

耐世特 (01316.HK)

亚太业务高成长，期待线控转向放量

上半年耐世特业绩不及预期。2024H1，公司收入大约 21 亿美元，同比持平，经外币换算（影响 0.2 亿美元）和商品补偿（同比减少 0.03 亿美元）调整后，收入增长 1%，跑赢市场 1.2pct。分产品看，EPS/CIS/HPS/DL 等业务收入分别为 14/2.2/0.9/3.8 亿美元，同比-3%/+18%/+5%/-1%。2024H1 毛利率为 10%，同比提升 1pct，毛利增长主要系原材料成本减少。EBITDA 同比增长 6%至 1.97 亿美元，EBITDA 利润率同比提升 0.5pct 至 9.4%，主要受以下因素影响：1) 材料、制造和固定支出的降低推动利润率提升，2) 巴西洪灾对盈利造成了 300 万美元的不利影响，3) 波兰和墨西哥汇率走强、人民币兑美元汇率走弱，对盈利造成了 1000 万美元的不利影响。由于 1) 2023H1 时公司确认了巴西一次性所得税收益 1100 万美元，公司今年上半年所得税同比增加 933 万美元，2) 与特定客户项目取消有关的无形资产减值带来 1400 万美元损失，耐世特上半年归母净利润录得 1570 万美元，同比减少 54%，归母净利润率录得 0.7%。

展望今年，公司预计 1) 全年仍有望实现 60 亿美金的新增订单，2) 全年收入同比增速有望跑赢市场 3pct，3) 下半年有望继续上半年 EBITDA 利润率同比改善的势头，全年仍有望实现双位数的 EBITDA 利润率。

北美市场承压；亚太市场亮眼，项目发布与订单数据强劲。上半年北美车企缩减电动车计划，整体电动汽车销量低于耐世特预期，因此公司北美业务上半年受到一定挑战。但亚太市场增长迅猛。1) 新项目投产方面，2024H1 大约有 38 个项目投产，其中有 23 个来自于亚太区。这推动了亚太地区收入同比大幅增长 27.5%至 5.95 亿美元。2) 订单方面，耐世特 2024H1 取得 21 亿美元的订单（其中绝大部分来自于 Q2）。在这 21 亿订单中，中国整车制造商订单占比高达 43%，订单规模几乎是 2023 年同期的 3 倍。此外，耐世特在亚太区产品品类进一步扩充，首次获得 DPEPS 订单。3) 产能方面，公司在常熟工厂的建设较为顺利，预计 2025 年初开业并全面投入运营，以扩大产能、提高亚太技术中心的测试和验证能力。我们看好中国新能源汽车市场的快速成长，认为耐世特有望维持亚太业务的高增速。

智能驾驶加速，线控转向望受益。公司于 2022 年首次获得欧洲客户 20 亿美元的线控订单；2023H1 进一步获得了来自一家全球领先整车 OEM 的第二个线控转向订单，包括手控执行器、轮控执行器及软件集成系统，彰显了公司的技术实力。公司预计在 2026 年将与中国 OEM 厂商合作推出首款线控转向技术车型。我们认为，未来随着 L3 及以上自动驾驶渗透率逐步提升，线控技术领先的耐世特有望成为核心受益的标的之一。

投资建议：我们认为公司收入端长期有望乘电动化及智能化大势，保持稳健增长，并有望成为线性转向系统量产第一梯队。考虑到上半年业绩不及预期、北美市场仍存挑战，我们适当调整了盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 44/47/49 亿美元，经调整 EBITDA 为 4.4/5.0/5.8 亿美元，归母净利润为 0.8/1.4/1.9 亿美元，同比+125%/+65%/+36%。我们给予公司目标价 3.34 港元，对应 2024 年 13 倍 P/E，维持“买入”评级。

风险提示：盈利性恢复慢于预期、新能源车渗透率提升不及预期、高阶智能驾驶落地速度慢于预期、汇率风险、通胀影响超出预期风险、美国新能源汽车政策风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	3,840	4,207	4,388	4,654	4,925
增长率 YoY (%)	14	10	4	6	6
归母净利润（百万美元）	58	37	83	137	185
增长率 YoY (%)	-51	-37	125	65	36
归母净利润率 (%)	1.5	0.9	1.9	2.9	3.8
P/E (倍)	14.2	22.4	9.9	6.0	4.4
P/B (倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

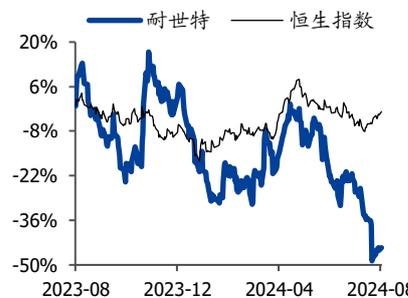
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 8 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
08 月 26 日收盘价（港元）	2.56
总市值（百万港元）	6,425.15
总股本（百万股）	2,509.82
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	7.77

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《耐世特 (01316.HK)：中国订单强劲，新建常熟工厂加码中国》 2024-04-23
- 《耐世特 (01316.HK)：获全球电车龙头 EPS 订单，明年增长有望跑赢大盘》 2023-11-25
- 《耐世特 (01316.HK)：亚太市场快速拓展，业绩有望改善》 2023-08-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1492	1548	1603	2056	2178
现金及现金等价物	246	312	524	755	1039
短期投资净额	0	0	0	0	0
应收账款	803	803	660	840	692
存货	294	299	285	328	313
其他流动资产	149	134	134	134	134
非流动资产	1843	1857	1878	1896	1913
固定资产	971	1000	1026	1047	1066
经营租赁使用权资产非流动	62	51	51	51	51
无形资产	725	733	728	725	722
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	85	73	73	73	73
资产总计	3335	3405	3481	3953	4090
流动负债	1026	1089	1070	1396	1339
短期借款	0	14	118	185	271
应付账款	815	833	767	957	871
经营租赁负债流动部分	4	3	3	3	3
其他流动负债	207	239	182	251	195
非流动负债	332	305	305	305	305
长期借款	50	35	35	35	35
其他非流动负债	282	270	270	270	270
负债合计	1358	1394	1375	1701	1644
资本公积	-24	-19	-19	-19	-19
未分配利润	1926	1950	2033	2170	2355
累计其他综合损益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1934	1964	2047	2183	2369
少数股东权益	43	47	59	68	78
权益总额	1977	2011	2106	2252	2447
负债及权益总额	3335	3405	3481	3953	4090

现金流量表 (百万美元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	294	404	420	476	510
净利润	92	64	95	146	195
折旧及摊销	134	138	147	150	153
公允价值变动损益	-0	0	0	0	0
营运资金变动	-7	92	35	36	19
其他经营现金流	76	110	144	144	143
投资活动现金流	-263	-299	-312	-312	-312
购买固定资产	-120	-172	-172	-172	-172
购买无形资产	-146	-140	-140	-140	-140
其他投资现金流	3	13	0	0	0
筹资活动现金流	-85	-38	104	67	86
短期借款	178	30	104	67	86
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-263	-68	0	0	0
现金净增加额	-81	66	212	231	284

利润表 (百万美元)

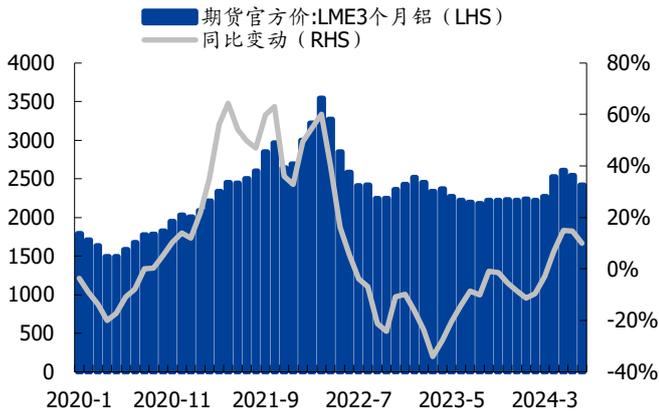
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3840	4207	4388	4654	4925
营业成本	3473	3838	3893	4084	4272
毛利润	367	369	495	570	652
工程和产品开发成本	145	151	182	187	193
销售及管理费用	151	155	171	177	182
其他经营净收益	15	-2	3	3	3
经营利润	86	61	144	209	280
财务费用	-4	-5	3	3	3
财务收入	9	5	6	6	6
应占共同控制实体损益	1	3	3	3	3
利润总额	92	64	143	208	279
所得税	26	19	48	63	84
净利润	66	45	95	146	195
少数股东损益	8	8	12	9	10
归属普通股股东净利润	58	37	83	137	185
经调整 EBITDA	365	347	437	503	582

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	14	10	4	6	6
营业利润(%)	-25	-29	135	45	34
归属于母公司净利润(%)	-51	-37	125	65	36
获利能力					
毛利率(%)	9.6	8.8	11.3	12.3	13.2
净利率(%)	1.5	0.9	1.9	2.9	3.8
ROE(%)	3.0	1.9	4.0	6.3	7.8
ROIC(%)	6.5	4.9	3.5	8.4	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	40.9	39.5	43.0	40.2
净负债比率(%)	-12.7	-15.2	-19.8	-26.1	-32.4
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.2	0.3	0.5	0.5	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	5.4	5.2	6.0	6.2	6.4
应付账款周转率	4.7	4.7	4.9	4.7	4.7
每股指标 (美元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.01	0.03	0.05	0.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股净资产(最新摊薄)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
估值比率					
P/E	14.2	22.4	9.9	6.0	4.4
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

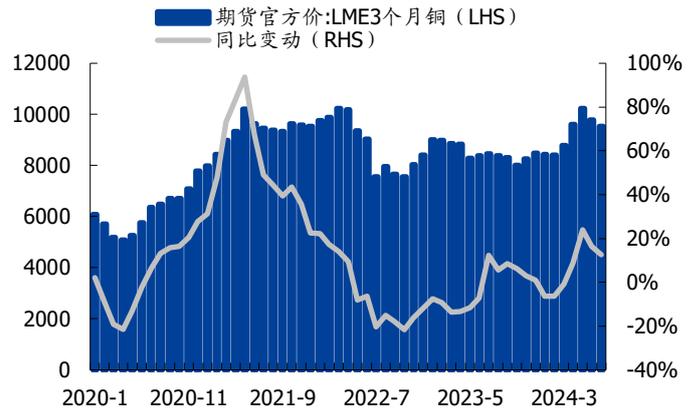
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年8月26日收盘价

图表 1: LME3 个月期货铝价跟踪 (美元/吨)



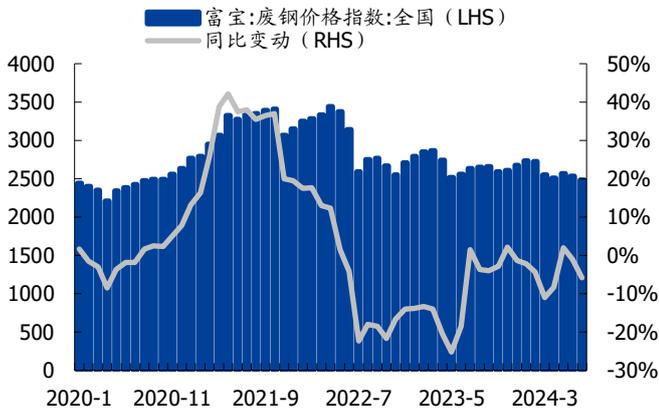
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: LME3 个月期货铜价跟踪 (美元/吨)



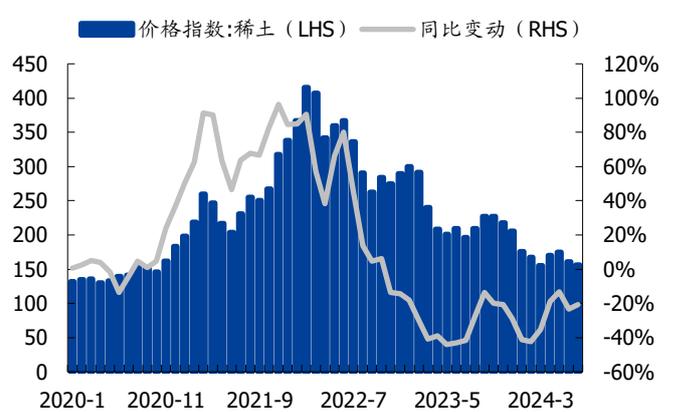
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 富宝国内废钢价格指数跟踪 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 稀土价格指数跟踪



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 5: 耐世特核心业绩预测

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万美元)		3,359	3,840	4,207	4,388	4,654	4,925
	YoY	11%	14%	10%	4%	6%	6%
1.转向产品收入		2780	3154	3408	3573	3798	4000
	YoY	10%	13%	8%	5%	6%	5%
1.1 EPS 产品收入			2618	2861	2995	3184	3349
亚太市场总收入			682	843	943	1033	1108
	YoY		30%	24%	12%	10%	7%
北美市场总收入			1404	1411	1434	1491	1534
	YoY		10%	1%	2%	4%	3%
欧洲市场总收入			526	599	611	654	699
	YoY		2%	14%	2%	7%	7%
1.2 CIS 产品收入		318	370	379	398	418	439
	YoY	-7%	16%	3%	5%	5%	5%
1.3 HPS 产品收入		137	166	168	180	196	213
	YoY	14%	21%	1%	7%	9%	9%
2.DL 产品收入		578	686	799	815	856	924
	YoY	13%	19%	16%	2%	5%	8%
毛利率		11%	10%	9%	11%	12%	13%
转向产品			11%	10%	13%	14%	15%
动力传动产品			4%	5%	6%	6%	7%
开发费用率		-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
销售费用率		-1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
管理费用率		-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
营业利润 (百万美元)		115	86	61	144	209	280
营业利润率		3%	2%	1%	3%	5%	6%
归母净利润 (百万美元)		118	58	37	83	137	185
	YoY	1%	-51%	-37%	125%	65%	36%
归母净利润率		4%	2%	1%	2%	3%	4%
EPS (美元)		0.05	0.02	0.01	0.03	0.05	0.07
调整后 EBITDA (百万美元)		361	365	347	437	503	582
调整后 EBITDA 利润率		11%	10%	8%	10%	11%	12%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所预测

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com