

买入
在手订单充足，电池盒业务有望取得突破
敏实集团 (0425.HK)

2021-08-31 星期二

投资要点

目标价: **39 港元**
 现价: 32.3 港元
 预计升幅: 20.7%

重要数据

日期	2021-08-31
收盘价 (港元)	32.3
总股本 (百万股)	1,160
总市值 (百万港元)	37,468
净资产 (百万元)	14,944
总资产 (百万元)	27,206
52 周高低 (港元)	44.6/23.5
每股净资产 (元)	12.9

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

敏实控股有限公司 (38.81%)
 三菱日联金融集团 (8.88%)
 Matthews International (6.91%)

相关报告

敏实集团 (0425.HK) - 深度报告-20191004
 敏实集团 (0425.HK) - 更新报告-20200831

研究部

姓名: 李明
 SFC: AXK332
 电话: 0755-21516077
 Email: liming@gyzq.com.hk

➤ 2021H1 业绩基本符合预期，全年预期不变：

上半年公司营业额为 66.6 亿，同比上升 37%；分地区来看，中国营业额同比上升 34%，环比下降 14%；北美同比上升 57%，环比下降 9%；欧洲环比上升 36%，环比下降 9%。H1 毛利率为 31.9%，同比回升 5.3 个百分点，环比下降 1.9 个百分点；归母净利润为 9.0 亿，同比上升 140%；每股盈利为 0.783 元。半年业绩基本符合预期，公司维持全年指引不变。

➤ 运费和人工费上涨致销管费用率上升：

2021H1 的销管费用同比上升 48%。其中销售费用同比上升 71%，增加了 1.4 亿，其中主要是运费的上涨所致；管理费用同比上升 30%，主要是因为随着生产的恢复和疫情补贴的取消，人工费用相应上升。同时，公司在继续加大研发投入，研发费用占比达到 6.4%，未来公司仍然会坚持在研发方面的投入，预计全年研发费用率约为 6.5%。

➤ 芯片仍然是制约下半年增长的主要因素：

展望下半年，疫情没有完全解除，芯片的供应仍有较大障碍，近期国内市场环比持续下滑，海外情况也不乐观。因此，从谨慎角度考虑，公司维持收入 10% 以上的预测，意味着下半年基本持平或者略有下降。

➤ 在手订单充足，电池盒业务有望取得突破：

上半年公司新业务承接继续创新高，年化达到 59 亿元人民币，其中海外占比达到 52%，创新产品占比达到 35%，新能源车占比达到 48%。公司提升了对全年新承接订单的指引，预计全年有机会挑战 95-100 亿。电池盒业务方面，下半年有 10 个新款电池盒将陆续量产，预计今年收入约为 4 亿，明年有望突破 20 亿，后年有望突破 40 亿。

➤ 上调目标价至 39 港元，维持“买入”评级：

我们预计公司 2021-2023 年每股收益将分别为 1.48 元、1.78 元及 2.16 元，给予 2022 年 18 倍 PE，相当于目标价 39 港元，较现价涨幅空间为 20.7%，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,198	12,467	13,937	16,761	20,489
同比增长	5.1%	-5.5%	11.8%	20.3%	22.2%
归母净利润	1,690	1,396	1,706	2,051	2,483
同比增长	1.8%	-17.4%	22.3%	20.2%	21.1%
毛利率	31.2%	31.0%	31.3%	31.5%	31.9%
净利润率	12.8%	11.2%	12.2%	12.2%	12.1%
每股收益(元)	1.47	1.21	1.48	1.78	2.16
PE@32.3HKD	18.21	22.10	18.11	15.05	12.43

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021H1 业绩基本符合预期，全年预期不变

上半年公司营业额为 66.6 亿，同比上升 37%；分地区来看，中国营业额同比上升 34%，环比下降 14%；北美同比上升 57%，环比下降 9%；欧洲环比上升 36%，环比下降 9%。H1 毛利率为 31.9%，同比回升 5.3 个百分点，环比下降 1.9 个百分点；归母净利润为 9.0 亿，同比上升 140%；每股盈利为 0.783 元。半年业绩基本符合预期，公司维持全年指引不变。

图 1: 2013H1-2021H1 营业收入及增速

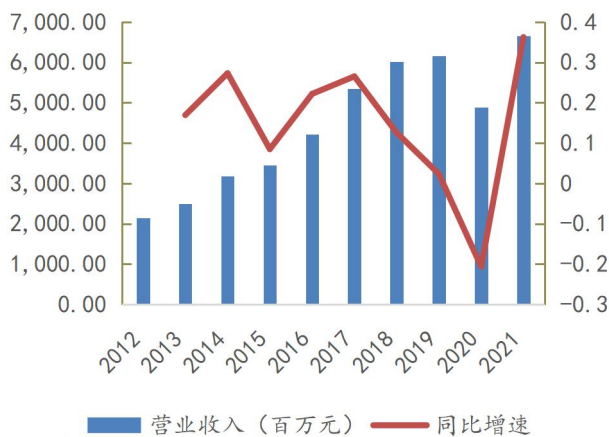
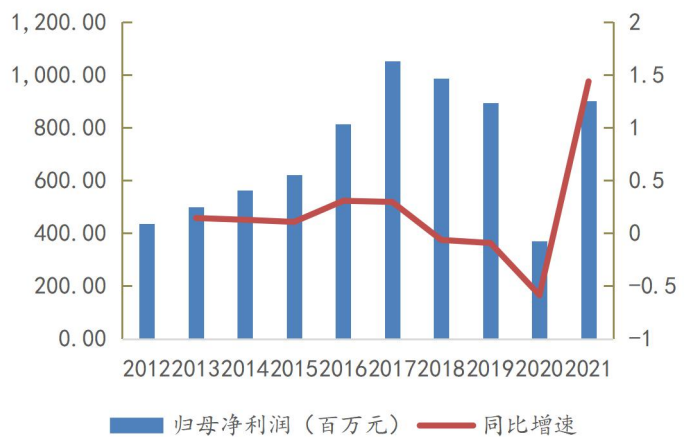


图 2: 2013H1-2021H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

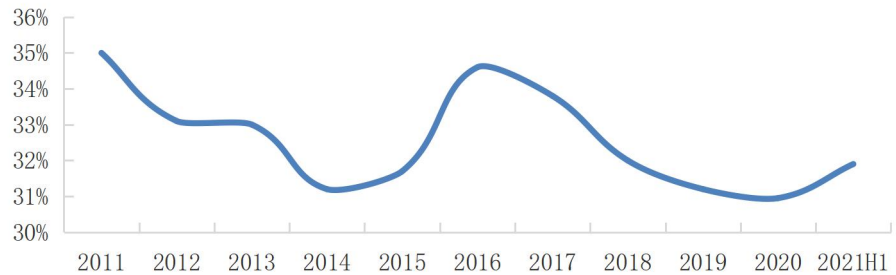
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

随着疫情缓解，上半年营业额和毛利率恢复

2021 年上半年，随着疫情缓解，整体营业额呈现稳健增长。其中国内营业额同比上升 34%，海外业务同比上升 42%。客户结构方面，欧美，日，韩中各系均呈现恢复，其中中国市场表现最优异的是日系和中系客户，海外市场是美系的表现最为优异。

上半年毛利率恢复到接近疫情前的水平。一方面，收入增长带来规模效应提升，使毛利率增加。另一方面，材料价格的大幅增长带来了不利影响。但得益于管理层在疫情之前做出的战略采购举措，一些负面影响得以被抵消。

图 3：2011-2021H1 毛利率

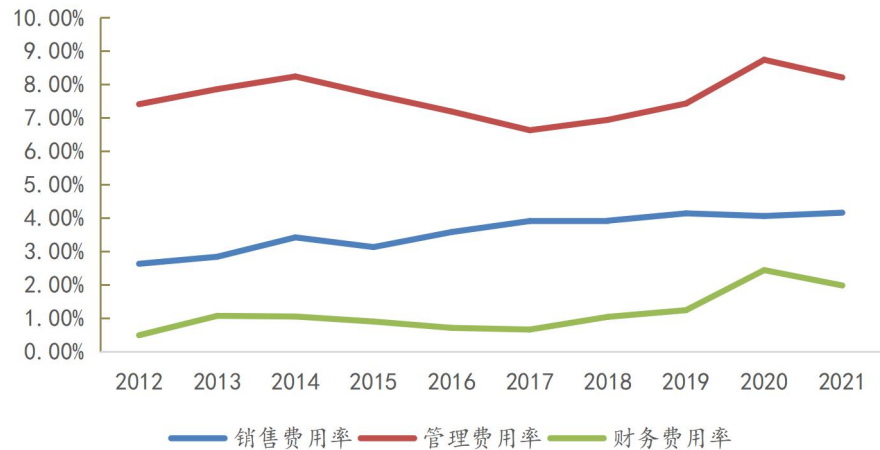


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

运费和人工费上涨致销管费用率上升

2021H1 的销管费用同比上升 48%。其中销售费用同比上升 71%，增加了 1.4 亿，其中主要是运费的上涨所致；管理费用同比上升 30%，主要是因为随着生产的恢复和疫情补贴的取消，人工费用相应上升。同时，公司在继续加大研发投入，研发费用占比达到 6.4%，未来公司仍然会坚持在研发方面的投入，预计全年研发费用率约为 6.5%。

图 4：2012H1-2020H1 销售/管理/财务费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

在手订单充足，电池盒业务有望取得突破

上半年公司新业务承接继续创新高，年化达到 59 亿元人民币，其中海外占比达到 52%，创新产品占比达到 35%，新能源车占比达到 48%。新订单给公司带来新增长点，也驱动业务结构和产品组合上的优化。公司提升了对全年新承接订单的指引，预计全年有机会挑战 95-100 亿。电池盒业务方面，下半年有 10 个新款电池盒将陆

续量产，预计今年收入约为 4 亿，明年有望突破 20 亿，后年有望突破 40 亿。

上调目标价至 39 港元，维持“买入”评级

我们预计公司 2021-2023 年每股收益将分别为 1.48 元、1.78 元及 2.16 元，给予 2022 年 18 倍 PE，相当于目标价 39 港元，较现价涨幅空间为 20.7%，维持买入评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

原材料和物流成本持续处于高位；

行业需求复苏不及预期；

疫情管控不及预期。

资产负债表						利润表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,584	14,980	13,191	15,201	19,326	营业收入	13,198	12,467	13,937	16,761	20,489
现金及短期投资	5,687	6,008	4,953	5,550	7,845	营业成本	(9,077)	(8,608)	(9,570)	(11,477)	(13,953)
已抵押银行存款	21	918	918	918	918	其他收入	200	160	160	190	207
应收账款	4,316	4,615	4,881	5,817	7,088	投资收益	126	240	264	290	319
存货	2,040	2,385	2,420	2,896	3,456	其它利得与损失	69	(31)	199	30	30
预付租赁款项	0	0	0	0	0	分销及分销费用	(539)	(521)	(641)	(721)	(881)
其它流动资产	519	1,054	19	19	19	行政费用	(1,048)	(1,029)	(1,171)	(1,374)	(1,721)
非流动资产	11,059	12,226	14,597	17,173	18,740	研究及开发费用	(656)	(764)	(906)	(1,006)	(1,229)
固定资产净值	8,749	9,616	12,500	15,000	16,500	税前利润	2,101	1,680	2,129	2,559	3,098
无形资产	155	176	176	176	176	所得税开支	(336)	(217)	(341)	(409)	(496)
预付租赁款项	0	0	529	546	532	年度利润	1,765	1,463	1,789	2,150	2,603
长期股权投资	215	263	294	353	432	少数股东权益	75	67	83	99	120
其他非流动资产	1,940	2,172	1,098	1,098	1,100	净利润	1,690	1,396	1,706	2,051	2,483
总资产	23,643	27,206	27,788	32,375	38,066	每股收益(元)	1.47	1.21	1.48	1.78	2.16
流动负债	7,816	9,633	10,112	12,052	14,638	主要财务比率					
短期借款	4,139	5,445	6,024	7,188	8,694	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付账款	3,437	3,975	3,869	4,623	5,674	成长性(%)					
其他流动负债	240	213	219	241	269	营业收入增长率	5.1%	-5.5%	11.8%	20.3%	22.2%
长期负债	1,083	2,260	1,374	1,461	1,394	净利润增长率	1.8%	-17.4%	22.3%	20.2%	21.1%
长期借款	0	20	20	20	20	盈利能力分析(%)					
递延税负债	95	107	119	143	174	毛利率	31.2%	31.0%	31.3%	31.5%	31.9%
其他负债	988	2,133	1,235	1,298	1,200	税前利润率	15.9%	13.5%	15.3%	15.3%	15.1%
总负债	8,899	11,893	11,486	13,512	16,032	年度利润率	13.4%	11.7%	12.8%	12.8%	12.7%
股东权益总额	14,744	15,313	15,900	18,397	21,491	净利润率	12.8%	11.2%	12.2%	12.2%	12.1%
少数股东权益	419	369	402	466	544	净资产收益率	11.8%	9.3%	10.5%	10.9%	11.3%
所有者权益合计	14,325	14,944	16,302	18,863	22,035	资产收益率	7.1%	5.1%	6.1%	6.3%	6.5%
负债及所有者权益	23,224	26,837	27,788	32,375	38,066	偿债能力(%)					
现金流量表						资产负债率	37.6%	43.7%	41.3%	41.7%	42.1%
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	1.3	1.3	1.1	1.0	1.1
经营活动现金流	2,384	2,219	2,167	2,478	3,019	流动比率	1.6	1.6	1.3	1.3	1.3
税前利润	2,101	1,680	2,129	2,559	3,098	营运能力(天)					
折旧及摊销	779	853	1,101	1,315	1,444	平均资产周转天数	654	797	728	705	678
营运资本变动	(100)	(192)	(696)	(909)	(929)	平均存货周转天数	56	70	63	63	62
其他营业资产及负债变动	(396)	(121)	(367)	(487)	(595)	平均应收账款天数	119	135	128	127	126
投资活动现金流	(1,166)	(1,266)	(2,867)	(1,941)	(880)	平均应付账款天数	95	116	101	101	101
购买物业、厂房及设备	(1,536)	(867)	(2,885)	(2,500)	(1,500)	每股资料(元)					
赎回金融资产所得款项	12,793	12,793	12,793	12,793	12,793	每股收益	1.47	1.21	1.48	1.78	2.16
其他投资活动现金流	(12,423)	(13,192)	(12,775)	(12,234)	(12,173)	每股净资产	12.97	13.29	13.81	15.98	18.67
融资活动现金流	(64)	(632)	(361)	56	153	估值比率(倍)					
偿还利息银行及其他借款	(10,232)	(10,232)	(10,232)	(10,232)	(10,232)	PE	18.1	21.9	18.0	14.9	12.3
已付本公司拥有人股息	(667)	(668)	(817)	(981)	(1,188)	PB	2.05	2.00	1.92	1.66	1.42
新增银行贷款	10,246	11,538	10,811	11,396	11,739						
其它长期资产变动	589	(1,270)	(123)	(126)	(166)						
现金及现金等价物变动	1,154	321	(1,060)	593	2,291						
外汇变动影响	11	4	5	3	3						
期初现金	4,522	5,687	6,008	4,953	5,550						
期末现金	5,687	6,008	4,953	5,550	7,845						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>