

敏实集团(00425.HK)

外饰件稳步增长，电池盒助力二次腾飞

核心观点：

- **传统业务以外饰件为主，轻量化趋势下铝件增幅明显。**公司传统业务包括外饰件及车身结构件，产品品类齐全。轻量化趋势下铝件单车用量的上涨及环保要求下塑件工艺改进带来的单车价值提升，将拉动外饰件收入增长。公司饰条及行李架全球与国内市占率均列第一，自主研发的铝件 Impan-3/5 阳极氧化技术优势凸显。2020 年成为北美著名电动车厂铝饰条市场原供，代表着公司在新格局下客户结构的主动调整。
- **电池盒以铝挤出与搅拌焊工艺为主，供需齐助百亿目标。**全球新能源乘用车的增长将拉动电池盒市场空间扩容，据我们测算 2025 年中国和海外电池盒市场规模将达 221/533 亿元。电池盒技术壁垒高，市场格局或呈头部化，主要参与者有本特勒、诺玛科、凌云和敏实等。公司电池盒以铝挤出和搅拌焊工艺为主，竞争优势凸显，已获宝马、戴姆勒、雷诺、大众 MEB 平台等多家车企项目定点。此外，公司在塞尔维亚、捷克、沈阳、成都等地就近设厂。据 A 股招股说明书显示，公司全生命周期意向订单超 300 亿元，2020 年电池盒业务国内第二，与宁德时代展开电池盒业务方面的合作，朝百亿营收目标稳步推进。
- **顺应汽车新三化，积极拓展新兴外饰业务。**公司前瞻性布局智能车门系统和集诸如加热、发光等功能的智能一体化前脸系统，积极拓展雷达罩、发光格栅等塑件类新兴外饰件，部分产品已进入订单收获期。
- **盈利预测和投资建议：**公司是全球领先的外饰件及结构件供应商，外饰类业务稳步增长，中长期电池盒业务有望贡献显著增量。不考虑股本摊薄下，我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.62/1.87/2.19 元/股。结合可比公司估值及看好公司未来发展前景，给予公司 21 年 25 倍 PE，合理价值为 48.56 港元/股（按照港元/人民币汇率=1.20），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**芯片短缺致行业景气度下降；电池盒业务拓展不及预期等。

盈利预测：

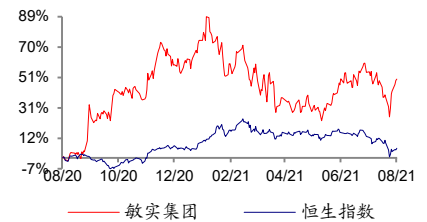
单位：人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,198	12,467	14,974	17,808	21,768
增长率（%）	5.1	-5.5	19.5	18.9	22.2
EBITDA（百万元）	2,737	2,462	3,048	3,430	3,965
归母净利润（百万元）	1,690	1,396	1,877	2,171	2,550
增长率（%）	1.8	-17.4	34.5	15.7	17.4
EPS（元/股）	1.47	1.20	1.62	1.87	2.20
市盈率（P/E）	15.56	28.27	17.76	15.35	13.07
ROE（%）	11.8	9.3	11.2	11.5	12.0
EV/EBITDA	9.05	16.23	11.21	11.95	10.22

数据来源：公司港股财报，广发证券发展研究中心 注：港元/人民币汇率=1.20

识别风险，发现价值

公司评级	买入-H
当前价格	34.55 港元
合理价值	48.56 港元
报告日期	2021-08-05

相对市场表现



- 分析师：** 闫俊刚
SAC 执证号：S0260516010001
021-38003682
yanjungang@gf.com.cn
- 分析师：** 李爽
SAC 执证号：S0260519070003
021-38003684
fzlishuang@gf.com.cn
- 分析师：** 张乐
SAC 执证号：S0260512030010
021-60750618
gfzhangle@gf.com.cn
- 分析师：** 邓崇静
SAC 执证号：S0260518020005
SFC CE No. BEY953
020-66335145
dengchongjing@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、李爽、张乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、敏实集团：外饰业务稳步发展，前沿业务拓展能力突出	5
（一）全球领先的汽车外饰件及结构件供应商，股权架构稳定	5
（二）积极布局创新产品，综合毛利率维持高位	6
（三）全球化布局，客户结构均衡	9
（四）新业务订单承接量再创新高，回 A 计划助力创新业务发展	10
二、传统业务以外饰件为主，其中铝件业务增长明显	11
（一）产品品类齐全，外饰业务营收领先对手	11
（二）顺应轻量化趋势，单车用铝量有望上升	14
（三）公司较早布局铝件业务，2020 年首次突破重要客户	15
（四）铝饰条市场份额相对集中，敏实具备先发优势	17
三、电池盒业务量产在即，剑指全球最大电池盒供应商	18
（一）全球新能源乘用车的快速增长拉动电池盒市场空间扩容	18
（二）铝挤出与搅拌焊为目前主流工艺	19
（三）电池盒以第三方零部件厂商供应为主，市场格局或呈头部化	22
（四）公司电池盒业务优势显著，供需齐助百亿目标	24
四、汽车新三化助力创新业务发展	27
（一）携手海拉，抢占雷达罩与发光标牌业务	27
（二）乘智能化、电动化之风，积极布局智能前脸与智能车门系统	27
五、盈利预测和投资建议	28
六、风险提示	30

图表索引

图 1: 敏实集团发展历程.....	5
图 2: 敏实集团股权结构图.....	6
图 3: 公司产品结构图.....	6
图 4: 公司历年营收、扣非后归母净利润（亿元）及同比增速.....	7
图 5: 公司分产品营收占比情况.....	7
图 6: 公司主营产品毛利率.....	7
图 7: 公司历年毛利率、净利率及期间费用率.....	8
图 8: 公司历年费用率.....	8
图 9: 公司历年资本开支（百万元）.....	9
图 10: 近三年资本开支明细情况.....	9
图 11: 公司在全球主要的生产工厂和研发中心.....	9
图 12: 集团主要客户发展图.....	10
图 13: 公司分地区营收情况.....	10
图 14: 公司历年新业务订单承接量（亿元）.....	11
图 15: 2020 年新业务订单承接分析.....	11
图 16: 金属及铝件主要产品介绍.....	12
图 17: 公司金属类业务相关产品.....	12
图 18: 公司饰条类业务相关产品.....	12
图 19: 公司塑件业务传统产品.....	12
图 20: 公司塑件业务创新产品.....	12
图 21: 京威、宁波华翔和敏实历年营收（百万元）.....	14
图 22: 京威、宁波华翔和敏实历年毛利率.....	14
图 23: 京威、宁波华翔和敏实历年净利率.....	14
图 24: 京威、宁波华翔和敏实历年研发费用率.....	14
图 25: 中国乘用车单车铝消耗量估算（公斤）.....	15
图 26: 中国及欧美 2025 年单车用铝量（公斤）.....	15
图 27: 公司铝产品布局时间图.....	16
图 28: 公司铝件业务传统产品.....	16
图 29: 敏实与京威外饰件营收（百万元）.....	18
图 30: 福耀 SAM 铝饰条利润总额（万欧元）.....	18
图 31: 中国新能源乘用车渗透率（%）.....	18
图 32: 中国及全球新能源乘用车电池盒市场空间测算（亿元）.....	19
图 33: 大众 MEB 车身底盘结构.....	19
图 34: 奥迪 A3 Sportback-etrone 混动 PACK 结构图.....	19
图 35: 敏实集团电池盒产品线.....	24
图 36: 铝挤压电池盒制作流程.....	25
图 37: 电池盒工艺演变图.....	26
图 38: 公司电池盒产能布局.....	26
图 39: 公司雷达罩和发光标牌.....	27

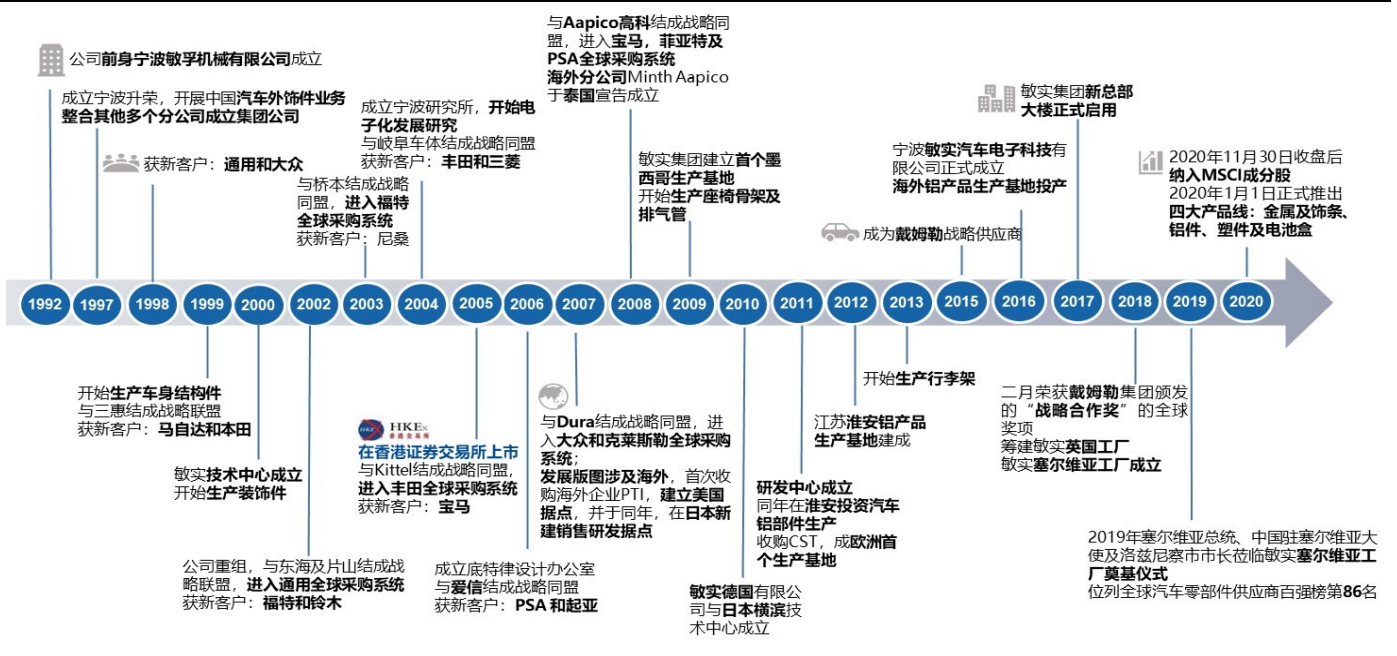
图 40: 智能前脸项目进展.....	28
图 41: 智能车门系统相关产品	28
图 42: 公司 PE TTM 估值 (倍)	30
表 1: 外饰件主要厂家介绍	13
表 2: 汽车饰条类业务主要厂家介绍	17
表 3: 三种材料的优缺点及减重效果	20
表 4: 三种成型工艺介绍.....	20
表 5: 铝及铝合金焊接工艺介绍.....	21
表 6: 电池盒主要生产企业	22
表 7: 公司业务分拆分表 (单位: 百万元)	29
表 8: 可比公司 PE 估值情况 (市值统计截至 2021.08.04 收盘)	30

一、敏实集团：外饰业务稳步发展，前沿业务拓展能力突出

（一）全球领先的汽车外饰件及结构件供应商，股权架构稳定

全球领先的汽车外饰件及结构件供应商。公司是主要从事研发、生产、销售汽车外饰件及车身结构件的全球百强汽车零部件供应商，在全球范围内共拥有112家子公司，50余家工厂，产品销售至30个国家。其前身是成立于1992年的宁波敏孚机械有限公司，1997年整合其他多个分公司成立集团公司，同年开展中国汽车外饰件业务。2007年发展版图涉及海外，2013年开始生产行李架。2020年正式推出四大产品线：金属及饰条、铝件、塑件及电池盒。

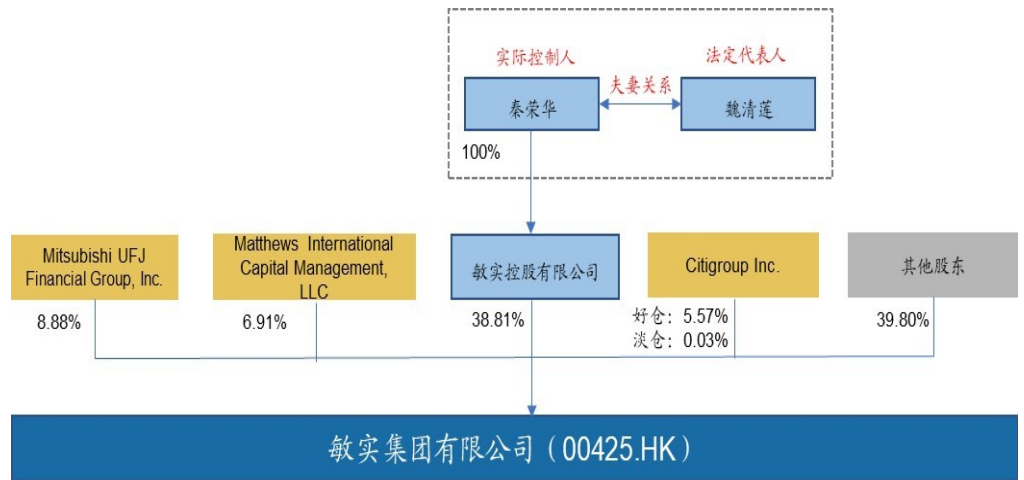
图 1：敏实集团发展历程



资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司股权架构稳定。截至2020年年底，公司总股本为11.6亿股，公司第一大股东为敏实控股有限公司（持股比例为38.81%）。公司董事长为魏清莲女士（2020年5月28日获委任），实际控制人为秦荣华、魏清莲夫妇，通过秦荣华全资拥有的敏实控股持有集团38.81%的股权。

图 2：敏实集团股权结构图

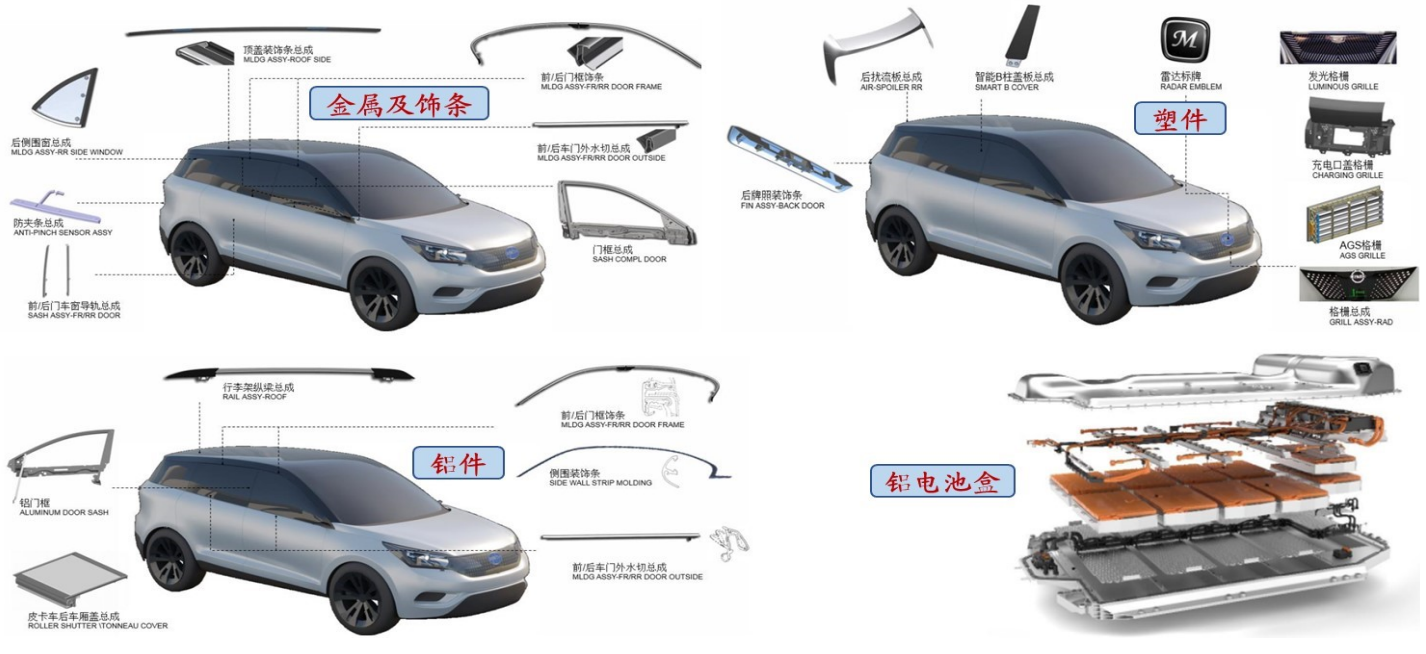


资料来源：公司 2020 年财报，广发证券发展研究中心

（二）积极布局创新产品，综合毛利率维持高位

积极布局创新产品，完成产品线战略转型。敏实集团于2020年顺利完成产品线战略转型，形成金属及饰条、塑件、铝件及电池盒在内的四大产品线运作模式。按产品功能来看，主要包括饰条、饰件、功能结构件、车身结构件、电池盒及底盘结构件以及电子产品。在创新产品方面，推动电池盒、智能前脸、智能车门系统等新产品的市场开拓。

图 3：公司产品结构图

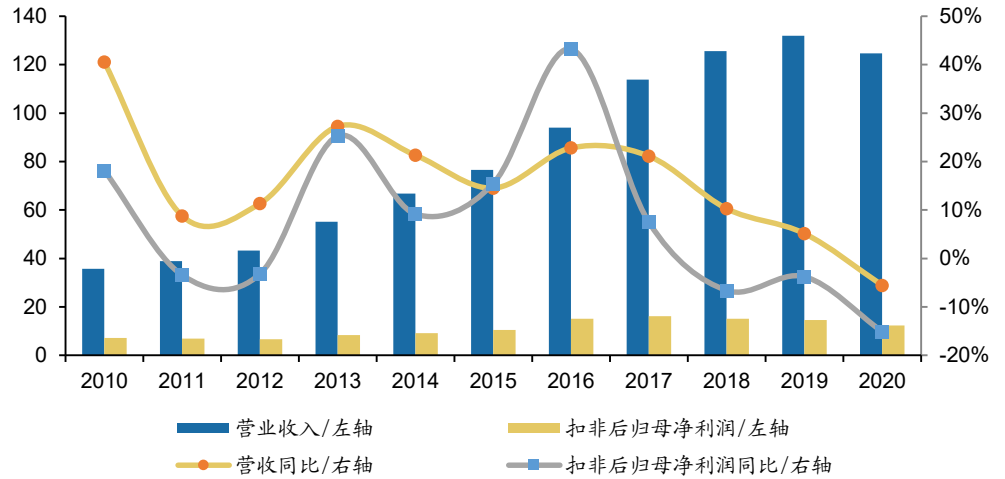


资料来源：公司 A 股招股说明书，广发证券发展研究中心

疫情冲击对公司国内营收影响较小。2020年公司营收124.7亿元，同比下降5.5%。

其中国内营收73.9亿元，较2019年的76.1亿元减少约2.8%，虽受疫情冲击，但因中国各种鼓励政策的推出以及欧系、日系客户在中国的表现优于市场，对公司国内营收影响较小。海外营收50.8亿元，较2019年的55.9亿元减少约9.3%，主要系受新冠疫情影响致使海外主机厂短暂停产或缩减订单。公司2020年归母净利润为14.0亿元，同比下降17.4%，扣非后归母净利润为12.4亿元，同比下降15.2%。

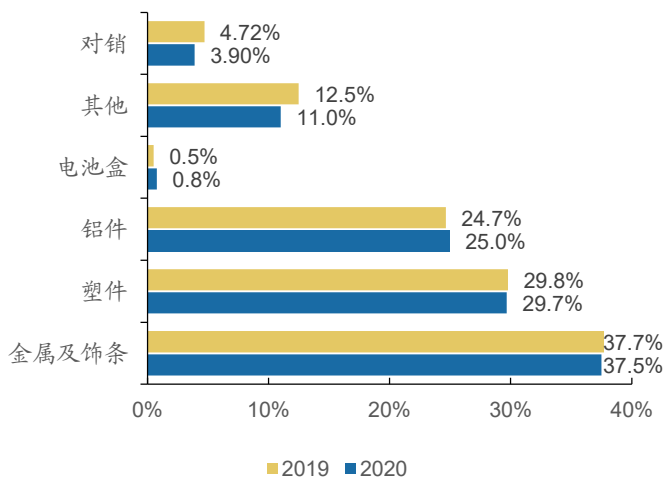
图 4: 公司历年营收、扣非后归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

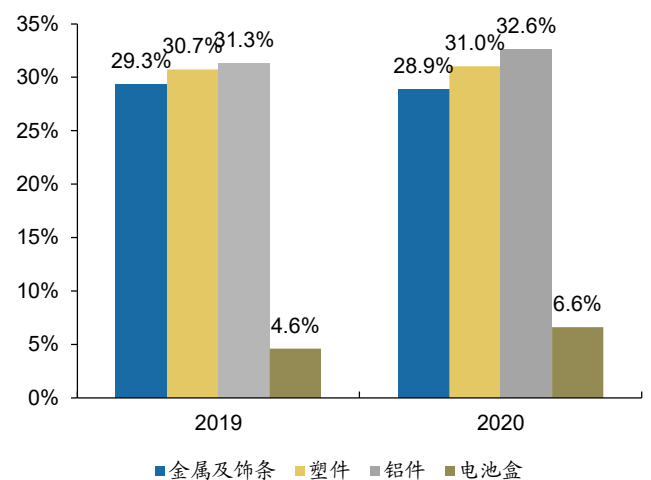
金属及饰条业务营收占比最大，铝件毛利率水平最高。按产品线组织来看，公司2020年金属及饰条、塑件、铝件及电池盒收入分别为46.7/37.0/31.1/0.96亿元，同比分别-6.2/-5.9/-4.4/+41.1%，分别占主营业务收入的37.5%/29.7%/25.0%/0.8%。毛利方面，公司2020年金属及饰条、塑件、铝件及电池盒毛利分别为13.5/11.5/10.2/0.06亿元，同比分别-7.7/-4.9/-0.3/+103.2%，毛利率分别为28.9%/31.0%/32.6%/6.6%。

图 5: 公司分产品营收占比情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6: 公司主营产品毛利率

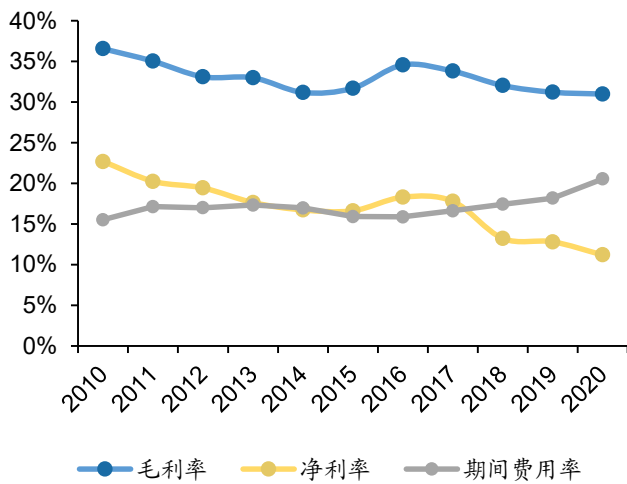


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司综合毛利率维持高位，研发投入持续提升。公司2020年毛利率为31.0%，同比下降0.2pct，主要系受疫情影响营收下滑及部分新建生产线投入使用，导致产能利用率减低，同时面临老产品降价及美国对中国出口产品加征关税等压力，综合影响使得整体毛利率出现了下降。2020年公司净利率为11.7%，同比下降1.7pct。2020年期间费用率为20.5%，同比上升2.4pct，主要系因研发费用率增加1.1pct和财务费用率上升0.8pct所致。

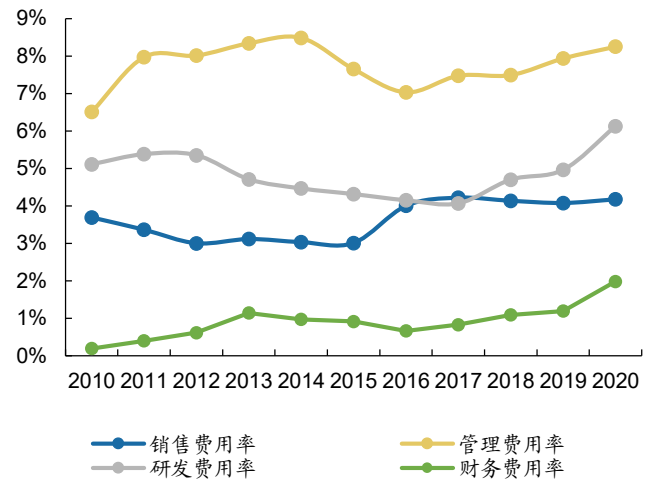
具体来看，2020年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.2%/8.3%/6.1%/2.0%，同比分别增长0.1/0.4/1.1/0.8pct。2020年研发投入为7.6亿元，较2019年6.6亿元同比增加16.6%，主要系为保持市场竞争力及可持续发展、持续推进电池盒等创新产品的研发，引进高研发人员以及增加研发投入所致。

图 7：公司历年毛利率、净利率及期间费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

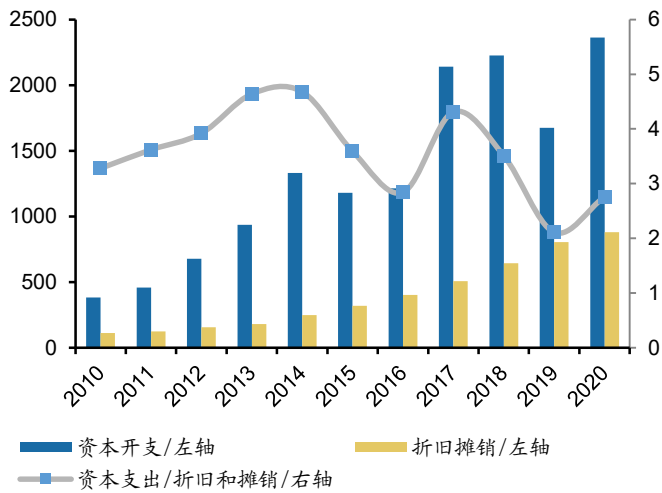
图 8：公司历年费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

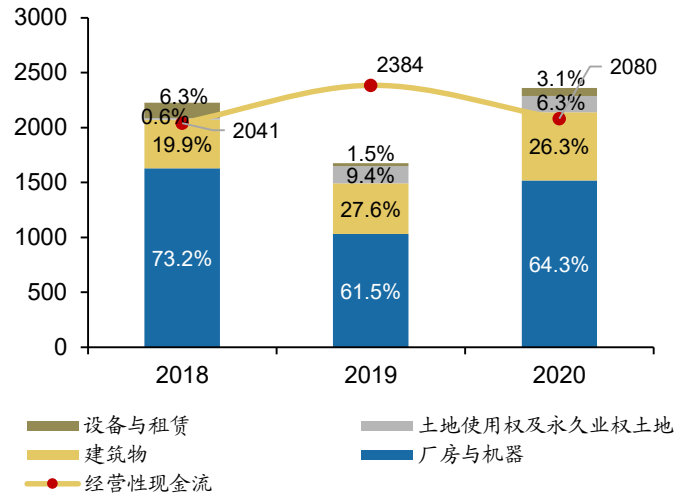
加大厂房与机器投入，资本开支增幅明显。公司加大资本开支，据年报显示，2020年资本支出为23.6亿元，同比增长41.0%。主要系进一步扩大电池盒等创新产品研发及海外市场产能布局，以及积极落实智能发展战略，进行未来汽车智慧产业园的筹建。具体来看，2020年厂房与机器、建筑物占比最大，分别为64.3%和26.3%。

图 9：公司历年资本开支（百万元）



数据来源：公司财报、Wind，广发证券发展研究中心

图 10：近三年资本开支明细情况

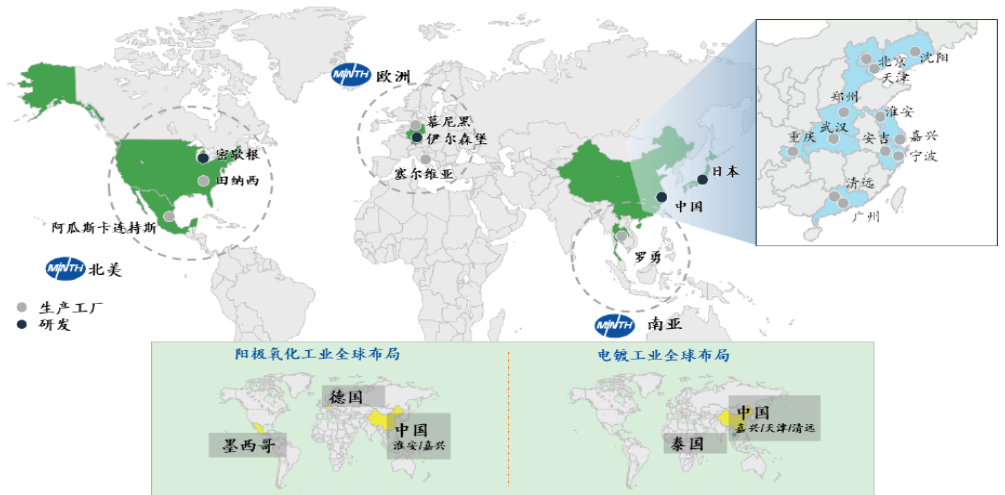


数据来源：公司财报及招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）全球化布局，客户结构均衡

公司产地和研发中心布局全球，研发人员占比较高。敏实集团的生产工厂和研发中心遍布亚洲、欧洲、北美洲等各大洲，在中国、美国、日本、泰国、德国、墨西哥、塞尔维亚及英国等地设有 50 多家生产工厂和 4 家研发中心，在全球范围内有 17812 名员工，其中研发人数超 1900 人，占公司总员工比重超 10%。

图 11：公司在全球主要的生产工厂和研发中心

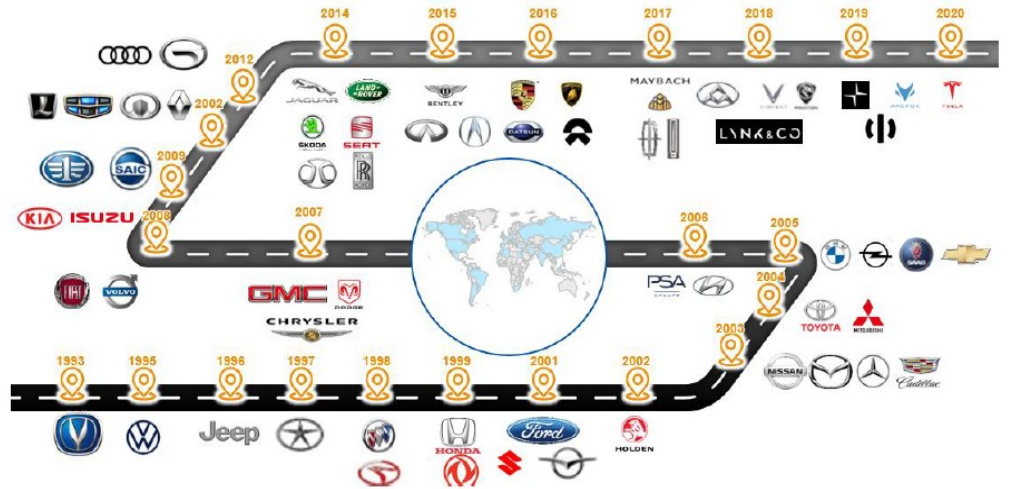


资料来源：公司 A 股招股说明书，广发证券发展研究中心

客户覆盖全球主流整车厂，结构呈均衡化发展。早期敏实与日系零部件供应商（东海、片山）结盟，依靠日产、尼桑、本田等日系客户发展起来。为规避客户结构较为单一带来的风险，公司随后积极开拓欧系和美系客户，2016 年起公司欧系客户收入快速增长。最终覆盖欧美日韩所有主流品牌，打入通用、日产、奥迪、宝马、戴勒姆、大众等品牌的全球供应体系。按客户所在区域市场划分，2020 年中国地区

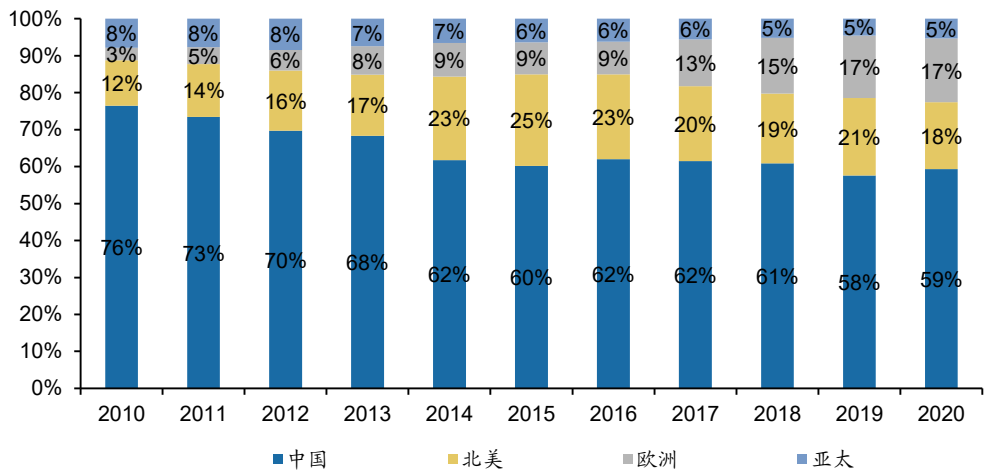
营收占比为59.3%，海外地区为40.7%。

图 12: 集团主要客户发展图



资料来源：公司 A 股招股说明书，广发证券发展研究中心

图 13: 公司分地区营收情况

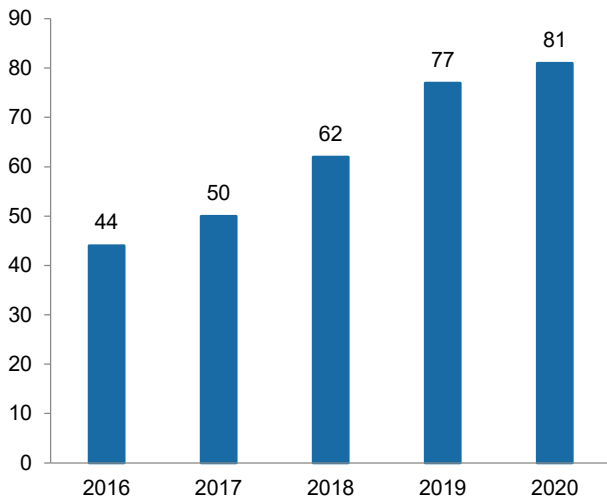


资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（四）新业务订单承接量再创新高，回 A 计划助力创新业务发展

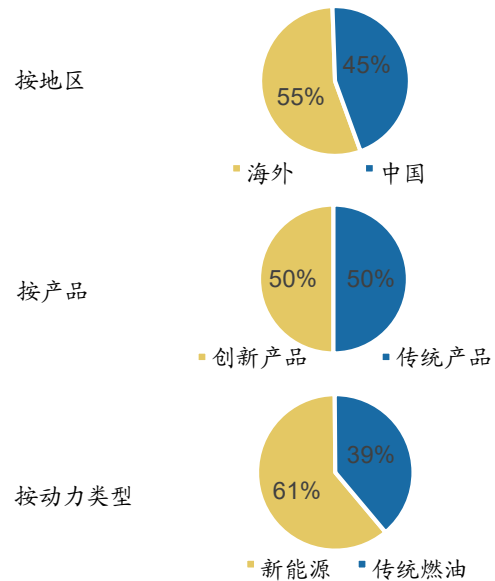
公司20年新业务订单承接突破80亿元大关，新能源业务拓展成效显著。敏实集团新业务承接于2020年首次突破八十亿元大关，实现里程碑式跨越。2020年承接大众MEB欧洲平台电池盒业务，并首次进入特斯拉供货系统（Model Y铝饰条业务），持续突破日系业务，首次进入雷克萨斯的行李架供应体系。2020年新业务承接中共计61%属新能源汽车业务，创新产品占比50%，新能源业务拓展成效显著。

图 14: 公司历年新业务订单承接量 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 2020年新业务订单承接分析



数据来源: 公司 2020 年财报, 广发证券发展研究中心

拟回A上市, 助力创新业务发展。2020年12月1日, 发布公告称董事会已批准A股发行并于科创板上市的初步建议, 初始发行不超过公司已发行股份总数的15%。扣除发行费用后, 募集资金主要用于主营产品的产能扩产以及数字化战略转型升级, 少量资金用于电池盒产品的产能扩产和创新技术的开发, 助力电池盒及汽车智能外饰件等创新业务的发展。

二、传统业务以外饰件为主, 其中铝件业务增长明显

(一) 产品品类齐全, 外饰业务营收领先对手

传统业务包括汽车外饰件和车身结构件。公司传统业务有三大类: 金属及饰条(以前叫车身结构件)、铝件及塑件。按功能主要分为汽车外饰件和车身结构件, 其中外饰件主要包括金属外饰件、铝外饰件及塑件外饰。车身结构件主要包括金属结构件及铝结构件。传统业务主要以外饰件为主, 公司于1997年布局汽车外饰件业务, 1998年便取得通用和大众等主机厂认可。

其中: 金属及饰条占营收比重最大, 金属类主要产品是门框, 于1999年开始布局。铝件是公司目前毛利率最高的业务, 主要产品有铝饰条、铝行李架及铝导轨。公司于2003年布局塑件业务, 积极拓展如雷达罩、发光格栅及主动进气格栅等新兴外饰产品。现有嘉兴绿色工厂和清远工厂, 其中清远工厂人均产值已达100万以上。受环保因素加持以及加热、发光等功能件的研发, 未来塑件ASP有望进一步提升。

图 16: 金属及铝件主要产品介绍



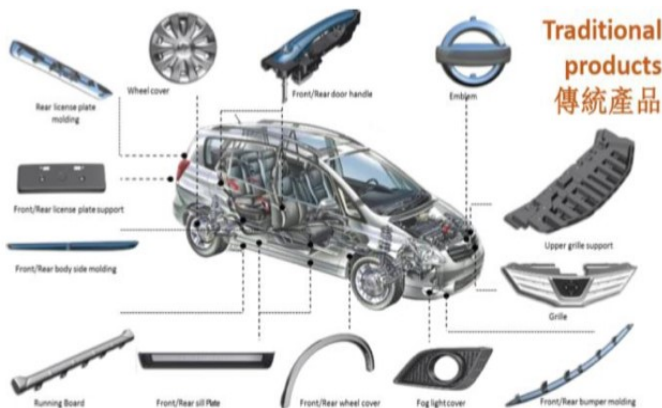
资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 17: 公司金属类业务相关产品



资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

图 19: 公司塑件业务传统产品



资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

图 18: 公司饰条类业务相关产品



资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

图 20: 公司塑件业务创新产品



资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

外饰件为汽车重要部件，材料以塑料和铝合金为主。作为汽车外观件、功能件及安全件，外饰件主要包括保险杠、格栅、门把手、行李架及雾灯罩等。常见原材料有塑料（日韩系）及铝合金（中高端车型），对应工艺一般为注塑成型及铝挤出和铝冲压。又因美观性要求，需进行表面处理，主要工艺有喷涂、电镀、热烫印及阳极氧化处理。

外饰件竞争格局集中，公司产品品类齐全。目前海外外饰件主要市场参与者有佛吉亚、麦格纳、丰田合成、伟世通、全耐模塑（彼欧）。国内外饰企业主要有敏实集团、京威股份、延锋汽饰、模塑科技和新泉股份。市场竞争格局呈集中化，就产品布局而言，敏实集团品类较为齐全。

表 1：外饰件主要厂家介绍

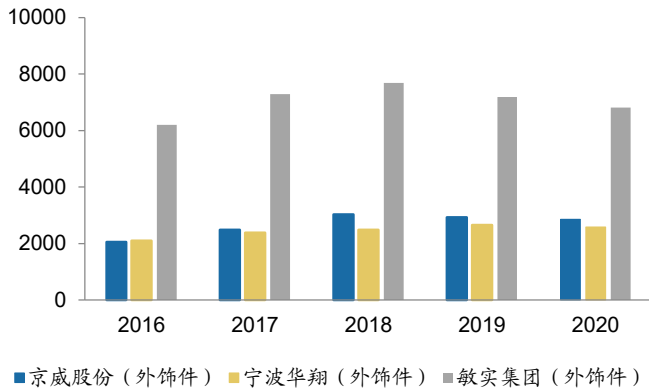
地区	企业	国家	主要客户	主要产品	2020 年营收规模	2020 年净利润
海外	佛吉亚	法国	奥迪、宝马、奔驰、克莱斯勒、大众、福特、通用、沃尔沃等	保险杠、格栅、翼子板等	1154 亿元	-8.48 亿元
	麦格纳	加拿大	奔驰、宝马、克莱斯勒、大众、通用、雪铁龙等	前端模块、格栅、车顶系统、饰件与行李架、踏脚板等	225 亿元	86.98 亿元
	丰田合成	日本	丰田、本田、铃木等	散热器格栅、后门装饰件、挡泥板、毫米波雷达对应标识、格栅照明、轮盖等	521 亿元	16.93 亿元
	伟世通	美国	东风、日产、本田等	轮罩、外侧板、保险杠等	176 亿元	1.86 亿元
	全耐模塑/彼欧	法国	大众、菲亚特、宝马、奔驰、林肯、通用、福特、特斯拉等	保险杠、车体外板、格栅等	601 亿元	-19.23 亿元
中国	敏实集团	中国	雷诺-日产、丰田、福特、通用、戴姆勒-克莱斯勒、大众汽车、本田、宝马、标致雪铁龙、现代和三菱等	顶盖饰条、格栅、防擦条、车顶饰条、雨水槽、轮圈盖、尾门饰条、尾门拉手、门框装饰条、行李架、翼子板、防擦条、防撞梁、发光标牌、雷达格栅、智能 B 柱等	125 亿元	13.96 亿元
	京威股份	中国	大众、通用、宝马、奔驰、捷豹路虎、沃尔沃、长城、吉利、比亚迪等	行李架、天窗框、侧梁饰条、车门框饰条、三角窗饰板、车门外饰条、B 柱饰板、C 柱饰板、前风窗饰条、翼子板、车轮眉	38 亿元	1.13 亿元
	延锋	中国	大众、通用、上汽等	保险杠、复合尾门、复合翼子板	2019 年-1197 亿元	-
	模塑科技	中国	奔驰、宝马、大众、沃尔沃、奥迪、凯迪拉克、特斯拉、蔚来、福特、现代等	保险杠、格栅、牌照板、轮扣、防护板总成	61 亿元	0.12 亿元
	宁波华翔	中国	大众、斯柯达、丰田、长城、江铃陆风、江铃福特、江西五十铃、奥迪、沃尔沃等	格栅、加油/电小门、扰流板、保险杠、包边玻璃、落水槽	169 亿元	11.28 亿元
新泉股份	中国	广菲克、大众、吉利、奇瑞、宝沃等	保险杠、流水槽	37 亿元	2.57 亿元	

资料来源：各公司官网、Bloomberg、Wind，广发证券发展研究中心

相比国内竞争者，敏实集团营收规模较大，14年后毛利率持续高于同行业公司。从营收规模来看，敏实集团2020年收入为125亿元，高于京威股份和宁波华翔外饰件

业务收入。从综合毛利率来看，敏实集团常年稳定在30%以上，2020年达到31.0%。而京威股份和宁波华翔外饰件业务2020年毛利率分别为27.7%和16.6%。

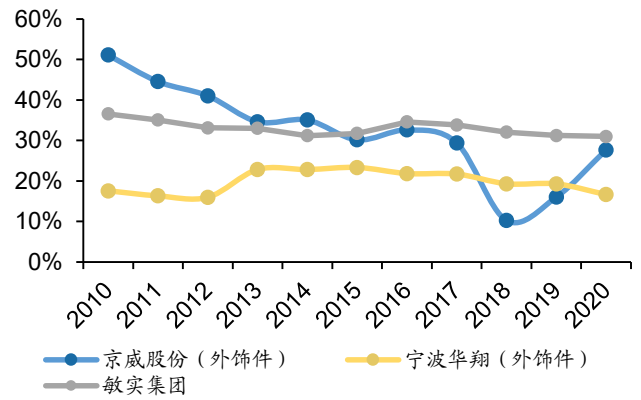
图 21：京威、宁波华翔和敏实历年营收（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：敏实 2016-2018 年外饰业务营收按汽车装饰条与装饰件之和估算，2019-2020 年外饰业务营收按塑件与铝件之和估算

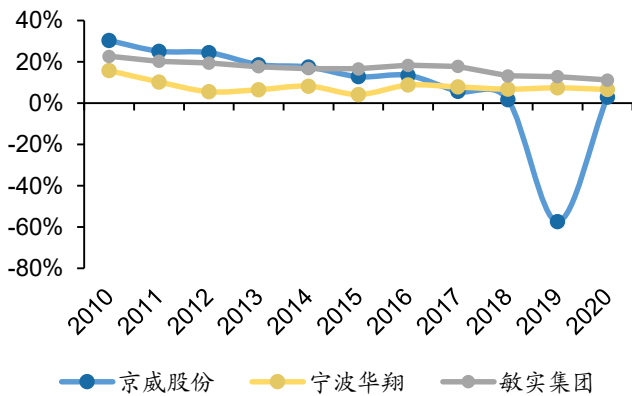
图 22：京威、宁波华翔和敏实历年毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

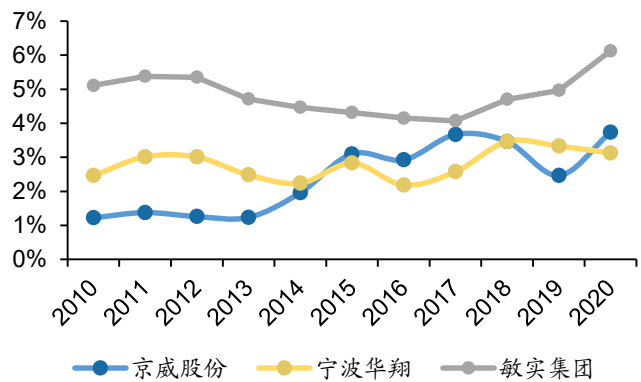
从净利率来看，敏实集团净利率较为稳定，2020年达到11.2%。京威股份和宁波华翔2020年净利率分别为3.0%、6.7%。研发费用率方面，敏实近十年均维持在5%左右，2020年加大创新业务的研发，研发费用率达6.1%。京威股份和宁波华翔2020研发费用率分别为3.7%、3.1%。

图 23：京威、宁波华翔和敏实历年净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 24：京威、宁波华翔和敏实历年研发费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

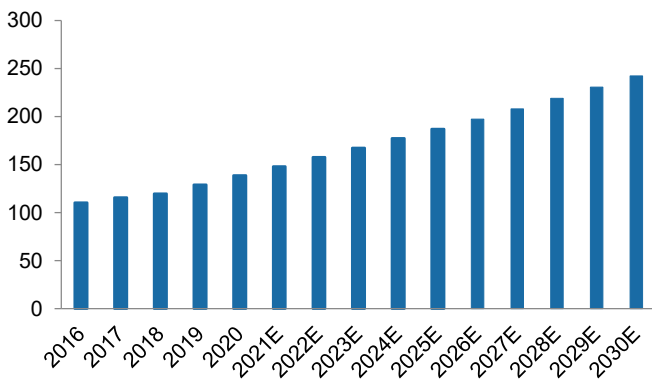
（二）顺应轻量化趋势，单车用铝量有望上升

轻量化有助于缓解里程焦虑，节能减排。汽车轻量化是指在保证汽车强度和安全性性能的前提下，尽可能地减少汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，达到节能减排和提升电动车续航里程的效果。根据美国铝业协会，汽油乘用车减重10%可减少3.3%的油耗；柴油车减重10%可减少3.9%的油耗；电动车减重10%/20%可提升6.3%/9.5%的能效。

成本低减重效果佳，铝合金为现阶段最优材料。实现汽车轻量化主要有三种途径：优化结构、使用新材料以及改进工艺。据知乎《镁途》专栏中《镁合金在汽车上的用处》一文中的数据显示，在金属材料方面，使用高强度钢、铝合金、镁合金以及碳纤维材料，减重效果分别为15%-25%、40%-50%、45%-55%和40%-75%。铝合金密度是钢的1/3，价格低于镁合金和碳纤维，能在控制成本的同时实现轻量化，且具有挤压性、耐腐蚀性和可回收性，符合现阶段轻量化需求。

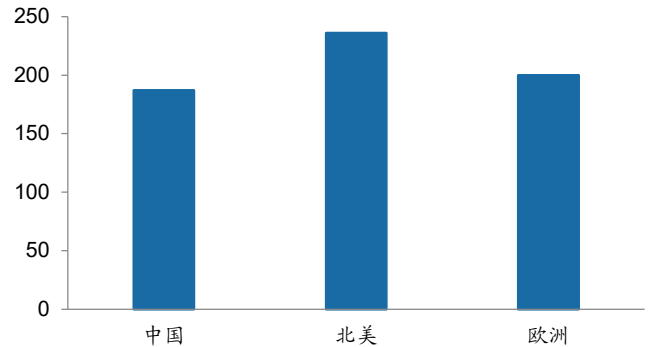
中国乘用车单车用铝量低于欧美国家，具有增长空间。根据国际铝业协会数据，20-30年中国乘用车单车用铝量将从138.6kg增至242.2kg，CAGR为5.7%。根据Drive Aluminum数据，20-28年北美乘用车单车用铝量将从211kg增至256kg。根据欧洲铝业协会数据，19-25年欧洲乘用车单车用铝量将从180kg增至200kg。中国单车用铝量低于欧美国家，随着我国碳排放限制政策及新能源汽车的推广，将推动单车用铝量的增长。

图 25: 中国乘用车单车铝消耗量估算 (公斤)



数据来源：国际铝业协会，广发证券发展研究中心

图 26: 中国及欧美2025年单车用铝量 (公斤)

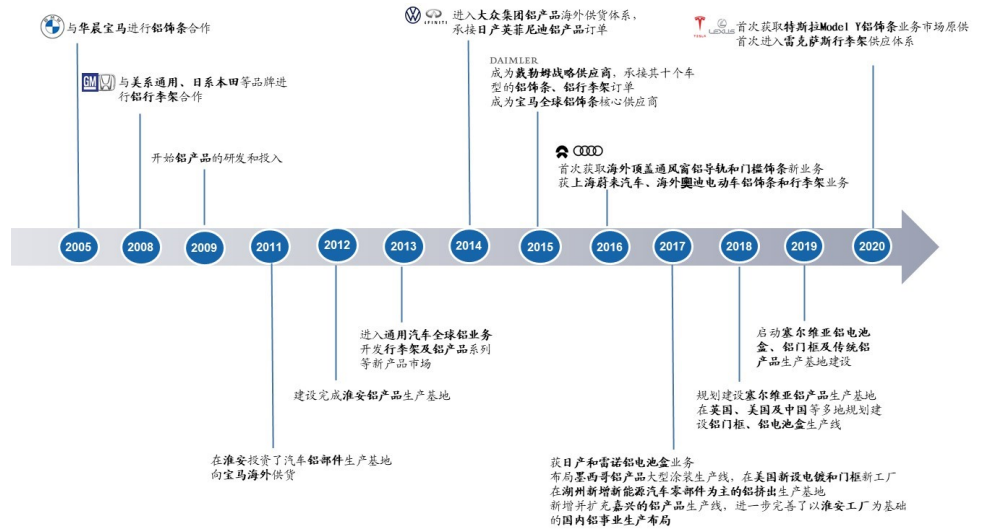


数据来源：Drive Aluminum、欧洲铝业协会，广发证券发展研究中心

(三) 公司较早布局铝件业务，2020年首次突破重要客户

铝件产品布局完备。公司于2005年开始布局铝产品的研发和投入，2009年开始生产铝产品。2017年提升墨西哥工厂铝产品的生产工艺并布局了大型涂装生产线，强化了美国工厂的产能优化布局。同年在湖州新增铝挤出生产基地并扩充嘉兴铝产品生产线。2019年启动塞尔维亚铝产品生产基地，成立材料研发中心，持续提升其技术及创新能力。

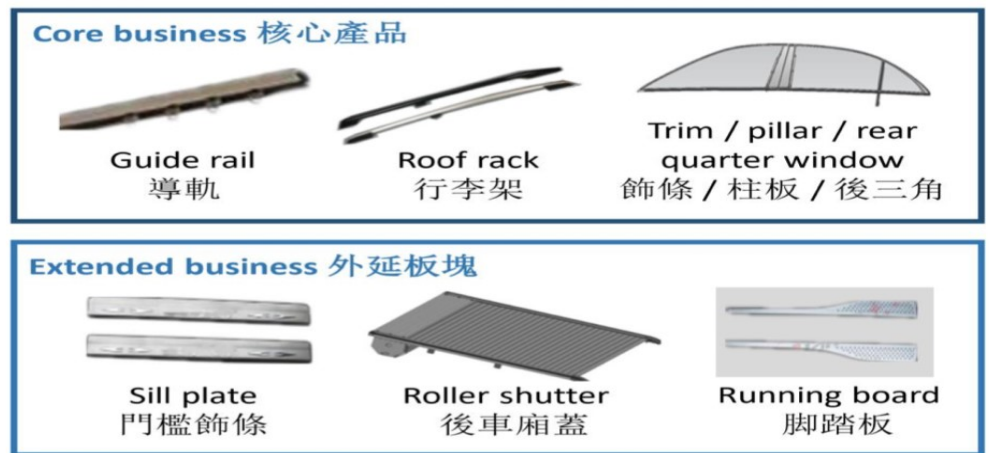
图 27: 公司铝产品布局时间图



资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

积极拓展铝件创新产品, 突破重要客户。目前公司铝件业务主要包括铝饰条、铝行李架及铝导轨, 产品品类齐全。2020年公司成为特斯拉Model Y铝饰条市场原供, 并首次进入雷克萨斯铝行李架供应体系。就Model Y铝饰条订单而言, 据投资者简报披露, 公司墨西哥工厂主要供货特斯拉奥斯汀工厂, 塞尔维亚工厂主要供货特斯拉柏林超级工厂, 年量产分别约为25万/50万件, 量产时间均在2021年H2。

图 28: 公司铝件业务传统产品



资料来源: 公司官网、招股说明书, 广发证券发展研究中心

(四) 铝饰条市场份额相对集中，敏实具备先发优势

铝饰条表面处理技术壁垒高。相较于不锈钢饰条，铝饰条需进行表面处理且对模具要求高，技术门槛较高。早期金属表面处理工艺主要是电镀法，后期随铝制外饰件逐步替代镀铬不锈钢，阳极氧化铝工艺体现出较强优势：强硬度、耐磨耐蚀性、色泽持久等。铝件单车用量的上涨及表面处理工艺下单车价值的上升，将拉动铝饰条业务收入的增长。目前海外主要市场参与者包括欧洲的DURA、威卡威、SAM等，国内主要有京威、福耀和敏实。

表 2: 汽车饰条类业务主要厂家介绍

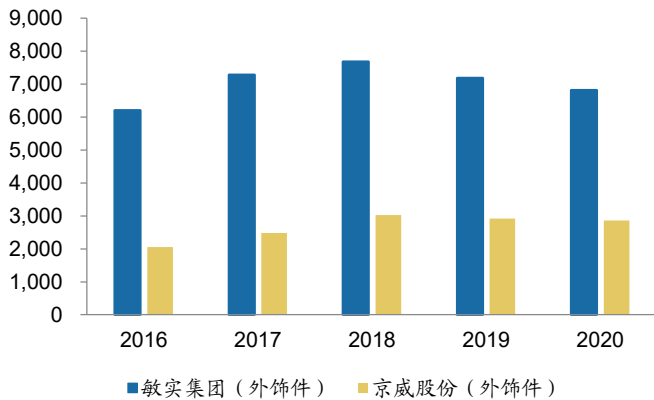
厂商	主要地区	主要客户	主要材料
DURA	北美、南美、欧洲、亚洲	大众、福特、通用、宝马、戴姆勒、沃尔沃、采埃孚、博世	铝合金
德国威卡威	欧洲、中国	奔驰、宝马、奥迪、大众、捷豹、凯迪拉克、雪佛兰、吉利、蔚来等	铝合金
SAM	欧洲	大众、奥迪、宝马、奔驰、保时捷、宾利等欧系客户	铝合金
京威股份	中国	一汽大众、华晨宝马、上汽大众、上汽通用、长安标致雪铁龙、长城、吉利、奇瑞捷豹路虎、奔驰、凯迪拉克、雪佛兰、蔚来等	不锈钢、铝合金
福耀 FYSAM	中国、德国	大众、奥迪、宝马、保时捷、宾利等	铝合金
敏实集团	中国、美国、墨西哥、德国、日本、泰国	雷诺-日产、丰田、福特、通用、戴姆勒-克莱斯勒、大众汽车、本田、宝马、标致雪铁龙、现代和三菱等	不锈钢、铝合金

资料来源：各公司官网、广发证券发展研究中心

国内铝饰条龙头，以阳极氧化工艺为主。京威主要为中高档乘用车提供内外饰件系统（德国威卡威持股21.2%），表面处理工艺主要有铝合金氧化、金属喷漆、金属喷粉、塑料喷漆等。福耀玻璃于2019年3月收购SAM开始布局铝饰条业务，德国SAM主营产品为汽车铝亮饰条，主要工艺为涂层表面保护工艺（ALUCERAM工艺）。敏实集团于2005年开始铝饰条业务，2014年铝产品的阳极氧化技术已达国际标准。2008年与DURA成立合资企业（敏实持股49%），2016年终止合作。2020年5月DURA因经营问题进入破产重组，预计份额将转移至其他供应商。

敏实铝饰条业务布局早，良品率高。据公司A股招股说明书显示，2018-2020年公司车身饰条和行李架国内及全球市占率均位列第一。从材料和工艺来看，敏实自主研发外饰氧化级铝材，Impan-3/5阳极氧化表面处理工艺技术已达国际先进水平，凭借阳极氧化工艺（前后100多道工序，可以做到PH值13.5）获2016年宝马供应商创新奖。从财务数据来看，2020年敏实外饰件业务营收超京威一倍多，FYSAM 21Q1亏损同比收窄超一倍，环比亏损上升。

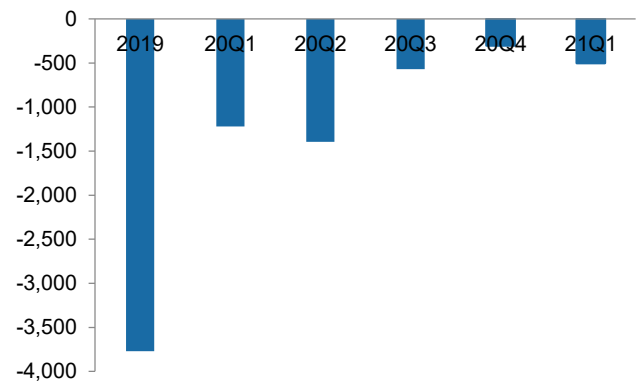
图 29: 敏实与京威外饰件营收 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 敏实 2016-2018 年外饰业务营收按汽车装饰条与装饰件之和估算, 2019-2020 年外饰业务营收按塑件与铝件之和估算

图 30: 福耀SAM铝饰条利润总额 (万欧元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、电池盒业务量产在即, 剑指全球最大电池盒供应商

(一) 全球新能源乘用车的快速增长拉动电池盒市场空间扩容

全球新能源汽车产业发展进入到新的加速发展阶段。汽车产业作为推动新一轮科技革命和产业变革的重要力量, 随着各国碳排放、补贴及双积分政策的出台以及汽车产业长期趋势的推动, 全球新能源汽车进入到新的发展阶段。据EV Sales数据显示, 2016-2020年全球新能源乘用车销量从77.4万增加至310.5万, CAGR为41.5%。据IEA预测, 2025年全球新能源汽车销量将超1500万且在2030年超过2500万, 分别占有所有道路车销量的10%和15%。据中汽协数据, 2015-2020年中国新能源乘用车销量从17.6万增加至124.6万, CAGR为47.8%。中国新能源乘用车渗透率从2015年1月的0.2%增至2021年5月的12.4%。

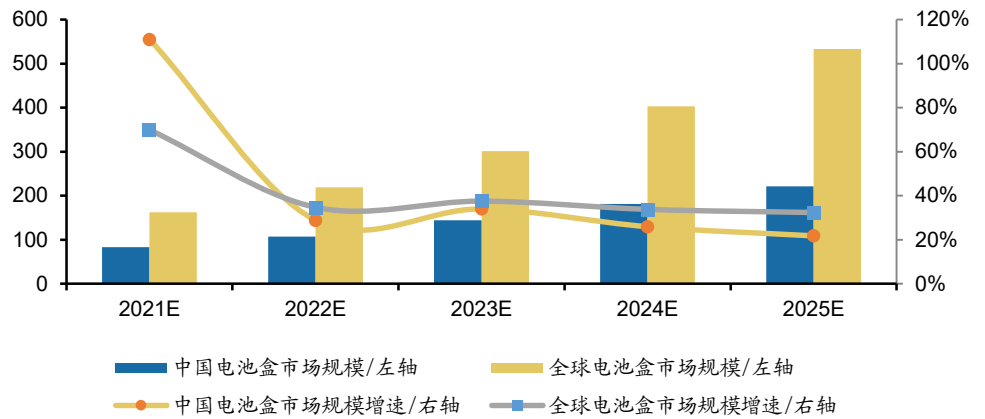
图 31: 中国新能源乘用车渗透率 (%)



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

全球新能源乘用车销量迅速增长，电池盒市场空间广阔。基于新能源乘用车销量及电池盒单车价值测算出市场空间，**核心假设：1.量：**综合考虑政策端指引、市场需求端变化和供给端车企电动化转型提速，我们中性预测2025年中国新能源乘用车销量将达到624.3万辆，其中EV销量为509.6万辆，PHEV销量为114.7万辆。2025年全球新能源乘用车销量将达到1666.4万辆，其中EV销量为1133.2万辆、PHEV销量为533.2万辆。**2.价：**EV、PHEV电池盒单车价值量分别为4000元和1500元。**测算结果：**预计到2025年中国和海外新能源乘用车电池盒市场空间约221亿元和533亿元，2021-2025年复合增速分别为27.6%和34.6%。

图 32：中国及全球新能源乘用车电池盒市场空间测算（亿元）

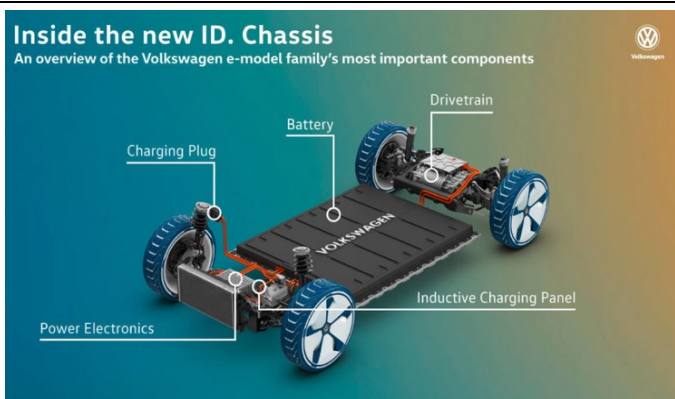


数据来源：广发证券发展研究中心

（二）铝挤出与搅拌焊为目前主流工艺

作为保证电池模块安全的关键部件，电池盒对材料及工艺要求较高。在碳中和背景下，汽车智能网联化与电动化已成为行业发展的方向和共识。电池作为新能源汽车的三大件之一，是整个系统的动力来源。电池盒是电池模块的重要承载件，其结构系统主要由Pack上盖、支架、模组盒、Pack下箱体（托盘）等组成，一般安装于底盘部位，主要用于保护动力电池在外界碰撞和挤压时不受损害。因此，电池盒既要保证强度及刚度等安全性要求，又要保持电池系统运作的稳定性，对制造工艺、材料选择及防护等级都提出了较高的要求。

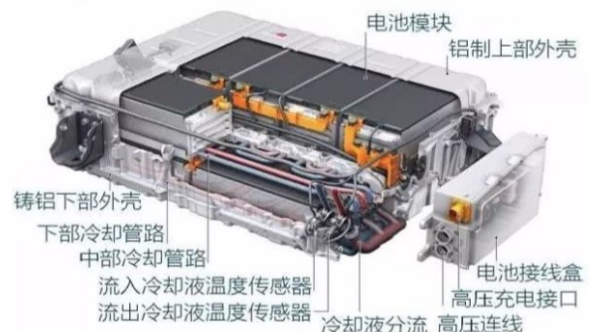
图 33：大众MEB车身底盘结构



资料来源：大众官网，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

图 34：奥迪A3 Sportback-etrone混动PACK结构图



资料来源：汽车零部件，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

轻量化下电池盒材料由钢向铝转变。据期刊论文《纯电动汽车动力电池包轻量化技术综述》(李日步)和雪球网数据显示,电池Pack系统占整车质量的18%-30%,成本占整车的30%-40%,降低电池Pack质量对提高电动汽车的续航有着重要作用。目前电池盒的主要材料及工艺有:钢板(冲压)、铝板(压铸或挤压)、复合材料(切割)三种形式。虽然复合材料更轻,但价格昂贵,全部取代金属材料目前尚不成熟,因此轻量化下铝制电池盒正逐步成为主流,改善铝合金成型工艺和降低材料成本为主要发展方向。

表 3: 三种材料的优缺点及减重效果



材料	主要材料	涉及技术	优点	缺点	对应电池盒质量
钢板	钢板 Q235 材料	冲压	保证车身结构的稳定性 保护电池组安全	相较于其他两种材料减重效果较差; 刚性及耐腐蚀性较差	120kg
铝板	5/6 系铝合金, 主流铝型材为普通 6063 或 6016	压铸或挤压	密度低、强度高、冲击性好, 塑性急耐蚀性好	铝合金的焊接工艺较差, 材料价格为钢材价格三倍左右	铸铝 80kg, 铝 50-60kg
复合材料	夹层复合材料、纤维增强复合材料 (如碳纤维和环氧树脂复合材料)	机械 CNC 和水刀加工、激光复材切割	质量轻, 强度和弹性模量大, 耐腐蚀和耐磨	价格昂贵	相较于钢件减重超 50% 以上, 相较于铝合金减重达 30% 以上

资料来源:《动力电池系统轻量化技术综述》程萍等、《激光加工复合材料电池盒夹具的设计方法》赵德强等, 广发证券发展研究中心

铝挤出工艺为目前电池盒主要技术路线。铝挤出工艺为目前主流工艺, 敏实集团也是以该种成型工艺为主。相较铝压铸工艺: (1) 铝挤出能更灵活地设计铝电池盒的结构。(2) 满足各种能量大小的电池包需求, 可拓展到成型尺寸更大的电池箱体, 而铝压铸电池盒通常用于电池能量较小的混动式电动车。

表 4: 三种成型工艺介绍

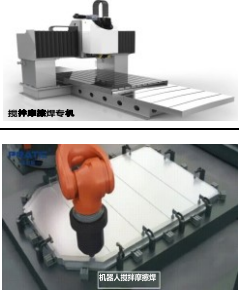


成型工艺	结构展示	优点	缺点	代表车型	代表企业
冷轧钢板冲压		可提供好的强度及刚性, 成本较低	质量较大, 影响电动汽车续航能力	早期新能源车如 Nissan Leaf、BMW i3、Tesla Model 3 均采用 0.8mm 厚度冲压钢板	   
铝合金铸造成型		没有焊点, 整体一次成型, 具有灵活的设计样式, 成型后不需要进一步焊接工序, 综合力学性能较高; 重量轻	易发生欠铸、裂纹、冷隔、凹陷、气孔等缺陷, 浇铸后密封性较差; 碰撞后易变形; 仅适用于小能量电池包	更多用于 PHEV 车型, 如大众 Golf GTE、Audi e-tro 和 BMW X5 插电混动动力电池箱	     




<p>铝合金挤出型材拼接</p>		<p>目前主流工艺，设计灵活、加工方便、易修改；高刚性、抗震动、挤压及冲击等性能</p>	<p>因拼接方法需将不同部件通过焊接等方式进行拼接，需焊接零件较多，工艺复杂</p>	<p>宝马汽车公司、奥迪集团、沃尔沃公司等</p>	
------------------	---	--	--	---------------------------	---

资料来源：《动力电池系统轻量化技术综述》程萍等、《纯电动汽车动力电池包轻量化技术综述》李日步等、各公司财报，广发证券发展研究中心

铝合金电池包底板与框架间以搅拌摩擦焊连接工艺为主，框架之间以MIG/CMT为主。常用的铝合金同种材料、钢-铝异种材料的汽车连接技术可分为焊接（热连接工艺）、机械连接（冷连接工艺）以及粘接（结构胶+自冲铆接复合连接工艺）。就电池盒铝及铝合金焊接工艺而言，主要有冷金属过渡电弧焊（CMT）、钨极氩弧焊（TIG焊）、熔化极氩弧焊（MIG焊）、激光焊、缝焊、电阻电焊、电子束焊、搅拌摩擦焊（FSW）、螺栓自拧紧技术（FDS）和感应焊等。一般而言，铝合金底板的拼接以及底板与框架的焊接采用搅拌摩擦焊，框架之间的连接采用TIG/MIG/CMT等熔焊焊接方法，一些零部件与电池托盘的连接常采用螺栓连接的方法。

表 5：铝及铝合金焊接工艺介绍

使用区域	铝挤出的焊接工艺	结构展示	优点	缺点	评价	应用车企
底板的拼接及底板与框架间的焊接（固相焊接方法）	搅拌摩擦焊（FSW）		<p>刚性大、无裂纹及气孔、焊接过程稳定</p> <p>自由度高、焊接变形小、可实现平面及空间位置的焊接，拓展了使用范围</p>	<p>托盘底部需要支撑</p> <p>机器人的刚性不足，焊接过程中易发生共振而抖动，需要对其进行较大压力的工装</p>	<p>被广泛应用于电池包箱体焊接领域。常规单轴肩FSW后会产生飞边，增加了焊缝打磨的工作量。为减少甚至解决飞边问题，催生了恒压力FSW、静止轴肩FSW等技术</p>	<p>吉利、小鹏、特斯拉 Model S、蔚来 ES 8、ES 6、上汽荣威 ER5、MARVEL X 等车型</p>
车身零部件及电池包（高能束焊）	激光焊		<p>能量密度高</p>	<p>设备前期投资成本高、回报周期长，及铝合金激光焊接困难</p>	<p>未得到广泛应用，主要用于汽车车门、前后盖、顶盖、流水槽和侧围外板等及新能源电池包的焊接</p>	<p>2018 年凌云股份为大众汽车制造的一款电池包</p>
框架之间的连接	钨极氩弧焊（TIG）		<p>可见性好、操作简单、焊缝外观无焊灰及不需清洁；具有清理氧化膜的作用；对空间狭小的短焊缝焊接以及密封性要求高的焊缝也尤为合适</p>	<p>焊接速度慢、焊接热输入大、焊后易变形、不易控制等，限制了箱体的高效生产</p>	<p>适用箱体结构紧凑，型材刚度大。但随着箱体尺寸变大、型材结构变薄，其精度要求在提高，因此该工艺优势并不凸显</p>	<p>比亚迪和吉利旗下多款混动车型的电池包箱体，其 TIG 焊缝约占箱体总焊缝量的 80%</p>

	熔化极惰性气体保护焊 (MIG)		热输入小、变形小、工作效率高	热输入大、焊接热影响区大,强度较低;易发生变形;气孔缺陷也会导致托盘发生泄漏	多用于电池托盘框架内四个角(弧焊角)焊缝	
	冷金属过渡电弧焊 (CMT)		热输入小、无飞溅、电弧稳定以及焊接速度快;可用于多种材料的焊接	难摆脱铝合金传统熔化焊的焊接问题,如热输入大引起的变形、气孔、焊接接头系数低等	在铝制电池托盘的生产制造中占据举足轻重的地位	比亚迪、北汽旗下多款车型电池包下箱体结构,焊缝约占箱体焊缝的70%
零部件与电池托盘间的连接 (机械连接)	螺栓自拧紧技术 (FDS)		可更好实现零部件与电池托盘主体的拆装	设备成本高、焊后凸起及螺钉造价昂贵;在车辆行驶过程中易产生松动,使用工况受限	通常配合机器人及铆接工艺使用,自动化程度高	爱驰 U5、北汽 N60/ 德国 WEBER 公司

资料来源:《新能源汽车电池托盘应用现状及发展趋势》谭锦红、《新能源汽车电池包关键连接技术》胡大武等,广发证券发展研究中心

(三) 电池盒以第三方零部件厂商供应为主,市场格局或呈头部化

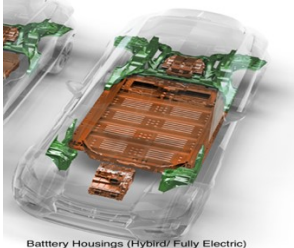
电池盒以第三方零部件厂商供应为主。目前电池盒市场尚处于发展早期,市场格局尚不明朗,主要包括三类:(1)具备生产能力的整车企业,如比亚迪;(2)给车企配套电池托盘产品的第三方零部件厂商,如华域汽车、凌云股份和敏实集团等;(3)给动力电池企业配套电池托盘产品的第三方企业,如广州大库、重庆南涪铝业等。电池盒作为重资产制造业,前期投入高,车企未来大规模自配经济性较低,随着新能源汽车销量占比的逐步提升,电池盒将逐步由第三方零部件厂商供应。

作为安全件,电池盒OEM认证壁垒高,且对材料、型材的焊接工艺及表面清洁度的要求高,导致目前全球铝电池盒的头部玩家仅5-6家,包括西班牙海斯坦普(Gestamp)、德国本特勒(Benteler)和墨西哥诺玛科(Nemak),国内的凌云股份、赛科利(华域汽车旗下)和敏实集团,其余的供应商相对弱势。

表 6: 电池盒主要生产企业

区域	主要企业	产品展示	业务介绍	配套客户
中国	凌云股份	 电池壳	隶属于中国兵器工业集团,在上海建立电池 PACK 机械验证实验室以及凌云中央研究院。2015年9月全资收购德国瓦达沙夫 100% 股权,掌握铝合金电池盒核心技术。2020年德国瓦达沙夫主营业务收入为 150781.19 万元	保时捷、宝马、奔驰、奥迪、丰田等
	敏实集团	 电池盒	2017年10月成立铝电池盒开发中心,目前电池盒已拥有郑州、安吉等量产工厂。公司规划 2025 年实现铝电池盒百亿营收目标,2020 年铝电池盒业务营收 95.71 百万元	大众 MEB、宝马、戴姆勒、本田、日产、雷诺、福特、沃尔沃、PSA 集团、捷豹路虎等

华域汽车	 <p>铝制电池盒托架</p>	华域皮尔博格已形成铝合金铸造 电池托盘和电动机壳体 的应用开发及批量供货能力。2020 年累计配套 电池托盘 3.5 万件、电机壳体 0.85 万套	奔驰、宝马、福特、大众、通用等	
	 <p>电池盒</p>	上海赛科利已掌握从 冲压、焊接、镀层到密封 的核心技术，拥有批量生产的技术实力。产品包括 轻量化电池盒和氢燃料电池金属双极板	奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、福特、大众、通用、奇瑞、蔚来等	
华达科技	 <p>电池箱下托盘总成</p>	2018 年公司收购 江苏恒义 （持股 51%）进入新能源汽车零部件领域，新增 电池箱下托盘总成、电机壳、电驱总成 等业务。2020 年江苏恒义营业收入为 44033.86 万元	上汽大众、上汽通用、一汽大众、吉利汽车、北汽集团、奇瑞汽车、小鹏、蔚来、理想等	
金鸿顺	 <p>新能源电池托架</p>	公司已与 大陆汽车 等著名跨国汽车零部件供应商共同开发以 铝合金为原材料的真空助力器壳体和电池盒盖冲压技术 。公司主要与上汽通用、上汽大众同步开发 新能源电池盒托架总成 ，项目已进入量产	沃尔沃、奥迪、上汽通用、上汽大众等	
旭升股份	 <p>电池包壳体</p>	公司相关产品可应用于 车身及底盘、电池托盘 领域。2013 年与 Tesla 合作，从供应个别零部件起步，发展到供应 传动系统、悬挂系统、电池系统 等核心系统零部件；2020 年，公司对特斯拉实现销售收入 7.1 亿元 ，营收占比为 43.49%	特斯拉、北极星、采埃孚、宝马、宁德时代、广汽等	
和胜股份	 <p>电池包下箱体托盘 NEV battery tray</p>	专注铝合金及其制品研究开发和生产加工的高新技术企业，中国工业铝挤压材十强企业。2018 年已成功开发新产品 动力电池托盘 ；部分产品已于 2018 年下半年逐步实现小批量生产。2020 年 动力电池外壳 销售收入 2816 万	比亚迪、吉利、广汽新能源、孚能科技、宁德时代等	
西班牙	海斯坦普	 <p>Battery Boxes</p>	1997 年成立于西班牙马德里，欧洲主要底盘金属零部件供应商。目前业务涉及 二十多个国家和地区 ，正在开发的电池盒采用多种材料解决方案，包括 铝框架式、钢模块化和异种材料的混合使用 。由于公司电池盒的 模块化和可拆卸性 ，使维修过程变得更加轻松安全	大众集团、戴姆勒、PSA 集团、雷诺日产、福特、宝马、菲亚特克莱斯勒、捷豹路虎、通用汽车、沃尔沃、本田和丰田等
德国	本特勒	 <p>Battery pack incl. batteries, cooling and high voltage routing</p>	1876 年成立于德国，历史悠久的家族式集团公司，旗下设有四大构成部分，其中汽车部（1935 年）主要包括底盘及模块业务部、结构件和发动机及排气系统零部件。在全球近 30 个国家 100 个地区提供一流的生产工艺。2020 年集团 汽车部收入为 57 亿欧元	宝马、保时捷、法拉利、奥迪、劳斯莱斯、宾利、奔驰等

墨西哥	Nemak		<p>Nemak 隶属于墨西哥第二大工业集团——Alfa 集团，于 1979 年在墨西哥蒙特雷成立，专注于开发和制造用于动力总成和车身结构应用的铝部件。公司在全球 38 个工厂拥有 22,000 多名员工，2020 年收入达到 3.2 亿美元</p>	<p>奥迪、宝马、法拉利、戴姆勒、通用、吉利、福特、捷豹、尼桑、奔驰、路虎等</p>
-----	-------	---	---	--

资料来源：各公司官网及公司 2020 年财报，广发证券发展研究中心

（四）公司电池盒业务优势显著，供需齐助百亿目标

公司电池盒以铝挤出加焊接工艺为主，积极拓展新产品。敏实集团目前主要以生产电池盒本身为主，后续会拓展到复合材料上盖及连接件等，主要采用铝挤出加焊接工艺。20H1公司在48V电池盒和模组盒产品方案和技术上不断取得突破，并按照计划研发复合材料电池盒。集团持续进行研发投入以保持产品和技术的不断创新，包括CTP电池盒方案（无模组化电池盒方案）、换电电池盒方案、固态电池技术电池盒方案、热塑性复合材料电池盒上盖等。

图 35：敏实集团电池盒产品线



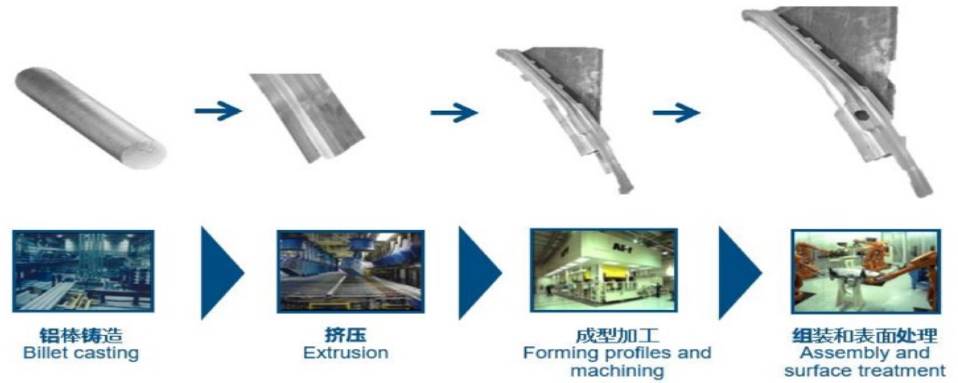
资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

自主可控程度高，工艺技术完善。公司主要优势在于：（1）材料配方方面：电池盒作为一个保护载体，受到撞击后即便变形后也不能有裂缝。公司追求材料在生产工艺方面的垂直整合，如布局熔炼、挤出及焊接工艺的融合，以及设计产品及模具。材料端配方的研究已获多个主流客户的认可，包括宝马、戴姆勒和大众，也是目前亚太地区唯一一家被认可的供应商。

（2）工艺技术及工艺齐备度：公司目前主要采用铝挤出工艺，2017年收购台湾精确实业，布局一体成型的铝压铸工艺。电池盒制作流程主要是将铝棒挤出型材后采用搅拌摩擦焊等工艺焊接，最后进行组装和表面处理。电池盒工艺难点在于焊接，对技术稳定性要求较高，公差通常要求在几毫米甚至一毫米以内。此外，焊接稳定性要求电池盒气密性非常高，工艺技术难度大、壁垒高。在2021年中国车身大会中，敏实工艺高级工程师介绍了所研发的焊接规范同步摆动技术、SAWP低热输入技术、

P-Stitch鱼鳞纹焊接技术、P-MIX焊接技术、厚板高速焊接无飞溅技术、AC交流脉冲工法和1.6mm焊丝高效焊接应用七个工法，电池盒工艺技术领先。

图 36: 铝挤压电池盒制作流程



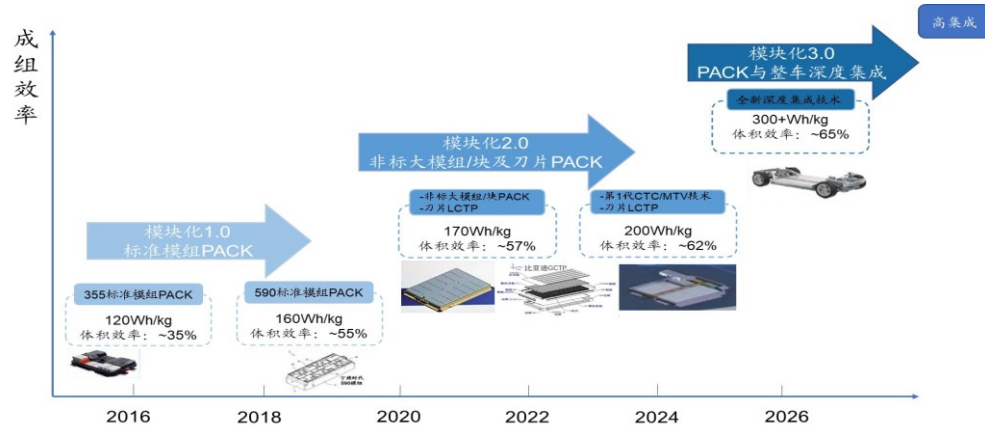
资料来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

(3) 订单的规模效应及成本控制能力: 据公司A股招股说明书显示, 目前电池盒全生命周期意向订单超300亿元, 仍在持续的接订单中。电池盒前期投入较高, 与国内竞争对手相比, 公司电池盒业务订单的规模效应在量产后释放速度更快, 先发优势显著。此外, 公司已广泛布局产能, 在主机厂附近就近设厂, 提高客户响应速度的同时降低运输成本。

(4) 自主可控程度较高: 公司为外饰件龙头, 综合毛利率常年在30%以上, 且具有较好的市场地位, 据中汽协数据, 2018-2020年公司车身饰条和行李架的全球及国内市占率均位列第一, 散热器格栅位列国内第一、全球第三, 电池盒产品位列国内第二。传统业务在一定阶段内不能被替代, 在开拓新业务、新客户方面, 可借助已有技术资源及客户资源, 自主可控程度较高。

电池盒工艺变化或将带来ASP下降, 短期内不会影响目前主流工艺。 电池包主要有三种路径: 传统电池模组、无模组电池包(宁德时代CTP动力电池、比亚迪刀片电池及广汽埃安的弹匣电池)、CTC电池集成(宁德时代)。电池包的变化会带来电池盒工艺的变化, 发展方向将朝着减少内部结构件、提升电池能量密度以及提高体积效率转变。由技术提升带来的成本下降或将导致电池盒配套价值的下降, 但短期内电池盒主流工艺尚不会发生颠覆性改变。

图 37: 电池盒工艺演变图

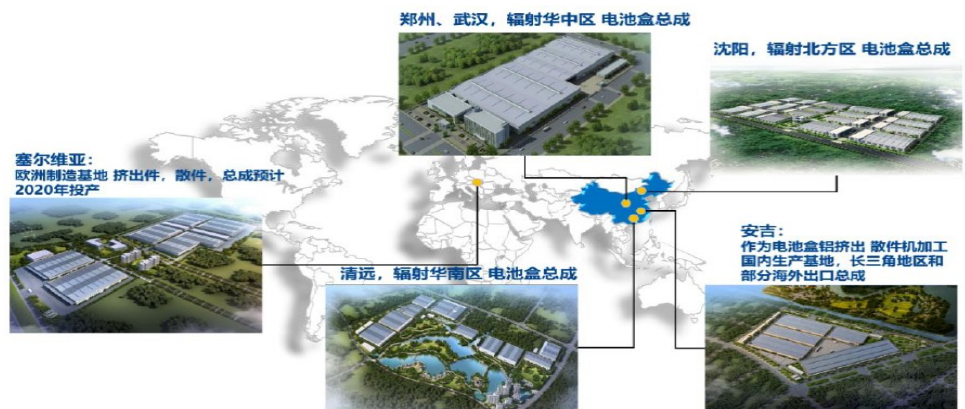


资料来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

供给端：全球范围内就近设厂，产能逐步释放。截至2020年底，为了进一步完善电池盒等产品生产线的全球布局，集团在塞尔维亚设立两间工厂（挤出+制造）分别开展电池盒及铝件生产线的布局，目前已完成多条大型挤出线的安装调试工作。在捷克，完成了电池盒工厂的厂房确认及设备规划工作。在中国，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。

需求端：在手订单量充沛，朝百亿目标推进。2020年2月公司公告获大众MEB平台欧洲铝电池盒定点通知书，涉及短、中、长三款铝电池盒，可配套大众集团 B、C、D级电动车，订单预计于2022年开始量产。据大众集团规划，2025年或将实现MEB平台车型全球年销量一百万台，公司有望实现铝电池盒业务百亿营收目标。公司电池盒目前已进入多家主机厂全球电动车平台供应商体系，已获取包括宝马、戴姆勒、大众MEB平台、本田、日产、雷诺、福特、沃尔沃以及捷豹路虎等在内的主流车企项目定点，据公司A股招股说明书显示，公司2020年铝电池盒国内第二。此外，公司与宁德时代展开电池盒业务方面的合作，朝百亿营收目标稳步推进。

图 38: 公司电池盒产能布局



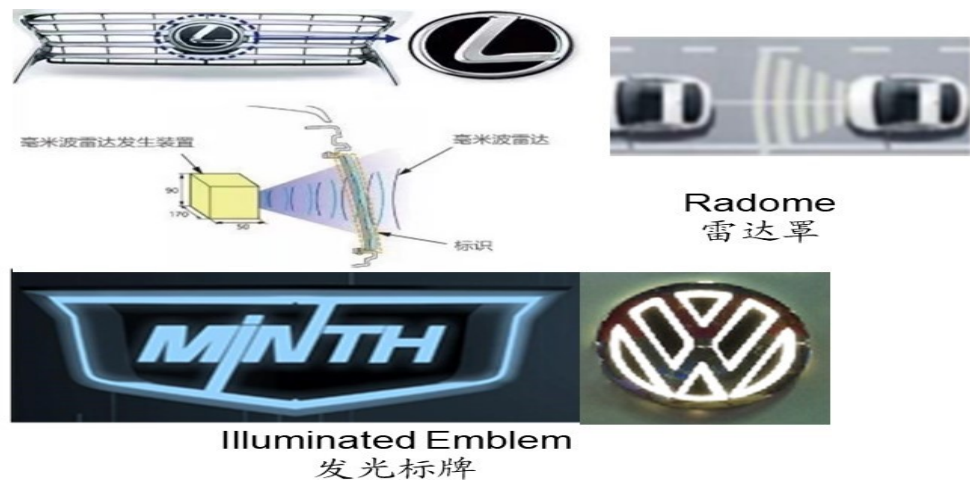
资料来源：公司A股招股说明书，广发证券发展研究中心

四、汽车新三化助力创新业务发展

（一）携手海拉，抢占雷达罩与发光标牌业务

强强联手，雷达罩和发光标牌已获订单。敏实集团自2010年开始致力于雷达罩的研究，2020年6月与海拉成立合资企业-敏实海拉嘉兴汽车零部件有限公司。优势互补、协同发展，利用双方资源抢占ADAS及发光装饰件产品业务。据最新年报显示，在加热毫米波雷达罩、激光雷达罩、智能发光格栅等产品的研发和技术上不断取得突破，目前已进入订单收获期，预计投产时间为2021年1月份，预期营收年复合增长超50%。

图 39：公司雷达罩和发光标牌



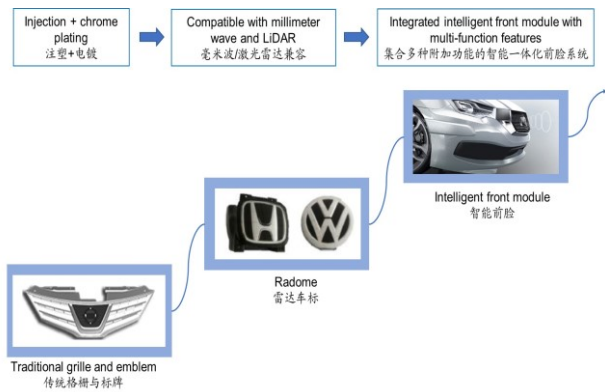
资料来源：公司官网、招股说明书，广发证券发展研究中心

雷达罩要具有透波性，目前竞争格局比较分散。由于绝大多数的车标是镀铬制造工艺，会影响雷达微波反射或导致其无法穿透镀铬车标。因此，首要考虑因素为透波性能，主流材料为PC聚碳酸酯。目前集成发光车牌的难点在高温高湿实验和嵌件注塑等方面。一些创新雷达罩（如海拉所生产的）可有效防止雷达传感器信号被干扰，为了适应严寒天气，还提供了加热雷达罩的解决方案。雷达罩业务主要企业包括丰田合成、海拉、Zanini桑尼尼、彼欧、新光、敏实集团、宁波四维尔、江阴项羽等，尚处于市场早期，竞争格局比较分散。

（二）乘智能化、电动化之风，积极布局智能前脸与智能车门系统

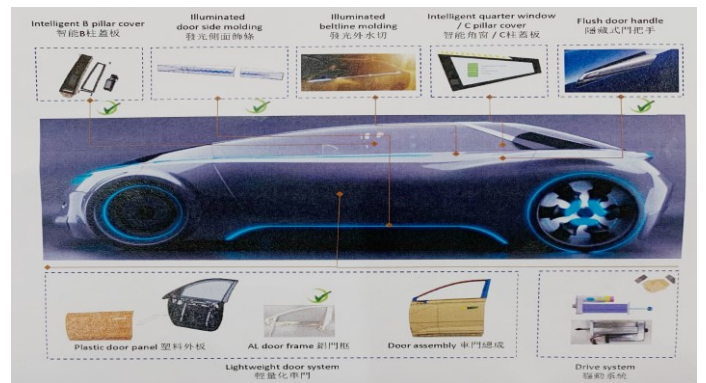
为满足自动驾驶需求，已前瞻性布局了一体化智能前脸解决方案，拥有多项行业领先的专利技术。此外，公司还积极探索未来车门新型进入方式，深入布局智能车门领域，主要围绕个性发光、智能进入、智能开闭、智能显示和智能感应等功能进行产品布局，其中智能柱板已获多家主流车厂的技术认可，智能B柱盖板、发光侧面饰条、隐藏式门把手以及铝门框均已获订单。

图 40: 智能前脸项目进展



资料来源: 公司官网、招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 41: 智能车门系统相关产品



资料来源: 公司官网及招股说明书, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

公司为全球最大的汽车外饰件供应商之一, 于1997年开始布局外饰件业务, 现已顺利完成产品线战略转型, 形成金属及饰条、塑件、铝件及电池盒在内的四大产品线运作模式。随着新产品结构的调整以及新建工厂的投产, 外饰类业务稳步增长, 中长期电池盒业务有望贡献显著增量。

主营业务核心假设: 公司的传统优势业务是外饰业务, 主要包括非铝饰条、铝饰条及塑件, 受益于行业需求恢复, 预计将保持稳定增长。2021年新能源车电池盒产品将贡献较大增量, 随着产能释放以及订单规模效应的体现, 电池盒产品将推动公司业绩的进一步增长。

(1) 金属及饰条业务占营收比重最大, 其中金属类主要产品是门框, 于1999年开始布局, 主要客户以日系品牌为主。饰条为公司优势业务, 于1997年布局汽车外饰件业务, 1998年便取得通用和大众等主机厂认可。我们预计公司2021-2025年金属及饰条业务实现收入52.6、56.5、60.8、65.5、70.6亿元, 同比增长12.5%、7.6%、7.6%、7.7%、7.7%, 毛利率30.0%、31.1%、31.1%、33.6%、33.7%。

(2) 公司于2003年布局塑件业务, 现有嘉兴绿色工厂和清远工厂。随着材料和模具工艺的发展, 且顺应绿色化和轻量化的趋势, 公司积极拓展塑件业务产品线, 已自主研发智能前脸和智能车门系统等外饰件。我们预计公司2021-2025年塑件业务实现收入44.4、51.1、58.7、67.5、77.7亿元, 同比增长20.0%、15.0%、15.0%、15.0%、15.0%, 毛利率30.0%、30.0%、33.0%、33.0%、33.0%。

(3) 2009年开始生产铝产品, 目前铝产品主要包括铝饰条、铝行李架及铝导轨, 产品品类不断拓展。在汽车轻量化发展趋势下, 公司订单充足, 积极布局产能, 提升工艺技术。我们预计公司2021-2025年铝件业务实现收入37.3、42.9、49.4、58.3、68.8亿元, 同比增长20.0%、15.0%、15.0%、18.0%、18.0%, 毛利率继续维持高位, 为35.0%、35.0%、35.0%、38.0%、38.0%。

(4) 智能化、电动化助力公司业绩发展, 电池盒业务稳步推进, 将成为公司业绩新的增长点。我们预计公司2021-2025年电池盒业务实现收入4.4、14.6、33.7、65.6、102.4亿元, 同比增长359.8%、230.9%、131.5%、94.6%、56.1%, 毛利率10.0%、13.0%、16.0%、18.0%、20.0%。

表 7: 公司业务拆分表 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
金属及饰条							
收入	4980.9	4673.0	5257.1	5654.3	6084.8	6551.6	7058.0
增长率	-	-6.2%	12.5%	7.6%	7.6%	7.7%	7.7%
成本	3520.3	3324.1	3680.0	3898.9	4194.3	4347.8	4681.4
毛利	1460.6	1348.9	1577.1	1755.4	1890.5	2203.8	2376.6
毛利率(%)	29.3%	28.9%	30.0%	31.0%	31.1%	33.6%	33.7%
塑件							
收入	3930.4	3700.3	4440.4	5106.4	5872.4	6753.3	7766.2
增长率	-	-5.9%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	2722.9	2551.5	3108.3	3574.5	3934.5	4524.7	5203.4
毛利	1207.5	1148.8	1332.1	1531.9	1937.9	2228.6	2562.9
毛利率(%)	30.7%	31.1%	30.0%	30.0%	33.0%	33.0%	33.0%
铝件							
收入	3253.6	3112.0	3734.4	4294.6	4938.8	5827.7	6876.7
增长率	-	-4.4%	20.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%
成本	2234.6	2096.1	2427.4	2791.5	3210.2	3613.2	4263.6
毛利	1019.0	1016.0	1307.0	1503.1	1728.6	2214.5	2613.2
毛利率(%)	31.3%	32.7%	35.0%	35.0%	35.0%	38.0%	38.0%
电池盒							
收入	67.7	95.7	440.0	1456.1	3370.5	6557.2	10238.1
增长率	-	41.4%	359.8%	230.9%	131.5%	94.6%	56.1%
成本	64.6	89.4	396.0	1266.8	2831.2	5376.9	8190.4
毛利	3.1	6.3	44.0	189.3	539.3	1180.3	2047.6
毛利率(%)	4.6%	6.6%	10.0%	13.0%	16.0%	18.0%	20.0%
合计							
收入	13198.2	12466.9	14943.6	17777.8	21738.3	27471.0	34067.2
增长率	5.1%	-5.5%	19.9%	19.0%	22.3%	26.4%	24.0%
成本	9076.8	8608.0	10221.8	12292.1	15021.7	18934.7	23598.6
毛利	4121.4	3858.8	4721.8	5485.7	6716.6	8536.2	10468.5
毛利率	31.2%	31.0%	31.6%	30.9%	30.9%	31.1%	30.7%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

不考虑股本摊薄下, 我们预计公司21-23年EPS分别为1.62/1.87/2.20元/股, 结合可比公司估值及看好公司未来发展前景, 给予公司21年25倍PE, 按照港元/人民币汇率=1.20, 合理价值为48.56港元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图 42: 公司PE TTM估值 (倍)



表 8: 可比公司PE估值情况 (市值统计截至2021.08.04收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE/倍		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
京威股份	002662.SZ	内外饰件等	57.30	0.07			47.45		
福耀玻璃	600660.SH	汽车玻璃、铝饰条等	1363.62	1.04	1.40	1.70	46.35	36.05	29.76
宁波华翔	002048.SZ	内外饰件等	127.12	1.36	1.79	2.16	11.48	9.76	8.09
凌云股份	600480.SH	汽车金属及塑料零部件、电池盒	81.69	0.13	0.47	0.61	65.79	20.29	15.49

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 福耀玻璃盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。

六、风险提示

(一) 芯片短缺致使汽车行业景气度下降

(二) 电池盒业务拓展不及预期

(三) 上游原材料价格持续上涨

据年报显示, 2020年公司直接材料约占营业总成本的56.7%。其中, 金属约占原材料成本的 23.0%, 塑料占比16.9%。公司毛利率或受钢铁、铝价及吹塑价格波

动影响，2021年5月，铝、钢及吹塑价格达今年新高，2021年6月原材料价格略有下降，但同比分别上升34.9%、47.1%和5.6%。公司虽有望通过规模效应、提前补充库存及与上游原材料厂商谈判等方式进行部分对冲，但若原材料价格持续上涨，或将影响公司整体毛利率水平。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,584	14,980	16,494	18,486	19,760
现金	5,687	6,008	7,086	8,009	7,932
应收账款	3,332	3,371	3,902	4,724	5,726
存货	2,059	2,398	2,763	2,998	3,266
其他	1,505	3,202	2,743	2,755	2,836
非流动资产	11,059	12,226	13,983	15,923	17,718
固定资产	8,585	9,459	11,237	12,883	14,404
无形资产	254	191	317	410	479
租金按金					
使用权资产					
其他	2,220	2,576	2,429	2,630	2,834
资产总计	23,643	27,206	30,477	34,409	37,478
流动负债	7,816	9,633	10,922	12,572	12,988
短期借款	4,139	5,445	6,830	7,856	7,333
应付账款	2,143	2,450	2,638	2,927	3,338
其他	1,534	1,737	1,454	1,789	2,317
非流动负债	1,083	2,260	2,360	2,440	2,500
长期借款	0	1,074	1,074	1,074	1,074
租赁负债					
其他	1,083	1,186	1,286	1,366	1,426
负债合计	8,899	11,893	13,282	15,012	15,488
少数股东权益	419	369	457	560	680
普通股股本	115	116	116	116	116
留存收益和资本公积	14,210	14,828	16,621	18,721	21,194
归属母公司股东权益	14,325	14,944	16,737	18,837	21,310
负债和股东权益	23,643	27,206	30,477	34,409	37,478

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,252	12,527	14,974	17,808	21,768
营业成本	9,077	8,608	10,222	12,292	15,022
销售费用	539	521	618	734	902
管理费用	1,048	1,029	1,180	1,428	1,752
研发费用	656	764	787	970	1,221
财务费用	31	8	10	62	88
营业利润	1,932	1,583	2,167	2,384	2,772
利润总额	2,101	1,680	2,315	2,664	3,112
所得税	336	217	349	390	442
净利润	1,765	1,463	1,966	2,274	2,670
少数股东损益	75	67	88	102	120
归属母公司净利润	1,690	1,396	1,877	2,171	2,550
EBITDA	2,737	2,462	3,048	3,430	3,965
EPS (元)	1.47	1.20	1.62	1.87	2.20

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,384	2,080	2,417	2,856	3,390
净利润	1,690	1,396	1,877	2,171	2,540
折旧摊销	805	880	881	1,046	1,194
少数股东权益	75	67	88	102	120
营运资金变动及其他	-186	-262	-429	-464	-464
投资活动现金流	-1,166	-3,412	-2,422	-2,626	-2,595
资本支出	-1,696	-2,429	-2,785	-2,785	-2,785
其他投资	530	-983	363	159	190
筹资活动现金流	-64	1,671	1,093	672	-902
借款增加	48	2,380	1,385	1,026	-513
普通股增加	49	-102	0	0	0
已付股利	-667	-694	-292	-353	-389
其他	507	87	0	0	0
现金净增加额	1,165	321	1,077	923	-77

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.06%	-5.47%	19.53%	18.93%	22.24%
营业利润	-3.03%	-18.09%	36.91%	10.01%	16.27%
归属母公司净利润	1.79%	-17.44%	34.53%	15.66%	17.44%
获利能力					
毛利率	31.23%	30.95%	31.60%	30.86%	30.90%
净利率	13.32%	11.68%	13.13%	12.77%	12.27%
ROE	11.80%	9.34%	11.22%	11.53%	11.97%
ROIC	0.09	0.06	0.07	0.07	0.08
偿债能力					
资产负债率	37.64%	43.71%	43.58%	43.63%	41.33%
净负债比率	-0.11	0.03	0.05	0.05	0.02
流动比率	1.61	1.56	1.51	1.47	1.52
速动比率	1.31	1.17	1.19	1.17	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.46	0.49	0.52	0.58
应收账款周转率	3.96	3.70	3.83	3.76	3.80
应付账款周转率	4.24	3.51	3.87	4.20	4.50
每股指标 (元)					
每股收益	1.47	1.20	1.62	1.87	2.20
每股经营现金	2.06	1.79	2.08	2.46	2.92
每股净资产	12.71	13.20	14.83	16.72	18.96
估值比率					
P/E	15.56	28.27	17.76	15.35	13.07
P/B	1.78	2.58	1.94	1.72	1.52
EV/EBITDA	9.05	16.23	11.21	11.95	10.22

广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。