

2024年11月07日 星期四

【公司评论】

邹瀚逸
852-25321539
Robin.zou@firstshanghai.com.hk

意达利控股（720，未评级）：转型新能源商用车制造商，打入欧洲新能源商用车蓝海市场

公司背景：

意达利控股是一家主要业务为投资控股的公司。目前其主要业务有：汽车业务，主要于中国提供意大利品牌汽车的分销及售后服务，2023年2月公司完成对武汉俊逸51%的股权收购；物业投资业务，主要业务收入来自于香港的一处工业大楼、一处停产场及公司投资的一处苏格兰的办公楼。2023年公司实现收入为4750.4万元，其中汽车业务为1583.9万元，占比33%；物业投资业务收入为3166.5万元，占67%。

股价 0.193 港元

港股市值 11.76 亿港元

已发行股本 60.93 亿股

52 周高/低 0.205 港元/0.135 港元

每股净现值 0.03 港元

股价表现

图表 1：公司股权结构

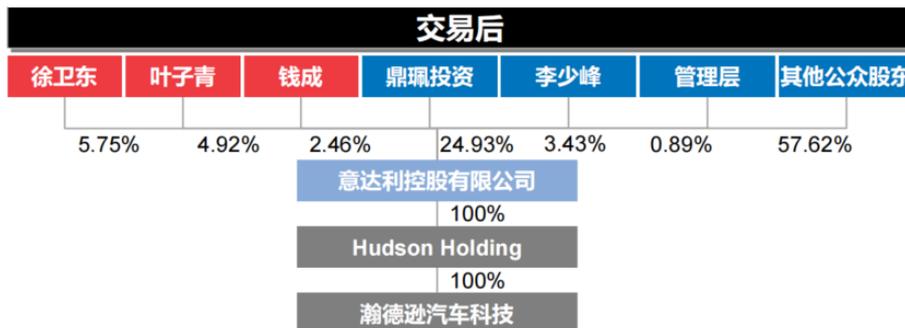


资料来源：公司资料、第一上海

交易介绍：

公司于2024年9月11日宣布以1.66亿港元收购瀚德逊汽车科技100%股权，公司将以0.13港元的价格发行8亿股份给于瀚德逊原有股东（占扩大后已发行股份的13.13%），同时发行总计6190万港元的承兑票据给瀚德逊原有股东。瀚德逊承诺2025年综合收入不低于4.64亿港元，如果低于承诺值将予与公司补偿金额。瀚德逊主要业务为轻资产模式的新能源商用车研发、生产及销售公司，目前主要在欧洲市场销售。收购瀚德逊后公司将延伸自己的汽车业务，将单一的汽车销售及售后业务延伸至整车的研发、生产及销售于一体的OEM汽车厂家，为公司带来更有持续性的增长。

图表 2：交易后公司股权结构



资料来源：公司资料、第一上海

商业模式及业务

瀚德逊公司充分利用中国汽车的产能及供应链优势，运用轻资产模式发挥自身海外市场优势，整合国内资源实现新能源物流车研发及制造。2023 年公司分与东风汽车签署《战略合作协议》与江淮汽车签订合作框架协议，在研发端通过传统车厂的现有成熟物流车型作为原型车，公司对其进行核心零部件及欧洲标准的差异化研发及产品认证。生产端采取整车代工，海外轻资产投入 KD 工厂方式，销售端公司与当地成熟经销渠道合作销售产品。公司以此轻资产模式将有效的提高资金使用效率，减少固定资产资金开支，缩短研发周期。

图表 3：公司轻资产模式



资料来源：公司资料、第一上海

公司优势

公司通过轻资产模式大幅缩短研发周期及前期投入，以公司第一款新能源物流车 eBOLD 为例，公司采用东风旗下御风产品为基础车型，无需投入资金研发底盘、车身、电子电器架构及整车造型，仅对电池包、智能 UI 及针对欧洲各国法规进行了订制与升级。大大缩短了新车型开发周期，从立项到交付仅需要 1 年，且前期投资小于 1 亿元人民币，降低风险及公司盈亏平衡点，提高回报和市场容错。预计公司 25 年将销售 2500 辆，实现盈利。

公司研发采用 7+N 模式，即公司目前自有 7 个核心员工是技术骨干，N 为从研发机构暂时雇佣，目前是 40 人。会根据需求向研发机构要人。明年的工作会改名，会增加自有的研发人员大概 10-15 人。研发费用率明年 13%，后年 7%。自有核心骨干：车身 2 人，电子电器和自动化：3 人最主要技术骨干；底盘：2-3 人。这些都是领导人，具体需要干活的人会从外部抽调过来，未来每个部门都要增加；还会增加自动驾驶部门。

并且公司凭借着中国成熟的新能源汽车供应链及产能，对比欧洲汽车有显著成本优势，公司目前产品全采购成本大约在 19.5-21.7 万人民币之间，在欧洲建议零售价为 5 万欧元，较欧洲主要传统物流车竞品实际购买价格低 10%。并且在使用全周期使用成本上低 50%。目前公司 2024 年收到 800 辆订单，2025 年规划订单月 2000 辆。

图表 4：公司主要竞品对比



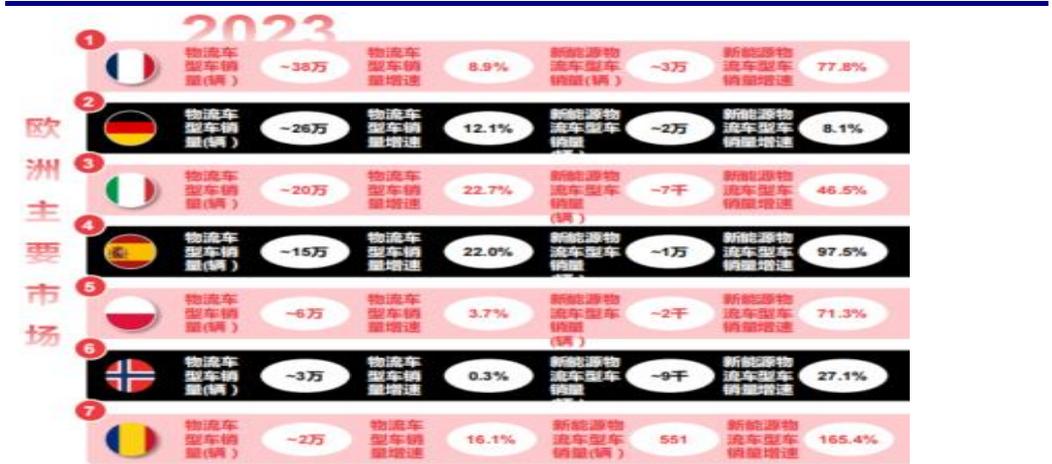
资料来源：公司资料、第一上海

欧洲物流车市场渗透率偏低，增长空间大

随着俄乌战争影响逐渐减少，欧洲经济逐年复苏，商用车新注册辆自 2021 年以来逐年增长，2023 年欧洲新注册厢式货车数为 147 万辆，同比增长 15%；2024 年 1-9 月新注册数同比上涨 8.5%。但新能源厢式货车的比重依然较低仅为 7%。目前欧盟推出的《欧洲气候法》中制定目标：乘用车和轻型商用车二氧化碳排放标准将要求新车的平均排放量在 2021 年水平基础上，从 2030 年起降低 55%，从 2035 年起降低 100%，从而加速向零排放出行的转型。因此新能源厢式货车的市场空间依然巨大。

从目前欧洲厢式货车销量水平看，法国、德国、意大利和西班牙为销量最大的四个国家，2023 年销量别为 38 万、26 万、20 万、15 万，新能源厢式货车销量为 3 万、2 万、7000、1 万，新能源占有率分别为 8%、8%、4%、7%。均低于欧盟新能源汽车整体渗透率的 19.92%。新能源商用车渗透率低，主要还是因为 1) 欧洲本土商用车市场集中度较高，竞争不激烈；2) 从成本端看，由于欧洲整体新能源供应链成本高，新能源商用车在售价是与传统柴油车无价格优势；3) 欧洲商用汽车更新周期较长，且需求稳定，没有集中更换新能源商用车的迫切需求，因此新能源商用车更换将是持续平稳过渡。4) 市场相对乘用车市场小，且法规严格，尚未被中国出海新能源厂商重视。

图表 5：欧洲主要厢式货车市场销量



资料来源：公司资料、第一上海

因此未来至 2035 年，无论从环保碳排放角度或者经济性角度，欧洲新能源箱式货车依然有巨大的增长空间，并且欧洲目前并未出台任何针对进口商用新能源车的关税及贸易制裁。

总结

收购瀚德逊对公司具有里程碑意义，标志着公司转型新能源商用车制造商。且凭借着公司的轻资产模式以及中国成熟的新能源车供应链，能够快速打入欧洲新能源商用车蓝海市场。为公司快速发展提供正向循环，但公司相比其他欧洲本土车企或国内出海车企依然存在资金、技术以及品牌影响力的劣势，预计未来公司在技术积累及扩充品牌影响力方面还需更大投入，才能占领市场更大份额。

重要风险

1) 宏观经济发展不及预期；2) 欧洲对进口商用车政策风险；3) 行业竞争加剧

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)