

【广发汽车 & 海外】敏实集团 (00425.HK)

三重逻辑驱动下的深蹲起跳

核心观点:

- **长期逻辑:** 全球产能联动迎接电动化、属地化趋势，以电池盒业务为主的增量业务加速放量。需求端，欧洲电动化趋势不改，属地化建厂是大势所趋；供给端，公司战略布局全球产能，以电池盒为代表的业务有望凭借生产路线相对优势及成本低、工艺全、产能足、客系丰富等优势快速放量。
- **中期逻辑:** 传统外饰件业务在智能化、集成化趋势下进一步发展带动内生增长。随着汽车智能化、电动化的趋势，汽车外饰件单车价值量有所提升，推动外饰件市场规模持续提升，公司外饰件业务有望凭借成熟工艺、专利门槛、垂直产业链等优势稳定增长。
- **短期跟踪:** ①营收端：外饰件业务受下游客户影响有所承压，电池盒业务下游客户新能源市占率提升带动公司业绩增长；②成本端：毛利率短期受益于海外产能爬坡，长期受益于折旧摊销增速降低；③费用端：费用率短期受海运费上涨而承压，长期看有进一步压缩的空间。
- **盈利预测与投资建议:** 经历过去几年的行业巨大变迁以及公司自身的相应调整，展望未来，在内生增长、增量部件产能释放以及全球属地化趋势三重驱动下，有望迎来新一轮向上周期。而短期来看，公司经营状况持续向好将推动公司估值回归合理水平。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.99/2.52/3.42 元/股，给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应合理价值为 26.43 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提升:** 行业景气度下降、海外工厂产能爬坡进度不及预期、原材料价格上升，海运费上涨。

注：如不作特别说明，货币单位均为人民币。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	17306	20524	23871	28895	36449
增长率（%）	24.3	18.6	16.3	21.0	26.1
EBITDA（百万元）	2,877	3,869	4,686	5,287	6,220
归母净利润（百万元）	1,501	1,903	2,308	2,924	3,971
增长率（%）	0.3	26.8	21.3	26.7	35.8
EPS（元/股）	1.30	1.65	1.99	2.52	3.42
市盈率（x）	14.63	8.61	7.06	5.57	4.10
ROE（%）	8.9	10.4	11.2	12.4	14.4
EV/EBITDA（x）	9.09	5.70	4.27	3.45	2.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 注：港元/人民币汇率=1.11

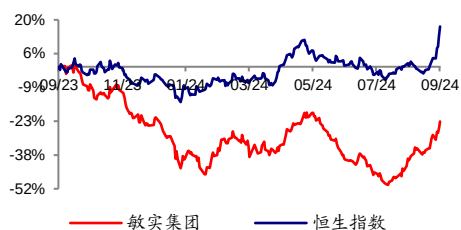
公司评级

当前价格	15.54 港元
合理价值	26.43 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-10-08

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1162/1162
总市值/流通市值（亿港元）	179/179
一年内最高/最低（港元）	20.25/9.98
30 日日均成交量/成交额（百万）	5.0/67.4
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	26.85/24.60

相对市场表现



分析师:

张力月



SAC 执证号: S0260524040004



021-38003727



zhangli Yue@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意，张力月、闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、全球汽车外饰件和电池盒行业龙头，持续提升内核竞争力，积极应对行业变革	5
二、长期逻辑：全球产能联动迎接电动化、属地化趋势，以电池盒业务为主的增量业务加速放量	11
（一）电动化：欧洲电动化趋势不改，公司以电池盒业务为主的增量业务凭借相对优势快速放量	11
（二）属地化：敏实全球产能联动迎接属地化新趋势，副车架、密封系统等新产品取得市场突破	24
三、中期逻辑：传统外饰件业务在智能化、集成化趋势下进一步发展带动内生增长	28
（一）外饰件市场空间：智能化、集成化为汽车外饰件市场注入新动力	28
（二）敏实外饰件行业相对优势：成本低、产品全、专利构建护城河	29
四、短期跟踪指标：从营收端、成本端、费用端紧密跟踪公司短期变化	31
（一）营收端：外饰件业务受下游客户影响有所承压，电池盒业务下游客户新能源市占率提升带动公司业绩增长	31
（二）成本端：毛利率短期受益于海外产能爬坡，长期受益于折旧摊销增速降低	33
（三）费用端：费用端短期受海运费上涨而承压，长期看有进一步压缩的空间	35
五、盈利预测和投资建议	36
六、风险提示	39

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股价复盘	6
图 3: 公司增长逻辑总结	7
图 4: 敏实金属及饰条产品	9
图 5: 敏实塑件产品	9
图 6: 敏实铝件产品	9
图 7: 敏实电池盒及底盘车身与底盘结构件产品	9
图 8: 敏实集团主营业务收入产品结构 (亿元)	9
图 9: 敏实集团主营业务收入产品结构 (%)	9
图 10: 敏实集团分地区营收 (%)	10
图 11: 敏实集团分车系营收 (%)	10
图 12: 公司营收情况 (亿元/%)	10
图 13: 公司分产品毛利率 (%)	10
图 14: 欧洲新能源乘用车销量 (万辆) 及渗透率 (%)	11
图 15: 欧洲地区纯电动车对比燃油车使用成本 (元)	13
图 16: 欧盟乘用车二氧化碳目标值	13
图 17: 三种电池盒生产路线主要制造步骤	14
图 18: 电池盒下壳体制造成本与成本比较	15
图 19: 电池盒下壳体制造费用占比情况	15
图 20: 动力电池成组技术演变趋势	16
图 21: CTC 与 CTB 的区别	16
图 22: 电池盒技术发展趋势	18
图 23: 全球乘用车电池盒市场规模及增速	18
图 24: 中国乘用车电池盒市场规模及增速	18
图 25: 国内电池盒业务营收对比 (亿元)	23
图 26: 国内电池盒业务毛利率对比 (%)	23
图 27: 高性能铝型材业务毛利率 (%)	23
图 28: 公司电池盒客户结构和生产方案	24
图 29: 属地化建厂成本优势	24
图 30: 属地化建厂满足主机厂需求	24
图 31: 2004-2023 年欧洲轻型车派系占比	25
图 32: 欧洲车企新能源整车平台演变节点	26
图 33: 敏实出海历程	26
图 34: 敏实全球产能布局	27
图 35: 海外营收及同比增速	28
图 36: 年化新业务承接金额及同比增速	28
图 37: 新业务承接按区域划分	28
图 38: 外饰件市场规模及敏实市占率	29
图 39: 外饰件分业务营收 (亿元) 及增速 (%)	30

图 40: 国内竞争对手汽车外饰件业务营收 (亿元)	30
图 41: 国内竞争对手汽车外饰件业务毛利率 (%)	30
图 42: 国内竞争对手铝件业务营收 (亿元)	31
图 43: 国内竞争对手铝件业务毛利率 (%)	31
图 44: 电池盒-中国市场对比分析	31
图 45: 电池盒-北美市场对比分析	31
图 46: 电池盒-欧洲市场对比分析	32
图 47: 外饰件-欧洲市场对比分析	32
图 48: 外饰件-北美市场对比分析	32
图 49: 外饰件-中国市场对比分析	33
图 50: 成本构成与沪铝指数	34
图 51: 公司资本性支出情况 (亿元/%)	34
图 52: 公司折旧与摊销情况 (亿元/%)	34
图 53: 公司期间费用情况 (%)	35
图 54: 公司自由现金流 (亿元)	35
图 55: 销售费用率对比 (%)	35
图 56: 管理费用率对比 (%)	35
图 57: 研发费用率对比 (%)	36
图 58: 利息支出占营收比例对比 (%)	36
图 59: 销售费用构成及海运费走势	36

表 1: 敏实集团汽车零部件业务产品结构概况	8
表 2: 欧洲新能源乘用车政策	12
表 3: 国内外车型电池盒制造方案	14
表 4: 主流生产路线成本比较 (仅做定性参考)	16
表 5: CTM、CTP、CTC/CTB 技术对比	17
表 6: 电池盒市场规模测算	18
表 7: 国内竞争对手电池盒销量及产能情况 (万件)	20
表 8: 海外竞争对手情况梳理	22
表 9: 中国车企和电池厂商在欧洲的产能规模 (部分)	25
表 10: 汽车外饰件市场规模 (亿元) 测算	29
表 11: 公司主要业务拆分表 (百万元)	37
表 12: 可比公司 PE 估值情况 (截止 24 年 10 月 04 日)	38

一、全球汽车外饰件和电池盒行业龙头，持续提升内核竞争力，积极应对行业变革

全球汽车外饰件及电池盒龙头企业，引领全球属地化新趋势。敏实是从事研发、生产、销售汽车外饰件、车身结构件、电池盒等产品的全球百强汽车零部件供应商，目前在全球有70多家工厂。公司1992年成立，2005年在港股上市，按发展阶段可分为：

（1）2003-2009年业务探索及开拓期：当期的主要业务为金属外饰件&结构件、塑件外饰。与日系、美系客户的深度合作，推动公司业绩增长。

（2）2009-2015年全球布局、轻量化转型期：当期的业务增加了铝外饰件和铝结构件，公司自研铝材配方，开发了行李架、铝饰条等产品，加深了与欧系客户的合作，进一步提高公司业绩。

（3）2015-2019年电动化、智能、系统化转型期：建立了四大产品线，开发了铝电池盒产品、智能外饰件等产品，迎接新能源电动化浪潮。

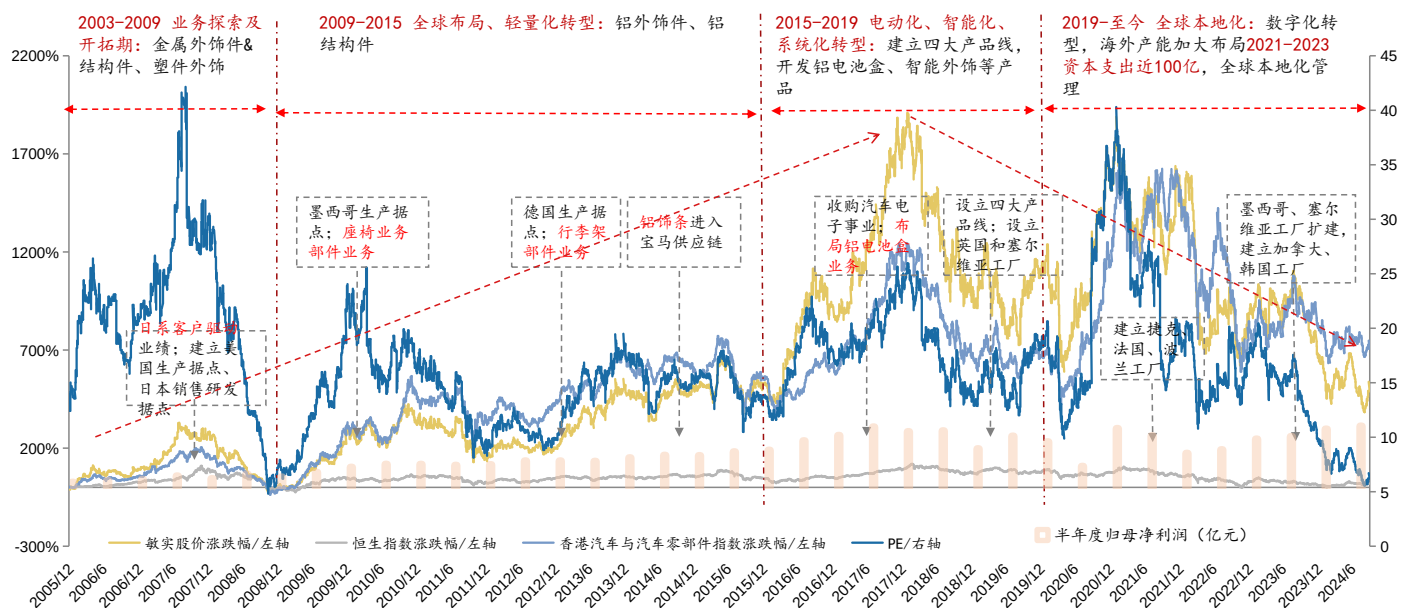
（4）2019-至今全球本地化转型期：加大海外产能布局，进行全球本地化管理，并开始数字化转型，打造“未来工厂”标杆，引领全球属地化趋势。

图1：公司发展历程



数据来源：艾邦 360、广发证券发展研究中心

图2：公司股价复盘



数据来源：Wind、公司官网、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

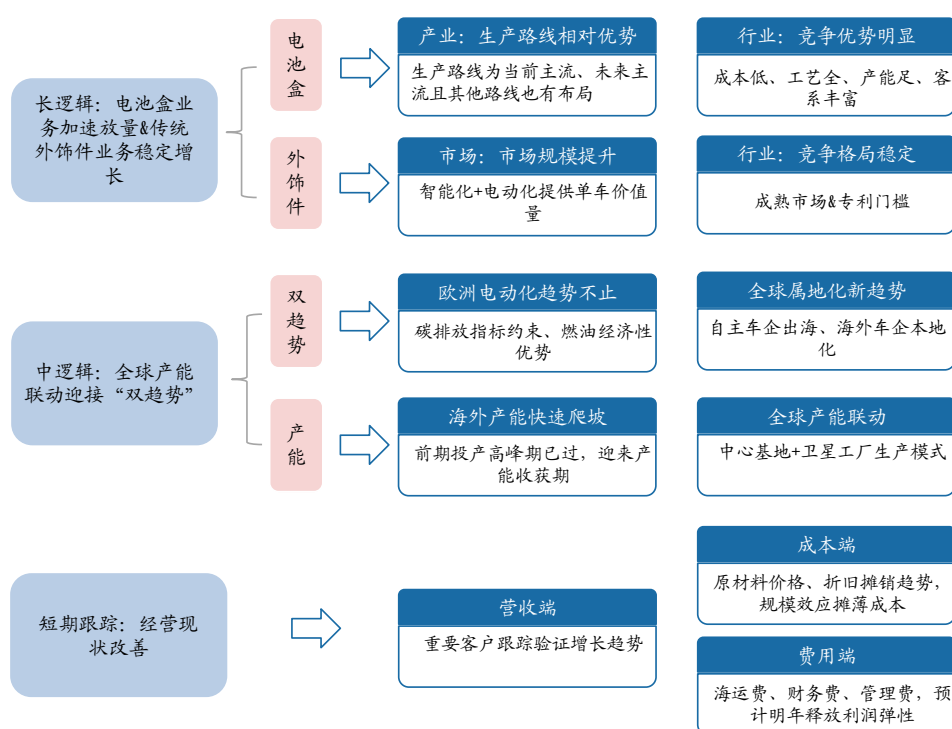
按股价的波动周期，可分为：

（1）2005-2018年公司股价整体处上行周期，跑赢香港汽车与汽车零部件指数：①系行业景气度旺盛，下游汽车行业整体保持持续的增长，根据Marklines，2005年国内轻型车销量为505万辆，2018年上升到2627万辆，CAGR为13.5%；②系公司重视研发，从金属外饰件到塑件、铝件、电池盒、智能外饰件等，持续开发新产品；③系公司积极拓展客户，加深与日系、美系、欧系、自主车系的合作。

（2）2018-至今公司股价整体处下行周期，跑输香港汽车与汽车零部件指数：①行业景气度下降：根据Marklines，全球轻型车销量从2018年的8708万辆逐年下降，直至2022年的7421万辆。尽管2023年在新能源汽车的强劲推动下，销量回升至8293万辆，但整体行业增长势头有所放缓；②市场竞争加剧：公司原有的合资品牌客户在国内市场的份额受到自主品牌的挑战，导致业绩增长面临较大不确定性；③海外产能布局挑战：近年来，公司在海外市场加大了产能布局，然而，由于欧洲电动化进程出现放缓迹象，使得海外新增产能的效益和价值受到市场质疑。

我们认为，长期来看，公司全球产能提前布局将受益于海外电动化和属地化生产趋势，电池盒业务有望凭借生产路线的相对优势以及成本低、工艺全、产能足、客系丰富等同业比较优势加速放量；中期来看，外饰件业务凭借产品的竞争力和市场规模的提升，保持稳定增长；短期来看，公司经营现状有望改善。预计公司业绩与估值将在内生增长、增量部件产能释放以及全球属地化趋势三重驱动下，开启新一轮上行周期。

图3：公司增长逻辑总结



数据来源：广发证券发展研究中心

公司业务结构可以分为两大业务线、四大产品线、三大新看点。

公司目前有汽车零部件和工装模具两大业务线，汽车零部件为主营业务。汽车零部件业务的主要产品线包括金属及饰条、塑件、铝件、电池盒，2023年营收分别为54.6/56.3/43.3/35.4亿元，占总营收的25.6%/26.4%/20.3%/16.6%。各产品线细分产品种类丰富，涉及多种加工工艺，下游客户涵盖美系、欧系、日系、韩系、中系等。

公司重点研发的新产品主要包括车身与底盘结构件、智能外饰件、新能源相关产品，目前已获得多个订单或项目定点。工装模具业务包括汽车外饰件、结构件在开发、加工、生产过程中的各类模具与夹具，2023年其他产品（包含工装模具业务）一项营收为23.9亿元，占总营收的11.2%。

表1: 敏实集团汽车零部件业务产品结构概况

	业务类别	产品细分	产品工艺	2023 营收 (亿元)	总营收占比	配套客户
主要产品线	金属及饰条	括门框总成、外水切、门框饰条、顶盖装饰条总成等	TPV 制造、滚压成型、挤出成型、弯曲弧度成型、冲压成型、点胶、焊接等	54.6	25.6%	丰田、大众、现代、斯特兰蒂斯等
	塑件	格栅总成、扰流板总成、功能性格栅、毫米波雷达罩等	注塑、涂装、电镀、组立等	56.3	26.4%	宝马、本田、日产、大众、零跑等
	铝件	装饰铝件（行李架、后三角窗、水切亮条等）、结构铝件（铝门框等）	熔炼、铸造、挤压、机加工、表面处理等	43.3	20.3%	大众、宝马、日产、奔驰等
	电池盒	铝动力电池盒、车身与底盘结构件	铝挤出、时效处理、机加工、焊接、冷联接、表面处理、气密检测等	35.4	16.6%	大众、宝马、雷诺、戴姆勒、小鹏等
新看点	车身与底盘结构件	副车架、防撞梁、前后碰撞管理系统等	挤压、焊接等，与电池盒工艺相通	-	-	沃尔沃、大众、奔驰、宝马、本田等
	智能外饰件	智能前脸、智能侧门、智能尾门	注塑、镭雕、PVD 蒸发镀、焊接、系统集成等	-	-	吉利、通用、蔚来、小鹏等
	新能源相关产品	电芯结构件、储氢罐及托盘系统等	铝挤出、机加工、表面处理、焊接等	-	-	-

数据来源：公司财报、公司招股说明书、Marklines、广发证券发展研究中心

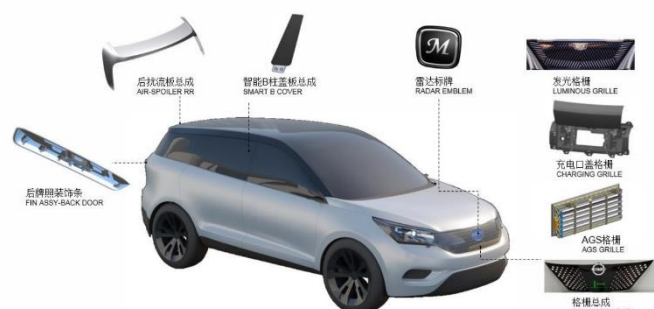
注：此处计算营收占比时，未扣除不同业务的收支抵消

图4：敏实金属及饰条产品



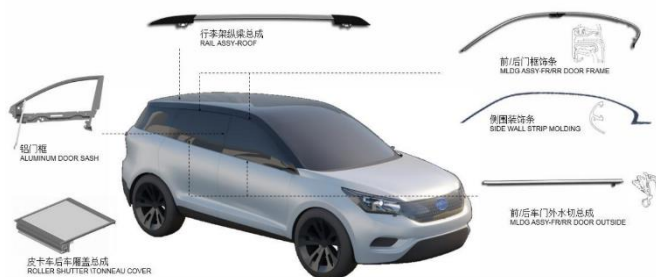
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图5：敏实塑料件产品



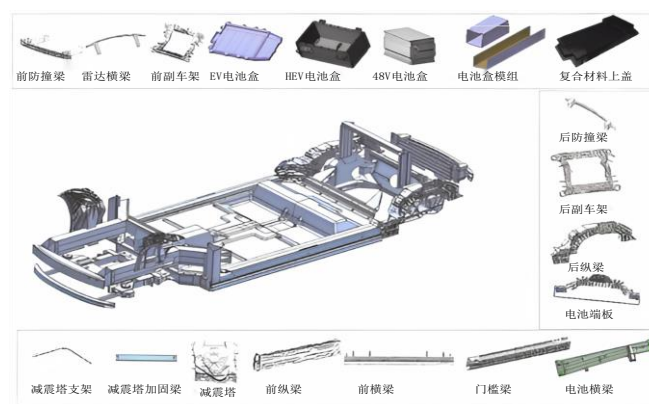
数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

图6：敏实铝件产品



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

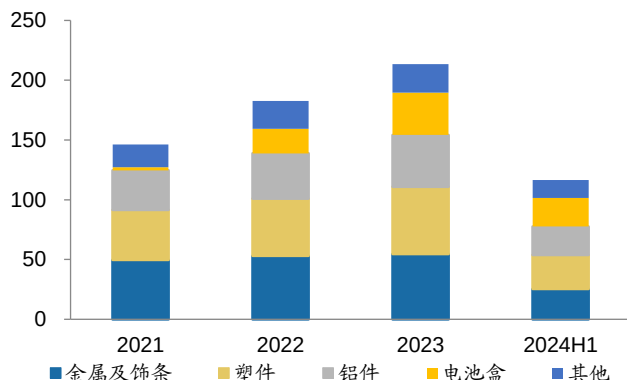
图7：敏实电池盒及底盘车身与底盘结构件产品



数据来源：盖世汽车、广发证券发展研究中心

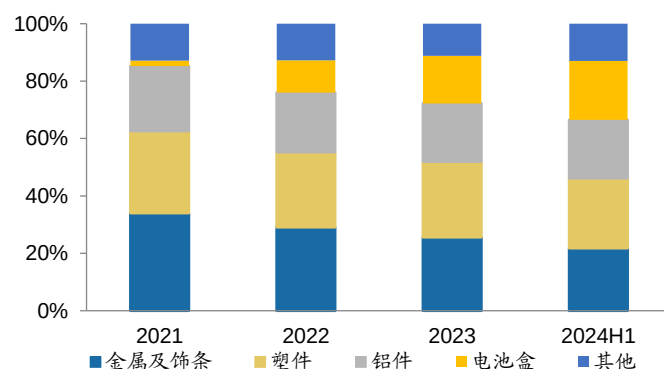
外饰件业务（金属及饰条、塑料件、铝件）基本盘稳健，电池盒业务快速放量。外饰件业务2021~2024H1年营收分别为124.6/138.9/154.2/77.6亿元，同比增速分别为8.5%/11.4%/11.0%/9.6%，保持稳定增长，营收占比分别为85.2%/76.0%/72.2%/66.5%，呈下降趋势。公司自2019年开始量产电池盒，受益于下游客户需求旺盛和产能爬坡，电池盒业务营收增长迅速，2021~2024H1年营收分别为2.7/20.4/35.4/23.9亿元，同比增速分别为181.6%/658.3%/73.0%/32.7%，营收占比分别为1.8%/11.2%/16.6%/20.5%。

图8：敏实集团主营业务收入产品结构（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

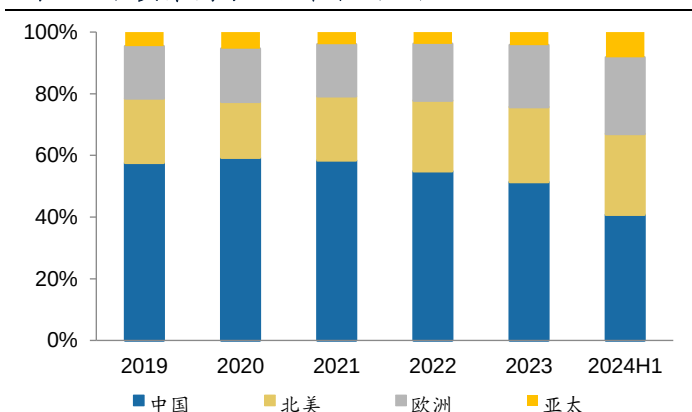
图9：敏实集团主营业务收入产品结构（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

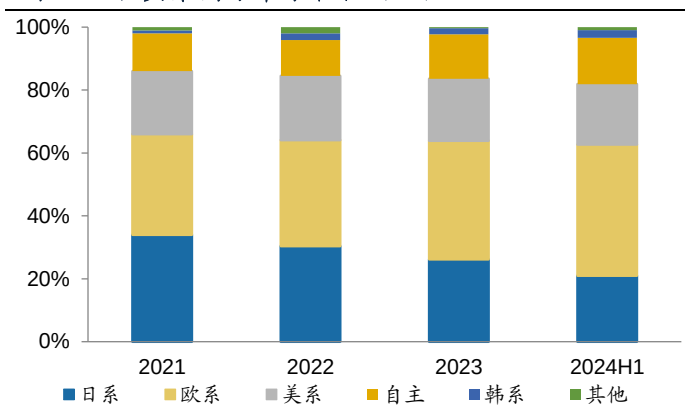
海外市场营收占比近60.0%，欧系为公司主要客户。从地区来看，2019~2021年，公司海外地区营收稳定在40.0%左右，2022年开始，随着公司新建海外工厂的陆续投产，海外地区营收占比开始上升，2023年占比为48.6%，2024H1提高到59.2%。从客户车系来看，2021~2024H1年，日系客户占比从约34%下降到21.0%，欧系客户占比从约32%上升到41.7%，美系客户占比维持在20.0%左右，自主车系客户占比从约12%上升到14.7%。

图10：敏实集团分地区营收（%）



数据来源：公司财报、公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

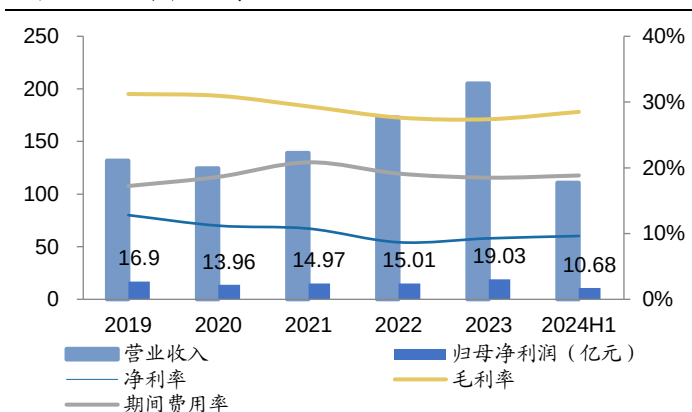
图 11：敏实集团分车系营收（%）



数据来源：公司财报、公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

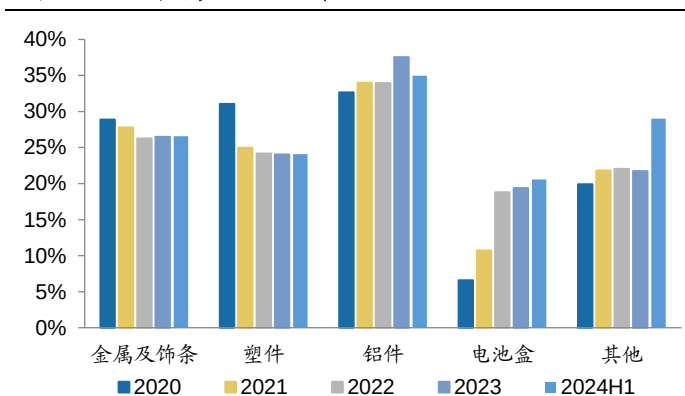
公司营收21年以来保持增长趋势。2020年因疫情，公司营收有所下滑，但随后保持了强劲增长，2020至2023年间的CAGR达18.1%，2024H1同比增长13.8%。公司毛利率由2019年的31.2%下降至2023年的27.4%，主要原因为毛利率较低的电池盒业务营收份额上升，随着公司电池盒产能爬坡的规模效应以及传统产品供应链的整合降本，2024H1公司毛利率提高至28.5%。

图12：公司营收情况（亿元/%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 13：公司分产品毛利率（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、长期逻辑：全球产能联动迎接电动化、属地化趋势，以电池盒业务为主的增量业务加速放量

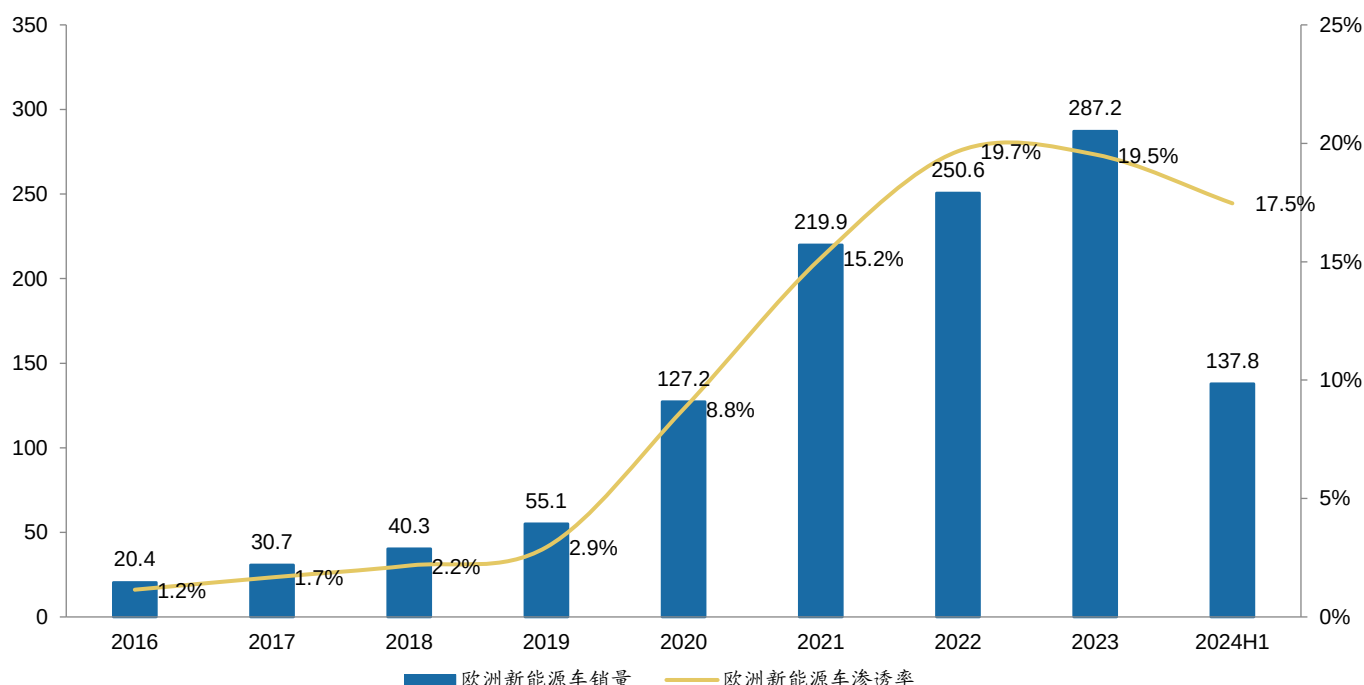
（一）电动化：欧洲电动化趋势不改，公司以电池盒业务为主的增量业务凭借相对优势快速放量

1.需求端：碳排放指标约束和燃油经济性优势推动下，欧洲电动化趋势不改

欧洲新能源车渗透率下滑，系补贴政策陆续退坡。2020年，德国、法国、荷兰和意大利等国家密集推出针对新能源车的税收优惠和补贴政策，推动新能源车销量达到127万辆，同比增长131.1%，渗透率达8.8%。但2022年以来，欧洲多国收紧针对新能源车的补贴政策，英国、德国分别于2022年6月及2023年12月取消电动车补贴，法国政策调整为达到额定“碳足迹”的车型提供4000（低收入者7000）欧元现金补贴。据Marklines数据，2024H1欧洲新能源车销量为137.8万辆，同比增长1.8%，渗透率为17.5%，相比2023年渗透率下降2.1pct。

即使欧洲地区的政策补贴逐渐减少，燃油经济性标准和碳排放限制的持续存在和加强，确保了电动化转型的长期趋势不会放缓。强制性的环保要求迫使汽车制造商继续提高电动车型的能效和减少碳足迹，以满足法规要求。同时，随着电动车技术的进步和成本的降低，燃油经济性的价值得以体现，市场对电动汽车的需求有望增长。

图14：欧洲新能源乘用车销量（万辆）及渗透率（%）



数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

注：此处新能源汽车为纯电和插电电动车，不包括增程式

表2: 欧洲新能源乘用车政策

	补贴		强制	
	纯电	混动	禁燃	碳排放政策
德国	23 年 12 月 17 日终止		2035 年	1) 欧洲绿色协议 2) Fit for 55 3) 碳边界调整机制 (CBAM) 3) 欧洲电池法案
法国	4000-7000 欧	无	2035 年	
意大利	3000 欧	2000 欧	2035 年	
西班牙	4500 欧	2500 欧	2035 年	
荷兰	2950 欧	无	2025 年	
英国	22 年 6 月 14 日终止		2030→2035 年	

数据来源: Voltaplus、欧盟中国商会、广发证券发展研究中心

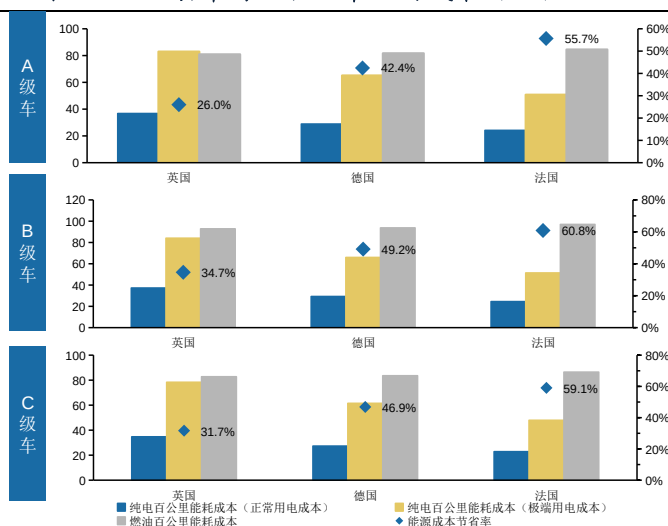
(1) 燃油经济性 (CAFE)

根据Global Petrol Prices披露的2024年7月全球各国汽油价格与居民电价,对各级别电动车及燃油车型进行使用成本对比测算(百公里使用成本=单位能耗×能源价格)。其中,A级车对比车型为大众ID.4 & Golf 2024; B级车对比车型为宝马i4 & 宝马3系; C级车对比车型为奔驰EQE & 奔驰E260。通过我们测算,正常用电情形下,欧洲英国、德国、法国的油电使用成本价差分别在40/50/60元以上(燃油百公里能耗成本减去纯电动车百公里能耗成本),电动车燃油经济性明显。

测算方法及关键假设:

- (a) 纯电动车正常用电成本的假设为80%使用家充、20%使用公共充电桩补能;
- (b) 纯电动车极端用电成本的假设为100%使用公共充电桩补能;
- (c) 百公里能耗成本=百公里电耗×单位电耗成本或百公里油耗×单位油耗成本;
- (d) 纯电动车平均使用成本=(正常用电成本+极端用电成本)/2;
- (e) 能源成本节省率=1-纯电动车平均使用成本/燃油车使用成本。

图15: 欧洲地区纯电动车对比燃油车使用成本 (元)



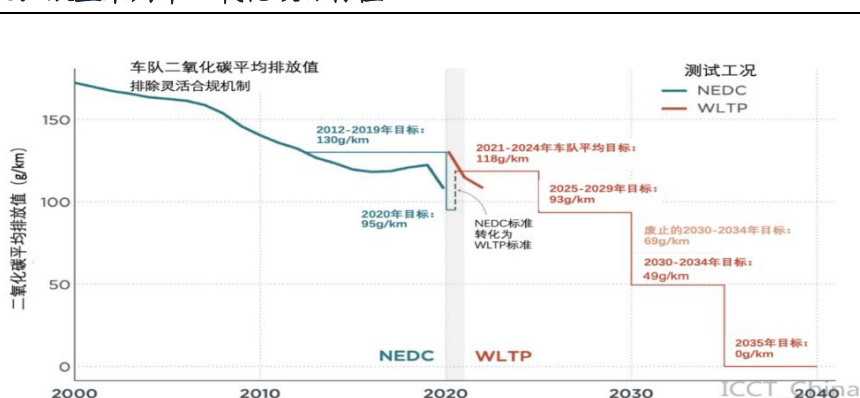
数据来源: 懂车帝、Global Petrol Prices、广发证券发展研究中心

注: 正常用电情形为 (80%家充, 20%公共充电), 极端用电情形为 (100%公共充电)

(2) 碳排放指标 (GHG)

2025年下一阶段碳排放法政策换挡, 2035年全面全面禁售燃油车。欧盟设置2015年车队平均二氧化碳排放值为每公里130克 (g/km) (NEDC工况), 2020年乘用车车队平均二氧化碳排放值达到每公里118克 (g/km) (WLTP工况), 2025年达到每公里93克 (g/km), 2030年达到每公里49克 (g/km), 2035年达到每公里0克 (g/km), 即全面禁售燃油车。2025年欧洲开启新阶段碳排放考核, 有望驱动新能源渗透率回升。

图16: 欧盟乘用车二氧化碳目标值



数据来源: ICCT、广发证券发展研究中心

2.供给端: 公司以电池盒业务为主的增量业务凭借相对优势快速放量

(1) 电池盒行业技术现状: 铝合金挤压+搅拌摩擦成型为电池盒下壳体主流生产路线

电池盒是电池模块的重要承载件, 主要由上盖和下壳体组成, 铝合金挤压+搅拌摩擦成型为下壳体主流制造路线。上盖不承受侧面及底面的冲击, 仅起密封作

用，制造工艺以冲压为主，材料包括钢、铝、SMC复合材料等。下壳体承担着整个电池组的质量以及自身的质量，并且抵挡外部的冲击，保护电池模组及电芯。下壳体材料以铝合金为主，不同企业所用的制造路线不尽相同，目前三种主流生产路线为：铝合金挤压+搅拌摩擦成型、冲压铝板焊接、铝合金压铸成型（小尺寸电池盒）。

由于铝型材具有挤出成型模具成本低、工艺简单、断面设计柔性好和强度高等特点，目前国内纯电动车企业基本采用铝型材搅拌焊接配合少量铝弧焊工艺制造电池包下壳体。

表3：国内外车型电池盒制造方案

电池盒方案	上盖材料及工艺	托盘材料及工艺	搭载车型
混合材料	冲压钢板	铝板+型材焊接	宝马 i3、Model S、Model 3、智己 L7
混合材料	SMC	铝材料	泰 Pro EV、帝豪 EV、传祺 GE3
铝制电池盒	冲压铝板	铝型材焊接	蔚来 ES8、小鹏 G3、大众 MEB 平台车型
铝制电池盒	冲压铝板	压铸铝	Cadillac CT6、Audi Q7 e-tron、大众 Golf GTE PHEV 版
钢制电池盒	冲压钢板	钢板焊接	Nissan Leaf、Volt
碳纤维复材	CFRP	CFRP	蔚来 ES6

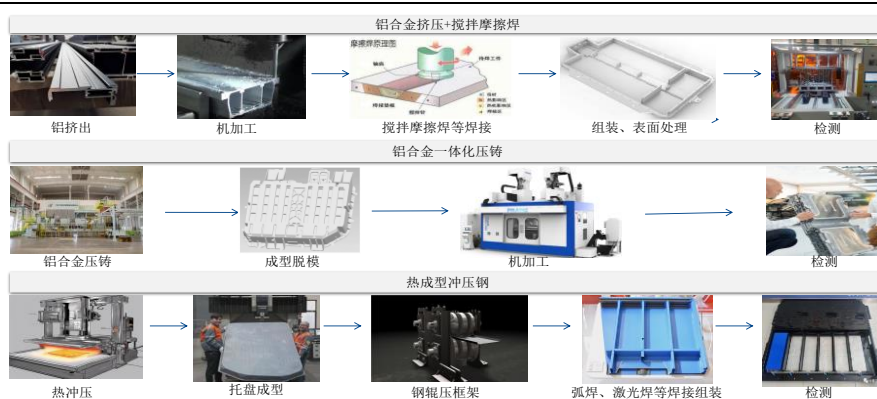
数据来源：《纯电动汽车电池包壳体轻量化材料应用及研究进展》王付才、中国复合材料协会、广发证券发展研究中心

（2）电池盒行业技术发展趋势：铝合金挤压+搅拌摩擦焊/冷连接预计依然是未来电池盒下壳体的主流生产路线

（a）成本角度：热成型冲压钢<铝合金挤压+搅拌摩擦焊<铝合金一体化压铸

我们梳理对比了当前主流的铝合金挤压+搅拌摩擦成型路线，以及未来可能推广的大尺寸一体化压铸电池盒和热成型冲压钢这三种路线的重要制造步骤、所需典型设备等信息，计算出同尺寸规格下单个电池盒下壳体的生产成本，另外纳入重量因素，计算出单个电池盒下壳体的总成本与度电成本。

图17：三种电池盒生产路线主要制造步骤



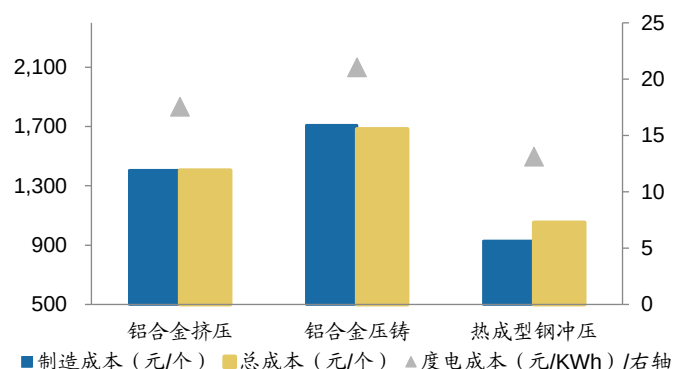
数据来源：压铸界、普拉迪、轻量化技术网、广发证券发展研究中心

成本说明：①生产成本为生产一个电池下壳体所需的材料、制造、能源、人工费用。②总成本是在生产成本的基础上，增加了重量折算成本，以铝合金挤压路线为标准，电池下壳体越重，重量折算成本就为正，电池下壳体越轻，重量折算成本就为负。

重量折算成本计算方法：根据王新华所著的《汽车轻量化技术研究》，汽车每减重100KG相当于增加15KM续航。百公里续航以15Kwh为标准，进而推算出减少的耗电=电池盒减重 $\times 15 \times 15/10000$ Kwh；电芯度电成本约为550元/Kwh，则电芯减少成本=额外耗电 $\times$ 电芯度电成本，重量折算成本=电芯减少成本。

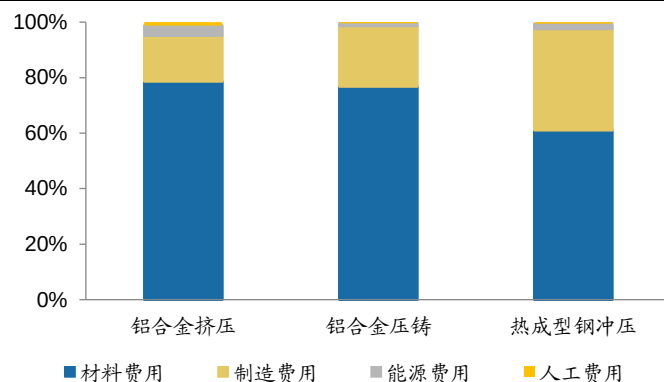
铝合金材料路线来看，铝合金挤压比铝合金一体化压铸路线成本便宜300元左右；对比铝合金挤压和热成型冲压钢路线，后者比前者重20%，生产成本低34.0%，总成本低25.1%，生产成本和总成本差异分别在480/350元左右。若考虑额外耗电所需的模组等其他成本，铝合金挤压与热成型钢生产路线之间的总成本差距会更小。

图18：电池盒下壳体制造成本与成本比较



数据来源：新铝时代招股说明书、敏实招股说明书、汽车材料网、《年产60万套新能源汽车电池盒项目》建设项目环境影响登记表、《汽车轻量化技术研究》王新华、中华压铸网、机械工业信息研究院、车乾信息、广发证券发展研究中心

图19：电池盒下壳体制造费用占比情况



数据来源：新铝时代招股说明书、敏实招股说明书、汽车材料网、《年产60万套新能源汽车电池盒项目》建设项目环境影响登记表、《汽车轻量化技术研究》王新华、中华压铸网、机械工业信息研究院、车乾信息、广发证券发展研究中心

表4: 主流生产路线成本比较 (仅做定性参考)

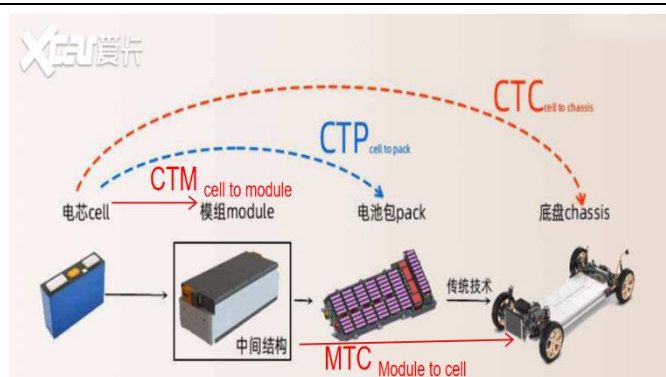
	铝合金挤压+ 搅拌摩擦焊	单项成本占电池 下壳体成本	铝合金一体化 压铸	单项成本占电 池下壳体成本	热成型冲压钢	单项成本占电池 下壳体成本
电池下壳体重量 (KG)	50.0		48.0		60.0	
电池容量 (KWh)	80.0		80.0		80.0	
良品率	95%		85%		90%	
材料费用 (元/个)	1050.0	78.65%	1116.0	76.83%	510.0	61.05%
制造费用 (元/个)	220.0	16.48%	316.4	21.78%	305.0	36.51%
能源费用 (元/个)	48.8	3.65%	13.7	0.95%	15.5	1.86%
人工费用 (元/个)	16.3	1.22%	6.5	0.45%	4.9	0.58%
电池下壳体生产成本 (元/个)	1405.3		1709.0		928.2	
重量折算成本 (元/个)	0.0		-24.8		123.8	
总成本 (元/个)	1405.3		1684.2		1051.9	
度电成本 (元/KWh)	17.6		21.1		13.1	

数据来源: 新铝时代招股说明书、敏实招股说明书、汽车材料网、《年产 60 万套新能源汽车电池盒项目》建设项目环境影响登记表、《汽车轻量化技术研究》王新华、中华压铸网、机械工业信息研究院、车乾信息、广发证券发展研究中心
注: 重量折算成本是以铝挤压为标准, 电池盒更重, 额外成本为正; 电池盒更轻, 额外成本为负。

(b) 动力电池成组技术演变角度: 多材料生产路线并行, 连接工艺要求提高, 主机厂将更看重协同开发能力

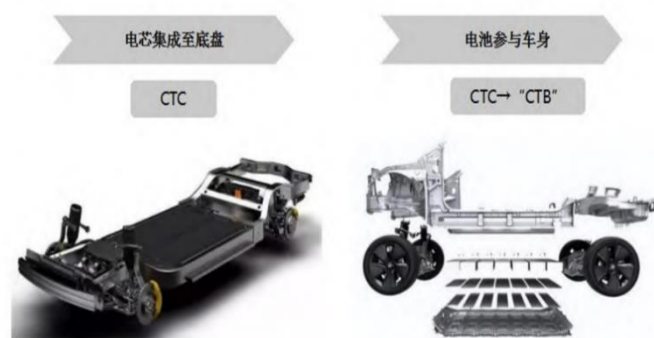
动力电池成组技术起步于CTM (Module to Pack), 目前以CTP (Cell to Pack) 为主流, 并继续探索更高集成效率的CTC (Cell to Chassis)、CTB (Cell to body)、MTB (Module To Body) 等成组技术, 目的是减少附属重量和体积, 实现体积能量密度和质量能量密度的提升。

图20: 动力电池成组技术演变趋势



数据来源: 爱卡汽车、广发证券发展研究中心

图 21: CTC 与 CTB 的区别



数据来源: 《新能源汽车电池车身一体化技术及工艺》金奎、广发证券发展研究中心

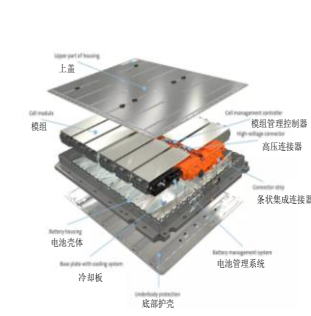
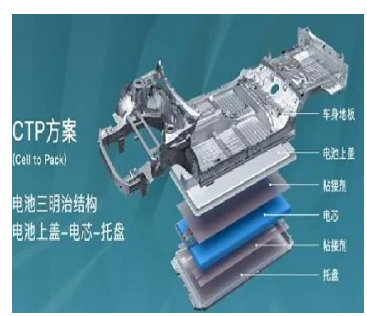
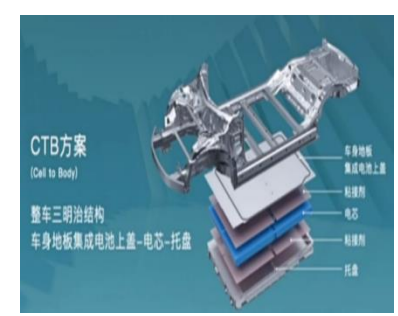
①CTM: 电芯集成到模组, 模组集成到电池包, 电池包集成到车身。电池盒作为独立的模块来保护电池, 零部件多, 结构复杂。下壳体一般采用铝合金框架, 底板因热管理方案不同而工艺有所不同, 包括挤出集成水冷板、冲压钎焊集成水冷

板。

②CTP：电芯集成到电池包，电池包集成到车身。CTP使电池在作为能量存储单元的同时，自身也可作为结构件提升车身整体刚度，降低对电池盒体和车身结构刚度的要求，使电池盒和车身结构简化，重量更轻。下壳体边框材料多样，包括铝合金、高强度钢、复合材料等，复合材料的应用提高对冷连接工艺的要求。

③CTC/CTB：两者的区别在于CTC是电芯集成至底盘（非承载式车身，滑板底盘），CTB是电池集成于车身（承载式车身）。CTC/CTB将电池Pack和车身作为整体进行一体化设计，上盖与车身地板集成，边框与车身横纵梁集成，为电池提供碰拉保护，强化车身纵梁、弱化电池盒箱体强度，进一步简化电池盒，增加电池盒内部空间，从而提升能量密度。下壳体简化成托盘或集成水冷的底板。

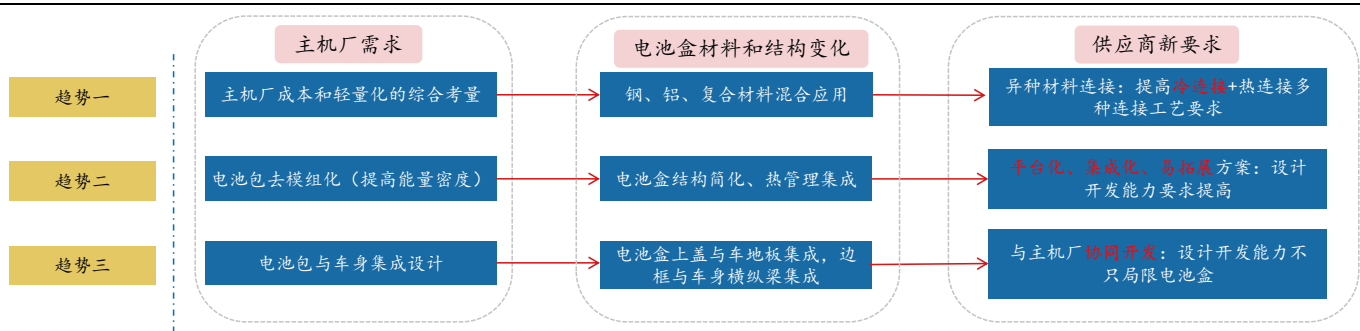
表5: CTM、CTP、CTC/CTB技术对比

	CTM 技术	CTP 技术	CTC/CTB 技术
集成方案	电芯-模组-电池包-车身	电芯-电池包-车身	电芯集成到底盘/车身： 1. 电池包有独立上盖，代替车身地板 2. 电池包无独立上盖，车身地板作为电池上盖
电池盒	上盖、侧板、端板、底板	上盖、简化框架、托盘	托盘/底板
优点	电池包开发简单；可单独更换模组，维修方便	1. 空间利用率约 60%，成组效率 80-85% 2. 零件数量减少 40%，生产效率提高 50% 3. 能量密度达到 200 W·h/kg 以上 4. 电量比 CTM 增加 20~30%	1. 空间利用率约 70%，成组效率 90%以上 2. 零件数量更少 3. 整车刚度更高 4. 电量比 CTP 再增加 5%~10%
缺点	零部件多，系统成本高， 空间利用率 40-50%，成组效率 60-70%	电芯一致性要求高，维修便利性较差，只能拆卸整个电池包 Pack	电芯一致性要求最高，技术难度大，维修便利性差，拆卸复杂
布局企业	奔驰、宝马、大众等	宁德时代、比亚迪等	特斯拉、零跑、比亚迪、宁德时代(还未发布)等
应用品牌/车型	奔驰、宝马、大众等	特斯拉、蔚来、小鹏、比亚迪等	特斯拉新款 Model Y、零跑 C01、比亚迪海豹
示意图			

数据来源：《新能源汽车电池车身一体化技术及工艺》、《从 CTP、CTC、CTB 浅谈电动汽车动力电池集成技术》、中国质量新闻网，Battery Design、动力电池网、新铝时代招股说明书、广发证券发展研究中心整理

总结来看，最终CTC/CTB阶段，电池盒结构将被简化成底板或托盘，弱化保护内部电源的功能，强化热管理集成。当前阶段以CTM、CTP为主，电池盒成本和轻量化的综合考量下，下壳体材料混合应用，而铝合金挤压路线凭借成本和轻量化的综合优势以及生产、加工的灵活性，预计未来依然是主流的生产路线。

图22: 电池盒技术发展趋势

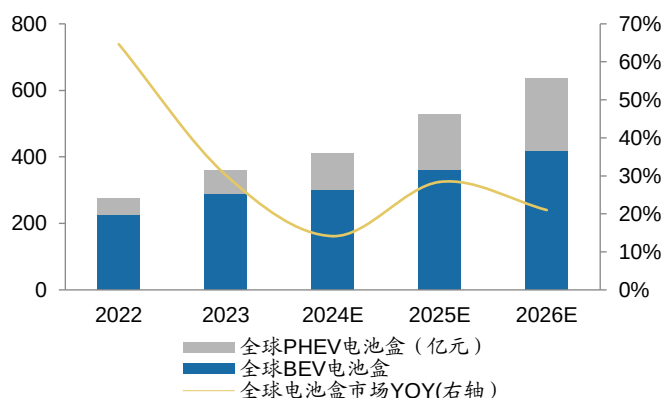


数据来源：广发证券发展研究中心

（3）电池盒市场规模：预计2026年全球市场达638亿元，CAGR21.0%

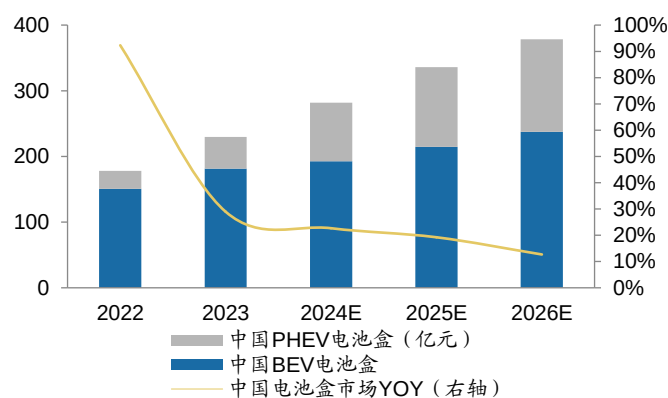
电池盒市场规模随新能源乘用车销量增长而快速上升。我们通过测算全球和国内市场BEV、PHEV汽车销量以及BEV、PHEV电池盒的平均售价，估算出2023年全球乘用车电池盒市场规模约为360亿元人民币，中国市场则为230亿元人民币。预计2026年全球新能源乘用车电池盒市场空间有望达到638亿元，2023-2026CAGR为10.0%，国内市场空间为379亿元，2023-2026CAGR为21.0%。由Marklines数据，2023年全球新能源乘用车渗透率为17%，由交强险数据，对比国内新能源乘用车渗透率34%，海外新能源汽车渗透率上升空间较大，随着未来新能源乘用车渗透率的上升，预计电池盒市场规模将保持稳定的增长。

图23: 全球乘用车电池盒市场规模及增速



数据来源：中汽协、Marklines、广发证券发展研究中心

图24: 中国乘用车电池盒市场规模及增速



数据来源：中汽协、Marklines、广发证券发展研究中心

表6: 电池盒市场规模测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EV 电池盒 ASP (元)	3000	2910	2823	2738	2656
PHEV 电池盒 ASP (元)	1800	1746	1694	1643	1594
全球电池盒市场规模 (百万元)	27636	35986	41078	52750	63833
全球电池盒市场 YOY	64.84%	30.21%	14.15%	28.42%	21.01%
全球 BEV 乘用车销量 (辆)	7556906	9920945	10615411	13163110	15795732

yoy	68.9%	31.3%	7.00%	24.00%	20.00%
全球 PHEV 乘用车销量 (辆)	2758710	4075863	6562139	10171316	13731277
yoy	48.5%	47.7%	61%	55%	35%
中国电池盒市场规模 (百万元)	17810	22969	28178	33596	37856
中国电池盒市场 YOY	91.88%	28.96%	22.68%	19.23%	12.68%
中国 EV 乘用车销量 (辆)	5029472	6229311	6821096	7844260	8942456
yoy	84.0%	23.9%	9.50%	15.00%	14.00%
中国 PHEV 乘用车销量 (辆)	1512234	2773154	5268993	7376590	8851908
yoy	152.0%	83.4%	90.00%	40.00%	20.00%
欧洲电池盒市场规模 (百万元)	6332	7468	6784	8513	10405
欧洲电池盒市场 YOY	18.21%	17.95%	-9.16%	25.47%	22.23%
欧洲 EV 乘用车销量 (辆)	1531636	2019053	1938290.88	2481012.326	3101265
YOY	30.15%	31.82%	-4.00%	28.00%	25.00%
欧洲 PHEV 乘用车销量 (辆)	964838	912244	775407	1046800	1360840
YOY	-4.87%	-5.45%	-15.00%	35.00%	30.00%
北美洲电池盒市场规模 (百万元)	3011	4365	4708	5996	7892
北美洲电池盒市场 YOY	53.10%	44.95%	7.86%	27.36%	31.62%
北美洲 EV 乘用车销量 (辆)	887642	1319916	1451908	1887480	2548098
YOY	64.33%	48.70%	10.00%	30.00%	35.00%
北美洲 PHEV 乘用车销量 (辆)	193640	300155	360186	504260	705965
YOY	0.57%	55.01%	20.00%	40.00%	40.00%

数据来源: Marklines、中汽协、广发证券发展研究中心

(4) 电池盒竞争格局和敏实相对优势: 电池盒行业国内竞争“卷”, 国外对手“大”

国内来看, 根据各公司财报, 梳理对比2022、2023年电池盒销量, 以销量市占率来看, 22年国内CR4为43.1%, 23年国内CR4降低到38.3%, 系新玩家涌入, 市场竞争加剧。敏实国内市占率从2022年的11.4%上升到2023年的13.5%, 居于行业前列。

(a) 从生产链布局来看, 掌握和布局材料配方开发和铝合金熔铸的企业有敏实、新铝时代、华达科技、和胜股份、旭升集团, 敏实的优势在于掌握铝、钢、复合材料等多种材料生产工艺, 特别是开发了行业性能领先的高性能铝合金型材, 具有高屈服强度和超高韧性等特点, 更好的满足电池盒的防护要求, 且降低了原材料成本。

(b) 从制造技术来看, 敏实引领未来电池盒技术发展趋势 (异种材料混合应用), 掌握铝挤压、铝冲压、铝压铸、钢冲压、复合材料成型等多种材料生产工艺以及FSW、激光焊接、FDS、胶接等多种冷、热连接工艺。

(c) 从现有产能和规则产能来看, 敏实领先于竞争对手, 凭借过去几年的产能布局, 敏实有望凭借产能相比竞争对手更早释放的身位优势, 受益于新能源汽车销量和渗透率的进一步上升, 并且通过规模效应拥有比竞争对手更低的成本。

表7：国内竞争对手电池盒销量及产能情况（万件）

公司 名称	2022 年 电池盒 箱体销 量	2022 年 国内市 场占有 率	2022 年 全球市 场占有 率	2023 年 电池盒 箱体销 量	2023 年 国内市 场占有 率	2023 年 全球市 场占有 率	技术和布局	产能情况	配套客户
敏 实 集 团	78.2	11.4%	7.6%	127.1	13.5%	9.1%	垂直产业链，掌握熔铸、挤压、深加工到集成装配等各项工艺，掌握铝挤压、压铸、冲压、锻造和中高强度钢冲压以及复合材料成型等多种材料生产技术，已承接 PHEV 一体压铸电池盒项目。掌握材料开发，FSW、MIG、激光等多种焊接，FDS，涂胶，SPR，表面处理等多种工艺。输出多种 CTB 方案。	规划产能超过 230 万套	大众、宝 马、雷诺、 戴姆勒等
华 域 汽 车	98.6	14.4%	9.6%	88.4	9.4%	6.3%	拥有钢箱体、铝合金箱体、钢铝混合箱体、铝冲压上盖、CTC 钢上盖等产品图谱；掌握 CMT、FSW、FDS、阻燃喷涂、涂装等多种工艺。 丰富的 CMT、FSW、FDS、阻燃喷涂、涂装等电池盒全工艺链生产制造经验。	2023 年 104 万套	特斯拉、上 汽大众、宁 德时代等
新 铝 时 代	61.6	9.0%	6.0%	76.3	8.1%	5.5%	垂直产业链，布局熔铸、挤压、深加工到集成装配等各项工艺。掌握材料开发，FSW、CMT 等焊接，检测等技术。2024 一季度 CTB 产品销售收入占 58.34%。	2023 年电池 盒箱体产能 84.31 万套	比亚迪、吉 利汽车、金 康动力、欣 旺达等
华 达 科 技	33.3	4.9%	3.2%	69.4	7.4%	5.0%	布局压铸、挤压、深加工到集成装配等各项工艺。掌握材料开发，CMT、MIG、TIG、FSW、激光等多种焊接，FDS，SPR，机器人涂胶，自动拉铆，视觉检测，喷粉等全工序工艺。协同宁德时代、上汽等开发新型 CTP3.0 系统集成。	2022 年产能 71.05 万件	上汽集团、 宁德时代、 伊控动力、 小鹏汽车、 蜂巢能源等
和 胜 股 份	57.0	8.3%	5.5%	54.4	5.8%	3.9%	垂直产业链，布局熔铸、挤压、深加工到集成装配等各项工艺。掌握材料开发，搅拌摩擦焊（FSW），热熔自攻铆接（FDS），自冲铆接（SPR），冷金属过渡焊接（CMT）表面处理等多种工艺。	2022 年电池 下箱体产能 85 万套。安徽当 涂项目二期 （年产 90 万 套电池箱体）	宁德时代、 广汽埃安、 比亚迪等

祥鑫科技	/	/	/	29.8	3.2%	2.1%	布局冲压、铝挤以及辊压工艺，掌握 FDS、FSW 等连接技术。产品主要为 CTP 结构，已收到 CTC 相关样件订单。	2023 年动力电池箱体结构件 35 万套。在建及拟建产能 192.5 万套，2025-2027 年分批达产。	宁德时代、欣旺达、孚能科技等
众源新材	3.1	0.4%	0.3%	6.9	0.7%	0.5%	布局深加工，集成装配等各项工艺，掌握 FSW、MIG 焊接等，检测等技术。	2023 年电池盒下壳体及电池模组结构件产能 30 万件，规划产能 50 万件	奇瑞汽车、合众汽车、孚能科技等
旭升集团	/	/	/	/	/	/	掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺，自主研发铝合金配方及原材料铸造工艺。	2023 年电池系统部件（电池包导轨等）规划 152 万件产能的项目。新建电池系统壳体总成 50 万件，预计 2027 年达产。	特斯拉、北极星、宝马、宁德、广汽等
凌云股份	/	/	/	/	/	/	布局深加工，集成装配等各项工艺，掌握 FSW、MIG 焊接等，检测等技术。	盐城分公司电池壳下箱体 4 万件，电池壳组件 10.17 万件。德国 WAG 子公司生产型材结构件、电池盒等产品，是宝马、保时捷的核心供应商，2023 年营业收入 24.78 亿元。	保时捷、宝马、奔驰、奥迪、丰田等

数据来源：各公司财报、各公司项目公示、交强险、Marklines、广发证券发展研究中心

注：（1）市占率为估计值，等于电池盒销量/新能源乘用车销量。敏实集团电池盒销量为电池盒销售收入/销售均价估算得来，销售均价根据工艺类似的和胜股份的年报计算得来。祥鑫科技 2023 年销量按产能的 85%估算，华域汽车 2023 年产能按销量/0.85 估算得来。

项目包括：旭升集团项目公示-新能源汽车动力总成项目、祥鑫科技项目公示-广州新能源车身结构件及动力电池箱体产线建设项目、凌云股份项目公示-盐城新能源电池壳组件项目、敏实项目公示-年产 120 万件新能源汽车电池包项目等。

国外来看，电池盒海外供应商主要包括海斯坦普、尼玛克、麦格纳等跨国巨头公司，制造工艺上各有侧重点。海斯坦普的代表技术为高强度钢冲压，同时也掌握铝合金型材方案；尼玛克的代表技术为铝合金压铸；麦格纳的代表技术为电子动力总成，掌握铝合金型材、钢制、复合材料混合的电池盒方案。

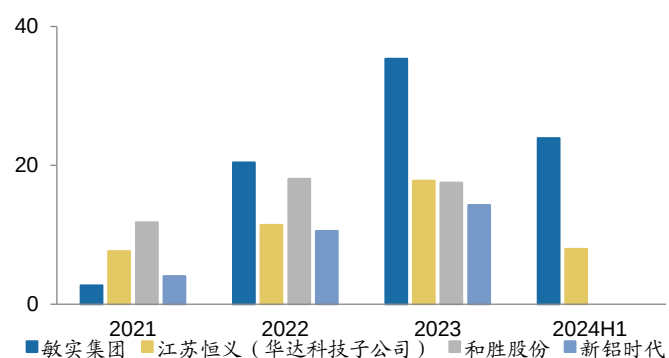
表8：海外竞争对手情况梳理

	公司简介	主要技术路线	配套客户信息
海斯坦普	公司主营业务分为白车身及底盘（82%），机械零部件（10%），模具及其他产品（4%），金属回收（5%）四个部分。2023 年营收为 122.7 亿欧元，其中白车身零部件（含电池盒）营收为 100.2 亿欧元。海斯坦普中国昆山工厂，年生产汽车用电池盒 25 万件。	掌握钢制热冲压和铝合金型材方案，电池盒由铝、超高强度钢、复合材料制成。熟悉各种关键的成形，连接和相关后处理工艺，包括冷冲压，热冲压，辊压；FDS（流钻铆钉技术），SPR（自冲铆钉技术），各类热熔焊和胶接工艺；清洗，钝化，电泳，PVC 工艺，泄露测试等。能够为客户提供一站式的量产解决方案。推出了海斯坦普 CTB 方案。	奥迪，戴姆勒，西雅特等
尼玛克	公司主营业务分为气缸盖（44%），发动机缸体（30%），变速器壳体及其他（14%），电动/混动汽车结构件和底盘件（含电池盒）（12%）四部分。2023 年营收为 49.9 亿美元，其中电动/混动汽车结构件和底盘件营收为 5.8 亿美元。计划在墨西哥、德国、捷克建立三家新工厂，专门生产电池盒，总投资 2 亿美元，预计每年营收为 3.5 亿元（以 500 美元一个电池盒，推算年产能为 70 万）。	掌握铝铸造、冲压、挤压等多种制造工艺和机器人焊接、胶和、铆接、摩擦焊等多种加工工艺。中型电池壳可通过压铸生产，大型电池壳由摩擦焊将多个铸件连接在一起。	奔驰，雪铁龙，福特等
麦格纳	公司主营业务分为车身外饰与结构（41%），动力总成与视觉（33%），座椅系统（14%），车辆开发（13%）四部分。2023 年营收为 428 亿美元，车身外饰与结构（含电池盒）营收为 175.1 亿美元。中国长春市的工厂年产能 20 万套。	掌握钢制、铝合金、复合材料混合电池盒方案，电池盒制造工艺有挤压、冲压、铸造，加工工艺包含激光复合焊、CMT 焊接等。	通用，福特等

数据来源：Marklines、各公司官网、广发证券发展研究中心

敏实凭借着成本低、工艺全、客系多、产能足、全球快速响应的竞争优势，电池盒业务有望持续走强。对比国内竞争对手，公司的电池盒业务营业收入2023年为35亿元，明显领先竞争对手，毛利率处于行业前列，并且随着产能爬坡和供应链降本，毛利率呈增长趋势。

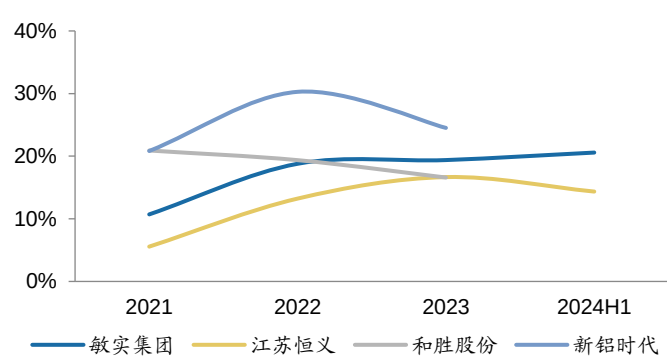
图25: 国内电池盒业务营收对比 (亿元)



数据来源: 各公司财报、广发证券发展研究中心

注: 此处和胜股份 2021 年收入包含部分汽车结构件收入。

图 26: 国内电池盒业务毛利率对比 (%)

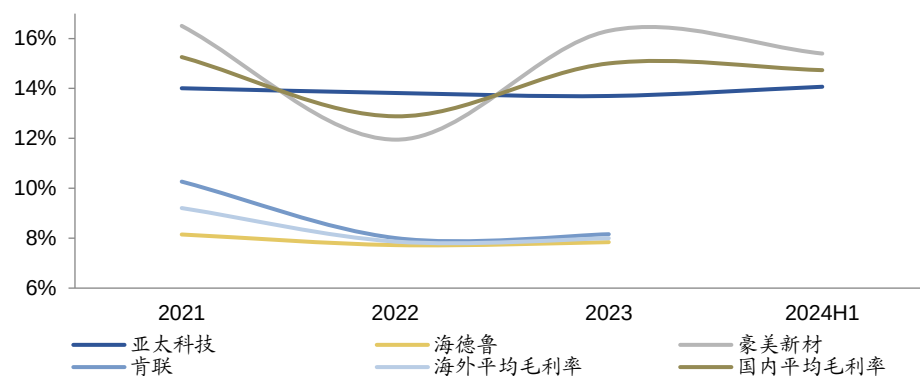


数据来源: 各公司财报、广发证券发展研究中心

注: 此处和胜股份毛利率计算包含部分汽车结构件收入。

公司通过垂直整合产业链，实现原材料的自主研发与生产，不仅降低了成本，还增强了技术开发能力。电池盒为安全件，材料需要满足一定的屈服强度和抗拉强度等性能指标，公司于2017年开始自研高性能吸能铝材配方及制备技术，目前结构铝材的最高屈服强度达到360Mpa，成为少数几家掌握240Mpa以上的高强度碰撞技术企业。（海外：海德鲁、肯联、哈默尔铝业等；国内：亚太科技、和胜股份、新马等），2023年海外汽车用途铝型材平均毛利率为8.0%，2024H1国内汽车用途铝型材平均毛利率为14.7%，因此敏实相比竞争对手拥有原材料成本优势。

图27: 高性能铝型材业务毛利率 (%)



数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

公司客系丰富，掌握多种设计方案，多种材料生产路线，满足主机厂多样需求。公司囊括了日系的本田、日产，美系的通用、福特，欧系的大众、宝马、雷诺，中系的理想、小鹏、吉利等多客系客户，掌握铝挤出、钢冲压、一体压铸等多材料电池盒生产路线。

图28：公司电池盒客户结构和生产方案



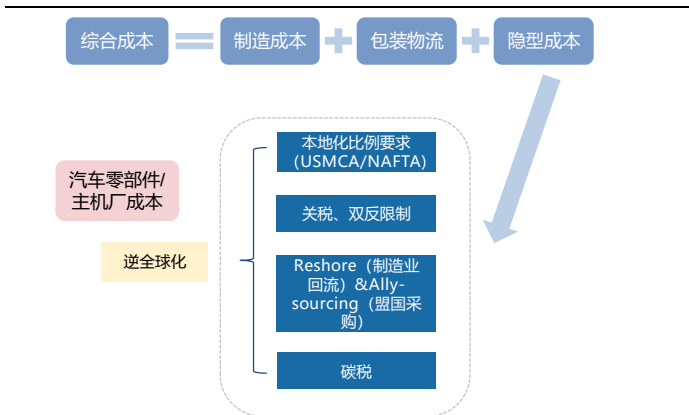
数据来源：公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

（二）属地化：敏实全球产能联动迎接属地化新趋势，副车架、密封系统等新产品取得市场突破

1.需求端：从“走出去”到“走进来”是大势所趋

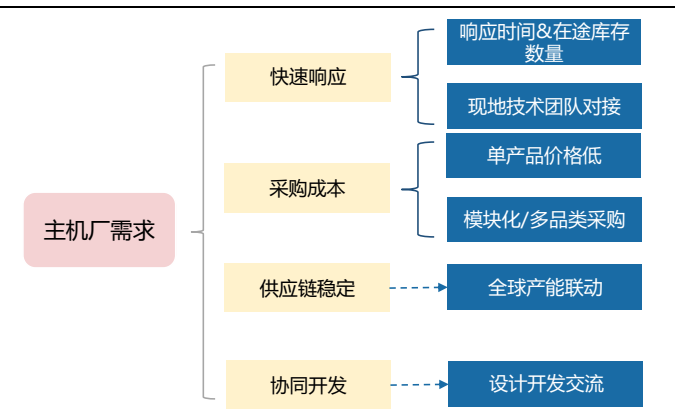
综合成本最低和满足下游主机厂客户需求的双重驱动下，属地化建厂是大势所趋。汽车零部件/主机厂的综合成本=制造成本+包装物流费用+隐型成本，一方面是全球贸易保护主义渐有抬头之势，不断加高的贸易壁垒使隐型成本波动大，属地化建厂可以降低相关的影响。另一方面是主机厂需要供应稳定、能快速响应它需求的供应商，属地化建厂能加深与客户的技术交流，协同开发新产品。

图29：属地化建厂成本优势



数据来源：广发证券发展研究中心

图 30：属地化建厂满足主机厂需求

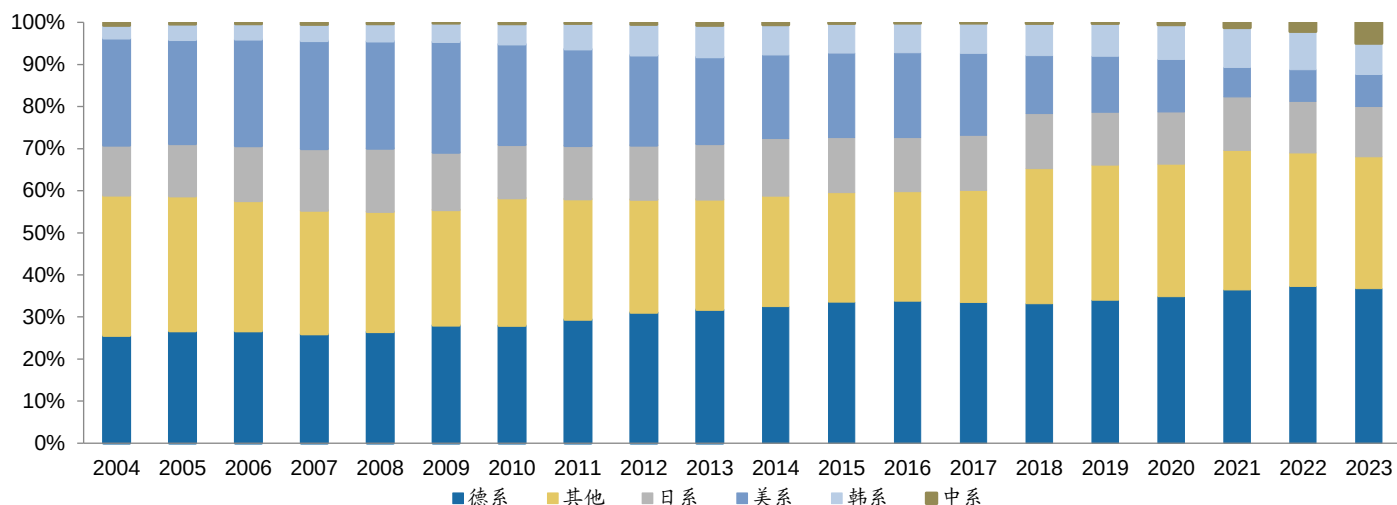


数据来源：广发证券发展研究中心

（1）自主车系加速出海+欧系车企新能源整车平台推出在即

纵观过去20年，德、欧（除德系外）、美、日、韩五种车系在欧洲市场占据主导地位，年均总占比超过90%。德系整体呈现缓慢增长趋势，欧系、日系整体保持稳定，美系整体呈现下降趋势，韩系整体稳步上升。中系车21年1.29%，22年2.18%，23年4.99%，有明显上升趋势。

图31：2004-2023年欧洲轻型车派系占比



数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

表9：中国车企和电池厂商在欧洲的产能规模（部分）

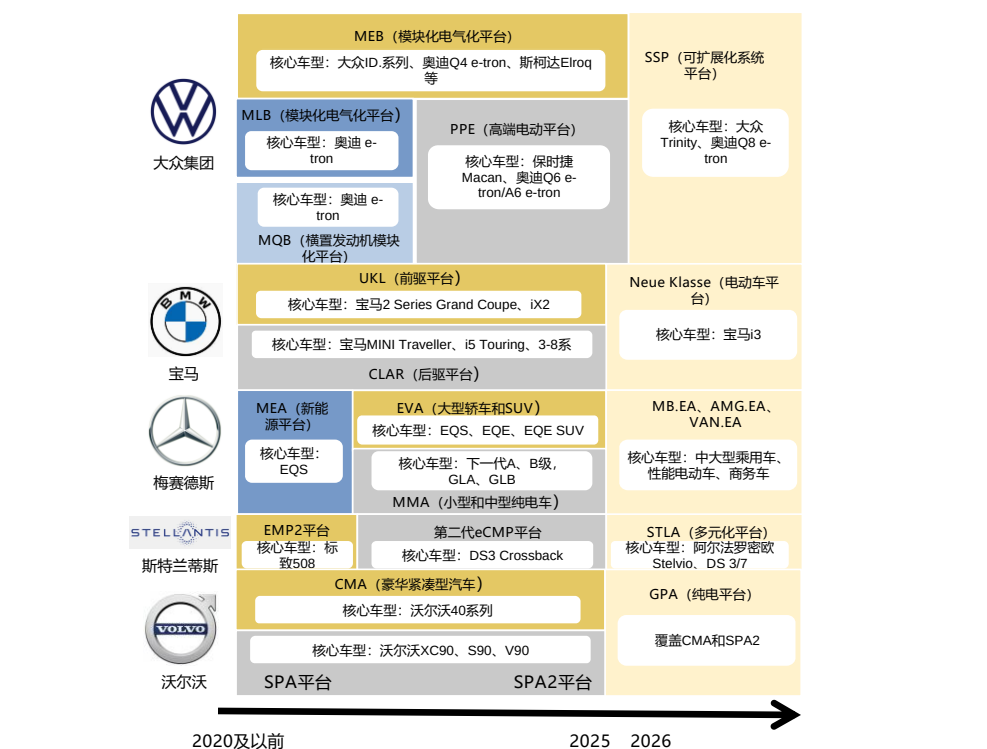
车企				
企业名称	海外基地	产能（万辆）	投产时间	备注
吉利	瑞典/比利时	52	-	沃尔沃工厂
比亚迪	匈牙利	20	2025 年底	
奇瑞	西班牙	5	2024	预计 2027 年产量为 5 万，2029 年达到 15 万辆
电池厂商				
企业名称	海外基地	产能（Gwh）	投产时间	备注
宁德时代	匈牙利	100	2025	已开工
欣旺达	匈牙利	-	-	一期投资金额不超过 19.6 亿元
蜂巢能源	德国	30	2023	电池模组和 pack 工厂

数据来源：欧盟中国商会、盖世汽车、各企业官网、广发证券发展研究中心

欧洲市场已成为国内出海的重要市场，在贸易摩擦加剧背景下，国内多车企和电池厂商选择本地建厂来继续开拓欧洲市场，如比亚迪在匈牙利建厂，奇瑞在西班牙建厂，宁德时代、欣旺达在匈牙利建厂。

欧洲本土车企计划在2025/2026推出全新纯电平台，有望推动电动化趋势继续向上。据各公司官网，大众集团计划在2026年推出MEB和PPE合并的SSP平台，宝马计划在2025年推出Neue Klasse平台等。

图32：欧洲车企新能源整车平台演变节点

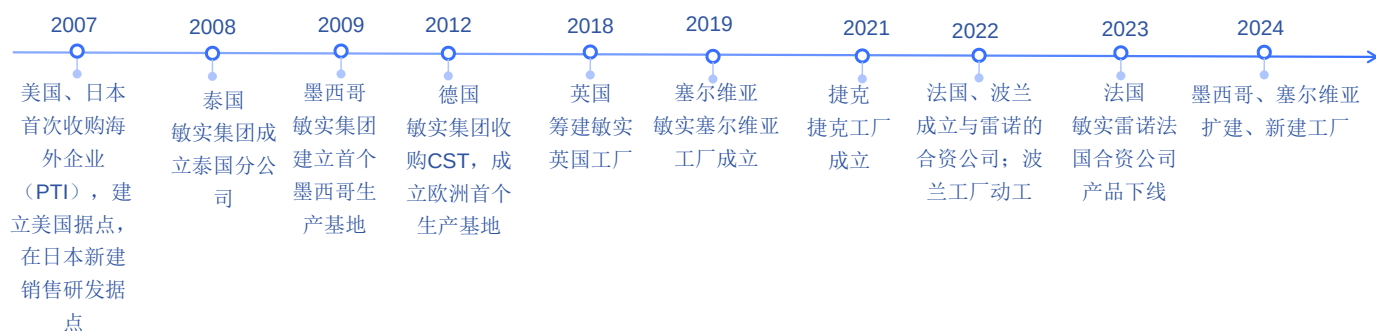


数据来源：懂车帝、爱卡汽车、智电汽车、广发证券发展研究中心

2.供给端：敏实全球产能提前布局，迎来收获期

公司全球化+现地化产能联动布局，以枢纽式中心工厂为点，带动区域面，合理调控集团内部资源和供应链，达到综合成本竞争优势。根据公司官网，敏实从2007年开始出海布局，目前在全球拥有中国、德国、美国、日本和韩国5大研发中心，70多家工厂，遍布中国、美国、墨西哥、泰国、日本、德国、塞尔维亚、英国、波兰和捷克等，包括4大产品线，销售至30个国家。

图33：敏实出海历程



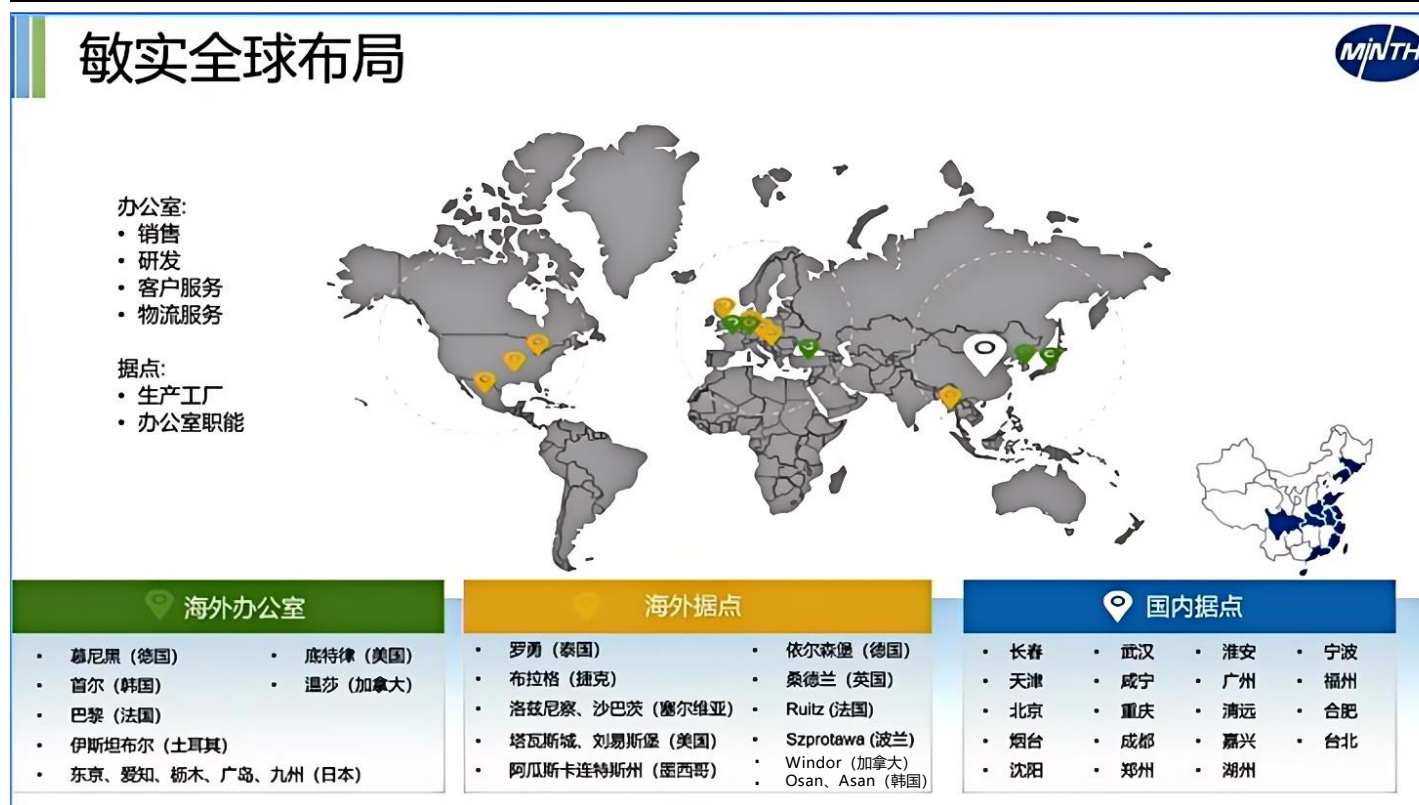
数据来源：盖世智电产业观察、广发证券发展研究中心

规模效应降低中心工厂生产成本，客户地设立总成生产据点快速响应客户需求。欧洲区域以塞尔维亚为中心工厂，完成产品的大部分生产步骤，再根据订单量转移至法国、德国、英国、捷克、波兰等卫星工厂，进行总成工艺和客户服务；北美区域以墨西哥为中心工厂，以泰国作为生产和技术辅助基地，搭配美国卫星工

厂；亚洲区域以国内生产工厂为主。

本土研发团队与海外团队有效协同。通过输出国内的技术资源，夹具、模具等生产资源，来确保海外有序生产。集团通过全球化的运营布局，合理调配生产、技术、人才等资源，综合考虑生产制造、物流运输、税收缴纳等总成本，达到综合成本竞争优势。

图34：敏实全球产能布局

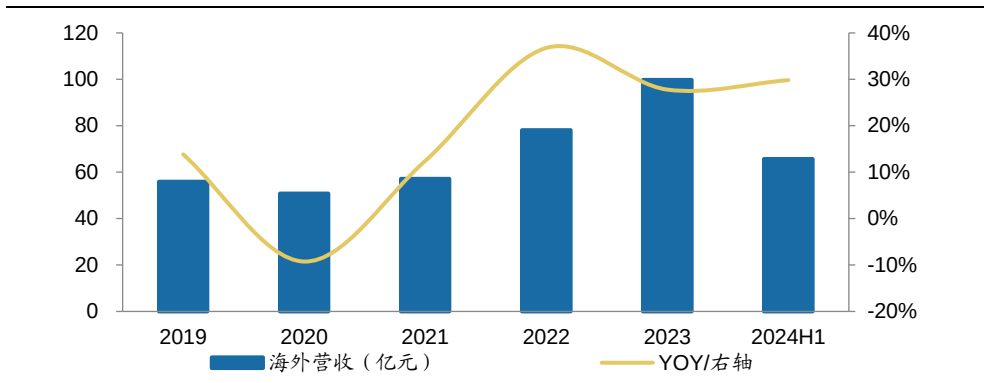


数据来源：中国汽车及零部件出海高峰论坛、广发证券发展研究中心

敏实集团凭借其全球化的生产和研发网络、深厚的技术积累、成熟的供应链管理能力和对市场政策和法规的深刻理解，有望成为自主车企的出海支持伙伴，海外车企的成本效益选择。公司海外营收保持高增速，2024H1海外营收为66亿元，同比增加30%，2021-2023年CAGR为32%，随着公司海外产能的爬坡，属地化趋势的进一步强化，海外营收有望继续保持高增长。

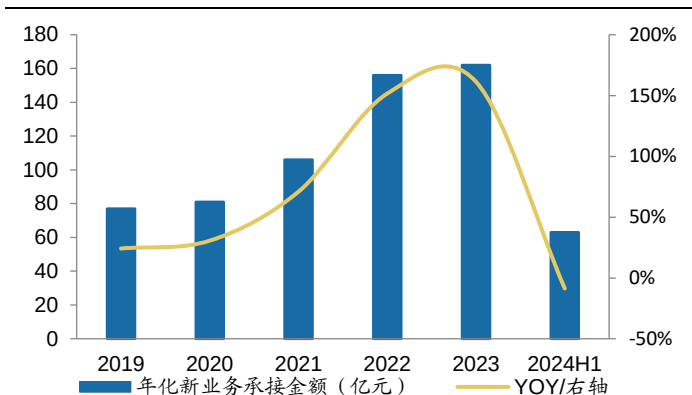
公司在手订单充足，海外市场业务不断获得突破。公司2024H1新业务承接为63亿元，目前在手订单超过2360亿元。公司在欧洲市场密封系统产品突破，获得国际市场首个密封系统，承接现代起亚的电池盒、压铸结构件业务，副车架获得首款订单；在北美市场，取得本田多款车身结构件订单；在中国市场，深化与吉利、广汽、比亚迪的合作，有望配合自主车系出海。

图35：海外营收及同比增速



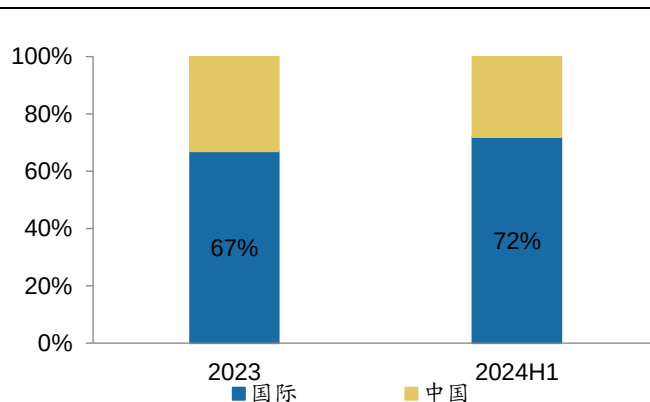
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图36：年化新业务承接金额及同比增速



数据来源：公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

图37：新业务承接按区域划分



数据来源：公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

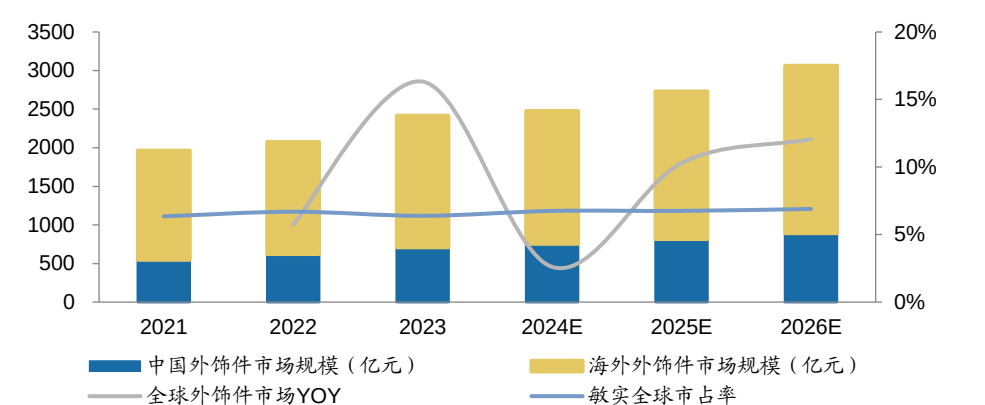
三、中期逻辑：传统外饰件业务在智能化、集成化趋势下进一步发展带动内生增长

（一）外饰件市场空间：智能化、集成化为汽车外饰件市场注入新动力

汽车外饰件是通过螺栓或者卡扣连接在车身上的外部零件，起到对车辆的装饰和保护功能，公司初期以金属饰条为切入点，进入乘用车外饰件行业，随后凭借在材料领域的深厚积累，开拓轻量化塑件、铝件等产品，现已成为产品品类丰富、产品材料多样、客系众多的汽车外饰件行业龙头。

随着汽车智能化、电动化的趋势，汽车外饰件单车价值量有所提升，推动外饰件市场规模持续提升。根据佐思汽研，传统外饰件单车价值在2000元左右（不含车灯），智能外饰件单车价值约为10000元，是传统外饰件的5倍。根据我们测算，2024年全球汽车外饰件（不含车灯）市场规模为2477亿元，2026年为3062亿元，2023-2026年CAGR为8.2%。

图38：外饰件市场规模及敏实市占率



数据来源：交强险、中汽协、广发证券发展研究中心

表10：汽车外饰件市场规模（亿元）测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国乘用车销量（万辆）	2108	2323	2575	2665	2798	2966
YOY	6.7%	10.2%	10.9%	3.5%	5.0%	6.0%
海外轻型车销量（万辆）	5440	5426	6177	6054	6538	7192
YOY	3.4%	-0.3%	13.8%	-2.0%	8.0%	10.0%
外饰件价格（元）	2600	2678	2758	2841	2926	3014
YOY	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
中国外饰件市场规模（亿元）	548	622	710	757	819	894
海外外饰件市场规模（亿元）	1414	1453	1704	1720	1913	2168
全球外饰件市场规模（亿元）	1962	2075	2414	2477	2732	3062
全球外饰件市场 YOY		5.7%	16.3%	2.6%	10.3%	12.1%
敏实外饰件营业收入（亿元）	125	139	154	167	185	211
敏实全球市占率	6.3%	6.7%	6.4%	6.8%	6.8%	6.9%

数据来源：Marklines、中汽协、公司财报、广发证券发展研究中心

注：2023 年外饰件价格是根据佐思汽研数据即 2023 年智能外饰渗透率为 10%，则均价为 $2000 \times 0.9 + 10000 \times 0.1 = 2800$ 元左右；外饰件价格呈增长趋势，是考虑到轻量化趋势和智能外饰件渗透率提升。

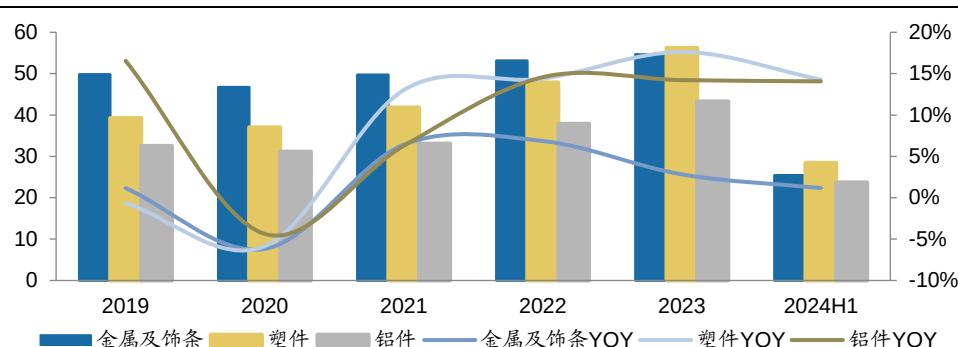
汽车外饰件行业竞争格局集中，敏实市占率长期呈增长趋势。目前海外外饰件主要市场参与者有佛吉亚、麦格纳、丰田合成、伟世通、全耐模塑（彼欧）。国内外饰企业主要有敏实集团、京威股份、延锋汽饰、模塑科技和新泉股份。通过测算敏实外饰件营收占汽车外饰件市场比例，我们预计敏实全球汽车外饰件市占率2021年为6.3%，2023年上升到了6.4%，未来随着智能外饰件业务的放量，市占率有望提高。

（二）敏实外饰件行业相对优势：成本低、产品全、专利构建护城河

公司汽车外饰件业务，塑料/铝件/金属及饰件2021-2023CAGR分别为16.0%/14.4%/4.8%，其中塑料和铝件增速较高，系海外产能爬坡，市场份额提升，塑料已超过金属及饰条业务，跃升为公司营收占比最大的业务。随着公司智能外饰件和汽车密封条等新产品的推出，以及海外产能的逐步提升，公司将更好地满足客户的

本土化需求，有望提高单车配套价值量，促进外饰件业务持续增长。

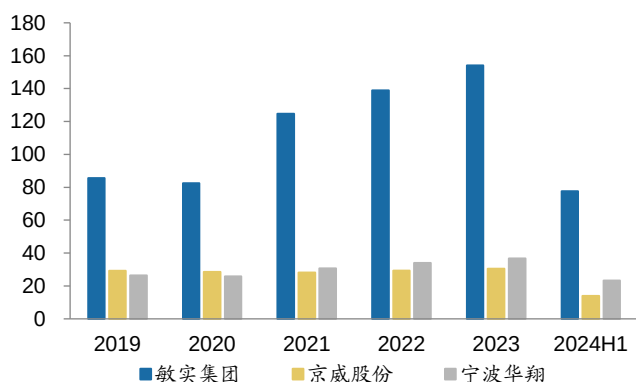
图39：外饰件分业务营收（亿元）及增速（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

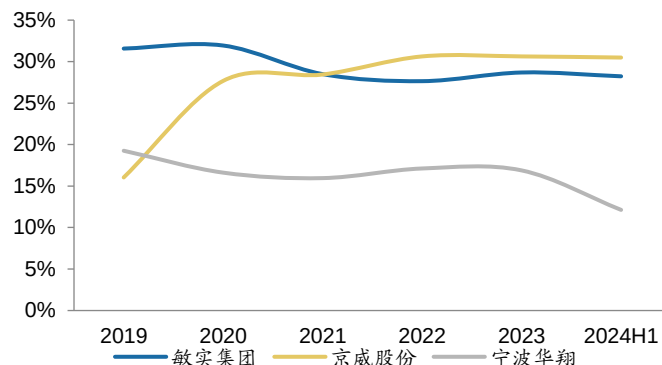
相比国内竞争对手，敏实汽车外饰件营收规模和毛利率处于行业领先。从汽车外饰件营收规模来看，2023年敏实集团收入154亿元，远高于京威股份和宁波华翔的收入；从汽车外饰件毛利率来看，2024H1年敏实集团毛利率为28.2%，远高于宁波华翔的12.1%，略低于京威股份的30.5%，系京威股份外饰件业务以铝件为主。敏实的铝件业务2024H1毛利率在35.9%，明显高于京威股份的毛利率。

图40：国内竞争对手汽车外饰件业务营收（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

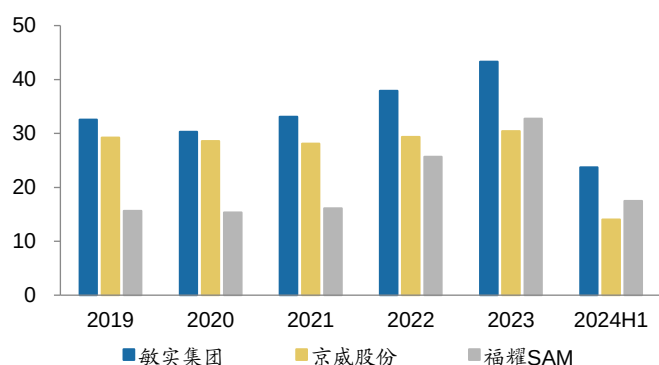
图41：国内竞争对手汽车外饰件业务毛利率（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

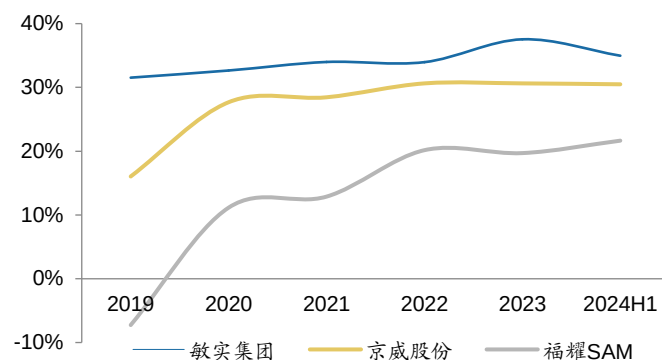
我们以铝件业务为例，进一步分析敏实集团在汽车外饰件的竞争状况。敏实铝件业务增速较高，垂直产业链和成熟的工艺使之毛利率高于竞争对手。从铝件营收来看，敏实2023年铝件业务收入43.3亿元，2019-2023年CAGR为7.4%，2022-2024H1保持14%以上的高增速；从铝件毛利率来看，敏实铝件毛利率在30%以上，呈上升趋势，高于京威股份和福耀SAM，2024H1毛利率有所下降系海外墨西哥工厂新项目量产爬坡，2024下半年有望恢复。

图42: 国内竞争对手铝件业务营收 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图43: 国内竞争对手铝件业务毛利率 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、短期跟踪指标: 从营收端、成本端、费用端紧密跟踪公司短期变化

(一) 营收端: 外饰件业务受下游客户影响有所承压, 电池盒业务下游客户新能源市占率提升带动公司业绩增长

考虑到公司产品丰富, 客系多、销售区域广, 营收情况不容易验证, 基于此, 本文提出了一种方法来跟踪验证公司业务。

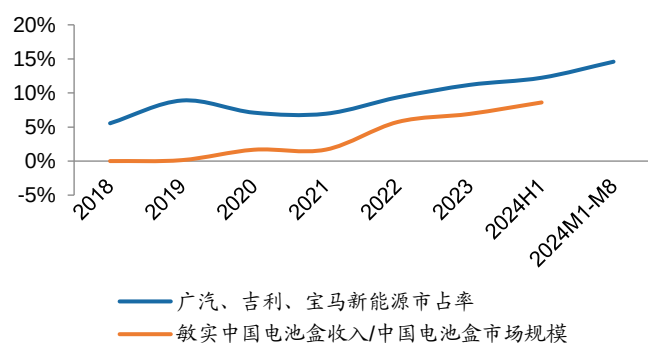
1. 电池盒业务跟踪方法

将电池盒业务营业收入按欧洲占比55%、北美洲占比5%、中国区域占比40%进行拆分 (拟合分析), 计算各个区域的电池盒业务市占率。

接着分别在欧洲、北美洲、中国区域统计公司当地代表客户在当地新能源乘用车市场的市占率, 两市占率进行对比。

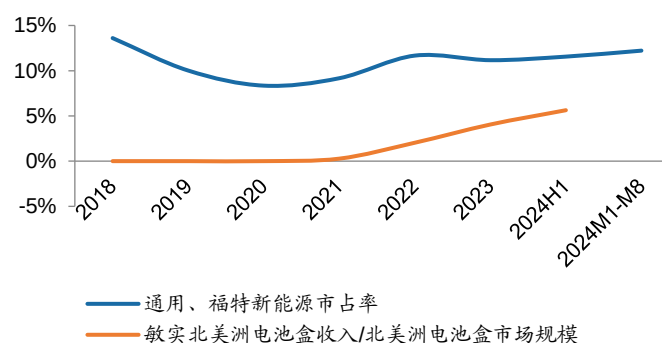
按上述跟踪方式, 将公司业务分为外饰件和电池盒业务, 根据代表厂商24M1-M8的营收情况, 根据增速差或者市占率差值可验证公司相关业务的业绩表现。

图44: 电池盒-中国市场对比分析



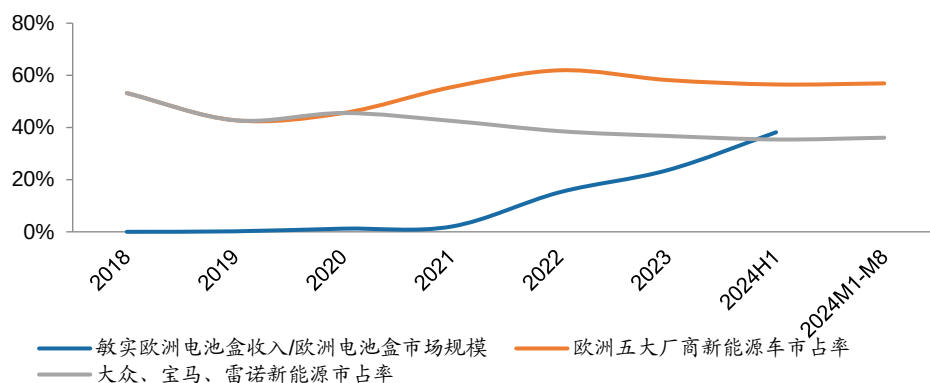
数据来源: 公司财报、Marklines、中汽协、广发证券发展研究中心

图45: 电池盒-北美市场对比分析



数据来源: 公司财报、Marklines、广发证券发展研究中心

图46：电池盒-欧洲市场对比分析



数据来源：公司财报、Marklines、广发证券发展研究中心

注：五大厂商指大众、宝马、雷诺、奔驰、Stellantis

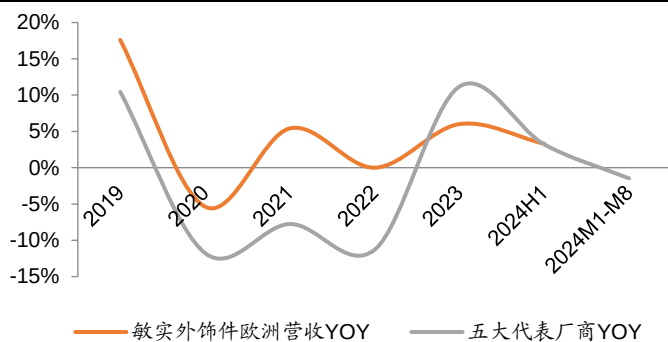
电池盒业务下游客户新能源市占率提升带动公司业绩增长。中国市场和北美洲下游客户24M1-M8相比24H1，市占率进一步上升，欧洲市场下游客户市占率保持稳定，因此预计公司电池盒业务受益于下游客户新能源乘用车市占率提升带动公司业绩增长。

2.外饰件业务跟踪方法

将公司营业收入按欧洲、北美洲、中国区域、亚太区域进行拆分，减去各区域的电池盒业务收入，得出公司各区域外饰件营业收入，计算各区域外饰件营收增速。

接着分别在欧洲、北美洲、中国区域统计公司当地代表客户的销量增速，与外饰件增速进行对比。

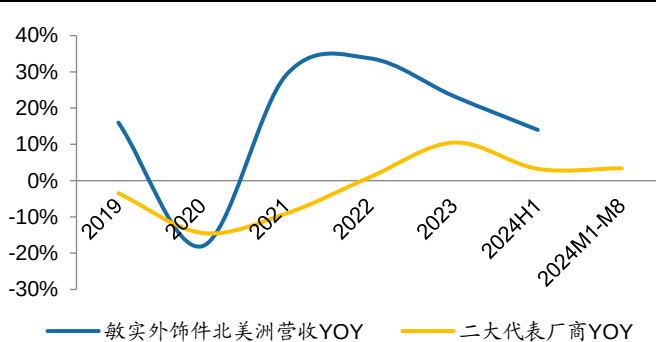
图47：外饰件-欧洲市场对比分析



数据来源：公司财报、Marklines、中汽协、广发证券发展研究中心

注：选取大众、宝马、雷诺、奔驰、Stellantis 五大代表厂商

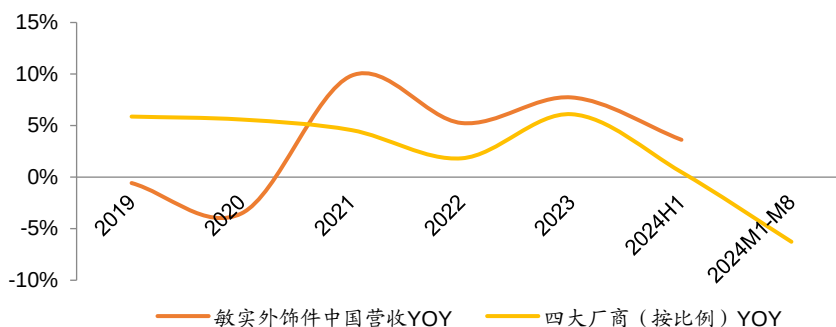
图 48：外饰件-北美市场对比分析



数据来源：公司财报、Marklines、中汽协、广发证券发展研究中心

注：选取通用、福特二大代表厂商

图49：外饰件-中国市场对比分析



数据来源：公司财报、Marklines、中汽协、广发证券发展研究中心

注：选取广汽、吉利、本田、宝马四大代表厂商

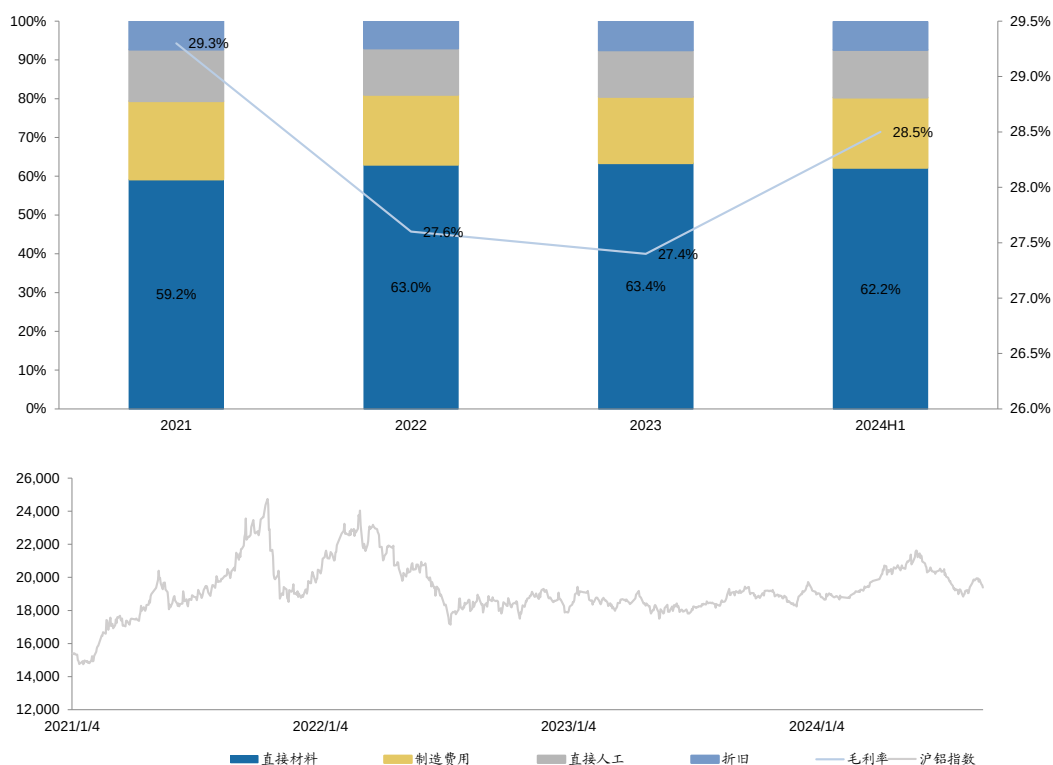
2024H2预计外饰件业务受下游客户影响有所承压。欧洲和中国市场下游客户24M1-M8相比24H1，销量增速转负，北美洲市场下游客户销量增速维持在低位，因此预计公司外饰件业务会受下游客户影响，业绩承压。

（二）成本端：毛利率短期受益于海外产能爬坡，长期受益于折旧摊销增速降低

直接材料成本波动会对公司毛利率水平产生一定影响。公司直接材料成本占比在60%左右，包括铝、钢、塑料粒子、注塑件等。若后续材料成本波动，或对公司整体毛利率水平产生一定影响。

毛利率短期受益于海外产能爬坡。24H1公司毛利率为28.5%，同比+2.2pct，预计短期随公司海外产品爬坡，副车架、密封系统等新产品量产和供应链降本，会继续保持上升趋势。

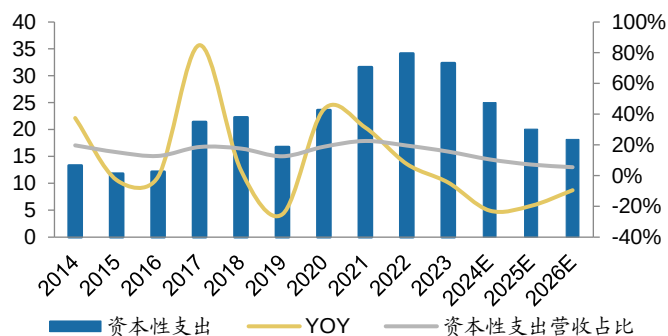
图50: 成本构成与沪铝指数



数据来源: Wind、公司业绩交流会资料、广发证券发展研究中心

资本性支出高速期已过，预计折旧与摊销增速2025年有望开始大幅下滑，进而推动毛利率进一步改善。据公司历史财务数据，折旧与摊销大约滞后资本性支出1-2年，如公司2017、2020年两次资本性支出增长高点，折旧与摊销随后在2018年、2022年有明显增长。随着公司资本性支出增速转负，资本性支出占营收比例回落，折旧与摊销增速有望在2025年开始大幅下降，折旧与摊销占营收比例下降，进而改善成本端。

图51: 公司资本性支出情况 (亿元/%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图52: 公司折旧与摊销情况 (亿元/%)

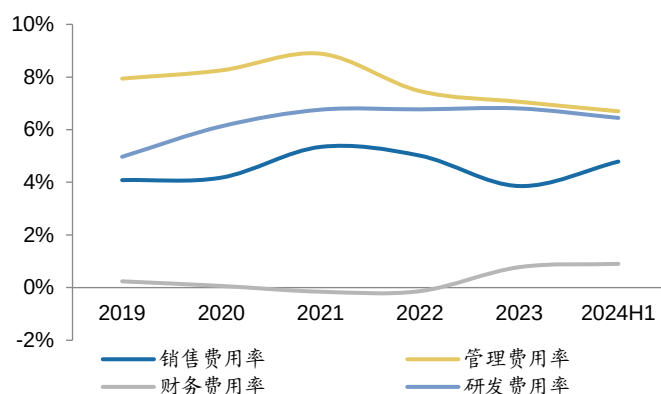


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

（三）费用端：费用端短期受海运费上涨而承压，长期看有进一步压缩的空间

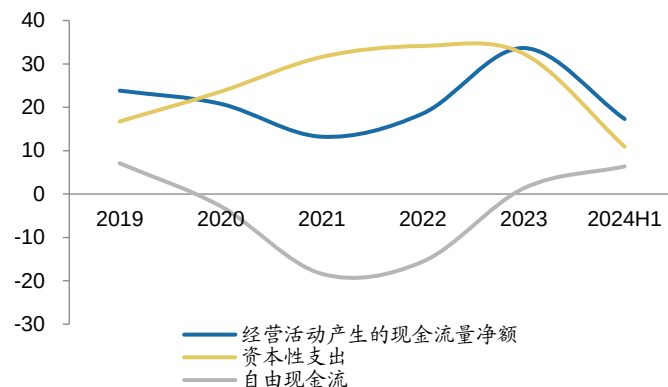
公司自由现金流情况好转，利息支出降幅空间大。2024H1公司期间费用率为18.8%，同比+1.8pct，主要系海运费上升致销售费用率上升、利息支出致财务费用率上升以及海外业务拓展管理费用率上升。具体来看，2024H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为4.8%/6.7%/6.5%/0.9%，同比分别+1.1pct/+0.3pct/+0.1pct/+0.3pct。对比福耀玻璃、拓普集团，公司费用率还有进一步下降的空间，特别是利息支出，随着公司自由现金流的好转，预计后续有望降低有息负债，减少利息支出，释放净利润。

图53：公司期间费用情况（%）



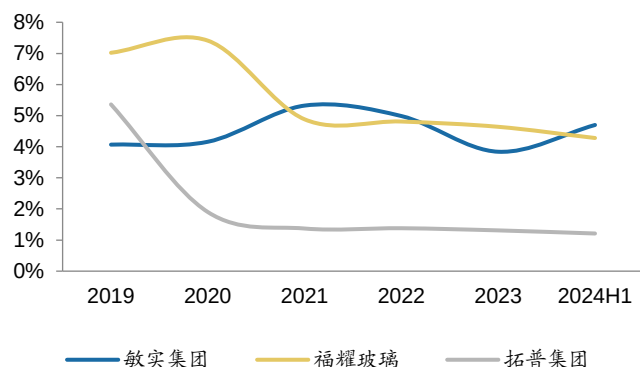
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图54：公司自由现金流（亿元）



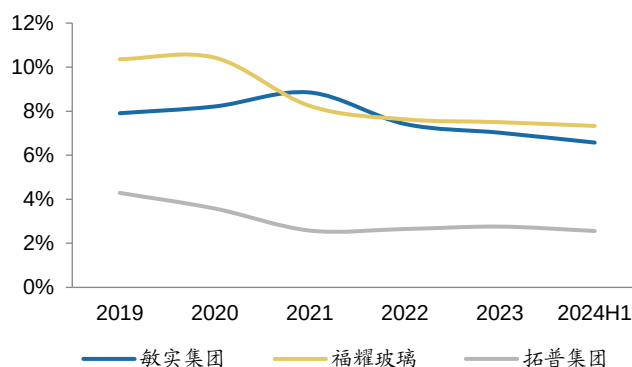
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图55：销售费用率对比（%）



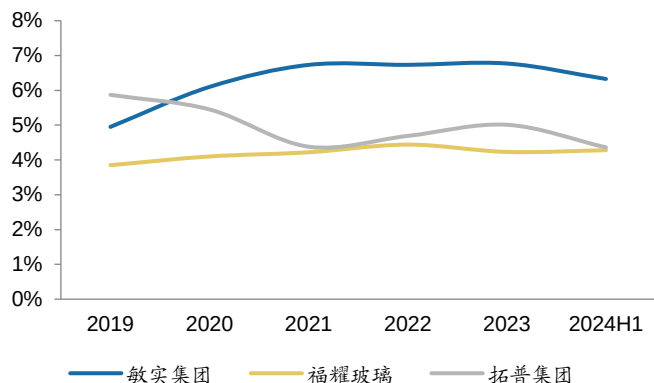
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图56：管理费用率对比（%）



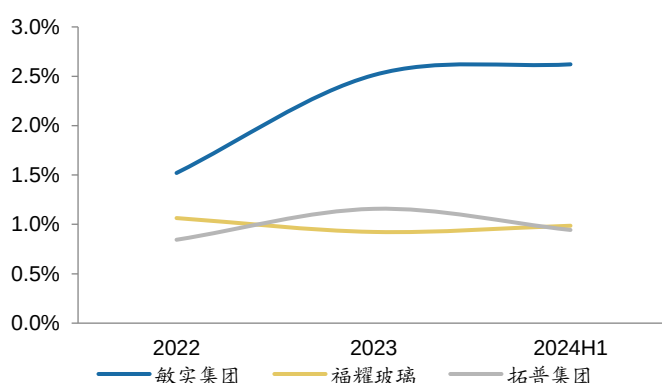
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图57：研发费用率对比（%）



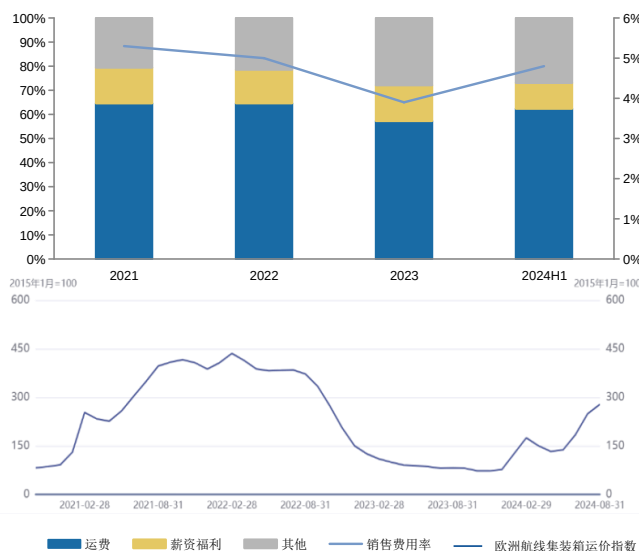
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图58：利息支出占营收比例对比（%）



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图59：销售费用构成及海运费走势



数据来源：公司业绩交流会材料、Wind、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

主要业务核心假设：公司的主要营收业务为电池盒、金属及饰条、塑件、铝件四大产品线，随着长、中逻辑驱动下，公司业绩有望保持稳定增长。

（1）电池盒业务：一方面受益于电动化趋势，绑定大众、宝马、雷诺等大客户，营收随客户新能源汽车渗透率的提高而增长，另一方面基于成本、工艺、产能配套等核心竞争力，公司持续开拓新客户，并拓展车身与底盘结构件产品的导入。我们预计预计电池盒业务2024-2026年实现营收为53.4/83.4/128.2亿元，增速为51.1%/56.1%/53.7%，受益于规模效应，毛利率缓慢提升，为21%/22%/23%。

（2）金属及饰条业务：主要产品为不锈钢材料的门框总成、外水切等。主要应用在中低端车上，未来的增长主要来自于海外市场的客户拓展，增速略高于乘用车整体销量增速。我们预计金属及饰条业务2024-2026年实现营收为55.7/57.4/60.3

亿元，增速为2%/3%/5.0%，毛利率为26.6%/26.5%/26.4%。

（3）塑件业务：主要产品为格栅总成、扰流板总成等，一方面公司开发的新产品智能外饰件、汽车密封条持续导入客户，如获得雷诺的密封系统订单，承接鸿蒙智行、小米多款智能外饰产品；另一方面公司海外产能爬坡，持续拓展海外市场。我们预计塑件业务2024-2026年实现营收63.0/71.8/86.2亿元，增速为12%/14%/20%，密封条毛利率参考浙江仙通在28%左右，密封条业务的放量将增加塑件业务毛利率，因此预计毛利率为24.5%/25.0%/25.5%。

（4）铝件业务：主要产品铝饰条、行李架等，增长主要来自于公司全球产能的布局，结合公司在铝材性能、表面处理的竞争力优势，有望持续提高市场份额，推动业绩增长。另外公司重视供应链降本，结合海外产能的爬坡，折旧摊销占营收比例下降，铝件业务毛利率维持在高位。我们预计2024-2026年实现营收48.5/55.3/64.7亿元，增速为12%/14%/17%，毛利率为36.5%/36.8%/37.0%。

（5）其他业务：主要为公司汽车外饰件、结构件、电池盒产品在开发、加工、生产过程中的各类模具与夹具，多用于内部，与公司其他业务业绩表现有关。我们预计其他业务随四大主营业务增长而增长，2024-2026年实现营收27.5/31.9/37.6亿元，增速为15%/16%/18%，毛利率为26.0%/24.0%/24.0%。

表11：公司主要业务拆分表（百万元）

货币单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	13919.3	17306.4	20523.7	23871.2	28895.2	36449.4
YOY	11.7%	24.3%	18.6%	16.3%	21.0%	26.1%
主营业务成本	9835.5	12522.2	14901.7	17229.5	20933.5	26403.6
毛利	4083.8	4784.2	5622.0	6641.7	7961.7	10045.7
毛利率（%）	29.3%	27.6%	27.4%	27.8%	27.6%	27.6%
电池盒						
收入	269.6	2044.1	3536.0	5344.3	8342.0	12821.9
YOY	181.6%	658.3%	73.0%	51.1%	56.1%	53.7%
成本	240.7	1660.0	2850.7	4222.0	6506.7	9872.9
毛利	28.9	384.1	685.3	1122.3	1835.2	2949.0
毛利率（%）	10.7%	18.8%	19.4%	21.0%	22.0%	23.0%
金属及饰条						
收入	4972.5	5313.5	5463.7	5573.0	5740.2	6027.2
YOY	6.4%	6.9%	2.8%	2.0%	3.0%	5.0%
成本	3590.8	3918.3	4016.3	4090.6	4219.0	4436.0
毛利	1381.7	1395.2	1447.4	1482.4	1521.1	1591.2
毛利率（%）	27.8%	26.3%	26.5%	26.6%	26.5%	26.4%
塑件						
收入	4181.4	4783.0	5625.6	6300.6	7182.7	8619.2
YOY	13.0%	14.4%	17.6%	12.0%	14.0%	20.0%
成本	3136.9	3626.0	4274.3	4757.0	5387.0	6421.3
毛利	1044.5	1157.0	1351.2	1543.7	1795.7	2197.9
毛利率（%）	25.0%	24.2%	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%

铝件						
收入	3307.3	3789.4	4328.1	4847.5	5526.2	6465.6
YOY	6.3%	14.6%	14.2%	12.0%	14.0%	17.0%
成本	2183.0	2502.7	2703.4	3078.2	3492.5	4073.3
毛利	1124.3	1286.7	1624.7	1769.3	2033.6	2392.3
毛利率 (%)	34.0%	34.0%	37.5%	36.5%	36.8%	37.0%
其他						
收入	1888.0	2337.8	2389.9	2748.3	3188.1	3761.9
YOY	37.6%	23.8%	2.2%	15.0%	16.0%	18.0%
成本	1476.3	1823.0	1870.8	2033.8	2422.9	2859.1
毛利	411.6	514.8	519.1	714.6	765.1	902.9
毛利率 (%)	21.8%	22.0%	21.7%	26.0%	24.0%	24.0%
对销						
收入	-699.5	-961.4	-819.6	-942.5	-1083.9	-1246.5
YOY	43.8%	37.4%	-14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	-792.2	-1007.8	-813.9	-952.0	-1094.8	-1259.0
毛利	92.8	46.4	-5.8	9.4	10.8	12.5
毛利率 (%)	-13.3%	-4.8%	0.7%	-1.0%	-1.0%	-1.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

经历过去几年的行业巨大变迁以及公司自身的相应调整，展望未来，在内生增长、增量部件产能释放以及全球属地化趋势三重驱动下，有望迎来新一轮向上周期。而短期来看，公司经营状况持续向好将推动公司估值回归合理水平。预计2024-2026年EPS分别为1.99/2.52/3.42元/股，给予公司2024年12倍PE，对应合理价值为26.43港元/股，给予“买入”评级。

注：港元/人民币汇率=1.11。

表12：可比公司PE估值情况（截止24年10月08日）

	市值（亿元）	归母净利润（亿元，Wind 一致性预期）			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024PE	2025PE	2026PE
福耀玻璃	1458	71.84	84.38	98.07	21.17	18.02	15.5
拓普集团	836	29.31	37.85	46.6	28.53	22.09	17.94
旭升集团	111	6.66	8.18	10.03	16.62	13.53	11.03
和胜股份	45	1.85	2.62	3.43	24.57	17.35	13.28
		平均市盈率			22.72	17.75	14.44

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

六、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车行业景气度存在下降的可能性。

海外工厂产能爬坡进度不及预期。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

原材料价格上升，海运费上涨。公司直接材料成本占比为60%，包括铜、铝、电子件等材料价格波动会影响公司毛利率。另外受红海事件的影响，海运费上升导致公司销售费用增加，影响公司利润。

资产负债表	单位：人民币百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,995	17,493	19,449	22,532	27,410
现金	4,221	4,165	5,485	6,233	8,449
应收账款	4,645	4,740	5,305	6,261	7,594
存货	3,633	3,982	4,307	4,943	5,134
其他	3,496	4,606	4,352	5,095	6,233
非流动资产	17,279	20,054	20,546	20,951	21,339
固定资产	13,246	15,476	16,104	16,394	16,464
无形资产	310	293	269	257	256
租金按金	-	-	-	-	-
使用权资产	-	-	-	-	-
其他	3,724	4,507	4,173	4,300	4,619
资产总计	33,274	37,547	39,995	43,483	48,749
流动负债	13,314	14,117	14,201	15,161	16,820
短期借款	7,192	5,851	5,451	4,951	4,451
应付账款	3,542	4,348	5,025	6,280	8,141
其他	2,580	3,918	3,725	3,930	4,227
非流动负债	2,262	4,290	4,253	3,753	3,253
长期借款	1,006	3,837	3,737	3,237	2,737
租赁负债	-	-	-	-	-
其他	1,256	453	516	516	516
负债合计	15,576	18,407	18,454	18,914	20,073
少数股东权益	780	821	900	991	1113
普通股股本	116	116	116	116	116
留存收益和资本公积	16,801	18,524	20,846	23,784	27,769
归属母公司股东权益	16,918	18,318	20,641	23,578	27,563
负债和股东权益	33,274	37,547	39,995	43,483	48,749

利润表		单位：人民币百万元				
至12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	17,411	20,636	24002	29054	36,649	
营业成本	12,522	14,902	17,229	20,933	26,404	
销售费用	868	792	1,050	1,214	1,458	
管理费用	1,292	1,449	1,564	1,878	2,351	
研发费用	1,172	1,397	1,528	1,849	2,333	
财务费用	-23	159	198	-4	-369	
营业利润	1,511	2,063	2,595	3,136	4049	
利润总额	1,779	2,315	2,815	3,558	4,839	
所得税	249	351	428	544	745	
净利润	1,530	1,964	2,387	3,014	4,094	
少数股东损益	30	61	79	90	123	
归属母公司净利润	1,501	1,903	2,308	2,924	3,971	
EBITDA	2,632	3,675	4,686	5,287	6,220	
EPS（元）	1.29	1.65	1.99	2.52	3.42	

现金流量表		单位：人民币百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	1,855	3,366	3,544	4,049	5,457	
净利润	1,501	1,903	2,308	2,924	3,971	
折旧摊销	1,121	1,200	1,674	1,732	1,751	
少数股东权益	30	61	79	90	123	
营运资金变动及其他	-796	8	-517	-697	-387	
投资活动现金流	-3,037	-3,500	-1,276	-1,719	-1,720	
资本支出	-3,432	-3,279	-2,500	-2,010	-1,820	
其他投资	396	-221	1,224	291	100	
筹资活动现金流	-100	52	-961	-1,596	-1,536	
借款增加	500	1,182	-500	-1,000	-1,000	
普通股增加	3	3	0	0	0	
已付股利	-603	-603	-461	-596	-536	
其他	-1	-531	0	0	0	
现金净增加额	-1,000	-55	1,320	748	2,216	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	24.33%	18.59%	16.31%	21.05%	26.14%
归属母公司净利润	0.27%	26.83%	21.28%	26.66%	35.82%
获利能力					
毛利率	27.64%	27.39%	27.82%	27.55%	27.56%
净利率	8.67%	9.27%	9.32%	9.49%	9.68%
ROE	8.87%	10.39%	11.18%	12.40%	14.41%
ROIC	5.83%	7.28%	8.31%	9.19%	10.54%
偿债能力					
资产负债率	46.81%	49.02%	46.14%	43.50%	41.18%
净负债比率	22.47%	28.86%	17.19%	7.96%	-4.40%
流动比率	1.20	1.24	1.37	1.49	1.63
速动比率	0.83	0.81	0.91	0.98	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.58	0.62	0.69	0.79
应收账款周转率	3.73	4.37	4.75	5.00	5.26
应付账款周转率	3.54	3.78	3.68	3.70	3.66
每股指标 (元)					
每股收益	1.29	1.65	1.99	2.52	3.42
每股经营现金	1.60	2.90	3.05	3.48	4.70
每股净资产	15.23	15.76	17.76	20.29	23.72
估值比率					
P/E	16.22	8.61	7.06	5.57	4.10
P/B	1.45	0.90	0.79	0.69	0.59
EV/EBITDA	9.92	5.70	4.27	3.45	2.42

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤：高级分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月：高级分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。