

2024年3月25日

英恒科技 | 01760.HK

營運情況不容落觀

評級

買入

目標價

HK\$ 2.85

2023 財年，英恒科技(01760.HK)實現 58.0 億元人民幣總收入，同比增長 20.1%，毛利率按年下跌 2.9 個百分點至 18.7%，遜於我們預期。遠低於均值的毛利率及持續上升的研發開支導致集團淨利潤低於去年同期約 23.0%。

收入增長放緩：按業務分部劃分，英恒科技(01760.HK)於新能源/車身系統/安全系統/動力系統/智駕網聯/雲服務器業務分部分別錄得同比 34.9% (2022: 34.9%) / 7.7% (50.0%) / 32.8% (33.5%) / 3.3% (39.9%) / 58.8% (151.3%) / -52.0% (-23.5%) 的成長，低於我們預期。新能源業務分部仍然為集團主要的收入構成部份，而智駕網聯則為集團主要的增長動力。然而，受到激烈競爭的影響，汽車廠商傾向採用較低成本或較低配置的解決方案，導致 ADAS 的滲透速度及集團的增長放緩。

被逼改變定價策略：英恒科技(01760.HK)於 2023 年下半財年的毛利率僅為 17.1%，意味着集團改變其一貫「成本+ ~20%」的定價策略，而該定價策略在過後市場波動期間亦未出現重大的轉變。改變定價策略以「與上下游合作夥伴共度時艱」意味着下游的價格戰為集團帶來龐大的壓力，而我們於 2024 年首季度並未看見改善的情況。縱然集團推出如「功率磚」等較為複雜且利潤率較高的解決方案，有望穩定下半年的利潤率，惟整體的利潤率仍然受到汽車廠商採用較低成本或較低配置解決方案的影響而維持於較低水平。

急速增長的融資成本：由於 i) 庫存水平從缺芯時期復常 ii) 南通基地固定資產預付款的投入，英恒科技(01760.HK)的營運資本變得更為緊張，其借款水平上升至人民幣 16.5 億元人民幣，淨債務權益比率亦增至 48.1%。鑑於集團在南通基地投入已基本完成，加上現金循環周期在復常後得以改善，我們預計集團的槓桿比例將會觸頂，融資負擔帶來的負面影響亦會減少。

營運情況不容落觀：我們對英恒科技(01760.HK)盈利預測約 51% - 58%以反映集團面對的嚴峻挑戰，整體利潤率有可能繼續受到低毛利率、高於均值的研發開支及融資成本所擠壓。然而，我們在下游激烈的價格戰中暫時未能看見轉向的訊號，因此我們對集團目標價至每股 2.85 港元，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\$ 2.85 (HK\$ 6.13)
現價	HK\$ 1.94
52-周波幅	HK\$ 1.79 - 5.96
市值 (港元, 十億)	2.1

人民幣, 百萬	23A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	5,802.3	6,840.5	7,524.0	8,174.4
毛利	1,083.6	1,247.8	1,415.3	1,585.5
毛利率	18.7%	18.2%	18.8%	19.4%
淨利潤	312.5	219.4	301.3	398.7
每股盈利	0.292	0.206	0.281	0.370

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-19.2%	-5.8%	-42.1%	-56.7%
相對恒指	-17.7%	-6.8%	-33.5%	-41.0%



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)	(x)	(x)			(%)
00175.HK	吉利汽車	92,583.1	16.3	10.9	1.1	0.5	198,117.6	15.3	7.0
00489.HK	東風集團	28,649.1	4.6	-	0.2	0.3	107,900.1	9.5	4.0
01114.HK	華晨汽車	28,556.2	2.6	-	0.5	24.4	1,316.7	20.8	20.5
01211.HK	比亞迪	660,517.6	20.1	14.5	4.4	1.0	493,791.5	17.0	24.7
01958.HK	北京汽車	21,721.6	6.5	5.1	0.4	0.1	218,841.7	20.2	5.4
02015.HK	理想汽車	255,491.2	-	15.6	-	-	136,923.2	22.2	22.3
02238.HK	廣汽集團	81,170.4	7.0	7.3	0.3	0.2	128,095.5	4.1	4.2
02333.HK	長城汽車	178,045.8	9.9	-	1.1	0.4	191,712.6	19.4	7.4
09863.HK	零跑汽車	27,380.1	-	-	4.1	1.9	14,421.1	(15.4)	(88.0)
09866.HK	蔚來	80,831.6	-	-	-	-	61,488.1	5.5	(85.6)
09868.HK	小鵬汽車	65,190.7	-	-	2.0	1.9	33,913.8	11.5	(33.4)
	平均值 - 汽車製造商		138,194.3	9.6	10.7	1.6	3.4	144,229.3	11.8
01274.HK	知行科技	17,631.1	-	-	-	-	1,543.9	8.3	-
002906.CH	華陽集團	14,817.3	30.8	26.3	2.4	2.0	6,565.0	22.1	8.3
002920.CH	德賽西威	66,988.8	42.5	34.9	8.5	3.2	17,388.4	23.0	22.1
688326.CH	經緯恒潤	9,268.8	-	-	1.7	2.0	4,683.3	29.0	(1.0)
MBLY.US	Mobileye	199,063.2	-	80.5	0.2	12.2	16,276.2	50.4	(0.2)
	平均值 - 方案提供商		61,553.9	36.6	47.2	3.2	4.9	9,291.4	26.6
IFNNY.US	Infineon	346,645.5	-	14.8	-	-	136,386.3	45.5	20.2
MCHRUS	Microchip	372,085.2	20.4	33.2	-	-	66,148.8	67.5	35.2
NXPI.US	NXP	490,063.0	18.8	18.2	7.3	4.8	103,936.0	56.9	34.8
ON.US	On Semiconductor	249,587.6	14.6	17.4	4.1	3.9	64,611.6	47.1	31.3
STM.US	STMicroelectronics	308,356.5	-	14.2	-	-	135,329.8	47.9	28.6
	平均值 - 半導體供應商		353,347.6	17.9	19.6	6.0	4.8	101,282.5	53.0
01760.HK	英恒科技	2,110.4	6.1	3.5	0.8	0.3	6,414.7	18.7	14.1

資料來源: 彭博、西牛證券

風險因素

- 下游激烈競爭擠壓集團產品價格與利潤率
- 下游價格戰導致 ADAS 的滲透放緩
- 較長的現金循環周期導致集團營運資本變得緊張
- 高息環境增加融資負擔
- 研發投入維持較高水平

財務報表

損益表					資產負債表				
(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	(人民幣, 百萬)	2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
總收入	5,802.3	6,840.5	7,524.0	8,174.4	固定資產	249.9	260.6	265.0	265.1
<i>按年增長</i>	<i>20.1%</i>	<i>17.9%</i>	<i>10.0%</i>	<i>8.6%</i>	其他非流動資產	722.5	695.3	672.9	642.5
直接成本	(4,718.7)	(5,592.7)	(6,108.7)	(6,588.9)	非流動資產	972.4	955.9	938.0	907.7
毛利	1,083.6	1,247.8	1,415.3	1,585.5	庫存	1,554.3	1,783.4	1,759.9	1,809.5
其他收入	82.5	21.7	15.9	13.0	應收款項	1,848.2	2,131.5	2,129.7	2,097.0
經營開支	(763.7)	(930.7)	(1,003.3)	(1,085.4)	現金及現金等物	517.0	348.2	350.2	394.9
經營溢利	402.5	338.9	427.9	513.1	其他流動資產	651.5	650.7	595.9	534.2
淨財務成本	(100.0)	(94.3)	(92.8)	(70.3)	流動資產	4,571.0	4,913.8	4,835.7	4,835.6
聯營及合營公司	(0.2)	(0.8)	(0.3)	0.2	總資產	5,543.4	5,869.7	5,773.6	5,743.3
稅前利潤	302.2	243.8	334.8	443.0	長期借貸	267.7	274.7	243.9	207.1
稅項	10.3	(24.4)	(33.5)	(44.3)	其他非流動負債	18.2	22.5	25.6	23.6
淨利潤	312.5	219.4	301.3	398.7	非流動負債	285.9	297.2	269.5	230.7
<i>按年增長</i>	<i>-24.0%</i>	<i>-29.8%</i>	<i>37.3%</i>	<i>32.3%</i>	應付款項	595.9	597.6	570.2	535.3
					短期借貸	1,384.0	1,599.6	1,345.5	1,086.3
					其他流動負債	918.8	865.0	811.0	769.6
					流動負債	2,898.8	3,062.2	2,726.7	2,391.2
					總負債	3,184.7	3,359.4	2,996.2	2,621.9
					非控股股東權益	5.9	1.4	(2.9)	(7.2)
					控股股東權益	2,352.8	2,509.0	2,780.3	3,128.6
					總權益	2,358.7	2,510.3	2,777.4	3,121.4

現金流量表

(人民幣, 百萬)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	財務比率				
					2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)	
稅前溢利	302.2	243.8	334.8	443.0	毛利率	18.7%	18.2%	18.8%	19.4%
財務成本	100.0	94.3	92.8	70.3	經營溢利率	6.9%	5.0%	5.7%	6.3%
財務收入	(7.7)	(11.7)	(7.9)	(8.0)	淨利潤率	5.4%	3.2%	4.0%	4.9%
折舊及攤銷	62.4	67.0	68.6	68.6	核心 EBITDA 利潤率	8.2%	5.9%	6.5%	7.0%
其他	(545.1)	(283.8)	(34.6)	(95.1)	股本回報比率	13.9%	9.0%	11.4%	13.5%
營運資金變動	57.6	(275.4)	(17.6)	23.7	資產回報比率	6.5%	3.8%	5.2%	6.9%
經營現金流	(30.5)	(165.8)	436.1	502.5	流動比率	157.7%	160.5%	177.3%	202.2%
					速動比率	104.1%	100.1%	109.9%	123.1%
淨資本開支	(173.3)	(106.9)	(88.9)	(82.2)	現金比率	17.8%	11.4%	12.8%	16.5%
其他	(56.6)	-	-	-	債務權益比率	70.0%	63.7%	48.4%	34.8%
投資現金流	(229.9)	(106.9)	(88.9)	(82.2)	淨債務權益比率	48.1%	49.8%	35.8%	22.1%
					庫存周轉天數	104.0	108.9	105.9	98.9
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	102.3	101.2	99.1	90.8
淨借貸	701.5	215.5	(254.1)	(259.2)	應付賬款周轉天數	35.8	38.9	34.9	30.6
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(127.0)	(97.0)	(67.2)	(91.7)					
其他	(134.1)	(14.6)	(23.9)	(24.7)					
融資現金流	440.4	103.9	(345.2)	(375.6)					
股本自由現金流	497.7	(57.2)	93.0	161.2					
公司自由現金流	(100.4)	(187.9)	430.6	483.6					

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、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。