

买入

2024年5月22日

经营稳健，持续受益国内经济复苏和海外需求景气

► **全年业绩稳步改善**：全年收入 130.7 亿元，同比增长 6.2%，受益于原材料降价，毛利率同比略升至 32.1%，股东净利润 24.9 亿元，同比增长 10%，下半年收入和利润端同环比均有增长，维持全年合计股息每股 0.66 港元，同比提升 20%，净现金 67 亿元，保持充裕。

► **全面推行五代机，销售趋势见好**：受益于 2023H2 国内家电和日用品等客户需求复苏，以及五代机和性价比机型的推广，主力机型 Mars 订单和销售收入逆势反弹，全年实现销售收入和销量 79.8 亿元及 34500 台，分别同比增长 9.5% 和 15.6%，终止了连续三个财报季的下跌；受益车端用户需求旺盛趋势延续，Jupiter 机型销售收入和销量分别同比增长 14.5% 及 15.4%；长飞亚电动机型全年需求仍疲软，收入和销量分别同比下降 16.1% 及 19.7%，但 2023H2 收入和销量增速已经环比转正。公司五代机凭借领先的节能和智能化优势，实现了订单快速放量，同时通过对不同细分应用市场的设计迭代，拓宽了多行业多层次的客户需求源。

► **有望持续受益国内外需求共振**：2023 年实现海外销售 51.5 亿元，同比提升 17.3%，销售占比提升 1.7ppts 至 39.4%，重点市场中欧洲实现销售和占比的明显提升，北美企稳，东南亚同比下降。我们认为基于全球产业链结构调整，海外地区的设备采购需求有望保持平稳增长，公司在印度、墨西哥、土耳其等高增市场已有布局，有望实现份额的持续提升；国内收入同比持平，但国内扩大内需大方针持续，大规模设备更新和消费品以旧换新政策有望刺激公司下游主要的家电、汽车和民用品制造行业客户实现“销售增长/设备投资加码”的良性循环，今年有望实现增速恢复。

► **上调目标价至 30 港元，买入评级**：近期订单持续保持中高双位数同比增速，Mars 和 Jupiter 机型有望销售增速仍有望维持，长飞亚电动机型销售增速有望受益于中高端 3C 企业客户需求复苏而持续改善。我们看好公司在产品力、供应链以及全球化渠道布局优势对其销量和利润率的持续正面贡献，以及海外多点布局利于平滑区域经济风险和业绩波动，考虑到国内竞争以及性价比机型放量因素的均价影响，我们调整公司 2024-2026 年收入和利润预测为收入 153/171/188 亿元，净利润 30/34/38 亿元，上调未来十二个月目标价至 30 港元，对应 2024-2026 年 14/13/11 倍预测市盈率，买入评级。

*风险提示：全球制造业需求恢复不达预期

黄佳杰
+ 852-25321599

harry.huang@firstshanghai.com.hk

陈晓霞
+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

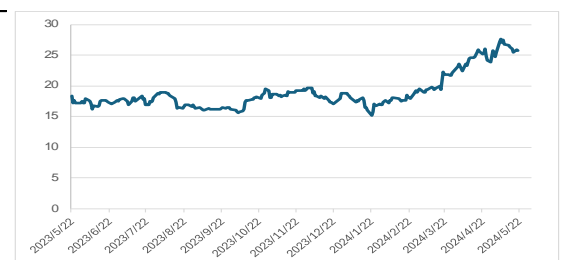
主要资料

行业	机械装备
股价	25.70 港元
目标价	30.00 港元 (+16.7%)
股票代码	1882
已发行股本	15.96 亿股
总市值	410.17 亿港元
52 周高/低	28.90 港元/14.99 港元
每股净资产	13.00 元
主要股东	张剑鸣 32.77% 张静章 32.29%

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额(百万人民币)	12,308	13,069	15,368	17,054	18,826
YOY	-23.2%	6.2%	17.6%	11.0%	10.4%
股东净利润(百万人民币)	2,265	2,491	3,036	3,379	3,818
每股收益(人民币)	1.42	1.56	1.90	2.12	2.39
YOY	-25.8%	10.0%	21.8%	11.3%	13.0%
市盈率@25.70港元	16.3	14.8	12.2	10.9	9.7
每股股息(港元)	0.55	0.66	0.83	0.92	1.04
股息现价比率%	2.1%	2.6%	3.2%	3.6%	4.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月底						人民币百万元, 财务年度截至12月底					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	12,308	13,069	15,368	17,054	18,826	盈利能力					
销售成本	-8,391	-8,869	-10,257	-11,256	-12,331	毛利率 (%)	31.8%	32.1%	33.3%	34.0%	34.5%
毛利润	3,918	4,200	5,111	5,798	6,495	EBITDA 利率 (%)	24.3%	24.3%	25.6%	26.3%	26.7%
其他收益	329	402	402	402	402	净利率 (%)	18.4%	19.1%	19.8%	19.8%	20.3%
其他收入/开支净额	185	201	175	220	265	ROE (%)	13.7%	13.9%	15.3%	16.2%	16.5%
销售费用	-1,002	-1,127	-1,229	-1,364	-1,506	营运表现					
管理费用	-797	-888	-922	-1,023	-1,130	SG&A/收入 (%)	14.6%	15.4%	14.0%	14.0%	14.0%
营运收入	2,632	2,788	3,537	4,033	4,526	实际税率 (%)	18.5%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
财务费用净额	131	234	146	67	106	股息支付率 (%)	33.9%	38.3%	38.3%	38.3%	38.3%
分占联营/合盈公司收益	16	14	17	19	21	库存周转天数	134	138	132	129	117
税前盈利	2,779	3,036	3,700	4,118	4,653	应付账款天数	170	156	150	146	133
所得税	-514	-542	-660	-735	-830	应收账款天数	99	92	86	84	76
少数股东应占利润	0	3	4	4	4	财务状况					
净利润	2,265	2,491	3,036	3,379	3,818	净负债/股本	0.01	0.11	0.08	0.08	0.11
折旧及摊销	361	391	400	450	500	收入/总资产	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EBITDA	2,993	3,179	3,937	4,483	5,026	总资产/权益	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EPS	1.42	1.56	1.90	2.12	2.39	盈利对利息倍数	20.2	11.9	24.2	60.4	42.8
增长						现金流量表					
总收入 (%)	-23.2%	6.2%	17.6%	11.0%	10.4%	人民币百万元, 财务年度截至12月底					
EBITDA (%)	-23.5%	6.2%	23.8%	13.9%	12.1%		2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
每股收益 (%)	-25.8%	10.0%	21.8%	11.3%	13.0%	除税前溢利	2,779	3,037	3,700	4,118	4,653
						折旧与摊销	340	371	350	351	348
						融资成本(收入)	-131	-234	-146	-67	0
						营运资金变化	-161	-339	-167	80	396
						其他	-646	-399	-204	-285	-348
						所得税	-401	-423	-515	-573	-648
						营运性现金流	1,781	2,013	3,018	3,626	4,401
						资本开支	-1,427	-1,116	-892	-714	-571
						其他投资活动	1,598	414	-1,354	-1,433	-1,394
						投资性现金流	171	-702	-2,246	-2,147	-1,966
						负债变化	-726	1,312	0	0	0
						股本变化	0	0	0	0	1
						股息	-1,233	-768	-1,164	-1,296	-1,464
						其他融资活动	5	0	0	0	-1
						融资性现金流	-1,954	544	-1,164	-1,296	-1,464
						现金变化	-2	1,855	-393	183	971
						期初持有现金	3,593	3,591	5,446	5,053	5,236
						期末持有现金	3,591	5,446	5,053	5,236	6,207

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。