

公司研究

亚太地区+EPS 业务进展顺利，客户群多元化开启新篇章

——耐世特（1316.HK）2023 年年报业绩点评

要点

**2023 业绩公布，净利润表现不及预期：**2023 公司营收同比增长 9.6%至 42 亿美元，毛利率同比-0.8pcts 至 8.8%，EBITDA 同比下降 5.0%至 3.5 亿美元，净利润同比减少 36.7%至 0.37 亿美元（其中，2H23 净利润仅为 0.04 亿美元）。我们判断，2023 年业绩（尤其 2H23）主要受 UAW 罢工/供应商中断/重组、汇率波动、以及通货膨胀等因素拖累。

**亚太地区+EPS 业务进展顺利，2024E EBITDA 利润率有望抬升至低双位数：**分地区来看，2023 年公司亚太地区业务为业绩增长主要推动力：1) 2023 年亚太地区业务营收同比增长 25.9%至 12.2 亿美元（2020-2023 累计增幅达 90%），总营收占比同比+4pcts 至 29%（vs. 北美业务总营收占比缩减 5pcts 至 54%）；2) 2023 年公司投产 55 个新项目中 39 个来自亚太地区，首次成为理想和小鹏的供应商。分业务来看，2023 年公司 EPS 业务占比达 68%，新订单中 EPS 占比进一步提升至 81%。剔除供应商中断、UAW 罢工、公司重组的一次性项目调整，2023 年公司 EBITDA 利润率同比+0.4pcts 至 9.9%。我们认为随公司亚太地区+EPS 业务进一步推进，受益于固定支出削减+业务布局调整，预计 2024E 公司 EBITDA 利润率有望提升至双位数。

**业务布局调整成效逐步显现，客户+产能推动营收持续增长：**管理层指引公司业绩增长动力充足：1) 客户群多元化：北美+亚太地区客户拓展均取得进展，已获得北美头部电动车企业 EPS 订单、切入理想/小鹏等中国本地 OEM，并有望利用 DP-EPS 及线控转向新机遇进一步扩展亚太地区业务，2024E 计划目标订单仍维持 60 亿美元；2) 战略布局优化&扩张：公司通过优化平衡工程资源，已在全球成立五大技术中心，并已于 2024/1 开始建设常熟新工厂，预计新工厂于 2025E 投产后将持续带来业绩增长动力，公司有望凭借全球战略优化提升成本+时间效益。我们认为，1) 新增订单维稳营收增长+成本结构优化，公司盈利能力或持续提升；2) 公司在线控转向+转向系统集成+软件设计方面具有行业领先优势，产品布局基本可以满足各等级自动驾驶转向需求，有望随高阶智能驾驶逐步落地进一步抬升单车价值量。

**维持“买入”评级：**鉴于公司 2024-2025E 仍处在业务调整阶段，我们下调 2024E/2025E 归母净利润 21.4%/32.6%至 1.3 亿/1.6 亿美元，预测 2026E 归母净利润 2.2 亿美元。鉴于亚太地区汽车市场竞争加剧，下调目标价至 4.82 港元（对应约 12x 2024EPS）。看好公司自动驾驶转向业务全面布局，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游客户销量不及预期；美国电动化转型速度不及预期；亚太地区汽车市场竞争加剧；全球汇率波动；线控转向渗透率不及预期。

公司盈利预测与估值简表

| 指标               | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入（mn USD）    | 3,840  | 4,207  | 4,493  | 4,781 | 5,107 |
| 营业总收入增长率         | 14.3%  | 9.6%   | 6.8%   | 6.4%  | 6.8%  |
| 归属母公司净利润（mn USD） | 58     | 37     | 130    | 157   | 222   |
| 归属母公司净利润增长率      | -51.0% | -36.7% | 254.6% | 20.5% | 41.1% |
| EPS（USD）（摊薄）     | 0.02   | 0.01   | 0.05   | 0.06  | 0.09  |
| ROE              | 3.00%  | 1.87%  | 6.05%  | 7.11% | 9.58% |
| P/E              | 19.7   | 31.2   | 8.8    | 7.3   | 5.2   |
| P/B              | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.5   | 0.5   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-03-27；注：1USD=7.8235HKD。

买入（维持）

当前价/目标价：3.57/4.82 港元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

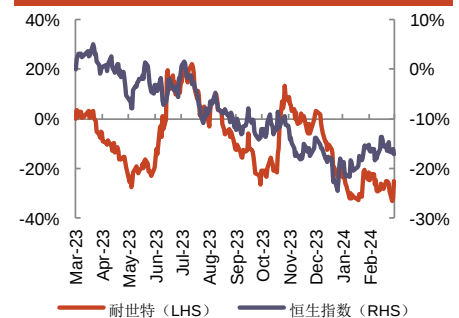
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股)      | 25.10     |
| 总市值(亿港元):    | 89.60     |
| 一年最低/最高(港元): | 3.08/6.32 |
| 近 3 月换手率:    | 0.32%     |

股价相对走势



收益表现

| %  | 1M   | 3M    | 1Y    |
|----|------|-------|-------|
| 相对 | -2.2 | -23.4 | -8.1  |
| 绝对 | -4.5 | -24.8 | -25.2 |

资料来源：Wind（数据截至 2024/3/27）

相关研报

《积极推进业务调整拥抱行业变革，线控转向获第二订单——耐世特（1316.HK）2023 年半年报业绩点评》  
.....2023-08-18  
《线控转向落地受益核心标的，L3 级智能驾驶加速落地或开启新增长——耐世特（1316.HK）跟踪报告》  
.....2023-07-24  
《守住乌云等光来  
——耐世特（1316.HK）2022 年半年报业绩点评》  
.....2022-08-19

表 1：利润表

| (单位：百万美元)   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 3,840 | 4,207 | 4,493 | 4,781 | 5,107 |
| 营业成本        | 3,473 | 3,838 | 4,082 | 4,345 | 4,584 |
| 销售费用        | 18    | 20    | 22    | 24    | 26    |
| 管理费用        | 132   | 135   | 139   | 143   | 148   |
| 研发费用        | 145   | 151   | 153   | 163   | 174   |
| 投资收入与其他收入   | 20    | -2    | 13    | 14    | 15    |
| 应占合营与联营公司收益 | 1     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 税前利润        | 92    | 64    | 111   | 122   | 192   |
| 利润总额        | 66    | 45    | 140   | 169   | 236   |
| 少数股东损益      | 8     | 8     | 10    | 12    | 14    |
| 归属母公司净利润    | 58    | 37    | 130   | 157   | 222   |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

| (单位：百万美元)    | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产          | 3,335 | 3,405 | 3,419 | 3,501 | 3,627 |
| 流动资产         | 1,492 | 1,548 | 1,432 | 1,452 | 1,531 |
| 现金           | 246   | 312   | 163   | 81    | 40    |
| 应收账款         | 952   | 937   | 916   | 989   | 1,082 |
| 存货           | 294   | 299   | 352   | 381   | 409   |
| 其他流动资产       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 非流动资产        | 1,843 | 1,857 | 1,987 | 2,049 | 2,096 |
| 固定资产         | 971   | 1,000 | 950   | 954   | 955   |
| 商誉与其他无形资产    | 787   | 784   | 900   | 936   | 970   |
| 应占合营与联营公司资产  | 23    | 18    | 35    | 40    | 45    |
| 其他非流动资产      | 61    | 54    | 102   | 118   | 125   |
| 总负债          | 1,358 | 1,394 | 1,219 | 1,245 | 1,266 |
| 无息负债         | 1,308 | 1,345 | 1,219 | 1,245 | 1,266 |
| 有息负债         | 50    | 49    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益         | 1,977 | 2,011 | 2,200 | 2,256 | 2,361 |
| 股本           | 32    | 32    | 32    | 32    | 32    |
| 股份溢价及储备      | 1,901 | 1,931 | 2,119 | 2,175 | 2,281 |
| 归属本公司股权持有人权益 | 1,934 | 1,964 | 2,152 | 2,208 | 2,313 |
| 少数股东权益       | 43    | 47    | 48    | 48    | 48    |
| 所有股东权益       | 1,977 | 2,011 | 2,200 | 2,256 | 2,361 |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

**表 3：现金流量表**

| (单位：百万美元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流   | 294  | 415   | 269   | 308   | 357   |
| 税前利润      | 92   | 64    | 111   | 122   | 192   |
| 折旧摊销      | 279  | 272   | 287   | 296   | 300   |
| 净营运资金增加   | 7    | -54   | 102   | 64    | 92    |
| 其他        | -84  | 133   | -231  | -174  | -227  |
| 投资活动产生现金流 | -263 | -342  | -332  | -349  | -347  |
| 净资本支出     | -267 | -339  | -329  | -346  | -344  |
| 其他资产变化    | 3    | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 融资活动现金流   | -85  | -26   | -90   | -45   | -56   |
| 有息负债变化    | -30  | -1    | -49   | 0     | 0     |
| 行使购股权所得款项 | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他        | -56  | -26   | -41   | -45   | -56   |
| 净现金流      | -55  | 46    | -153  | -87   | -47   |
| 年末现金金额    | 246  | 297   | 163   | 81    | 40    |

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测（注：2023 公司现金流量表暂未公布）

## 行业及公司评级体系

|         | 评级  | 说明                                                       |
|---------|-----|----------------------------------------------------------|
| 行业及公司评级 | 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上                           |
|         | 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；                        |
|         | 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；                   |
|         | 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；                        |
|         | 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；                          |
|         | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。   |
| 基准指数说明： |     | A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP