



## Company Report: Mint Group (00425 HK)

中文版

Ivan Wu 吴凯翔

(852) 2509 2649

公司报告: 敏实集团 (00425 HK)

Chinese version

ivan.wu@gtjas.com.hk

13 July 2023

# 电池盒业务高速增长，叠加坚实成长逻辑，有望触发公司价值重估，首予“买入”评级

- **首予“买入”评级，目标价 29.00 港元。**我们预计敏实集团（“敏实”或“公司”）2023-2025 年每股盈利分别为人民币 1.594 元/人民币 1.894 元/人民币 2.269 元，目标价为 29.00 港元，对应 15.5 倍的 2023 年市盈率，首予“买入”评级。
- **挤压和一体压铸等新技术有望进一步落地，电池盒赛道具备进一步大幅拓展的潜力。**敏实在电池盒业务的技术储备雄厚，尤其是在领先的材料技术和制造工艺方面，已实现 250Mpa/280Mpa 高屈服强度铝材的量产，并且有望落地 320Mpa 超高屈服强度的铝材量产，进一步巩固公司在电池盒领域的领先地位，赢得更多客户。我们预计到 2025 年，公司电池盒业务营业收入将超人民币 80 亿元，2022-2025 年间的年复合增长率为 58.4%，电池盒业务赛道具备进一步大幅拓展的潜力。
- **受益于整车厂新能源车业务高速发展的带动，公司电池盒业务有望维持高速增长。**敏实是国内外重要电池盒供应商之一，2022 年该业务实现营收人民币 20.4 亿元，同比激增 458.0%。欧洲一线整车厂是敏实电池盒主要客户，去年占电池盒总营收的 55.0% 左右。随着公司进一步拓展与其它整车厂的电池盒业务，尤其是欧洲整车厂和国内“造车新势力”，电池盒业务有望在未来三年维持高速增长。
- **电池盒业绩持续释放叠加其坚实成长逻辑，有望触发公司价值重估。**公司在电池盒业务的发展潜力被市场低估，我们认为未来三年公司电池盒业务将会实现超预期，电池盒业务有望成功成为公司四大主营业务之一（约占总收入的 25%）。我们预计，到 2024 年，电池盒业务预计将帮助公司从新能源汽车业务中获得比燃油车业务更多的收入（2022 年占总收入的 28%）。因此，随着电池盒业务业绩持续释放，叠加坚实的成长逻辑，我们认为有望触发公司价值重估。
- **风险提示：**1) 全球汽车市场销量不及预期；和 2) 运费和原材料价格波动。

Rating:

Buy

Initial

评级:

买入 (首次覆盖)

6-18m TP 目标价:

HK\$29.00

Share price 股价:

HK\$21.900

### Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	1.9	(0.2)	0.5
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	5.6	8.6	14.8
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	21.7	21.3	20.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2021A	13,919	1,497	1.299	7.1%	13.7	13.913	1.3	0.540	3.0	9.7
2022A	17,306	1,501	1.304	0.3%	14.9	14.698	1.3	0.521	2.7	9.1
2023F	21,218	1,852	1.594	22.3%	12.7	15.639	1.3	0.638	3.2	10.6
2024F	25,452	2,200	1.894	18.8%	10.7	16.895	1.2	0.758	3.7	11.6
2025F	30,468	2,636	2.269	19.8%	8.9	18.407	1.1	0.908	4.5	12.9
Shares in issue (m) 总股数 (m)				1,161.8	Major shareholder 大股东				Chin Jong-Hwa	39.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				25,444.2	Free float (%) 自由流通比率 (%)					49.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				1,844.9	FY21 Net gearing (%) FY21 净负债/股东资金 (%)					13.9
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				25.000 / 15.060	FY21 Est. NAV (HK\$) FY21 每股估值 (港元)					30.5

Source: the Company, Guotai Junan International.

## 目录

1.投资逻辑与盈利预测 .....	3
2. 挤压和一体压铸等新工艺有望得到进一步应用，电池盒业务具有进一步显著发展的潜力.....	4
2.1 铝电池盒的市场优势及不同铸造工艺的利弊 .....	4
2.2 公司的新材料技术和铸造工艺有望得到进一步落地 .....	5
2.3 电池盒市场规模及订单测算.....	6
2.4 国内外主要竞争对手现状 .....	6
3.在整车厂的电动车业务快速发展的带动下，公司电池盒业务有望保持快速增长 .....	6
3.1 多年来，公司的发展不断朝着产品多样化的方向迈进 .....	6
3.2 公司的股权结构相对简单，大股东为敏实控股 .....	7
3.3 公司主营业务处于行业领先地位，电池盒产品线正迎头赶上 .....	7
3.4 世界上几乎所有主要整车厂均是公司的客户 .....	8
3.5 得益于过去两年强劲的新能源汽车订单，公司的营业收入和利润均有所增长.....	9
3.6 敏实的竞争优势 .....	11
4.电池盒业绩持续释放叠加其坚实成长逻辑，有望触发公司价值重估 .....	12
5. 风险提示 .....	13
财务报表及比率.....	14

## 1. 投资逻辑与盈利预测

### 关键假设

1. 营业收入快速增长：预计 2023-2025 年公司营业收入将达到人民币 212 亿元/人民币 255 亿元/人民币 305 亿元，分别对应同比增速 22.6%/ 20.0%/ 19.7%。

2. 毛利率整体稳定：我们预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 27.9%/ 28.4%/ 27.9%，远高于行业平均水平。

表 1：公司 2021-2025 年主要财务数据核心假设

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	年复合增长率 2022-2025
<b>营业收入（人民币百万元）</b>						
铝件	3,307	3,789	4,471	5,187	5,913	16.0%
同比	6.3%	14.6%	18.0%	16.0%	14.0%	
%	23.8%	21.9%	21.1%	20.4%	19.4%	
塑件	4,181	4,783	5,548	6,325	7,147	14.3%
同比	13.0%	14.4%	16.0%	14.0%	13.0%	
%	30.0%	27.6%	26.2%	24.8%	23.5%	
电池盒	270	2,044	3,580	5,470	8,130	58.4%
同比	181.6%	658.3%	75.0%	53.0%	48.0%	
%	1.9%	11.8%	16.9%	21.5%	26.6%	
金属及饰条	4,973	5,314	5,898	6,488	7,072	10.0%
同比	6.4%	6.9%	11.0%	10.0%	9.0%	
%	35.7%	30.7%	27.8%	25.5%	23.2%	
其他	1,888	2,338	2,922	3,448	3,966	19.3%
同比	37.6%	23.8%	25.0%	18.0%	15.0%	
%	13.6%	13.5%	13.8%	13.5%	13.0%	
对销	(699)	(961)	(1,202)	(1,466)	(1,759)	22.3%
同比	43.8%	37.5%	25.0%	22.0%	20.0%	
%	(5.0%)	(5.6%)	(5.7%)	(5.8%)	(5.8%)	
<b>合计</b>	<b>13,923</b>	<b>17,315</b>	<b>21,221</b>	<b>25,454</b>	<b>30,470</b>	<b>20.7%</b>
同比	11.7%	24.3%	22.6%	20.0%	19.7%	
毛利率	29.3%	27.6%	27.9%	28.4%	27.9%	
净利率	10.8%	8.7%	8.7%	8.6%	8.7%	
基本每股盈利（人民币）	1.299	1.304	1.594	1.894	2.269	
每股净资产（人民币）	13.913	14.698	15.639	16.895	18.407	

资料来源：公司、国泰君安国际。

**市盈率估值：**我们预计公司 2023-2025 年每股盈利分别为人民币 1.594 元/人民币 1.894 元/人民币 2.269 元。参考可比公司，我们认为公司 15.0 倍的 2023 年市盈率是合理的，对应的合理估值为每股 28.10 港元。

**市净率估值：**我们预计公司 2023-2025 年每股净资产分别为人民币 15.639 元/人民币 16.895 元/人民币 18.407 元。参考行业平均水平，我们给予公司 1.8 倍的 2023 年市净率，对应合理估值为每股 30.50 港元。

考虑到上述两种估值方法，我们给予公司每股 29.00 港元的目标价。

**表 2：同业比较**

公司名称	股票代码	货币	收市价	市盈率（财年）				市净率（财年）			ROE (%)		D/Y (%)	EV/EBITDA
				2022A	2023F	2024F	2025F	2022A	2023F	2024F	2025F	2023F	2023F	2023F
<b>全球上市零部件公司</b>														
敏实集团	00425 HK	HKD	21.900	14.4	11.9	9.6	8.2	1.3	1.3	1.1	1.1	11.0	3.2	7.9
福耀玻璃-H 股	03606 HK	HKD	31.600	14.9	15.1	12.6	10.9	2.5	2.4	2.2	2.0	16.8	4.5	10.8
Hella Gmbh & Co Kgaa	HLE GR	EUR	72.300	44.4	20.1	19.1	14.7	2.9	2.7	n.a.	n.a.	12.0	1.6	7.8
Plastic Omnium	POM FP	EUR	16.850	14.5	10.7	7.8	5.9	1.3	1.2	1.0	0.9	12.4	3.0	4.4
Gestamp Automocion Sa	GEST SM	EUR	4.404	9.8	7.9	6.5	5.4	1.2	1.1	0.9	0.8	13.8	3.7	3.8
Toyoda Gosei Co Ltd	7282	JPY	2,813.500	15.6	22.8	11.1	9.3	0.8	0.8	0.8	0.7	3.6	2.6	4.9
<b>简单平均</b>				<b>18.9</b>	<b>14.8</b>	<b>11.1</b>	<b>9.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>11.6</b>	<b>3.1</b>	<b>6.6</b>
<b>加权平均</b>				<b>22.4</b>	<b>15.8</b>	<b>13.0</b>	<b>10.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>13.3</b>	<b>3.2</b>	<b>8.1</b>
<b>中位数</b>				<b>14.7</b>	<b>13.5</b>	<b>10.3</b>	<b>8.8</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>12.2</b>	<b>3.1</b>	<b>6.3</b>
<b>中国内地上市零部件公司</b>														
京威股份-A 股	002662 CH	CNY	3.370	11.6	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
凌云股份-A 股	600480 CH	CNY	8.050	20.6	19.4	15.5	12.1	1.1	1.1	1.1	1.0	6.4	2.1	6.2
和胜股份-A 股	002824 CH	CNY	22.744	29.5	17.0	11.1	9.0	4.0	3.4	2.6	2.0	19.9	4.1	11.6
星宇股份-A 股	601799 CH	CNY	131.950	40.0	32.1	23.5	19.7	4.4	4.0	3.5	3.0	12.4	1.0	22.4
拓普集团-A 股	601689 CH	CNY	78.400	50.9	37.1	27.1	20.6	7.1	6.1	5.0	4.1	16.7	0.7	23.7
<b>简单平均</b>				<b>30.5</b>	<b>26.4</b>	<b>19.3</b>	<b>15.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.5</b>	<b>13.9</b>	<b>2.0</b>	<b>16.0</b>
<b>加权平均</b>				<b>44.1</b>	<b>33.9</b>	<b>24.8</b>	<b>19.4</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>15.1</b>	<b>1.0</b>	<b>21.8</b>
<b>中位数</b>				<b>29.5</b>	<b>25.8</b>	<b>19.5</b>	<b>15.9</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>14.5</b>	<b>1.5</b>	<b>17.0</b>
<b>全球平均</b>				<b>24.2</b>	<b>19.4</b>	<b>14.4</b>	<b>11.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>12.5</b>	<b>2.7</b>	<b>10.3</b>
<b>全球加权平均</b>				<b>30.7</b>	<b>22.5</b>	<b>17.4</b>	<b>13.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>13.9</b>	<b>2.4</b>	<b>13.2</b>

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：数据截至 2023 年 7 月 7 日。

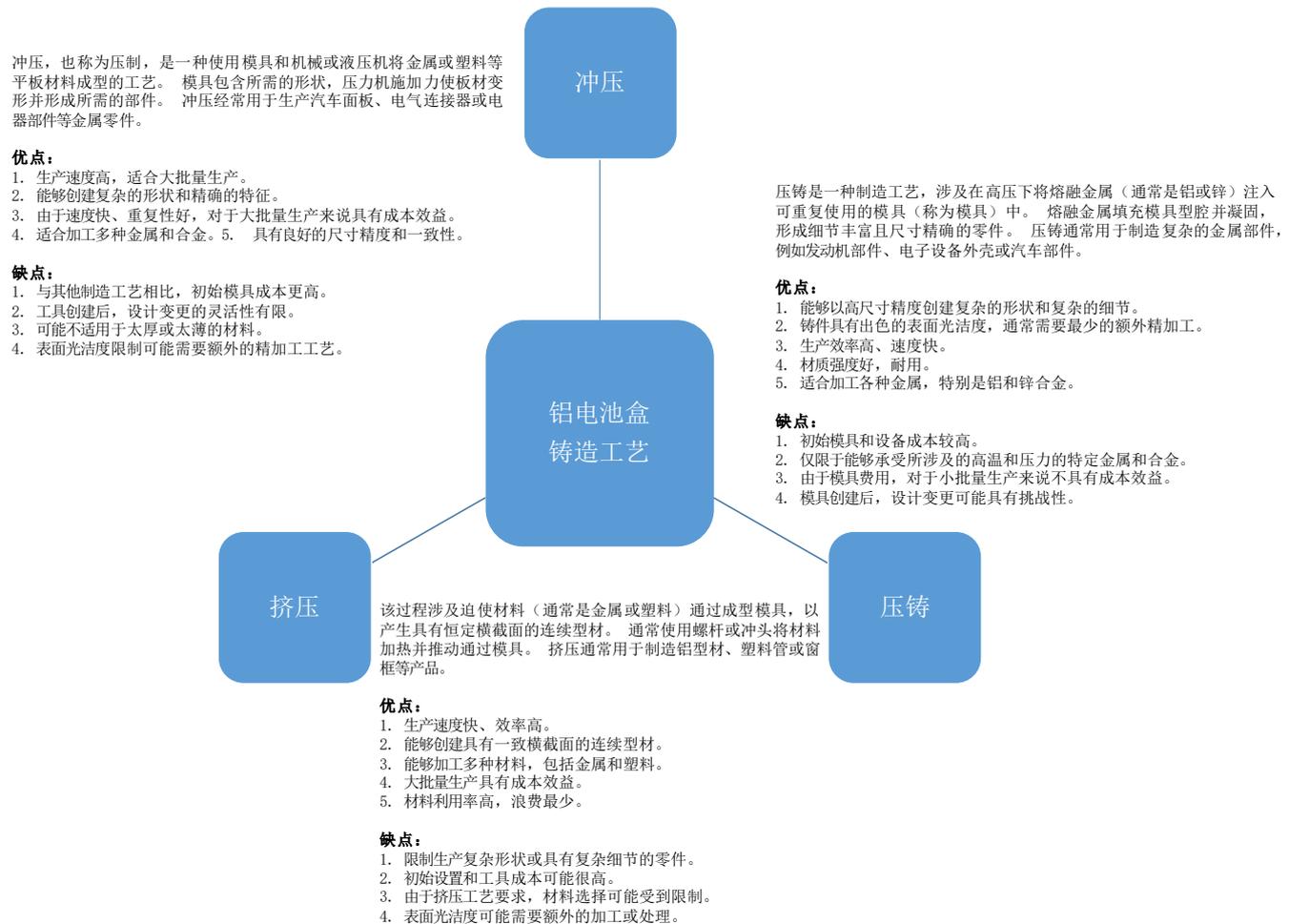
## 2. 挤压和一体压铸等新工艺有望得到进一步应用，电池盒业务具有进一步显著发展的潜力

### 2.1 铝电池盒的市场优势及不同铸造工艺的利弊

铝已成为新能源汽车电池盒制造的主流材料。虽然目前新能源汽车电池盒的主流材料有铝、钢、碳纤维复合材料等，其中，拼接工艺铝电池盒的质量最轻，约为 60kg；铸造工艺铝电池盒质量为 80kg 左右；钢制电池盒质量为 100kg 左右。考虑到轻质量对电动车的优越性，铝无疑已成为新能源汽车电池盒制造的主流材料。

目前，挤压工艺是行业铝电池盒制造工艺的主流手段。综合考虑各工艺的优缺点和特性，铝合金挤压工艺由于可广泛适用于各种尺寸大小的电池包，而铝合金压铸仅适合运用于小尺寸电池包，因此更具市场竞争力，且是当今的主流工艺；冲压工艺则需要配备较强的车身和底盘集成设计能力。

图 1：汽车市场上三大电池盒铸造工艺对比



资料来源：国泰君安国际。

2.2 公司的新材料技术和铸造工艺有望得到进一步落地

公司先进的铝材料技术和铸造工艺优势将促进电池盒业务进一步大幅扩张。公司目前主要生产铝电池盒，其 95% 以上的电池盒铸造工艺为挤压焊接。公司已成功掌握了高强度、超高强度吸能铝材料技术，并建立了 MinalS6/ S7 系列。其中，集团已成功研发出具有 250Mpa、280Mpa 和 320Mpa 的高屈服和超高屈服强度的碰撞铝合金，达到国际先进水平，可满足各类客户对电池盒的不同要求。公司在电池盒制造领域的先进技术优势非常稀缺，目前在电池盒领域有实力的竞争对手相对较少。新技术有望促进公司进一步巩固在电池盒领域的领先优势，赢得更多客户。同时，公司还配合使用箱体集成水冷热管理方案，使得板子的整体重量更轻，能量密度更高，此外，公司电池盒的安全性也得到提升，铸造的电池盒具备强度高和耐冲击性能好等优势。这些优势有望成功帮助公司的电池盒业务在未来几年进一步大幅扩张。

图 2：公司多个行业领先的电池盒示意图



资料来源：公司、国泰君安国际。

请见尾页免责声明

## 2.3 电池盒市场规模及订单测算

我们预计到 2025 年全球电池盒市场规模将超过人民币 530 亿元。电池盒业务具有进一步发展的潜力。全球铝电池盒市场规模庞大，我们预计到 2025 年市场规模将至少增至人民币 530 亿元。该测算基于以下假设：1) 到 2025 年，全球插混电动车和纯电动车销量将分别达到 700 万辆和 1,400 万辆，单车电池盒价格预计插混电动车约为人民币 750 元/纯电动车约为人民币 4,000 元；2) 考虑到行业内并非所有电池盒产品均为铝制，因此实际市场规模会低一点。我们在测算时给予了一定的折让（15%）。结果显示，到 2025 年，全球铝电池盒市场规模将至少增至人民币 530 亿元。基于我们的假设，以及公司的电池盒业务在量、价上较同业具有优势，预计到 2025 年公司的电池盒营业收入将占全球电池盒营业收入的 15.0%。

表 3：2025 年全球电池盒市场规模测算

插混电动车				纯电动车			
人民币/辆	百万辆			人民币/辆	百万辆		
	6	7	8		13	14	15
500	3,000	3,500	4,000	3,000	39,000	42,000	45,000
1,000	6,000	7,000	8,000	4,000	52,000	56,000	60,000
1,500	9,000	10,500	12,000	5,000	65,000	70,000	75,000

来源：Global Info Research、国泰君安国际。

注：敏实的插混电动车电池盒的平均售价主要在人民币 1,000-2,000 元之间，高于市场上插混电动车电池盒的平均售价。

## 2.4 国内外主要竞争对手现状

当前电池盒行业竞争并不算激烈，电池盒赛道绝对具备进一步大幅拓展的潜力。目前，全球具备实力的铝电池盒供应商数量不是很多，主要包括国内外几大有实力的公司。国内以敏实集团、华域汽车旗下的上海赛科利、和胜股份、祥鑫科技和凌云股份等为主；海外以本特勒、海斯坦普、肯联铝业、日立金属和麦格纳旗下的卡斯马等为主。

表 4：目前电池盒行业竞争不算激烈，敏实在国内外同业中保持技术和销售的竞争优势

公司名称	领域	铸造工艺	对应 2022 年营业收入	其他
<b>国内市场的主要参与者</b>				
敏实	汽车	压铸&挤压	人民币 20.44 亿元	敏实集团是一家专业从事汽车零部件设计、生产和销售的企业。
上海赛科利	汽车	压铸&冲压	-	上海赛科利是一家位于上海的企业，主要从事汽车专用设备制造。
和胜股份	汽车、铝件	压铸&挤压	人民币 14.34 亿元	广东和胜工业铝材股份有限公司是一家铝制品制造商。
祥鑫科技	汽车	冲压&挤压	人民币 8,600 万元	祥鑫科技专业从事精密冲压模具和金属结构件的研发、生产和销售。
凌云股份	汽车	压铸&冲压	人民币 6,300 万元	凌云股份是一家生产和销售金属汽车零部件、塑料汽车零部件和 PE 管材系统的中国公司。
<b>国外市场的主要参与者</b>				
本特勒	汽车	挤压	-	本特勒是一家生产汽车金属部件的德国公司，隶属于位于奥地利本特勒集团。
海斯坦普	汽车	冲压&挤压	-	海斯坦普是一家西班牙跨国汽车工程公司，是欧洲汽车工业的领先企业之一。
肯联铝业	铝件	挤压	-	肯联铝业是法国一家生产铝轧制产品和基于多种先进合金的结构件的制造商。
日立金属	金属&铝件	挤压	-	日立金属主要经营高级金属产品、电子信息零部件和高级功能零部件。
卡斯马	汽车	冲压&挤压	-	卡斯马国际是麦格纳旗下的全资子公司，为全球客户提供领先的汽车车身、车架、底盘系统和全套白车身的开发、设计和制造服务。

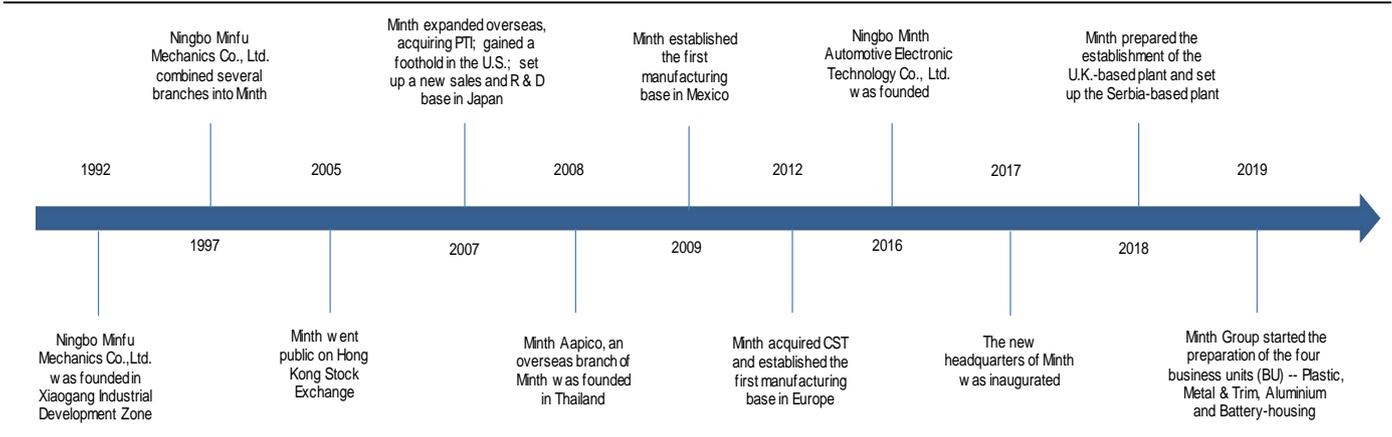
资料来源：各公司官网、国泰君安国际。

## 3. 在整车厂的电动车业务快速发展的带动下，公司电池盒业务有望保持快速增长

### 3.1 多年来，公司的发展不断朝着产品多样化的方向迈进

公司深耕汽车零部件行业三十余载，业务遍及全球。公司前身是 1992 年于宁波创立的宁波敏孚机械有限公司，经过五年的壮大，以及整合其他多个分公司便成立了现在的敏实集团。公司于 2005 年先于其它同业于香港交易所上市（股票代码：00425 HK）。由于业务拓张需求，公司首次于 2007 年涉足海外，建立美国据点，同年在日本建立销售和研发据点。2008 年公司在泰国设立海外分公司，次年，公司建立首个墨西哥生产基地。随着公司逐步壮大，公司于 2012 年收购德国 CST GmbH 公司，并成立了欧洲首个生产基地。2018 年，公司开始筹建英国工厂，并建立了塞尔维亚工厂。公司于 2020 年正式推出了四大产品线：塑件产品线、金属及饰条产品线、铝件产品线和电池盒产品线。公司成功抓住汽车行业电动化变革机遇，大力发展新能源车相关业务。

图 3：敏实集团的发展历史

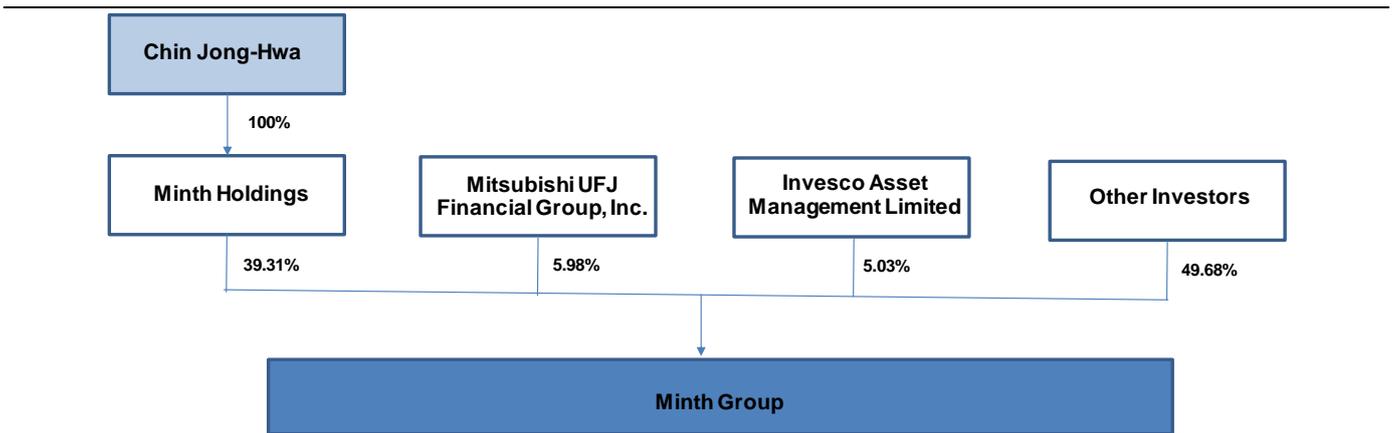


资料来源：公司、国泰君安国际。

### 3.2 公司的股权结构相对简单，大股东为敏实控股

敏实控股为公司的大股东，持股比例为 **39.31%**。其中敏实控股由秦荣华先生全资控股，其于 2019 年卸任董事长主席一职，现由魏清莲女士担任该职务。公司股权结构较为简单，其余股东为两大机构投资者 Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.和 Invesco Asset Management Limited，其他超过 49.68%的股份为自由流通股。

图 4：秦荣华为公司的大股东



资料来源：公司、国泰君安国际。

注：股份数据截至2023年7月6日。

### 3.3 公司主营业务处于行业领先地位，电池盒产品线正迎头赶上

敏实是全球领先的汽车车身结构件、饰条和装饰件供应商，拥有良好的增长和盈利记录，客户遍布全球。公司业务遍及 20 多个国家，包括中国、美国、欧洲、日本和东南亚。公司与全球大多数整车厂均有业务往来。公司目前的主营业务为金属及饰条、塑件和铝件，均处于行业领先水平。除了传统业务的市场地位稳固外，公司电池盒业务的销售收入也开始大幅增长，正在赶超其他业务。我们认为电池盒将成为公司今年新的主营业务，形成四大产品线齐头并进的局。

图 5：公司目前与全球大多数整车厂有业务往来



资料来源：公司、国泰君安国际。

公司布局全球，已在全球绝大部分主要汽车生产基地均设有工厂或据点。公司的全球竞争力强劲，这得益于深谋远虑的管理层，公司早在 2016 年就开始布局电池盒业务，2022 年电池盒业务开始进入放量阶段，营业收入同比暴涨 658%，发展势头强劲。电池盒业务是未来几年管理层重点发展的领域，持续的订单和销量放量将为公司贡献重要收入，并且成为继金属及饰条、塑件和铝件的第四大业务，电池盒业务也是公司顺利到 2025 年跻身全球汽车零部件供应商 50 强的重要一环。

图 6：敏实在全球拥有 70 多个工厂，产品销往 30 多个国家



资料来源：公司、国泰君安国际。

### 3.4 世界上几乎所有主要整车厂均是公司的客户

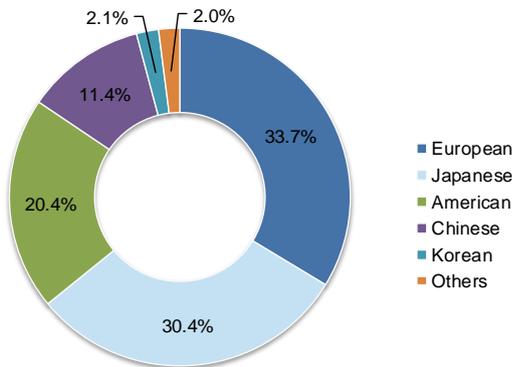
欧美整车厂表现优异，公司海外市场竞争力持续增强。公司目前收入结构主要来自欧系车、日系车和美系车。同时，2019-2022 年海外市场收入年复合增长率为 11.7%。从公司 2022 年新业务承接数据来看，1) 按区域来看，海外业务超过国内业务（收入占比 52%：48%）；2) 按产品来看，创新产品业务超过传统产品业务（收入占比 57%：43%）；按动力来看，新能源业务远超传统燃油业务（收入占比 78%：22%）。随着欧美市场新能源汽车渗透率的逐步攀升，我们预计未来三年公司海外市场收入将加速并持续增长，预计 2023 年公司海外市场总收入将超过国内市场。

表 5：公司与全球主要整车厂开展业务（按品牌分类）

美国品牌	欧洲品牌	日本品牌	韩国品牌	中国品牌	其他
别克	大众	本田	现代	长安	VINFAST
凯迪拉克	奥迪	讴歌	捷尼赛思	东风	
雪佛兰	斯柯达	日产	起亚	红旗	
GMC	西雅特	达特桑		一汽	
福特	宾利	英菲尼迪		上汽	
林肯	保时捷	丰田		广汽	
野马	菲亚特	雷克萨斯		魏牌	
Jeep	戴姆勒	五十铃		哈弗	
克莱斯勒	迈巴赫	三菱		吉利	
道奇	宝马	马自达		领克	
Lucid	劳斯莱斯	铃木		传祺	
	欧宝			SEM	
	标致			蔚来	
	雪铁龙			大通	
	沃尔沃			零跑	
	极星			小鹏	
	雷诺			理想	
	捷豹路虎			小米	
				哪吒	

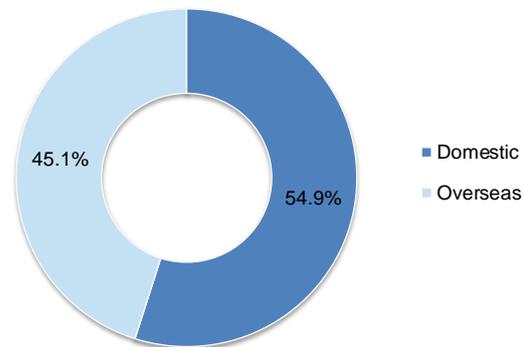
资料来源：公司、国泰君安国际。

图 7：2022 年公司按品牌划分的收入，欧美整车厂表现优异



资料来源：公司、国泰君安国际。

图 8：公司按区划分的产品销售情况表明公司已更加国际化

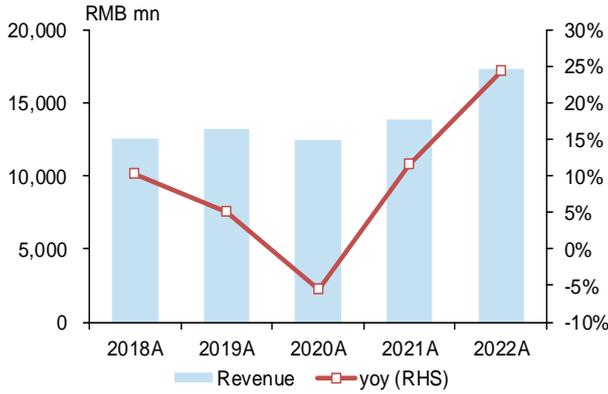


资料来源：公司、国泰君安国际。

### 3.5 得益于过去两年强劲的新能源汽车订单，公司的营业收入和利润均有所增长

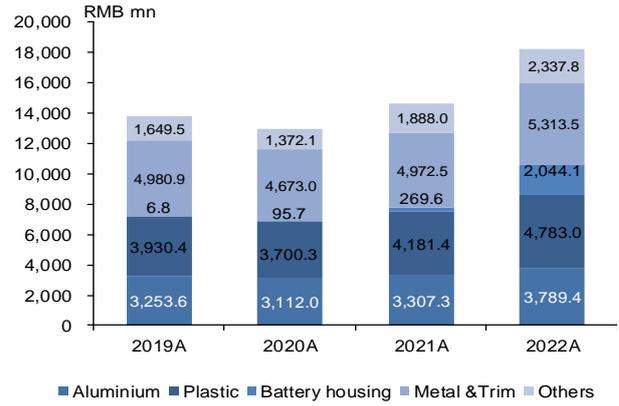
公司抓住电池盒机遇，提前布局电池盒业务，实现营业收入同比快速增长。2022 年公司电池盒业务取得重大突破，反映电池盒业务收入开始快速回升。2018 年至 2022 年，公司电池盒业务营业收入从人民币 677 万元飙升至人民币 20.44 亿元，对应 570.9% 的年复合增长率。海外业务方面，公司承接了梅赛德斯奔驰主要的全球平台车型的电池盒订单，成为梅赛德斯奔驰最大的电池盒业务合作伙伴。此外，公司还获得了两款 Stellantis 平台车型的电池盒订单，巩固了公司作为 Stellantis 体系中电池盒核心供应商的地位。公司继续扩大在宝马电池盒业务的份额。根据目前在手的电池壳订单，一线欧系整车厂（包括大众、宝马、戴姆勒等）将在未来三年继续为公司在电池盒市场贡献可观的收入。此外，公司还获得了 Lucid、SVOLT、雷诺-日产等公司的电池盒订单。国内业务方面，公司获得了理想汽车、小鹏汽车等“造车新势力”的电池盒订单。截至 2022 年底，公司电池盒业务营业收入占总营业收入的 11.8%。目前，金属及饰条、塑件和铝件业务已成为公司的主要营业收入来源。公司电池盒业务在欧洲市场和中国市场取得不俗业绩后，进军北美市场。下游整车行业的“最坏时期”已经过去，零部件行业正在回暖。我们认为，到 2025 年，公司电池盒业务有望成功跻身公司第四大业务，电池盒业务营业收入占比将提升至 25.0%左右。

图 9: 近年来新能源汽车订单带动公司营业收入逐年提升



资料来源: 公司、国泰君安国际。

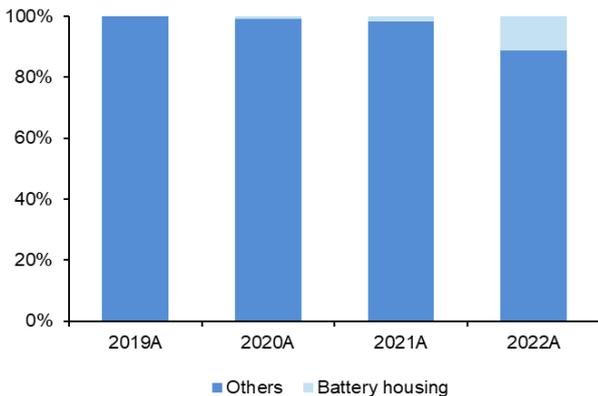
图 10: 预计未来三年电池盒营业收入将进一步增长



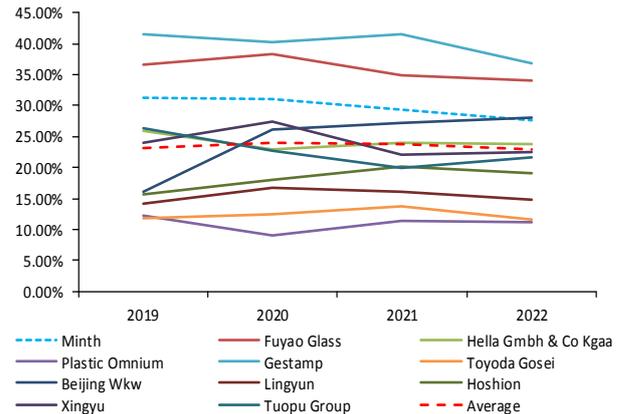
资料来源: 公司、国泰君安国际。

公司整体毛利率稳定在 29-30%左右，普遍高于同业和行业平均水平（约高 6%）。疫情三年，公司整体毛利率略有下降，2022 年的毛利率略低于其他年份，主要原因是原材料价格上涨（同比+3.8%）和公司产品结构的变化。尽管公司整体毛利率同比下降 1.7 个百分点，但公司各业务的大部分毛利率同比均有所改善。电池盒业务的毛利率从 2019 年的 4.6% 飙升至 2022 年的 18.8%。随着产能的不断增加（塞尔维亚、波兰和捷克工厂），我们认为敏实电池盒业务的毛利率仍有较大的提升空间。我们预测到 2025 年电池盒业务的毛利率有望达到 25.1%。

图 11: 2022 年电池盒业务对公司营业收入贡献比例跃升至 11.8% 图 12: 公司的整体毛利率普遍高于行业内的竞争对手

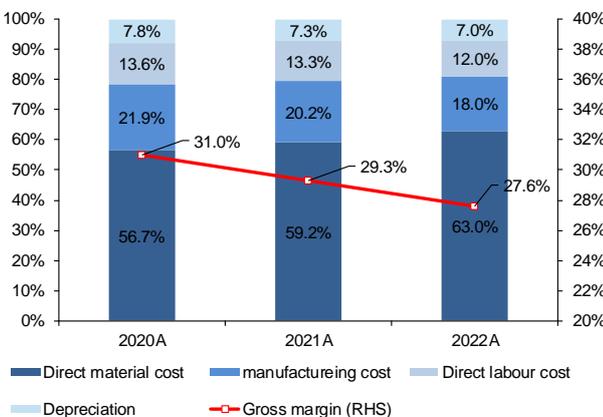


资料来源: 公司、国泰君安国际。



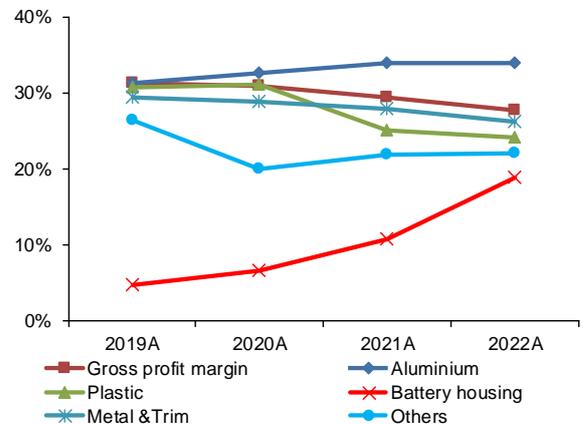
资料来源: 各公司年报、国泰君安国际。

图 13: 直接材料成本仍是公司的主要销售成本



资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 14: 电池盒业务的毛利率快速攀升，其他业务分部的毛利率相对稳定

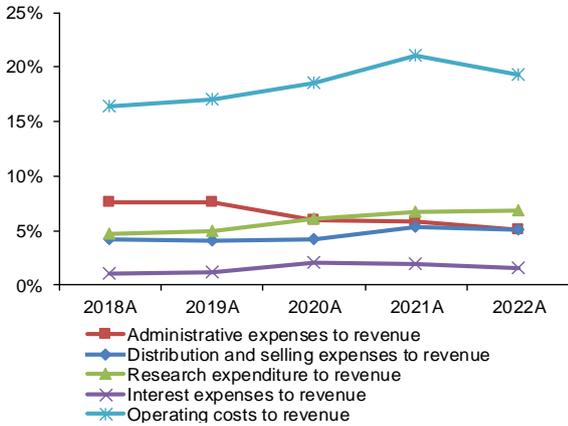


资料来源: 公司、国泰君安国际。

2018-2022 年公司费用率整体呈现下降趋势，但研发开支占营业收入的比例持续创新高，体现了公司保持行业竞争优势的决心。

1) 费用方面，2018-2022 年公司运营成本率呈现先升后降的趋势，近 5 年维持在 20.0% 左右，始终保持与行业一致的合理水平。其中，2021 年费用率较高的原因是公司分销及销售开支占营业收入的比例有所上升。公司研发开支占营业收入的比例逐步上升，其余费用率总体呈下降趋势。2) 利润方面，2018-2022 年公司归母净利润触底反弹。业绩下滑的主要原因是疫情期间，原材料价格上涨，运费飙升，导致订单和交付情况不稳定。同时，汽车行业竞争激烈，对上游零部件供应商的净利润造成一定影响。

图 15: 行政开支占营业收入的比例不断优化, 研发开支占营业收入的比例逐步上升



资料来源: 公司、国泰君安国际。

注: 运营成本仅包括行政开支、分销及销售开支与研发开支。

图 16: 疫情期间, 原材料价格和运费的上涨以及汽车行业的激烈竞争影响了上游零部件供应商的净利润率



资料来源: 公司、国泰君安国际。

### 3.6 敏实的竞争优势

依托技术、产能和客户基础优势，公司斩获大量新订单（2022 年底约为人民币 800 亿元）。具体分析如下：

(i) 公司在汽车行业拥有稳固的市场地位，体现了强大的运营能力和高瞻远瞩的管理。根据 Automotive News，公司在 2022 年居全球汽车零部件供应商第 82 位。同时，公司在国内外市占率分别超过 30% 和 13%，并且公司在饰件业务和车顶行李架业务方面拥有全球最大的市场份额，这无疑展示了公司强大的经营能力。另外，公司管理层对公司到 2025 年跻身全球汽车零部件供应商 50 强十分有信心。

(ii) 公司具备产能优势—全球化布局。公司海内外产能布局较为成熟和平衡。公司是最早一批成功进军海外的中国汽车零部件公司之一，并且海外工厂经营和运作经验丰富。公司电池盒生产工厂遍布 5 个国家，目前公司国内拥有至少 8 间电池盒生产基地，海外拥有至少 9 间电池盒生产基地，这使得公司能够迅速满足海内外客户产量的需求，且给公司业务带来区域竞争优势和完备供应链优势。

(iii) 公司具备优质客户，且运用平台化运营。敏实集团是具备全球布局及管理能力的汽车零部件公司，拥有稳定且庞大的客户群，深度绑定国内外一流整车厂供应体系。公司电池盒业务在过去几年快速扩张，新产品订单持续放量，为未来业绩持续增长提供强有力的支撑。截止目前，公司几乎已囊括全球几乎所有知名车企的海内外电池盒业务，获得特斯拉、奔驰、宝马、大众 MEB、本田、日产、雷诺、福特、沃尔沃、宁德时代、亿纬锂能等多家国际汽车、电池制造商的认可。另外，公司电池盒业务在手订单规模超过 800 亿元（四大业务中占最多—39%），具备较强的市场竞争力，这为公司中长期业务增长提供稳定支撑。由于与全球主要整车厂建立了长期良好的合作关系，公司的电池盒业务在过去几年得以顺利扩张。过去几年，公司电池盒业务快速扩张，新产品订单持续放量，为未来盈利的持续增长提供了有力支撑。此外，敏实集团基于 SAP 方案进行了企业运营优化、升级和全球整合，打造了数据标准体系、业务流程体系和经营管理平台。通过 SAP 整合的生产制造和运营管理方案，敏实集团加强了对现有工厂的业务管控、优化和升级，形成了敏实集团产品线标准化管理和内外客户快速反应机制，实现数字化运营和智能化决策。平台化优势 SAP 较单一车型生命周期有量价上的保障。该平台和管理支持公司在行业内与其他同业相比具有长期竞争优势。目前公司铝动力电池盒业务进入多家整车厂全球电动车平台的供货商体系，并取得全球主流整车厂和中高端整车厂的电池盒业务订单。我们认为电池盒业务将在未来几年为公司业务带来可观的收入。

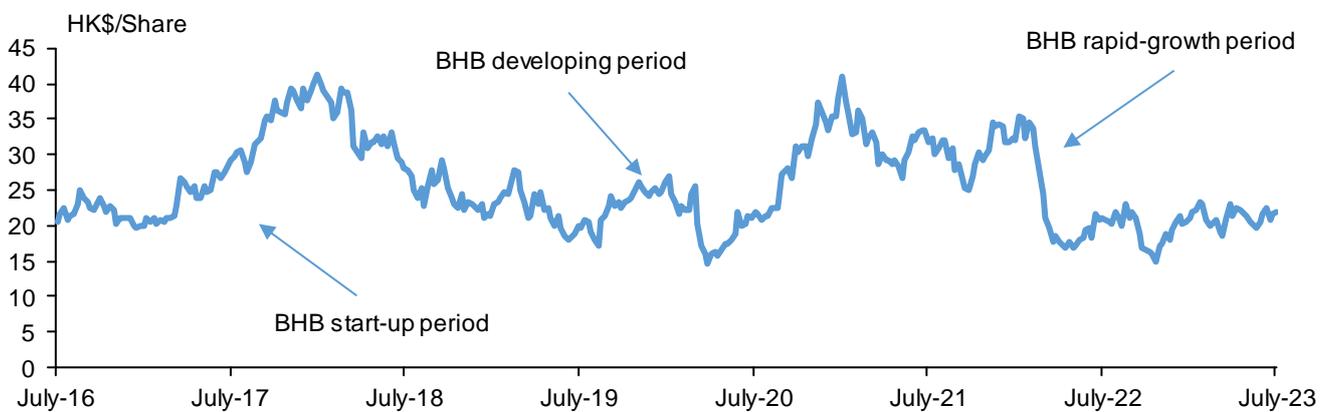
(iv) 成本管控及效率方面具备竞争优势。敏实稳定的运营系统 MOS，已建立了全球统一的卓越运营管理标准，令成本统筹工具更好地与运营相关的关键绩效指标结合，开源节流，降本增效，最大限度的提升生产效率和人员效率。公司“未来工厂”项目的厂房已经实现了批量化生产，全球交付体验中心、全球赋能中心、全球数据中心已正式投入运行。配备了 SAP-MES、3D 可视化、仓储管理系统、全自动物流系统、工业互联网等系统可以实现无人工厂、关灯工厂。公司于全球多地新落成的生产线已经实施全面

量产，同时对既有产品进行持续改善与产能扩充。另外，敏实作为一间中资公司，当与海外公司竞争的时候，还具备效率竞争优势，主要体现在上述工厂运作层面。

#### 4. 电池盒业绩持续释放叠加其坚实成长逻辑，有望触发公司价值重估

根据目前的股价表现，公司的实际价值应获得溢价重估。我们看好公司电池盒业务的增长势头，市场潜力大，公司铸造工艺和材料技术领先，与同业相比具有竞争优势。我们预计在全球新能源汽车行业快速增长的背景下，电池盒业务仍将保持高速增长。因此，我们预测公司电池盒业务的营业收入将从 2022 年的人民币 20 亿元增长到 2025 年的人民币 81 亿元，2022-2025 年间的年复合增长率为 58.4%。我们仍然认为公司的电池盒业务的发展潜力被市场低估。我们认为未来三年公司电池盒业务将超预期发展，并有望成功成为公司四大主营业务之一（占总营业收入约 25%）。我们预计，到 2024 年，电池盒业务预计将帮助公司从新能源汽车业务中获得比燃油车业务更多的收入（2022 年占总收入的 28%）。考虑到年初的销售情况，预计 2023 年公司新能源业务占比将超过 40%。因此，我们认为电池盒业务业绩的进一步持续兑现，叠加其坚实的成长逻辑，有望触发公司价值重估。

图 17：公司股价在电池盒业务三个发展时期的表现



资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

表 6：公司电池盒业务发展的三个重要时期和主要客户

启动期	关键客户	发展期	关键客户	快速成长期	关键客户
2017 年	日产*	2019 年	路虎	2021 年	亿纬锂能***
2017 年	雷诺*	2019 年	捷豹	2021 年	小鹏**
2018 年	宝马*	2019 年	戴姆勒*	2021 年	特斯拉
2018 年	丰田	2019 年	沃尔沃	2021 年	Lucid
2018 年	福特	2020 年	大众*	2022 年	理想**
		2020 年	宁德时代***	2022 年	长城**
		2020 年	Stellantis*	2022 年	广汽
		2020 年	通用汽车	2022 年	高合
				2022 年	哪吒

资料来源：公司、国泰君安国际。

注：“\*”表示公司主要海外电池盒客户；“\*\*”表示公司主要国内电池盒客户；“\*\*\*”表示公司二级电池盒业务合作伙伴。

图 18: 敏实集团的市盈率 (现年)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图 19: 敏实集团的市净率 (现年)



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

## 5. 风险提示

**全球汽车市场销售可能低于预期。** 全球经济尤其是欧美经济的低迷可能导致汽车行业的复苏不及预期，销量或低于预期，直接拖累公司未来几年的营业收入。

**运费和原材料价格波动。** 运输成本和原材料价格的波动可能会挤压公司的毛利。

**财务报表及比率**

损益表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Total revenue	13,919	17,306	21,218	25,452	30,468
Cost of sales	(9,835)	(12,522)	(15,304)	(18,222)	(21,953)
Gross profit	4,084	4,784	5,915	7,230	8,516
Investment income	285	286	272	258	246
Other income	225	315	235	201	168
Other gains and losses	418	6	7	5	(8)
Impairment losses - expected credit loss	(3)	(27)	(15)	(21)	(18)
Distribution and selling expenses	(744)	(868)	(1,061)	(1,400)	(1,676)
Administrative expenses	(1,237)	(1,292)	(1,697)	(2,163)	(2,590)
Research expenditure	(941)	(1,172)	(1,093)	(1,018)	(949)
Operating profit	2,087	2,032	2,563	3,092	3,689
Interest expenses	(263)	(263)	(303)	(348)	(400)
Share of results of JVs and associates	22	10	(2)	(1)	(2)
Profit before tax	1,846	1,779	2,258	2,743	3,286
Income tax	(266)	(249)	(339)	(439)	(526)
Profit after tax	1,579	1,530	1,920	2,304	2,761
Non-controlling interest	(83)	(30)	(67)	(104)	(124)
Shareholders' profit / loss	1,497	1,501	1,852	2,200	2,636
Basic EPS (RMB / share)	1.299	1.304	1.594	1.894	2.269

现金流量表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Profit before income tax	1,846	1,779	2,258	2,743	3,286
Finance costs - net	263	263	303	348	400
D&A	922	1,121	1,225	1,352	1,508
Others	(860)	152	(269)	(248)	(224)
Changes in working capital:	(622)	(1,190)	(1,211)	(1,731)	(2,268)
Net cash from operations	1,549	2,125	2,307	2,464	2,703
Taxes paid	(227)	(270)	(339)	(439)	(526)
Cash from operating activities	1,322	1,855	1,968	2,026	2,177
Investing activities					
Purchases of PPE	(3,142)	(3,340)	(2,164)	(2,590)	(3,094)
Purchases of other intangible assets	(30)	(18)	(80)	(84)	(88)
Change of pledged bank deposits	(127)	(9)	(32)	(33)	(34)
Advances of loan receivables	54	26	146	151	154
Interest received	181	186	272	258	246
Others	1,114	119	157	141	145
Cash from investing activities	(1,950)	(3,037)	(1,700)	(2,156)	(2,670)
Financing activities					
Net of borrowings	829	616	(282)	51	153
Net proceeds from notes and bonds	38	8	0	0	0
Dividends paid	(619)	(626)	(600)	(741)	(880)
Interest paid	(234)	(279)	(303)	(348)	(400)
Others	135	156	0	0	0
Cash from financing activities	149	(125)	(1,185)	(1,038)	(1,128)
Net changes in cash	(479)	(1,306)	(917)	(1,168)	(1,621)
Cash at beginning of year	6,008	5,492	4,221	3,303	2,136
Exchange losses	(38)	35	0	0	0
Cash at end of year	5,492	4,221	3,303	2,136	515

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
PPE & right-of-use assets	12,667	14,518	15,279	16,326	17,706
Interests in associates and JVs	318	394	406	426	456
Goodwill	98	98	98	98	98
Other intangible assets	75	113	105	99	93
Contract assets	755	868	1,051	1,244	1,521
Deferred tax assets	204	270	318	382	457
Prepayment for acquisition of PPE	338	848	891	935	982
Other non-current assets	200	170	168	167	165
Total non-current assets	14,654	17,279	18,317	19,677	21,478
Inventories	2,961	3,633	4,405	5,406	6,607
Contract assets	250	294	321	404	491
Trade and other receivables	5,130	6,541	7,535	8,887	10,684
Pledged bank deposits	1,046	1,055	1,087	1,119	1,153
Cash & cash equivalents	5,492	4,221	3,303	2,136	515
Other current assets	113	251	304	373	461
Total current assets	14,991	15,995	16,956	18,325	19,911
Total assets	29,645	33,274	35,272	38,002	41,389
Trade payables	4,250	5,765	6,576	7,536	8,713
Tax liabilities	134	157	212	255	305
Borrowings	4,888	7,192	7,408	7,630	7,859
Lease liabilities					
Notes and bonds	20	19	20	20	21
Contract liabilities	83	177	194	214	235
Other current liabilities	2	4	4	3	3
Total current liabilities	9,377	13,314	14,414	15,658	17,136
Borrowings	2,255	1,006	503	327	245
Deferred tax liabilities	159	182	212	255	305
Other current assets	1,298	1,074	1,126	1,182	1,242
Total non-current liabilities	3,712	2,262	1,841	1,764	1,792
Total liabilities	13,089	15,576	16,255	17,421	18,928
Total shareholders' equity	16,023	16,918	18,170	19,629	21,385
Minority interest	533	780	848	951	1,075
Total equity	16,556	17,698	19,018	20,580	22,461
NBV / Shares	13.913	14.698	15.639	16.895	18.407

财务比率					
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Revenue Growth (%)	11.7	24.3	22.6	20.0	19.7
Gross Profit Growth (%)	5.8	17.2	23.6	22.2	17.8
Shareholders' Net Profit Growth (%)	7.2	0.3	23.5	18.8	19.8
Gross Margin (%)	29.3	27.6	27.9	28.4	27.9
Operating Profit Margin (%)	15.0	11.7	12.1	12.1	12.1
Reported Net Margin (%)	10.8	8.7	8.7	8.6	8.7
ROE (%)	9.7	9.1	10.6	11.6	12.9
ROA (%)	5.3	4.8	5.4	6.0	6.6
Total Liabilities/Total Assets (%)	44.2	46.8	46.1	45.8	45.7
Net Gearing Ratio (%)	Net Cash	11.3	13.9	19.0	25.8
P/E (Basic) (x)	13.7	14.9	12.7	10.7	8.9
P/B (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
Dividend Yield (%)	3.0	2.7	3.2	3.7	4.5

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

**利益披露事项**

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com