



## Company Report: Mintch 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

5 April 2024

# 电池盒业务保持强劲，多元化业务给公司注入新增长动力，维持“买入”

- **维持“买入”评级，但下调目标价至 22.00 港元。** 综合考虑到中国乘用车快速上量带来的业务增量，以及海外市场业务拓展顺利带来的业务协同，叠加海外乘用车生命周期有所延长，使得乘用车增速放缓。由于敏实集团（“公司”）毛利率受到挤压，我们上调公司 2024-2025 年每股盈利至人民币 2.196 元（+0.302）/ 人民币 2.630 元（+0.361），加上 2026 年每股盈利 3.211 元。我们给予公司 9 倍左右的 2024 年市盈率，对应目标价 22.00 港元，维持“买入”评级。
- **2023 年海外业务表现亮眼，毛利率环比提升。** 公司 2023 年实现收入人民币 205.2 亿元，同比增长 18.6%；其中剔除 5% 左右通过 NCIC 销往日全球的份额，公司海外业务的收入已达到约 54%。公司实现股东净利润人民币 19.0 亿元，同比增长 26.8%。公司 2023 年下半年的毛利率复苏至 28.4%，同环比增长 1.8/2.1 个百分点。电池盒的海外业务毛利率有望进一步上升，我们有信心未来几年公司的毛利率将恢复到 30%。
- **电池盒业务持续快速放量，电池盒收入占比大幅上升（同比+5.4 个百分点）。** 在整车厂电动汽车业务快速发展的带动下，2023 年电池盒业务的收入占比已达到总收入的 17.2%，预计公司电池盒业务将保持快速增长。随着新能源汽车渗透率的不断攀升，尤其是中国市场，电池盒的需求将不断扩大。公司目前的电池盒在手订单接近人民币 1,200 亿元，叠加去年公司开辟了插混车型的一体化压铸电池盒项目，我们预计公司未来三年的电池盒收入复合增长率达 27.7%。
- **智能化外饰开始放量，多元化业务给公司注入新增长动力。** 公司于 2023 年顺利量产智能发光保险杠、智能化电动侧门系统，并于几年重点发力前后脸总成，车门总成及车身结构件等领域。我们相信敏实正逐步成为全球领先的智能外饰件供应商之一，这必将为公司注入新的增长动力。
- **风险：** 1) 全球汽车市场销量可能不及预期；2) 运费和原材料价格可能会波动。

Rating:

**Buy**

Maintained

评级:

**买入 (维持)**

6-18m TP 目标价:

**HK\$22.00**

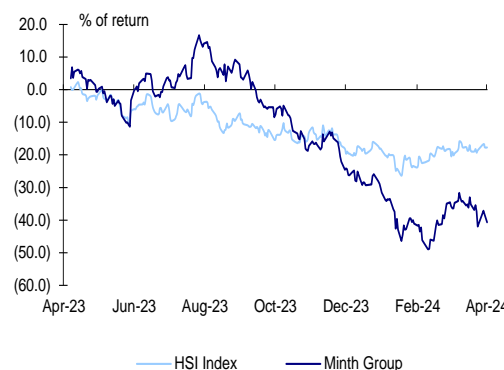
HK\$29.00

Share price 股价:

**HK\$12.660**

### 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 %	(7.6)	(13.3)	(43.9)
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	(8.3)	(13.8)	(26.4)
Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元)	13.7	13.1	18.5

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)	(%)	(%)
2022A	17,306	1,501	1.304	0.3	8.6	14.698	0.8	0.529	4.7	9.1
2023A	20,524	1,903	1.654	26.9	7.0	15.924	0.7	0.000	0.0	10.8
2024F	22,765	2,527	2.196	32.8	5.3	18.120	0.6	0.879	7.5	12.9
2025F	25,424	3,025	2.630	19.7	4.4	19.872	0.6	1.052	9.0	13.8
2026F	28,294	3,694	3.211	22.1	3.6	22.031	0.5	1.284	11.0	15.3
Shares in issue (m) 总股数 (m)				1,150.4		Major shareholder 大股东				Chin Jong-Hwa 39.3%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				14,563.8		Free float (%) 自由流通比率 (%)				49.7
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				7,736.4		FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)				Net Cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				25.400 / 10.100		FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元)				23.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

**财务报表及比率**

损益表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Total revenue	17,306	20,524	22,765	25,424	28,294
Cost of sales	(12,522)	(14,902)	(15,905)	(17,338)	(18,833)
Gross profit	4,784	5,622	6,861	8,085	9,461
Investment income	286	356	338	321	305
Other income	315	415	201	168	135
Other gains and losses	6	83	41	31	45
Impairment losses - expected credit loss	(27)	(22)	(25)	(24)	(24)
Distribution and selling expenses	(868)	(792)	(911)	(1,271)	(1,556)
Administrative expenses	(1,292)	(1,449)	(1,548)	(1,729)	(1,924)
Research expenditure	(1,172)	(1,397)	(1,302)	(1,211)	(1,123)
Operating profit	2,032	2,815	3,656	4,371	5,319
Interest expenses	(263)	(515)	(593)	(682)	(784)
Share of results of JVs and associates	10	16	5	5	3
Profit before tax	1,779	2,315	3,068	3,695	4,538
Income tax	(249)	(351)	(460)	(573)	(726)
Profit after tax	1,530	1,964	2,607	3,122	3,812
Non-controlling interest	(30)	(61)	(81)	(97)	(118)
Shareholders' profit / loss	1,501	1,903	2,527	3,025	3,694
Basic EPS (RMB / share)	1.304	1.654	2.196	2.630	3.211

现金流量表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Profit before income tax	1,779	2,315	3,068	3,695	4,538
Finance costs - net	263	515	593	682	784
D&A	1,121	1,223	1,340	1,472	1,618
Others	152	(591)	(370)	(345)	(341)
Changes in working capital:	(1,190)	254	(945)	(1,044)	(759)
Net cash from operations	2,125	3,717	3,685	4,460	5,840
Taxes paid	(270)	(351)	(460)	(573)	(726)
Cash from operating activities	1,855	3,366	3,225	3,887	5,114
Investing activities					
Purchases of PPE	(3,340)	(2,149)	(2,324)	(2,592)	(2,881)
Purchases of other intangible assets	(18)	(80)	(84)	(88)	(92)
Change of pledged bank deposits	(9)	(785)	(55)	(57)	(59)
Advances of loan receivables	26	213	228	214	239
Interest received	186	356	338	321	305
Others	119	(607)	40	60	58
Cash from investing activities	(3,037)	(3,052)	(1,856)	(2,141)	(2,430)
Financing activities					
Net of borrowings	616	754	(150)	(437)	(182)
Net proceeds from notes and bonds	8	0	0	0	0
Dividends paid	(626)	(609)	0	(1,011)	(1,210)
Interest paid	(279)	(515)	(593)	(682)	(784)
Others	156	0	0	0	0
Cash from financing activities	(125)	(370)	(743)	(2,130)	(2,176)
Net changes in cash	(1,306)	(55)	625	(384)	507
Cash at beginning of year	5,492	4,221	4,165	4,791	4,407
Exchange losses	35	0	0	0	0
Cash at end of year	4,221	4,165	4,791	4,407	4,914

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year End 31 Dec (RMB m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
PPE & right-of-use assets	14,518	16,534	15,924	16,839	17,882
Interests in associates and JVs	394	407	428	458	494
Goodwill	98	98	98	98	98
Other intangible assets	113	112	99	93	90
Contract assets	868	943	1,009	1,114	1,235
Deferred tax assets	270	419	455	508	566
Prepayment for acquisition of PPE	848	944	992	1,041	1,093
Other non-current assets	170	596	128	113	101
Total non-current assets	17,279	20,054	19,133	20,265	21,558
Inventories	3,633	3,982	4,732	5,538	6,378
Contract assets	294	263	319	346	372
Trade and other receivables	6,541	6,610	7,485	8,529	9,331
Pledged bank deposits	1,055	1,840	1,896	1,953	2,011
Cash & cash equivalents	4,221	4,165	4,791	4,407	4,914
Other current assets	251	632	781	1,010	1,308
Total current assets	15,995	17,493	20,003	21,782	24,314
Total assets	33,274	37,547	39,136	42,048	45,872
Trade payables	5,765	7,004	7,981	9,141	10,463
Tax liabilities	157	226	228	254	283
Borrowings	7,192	5,851	6,027	6,208	6,394
Lease liabilities					
Notes and bonds	19	20	20	21	21
Contract liabilities	177	140	154	169	186
Other current liabilities	4	876	2	3	2
Total current liabilities	13,314	14,117	14,412	15,795	17,350
Borrowings	1,006	3,837	2,494	1,871	1,496
Deferred tax liabilities	182	223	228	254	283
Other current assets	1,074	230	255	268	282
Total non-current liabilities	2,262	4,290	2,977	2,393	2,062
Total liabilities	15,576	18,407	17,389	18,189	19,411
Total shareholders' equity	16,918	18,318	20,845	22,860	25,344
Minority interest	780	821	902	999	1,117
Total equity	17,698	19,140	21,747	23,859	26,461
NBV / Shares	14.698	15.924	18.120	19.872	22.031

财务比率					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Revenue Growth (%)	24.3	18.6	10.9	11.7	11.3
Gross Profit Growth (%)	17.2	17.5	22.0	17.8	17.0
Shareholders' Net Profit Growth (%)	0.3	26.8	32.8	19.7	22.1
Gross Margin (%)	27.6	27.4	30.1	31.8	33.4
Operating Profit Margin (%)	11.7	13.7	16.1	17.2	18.8
Reported Net Margin (%)	8.7	9.3	11.1	11.9	13.1
ROE (%)	9.1	10.8	12.9	13.8	15.3
ROA (%)	4.8	5.4	6.6	7.5	8.4
Total Liabilities/Total Assets (%)	46.8	49.0	44.4	43.3	42.3
Net Gearing Ratio (%)	11.3	10.5	Net Cash	Net Cash	Net Cash
P/E (Basic) (x)	8.6	7.0	5.3	4.4	3.6
P/B (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
Dividend Yield (%)	4.7	0.0	7.5	9.0	11.0

### 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	定义
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	定义
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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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内之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、或者会令国泰君安与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。

© 2024 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.gtja.com.hk