

汽车零部件2026年策略报告

全球化纵深×AI破局，汽零开启第二增长极

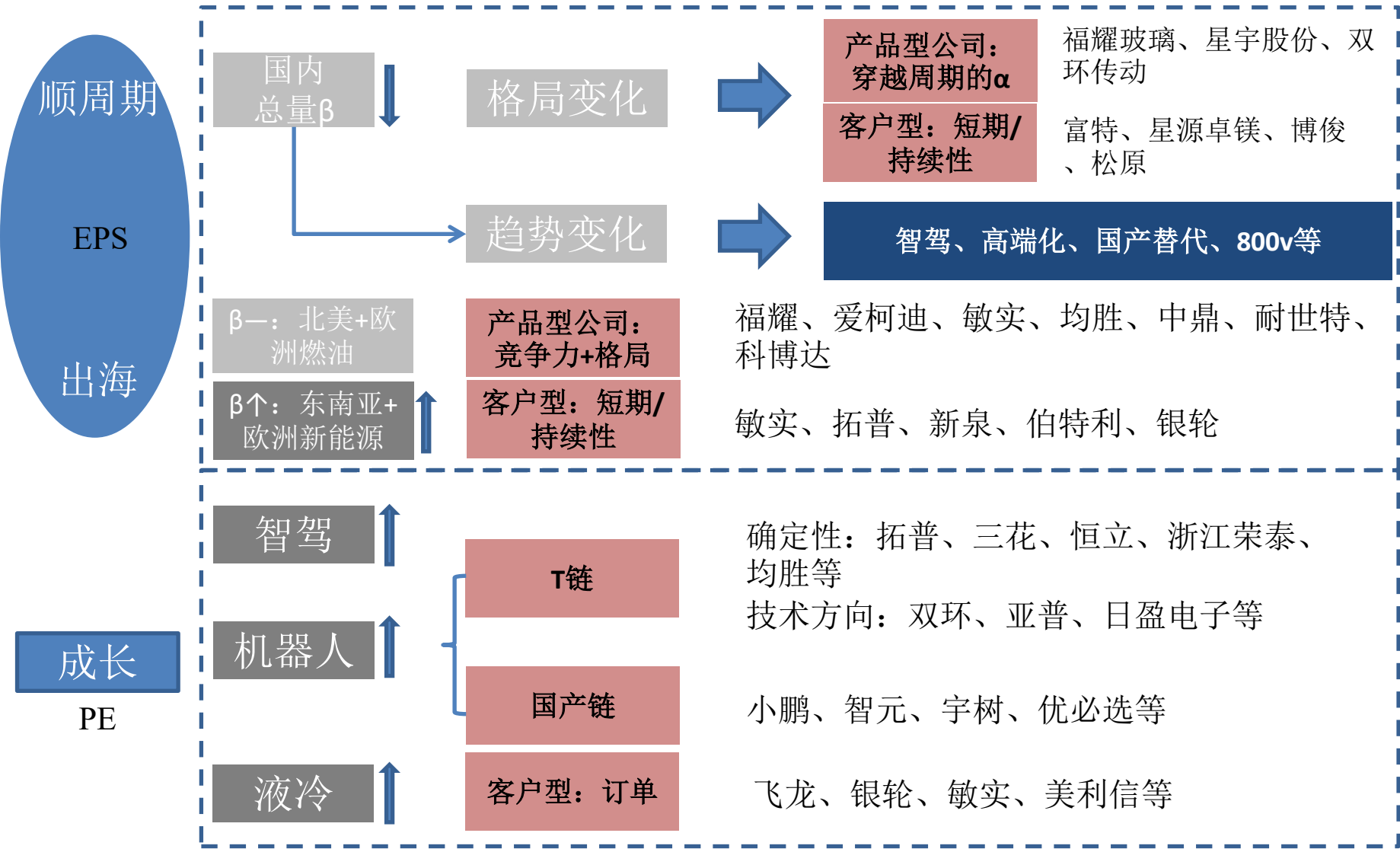
证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

二零二五年十二月二十六日

- 核心判断：总量角度看，2026年板块Beta整体走弱，结构性机会更优于总量机会；人形机器人打开汽零估值弹性，**优先聚焦“智驾（L2++/L3/L4）+液冷（AIDC）+人形机器人”三条科技主线与“出海”的长期确定性**；传统优势赛道以“业绩兑现+新订单量产”择优布局。
- （一）EPS维度：1) 存量市场寻找穿越周期的 α ，优选高竞争力带来市占率提升的产品型公司以及内生外延切入高价值赛道提高ASP的公司。2) 全球化打开汽零成长空间，优先布局欧洲/北美/东南亚产能的汽零成长性和抗风险能力大幅提升，随着**盈利修复与客户深耕**，有望在2026-2030年跨越为全球Tier1/平台型龙头。
- 推荐：**福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、均胜电子、星源卓镁，关注新泉股份。**
- （二）PE维度：1) 智驾：L2++渗透提速，L3法规与城市NOA加速，L4级别智能车快速落地；优先芯片+域控+核心传感器+线控底盘（成本/算法/安全冗余的体系化能力），推荐**地平线、黑芝麻、德赛**，关注**伯特利、耐世特**等。2) 机器人：从“0→1”迈向“1→10”，大模型+执行器/减速器/丝杠/力传感器等供应链受益，优先“技术同源+制造协同”的汽零龙头，推荐**拓普集团、均胜电子、双环传动，关注亚普股份、岱美股份**。3) 液冷：AI资本开支增长、AIDC功耗抬升；液冷温控至2030年空间千亿，汽零以热管理/管路/快接头切入，拼系统集成与降本能力，推荐**敏实集团、银轮股份、飞龙股份**。
- 风险提示：新兴产业拓展不及预期，下游需求不及预期，地缘政治不确定性风险增大。

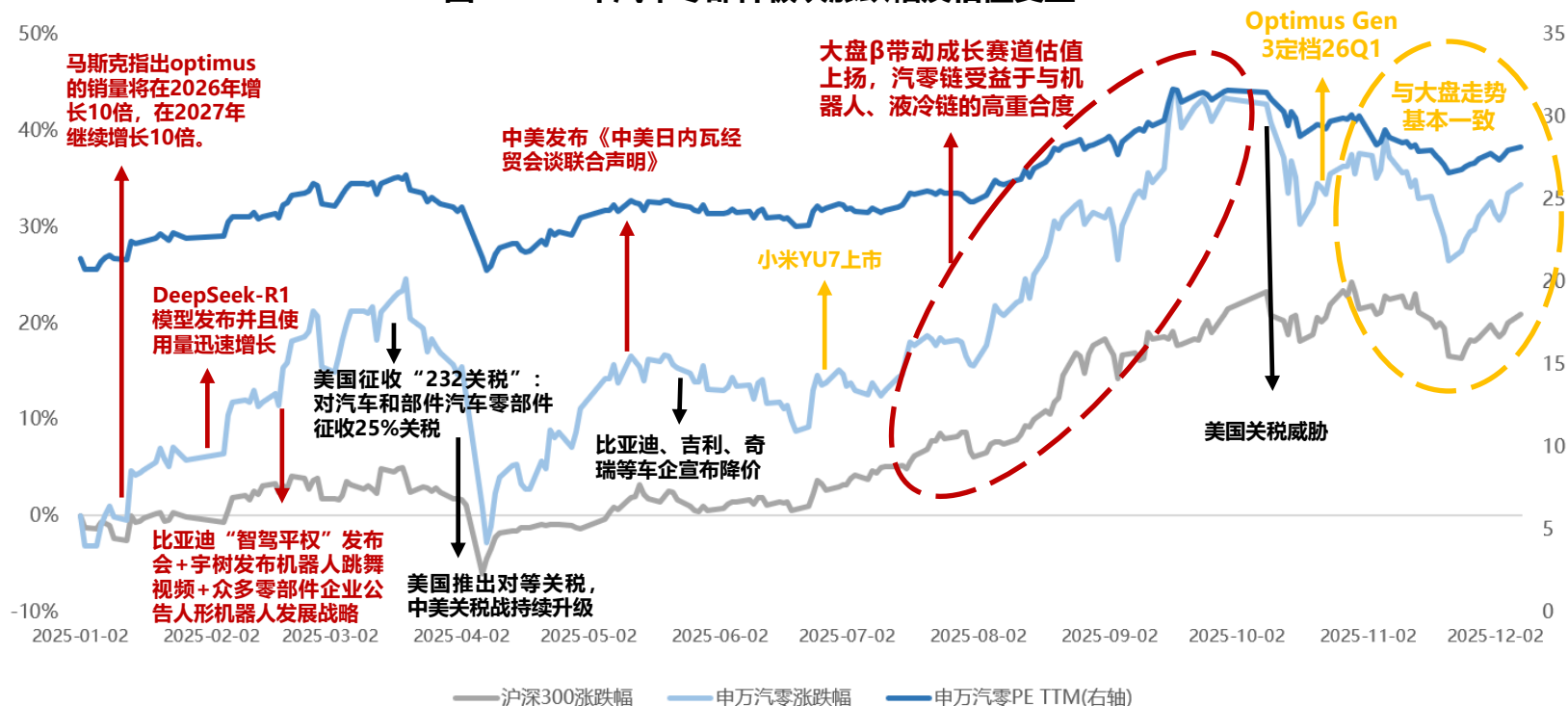
图：框架



一、复盘：AI+机器人贡献明显超额，近期行业 β 承压指数有所调整

- **2025汽车零部件整体行情：AI+机器人贡献明显超额，近期行业 β 承压指数有所调整。**
- **上半年：1) 1月-3月：**受人形机器人量产临近+AI大模型等密集催化，汽车零部件指数明显跑赢大盘；**2) 4月：**受美国关税影响，汽零指数迅速回调，但大部分公司对美直接敞口占比较小，后逐步修复；**3) 5月-6月：**价格战再起，市场对行业内卷担忧再起，指数开始回调
- **下半年：1) 7月-9月：**受益于大盘 β 的上扬+成长赛道的高景气度；**2) 10月至今：**受美国关税威胁影响，指数高位回调，后续走势与大盘基本吻合；Gen 3定档26Q1后，机器人短期超额受限于进度的略低于预期。
- **2025汽车零部件板块估值：**汽零板块市盈率从2025年年初的约21倍持续提升至3月末的26倍以上；受中美关税战影响，板块估值在4月上旬回落至21倍，后逐渐修复至24-25倍的水平；7月-9月，受益于大盘与成长赛道的 β ，板块估值提升至9月底的32倍；10月以来受关税影响及机器人板块的进度略低于预期影响，当前板块估值水平为27-28倍。

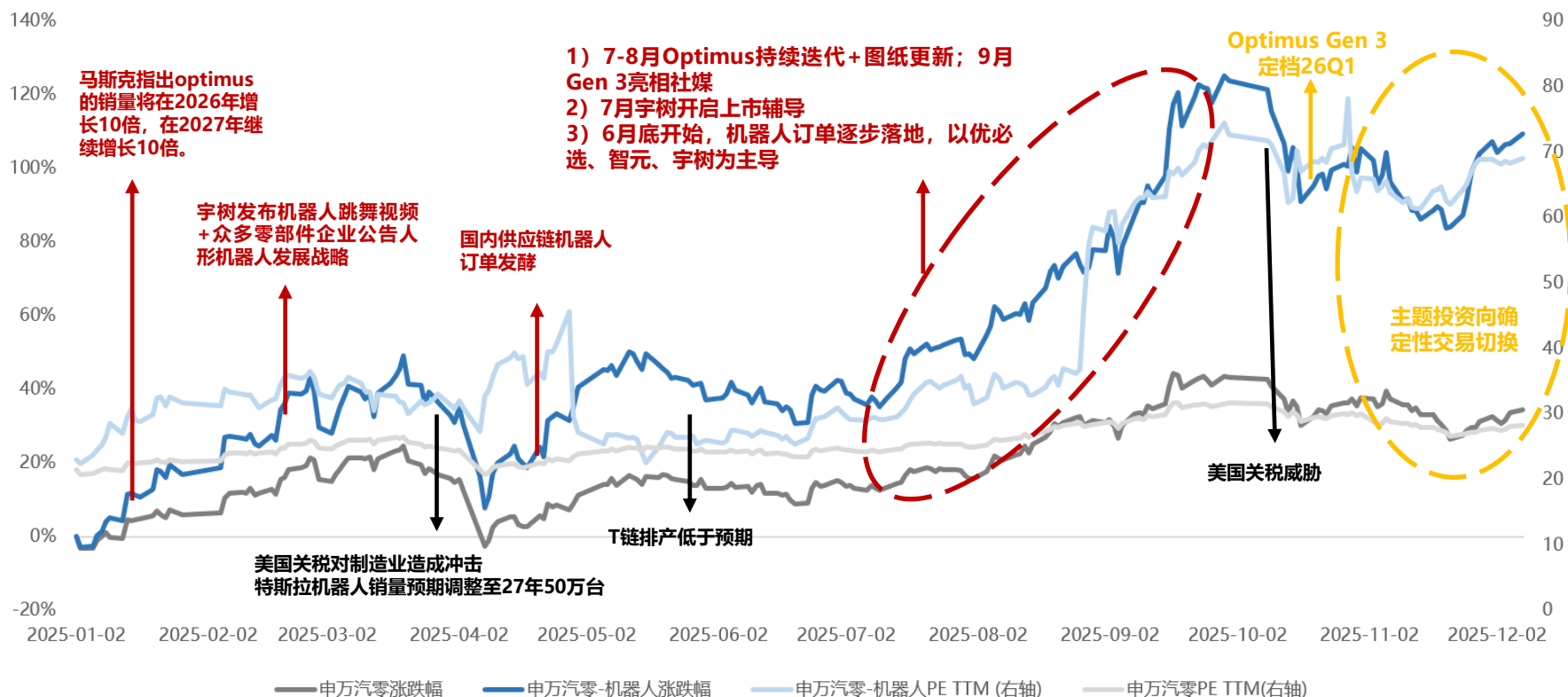
图：2025年汽车零部件板块涨跌幅及估值复盘



2025机器人行情和估值复盘

- 我们选择申万汽零中64家涉及机器人行业的企业进行指数重构，个股权重为其每日市值占比。
- **2025申万汽零-机器人板块整体行情：**板块 β 主要来源于国内国外两条产业链，前者为Optimus的边际变化，后者为国内厂商的订单宣告ToB端的初步落地。
- 2025年1月2日-12月8日涨幅为72.61%，较申万汽零超额收益为+38.23%。
- **2025申万汽零-机器人板块估值：**机器人板块市盈率2025年以来基本全线高于汽零大盘。1月-3月市盈率快速从23倍提升至30倍以上。后续真正分化节点在于6月底以来板块显著边际变化带来的行情催化，至12月初机器人市盈率已提升至60-70倍，而汽零大盘为28-30倍（剔除机器人后将更低）。

图：2025年申万汽零-机器人板块涨跌幅及估值复盘



- 我们选择申万汽零中7家涉及液冷的企业进行指数重构，由于数量较少，权重采取等权。
- **2025申万汽零-液冷板块主要经历了三轮行情：**1) 年初Deepseek R1模型的发布引燃AI主线；2) Q2初海外AI巨头资本开支的超预期意味着算力硬件端业绩得到兑现；3) 7月以来受益于英伟达GB300系统液冷渗透率的提高和国内厂商送样的积极边际变化。
- 2025年1月2日-12月8日涨幅为63.30%，较申万汽零超额收益为+28.92%。
- **2025申万汽零-液冷板块估值：**1-3月，板块市盈率由27倍提升至约40倍，后回落至30倍左右；7月以来，板块景气度持续提升，市盈率最高超50倍；当前板块修复至市盈率为40-45倍左右（汽零大盘28-30倍）。
- **与机器人横向对比，液冷企业已步入了业绩兑现初期，进度更快、所处阶段更成熟。**

图：2025年申万汽零-液冷板块涨跌幅及估值复盘



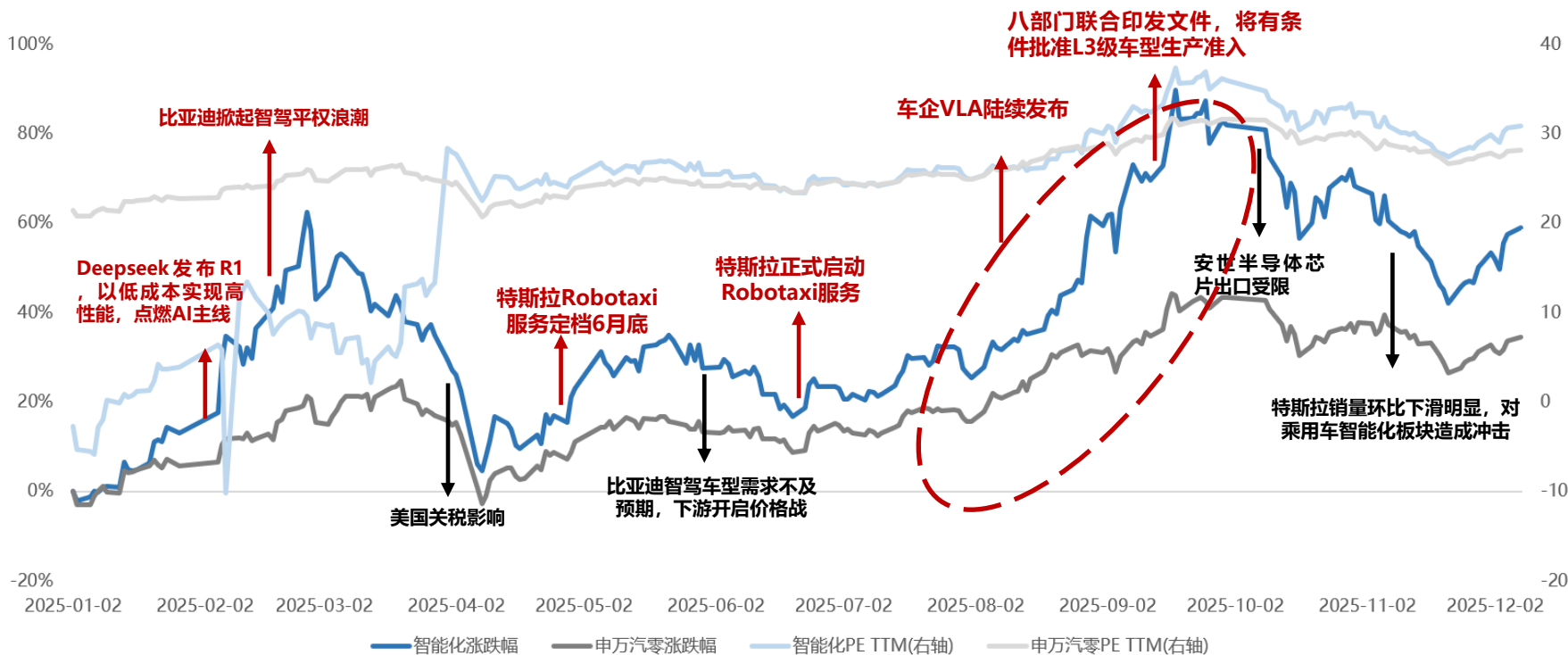
- 我们选择申万汽配中22家海外业务收入占比较高&拥有海外工厂的企业进行指数重构，个股权重为其每日市值占比。
- **2025申万汽配-出海板块所处企业海外业务敞口大，整体行情主要与2025年的两轮关税问题挂钩：**
 - 整体来看，出海板块企业的涨跌幅低于申万汽配大盘整体水平（主要受机器人+液冷的高景气度影响）
 - 4月前后的关税问题显著影响出海企业的EPS，板块整体回撤程度较机器人和液冷更大。
 - **2025申万汽配-出海板块估值：**市盈率整体低于申万汽配大盘，基本全年处于25倍以下，部分出海敞口大的轮胎、发动机等企业市盈率在10-15倍左右；部分机器人估值较低的企业在20倍左右，我们认为其估值受限的核心因素在于：1) 海外业务带来的结构性优势已体现在业绩上，市场更关注企业盈利能力的差异化；2) 新兴产业的业务占比小。

图：2025年申万汽配-出海板块涨跌幅及估值复盘



- 我们选择23家主业与智能化挂钩的企业（线控、域控、芯片等），部分为非申万汽零板块涵盖公司，个股权重为其每日市值占比。
- **智能化本质是AI在物理世界的重要应用，2025智能化汽零板块迎来密集催化期：**
 - **上半年：**板块1月充分受益Deepseek掀起的AI浪潮；2月比亚迪掀起智驾平权为智能化输入新动力；4-6月，受特斯拉Robotaxi边际变化和国内车企价格战的双重影响。
 - **下半年：**车企VLA陆续上车，叠加L3级车型生产准入从政策端落地，板块景气度持续提高。
 - **从估值层面看：**智能化汽零估值水平与板块整体水平相近，高于出海与传统汽零，低于机器人与液冷，主要原因为智能化汽零当前已进入业绩兑现期。

图：2025年智能化汽零板块涨跌幅及估值复盘

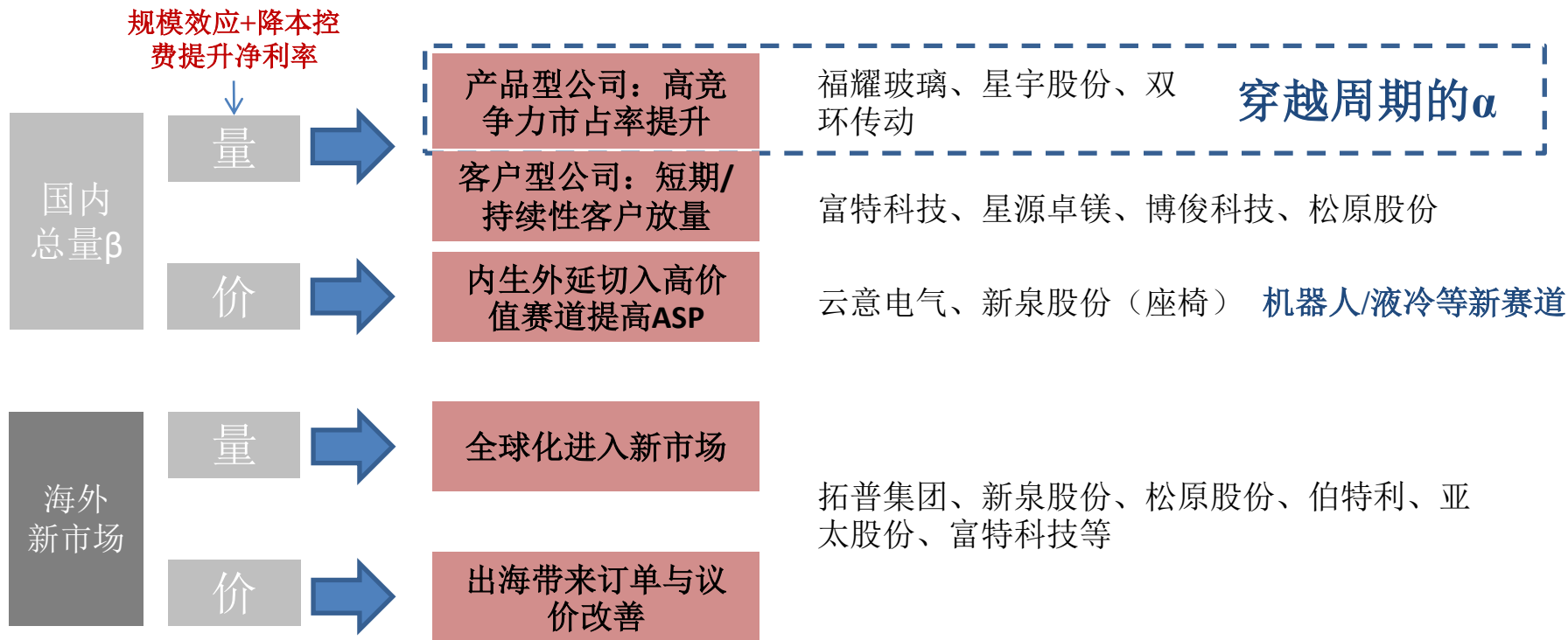


- 图：2025年申万汽零-传统汽零板块涨跌幅及估值复盘**



二、EPS维度展望：存量市场寻找穿越周期的 α ，出海打开增量空间

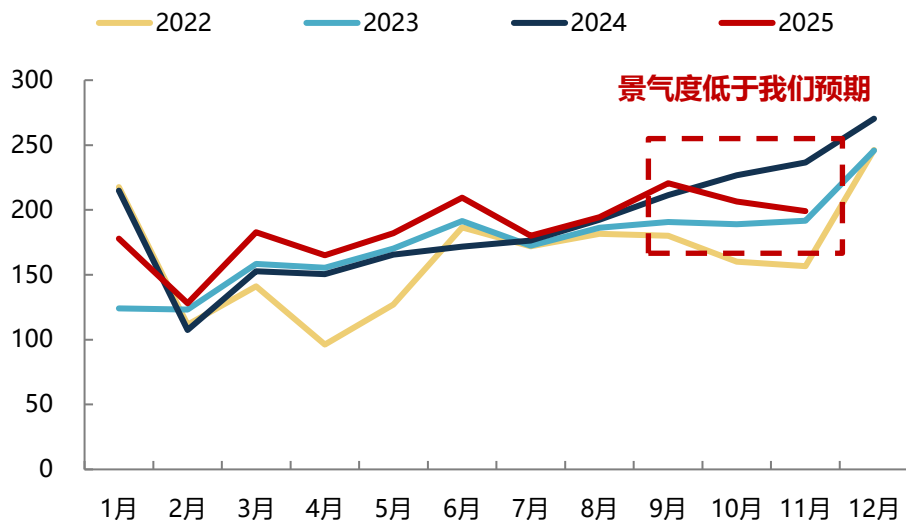
- EPS维度：1) 受国内总量影响，2026年汽零板块Beta整体较弱，结构性机会优于总量机会，存量市场寻找穿越周期的 α ，优选高竞争力带来市占率提升的产品型公司及通过内生外延切入高价值赛道的标的；2) 全球化打开汽零成长空间，增量订单主要来自看东南亚+欧洲新能源。
- 推荐标的：**福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、爱柯迪、星源卓镁（短期EPS快速提升）**



国内：存量市场寻找穿越周期的 α

- **景气度回顾：10月起零售表现低于预期，渠道加库较多；新能源零售渗透率表现略低预期。**在两新政策拉动下2025年Q1-Q3乘用车零售表现符合预期，10月起由于政策退坡扰动，消费者观望情绪加重，部分购车需求存在后移。2025年10月/11月渠道分别加库30/41万辆，加库幅度超我们预期。结构上来看3月-8月新能源零售口径渗透率环比基本持平，全年渗透率表现略低于我们预期。
- **价格战回顾：反内卷监管背景下价格竞争趋缓。**国家发改委/工信部/市场监管总局等部委自6月以来密集举办座谈会，指明推进价格监测、生产一致性检查、账期缩短等。整体而言Q3终端在反内卷监管背景下折扣相对克制，比亚迪等车企7月起有一定提价，下半年终端价格相对平稳。
- **26年行业受新能源购置税征收5%影响，内需整体预期-3.5%。**2026年1月1日起至2027年12月31日，新能源汽车将恢复征收车辆购置税，但享受“减半征收”优惠，即：车购税按应税车辆计税价格的5%征收（正常税率为10%）。每辆新能源乘用车享受的车购税减免额度上限为15,000元。

图：2022-2025乘用车月度交强险数据/万辆



表：乘用车2025年&2026年景气度预测

		2023	2024	2025E	2026E
内需-交强险口径/万辆					
乘用车销量		2098	2276	2281	2200
	YOY	6.2%	8.5%	0.2%	-3.5%
新能源乘用车销量		732	1076	1240	1320
	YOY	38.97%	47.14%	15.2%	6.4%
	渗透率	34.9%	47.3%	54.4%	60.0%
外需-乘联会口径/万辆					
乘用车出口量		381	470	572	641
	YOY	60.3%	23.2%	21.8%	12.0%
新能源乘用车出口		104	120	245	352
	YOY	66.9%	16.0%	104.0%	43.9%
	占比	27%	26%	43%	55%
批发-乘联会口径/万辆					
乘用车批发销量		2555	2710	2953	2870
	YOY	10.4%	6.0%	9.0%	-2.8%
新能源批发销量		887	1215	1550	1724
	YOY	36.8%	37.0%	27.5%	11.2%
	渗透率	34.7%	44.8%	52.5%	60.1%

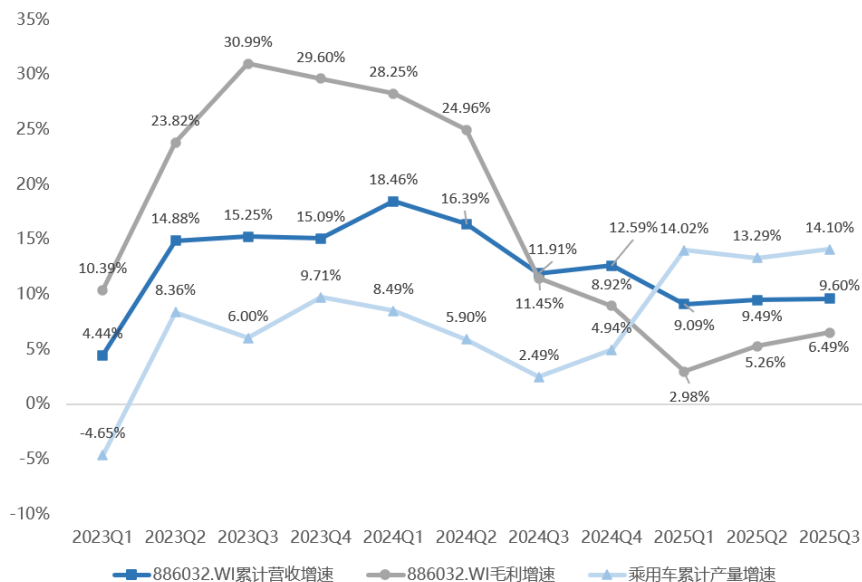
价:新能源车企格局动荡，年降压缩汽零利润

- **新能源市场格局：比亚迪市占率下滑，吉利/零跑/小米/小鹏市占率提升明显。**比亚迪受国内竞争加剧+反内卷影响，2025M10批发口径销量市占率相较2024年下滑5.8pct，承压明显；零跑受益于B平台新车放量2025M10市占率提升1.3pct；小米YU7放量带动市占率+1.9pct；小鹏受益于MONA M03的放量带动市占率+1.7pct。其余车企中特斯拉/理想/广汽市占率同比下滑。2026年新能源车企格局仍将受行业竞争影响从而延续动荡形式。
- **汽零营收&毛利增速与乘用车增速已出现交叉，年降正逐步蚕食汽零盈利空间。**
 - 以万得汽车零部件指数（886032.WI）中240家汽零企业为样本，样本营收&毛利增速于2024Q1以来增速逐步放缓，2025Q1与乘用车产量增速形成交叉，核心因素为终端价格战开启对于中上游汽零ASP的冲击。
 - 2026年国补退坡后将对终端需求造成负面影响，进一步影响汽零与整车厂的利润。

图：新能源车企市占率变化情况（交强险口径）

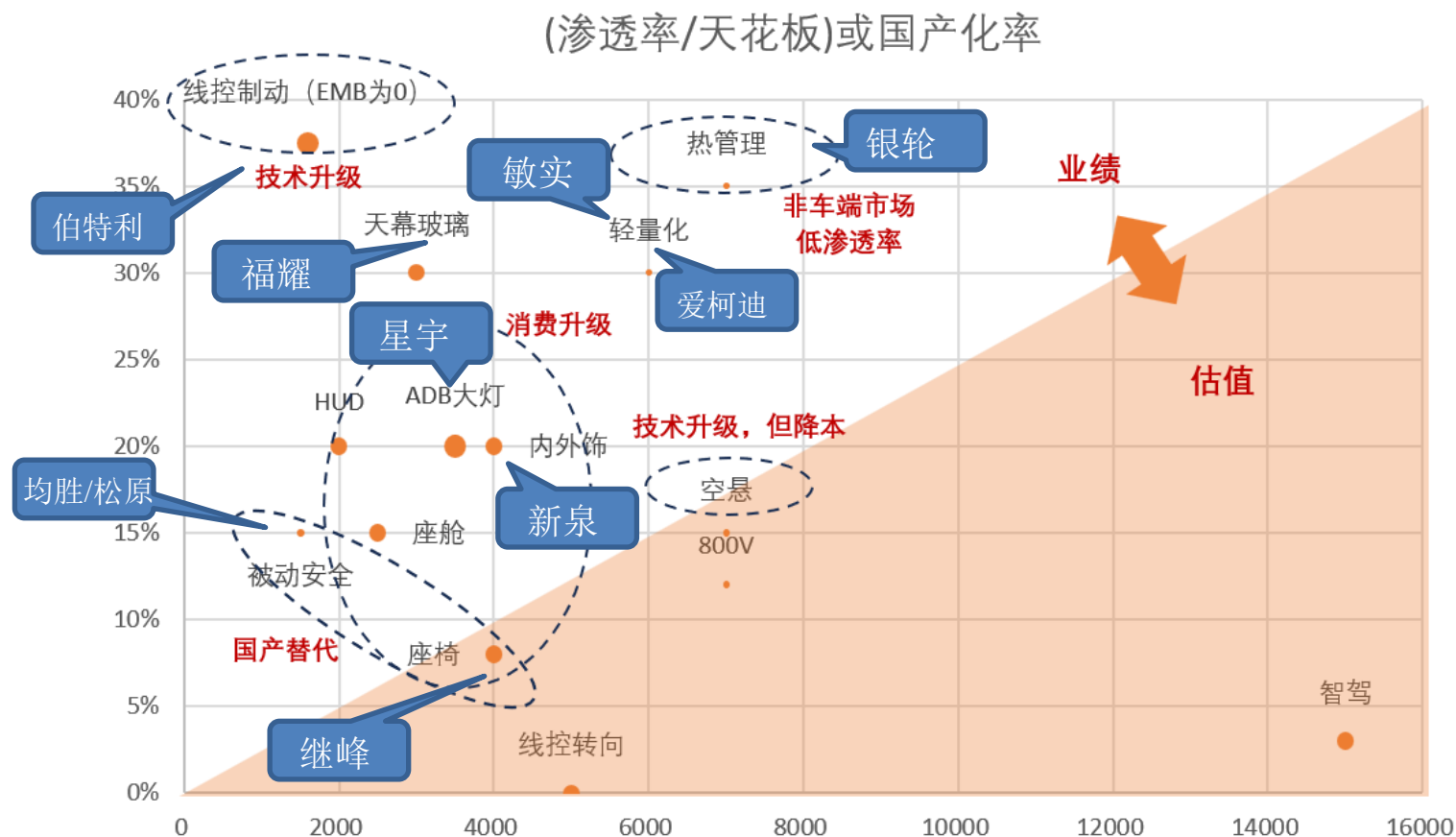
集团	2024	2025M10	市占率变化(pct)
比亚迪	34%	28%	-5.8
上汽	10%	9%	-0.5
吉利	8%	12%	4.1
特斯拉	6%	5%	-1.4
长安	6%	6%	0.3
理想	5%	3%	-1.3
广汽	4%	3%	-0.4
奇瑞	3%	4%	0.7
零跑	3%	4%	1.3
长城	3%	3%	0.1
蔚来	2%	2%	0.4
小鹏	2%	3%	1.7
小米	1%	3%	1.9
其他	14%	14%	-0.9

图：2023-2025Q3汽零季度营收&毛利增速与乘用车累计产量增速对比



- 思路一：高竞争力带来市占率提升的产品型公司——福耀玻璃（已证明自己）、星宇股份、双环传动
- 思路二：内生外延切入高价值赛道提高ASP——新泉股份（座椅）、云意电气（智驾）、星源卓镁（镁合金）

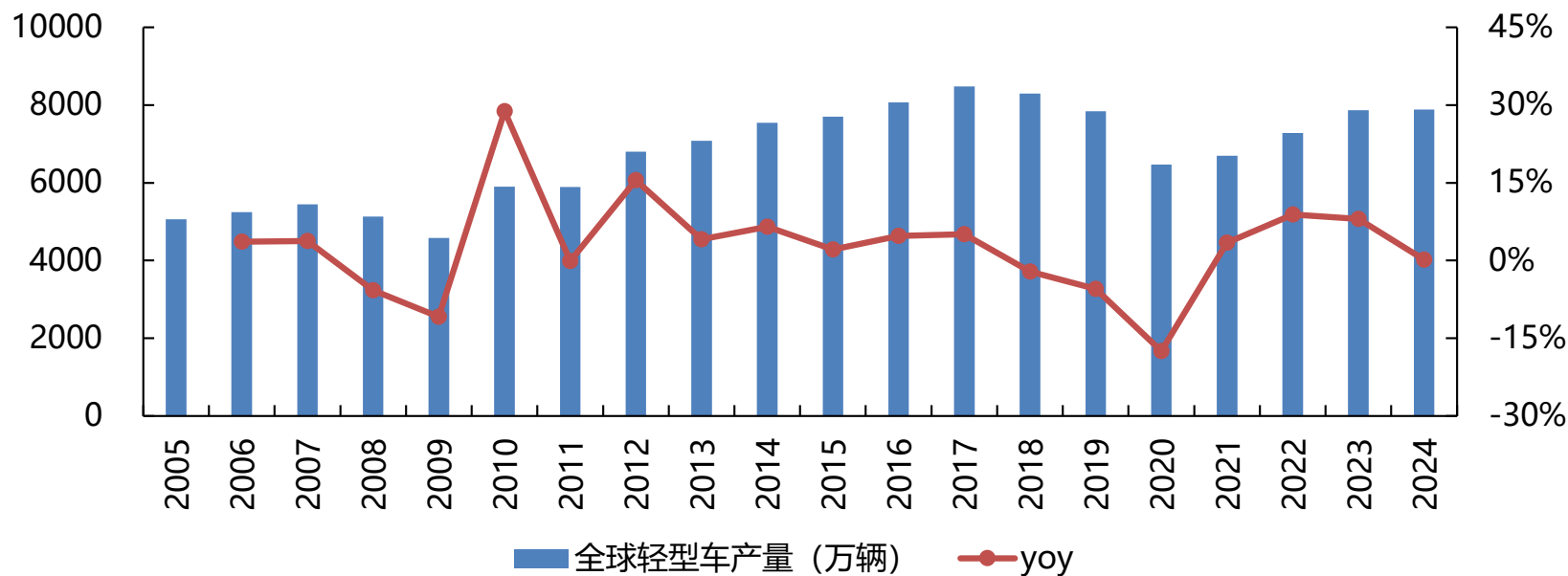
图：汽零分赛道ASP及渗透率情况



全球化：本地部署加速，成就全球巨头

- 全球轻型车产量在2017年达到峰值的8475万辆，2020年回落至6469万辆。此后，全球轻型车产量持续回升，2024年实现产量7882万辆，同比增长0.18%。
- 分地区看，海外轻型车市场广阔，其中2024年海外轻型车产量5170万辆，占全球轻型车市场比例为66%。

图：全球历年轻型车产量及yoy



- **海外零部件巨头均已实现全球化业务布局。**通过梳理全球营收排名前列的汽车零部件企业的经营布局可以看到，这些海外零部件巨头均已实现了全球化的业务布局，只有依靠全球市场汽零企业营收体量才能达到千亿规模。

表：全球零部件巨头均实现了全球化布局（注：表中营收和排名为2021年数据）

零部件企业	总部地址	主要业务	营业收入 (亿美元)	全球营收 排名	业务覆盖区域				
					欧洲	亚洲	北美洲	南美洲	非洲
博世	德国	动力总成、底盘、电动化产品、汽车电子等	491.44	1	√	√	√	√	√
电装	日本	热管理、动力总成、汽车电子、电气系统等	435.69	2	√	√	√	√	√
采埃孚	德国	主被动安全、底盘、电动动力总成、ADAS等	393.00	3	√	√	√	√	√
麦格纳国际	加拿大	车身结构及外饰、动力总成与视觉、座椅等	362.00	4	√	√	√	√	√
爱信精机	日本	动力总成、驾驶安全相关、车身相关等	334.76	5	√	√	√	√	√
现代摩比斯	韩国	底盘模块、座舱模块、前端模块、被动安全等	290.73	6	√	√	√	√	
佛瑞亚	法国	座椅、内饰、绿动智行、电子、照明等	258.80	7	√	√	√	√	√
大陆	德国	安全与制动、架构和网络、智能出行等	241.97	8	√	√	√	√	√
巴斯夫	德国	涂料、功能材料等	213.53	9	√	√	√	√	√
李尔	美国	座椅、电子零部件等	192.63	10	√	√	√	√	√
法雷奥	法国	驾驶辅助、动力总成、热管理、车灯等	167.37	11	√	√	√	√	√
天纳克	美国	洁净空气系统、性能解决方案系统、动力总成等	150.44	12	√	√	√	√	√
矢崎	日本	线束、仪表、连接器等	148.98	13	√	√	√	√	√
住友电工	日本	线束、弹簧钢线、光学镜头、漆包线等	143.33	14	√	√	√	√	√
博格华纳	美国	空气管理、电动/传动系统、燃油喷射等	139.85	15	√	√	√	√	
延锋	中国	内外饰、座椅、安全系统、座舱电子等	137.57	16	√	√	√		√

- 从2024年分区域的市场来看，北美地区（美墨加）轻型车产量为1530万辆，占全球市场的19.4%，其中美国产量1009万辆，为北美最大的单一市场；欧洲轻型车产量1241万辆，占全球市场的15.8%。亚洲除中国市场外，日韩也是主要的轻型车市场，2024年产量为1108万辆，占全球份额的14.1%。
- 除上述以外的其他市场如南美、非洲目前的轻型车产量在全球市场的占比仍然较低。

图：2024年全球轻型车分区域产量情况

分区域	亚洲					欧洲		北美			南美		非洲	
	中国	日本	韩国	东南亚	亚洲其他	西欧	中/东欧	美国	墨西哥	加拿大	巴西	南美其他	摩洛哥	非洲其他
轻型车产量 (万辆)	2712	716	392	323	571	852	389	1009	390	131	229	48	53	54
细分市场占全球份额	34.5%	9.1%	5.0%	4.1%	7.3%	10.8%	4.9%	12.8%	5.0%	1.7%	2.9%	0.6%	0.7%	0.7%
占全球份额	59.9%					15.8%		19.4%			3.5%		1.4%	

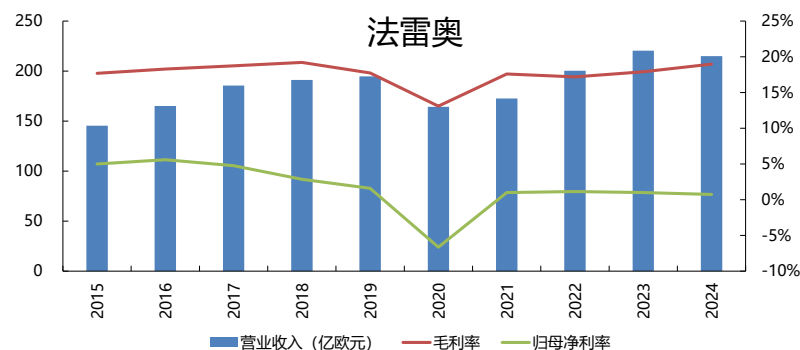
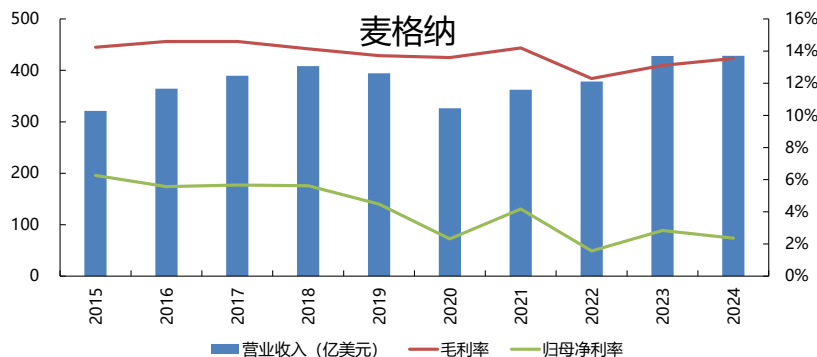
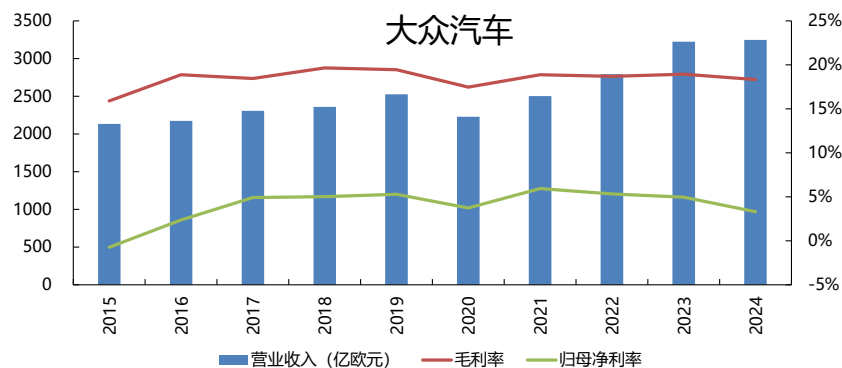
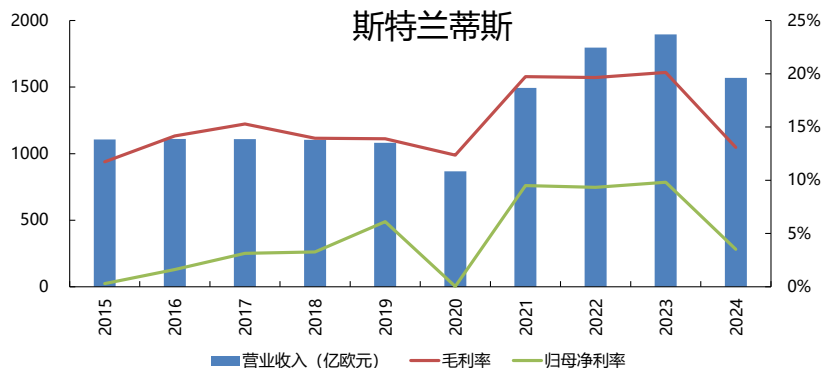
- **跟随自主品牌车企出海。**类似于日本零部件企业跟随日系车企实现全球化发展，自主零部件也在跟随自主车企出海，目前自主品牌车企仍主要以出口的方式覆盖海外市场，2024年我国乘用车出口规模约为550万辆，分区域来看主要以欧/美/日/韩以外的市场为主，其中东南亚、中东、拉美和独联体为主要的出口市场。
- **直接进入欧美市场，通过获取欧美车企订单完成出海。**对于欧美、日韩等汽车工业发达且贸易壁垒较高的市场，自主品牌主机厂难以在短时间内获取较高份额，自主零部件企业可以直接切入欧美车企的供应链，典型的代表为特斯拉产业链。

图：2024年中国乘用车出口分区域情况

分区域	亚洲					欧洲			北美		南美		非洲	大洋洲
	日本	韩国	东南亚	印度	亚洲其他 (不含中国)	西欧	俄罗斯	欧洲其他	美国	北美其他	巴西	南美其他		
轻型车市场容量 (万辆)	384	148	275	418	662	1132	168	220	1554	323	249	211	141	131
中国出口乘用车销量 (万辆)	3.3	6.5	50.5	8.0	124.5	83.5	103.1	36.1	10.5	38.9	22.8	29.1	15.6	16.6
区域出口占中国出口总量比例	0.6%	1.2%	9.2%	1.5%	22.7%	15.2%	18.8%	6.6%	1.9%	7.1%	4.2%	5.3%	2.8%	3.0%
中国出口乘用车在该区域市场市占率	0.9%	4.4%	18.4%	1.9%	18.8%	7.4%	61.4%	16.4%	0.7%	12.0%	9.2%	13.8%	11.1%	12.7%

- 中国汽零出海最大的优势本质上还是中国制造业的对海外的降维打击，主要体现在**成本控制和响应效率两方面**，特别是本轮国内电动化大β下一批自主汽零龙头在国内证明了自己。
- 此外，部分和电动化/智能化强相关的零部件赛道，自主零部件具备明显的技术和产业链布局的优势且具备一定的稀缺性，如大/小三电、热管理、新能源主减齿、智能车灯等。
- 此外，海外车企和零部件企业近年来的经营恶化也为自主零部件出海带来了机遇。

图：海外车企和零部件企业近年来盈利能力逐渐恶化



■ **福耀玻璃已有三十年的海外市场探索和发展经历。**福耀的海外业务拓展可以追溯至上世纪80年代，从最初的海外配件市场开始，福耀逐步拓展至海外OEM市场，并从国内生产出口的方式逐步发展至海外建设产能实现海外本地化配套的模式。

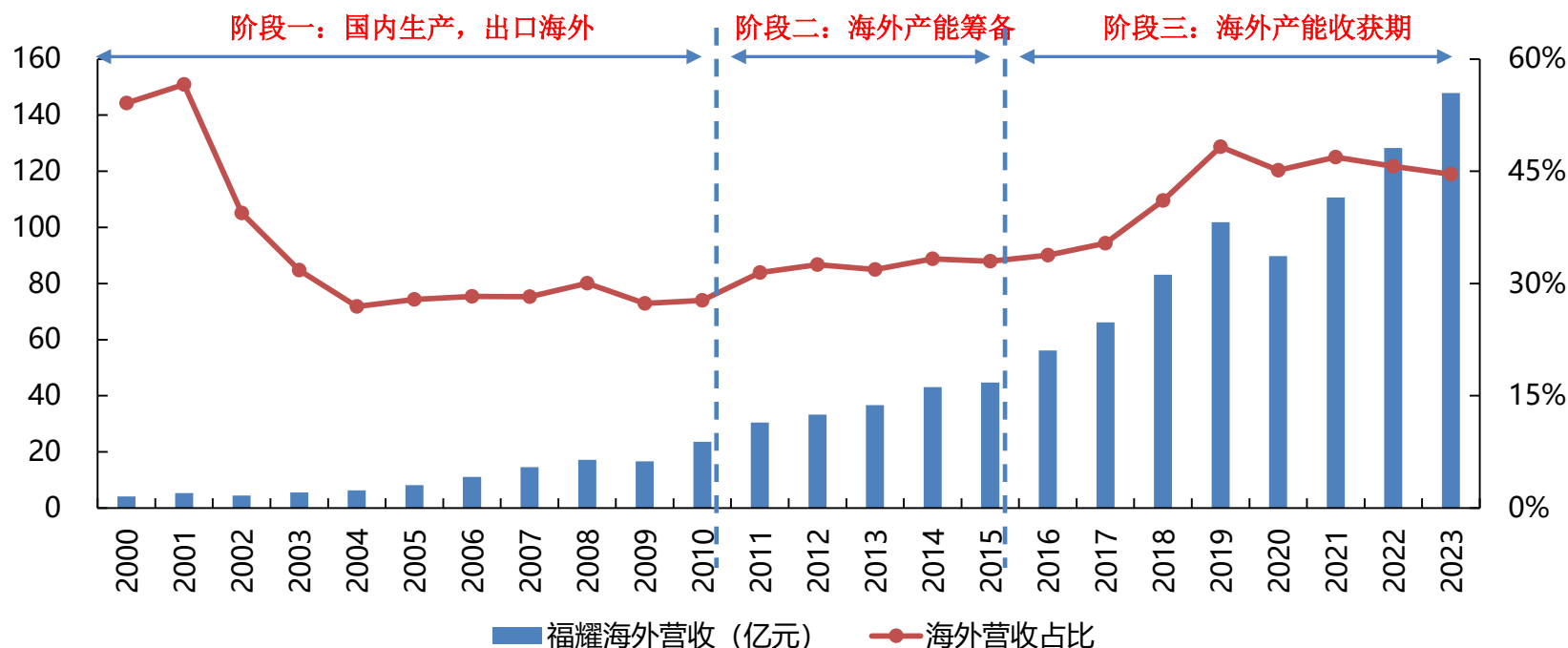
图：福耀玻璃海外市场发展历程

时间	事件
1989	福耀开始向香港配件市场出口汽车玻璃
1991	福耀向加拿大TCG出口汽车玻璃，代表着公司业务拓展至海外发达国家配件市场
1994	福耀在美国南卡罗来纳州成立美国绿榕，负责北美市场的汽车玻璃销售，开启海外扩张
2002	福耀在加拿大赢得汽车玻璃反倾销案；福耀与现代签订了第一份配套汽车玻璃销售协议
2004	福耀在美国南卡罗来纳州成立福耀北美玻璃工业有限公司
2005	福耀与德国奥迪签订汽车玻璃配套供货协议
2007	福耀组建福耀欧洲玻璃工业有限公司，为欧洲配套客户提供销售和客户支援服务；福耀组建福耀韩国玻璃工业有限公司，为韩国配套客户提供销售和客户支援服务
2008	福耀组建福耀日本株式会社，为日本配套客户提供销售和客户支援服务
2010	福耀收购福耀玻璃配套北美有限公司全部股权
2011	福耀与俄罗斯卡卢加州政府签署汽车玻璃生产项目投资协议
	福耀俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成投产
2013	公司拟在美国俄亥俄州独资组建“福耀玻璃美国有限公司”，投资2亿美元建设汽车安全玻璃项目，形成年产 300 万套汽车安全玻璃的生产规模
2014	7月，公司拟对福耀美国增加投资20,000万美元，并由福耀美国在美国伊利诺伊州独资设立子公司“福耀玻璃伊利诺伊有限公司”，由该子公司投资20,000万美元建设浮法玻璃项目
2015	芒山浮法第一条线投产
2016	俄亥俄汽玻工厂投产；芒山浮法第二条线投产；3月，公司拟对福耀美国增加投资20,000万美元，最终形成年产2,200万平方米（不含包边厂108万平方米）汽车安全玻璃的生产规模。
2017	俄亥俄汽玻550万套和芒山浮法两条产线均完成建设
2022	福耀在美国增资6.5亿美元，建设镀膜汽车玻璃、钢化夹层边窗等项目

■ 根据公司海外市场的供应模式，可以将福耀出海的历程划分为三个阶段：

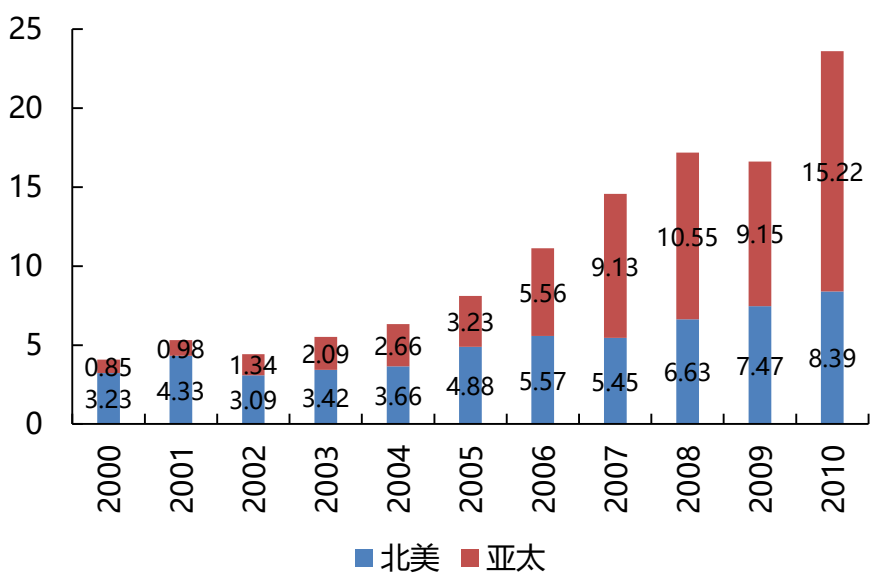
- ✓ 第一阶段（国内生产，出口海外）：这一阶段福耀主要是利用国内较低的生产成本，通过国内生产、出口海外的方式拓展海外市场，这一阶段主要实现的是销售的全球化；
- ✓ 第二阶段（海外产能的筹备期）：这一阶段公司海外业务收入仍然依靠出口实现，但海外的工厂产能已经在建设中；
- ✓ 第三阶段（海外产能收获期）：这一阶段公司海外产能正式释放，海外生产本地配套的收入占比持续提升。

图：福耀海外业务发展整体可以划分为三个阶段



- **福耀出海第一阶段：国内生产，出口海外。**
 - ✓ 2000-2010年公司海外收入持续增长，北美和亚太（除中国）是该阶段公司主要的出口市场。
 - ✓ 北美市场：北美收入从2000年的3.23亿元增长至2010年的8.39亿元，复合增长率为10%。其中，2002-2004年公司北美业务收入由于受到美国和加拿大的反倾销调查而产生波动。
 - ✓ 亚太市场（除中国外）：公司亚太收入从2000年的0.85亿元持续增长至2010年的15.22亿元，复合增长率为33%，整体保持快速增长。其中，2006-2010年随着福耀陆续在韩国和日本成立商务机构，亚太地区收入实现了快速增长。
- **国内生产，出口海外的模式虽然可以充分利用国内低廉的生产成本，但随着业务体量的增长，潜在的贸易壁垒开始出现（如美国和加拿大的反倾销调查）。**

图：2000-2010年福耀海外分地区收入（单位：亿元）



表：美国和加拿大反倾销调查时间表

时间	事件
2001	美国商务部和美国国际贸易委员会对中国公司出口至美国市场的维修用汽车前挡风玻璃是否倾销进行调查。
2002	1月，福耀受到加拿大国际贸易法院的反倾销调查；3月，美国裁定倾销成立；8月，加拿大国际贸易法院最终认定福耀在加拿大的商品销售没有造成重大损害。
2003	福耀向美国国际贸易法院正式提起诉讼，对前述裁定提出质疑。
2004	5月，美国商务部公布行政复审的初裁结果，福耀的倾销税率由11.80%降低至0.13%；10月，美国商务部公布了行政复审的终裁结果，维持初裁裁定结果0.13%。
2006	美国商务部向国际贸易法院提交了最终裁定概要及重审裁定，福耀的倾销幅度修改为0%。
2007	5月，国际贸易法院接受了商务部向其提交的最终重审裁定，裁定本公司的倾销幅度为0%。

■ **福耀出海第二阶段：**海外投资加速，布局俄罗斯和美国工厂。作为福耀全球化的第二个阶段，2011-2016年福耀在俄罗斯和美国加大资本开支，建设俄罗斯汽车玻璃工厂、美国俄亥俄州汽车玻璃工厂和美国伊利诺伊州浮法玻璃工厂。在这一阶段，公司海外业务收入仍然依靠国内生产出口海外的模式，但随着后续海外产能释放，海外生产本地化配套业务将开始贡献增量。

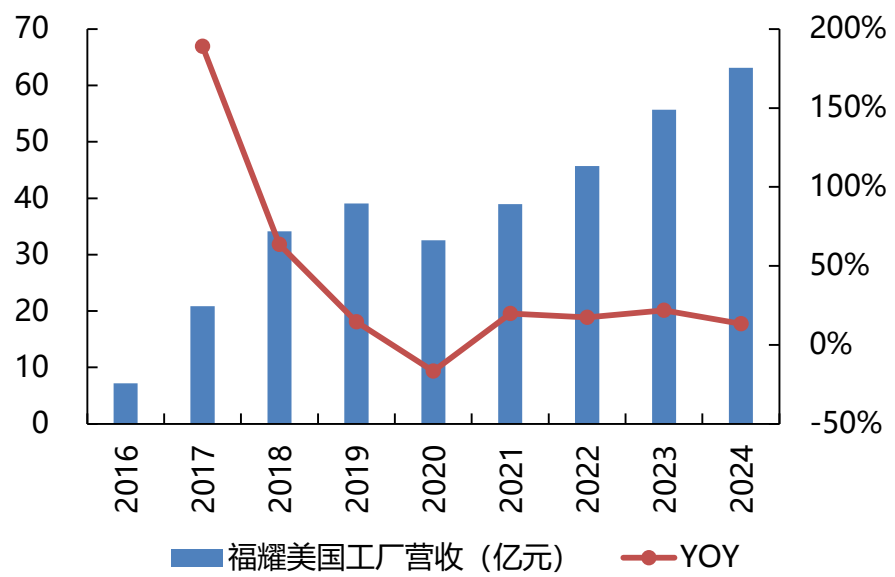
表：福耀玻璃海外资本开支梳理

投资时间	投资项目	投资金额	主要产品及产能	目标客户	(预计) 投产时间
2011	俄罗斯汽车玻璃工厂	2亿美元	200万套/年汽车安全玻璃	大众及欧洲主机厂等	2013
2013	美国俄亥俄州汽车玻璃工厂（一期）	2亿美元	300万套/年汽车安全玻璃	通用等北美主机厂	2016
2014	美国伊利诺伊州浮法玻璃工厂	2亿美元	26万吨/年汽车级浮法玻璃	福耀俄亥俄州汽车玻璃工厂	2015
2016	美国俄亥俄州汽车玻璃工厂（二期）	2亿美元	250万套/年汽车安全玻璃	北美主机厂	2017
2022	福耀美国镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线等项目；福耀伊利诺伊一窑两线（浮法玻璃生产线）、太阳能背板玻璃深加工生产线、厂房及配套基础设施项目	6.5亿美元	汽车玻璃、浮法玻璃、太阳能背板玻璃	北美主机厂等	/

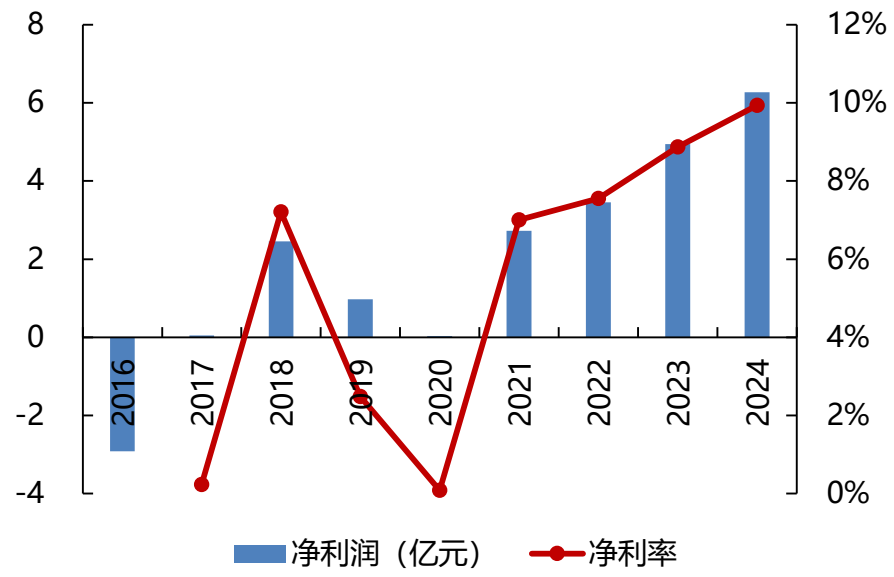
■ 福耀出海第三阶段：美国工厂持续贡献收入和利润增量。

- ✓ 福耀玻璃美国工厂收入持续增长。福耀美国工厂一期于2016年投产并在当年实现营收7.21亿元，并在后续三年内实现收入的持续快速增长，2019年福耀美国工厂实现营收39.07亿元，三年的复合增长率达76%。2020年，受全球公共卫生事件的影响，福耀美国工厂营收降至32.54亿元，同比下降16.72%，仍整体稳定。从2021年开始，福耀美国工厂收入重回增长，2023年实现营收55.70亿元，同比增长21.83%。
- ✓ 福耀美国工厂盈利能力近年来持续提升。福耀美国工厂投产第二年（2017）基本实现盈亏平衡，2018年实现净利率7.21%。2019-2020年福耀美国工厂净利率有所波动，从2021年开始福耀美国工厂净利率稳中有升，其中2023年实现净利润4.94亿元，对应净利率8.87%。

表：福耀美国工厂营业收入及YOY



表：福耀美国工厂净利润及净利率



■ 福耀玻璃在北美的扩张过程是中国零部件企业出海的范例。整体来看，福耀美国工厂的成功受到了天时、地利、人和三方面因素的助力。

图：福耀北美扩张成功的归因

地利

- **竞争格局：**北美汽车玻璃市场格局好，竞争温和，整体盈利水平较好。
- **对手行为：**主要竞争对手均没有强烈的扩张意愿，资本开支水平较低；部分竞争对手业务收缩或剥离。
- **客户基础：**福耀在北美有通用汽车等客户基础，以通用为基础开拓其他OEM客户

天时

- **扩张时机：**当时美国整体经济和汽车行业均处于从金融危机中持续恢复的阶段中，当地政府为了创造工作岗位从而大力招商引资，税收激励政策格外优厚。
- **汽玻产品特性：**运输难度大；成本结构中能源成本占比高，而美国能源价格（电力、天然气）低廉。

人和

- **公司实力：**福耀自身市场竞争力极强，垂直整合、全产业链布局、持续高研发投入。
- **国内基础：**在进行海外资本开支前，福耀已经是国内汽车玻璃龙头，市场份额极高
- **海外策略：**福耀在赴美建厂前已经设立了商务机构，对市场较为熟悉；美国工厂建立后也采用了正确的经营策略

- 自主汽车零部件企业出海需要考虑具体的投资区位情况，一般的原则为低成本辐射的战略。例如，墨西哥之于美国，《美墨加贸易协定》中满足条件的企业在墨西哥制造的产品出口北美将获得零关税；欧洲汽车市场则为统一的大市场，可选择波兰、塞尔维亚、匈牙利等中东欧国家作为投资目的地。
- 此外，选择海外投资目的地还需考虑的几点额外因素：社会安定情况、与中国的友好程度、政府激励补贴，政府支持力度等。

表：自主汽零主要出海投资目的地国家的情况梳理

项目	美国	墨西哥	德国	波兰	塞尔维亚	匈牙利	摩洛哥
税收情况 (企业所得税税率)	联邦所得税为21%， 各州税率不等	30%	15%	19%	15%	9%	30%（中资企业前5年免 缴企业所得税，从第6年 开始减半征收企业所得税
人工成本 (工资水平)	28.75 美元/小时	3.95 美元/小时	27.93 美元/小时	11.13 美元/小时	4.97 美元/小时	10.47 美元/小时	最低4.45 美元/小时
土地成本 (工业用地价格)	72.7 美元/平方米	34.0 美元/平方米	130.8 美元/平方米	15.8 美元/平方米	32.7 美元/平方米	31.1 美元/平方米	非核心地区50美元/平方 米 (丹吉尔工业园，汽车产 业集群，形成汽车制造全 产业链，斯特兰蒂斯布局 产能40万辆/年)
能源成本 (工业用电价格)	0.472元/千瓦时	0.616元/千瓦时	1.263元/千瓦时	0.904元/千瓦时	0.29-0.48元/千 瓦时	0.859元/千瓦时	0.6元/千瓦时
典型布局 零部件企业	福耀玻璃、恒帅股份	拓普集团、旭升股 份、新泉股份、银 轮股份、爱柯迪、 伯特利	新泉股份	银轮股份、拓普 集团	星宇股份	保隆科技	国轩高科、中信戴卡、雷 迪克、森麒麟等

■ 2020年以来，特斯拉持续推动其供应链出海布局+规避关税和地缘政治风险+零部件企业期望打开海外更大的市场，自主汽零企业持续加速海外布局。

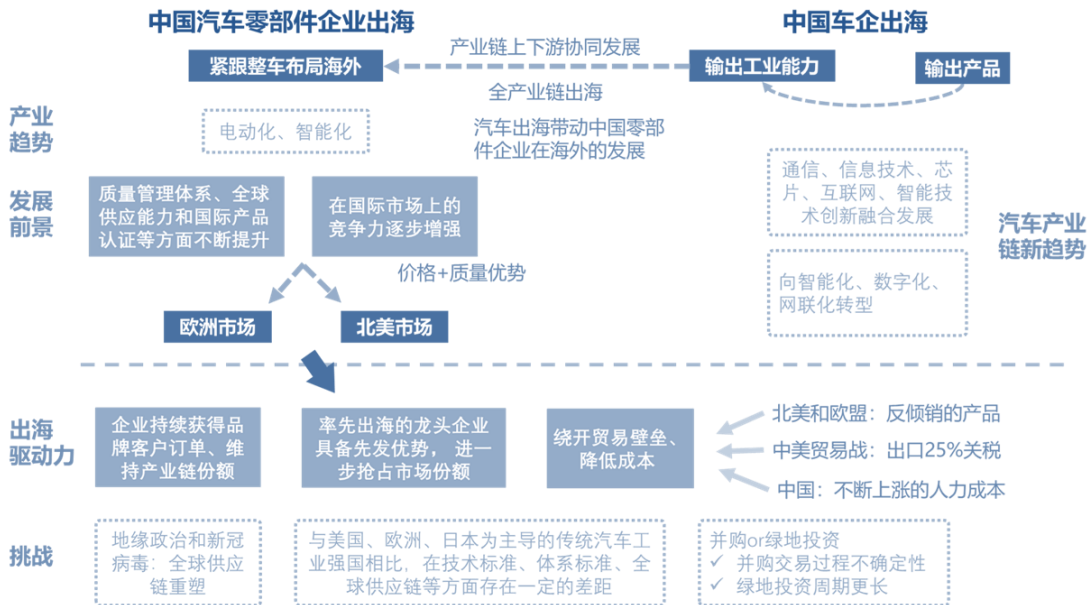
表：主要汽车零部件企业海外产能布局情况梳理

公司	主营业务	海外工厂	对应产品	投资规模	建厂进度	客户
福耀玻璃	汽车玻璃+铝饰条	美国工厂	汽车玻璃	包含汽玻和浮法产能共投资12.5亿美元	已投产	美国OEM+AM
		美国工厂二期			2025Q1投产	
		俄罗斯工厂	汽车玻璃	1亿美元	已投产	俄罗斯OEM+AM
新泉股份	硬内饰	马来西亚工厂	硬内饰	0.56亿元	已投产	宝腾
		墨西哥一期	硬内饰	3600万美元	已投产	特斯拉
		墨西哥二期	硬内饰	9500万美元	2025Q1投产	特斯拉
		斯洛伐克一期	硬内饰	6500万欧元	2025Q1投产	特斯拉
		斯洛伐克二期	硬内饰	4500万欧元	预计2026年投产	大众、沃尔沃
		美国工厂	硬内饰+座椅	/	规划中	特斯拉、福特
		德国一期	硬内饰+cockpit	/	规划中	奥迪
松原安全	被动安全	马来西亚工厂	安全带	5000万人民币	2025H2投产	吉利、宝腾
星宇股份	车灯	塞尔维亚工厂	尾灯+小灯	6000万欧元	已投产	大众、BBA
双环传动	齿轮	匈牙利工厂	新能源主减齿	1.2亿欧元	2025Q3建成开始投产	欧洲新能源OEM
常熟汽饰	内饰件	匈牙利工厂	硬内饰	6000万欧元	26年年底投产	欧洲OEM
		西班牙工厂	硬内饰	2400万欧元	预计2026年投产	斯特兰蒂斯
伯特利	制动产品	墨西哥一期	轻量化	2500万美金	2023Q3投产	通用
		墨西哥二期	轻量化+EPB	1.6亿美金	24年年底投产，25年年中全部建完	斯特兰蒂斯+福特+通用
		摩洛哥一期	EPB+线控制动	7500万美金	预计2027H1	斯特兰蒂斯+雷诺+福特+通用+奇瑞+吉利
拓普集团	减震+内饰+底盘+热管理+机器人	墨西哥工厂一期	热管理+底盘+减震+内饰	/	2024年年末投产	特斯拉+北美OEM
		泰国工厂	机器人（主要）+汽车零部件	不超过3亿美金	2025年底投产	特斯拉、吉利等
		波兰工厂	热管理	6000万欧元	已投产	特斯拉
爱柯迪	铝压铸	墨西哥工厂一期	铝合金中小件	/	已投产	海外TIER 1
		墨西哥工厂二期	铝合金压铸件	/	2025Q2投产	特斯拉+北美TIER 1
		马来西亚工厂	铝压铸	/	2025年年末	海外TIER 1
		泰国工厂（卓尔博）	电机零部件+压铸	/	预计2026H1	海外TIER 1
旭升集团	铝压铸	墨西哥工厂一期	压铸件	/	一共400亩地，一期70亩25H2投产	特斯拉、采埃孚、福特、北极星
		泰国工厂	压铸件+机器人部件	9000万美元	预计2026年投产	特斯拉等
富特科技	OBC/DC DC	泰国工厂	OBC+DC/DC	/	装修中	斯特兰蒂斯

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **天时：**北美+欧洲+东南亚汽车市场空间广阔，新能源渗透率较低且欧洲/东南亚新能源市场高增长，中国车企加速出海，海外急需优质汽零属地化配套；
- **地利：**中国供应链在经历了电动化和自主车企的激烈竞争后培育出强劲的成本控制和响应效率，2025年以来关税扰动倒逼零部件公司加速海外产能布局、将出口订单转向海外生产，随规模效应与运营成熟，海外盈利修复；海外市场格局优于国内，未来海外业务盈利能力有望优于国内；
- 优先布局欧洲/北美/东南亚产能的汽零成长性和抗风险能力大幅提升，随着盈利修复与客户深耕，有望在2026-2030年跨越为全球Tier1/平台型龙头。
- 思路：福耀玻璃、敏实集团、均胜电子（全球本地化网络）、伯特利（墨西哥/摩洛哥）、银轮股份、拓普集团（泰国/墨西哥/波兰）、新泉股份（墨西哥/斯洛伐克）等。

图：汽零出海逻辑



三、PE维度展望：聚焦 “智驾+液冷+人形机器人”三条科技主线

1、智驾：L4时代迎来新的投资机遇，重视白马 汽零左侧布局时机

■RoboX是第一主线

- **我们认为2026年是智驾关键之年：**承上启下，或结束黎明前黑暗，即将进入【B端无人车商业模式跑通阶段2026-2028年】，而智驾要在C端爆发还需等待2028年或是新一轮换车潮开启！
- **驱动L4 RoboX投资机会三大核心要素：**1) 技术层面：大模型上车带来了算法泛化质的飞跃，2026年VLA/世界模型将有望带动模型能力上限进一步提升。2) 成本层面：技术进步推动整车BOM和智驾套件成本快速下降，2026年20W以下robotaxi量产可期。3) 运营层面：一二线城市加速L4牌照和路权放开，以及互联网流量优势的玩家入局无人车。
- **2026年L4 RoboX主线投资定价体系：**颠覆电动车框架且融合互联网框架，**我们提出全新估值方式：智能体创收能力=智能体保有量*智能体能力等级（参照人类职业差异）**

■关注智能化出海/国产智能化链投资机会

- **我们认为2026年是智能化汽零出海承上启下之年：**2026年海外智能化初启，恰似2019年中国智能化阶段，部分海外头部车企在2027年前后开始新一代电动化平台车型的销售，届时新一代海外电车将会有更多国内智能化零部件参与，带来新一轮智能化汽零的价值重估。
- **国产智能化链条始终为投资主线之一：**汽车核心零部件国产化大势所趋，2026年车企将面临降本与高阶智驾上车的双重驱动，国产化是最优解。智能芯片/域控制器/智能底盘等智能化核心零部件各个赛道已经涌现出一批具备竞争力的国产龙头，我们认为应当重视这批智能化细分赛道龙头的投资价值。

2026-2030年智能化的产业节奏预判

黎明前黑暗

L2+智能化渗透率
10%-80%



电动化渗透率
50%-60%+



自主品牌市占率
巩固60-70%



智能化改变不了电动化格局
电动化的定价体系不适用智能化

B端商业模式跑通

RoboX场景陆续跑通



Robovan/矿卡/环卫等 Robotaxi/bus/truck等



RoboX创收能力=RoboX保有量 * RoboX能力等级



市场建立智能化的定价体系
“为结果付费而不是过程”

C端换车潮开启

需求端：2020-2025年的电动车
用户开启了新一轮换车周期



供给端：经过B端RoboX充分
验证，智能车=“不需要人开
的车”从梦想走进现实



智能化重塑国内车企/产业链格局
代工模式 个性化品牌 平台模式

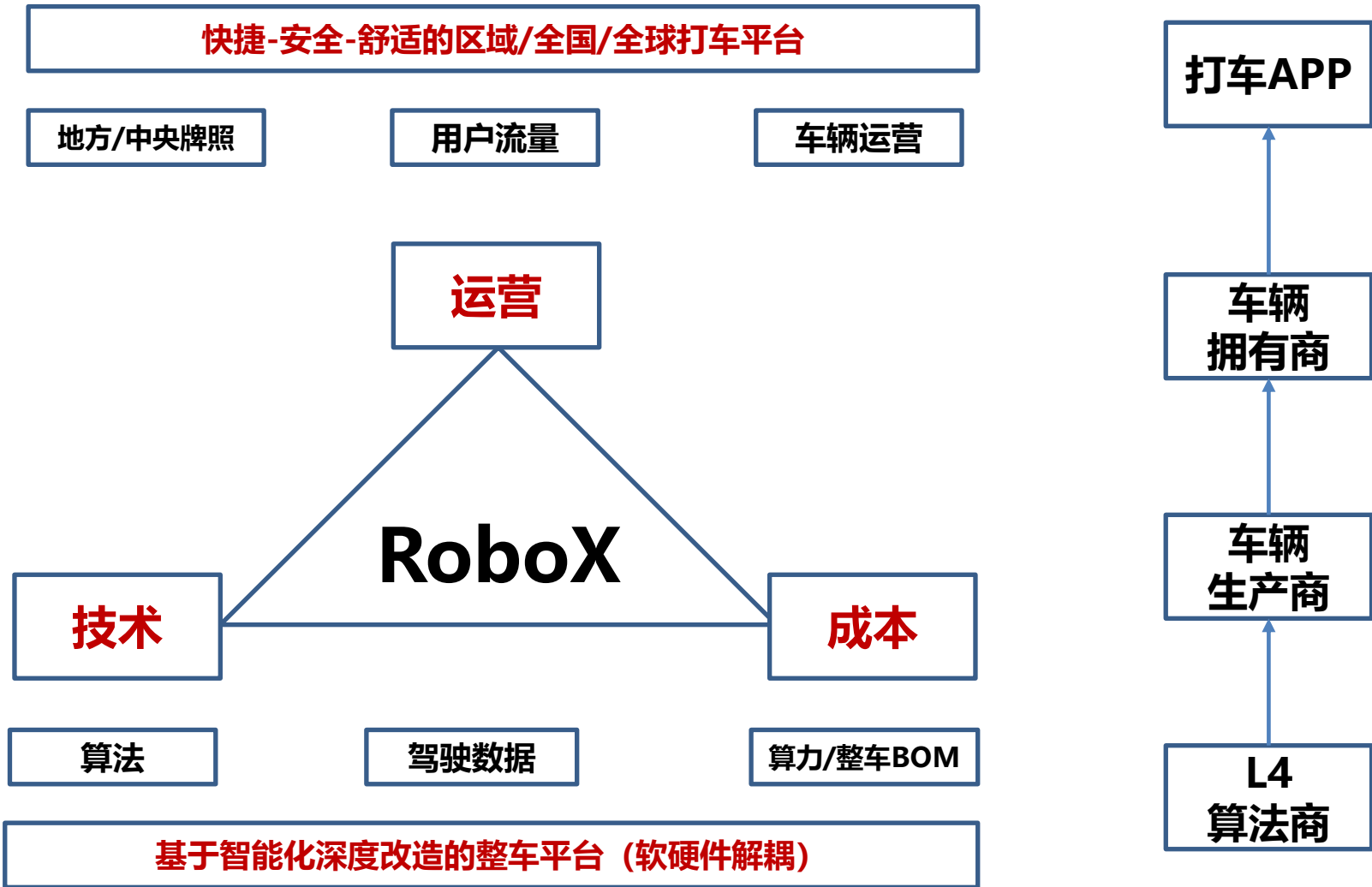
2025年

2026年

2028年

2030年

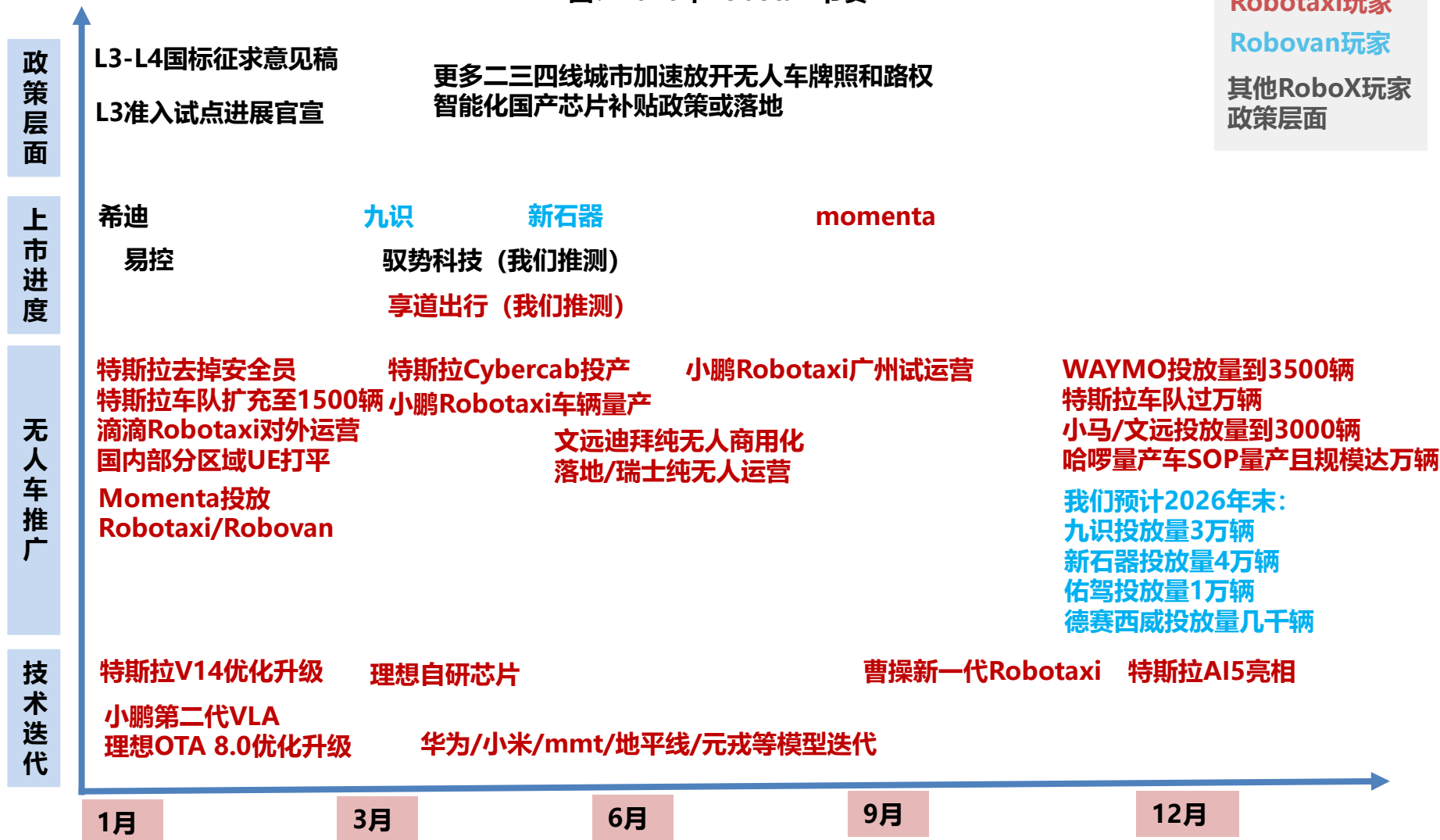
■ RoboX商业化需要天时地利人和。技术（尤其是算法的持续突破）是第一重要因素，其次是整车BOM成本控制以及运营（牌照获取是前期最关键）。最终是看【体验】。



催化剂维度：技术/政策/产业进展加速！

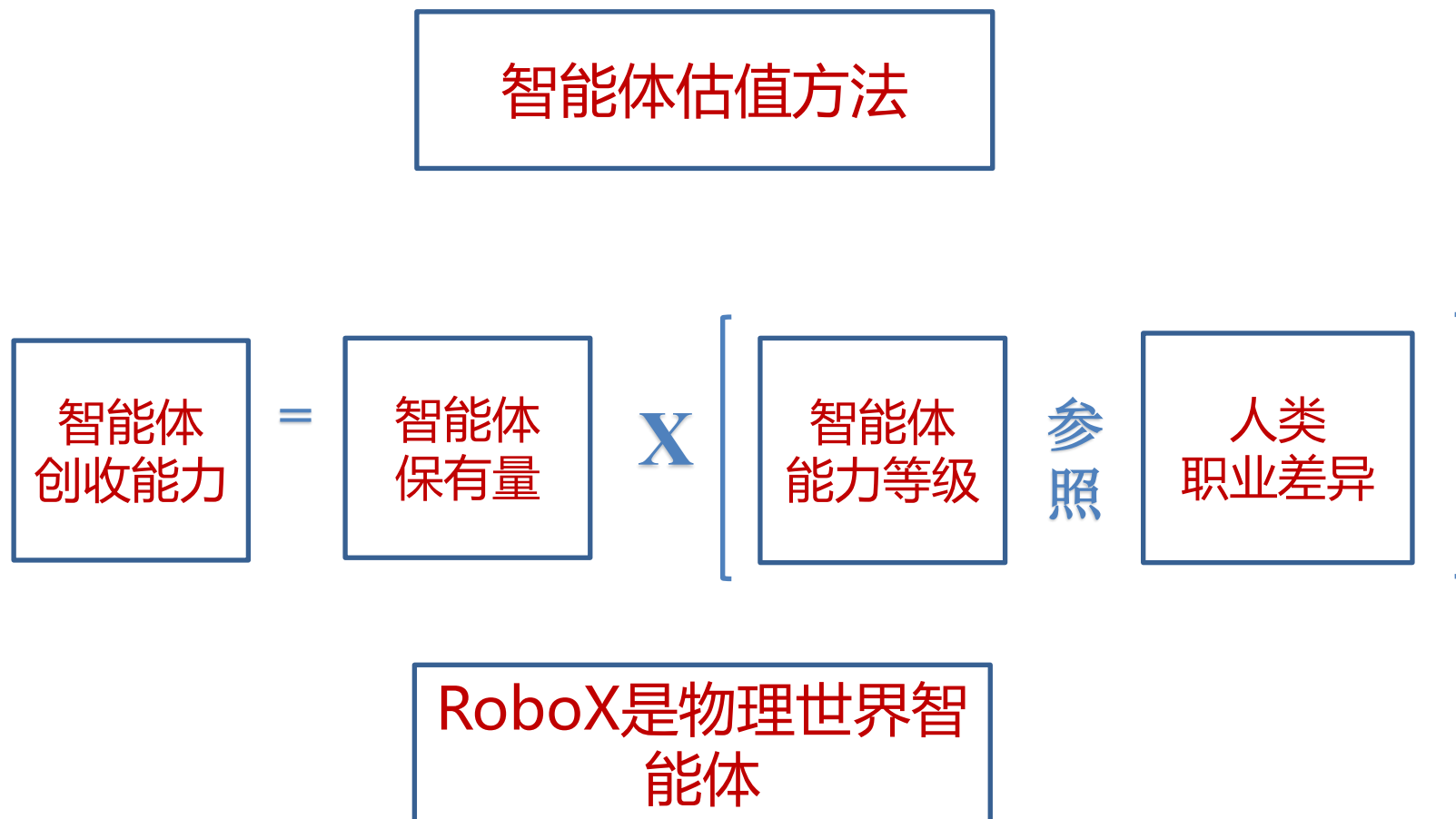
■ 2026年或是Robotaxi大年！以特斯拉为代表一众新玩家跑步入局Robotaxi！放量可期！

图：2026年Robotaxi节奏



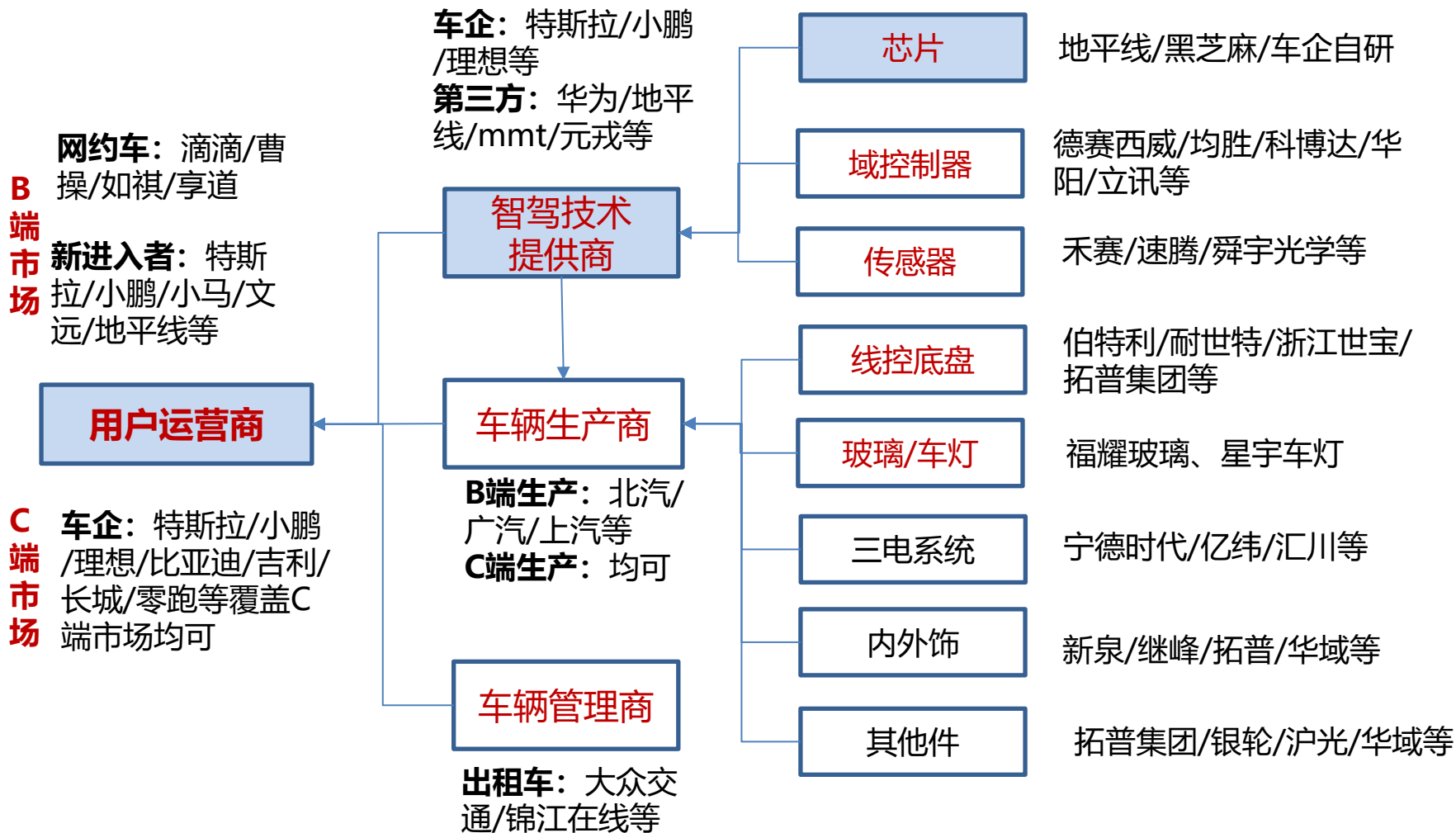
- AI时代我们认为对互联网时代的颠覆是在于：不再流量为王了，更重要是【智能体创收能力的差异】。一个智能体如果等级越高则创收能力越高，且可能是指数级的提升！

图：智能体估值方法



一张图梳理未来智能车产业链投资图谱

■ 类似PC/移动互联网，智能车产业链利润分配：芯片-智驾技术提供商（含算法-数据）-用户运营商，这三个环节我们预计会成为产业链微笑曲线的两端，其他环节是普通硬件生产商或管理角色

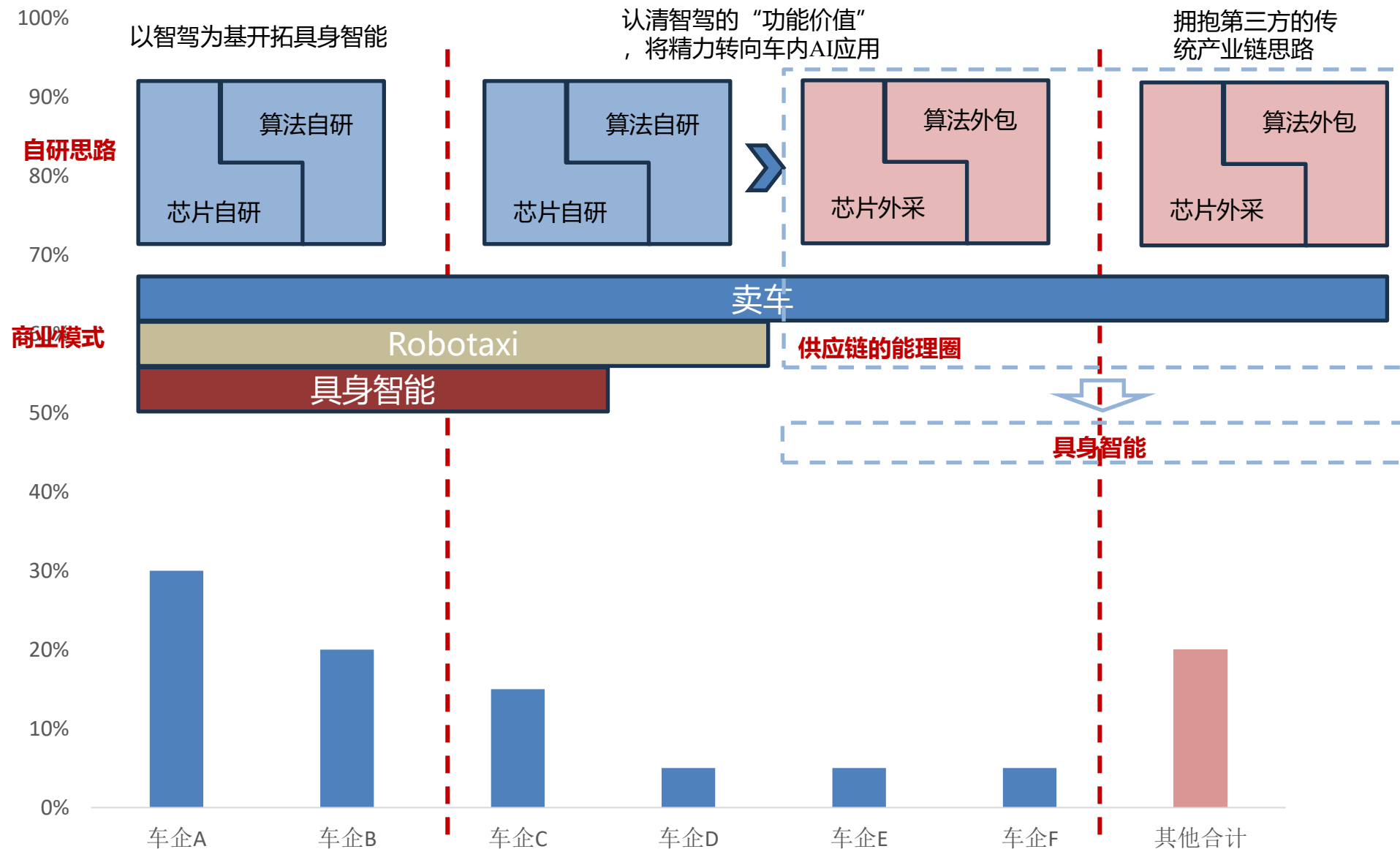


一张图梳理RoboX产业链投资图谱

■ 类似PC/移动互联网，智能车产业链利润分配：芯片-智驾技术提供商（含算法-数据）-用户运营商，这三个环节我们预计会成为产业链微笑曲线的两端，其他环节是普通硬件生产商或管理角色

B端场景	Robotaxi	Robovan	无人环卫/矿卡/港口/BUS等
用户运营	特斯拉/小鹏/小马/文远/地平线等 滴滴/曹操/如祺/享道	德赛西威/佑驾创新/九识、新石器 京东物流、菜鸟智慧物流、货拉拉	环卫：盈峰环境、玉禾田、仙途智能 矿卡：易控智驾、希迪智驾 港口：经纬恒润、斯年智驾 巴士：文远知行
算法提供商	特斯拉/小鹏/理想等 华为/地平线/mmt/元戎等	德赛西威/佑驾创新/九识、新石器	
车辆运营	大众交通/锦江在线等	中邮科技、开勒股份	
车辆生产	北汽/广汽/江铃等	江铃、江淮、福田等	易咖智车等
智驾硬件	芯片：地平线/黑芝麻/车企自研 域控制器：德赛西威/均胜/科博达/华阳/立讯等	传感器：禾赛/速腾/舜宇光学等 线控底盘：伯特利/耐世特/浙江世宝/经纬恒润/拓普集团等	
三电硬件	宁德时代/亿纬锂能/汇川技术等		
基础硬件	玻璃（福耀玻璃）、车灯（星宇股份）、座椅（继峰股份）、内外饰（新泉股份等）、轻量化底盘（拓普集团等）、轮胎（玲珑/赛轮等）、热管理（三花/银轮）、连接器线束（沪光/电连等）		

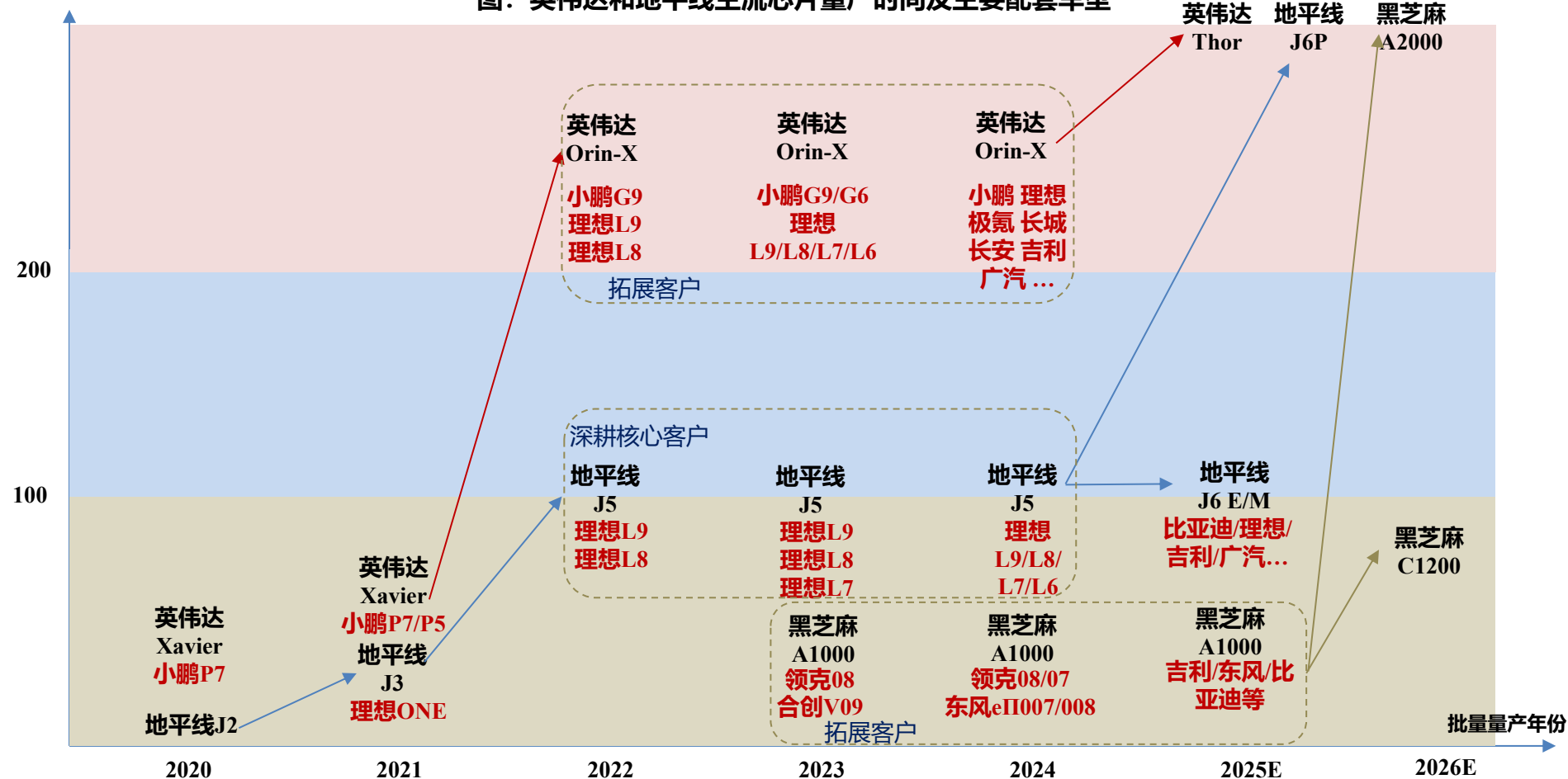
智能化终局的思考：最优秀车企+最优秀供应商



- **对比英伟达和国产芯片龙头地平线的核心车型配套时间：**英伟达和国产芯片的产品验证期错位2~3年（英伟达-小鹏-2020年，地平线-理想-2022年，黑芝麻-吉利-2023年），2022年英伟达率先走入产品迭代周期（Xavier->OrinX），国产芯片和英伟达在2025年后正式进入同层次竞争阶段。**国产芯片经过五年的追赶在量产验证和客户获取维度逐步打平英伟达。**

算力/TOPS

图：英伟达和地平线主流芯片量产时间及主要配套车型



- 对比英伟达、特斯拉芯片、国产芯片供应商的产品性能：2025年国产芯片供应商地平线/黑芝麻均实现了一轮产品升级迭代，具备了中阶、高阶芯片的供应能力。（智驾芯片的性能比较维度可以参考AI算力、CPU算力、内存带宽等等）

图：部分智驾芯片性能对比

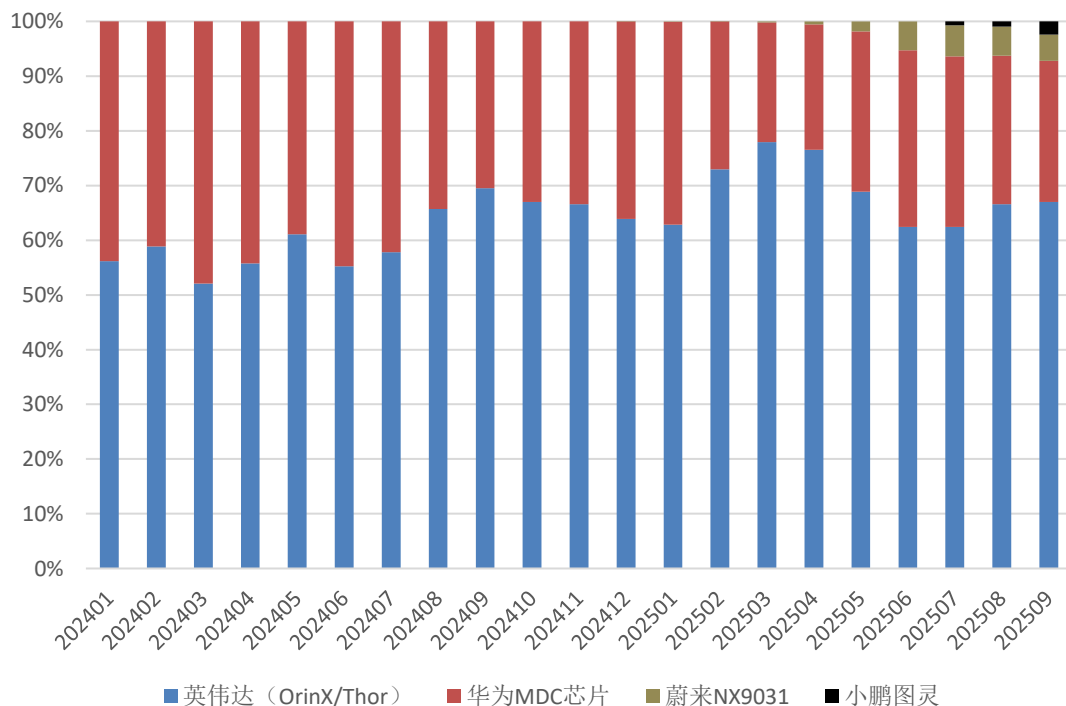
大规模量产年份	2020~2021			2022~2024				2025~					
芯片	英伟达Xavier	地平线J3	FSD 1.0	英伟达OrinX	地平线J5	黑芝麻A1000	FSD 2.0	英伟达OrinN	地平线J6M	C1236	英伟达Thor X	地平线J6P	黑芝麻A2000
AI算力（稀疏）/TOPS	30	5	74	254	128	58	216	72	128		1000	560	500
CPU													
核心/个	8	4	12	12	8	8	20	8		8	14	18	16
算力/K DMIPS		11	146	228	26	30		137	137	32	630（推测）	410	20+
架构	Carmel 64	Cortex A53	Cortex-A72	Cortex-A78	Cortex-A55	Cortex-A55	三星Exynos IP（推测）	Cortex-A78		Cortex-A78AE	Neoverse V2	Cortex-A78	Cortex-A78AE
内存													
DDR带宽/GB/s	137	4	63.58	204.5	96	37	672	100			273	205	
存储系统	LPDDR4	LPDDR4	LPDDR4	LPDDR5	LPDDR4	LPDDR4	GDDR6	LPDDR5	LPDDR5	LPDDR5/LPDDR4X	LPDDR5X	LPDDR5	LPDDR5
制程	12nm	16nm	14nm	7nm	16nm	16nm	7nm	7nm	8nm	7nm	4nm	7nm	7nm

国产芯片的历史性机遇：高算力芯片量产在即

■ 2026年是国产智驾高算力芯片落地元年：

- **供给端**：2025年11月搭载地平线J6P及HSD算法的奇瑞ET5量产，我们认为国产高算力芯片进入大规模量产新纪元。
- **需求端**：自主车企当前面临智驾上车与降本的矛盾，国产高算力芯片我们认为是最优解，兼顾性能与成本。

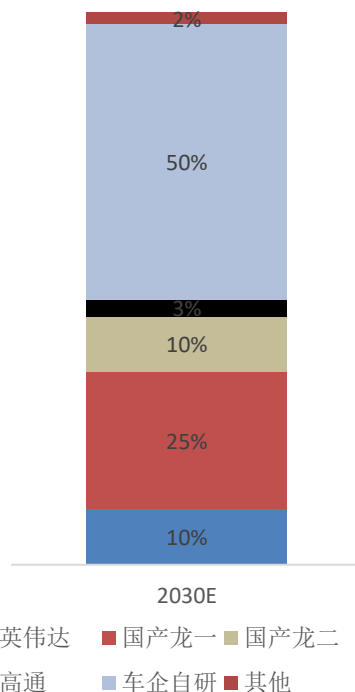
图：高阶智驾芯片市场格局（车型销量口径）



国产芯片龙头：地平线等
• 二线车企最优解

车企自研芯片：特斯拉/华为
• 最优软硬结合能力

海外芯片龙头：英伟达
• 最早验证，最多量产
• 推出更多产品品类



2、机器人开启1-10：特斯拉硬件方案逐步收敛，AI模型优化大脑训练

■ Optimus V3 定型在即，T链机器人开启1-10。

- 特斯拉已形成“硬件架构收敛（线性+旋转执行器、多模态力触觉）+大模型/训练基础”双轮驱动，年底有望启动百万级产线，机器人开启1-10。
- Optimus V3 定型在即，硬件聚焦确定性标的，后续核心看点在灵巧手+大脑。
- 其中灵巧手为“价值量+技术迭代”弹性最大单元，技术路线加速向“腱绳/丝杠复合传动+高密度驱动+全域触觉”收敛。
- “大脑”决定上限：特斯拉以FSD/数据-算力体系迁移至具身智能，端到端与推理模型能力构筑护城河；对比Figure“Helix (VLA)”、华为盘古/鸿蒙生态，2026年将进入“算法可用性+训练/推理工程化”验证阶段。

■ 国内机器人百花齐放，资本进展加速。

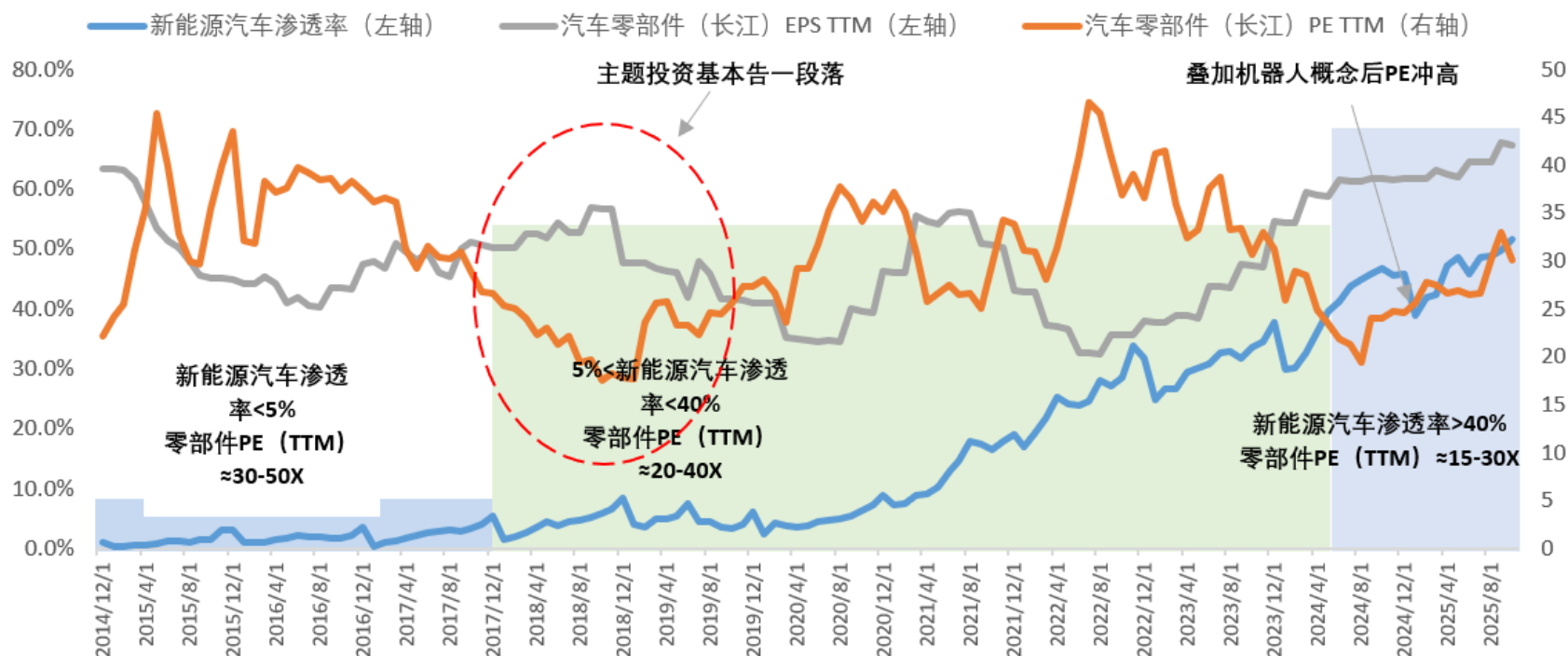
- 国产链具备“成本/制造/快速迭代”优势，已在丝杠、减速器、传感器、电机与关节模组形成多点突破；降本路径明确。
- 优必选、智元、宇树等国产本体公司频获订单，资本进展加速，关注本体公司放量节奏，供应链卡位+应用放量为核心。

■ 将新能源渗透率分为三个阶段来看：

- 早期渗透率<5%，板块高估值主要依赖行业想象空间，主题投资+沾边普涨为主调；
- 2017年-2018年，新能源渗透率上升趋势明显，但零部件PE+新能源汽车指数均下跌，同期EPS基本保持不变，宣告主题投资的告一段落；2018年底-2024H1以来，基本经历了EPS兑现的两轮小周期，个体alpha显现，部分无实际进展的公司退出视野；估值进入合理区间；
- 2024H2以来，渗透率>40%，行业成熟带来估值回落，但机器人带来阶段性估值弹性。

■ 观点重申：2024年底以来的机器人处于新能源车2015-2018年水平，2025.10以来可横向对比2017-2018年的新能源车，因而我们认为机器人也将步入确定性交易阶段，沾边普涨为过去时。

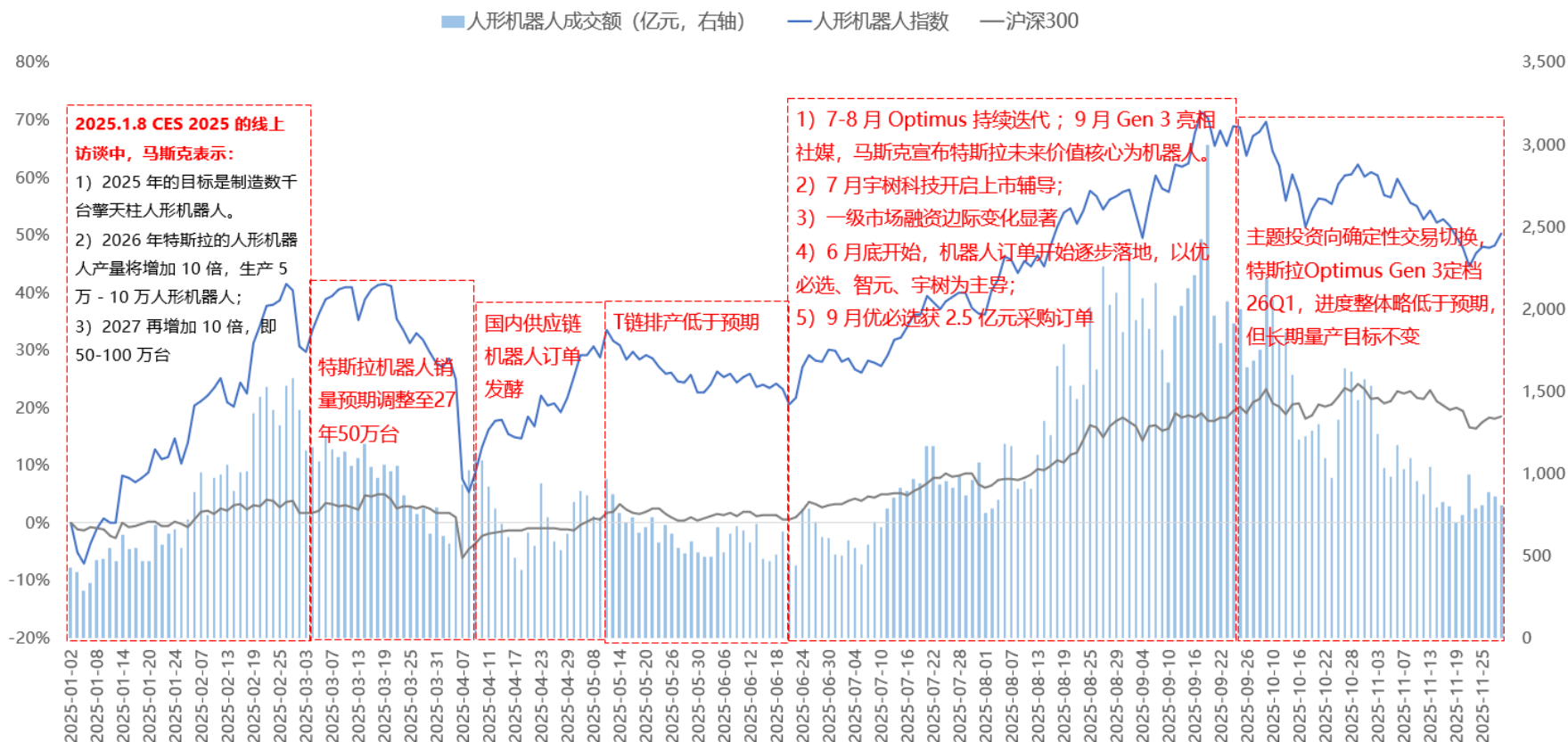
图：新能源汽车渗透率及汽车零部件PE-TTM复盘



T链机器人板块复盘，26年开启1-10成长阶段

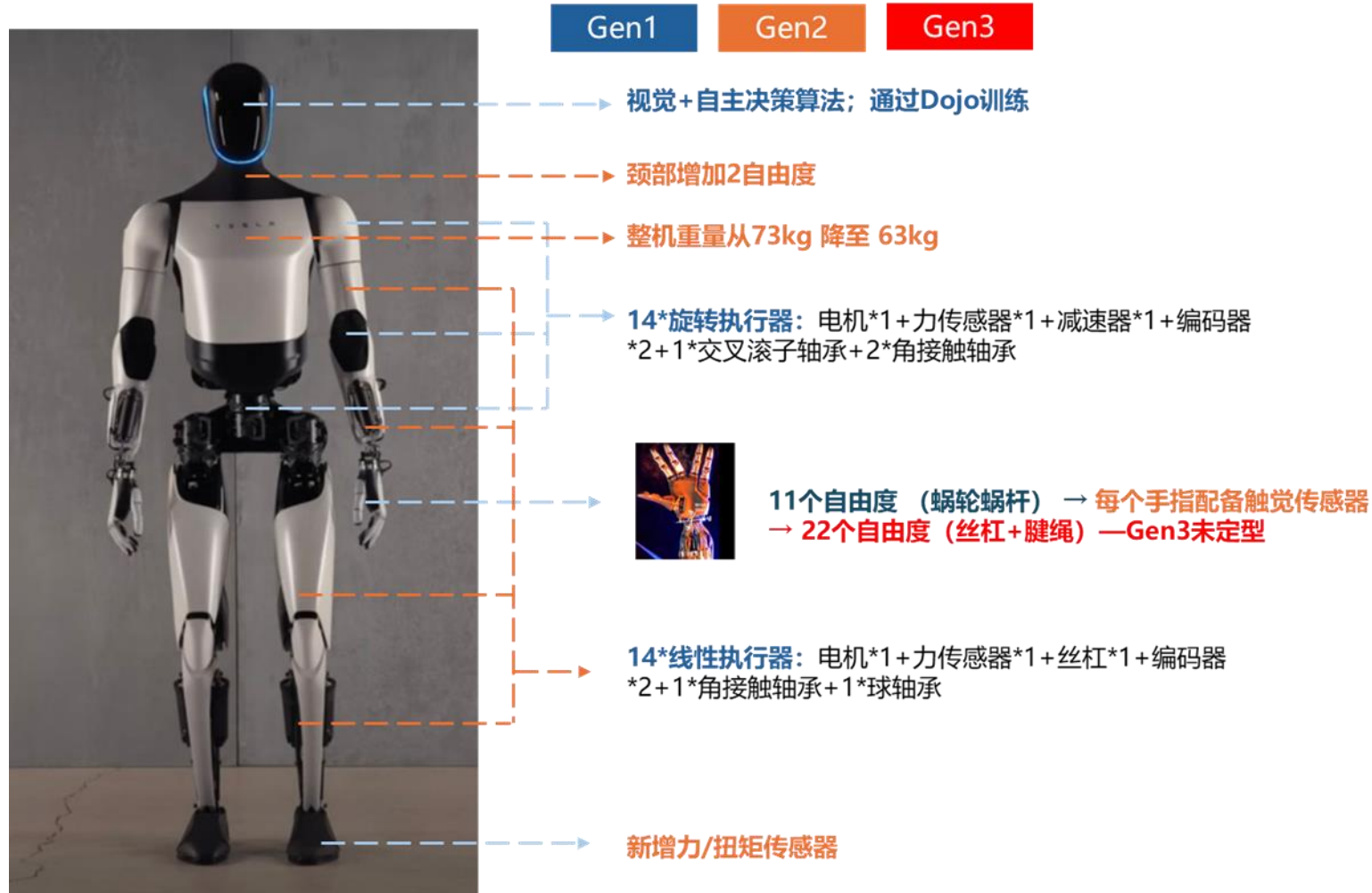
- 2025板块beta来源于：1) Optimus的边际变化；2) 国内厂商的订单宣告ToB端的初步落地。
- 万得人形机器人指数2025年1-11月涨幅为50.31%，较沪深300的超额收益为+31.83%，整体跑赢大盘。
- 从板块表现及成交体量看，25Q1、25Q3两个阶段表现较好，前者受益于马斯克的积极目标指引；后者受益于产业端显著的边际变化。

图：2025年至今人形机器人指数的股价复盘



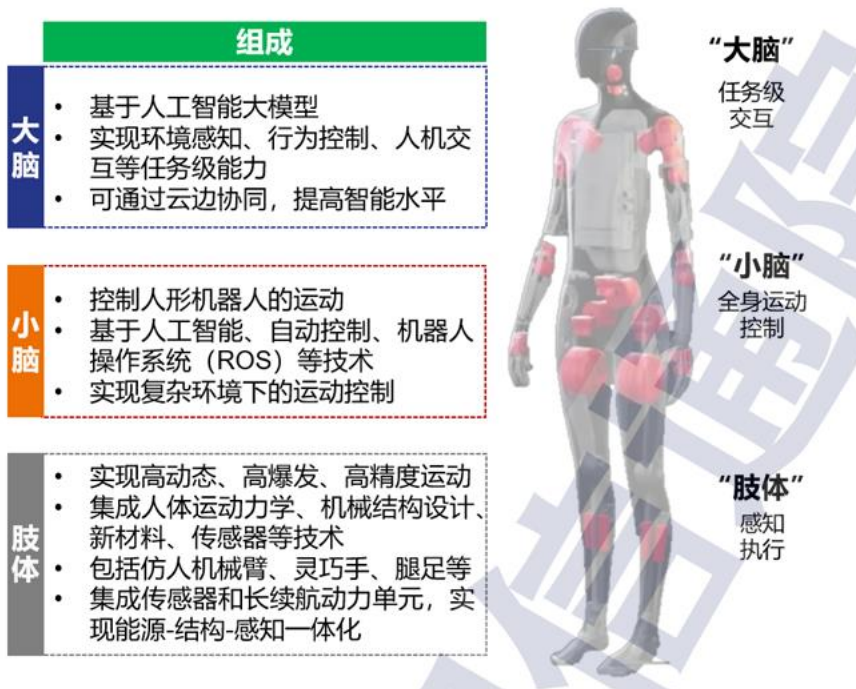
■ 从硬件维度来看，Optimus V3的定型和发布初步完成了硬件从0到1的过程，是商业化落地的前置条件。特斯拉机器人硬件逐步收敛，为人形机器人商业化量产提供技术方向。

图：特斯拉机器人软硬件迭代图

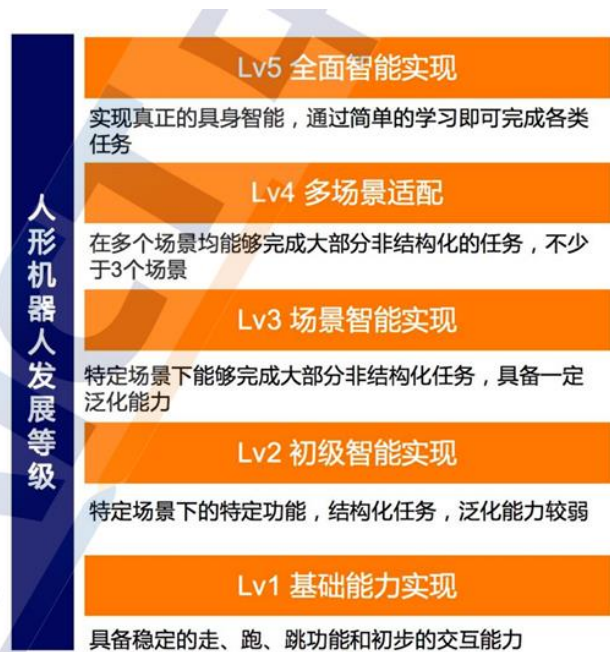


- **人形机器人由大脑+小脑+肢体组成**：大脑以AI大模型为核心，完成对多源传感信息的理解与推理，进行任务级交互、规划与决策，并向“小脑”下发可执行策略。
- **具身大脑的模块化**：感知模块（视觉/触觉/听觉融合）、决策模块（语义理解/意图推理/世界建模）、行动模块（接收指令/执行动作）、反馈模块（人机交互与动作优化），形成“感知-决策-行动-反馈”闭环。
- **大脑是人形机器人落地的关键瓶颈与核心价值所在**：基于多模态大模型的“具身大脑”承载任务级交互、环境感知、任务规划与决策控制，决定机器人智能上限与泛化能力。当前人形机器人正从Lv1向Lv2探索，大脑是实现跨越的核心。

图：人形机器人组成



图：人形机器人发展等级



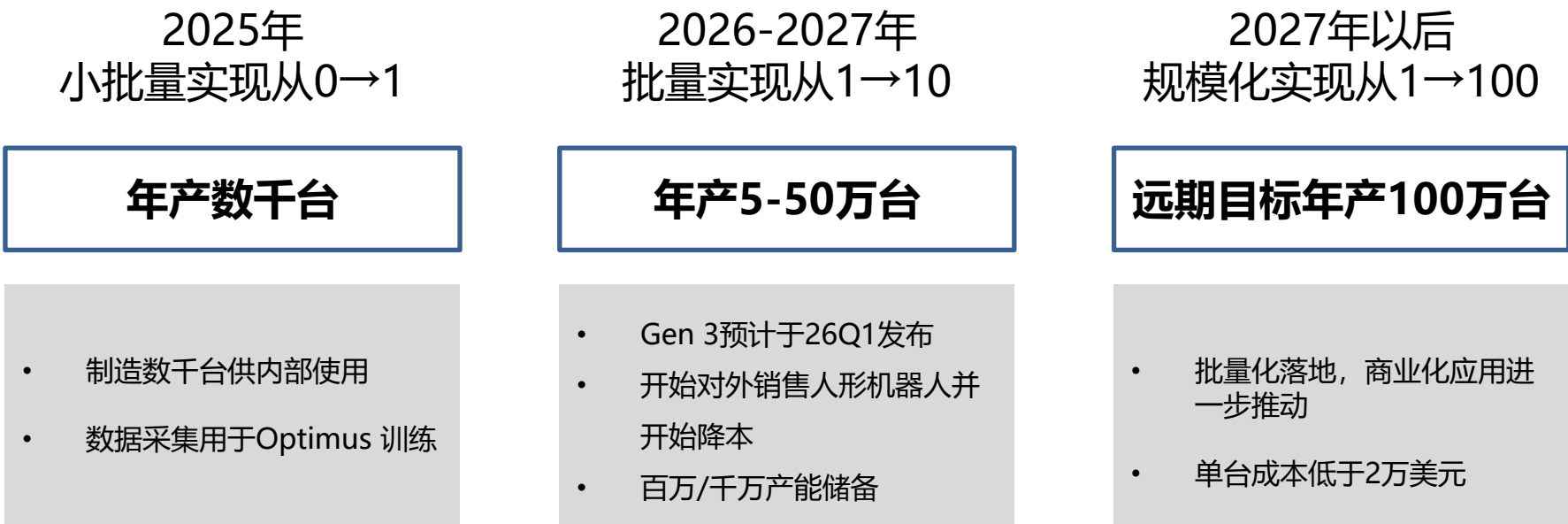
■ AI大模型公司争先卡位机器人大脑，随着机器人硬件的逐步定型，大脑训练效果反馈成为量产竞争的关键。

表：部分公司大模型介绍

公司	大模型	发布时间	模型类型	训练数据类型
谷歌	RT-2	2023年7月	VLA	大规模互联网数据+机器人真机数据
Figure AI	Helix	2025年2月	VLA	1) 系统S1：机器人真机数据；2) 系统S2：大规模互联网数据
英伟达	GROOT N1	2025年3月	VLA	预训练：真是机器人演示数据、合成数据（Omniverse生成）以及互联网上的人类视频数据
星动纪元	ERA-42	2024年12月	VLA	1) 预训练：大规模互联网视频数据；2) 后训练：少部分真机数据
银河通用	GraspVLA	2025年1月	VLA	1) 预训练：大规模仿真合成数据；2) 后训练：少部分真机数据
智元机器人	GO-1	2025年3月	VLA	1) VLM模型：大规模的互联网图像和文本数据；2) 专家模块1：大量人类操作和跨本体操作视频；3) 专家模块2：机器人真机数据
小鹏汽车	第二代VLA大模型	2025年11月	世界大模型（VLT+VLM+VLA）	近一亿视频训练数据
特斯拉	Grok 4.1	2025年11月	世界大模型	1) 大规模互联网数据（X平台）；2) 汽车行驶中收集的真实数据；3) 机器人实训数据；4) 小规模自主采集的第一人称数据

- **26Q1, Optimus V3有望正式发布**，展示“更拟人化运动+更强灵巧手+更轻量化”设计；作为对外版本的核心样机。“百万台/年”产线建设启动并在年底开车，进入节拍化生产工程验证期；供应链高垂直整合下的良率/节拍成为核心点。
- 2026年机器人进入1-10成长阶段，聚焦T链确定性+灵巧手核心变化，看好Optimus V3训练效果超预期，加速产业放量。

图：特斯拉机器人量产规划



- 国内已形成“科技巨头+车企+本体初创+高校系”的多元格局；产品从工厂“实训”快速转向“小批量/对外预售”，教育/科研与工业试点双轮驱动，逐步向通用家服场景探索。
- 国内主要关注：宇树、智元、优必选、小鹏。

表：国内机器人进度梳理

企业	产品/代际	里程碑/订单	技术亮点	商业化/资本
宇树 (Unitree)	H1/2、G1等	2024年销量主要来自高校/科研；与蔚来工厂实训，拣料配送场景；计划IPO	旋转执行器方案、激光雷达+视觉融合；成本/性价比领先	春晚群演出圈 IPO辅导完成
智元 (Agibot)	远征A系/本体+灵巧手	国内多场景研发测试推进；教育/工业协同	通用具身基座模型（GenieOperator-1），VILLA架构、多模态小样本泛化	多方资本关注、生态共建
优必选 (UBTech)	Walker S/S1/S2	Walker 人形2025年订单超8亿元；多车企工厂实训	全栈技术与软硬件系统集成；灵巧手/臂等部件完善	港股上市，持续获大单验证
小鹏	Iron	车企自用场景试点；宣布进入人形机器人	车端智驾/感知算法迁移；工程化能力强	车-机协同路线 内部孵化加速

■ 2025年为机器人元年，产业订单边际变化显著，获订单企业以国产链为主，由优必选、智元、宇树等具身企业领衔。截至2025年11月28日，优必选Walker系列订单金额已达13亿元。

表：2025年以来部分机器人订单梳理

时间	公司	采购方	采购内容	采购金额
2025/4/24	优必选	东风柳汽	工业人形机器人Walker S1与人形机器人Walker C	-
2025/6/30	智元机器人、均普智能 (普智机器人)	某智能制造公司	50架人形机器人	2825万元
2025/7/11	智元机器人、宇树科技	中移（杭州）信息技术有限公司	人形双足机器人代工服务	1.24亿元
2025/7/18	优必选	觅亿汽车科技有限公司	优必选自研工业人形机器人	9051.15万元
2025/8/11	智元机器人	富临精工	近百台远征A2-W	数千万元
2025/8/20	天太机器人	山东未来机器人等公司	具身智能人形机器人10000台	-
2025/8/1	乐聚机器人	北京石景山	人形机器人数据训练中心二期	8295万元
2025/9/3	优必选	某知名企业	具身智能人形机器人产品及解决方案	2.5亿元
2025/9/4	智元机器人	湖北人形机器人创新中心	机器人采购及安装	3101.6110万元
2025/9/11	智平方	深圳慧智物联	超1000台具身智能机器人	5亿元
2025/9/29	优必选	天奇股份	工业人形机器人 Walker S 系列	3000万元
2025/10/9	智元机器人	龙旗科技	近千台智元精灵G2	数亿元
2025/10/15	优必选	A股某知名上市汽车科技公司	以Walker S2为主	3200万元
2025/10/16	优必选	广西具身智能数据采集及测试中心	涵Walker S2	1.26亿元
2025/10/29	越疆机器人	瑞德丰精密技术	具身智能机器人	8050万元
2025/11/4	越疆机器人	蓝思科技	1000台高性能协作机器人	-
2025/11/10	优必选	自贡数投人形机器人数据采集中心	Walker S2	1.59亿元
2025/11/21	优必选	广西防城港市人形机器人数据采集与测试中心	以Walker S2为主	2.64亿元
2025/11/28	优必选	江西九江市人形机器人数据采集与训练中心	Walker S2	1.43亿元

数据来源：维科网机器人，AI前哨站。人形机器人发布，艾邦机器人，中国证券报，天太机器人，优必选科技，人形机器人场景应用联盟，AGIC国际通用人工智能大会，高工机器人，NE时代智能体，金沙硬科技，东吴证券研究所整理

- 小鹏汽车跨界做机器人，底层逻辑与特斯拉相同：超强的软硬件技术积累。
- 1) 从软件段看：小鹏IRON所搭载的VLT+VLA+VLM“大小脑”架构本质为XNGP的VLA+VLM的横向迁移；2) 从硬件端看：IRON搭载的摄像头、雷达、芯片均可复用小鹏汽车硬件；3) 从模型训练看：XNGP均依托于小鹏的“云端模型工厂”，其算力储备达10EFLOPS；IRON依托于广州具身智能数据工厂，结合汽车/自动驾驶积累数据。
- 无论是特斯拉还是小鹏汽车，架构统一+资源复用对于汽车和机器人来说均能取得“1+1>2”的功效：机器人与汽车本质均为物理AI，但机器人应用场景更为精细复杂，其成果最终将反哺智能汽车的智驾系统；且车企工厂为机器人提供天然实训场景，在加速机器人应用落地的同时也加速自身工业升级的进程。

图：小鹏机器人与汽车同源



图：小鹏机器人实训场景



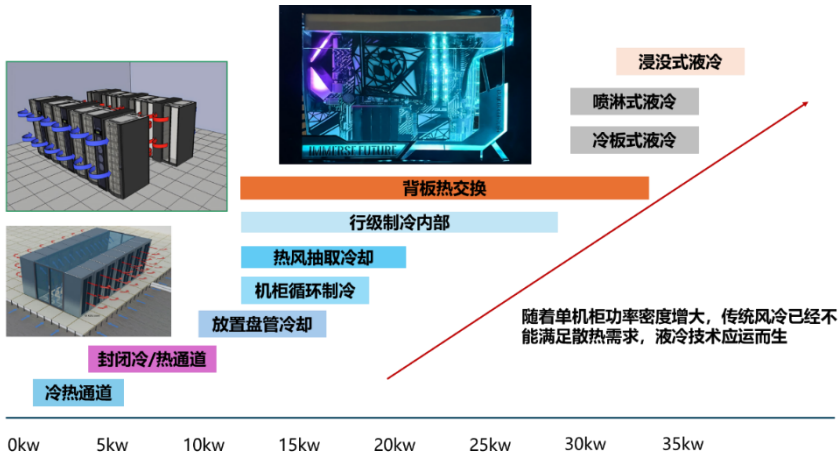
- 2026年人形机器人板块进入从1→10突破，T/HW/NV等多条主线共振，特斯拉Optimus Gen 3定档26Q1，开启量产，供应链进入确定性交易阶段，核心环节如下：
- 1、高价值量、高确定性的Tier 1 环节（执行器、灵巧手、头部总成），绑定人形机器人头部玩家，推荐【拓普集团】、【均胜电子】，关注【三花智控】、【浙江荣泰】；
- 2、格局好、高壁垒、需国产化降本 Tier 2 环节（减速器、丝杠），个股弹性大，推荐【双环传动】、【恒立液压】，关注【斯菱股份】等；
- 3、技术升级、变化较大的环节（灵巧手、传感器）：推荐【岱美股份】、【亚普股份】，关注【恒帅股份】、【兆威机电】、【伟创电气】等；
- 4、轻量化材料升级，确定性强：推荐【爱柯迪】、【星源卓镁】、【旭升集团】，关注【恒勃股份】。
- 5、整机环节：推荐【小鹏汽车】。

3、AIDC液冷高景气：汽零热管理到数据中心 液冷本质为“技术同源”

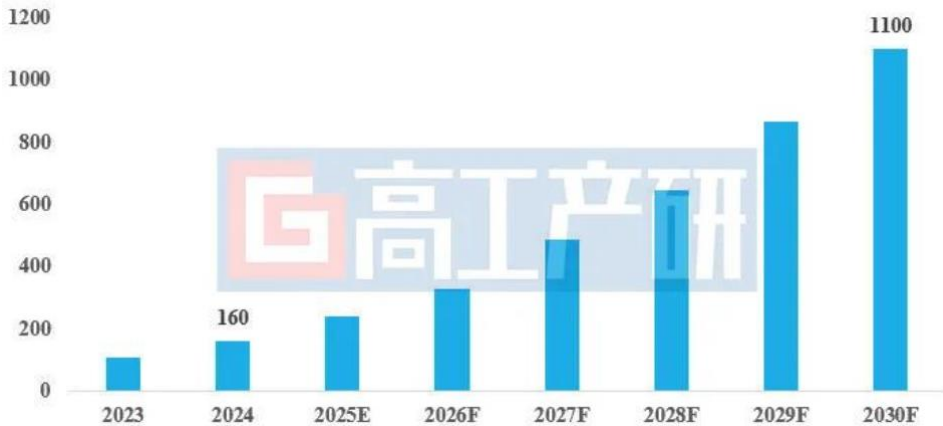
- **液冷由传统散热的局限性显现与政策端共同推动：**1) AI算力需求爆发，无法满足高功率机柜的散热需求且直接水侧散热对地理位置要求高；2) 我国要求2025年新建数据中心PUE低于1.3，风冷已无法满足要求。此外冷板液冷和单相浸没液冷较风冷可以分别降低15%和8%的成本，性价比优势明显。
- **液冷市场规模广阔，散热零部件价值量高：**根据高工产研储能研究所（GGII）数据，2024年中国数据中心液冷温控市场规模约160亿元，至2030年市场规模可达1100亿元。以应用冷板式液冷的GB200为例，其散热核心零部件为冷板、CDU、Manifold、UQD，价值量总和可达近10万美元。
- **汽零企业跨界进入液冷，本质为“技术同源”：**车端水冷零部件如泵/管/阀/冷却器/换热器等与数据中心散热核心部件水泵、阀、冷板、热交换器等技术路线相差无几。且在规模化生产能力和成本控制能力下，有望通过成本优势打破海外企业垄断，切入头部AIDC及液冷总成厂商供应链。

- **液冷的兴起是传统散热的局限性显现和政策端共同推动的结果：**
 - **传统散热局限性：** AI算力需求爆发带动数据中心单机柜功率密度增大，风冷已无法满足散热要求，且风冷+直接水侧对于地理位置要求较高；
 - **政策端：** 我国要求2025年起新建数据中心PUE低于1.3，“东数西算”节点低于1.25，风冷+水冷背板PUE基本都无法满足要求。
- **千亿市场空间：** 根据高工产研储能研究所（GGII）数据，2024年中国数据中心液冷温控市场规模约160亿元，未来3-5年，数据中心温控系统液冷渗透率有望提升至30%-40%，至2030年市场规模可达1100亿元。

图：单机柜密度和冷却方式

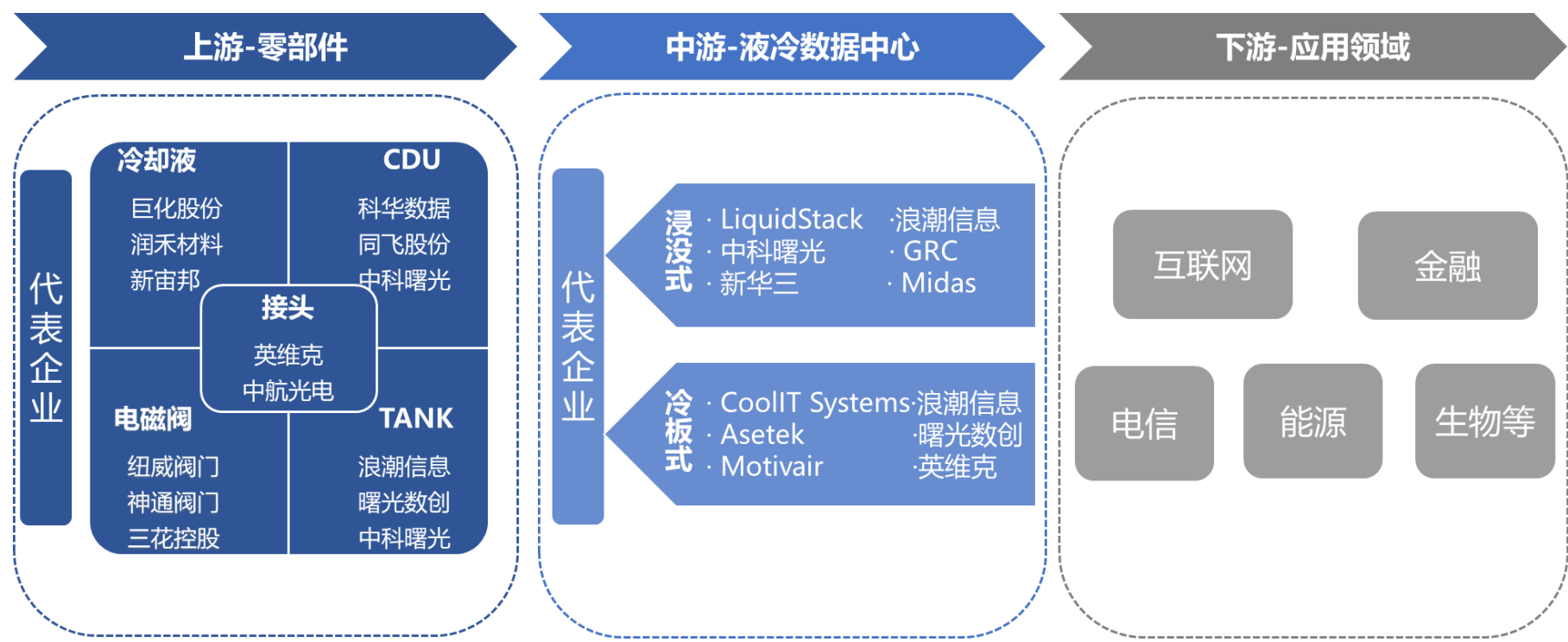


图：中国数据中心液冷市场规模（亿元）



■ 液冷数据中心产业链上游为零部件，主要包括冷却液、CDU、接头、电磁阀、TANK、maniflod等；中游为液冷数据中心，可分为浸没式和冷板式（喷淋式暂无数据中心批量化应用案例）；下游应用于互联网、金融、电信、能源、生物等领域。

图：液冷板块上下游产业链



- **液冷降本显著，冷板液冷优势明显：**数据中心TCO（全生命周期投资成本）=数据中心初始投资成本CAPEX+数据中心运维费OPEX。
- 根据奕信通科技对位于华东地区的风冷模型(水冷冷水机组+精密空调)、冷板液冷模型(冷板液冷+间接蒸发冷却)和浸没模型(单相浸没液冷+氟化液)的TCO 测算可知，**冷板液冷和单相浸没液冷较风冷可以分别降低15%和8%的成本。**

表：散热方式成本对比

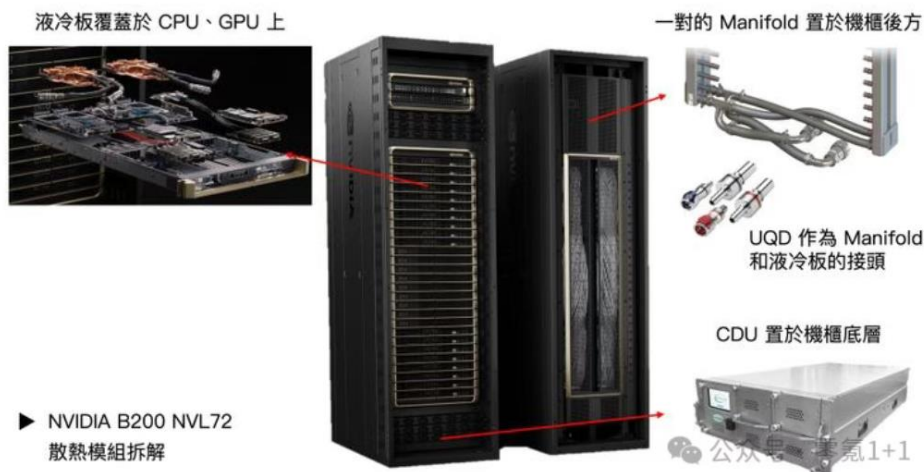
冷却方式	风冷 (元 /kW)	冷板液冷 (元 /kW)	单相浸没 (元 /kW)
初始投资成本 CAPEX			
机电配套设施	17000	16000	25500
土建工程	5000	3000	3500
室外电力工程 + 能源工艺评价	4000	2000	2000
CAPEX 总计	26000	21000	31000
运维费用 OPEX			
OPEX (含水费、电费)	795	685	665
生命周期十年			
OPEX总计	95400	82200	79800
TCO总计	121400	103200	110800
相对风冷降本	-	15%	8%

- 以冷板式为例，其散热核心原理为：CDU（冷却液分配单元）将冷却液泵入主歧管，使其流经计算托盘和交换托盘的冷板（覆盖在CPU和GPU上），吸收热量后经回流歧管回到CDU进行降温。
- 以GB200为例，液冷四大核心件为：
 - Cold Plates（冷板）：捕获热的核心组件，将服务器中 GPU 等高发热部件产生的热量精准且高效地传递给内部流动的冷却液；单价650美金，45块共计价值量2.93万 美元。
 - CDU（冷却液分配单元）：由水箱、泵、板式换热器组成，机组性能由后二者决定；单柜ASP约为3万美元。
 - Manifold（分配歧管）：为冷板式液冷回路中连接 CDU 与服务器冷板的关键分配枢纽；单柜ASP约为2.8万美元。
 - UQD（通用快插接头）：连接管路与冷板、manifold与机架，保证高流量和无溢出；单价80美元，126对/柜对应约1万美元。

图：GB200/300机架布局



图：GB200散热模组拆解



- 从汽零热管理到数据中心液冷，技术同源+规模化制造能力是核心破局点：
- 车端热管理与液冷技术同源：车端水冷零部件如泵/管/阀/冷却器/换热器等与数据中心液冷所需的水泵、阀、冷板、热交换器等技术路线相差无几。
- 成本优势有望加速中国液冷出海：欧美日韩企业仍主导全球超80%的液冷市场份额，汽零企业的规模化生成能力与成熟供应商体系赋能的强成本控制能力适应顺应降本需求，有望借此切入头部厂商的供应链。
- 汽零企业中：【拓普集团】已获15亿元液冷订单，向华为、A客户、NVIDIA、META及各企业客户和各数据中心提供商，对接推广相关的产品；【飞龙股份】已获中国台湾地区客户及金运科技小量液冷用电子水泵订单。

图：汽零与液冷横向对比

对比维度	汽车零部件（热管理领域）	算力中心液冷供应链	技术协同与市场机会
技术基础	泵、阀、冷板、管路、控制器等核心部件的研发与量产能力	同样需要泵、阀、冷板、控制器等，技术原理相通	汽车热管理的技术积累可直接应用于液冷系统开发
市场驱动	电动车渗透率提升、整车智能化发展	AI芯片功耗破千瓦，风冷达到散热极限，液冷成为必然选择	算力中心液冷是从0到1的确定趋势，市场处于爆发前夜。
核心部件	热交换器、冷却管线、完整的热管理解决方案	快换接头(UQD)、歧管、冷却分配单元(CDU)、液冷机柜	汽车零部件企业可重点攻坚如快换接头(UQD) 等关键部件
供应链生态	成熟的 Tier 1、Tier 2 供应商体系，规模化生产与成本控制能力强	市场由海外巨头主导，行业集中度高	国内供应链凭借成本、服务与快速响应优势，替代空间广阔
业务模式	面向整车厂（OEM），项目周期长，订单稳定	面向数据中心运营商、服务器厂商、芯片公司（如NVIDIA）	为汽车零部件企业开辟了第二战场，客源分散，增长潜力大

四、投资建议及风险提示

■ （一）EPS维度：

- 1) 受国内总量影响，2026年汽零板块Beta整体较弱，结构性机会优于总量机会，存量市场寻找穿越周期的 α ，优选高竞争力带来市占率提升的产品型公司以及内生外延切入高价值赛道提高ASP的公司。
- 2) 全球化打开汽零成长空间，优先布局欧洲/北美/东南亚产能的汽零成长性和抗风险能力大幅提升，随着盈利修复与客户深耕，有望在2026-2030年跨越为全球Tier1/平台型龙头。
- 推荐：**福耀玻璃、星宇股份、敏实集团、均胜电子、星源卓镁**，关注**新泉股份**。

■ （二）PE维度：

- 智驾：L2++渗透提速，L3法规与城市NOA加速；优先域控+核心传感器+线控制动（成本/算法/安全冗余的体系化能力），推荐**地平线、黑芝麻、德赛**，关注**伯特利、耐世特**等。
- 机器人：从“0→1”迈向“1→10”，大模型+执行器/减速器/丝杠/力传感器等供应链受益，优先“技术同源+制造协同”的汽零龙头，推荐**拓普集团、均胜电子、双环传动**，关注**亚普股份、岱美股份**。
- 液冷：AI资本开支增长、AIDC功耗抬升；液冷温控至2030年空间千亿，汽零以热管理/管路/快接头切入，拼系统集成与降本能力，推荐**敏实集团、银轮股份、飞龙股份**。

■投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。

- ✓1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；
- ✓2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。

■**盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润为97.10亿元、111.11亿元、131.74亿元，对应PE为16.56倍、14.47倍、12.20倍（PE对应2025年12月17日收盘价）。

■**风险提示：**原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

表：福耀玻璃核心财务指标及盈利预测

福耀玻璃（亿元）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	199.07	236.03	280.99	331.61	392.52	462.60	546.32	642.46
YOY	-5.67%	18.57%	19.05%	18.02%	18.37%	17.85%	18.10%	17.60%
汽车玻璃	179.42	213.80	255.91	298.87	357.12	420.43	494.34	578.78
铝饰条	10.34	10.50	11.70	18.70	21.82	23.50	31.00	40.00
毛利率	39.51%	35.90%	34.03%	35.39%	36.23%	37.64%	37.91%	38.19%
期间费用率	24.42%	20.25%	13.28%	14.30%	12.97%	12.00%	13.00%	13.05%
销售费用率	7.41%	4.88%	4.81%	4.64%	3.01%	2.90%	2.85%	2.80%
管理费用率	10.43%	8.24%	7.63%	7.50%	7.36%	7.20%	7.15%	7.10%
研发费用率	4.10%	4.22%	4.44%	4.23%	4.27%	4.20%	4.20%	4.15%
财务费用率	2.48%	2.91%	-3.60%	-2.07%	-1.67%	-2.30%	-1.20%	-1.00%
归母净利润	26.01	31.46	47.56	56.29	74.98	97.10	111.11	131.74
YOY	-10.27%	20.97%	51.16%	18.37%	33.20%	29.49%	14.43%	18.57%
归母净利率	13.06%	13.33%	16.92%	16.98%	19.10%	20.99%	20.34%	20.51%

- **推荐逻辑：**1) **空间：**车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，当前普通LED向ADB/HD ADB/DLP等方案升级，推动车灯ASP持续提升。2) **格局：**高壁垒使得车灯的供给端格局优秀。车灯行业集中度较高，星宇的行业地位也在过去几年中明显提升。3) **客户：**目前星宇深度配套华为智选、奇瑞、理想、蔚来、吉利/领克/极氪（后续份额持续提升）、北美电动车企（正在蜜月期）、小鹏（DLP定点），也突破了小米（HD ADB定点）等新客户。与头部客户的深度将使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为16.45/20.38/25.05亿元，对应PE为21.98倍、17.74倍、14.43倍。（PE对应2025年12月17日收盘价）。
- **风险提示：**乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

表：星宇股份核心财务指标及盈利预测

星宇股份（亿元）	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60.92	73.23	79.09	82.48	102.48	132.53	155.01	191.79	231.24
YOY		20.21%	8.01%	4.28%	24.25%	29.32%	16.96%	23.72%	20.57%
车灯	56.57	68.55	70.48	75.18	95.99	124.54	145.20	179.29	214.51
控制器	0.00	0.00	0.25	0.11	0.35	0.67	1.34	2.69	5.37
三角警示牌	0.13	0.14	0.15	0.17	0.17	0.15	0.16	0.17	0.18
柔性扁平电缆	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务	4.05	4.53	8.21	7.02	5.98	7.16	8.31	9.64	11.18
毛利率	24.03%	27.30%	22.08%	22.56%	21.18%	19.28%	19.61%	20.09%	20.40%
期间费用率	8.68%	9.00%	9.18%	10.61%	9.54%	7.74%	8.55%	8.50%	8.45%
销售费用率	2.29%	2.27%	1.22%	1.44%	1.06%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
管理费用率	2.54%	2.58%	2.76%	2.99%	2.65%	2.29%	2.30%	2.30%	2.30%
研发费用率	3.78%	4.21%	4.90%	6.33%	5.95%	4.95%	5.90%	5.85%	5.80%
财务费用率	0.07%	-0.06%	0.29%	-0.15%	-0.12%	0.08%	-0.07%	-0.07%	-0.07%
归母净利润	7.90	11.60	9.49	9.41	11.02	14.08	16.45	20.38	25.05
YOY		46.79%	-18.12%	-0.84%	17.07%	27.78%	16.82%	23.91%	22.90%
归母净利率	12.97%	15.83%	12.00%	11.41%	10.75%	10.63%	10.61%	10.63%	10.83%

- **投资建议：** 公司是全球知名的汽车外饰件、车身结构件供应商，已经形成了铝件、塑件、电池盒、金属饰条四大产品线，在全球有着完整的产能布局。1、受益于欧洲电动化率提升，公司电池盒业务实现快速增长，且随着规模效应显现，盈利水平也在持续提升。2、前瞻布局新兴业务，包括低空（机体+旋翼）、机器人（智能皮肤+结构件+关节总成+无线充电）、液冷（浸没式液冷柜+分水器），新业务的逐步落地有望打开公司长期成长空间。
- **盈利预测：** 我们预测公司2025-2027年归母净利润为27.53亿元、32.57亿元、38.78亿元，对应PE为12.74倍、10.77倍、9.04倍（PE对应2025年12月17日收盘价）。
- **风险提示：** 欧洲电动化不及预期，国内汽车需求不及预期，新业务拓展进度不及预期。

表：敏实集团核心财务指标及盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	131.98	124.67	139.19	173.06	205.24	231.47	266.83	311.04	363.12
铝件	32.54	31.12	33.07	37.89	43.28	49.17	54.09	59.50	65.45
塑件	39.30	37.00	41.81	47.83	56.26	58.65	64.52	70.97	78.07
电池盒	0.07	0.96	2.70	20.44	35.36	53.38	73.31	100.44	133.60
金属及饰条	49.81	46.73	49.73	53.14	54.64	54.88	56.53	58.22	59.97
其他	16.49	13.72	18.88	23.38	23.90	29.21	33.59	38.63	44.43
抵消	-6.23	-4.86	-6.99	-9.61	-8.20	-13.82	-15.20	-16.72	-18.40
毛利率	31.23%	30.95%	29.34%	27.64%	27.39%	28.94%	28.94%	28.71%	28.55%
期间费用率	-18.18%	-20.55%	-22.89%	-20.78%	-20.24%	-20.12%	-20.00%	-19.60%	-19.20%
销售费用率	-4.08%	-4.18%	-5.35%	-5.02%	-3.86%	-4.53%	-4.50%	-4.40%	-4.30%
管理费用率	-7.94%	-8.25%	-8.89%	-7.47%	-7.06%	-7.08%	-7.00%	-6.90%	-6.80%
研发费用率	-4.97%	-6.13%	-6.76%	-6.77%	-6.80%	-6.26%	-6.30%	-6.30%	-6.30%
财务费用率	-1.20%	-1.99%	-1.89%	-1.52%	-2.51%	-2.25%	-2.20%	-2.00%	-1.80%
归母净利润	16.90	13.96	14.97	15.01	19.03	23.19	27.53	32.57	38.78
YOY		-17.44%	7.24%	0.27%	26.83%	21.86%	18.71%	18.31%	19.05%
归母净利率	12.81%	11.19%	10.75%	8.67%	9.27%	10.02%	10.32%	10.47%	10.68%

- **推荐逻辑：**1、Tier 0.5配套模式持续推进，深度绑定国际大客户、华为赛力斯、小米、比亚迪、蔚来、理想和吉利极氪等优质客户，充分受益全球新能源汽车发展；2、持续推进平台化战略，扩充产品线，汽车业务拥有8大系列产品，单车配套金额约3万元；3、机器人执行器卡位核心客户，市场空间广阔；4、拓展液冷，与华为、NVIDIA等客户积极对接，截至2025H1，热管理在液冷、机器人等的应用订单达15亿元。
- **2026年核心增量：**公司广泛绑定各大新能源汽车客户，充分受益于全球新能源渗透率持续提升。国际大客户、赛力斯、小米、理想等客户销量增长及后续新车型将贡献公司2026年的核心收入增量；2026年机器人有望实现从1-10，公司布局早+技术储备扎实，有望充分受益。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润的预测为28.13亿元、36.98亿元、46.50亿元。
- **风险提示：**下游客户销量不及预期；新项目开拓不及预期；原材料价格上涨超预期。

表：拓普集团核心财务指标及预测（单位：亿元）

拓普集团（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	110.17	159.93	197.01	266.00	320.64	386.16	463.40
YOY	75.04%	45.16%	23.18%	35.02%	20.54%	20.44%	20.00%
毛利率	19.88%	21.16%	23.03%	20.80%	19.21%	19.88%	0.00%
期间费用率	8.64%	8.64%	9.52%	8.59%	9.26%	9.05%	8.69%
销售费用率	1.37%	1.38%	1.31%	1.03%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	2.58%	2.65%	2.76%	2.33%	2.70%	2.70%	2.60%
研发费用率	4.38%	4.69%	5.01%	4.60%	5.00%	5.00%	4.75%
财务费用率	0.31%	-0.08%	0.44%	0.62%	0.36%	0.15%	0.14%
归母净利润	10.17	17.00	21.51	30.01	28.13	36.98	46.50
YOY	61.93%	67.13%	26.50%	39.52%	-6.25%	31.44%	25.75%
归母净利率	9.23%	10.63%	10.92%	11.28%	8.77%	9.58%	10.03%

- **推荐逻辑：**公司汽车电子、智能座舱、智能驾驶等业务与机器人具有较强的技术协同性。当前公司已发布机器人胸腔及底盘总成、头部总成、肢体总成等解决方案；与智元围绕“大小脑”达成合作并；子公司与阿里云达成合作，基于通义千问全系列全尺寸模型，打造具先进认知、决策与交互能力的机器人智能体。
- **2026年核心增量：**1) 25Q1-Q3累计新获订单全生命周期总金额已达 714 亿元，增长基盘稳固，部分订单2026年步入量产；2) 2026年机器人将实现从1-10，公司所处赛道格局好，产品具备稀缺性，有望充分受益。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润的预测为16.13、19.45、23.18亿元。
- **风险提示：**下游乘用车销量不及预期；新兴产业开拓不及预期；新能源渗透率不及预期。

表：均胜电子核心财务指标及预测（单位：亿元）

均胜电子（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	456.70	497.93	557.28	558.64	674.26	728.20	781.72
YOY	-4.64%	9.03%	11.92%	0.24%	20.70%	8.00%	7.35%
毛利率	11.63%	11.96%	15.09%	16.22%	16.56%	16.82%	17.20%
期间费用率	15.91%	11.74%	12.31%	12.66%	12.77%	12.48%	12.41%
销售费用率	2.59%	1.70%	1.42%	1.05%	1.40%	1.40%	1.40%
管理费用率	6.05%	4.78%	4.73%	5.51%	5.20%	5.20%	5.20%
研发费用率	5.14%	4.30%	4.56%	4.63%	4.80%	4.80%	4.80%
财务费用率	2.13%	0.96%	1.60%	1.48%	1.37%	1.08%	1.01%
归母净利润	(37.53)	3.94	10.83	9.60	16.13	19.45	23.18
YOY	-709.13%	-110.50%	174.79%	-11.33%	67.98%	20.58%	19.13%
归母净利率	-8.22%	0.79%	1.94%	1.72%	2.39%	2.67%	2.96%

- **推荐逻辑：**公司主业为电驱齿轮龙头，与机器人用减速器、齿轮等在技术和设备上具有较强协同性，子公司环动科技深耕机器人用精密减速器，已逐步实现3-1000KG工业机器人所需精密减速器的全覆盖，并已配套国内一线机器人客户。
- **2026年核心增量：**下游新能源渗透率提升推动公司新能源齿轮持续增长+民生齿轮持续增长。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为12.69亿元、15.40亿元、18.66亿元。
- **风险提示：**新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期。

表：双环传动核心财务指标及预测（单位：亿元）

双环传动（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	53.91	68.38	80.74	87.81	94.64	111.85	131.65
YOY	47.13%	26.84%	18.08%	8.76%	7.77%	18.19%	17.70%
毛利率	19.53%	21.08%	22.24%	25.01%	27.13%	27.51%	27.90%
期间费用率	11.83%	10.85%	10.27%	10.59%	10.96%	10.85%	10.75%
销售费用率	1.30%	1.02%	1.01%	0.98%	1.10%	1.05%	1.00%
管理费用率	4.25%	4.44%	4.08%	3.99%	4.10%	4.10%	4.10%
研发费用率	3.97%	4.35%	4.75%	5.19%	5.30%	5.25%	5.20%
财务费用率	2.31%	1.04%	0.43%	0.43%	0.46%	0.45%	0.45%
归母净利润	3.26	5.82	8.16	10.24	12.69	15.40	18.66
YOY	536.98%	78.37%	40.26%	25.42%	23.95%	21.37%	21.11%
归母净利率	6.05%	8.51%	10.11%	11.66%	13.41%	13.77%	14.17%

- **推荐逻辑：**我们认为，镁合金电磁屏蔽效能/散热能力强、较铝合金质轻的特点更适配机器人轻量化结构件；而公司为镁合金领域先行者，其半固态技术的前瞻储备及产业验证有望助力公司横向拓展机器人业务，开拓第二增长曲线。截至2025年11月4日，公司已获得镁合金动力总成壳体项目定点33.84亿元，且公司已发行可转债，募资4.5亿元用于扩产，增长基盘稳固。
- **2026年核心增量：**部分承接的镁合金产品订单开启量产交付，从平均年化金额来看，增量显著，公司将进入业绩快速增长期。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为0.78、1.54、2.30亿元。
- **风险提示：**下游乘用车行业销量不及预期；新项目获取不及预期；镁合金价格波动超出预期。

表：星源卓镁核心财务指标及预测（单位：亿元）

星源卓镁（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.19	2.71	3.52	4.09	4.58	9.39	12.97
YOY	25.88%	23.56%	30.16%	16.01%	12.19%	104.82%	38.13%
毛利率	42.53%	37.30%	35.68%	35.95%	34.95%	31.93%	32.25%
期间费用率	16.27%	12.80%	12.26%	13.19%	12.72%	12.63%	12.08%
销售费用率	2.64%	2.85%	2.81%	3.04%	3.16%	2.85%	2.68%
管理费用率	7.21%	6.11%	6.48%	6.27%	6.52%	5.87%	5.52%
研发费用率	5.10%	5.57%	5.62%	5.21%	5.42%	4.88%	4.59%
财务费用率	1.32%	-1.72%	-2.66%	-1.34%	-2.38%	-0.96%	-0.70%
归母净利润	0.54	0.56	0.80	0.80	0.78	1.54	2.30
YOY	-10.89%	4.82%	42.42%	0.31%	-3.28%	97.65%	49.54%
归母净利率	24.49%	20.78%	22.74%	19.66%	16.95%	16.36%	17.71%

- **推荐逻辑：**公司新能源热管理主业与液冷技术同源。公司当前液冷产品包括兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等，部分产品进入逐步放量阶段。此外，公司拟收购深蓝股份55%以上股份，提升公司数字能源系统模块的核心竞争力。
- **2026年核心增量：**1) 蔚来、小鹏等核心客户的持续放量；2) 深蓝股份对公司业绩的加持；3) 数字能源板块定点增速较高，2026增长基盘稳固。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为9.71、12.18、15.35亿元。
- **风险提示：**下游乘用车行业销量不及预期；新能源渗透率不及预期；新兴业务拓展不及预期。

表：银轮股份核心财务指标及预测（单位：亿元）

银轮股份（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78.16	84.80	110.18	127.02	153.46	182.36	213.81
YOY	23.60%	8.48%	29.93%	15.28%	20.82%	18.83%	17.24%
毛利率	20.37%	19.84%	21.57%	20.12%	19.40%	19.87%	20.41%
期间费用率	15.41%	13.76%	13.34%	11.73%	10.75%	10.80%	10.70%
销售费用率	4.37%	3.29%	2.64%	1.41%	1.55%	1.50%	1.45%
管理费用率	5.80%	5.57%	5.50%	5.36%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用率	4.17%	4.55%	4.45%	4.51%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	1.07%	0.35%	0.75%	0.45%	0.20%	0.30%	0.25%
归母净利润	2.20	3.83	6.12	7.84	9.71	12.18	15.35
YOY	-31.47%	73.92%	59.71%	28.00%	23.88%	25.51%	25.98%
归母净利率	2.82%	4.52%	5.56%	6.17%	6.32%	6.68%	7.18%

- **推荐逻辑：**以水泵起家，与液冷用电子水泵技术同源。设立子公司航逸科技，聚焦IDC液冷循环泵核心产品，提供覆盖16W~22kW功率范围的全系列解决方案，超120个项目进行中，四条液冷领域产线预计年产能最高可达120万只，业务进入爆发期。
- **2026年核心增量：**2025年车端热管理获国内外厂商超5.6亿元定点，后续增量基盘稳固；2) 泰国工厂25.6投产，25.10获3亿元增资，产能释放后预计将持续加码公司业绩；3) 2025年为公司液冷业务元年，液冷子公司落地+获中国台湾地区客户及金运科技小量液冷用电子水泵订单，2026年将进入爆发期。
- **盈利预测：**我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为4.30、6.24、7.56亿元。
- **风险提示：**下游乘用车行业销量不及预期；新兴业务拓展不及预期；原材料上涨超预期。

表：飞龙股份核心财务指标及预测（单位：亿元）

飞龙股份（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31.16	32.58	40.95	47.23	50.25	57.59	61.82
YOY	16.89%	4.57%	25.69%	15.34%	6.39%	14.61%	7.34%
毛利率	21.13%	17.85%	20.89%	21.54%	23.96%	26.10%	27.22%
期间费用率	16.67%	15.48%	14.40%	14.21%	14.76%	14.66%	14.73%
销售费用率	3.13%	2.97%	2.50%	2.31%	2.36%	2.36%	2.36%
管理费用率	5.97%	6.71%	6.09%	6.58%	6.72%	6.72%	6.72%
研发费用率	6.33%	6.13%	5.87%	5.76%	5.93%	5.93%	5.93%
财务费用率	1.25%	-0.34%	-0.06%	-0.44%	-0.24%	-0.34%	-0.27%
归母净利润	1.42	0.84	2.62	3.30	4.30	6.24	7.56
YOY	14.18%	-40.73%	211.14%	25.92%	30.58%	44.97%	21.18%
归母净利率	4.56%	2.58%	6.39%	6.98%	8.57%	10.83%	12.23%

- **智驾系统解决方案核心供应商，产品迭代享受智驾行业红利。** 1) 2025年产品进入迭代周期，新一代芯片产品J6系列有望享受地平线、理想等智驾车型放量贡献增量，产品解决方案业务有望保持高速增长；2) 深度合作大众，通过子公司酷睿程为大众提供芯片及自动驾驶解决方案开发业务，海外客户持续拓展，授权及服务业务有望逐渐标准化显著提高人效；3) 跨过产业周期，公司近年来受研发费用高企影响利润释放承压；4) Robotaxi加速落地，合作哈啰，未来不排除更多合作对象。
- **6个月目标市值：1000-1500亿（25年30xPS），2-3年目标市值2000亿+（国内乘用车1500亿+机器人+出海+Robotaxi）**

表：地平线业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	371.0	1,551.6	2,383.6	3,451.1	5,497.5	9,186.6
YoY	-21%	71%	54%	45%	59%	67%
毛利率	69%	69%	77%	68%	59%	56%
汽车解决方案	801.1	1,470.4	2,311.7	3,372.1	5,410.6	9,091.0
YoY	95%	84%	57%	46%	60%	68%
毛利率	78%	74%	79%	69%	59%	50%
产品解决方案	319.3	506.4	664.2	1,559.8	3,684.2	6,846.7
YoY	53%	59%	31%	135%	136%	86%
毛利率	62%	45%	46%	45%	45%	45%
授权及服务业务	481.8	964.0	1647.5	1812.3	1726.4	2244.3
YoY	138%	100%	71%	10%	-5%	30%
毛利率	88%	89%	92%	92%	90%	90%
销售费用	3.0	3.3	4.1	3.8	4.4	5.5
管理费用	3.7	4.4	6.4	5.5	6.0	6.4
研发费用	18.8	23.7	31.6	38.0	38.5	36.7
调整后净利润		(16.9)	(15.0)	(16.0)	(8.8)	10.3

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

- 1) 产品周期，推出舱驾一体芯片C1200和大算力芯片A2000；2) 良好客户基础，吉利、东风、比亚迪等头部自主客户都有所布局；3) 做中国智能芯片卖铲人，战略上做芯片领域横向拓展，机器人业务已有布局，L4业务合作德赛无人物流车；4) 关注出海进展

表：黑芝麻业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业收入	1.65	3.12	4.74	8.38	15.04
YoY	173%	89%	52%	77%	79%
自动驾驶解决方案及产品	1.4	2.8	4.4	8.0	14.6
影像产品和解决方案	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利率(%)	29.39%	24.69%	41.08%	49.46%	50.67%
销售费用	1.2	1.0	1.2	1.2	1.2
管理费用	2.2	3.2	3.7	2.9	3.0
研发费用	7.6	13.6	14.4	11.7	12.0
归母净利润	(27.5)	(48.6)	3.1	(12.1)	(9.4)

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

- **汽车电子卡位优势明显，国际化有望持续推进：**1) 座舱业务受自主车企奇瑞、吉利、理想等销量增长稳定增长，我们预计座舱域控增速较快且具备升级趋势；2) 智能驾驶业务维持收入高增预期，主要驱动为理想客户高阶智驾下放及客户拓展（长城、极氪、广汽等）等；3) 关注公司海外进展，2023年年报中公司强调国际化战略，目前欧洲工厂/墨西哥工厂都在稳步推进，预计海外客户将成为公司业绩增长新驱动；4) 关注汽车智能化行业潜在催化，如特斯拉FSD入华、高阶智驾车型上市等。
- **Robovan快速布局，机器人业务具备迁移能力。**9月公司发布无人物流车业务——川行致远，剑指万亿Robovan市场，目前已有产品落地；公司为全球最顶尖的域控供应商，具备从汽车迁移到机器人的能力，期待后续更多机器人业务落地。

表：德赛西威业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
营业总收入	54.1	53.4	68.0	95.7	149.3	219.1	276.2	341.9	439.0
YOY		-1.3%	27.4%	40.7%	56.0%	46.7%	26.1%	23.8%	28.4%
智能座舱	51.7	48.7	60.3	78.9	117.6	158.0	182.3	198.8	225.3
自动驾驶				13.9	25.7	44.9	73.1	113.1	182.3
毛利率	24.0%	22.7%	23.4%	24.6%	23.0%	20.4%	19.9%	19.8%	19.5%
期间费用率	15.2%	18.4%	15.7%	15.3%	15.3%	12.9%	11.5%	10.8%	10.5%
销售费用率	2.9%	3.6%	3.1%	2.4%	1.6%	1.4%	0.9%	0.8%	0.8%
管理费用率	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%	2.3%	1.9%	1.9%	1.8%
研发费用率	9.7%	11.9%	10.3%	10.2%	10.8%	9.0%	8.2%	8.0%	8.0%
归母净利润/亿元	4.2	2.9	5.2	8.3	11.8	15.5	20.0	26.2	33.8
YOY		-29.8%	77.4%	60.7%	42.2%	30.6%	29.6%	30.9%	28.9%
归母净利润率	7.7%	5.5%	7.6%	8.7%	7.9%	7.1%	7.3%	7.7%	7.7%

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

- **新兴产业拓展不及预期。**人形机器人为全新从0→1产业，而液冷对于汽零企业来说也为新兴领域，企业拓展不及预期会导致前期资本开支较大，无法转化为相应营收，继而影响公司业绩。
- **下游需求不及预期。**如果人形机器人落地场景短期受限，下游需求减弱，会影响中上游企业订单交付节奏，继而影响公司业绩。
- **下游乘用车销量不及预期。**人形机器人、液冷产业链与汽车产业链具有一定重合度，下游乘用车销量减少会影响汽零和整车企业业绩，
- **地缘政治不确定性风险增大。**如果地缘政治风险加大，或将影响国内企业的海外经营。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园