

2023年4月24日

## 英恒科技 | 01760.HK

### 高速成長的預期正逐步實現

評級

買入

目標價

HK\$ 7.76

2022年英恒科技(01760.HK)實現48.3億元人民幣總收入，略低於我們預期。然而，集團同期錄得令人驚喜的21.5%毛利率，帶動集團錄得淨利潤105.3%的同比增長。

新能源汽車業務表現持續令人鼓舞：得益於2022年中國新能源汽車強勁的銷售，英恒科技(01760.HK)新能源業務分部亦得到令人滿意的成績，該業務分部按年成長91.0%，佔全年總收入42.8% (2021年: 34.1%)。根據乘聯會的統計，2023年首季度新能源汽車零售銷售及乘用車零售銷售的同比增長分別為22.8%及-13.1%，即使增長的速度略為放緩，但新能源汽車之滲透率仍然令人滿意。由於集團經已成為中國多家新能源汽車品牌的供應商，我們預期集團未來將繼續能夠與產業共同成長。

Tesla 降價帶來的影響相對中性：Tesla 調低在中國地區的零售價格為其他新能源汽車廠商汽車銷售帶來一定的壓力，並令其整體的經營環境變得更加困難。然而，我們認為Tesla 降價對英恒科技(01760.HK)的影響相對中性，長期而言我們相信新能源汽車廠商會傾向通過提高技術及規格以取代降價及保持汽車銷量。因此，英恒科技(01760.HK)正在扮演相當重要的角色，其能夠協助新能源汽車廠商 i) 在沒有大規模資本投入的情況下提升汽車規格及技術水平、ii) 通過與集團全中國16所研究中心當中最為毗鄰的研究中心合作，快速應對市場的需求及轉變。

高速成長的預期正逐步實現：鑑於 i) 英恒科技(01760.HK)持續遞交令人滿意的業績表現、ii) 新能源汽車與自動駕駛產業如預期般擴張，我們維持對英恒科技(01760.HK)正面的態度。同時，鑑於 i) 毛利水平在「成本+」的定價策略難以維持在現時接近22%偏高的水平、ii) 應收款項、庫存及研發成本等正在快速上升、iii) 加息環境不利於集團進行再融資、iv) 員工成本伴隨團隊擴張而快速上升，我們正加強關注集團現金流的情況，惟該等因素屬於企業迅速成長的必經階段，目前並未對集團造成重大的風險。因此，我們維持集團目標價每股7.76港元，相當於2023年/2024年/2025年的15.8x/13.3x/11.3x 預測市盈率，重申「買入」評級。

## 更新報告

敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

briango@westbullsec.com.hk

+852 3896 2965

香港上環德輔道中199號無限極廣場2701-2703室

### 英恒科技 (01760.HK)

評級 買入 (買入)

目標價 HK\$ 7.76 (HK\$ 7.76)

現價 HK\$ 5.52

52-周波幅 HK\$ 2.87 - 7.55

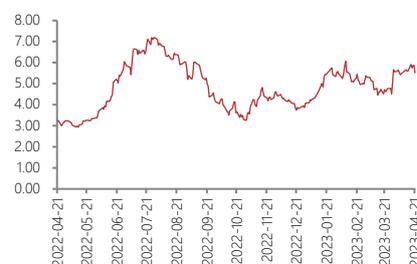
市值 (港元, 十億) 6.0

人民幣, 百萬	22A)	23(E)	24(E)	25(E)
收入	4,829.9	6,296.0	7,347.6	8,378.9
毛利	1,040.6	1,278.5	1,486.4	1,710.8
毛利率	21.5%	20.3%	20.2%	20.4%
淨利潤	411.1	467.6	552.4	653.6
每股盈利	0.382	0.430	0.508	0.601
市銷率	1.1	0.8	0.7	0.6
市盈率	12.4	11.2	9.5	8.0
股本回報率	21.1%	20.1%	20.2%	20.4%

股價表現 1個月 3個月 半年 一年

絕對值 16.9% 1.7% 50.4% 69.6%

相對恒指 12.7% 10.6% 26.6% 72.6%



## 同業比較

		市值 (港元, 百萬)	市盈率 (%)	預測市盈率 (%)	市賬率 (%)	市銷率 (%)	總收入 (港元, 百萬)	毛利率 (%)	股本回報率 (%)
00175.HK	吉利汽車	97,250.9	16.4	14.4	1.2	0.6	172,295.4	14.1	7.6
01958.HK	北京汽車	17,633.7	3.7	3.9	0.3	0.1	221,781.5	22.2	7.8
02238.HK	廣汽集團	103,876.8	5.5	-	0.4	0.4	128,095.5	7.5	7.9
02333.HK	長城汽車	213,093.7	10.7	-	1.1	0.5	159,923.6	19.4	10.6
	平均值 - 傳統汽車製造商	107,963.8	9.1	9.2	0.7	0.4	170,524.0	15.8	8.5
01211.HK	比亞迪	745,908.8	34.1	33.0	5.1	1.3	493,791.5	17.0	16.1
02015.HK	理想汽車	184,355.5	-	-	-	-	52,733.6	19.4	(4.7)
09866.HK	蔚來	107,498.8	-	-	-	-	57,370.1	10.4	(49.7)
09868.HK	小鵬汽車	62,585.7	-	-	1.2	2.1	31,271.1	11.5	(23.1)
	平均值 - 新能源汽車製造商	275,087.2	34.1	33.0	3.2	1.7	158,791.6	14.6	(15.3)
IFNNY.US	Infineon	390,047.1	-	14.4	-	-	120,527.5	43.1	20.0
MCHP.US	Microchip	330,150.0	20.4	12.2	6.7	5.3	53,098.0	65.2	34.2
NXPI.US	NXP	346,139.5	13.6	13.7	5.9	3.4	103,403.6	56.9	39.9
ON.US	On Semiconductor	249,740.6	14.5	16.7	5.1	3.8	65,199.4	49.0	35.3
STM.US	STMicroelectronics	339,059.6	-	11.5	-	-	126,292.5	47.3	36.2
	平均值 - 半導體供應商	331,027.4	16.2	13.7	5.9	4.2	93,704.2	52.3	33.1
01760.HK	英恒科技	6,012.6	12.7	9.7	2.5	1.1	5,624.2	21.5	21.4

資料來源: 彭博、西牛證券

## 風險因素

- 價格戰導致中國新能源汽車品牌的銷售急劇下降
- 中國新能源汽車品牌資金流動性下降, 導致集團回款較慢, 現金循環天數上升
- 利率上升與借貸增加削弱集團利潤水平
- 智能駕駛的滲透率較期為慢
- 團隊大幅擴充導致集團利潤率下滑

## 財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	(人民幣, 百萬)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)
總收入	4,829.9	6,296.0	7,347.6	8,378.9	固定資產	195.2	214.8	229.4	240.9
<i>按年增長</i>	<i>52.1%</i>	<i>30.4%</i>	<i>16.7%</i>	<i>14.0%</i>	其他非流動資產	528.9	658.1	801.9	958.2
直接成本	(3,789.3)	(5,017.6)	(5,861.3)	(6,668.1)	非流動資產	724.1	872.9	1,031.2	1,199.0
毛利	1,040.6	1,278.5	1,486.4	1,710.8	庫存	1,085.6	1,255.0	1,423.1	1,561.1
其他收入	39.9	22.5	21.6	22.5	應收款項	1,697.7	2,022.9	2,231.5	2,485.3
經營開支	(583.1)	(737.4)	(841.5)	(945.9)	現金及現金等物	336.9	220.7	334.3	343.4
經營溢利	497.4	563.5	666.5	787.4	其他流動資產	230.6	223.7	280.0	362.5
淨財務成本	(44.5)	(46.3)	(55.1)	(63.8)	流動資產	3,350.9	3,722.2	4,268.8	4,752.4
聯營及合營公司	2.1	2.3	2.4	2.6	總資產	4,074.9	4,595.1	5,300.0	5,951.4
稅前利潤	454.9	519.5	613.8	726.2	長期借貸	-	-	-	-
稅項	(43.8)	(52.0)	(61.4)	(72.6)	其他非流動負債	19.6	13.0	13.2	13.3
淨利潤	411.1	467.6	552.4	653.6	非流動負債	19.6	13.0	13.2	13.3
<i>按年增長</i>	<i>105.3%</i>	<i>13.7%</i>	<i>18.1%</i>	<i>18.3%</i>	應付款項	330.7	396.0	458.8	502.6
					短期借貸	950.2	1,203.8	1,479.4	1,636.6
					其他流動負債	625.8	470.5	400.4	334.6
					流動負債	1,906.7	2,070.3	2,338.5	2,473.9
					總負債	1,926.3	2,083.3	2,351.8	2,487.1
					非控股股東權益	10.7	10.7	10.7	10.7
					控股股東權益	2,138.0	2,501.1	2,937.6	3,453.6
					總權益	2,148.6	2,511.8	2,948.3	3,464.3

## 現金流量表

(人民幣, 百萬)	2022 (E) 2023 (E) 2024 (E) 2025 (E)				財務比率				
	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2022 (A)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	
稅前溢利	454.9	519.5	613.8	726.2	毛利率	21.5%	20.3%	20.2%	20.4%
財務成本	44.5	46.3	55.1	63.8	經營溢利率	10.3%	9.0%	9.1%	9.4%
財務收入	(4.3)	(2.5)	(1.6)	(2.5)	淨利潤率	8.5%	7.4%	7.5%	7.8%
折舊及攤銷	45.7	51.2	56.6	60.0	核心 EBITDA 利潤率	11.6%	9.9%	10.0%	10.3%
其他	(580.5)	(250.4)	(267.3)	(257.3)	股本回報比率	21.1%	20.1%	20.2%	20.4%
營運資金變動	(210.4)	(362.7)	(209.8)	(281.3)	資產回報比率	11.9%	10.8%	11.2%	11.6%
經營現金流	(249.9)	1.4	246.7	308.9	流動比率	175.7%	179.8%	182.5%	192.1%
					速動比率	118.8%	117.0%	117.0%	121.5%
淨資本開支	(190.4)	(222.6)	(246.6)	(269.7)	現金比率	17.7%	10.7%	14.3%	13.9%
其他	(11.3)	-	-	-	債務權益比率	44.2%	47.9%	50.2%	47.2%
投資現金流	(201.7)	(222.6)	(246.6)	(269.7)	淨債務權益比率	28.5%	39.1%	38.8%	37.3%
					庫存周轉天數	77.0	85.1	83.4	81.7
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	94.2	95.1	95.1	93.8
淨借貸	318.6	253.6	275.6	157.2	應付賬款周轉天數	27.3	26.2	26.6	26.3
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(60.2)	(125.5)	(140.3)	(165.7)					
其他	(41.5)	(23.1)	(21.9)	(21.6)					
融資現金流	216.9	105.0	113.4	(30.1)					
股本自由現金流	(121.8)	32.4	275.7	196.4					
公司自由現金流	(400.1)	(179.5)	49.8	96.6					

資料來源: 公司資料、西牛證券

西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Bloomberg、factset.com、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice及同花順。

#### 西牛證券評級:

強烈買入	: 未來12個月絕對增長超過50%
買入	: 未來12個月絕對增長超過10%
持有	: 未來12個月絕對回報在-10%至+10%
沽售	: 未來12個月絕對下降超過10%
強烈沽售	: 未來12個月絕對下降超過50%

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

#### 免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為“西牛證券”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他他人都不為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。