

敏实集团 (00425.HK)

品类持续迭代的全球汽配龙头，AI 时代迎来业务拓展

优于大市

核心观点

汽配板块稀缺多品类龙头供应商，深度受益于全球化客户布局及产品扩张。敏实集团是全球汽车外饰龙头、全球最大电池盒及车身结构件供应商，1999年开始生产乘用车金属饰条等汽车外饰件并逐步拓展业务，目前在车端具备车身结构系统、塑件系统、铝饰条、金属饰条四大事业部，通过全球 77 家工厂和办事处配套全球逾 80 个汽车品牌。同时抓住 AI 浪潮下产业升级，布局机器人+液冷+低空业务加速兑现第二成长曲线。

增量一：外饰龙头地位稳固，现金流支撑新品研发。公司以外饰业务起家，完善具备 1) 以铝饰条、行李架为核心的铝件 BU；2) 格栅、尾门等注塑件为核心的塑件 BU；3) 弹性材料与不锈钢复合的金属饰条 BU。多年占据全球车身饰条和行李架赛道市占率第一；2024 年合计实现收入 162.7 亿元，同比+6%。稳定现金流支撑公司推进智能前端模块、车身密封件等新品研发。

增量二：电池盒份额加速兑现，率先受益于欧洲新能源加速。公司 2016 年开始探索电池盒业务，2020 年获德国大众 MEB 平台定点，截至 2024 年实现 53 亿元收入，是全球最大铝电池盒供应商之一。公司目标市场明确，2024 年从欧洲获取 60%+ 电池盒业务收入，占据当地市场 30%+ 份额。我们判断伴随大众、宝马、奔驰等诸多车企密集发布新能源车型，叠加德国重启电动车购买补贴，欧洲电池盒市场有望从 2025 年 170 亿元提升至 2029 年 330 亿元水平；国内电池盒行业有望伴随 CTB/CTC 技术路线渗透从 400 亿元提升至 600 亿元规模，公司具备材料性能+客户绑定优势，有望率先受益。

增量三：全面布局机器人+液冷+低空赛道，产品品类持续扩张。公司结合行业智能化大势及自身铝材、塑件等能力积累和客户优势，拓展机器人+液冷+低空新赛道布局。①机器人，储备面罩、结构件等产品，与智元签订战略合作协议，与西门子联合拓展无线充电方案；②低空赛道，储备机体系统及旋翼系统产品，与亿航智能签订战略合作协议并获量产订单；③液冷赛道，拓展 AI 服务器液冷柜及分水器产品，已获订单并于 2025 年末开始分批交付。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予优于大市评级。公司未来 5 年处于快速成长期，预计 2025-2027 年归母净利润 28/33/37 亿元 (+20%/16%/14%)，EPS 分别为 2.37/2.75/3.15 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 50-59 港元，首次覆盖，给予优于大市评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；海外订单拓展的风险；新业务进展不及预期风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,524	23,147	25,920	29,634	34,405
(+/-%)	18.6%	12.8%	12.0%	14.3%	16.1%
归母净利润(百万元)	1903	2319	2800	3252	3719
(+/-%)	26.8%	21.9%	20.7%	16.1%	14.4%
每股收益(元)	1.61	1.96	2.37	2.75	3.15
EBIT Margin	9.4%	10.9%	7.4%	8.1%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	11.3%	12.0%	12.3%	12.3%
市盈率 (PE)	23.7	19.5	16.1	13.9	12.1
EV/EBITDA	21.1	17.0	18.8	16.7	15.2
市净率 (PB)	2.46	2.21	1.94	1.70	1.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 深度报告

汽车 · 汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：余珊

0755-81982555

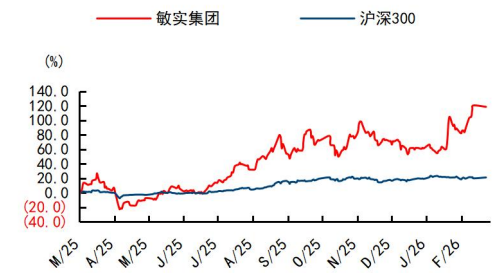
yushan1@guosen.com.cn

S0980525070004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	50.00 - 59.00 港元
收盘价	43.00 港元
总市值/流通市值	50836/50836 百万港元
52 周最高价/最低价	46.76/14.10 港元
近 3 个月日均成交额	226.75 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

前言：全球最大电池盒&车身结构件供应商再出发，机器人+液冷+低空全面布局新时代...	5
公司发展历史复盘	8
增量逻辑一：外饰龙头地位稳固，现金流支撑新品研发	13
一、铝件 BU——轻量化提升行业空间，公司市场份额持续向上	14
二、金属饰件 BU——不锈钢及 TPV 为核心材料，密封系统贡献增量	15
三、塑料饰件 BU——产品品类齐全，深度受益于智能化变革	17
增量逻辑二：电池盒份额加速兑现，车身结构件一体化产品储备全面	19
增量逻辑三：全面布局机器人+液冷+低空赛道，产品品类持续扩张	24
一、人形机器人业务布局	25
二、液冷业务布局	28
三、低空经济布局	29
盈利预测与投资建议	31
投资建议	34
风险提示	35
附表：财务预测与估值	38

图表目录

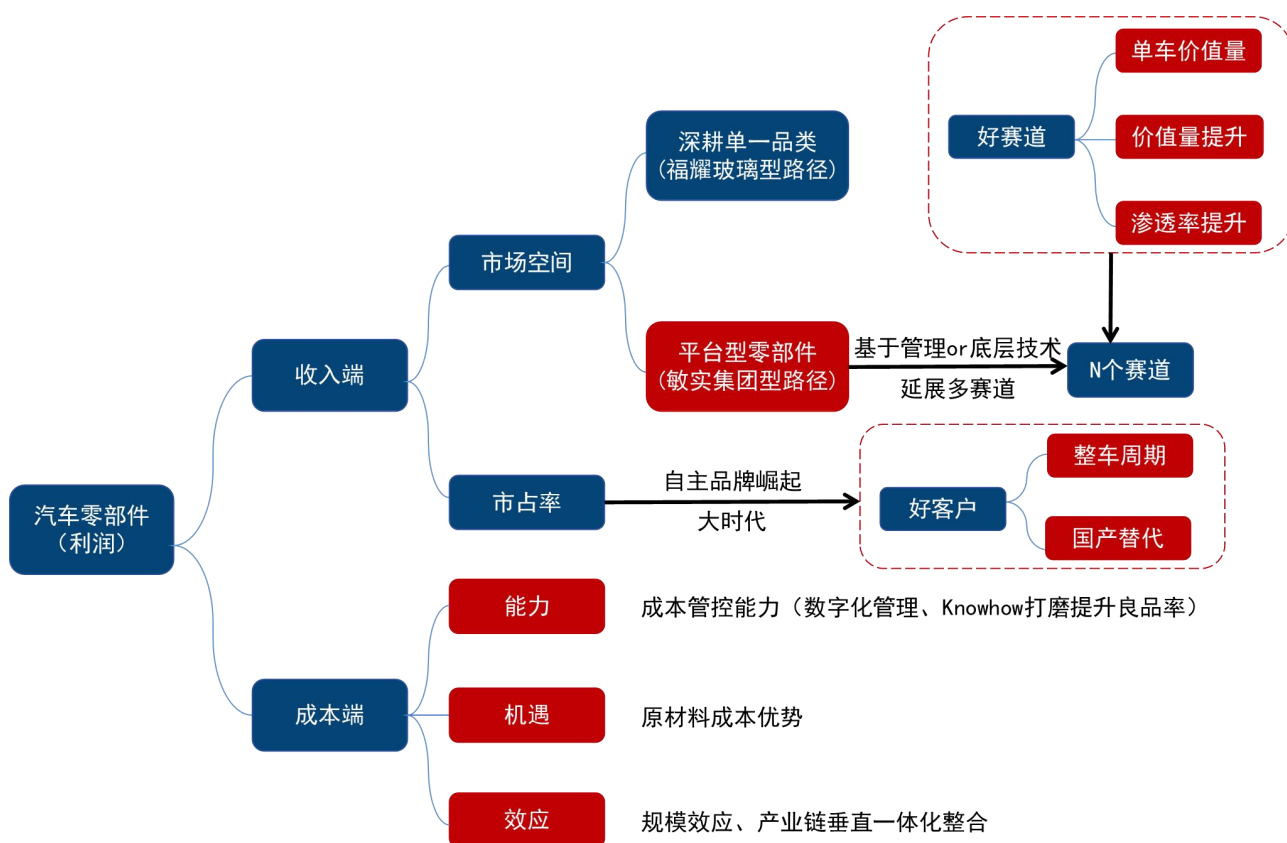
图 1: 汽车零部件研究思路	5
图 2: 敏实集团单车价值量持续提升	6
图 3: 全球分市场汽车销量	7
图 4: 敏实 25H1 营业额按客户地区拆分情况	7
图 5: 高性能铝材制备流程	7
图 6: 公司具备先进数字化战略	7
图 7: 敏实集团股价及业绩复盘	8
图 8: 敏实集团历史沿革	8
图 9: 敏实集团股权架构	9
图 10: 敏实集团产品布局节奏	10
图 11: 公司客户结构广泛覆盖全球车企	11
图 12: 公司不依赖单一大客户	11
图 13: 敏实完成全球化布局	11
图 14: 公司分区域收入构成日益均衡	11
图 15: 分产品收入构成及增速	12
图 16: 公司海外收入占比持续提升	12
图 17: 公司资本开支情况	12
图 18: 公司折旧摊销占比	12
图 19: 公司年度毛利率和净利率表现	12
图 20: 公司期间费用率情况	12
图 21: 公司研发组织架构	13
图 22: 公司研发费用率近几年维持在 6% 以上	13
图 23: 铝饰条业务产品布局	14
图 24: 公司铝饰条业务收入	14
图 25: 敏实金属饰条工艺	15
图 26: 公司金属饰条收入	15
图 27: 新能源车密封系统	16
图 28: 密封条单价持续提升 (元/米)	16
图 29: 敏实塑料外饰产品	17
图 30: 公司塑料外饰件收入规模	17
图 31: 敏实 Meet Panel 智能前端模块解决方案	18
图 32: 敏实供货凯迪拉克 Lyriq 智能前端模块	18
图 33: 敏实智能进入及侧门系统解决方案	18
图 34: 敏实 Meet Minst 智能尾门解决方案	18
图 35: 动力电池结构	19
图 36: 电池包重量分布	19
图 37: 欧盟对新能源化考核	20
图 38: 欧洲月度新能源车型销量	20

图 39: 欧洲月度新能源渗透率	20
图 40: 2025H1 欧洲新能源车销量前 15	23
图 41: 敏实欧洲电池盒 2030 年目标收入为 112 亿元	23
图 42: 公司电池盒产品	24
图 43: 电池及结构件	24
图 44: 人形机器人行情复盘	25
图 45: 人形机器人主要厂商情况	26
图 46: 敏实机器人业务布局	26
图 47: 敏实机器人无线充电解决方案	27
图 48: 机柜功率密度与制冷方式	28
图 49: 液冷同比风冷散热能力 (2MW 机房)	28
图 50: 不同液冷技术方案对比	28
图 51: 几类液冷模式差别	28
图 52: 中国低空经济市场规模及同比增速	29
图 53: 全球分地区 eVTOL 市场规模预测 (亿元人民币)	29
图 54: 敏实低空经济赛道业务布局	29
图 55: 公司机体产品通过多工艺集成一体成型	30
图 56: 公司机体产品减少 50% 生产工序	30
图 57: 公司机翼解决方案	30
图 58: 公司机翼产品核心技术	30
表 1: 公司高管结构	10
表 2: 公司部分外饰产品市占率数据	14
表 3: 公司阳极氧化技术指标领先	14
表 4: 公司 TPV 性能指标显著优异表现	15
表 5: 敏实弹性 PVC 的主要性能优势	16
表 6: 公司核心材料参数指标领先同行	17
表 7: 动力电池系统结构集成技术的发展阶段	19
表 8: 中国及欧洲新能源车电池盒市场空间测算	21
表 9: 几种铝产品制作工艺分析	21
表 10: 电池盒行业部分玩家	22
表 11: 公司高性能铝材指标情况	22
表 12: 公司电池盒业务进展加速	23
表 13: 敏实集团业绩拆分	31
表 14: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	32
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	32
表 16: 资本成本假设	33
表 17: 敏实集团 FCFF 估值表	33
表 18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	33
表 19: 同类公司估值比较	34

前言：全球最大电池盒&车身结构件供应商再出发，机器人+液冷+低空全面布局新时代

新能源车因整体电气架构和构造属性较燃油车有较大不同，因而催生出诸多全新/升级的系统级产品和技术需求，如全新的三电系统、轻量化部件、智能化系统及复杂化的热管理系统等。对于汽车零部件企业而言，价格（产品）与销量（客户）是决定收入的核心因素，主要受赛道格局、空间弹性以及客户成长性、稳固性影响；盈利能力主要取决于经营管理、技术研发、规模效应、成本管控等。从产品角度，汽零企业可大致分为两类，一类是聚焦单品类，以极致专注+极限制造，提升产品 ASP+市占率的逻辑，如福耀玻璃（全球市占率 36%+）；另一类是以优势品种不断横向延展，打造多品系平台化供货矩阵，如敏实集团（四大 BU+三大新产品线）；无论哪一类公司，零部件企业赛道选择（公司战略）、客户结构（零部件企业核心竞争力之一）、制造能力（产能扩张/自动化水平）等三大维度是敏实集团等汽车零部件企业的关键所在。

图1：汽车零部件研究思路



资料来源：国信证券经济研究所整理和绘制

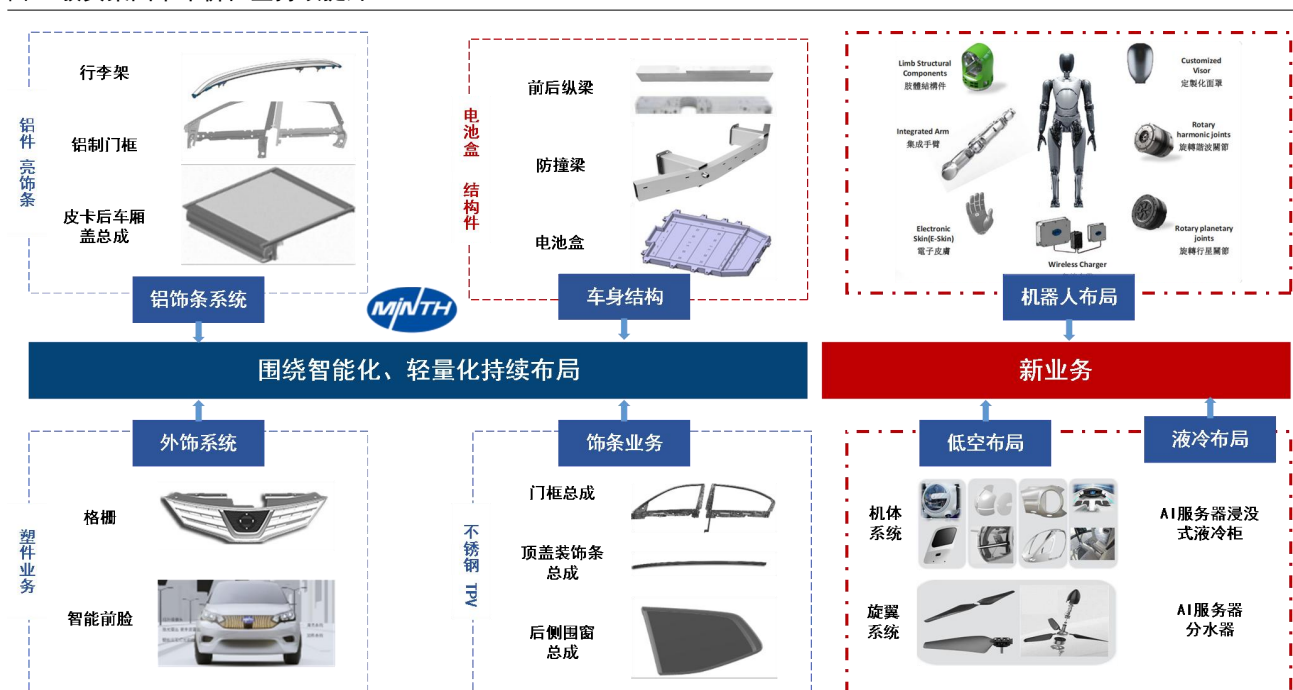
核心：国内总量红利淡化背景下品牌化、全球化、智能化稳住基盘量利，产品矩阵拓展与全球化客户定点放量驱动公司业绩持续上行。

赛道角度，公司锚定轻量化、智能化持续实现品类拓展，有望率先受益于 AI 浪潮下产业升级。 1) 车端业务，公司 2017 年推出电池盒新品、2020 年推进智能车门和毫米波雷达等产品研发，目前在车端具备车身结构（含电池盒、纵梁等结构

件)、塑件系统(含格栅、智能前端模块等外饰)、铝饰条(含铝饰条及铝制门框)、金属饰条(不锈钢&TPV 材质的门框总成、装饰条总成等)四大事业部;主机厂基于提效+降本的考量,在同一供应商做多产品采购有望成为趋势,我们认为在此背景下敏实的平台化供货体系优势兑现已成定局。

2) 新业务,公司结合行业智能化大势及自身铝材、塑件等能力积累和客户优势,拓展机器人+液冷+低空新赛道布局。①机器人,公司储备面罩、结构件等产品,已与智元签订战略协议,与西门子联合拓展无线充电方案;②低空赛道,公司储备机体系统及旋翼系统产品,与全球头部 eVTOL 厂家亿航智能签订战略合作协议并获量产订单;③液冷赛道,公司拓展 AI 服务器液冷柜及分水器等;已获相关订单并于 25 年末开始分批交付;当前 AI 加速产业革命,大模型爆发及软件需求升级推动传统制造业、科技互联网公司入局机器人、低空等赛道,转而推进算力及液冷需求爆发,我们认为产业初期,敏实这种广泛布局多品类客户,具备多年量产经验的制造业供应商弯道超车加速业务进展几乎是必然。

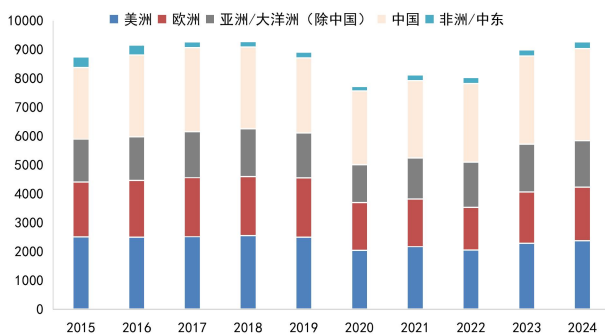
图2: 敏实集团单车价值量持续提升



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

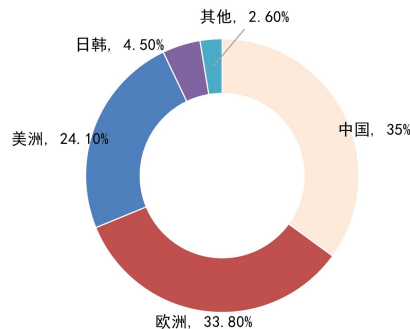
全球化布局客户结构是公司持续拓展业务的战略引擎。当前国内汽车行业总量红利期已过,进入低增速常态化阶段,燃油车/新能源车产能均出现一定程度的过剩,竞争加剧,二三线车企格局动荡。在车企内卷加速出清的过程中,全球化日渐成为国内汽车零部件谋求增量的共识,敏实凭借全球最全面、多元的客户基础,重点投资布局汽车电动化领域,通过全球 77 家工厂和办事处将业务布局遍及 3 大洲 14 个国家配套全球逾 80 个汽车品牌,多元化客户结构是公司新型业务兑现核心。

图3: 全球分市场汽车销量



资料来源: marklines, 国信证券经济研究所整理

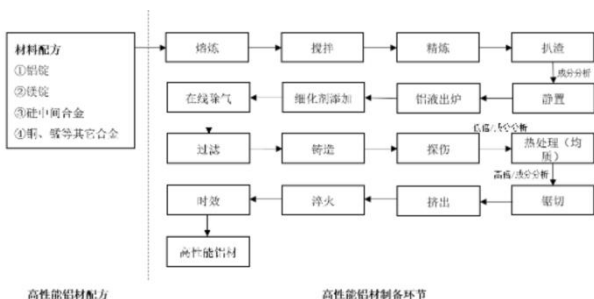
图4: 敏实 25H1 营业额按客户地区拆分情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

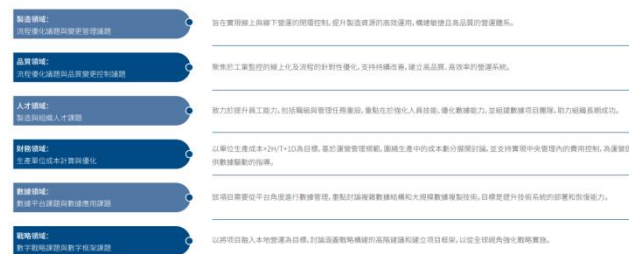
制造能力是敏实稳健拓展业务布局的底层支柱, 可细分为核心产业链布局、高度重视数字化、创新与研发转化等。1) 核心产业链布局, 公司根据业务布局搭建金属材料和高分子材料技术平台。金属平台面向高性能结构铝材、高性能装饰铝材、亮面不锈钢等金属材料及制品研究; 高分子材料平台面向高弹性 TPV、弹性 PVC、改性塑料等非金属材料及制品的研究。整合从材料配方—材料制造—制品工艺的全套技术、工艺、设备资源, 从材料源头保证制造质量; 2) 数字化建设, 公司前瞻性地制定数字化战略, 构建了六大数字化基础支柱, 支撑高效业务运营与创新, 持续优化数据管理、生产制造、质量控制等核心领域。提升运营效率、优化管理流程、增强市场竞争力; 3) 创新与研发转化, 公司近几年研发费用率保持在 6%, 通过自主研发液冷柜、定制化面罩等持续切入新赛道。

图5: 高性能铝材制备流程



资料来源: marklines, 国信证券经济研究所整理

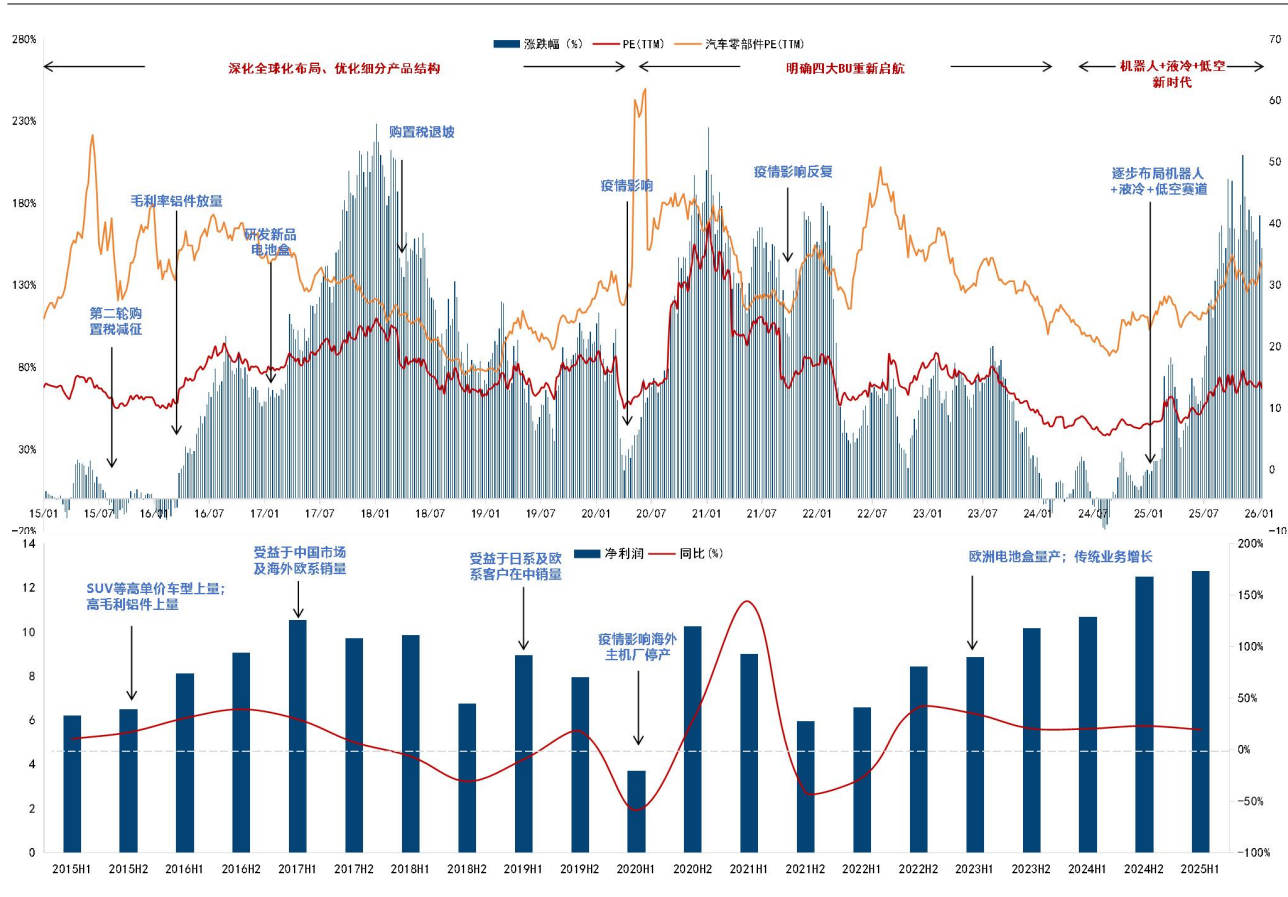
图6: 公司具备先进数字化战略



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2015 年至今敏实经历三个发展阶段, 进入汽零+机器人+液冷+低空全面布局新时代。2015 年开始, 敏实围绕电动化、智能化、系统化进行转型, 加速铝动力电池盒、发光格栅、智能前端模块等创新产品研发。我们复盘公司股价及业绩表现, 将 2015 年至今的敏实分为三个阶段 1) 2015-2019 年, 公司深化全球化布局、优化细分产品结构, 持续推进新品研发落地; 2) 2020-2024 年, 公司明确四大 BU 重新启航, 业绩加速兑现; 3) 2025 年至今, 公司布局机器人+液冷+低空新赛道, 加速兑现第二成长曲线。

图7：敏实集团股价及业绩复盘

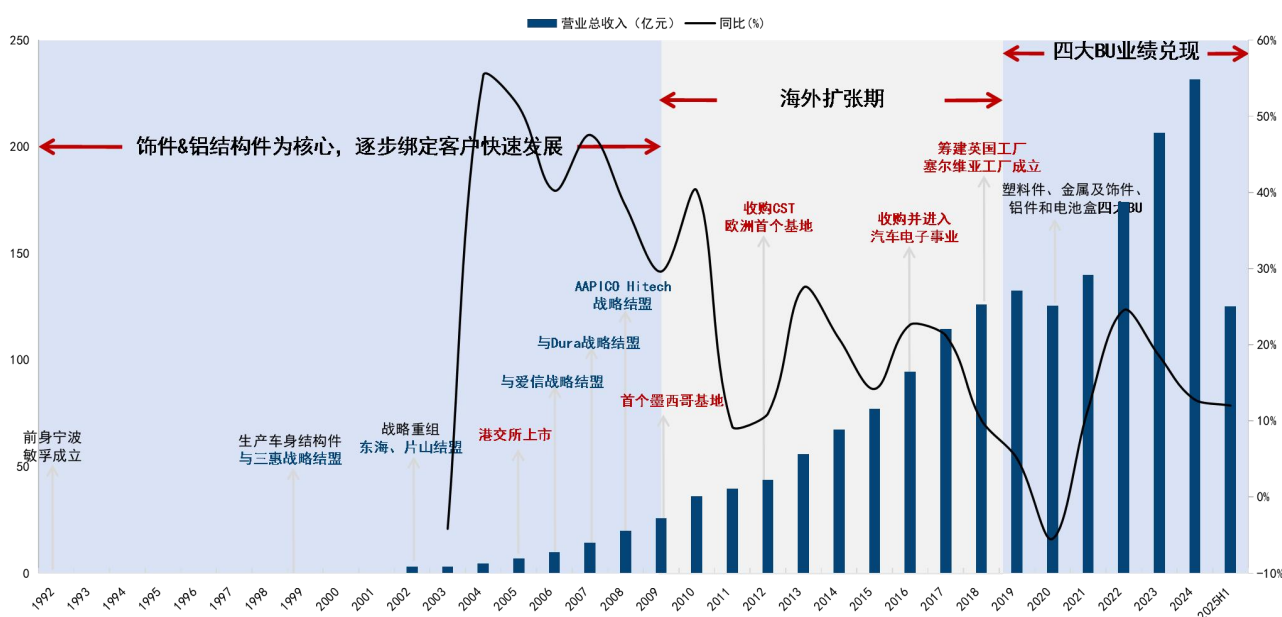


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司发展历史复盘

外饰全球龙头，四大事业部进入业绩兑现阶段。敏实集团前身成立于1992年，我们复盘公司历史分为核心三个阶段，1) 1992-2009年，以饰件和铝制结构件为核心，逐步以战略结盟形式绑定客户快速发展，收入从2002年3亿元提升到2008年20亿元；2) 2009-2019年，加速海外扩张，逐步建设墨西哥、欧洲、英国、塞尔维亚等生产基地，整体收入从25亿元提升至132亿元，其中海外收入从4亿元提升至56亿元；3) 2020年至今，公司产品结构调整，推出塑料件、金属及饰件、铝件和电池盒四大BU，业绩进入加速兑现，收入规模从125亿元稳步攀升至231亿元。

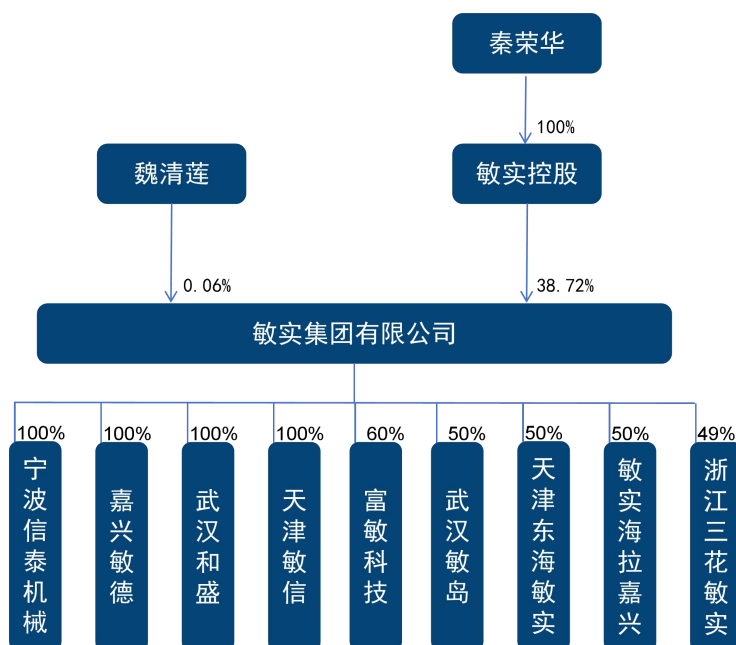
图8：敏实集团历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构清晰，实控人夫妇控股 39%。公司股权架构较为清晰，实控人秦荣华通过全资子公司敏实控股持有公司 38.72% 股权，16 年以来持股比例一直稳定在 39% 左右。同时董事长兼实控人魏清莲（秦荣华妻子）直接持有公司 0.06% 股份，公司股权结构清晰稳定。

图9：敏实集团股权架构



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理 注：仅罗列公司部分子公司

实控人魏清莲及其子女进入公司管理职位，公司高管团队稳定。实控人魏清莲担任公司行政总裁一职，其女为公司非执行董事，其子 William Chin 担任首席战略

官，除此外公司高管均公司内部任职超 15 年，高管团队稳定。

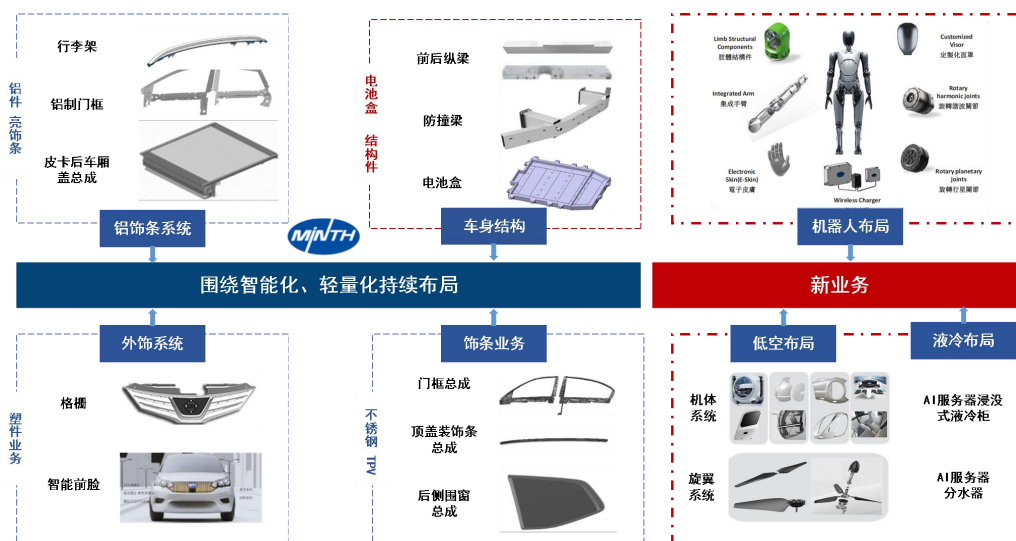
表1: 公司高管结构

名字	性别	年龄	简历
魏清莲	女	68岁	执行董事、主席兼行政总裁及本公司可持续发展委员会主席，毕业于国立台湾大学，并于国立台湾师范大学教育心理与辅导专业获得硕士学位。2002年起担任本集团顾问，负责培训活动的开展及优化、推动价值观文化建设及提升团队合作效能，2020年起委任本公司执行董事兼主席，2022年起委任本公司行政总裁。其丈夫秦荣华先生通过全资拥有敏实控股持有公司38.72%股份。
叶国强	男	45岁	执行董事兼全球研发资深副总裁，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年加入公司，历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。
张玉霞	女	45岁	执行董事兼首席财务官，毕业于北京科技大学金属压力加工专业，于北京林业大学取得管理学硕士学位，在财务、税务与全球投资并购管理方面有逾十九年的丰富经验，并拥有中国注册会计师资格。曾任职于北汽福田、利安达会计师事务所，2008-2019年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年加入本集团并委任为首席财务官。魏清莲之女，非执行董事，毕业于波士顿学院，主修商业管理、会计及理论数学，后于哈佛取得硕士学位。曾任台湾之创业公司负责运营及行销，其后从事公共关系工作。2015年加入公司，曾任敏实北美区域总经理，负责美国、墨西哥、加拿大整体运营管理及业务拓展，其后在总部负责本集团全球化的战略工作。
William Chin	男	38岁	魏清莲之子，首席战略官，负责集团战略定位、统筹管理与客户、政府、投资者及本集团其他外部利益相关方之间关系。毕业于多伦多大学，持有工商管理学士学位。曾创设一间营销策划公司、任职于一家家族办公室专注全球多市场地产投资。2017年获委任为汽车电子上市公司淳安电子董事长。2022年加入集团并获委任为本集团首席战略官。
易蕾莉	女	51岁	公司秘书，1994年毕业于华东师范大学英语专业，2021年于香港公开大学获企业管治硕士学位。曾任宁波大学外语学院讲师，2001年加入本集团历任人力资源部经理、海外事业部经理、总经理助理、投资者关系部总经理等职，2018年获委任为公司秘书。
刘艳春	男	59岁	行政总裁资深特助，1989年毕业于哈尔滨工业大学工业管理工程专业，毕业后一直从事生产管理相关工作。1999年加入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，于质量体系、工厂、研发及运营管理等方面拥有丰富经验。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

围绕轻量化、智能化持续实现品类拓展。公司以“让汽车更轻更美更智能”为使命，围绕塑料件、金属件制造研发能力持续实现品类拓展，目前具备四大主营业务和三大新生业务条线，全面赋能客户。1) 电池盒及结构件，24年收入53亿元，全球最大电池盒和车身结构件供应商；2) 塑件，包括格栅、智能前端模块等外饰，24年收入59亿元，同比增长4%；3) 铝件BU，包括铝饰条及铝制门框等产品，24年收入49亿元，同比增长14%；4) 金属BU，包括不锈钢&TPV材质的门框总成、装饰条总成等等，24年收入55亿元，基本持平。

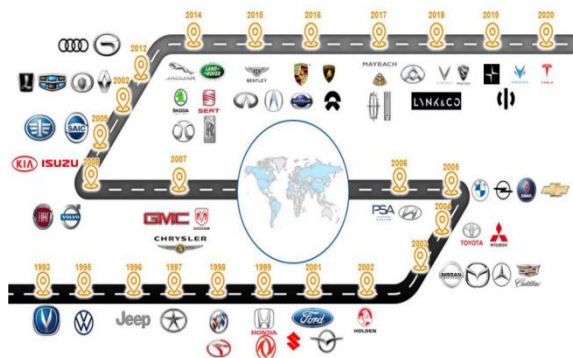
图10: 敏实集团产品布局节奏



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

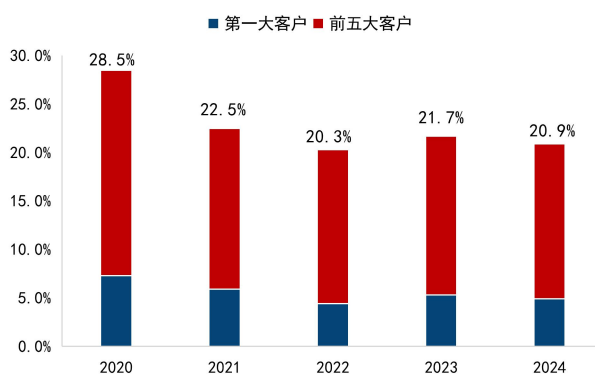
客户群遍布全球，支撑公司产品、技术持续迭代。得益于发展战略有效实施和公司自身技术、产品和服务等优势，公司市场拓展持续增强，客户覆盖市场主要整车企业，并与全球年销量 100 万辆以上乘用车品牌达成长期合作关系，包括宝马、奔驰、大众、奥迪、丰田、本田、日产、福特、通用、吉利、长安等；同时进入了特斯拉、蔚来、理想、小鹏等新能源汽车品牌。公司依托新材料及表面处理技术赢得客户，积极拓展新整车厂业务，广泛覆盖全球车企不依赖单一大客户贡献增量；另一方面，高端客户对供应商推行的高标准，带动公司在产品研发、生产制造、质量控制、内部管理等方面不断提高，形成良性循环，公司产品、技术实现持续迭代。

图11：公司客户结构广泛覆盖全球车企



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司不依赖单一大客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

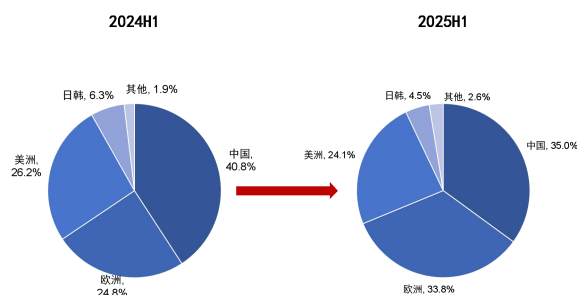
全球化工厂布局完善，区域收入日益均衡。公司于 2009 年建设首个墨西哥生产基地开启全球化布局，至今已经在全球拥有 70 多家工厂，遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、波兰和捷克等地，4 大产品线销售至 30 个国家。同时公司中、美、欧三地收入日益均衡。

图13：敏实完成全球化布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图14：公司分区域收入构成日益均衡

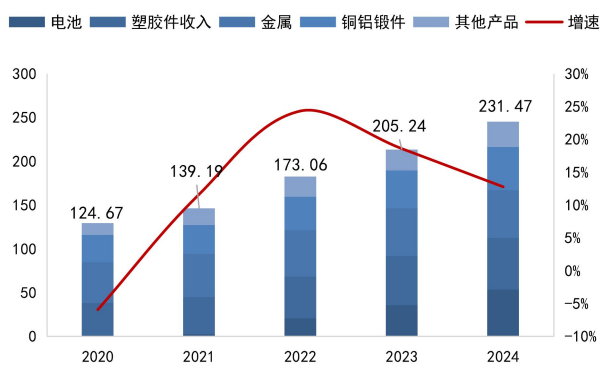


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2020 年至今公司收入复合增速 38%。我们复盘公司历史，2020 年短暂受疫情对全球汽车市场影响，公司收入出现 20 年内首次下降，同比小幅下滑 5.9%；随后几年电池盒收入快速从 1 亿元增长至 53 亿元水平；同时塑料件、金属及饰件和铝件

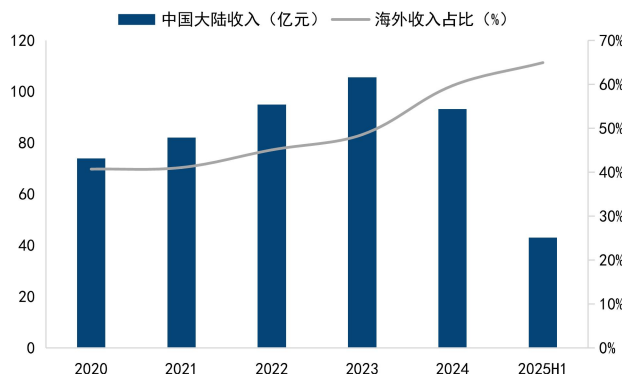
均有一定收入增量，共同推动公司收入从 2020 年 125 亿元跃升至 2024 年 231 亿元，复合增速 38%；同时公司海外收入占比持续提升，从 2020 年 41% 提升至今年上半年 65%，公司全球化战略初显成效。

图15: 分产品收入构成及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司海外收入占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

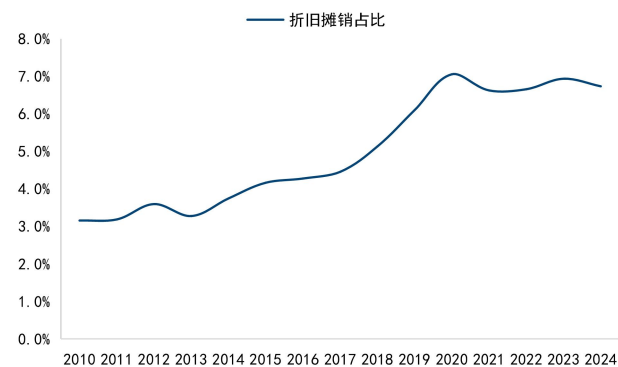
规模效应兑现，公司盈利能力加速兑现。伴随新一轮资本开支结束，公司 2016 年开始进入密集产能扩建阶段，资本开支至 2022 年达到 34 亿元高峰，近几年实现全球产能联动与区域化独立运营并行后资本开支回落，同时对固定资产投入进行严格把关，积极推动旧设备的改造与再利用并持续推动全球各工厂有效协同以进一步提升产能利用效率，伴随规模效应兑现，公司折旧摊销占收入比例在 2020 年达到高点后稳步回落，毛利率及净利率于 2022 年开始回升，盈利能力加速兑现。

图17: 公司资本开支情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

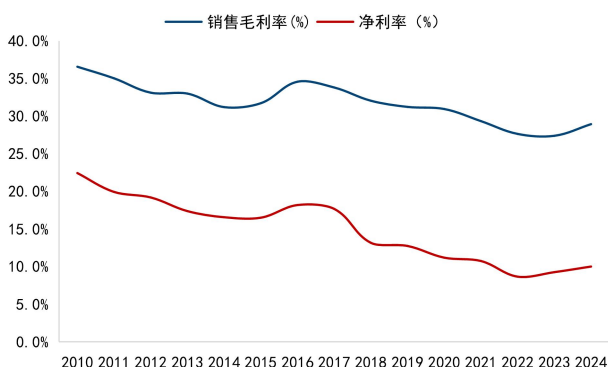
图18: 公司折旧摊销占比



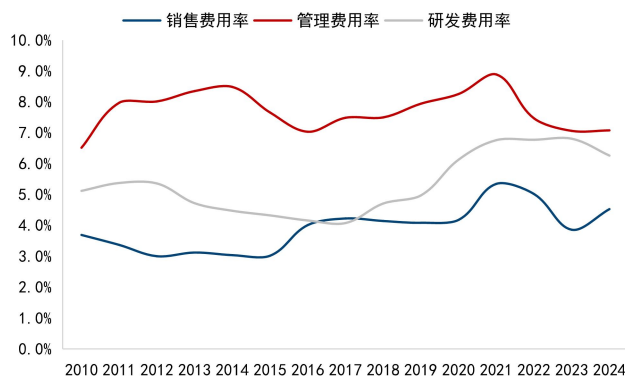
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司年度毛利率和净利率表现

图20: 公司期间费用率情况



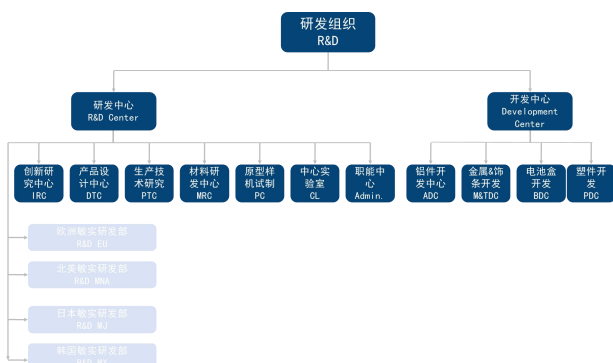
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

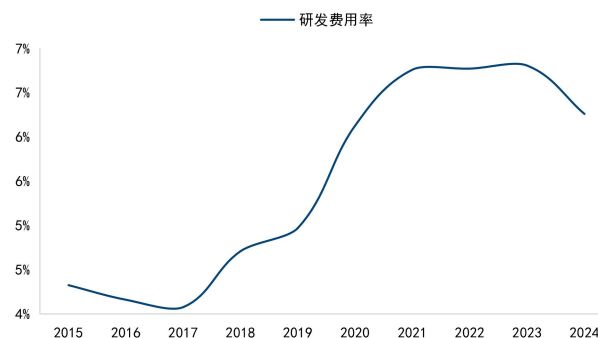
坚定正向研发的发展战略。敏实在体系建设、人才引进、实验能力等方面持续投入：1) 近几年研发投入占比保持在约 6%；2) 建立六大研发部门负责新产品和新技术研发；3) 全球设立 5 家研发中心，截至 21 年已构建超 2000 人研发团队。同时公司与上交、中南等国内知名高等院校及科研机构建立长期友好的合作关系，通过建立联合实验室及联合开发等方式发挥双方的技术资源和能力，共同研究前沿技术。多措并举以持续巩固优势产品的技术能力，并根据行业发展趋势不断拓展前瞻性领域的技术能力。

图21：公司研发组织架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：公司研发费用率近几年维持在 6%以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

增量逻辑一：外饰龙头地位稳固，现金流支撑新品研发

敏实集团以外饰业务起家，具备完善的以铝、钢、弹性材料及注塑材料为核心原料的外饰件产品布局，形成 1) 围绕铝件表面处理能力延伸铝饰条为核心业务的铝件 BU；2) 围绕注塑处理能力延伸注塑外饰的塑件 BU；3) 以及核心材料为高弹性 TPV、弹性 PVC 与不锈钢等复合材料的金属饰条 BU，三大事业部均为公司经营多年核心主业，公司多年稳居车身饰条和行李架的市场占有率位列国内第一、全球第一；散热器格栅位列国内第一、全球第三；在材料、工艺维度积累深厚创新壁垒，近几年稳健增长，持续贡献现金流持续赋能新品研发。

表2: 公司部分外饰产品市占率数据

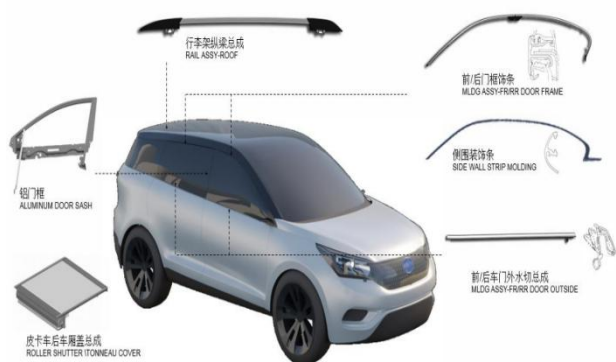
产品名称	市占率	2020年	排名	2019年	排名	2018年	排名
车身饰条	全球	23.44%	1	20.23%	1	16.61%	1
车身饰条	中国	29.71%	1	25.93%	1	22.10%	1
行李架	全球	21.68%	1	23.85%	1	25.30%	1
行李架	中国	27.96%	1	40.85%	1	42.84%	1
散热器格栅	全球	14.89%	3	13.39%	3	11.03%	3
散热器格栅	中国	28.46%	1	26.50%	1	24.11%	1

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

一、铝件 BU——轻量化提升行业空间, 公司市场份额持续向上

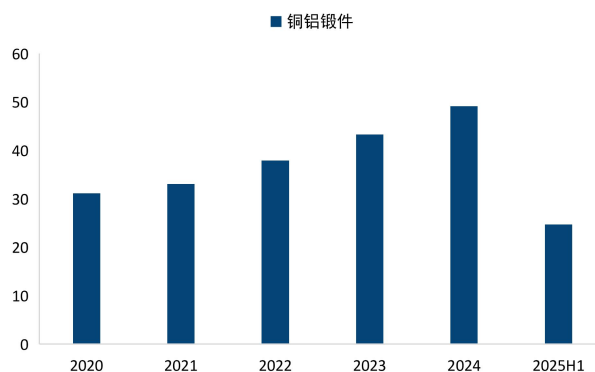
公司铝饰条业务布局完善。凭借高性能铝材较全的工艺链制备能力, 通过铝材改性配方以及表面处理工艺, 形成了高性能铝外饰件产品体系, 具备重量轻、性能强的产品特性。包括结构铝件(副车架、防撞梁、纵梁等)和装饰铝件(行李架、后三角窗、水切亮条等)。

图23: 铝饰条业务产品布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司铝饰条业务收入



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

自研 Impan-3 表面处理技术突破垄断, 国际领先铝饰条玩家。公司自主研发高性能装饰铝材配方及制备技术突破国际技术高端, 沿着控制缺陷率, 提升抗腐蚀性、机械性能、表面光泽度的方向演进, 产品升级经历四个阶段, 1) 2012 年前, 公司通过外购进口装饰铝材进行铝件的加工制造; 2) 2011 年公司开始自主研发高性能装饰铝材的制备, 此时缺陷率在 15% 左右, 产品存在黑线、暗线、条纹等缺陷, **2013 年自主研发的 Impan-3 表面处理技术突破此前欧洲 Cera-painting 技术垄断**; 3) 2016-2017 年通过对熔炼技术等装饰铝材制备环节进行改造升级; 形成的产品抗腐蚀性实现全面突破、缺陷率降至 5% 左右, 优于国内同行水平; 4) 2018 年至今, 公司装饰铝材机械性能较为稳定, 产品矫正率、缺陷率稳定在 1.5% 以内、满足客户全套表面光泽度的解决方案, 并获得戴姆勒和宝马等全球主要整车企业的认可, 达到国际先进水平。

表3: 公司阳极氧化技术指标领先

指标	国内同行 (常规阳极氧化)	欧洲技术 Cerapaint	敏实技术 Impan-3	备注说明
专利技术	无	专利铝材+Cerapaint 技术	专利铝材+Impan-3 技术	
耐碱性	pH12.5	pH13.5	pH14.0	关键指标, 越大越好
CASS	达不到 48 小时标准要求	48 小时	144 小时	关键指标, 越大越好
外观-色彩	单一 (本色氧化 or 黑色)	单一 (本色氧化)	多彩 (多种颜色为客户首次开发并量产)	

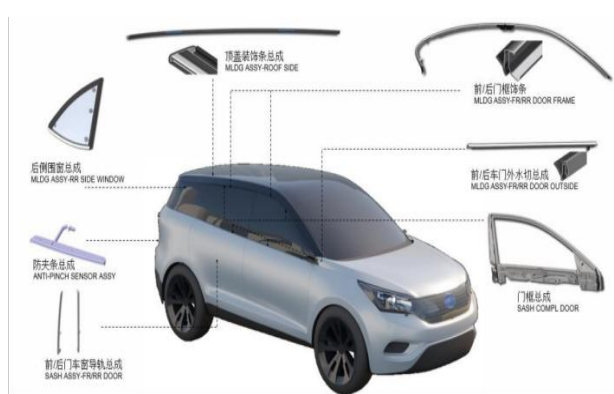
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：上述参数来自于敏实实验室测试结果

海外对手能力弱化，公司在手订单持续增加。汽车外饰铝饰件对耐碱性、耐腐蚀性、耐高温有较高要求，除公司自研 Impan-3 表面处理技术外，当前欧美高端车型一般采用 Cerapaint 表面处理技术，该技术被 Dura、SAM、WKW 垄断。高技术壁垒保证行业竞争格局相对可控，近几年 SAM 破产后被福耀收购，WKW 在 2024 年底宣布破产，公司在手订单持续拓展，包括 2021 年进入美系高端电动车品牌及戴姆勒 MMA 平台定点，2022 年包揽梅赛德斯奔驰 C 级电动车所有铝饰条订单等。

二、金属饰件 BU——不锈钢及 TPV 为核心材料，密封系统贡献增量

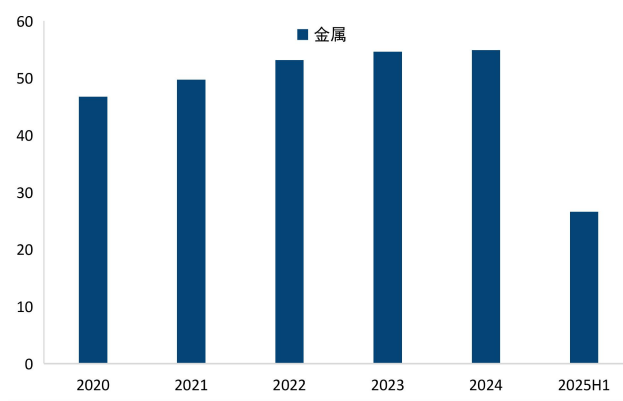
公司金属饰条产品主要基于高弹性 TPV、PVC 与亮面不锈钢混合材料等研发和生产，具有轻量化和环保性的特点。其中高弹性 TPV 产品主要为门框饰条、车门窗密封条总成、风窗饰板、顶盖装饰条总成等，弹性 PVC 制品属于金属饰条类，主要包括内外水切、前后风挡、车顶饰条、门框饰条、三角窗包边、行李架垫片。

图25: 敏实金属饰条工艺



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 公司金属饰条收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

自研高性能材料等，能力积累持续提升。公司高弹性 TPV 材料技术沿着降低压缩永久变形等方向演进：1) 2010-2013 年，研究出 TPV 的第一代配方和生产工艺，产品的压缩永久变形在 45%~50%之间、国产设备产能低（150KG/H），属于初级产品，耐候性能在 1,500 小时，表面粗糙并且存在麻点缺陷，气味大；2) 2014-2017 年通过配方体系升级调整，材料的压缩永久变形改善到 35%~40%，耐候性能提升到 2500 小时以上。自主设计的高剪切高分散螺杆组合，高精度高扭矩高长径比的双螺杆挤出机引进，使配方中原材料的分散性和塑化获得优化，挤出表面细腻度提升，产能提升至 400-500KG/H，陆续在汽车零部件上开始应用，并获得丰田、本田、PSA、长城和广汽的认可和应用；3) 2018-2021 年配方和工艺获得持续提升，引进定制化 EPDM 橡胶压和自主设计的硫化体系，缩永久变形在技术上突破 ≤ 35%的瓶颈，耐候性能达到 3000 小时，通过新的工艺导入，材料的气味获得改善，产品成功获得全球大众的认可，产品性能达到国际的水平。并在大众、日产、吉利等的认可和应用。

表4: 公司 TPV 性能指标显著优异表现

指标	敏实 TPV	国际 TPV (公司 A)	国际 TPV (公司 B)	国内 TPV (公司 A)	备注
密度 (g/cm ³)	0.95	0.97	0.97	0.93	-

拉伸强度 (MPa)	5.1	5.09	4.6	4.9	越大越好
撕裂强度 (KN/m)	19	20	21	25	越大越好
压缩永久变形% (70℃/22H测试)	31	27	27	42	越小越好
环保性	满足 REACH/RoHS 法规要求、可回收利用	满足 REACH/RoHS 法规要求、可回收利用	满足 REACH/RoHS 法规要求、可回收利用	满足 REACH/RoHS 法规要求、可回收利用	
耐候性 (氙灯老化)	3000 小时以上	4 级 3000 小时以上	4 级 3000 小时以上	4 级 2500 小时	越大越好

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优化工艺，PVC 与不锈钢复合共挤/玻璃注塑粘结满足多样化产品需求。公司深耕 PVC 生产工艺，使用 PVC 与不锈钢复合粘结挤出技术，提供产品一体化结构，既满足产品不锈钢的外观，又提升了不锈钢与 PVC 的粘结性能；PVC 与装饰膜复合挤出技术为产品提供表面多种色彩；三角窗包边 PVC 与玻璃注塑粘结，提升了三角窗玻璃与 PVC 之间的密封性；变截面共挤技术，根据产品功能不同，可实现截面周期变化的挤出要求。

表5: 敏实弹性 PVC 的主要性能优势

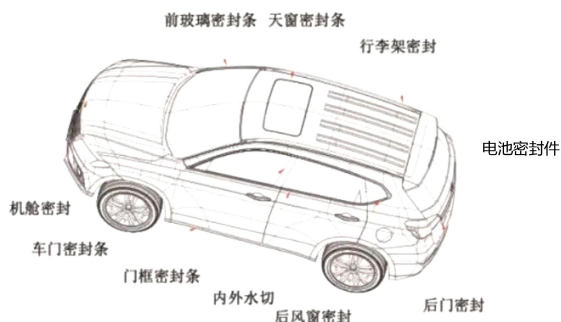
* /	技术指标	敏实产品	国内同行产品	备注
1	密度 g/cm ³	1.244	1.24	
2	硬度 A	68	70	70A 等级, +/-3 误差
3	拉伸强度 MP	17.1	15.4	越大越好
4	断裂延伸率%	415	358	越大越好
5	热空气老化硬度变化	-2	-2	越小越好
6	热空气老化拉伸强度变化%	1.75	-2.1	正数的性能好
7	热空气老化断裂延伸率变化%	3.3	-3.6	正数的性能好
8	热稳定性 (分钟)	150	135	越大越好
9	低温脆化温度	-37	-35	越低越好
10	耐候性	2000 小时, 试验通过, 灰度 4-5 之间	1800 小时, 试验通过	越大越好

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

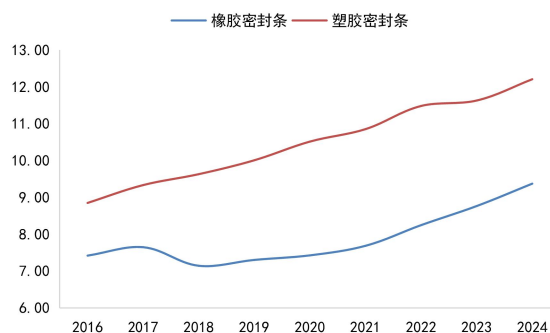
密封系统业务持续贡献增长，新能源车需求抬升产品价值量。公司此前与日本东海兴业株式会社合资组建武汉东海敏实公司，集成双方技术能力，月产汽车密封条超 300 万件，主要客户包括东风本田、一汽丰田、奔驰、宝马、奥迪等全球知名车企，在行业内细分领域稳居前三名。同时 2024 年，公司基于在中国市场上密封条系统的产品经验，首次突破该产品的国际市场业务，承接欧洲雷诺订单，密封系统业务持续拓展客户。伴随新能源车渗透率提升，产品围绕轻量化、高气密、高隔音持续进化，同时无边框密封条等高附加值产品加速上车，新能源车密封系统单车价值向千元水平提升。

图27: 新能源车密封系统

图28: 密封条单价持续提升 (元/米)



资料来源：索斯科 Southco 官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：浙江仙通公告，国信证券经济研究所整理

三、塑料饰件 BU——产品品类齐全，深度受益于智能化变革

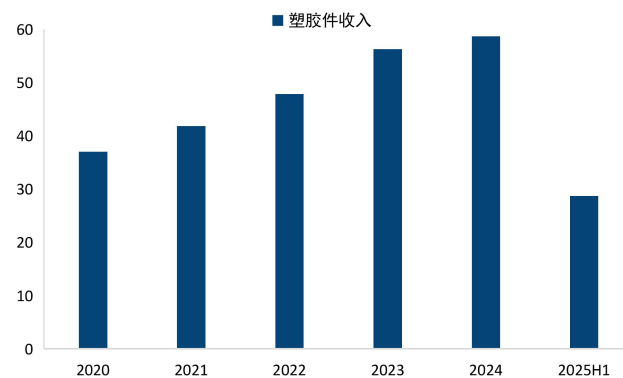
公司塑件产品从普通外饰向智能化外饰进阶。公司传统改性塑料产品主要包括毫米波雷达罩、散热器格栅总成、柱板、饰条、扰流板、行李架、防擦条总成等，核心优势来自于公司改性塑料材料性能表面。近几年公司持续推出智能化外饰产品，产品覆盖智能前端模块、侧窗等，未来收入有望加速兑现。

图29: 敏实塑料外饰产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30: 公司塑料外饰件收入规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司塑件相关材料能力同样居于国内先进水平。改性塑料方面，公司开发的高耐热 ASA 材料、挤出 PP 材料、高光泽 PMMA-ASA 合金，分别具有高热变形温度、高刚性低、高光泽免涂装的特点，其关键技术和工艺水平达到国内先进水平。

表6: 公司核心材料参数指标领先同行

指标	敏实集团	境外同行	国内同行	关键指标
挤出 PP 材料				
密度 (g/cm ³)	1.13	1.13	1.12	-
拉伸强度 (MPa)	25	28.8	26	
弯曲强度 (MPa)	41	38.8	38	
弯曲模量 (MPa)	3,110	2,860	2,300	指标数值越大，表示性能越好
悬臂梁冲击 (KJ/m ²)	33	30.5	15	
热变形温度 (0.45MPa, °C)	122	125	110	
高耐热 ASA 材料				
密度 g/cm ³	1.068	1.07	1.07	-

拉伸强度 (MPa)	45.3	54	48	
弯曲强度 (MPa)	73	80	72	
弯曲模量 (MPa)	2,500	2,500	2,300	指标数值越大, 表示性能越好
热变形温度 (°C)	87	84.9	83	
耐候性 (氙灯老化)	1,800 小时	2,500 小时	2,000 小时	

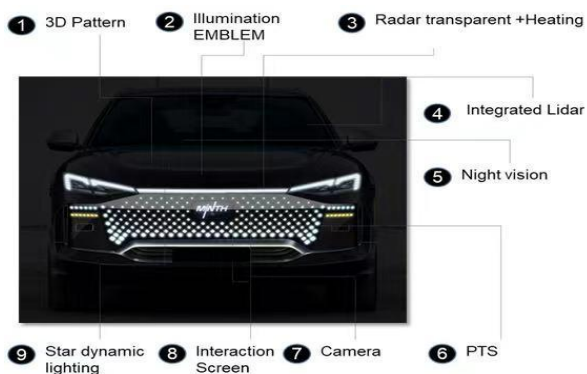
高光泽 PMMA-ASA 材料

密度 g/cm3	1.16	1.16	1.16	-
拉伸强度 (MPa)	55.2	65	65	
弯曲强度 (MPa)	79.2	90	92	
弯曲模量 (MPa)	2,542.90	2,600	2,600	指标数值越大, 表示性能越好
热变形温度 (°C)	73	77	85	
耐候性 (氙灯老化)	2,000 小时	3,000 小时	2,000 小时	
光泽度	85 以上	85 以上	85 以上	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司积极转型智能外饰供应商。公司截至 22 年已经注册 “遇见 Meet” 一系列商标, 包括 Meet Spanel 智能前端模块解决方案、Meet Minst 智能尾门系统解决方案、智能进入及侧门系统解决方案, 集成隐藏式门把手、发光标牌、发光面罩以及结构件等多个产品, 成功获得多家汽车制造商的定点项目, 顺利实现从传统外饰单品向智能外饰系统集成商转型。

图31: 敏实 Meet Spanel 智能前端模块解决方案



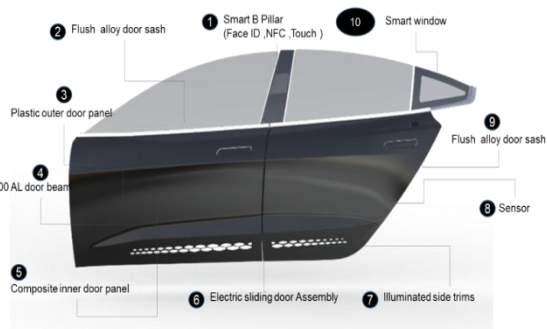
资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

图32: 敏实供货凯迪拉克 Lyriq 智能前端模块



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

图33: 敏实智能进入及侧门系统解决方案



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

图34: 敏实 Meet Minst 智能尾门解决方案



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

增量逻辑二：电池盒份额加速兑现，车身结构件一体化产品储备全面

动力电池盒（上盖+下壳体）占据电池重量 10%-20%，是电池轻量化、集成化核心。电池盒是新能源汽车动力电池的承载件，主要用于保护锂电池在受到外界碰撞、挤压时不会损坏。作为电池模块的承载体，电池盒占据整个动力电池系统重量约 10-20%，对电池各个相关的子系统的安全性、密封性、防冲撞能力以及集成效应起关键作用。

图35: 动力电池结构

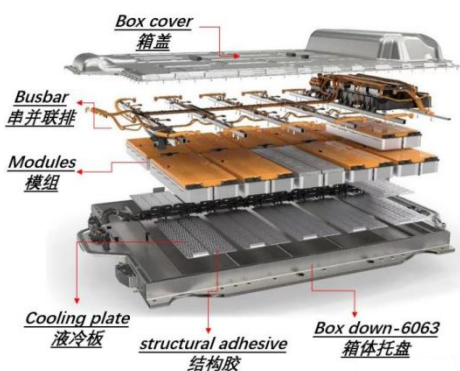
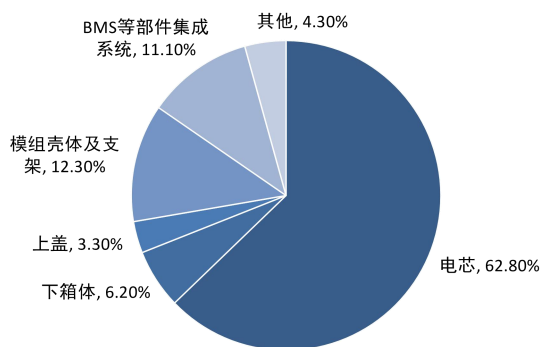


图36: 电池包重量分布



资料来源：新能源电池热管理，国信证券经济研究所整理

资料来源：李日步,王海林,吴东升,等. 纯电动汽车动力电池包轻量化技术综述 [J]. 汽车零部件, 2019, (07):101-107. DOI:10.19466/j.cnki.1674-1986.2019.07.026, 国信证券经济研究所整理

动力电池大电芯、大模组、去模组化、集成化趋势明显，电池盒单车价值量有望加速提升。传统电芯集成在模组上的 CTM 模式空间利用率仅有 40%，现行主流 CTP 方案将电芯直接集成在电池包上，减少电池系统零部件，进而降低电池系统成本，有助于实现整车轻量化，能够进一步提高电池包能量密度。包括后续 CTC/CTB 方案，直接将电池系统与新能源汽车进一步集成，电池盒将承担更高保护需求以及更复杂系统集成要求，质量标准、性能指标、产品单价均有所提升。

表7: 动力电池系统结构集成技术的发展阶段

发展阶段	动力电池系统集成技术方案原理	空间利用率	成组效率	下游车型应用
第一阶段CTM	电芯-模组-电池包-车身	40%	60-70%	奔驰、宝马、大众等
第二阶段CTP	电芯-电池包-车身	50%-70%	80-85%	比亚迪、特斯拉、蔚来、小鹏等
第三阶段CTB/CTC	电芯(电池包)-车身	70%以上	90%以上	零跑C01、比亚迪海豹等车型

资料来源：新铝时代年报，国信证券经济研究所整理

政策+车企发力，欧洲新能源化催进电池盒市场成长。欧盟多年来陆续发布多项法规针对车企排放目标，最新版要求 2025-2027 年平均新乘用车的平均排放量目标为 94 克二氧化碳/公里，欧盟新货车的平均排放量目标为 147 克二氧化碳/公里，到 2030 年气体排放量相比 2021 年减少 55%，2035 年新车“零排放”目标调整为较 2021 年“减排 90%”，其余 10%的减排缺口则可通过使用欧盟制造的低碳钢，或使用电子燃料和生物燃料来补偿。同时对于超出部分，要求每辆新登记车辆每超出一克一氧化碳排放量罚款 95 欧元。面对潜在罚款压力，欧洲车企 1) 加速推进高性价比新能源平台新车研发，如 2026 年大众拟推出新能源 MEB+平台；宝马推出 Neue Klasse 纯电专属架构；奔驰拟推 MB. EA-M 纯电平台及 MMA 模块化架构

及多款重磅新车；2) 以价差引导用户新能源车型选择，如2024年开始雷诺、大众等车企对传统内燃机车型提高几百欧元售价，对新能源车型持续推进降价。

图37: 欧盟对新能源化考核

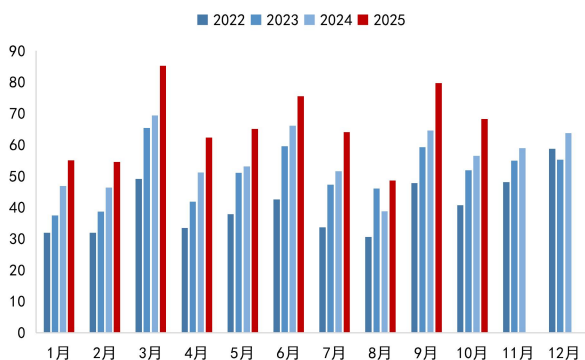


资料来源：公司公告、marklines、ICCT，国信证券经济研究所整理 注：新能源数据仅测算EV及PHV车型，假设含有几种动力类型车辆平均分配销售比例。

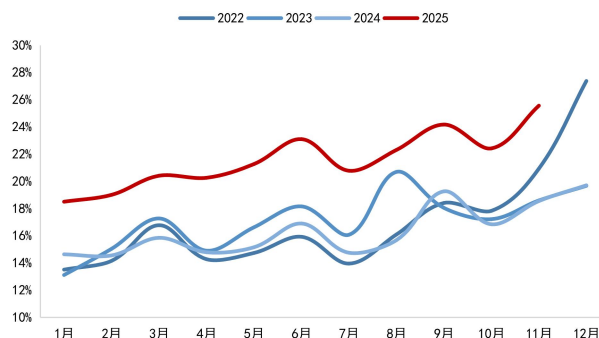
欧洲新能源销量2025年进入新阶段，2026年有望在补贴助力下加速。在车企高性价比新车及价差引导下，欧洲2025年开始新能源车型销量及渗透率快速提升，仅使用EV及PHV车型数据，从1月开始新能源渗透率接近20%并稳步向上，欧洲进入电动化快速发展时代。同时2026年初，德国联邦政府公布重启电动车补贴，对购买电动汽车、插电式混合动力汽车或增程式车型的消费者均可获得1500~6000欧元补贴支持，欧洲新能源化有望进一步加速。

图38: 欧洲月度新能源车型销量

图39: 欧洲月度新能源渗透率



资料来源: marklines, 国信证券经济研究所整理



资料来源: marklines, 国信证券经济研究所整理

我们预计中国+欧洲电池盒行业 2029 年空间近 1000 亿元。根据新铝时代招股说明书, 2023 年电池盒箱体单位重量产品价格分别为 CTM 在 46 元/kg、CTP 在 53.24 元/kg、CTB/CTC 在 68.49 元/kg, 我们判断伴随 CTB/CTC 技术路线的快速渗透及欧洲电动化加速, 行业电池盒均价有望持续上升, 预计至 2029 年, 国内电池盒行业有望达 600 亿元规模, 欧洲电池盒行业有望达 327 亿元规模。

表8: 中国及欧洲新能源车电池盒市场空间测算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
国内新能源车销量 (万辆)	1624	1868	2038	2162	2288
其中纯电车型销量 (万辆)	957	1069	1178	1258	1340
纯电电池盒价格 (元/套)	3435	3526	3571	3617	3662
插混电池盒价格 (元/套)	1145	1175	1190	1206	1221
国内电池盒市场 (亿元)	405	471	523	564	606
欧洲新能源车销量 (万辆)	805	926	1046	1182	1324
其中纯电车型销量 (万辆)	266	324	377	437	503
纯电电池盒价格 (元/套)	3778	4054	4107	4159	4212
插混电池盒价格 (元/套)	1259	1351	1369	1386	1404
欧洲电池盒市场 (亿元)	168	213	246	285	327

资料来源: 新铝时代招股书, 国信证券经济研究所测算 (注: 单车价值以纯电车型电池包重量 450 公斤、插混 (含增程) 电池包重量 150 公斤, 电池盒均占重量 15% 测算。同时考虑欧洲能源价格带动铝价高于国内, 假设欧洲单价高于国内 10%)

铝型材方案仍为主流思路, 一体化压铸应用尚在前期。2020 年特斯拉宣布一体化压铸后地板量产规划, 行业开始考虑一体化压铸电池盒替代铝型材电池盒方案, 我们认为从 2016 年新能源车逐渐起步, 行业考虑权衡能量密度和机械性能要求等多方面因素综合确定铝型材 (通过特定模具挤压行程的铝材料) 逐步取代钢制冲压方案, 目前前者已经成为行业主流, 一体化压铸虽然存在明显的高效、减重优势, 但是材料延伸率通常低于挤压铝, 在碰撞后易发生变形断裂, 同时压机成本较高, 即使材料优化也更适配大批量生产车型, 目前平台化进展尚不足以支撑规模效用, 行业内短期仍是以挤压为核心工艺。

表9: 几种铝产品制作工艺分析

	工艺	优势	劣势	使用场景	代表车型	参与玩家
型材	液态金属在较低压力下浇入模具型腔, 随后施加更高的压力, 使金属在压力下凝固结晶	成本较低, 能提供较大强度及刚性	需要复杂焊接工艺	当前主流, 可广泛适用于各种尺寸大小的电池包	宝马 iX3、大众 MEB 团等主流电动平台	敏实集团、新铝时代、和胜股份等

冲压	靠压力机和模具对板材、带材、管材和型材等施加外力，使之产生塑性变形或分离，从而获得所需形状和尺寸的工作(冲压件)的成形加工方法	强度及刚性高，延伸度及震动、冲击成本低	易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等，碰撞后易变形	钢制多，铝制需要整车企业具备较强车身、底盘集成设计能力	Tesla Model 3	明泰铝业等
	液态金属或半固态金属以较大压力(20~120MPa)和速度(20~100m/s)压入模具型腔，并使之在较高外部压力作用下凝固成型	不需要进行进一步的焊接工序，综合力学性能强	易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等，碰撞后易变形	受模具尺寸限制，主要应用于小尺寸电池包		Nissan Leaf、Volt (钢制)、大众 Golf GTE 插电混动、Audi e-tron、BMW X5 插电混动(铝制)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业竞争玩家相对固定，敏实占据全球电池盒龙头。敏实 2016 年开始探索电池盒业务，2020 年获得德国大众 MEB 平台欧洲铝电池盒定点，实现宝马、戴姆勒、本田、日产、雷诺、福特、沃尔沃及捷豹路虎等多个品牌订单，跃居全球最大铝电池盒供应商之一，业务收入加速放量。

表10: 电池盒行业部分玩家

企业	24 年出货	主要客户	主要产品	24 年收入 (亿元)
敏实集团	150 万套	大众、宝马、奥迪、比亚迪、奇瑞等车企及宁德等电池厂	电池盒、塑件、饰条等	电池盒收入 53 亿元
华域赛科利	72 万套	上汽通用、上汽大众、上汽乘用车、宁德时代、小米汽车、特斯拉、比亚迪、吉利、奇瑞等	车身件、动力电池结构件、模具三大产品线	整体收入 43 亿元
友升股份	21165 吨	特斯拉、北汽、广汽等车企及海斯坦普、宁德等 Tier1	门槛梁、电池托盘、保险杠、副车架系列	电池托盘 11 亿元
新铝时代	81 万件	比亚迪、吉利、金康等车企	电池盒箱体、电芯外壳、精密结构件等	电池托盘 17 亿元
文灿股份	-	如大众、奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、赛力斯、比亚迪、吉利、长城汽车等车企，以及采埃孚、博世、大陆、麦格纳、亿纬锂能、欣旺达等 Tier1	车身结构系统、一体化车身系统、电池盒系统、新能源动力系统	汽车压铸件 61 亿元
祥鑫科技	-	广汽集团、吉利汽车、上汽集团、比亚迪、小鹏汽车、奇瑞汽车、零跑汽车、华为、宁德时代、亿纬锂能等	汽车精密冲压模具、动力电池箱体、轻量化车身结构件等	汽车零部件 51 亿元
和胜股份	53 万支 (下箱体)	宁德时代、广汽埃安、比亚迪等	车端业务包括电池下箱体及配件、防撞梁配结构件产品，消费电子包括消费电子板材及精密结构件等	消费电池托盘 16.5 亿元
凌云股份(收购 WAG)	-	保时捷、宝马、奥迪、长城汽车、宁德时代等	车端业务包括车身结构件、电池系统配套、尼龙及橡胶管路系统、装饰密封件等；同时存在市政塑料管道业务。	汽车部件 171 亿元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

技术实力强悍，材料强度加速提升。公司持续提升技术实力包括积极推进一体压铸电池盒、滚压电池盒等新产品落地、推进公司原有高性能铝材指标升级，同时 2024 年公司研发的具有 360Mpa 超高屈服强度和优异碰撞性能 Minal®-S636 铝合金成功通过实车碰撞性能验证，同时在压溃性能、动态冲击性能、弯曲性能方面达到行业内高水平，综合性能持续优于同行。

表11: 公司高性能铝材指标情况

参数指标	国内同行	全球同行(第一梯队)	敏实	说明
化学成分	无专利配方	专利配方	专利配方	
压溃性能	×	√	√/√	
动态冲击性能	×	√	√/√	德系客户对比结果
弯曲性能	×	√	√/√	
耐腐蚀性	√	√	√	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：x 表示不满足、√表示满足、√√表示优异

产能布局全面，全面覆盖中美欧三地客户。我们复盘发现敏实从 2017 年取得日产和雷诺电池盒业务同时开启电池盒产线布局，随后在 2019 年进入欧系、日系、美系以及中系等多家主机厂并迅速完善中、欧两地产能布局，2020 年成为大众 MEB 平台欧洲战略供应商，2022 年推进法国、波兰、捷克等地产能扩张同时开始在北美筹划独立电池盒运营组织架构，2023 年从大众欧洲业务延伸至中国、沃尔沃从中国业务扩展至欧洲，突破北美市场多个客户定点，随后完善墨西哥、加拿大等地产能。

表12: 公司电池盒业务进展加速

年份	客户进展	产能进展
2017	取得日产和雷诺客户相关电动车型铝电池盒业务。	启动产线布局
2019	已进入欧系、日系、美系以及中系等多家主机厂，客户涵盖雷诺、宝马、戴姆勒、沃尔沃、捷豹路虎、日产、本田、福特等。	中国沈阳、郑州和安吉工厂完成铝电池盒生产线的建设并陆续进入量产状态，启动塞尔维亚铝电池盒、铝门框及传统铝产品生产基地建设
2020	成为大众最大电动车平台 MEB 在欧洲区域战略供应商；与电池供应商（如宁德时代）展开合作；在宝马、日产、雷诺等多个客户中亦有斩获。	新增成都、沈阳电池盒工厂，并于咸宁设立囊括电池盒及金属饰条产品的生产工厂
2021	获取 Stellantis 最大 EMP2 电动车平台电池盒；通过宁德时代获取美系高端电动车品牌电池盒业务；承接雷诺及日产目前所有已发包电车型电池盒订单，获取新客户小鹏汽车、亿纬锂能电池盒业务。	
2022	再获 Stellantis 两款平台车型电池盒订单，扩大宝马电池盒业务份额；获取 Lucid、小鹏汽车以及理想汽车电池盒订单。电池盒复合材料上盖设立合资公司设立电池盒专线，启动获取广汽乘用车和亿纬锂能订单。	塞尔维亚、捷克工厂的多款电池盒项；目顺利量产爬坡，与雷诺计划在法国波兰电池盒工厂基建。北美筹划设立电池盒运营组织架构。
2023	与大众电池盒业务从欧洲延伸至中国，与沃尔沃电池盒业务从中国扩展至欧洲，首次突破北美市场日产、斯特兰蒂斯、现代起亚等客户电池盒。获得首个混动车型一体压铸电池盒订单。	
2024	中国市场首次获得长安及安徽大众的电池盒总成业务，突破欧洲现代起亚、北美福特及日本丰田电池盒业务，巩固与斯特兰蒂斯等客户合作，推出滚压电池盒并成功获得中系及欧系品牌客户项目定点。	

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司目标市场明确，欧洲贡献 60% 电池盒收入体量。公司 2024 年电池盒收入 53 亿元，其中欧洲市场收入为 32 亿元，贡献约 60% 收入体量，核心为广泛绑定欧洲新能源车企，当地销量前 15 新能源车型中公司配套 8 款。我们预计 2030 年公司在欧洲电池盒有望实现 112 亿元收入，复合增速为 23%。

图40: 2025H1 欧洲新能源车销量前 15



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

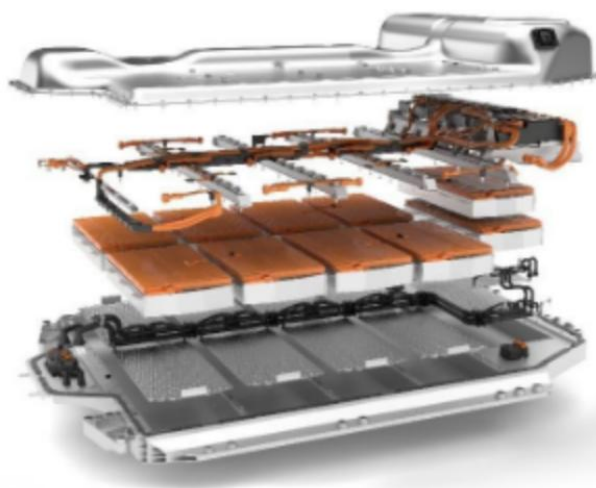
图41: 敏实欧洲电池盒 2030 年目标收入为 112 亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

平台化大势所趋，公司竞争优势凸显。平台化提升行业竞争集中度。从大众提出MEB平台开始，整车模块化、平台化研发及生产持续加速，电池盒与汽车平台化设计相互整合，从而给予电动汽车更短的前后悬、更长的轴距、更灵活的车内空间布置，有利于电动汽车更彻底的平台化，模块化，简化电动汽车的构造并降低成本，相应对电池盒供应商提出更高稳定、平台、模块要求，敏实综合成本、技术等优势凸显。

图42: 公司电池盒产品



资料来源：新铝时代年报、EV Tank，国信证券经济研究所整理

储备车身结构件业务。电芯能量密度上限限制，新能源车型轻量化需求迫切，车企逐步推进铝挤压件替代钢制部件，公司电池盒拳头产品外具备铝挤压门槛梁、前后防撞梁、副车架、电芯外壳等结构件，持续拓展产品品类。

图43: 电池及结构件



资料来源：和胜股份公告，国信证券经济研究所整理

增量逻辑三：全面布局机器人+液冷+低空赛

道，产品品类持续扩张

公司积极应对来自行业变革和发展，传统业务贡献稳健现金流支撑开拓新的赛道和产品以聚力发展第二增长曲线，对包括电池盒、车身结构件、智能集成外饰件、仿生机器人、eVTOL 等创新产品及新材料技术持续进行研发投入，同时引进高级研发人才、加强技术攻关，产品品类持续扩张。

一、人形机器人业务布局

人形机器人爆发处于 0 到 1 跨越期，技术迭代调整，产业有望迎来爆发。参考同为颠覆性产品的智能手机、新能源汽车的发展历程，作为移动互联网重要载体，智能手机经历 2011 年 23% 渗透率的萌芽期，到 2014 年渗透率攀升至 86% 的成长期，目前进入渗透率超 90% 的成熟期；而新能源汽车 2020 年前渗透率低于 5%，2024 年预计渗透率 35%，逐步从成长期迈入成熟期、格局收敛期；对于人形机器人板块，我们认为正处于“0→1（认知形成+产品迭代）阶段”向“1→100 阶段（批量化+降本+性能迭代）”迈进，产业有望迎来爆发。

✓ **阶段一(22. 1-22. 12) 概念认知期：**继特斯拉提出人形机器人设计概念后带动板块，市场开始寻找机器人相关布局，处于概念萌发阶段。

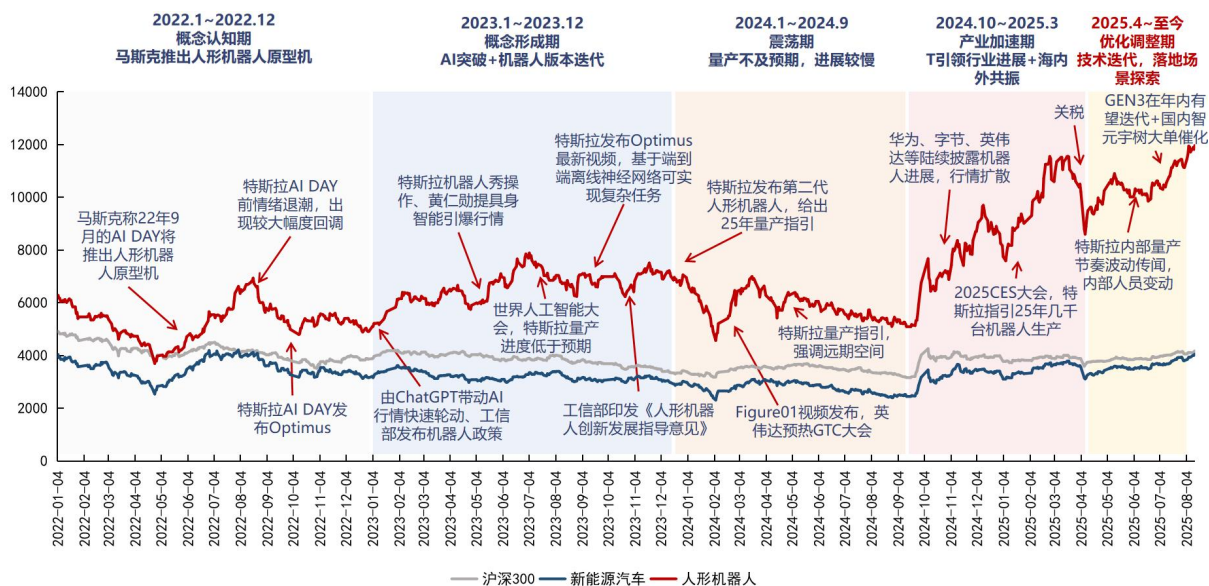
✓ **阶段二(23. 1-23. 12) 板块形成期：**机器人受益于 AI 大模型能力的提升，同时特斯拉持续迭代新版本(新视频)，机器人概念逐步确立并加强。

✓ **阶段三(24. 1-24. 9) 震荡期：**特斯拉量产节奏缓慢影响行情景气度，2024 年 1 月特斯拉给出 2025 年实现量产的指引，低于市场预期，整体行情承压。

✓ **阶段四(24. 10-25. 3) 产业加速期：**特斯拉量产节奏明确，AI 模型能力持续赋能，政府逐步加大支持，海内外机器人公司共振，机器人产业加速进展。当前特斯拉、宇树、智元机器人等厂商逐步小批量生产，量产节奏逐步加速。

✓ **阶段五(25. 4-至今) 优化调整期：**技术迭代调整中，持续探索人形机器人落地场景。5 月关税、6 月特斯拉内部人员变动影响板块情绪。据马斯克，Optimus GEN-3 在年内有望迭代，叠加智元宇树拿下大订单催化板块情绪修复。

图44: 人形机器人行情复盘

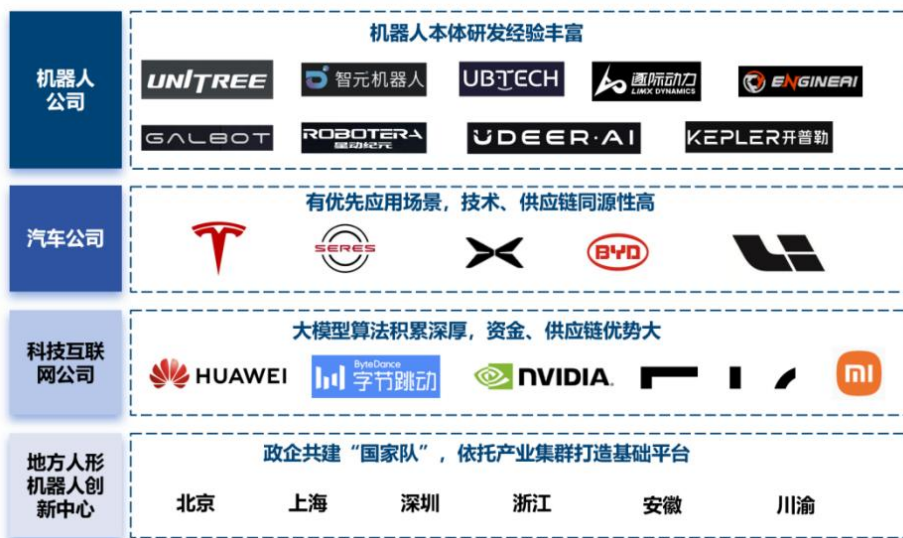


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

当下人形机器人本体厂商呈现百花齐放、进展加速的特征。而国家和地方政府不仅通过政策支持、资本注入等方式助推人形机器人产业发展，还通过建设地方人形机器人创新中心，来打造基础创新平台和产业集群，构建和打造产业集群，形成技术生态。

机器人与智能汽车具有一定相通性，零部件供应商优势明显。传统智能汽车与机器人结构均可大致分为感知、决策、执行三大层面，零部件具有一定相通性，包括电机、传感器、减速/转换机构（减速器、丝杠、齿轮等）、电池、轴承、结构件、冷却系统、控制器、芯片、软件等均可实现复用。当前众多科技厂商涌入人形机器人赛道，不局限于机器人本体公司（智元、宇树、众擎、Figure AI等），还包括车企（特斯拉、比亚迪、小鹏、理想等），科技互联网（华为、小米、英伟达等）等行业跨界主体也凭借自身在技术、市场、供应链优势布局人形机器人。客户重合叠加产品重合，零部件供应商优势凸显。

图45: 人形机器人主要厂商情况



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

技术积累迁移，公司卡位进军机器人赛道。公司依托高性能铝材技术及表面处理技术等固有优势积极拓展机器人领域产品，布局包括智能皮肤、肢体结构件、机电关节、无线充电解决方案等部件，全方位赋能本体供应商。

图46: 敏实机器人业务布局

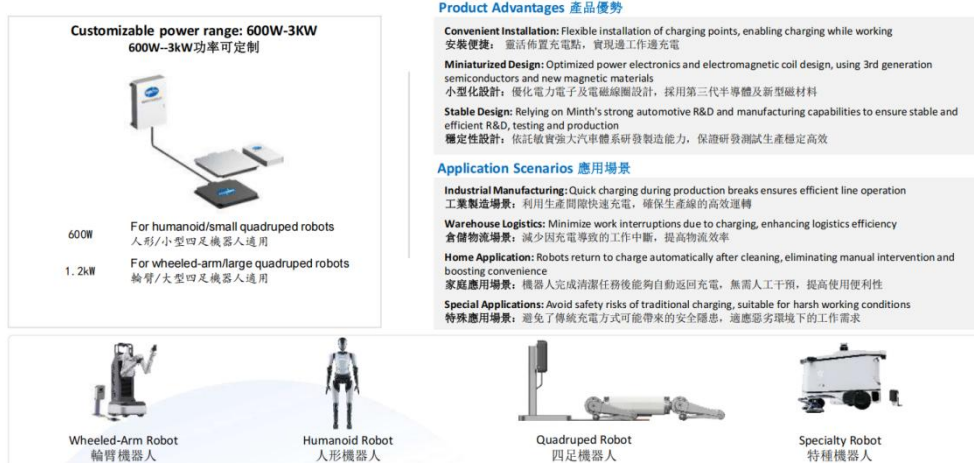


资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

与智元签订战略合作协议，业务推进加速。公司与智元签订战略合作协议，围绕人形机器人智能外饰，无线充电，关节总成、柔性智造解决方案展开深度合作，具体包括1) 智能外饰及电子皮肤层面重点推进触控交互、温度感知与调节、变色功能、环境感知及光学交互等功能，通过自研高灵敏度压阻式触觉传感器、自研域控处理平台、自研分布式多模态域控平台等产品，以提升人形机器人与具身智能的触感与交互；2) 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，以提升人形机器人的运动性能与续航能力；3) 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，在工业自动化的基础上，用人工智能赋能升级，提升生产效率和灵活性，并拓展到全球。

与西门子联合拓展无线充电方案，车端能力迁移解决机器人续航问题。公司前瞻布局电动车无线充电系统，并与德国西门子签署战略合作框架协议，开展无线充电联合项目，同时公司横向拓展开发智慧型机器人无线充电解决方案，满足家庭、仓储等多场景应用需求。

图47：敏实机器人无线充电解决方案



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

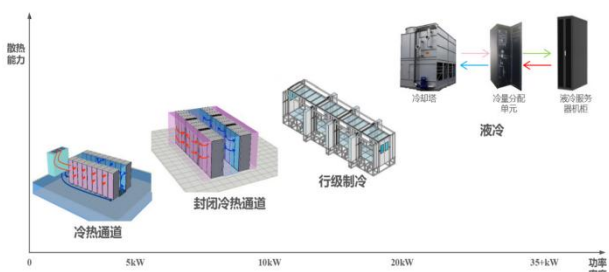
获取代工及经销订单，机器人业绩兑现在即。12月18日，公司公告已与机器人公司订立战略合作协议，涵盖在欧洲地区经销及代工生产通用具身智能机器人，

具体包括由公司负责特定机型在欧洲市场本地化生产和交付，同时公司为欧洲生产机器人的零部件采购首选供应商。同时公司将以具有竞争力的价格购买符合欧洲标准的通用具身智能机器人用于欧洲市场的分销，机器人收入增量兑现加速。

二、液冷业务布局

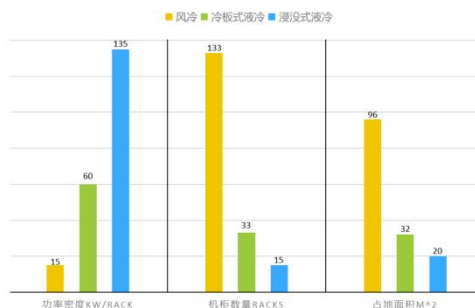
算力需求升级，液冷方向已定。算力需求持续增加推动芯片功耗和热流密度持续攀升，产品每演进一代功率密度攀升 30~50%。当代 X86 平台 CPU 最大功耗 300~400W，业界最高芯片热流密度已超过 120W/cm²；传统风冷散热能力难以支撑，液冷核心是以特定液体通过定向循环流动路径能够直接或间接接触服务器热源区域，吸收热量后携带至系统外部散热模块实现散热循环。相对传统风冷技术效率更高、运行噪声更低、能源利用效率更优，适配高功率密度机柜散热需求。

图48: 机柜功率密度与制冷方式



资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

图49: 液冷同比风冷散热能力（2MW 机房）



资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

液冷板与浸没式优劣各异。细分液冷技术，主要包括直接液冷和间接液冷两种形式，直接液冷是指冷却液直接与电子元件接触进行冷却，主要包括浸没式液冷和喷淋式液冷两种形式，前者更适配于数据中心机柜。而间接液冷则是通过储存冷却液的水冷板或热管等间接冷却电子元件。冷板式液冷方案在行业内具有 10 年以上的研究积累技术最为成熟；而浸没式液冷传热路径更短、避免设备受外界温度、灰尘等干扰。

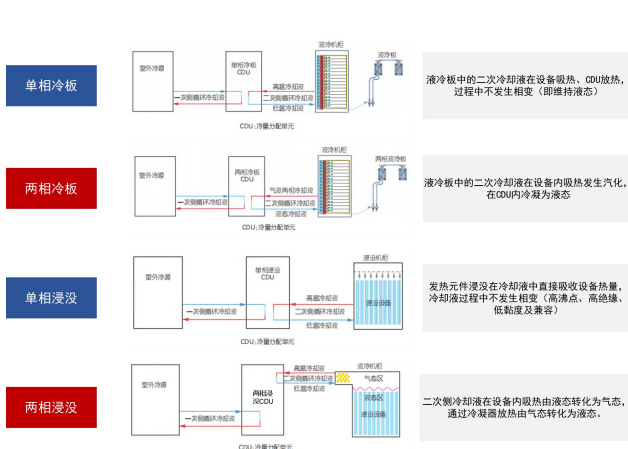
图50: 不同液冷技术方案对比

对比项	单相冷板式	两相冷板式	单相浸没式	两相浸没式	喷淋式
初投资	5	3	3	2	3
运营成本	2	2	4	5	3
节能效果	2	2	4	5	3
散热能力	4	5	2	4	2
噪音程度	3	3	5	5	4
环境影响	5	5	3	2	3
维护性	5	4	2	3	2
空间利用率	4	4	2	5	3
技术成熟度	5	2	3	2	3

注1:得分5表示最优;
注2:单相浸没式以卧式架构为对比技术方案;
注3:两相浸没式以立式架构为对比技术方案。

资料来源: 严劲, 景焕强, 张子懿, 等. 数据中心液冷散热技术及应用[J]. 中兴通讯技术, 2024, 30(06): 84-91., 国信证券经济研究所整理

图51: 几类液冷模式差别



资料来源: 严劲, 景焕强, 张子懿, 等. 数据中心液冷散热技术及应用[J]. 中兴通讯技术, 2024, 30(06): 84-91., 国信证券经济研究所整理

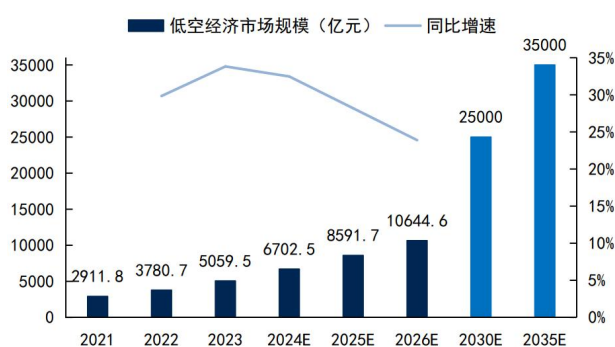
车端技术迁移，公司布局 AI 液冷业务。公司此前布局车端冷板业务，22 年 4 月全资孙公司敏实汽车技研与三花智控设立合资公司规划在欧洲开展水冷板产品及相关零配件的研发、生产和销售，23 年 5 月位于波兰 Szprotawa 市的三花敏实合资工厂的首件水冷板产品下线，一期工厂总建筑面积为 42000 平方米，主要包括水冷板钎焊自动化线、水冷板自动检测和自动冲压产线等，公司车端业务储备扎实。同时 2025 年，公司与液冷系统产品具备二十年经验的福曼科技成立合资公司，依托车端业务技术积累及公司与台湾头部服务器制造商长期合作关系，以及独特的全球化布局优势，积极拓展 AI 液冷业务，产品能力持续迁移。

业务储备充分，AI 液冷订单有望加速兑现。此前公司已于嘉兴建设液冷相关产能，预计 2025 年底达到大批量交付水平。同时 25 年 11 月初，公司公告获得台湾 AI 服务器厂商 AI 服务器浸没式液冷柜订单，相关产品已通过客户技术验证，将于 25 年 11 月中旬开始分批交付；同时公司已通过另一家台湾 AI 服务器液冷系统厂商的分水器技术验证，并获取相关订单，首批产品预计于 2025 年 12 月底前交付，公司 AI 液冷订单加速兑现。

三、低空经济布局

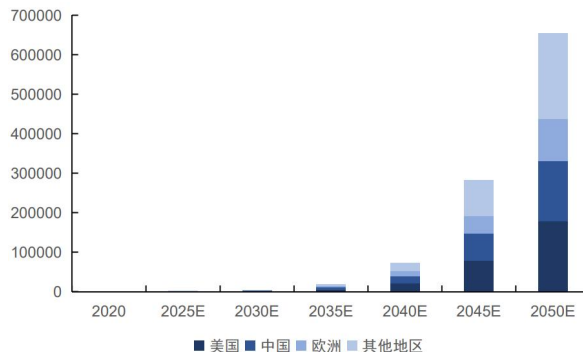
国内低空经济蓬勃发展，市场规模超万亿。无人机、直升机和 eVTOL (Electric Vertical Take-off and Landing, eVTOL) 是实现低空经济的三大物理载体。根据赛迪顾问数据，2023 年，受到民用无人机产业高速发展、低空空域改革试点工作持续深化等影响，中国低空经济高速发展，相较 2022 年经济规模持续提升，2023 年中国低空经济规模达到 5059.5 亿元，同比增速高达 33.8%。随着低空飞行活动的日益增多，预计到 2026 年底空经济规模有望突破万亿，达到 10644.6 亿元。根据中国民航局数据，到 2030 年，中国低空经济的市场规模预计将达 2.5 万亿元，2035 年有望达 3.5 万亿元。

图52: 中国低空经济市场规模及同比增速



资料来源：赛迪顾问，中国民航局，高工产业研究院（GGII），国信证券经济研究所整理

图53: 全球分地区 eVTOL 市场规模预测 (亿元人民币)



资料来源：Morgan Stanley，国信证券经济研究所整理

公司积极推进低空产业前瞻布局，业务囊括机体和旋翼两大部分。公司布局低空飞行器机体和旋翼两大产品系统，与中国多个飞行汽车/eVTOL (电动垂直起降飞行器) 头部主机厂深度推进合作关系，于 2025 年 7 月与全球头部 eVTOL 厂家亿航智能签订战略合作协议，并深度参与其适航机型的同步设计和适航认证工作，已获得量产订单。

图54: 敏实低空经济赛道业务布局



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

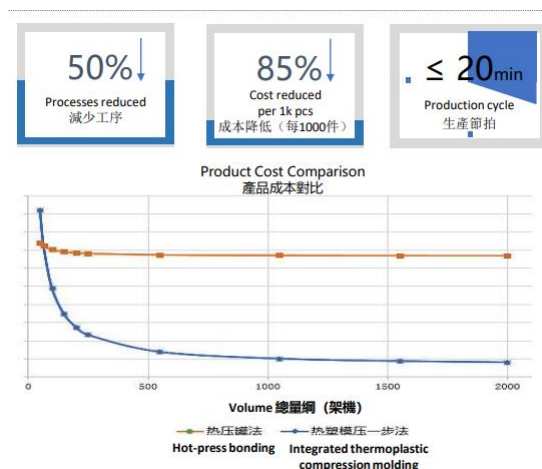
公司机体产品多工艺一体成型减少 50%生产工序，1000 件规模下降低 85%生产成本。公司基于自身独有的 VarinTech@技术，拓展至 eVTOL 非/次承力机体覆盖件，以多工艺集成一体化成型技术在工艺、效率、成本等方面彰显极致竞争力，传统热压粘结工艺下 187 个零件被多工艺集成至 1 个零件产品，同时每 1000 件生产规模下有效降低 85%成本。

图55：公司机体产品通过多工艺集成一体成型



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

图56：公司机体产品减少 50%生产工序



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

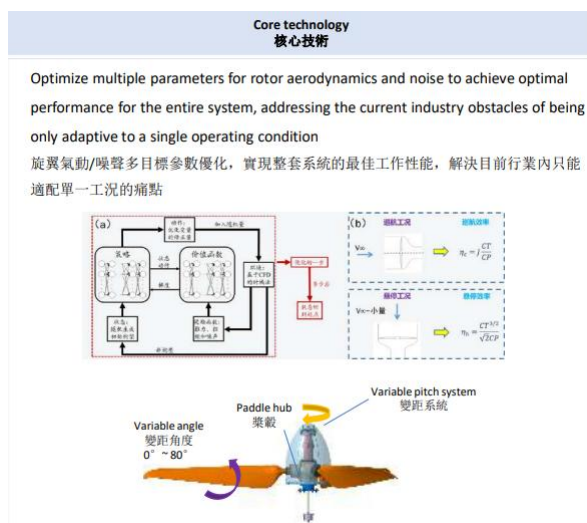
自主开发旋翼解决行业痛点，适配多品类机型。公司航空航天多学科专业团队；自主开发倾转变距旋翼系统，可适配主流 eVTOL 机型，同时旋翼气动/噪声多目标参数优化，实现整套系统的最佳工作性能，解决目前行业内只能适配单一工况的痛点。

图57：公司机翼解决方案

图58：公司机翼产品核心技术



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司投资者简报，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

电池盒：公司是全球最大的电池盒及车身结构件供应商，60%左右收入来自欧洲，占据欧洲新能源电池盒30%以上市场份额，有望率先受益于大众、通用等车企推进的新能源车型爆发，我们预计25-27年公司电池盒BU有望实现79/110/150亿元收入，同比增长47%/41%/36%，毛利率假设为23.5%/24.2%/24.5%，受益于高毛利海外业务收入加速提升带动公司整体电池盒业务毛利率上涨。

塑胶件：公司塑胶件收入增速相对稳健，2025年存在关税政策变化导致产销量车型波动，我们预计未来几年收入规模小幅向上，假设25-27年公司塑胶件BU有望实现59/59/61亿元收入，假设毛利率在26.50%/27.00%/27.00%水平。

金属：公司金属BU过去几年收入规模保持稳定，我们判断公司新品汽车密封条将于26/27年开始逐步放量，考虑密封条为单车价值量在千元规模产品，我们假设25-27年公司金属BU有望实现55/56/57亿元收入，毛利率在28.5%水平。

铜铝锻件：公司铜铝锻件主要为铝亮饰条等产品，行业竞争格局持续优化，德国知名供应商威卡威于2024年宣告破产，公司在手订单数量持续增加，我们假设25-27年公司铜铝锻件BU有望实现52/56/61亿元收入，同比增速5%/8%/10%，毛利率在33%水平。

费率方面：考虑公司低空、机器人、液冷三大事业部步入正轨，完成前期团队组建、人员招聘等工作，我们认为公司费率有望在25年升高后逐渐趋稳回落，其中管理费用（含研发费用、行政费用及其他营业费用）率有望下降，24/25/26/27年公司研发费率为13.3%/15.0%/14.5%/14.3%；销售层面，假设公司销售费率稳步下降，24/25/26/27年分别为4.5%/5.4%/5.2%/5.0%。

表13：敏实集团业绩拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	-------	-------	-------

产品 (亿元)	205	231	259	296	344
毛利 (亿元)	56	67	73	83	96
毛利率 (%)	27.4%	28.9%	28.1%	28.0%	27.8%
电池 (亿元)	35	53	79	110	150
毛利 (亿元)	7	11	18	27	37
毛利率 (%)	19.4%	21.4%	23.5%	24.2%	24.5%
塑胶件收入	56	59	59	59	61
毛利 (亿元)	14	15	16	16	16
毛利率 (%)	24.0%	25.1%	26.5%	27.0%	27.0%
金属 (亿元)	55	55	55	56	57
毛利 (亿元)	14	15	16	16	16
毛利率 (%)	26.5%	27.8%	28.5%	28.5%	28.5%
铜铝锻件 (亿元)	43	49	52	56	61
毛利 (亿元)	16	16	17	18	20
毛利率 (%)	37.5%	33.3%	33.0%	33.0%	33.0%
其他产品 (亿元)	24	29	29	29	29
毛利 (亿元)	5	9	6	6	6
毛利率 (%)	21.7%	31.6%	21.0%	21.0%	21.0%
分部间收支抵销 (产品)	-8	-14	-14	-14	-14

资料来源: wind, 国信证券经济研究所测算

按上述假设条件与假设, 预计公司 25/26/27 年营收分别 259/296/344 亿元, 毛利率分别为 28.1%/28.0%/27.8%, 预计 25/26/27 年公司的归母净利润分别为 28/33/37 亿元, EPS 分别 2.37/2.75/3.15 元。

表14: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23147	25920	29634	34405
营业成本	16449	18635	21327	24840
销售费用	1048	1400	1541	1720
管理费用	3135	3955	4364	4987
财务费用	521	374	386	376
利润总额	2807	3388	3935	4501
归属于母公司净利润	2319	2800	3252	3719
EPS	1.96	2.37	2.75	3.15
ROE	22.0	18.2	15.7	13.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入 (百万元)	20,524	23,147	26,058	29,980	35,047
(+/-%)	18.6%	12.8%	12.6%	15.0%	16.9%
净利润 (百万元)	1903	2319	3851	4480	5174
(+/-%)	26.8%	21.9%	66.0%	16.4%	15.5%
摊薄 EPS	1.61	1.96	3.26	3.79	4.38
中性的预测					
营业收入 (百万元)	20,524	23,147	25,920	29,634	34,405
(+/-%)	18.6%	12.8%	12.0%	14.3%	16.1%
净利润 (百万元)	1903	2319	2800	3252	3719
(+/-%)	26.8%	21.9%	20.7%	16.1%	14.4%
摊薄 EPS (元)	1.61	1.96	2.37	2.75	3.15
悲观的预测					
营业收入 (百万元)	20,524	23,147	25,781	29,291	33,771

(+/-%)	18.6%	12.8%	11.4%	13.6%	15.3%
净利润(百万元)	1903	2319	1779	2055	2292
(+/-%)	26.8%	21.9%	-23.3%	15.6%	11.5%
摊薄 EPS	1.61	1.96	1.50	1.74	1.94
总股本(百万股)	1,182	1,182	1,182	1,182	1,182

资料来源：国信证券经济研究所预测

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：46-47 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	T	15.36%
无风险利率	2.40%	Ka	13.45%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	1.50
公司股价	37.82	Ke	15.13%
发行在外股数	1182	E/(D+E)	84.77%
股票市值(E)	44701	D/(D+E)	15.23%
债务总额(D)	11688	WACC	13.21%
Kd	3.00%	永续增长率(10年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理估值区间 46-47 元，估值中枢为 46.52 元。

表17: 敏实集团 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	1,929.8	2,402.9	2,858.5	4,660.0	7,057.5	9,635.1	12,310.1	15,082.6	18,219.4	21,761.1
所得税税率	15.36%	15.36%	15.36%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	1,633.4	2,033.8	2,419.4	3,961.0	5,998.9	8,189.8	10,463.6	12,820.2	15,486.5	18,497.0
折旧与摊销	1,832.7	1,917.8	2,019.2	2,134.5	2,262.0	2,400.6	2,549.5	2,708.3	2,876.7	3,054.7
营运资金的净变动	(1,053.4)	(343.0)	(1,296.0)	(1,503.8)	(1,405.3)	(1,686.1)	(1,647.3)	(1,446.1)	(1,647.4)	(1,782.1)
资本性投资	(2,000.0)	(2,600.0)	(2,755.0)	(2,920.3)	(3,096.5)	(3,284.6)	(3,485.4)	(3,700.0)	(3,929.3)	(4,174.5)
FCFF	412.7	1,008.6	387.6	1,671.5	3,759.2	5,619.7	7,880.4	10,382.4	12,786.5	15,595.1
PV(FCFF)	364.6	786.9	267.1	1,017.5	2,021.2	2,669.0	3,305.8	3,847.1	4,185.0	4,508.5
核心企业价值	60,258.5									
减：净债务	5,255.3									
股票价值	55,003.2									
每股价值	46.52									

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

	WACC 变化					
	46.52	12.6%	12.9%	13.21%	13.5%	13.8%
永续增长率变化	1.9%	49.34	49.34	49.34	49.34	49.34
	1.6%	48.35	48.35	48.35	48.35	48.35
	1.3%	47.42	47.42	47.42	47.42	47.42
	1.0%	46.52	46.52	46.52	46.52	46.52

	0.7%	45.68	45.68	45.68	45.68	45.68
	0.4%	44.87	44.87	44.87	44.87	44.87
	0.1%	44.10	44.10	44.10	44.10	44.10

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：44-52 元

考虑公司在外饰领域占据稳固的全球龙头市场地位，同时布局电池盒及轻量化结构件产品第二成长曲线，我们选取同样位于赛道内龙头地位的福耀玻璃及同样从事电池盒领域的新铝时代及凌云股份为可比公司，行业 26 年平均 PE 为 15 倍，根据公司未来产品及产能规划，预计公司未来几年仍有望受益于欧洲新能源化加速业绩放量，同时机器人、液冷等有望加速兑现，考虑到公司高成长性，更优成本、更大份额，给予 26 年 16-19X 的 PE，对应股价区间 44-52 元，依据中国人民银行 2/14 披露港元兑人民币（中间价）为 0.8877 折算，对应股价区间为 50-59 港元。

表19: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	投资评级	市值（亿元）		归母净利润				PE	
			2026/2/24	收盘价（元）	24A	25E	26E	24A	25E	26E
600660.SH	福耀玻璃	优于大市	1605	61.49	2.87	3.83	4.3	21	16	14
301613.SZ	新铝时代	未评级	75	51.96	2.01	2.01	3.52	26	26	15
600480.SH	凌云股份	未评级	144	11.78	0.7	0.67	0.76	17	18	16
	可比公司平均							21	20	15
0425.HK	敏实集团	优于大市	451	38.17	1.96	2.37	2.75	19	16	14

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测 注：新铝时代及凌云股份选取 wind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 50-59 港元之间，26 年市盈率 16-19 倍，考虑公司龙头地位和较好的成长性，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 50-59 港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.4%、风险溢价 8.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务或地位相同或相近的福耀玻璃、新铝时代及凌云股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 26 年 16-19 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 12.0%/14.3%/16.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 28%/28%/28%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司收入增长受电池盒及欧洲新能源车企进展影响较大，若由于形势变化，欧洲新能源化推进不及预期或公司欧洲市场份额及客户进展不及预期，可能存在高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 公司拟布局机器人、液冷及低空业务，我们预计公司有望稳步推进产品研发，若后续几年研发投入高于预期，可能存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

产品价格下行及毛利率承压的风险：汽车行业面临持续的降本压力，整车厂通常会将成本压力传导至上游零部件供应商，导致零部件产品价格呈下降趋势。同时，主要原材料（如铝材、钢材、塑料粒子等）价格波动、人工成本上升以及行业竞争加剧，可能持续挤压公司利润空间。若公司不能有效通过技术创新、工艺优化或成本控制来抵消这些不利因素，未来产品毛利率存在进一步下降的风险。

行业竞争加剧的风险：汽车零部件行业全球化竞争激烈，公司既面临国际巨头的竞争，也面临本土厂商的追赶。随着汽车产业向电动化、智能化转型，新的竞争者不断涌入，技术迭代速度加快。若公司不能持续保持技术领先优势、快速响应

市场需求、有效控制成本并维持客户关系，可能在激烈的市场竞争中面临市场份额下降、盈利能力减弱的风险。

新业务拓展与产品研发的风险：公司为适应行业变革，布局机器人、液冷及低空业务，新技术的研发存在不确定性，可能面临研发失败、进度不及预期或技术路线判断失误的风险。同时，新产品的市场推广需要时间，且面临现有及潜在竞争对手的挑战，存在市场接受度低、投资回报不及预期的风险。

贸易摩擦与国际贸易环境风险：公司业务遍布全球，24 年非大陆境外销售收入占比接近 60%。若全球主要经济体之间的贸易保护主义抬头，加征关税、设置贸易壁垒或出台本地化生产要求，可能直接影响公司产品的出口竞争力、增加运营成本或打乱供应链布局，进而对公司的海外业务和整体经营业绩造成不利影响。

境外经营与管理整合风险：公司在多个国家和地区拥有生产基地、研发中心及子公司，业务和机构分布广泛。各国在法律法规、税收制度、商业文化、劳工政策等方面存在差异，且可能发生变化，增加了合规与运营的复杂性。若公司对境外子公司的管理、资源整合及风险控制能力不足，可能引发经营效率低下、合规风险或投资损失，影响公司整体业绩。

财务风险

应收账款回收风险：公司应收账款及票据在 24 年占据总资产的 14%，后续可能随业务规模扩大。主要客户为大型整车厂，虽信用状况普遍较好，但若宏观经济下行或汽车行业周期性调整导致部分客户财务状况恶化，可能增加公司应收账款坏账风险，对现金流和利润造成冲击。

资产负债率与偿债风险：为支持产能扩张、技术研发和海外布局，公司资产负债率在 45%水平，且债务结构以短期负债为主。若公司经营现金流不能有效覆盖债务本息，或外部融资环境收紧，可能面临一定的短期偿债压力和流动性风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

汽车产业政策变动风险：公司业务发展深受全球各主要汽车市场产业政策影响，包括但不限于新能源汽车的补贴与积分政策、碳排放法规、燃油车淘汰时间表、智能网联汽车发展指引等。这些政策的调整、退坡或执行力度变化，可能直接影响下游整车厂的需求结构、技术路线和投资计划，进而传导至零部件行业，给公司经营带来不确定性。

国际贸易与税收政策风险：公司产品涉及跨国贸易，出口退税政策对利润有直接影响。若中国或目标市场的进出口关税、退税政策发生重大调整，或相关贸易协定生变，可能对公司产品的成本结构和价格竞争力产生影响，波及盈利能力。

内控风险

实际控制人控制不当的风险。公司实际控制人及其一致行动人控制公司 39% 的股权，对公司重大经营决策有实质性影响。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4165	2441	4000	4400	4840	营业收入	20524	23147	25920	29634	34405
应收款项	6610	7476	8838	9740	11384	营业成本	14902	16449	18635	21327	24840
存货净额	3982	4641	5166	5898	7007	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	2103	2060	2328	2778	3126	销售费用	792	1048	1400	1541	1720
流动资产合计	17493	17169	20884	23479	27152	管理费用	2891	3135	3955	4364	4987
固定资产	15254	15550	15784	16033	16285	财务费用	516	521	374	386	376
无形资产及其他	293	267	201	634	1117	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	3614	3249	3249	3249	3249	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	893	2524	4024	5222	6665	其他收入	892	812	1833	1918	2019
资产总计	37547	38759	44141	48616	54469	营业利润	2315	2807	3388	3935	4501
短期借款及交易性金融负债	5851	5894	7306	6709	6947	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	4686	5175	5743	6687	7849	利润总额	2315	2807	3388	3935	4501
其他流动负债	3580	3509	4042	4839	5482	所得税费用	351	431	521	604	691
流动负债合计	14117	14577	17091	18236	20278	少数股东损益	61	56	68	79	91
长期借款及应付债券	3837	2525	2525	2525	2525	归属于母公司净利润	1903	2319	2800	3252	3719
其他长期负债	453	398	398	398	398						
长期负债合计	4290	2923	2923	2923	2923	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	18407	17500	20014	21159	23201	净利润	1903	2319	2800	3252	3719
少数股东权益	821	814	882	961	1052	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	18318	20445	23245	26496	30216	折旧摊销	1347	1499	1833	1918	2019
负债和股东权益总计	37547	38759	44141	48616	54469	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	516	521	374	386	376
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(150)	(753)	(1053)	(343)	(1296)
每股收益	1.61	1.96	2.37	2.75	3.15	其它	61	56	68	79	91
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	3161	3121	3647	4905	4533
每股净资产	15.49	17.29	19.66	22.41	25.56	资本开支	0	(1748)	(2000)	(2600)	(2755)
ROIC	6%	8%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(381)	80	0	(110)	(132)
ROE	10%	11%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(846)	(3298)	(3500)	(3909)	(4331)
毛利率	27%	29%	28%	28%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	11%	7%	8%	8%	负债净变化	2831	(1312)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	15%	15%	14%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	19%	13%	12%	14%	16%	其它融资现金流	(8033)	1076	1412	(597)	238
净利润增长率	27%	22%	21%	16%	14%	融资活动现金流	(2371)	(1547)	1412	(597)	238
资产负债率	51%	47%	47%	45%	45%	现金净变动	(55)	(1725)	1559	400	440
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4221	4165	2441	4000	4400
P/E	23.7	19.5	16.1	13.9	12.1	货币资金的期末余额	4165	2441	4000	4400	4840
P/B	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	0	1127	413	1009	388
EV/EBITDA	21	17	19	17	15	权益自由现金流	0	451	1508	86	307

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032