英搏尔（300681.SZ）

原材料价格影响单季毛利，顺价协议和新业务拓展带来预期

优于大市

核心观点

公司2026年Q3收入延续高增，利润受毛利率影响下降。2026年前三季度公司实现营业收入40.18亿元，同比+70.43%；归母净利润1.34亿元，同比-9.68%；扣非归母1.30亿元，同比+152.82%。单三季度营收15.95亿元，同比+61.25%、环比+19.3%；归母0.17亿元，同比-84.91%、环比-72.3%；扣非0.15亿元，同比-16.57%、环比-75.4%。归母净利润下降主因上年同期处置子公司投资收益0.97亿元的高基数；扣非转负则反映毛利率快速回落的真实压力。Q3综合毛利率10.75%，同比-5.79pp、环比-3.31pp，为2024Q4以来单季最低，单季营业利润仅165万元，净利润主要来自所得税收益。

毛利率：海外占比回落、原材料涨价、结构切换三因素叠加。Q3 LME铜/铝季度均价14,043/3,229美元/吨，同比+42.4%/+23.3%；氧化镨钕739.2元/公斤，同比+36.6%。公司直接材料占比高，铜、铝、磁钢涨价直接抬升成本。结构上，六合一等高集成度总成占比提升摊薄毛利；H1 VinFast毛利率约25.14%、显著高于国内，Q3 VinFast收入3.8亿元、占营收约23.8%（H1为35.8%），前三季度出口占比近30%，拖累毛利率环比下降。

经营质量稳健，新业务多点布局。前三季度经营现金流净额5.86亿元、同比-4.67%，收现比约1.01；货币资金加交易性金融资产约9.60亿元，净现金约6.2亿元。电源总成出货98.11万台（+25.31%）、驱动总成30.56万台（同比接近+100%）。电摩已获头部客户7万套订单，大载重无人机2026Q4小批量、2027年批量交付，eVTOL客户覆盖亿航、Volocopter、小鹏汇天、峰飞，灵巧手进入实验环境测试。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。从中长期来看：1.海外新能源汽车市场爆发式增长、渗透率提升，境外收入占比提高；2.产品结构持续升级，由低价值量的电源总成向高价值量的电驱总成切换，单车价值量显著提升；3.机器人、电动摩托车、低空经济等新赛道收入贡献逐步提升，为中长期成长注入弹性。但Q3单季毛利率降至10.75%、营业利润仅165万元，叠加铜/铝/稀土价格高位、半导体与MLCC涨价、汇兑损失，Q4起收入增速换挡，我们下调2026-2028E归母净利润至1.71/2.53/3.97亿元（原2.44/3.34/4.94亿元），对应PE 36.0/24.3/15.5倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险；新能源汽车行业竞争加剧的风险；海外市场拓展不及预期的风险；低空经济等新业务商业化进程不及预期的风险。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,430	3,874	5,487	6,584	8,032
(+/-%)	23.8%	59.5%	41.6%	20.0%	22.0%
净利润(百万元)	71	186	171	253	397
(+/-%)	-13.8%	161.6%	-8.0%	47.9%	56.9%
每股收益（元）	0.28	0.61	0.56	0.83	1.30
EBIT Margin	1.5%	4.1%	1.8%	4.3%	5.8%
净资产收益率（ROE）	3.5%	6.1%	5.4%	7.6%	11.0%
市盈率（PE）	72.5	33.1	36.0	24.3	15.5
EV/EBITDA	73.1	41.4	36.4	23.5	18.5
市净率（PB）	2.51	2.02	1.95	1.85	1.71

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

公司研究·财报点评

国防军工·航空装备II

证券分析师：李聪
licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

证券分析师：曹翰民
0755-81981873
caohanmin@guosen.com.cn
S0980524100001

证券分析师：石昆仑
shikunlun@guosen.com.cn
S0980526020002

联系人：殷浚喆
0755-22940868
ynjunzhe@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.15元
总市值/流通市值	4943/3728百万元
52周最高价/最低价	35.57/15.23元
近3个月日均成交额	224.60百万元

市场走势

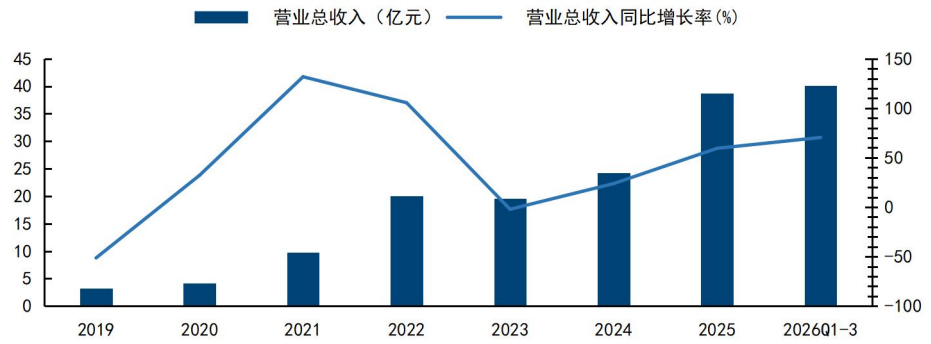


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

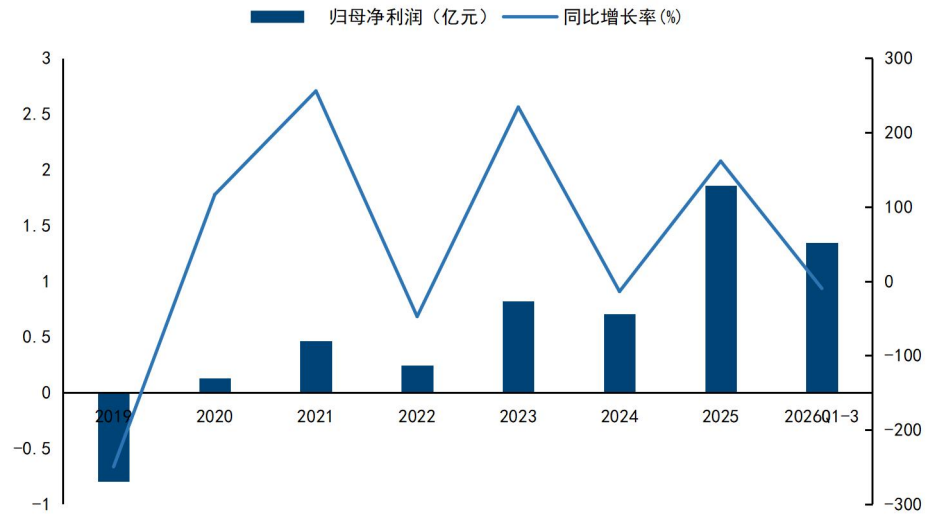
2026Q3 收入延续高增，利润端出现明显拐点。2026 年前三季度公司实现营业收入 40.18 亿元，同比+70.43%；归母净利润 1.34 亿元，同比-9.68%；扣非归母净利润 1.30 亿元，同比+152.82%。分季度看，Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 10.87/13.36/15.95 亿元，同比+99.2%/+62.4%/+61.3%；归母净利润分别为 0.57/0.61/0.17 亿元，同比+430.8%/+130.2%/-84.9%；扣非归母分别为 0.55/0.60/0.15 亿元，同比+547.9%/+138.4%/-16.6%。Q3 收入端延续 60%以上增长，但利润端出现明显拐点：单季营业利润仅 165 万元、利润总额接近盈亏平衡，净利润主要来自所得税收益（前三季度所得税费用-0.19 亿元）；归母同比大幅下滑还受到上年同期处置子公司投资收益 0.97 亿元的高基数影响。

图1：英搏尔营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：英搏尔归母净利润及增速（单位：亿元、%）

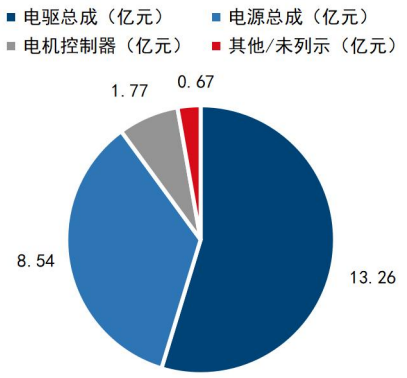


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用管控延续，经营质量稳健。前三季度四项费用率合计约 10.24%，延续下行态势，其中销售费用率 0.73%、管理费用率 2.64%、研发费用率 6.39%、财务费用率 0.48%，费用管控成效显著，为利润弹性提供支撑。Q3 季度四项费用合计 1.59 亿元、同比+30.6%，规模效应仍在，但毛利额同比仅+4.8%，不足以覆盖费用绝对额增长。

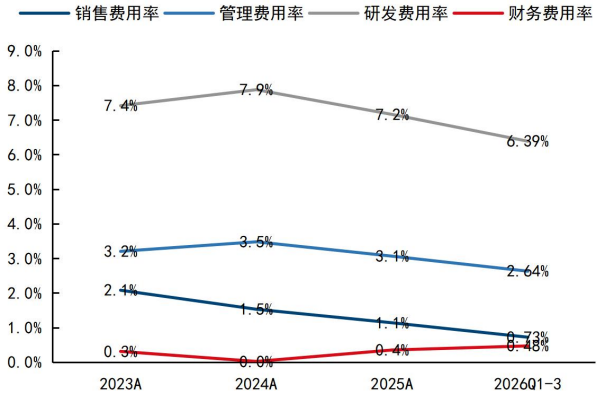
产品结构持续升级，毛利率阶段性承压。前三季度，公司综合毛利率为 13.61%，同比下降约 2.04pct，主要系：1）原材料价格波动及产品结构切换过程中的阶段性影响；2）低价值量配套产品占比在放量初期有所抬升。Q3 公司 VinFast 单季收入 3.8 亿元、占 Q3 营收约 23.8%；前三季度出口占比接近 30%，海外高毛利业务占比下降致使毛利率环比下降。随着高价值量的电驱总成出货占比进一步提升、规模效应持续释放，毛利率有望逐步修复。

图3：英搏尔产品结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：英搏尔四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外市场持续放量，新兴业务多点布局。VinFast 2026 年前三季度越南市场交付 17.77 万辆，已超过 2025 年全年的 17.51 万辆；9 月单月交付 2.36 万辆、环比+17%，其中 Limo Green 前三季度交付 4.00 万辆，终端需求仍处上行通道。电摩已获头部客户 7 万套订单；大载重无人机 2026Q4 小批量、2027 年批量交付，订单已下达；eVTOL 客户覆盖亿航（EH216-S、VT35）、Volocopter（Xpro）、小鹏汇天、峰飞，客户均处适航认证阶段，2027 年见订单、2026 年有实质性定点；机器人灵巧手已进入实验环境测试、即将产线验证。此外，公司低空 eVTOL 电推进系统已通过 AS9100D 并进入小批量应用。新业务短期收入贡献有限，但为 2027 年后的成长打开空间。

图5：英搏尔主营新能源汽车电驱系统与电源系统



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

经营质量全面改善，现金流与财务结构持续优化。公司经营现金流保持健康，前

三季度经营活动产生的现金流量净额 5.86 亿元同比-4.67%，收现比约 1.01（销售商品、提供劳务收到的现金 40.46 亿元/营业收入 40.18 亿元），净现比约 4.4 倍，回款质量良好；应收账款 10.40 亿元、较年初+21.8%，应收增速低于收入增速。财务结构方面，公司继续压降有息负债，短期借款降至 3.33 亿元，长期借款由期初 3.58 亿元大幅降至 0.09 亿元（同比-97.49%），一年内到期的非流动负债亦大幅压降，资产负债结构持续优化，为后续扩张奠定稳健基础。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。从中长期来看：1.海外新能源汽车市场爆发式增长、渗透率提升，境外收入占比提高；2.产品结构持续升级，由低价值量的电源总成向高价值量的电驱总成切换，单车价值量显著提升；3.机器人、电动摩托车、低空经济等新赛道收入贡献逐步提升，为中长期成长注入弹性。但 Q3 单季毛利率降至 10.75%、营业利润仅 165 万元，叠加铜/铝/稀土价格高位、半导体与 MLCC 涨价、汇兑损失，Q4 起收入增速换挡，我们下调 2026-2028E 归母净利润至 1.71/2.53/3.97 亿元（原 2.44/3.34/4.94 亿元），对应 EPS 为 0.56/0.83/1.30 元，对应 PE 36.0/24.3/15.5 倍，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	904	1047	600	600	600
应收款项	877	1380	1954	2345	2861
存货净额	957	1644	2367	2748	3344
其他流动资产	459	585	823	988	1205
流动资产合计	**3197**	**4656**	**5744**	**6680**	**8010**
固定资产	1529	2252	2266	2277	2272
无形资产及其他	90	91	88	86	83
投资性房地产	400	453	453	453	453
长期股权投资	20	37	37	37	37
资产总计	**5235**	**7489**	**8589**	**9534**	**10855**
短期借款及交易性金融负债	116	340	1015	1140	1194
应付款项	1400	2920	3363	3905	4752
其他流动负债	393	717	573	669	809
流动负债合计	**1910**	**3977**	**4952**	**5714**	**6756**
长期借款及应付债券	1155	367	367	367	367
其他长期负债	119	99	109	119	129
长期负债合计	**1274**	**467**	**477**	**487**	**497**
负债合计	**3184**	**4444**	**5428**	**6201**	**7253**
少数股东权益	0	4	4	4	4
股东权益	2052	3041	3157	3329	3599
负债和股东权益总计	**5235**	**7489**	**8589**	**9534**	**10855**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.28	0.61	0.56	0.83	1.30
每股红利	0.12	0.08	0.18	0.26	0.42
每股净资产	8.02	9.95	10.33	10.90	11.78
ROIC	2.00%	4.71%	2%	4%	7%
ROE	3.46%	6.11%	5%	8%	11%
毛利率	15%	16%	13%	16%	17%
EBIT Margin	2%	4%	2%	4%	6%
EBITDA Margin	5%	7%	6%	8%	9%
收入增长	24%	59%	42%	20%	22%
净利润增长率	-14%	162%	-8%	48%	57%
资产负债率	61%	59%	63%	65%	67%
股息率	0.5%	0.4%	0.9%	1.3%	2.1%
P/E	72.5	33.1	36.0	24.3	15.5
P/B	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	73.1	41.4	36.4	23.5	18.5

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2430**	**3874**	**5487**	**6584**	**8032**
营业成本	2069	3259	4751	5502	6658
营业税金及附加	8	10	14	16	20
销售费用	37	44	62	92	96
管理费用	88	123	172	208	229
研发费用	191	278	391	485	562
财务费用	1	14	36	57	61
投资收益	(10)	91	70	24	15
资产减值及公允价值变动	32	59	46	52	49
其他收入	(200)	(404)	(391)	(485)	(562)
营业利润	50	171	176	300	470
营业外净收支	(2)	(2)	(4)	(3)	(3)
利润总额	**48**	**169**	**172**	**297**	**467**
所得税费用	(23)	(17)	1	45	70
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**71**	**186**	**171**	**253**	**397**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	71	186	171	253	397
资产减值准备	(16)	56	14	1	0
折旧摊销	77	96	221	244	258
公允价值变动损失	(32)	(59)	(46)	(52)	(49)
财务费用	1	14	36	57	61
营运资本变动	(97)	513	(1213)	(288)	(332)
其它	16	(56)	(14)	(1)	(0)
经营活动现金流	**19**	**735**	**(866)**	**156**	**274**
资本开支	0	(930)	(201)	(201)	(201)
其它投资现金流	3	0	0	0	0
投资活动现金流	**(16)**	**(948)**	**(201)**	**(201)**	**(201)**
权益性融资	0	36	0	0	0
负债净变化	(63)	(60)	0	0	0
支付股利、利息	(31)	(24)	(55)	(81)	(127)
其它融资现金流	512	488	675	126	54
融资活动现金流	**324**	**357**	**620**	**45**	**(73)**
现金净变动	**327**	**144**	**(447)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	577	904	1047	600	600
货币资金的期末余额	904	1047	600	600	600
企业自由现金流	0	(146)	(1096)	(6)	122
权益自由现金流	0	282	(458)	71	124

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