

**耐世特 (01316.HK)**
**线控转向量产在即，业绩持续成长可期**

2026年04月28日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**邓健全（分析师）**
**赵悦媛（分析师）**
**赵旭杨（分析师）**

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

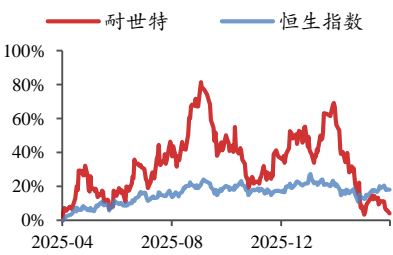
zhaoxuyang@kysec.cn

证书编号：S0790525090003

证书编号：S0790525100003

证书编号：S0790523090002

日期	2026/4/27
当前股价(港元)	4.980
一年最高最低(港元)	8.900/4.510
总市值(亿港元)	124.99
流通市值(亿港元)	124.99
总股本(亿股)	25.10
流通港股(亿股)	25.10
近3个月换手率(%)	32.76

**股价走势图**


数据来源：聚源

**● 百年转向龙头底蕴深厚，乘线控转向东风启航**

公司前身为通用汽车旗下转向部门，后为国资股东控股，历经百年发展，形成完善的转向系统产品谱系并积累了深厚的行业经验。公司客户遍及全球，广泛覆盖车企的旗舰车型，近年来业绩持续高增长；公司多年布局智驾和线控转向产品当前迎来收获期，未来有望持续获取新定点，并依靠先发优势显著提升自身市占率，发展前景广阔。预计公司2026-2028年实现收入49.51/55.80/62.95亿美元，实现归母净利润1.51/2.00/2.58亿美元，EPS分别为0.06/0.08/0.10美元/股，对应当前股价PE分别为10.5/8.0/6.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 行业：转向系统市场广阔，线控转向带来市场扩容**

转向系统市场规模稳健上行，据Mordor Intelligence预测，转向系统市场2031年将达到477.7亿美元，2026-2031CAGR为5.34%。转向系统和汽车安全性直接相关，市场格局相对稳定，据高工智能汽车数据，2024年1-9月国内电控助力转向市场中，博世华域、耐世特、采埃孚、捷太格特市占率分别为27%、16%、12%、9%。近年智能驾驶渗透率快速提升，线控转向具有高安全性、可变转向比、更易平台化等优势，逐步开始为车企和消费者接受；此外后轮转向亦持续渗透。两类产品有望显著提升转向系统单车价值量，同时带来市场竞争格局的变迁。

**● 投资逻辑：收入稳健增长利润快速修复，线控转向时代有望重塑市场格局**

**公司产品竞争力强，业绩成长性优异。收入端：**目前全球汽车销量稳健增长，中国本土品牌在国内市场份额持续提升，并持续扩大海外出口份额，耐世特深度配套国内车企，收入有望维持增长。**利润端：**公司推动人员/产能优化等多重降本措施，有望显著提升成本控制能力，利润率持续向上。**公司深度布局线控转向，目前已经获得多个线控转向和后轮转向定点。**当前特斯拉为代表的车企将智能驾驶推向极致，原生为自动驾驶打造的Cybercab将于2026年开启量产，有望改变交通出行生态和格局；国内智能驾驶亦积极推进，多款旗舰车型搭载线控转向，作为多年深耕线控转向的龙头，耐世特有望乘势而上，快速成长。

**● 风险提示：市场需求不及预期、研发进度不及预期、全球供应链波动。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	4,276	4,584	4,951	5,580	6,295
YOY(%)	1.6	7.2	8.0	12.7	12.8
净利润(百万美元)	62	102	151	200	258
YOY(%)	66.3	49.8	44.7	30.0	28.6
毛利率(%)	10.5	11.4	12.1	12.3	12.8
净利率(%)	1.8	2.5	3.3	3.8	4.3
ROE(%)	3.1	4.8	6.6	8.0	9.3
EPS(摊薄/美元)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
P/E(倍)	16.9	19.9	10.5	8.0	6.2
P/B(倍)	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所（人民币:美元=0.1466，截至2026年4月27日）

## 目 录

1、百年老牌转向系统供应商，经验丰富 .....	4
1.1.1、百年转向系统巨头，产品完善客户丰富 .....	4
1.1.2、股权结构稳健，管理团队稳定 .....	5
1.1.3、收入中北美区域占比较高，中国区呈现高成长 .....	6
1.1.4、公司客户覆盖全球大部分车企，多款旗舰电动智能车型搭载公司产品 .....	7
1.1.5、公司净利润在 2023 年触底回升，持续处于上升通道 .....	7
2、智能驾驶时代临近，线控转向成为最强主线 .....	8
2.1、转向器种类繁多，目前齿轮齿条和循环球式应用较多 .....	8
2.2、转向系统以电控助力转向为主 .....	9
2.2.1、不同助力方式带来不同类型转向器 .....	9
2.2.2、不同的助力位置亦决定转向系统的产品形态 .....	9
2.3、自动驾驶带来转向系统显著升级，线控转向成为大势所趋 .....	11
2.4、后轮转向带来体验升级，产品配置逐步下沉 .....	12
2.5、转向市场规模稳健上行，全球市场巨头主导 .....	12
2.5.1、转向系统市场规模稳健增长 .....	12
2.5.2、全球市场中，巨头占据主要份额 .....	13
3、业绩高增长，线控转向打开成长空间 .....	13
3.1、产品性能优异，业绩持续处于修复通道稳健上行 .....	13
3.1.1、国产品牌崛起带动亚洲区收入上行，海外客户突破推动全球业务增长 .....	13
3.1.2、多重措施降本增效，利润率有望持续上行 .....	15
3.2、智驾时代来临，线控转向有望改变转向系统市场竞争格局 .....	17
3.2.1、自动驾驶将改变用户出行方式 .....	17
3.2.2、国内智驾发展如火如荼，旗舰车型搭载线控转向有望成为风潮 .....	18
3.2.3、耐世特获取诸多线控转向订单，远期有望显著提升自身市场份额 .....	20
3.3、布局 EMB，开拓新成长曲线 .....	21
4、盈利预测与投资建议 .....	22
5、风险提示 .....	22
附：财务预测摘要 .....	24

## 图表目录

图 1：公司具有百年的发展历史 .....	4
图 2：公司产能遍及全球 .....	4
图 3：公司的产品全面覆盖转向系统 .....	5
图 4：公司股权结构稳健 .....	5
图 5：公司主营业务收入稳健（亿美元） .....	6
图 6：2025 年公司营业收入中北美占比仍然较高 .....	6
图 7：中国大陆区增量较其他地区更多（亿美元） .....	7
图 8：公司客户覆盖广泛，配套头部车企旗舰车型 .....	7
图 9：2025 年客户中前三大客户占比较高达到 67% .....	7
图 10：2023 年以来公司净利润水平持续修复 .....	8
图 11：公司毛利率和净利率走势相近企稳回升 .....	8
图 12：转向器根据不同助力方式有多重分类 .....	9

图 13: 线控转向即去掉方向盘和转向器之间的刚性连接, 通过电信号传递转向信息 .....	11
图 14: 线控转向相比传统转向优势显著 .....	11
图 15: 可变转向比带来体验升级 .....	11
图 16: 平台化、极致用户体验均为线控转向带来的优势 .....	12
图 17: 后轮转向有多重使用场景 .....	12
图 18: 尊界 S800 采用后轮转向大幅降低转弯半径 .....	12
图 19: 预计转向系统市场规模显著提升 .....	13
图 20: 预计亚太区的汽车转向系统 CAGR 增速最快 .....	13
图 21: 国内转向市场中电控助力转向占主流 .....	13
图 22: 2024 年国内 EPS 市场巨头占比高 .....	13
图 23: 全球汽车销量稳健回升 (万辆) .....	14
图 24: 中国区的收入 2020 年以来持续增长 .....	14
图 25: 国内汽车市场自主品牌市占率持续提升 .....	14
图 26: 2021 年以来中国汽车出口数量持续高增 .....	15
图 27: 本土品牌全球市占率持续提升 .....	15
图 28: 2021 年以来大型车占比 2019-2025 年快速提升 .....	15
图 29: 国内市场销量前十乘用车整备质量持续提升 .....	15
图 30: 2025 北美收入占比仍在 50% .....	16
图 31: 北美 EBITDA 利润率触底回暖 .....	16
图 32: 耐世特欧中非南美区 EBITDA 利润率显著修复 .....	16
图 33: 耐世特中国区利润率表现优异 .....	16
图 34: 2024 年公司推动多重措施降本 .....	16
图 35: 车主使用 FSD 横穿美国东西海岸无接管 .....	17
图 36: 奥斯汀部分 Tesla Robotaxi 去掉安全员 .....	17
图 37: 车辆外观炫丽, 自动开闭鸥翼门现代感十足 .....	18
图 38: 量产版车型 2026 年 2 月下线 .....	18
图 39: UnBoxed 工艺有望显著降低车辆生产成本 .....	18
图 40: 车辆支持自动清洁, 原生为 Robotaxi 打造 .....	18
图 41: 城区 NOA 渗透率快速提升, 并在未来有望加速 .....	19
图 42: 引望预测国内 L3/L4 将有序推进 .....	19
图 43: 国内 L3 政策稳步推进 .....	19
图 44: 九识无人车在无人物流场景快速铺开 .....	19
图 45: ET9 搭载线控转向体验优异 .....	19
图 46: 理想新一代 L9 Livis 搭载线控转向系统 .....	19
图 47: 公司 2017 年即推出线控转向系统 .....	20
图 48: 耐世特针对不同级别自动驾驶具有全面产品布局 .....	20
图 49: 线控转向的代码行数远超传统转向系统 .....	21
图 50: EMB 包含滚珠丝杠、电机等 .....	21
图 51: 耐世特的多个产品有望在大底盘领域形成协同 .....	21
表 1: 公司高管具有多年的汽车行业从业经验 .....	6
表 2: 转向器是转向系统的基础部件 .....	8
表 3: 不同的助力方式带来不同的 EPS 分类 .....	10
表 4: 公司收入有望在两类产品推动下稳健增长 .....	22
表 5: 公司估值低于可比公司平均 .....	22

## 1、百年老牌转向系统供应商，经验丰富

### 1.1.1、百年转向系统巨头，产品完善客户丰富

耐世特是全球领先的转向系统开发公司。公司是全球领先转向系统生产商，全球总部位于美国密西根州奥本山，产能遍及全球，拥有 26 个制造工厂，5 个技术中心。公司成立于 1906 年，具有百年的转向系统开发历史。1917 年公司成为通用汽车旗下的转向业务部门，1952 年公司即开发出助力转向系统，90 年代公司随通用旗下的 Tier1 公司德尔福独立，经过多次兼并收购。在 2010 年通用汽车将耐世特汽车系统出售给太平洋世纪汽车系统，太平洋汽车系统让渡给中航集团。2013 年公司在香港上市，随后快速导入国内客户供应链，市场份额不断提升，近年在智能化风潮下高速增长。

图1：公司具有百年的发展历史



资料来源: 公司官网、公司公告等, 开源证券研究所

图2：公司产能遍及全球



资料来源: 公司公告

公司产品专注于转向系统,产品覆盖电控助力转向(EPS)、液压助力转向(HPS)、管柱中间轴(CIS)及动力传动系统(DL),2025年公司EPS、HPS、CIS、DL产品收入占比分别为68%、4%、10%、18%。线控转向方面,公司布局手控执行器、轮空执行器等;后轮转向亦有布局目前已经获取定点。此外公司也开发出线控制动EMB产品,目前积极获取定点中。

图3: 公司的产品全面覆盖转向系统

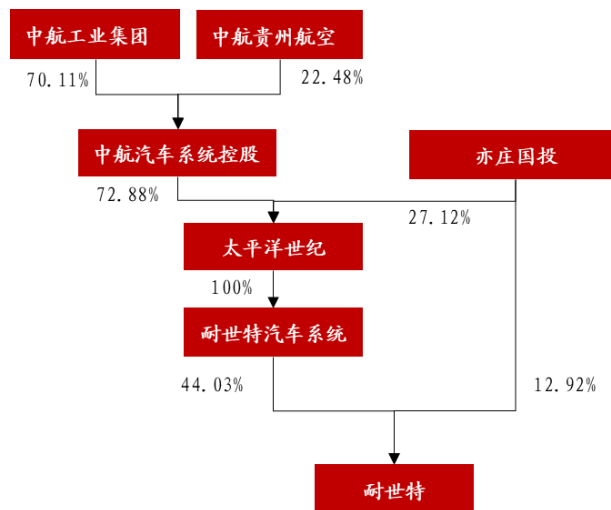
2025收入	名称	图示	产品特点
EPS (68%)	齿条式助力转向 (REPS)		产品: 齿轮齿条, 普通/高输出产品 适用车型/特点: 针对载荷较重车辆, 优化空间布局, 北美75%全尺寸卡车都配备公司REPS
	单/双小齿轮助力EPS (SP/DP EPS)		产品: 电机、控制器和助力机构布置在转向装置小齿轮上, 普通/高输出产品 适用车型/特点: 针对载荷适中车, SP适用A-B-C级车, 扭矩适中; DP适用于C-D级车, 扭矩大;
	管柱助力式转向 (CEPS)		产品: 电机、控制器和主力机构与转向管柱集成 适用车型/特点: 针对载荷较轻车辆, 有刷/无刷/高输出扭矩分别为30-55/40-95/110Nm
	模块化电助力转向系统 (mEPS)		产品: 模块化开发解决方案, mREPS、mCEPS、mPEPS 特点: 提升开发效率, 增强零部件复用; 快速、灵活、可拓展
HPS (4%)	液助力转向 (HPS) (ASP)		产品: 磁液循环球/动力转向泵及储液罐/循环球转向器/齿轮齿条机构转向器等; 售后市场 适用车型:
SBW (即将量产)	线控转向 (SBW)		产品: 手控执行器 (HWA)、轮控执行器 (RWA)、系统集成和软件 特点: 左右舵/多车型通用; 省去中间轴及部分传动机构; 空间灵活; 可变转向比/安全性高;
	后轮转向 (RWS)		产品: 最大转向角达12度 特点: 与线控转向等其他系统协同;
CIS (10%)	管柱和中间轴 (CIS)		产品: 手调/电调/可伸缩等管柱/中间轴 特点: 灵活布置, 可收缩式可面向辅助驾驶需求
DL (18%)	动力传动系统 (DL)		产品: 为汽车提供动力传动解决方案 特点: 适配多种车辆, 可靠、耐用、满足NVH需求
EMB (未量产)	线控制动系统 (EMB)		产品: 为汽车提供动力传动解决方案 特点: 适配多种车辆, 可靠、耐用、满足NVH需求
	软件		产品: MotionIQ 特点: 涵盖线控转向、后轮转向和线控制制动等协同控制, 实现软件定义底盘

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

### 1.1.2、股权结构稳健, 管理团队稳定

公司目前股权结构稳健, 中航工业集团为公司控股股东。截至2026年1月, 公司前两大股东为耐世特汽车系统和亦庄国投, 分别持股44.03%和12.92%, Milavec.Robin为公司总裁、雷自力为公司董事。

图4: 公司股权结构稳健



资料来源: Wind (截至2026年1月)、开源证券研究所

公司管理团队在汽车行业耕耘多年，具有丰富的经验。新任董事长丁峰涛拥有23年汽车行业经验，且为中国汽车工业协会理事，2025年8月任公司首席执行官。此外公司的高管均有多年汽车行业从业经验，总裁和首席技术官 MILAVEC, Robin Zane 在1989年即加入耐世特前身萨吉诺任转向装置分部产品工程师，拥有35年以上相关经验。此外亚太区总裁、美国区以及墨西哥区总裁等均有数十年汽车行业从业经验，对转向系统具有深度理解和认知。

**表1: 公司高管具有多年的汽车行业从业经验**

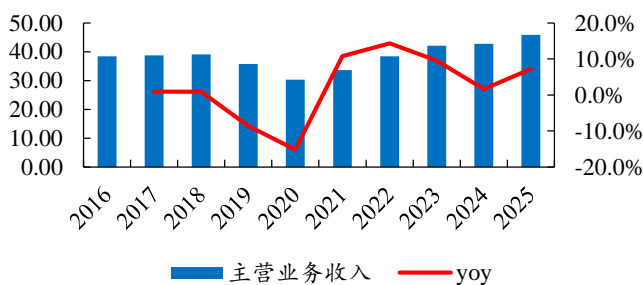
高管成员姓名	职务	任职日期	年龄	简介
丁峰涛	首席执行官	2025/8/13	48	中航汽车董事、总经理，此前在贵航汽车零部件公司
MILAVEC, Robin Zane	CTO 总裁	2019/7/1 2021/8/17	58	30多年汽车行业经验，全球副总裁，1989年进入通用萨基诺，后任职德尔福等
李军	亚太总裁，副总裁	2022/1/1	53	东风汽车多年，2004年加入德尔福，2008年任萨吉诺苏州转向系统经理，2010年任耐世特苏州工厂的运营管理
Michael John Bierlein	CFO	2020/6/30	49	德尔福工作17年，2021年任首席财务官，副总裁
DRALLE, Jill Annette	美国首席运营官，副总裁	2021/3/17	54	1994年加入萨吉诺转向齿轮分部，后进入德尔福，现在任美国COO，近30年经验
FARIAS, Juan	墨西哥首席运营官	2025/1/1	52	墨西哥首席运营官，27年汽车行业经验
Robert William	法律总监，副总裁	2023/1/31	52	副总裁，法律总监
RUIZ	人力资源主管	2023/8/16	53	1997年加入耐世特，为公司人力服务超过27年
徐英杰	首席采购官，副总裁	2024/7/1	49	2007年加入耐世特，2024年任副总裁、首席采购官
David Michael	销售副总裁	2023/3/7	60	1987年加入通用萨基诺转向齿轮分部，2023年升任全球副总裁
吴冠华	公司秘书	2024/3/26	--	洪都航空、华为法国CFO、西锐飞机等、2022年加入公司任投关

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1.3、收入中北美区域占比较高，中国区呈现高成长

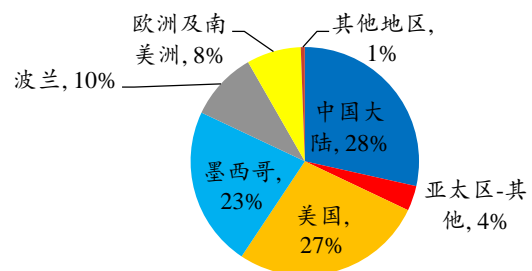
收入端公司自2020年以来稳健上行。公司主营业务收入自2020年以来稳健上行。占比方面，公司中国大陆收入占比28%，来自美国和墨西哥的收入占达50%（含波兰）及南美合计占比约17%。增量来看，从2017年到2025年，中国区的收入显著提升，欧洲/南美区亦有较优成长性，北美整体稳健小幅收缩。

**图5: 公司主营业务收入稳健 (亿美元)**



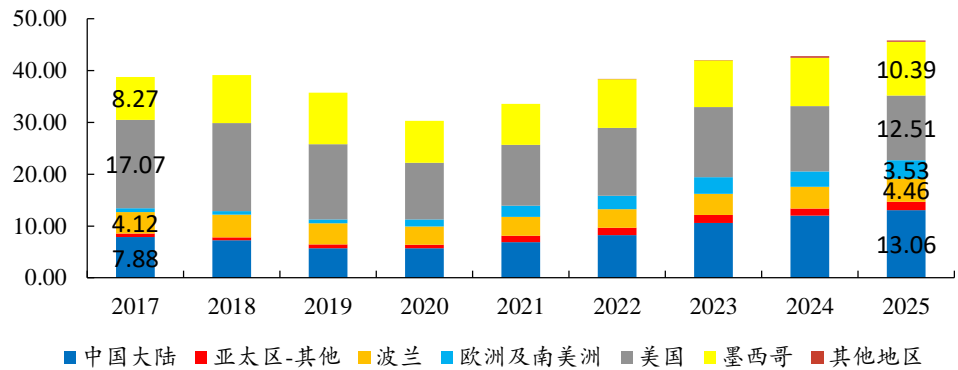
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6: 2025年公司营业收入中北美占比仍然较高**



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中国大陆区增量较其他地区更多（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1.4、公司客户覆盖全球大部分车企，多款旗舰电动智能车型搭载公司产品

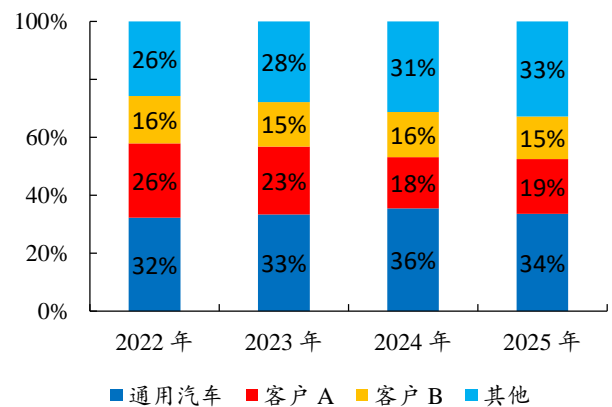
公司客户涵盖全球 60 余家车企，以及全球多款头部电动智能车型。客户端公司作为全球领先转向系统供应商，已经覆盖大部分主机厂，含宝马、通用、福特、大众、斯特兰迪斯、小鹏、理想、小米、广汽等。客户收入构成来看，通用、客户 A、客户 B 三大客户收入占比较高，2025 年前三大客户收入占比 67%，仍然是公司重要的收入来源。车型方面，公司配套头部车企的旗舰车型如小米 YU7、极氪 007、小鹏 G9 等，产品性能优异赢得客户青睐。

图8：公司客户覆盖广泛，配套头部车企旗舰车型



资料来源：公司公告，开源证券研究所

图9：2025 年客户中前三大客户占比较高达到 67%



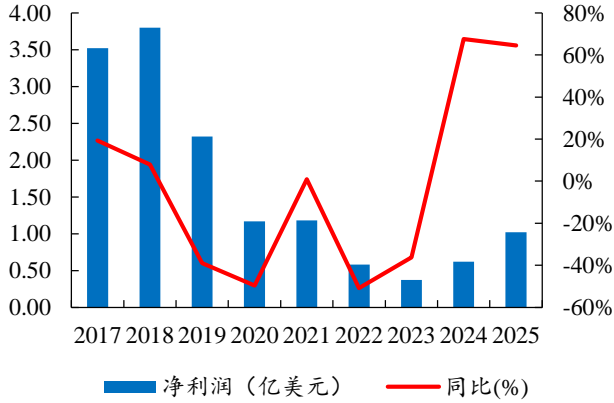
资料来源：公司公告，开源证券研究所

### 1.1.5、公司净利润在 2023 年触底回升，持续处于上升通道

公司净利润历经波折，2023 年起触底回升。2018 年前，公司利润保持较高水平且持续增长。2019 年美国掀起 UAW 罢工，公司第一大客户通用汽车的业务受到显著影响，此外中国新能源补贴退坡，整体车市低迷，叠加汇率等因素影响，公司 2019 年利润开始下滑；2020 年随着疫情到来，汽车供应链出现剧烈波动，收入和利润水平再次受到较大冲击；2021 年，疫情影响仍在持续，原材料扰动汽车供应链，半导体等关键零部件短缺导致 OEM 整车厂停产，大宗商品及航运价格上涨亦带来成本压力，公司业绩进一步承压。通胀影响延续到 2022 上半年，导致 2022 年公司业绩亦承压。2023 年，汇率波动、供应商中断供应、UAW 罢工等再次影响利润，导致公司

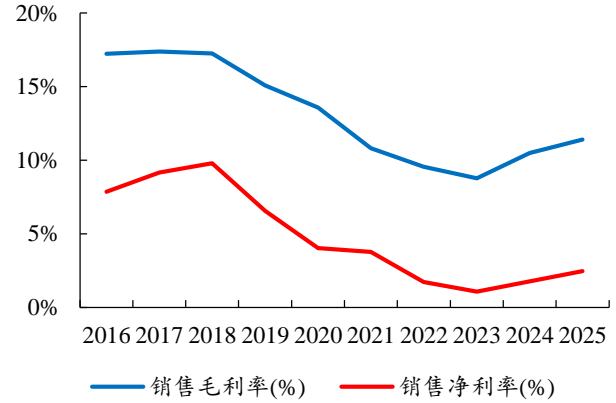
在收入增长的情况下利润表现不佳，其后伴随通胀等负面因素逐步消除，2024 年到 2025 年，公司的业绩开始显著修复。公司毛利率和净利率水平自 2018 年以来略有调整，到 2023 年触底，此后显著回升。

图10: 2023 年以来公司净利润水平持续修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司毛利率和净利率走势相近企稳回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、智能驾驶时代临近，线控转向成为最强主线

### 2.1、转向器种类繁多，目前齿轮齿条和循环球式应用较多

转向器是主要的转向系统零部件环节。转向系统是汽车不可或缺的部分，伴随汽车诞生而出现，其作用主要为通过转换机构将方向盘传递过来的旋转力转换为转向器直线运动驱动车轮转动。转向器的作用即改变力的方向，同时放大方向盘上的力矩。目前转向技术通常包含三大类，齿轮齿条式、蜗杆滚轮式以及循环球式（滚珠丝杠）。目前市场乘用车转向器主要以齿轮齿条、循环球式为主。其中齿轮齿条转向器结构简单、制造成本低，是轻型轿车主要使用的解决方案。而循环球式转向器由于拥有更高的传动效率，操作方便、使用寿命长等特点，早年广泛应用于硬派越野和载重量较大的大客车和大货车上，后逐步向各类型车型渗透，当前大型 SUV 持续推出，循环球式应用日益广泛。地区来看，欧系车型更多使用齿轮齿条式转向器如大众、奥迪、奔驰等多款车型均采用该方案；而日系和美系车型的倾向于发展循环球式转向器。

表2: 转向器是转向系统的基础部件

转向器名称	齿轮齿条式	循环球式（滚珠丝杠）	蜗杆曲柄指销式
结构	外壳、调整螺钉、齿条、齿轮、齿条导块。	螺杆、螺母、转向器外壳、钢球。	转向蜗杆、汽车侧盖、汽车指销、转向摇臂、转向器壳体。
原理	转向柱齿轮与转向臂齿条啮合实现传动。	含两级：一级为螺杆和螺母相互作用，小钢球滚动摩擦代替螺母和螺杆的滑动摩擦；另一级为齿条与齿扇组合。	以转向蜗杆为主动件，从动件是摇臂曲柄端部的直销，当转向蜗杆转动时，与之啮合的指销即绕摇臂轴线沿圆弧运

转向器名称	齿轮齿条式	循环球式（滚珠丝杠）	蜗杆曲柄指销式
优势	结构简单、紧凑，重量轻、刚性大、转向灵敏、制动容易、成本低、传动效率高。	传动效率高、自动回正效果好、操作流 程轻便、磨损程度小、使用寿命长。	操作简单、灵活、传动效率高，保养方便，逆转传动效率低，可避免路面冲击对方向盘的影响。
劣势	逆效率高，路面不平整冲击力会传导给方向盘，造成驾驶员控车困难。	逆效率高，路面冲击易传导至方向盘、结构复杂、安装不便。	体积庞大，安装不便。
配套车型	轻型车。	广泛应用于各类车型尤其大客货车。	载重量较大的载货汽车或者拖拉机等。

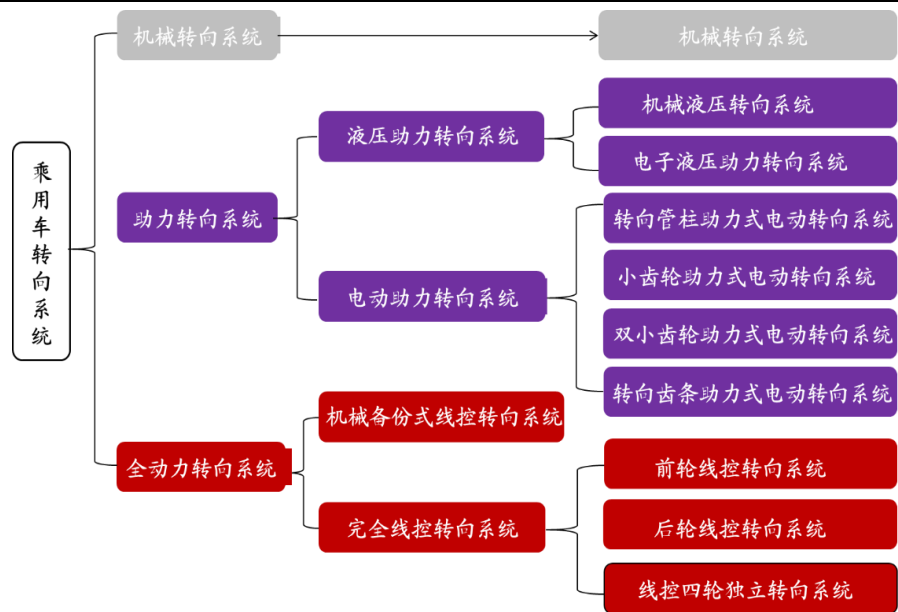
资料来源：汽车之家、电子工程世界、开源证券研究所

## 2.2、转向系统以电控助力转向为主

### 2.2.1、不同助力方式带来不同类型转向器

对转向系统而言，最重要的是拥有良好的操控性、合适的转向力和位置感、回正功能、适当的路感、可靠性稳定性、节能以及低噪音。因此自转向系统诞生以来，便经历了不断的更新和迭代。根据助力方式来区分，转向系统分为机械转向、助力转向、全动力转向等几个类别。而当前广泛应用的助力转向产品中，又分为液压和电动助力两类，根据转向器的不同，又可分为 C-EPS、R-EPS 等多种类别。

图12：转向器根据不同助力方式有多重分类



资料来源：《电动汽车智能底盘工程技术路线图》（中国汽车工程学会）、开源证券研究所

### 2.2.2、不同的助力位置亦决定转向系统的产品形态

EPS 根据结构不同形成多种技术路线。EPS 通常根据电机位置的不同可以分为，转向管柱助力式（C-EPS）、齿轮/双小齿轮助力式（P/DP-EPS）、齿条助力式（R-EPS）三大类。

**C-EPS:** 助力电机安装在转向管柱上，优点在于结构紧凑、电机、减速器、减速机构一体化设计，布置在驾驶舱内，工作环境友好，成本较低。缺点在于由于电机助力要经过管柱和转向齿轮传递到转向机上，管柱部件受力较大，因此系统可提供的主力大小受限，同时由于电机位于座舱内部，可能会产生噪音，同时该布置也




不利于转向轴的吸能设计，方案主要用于小型车。

**P/DP-EPS:** 齿轮辅助型 EPS 助力电机和减速器布置在传动转向齿轮上，驱动电机的输出力矩通过蜗轮蜗杆减速机构传递到转向齿轮上，对转向实现助力。该方案优势在于转向助力相比 C-EPS 更高，同时助力交过迅速准确，助力电机布置在座舱之外，噪音小。但这样方案的缺点在于，电机和传感器部件安装在发动机舱，对器件的耐热和放水性能要求高，成本较高。

**R-EPS:** 齿条辅助式 EPS 将助力电机和减速机构都放置在转向齿条上，电机助力力矩作用于转向齿条。其优势在于该方案可以提供更大的转向助力，助力效果也最为精准。同时电机布置在座舱舱外，有利于降低驾驶舱噪声水平。缺点仍然是对电机和传感器的耐水等性能要求更高。

整体而言，C-EPS、P/DP-EPS 和 R-EPS 电机依次更加靠近转向器，性能上限依次增强，其中 DP-EPS 和 R-RPS 的差别在于助力电机的转向器分别采用了齿轮齿条和循环球（滚柱丝杠）形式。C-EPS 主要用在一些小型车上如宏光 mini、哈佛 H6 等，而 P/DP-EPS 应用在中型车本田雅阁 CRV、奔驰 GLA、吉利星越等，大众 MQB 平台诸多车型如奥迪 Q3、途昂等也多采用该方案，而 R-EPS 则通常应用在一些中大型车上如雷克萨斯 LX570、保时捷 911 等，近年国内大型 SUV 亦开始广泛使用。

表3: 不同的助力方式带来不同的 EPS 分类

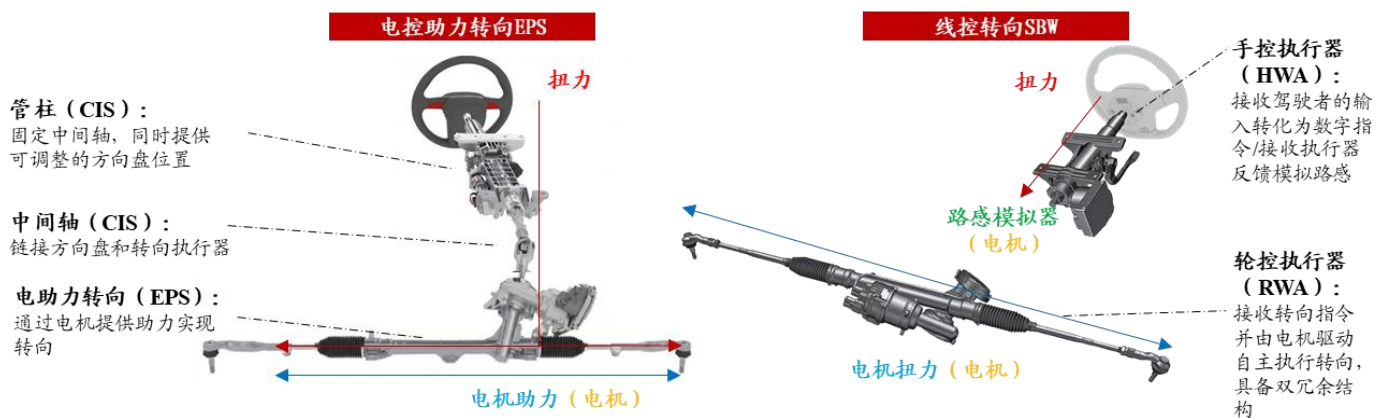
名称	C-EPS	DP-EPS	R-EPS
示意图			
助力位置	驾驶舱内	机舱内	机舱内
特点	成本低、工作环境可靠、路感差、噪音大	价格适中、路感好、模块化程度高	传动效率高、齿条力大、工艺难度大
适用车型	紧凑型、中小型、中大型	中型、中大型	中大型、大型
单价	低	中	高
车内布置灵活性	中	高	低
NVH	差	好	好
助力范围	5-11KN	8-12KN	8-24KN
电机惯性	大	小	小
功能拓展	差	好	好
重量	低	中	高
开发周期	约 24 个月	约 30 个月	约 30 个月
开发费用	低	中	高
模块化程度	较好	较好	较好
动态响应	一般	较好	很好
电机工作环境	好	差	差

资料来源：捷太格特官网、浙江世宝官网、耐世特官网、《汽车电动助力转向系统选型研究》（王虎、许晓楠）等、开源证券研究所

## 2.3、自动驾驶带来转向系统显著升级，线控转向成为大势所趋

线控转向（SBW，Steering-By-Wire），即取消方向盘和车轮的刚性连接，使用电信号来实现车轮转向。**结构：**线控转向通常分为两大部分，与驾驶员接触的路感模拟（HWA，Hand Wheel Actuator），以及直接控制轮胎转角的转向执行（RWA Road Wheel Actuator）模块。其中HWA由方向盘、转角传感器、转角转矩传感器、减速器、路感模拟执行器、控制器、机械限位装置等组成。RWA由转角传感器、转向执行器、控制器、减速器和齿轮齿条等组成。在工作过程中，HWA系统采集驾驶员的转角，通过可变传动比策略获得期望的车轮角，RWA采集车轮转角、转速及电机电流，通过转角环、转速环和电流环精准的跟踪期望值，以此形成角传递过程。基于RWA系统的电机电流、转角和转速信号观测齿条力结合HWA中的转角、转速信号及车辆中车速、摆角信号设计合理的路感，通过HWA反馈给驾驶员。

图13：线控转向即去掉方向盘和转向器之间的刚性连接，通过电信号传递转向信息



资料来源：耐世特官网、开源证券研究所

**线控转向相比传统转向系统而言优势显著。**（1）可变传动比：线控转方向盘转角和对应的车轮转角可自行定义并灵活改变，低速状态下可在小方向盘转角的情况下实现大角度转向，舒适度升级。（2）节省车内空间且更安全：取消中间轴机械连接，节省车内空间，事故时方向盘转向柱不会伸出使得驾驶员受伤。（3）转向精确度高：可提供更精确、更灵敏的转向，以及可定制的转向风格。调整转向路感电机的反馈阻尼可给驾驶者不同的阻尼感受。（4）平台化：对左右驾车型，可以共用转向机构，缩短国内外平台车型开发时间。（5）更适用于自动驾驶：具备冗余系统，且不受人类干扰，更适用于自动驾驶场景。

图14：线控转向相比传统转向优势显著



资料来源：蔚来汽车官方公众号

图15：可变转向比带来体验升级



资料来源：皆电官方公众号

图16：平台化、极致用户体验均为线控转向带来的优势



资料来源：公司官网

## 2.4、后轮转向带来体验升级，产品配置逐步下沉

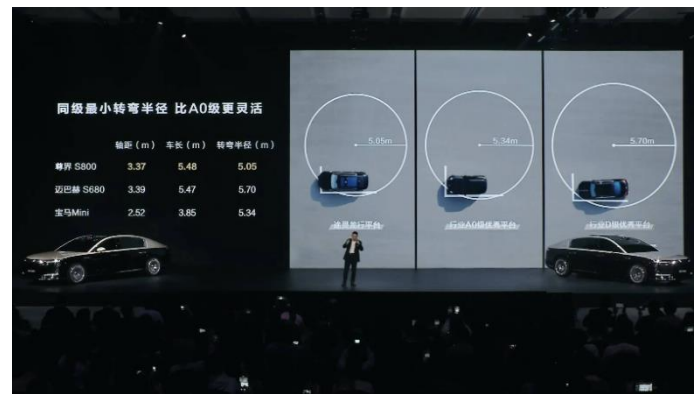
后轮转向成为“线控转向”上车先驱，大幅提升整车操控性。后轮转向通常有几种工作状态：低车速——后轮与前轮反向旋转以增加车辆灵活性；高车速——汽车后轮与前轮同向偏转，增加车辆的稳定性。早在 20 世纪 80 年代，本田 Prelude、马自达 929 即搭载类似技术，但后因可靠性等问题退出市场。当前，包含宝马 7 系，奥迪 Q7、Q8，大众途锐，保时捷 Panamera、Cayenne、911Turbo 等都搭载了后轮转向功能。而在最新的特斯拉 CyberTruck、智己汽车、小鹏 X9 上，后轮转向也大幅提升行车灵活度广受好评，目前后轮转向呈现出日益普及的趋势，从高价车型逐步向平价车型延展。

图17：后轮转向有多重使用场景



资料来源：懂车帝官网

图18：尊界 S800 采用后轮转向大幅降低转弯半径



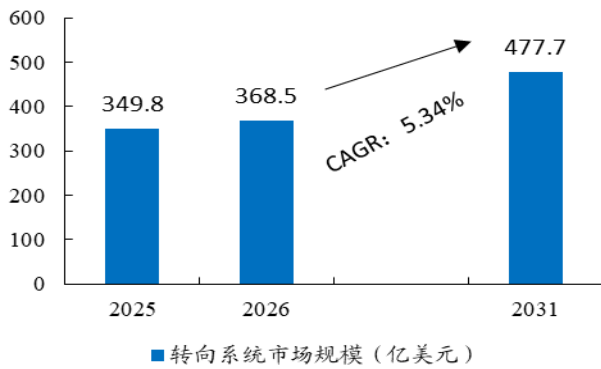
资料来源：IT之家官方账号

## 2.5、转向市场规模稳健上行，全球市场巨头主导

### 2.5.1、转向系统市场规模稳健增长

转向系统是每辆汽车的标配，市场规模伴随汽车市场增长和结构调整持续提升。据 Mordor Intelligence 预测，2025-2026 年全球转向市场从 349.8 亿美元提升至 368.5 亿美元，预计到 2031 年将达到 477.7 亿美元，2026-2031CAGR 为 5.34%；产品类别来看，截至 2025 年，电子助力转向市占率为 71.2%，乘用车转向系统占整体市场的 62.65%。增速来看，亚洲地区将维持高增长，2023-2031 年 CAGR 达 6.52%。据前瞻产业研究院数据，2024 年中国汽车转向系统行业市场规模接近 480 亿元，2018-2023 年 CAGR 达 4.35%，2023 年平均单价约为 1500 元左右。

图19：预计转向系统市场规模显著提升



数据来源：Mordor Intelligence 官网、开源证券研究所

图20：预计亚太区的汽车转向系统 CAGR 增速最快

Automotive Steering System Market CAGR (%), Growth Rate by Region

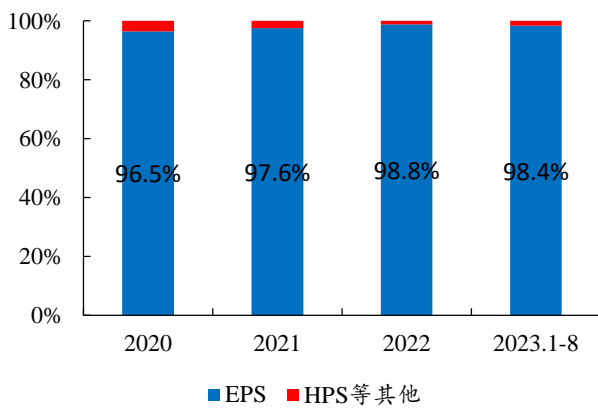


资料来源：Mordor Intelligence 官网

### 2.5.2、全球市场中，巨头占据主要份额

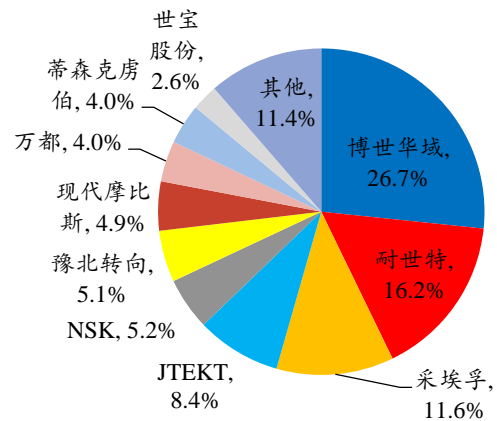
EPS 成为主流，巨头玩家占据大部分市场。2022 年以来 EPS 的渗透率已超过 98%，成为主流的转向助力方式。玩家方面，全球转向系统供应商主要包含博世、捷太格特、采埃孚、耐世特等。转向系统和汽车安全性直接相关，因此市场格局相对稳定，巨头多年来把控较大份额的市场。据高工智能汽车数据，2024 年国内电控助力转向市场中，博世华域、耐世特、采埃孚的市占率达到 10% 以上，分别为 27%、16%、12%。

图21：国内转向市场中电控助力转向占主流



数据来源：佐思汽研、开源证券研究所

图22：2024 年国内 EPS 市场巨头占比高



数据来源：高工智能汽车、开源证券研究所（不含进出口）

## 3、业绩高增长，线控转向打开成长空间

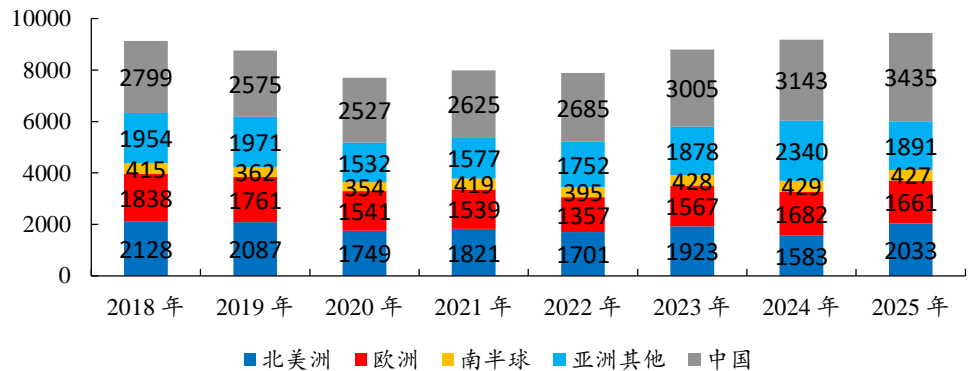
### 3.1、产品性能优异，业绩持续处于修复通道稳健上行

#### 3.1.1、国产品牌崛起带动亚洲区收入上行，海外客户突破推动全球业务增长

2020 年后全球汽车产业开始企稳回升，产业链迈上良性发展通道。纵观耐世特的收入变迁历史，公司收入水平经历持续快速成长，中国区业务表现尤为亮眼。收入水平自 2011 年起一路攀升至 2024 年的 85 亿元，2020 年后收入增速 20% 左右。推动中国区收入增长因素丰富，一方面，随着近年自主品牌智能电动车型崛起，自主品牌在国内市场占有率迅速提升，2022-2025 年市国内占率从 47.3% 提升至

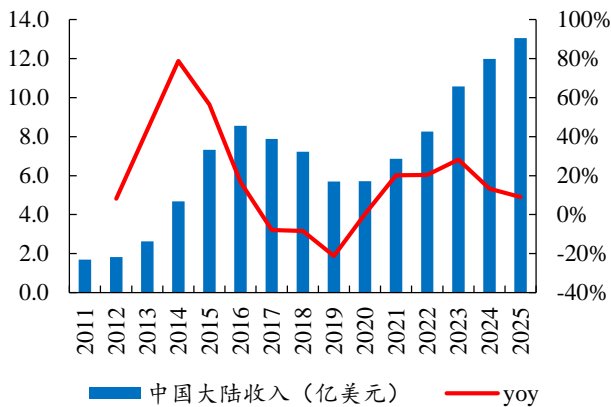
65.3%，耐世特作为本土控股，具有全球竞争力的龙头企业，与自主品牌达成良好的配套关系，受益于本土厂商产品的放量。

图23：全球汽车销量稳健回升（万辆）



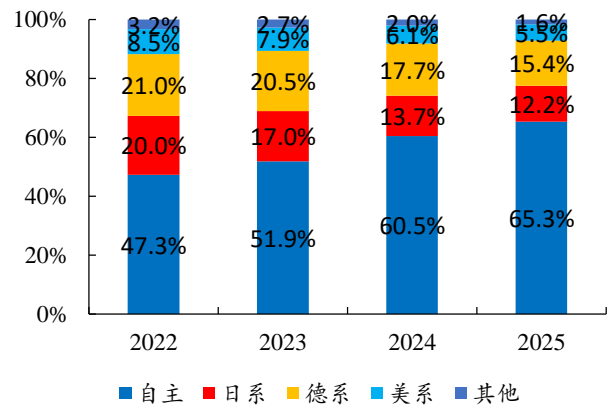
数据来源：崔东树官方公众号、开源证券研究所

图24：中国区的收入 2020 年以来持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

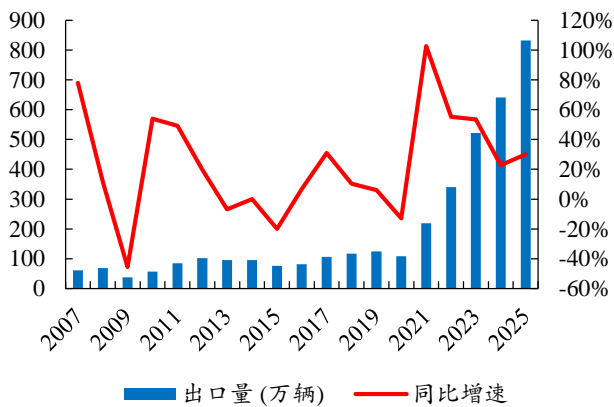
图25：国内汽车市场自主品牌市占率持续提升



数据来源：中国汽车流通协会官网、开源证券研究所

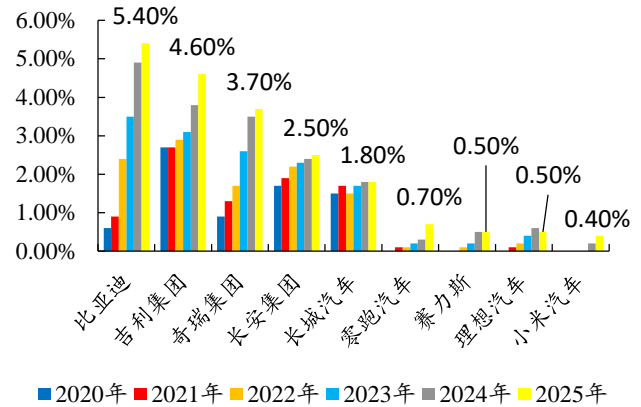
国内汽车产业崛起，汽车出口的持续提升，带动国内汽车份额持续突破。2025年国内整车出口数量已达 832 万辆，其中大部分产品来自于自主车企。全球范围来看，本土汽车玩家份额亦持续提升，比亚迪、吉利、奇瑞等玩家销在全球市场中的份额持续提升。未来随着海外销量的持续扩大，出口形势或将有所演进，海外当地生产或将成为进一步推升产品销量的有效方式。而在此之上，本土的供应链公司亦将配套本土优势车企，逐步打开全球成长空间。耐世特有望持续受益中国汽车企业全球的扩张。

图26：2021年以来中国汽车出口数量持续高增



数据来源：崔东树官方公众号、开源证券研究所

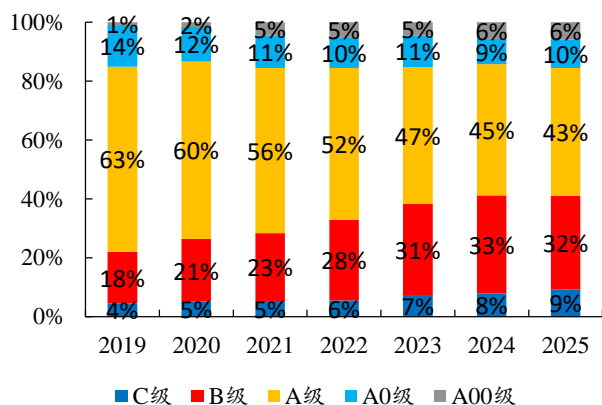
图27：本土品牌全球市占率持续提升



数据来源：崔东树官方公众号、开源证券研究所

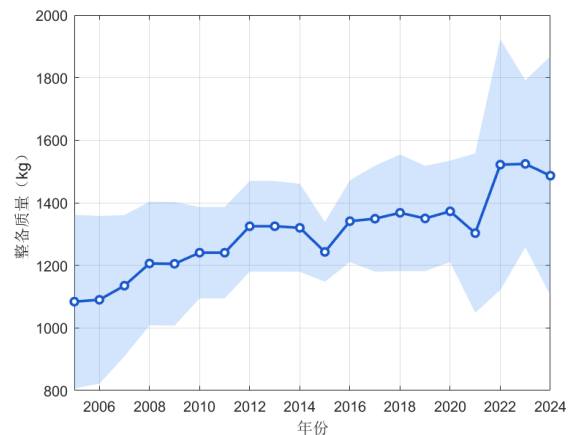
**整车大型化趋势显著，耐世特亦持续受益。**我们看到国内的整车大型化趋势显著，B级和C级车占比从2019年的22%提升至2025年的41%；而从整备质量来看，整车的平均质量也出现了显著提升，这一方面受到车辆大型化的影响，另一方面伴随新能源车渗透率的提升，电池重量也进一步加重了车辆的整备质量。在此背景之下，助力强度更高的R-EPS出现了更广阔的成长空间，而擅长R-EPS开发的耐世特亦显著受益，且趋势有望持续。

图28：2021年以来大型车占比 2019-2025 年快速提升



数据来源：崔东树官方公众号、开源证券研究所

图29：国内市场销量前十乘用车整备质量持续提升

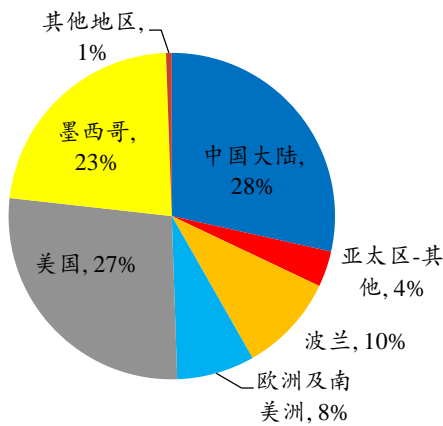


资料来源：AI 汽车制造业公众号（注：图中曲线代表均值±标准差）

### 3.1.2、多重措施降本增效，利润率有望持续上行

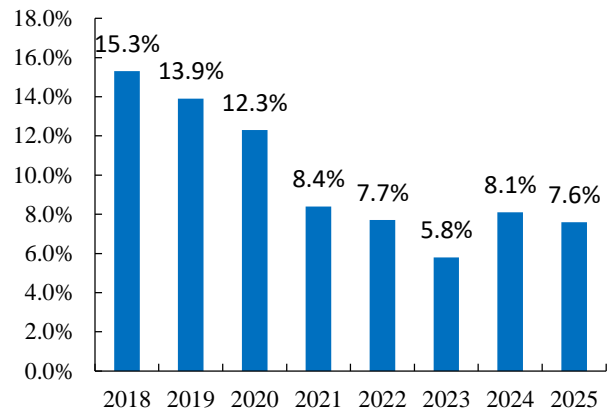
目前各大地区的EBITDA利润率仍有差异，其中亚太区的EBITDA利润率表现优异，即使经历了诸多外部因素的影响仍然维持在15%以上水平；欧中非南美区、北美区的EBITDA利润率历经波动开始逐步修复，北美地区收入占比2025年仍然较高达50%，未来北美区盈利能力改善，有望带动公司的业绩显著恢复。

图30：2025 北美收入占比仍在 50%



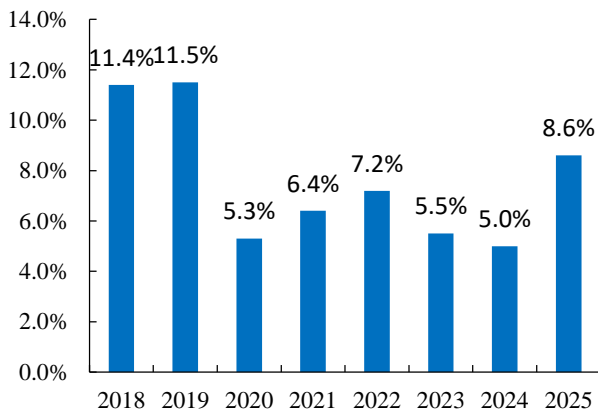
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：北美 EBITDA 利润率触底回暖



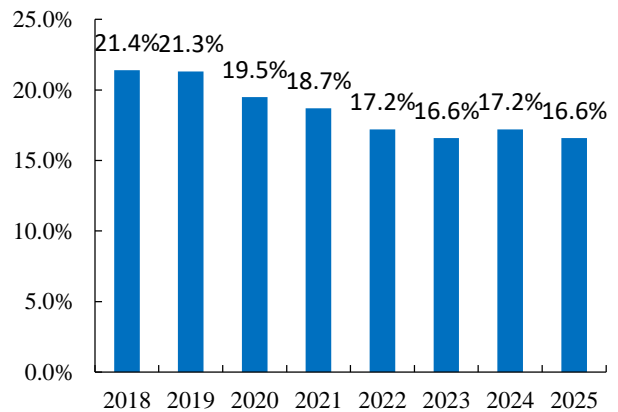
数据来源：公司官网、开源证券研究所

图32：耐世特欧中非南美区 EBITDA 利润率显著修复



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图33：耐世特中国区利润率表现优异



数据来源：公司官网、开源证券研究所

目前公司已经采取多重措施实现降本增效。人员方面，公司采取多重措施，推动多次提前退休奖励计划，2023 和 2024 年同时推进，实现亚太地区之外 10% 的薪资削减；研发人员方面，扩充墨西哥技术中心和中国技术中心人员配置，提升工作效率；产能方面，2024 年第一季度完成 DL 业务的整合，将北美基地的两个工厂合并，空置工厂已经在 2025H1 挂牌出售；美国的管柱业务产线转移到墨西哥，降低生产成本。

图34：2024 年公司推动多重措施降本



资料来源：公司官网

## 3.2、智驾时代来临，线控转向有望改变转向系统市场竞争格局

### 3.2.1、自动驾驶将改变用户出行方式

特斯拉一直以来是自动驾驶行业的引领者。特斯拉推动自动驾驶持续迭代，目前特斯拉 Robotaxi 已经在德州奥斯汀和加州湾区稳定运行，并向普通用户开放，奥斯汀运行的部分车辆已经去掉安全员，在最新的财报交流中，马斯克表示 2026 年上半年将继续开通 7 座城市的 Robotaxi 服务。C 端用户方面，FSD 在升级 V14 版本后同步去掉了“监督版”，接管里程大幅提升，车主 DavidMoss 使用 FSDV14.2 横穿美国东西海岸实现零接管，FSD 付费用户超过 110 万；技术层面据马斯克描述，当前智驾已经可以做到识别手势，未来还将能够实现语音控车，这些“系统二”能力的提升正是推动完全自动驾驶/去掉方向盘的关键卡点，FSDV14.3 将具有推理能力，后期伴随 AI5 芯片海量算力上车，汽车的驾驶能力和安全性有望远超人类，在马斯克的版图中，自动驾驶已经日益临近实现。

图35：车主使用 FSD 横穿美国东西海岸无接管



资料来源：36Kr 官方账号

图36：奥斯汀部分 Tesla Robotaxi 去掉安全员



资料来源：雷科技官方账号

**Cybercab 即将量产，自动驾驶将重新定义交通出行方式。**2024 年 10 月特斯拉在《We Robot》发布会上展示原生为自动驾驶打造的车型 Cybercab，该车采用双座设计，无方向盘和制动踏板，采用自动开闭的鸥翼门，采取无线充电的形式，搭配专门为 Robotaxi 设计的场站和实现自动清洁，为自动驾驶原生打造。该车被设计成两座，零部件数量只有 Model 3 的一半，采用 Unboxed 工艺装配，不需要人工装配复杂零件，而是将汽车的各个部分模块化，再由系统像拼乐高一样一次性完成组装，占地面积减少 40%，制造成本减少 50%，生产效率从 30 秒一辆提升至 10 秒甚至 5 秒。工艺和设计的革新带来了极致的成本优势。马斯克确认，未来该车将以不超过 3 万美金的价格提供高给消费者。第一台量产版车型于 2 月 18 日在特斯拉德州工厂下线，预计 4 月将启动大规模量产，2027 年前向普通消费者销售。远期计划将安排百万台以上产能。

我们认为面向 C 端用户销售的原生支持全自动驾驶的车型将带来交通出行方式的变革。车辆带用户上下班以及日常使用，闲暇时自行运行 Robotaxi 有望真正实现。用户用车习惯和社会运行方式有望带来显著变化，整车和零部件格局亦将产生影响，积极拥抱产业趋势，配套头部车企的玩家有望赢得先发优势。

图37: 车辆外观炫丽, 自动开闭鸥翼门现代感十足



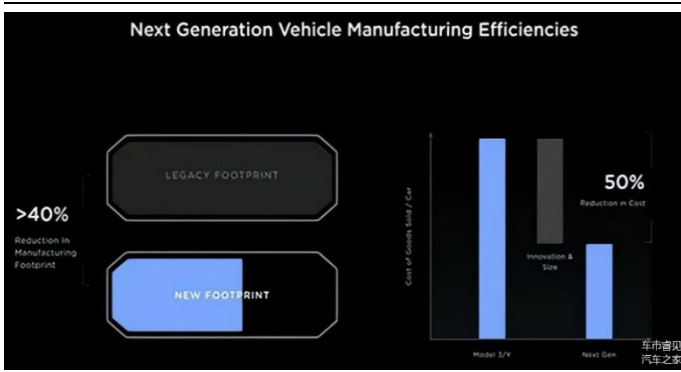
资料来源: 新浪财经官网

图38: 量产版车型 2026 年 2 月下线



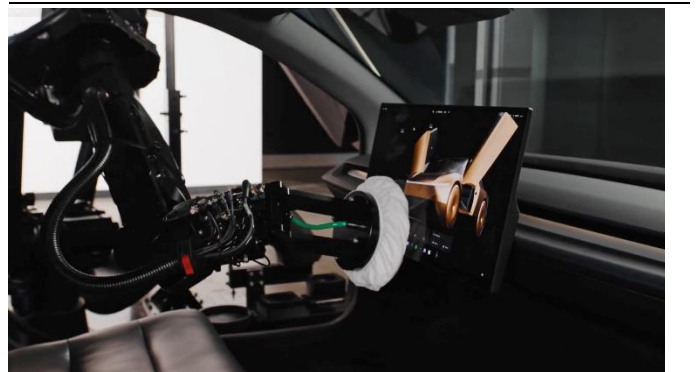
资料来源: 新浪财经官网

图39: UnBoxed 工艺有望显著降低车辆生产成本



资料来源: 汽车之家官网

图40: 车辆支持自动清洁, 原生为 Robotaxi 打造

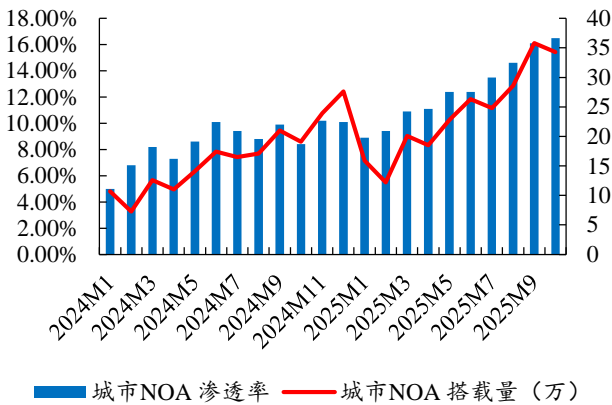


资料来源: 汽车之家官网

### 3.2.2、国内智驾发展如火如荼, 旗舰车型搭载线控转向有望成为风潮

国内自动驾驶落地迅速, 线控转向远期有望成为车辆标品。国内城区智驾逐步成为标配, 目前已经快速向十万级别车辆渗透, 华为、新势力、小米等玩家积极推进高阶智驾上车和落地。政策端大力支持, 2月12日工信部发布《智能网联汽车自动驾驶系统安全要求》(征求意见稿), 是国内首部针对L3、L4自动驾驶系统的强制国标, 为L4自动驾驶划定了全国统一的法定安全底线。Robotaxi亦快速推进, 小马智行、文远知行、萝卜快跑为代表的L4玩家快速在国内及全球推开自动驾驶落地; 地平线以及主机厂亦希望以L2自动驾驶的技术路线向上突破L4 Robotaxi。此外九识智能、新石器、希迪、易控等玩家同步推进自动驾驶在商用场景的落地。相信未来乘用车完全自动驾驶将快速来临。届时, 方向盘将成为类似手动挡一样追求情怀的“玩具”而非实现驾驶的“工具”, 线控转向有望成为汽车上的标品。

图41：城区 NOA 渗透率快速提升，并在未来有望加速



数据来源：佐思汽研官方公众号、开源证券研究所

图42：引望预测国内 L3/L4 将有序推进



资料来源：车百汇研究院

图43：国内 L3 政策稳步推进



资料来源：工信部官网

图44：九识无人车在无人物流场景快速铺开



资料来源：九识无人车官方公众号

国内期间电动智能汽车开始批量上车线控转向，产业已成为显著趋势。我们看到蔚来的ET9已经量产线控转向产品，用户反馈积极。而理想的新车L9 livis搭载800V全主动底盘，也搭载了线控转向系统。相信未来，线控转向将成为趋势，有望被强智驾能力的旗舰车型广泛使用，远期下沉到所有车辆实现标配。

图45：ET9 搭载线控转向体验优异



资料来源：蔚来官网

图46：理想新一代 L9 Livis 搭载线控转向系统



资料来源：易车网

### 3.2.3、耐世特获取诸多线控转向订单，远期有望显著提升自身市场份额

前瞻布局，获取多个线控转向订单。公司前瞻布局自动驾驶和线控转向，2015年即和密歇根大学等合作联合开发适用于自动驾驶的转向系统，2017年即发布线控转向技术，以及依托线控转向技术开发的静默方向盘(转向过程中方向盘保持静止)系统、可收缩式转向管柱、按需转向系统，以及具有多路处理器和传感器具备冗余性能的高可用性EPS，2018年公司新签订单中支持L3-L5级别ADAS电动助力转向产品的占比已经达到21%。

目前公司持续获取多个线控转向订单，2022年公司即获得全球领先整车制造商的业内首个批量化生产的线控转向项目，2023年获得第二个线控转向订单，2024年公司获得国内领先整车制造商的线控转向订单，同时获取中国制造商的后轮转向(RWS)定点，以及北美L4级MaaS(出行即服务)应用的线控转向轮端执行器订单。2025年公司赢得两家中国新能源整车制造商的SBW订单，包括手感模拟器及轮端执行器。

图47：公司2017年即推出线控转向系统



资料来源：搜狐汽车官方账号

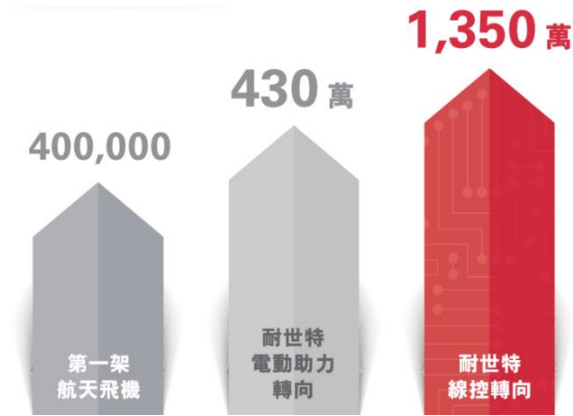
图48：耐世特针对不同级别自动驾驶具有全面产品布局



资料来源：公司公告

对线控转向而言，一方面，由于其去掉了方向盘和转向系统之间的刚性连接，一旦系统失效将车辆失去控制，因此线控转向不仅需要添加冗余系统，其本身的可靠性、稳定性、以及系统的容错能力亦需要较强技术能力；另一方面，系统转向完全依赖电控和软件要求传感器的精度、软件协同控制能力足够强大；最后，手感模拟器的路感反馈，需要平衡舒适性和操控性，对算法要求较高。以耐世特为例，2017年年报提到，其线控转向的代码行数达到1350万行，远高于EPS系统的430万行。未来随着线控转向的普及，转向系统市场格局有望优化，具有多年深耕自动驾驶及线控产业的耐世特有望显著受益。

图49：线控转向的代码行数远超传统转向系统



资料来源：公司公告

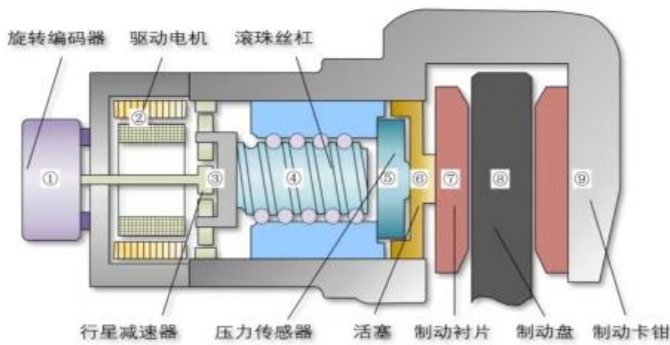
### 3.3、布局 EMB，开拓新成长曲线

**EMB 为下一代转向系统技术路线，其完全取消液压制动装置，由制动踏板将信号传递给中央控制单元，之后通过信号控制电驱动卡钳实现制动；EMB 优势显著：**

- (1) 响应时间短，舒适安全，改善 NVH；
- (2) 减少液压油和机械损耗，提升效率；
- (3) 无制动管路，布置灵活。

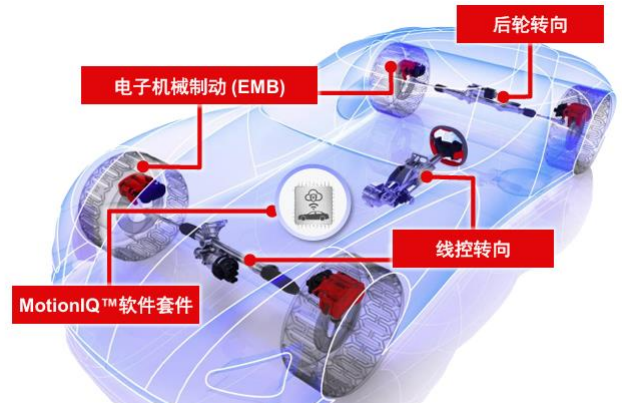
政策端，**《GB21670-2025 乘用车制动系统技术要求及试验方法》于2025年5月30日颁布**，2026年1月1日 EMB 搭车上路将“有法可依”。耐世特于 2025 上海车展亮相 EMB 产品，目前正在积极获取客户，EMB 和转向核心部件为 ECU 电机执行器，协同性较高；上游供应链可协同降本；下游和转向之间可以协同控制。有望成为公司新的增长极。

图50：EMB 包含滚珠丝杠、电机等



资料来源：佐思汽车研究官方账号

图51：耐世特的多个产品有望在大底盘领域形成协同



资料来源：公司官网

## 4、盈利预测与投资建议

关键假设：

(1) 预计公司收入端稳健上行，中国区实现较快速增长，海外地区如欧洲和每周逐步获取平台型订单，市场份额稳健提升。

(2) 线控转向开始逐步放量，带动公司业绩上行，远期公司依靠线控转向不断突破新客户，获得长远成长性和更高市占率。对应公司转向产品 2026-2028 年的收入增速预计分别达 9%、14%、14%，传动产品收入稳健预计增速分别为 5%、6%、7%。

表4：公司收入有望在两类产品推动下稳健增长

单位：亿美元	2022	2023	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
营收合计	38.40	42.07	42.76	45.84	49.51	55.80	62.95
yoy		10%	2%	7%	8%	13%	13%
转向产品	31.54	34.08	35.05	37.74	41.01	46.80	53.35
yoy		8%	3%	8%	9%	14%	14%
动力传动产品	6.9	8.0	7.7	8.1	8.5	9.0	9.6
yoy		16%	-3%	5%	5%	6%	7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司业绩优异，收入端依靠中国区等地快速成长，利润端不断推行降本增效措施有望快速修复；多年布局线控转向产品当前迎来收获期，未来有望持续获取新定点，并依靠先发优势远期显著提升自身在行业中的市占率，看好公司未来发展。我们预计公司 2026-2028 年实现收入 49.51/55.80/62.95 亿美元，实现归母净利润 1.51/2.00/2.58 亿美元，EPS 分别为 0.06/0.08/0.10 美元/股。对应当前股价 PE 分别为 10.5/8.0/6.2 倍。我们选取 A 股同样深度布局制动、转向产品的公司亚太股份、伯特利作为可比公司，平均估值高于耐世特，首次覆盖耐世特，给予“买入”评级。

表5：公司估值低于可比公司平均

股票代码	公司简称	最新收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (人民币)			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002284.SZ	亚太股份	14.01	103.55	0.91	1.11	1.36	15.4	12.6	10.3
603596.SH	伯特利	47.38	287.37	2.63	3.25	3.87	18.0	14.6	12.2
	平均						16.7	13.6	11.3
1316.HK	耐世特	4.34	109.00	0.41	0.54	0.70	10.5	8.0	6.2

数据来源：开源证券研究所（可比公司公司盈利预测来源于 Wind 一致预期，人民币：美元=0.1466，人民币：港币=1.1486，截至 2026 年 4 月 27 日，其中耐世特市值、收盘价、EPS 均已换算为人民币）

## 5、风险提示

研发进度不及预期：公司新技术和产品研发不及预期将影响公司业务推进进度；

大宗商品原材料价格剧烈波动：大宗原材料价格如果大幅上涨，将显著影响公司盈利能力；

市场竞争激烈：目前多玩家紧锣密鼓布局线控转向产品，未来若市场竞争激烈则影响公司业务获取能力；

海外业务整合不及预期：公司海外业务整合不及预期将较大幅度影响公司业绩情况。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1,684	1,951	2,288	2,786	3,377
现金	422	501	843	1,189	1,612
应收账款	978	1,150	1,155	1,271	1,399
存货	284	280	290	326	366
其他流动资产	0	20	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1,795	1,820	1,717	1,610	1,490
固定资产及在建工程	981	1,009	1,008	986	938
无形资产及其他长期资产	814	811	709	624	551
<b>资产总计</b>	3,479	3,770	4,005	4,396	4,867
<b>流动负债</b>	1,152	1,247	1,301	1,463	1,644
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	873	946	1,004	1,128	1,266
其他流动负债	279	302	297	335	378
<b>非流动负债</b>	297	364	366	368	370
长期借款	48	50	52	54	56
其他非流动负债	249	314	314	314	314
<b>负债合计</b>	1,449	1,611	1,667	1,831	2,014
股本	32	32	32	32	32
储备	2,125	2,202	2,370	2,586	2,860
归母所有者权益	1,979	2,112	2,279	2,495	2,769
少数股东权益	51	48	59	71	84
<b>负债和股东权益总计</b>	3,479	3,770	4,005	4,396	4,867

现金流量表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	446	405	453	457	505
税前利润	62	102	151	200	258
折旧和摊销	241	285	257	241	224
营运资本变动	79	-0	38	10	13
其他	65	-0	7	7	9
<b>投资活动现金流</b>	(280)	(281)	(128)	(127)	(97)
资本开支	(281)	(134)	(150)	(130)	(100)
其他	2	(147)	22	3	3
<b>融资活动现金流</b>	(43)	(62)	0	0	0
股权融资	-0	-0	-0	-0	-0
银行借款	(15)	-0	2	2	2
其他	(28)	(62)	(2)	(2)	(2)
汇率变动对现金的影响	(13)	16	16	16	16
<b>现金净增加额</b>	111	62	342	346	423
<b>期末现金总额</b>	422	501	843	1,189	1,612

利润表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	4,276	4,584	4,951	5,580	6,295
营业成本	(3,828)	(4,061)	(4,354)	(4,891)	(5,490)
营业费用	(201)	(197)	(202)	(222)	(243)
管理费用	(147)	(170)	(183)	(201)	(220)
其他收入/费用	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	101	155	212	267	342
净财务收入/费用	5	6	8	9	10
其他利润	12	6	6	7	7
除税前利润	117	168	226	282	358
所得税	(42)	(55)	(63)	(71)	(86)
少数股东损益	(13)	(11)	(11)	(12)	(14)
<b>归母净利润</b>	62	102	151	200	258
EBITDA	353	447	475	514	572
<b>扣非后净利润</b>	62	102	151	200	258
EPS(美元)	0.03	0.04	0.06	0.08	0.10

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.6	7.2	8.0	12.7	12.8
营业利润(%)	59.5	54.4	36.6	25.7	28.1
归属于母公司净利润(%)	66.3	49.8	44.7	30.0	28.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.5	11.4	12.1	12.3	12.8
净利率(%)	1.8	2.5	3.3	3.8	4.3
ROE(%)	3.1	4.8	6.6	8.0	9.3
ROIC(%)	3.5	4.9	6.6	7.8	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.7	42.7	41.6	41.6	41.4
净负债比率(%)	(18.4)	(20.9)	(33.8)	(44.2)	(54.5)
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	5.1	4.9	4.8	5.2	5.3
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.6	4.6
存货周转率	13.1	14.4	15.3	15.9	15.9
<b>每股指标(美元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
每股净资产(最新摊薄)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
<b>估值比率</b>					
P/E	16.9	19.9	10.5	8.0	6.2
P/B	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn