

2024 年 08 月 23 日

敏实集团 (425.HK)

## 公司动态分析

证券研究报告

汽车行业

## 盈利能力提升，电池盒业务高速发展

2024 上半年，敏实集团实现营业收入 110.9 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 20.4%。业绩符合预期。我们认为敏实集团不断深化全球布局，凭借庞大的客户群及卓越的管理能力，其电池盒、结构件等业务正快速成长，驱动业绩增长。目标价 16 港元，对应 24 年 7.3 倍预测市盈率，距离现价有 40% 上涨空间，买入评级。

### 报告摘要

上半年净利润增长 20%，符合预期。上半年公司实现营业收入 110.9 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润 10.7 亿元，同比增长 20.4%。上半年毛利率为 28.5%，同比提升 2.2 个百分点，毛利率提升主要受益于公司整合供应链，降低采购成本，提高生产效率和规模效应。

各项业务保持良好增长态势。分业务来看，1H24 金属及饰件/塑件/铝件/电池盒收入分别为 25.2/28.4/23.7/23.9 亿元，分别同比增长 1%/14%/14%/33%，电池盒业务的增速最高。敏实集团是中国汽车零部件出海的先行者，多年来不断强化 Glocal（全球化+现地化）经营理念，优化现地化布局，稳固全球化优势。目前已在中国、美国、墨西哥、德国、英国、塞尔维亚、捷克、泰国、日本、韩国、法国、波兰等地进行了研发、设计、生产及销售网络布局，还有规划中的加拿大新据点。分地区看，中国/美洲/欧洲/日韩的收入占比分别为 41%/26%/25%/6%，当中中国市场的收入占比减少 1.5 个百分点，海外市场占比提升。我们认为未来公司的海外业务将会保持扩张态势。

新业务稳步推进，在手订单以电池盒为主。目前公司在手订单 2360 亿，电池盒/塑件/铝件/金属与饰条占比分别为 53%/18%/15%/12%，占比最大的是电池盒。上半年公司继续专注创新研发与布局，推进电池盒及车身底盘结构件、智能集成外饰等产品的业务拓展。公司提升了在北美本田的结构件业务份额，首次获得副车架、电控壳和电机壳订单，获取小鹏等多个自主品牌客户的电池盒订单。已经承接鸿蒙智行、小米的隐藏式门把手及发光标产品订单。

投资建议。我们认为敏实集团不断深化全球布局，凭借庞大的客户群及卓越的管理能力，其电池盒、结构件等业务正快速成长，驱动业绩增长。目标价 16 港元，对应 24 年 7.3 倍预测市盈率，距离现价有 40% 上涨空间，买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期

| 31/12 年结；百万元 | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 17,306 | 20,524 | 24,628 | 29,062 | 34,583 |
| 增长率(%)       | 24.3%  | 18.6%  | 20.0%  | 18.0%  | 19.0%  |
| 归母净利润        | 1,528  | 1,926  | 2,336  | 2,904  | 3,708  |
| 增长率(%)       | 2.1%   | 26.0%  | 21.3%  | 24.3%  | 27.7%  |
| 毛利率(%)       | 27.6%  | 27.4%  | 28.0%  | 28.4%  | 29.3%  |
| 净利率率(%)      | 8.8%   | 9.4%   | 9.5%   | 10.0%  | 10.7%  |
| 每股收益(元)      | 1.30   | 1.65   | 2.03   | 2.52   | 3.22   |
| 每股净资产(元)     | 16.5   | 19.4   | 20.9   | 22.7   | 24.9   |
| 市盈率          | 8.0    | 6.3    | 5.2    | 4.2    | 0.5    |
| 市净率          | 0.6    | 0.5    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| 净资产收益率(%)    | 7.9%   | 9.3%   | 10.1%  | 11.6%  | 13.5%  |
| 股息收益率        | 5.3%   | 5.2%   | 5.9%   | 7.4%   | 9.4%   |

数据来源：公司资料，安信国际预测

投资评级：买入

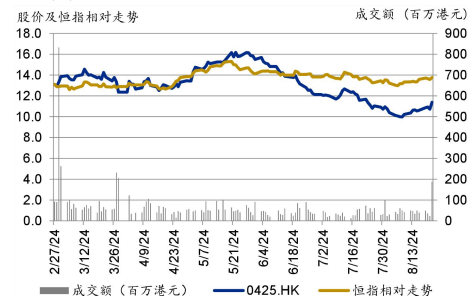
目标价格：16 港元

现价 (2024-08-22): 11.4 港元

|              |           |
|--------------|-----------|
| 总市值(百万港元)    | 13,223.49 |
| 流通市值(百万港元)   | 13,223.49 |
| 总股本(百万股)     | 1,161.99  |
| 流通股本(百万股)    | 1,161.99  |
| 12 个月低/高(港元) | 9.6/16.5  |
| 平均成交(百万港元)   | 45.59     |

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| 股东结构                           |       |
| 秦荣华                            | 38.7% |
| Mitsubishi UFJ Financial Group | 6.0%  |
| 其他                             | 55.3% |

### 股价表现



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月   |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -2.60 | -21.38 | -49.57 |
| 绝对收益 | -2.57 | -27.88 | -50.41 |

数据来源：彭博、港交所、公司

王强

分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

## 财务预测

### 损益表

人民币百万元, 财务  
年度截至12月31日

|            | 22年<br>实际 | 23年<br>实际 | 24年<br>预测 | 25年<br>预测 | 26年<br>预测 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入         | 17306     | 20524     | 24628     | 29062     | 34583     |
| 毛利         | 4784      | 5622      | 6896      | 8253      | 10133     |
| 销售费用       | (868)     | (792)     | (1108)    | (1192)    | (1452)    |
| 管理费用       | (2464)    | (2846)    | (3276)    | (3952)    | (4703)    |
| 其他收入       | 608       | 854       | 847       | 889       | 957       |
| 营业收入       | 2059      | 2838      | 3359      | 3999      | 4934      |
| 财务开支       | (263)     | (515)     | (541)     | (488)     | (445)     |
| 营业外收支      | 10        | 16        | 19        | 17        | 15        |
| 税前盈利       | 1807      | 2338      | 2837      | 3528      | 4504      |
| 所得税        | (249)     | (351)     | (454)     | (564)     | (721)     |
| 少数股东应占利润   | (30)      | (61)      | (48)      | (59)      | (76)      |
| 净利润        | 1528      | 1926      | 2336      | 2904      | 3708      |
| 折旧及摊销      | (1076)    | (1347)    | (1590)    | (1697)    | (1773)    |
| EBITDA     | 3135      | 4185      | 4948      | 5696      | 6707      |
| EPS (元)    | 1.30      | 1.65      | 2.03      | 2.52      | 3.22      |
| 增长         |           |           |           |           |           |
| 总收入 (%)    | 24%       | 19%       | 20%       | 18%       | 19%       |
| EBITDA (%) | 6%        | 34%       | 18%       | 15%       | 18%       |
| 每股收益 (%)   | 1%        | 27%       | 23%       | 24%       | 28%       |

### 资产负债表

|          | 22年<br>实际 | 23年<br>实际 | 24年<br>预测 | 25年<br>预测 | 26年<br>预测 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金       | 4221      | 4165      | 5214      | 5404      | 5506      |
| 应收账款     | 6541      | 6610      | 6980      | 7825      | 9125      |
| 存货       | 3633      | 3982      | 4454      | 5175      | 6141      |
| 其他流动资产   | 1600      | 2736      | 1787      | 1741      | 1697      |
| 总流动资产    | 15995     | 17493     | 18436     | 20144     | 22470     |
| 固定资产     | 13435     | 15476     | 16528     | 17276     | 17648     |
| 投资性资产    | 394       | 407       | 426       | 443       | 459       |
| 其他固定资产   | 3450      | 4171      | 4329      | 4224      | 4223      |
| 总资产      | 33274     | 37547     | 39719     | 42087     | 44799     |
| 应付账款     | 5765      | 7004      | 7835      | 8458      | 9144      |
| 短期银行贷款   | 7192      | 5851      | 5559      | 5225      | 4807      |
| 其他短期负债   | 356       | 1262      | 1174      | 1105      | 1047      |
| 总短期负债    | 13314     | 14117     | 14568     | 14789     | 14998     |
| 长期银行贷款   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 其他负债     | 182       | 223       | 245       | 240       | 192       |
| 总负债      | 13495     | 14340     | 14813     | 15029     | 15190     |
| 少数股东权益   | 780       | 821       | 869       | 928       | 1004      |
| 股东权益     | 18998     | 22386     | 24037     | 26130     | 28605     |
| 每股账面值(元) | 16.5      | 19.4      | 20.9      | 22.7      | 24.9      |
| 营运资金     | 2681      | 3376      | 3868      | 5355      | 7472      |

数据来源: 公司资料, 安信国际预测

## 财务分析

|             | 22年<br>实际 | 23年<br>实际 | 24年<br>预测 | 25年<br>预测 | 26年<br>预测 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>盈利能力</b> |           |           |           |           |           |
| 毛利率         | 27.6%     | 27.4%     | 28.0%     | 28.4%     | 29.3%     |
| EBITDA 利率   | 18.1%     | 20.4%     | 20.1%     | 19.6%     | 19.4%     |
| 净利率         | 8.8%      | 9.4%      | 9.5%      | 10.0%     | 10.7%     |
| ROE         | 7.9%      | 9.3%      | 10.1%     | 11.6%     | 13.5%     |
| <b>营运表现</b> |           |           |           |           |           |
| SG&A/收入(%)  | 19%       | 18%       | 18%       | 18%       | 18%       |
| 实际税率(%)     | 14%       | 15%       | 16%       | 16%       | 16%       |
| 股息支付率(%)    | 41%       | 32%       | 30%       | 30%       | 30%       |
| 库存周转天数      | 106       | 98        | 92        | 91        | 92        |
| 应付账款天数      | 168       | 172       | 161       | 148       | 136       |
| 应收账款天数      | 138       | 118       | 103       | 98        | 96        |
| <b>财务状况</b> |           |           |           |           |           |
| 资本负债率       | 0.7       | 0.6       | 0.6       | 0.6       | 0.5       |
| 收入/总资产      | 0.6       | 0.6       | 0.6       | 0.7       | 0.8       |
| 总资产/股本      | 1.8       | 1.7       | 1.7       | 1.6       | 1.6       |
| 盈利对利息倍数     | 8         | 6         | 6         | 8         | 11        |

## 现金流量表

人民币百万元, 财务

|                | 22年<br>实际 | 23年<br>实际 | 24年<br>预测 | 25年<br>预测 | 26年<br>预测 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>EBITDA</b>  | 3135      | 4185      | 4948      | 5696      | 6707      |
| 融资成本           | 263       | 515       | 541       | 488       | 445       |
| 营运资金变化         | (1026)    | 77        | (12)      | (942)     | (1582)    |
| 所得税            | (249)     | (351)     | (454)     | (564)     | (721)     |
| 其他营运活动         | (258)     | 29        | 43        | 97        | 228       |
| <b>营运现金流</b>   | 1855      | 3366      | 3899      | 3605      | 3732      |
| 资本开支           | (3340)    | (3218)    | (2600)    | (2400)    | (2100)    |
| 其他投资活动         | 303       | (282)     | 752       | 570       | 522       |
| <b>投资活动现金流</b> | (3037)    | (3500)    | (1848)    | (1830)    | (1578)    |
| 负债变化           | 644       | 1202      | 188       | (400)     | (739)     |
| 股本变化           | 8         | 3         | 0         | 0         | 0         |
| 股息             | (603)     | (609)     | (609)     | (701)     | (871)     |
| 其他融资活动         | (174)     | (545)     | (581)     | (486)     | (441)     |
| <b>融资活动现金流</b> | (125)     | 52        | (1002)    | (1587)    | (2052)    |
| <b>现金变化</b>    | (1306)    | (83)      | 1049      | 189       | 102       |
| 期初持有现金         | 5492      | 4221      | 4165      | 5214      | 5404      |
| 汇率变动           | 35        | 27        | 0         | 0         | 0         |
| 期末持有现金         | 4221      | 4165      | 5214      | 5404      | 5506      |

数据来源: 公司资料, 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010