

传统外饰件升级，电池盒等加速放量

华泰研究

首次覆盖

2024 年 11 月 12 日 | 中国香港/美国

汽车零部件

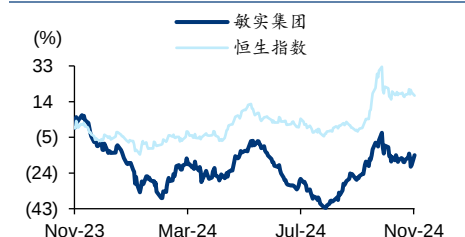
	425 HK	MNTHY US
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 29.48	美元: 75.36

研究员	宋亭亭
SAC No. S0570522110001	songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/美元)	425 HK	MNTHY US
目标价	29.48	75.36
收盘价(截至 11 月 11 日)	14.86	38.00
市值(百万)	17,267	2,196
6 个月平均日成交额(百万)	56.59	0.15
52 周价格范围	9.60-18.94	25.56-48.12
BVPS	16.65	2.22

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖敏实集团，给予“买入”评级，港股目标价 29.48 港币，美股目标价 75.36 美元。公司深耕汽车外饰、结构件领域，2006-2023 年营收 CAGR 为 21%，前瞻布局电池盒等新业务，正全球范围加速放量。目前公司已成长为全球最大的电池盒和车身结构组件供应商之一，在技术工艺、全球化经营、海外盈利性优势突出。随着电池盒产能建设和国际化布局完善，公司资本开支高峰已过，迎来全球经营的业绩兑现，估值有望由低位修复。

传统业务稳健增长，电池盒加速放量，新市场与新客户打开成长空间

公司以传统材料外饰和结构件起家并进行轻量化转型，后紧跟汽车电动化和智能化趋势，前瞻布局电池盒等产品，同时对外饰和结构件进行智能化升级并顺势布局底盘结构件等，单车配套价值不断提升。截至 24H1，电池盒业务在手订单超 1250 亿，预计 24-26 年收入增速 30%-40%，其他传统外饰、结构件业务也有 5%-15% 不等的增速预期。公司 2007 年便开始海外布局，24H1 海外收入占比达 59.2%。目前公司在全球拥有 70 多家工厂，供货 70+ 汽车品牌，各业务条线均积累大量优质客户，成长天花板较高。

内外兼修保持较高盈利能力，资本开支高峰已过、迎来业绩收获期

公司毛利率长期保持较高水平，23 年毛利率高出同行约 9pct。公司持续保持较高研发投入以保证技术、产品和工艺优势；通过延伸产业链、采用中心工厂+卫星工厂模式等降低成本和快速响应；公司合作较多中高端车企，项目毛利率相对较高。由于电池盒业务和海外工厂布局，过去几年资本支出持续较高，目前公司逐步从扩张期步入收获期。随着电池盒在全球市场放量和产能利用率提升，预计电池盒毛利率逐年提升，也带来整体期间费用率下降。

我们与市场观点不同之处

市场担忧欧洲新能源车增速放缓影响公司营收增长。我们认为，欧洲中长期新能源趋势明确，25 年至少 7 款平价电动车型将上市，催化新能源渗透率提升。公司电池盒业务布局早且在手订单充足，在欧洲市场公司技术储备全，具备价格优势，目前欧洲车企急需降本提升产品竞争力，公司竞争优势突出。

盈利预测与估值

预计 24-26 年公司营收 238/278/320 亿元，归母净利 23.42/28.47/34.25 亿元，同比+23.1%/+21.6%/+20.3%。截止 11 月 11 日，公司 PE-TTM 仅 7.60 倍，低于历史 25% 分位数。参考可比公司一致 PE 估值，给予公司 25 年 11.1 倍 PE，目标价 29.48 港币；考虑 1ADR=20 股港股，过去 1 年美股/港股股价比率约 99.71%，对应美股目标价 75.36 美元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：全球汽车市场销量不及预期；原材料和运费价格波动。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	17,306	20,524	23,837	27,774	32,033
+/-%	24.33	18.59	16.15	16.51	15.34
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,501	1,903	2,342	2,847	3,425
+/-%	0.27	26.83	23.05	21.57	20.32
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.29	1.64	2.02	2.45	2.95
ROE (%)	9.11	10.80	12.02	13.17	14.44
PE (倍)	10.47	8.26	6.71	5.52	4.59
PB (倍)	0.93	0.86	0.76	0.70	0.63
EV EBITDA (倍)	7.47	5.95	5.32	4.31	3.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17,306	20,524	23,837	27,774	32,033
销售成本	(12,522)	(14,902)	(17,057)	(19,918)	(23,024)
毛利润	4,784	5,622	6,780	7,855	9,009
销售及分销成本	(868.37)	(791.91)	(1,097)	(1,250)	(1,409)
管理费用	(1,292)	(1,449)	(1,597)	(1,833)	(2,066)
其他收入/支出	(592.07)	(565.17)	(646.35)	(741.97)	(823.72)
财务成本净额	(263.19)	(515.50)	(607.09)	(584.99)	(562.71)
应占联营公司利润及亏损	10.48	15.55	23.51	27.39	31.59
税前利润	1,779	2,315	2,857	3,473	4,178
税费开支	(248.71)	(351.48)	(439.92)	(534.81)	(643.46)
少数股东损益	29.78	60.76	74.77	90.90	109.36
归母净利润	1,501	1,903	2,342	2,847	3,425
折旧和摊销	(1,121)	(1,394)	(1,480)	(1,587)	(1,684)
EBITDA	3,163	4,225	4,944	5,644	6,425
EPS (人民币, 基本)	1.29	1.64	2.02	2.45	2.95

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	3,633	3,982	4,735	5,444	6,322
应收账款和票据	6,186	6,003	8,154	8,341	10,683
现金及现金等价物	4,221	4,337	3,324	4,696	4,164
其他流动资产	1,955	3,171	3,171	3,171	3,171
总流动资产	15,995	17,493	19,383	21,652	24,340
固定资产	13,246	15,476	15,874	15,968	15,869
无形资产	112.85	112.32	109.45	104.24	96.69
其他长期资产	3,921	4,466	4,860	4,861	4,865
总长期资产	17,279	20,054	20,843	20,933	20,831
总资产	33,274	37,547	40,227	42,585	45,171
应付账款	5,765	7,004	7,210	8,282	8,986
短期借款	7,211	5,871	5,871	5,871	5,871
其他负债	336.94	1,242	1,200	1,000	1,000
总流动负债	13,314	14,117	14,281	15,153	15,857
长期债务	1,087	3,904	3,889	3,374	2,860
其他长期债务	1,175	386.50	500.00	500.00	500.00
总长期负债	2,262	4,290	4,389	3,874	3,360
股本	116.26	116.27	116.27	116.27	116.27
储备/其他项目	16,801	18,202	20,544	22,454	24,741
股东权益	16,918	18,318	20,660	22,571	24,857
少数股东权益	780.37	821.38	896.15	987.04	1,096
总权益	17,698	19,140	21,557	23,558	25,954

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	10.47	8.26	6.71	5.52	4.59
PB	0.93	0.86	0.76	0.70	0.63
EV EBITDA	7.47	5.95	5.32	4.31	3.80
股息率 (%)	4.07	0.00	5.96	7.25	8.72
自由现金流收益率 (%)	(3.44)	8.86	(0.79)	20.53	9.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	3,163	4,225	4,944	5,644	6,425
融资成本	263.19	515.50	607.09	584.99	562.71
营运资本变动	(525.20)	1,073	(2,698)	175.53	(2,516)
税费	(248.71)	(351.48)	(439.92)	(534.81)	(643.46)
其他	(797.27)	(2,096)	(672.70)	(812.37)	(594.30)
经营活动现金流	1,855	3,366	1,741	5,058	3,234
CAPEX	(2,946)	(3,338)	(1,849)	(1,649)	(1,549)
其他投资活动	(90.81)	(162.56)	(111.22)	0.00	0.00
投资活动现金流	(3,037)	(3,500)	(1,961)	(1,649)	(1,549)
债务增加量	1,035	1,476	(14.60)	(514.60)	(514.60)
权益增加量	8.49	3.46	0.00	0.00	0.00
派发股息	(626.28)	(744.20)	0.00	(936.77)	(1,139)
其他融资活动现金流	(541.98)	(683.74)	(607.09)	(584.99)	(562.71)
融资活动现金流	(124.70)	51.86	(621.70)	(2,036)	(2,216)
现金变动	(1,306)	(82.61)	(841.45)	1,372	(532.08)
年初现金	5,492	4,221	4,165	3,324	4,696
汇率波动影响	34.90	27.26	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,221	4,165	3,324	4,696	4,164

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	24.33	18.59	16.15	16.51	15.34
毛利润	17.15	17.51	20.60	15.86	14.68
营业利润	(2.64)	38.57	22.19	17.16	16.85
净利润	0.27	26.83	23.05	21.57	20.32
EPS	0.15	26.82	23.05	21.57	20.32
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	27.64	27.39	28.44	28.28	28.12
EBITDA	18.28	20.59	20.74	20.32	20.06
净利润率	8.67	9.27	9.82	10.25	10.69
ROE	9.11	10.80	12.02	13.17	14.44
ROA	4.77	5.37	6.02	6.88	7.81
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	24.10	29.68	31.15	20.16	18.37
流动比率	1.20	1.24	1.36	1.43	1.53
速动比率	0.93	0.96	1.03	1.07	1.14
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.55	0.58	0.61	0.67	0.73
应收账款周转天数	114.45	106.90	106.90	106.90	106.90
应付账款周转天数	143.97	154.25	150.00	140.00	135.00
存货周转天数	94.78	91.99	91.99	91.99	91.99
现金转换周期	65.26	44.64	48.89	58.89	63.89
每股指标 (人民币)					
EPS	1.29	1.64	2.02	2.45	2.95
每股净资产	14.56	15.76	17.78	19.42	21.39

正文目录

投资要点	6
受益于产品前瞻布局+新市场新客户开拓，公司营收长期保持增长	6
内外兼修，保持较高盈利能力	7
后续有望重回较高分红水平，当前处于估值低位	7
我们与市场观点不同之处	7
敏实集团：营收长期增长，全球化布局不断推进	8
公司概况：全球最大的电池盒和车身结构件供应商	8
财务状况：营收长期保持增长，资本开支高峰已过	10
全球化布局不断推进，与众多全球汽车厂商建立长期业务关系	13
传统业务稳健增长，电池盒等新业务贡献增量	16
传统业务稳健增长，各细分业务仍具备一定增长动力	16
电池盒业务加速放量，顺势布局底盘结构件等产品	21
产品和客户拓展带动营收增长，内外兼修保持较高毛利率	27
新产品新市场新客户：打开成长天花板	27
内外兼修：保持较高盈利能力	29
盈利预测和估值	32
风险提示	34

图表目录

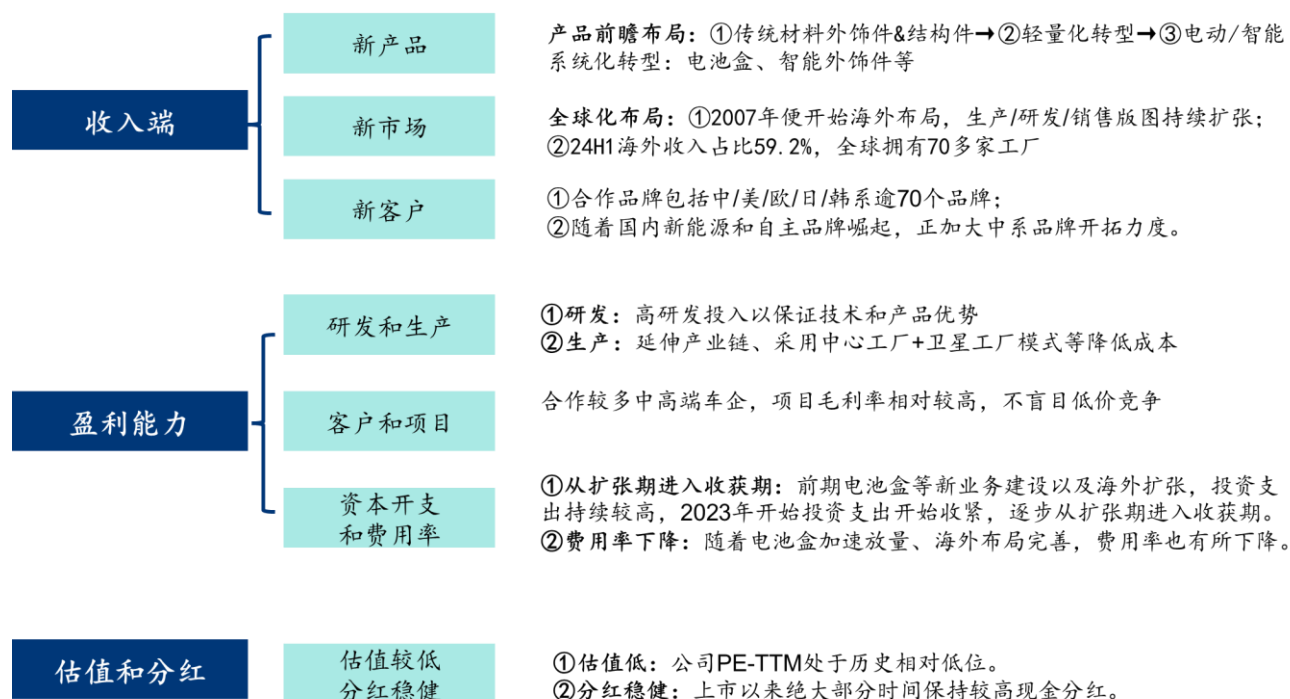
图表 1: 公司投资逻辑总结	6
图表 2: 公司产品的三个发展阶段	8
图表 3: 公司股价、PE 走势与发展阶段	9
图表 4: 公司股权结构	9
图表 5: 公司参控股公司业务分布	10
图表 6: 公司参控股公司注册地分布	10
图表 7: 公司董事会与管理层背景介绍	10
图表 8: 公司上市以来营收与归母净利润情况	11
图表 9: 2024H1 公司各地区收入占比	11
图表 10: 分地区营收情况	11
图表 11: 公司上市以来销售净利率与销售毛利率情况	12
图表 12: 公司上市以来销售、管理、财务和研发费用率	12
图表 13: 公司资本支出高峰或告一段落	12
图表 14: 公司折旧摊销和占营收比重	12
图表 15: 公司历史分红情况	13
图表 16: 公司上市以来股息率、股利支付率和 ROIC	13
图表 17: 公司与可比公司股利支付率对比	13
图表 18: 公司 PE-TTM 估值处于历史低位	13
图表 19: 公司海外布局时间节点梳理	14
图表 20: 公司全球化研发布局	14
图表 21: 2024 年中国企业-全球汽车零部件 100 强	15
图表 22: 公司分业务客户情况 (不完全统计)	15
图表 23: 公司主要产品介绍	16
图表 24: 24H1 公司收入结构 (不包括对销)	16
图表 25: 24H1 公司毛利率情况	16
图表 26: 公司传统外饰件产品介绍	17
图表 27: 不同材质车辆外饰件性能对比	18
图表 28: 2021-2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模	18
图表 29: 传统外饰件智能化带来单车价值量显著增长	18
图表 30: 敏实智能外饰集成化解决方案介绍	19
图表 31: 公司智能外饰配套情况	19
图表 32: 传统零部件竞争对手情况	20
图表 33: 公司近年来传统外饰件新增配套 (不完全统计)	20
图表 34: 电池盒产品图示	21
图表 35: 车身及底盘结构件产品图示	21
图表 36: 2011-2023 年全球新能源汽车销量以及渗透率	22
图表 37: 2023 年分区域新能源汽车渗透率	22
图表 38: 2021-2025 全球新能源汽车电池箱市场规模	22
图表 39: 2021-2025 中国新能源汽车电池箱市场规模	22

图表 40: 欧洲汽车企业积极推动碳中和排放时间表	23
图表 41: 2025 年欧洲预计将推出至少 7 款经济型新能源车型	23
图表 42: 电池盒行业上市公司介绍	24
图表 43: 2023 年电池盒箱体行业市占率情况	25
图表 44: 电池盒行业主要公司下游客户情况	25
图表 45: 公司电池盒产品种类较多, 能够提供多种解决方案	25
图表 46: 公司电池盒产品配套时间线	26
图表 47: 公司电池盒及其他布局产品介绍	26
图表 48: 公司历年营业收入与客户拓展情况	27
图表 49: 公司目前对国内合资品牌的依赖度逐渐下降	28
图表 50: 新能源业务占营收比重逐渐上升	28
图表 51: 公司 2024H1 各地区营业额明细	28
图表 52: 公司在手订单拆分 (截止 2024 年 6 月底)	28
图表 53: 公司中系业务介绍	28
图表 54: 可比公司毛利率	29
图表 55: 可比公司研发费用率对比	29
图表 56: 公司研发费用与研发费用率情况	29
图表 57: 公司四大核心材料及表面处理技术介绍	30
图表 58: 公司“中心工厂”模式示意图	30
图表 59: 公司营业收入和毛利率预测	32
图表 60: 公司费用率预测	33
图表 61: 公司与可比公司估值	33
图表 62: 敏实集团 PE-Bands	34
图表 63: 敏实集团 PB-Bands	34

投资要点

我们认为公司主要投资逻辑包括：（1）收入端：①新产品：公司产品前瞻布局，很早便开始电动/智能/系统化转型，前瞻布局电池盒，并对传统产品智能化和系统化升级；②新市场：公司2007年便开始海外布局，当前在全球拥有70多家工厂，24H1海外收入占比达59.2%；③新客户：公司全球合作品牌超70个，同时在加大中系客户拓展，全球范围成长天花板高。（2）盈利能力：公司内外兼修，保持较高毛利率，2023年公司比可比公司高约9pct；并且公司资本开支高峰已过，正在从扩张期迈入收获期，也将对毛利率产生正面影响。（3）估值和分红：公司历史长期保持较高的现金分红，资本开支高峰已过，预期自由现金流向好，有望重回较高分红水平；截止2024年11月11日，公司PE-TTM仅为7.60倍，处于历史相对低位。

图表1：公司投资逻辑总结



资料来源：华泰研究

受益于产品前瞻布局+新市场新客户开拓，公司营收长期保持增长

产品端：公司数次进行产品的前瞻研发和布局，单车配套价值不断提升。上市初期公司以传统材料外饰和结构件为基本盘，2009年前后进行轻量化转型，2016年开始又进一步抓住电动化、智能化和系统化趋势，前瞻布局电池盒等产品，并对传统外饰和结构件进行升级。**市场和客户拓展：**公司不断开拓新市场和新客户，打开成长天花板，当前公司业务布局遍及全球3个大洲14个国家，拥有多元化客户结构，涵盖全球逾70个汽车品牌。国际化布局下，24H1公司海外业务收入占比过半，截止24年6月30日，公司在手订单超2360亿元。此外随着自主品牌的崛起，公司也正大力开拓中系客户，24H1国内前三大客户中自主占据两席。

内外兼修，保持较高盈利能力

在研发和生产方面：公司重视技术创新，保持高研发投入保证产品优势，掌握多项材料核心技术，工艺成熟且布局完善；发挥公司体量优势，一体化生产+垂直整合提高生产效率，中心工厂+卫星工厂模式实现降本和快速响应。**在客户和项目选择上：**公司重视服务高质量客户，合作较多中高端车企，项目毛利率相对较高，不盲目低价竞争。**资本开支高峰已过，逐步步入收获期：**公司 2016 年开始布局电池盒等新业务，在海外持续扩张并不断建设海外工厂，投资支出持续较高。2023 年开始公司投资支出开始收紧，24H1 公司投资支出 10.93 亿元，同比-46%，逐步从扩张期进入收获期，随着公司资本支出高峰过去以及电池盒等新业务快速放量推动营收增长，我们预计折旧摊销占营收的比重未来几年也会逐渐回落，从而对公司毛利率也起到正面影响。

后续有望重回较高分红水平，当前处于估值低位

估值低+分红较稳定：截止 2024 年 11 月 11 日，公司 PE-TTM 估值仅为 7.60 倍，处于历史相对低位。此外公司在历史上分红稳定，2005-2022 年间持续进行现金分红，2012-2022 年股利支付率稳定在 40%左右。2023 年公司预计后续仍有较高资本开支未进行现金分红，但 2024 年公司经营重心逐渐由产能扩张调整至提高新产能的利用率，因此削减资本开支，预计现金流情况改善，后续有望恢复较高的股利支付率进行分红，并于 24 年 8 月决议了 5 亿港币的股票回购计划。

我们与市场观点不同之处

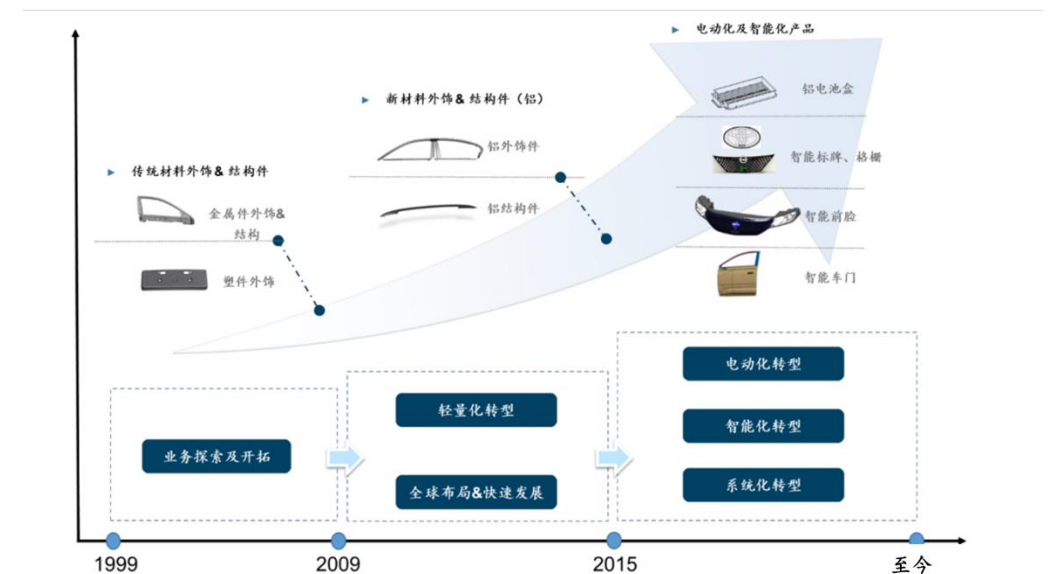
市场较为担心欧洲新能源增速放缓情况下，公司营收增长可能不及预期，我们认为不必过于担心。①**市场方面：**根据 Marklines，2023 年欧洲（含中东欧）新能源汽车销量达到 411 万辆，同比+20%，新能源渗透率为 24%，增速较快且渗透率有很大上升空间。随着欧洲碳排放标准愈加严格和更多平价新能源车型的上市（根据 T&E，2025 年欧洲市场预计将推出 7 款价格低于 25000 欧元的新能源车型），欧洲电动车新车周期预期加快，电池盒市场规模扩大的趋势非常明确。②**竞争格局上：**电池盒业务需要大量前期资本投入和良好的客户积累，截止 24 年 6 月 30 日，公司电池盒业务在手订单超 1250 亿元，电池盒等新业务增长动力充足。公司在欧洲市场技术储备全，具备价格优势，目前欧洲车企急需降本提升产品竞争力，公司竞争优势突出。③**此外随着自主品牌的崛起，公司也在大力开拓更多中系客户。**公司 2024H1 国内前三大客户中，自主品牌占据两席，体现了中系品牌对公司业绩的强劲支撑。

敏实集团：营收长期增长，全球化布局不断推进

公司概况：全球最大的电池盒和车身结构件供应商

敏实集团有限公司（简称“公司”）于 1992 年成立于浙江宁波（宁波敏孚机械有限公司），2005 年在港交所主板挂牌上市，是全球最大的电池盒和车身结构组件供应商。公司自成立至今可分为三个主要发展阶段，分别为业务探索及开拓期，轻量化转型+全球布局期，以及电动化+智能化+系统化转型期。（1）自公司成立至 2009 年为公司业务探索及开拓期。公司此时具备了金属与塑料外饰件的研发、生产和销售能力，产品以传统外饰件为主，单车价值量不足千元。（2）2010 至 2015 年为公司轻量化转型和全球布局阶段，公司在这一阶段顺应汽车轻量化发展趋势，布局新材料外饰件和轻量化铝件，进入宝马铝饰条供应链体系。（3）2016 年之后，公司进入电动化+智能化+系统化转型期，公司顺应汽车“新四化”趋势，通过自主研发形成了电池盒、智能外饰等创新产品的全新产品体系，单车价值量持续提升。当前公司主要拥有两大业务，分别为汽车零部件和工装模具的研发、生产和销售。公司作为全球化供应商，已在亚洲、欧洲、美洲多个国家布局研发、设计、生产、销售网络，与世界各地 70 多个汽车品牌建立合作。公司 2024 年 H1 营业收入 110.9 亿元，同比+13.8%，归母净利润 10.7 亿元，同比+20.4%。

图表2：公司产品的三个发展阶段



资料来源：公司招股书、华泰研究

2015 年底-2017 年期间，公司股价处于上行周期，主要受益于：①下游汽车行业产销景气度高，根据中汽协，国内乘用车销量从 2015 年的 2111 万辆增长到 2017 年的 2474 万辆，维持过去十多年的增长态势；②公司产品不断拓展，开发电池盒等新业务并加大全球化布局。而 2018 年之后公司股价整体呈现下行趋势，主要系：①2018-2022 年全球汽车产销下滑，根据 Marklines，全球汽车销量从 2018 年的 9270 万辆下滑至 2022 年的 7950 万辆，2023 年回暖至 8860 万辆；②公司加大海外布局，电池盒业务资本支出较大而新业务收入处于放量早期；③国内竞争加剧，公司的合资客户市占率受到挑战。

图表3： 公司股价、PE 走势与发展阶段

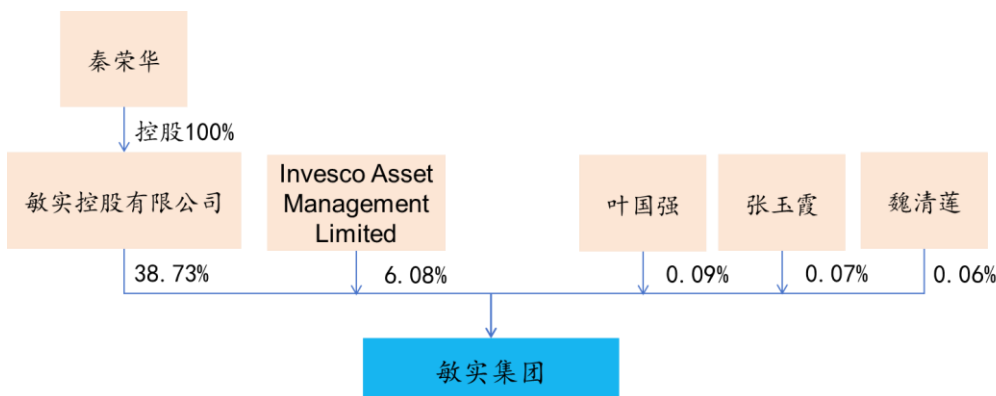


注：截至 2024 年 10 月 11 日数据

资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

公司股权结构清晰，秦荣华为实控人。截止 2024 年 6 月 30 日，在公司主要股东中，敏实控股有限公司持有 38.73% 的股权，景顺资产管理有限公司持有 6.08% 股权，董事会主席魏清莲持有 0.06% 股权，秦荣华持有敏实控股有限公司 100% 股权，间接持有公司 38.73% 股权，是公司的实际控制人，秦荣华与魏清莲系夫妻关系，二人构成一致行动人。

图表4： 公司股权结构

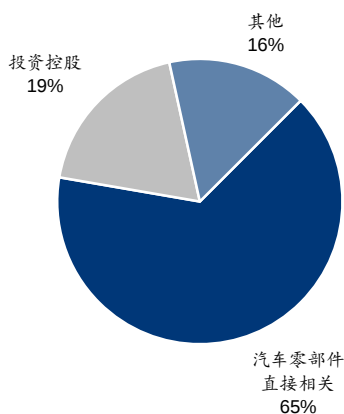


注：截至 2024 年 6 月 30 日

资料来源：同花顺 ifind，公司公告，华泰研究

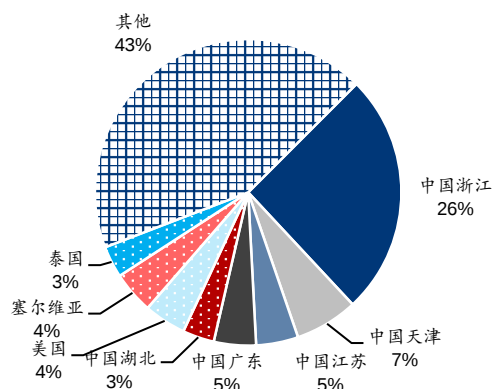
公司子公司数量较多,业务以汽车零部件为主。根据 2023 年年报数据，截至 2024 年 4 月 30 日，公司拥有 123 家子公司，6 家合营公司，9 家联营公司。公司大部分子公司业务为汽车零部件的制造与销售，契合公司主营业务，从地域分布来看，公司国内子公司集中分布在浙江、天津、江苏等地，国外子公司在美国、塞尔维亚、泰国布局较多。

图表5：公司参控股公司业务分布



注：比例是按照参控股公司个数计算
资料来源：同花顺 ifind，华泰研究

图表6：公司参控股公司注册地分布



注：比例是按照参控股公司个数计算
资料来源：同花顺 ifind，华泰研究

董事会与高管团队学历较高，且大多长期在公司任职。公司行政总裁，董事会主席魏清莲女士为硕士学历，2002 年加入公司，系公司实控人秦荣华先生之妻。首席财务官，执行董事张玉霞女士为硕士学历，2008 年开始担任敏实控股及其子公司审计经理、财务经理和财务总监等职务，2019 年开始担任公司首席财务官，对公司财务管理经验丰富。集团全球研发副总裁，执行董事叶国强先生为本科学历，2005 年起在敏实集团从事研发工作，具有丰富的研发经验。

图表7：公司董事会与管理层背景介绍

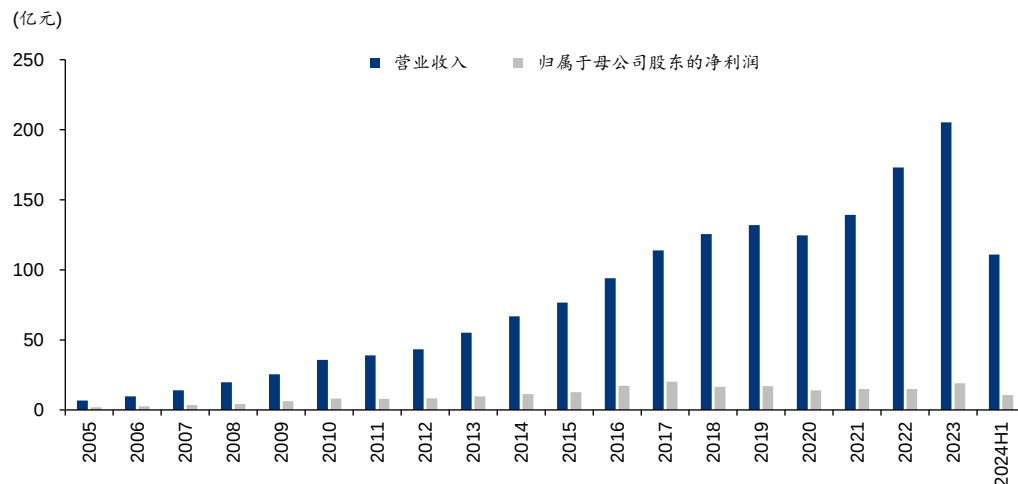
姓名	职务	学历	出生年份	个人简介
魏清莲	行政总裁，董事会主席,执行董事	硕士	1956	2002 年加入敏实集团有限公司，2020 年 5 月至今，魏清莲担任敏实集团有限公司主席兼执行董事。于 2022 年 6 月 13 日获委任为敏实集团有限公司行政总裁。
叶国强	集团全球研发副总裁，执行董事	本科	1979	男，1979 年 12 月出生，毕业于杭州电子科技大学机械电子专业。2002 年-2004 年，任宁波蓝光实业股份有限公司技术工程师；2005 年 1 月至今，历任敏实集团研发中心实验室主任、创新研究中心总经理。现任公司全球研发资深副总裁。
张玉霞	首席财务官，执行董事	硕士	1979	女，1979 年 10 月出生，毕业于北京林业大学管理专业。2008 年 1 月至 2019 年 1 月，历任敏实控股及其子公司审计经理、财务经理、财务总监；2019 年 2 月，加入敏实集团；2019 年 3 月至今，任敏实集团有限公司首席财务官。于 2023 年 5 月 31 日获委任为敏实集团有限公司执行董事。
易蕾莉	公司秘书	本科	1973	1973 年 3 月出生，毕业于华东师范大学英语语言文学专业。2001 年 2 月至 2018 年 2 月，历任敏实集团人力资源部经理、海外事业部高级经理、总经理助理、投资者关系部总经理；2018 年 2 月至今，任敏实集团有限公司的公司秘书。
刘艳春	行政总裁资深特助	本科	1965	1965 年 9 月出生，毕业于哈尔滨工业大学工业管理工程专业。1999 年 10 月至 2018 年 8 月，历任敏实集团质量体系经理、工厂高级经理、区域总经理、主席助理、研发中心总经理等职务；2018 年 9 月至 2023 年 9 月，任敏实集团有限公司首席运营官。
秦国峰	首席战略官	本科	1987	毕业于多伦多大学，工商管理学士。于 2017 年 7 月获委任为汽车电子企业淳安电子股份有限公司的董事长，2022 年 7 月 1 日加入集团并获委任为集团首席战略官，为公司最终控股股东秦荣华先生及公司执行董事兼主席魏女士的儿子。
秦千雅	非执行董事	硕士	1989	1989 年 2 月出生，毕业于哈佛大学教育学院成人发展及组织变革专业，硕士研究生学历，系公司实控人秦荣华的女儿。2015 年 8 月，秦千雅加入敏实集团，任敏实集团有限公司执行董事兼北美区区域总经理。于 2023 年 5 月 31 日获调任为敏实集团有限公司非执行董事。

资料来源：同花顺 ifind，华泰研究

财务状况：营收长期保持增长，资本开支高峰已过

在营收方面，公司自 2005 年港交所上市以来，受益于全球和国内汽车销量持续攀升，公司营收稳健增长。2020 年受疫情影响，全球乘用车市场销量同比下降 16%，公司营收同比仅下降 5.54%，除 2020 年外其余年份公司营收均保持增长，体现了公司较强的业绩韧性。在归母净利润方面，公司归母净利同样在绝大多数时间保持增长。受益于传统业务表现良好，电池盒业务放量增长，2024 年 H1 营业收入 110.9 亿元，同比增长 13.78%，归母净利润 10.68 亿元，同比增长 20.39%，保持较高增速。

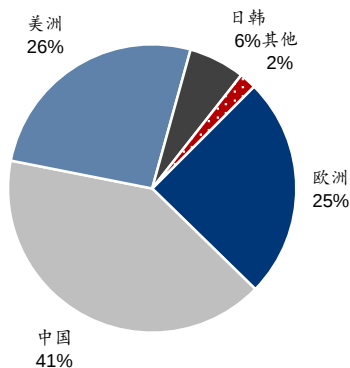
图表8：公司上市以来营收与归母净利润情况



资料来源：同花顺 ifinD，华泰研究

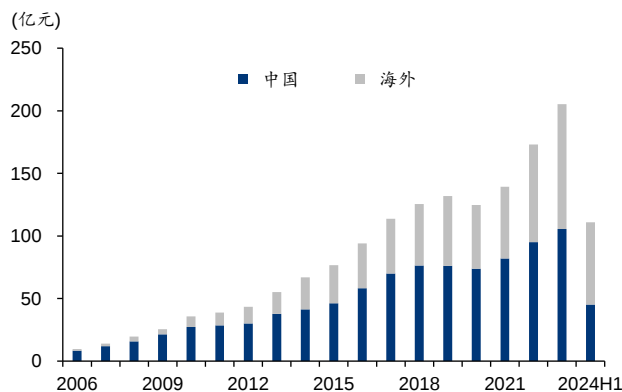
公司收入主要来自汽车零部件，海外市场占比持续提高。从地区来看，公司近年来大力开拓海外市场，海外业务占比不断提高，根据公司 2024 年中报，公司 2024 年 H1 国内市场收入 45.26 亿元，营收占比为 40.8%，海外市场收入 65.65 亿元，海外收入占比 59.2%，美洲市场收入占比 26.2%，欧洲市场收入占比 24.8%。未来随着海外工厂不断投产放量，海外收入有望进一步提升。

图表9：2024H1 公司各地区收入占比



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

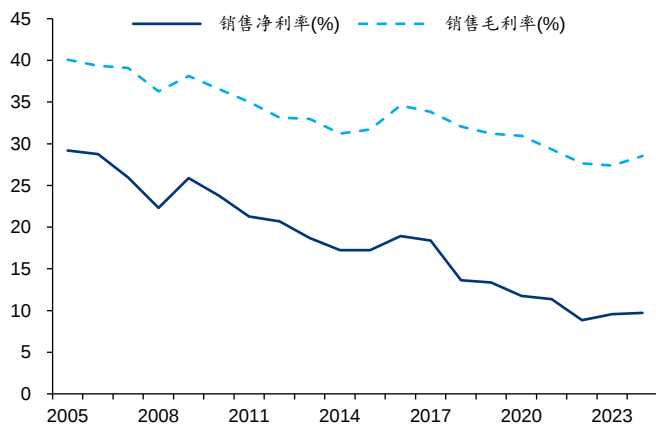
图表10：分地区营收情况



资料来源：同花顺 ifinD，华泰研究

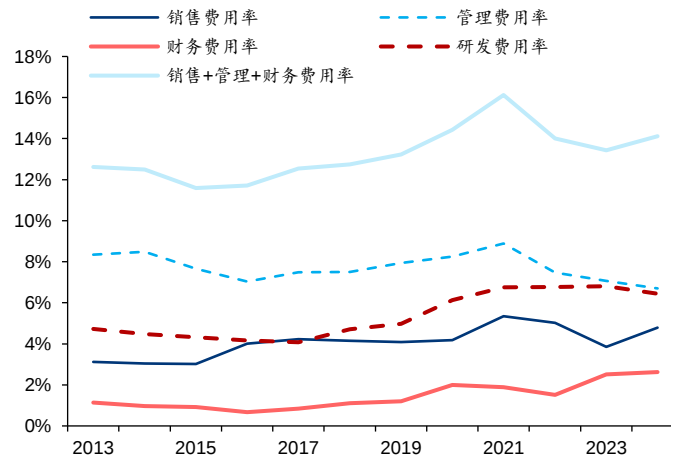
公司 24H1 盈利能力有所改善。公司 2005 年上市之初销售毛利率和销售净利率分别为 40.08%/29.19%，2023 年年报销售毛利率和销售净利率分别为 27.39%/9.57%，受公司电池盒业务前期产能利用率较低，折旧摊销较高影响较大。24H1 公司盈利能力有一定改善，销售毛利率和销售净利率分别为 28.51%和 9.71%，相较于 23 年底分别+1.12/+0.14pct。公司传统外饰件毛利率在 30%左右，电池盒毛利率相对较低，但近年来随着产能利用率提高有一定提高，24H1 公司电池盒业务毛利率为 20.6%，对整体盈利能力影响降低，考虑到未来电池盒需求不断增加，公司电池盒产能利用率有望继续提升，毛利率仍有回升空间。

图表11: 公司上市以来销售净利率与销售毛利率情况



资料来源: 同花顺 ifinD, 华泰研究

图表12: 公司上市以来销售、管理、财务和研发费用率

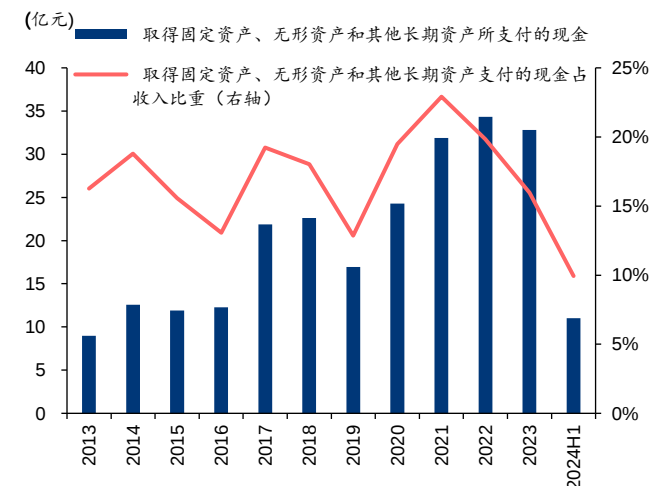


资料来源: 同花顺 ifinD, 华泰研究

在期间费用方面, 公司控费能力有所改善。公司管理费用占比较高, 销售和财务费用占比相对较低。由于公司持续开拓海外业务, 对行政管理人员储备需求较大, 因此管理费用率整体上升带动期间费用率走高。2021年后公司期间费用率出现一定下降, 控费能力得到改善。一方面, 公司海外布局已经日趋完善; 另一方面, 公司加强内部管理, 降本效果显现。

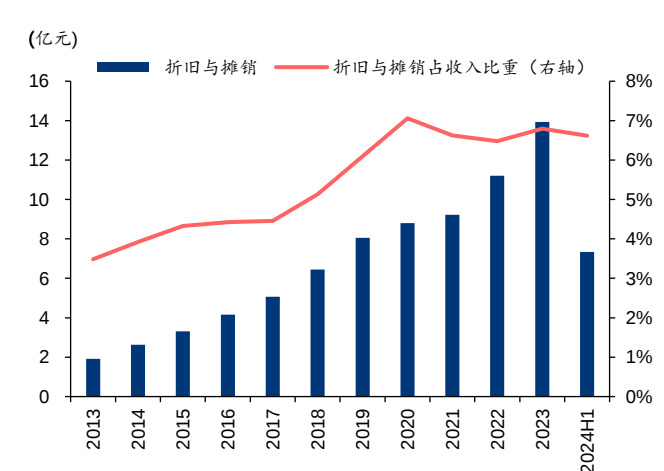
从投资支出来看, 公司资本开支高峰已过。公司自2016年开始布局电池盒等新业务, 在海外持续扩张并不断建设海外工厂, 投资支出持续较高。2023年开始公司投资支出开始收紧, 24H1公司投资支出10.93亿元, 同比-46%, 同时资本支出占营收的比重从2022年起也开始回落, 资本支出高峰或告一段落, 将缓解公司债务和现金流压力并增强分红能力。2020-2023年期间, 折旧摊销占营收比重维持在7%左右的高位, 而随着公司资本支出高峰过去以及电池盒等新业务快速放量推动营收增长, 我们预计折旧摊销占营收的比重未来几年也会逐渐回落, 从而对公司毛利率起到正面影响。

图表13: 公司资本支出高峰或告一段落



资料来源: 同花顺 iFind, 华泰研究

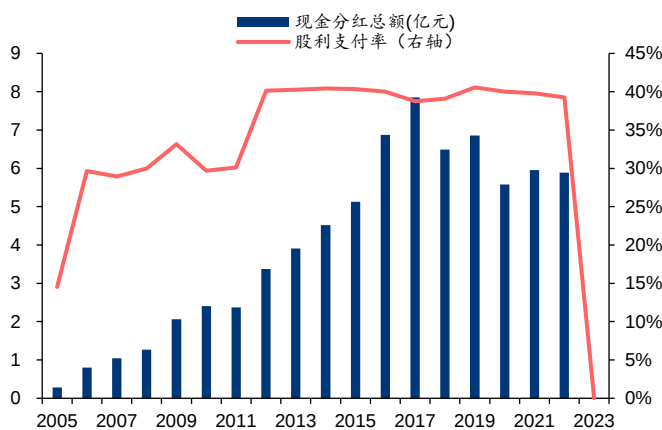
图表14: 公司折旧摊销和占营收比重



资料来源: 同花顺 iFind, 华泰研究

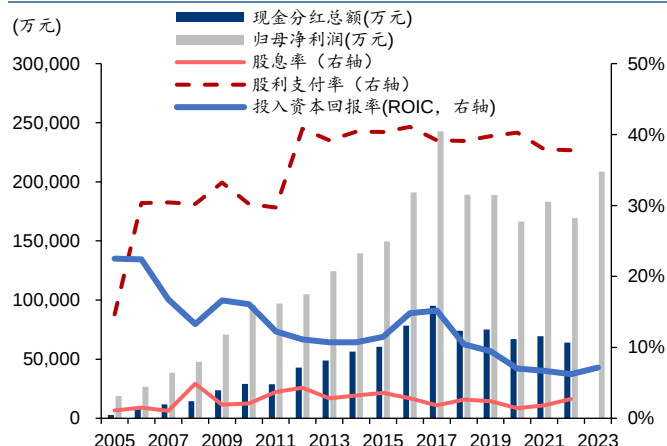
公司逐步从扩张期进入收获期，当前处于历史估值相对低位。从 ROIC 角度来看，2017 年以来公司 ROIC 有较明显下滑趋势，或部分是由于公司对于电池盒等新业务大量投资而量产规模较小，而随着公司电池盒业务爬坡，公司逐步从扩张期步入收获期，2023 年 ROIC 恢复至 7.16%。公司历史上绝大部分时间保持高分红，2005-2022 年间持续进行现金分红，2012-2022 年股利支付率稳定在 40% 左右。2023 年公司由于资本开支和有息负债率较高未进行分红，2024H1 公司逐步从扩张期步入收获期，削减资本开支，现金流情况改善，并决议了回购计划。此外截止 2024 年 11 月 11 日，公司 PE-TTM 估值仅为 7.60 倍，处于历史相对低位。

图表15：公司历史分红情况



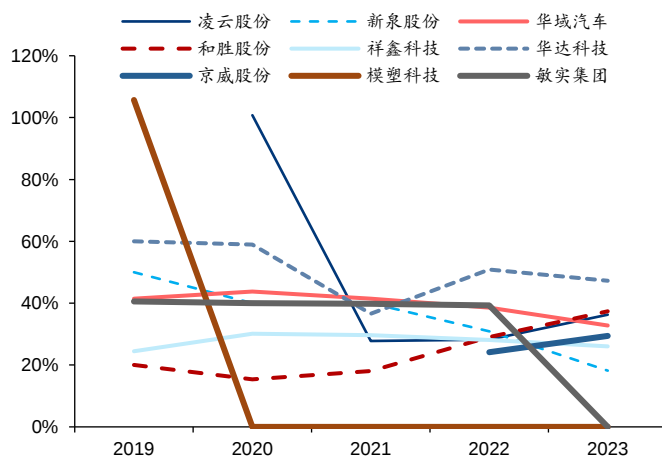
资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

图表16：公司上市以来股息率、股利支付率和 ROIC



资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

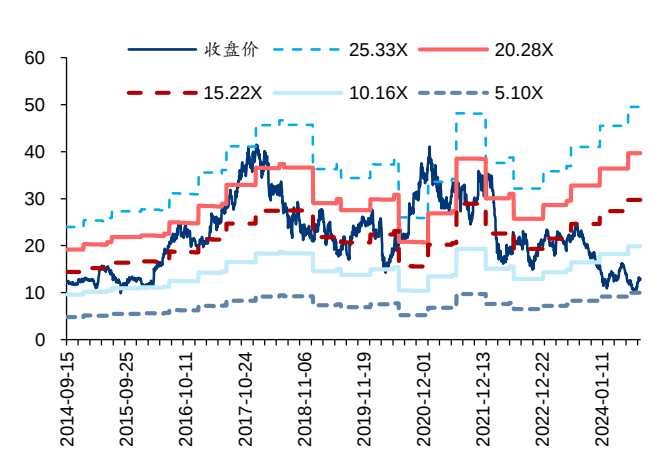
图表17：公司与可比公司股利支付率对比



注：已剔除负值。

资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

图表18：公司 PE-TTM 估值处于历史低位



资料来源：同花顺 iFind，华泰研究

全球化布局不断推进，与众多全球汽车厂商建立长期业务关系

公司致力于全球化布局，生产/研发/销售版图持续扩张。公司 2007 年开始向海外扩张并在美国成立了 Minth North America，并在日本成立了销售和研发基地敏实日本株式会社，随后，公司在泰国、墨西哥、德国、塞尔维亚、英国、法国、捷克等地分别成立工厂或研发基地，逐渐成长为全球化的汽车零部件供应商。据公司官网数据，公司已经在全球拥有 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。客户遍布亚洲、欧洲、北美共计 30 个国家。公司 24H1 海外业务收入占比 59.2%，随着公司海外工厂产能不断释放，坚定实施全球化战略，未来公司海外收入占比有望继续提高。

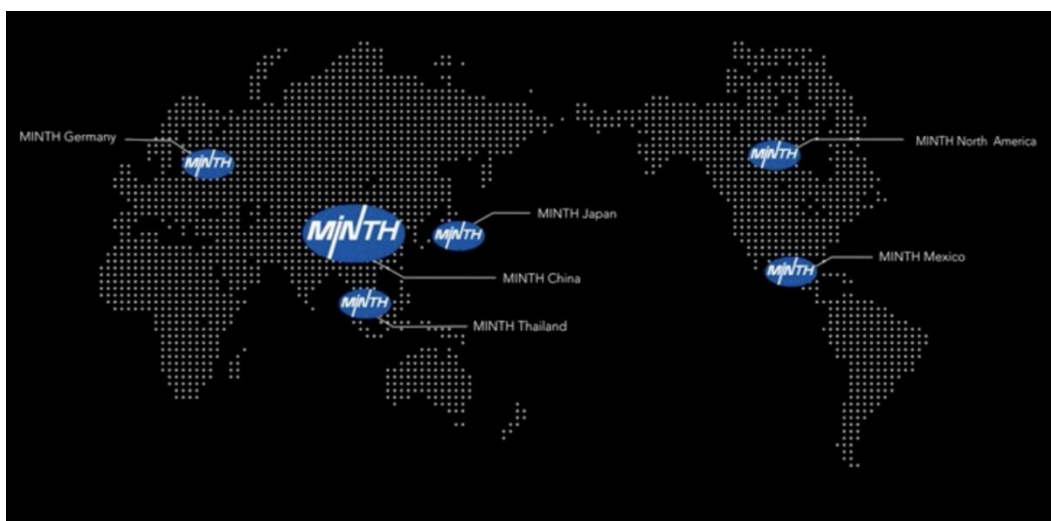
图表19：公司海外布局时间节点梳理

时间	事件
2007	敏实集团向海外扩张，在美国站稳脚跟，成立了 Minth North America，并在日本成立了销售和研发基地——敏实日本株式会社
2008	2008 敏实集团海外分公司 MINTH Aapico 于泰国宣告成立
2009	敏实集团在墨西哥建立了第一个制造基地
2010	敏实德国有限公司成立
2012	收购了 CST，并建立了欧洲第一个制造基地
2014	收购美国 Plastic Trim International(PTI)，主营业务为注塑成型及挤出
2017	投资 3.5 亿美元扩建墨西哥阿瓜斯卡连特斯(Aguascalientes)州的工厂
2017	集团宣布在 5 年间投资 1,320 万美元用于在田纳西州 Lewisburg 新设工厂
2018	筹建英国工厂，塞尔维亚工厂成立
2020	在捷克建设新能源汽车铝电池盒项目(一期),规划厂房建设 2 万多平方米,新建电池盒总成框架、总成支架、MIG 焊接系统等三条大型全自动生产线
2022	在洛兹尼察(Loznica)新建工厂，该工厂生产 EV 电池外壳零部件和车身铝饰件
2022	与雷诺成立合资公司，该合资公司将在雷诺旗下 Renault ElectricCity 的吕伊斯(Ruitz)工厂生产电池盒，并将产品供应给杜埃(Douai)工厂和莫伯日(Maubeuge)工厂。
2022	波兰工厂开始建设
2023	扩建塞尔维亚沙巴茨工厂

资料来源：公司官网，Marklines，华泰研究

公司致力于全球化研发，目前在海外拥有五个研发平台，分别位于泰国、日本、德国、美国 and 墨西哥，覆盖亚、欧、北美三个大洲。由于各个国家和地区汽车产业发展水平不同，公司全球化研发布局可以有效应对客户个性化需求，提升产品适配程度。此外，全球化研发布局也有助于公司吸引全球研发人才，提升研发实力。

图表20：公司全球化研发布局



资料来源：公司公众号，华泰研究

公司近年来持续建立自身竞争优势，与全球汽车厂商建立长期业务关系。公司是全球最大的电池盒和车身结构件供应商，拥有四大关键材料及表面处理技术，目前合作品牌包括中系、美系、欧系、日系、韩系车型，涵盖全球逾 70 个汽车品牌。2024 年公司在全球汽车零部件供应商百强榜中位列第 77 名，相较于 2023 年前进 5 名，在上榜的中国企业中位列第十。

图表21： 2024 年中国企业-全球汽车零部件 100 强

2024 排名	排名变化	公司名称	2023 年营收 (亿美元)
4	1	宁德时代	413.65
15	2	延锋	155.13
40	0	均胜电子	79.06
48	0	北京海纳川	59.66
49	1	中信戴卡	58
70	8	宁波华翔电子	32.96
72	4	德昌电机	32.1
73	新上榜	国轩高科	31.92
74	15	德赛西威	31.05
77	5	敏实集团	29.14
80	4	诺博汽车系统	28.17
81	13	宁波拓普	27.82
87	6	精诚工科汽车	24.81
89	6	安徽中鼎	23.46
100	新上榜	三花汽零	14.78

资料来源：Automotive News，盖世汽车，华泰研究

图表22： 公司分业务客户情况（不完全统计）

产品	金属及饰条	中系	美系	欧系	日系
传统外饰件	塑件	广汽、	通用、特斯拉	宝马、大众	日产、本田、丰田
	金属及饰条	广汽、上汽、长城	通用、特斯拉	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎	日产、本田、丰田
	铝件	长城、吉利、理想、零跑、小鹏	通用、福特	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎、奥迪	日产、本田
电池盒及车身结构件	电池盒	长城、亿纬锂能、宁德时代、小鹏、理想、蔚来、长安、比亚迪	特斯拉、福特	奔驰、宝马、大众、PSA、雷诺、路虎、沃尔沃、斯特兰蒂斯、捷豹、奥迪、保时捷、标致、欧宝、DS、雪铁龙	日产、本田
	车身结构件	吉利、理想、零跑		奔驰、宝马、大众、PSA、沃尔沃、雪铁龙、欧宝、DS	
智能外饰件		小鹏、吉利、蔚来、鸿蒙、小米	通用、福特	奔驰、宝马、大众、沃尔沃	日产、本田、丰田

资料来源：公司招股书，Marklines，公司公告，华泰研究

传统业务稳健增长，电池盒等新业务贡献增量

传统业务稳健增长，各细分业务仍具备一定增长动力

公司主营业务为汽车外饰件和结构件，从应用领域来看可分为传统外饰件、车身与底盘结构件、智能外饰件和其他新产品，汽车外饰件产品主要指用于车身外部，对汽车起到装饰保护作用及开启等功能的部件。汽车外饰件种类众多，包括车身外部的覆盖件、装饰件和结构件产品等。公司致力于通过自主研发实现电动化、智能化、系统化转型，形成了一系列创新产品。从产品类型来看，公司主要产品可分为金属饰条、塑件、铝件和铝电池盒件等。

图表23：公司主要产品介绍

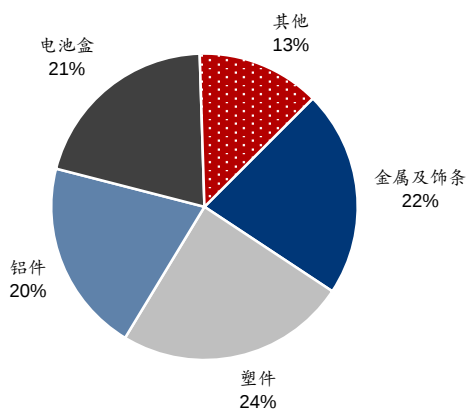
	具体产品	供应车型
金属饰条	门框总成、内外水切、门框饰条、顶盖装饰条总成、后侧围窗总成、防夹条总成、车窗导轨总成等	传统燃油车+新能源车
塑件	雷达格栅、智能发光格栅、发光标牌、智能 B 柱盖板总成、主动进气格栅、带充电口进气格栅、扰流板、后牌照上饰条总成等	传统燃油车+新能源车
铝件	铝外水切、铝门框饰条、铝侧围装饰条、行李架总成、铝门框、皮卡后车厢盖总成等	传统燃油车+新能源车
铝电池盒件	电池盒、副车架、减震塔、前碰撞管理系统、电控/电机壳等	主要为新能源车型

注：标粗部分为智能外饰相关

资料来源：公司招股书、公司官网、华泰研究

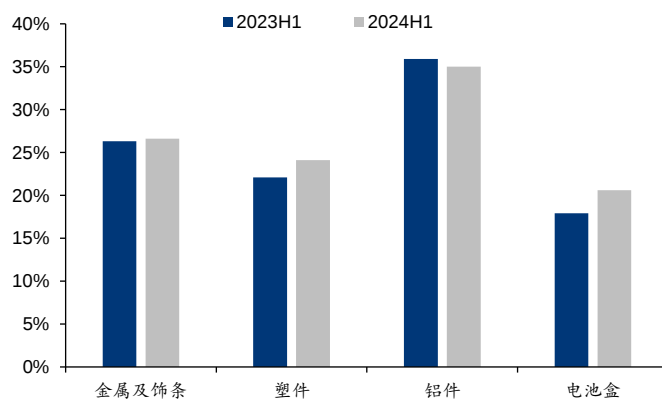
金属饰条、塑件和铝件属于公司传统业务，目前仍在公司收入中占主导地位。根据公司 2024 年中报数据，公司 24H1 收入中 66%来自金属饰条、塑件和铝件销售，上述业务为公司持续发展提供了坚实的基础。而从毛利率角度看，2024 年 H1 传统业务中金属饰条、塑件和铝件业务毛利率分别为 27%/24%/35%，均保持较高盈利能力，为公司贡献稳定利润。

图表24：24H1 公司收入结构（不包括对销）



资料来源：公司公告，华泰研究

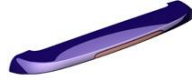
图表25：24H1 公司毛利率情况



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

传统外饰件向个性化、轻量化、智能化、集成化方向发展。由于汽车技术存在同质化倾向，汽车外观逐渐成为打动消费者购车的因素，汽车外饰件作为最容易被消费者感知的零部件，逐渐成为消费者在购车时考虑的重要因素。

图表26：公司传统外饰件产品介绍

产品种类	产品名	产品简介	产品图示
饰条	外水切/内水切	通过对各种工程塑料的应用研究，采用传统押出及创新独特的押出在线贴膜等工艺，为汽车提供多种表面效果的外水切产品，从不锈钢本色、塑料黑色，到涂装色、喷粉色、氧化色等，不仅满足客户对于车身饰条整体效果的匹配，还能兼顾轻量化、个性化等多种需求。内水切装置于车门玻璃内侧腰线位置的装饰条，采用塑料 TPV、PVC、PP 等材料，通过押出、复押、冲切等工艺加工完成。可为客户定制考量设计端部注塑，为汽车减少车外溢音进入，为乘客提供一个更加静谧的空间。	
	门框饰条总成	门框饰条总成装置于车框上条位置的装饰条，从 A 柱到 C 柱，与其它门饰条形成一体的长线条装饰效果。可采用不锈钢、塑料 TPV/PVC、铝合金材质，结合先进高效的涂装或阳极氧化等表面处理工艺，为客户提供从不锈钢本色、塑料黑色，到涂装色、喷粉色、氧化色等丰富多彩的外观效果，满足客户对于不同层次、不同档次车的需求。	
	侧围装饰条总成	侧围装饰条总成装置于车窗玻璃以上、侧围钣金位置的装饰条，从 A 柱到 C 柱，可起到长线条式样的美感。敏实可满足多种式样的外观要求，从不锈钢亮色，不锈钢拉丝，黑色塑料色，到涂装银色/黑色，氧化银色/黑色等，也可满足多种固定方式和大弧度的造型需求。	
	顶盖装饰条总成	装置于车顶钣金槽内的装饰条，可从前风挡玻璃到后风挡玻璃，起到美化车顶和阻绝噪音的作用。通常以黑色塑料色作为外观效果，也可作喷漆、喷粉等表面处理，形成与车身同色的效果，满足多种弧度式样、多种车身结构。	
	侧围后窗总成	装置于侧围后侧上的三角窗，起到装饰美化、增加采光的作用。作为车门装饰件的延伸，结合不锈钢饰条、铝饰条、高光黑装饰板，产生多种外观效果，构成整车造型形态。	
	防夹条总成	安装于尾门两侧，在电动尾门关闭时起到安全防夹功能。随着汽车智能化的发展，电动尾门已越来越普及，起到安全防夹作用的防夹条也越来越受到欢迎。	
饰件	散热器格栅总成	装置于前保险杠，以塑料为本体，结合高光注塑，车身色涂装、清漆涂装、各种形式的电镀及热烫印等工艺应用，为客户打造各汽车品牌独一无二的前脸造型。	
	后扰流板总成	装置于尾门上侧，主要起平衡车身空气流动，降低车身风噪和装饰尾门外观的作用。产品主要以塑料 PC+ABS、PC+PET、ASA 等为基材，结合高光注塑、车身色涂装等工艺。敏实具备专业的柔性打胶方案，成熟的焊接方案等多种加工能力，可满足客户多种式样的外观要求。	
	后牌照上饰条总成	装置于尾门外钣金上，其主要作用是在开启尾门时提供着力点，同时具有装饰的作用。	
	盖板	作为车门外饰的重要构成，分布于 A 柱、B 柱、C 柱，不仅拥有传统的玻璃引导功能，同时兼有装饰功能。采用塑料、铝合金材质，满足轻量化的同时，结合先进免涂技术，高效的涂装、阳极氧化等表面处理工艺，为客户提供从塑料黑色，到免涂高黑、涂装、Hard Coating、氧化等丰富多彩的外观效果，满足客户对于不同层次、不同档次车的需求。	

资料来源：公司官网，华泰研究

在轻量化方面，未来铝合金外饰件市场渗透率有望持续上升。铝合金材料密度较低，仅为钢材的 1/3，减重效果更好，同时也有较好的耐撞性，同时也更容易被回收，具有环保优势，目前市场上普遍采用高强度钢和铝合金相结合的方式。受益于汽车轻量化趋势，公司铝件业务未来有望承接更多需求。公司铝件产品包括铝外水切、铝门框饰条、行李架总成等，具有强度高，质量轻的特点。未来随着汽车轻量化持续推进，车身用铝量有望进一步提高，叠加公司不断开拓中系客户，未来公司铝件业务有望承接更多需求。

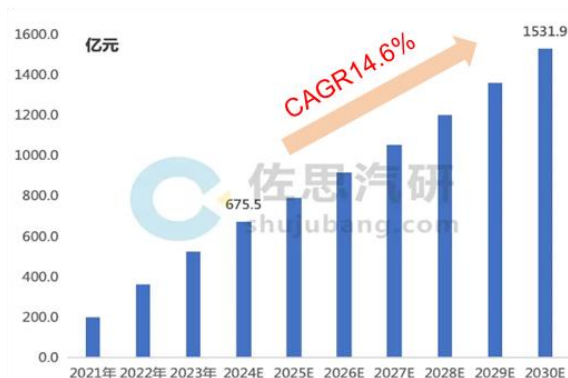
图表27：不同材质车辆外饰件性能对比

材料种类	密度	材料成本	工艺难度	减重效果	应用现状
普通钢材	7.8	低	较低	无	逐步替代
高强度钢	7.85	低	低	较好	大量推广
铝合金	2.7	较高	较高	好	大量推广
镁合金	1.74	较高	较高	好	逐步推广
碳纤维	1.55	高	高	好	逐步推广

资料来源：公司招股书、中国产业信息网、华泰研究

智能化是汽车外饰件发展的一大趋势，可显著提高单车价值量。根据佐思汽研数据，2023 年我国乘用车智能外饰渗透率为 10.4%，2030 年有望达到 20.8%，预计 2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模将超过 1500 亿元，2026-2030 年 CAGR 达到 14.6%。根据佐思汽研测算，智能化升级后，外饰件单车价值量有望迎来大幅上升，单车成本（含大灯）有望达到 2 万元。集成化也是汽车外饰件发展的一大趋势。一方面集成和模块化趋势拓宽了零部件企业的产品矩阵，提升了单车价值量。另一方面，零部件的集成化、模块化能够提高整车装配效率，优化整车空间布局，减轻整车重量，改善整车性能。

图表28：2021-2030 年中国新能源乘用车外饰件市场规模



资料来源：佐思汽研，华泰研究

图表29：传统外饰件智能化带来单车价值量显著增长

传统外饰件	单车价值 (元)	智能化升级	单车价值 (元)	单车价值增长
格栅	50-100	数字格栅	≈1000	10-20倍
汽车大灯	2800-3800 (LED大灯)	智能大灯	万元以上 (DLP激光大灯)	3倍以上
汽车门把手	150	隐藏式电动门把手	≈1000	6.7倍

资料来源：佐思汽研，华泰研究

整体来看，各个业务条线仍有增长动能：

公司金属饰条业务布局密封系统，未来仍有增长空间。公司金属饰条产品包括门框总成、外水切、门框饰条等。公司近年来重点布局密封系统产品，密封条系统是车门模块化方案的一部分。大部分新能源车采用无边框车门设计，故密封性能是新能源汽车在设计 and 制造过程中的关键指标。公司自 2017 年开始布局密封条系统，可以和其他饰条类产品搭配组合，并存在生产的协同效应。目前公司产品已供应零跑、日产等车企。未来随着新能源渗透率不断提高，公司密封系统产品需求量有望持续增长，为金属饰条业务打开新的增长空间。

塑件业务方面，公司积极布局智能外饰，形成了系统化解决方案。在智能前脸系统上，公司顺应电动车智能化潮流，开发了 Meet Spanel®智能前脸方案，产品包括发光标牌、雷达标牌、智能一体化格栅、智能保险杠等系列产品。在智能进入及侧门方面，公司提供了智能进入等系统化解决方案。产品包括智能 B 柱、隐藏式把手、车门发光饰条等。在智能尾门领域，公司提供脚踢、智能识别、电容触摸、AR 投影和手势等不同的解决方案。产品包括塑料尾门、可变扰流板、防夹条和智能开关系统等。

图表30：敏实智能外饰集成化解决方案介绍



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

智能外饰市场开拓迅速，已获多个订单。根据公司年报，公司智能外饰自 2021 年开始逐渐进入批量供应阶段，并为通用、蔚来、丰田等车企供应智能外饰；2022 年获得吉利、大众、通用等客户的发光标牌和发光格栅订单，日产及小鹏汽车智能尾门订单，实现业务从一到多的跃升；2023 年实现多个“首次”突破，并获得鸿蒙电动门系统订单。2024 年获得鸿蒙、吉利、北京奔驰、上汽大众、上汽通用多个订单。截至 2024H1，公司在智能外饰件领域已供应企业达 20 家，未来随着汽车智能化不断发展，智能外饰业务有望持续放量，成为公司第三增长曲线。

图表31：公司智能外饰配套情况

时间	业务配套
2021	获得通用可变扰流板、蔚来塑料尾门、继续扩大丰田雷达罩业务份额，开拓蔚来及多个雷达厂商雷达罩业务，深入大众、通用、吉利发光产品配套体系。
2022	获取吉利、大众及通用等客户的发光标牌和发光格栅订单；斩获某中系品牌的智能 B 柱板总成订单，成为全球范围内独立完成智能柱板总成开发的少数供应商之一；成功获取日产及小鹏汽车智能尾门订单，实现该业务从一到多的跃升。
2023	取得多个“首次”突破，产品囊括电动门系统、前后发光面罩、发光保险杠、发光格栅、主动进气格栅、可变扰流板，客户则涵盖中系品牌、欧系品牌、日系品牌以及跨界汽车领域的知名科技企业，获得鸿蒙电动门系统订单。
2024H1	获鸿蒙隐藏式门把手、发光标牌产品订单，获得吉利多款智能 B 柱及角窗业务，首次获得北京奔驰发光标牌、上汽大众主动进气格栅、上汽通用隐藏式门把手业务订单。

资料来源：公司公告，华泰研究

受益于汽车产销恢复和单车价值提高，汽车外饰件市场规模仍有扩大空间。汽车外饰件技术水平的提高和消费属性的增强带动汽车外饰件价值量增长。根据华经产业研究院数据，2022 年中国乘用车外饰单车价值平均约为 2000 元，2026 年均价有望接近 2100 元。同时，随着乘用车销量逐年增加，未来全球汽车内外饰市场规模有望持续增长，2026 年有望达到 4856.86 亿元，2023-2026 年复合增长率约 3%。

汽车外饰件领域厂商较多，公司在传统外饰件领域竞争对手包括麦格纳、华域汽车、京威股份、模塑科技等。华域汽车和麦格纳均为综合性零部件供应商，业务范围较为广泛，其中华域汽车在内外饰领域拥有较高市占率。京威股份和模塑科技主要布局汽车内外饰业务，其中京威股份主要面向中高端汽车客户，模塑科技在电镀件等有一定优势。敏实集团产品主要集中在外饰件，并具有一定规模优势，且在部分细分领域市占率较高。根据公司招股书，2018-2020 年间，公司车身饰条和行李架的市场占有率位列国内第一、全球第一；散热器格栅位列国内第一、全球第三。

图表32：传统零部件竞争对手情况

股票代码	公司名称	简要情况	主要产品	24H1外饰件业务收入（亿元）	特点
600741 CH	华域汽车	国内知名综合性汽车零部件供应商，业务涵盖汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件等	汽车内外饰件、金属成型和模具、功能件、电子电器件、热加工件、新能源等	554.94(内外饰总和)	综合性汽车零部件供应商 内外饰领域市占率较高
MGA US	麦格纳	汽车领域全球最大的一级供应商之一。该公司对设计、工程和制造的系统方法几乎触及车辆的每个方面。公司拥有整车工程和合同制造专业知识，以及包括车身、底盘、外观、座椅、动力总成、主动驾驶辅助、电子、机电一体化、后视镜、照明、车顶系统等产品能力。	车身、底盘、外观、座椅、动力总成、主动驾驶辅助、电子、机电一体化、后视镜、照明、车顶系统等	646.34	全球综合性零部件供应商 客户和技术积累深厚
002662 CH	京威股份	主营业务为中高端汽车零部件的研发、生产、销售，公司产品为汽车内外装饰件，涉及金属件、塑料件以及基于这些材质的多种表面处理的产品。	公司产品为汽车内外装饰件，涉及金属件、塑料件以及基于这些材质的多种表面处理的产品。	14.02	业务集中于汽车内外饰领域 规模相对较小、主要面向中高端汽车客户
000700 CH	模塑科技	主要从事汽车保险杠等零部件、塑料制品、模具、模塑高科技产品的开发、生产和销售。公司的主要产品包括汽车零部件、塑料制品、模具、模塑高科技产品的开发研制。2019年9月1日，江阴模塑集团有限公司入围中国制造业企业500强，位列477名。	汽车外饰塑件和内外饰电镀件，汽车外饰塑件包括前后保险杠总成、门槛总成、前后翼子板总成、散热器格栅总成、车身防擦条、扰流板等。汽车内外饰电镀件包括电镀格栅、雾灯盖板总成、车身装饰条、Logo等产品。	30.61	内外饰产品布局较为全面 在电镀件有一定优势

资料来源：iFind，公司公告，华泰研究

传统外饰件产业链多层级分工，头部效应明显；公司深耕汽车外饰件，客户覆盖范围广阔。传统外饰件壁垒较低，对参与者生产技术要求不高，一般汽车零部件供应商市场分散、竞争激烈；头部供应商具备参与整车厂联合研发的能力，可为客户提供一体化解决方案，产品覆盖程度明显高于一般供应商。公司目前配套品牌超70个，客户涵盖中系、日系、韩系、欧系、美系。2023年新配套北京奔驰EQC 350等车型铝饰条、吉利银河E8车外灯和哈弗枭龙MAX后角窗玻璃等产品，2024年新配套零跑C10纯电型密封件。整体来看，在公司客户群体中，中高端车企占比较高，业务盈利性较好。

图表33：公司近年来传统外饰件新增配套（不完全统计）

配套产品	整车厂	车型	车型年份
密封件	零跑	C10 纯电 (RR) (China)	2024
后角窗玻璃	长城	哈弗 枭龙 MAX (4WD) (China)	2023
车外灯	吉利	银河 E8 (China)	2023
铝饰条	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 350 等	2023
玻璃导槽	日产	Altima 等	2022
玻璃导槽角件	日产	Altima 等	2022
腰线装饰条	大众	Jetta 等	2022
腰线装饰条	日产	Sentra (Mexico)	2022
腰线装饰条	通用	凯迪拉克 XT5 (USA)等	2022
铝饰条	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 EQC 350 等	2022
门内护板	理想	L9 (4WD) (China)	2022
门槛加强板	DS Automobiles	DS DS 7 Crossback (France)	2022
门槛加强板	欧宝	Grandland Hybrid (Germany)	2022
门槛加强板	理想	L7 (4WD) (China)等	2022
门槛加强板	雪铁龙	C5 Aircross (India)	2022
门槛加强板	标致	3008 (France)	2021
门槛加强板	雪铁龙	Grand C4 Spacetourer (Spain)	2021

资料来源：Marklines，华泰研究

电池盒业务加速放量，顺势布局底盘结构件等产品

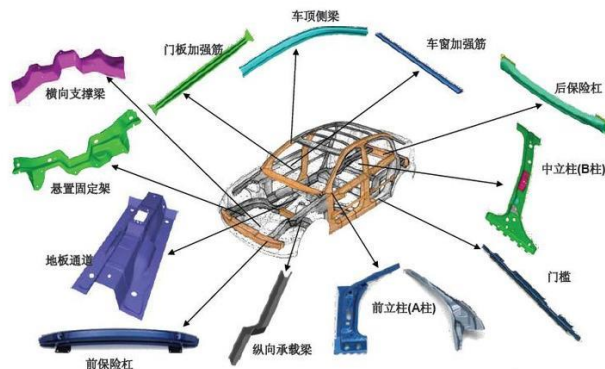
动力电池盒是动力电池系统的重要部件，对电池各个子系统的安全性、密封性、防冲撞能力以及集成效应起到了至关重要的作用。电池系统占新能源车重量 20%-30% 左右，而电池盒占整个电池系统重量 20% 左右，出于轻量化需求，目前较多采用铝合金材质电池盒，能够大幅减轻重量，提升能量密度。车身结构件主要包括车身外壳、车门、车窗、车顶、底盘以及发动机舱盖等。车身结构件构成了汽车的外观和内部空间，为驾驶员和乘客提供了安全保护，其中底盘结构件是汽车的重要支撑结构，能够保证车辆的稳定性和安全性。

图表34：电池盒产品图示



资料来源：公司招股书，华泰研究

图表35：车身及底盘结构件产品图示

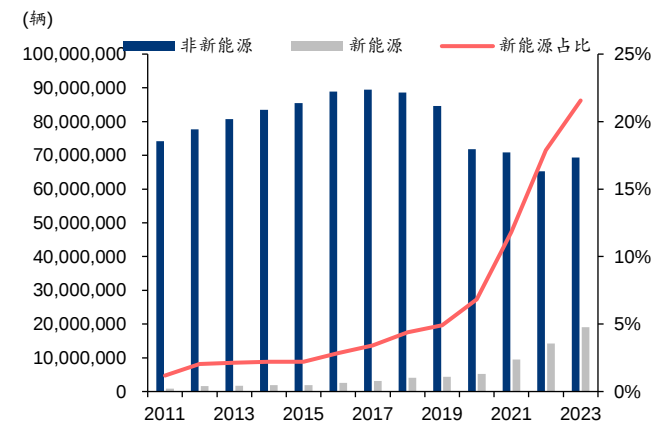


资料来源：百度有驾，华泰研究

未来电池盒的主要发展方向集中在一体化和提升能量密度方面。材料成型工艺是动力电池盒的关键工艺，包括冲压、铝合金压铸和铝合金挤压成型等，铝合金挤压工艺是当前动力电池盒的主流技术方向。动力电池盒向底盘一体化方向发展，可以将部分电池包的承重转移到底盘上，实现车辆簧载质量的增加，改善底盘性能。同时底盘一体化发展还将减少零件个数，降低车辆装配难度，有助于全自动生产线的建设，可降低制造成本和人工成本。而 23 年报披露，公司正在从结构、电芯适配、用途、材料等多个维度持续研发和输出多样化的电池车身一体化(CTB)路线电池盒方案，随着 CTC 和 CTB 技术的普及，未来产业链可能会更向电池厂商集中。

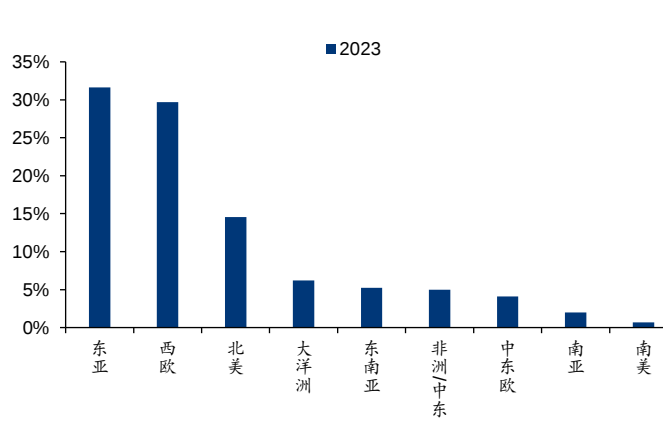
受益于近年来新能源渗透率持续提升，电池盒未来市场空间广阔。根据 Marklines，全球新能源汽车销量从 2011 年的 89 万攀升到 2023 年的 1907 万辆，渗透率也从 2011 年的 1.2% 攀升到 2023 年的 21.6%。分地区来看，东亚和西欧的新能源渗透率领先全球，2023 年分别为 31.65% 和 29.71%。受益于近年来新能源汽车产销及渗透率持续提升，电池盒产业发展迅猛。根据华经情报网数据，2022 年全球新能源汽车电池箱体市场规模达到 420 亿元，同比增长 53.28%，保持高速增长，预计 2025 年市场规模达到 1,023 亿元。国内方面，2022 年中国新能源汽车电池箱体市场规模达到 226 亿元，同比增长 88.33%，增速快于全球，预计 2025 年市场规模达到 563 亿元。

图表36：2011-2023 年全球新能源汽车销量以及渗透率



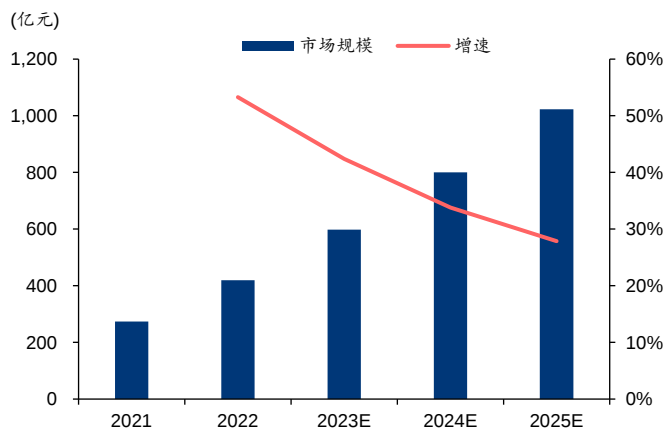
资料来源：Marklines，华泰研究

图表37：2023 年分区域新能源汽车渗透率



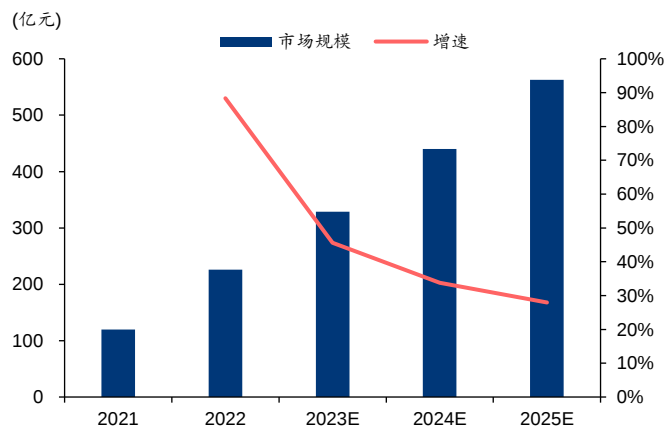
资料来源：Marklines，华泰研究

图表38：2021-2025 全球新能源汽车电池箱市场规模



资料来源：华达科技重组报告书，华经情报网，华泰研究

图表39：2021-2025 中国新能源汽车电池箱市场规模



资料来源：华达科技重组报告书，华经情报网，华泰研究

欧洲众多车企发布新能源转型战略，2025 年将有更多平价新能源车型上市，有望驱动欧洲电池盒市场迅速增长。根据 Marklines，2023 年欧洲整体（含中东欧）新能源汽车销量达到 411 万辆，同比+20%，新能源渗透率为 24%，增速较快且渗透率有较大上升空间。目前市场较为担心欧洲汽车市场新能源渗透率增速放缓会影响公司营收，我们认为欧洲市场渗透率受以下因素驱动或仍有一定的成长空间：①欧盟法规对汽车碳排放有明确的要求，且较其它地区更严格，欧洲众多车企制订了碳中和或零排放时间表。其中大众集团预计在 2028 年累计交付 2200 万电动车，2030 年之前推出约 70 款电动车；戴姆勒计划在 2030 年之前新能源汽车销量占比达到一半以上。②根据 T&E，目前欧洲新能源汽车市场增速放缓重要原因是平价新能源车型较为缺乏，而众多海外主流车企都计划及时推出平价新车型，其中 2025 年预计将推出 7 款价格低于 25000 欧元的经济车型，覆盖 A-C 级大众市场，这些平价车型推出将有力推动欧洲汽车市场新能源渗透率提升以及电池盒市场规模扩张。

图表40：欧洲汽车企业积极推动碳中和排放时间表

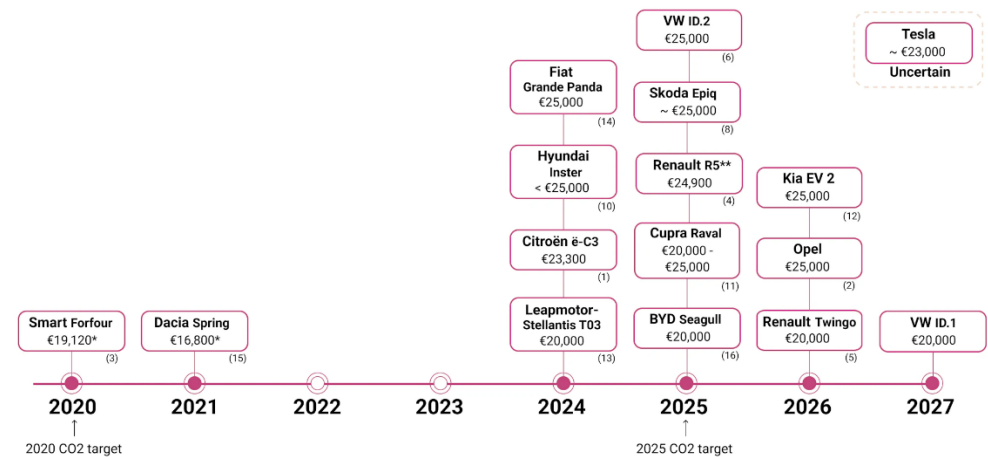
沃尔沃	2025 年	全面电动化,届时纯电车占比将达 50%,其余 为混合动力车型
	2030 年	成为纯电豪华车企
	2040 年前	成为全球气候零负荷标杆企业 (沃尔沃根特工厂已实现零排放。并已在瑞典建立多个碳中和工厂)
保时捷	2030 年	争取实现全价值链碳中和
博世	2030 年前	逐步增加可再生能源份额,并投资 10 亿欧元提升分支机构能效
大陆	2020 年底	所有生产基地使用可再生能源电力
	2040 年	达到碳中和目标
	2050 年	实现碳中和价值链
戴姆勒	2022 年前	所有欧洲工厂实现碳中和
	2030 年前	新能源汽车销量占集团总销量 50%以上
	2039 年	停止销售传统内燃机乘用车,届时旗下所有乘用车将实现碳中和
大众	2025 年	汽车全生命周期温室气体排放总量较 2015 年减少 30%
	2028 年	在全球累计交付 2200 万辆电动车,超 50%来自中国市场
	2030 年前	推出约 70 款电动车
	2050 年	实现整个集团层面的全面碳中和
宝马	2030 年	单车平均二氧化碳排放量较 2019 年降低至少 1/3

资料来源：中汽协，华泰研究

图表41：2025 年欧洲预计将推出至少 7 款经济型新能源车型

Affordable sub €25,000 BEV available in Europe

2025 CO2 target will bring a new wave of affordable EV models



Updated in August 2024 based on the latest announcements for models produced in Europe. The dates refer to official launch dates, while production generally ramps up to mass volume the following year. *Launch price in 2020 and 2021 Euros. **The R5 base model will be launched in 2025 while more expensive variants will be available from 2024. Sources: (1) Electrive, (2) Reuters, (3) EV Database, (4) Electrive, (5) Autocar, (6) Electrive, (7) Carscoops, (8) Autotrader, (9) Reuters, (10) Electrek, (11) Cupra, (12) ActualidadMotor, (13) Reuters, (14) Automotive News Europe, (15) Electrive, (16) Bloomberg.

T&E

资料来源：T&E《迈向 2025 年：汽车制造商的进步 | 交通与环境》，华泰研究

公司充分发挥全球化布局和技术优势，积极拓展欧洲中高端客户。公司充分利用自身全球化布局和技术优势，在塞尔维亚、英国、法国、德国等设立了多个生产基地和研发中心，贴近客户，提升服务效率，与奔驰、宝马、奥迪、大众等欧洲主流汽车制造商建立了稳固的合作关系。通过与高端客户的深度合作，公司不仅提升了产品的附加值和利润率，还增强了自身在行业内的品牌影响力和市场竞争力。目前欧洲车企急需降本提升产品竞争力，公司竞争优势突出。此外随着欧洲市场电池盒业务的放量和工厂产能爬坡，预计电池盒业务毛利率将提升。

电池盒产业市场集中度较高，少数企业占据了大部分配套市场。除公司外，目前国内电池盒产业玩家主要包括和胜股份、凌云股份、华域汽车等，由于电池盒单车价值量相对电芯等核心零部件偏低，且制作工艺比较复杂，因此行业玩家多为大型零部件厂商。电池盒市场竞争企业主要可以划分为两种类型：第一种企业专注于新能源电池盒业务，如和胜股份、新铝时代等，业务较为单一且规模较小；第二种则是传统零部件厂商依赖多年客户、资金和技术积累切入电池盒业务，如敏实集团、华域汽车、凌云股份等，业务布局一般较为广泛。

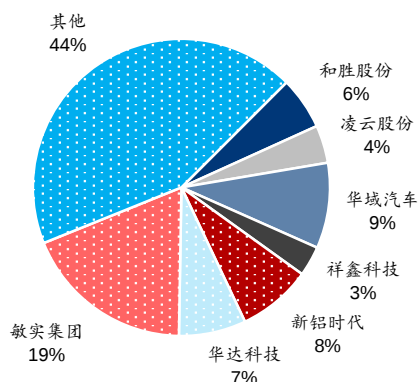
图表42：电池盒行业上市公司介绍

公司名称	主要产品	技术能力介绍	2023 年电池盒销量（万个）	市占率	特点
和胜股份	电池盒箱体、模组结构件、电芯外壳等电池结构件产品以及防撞梁、底盘门槛梁等车身结构件产品，同时覆盖手机中框和背板等消费电子板材、消费电子精密结构件以及消费电子外观结构件等	和胜股份在材料科学、仿真技术、产品设计、生产工艺技术四大领域开展深度研发工作，配套有连续铸造、挤压成形、引拔抽管、精密加工、五金加工、阳极处理等系统的铝加工生产线	54.37	6%	专注于电池盒业务 在材料科学、仿真技术、产品设计、生产工艺技术四大领域开展深度研发工作
凌云股份	保险杠、门槛件、电池盒箱体等汽车金属及塑料零部件以及燃油系统管路、制动系统管路等塑料管道系统	凌云股份已建立以中央研究院为主体的 1+7 产品创新平台体系，聚焦新能源电池壳、高强度轻量化安全防护系统、长纤维新技术、低渗透低排放汽车管路系统、市政程管道系统等领域	22.02-39.02	4%	通过收购进入电池盒领域 电池盒业务以欧洲厂商为主
华域汽车	汽车内外饰件、金属成型与模具、功能件、电子电器件、热加工件	华域汽车较早引入国际汽车零部件企业的先进工艺和技术，通过本土研发团队不断消化吸收和再创新，已形成较为完整的自主研发体系及本土化同步开发能力	88.4	9%	综合性汽车零部件供应商 客户和资金优势较大
祥鑫科技	电池盒箱体、轻量化车身结构件、热交换系统精密部件、底盘系统部件等	祥鑫科技已完成模块化模具设计数据库系统开发、汽车覆盖件冲压模具先进设计制造技术研究及开发、汽车覆盖件冲压成型模具制造技术等一体化技术及应用开发、智能化大型复杂模具设计、制造成套技术与装备的开发和应用研究等前沿技术研究项目	31.03	3%	从冲压和结构件领域拓展至电池盒业务 各业务之间有一定协同性
新铝时代	电池盒箱体、电芯外壳、精密结构件等新能源汽车铝合金零部件产品	一直致力以铝合金材料在汽车轻量化领域的应用，并掌握了以电池盒箱体为核心的新能源汽车动力电池系统铝合金零部件的专利技术和先进生产工艺，在高性能铝合金材料研发、数字化全流程挤压控制技术、先进 FSW 焊接技术、高效 CNC 加工技术等方面处于行业领先水平	76.33	8%	专注于材料和电池盒业务 在材料方面有较强技术积累
华达科技	乘用车车身零部件、相关模具及新能源汽车电池箱托盘、电机轴、电机壳、储能箱体的开发、生产与销售	华达科技以客户需求为导向进行研发，在自动化冲压模具的设计、螺母板成形模具与工艺优化、冲压过程 CAD 仿真技术及优化、高强度冲压件应用开发及冷冲压模具成型工艺、多工位级进模具等方面取得了大量研究成果，积累了一批在乘用车冲压及焊接总成件行业的核心技术	69.41	7%	通过收购进入电池盒领域
敏实集团	金属饰条、塑件、铝件、铝电池盒件等	敏实集团通过自主研发，掌握了四大核心材料以及相关的表面处理技术，并基于此形成了汽车外饰件、车身结构件、铝动力电池盒产品体系	141.44-176.80	19%	从外饰和结构件拓展至电池盒业务 掌握四大和新材料和表面处理技术

注：市占率计算公式为电池盒销量/当年新能源汽车销量，部分公司未披露具体销量，按可能的最大销量计算市占率，敏实集团销量按公司电池盒业务收入回测，下同，不再重述。

资料来源：华达科技重组报告书，新铝时代招股说明书，公司公告，华泰研究

图表43：2023 年电池盒箱体行业市占率情况



资料来源：华达科技重组报告书，新铝时代招股说明书，公司公告，华泰研究

图表44：电池盒行业主要公司下游客户情况

股票代码	公司名称	主要客户类型
002824 CH	和胜股份	新能源汽车及动力电池厂商客户
600480 CH	凌云股份	欧洲汽车厂商客户为主
600741 CH	华域汽车	新能源汽车厂商客户
002965 CH	祥鑫科技	新能源汽车动力电池客户
A06132 CH	新铝时代	新能源汽车及动力电池厂商客户
603358 CH	华达科技	新能源汽车及动力电池厂商客户
0425 HK	敏实集团	欧洲汽车厂商占比较高，中系和日韩也有大量在手订单

资料来源：新铝时代招股说明书，华泰研究

公司在电池盒领域布局较早，提供多种解决方案。公司在全球范围内较早布局铝动力电池盒产品，于 2016 年后开始智能化转型，并将其作为公司未来主要发展战略规划。公司电池盒领域产品类型多样，可生产 EV、HEV、PHEV 和 48V 电池盒以及其他电池盒衍生产品，为客户提供多种解决方案。其中 EV 电池盒价值量较高，高达数千元；而 HEV、PHEV 电池盒价值量稍低，而 48V 电池盒价值量约数百元。

图表45：公司电池盒产品种类较多，能够提供多种解决方案



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

公司电池盒领域客户众多，产量庞大，在国内玩家中居于领先地位。公司最早供应日产、雷诺等大型车企。截止 2024 年 H1，公司在手订单超过 1250 亿元。公司目前拥有十余家电池盒工厂，遍布亚太、欧洲和北美地区，在生产和销售方面均具有全球化优势。根据华达科技和新铝时代公告数据，公司 2023 年电池盒销量 141.44-176.80 万个（根据 23 年收入数据回测），对比其他竞争对手，公司产量庞大，领先国内其他玩家。此外公司供应欧洲中高端客户更多，可给予公司更高毛利，利好公司业绩增厚。

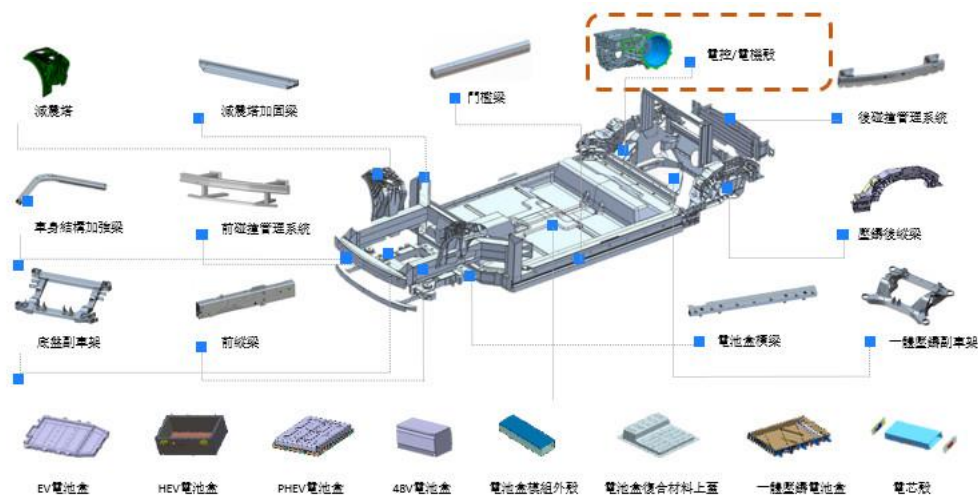
图表46：公司电池盒产品配套时间线



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

公司以电池盒为基础，顺势布局结构件与电机盒。公司以电池盒业务为基础，布局了车身结构件、压铸件、复合材料和电芯结构件。结构件方面，公司覆盖了奔驰、宝马、奥迪、大众等客户，全球承接项目超过 190 个；压铸件方面，公司积极布局一体压铸产品并新承接了压铸电控盒项目；复合材料方面，公司突破了复合材料车身结构件技术并完成首样交付。公司 24 年上半年在副车架业务上也实现突破，成功配套沃尔沃车型；电芯结构件方面，公司利用现有平台，重点争取欧美地区电芯结构件订单，目前已经取得一定技术突破，并获得德系客户 A 样订单。

图表47：公司电池盒及其他布局产品介绍



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

产品和客户拓展带动营收增长，内外兼修保持较高毛利率

新产品新市场新客户：打开成长天花板

新产品:公司在电动化+智能化+系统化转型期顺应新能源发展趋势,前瞻布局电池盒业务,目前业务放量成果显著。公司对电池盒业务布局较早,并将其作为公司未来主要发展战略规划之一。公司电池盒生产从铝锭开始,具备熔炼、挤压、抛光、拉弯,表面处理、焊接等众多工序能力,具备技术优势,目前已进入多家主机厂供应商体系,并不断顺延布局底盘结构件相关业务,目前在手订单超 1250 亿元,随着新能源车渗透率不断提高,叠加公司产能持续投放,电池盒业务有望不断放量。**智能外饰业务打造成为公司第三增长曲线,未来有望持续贡献业绩。**智能外饰件附加值高,顺应汽车智能化发展趋势,公司智能外饰件具有集成化的特点,已供应日产、小鹏、吉利等多家车企,随着汽车智能化不断发展,智能外饰渗透率提高,公司智能外饰业务有望显著增长,打造公司第三增长曲线。

新市场和新客户:公司业务布局遍及全球 3 个大洲 14 个国家,拥有多元化客户结构,涵盖全球逾 70 个汽车品牌。从时间顺序来看,公司最早于 1992 年成立之初供应长安汽车,1995 年开始供应大众,随后不断拓展客户群体,2005 年开始成为宝马供应商,2015-2016 年开始为宾利、保时捷、兰博基尼等高端车企供货,2023 年首次突破了北美市场日产、斯特兰蒂斯、现代起亚等客户的电池盒业务,新能源客户方面斩获广汽埃安、理想、小鹏、蔚来等客户的多类产品订单,2024 年上半年首次获得沃尔沃副车架产品订单,并首次获得电控壳和电机壳业务订单。从不同业务来看,公司在各条业务线上均有较多客户。按传统外饰件、电池盒与车身结构件、智能外饰件进行区分,公司在各项业务中均积累了大量优质客户,为公司业绩提供支持。

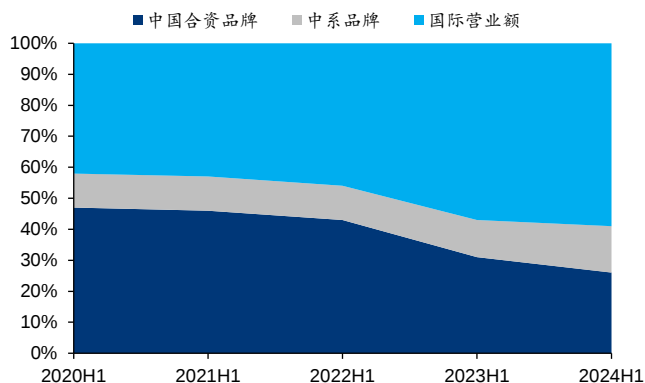
图表48：公司历年营业收入与客户拓展情况



资料来源：公司招股书，公司公告，公司官网，华泰研究

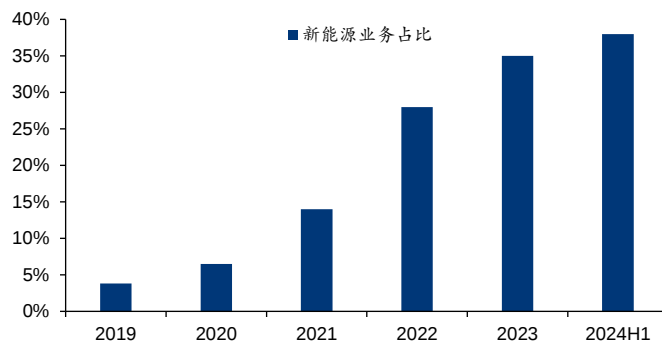
国际化布局下海外业务占比逐渐增加，新能源营业额占比提升。从客户占比来看，公司目前对国内合资品牌的依赖度逐渐下降，合资品牌占比由 2020 年 H1 的 47% 下降至 2024 年 H1 的 26%，相比之下，中系自主品牌和国际营业额占比逐渐提高。此外，新能源业务占公司营收比重明显上升，2024H1 占比达到 38%，一方面，公司电池盒业务逐渐放量，承接大量电池盒需求，另一方面，近年来新能源汽车整体增长迅速，渗透率提高带动公司新能源业务占比提升。

图表49：公司目前对国内合资品牌的依赖度逐渐下降



资料来源：公司资料，华泰研究

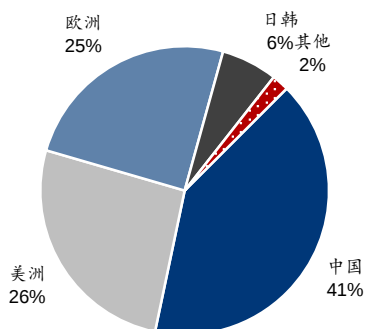
图表50：新能源业务占营收比重逐渐上升



资料来源：公司资料，华泰研究

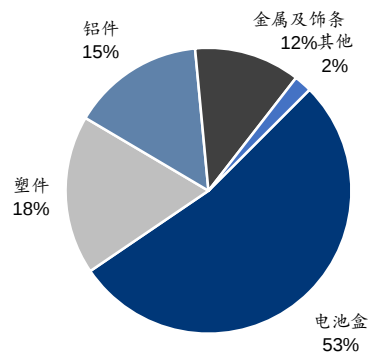
公司承接大量新业务，在手订单充足。根据公司 IR 资料，公司 2024H1 新业务承接 63 亿元（年化），承接新业务中国际业务占比达到 72%，创新产品占比达到 61%，新能源占比达到 84%。公司目前在手订单充足，超 2360 亿元，其中电池盒占比达 53%，塑件占比 18%，铝件占比 15%，金属及饰条占比 12%，按此计算公司电池盒在手订单超 1250 亿元，随着新能源车渗透率不断提高，叠加公司产能不断投放，未来电池盒业务有望持续放量。

图表51：公司 2024H1 各地区营业额明细



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

图表52：公司在手订单拆分（截止 2024 年 6 月底）



资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

随着国内新能源和自主品牌崛起，公司也在加大中系品牌客户开拓力度。具体来看，截止 2024H1，公司中系客户在手订单总计 300-400 亿元，在手订单最大的单一车型价格超 20 亿元。按在手订单计算，24H1 公司中系前五大客户分别为吉利、比亚迪、广汽、小鹏、理想，产品涵盖底盘及车身结构件、智能外饰件、金属及饰条、塑件等，单车价值量最高达到 3500 元，公司 2024H1 中国内前三大客户中，自主品牌占据两席，体现了中系品牌对公司业绩的强劲支撑。

图表53：公司中系业务介绍

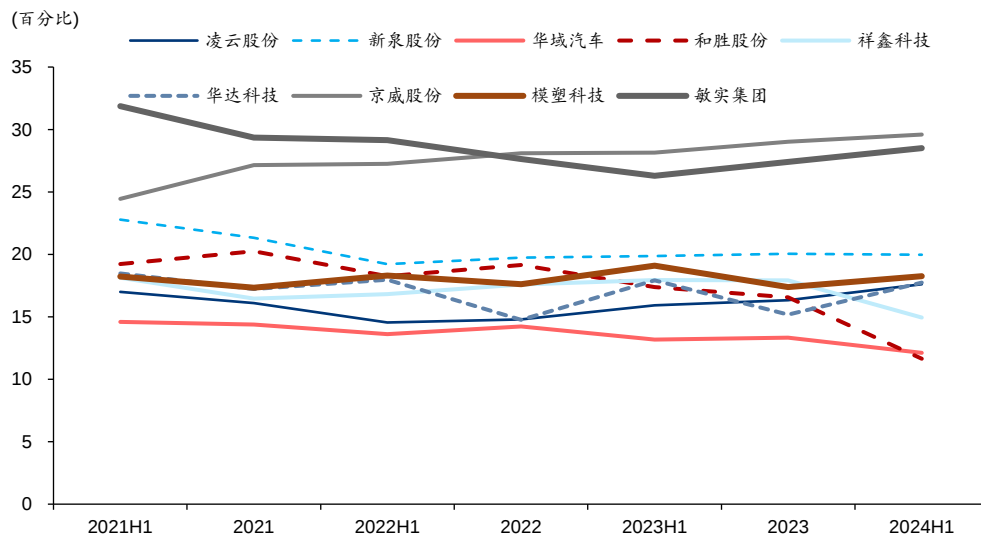


资料来源：公司 IR 资料，华泰研究

内外兼修：保持较高盈利能力

公司毛利率长期保持较高水平，在行业内处于领先水平。公司毛利率始终保持在 25% 以上，几大业务中电池盒毛利率较低，24H1 为 20.6%，随着电池盒产能利用率逐渐提高，电池盒毛利率预计仍有提高空间。对比之下，除京威股份外，其他竞争对手毛利率多在 25% 以下，2023 年公司比可比公司高约 9pct。公司能保持较高毛利率，得益于：1) 公司持续保持较高研发投入以保证技术和产品优势，2) 并且通过延伸产业链、采用中心工厂+卫星工厂模式等降低成本，3) 此外公司合作较多中高端车企，项目毛利率相对较高，不盲目低价竞争。

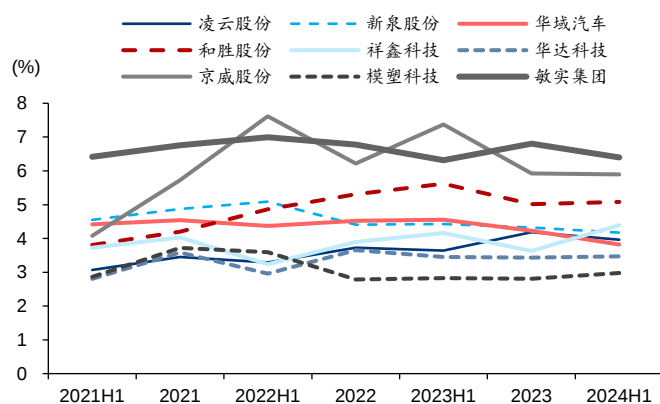
图表54：可比公司毛利率



资料来源：iFind，华泰研究

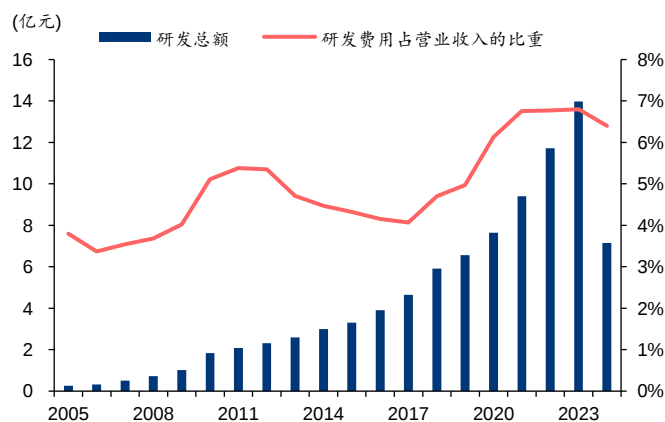
公司重视技术创新，研发投入保持较高强度。公司目前共有 5 家研发中心，分布在国内、欧洲、北美、日本和韩国。纵向来看，公司研发费用率总体攀升，2024H1 研发费用 7.15 亿元，研发费用率自 2017 年以来呈现显著增长，2024H1 研发费用率 6.4%。横向对比其他公司，公司 2024H1 研发费用率明显高于其他可比公司，体现了公司对技术创新的重视和信心。

图表55：可比公司研发费用率对比



资料来源：iFind，华泰研究

图表56：公司研发费用与研发费用率情况



资料来源：iFind，公司公告，华泰研究



公司高度重视新材料技术研发，掌握多项核心技术。公司目前掌握高性能碰撞铝材、高性能弹性体材料、功能塑料和绿色材料四大核心材料及表面处理技术。广泛应用于宝马、奔驰、大众等主机厂结构件中，得到市场认可。相比于其他竞争对手，公司 2024H1 研发费用率相对更高，高研发投入带动公司产品优势不断增强。公司技术水平已经达到国际水准，优于国内竞争对手；同时，公司成本低于国外厂商，技术优势叠加成本优势，体现了公司作为全球知名汽车零部件供应商的坚实壁垒。

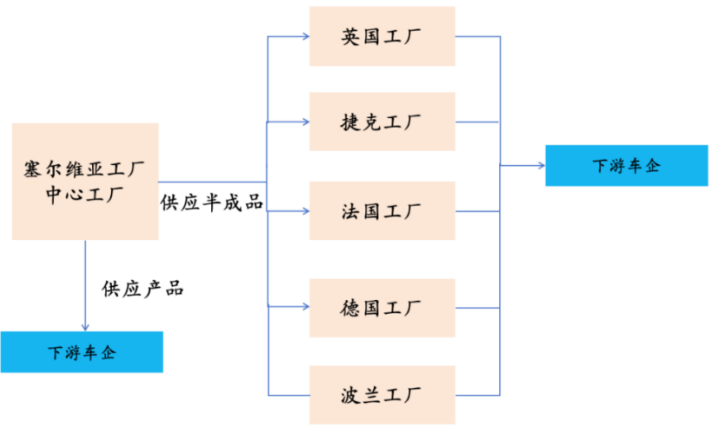
图表57： 公司四大核心材料及表面处理技术介绍

技术名称	主要用途	技术优势	供应客户
320Mpa 超高屈服强度和压溃性能 Minal®系列碰撞铝合金	主要用于汽车外饰件。汽车外饰用氧化级铝材	实现了 250MPa 以上屈服强度，在压溃性能、动态冲击性能、弯曲性能方面达到行业内的高水平，综合性能优于国内同行，达到国际同行的先进水平	广泛应用于宝马、奔驰、大众等主机厂的电池盒及车身底盘结构件，跻身亚太地区乃至全球领先的产品与材料技术并重的全面型市场参与者之列
高性能弹性体材料	车侧窗、车顶、前后风挡和三角窗领域的密封外饰件	拉伸强度、撕裂强度、耐候性等技术指标优于国内同行，已达到欧美企业技术水平，且相较于欧美技术，更具有成本优势。	欧系、美系、日系、韩系、中系各大主机厂
功能塑料	柱版、格栅、车窗内密封件	具有高热变形温度、高刚性低、高光泽免涂装的特点，具有优异的耐候性能	丰田卡罗拉、雷凌和凯美瑞柱板，长城 H2 和 H6 的格栅、东南汽车 DX7 的高光泽格栅，以及东风本田的 CRV 和 XRV 的车窗内密封件等
绿色材料	绿色碰撞铝材、绿色弹性体材料、绿色塑料和生物基材料等	绿色碰撞铝材，碳排放小于 2.5Kg.CO2/ Kg.AL	获得了多家主机厂的材料技术认证，并成功实现量产应用，助力本集团碳中和目标实现
阳极氧化技术	铝制外饰件	公司自主研发的高性能装饰铝材 Impan-3 专利组合技术，具有更优的技术性能和成本优势，是国内唯一能够同时满足耐强碱和多彩氧化外观的技术，关键技术指标超过欧洲 Cerapaint 表面处理技术	——
NPP 三价铬电镀技术	广泛应用于格栅、标牌、柱板等产品	使生产过程中减少六价铬的使用和排放，实现绿色生产，且能在寒冷环境下能够大幅降低融雪剂对产品腐蚀，有效提升车辆在寒冷市场地区的适用性，关键技术指标优于国内及欧美同行	——

资料来源：公司招股书和问询回复，华泰研究

公司工艺成熟且布局完善，充分发挥体量优势，一体化生产+垂直整合提高生产效率，通过延伸产业链降低成本。以公司电池盒生产为例，公司不仅通过采用高性能铝材的方式提高产品质量，还拥有从熔铸到铝件完整的工艺链条。公司拥有自主制造的高性能弹性体材料，能满足行业内较为高端客户的需求，同时能有效降低自身的生产成本。公司工艺成熟且布局相对完善，一方面可以满足不同客户需求，增强客户稳定性，另一方面也使得公司生产效率和毛利率高于同行。

图表58： 公司“中心工厂”模式示意图



资料来源：公司招股书，华泰研究



公司采用“中心工厂+卫星工厂”模式，兼具规模效应和快速响应优势。以公司欧洲工厂为例，公司将塞尔维亚工厂作为中心工厂，由塞尔维亚工厂生产半成品向欧洲其他地区工厂供货。一方面多个卫星工厂可以贴近客户快速响应，提升服务效率，另一方面规模效应可以降低中心工厂生产成本。

公司服务高质量客户，关注项目盈利能力。公司通过在行业中多年深耕，依靠自身过硬的产品质量、服务能力和技术水平，与全球年销量百万台以上的整车企业建立了良好的合作关系。高质量客户不仅为公司销量和收入提供保证，也能给予公司更高毛利。公司不盲目低价竞争，在承接项目时也关注项目盈利能力，使得公司能够维持较高毛利率。此外考虑到公司资本开支高峰或已经过去，从扩张期间迈入收获期，也会提升公司盈利能力。

盈利预测和估值

我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 238/278/320 亿元，同比+16.1%/16.5%/15.3%；归母净利润为 23.42/28.47/34.25 亿元，同比+23.1%/21.6%/20.3%。

(1) 金属及饰条业务：24H1 收入为 25.42 亿元，同比+1.17%，毛利率为 26.6%。传统金属和饰条市场已经相对稳定，而公司正在推进密封条产品的放量并且推进外饰件集成化和模块化，故预计金属及饰条业务收入相对稳定，故预计 2024-2026 年收入增速为 3%/5%/5%，而随着产品的集成化和模块化生产，毛利率可能略有提升，假设 2024-2026 年毛利率稳定为 27.0%。

(2) 塑件业务：24H1 收入为 28.43 亿元，同比+14.28%，毛利率为 24.1%。传统塑件市场较为成熟，而智能化浪潮下，智能外饰件方兴未艾且单车价值量较高，预计公司智能前脸、智能侧门和智能尾门等相关产品收入增速较快，从而带动塑件业务整体收入增长。我们预计塑件业务 2024-2026 年营收增速为 14%/15%/15%，随着智能外饰件逐渐放量，塑件业务毛利率或将有所提升，假设 2024-2026 年毛利率为 24.1%/24.3%/24.5%。

(3) 铝件业务：24H1 收入为 23.72 亿元，同比+14.07%，毛利率为 35.0%，2024H1 铝件业务毛利率有所下降主要受墨西哥工厂新项目量产爬坡影响，随着规模效应展现预计毛利率将有所回升，故假设 2024-2026 年铝件业务毛利率为 35.5%/35.8%/36.0%。随着汽车轻量化持续推进，车身用铝量有望进一步提高，叠加公司不断开拓中系客户，故预计铝件业务 2024-2026 年增速为 15%/14%/13%。

图表59：公司营业收入和毛利率预测

人民币（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,919	17,306	20,524	23,837	27,774	32,033
金属及饰条	4,973	5,314	5,464	5,628	5,909	6,204
塑件	4,181	4,783	5,626	6,413	7,375	8,481
铝件	3,307	3,789	4,328	4,977	5,674	6,412
电池盒	270	2,044	3,536	4,934	6,893	8,980
其他	1,888	2,338	2,390	3,031	3,183	3,342
对销	-669	-961	-820	-1,146	-1,261	-1,387
YOY	11.7%	24.3%	18.6%	16.1%	16.5%	15.3%
金属及饰条	6%	7%	3%	3%	5%	5%
塑件	13%	14%	18%	14%	15%	15%
铝件	6%	15%	14%	15%	14%	13%
电池盒	182%	658%	73%	40%	40%	30%
其他	38%	24%	2%	27%	5%	5%
对销	38%	44%	-15%	40%	10%	10%
毛利率	29.3%	27.6%	27.4%	28.4%	28.3%	28.1%
金属及饰条	27.8%	26.3%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%
塑件	25.0%	24.2%	24.0%	24.1%	24.3%	24.5%
铝件	34.0%	34.0%	37.5%	35.5%	35.8%	36.0%
电池盒	10.7%	18.8%	19.4%	20.5%	21.5%	22.0%
其他	21.8%	22.0%	21.7%	29.0%	28.0%	27.0%
对销	-13.9%	-4.8%	0.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%

资料来源：iFind、华泰研究预测

(4) 电池盒业务：24H1 收入为 23.91 亿元，同比+32.65%，毛利率为 20.6%。公司电池盒业务不仅包括电池盒产品，还包括电机壳、副车架等底盘结构件。随着全球新能源渗透率的增长、电池盒业务产能释放以及电机壳、副车架等产品逐渐量产，我们预计电池盒业务未来几年将保持较快增速，2024-2026 年增速为 40%/40%/30%，而随着产能爬坡，毛利率将会有所提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 20.5%/21.5%/22.0%。

(5) 期间费用率：我们预计 2024-2026 年公司的期间费用率稳中略降，销售+管理+研发+财务的总费用率分别为 20.3%/19.5%/18.8%。受益于规模效应，我们认为管理费用率和研发费用率将有所下降，管理费用率 2024-2026 年预计分别为 6.7%/6.6%/6.5%，研发费用率 2024-2026 年预计分别为 6.4%/6.3%/6.2%。而销售费用率中包含了运费，上半年受到红海事件影响运费较高，故 24H1 销售费用率为 4.8%，而下半年运费已经出现下滑，故预计 2024-2026 年销售费用率为 4.6%/4.5%/4.4%。随着产能扩张高峰过去，预计长期借款等将会有所减少，财务费用率有所下降，故预计 2024-2026 年财务费用率为 2.5%/2.1%/1.8%

图表60：公司费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	5.3%	5.0%	3.9%	4.6%	4.5%	4.4%
管理费用率	8.9%	7.5%	7.1%	6.7%	6.6%	6.5%
研发费用率	6.8%	6.8%	6.8%	6.4%	6.3%	6.2%
财务费用率	1.9%	1.5%	2.5%	2.5%	2.1%	1.8%
汇总	22.9%	20.8%	20.2%	20.3%	19.5%	18.8%

资料来源：iFind、华泰研究预测

估值方面，我们选择与公司业务相似的内外饰公司和电池盒公司作为可比公司，其中京威股份和常熟汽饰主营业务为汽车内外饰，和公司传统的金属及饰条、塑件和铝件业务较为相似；而凌云股份和华域汽车传统业务也均涉及汽车内外饰，并也在近些年发力电池盒产品，与公司较为类似；而和胜股份主营业务为电池盒箱体、模组结构件和电芯外壳等。此外考虑到公司海外营收占比较高，我们还选取全球化零部件公司李尔作为可比公司。

可比公司 2025 年彭博和 iFind 一致预期 PE 均值为 11.1 倍，故我们给予公司 25 年 11.1 倍 PE，对应目标价为 29.48 港币；而针对美股 ADR，美股 1ADR=20 股港股权益，假设美元-港币汇率为 7.80，过去一年公司（美股股价*汇率）/（港股股价*20）平均约 99.71%，故美股给予目标价为 75.36 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表61：公司与可比公司估值

2024/11/11		市值 人民币（亿元）	EPS（人民币 元）		PE（倍）	
股票代码	公司名称		2024E	2025E	2024E	2025E
002662 CH	京威股份	58	0.35	0.37	11.0	10.4
600480 CH	凌云股份	97	0.71	0.85	14.5	12.2
002824 CH	和胜股份	55	0.62	0.90	31.7	21.8
600741 CH	华域汽车	527	2.19	2.37	7.6	7.1
603035 CH	常熟汽饰	59	1.54	1.92	10.1	8.1
LEA US	李尔	376			8.0	7.1
平均		70			13.8	11.1

注：可比公司中李尔采用彭博一致预期，其余采用 ifind 一致预期

资料来源：iFind、Bloomberg、华泰研究预测

风险提示

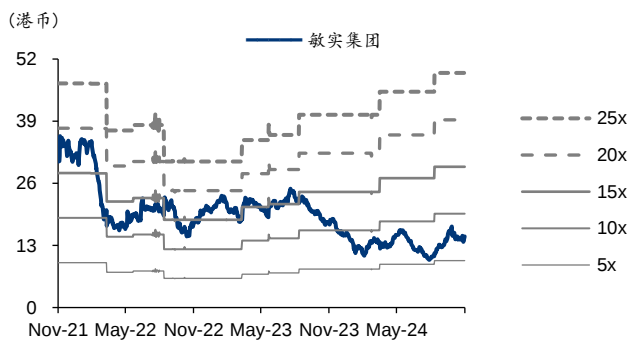
1) 全球汽车市场销量不及预期。

公司客户结构较为分散，海外收入占比较高，若全球经济低迷导致汽车行业销量不及预期，会直接拖累公司营业收入。

2) 原材料和运费价格波动。

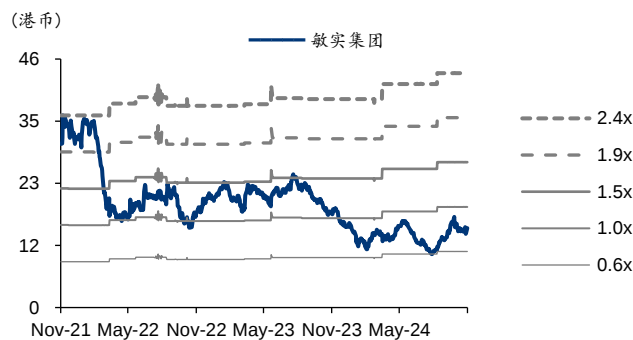
公司营业成本中直接材料占比较高，此外公司销售费用中运费占比较高，若原材料和运费价格波动可能影响公司利润。

图表62：敏实集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表63：敏实集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司