

毛利率持续恢复，亚太地区快速增长

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 半年报, 实现营收 21 亿美元, 同比-0.1%, 净利润 1570 万美元, 同比-53.8%, 毛利率 10.1%, 同比+1pp, EBITDA 率为 9.4%, 同比+0.5pp, 净利率 1.1%, 同比-0.7pp。
- 亚太地区持续高增。** 根据标普全球汽车统计, 24H1 全球整车制造商汽车产量下降 0.2%, 公司营收增速与行业基本持平。其中, 与 22 年相比, 由于美元兑人民币、欧元升值, 公司营收受到外币换算的不利影响约 20.9 百万美元; 原材料降价导致客户降价同比减少营收约 3.1 百万美元; 就不利外币换算及与商品降价有关的减少作出调整后, 公司 24H1 收入同比增长 1%。分地区来看, 24H1 北美/亚太/欧洲、中东、非洲及南美洲(EMEASA)地区营收分别为 11.2/5.9/3.7 亿美元, 同比-6.3%/+9.3%/+1.4%; 24H1 北美/亚太/EMEASA 地区 EBITDA 率分别为 7.8%/17.6%/2.0%, 同比-0.4/+2.6/-3.1pp。
- 无形资产减值及税费影响利润。** 24H1 公司净利下滑主要来自以下原因: (1) 与特定客户项目的项目取消有关的产品开发无形资产减值总计 37.7 百万美元, 部分被客户补偿 24 百万美元所抵销。(2) 所得税开支较去年增加 9.3 百万美元, 主要由于 2023 年上半年确定巴西净经营亏损很可能变现, 引致一次性收益 11 百万美元。随着公司继续实施降本增效, 积极开拓国内供应链, 叠加原材料端进一步下滑, 预计 24 年公司毛利和净利将企稳回升。24H1 公司研发/销售/管理费用率分别为 4.2%/0.5%/3.4%, 同比+1/0/+0.2pp, 均有所增长。
- 新项目充足, 行业持续升级。** 24H1 公司成功投产 38 个新客户项目(北美洲 13 个; EMEASA 地区 2 个; 亚太区 23 个), 32 个为本集团新或新获取业务, 6 个为现有业务, 18 个投产项目为客户纯 EV 项目。客户订单充足, 有望为公司带来长期高于市场水平的增长。目前 EPS 存在从 C-EPS、P-EPS 到 DP-EPS、R-EPS 的升级过程, 随着 L3+ 自动驾驶渗透率提升, 线控转向元年有望到来, 目前公司已获得与 2 个线控转向订单, 彰显公司先进的技术实力, 有望在行业升级中获得先机, 提升市占率。
- 盈利预测与评级:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润 CAGR 为 73.4%, 对应当前 PE 为 9/5.7/4.1 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧风险, 汇率波动风险, 新产品拓展不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元美元)	3839.70	4206.79	4443.43	4706.82	4977.21
增长率 (%)	14.32	9.56	5.63	5.93	5.74
归属母公司净利润(百万元美元)	58.01	36.74	85.94	136.63	191.67
增长率 (%)	-51.02	-36.67	133.93	58.98	40.29
每股收益 EPS (港元)	0.18	0.11	0.27	0.43	0.60
净资产收益率 (%)	3.00	1.87	4.26	6.51	8.65
PE	13.41	21.17	9.04	5.68	4.05

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪
执业证号: S1250524050003
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	2.37-5.4
3 个月平均成交量(百万)	7.25
流通股数(亿)	25.10
市值(亿)	61.99

相关研究

- 耐世特(1316.HK): 营收创历史新高, 盈利能力将触底反弹 (2024-04-01)
- 耐世特(1316.HK): 线控转向量产元年, 盈利能力稳健修复 (2023-11-15)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着全球汽车销量回暖，产品升级单价提升，预计 24-26 年北美、欧洲中东非洲南美销量分别增长 0%/1%/2%、4%/6%/2%，单价每年分别增长 0%、2%；

假设 2：亚太地区客户持续开拓，产品升级单价提升，预计 24-26 年亚太销量分别增长 13%/9%/9%，单价每年增长 3%；

假设 3：随着原材料价格下降、持续推进降本增效，公司毛利率逐渐回升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万美元		2023	2024E	2025E	2026E
北美	收入	2259.06	2259.06	2281.65	2327.28
	增速	0.53%	0.00%	1.00%	2.00%
亚太	收入	1214.73	1408.35	1582.53	1769.85
	增速	25.85%	15.94%	12.37%	11.84%
欧洲、中东、非洲及南美洲	收入	732.92	776.01	842.63	880.08
	增速	18.37%	5.88%	8.58%	4.44%
合计	收入	4206.79	4443.43	4706.82	4977.21
	增速	9.56%	5.63%	5.93%	5.74%

数据来源：Wind, 西南证券

综合考虑业务范围，选取伯特利、嵘泰股份、美利信三家上市公司作为可比公司，2023、2024 年平均估值分别为 18/18 倍。考虑到公司在转向领域的领导地位以及港股流动性问题，给予公司 24 年 12 倍 PE，目标价 3.24 港元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2024.8.16 收盘）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603596.SH	伯特利	35.29	2.15	1.93	2.52	3.20	16.41	18.25	14.01	11.02
605133.SH	嵘泰股份	16.39	0.82	1.30	1.80	2.30	19.99	12.59	9.13	7.13
301307.SZ	美利信	18.10	0.70	0.74	0.87	1.06	25.86	24.44	20.83	17.09
平均值							18.20	18.42	14.66	11.75

数据来源：Wind, 西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
货币资金	311.75	582.90	952.60	1362.54	营业额	4206.79	4443.43	4706.82	4977.21
应收账款	803.05	868.65	920.14	973.00	销售成本	3838.20	3961.90	4159.06	4358.73
预付款项、按金及其他应收款项	44.96	25.83	27.36	28.93	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	19.72	20.83	22.07	23.33
存货	299.07	341.86	358.87	376.10	管理费用	285.79	319.93	329.48	348.41
其他流动资产	88.84	131.35	139.13	147.12	财务费用	0.04	0.44	-0.99	-2.35
流动资产总计	1547.67	1950.57	2398.09	2887.68	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18.44	18.44	18.44	18.44	投资收益	2.87	0.00	0.00	0.00
固定资产	1000.23	843.52	686.82	530.12	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	65.91	140.34	197.20	249.10
无形资产	783.91	653.26	522.61	391.96	其他非经营损益	-1.68	10.14	10.14	10.14
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	64.23	150.48	207.34	259.24
其他非流动资产	54.35	54.35	54.35	54.35	所得税	19.05	52.67	51.84	41.09
非流动资产合计	1856.92	1569.57	1282.22	994.86	税后利润	45.17	97.81	155.51	218.16
资产总计	3404.59	3520.14	3680.31	3882.54	归属于非控股股东利润	8.44	11.88	18.88	26.49
短期借款	14.12	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	36.74	85.94	136.63	191.67
应付账款	833.40	890.72	935.04	979.93	EBITDA	356.17	438.28	493.71	544.24
其他流动负债	241.51	249.72	263.59	277.89	NOPLAT	46.89	91.51	147.16	207.64
流动负债合计	1089.03	1140.44	1198.63	1257.82	EPS(元)	0.01	0.03	0.05	0.08
长期借款	34.99	34.99	34.99	34.99					
其他非流动负债	269.73	269.73	269.73	269.73	主要财务比率	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
非流动负债合计	304.72	304.72	304.72	304.72	成长能力				
负债合计	1393.75	1445.16	1503.36	1562.55	营收额增长率	9.56%	5.63%	5.93%	5.74%
股本	32.38	32.38	32.38	32.38	EBIT 增长率	-26.08%	134.82%	36.73%	24.49%
归属于母公司股东权益	1963.82	2016.08	2099.17	2215.73	盈利能力				
归属于非控股股东权益	47.03	58.90	77.78	104.27	毛利率	8.76%	10.84%	11.64%	12.43%
权益合计	2010.84	2074.98	2176.95	2320.00	净利率	1.07%	2.20%	3.30%	4.38%
负债和权益合计	3404.59	3520.14	3680.31	3882.54	ROE	1.87%	4.26%	6.51%	8.65%
					ROA	1.08%	2.44%	3.71%	4.94%
					ROIC	2.31%	4.44%	7.46%	12.00%
					估值倍数				
					P/E	21.17	9.04	5.68	4.05
					P/S	0.19	0.18	0.17	0.16
					P/B	0.40	0.39	0.38	0.36
					股息率	0.00	0.01	0.01	0.01
					EV/EBIT	2.69	0.21	-1.42	-2.53
					EV/EBITDA	0.49	0.07	-0.59	-1.19
					EV/NOPLAT	3.69	0.35	-1.99	-3.12
现金流量表 (百万美元)									
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E					
税后经营利润	44.34	91.22	147.90	209.62					
折旧与摊销	291.90	287.35	287.35	287.35					
财务费用	0.04	0.44	-0.99	-2.35					
其他经营资金	67.84	-66.23	-19.62	-20.46					
经营性现金净流量	404.12	312.79	414.64	474.16					
投资性现金净流量	-299.15	6.59	7.61	8.54					
筹资性现金净流量	-38.40	-48.24	-52.55	-72.75					
现金流量净额	66.58	271.14	369.70	409.94					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
