发与商业化应用，服务于航空航天、汽车轻量化、医疗植入物、半导体设备等高端领域。DMI 由美籍华人许砥中教授全资控股。许教授拥有 30 年 PEEK 改性技术积累，1990-2010 年代任职宾夕法尼亚大学材料科学与工程系终身教授，研究方向为高性能聚合物材料（PEEK、PI 等）的合成与改性；曾参与制定多项行业标准，技术实力雄厚。

恒勃股份与 DMI 可以在技术与市场方面强强联合，相互协同。其中，DMI 提供 PEEK 材料改性技术及专利，恒勃股份贡献精密加工和规模化制造经验，打通“材料研发—部件制造”链条。恒勃在汽车行业积累了较多的客户资源，同时较早开始布局机器人赛道，这两个赛道都蕴含巨大机遇。合资公司重点针对新能源汽车、人形机器人行业，重点开发轻量化、耐高温、耐腐蚀的 PEEK 零部件，相比其他仅有 PEEK 材料或者仅有汽车零部件能力的公司而言，综合能力更加突出，有望产业浪潮中占据主导地位。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

汽车进气系统及配件：行业整体空间相对稳定。而公司在**客户端**，不断抢占外资市场份额实现国产替代，与广汽、奇瑞、吉利、比亚迪等自主车企已经形成较强绑定，同时积极开拓新能源客户，如理想、零跑、问界、小鹏等，持续获取新项目。**在产品端**，公司除原有进气系统产品外，基于底层技术能力拓展热管理水壶、膨胀箱、液冷管路等，增加单车配套价值量。同时，合资公司江苏恒勃凯正的内饰件业务也于 25 年 9 月正式并表，后续将进一步贡献收入和业绩。预计 2025-2027 年收入为 7.0/10.4/12.2 亿元，同比增长 32.9%/47.6%/17.3%。盈利能力方面，预计进气系统盈利稳定，但考虑到凯正低毛利业务的并表，预计 2025-2027 年毛利率为 29.2%/27.6%/27.5%。

摩托车进气系统及配件：公司作为摩托车进气系统头部供应商，市占率相对稳定，后续将随市场稳定提升，同时公司也在积极拓展智能仪表等新产品贡献新增量，预计 2025-2027 年收入为 2.95/3.10/3.25 亿元，同比增长 5%/5%/5%。盈利能力同样稳定，预计 2025-2027 年毛利率维持在 33.5%水平。

通用机械及其他业务：公司近年来在转型期，大力发展汽车相关业务，通用机械业务占比相对较低，预计 2025-2027 年收入为 0.24 亿元，毛利率维持 41.5%。其他业务主要涵盖模具开发费用等，而机器人 peek 放量有不确定性暂不考虑，预计 2025-2027 年收入为 0.27 亿元，毛利率维持 64.0%。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 10.5/14.0/15.6 亿元，同比增速 21.5%/33.3%/14.0%；预计可实现归母净利润 1.52/1.78/2.07 亿元，同比增速 16.2%/16.8%/16.2%；对应当前（2025/11/28）PE 为 68x/58x/50x。

表 13：公司分业务收入及毛利拆分预测（单位：百万元，%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
汽车进气系统及配件					
收入	458.1	530.0	704.3	1039.3	1219.2
同比	19.4%	15.7%	32.9%	47.6%	17.3%
毛利	127.0	158.7	205.5	287.3	335.2
毛利率	27.7%	29.9%	29.2%	27.6%	27.5%
摩托车进气系统及配件					
收入	267.4	280.9	295.0	309.7	325.2
同比	0.6%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利	87.7	94.2	98.9	103.8	109.0
毛利率	32.8%	33.5%	33.5%	33.5%	33.5%
通用机械进气系统及配件					
收入	31.2	27.0	24.3	24.3	24.3
同比	-17.6%	-13.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利	11.2	11.2	10.1	10.1	10.1
毛利率	.%	.%	.%	.%	.%

其他					
收入	28.7	27.2	27.2	27.2	27.2
同比	11.8%	-5.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	20.1	17.4	17.4	17.4	17.4
毛利率	70.1%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
合计					
收入	785.4	865.1	1050.7	1400.5	1595.9
同比	10.2%	10.1%	21.5%	33.3%	14.0%
毛利	246.0	281.4	331.8	418.6	471.7
毛利率	31.3%	32.5%	31.6%	29.9%	29.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值

公司作为进气系统头部供应商，持续拓展单车价值量和下游客户，而在机器人业务方面，一体化全产业链布局 PEEK，抢占行业优势地位。考虑到目前没有其他上市公司同样以进气系统为主业，我们基于公司主业贡献确定性业绩增量、机器人核心卡位贡献估值弹性的投资逻辑，选取可比公司：主业为精密注塑件核心供应商，与公司业务底层能力相通，同样布局机器人 PEEK 的肇民科技；主业基于底盘、热管理零部件持续拓展，同时在机器人丝杠产品上直接对接客户的北特科技；主业为电池耐高温绝缘云母供应商，同样以外延并购方式切入机器人丝杠产品，且占据头部客户卡位的浙江荣泰；PEEK 核心原料 DFBP 的国内头部供应商新瀚新材。

表 14：恒勃股份与可比公司估值对比

		2025/11/28		归母净利润（百万元）				PE			
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301000	肇民科技	38.37	93.19	142	177	229	292	66	53	41	32
603009	北特科技	41.62	140.89	71	120	172	297	197	117	82	47
603119	浙江荣泰	91.77	333.81	230	311	458	646	145	107	73	52
301076	新瀚新材	42.51	74.34	56	79	85	100	133	94	87	74
平均								135	93	71	51
301225	恒勃股份	100.00	103.38	131	152	178	207	79	68	58	50

资料来源：iFind，申万宏源研究

(注：可比公司盈利为 iFind 一致预期)

四家可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 93x/71x/51x，而恒勃股份为 68x/58x/50x。在车端业务方面，公司作为进气系统头部供应商，有望借助底层注塑改性能力、客户资源和成本优势，拓展热管理、智能仪表、内饰等新业务，提升配套价值量并拓展海外市场，贡献业绩增量。而机器人 PEEK 业务，通过合资形式全产业链布局，抢占行业优势地位，有望随下游客户放量，打开估值空间。给予其 2026 年可比公司平均 71 倍 PE，对应目标市值 126 亿元，有 22% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

下游汽车销量不及预期：若下游汽车销量不及预期，将对公司收入产生较大影响；同时也将造成公司产能利用率下滑，进而对盈利能力造成影响。

新业务扩张节奏不及预期：公司以合资形式拓展内饰件等新业务，其业务放量与盈利改善节奏有不确定性。

机器人产业放量不及预期：公司 PEEK 业务下游主要对接机器人公司，若产业放量不及预期将对公司长期成长空间造成影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	785	865	1,051	1,401	1,596
营业收入	785	865	1,051	1,401	1,596
营业总成本	659	717	887	1,194	1,356
营业成本	539	584	719	982	1,124
税金及附加	6	6	7	9	11
销售费用	16	15	16	21	24
管理费用	59	66	86	109	120
研发费用	46	53	63	78	85
财务费用	-7	-6	-4	-6	-7
其他收益	8	7	7	7	7
投资收益	1	7	7	7	7
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	5	0	0	0
信用减值损失	-1	-3	1	-5	-3
资产减值损失	-6	-9	-3	-5	-3
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	129	155	175	210	247
营业外收支	3	-1	0	0	0
利润总额	131	154	175	210	247
所得税	16	23	22	27	31
净利润	115	131	153	184	216
少数股东损益	0	0	1	6	9
归母净利润	115	131	152	178	207

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	115	131	153	184	216
加：折旧摊销减值	43	57	44	61	68
财务费用	0	0	-4	-6	-7
非经营损失	-1	-10	-6	-6	-6
营运资本变动	-15	-31	-146	-7	-8
其它	0	0	-20	0	0
经营活动现金流	142	148	19	226	262
资本开支	99	266	197	197	147
其它投资现金流	-315	-244	406	6	6
投资活动现金流	-415	-509	209	-191	-141
吸收投资	849	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	41	43	49	58
其它融资现金流	-58	-60	4	6	7
融资活动现金流	791	-101	-38	-43	-51
净现金流	518	-462	191	-8	71

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,359	1,192	1,188	1,336	1,505
现金及等价物	888	627	418	410	481
应收款项	298	343	486	577	631
存货净额	154	196	238	303	347
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	18	26	46	46	46
长期投资	0	16	16	16	16
固定资产	296	469	625	771	856
无形资产及其他资产	104	190	190	190	190
资产总计	1,759	1,868	2,019	2,313	2,567
流动负债	322	390	431	591	687
短期借款	2	0	0	0	0
应付款项	294	367	408	568	664
其它流动负债	26	23	23	23	23
非流动负债	5	11	11	11	11
负债合计	327	401	442	602	698
股本	103	103	103	103	103
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	841	787	787	787	787
其他综合收益	0	-2	-2	-2	-2
盈余公积	35	44	54	66	79
未分配利润	452	534	633	750	886
少数股东权益	0	0	1	7	16
股东权益	1,431	1,467	1,577	1,711	1,869
负债和股东权益合计	1,759	1,868	2,019	2,313	2,567

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.27	1.47	1.72	2.00
每股经营现金流	1.37	1.43	0.19	2.18	2.54
每股红利	0.00	0.39	0.41	0.48	0.56
每股净资产	13.84	14.19	15.25	16.49	17.93
关键运营指标(%)					
ROIC	19.7	14.9	12.8	13.7	15.1
ROE	8.0	8.9	9.7	10.4	11.2
毛利率	31.3	32.5	31.6	29.9	29.6
EBITDA Margin	20.3	22.3	20.1	18.2	18.9
EBIT Margin	15.8	17.0	16.2	14.6	15.0
营业总收入同比增长	10.2	10.1	21.5	33.3	14.0
归母净利润同比增长	10.4	14.2	16.2	16.8	16.2
资产负债率	18.6	21.5	21.9	26.0	27.2
净资产周转率	0.55	0.59	0.67	0.82	0.86
总资产周转率	0.45	0.46	0.52	0.61	0.62
有效税率	12.6	15.4	13.0	13.0	13.0
股息率	0.0	0.4	0.4	0.5	0.6
估值指标(倍)					
P/E	90.1	78.9	67.9	58.1	50.0
P/B	7.2	7.1	6.6	6.1	5.6
EV/Sale	13.2	12.0	9.9	7.4	6.5
EV/EBITDA	65.0	53.7	49.0	40.5	34.4
股本	103	103	103	103	103

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。