

【广发海外】敏实集团 (00425.HK)

22H1 点评：收入稳步增长，持续深耕创新领域

核心观点：

- 公司 22H1 营收同比增长 8.9%，归母净利润同比下降 27.0%。据公告，22H1 公司分别实现营收、归母净利润 72.5/6.6 亿元，同比+8.9%/-27.0%，其中国内及海外营收分别为 38.9/33.6 亿元，同比+2.8%/+16.9%。营收增长主要由于电池盒业务不断量产及海外客户配套车型销量恢复；业绩下滑主要由于 21H1 处置子公司产生一次性收益，剔除该影响后同比-4.5%，主要由于原材料成本上升及销售、研发费用增加。
- 公司成本管控有明显成效，22H1 毛利率、净利率环比上升 2.1pct/0.9pct。公司 22 年上半年毛利率、净利率、期间费用率分别为 29.1%/9.1%/22.8%，分别环比+2.1pct/+0.9pct/-0.6pct，销售/管理/研发/财务费用率分别环比+0.6pct/-1.3pct/-0.1pct/+0.2pct。
- 持续深耕创新领域，22H1 电池盒营收同比增长 435.0%。2022 年上半年公司四大产品线金属及饰条、塑件、铝件及电池盒营收分别同比+8.2%/+7.0%/-0.2%/+435.0%；毛利率分别同比-3.5pct/-4.7pct/-2.4pct/+12.2pct。据公告，上半年公司在扩大传统产品优势基础上拓展创新产品，成为梅赛德斯奔驰电池盒最大的合作伙伴，还获得了北美第二大造车新势力 Lucid 的电池盒订单。集团未来工厂项目的部分车间已经实现批量化生产。上半年国内铝电池盒生产线陆续完成建设并进入量产阶段，并与雷诺签署协议，拟在法国成立合资公司。
- 盈利预测与投资建议：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。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.49/1.85/2.24 元/股。结合行业平均、可比公司估值及看好公司未来发展前景，我们维持原来的合理价值 48.56 港元/股，对应 22 年 PE 为 27.2 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：行业景气度下降；芯片短缺超预期；竞争超预期等。
- 注：如不做特别说明，货币单位均为人民币。

盈利预测：

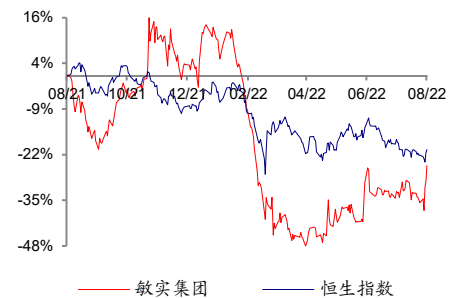
单位：人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,527	13,980	17,289	20,819	24,794
增长率（%）	-5.5	11.6	23.7	20.4	19.1
EBITDA（百万元）	2,462	2,135	2,991	3,478	4,130
归母净利润（百万元）	1,396	1,497	1,726	2,148	2,599
增长率（%）	-17.4	7.2	15.4	24.4	21.0
EPS（元/股）	1.47	1.20	1.49	1.85	2.24
市盈率（P/E）	28.24	22.15	13.31	10.69	8.84
ROE（%）	9.3	9.3	9.7	10.8	11.6
EV/EBITDA	16.21	16.30	8.13	8.31	6.85

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
当前价格	23.80 港元
合理价值	48.56 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-27

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：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



SFC CE No. BRR250



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、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：

【广发汽车&海外】敏实集团 2021-09-02
(00425.HK) :21H1 点评：
业绩稳步增长，创新产品有序推进

请务必阅读末页的免责声明

一、公司 22H1 营收同比增长 8.9%，归母净利润同比下降 27.0%

根据中期业绩公告，22年上半年公司实现营收72.5亿元，同比增长8.9%，实现归母净利润6.6亿元，同比下降27.0%。其中，公司22H1国内及海外营收分别为38.9亿元/33.6亿元，分别同比+2.8%/+16.9%。公司营收增加主要由于电池盒业务不断量产以及海外客户配套车型销量恢复。归母净利润下降主要由于21年同期处置子公司产生一次性收益导致基数较高；剔除该影响后，22H1归母净利润同比-4.5%，主要由于原材料成本上升及销售、研发费用增加。

注：如不做特别说明，货币单位均为人民币。

图 1：公司半年度营收（百万元）及同比增速

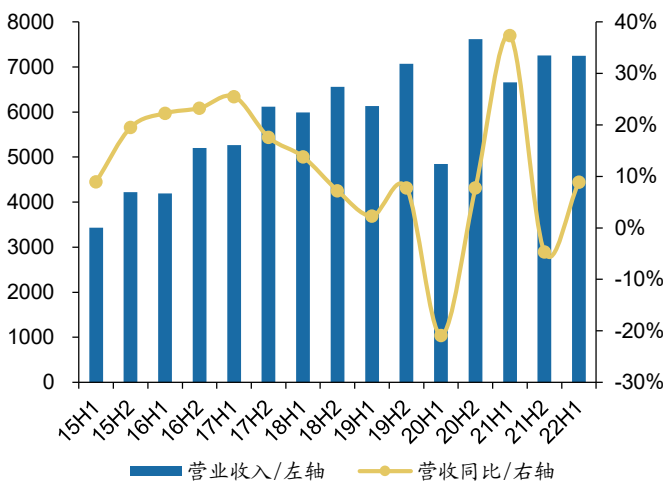
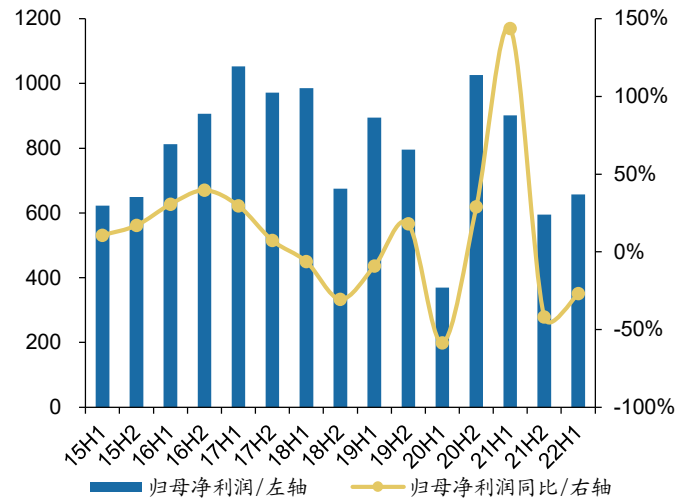


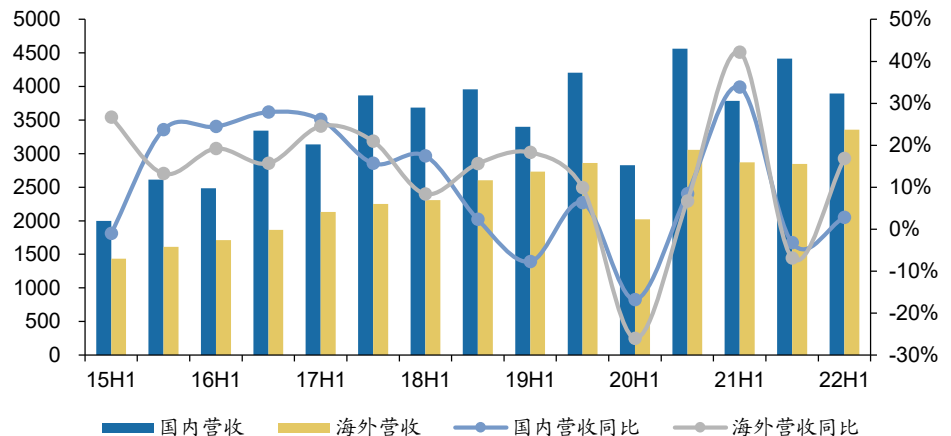
图 2：公司半年度归母净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：公司半年度国内及海外营收（百万元）及同比增速



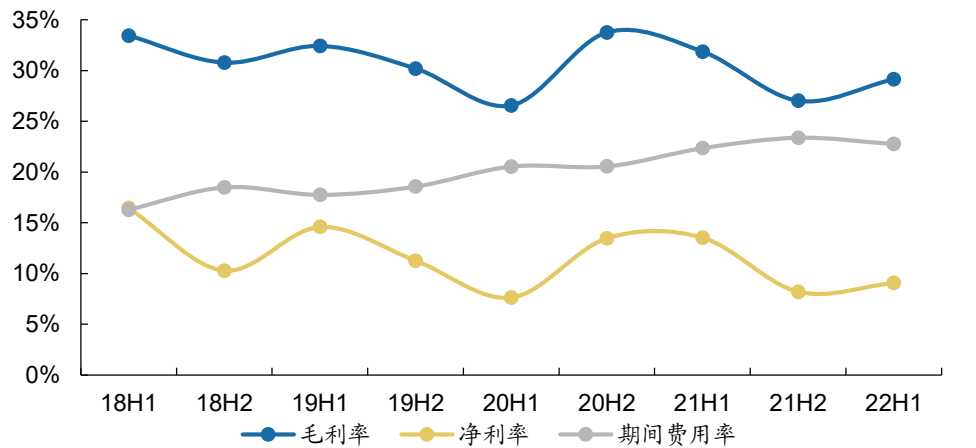
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、公司成本管控有明显成效，22H1 毛利率、净利率环比上升 2.1pct/0.9pct

公司22年上半年毛利率、净利率、期间费用率分别为29.1%/9.1%/22.8%，分别同比-2.7pct/-4.5pct/+0.4pct，分别环比+2.1pct/+0.9pct/-0.6pct。公司毛利率同比下降主要由于老产品降价和原材料价格高位震荡，同时处于爬坡期的部分海外公司营收占比增加拉低公司整体毛利率。

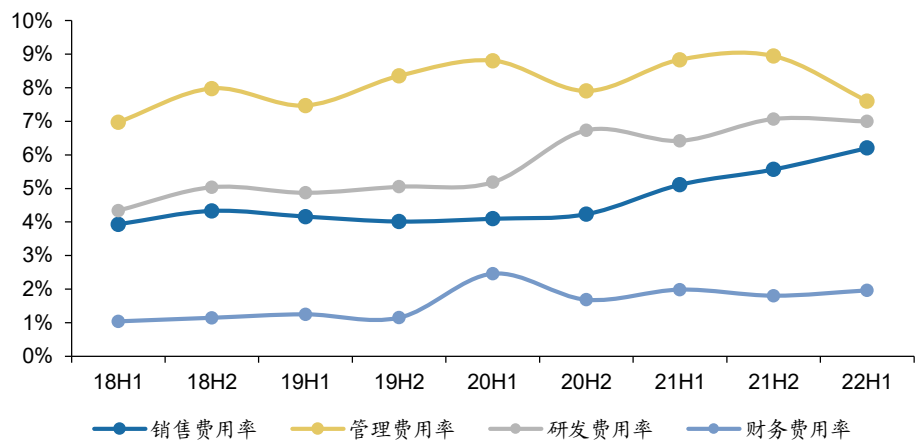
费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为6.2%/7.6%/7.0%/2.0%，分别同比+1.1pct/-1.2pct/+0.6pct/-0.02pct，分别环比+0.6pct/-1.3pct/-0.1pct/+0.2pct。其中销售费用率的提升主要由于全球疫情影响导致港口和铁路拥堵加剧，全球航运市场价格持续高涨，导致公司运输费用增加。

图 4：公司半年度毛利率、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 5：公司半年度销售、管理、研发及财务费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、持续深耕创新领域，22H1 电池盒营收同比增长435.0%

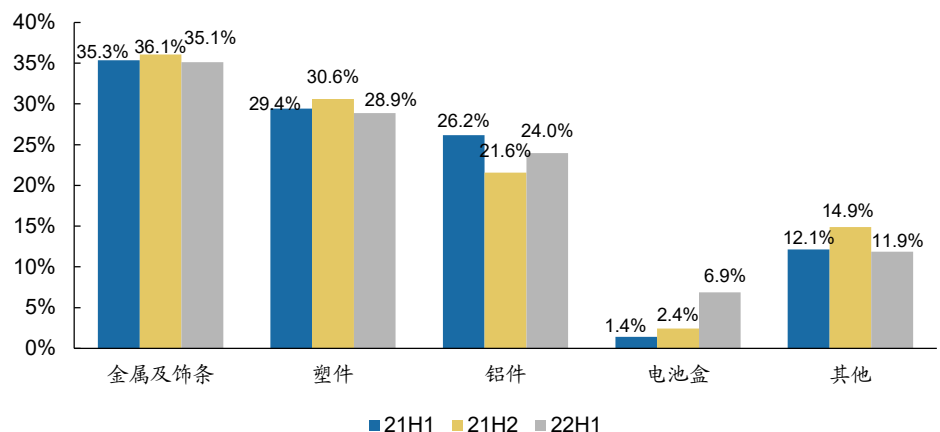
报告期内，集团持续深耕创新领域，接连取得重大突破。在电池盒业务方面，集团承接了梅赛德斯奔驰一款主要的全球平台车型的电池盒订单，成为其电池盒最大的合作伙伴；同时，集团再获Stellantis两款平台车型的电池盒订单，巩固了集团在Stellantis体系中电池盒核心供应商的地位；此外，集团还获得了北美第二大造车新势力Lucid的电池盒订单。智能外饰方面，集团获得吉利、大众及通用等客户的发光标牌和发光格栅订单；并获得某中系品牌的智能B柱板总成订单，成为全球范围内独立完成智能柱板总成开发的少数供应商之一。智能尾门方面，集团首次进入日产的供应商体系，并获得启辰车型的订单。

集团在传统产品方面，亦不断提升客户覆盖和渗透率。在获得比亚迪订单的同时，亦进入零跑、合众及集度等造车新势力的供应商体系；首次承接日本本田的行李架业务，突破了本田体系中最坚固的日本本土堡垒。在铝饰条方面，包揽梅赛德斯奔驰C级电动车所有铝饰条订单，同时持续独占梅赛德斯奔驰北美市场的铝饰条和行李架业务。

据中期业绩公告数据，2022年上半年公司四大产品线金属及饰条、塑件、铝件及电池盒营收分别为25.5亿元/21.0亿元/17.4亿元/5.0亿元，分别同比+8.2%/+7.0%/-0.2%/+435.0%。四大产品线占总营收比重分别为35.1%/28.9%/24.0%/6.9%，分别同比 -0.2pct/-0.5pct/-2.2pct/+5.5pct，分别环比-0.9pct/-1.7pct/+2.4pct/+4.4pct。

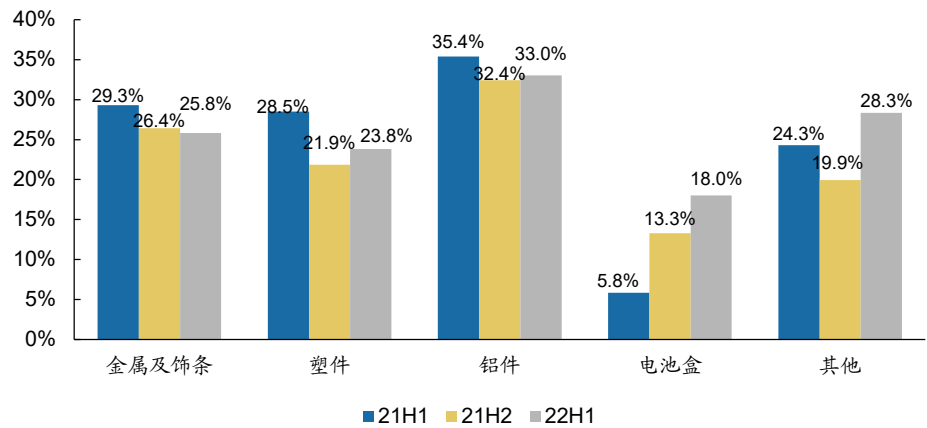
毛利率方面，2022年上半年公司金属及饰条、塑件、铝件及电池盒毛利率分别为25.8%/23.8%/33.0%/18.0%，分别同比-3.5pct/-4.7pct/-2.4pct/+12.2pct，分别环比-0.6pct/+2.0pct/+0.6pct/+4.7pct。

图 6: 公司主要产品半年度营收占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 7：公司主要产品半年度毛利率水平



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

四、持续扩充产能，完善全球布局

集团未来工厂项目已完成厂房和全球交互体验中心、全球赋能中心、全球大数据中心的建设，目前部分车间已经实现批量化生产。配备了初期阶段的EMS、仓储管理系统、3D可视化、工业互联网等系统或功能的未来工厂可以实现无人工厂、关灯工厂。

集团针对主要工厂的生产布局持续进行前瞻性规划，在全球主要工厂因地制宜地进行产能扩充及优化，从而更好地应对全球客户与产品开发及量产方面的要求，也进一步提升集团的整体运营效能。截至报告期，集团已于中国多地完成铝电池盒等生产线的建设并陆续进入量产状态。国内工厂建设方面，沈阳电池盒工厂已步入试量产阶段，咸宁电池盒工厂及金属饰条工厂已建设完毕，项目开始进入试量产阶段。

国外工厂建设方面，为保障塞尔维亚工厂已量产项目的顺利爬坡及整体运营效率的提升，集团派驻多名经验丰富的员工前往塞尔维亚提供支持。报告期内，集团与雷诺签署协议，拟在法国成立合资公司，未来将为雷诺多款电动车型供应电池盒。集团波兰工厂的基础设施建设正在有序推进，将有助集团进一步完善欧洲布局，此外，集团美国工厂的电镀生产线、涂装生产线已成功进入量产阶段，日益完善的全球布局，满足了集团全球客户就近供货的需求，同时进一步强化和完善了集团核心产品的全球竞争力。

五、盈利预测与投资建议

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。我们预计公司22-24年EPS分别为1.49/1.85/2.24元/股。结合行业平均、可比公司估值及看好公司未来发展前景，我们维持原来的合理价值48.56港元/股，对应22年PE为27.2倍，维持“买入”评级。

六、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，行业景气度存在下行的风险。

芯片短缺超预期。汽车供应链安全等风险依然存在，国内外汽车市场面临诸多不确定性，可能导致整车企业的产销量波动加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

竞争超预期。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	14,980	14,991	16,597	17,952	20,021	
现金	6,008	5,492	6,523	6,858	7,637	
应收账款	3,371	3,256	4,324	5,026	6,092	
存货	2,398	2,961	3,185	3,470	3,675	
其他	3,202	3,282	2,564	2,598	2,617	
非流动资产	12,226	14,654	16,036	17,840	19,504	
固定资产	9,459	11,475	13,103	14,608	16,000	
无形资产	191	282	384	460	517	
租金按金	0	0	0	0	0	
使用权资产	0	0	0	0	0	
其他	2,576	2,897	2,549	2,772	2,987	
资产总计	27,206	29,645	32,633	35,792	39,525	
流动负债	9,633	9,377	10,469	11,370	13,473	
短期借款	5,445	4,888	5,611	5,861	7,081	
应付账款	2,450	2,503	3,167	3,387	3,757	
其他	1,737	1,986	1,691	2,122	2,635	
非流动负债	2,260	3,712	3,812	3,892	2,878	
长期借款	1,074	2,255	2,255	2,255	1,181	
租赁负债	0	0	0	0	0	
其他	1,186	1,457	1,557	1,637	1,697	
负债合计	11,893	13,089	14,280	15,262	16,351	
少数股东权益	369	533	614	715	838	
普通股股本	116	116	116	116	116	
留存收益和资本公积	14,828	15,907	17,622	19,699	22,221	
归属母公司股东权益	14,944	16,023	17,738	19,815	22,337	
负债和股东权益	27,206	29,645	32,633	35,792	39,525	

利润表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021	2022	2023E	2024E	
营业总收入	12,527	13,980	17,289	20,819	24,794	
营业成本	8,608	9,835	11,785	14,227	16,907	
销售费用	521	744	1,052	1,266	1,483	
管理费用	1,029	1,237	1,276	1,536	1,805	
研发费用	764	941	1,241	1,515	1,805	
财务费用	8	-22	-1	25	55	
营业利润	1,583	1,213	1,935	2,274	2,794	
利润总额	1,680	1,846	2,113	2,613	3,174	
所得税	217	266	305	364	453	
净利润	1,463	1,579	1,808	2,249	2,722	
少数股东损益	67	83	81	101	122	
归属母公司净利润	1,396	1,497	1,726	2,148	2,599	
EBITDA	2,462	2,135	2,991	3,478	4,130	
EPS (元)	1.20	1.29	1.49	1.85	2.24	

现金流量表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,080	1,322	2,723	2,999	3,535	
净利润	1,396	1,497	1,726	2,148	2,599	
折旧摊销	880	922	1,055	1,204	1,336	
少数股东权益	67	83	81	101	122	
营运资金变动及其他	-262	-1,180	-140	-454	-522	
投资活动现金流	-3,412	-1,950	-2,199	-2,622	-2,586	
资本支出	-2,429	-3,189	-2,785	-2,785	-2,785	
其他投资	-983	1,239	586	163	199	
筹资活动现金流	1,671	149	518	-63	-200	
借款增加	2,380	624	722	250	146	
普通股增加	-102	18	0	0	0	
已付股利	-694	-550	-204	-313	-346	
其他	87	57	0	0	0	
现金净增加额	321	-516	1,031	335	779	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021	2022	2023	2024
成长能力					
营业收入	-5.47%	11.60%	23.66%	20.42%	19.09%
营业利润	-18.09%	-23.37%	59.58%	17.50%	22.86%
归属母公司净利润	-17.44%	7.24%	15.37%	24.43%	20.99%
获利能力					
毛利率	30.95%	29.34%	31.64%	31.47%	31.62%
净利率	13.32%	11.68%	13.13%	12.77%	11.68%
ROE	9.34%	9.34%	9.73%	10.84%	11.64%
ROIC	0.06	0.04	0.06	0.07	0.08
偿债能力					
资产负债率	43.71%	44.15%	43.76%	42.64%	41.37%
净负债比率	0.03	0.10	0.07	0.06	0.03
流动比率	1.56	1.60	1.59	1.58	1.49
速动比率	1.17	1.14	1.20	1.19	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.53	0.58	0.63
应收账款周转率	3.70	4.28	3.99	4.13	4.06
应付账款周转率	3.51	3.93	3.72	4.20	4.50
每股指标 (元)					
每股收益	1.20	1.29	1.49	1.85	2.24
每股经营现金	1.79	1.14	2.34	2.58	3.04
每股净资产	13.20	14.25	15.80	17.67	19.95
估值比率					
P/E	28.24	22.15	13.31	10.69	8.84
P/B	2.57	2.00	1.25	1.12	0.99
EV/EBITDA	16.21	16.30	8.13	8.31	6.85

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，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，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014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。
- 周伟：高级研究员，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：研究员，硕士，毕业于香港中文大学，2021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。