

新能源业务高速增长，智能外饰 构筑第二增长曲线

核心观点

2024 年公司实现营收 231.47 亿元（同比+12.8%），归母净利润 23.19 亿元（同比+21.9%），毛利率提升至 28.9%（同比+1.5pct）。业绩增长主要受益于新能源电池盒业务放量（出货量达 150 万套，营收同比+51%至 53.38 亿元）、公司四大产品线 BU 均衡发展、国际市场份额扩张（海外营收占比提升至 59.7%）及成本优化措施见效。公司展现出稳健的盈利能力和成长潜力，持续巩固全球汽车零部件龙头地位。

事件

公司公布 2024 年业绩，全年实现营业收入 231.47 亿元，同比+12.8%，实现归母净利润 23.19 亿元，同比+21.9%，毛利率提升至 28.9%（同比+1.5pct）。公司四大产品线 BU 均衡发展，其中电池盒 BU 表现突出，同比增长 51%，预计未来保持 30-40% 高速增长。公司自由现金流持续改善，为分红政策提供有力支撑。

简评

海外业务维持增长势头，国内结构持续优化

2024 年公司实现营业收入 231.47 亿元，同比+12.8%，实现归母净利润 23.19 亿元，同比+21.9%，毛利率提升至 28.9%（同比+1.5pct）。分市场来看，公司的全球化战略成效显著。（1）欧洲市场表现亮眼，毛利率提升 1.26pct，受益于大众 MEB 平台产量翻倍和雷诺等客户订单放量。欧洲工厂营业额约 40 亿元，产能利用率提升至 70-80%，随着塞尔维亚、波兰、法国工厂产能释放，未来有望突破 100 亿元规模。公司在欧洲市场的竞争优势显著，直接人工成本占比仅 11-12%，且通过多客户布局规避单一客户风险，经营利润率维持在 5-10% 的优质区间。（2）北美市场成功突破福特、丰田等头部客户，电池盒订单占比超过 50%，墨西哥工厂投产使北美交付周期缩短 30%，客户响应速度极大提升。墨西哥工厂具备生产金属饰条、铝件、电池盒等全品类产品的能力，目前暂未计划大规模转移国内产能，但已展现出较强的业务弹性，当前净利润率达 10%，展现出良好的盈利能力。（3）国内市场营销营收 93.23 亿元（同比+1.3%），在合资品牌需求疲软的压力下（广汽本田等部分客户订单承压），通过积极拓展自主品牌客户（占国内营收 40%），仍实现了 93.23 亿元营收（同比+1.3%）的稳健表现，其中塑件业务营收占比提升至 25%。（4）新兴市场

敏实集团 (0425. HK)

首次评级

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

马博硕

maboshuo@csc.com.cn

010-56135199

SAC 编号:S1440521050001

发布日期： 2025 年 6 月 26 日

当前股价： 21.6 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.06/5.02	29.44/21.07	33.86/10.18
12 月最高/最低价 (港元)		25.45/9.98
总股本 (万股)		116,203.70
流通 H 股 (万股)		116,203.70
总市值 (亿港元)		232.40
流通市值 (亿港元)		232.40
近 3 月日均成交量 (万)		1239.94
主要股东		
敏实控股有限公司		38.73%

股价表现



方面，公司年出货量同比增长 35%，产能利用率提升至 85%，泰国工厂的本地化优势使得东南亚地区成为全球布局的新支点，主要供应东盟市场并部分辐射印度。

公司构筑三大技术护城河，差异化优势显著

公司目前多业务同时发力，形成差异化竞争优势：（1）新能源业务打造全产业链优势，电池盒产品覆盖钢制、铝制及复合材料全系列，全年营收达 53.38 亿元（同比+51%），管理报表净利率高达 13.8%，成功斩获现代起亚、长安等战略订单，欧洲市场份额跃居行业前三。已建好的电池盒产能预计实现 100 多亿营收。在欧洲市场，公司作为大众 MEB 平台和雷诺的独家电池盒供应商，充分受益于欧洲新能源车渗透率提升。（2）智能外饰系统集成发光格栅、隐藏式门把手等创新技术，营收接近 6 亿元，已初具规模，并获得雷诺、比亚迪等高端订单，毛利率维持在 30%以上的优质水平。（3）轻量化技术突破行业瓶颈，铝件业务通过工艺升级实现毛利率 33.3%，配套客户包括宝马、奔驰、奥迪、特斯拉，以及比亚迪、吉利、长城等 OEM 的部分车型。

多维度提升核心竞争力，研发与分红双轮驱动

（1）研发投入方面，全年研发费用达 14.49 亿元，新增专利 449 项，重点布局无线充电、eVTOL 等前沿领域。公司积极拓展人形机器人业务，已聚焦肢体结构件（累计送样 100 多套）、智能外饰和电子皮肤、一体化关节、无线充电四大产品类别，展现出良好的跨界发展潜力。公司与智元多家企业合作，利用 30 多年汽车零部件配套经验为机器人业务赋能。低空飞行器业务已交付超 100 个样件，基于现有工艺技术和协同产能，预计毛利率将保持较高水平。（2）产能布局方面，塞尔维亚基地实现欧洲客户“48 小时响应”，全球供应链体系日趋完善。目前海外工厂布局已较为全面，新市场增量方面重点关注印度和巴西。未来重点仍是对现有中国、欧美、日韩、亚太市场客户和产品进一步突破，已建成厂房产能可达三四百亿元规模。（3）股东回报力度加大，公司从 20%起恢复分红，派息每股 0.435 港元，管理层计划尽快将分红比例提升至 40%，叠加 32.74 亿元经营性现金流，低估值高股息属性凸显。（4）公司成长动能充沛，在手订单超 2500 亿元，其中电池盒 BU 占比 54%，电池盒订单 1350 亿元将有力支撑 2025 年营收达 269.29 亿元（同比+16.3%）的预期目标，塑件业务渗透率有望从当前 25%提升至 35%，驱动业绩保持 15%以上的复合增长。从区域盈利能力来看，海外经营利润率目前在 5%-10% 区间，随着运营效率提升有望向国内靠拢，预计集团整体盈利水平将维持在 10%-12% 的稳健区间。

投资建议：公司凭借全球领先的新能源电池盒业务和智能外饰系统的技术优势，有望持续受益于汽车电动化、智能化转型趋势。海外产能布局完善将充分把握中国车企出海机遇，国内业务结构优化助力盈利质量提升。预计 2025-2026 年公司业绩将保持稳健增长，实现归母净利润 29.50/34.77 亿元，对应 PE 8.00/6.79 倍，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	20,523.67	23,147.12	27,663.13	31,455.74	35,975.93
YoY(%)	18.59	12.78	19.51	13.71	14.37
净利润（百万元）	1,903.23	2,319.30	2,949.51	3,476.82	4,100.76
YoY(%)	26.83	21.86	27.17	17.88	17.95
毛利率(%)	27.39	28.94	30.30	31.09	31.72
净利率(%)	9.57	10.26	10.93	11.33	11.69
ROE(%)	10.39	11.34	13.01	13.81	14.66
EPS(摊薄/元)	1.64	2.00	2.54	2.99	3.53
P/E(倍)	12.40	10.17	8.00	6.79	5.75
P/B(倍)	1.29	1.15	1.04	0.94	0.84

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1) 新能源汽车行业增速放缓风险：公司电池盒业务作为核心增长引擎，其发展与新能源汽车行业景气度高度相关。若全球新能源汽车市场增速不及预期，或主要客户车型销量下滑，可能导致公司电池盒订单减少、产能利用率下降，进而影响整体营收和利润水平。同时，行业竞争加剧可能导致产品价格承压，对公司毛利率产生不利影响。

2) 原材料价格波动及供应链风险：公司生产所需铝材等大宗商品价格受国际市场影响较大。若原材料价格大幅上涨，而公司无法通过产品调价完全传导成本压力，将直接影响盈利能力。此外，全球供应链扰动可能导致关键零部件交付延迟，影响生产计划和订单交付。

3) 海外工厂运营风险：墨西哥工厂新项目投产进度及良率提升可能影响铝件毛利率恢复，虽然目前墨西哥工厂净利润率已达 10%，但美国工厂毛利率 15-20% 相对较低，显示海外工厂运营效率存在区域差异。公司在北美地区工厂虽已实现属地化生产，但仍面临当地用工成本高、生产变更难度大等挑战，若不能持续提升运营效率，可能对公司整体盈利能力造成不利影响。

4) 国际贸易政策风险：贸易关税政策变动影响需持续关注，虽然公司总敞口不超过 4%（中国出口美国部分实际负担仅 1% 左右，墨西哥出口美国部分八成关税由客户承担），且公司通过“跨洋经营，当地制造”模式布局全球产能，但若主要市场贸易政策发生重大变化，仍可能对公司的全球供应链布局 and 成本结构造成冲击。

5) 市场竞争风险：国内市场竞争加剧，新竞争者不断涌入导致价格压力加大。与 2018 年前行业高速增长时期相比，当前为保产能饱和不得不接受更多订单，盈利空间受到挤压。若行业价格战持续，而公司不能通过技术创新和成本控制维持竞争优势，可能对利润水平产生不利影响。

6) 政策变动风险：欧洲新能源政策调整可能影响短期需求，虽然 2030 年排放目标未变，但碳排放法规推迟执行可能改变车企生产节奏。公司作为大众 MEB 平台和雷诺的独家电池盒供应商，其欧洲业务发展与当地新能源汽车政策密切相关，政策波动可能影响短期业绩表现。

7) 新业务拓展风险：机器人等新业务拓展存在不及预期风险，目前仍处于送样阶段，量产时间存在不确定性。虽然公司基于汽车零部件领域的积累布局人形机器人业务，但新业务的技术路线、市场需求尚不明确，若不能如期实现产业化，可能影响公司长期增长潜力。

敏感性分析

2025	悲观假设	中性假设	乐观假设
营业收入（百万元）	27,128.43	27,663.13	28,077.46
营业收入同比增长率（%）	17.2%	19.51	21.3%
毛利率（%）	28.9%	30.3%	30.8%
其他费用/营业收入(%)	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用/营业收入(%)	14.3%	14.1%	13.35%
销售费用/营业收入(%)	4.9%	4.85%	4.6%
预计归母净利润（百万元）	2,530.23	2,949.51	3,336.09
预计归母净利润增长率（%）	9.09%	27.17	43.84%

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

马博硕

特许金融分析师 CFA，美国哥伦比亚大学统计学硕士，爱荷华大学数学、精算双专业学士，北美准精算师协会会员。2018年加入中信建投证券，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话: (8610) 56135088
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk