

2023年8月29日

英恒科技 | 01760.HK

犧牲短期利潤為長遠發展鋪路

評級

買入

目標價

HK\$ 6.13

2023 年上半財年，英恒科技(01760.HK)實現 26.3 億元人民幣總收入，同比增長 26.5%。來自於新能源及智能網駕業務分部的貢獻分別為 47.7%及 7.7%，部份抵銷雲服務器業務分部按年下跌 71.1%帶來的負面影響。此外，受到研發投入及融資成本上升的拖累，集團淨利潤率同比下跌 1.5 個百分點至 5.8%。

毛利率正常化：英恒科技(01760.HK)毛利率同比減少 1.0 個百分點至 20.6%，仍優於我們預期，基於集團「成本+」的定價策略，約 20%的毛利率仍然為合理水平。

下游價格戰帶來的影響輕微：英恒科技(01760.HK)上半年強勁的收入增長及展望證實近期下游價格戰並未為集團帶來重大不利影響，我們相信有助緩解市場對集團短期的焦慮。對比過往採用國際主流品牌的芯片，汽車生產商轉而採用更多本地零部件以降低整車成本，但其仍然依賴英恒科技(01760.HK)提供的方案技術。

犧牲短期利潤為長遠發展鋪路：

- 財務開支正在上升：英恒科技(01760.HK)上半財年的借貸總額上升至 13.9 億元人民幣，相當於 63.8%債務權益比率。根據我們與集團的溝通，貸款主要為短期的貿易貸款，主要應用於近期較快的業務擴張。然而，由於貸款一般以美元計價，利率上升仍然會導致集團的成本上漲。
- 研發投入力度加大：集團於 2023 年上半財年加大投入於研發，當中包括搭建區域控制器(Zonal Control Unit)產品測試驗證能力、開發兼容座艙功能的駕艙一體產品 MAD3.5 等，導致 2023 年上半財年研發開支按年上升約 59.2%至 2.3 億元人民幣，佔總營收約 8.9%。

削目標價至每股 6.13 港元：我們於上一份報告已提出對於集團庫存 研發支出 財務成本及員工成本的關注，我們仍然認為目前成本上漲及相對緊張的現金流屬於短期現象，是迅速成長的必經階段。因此，我們下調集團盈利預測約 4.5% - 8.0%反映短期各項開支的上升，同時削目標價至每股 6.13 港元，相當於 2023 年/2024 年/2025 年的 13.7x/11.2x/9.6x 預測市盈率，維持「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

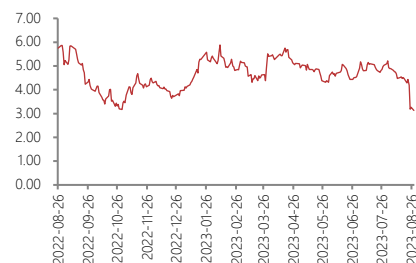
香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 - 2703 室

英恒科技 (01760.HK)

評級	買入 (買入)
目標價	HK\$ 6.21 (HK\$ 7.76)
現價	HK\$ 3.13
52-周波幅	HK\$ 3.04 - 6.27
市值 (港元, 十億)	3.4

人民幣, 百萬	22A)	23(E)	24(E)	25(E)
收入	4,829.9	6,075.5	7,226.7	8,254.9
毛利	1,040.6	1,247.9	1,471.3	1,665.7
毛利率	21.5%	20.5%	20.4%	20.2%
淨利潤	411.1	430.0	527.5	615.4
每股盈利	0.382	0.400	0.489	0.570
市銷率	0.9	0.5	0.4	0.4
市盈率	14.0	7.0	5.7	4.9
股本回報率	21.1%	18.6%	19.7%	19.7%

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-37.8%	-28.5%	-35.3%	-45.6%
相對恒指	-28.8%	-25.2%	-26.9%	-35.5%



同業比較

		市值	市盈率	預測	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本
		(港元, 百萬)	(x)	市盈率	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	回報率
				(x)					(%)
00175.HK	吉利汽車	96,044.1	17.4	-	1.2	0.5	172,295.4	14.1	7.4
01958.HK	北京汽車	15,068.8	3.3	4.0	0.3	0.1	221,781.5	22.2	7.8
02238.HK	廣汽集團	94,067.2	7.5	5.1	0.3	0.3	128,095.5	4.1	5.0
02333.HK	長城汽車	193,699.5	11.7	-	1.2	0.6	159,923.6	19.4	10.6
	平均值 - 傳統汽車製造商	99,719.9	10.0	4.5	0.7	0.4	170,524.0	14.9	7.7
01211.HK	比亞迪	706,646.6	30.5	24.7	5.3	1.3	493,791.5	17.0	18.9
02015.HK	理想汽車	328,137.5	-	35.5	-	-	52,733.6	19.4	4.0
09863.HK	零跑汽車	42,965.7	-	-	4.8	3.0	14,421.1	(15.4)	(66.0)
09866.HK	蔚來	145,989.7	-	-	-	-	57,370.1	10.4	(65.5)
09868.HK	小鵬汽車	125,015.0	-	-	2.8	5.5	31,271.1	11.5	(27.2)
	平均值 - 新能源汽車製造商	269,750.9	30.5	30.1	4.3	3.2	129,917.5	8.6	(27.2)
IFNNY.US	Infineon	356,440.0	-	13.2	-	-	120,527.5	43.1	22.9
MCHP.US	Microchip	338,951.2	18.1	13.5	6.3	5.0	66,148.8	67.5	37.4
NXPI.US	NXP	396,826.4	15.2	13.7	6.2	3.9	103,403.6	56.9	36.6
ON.US	On Semiconductor	312,550.9	17.5	17.0	5.7	4.8	65,199.4	49.0	31.6
STM.US	STMicroelectronics	330,682.1	-	11.2	-	-	126,292.5	47.3	34.4
	平均值 - 半導體供應商	347,090.1	16.9	13.8	6.1	4.5	90,261.1	55.2	35.0
01760.HK	英恒科技	3,404.9	7.6	-	1.5	0.6	5,624.2	21.5	20.8

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 業務擴張為現金流帶來壓力，而短期內未能逆轉
- 升息環境不利於再融資活動
- 為保持領先地位與技術，研發投入可能較長期目標為高
- L3 的滲透率成長較預期為慢

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	6,075.5	7,226.7	8,254.9	固定資產	195.2	209.2	219.6	228.1
<i>按年增長</i>	<i>52.1%</i>	<i>25.8%</i>	<i>18.9%</i>	<i>14.2%</i>	其他非流動資產	528.9	715.8	739.1	750.4
直接成本	(3,789.3)	(4,827.5)	(5,755.5)	(6,589.2)	非流動資產	724.1	925.0	958.7	978.5
毛利	1,040.6	1,247.9	1,471.3	1,665.7	庫存	1,085.6	1,532.2	1,599.6	1,717.5
其他收入	39.9	22.5	24.3	25.9	應收款項	1,697.7	1,752.3	1,962.7	2,206.4
經營開支	(583.1)	(738.9)	(835.9)	(927.4)	現金及現金等物	336.9	574.8	792.3	731.8
經營溢利	497.4	531.6	659.6	764.2	其他流動資產	230.6	439.4	472.1	530.2
淨財務成本	(44.5)	(81.9)	(76.0)	(83.0)	流動資產	3,350.9	4,298.7	4,826.9	5,186.0
聯營及合營公司	2.1	2.3	2.4	2.6	總資產	4,074.9	5,223.7	5,785.6	6,164.5
稅前利潤	454.9	451.9	586.1	683.8	長期借貸	-	140.3	151.9	154.6
稅項	(43.8)	(22.0)	(58.6)	(68.4)	其他非流動負債	19.6	19.7	19.7	19.6
淨利潤	411.1	430.0	527.5	615.4	非流動負債	19.6	160.0	171.6	174.2
<i>按年增長</i>	<i>105.3%</i>	<i>4.6%</i>	<i>22.7%</i>	<i>16.7%</i>	應付款項	330.7	308.3	350.7	387.4
					短期借貸	950.2	1,263.2	1,519.0	1,545.6
					其他流動負債	625.8	1,020.1	853.7	85.8
					流動負債	1,906.7	2,592.0	2,723.4	2,619.1
					總負債	1,926.3	2,752.1	2,894.9	2,793.3
					非控股股東權益	10.7	6.0	1.5	(2.8)
					控股股東權益	2,138.0	2,465.6	2,889.2	3,374.0
					總權益	2,148.6	2,471.6	2,890.6	3,371.2

現金流量表

(人民幣, 百萬)	現金流量表				財務比率	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	451.9	586.1	683.8	毛利率	21.5%	20.5%	20.4%	20.2%
財務成本	44.5	81.9	76.0	83.0	經營溢利率	10.3%	8.7%	9.1%	9.3%
財務收入	(4.3)	(2.5)	(4.3)	(5.9)	淨利潤率	8.5%	7.1%	7.3%	7.5%
折舊及攤銷	45.7	49.4	54.2	57.0	核心 EBITDA 利潤率	11.6%	9.7%	10.0%	10.1%
其他	(580.5)	(510.7)	(158.5)	(221.4)	股本回報比率	21.1%	18.6%	19.7%	19.7%
營運資金變動	(210.4)	206.1	(298.9)	(374.5)	資產回報比率	11.9%	9.2%	9.6%	10.3%
經營現金流	(249.9)	276.1	254.6	222.0	流動比率	175.7%	165.8%	177.2%	198.0%
					速動比率	118.8%	106.7%	116.3%	127.9%
淨資本開支	(190.4)	(216.2)	(140.6)	(128.0)	現金比率	17.7%	22.2%	29.1%	27.9%
其他	(11.3)	(23.1)	-	-	債務權益比率	44.2%	56.8%	52.5%	45.8%
投資現金流	(201.7)	(239.3)	(140.6)	(128.0)	淨債務權益比率	28.5%	27.9%	25.1%	24.1%
					庫存周轉天數	77.0	99.0	99.3	91.9
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	94.2	94.9	90.4	89.2
淨借貸	318.6	452.5	256.6	26.9	應付賬款周轉天數	27.3	23.9	20.9	20.4
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(60.2)	(127.0)	(130.4)	(159.6)					
其他	(41.5)	(125.3)	(21.9)	(21.5)					
融資現金流	216.9	201.0	103.6	(154.5)					
股本自由現金流	(121.8)	513.2	369.8	120.6					
公司自由現金流	(400.1)	137.8	182.4	168.7					

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、慧博投研資訊及同花順。

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人都不得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。