

2024 年 9 月 3 日

英恒科技 | 01760.HK

維持保守展望預期

評級

買入

目標價

HK\$ 1.95

英恒科技(01760.HK)於 2024 年上半年財年遇困，收入增速放緩至 8%，同時毛利率亦進一步下降至 15.9%，而淨利潤率則下滑至 3.4%。

收入增長令人失望：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 15.9% (2023 年上半年財年: 58.1%) / 1.4% (-3.2%) / -8.9% (43.1%) / -26.3% (41.0%) / 13.0% (117.7%) / 24.9% (-71.1%)的成長，整體營收增速為自 2021 年以來最低。增長放緩主要來自於汽車市場疲弱的表現，為新能源及智駕網聯業務分部帶來強勁的逆風，而該兩個業務分部為集團主要的收益來源。縱使新能源汽車的滲透率持續上升，下游劇烈的價格競爭持續壓縮上游參與者的利潤水平，同時減慢車廠商為智能駕駛硬件進行升級，限制集團成長的潛力。

定價策略優化空間有限：英恒科技(01760.HK)的毛利率從去年下半財年的 17.1%進一步降至 2024 年上半年財年的 15.9%，汽車市場激烈的價格競爭持續為集團帶來龐大的壓力，逼使集團調整其定價策略，特別是智駕網聯業務分部。我們認為集團需要通過 i) 提升價格、ii) 提供升級產品組合方能得到顯著的改善，但在下游價格戰得到改善前我們相信情況難以出現重大逆轉。

明年有望初步復甦：幸而，我們看見一些積極的訊號，有望於明年為英恒科技(01760.HK)帶來復甦。搭載「電機控制器功率磚」的新解決方案預期於 2025 年下半年啟動量產，其貢獻預計於 2026 年更為顯著，而新解決方案的利潤率有望獲得正常化。此外，集團從提供研發服務取得之收入按年成長 83.4%，意味着集團未來有望取得更多的定點項目。再者，由於廣汽自產電池的比例預期進一步上升，亦有望為集團帶來更多的訂單。因此，英恒科技(01760.HK)有可能於 2025 年取得初步的復甦，而其利潤率則於 2026 年取得正常化。

維持保守展望預期：雖然汽車銷售量略有回升，特別是新能源汽車銷售，但價格競爭為我們預期未來復甦的重要因素之一。我們再削盈利預測並下調目標價至每股 1.95 港元以反映上半財年的困境及較長的恢復時間，而我們有可能於 2025 年較晚的時間看到部份正面訊號。

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\$ 1.95 (HK\$ 2.85)
現價	HK\$ 1.19
52-周波幅	HK\$ 1.17 – 3.60
市值 (港元, 十億)	1.3

人民幣, 百萬	23A)	24(E)	25(E)	26(E)
收入	5,802.3	6,277.2	6,849.5	7,393.7
毛利	1,083.6	1,002.7	1,155.2	1,316.5
毛利率	18.7%	16.0%	16.9%	17.8%
淨利潤	312.5	212.9	223.0	310.6
每股盈利	0.292	0.200	0.209	0.289

股價表現	1 個月	3 個月	半年	一年
絕對值	-24.0%	-34.6%	-44.4%	-63.9%
相對恒指	-24.0%	-32.5%	-51.1%	-60.2%



同業比較

		市值	市盈率	預測 市盈率	市賬率	市銷率	總收入	毛利率	股本 回報率
		(港元, 百萬)	(x)	(x)	(x)	(x)	(港元, 百萬)	(%)	(%)
01274.HK	知行科技	6,439.1	(29.9)	-	2.3	4.4	1,344.7	9.9	(21.8)
002906.CH	華陽集團	13,252.3	21.0	-	2.0	1.4	7,890.1	22.4	11.0
002920.CH	德賽西威	53,933.0	27.5	-	5.9	2.0	24,220.3	20.4	23.3
688326.CH	經緯恒潤	7,780.1	(16.2)	-	1.6	1.4	5,171.3	25.6	(9.7)
MBLY.US	Mobileye	90,300.8	(51.7)	33.4	0.8	6.2	16,276.2	50.4	(1.5)
	平均值 - 方案提供商	34,341.1	(9.8)	33.4	2.5	3.1	10,980.5	25.7	0.3
IFNNY.US	Infineon	371,948.8	-	17.5	-	-	136,386.3	45.5	13.6
MCHP.US	Microchip	343,677.3	32.9	37.7	6.9	6.7	59,734.9	65.4	20.7
NXPI.US	NXP	509,157.3	20.4	18.0	7.2	5.0	103,936.0	56.9	32.4
ON.US	On Semiconductor	260,070.9	16.8	18.7	4.0	4.3	64,611.6	47.1	25.3
STM.US	STMicroelectronics	225,001.9	8.6	20.1	1.7	1.9	135,329.8	47.9	19.7
	平均值 - 半導體供應商	341,971.2	19.7	22.4	5.0	4.5	99,999.7	52.6	22.3
01760.HK	英恒科技	1,305.4	4.5	-	0.5	0.2	6,414.7	18.7	11.5

資料來源: 彭博、Choice、西牛證券

風險因素

- 下游激烈競爭限制擠壓集團產品價格與利潤率的升幅
- 下游價格戰導致 ADAS 的滲透放緩
- 「電機控制器功率磚」量產時間延遲
- 高息環境增加融資負擔

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	6,277.2	6,849.5	7,393.7	固定資產	249.9	270.1	272.6	276.8
按年增長	20.1%	8.2%	9.1%	7.9%	其他非流動資產	722.5	802.0	832.0	842.1
直接成本	(4,718.7)	(5,274.5)	(5,694.3)	(6,077.1)	非流動資產	972.4	1,072.1	1,104.6	1,118.9
毛利	1,083.6	1,002.7	1,155.2	1,316.5					
其他收入	82.5	21.7	18.8	16.6	庫存	1,554.3	1,612.2	1,725.8	1,761.6
經營開支	(763.7)	(726.6)	(833.4)	(900.0)	應收款項	1,848.2	1,708.6	1,849.2	1,914.6
經營溢利	402.5	297.9	340.6	433.1	現金及現金等物	517.0	474.2	509.4	489.0
淨財務成本	(100.0)	(94.3)	(92.5)	(88.2)	其他流動資產	651.5	995.2	1,029.8	975.6
聯營及合營公司	(0.2)	(0.8)	(0.3)	0.2	流動資產	4,571.0	4,790.2	5,114.1	5,140.9
稅前利潤	302.2	202.8	247.8	345.1					
稅項	10.3	10.2	(24.8)	(34.5)	總資產	5,543.4	5,862.2	6,218.7	6,259.8
淨利潤	312.5	212.9	223.0	310.6					
按年增長	-24.0%	-31.9%	4.7%	39.3%	長期借貸	267.7	410.1	428.0	391.8
					其他非流動負債	18.2	24.9	25.7	23.8
					非流動負債	285.9	435.1	453.7	415.6
					應付款項	595.9	518.3	563.0	536.5
					短期借貸	1,384.0	1,454.1	1,577.7	1,503.5
					其他流動負債	918.8	954.7	939.6	847.6
					流動負債	2,898.8	2,927.0	3,080.3	2,887.5
					總負債	3,184.7	3,362.1	3,534.0	3,303.2
					非控股股東權益	5.9	1.4	(2.9)	(7.2)
					控股股東權益	2,352.8	2,498.8	2,687.6	2,963.9
					總權益	2,358.7	2,500.1	2,684.7	2,956.6

現金流量表					財務比率				
(人民幣, 百萬)	2023 (E)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)		2023 (A)	2024 (E)	2025 (E)	2026 (E)
稅前溢利	302.2	202.8	247.8	345.1	毛利率	18.7%	16.0%	16.9%	17.8%
財務成本	100.0	94.3	92.5	88.2	經營溢利率	6.9%	4.7%	5.0%	5.9%
財務收入	(7.7)	(11.7)	(10.8)	(11.6)	淨利潤率	5.4%	3.4%	3.3%	4.2%
折舊及攤銷	62.4	61.5	63.2	61.0	核心 EBITDA 利潤率	8.2%	5.4%	5.8%	6.6%
其他	(545.1)	(55.6)	(165.4)	(93.5)	股本回報比率	13.9%	8.8%	8.6%	11.0%
營運資金變動	57.6	(64.0)	(54.8)	(93.2)	資產回報比率	6.5%	3.7%	3.7%	5.0%
經營現金流	(30.5)	227.3	172.4	296.0	流動比率	157.7%	163.7%	166.0%	178.0%
					速動比率	104.1%	101.8%	100.6%	105.8%
淨資本開支	(173.3)	(203.2)	(168.3)	(148.3)	現金比率	17.8%	16.2%	16.5%	16.9%
其他	(56.6)	(3.0)	-	-	債務權益比率	70.0%	74.6%	74.7%	64.1%
投資現金流	(229.9)	(206.2)	(168.3)	(148.3)	淨債務權益比率	48.1%	39.2%	39.8%	34.3%
					庫存周轉天數	104.0	109.6	107.0	104.7
股份發行	-	-	-	-	應收賬款周轉天數	102.3	99.1	91.5	89.6
淨借貸	701.5	70.0	123.6	(74.3)	應付賬款周轉天數	35.8	38.6	34.7	33.0
利息支出	-	-	-	-					
股息支出	(127.0)	(97.0)	(65.2)	(68.2)					
其他	(134.1)	(37.0)	(27.4)	(25.6)					
融資現金流	440.4	(63.9)	31.0	(168.1)					
股本自由現金流	497.7	94.1	127.8	73.5					
公司自由現金流	(100.4)	123.1	87.4	227.1					

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: Alphasense、FactSet、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。