

**买入**
**在手订单充足，但成本压力仍较大**
**敏实集团 (0425.HK)**

2022-03-23 星期三

### 投资要点

 目标价: **22 港元**

现价: 18.18 港元

预计升幅: 21%

#### ➤ 2021 年业绩低于预期:

2021 年，公司录得营业额 139.2 亿人民币，同比增长 11.7%；营业收入的增长主要受益于中国、北美及欧洲等主要汽车市场的需求恢复。期内，公司实现毛利率 29.3%，同比下降 1.7 个百分点；公司拥有应占溢利为人民币 15.0 亿元，同比增加 7.2%；EPS 从 2020 年的 1.21 元增加至约人民币 1.30 元。业绩低于市场预期。

### 重要数据

日期	2022-03-23
收盘价 (港元)	18.18
总股本 (百万股)	1,162
总市值 (百万港元)	211,26
净资产 (百万元)	16,556
总资产 (百万元)	29,645
52 周高低 (港元)	38.6/18.8
每股净资产 (元)	13.9

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 在手订单充足，预计全年收入增长 30%:

21 年公司新业务承接继续创新高，年化达到 106 亿元人民币，其中海外占比达 53%，创新产品占比达 46%，新能源车占比达 56%。目前公司在手订单为 1500 亿 RMB，其中电池盒占比 29%。预计今年电池盒继续保持高增长，收入有望达 20 亿，明年有望突破 40 亿 RMB。基于电池盒业务的快速发展以及国内乘用车市场的拓展，预计公司 2022 年收入增速有望达到 30%。

#### ➤ 下半年毛利率下滑，成本压力依然存在:

分拆 2021 年上下半年的毛利率水平来看，21H1 为 31.9%，21H2 为 27.0%，环比下降 4.9 个百分点，主要是原材料价格上涨、汇率以及相关费用增加所致。综合来看，22 年成本压力犹存，公司会采取价格联动的方式转嫁部分成本，但我们预计仍将给毛利率带来较大压力。

### 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%)

#### ➤ 公司将加强费用管控，费用率有望降低:

2021 年，由于运费上涨、疫情补贴等因素，公司的销售、管理、研发费用均有一定程度的上涨，销管研费用率为 21.0%，同比提升 2.4 个百分点。2022 年，公司将加强费用的管控，争取将上述三项费用率控制在 19% 左右。

### 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

敏实集团 (0425.HK) - 更新报告-20210831

#### ➤ 下调目标价至 22 港元，维持买入评级:

预计公司 2022-2024 年每股收益将分别为 1.36 元、1.56 元及 1.90 元，给予公司 22 港元目标价，相当于 2022 年 13 倍 PE，较现价涨幅空间为 21%，维持买入评级。

百万 人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,467	13,919	18,132	21,486	24,658
同比增长	-5.5%	11.7%	30.3%	18.5%	14.8%
归母净利润	1,396	1,497	1,570	1,801	2,192
同比增长	-17.4%	7.2%	4.9%	14.7%	21.7%
毛利率	31.0%	29.3%	27.6%	28.9%	29.3%
净利润率	11.2%	10.8%	8.7%	8.4%	8.9%
PE	12.2	11.4	10.9	9.5	7.8
每股收益(元)	1.21	1.30	1.36	1.56	1.90

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 2021 年业绩低于预期:

2021 年，公司录得营业额 139.2 亿人民币，同比增长 11.7%；营业收入的增长主要受益于中国、北美及欧洲等主要汽车市场的需求恢复。期内，公司实现毛利率 29.3%，同比下降 1.7 个百分点，主要是原材料价格上涨、汇率以及相关费用增加所致；公司拥有人应占溢利为人民币 15.0 亿元，同比增加 7.2%；EPS 从 2020 年的 1.21 元增加至约人民币 1.30 元。公司建议分派末期股息每股 0.630 港元。业绩低于市场预期。

图 1: 2006-2021 营业收入及增速

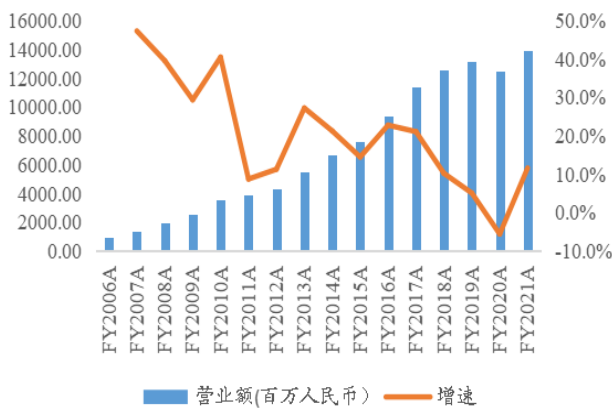
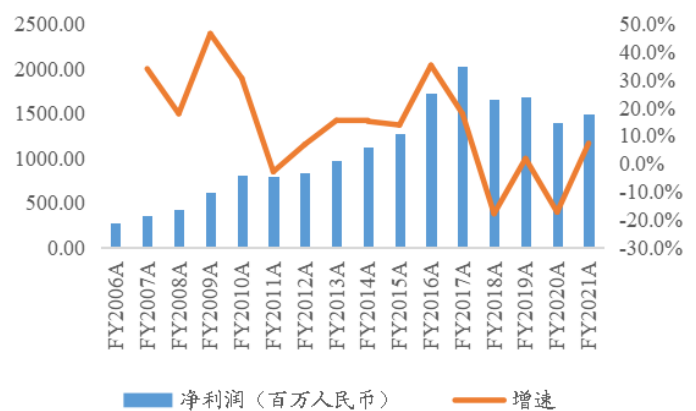


图 2: 2006-2021 归母净利润及增速



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

### 在手订单充足，预计全年收入增长 30%:

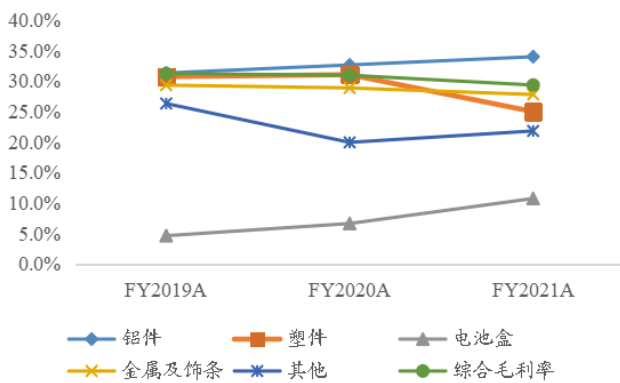
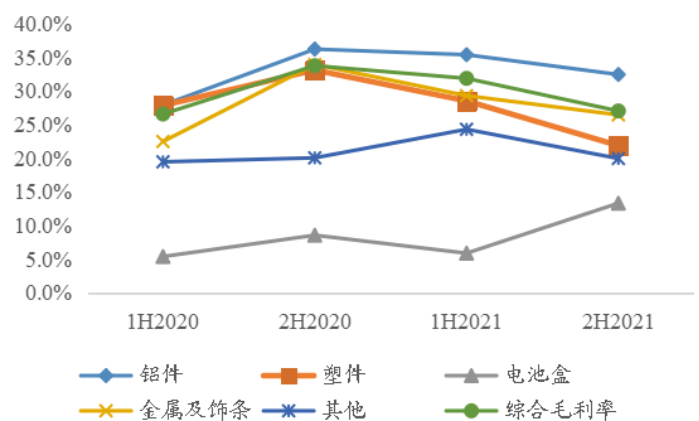
21 年公司新业务承接继续创新高，年化达到 106 亿元人民币，其中海外占比达到 53%，创新产品占比达到 46%，新能源车占比达到 56%。目前公司在手订单为 1500 亿人民币，其中电池盒占比 29%，塑件占比 25%，铝件占比 26%，金属及饰条占比 20%。电池盒业务方面，预计今年继续保持较高增长，收入有望达到 20 亿，明年有望突破 40 亿人民币。

新能源车业务方面，公司坚持传统车厂与新势力双布局，目前覆盖的新势力车企包括特斯拉、蔚来、小鹏等主流品牌。公司新能源车业务占比快速提升，从 2018 年的 2.8% 提高到 2021 年的 14.0%，预计今年有望继续提升到 26.9%，占比的快速提升主要得益于电池盒业务的增长。基于电池盒业务的快速发展以及国内乘用车市场的拓展，预计公司 2022 年收入增速有望达到 30%。

### 下半年毛利率下滑，成本压力依然存在:

分拆 2021 年上下半年的毛利率水平来看，21H1 的毛利率为 31.9%，21H2 毛利率为

27.0%，环比下降 4.9 个百分点。从品类来看，铝件的毛利率环比下降 2.9 个百分点；塑件的毛利率环比下降 6.7 个百分点；金属及饰条的毛利率环比下降 2.9 个百分点，电池盒的毛利率环比提升 7.4 个百分点。其中塑件的毛利率下降幅度最大，主要原因有三个：1、塑胶原料上涨幅度较大；2、汇率的影响；3、美国营业额期内放量，有较多项目导入量产，初期成品率有待提高。2022 年，随着新项目量产爬坡完成，成品率有望逐步提高，GPM 会略有提高。综合来看，2022 年的成本压力犹存，公司表示会采取价格联动的方式，将部分成本的上涨转嫁，但我们预计仍将给毛利率带来较大压力。

**图 3: 公司主要业务年度毛利率**

**图 4: 公司主要业务半年度毛利率**


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

### 公司将加强费用管控，费用率有望降低：

2021 年，由于运费上涨、疫情补贴等因素，公司的销售、管理、研发费用均有一定程度的上涨，销管研费用率为 21.0%，同比提升 2.4 个百分点。2022 年，公司将加强费用的管控，争取将上述三项费用率控制在 19% 左右。

### 下调目标价至 22 港元，维持买入评级：

我们预计公司 2022-2024 年每股收益将分别为 1.36 元、1.56 元及 1.90 元，给予 2022 年 13 倍 PE，相当于目标价 22 港元，较现价涨幅空间为 21%，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>14,980</b>	<b>14,991</b>	<b>16,874</b>	<b>19,365</b>	<b>22,125</b>	<b>营业收入</b>	<b>12,467</b>	<b>13,919</b>	<b>18,132</b>	<b>21,486</b>	<b>24,658</b>
现金及短期投资	6,008	5,492	6,027	6,830	7,749	营业成本	(8,608)	(9,835)	(13,136)	(15,282)	(17,434)
已抵押银行存款	918	1,046	1,046	1,046	1,046	其他收入	160	225	245	267	291
应收账款	4,615	5,130	6,360	7,527	8,713	投资收益	240	285	313	345	345
存货	2,385	2,961	3,442	3,962	4,617	其它利得与损失	(31)	416	30	30	30
预付租赁款项	0	0	0	0	0	分销及分销费用	(521)	(744)	(816)	(988)	(1,134)
其它流动资产	1,054	363	0	0	0	行政费用	(1,029)	(1,237)	(1,541)	(1,869)	(2,145)
<b>非流动资产</b>	<b>12,226</b>	<b>14,654</b>	<b>16,317</b>	<b>17,700</b>	<b>19,153</b>	研究及开发费用	(764)	(941)	(1,106)	(1,354)	(1,553)
固定资产净值	9,616	11,623	13,948	15,343	16,877	税前利润	1,680	1,846	1,973	2,290	2,821
无形资产	176	173	173	173	173	所得税开支	(217)	(266)	(316)	(389)	(508)
预付租赁款项	0	0	453	363	206	<b>年度利润</b>	<b>1,463</b>	<b>1,579</b>	<b>1,657</b>	<b>1,901</b>	<b>2,314</b>
长期股权投资	263	318	414	490	563	少数股东权益	67	83	87	100	121
其他非流动资产	2,172	2,540	1,330	1,332	1,334	<b>净利润</b>	<b>1,396</b>	<b>1,497</b>	<b>1,570</b>	<b>1,801</b>	<b>2,192</b>
<b>总资产</b>	<b>27,206</b>	<b>29,645</b>	<b>33,192</b>	<b>37,065</b>	<b>41,277</b>	<b>每股收益(元)</b>	<b>1.21</b>	<b>1.30</b>	<b>1.36</b>	<b>1.56</b>	<b>1.90</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,633</b>	<b>9,377</b>	<b>12,144</b>	<b>14,149</b>	<b>16,180</b>	<b>主要财务比率</b>					
短期借款	5,445	4,888	6,496	7,520	8,536	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
应付账款	3,975	4,250	5,365	6,317	7,302	<b>成长性(%)</b>					
其他流动负债	213	239	284	313	342	营业收入增长率	-5.5%	11.7%	30.3%	18.5%	14.8%
<b>长期负债</b>	<b>2,260</b>	<b>3,712</b>	<b>2,963</b>	<b>3,284</b>	<b>4,259</b>	净利润增长率	-17.4%	7.2%	4.9%	14.7%	21.7%
长期借款	20	7	7	7	7	<b>盈利能力分析(%)</b>					
递延税负债	107	159	212	247	281	毛利率	31.0%	29.3%	27.6%	28.9%	29.3%
其他负债	2,133	3,546	2,744	3,030	3,971	税前利润率	13.5%	13.3%	10.9%	10.7%	11.4%
<b>总负债</b>	<b>11,893</b>	<b>13,089</b>	<b>15,108</b>	<b>17,433</b>	<b>20,440</b>	年度利润率	11.7%	11.3%	9.1%	8.8%	9.4%
股东权益总额	15,313	16,023	17,502	19,000	20,167	净利润率	11.2%	10.8%	8.7%	8.4%	8.9%
少数股东权益	369	533	582	632	670	净资产收益率	9.3%	9.0%	8.7%	9.2%	10.5%
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,944</b>	<b>16,556</b>	<b>18,084</b>	<b>19,632</b>	<b>20,838</b>	资产收益率	5.1%	5.0%	4.7%	4.9%	5.3%
<b>负债及所有者权益</b>	<b>26,837</b>	<b>29,645</b>	<b>33,192</b>	<b>37,065</b>	<b>41,277</b>	<b>偿债能力(%)</b>					
<b>现金流量表</b>						资产负债率	43.7%	44.2%	45.5%	47.0%	49.5%
<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	速动比率	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,219</b>	<b>1,637</b>	<b>1,982</b>	<b>2,450</b>	<b>2,773</b>	流动比率	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4
税前利润	1,680	1,846	1,973	2,290	2,821	<b>营运能力(天)</b>					
折旧及摊销	853	1,026	1,225	1,345	1,476	平均资产周转天数	797	777	668	630	611
营运资本变动	(192)	(1,016)	(829)	(875)	(1,009)	平均存货周转天数	70	78	69	67	68
其他营业资产及负债变动	(121)	(219)	(387)	(310)	(517)	平均应收账款天数	135	135	128	128	129
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,266)</b>	<b>(1,263)</b>	<b>(2,178)</b>	<b>(1,172)</b>	<b>(1,535)</b>	平均应付账款天数	116	111	108	107	108
购买物业、厂房及设备	(867)	(2,008)	(2,325)	(1,395)	(1,534)	<b>每股资料(元)</b>					
赎回金融资产所得款项	12,793	12,793	12,793	12,793	12,793	每股收益	1.21	1.30	1.36	1.56	1.90
其他投资活动现金流	(13,192)	(12,048)	(12,647)	(12,570)	(12,793)	每股净资产	13.31	13.91	15.20	16.50	17.51
<b>融资活动现金流</b>	<b>(632)</b>	<b>(894)</b>	<b>728</b>	<b>(478)</b>	<b>(321)</b>	<b>估值比率(倍)</b>					
偿还计息银行及其他借款	(10,232)	(10,232)	(10,232)	(10,232)	(10,232)	PE	12.2	11.4	10.9	9.5	7.8
已付本公司拥有人股息	(694)	(554)	(581)	(667)	(812)	PB	1.11	1.06	0.97	0.90	0.85
新增银行贷款	11,538	9,675	11,840	11,256	11,248						
其它长期资产变动	(1,244)	217	(298)	(835)	(525)						
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>321</b>	<b>(520)</b>	<b>532</b>	<b>800</b>	<b>917</b>						
外汇变动影响	4	4	3	3	2						
<b>期初现金</b>	<b>5,687</b>	<b>6,008</b>	<b>5,492</b>	<b>6,027</b>	<b>6,830</b>						
<b>期末现金</b>	<b>6,008</b>	<b>5,492</b>	<b>6,027</b>	<b>6,830</b>	<b>7,749</b>						

# 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>