

【广发汽车 & 海外】敏实集团 (00425.HK)

22年电池盒业务收入增速亮眼，毛利率提升明显

核心观点:

- 公司 22 年营收同比+24.3%，归母净利润同比+0.3%。据年度业绩公告，公司 22 年实现营收 173.1 亿元，同比+24.3%，归母净利润 15.0 亿元，同比+0.3%；22H2 实现营收 100.5 亿元，同比+38.5%，归母净利润 8.4 亿元，同比+41.6%。公司营收增加主要由于：（1）全球新能源汽车销量快速上涨，公司电池盒业务随之增长；（2）公司海外地区客户主要配套车型销量表现良好。剔除 2021 年处置子公司产生一次性收益的影响后，公司 22 年归母净利润同比增长 40.9%，主要由于：（1）公司营收增长；（2）公司进行了严格的人力成本和其他费用开支控制。
- 22 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比-1.7pct/-2.5pct/-2.1pct。公司 22 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比-1.7pct/-2.5pct/-2.1pct；22H2 分别同比-0.5pct/-0.7pct/-4.0pct，分别环比-2.6pct/-0.4pct/-3.4pct。公司毛利率同比下降主要由于产品结构变化。
- 持续深耕创新领域，22 年电池盒营收同比+658.3%。2022 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 53.1 亿元/47.8 亿元/37.9 亿元/20.4 亿元，分别同比+6.9%/+14.4%/+14.6%/+658.3%，毛利率分别同比-1.5pct/-0.8pct/-0.04pct/+8.1pct。
- 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 1.70/2.12/2.55 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 23 年 PE 约 25 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:

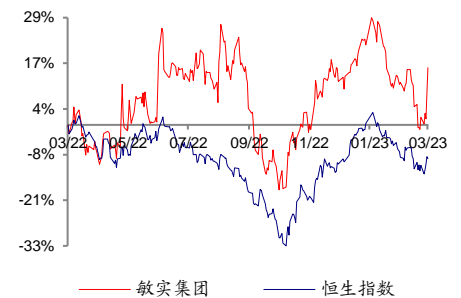
单位: 人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,980	17,621	20,809	24,784	28,680
增长率 (%)	11.6	26.0	18.1	19.1	15.7
EBITDA (百万元)	2,135	1,749	3,746	4,267	4,883
归母净利润 (百万元)	1,497	1,501	1,970	2,462	2,961
增长率 (%)	7.2	0.3	31.3	25.0	20.3
EPS (元/股)	1.29	1.29	1.70	2.12	2.55
市盈率 (P/E)	22.15	13.60	10.58	8.47	7.04
ROE (%)	9.3	8.9	10.4	11.6	12.3
EV/EBITDA	16.30	13.95	6.33	6.49	5.35

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=1.14

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	21.60 港元
合理价值	48.56 港元
前次评级	买入
报告日期	2023-03-27

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:

邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

分析师:

周伟



SAC 执证号: S0260522090001



021-38003684



gfzhuwei@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、张乐、周伟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:

【广发海外】敏实集团 2022-08-27

(00425.HK):22H1 点评:

收入稳步增长，持续深耕创

新领域

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司 22 年营收同比+24.3%，归母净利润同比+0.3%	4
二、22 年毛利率、净利率、期间费用率分别同比-1.7PCT/ -2.5PCT/-2.1PCT	5
三、持续深耕创新领域，22 年电池盒营收同比+658.3%	6
四、持续扩充产能，完善全球布局	8
五、盈利预测与投资建议	8
六、风险提示	8

图表索引

图 1: 公司半年度营收 (百万元) 及同比增速	4
图 2: 公司半年度归母净利润 (百万元) 及同比增速	4
图 3: 公司半年度国内及海外营收 (百万元) 及同比增速	4
图 4: 公司半年度毛利率、净利率及期间费用率	5
图 5: 公司半年度销售、管理、研发及财务费用率	5
图 6: 公司主要产品半年度营收占比	7
图 7: 公司主要产品半年度毛利率水平	7

一、公司 22 年营收同比+24.3%，归母净利润同比+0.3%

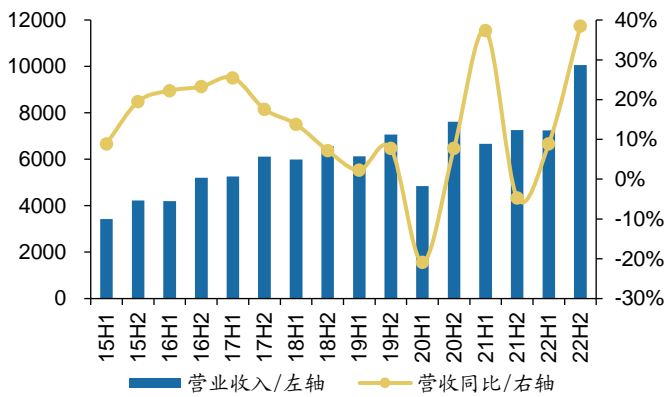
根据年度业绩公告，公司22年实现营收173.1亿元，同比+24.3%，实现归母净利润15.0亿元，同比+0.3%；22H2实现营收100.5亿元，同比+38.5%，实现归母净利润8.4亿元，同比+41.6%。

分地区来看，公司22年国内及海外营收分别为95.0亿元/78.0亿元，分别同比+15.9%/+36.5%；22H2国内及海外营收分别为56.1亿元/44.5亿元，分别同比+27.0%/+56.3%。

公司营收增加主要由于：（1）全球新能源汽车销量快速上涨，公司电池盒业务随之增长；（2）公司海外地区客户主要配套车型销量表现良好。剔除2021年处置子公司产生一次性收益的影响后，公司22年归母净利润同比增长40.9%，主要由于：（1）公司营收增长；（2）公司进行了严格的人力成本和其他费用开支控制。

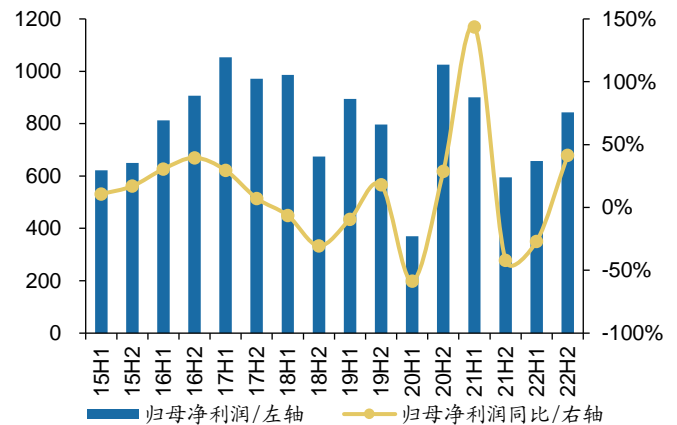
注：如不做特别说明，货币单位均为人民币。

图 1：公司半年度营收（百万元）及同比增速



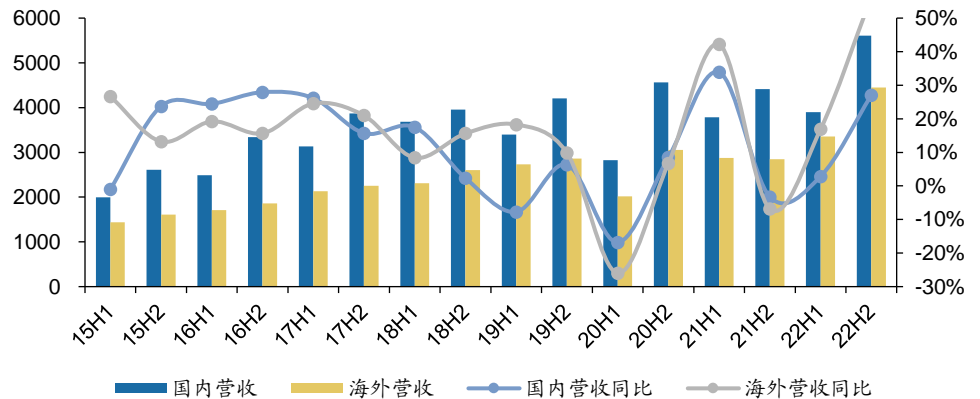
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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

图 3：公司半年度国内及海外营收（百万元）及同比增速



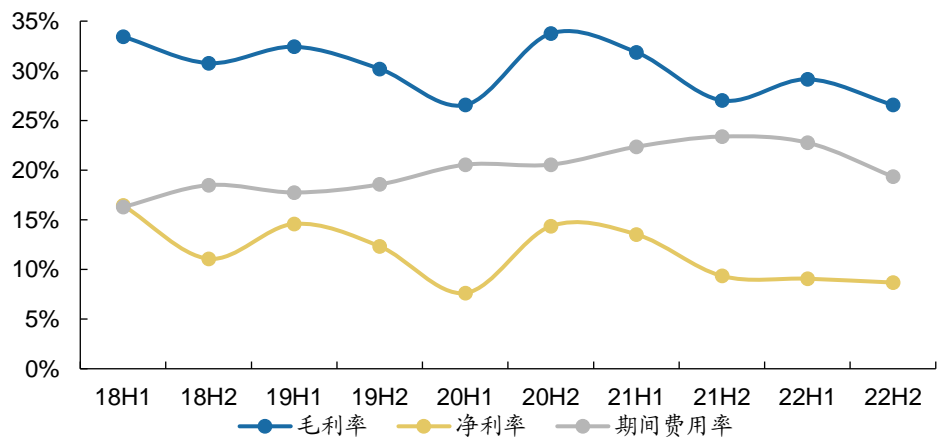
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、22年毛利率、净利率、期间费用率分别同比-1.7pct/-2.5pct/-2.1pct

公司22年毛利率、净利率、期间费用率分别为27.6%/8.8%/20.8%，分别同比-1.7pct/-2.5pct/-2.1pct；22H2毛利率、净利率、期间费用率分别为26.6%/8.7%/19.3%，分别同比-0.5pct/-0.7pct/-4.0pct，分别环比-2.6pct/-0.4pct/-3.4pct。公司毛利率同比下降主要由于产品结构变化，即由于电池盒及车身底盘零部件、模组化产品业务及处于爬坡期的部分海外公司营收占比上升。

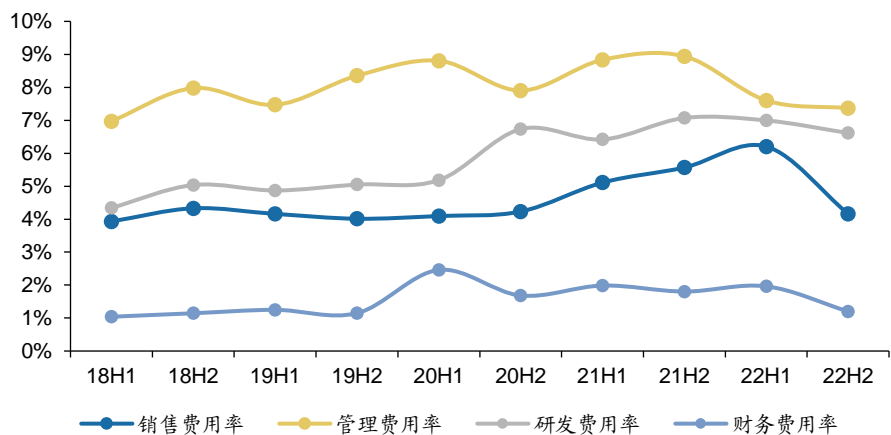
费用率方面，公司销售/管理/研发费用率均显著下降，体现出公司较强的费用管控能力。22年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.0%/7.5%/6.8%/1.5%，分别同比-0.3pct/-1.4pct/+0.02pct/-0.4pct；22H2销售/管理/研发/财务费用率分别为4.2%/7.4%/6.6%/1.2%，分别同比-1.4pct/-1.6pct/-0.5pct/-0.6pct，分别环比-2.0pct/-0.2pct/-0.4pct/-0.8pct。

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，22 年电池盒营收同比+658.3%

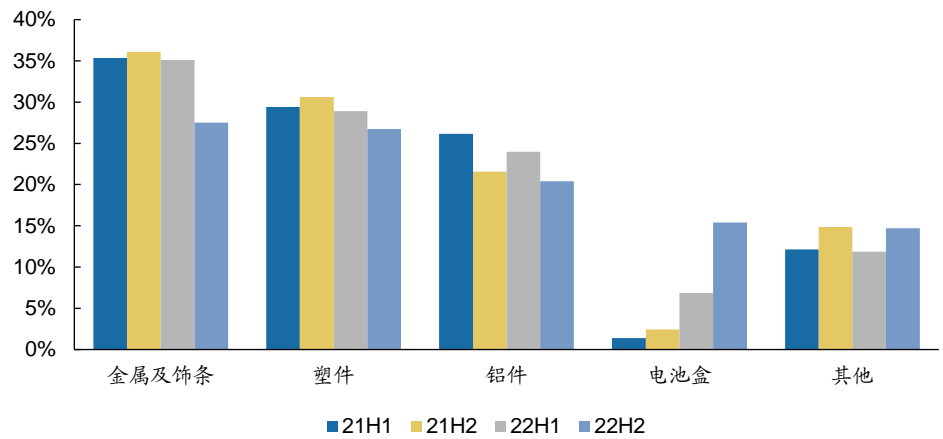
报告期内，集团持续深耕创新领域，接连取得重大突破。在电池盒业务方面，集团承接了梅赛德斯奔驰一款主要的全球平台车型的电池盒订单，成为其电池盒最大的合作伙伴；同时，集团再获Stellantis两款平台车型的电池盒订单，巩固了集团在Stellantis体系中电池盒核心供应商的地位；集团继续扩大在宝马电池盒业务的份额；此外，在造车新势力客户方面，集团获得Lucid、小鹏汽车以及理想汽车的电池和订单；同时，集团在电池盒复合材料上盖业务方面也有所突破，获得广汽乘用车和亿纬锂能的订单。在智能化产品方面，集团获得吉利、大众和通用等客户的发光标牌和发光格栅订单；获得某中系品牌的智能B柱板总成订单，成为全球范围内独立完成智能柱板总成开发的少数供应商之一；成功获取日产及小鹏汽车的智能尾门订单，实现该业务从一到多的跃升。车身底盘零部件方面，公司持续增加份额，在承接大众MEB平台订单的同时，还突破了长安汽车和北美克莱斯勒的业务。同时，集团持续创新，在电动侧开门系统上有所突破并获得某中系品牌的订单。

集团在传统产品方面，也不断提升客户覆盖和渗透率。在获得比亚迪订单的同时，还进入了零跑、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，同时持续担任梅赛德斯奔驰北美市场的铝饰条和行李架业务首要供应商，并获得了美系高端新能源品牌客户订单，进一步提升了集团饰条业务的市场份额。此外，集团还首次承接了北京现代的内饰件产品订单。

据年报业绩公告数据，2022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53.1亿元/47.8亿元/37.9亿元/20.4亿元，分别同比+6.9%/+14.4%/+14.6%/+658.3%。四大产品线占总营收比重分别为30.7%/27.6%/21.9%/11.8%，分别同比-5.0pct/-2.4pct/-1.9pct/+9.9%。

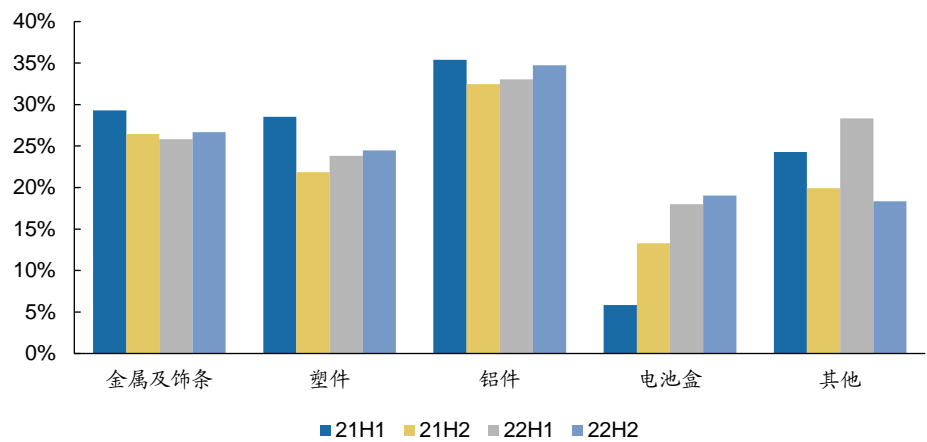
毛利率方面，2022年公司金属及饰条、塑件、铝件及电池盒毛利率分别26.3%/24.2%/34.0%/18.8%，分别同比-1.5pct/-0.8pct/-0.04pct/+8.1pct。

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

集团未来工厂项目厂房已实现批量化生产，全球交互体验中心、全球赋能中心、全球大数据中心已正式投入运行。配备了SAP-MES、仓储管理系统、3D可视化、全自动物流系统、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。同时，应对全球政治、经济、环境、客户需求、集团内部发展等因素，集团通过确保在经营所在各国实施所有最佳实践及竞争优势，持续加强“GLOBAL”（全球化+属地化）运营管理战略，并在全球各运营区域打造“枢纽式”中心工厂，围绕枢纽工厂辐射微型工厂，实现全球产能联动与区域化独立运营的并行。截至报告期，集团于全球多地新落成的生产线已经实施全面量产，同时对既有产品进行持续改善与产能扩充。

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1.70/2.12/2.55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23年PE约25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。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,991	15,995	18,964	20,772	22,528
现金	5,492	4,221	6,735	7,056	7,890
应收账款	3,256	4,645	5,189	6,400	7,277
存货	2,961	3,633	3,845	4,124	4,241
其他	3,282	3,496	3,195	3,192	3,120
非流动资产	14,654	17,279	17,619	19,107	20,531
固定资产	11,475	13,435	14,916	16,285	17,552
无形资产	282	1,294	1,137	1,020	933
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	2,897	2,550	1,566	1,801	2,046
资产总计	29,645	33,274	36,583	39,879	43,059
流动负债	9,377	13,314	14,471	15,181	16,352
短期借款	4,888	7,192	8,603	8,652	8,980
应付账款	2,503	3,542	3,812	4,025	4,335
其他	1,986	2,580	2,056	2,503	3,037
非流动负债	3,712	2,262	2,362	2,442	1,428
长期借款	2,255	1,006	1,006	1,006	-68
租赁负债	0	0	0	0	0
其他	1,457	1,256	1,356	1,436	1,496
负债合计	13,089	15,576	16,833	17,623	17,780
少数股东权益	533	780	873	989	1,129
普通股股本	116	116	116	116	116
留存收益和资本公积	15,907	16,801	18,761	21,151	24,034
归属母公司股东权益	16,023	16,918	18,877	21,267	24,151
负债和股东权益	29,645	33,274	36,583	39,879	43,059

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,980	17,621	20,809	24,784	28,680
营业成本	9,835	12,522	14,227	16,907	19,509
销售费用	744	868	1,266	1,508	1,717
管理费用	1,237	1,292	1,536	1,830	2,089
研发费用	941	1,172	1,495	1,805	2,089
财务费用	-22	263	85	106	116
营业利润	1,213	1,749	2,285	2,735	3,278
利润总额	1,846	1,779	2,392	3,000	3,602
所得税	266	249	329	422	502
净利润	1,579	1,530	2,063	2,578	3,100
少数股东损益	83	30	93	116	140
归属母公司净利润	1,497	1,501	1,970	2,462	2,961
EBITDA	2,135	1,749	3,746	4,267	4,883
EPS (元)	1.29	1.29	1.70	2.12	2.55

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,322	-	2,941	3,281	4,576
净利润	1,497	-	1,970	2,462	2,961
折旧摊销	922	-	1,461	1,532	1,605
少数股东权益	83	-	93	116	140
营运资金变动及其他	-1,180	-	-583	-829	-130
投资活动现金流	-1,950	-	-1,547	-2,631	-2,614
资本支出	-3,189	-	-2,785	-2,785	-2,785
其他投资	1,239	-	1,238	154	171
筹资活动现金流	149	-	1,131	-348	-1,158
借款增加	624	-	1,411	49	-746
普通股增加	18	-	0	0	0
已付股利	-550	-	-280	-397	-412
其他	57	-	0	0	0
现金净增加额	-516	-	2,514	322	833

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	11.60%	26.04%	18.09%	19.10%	15.72%
营业利润	-23.37%	44.20%	30.65%	19.68%	19.86%
归属母公司净利润	7.24%	0.27%	31.29%	24.96%	20.27%
获利能力					
毛利率	29.34%	27.64%	31.47%	31.62%	31.81%
净利率	13.32%	11.68%	13.13%	12.77%	13.32%
ROE	9.34%	8.87%	10.44%	11.58%	12.26%
ROIC	0.04	0.06	0.07	0.07	0.08
偿债能力					
资产负债率	44.15%	46.81%	46.01%	44.19%	41.29%
净负债比率	0.10	0.22	0.15	0.12	0.04
流动比率	1.60	1.20	1.31	1.37	1.38
速动比率	1.14	0.83	0.97	1.02	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.53	0.57	0.62	0.67
应收账款周转率	4.28	3.73	4.00	3.86	3.93
应付账款周转率	3.93	3.54	3.73	4.20	4.50
每股指标 (元)					
每股收益	1.29	1.29	1.70	2.12	2.55
每股经营现金	1.14	0.00	2.53	2.82	3.94
每股净资产	14.25	15.23	17.00	19.16	21.76
估值比率					
P/E	22.15	13.60	10.58	8.47	7.04
P/B	2.00	1.15	1.06	0.94	0.82
EV/EBITDA	16.30	13.95	6.33	6.49	5.35

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。
- 周伟：资深分析师，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。
- 资持有：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 47 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。