

买入

2025年3月6日

全球多元化龙头价值重估

全球多元化巨头：长和是一家总部位于香港的多元化跨国巨头，业务涵盖零售、电讯、港口、基建和投资等。公司成立于1971年，股权以家族为主，国际资本为辅。2015年重组后，长和聚焦电讯、零售、基建、能源四大核心领域，强化业务协同效应，提升运营效率和盈利能力。2023年，长和全球业务表现亮眼，欧洲市场贡献超五成收入，零售业务占比近四成。公司凭借多元化布局、广泛的市场覆盖和强大的资产规模，在不同经济周期中展现出强大的抗风险能力和盈利能力，为持续扩张和投资奠定了坚实基础。

行业趋势与分部业务增长动能：分业务看，长和的零售业务以屈臣氏等品牌为核心，2023年收入达1,833亿港元，同比增长8.1%，得益于消费复苏与数字化转型，店铺数量增加349家，重点布局亚洲和东欧新兴市场。电讯业务通过5G网络建设取得显著进展，覆盖欧洲多国，用户结构优化，合约客户占比提升，尽管面临成本压力，但未来有望通过技术升级和市场拓展实现稳健增长。港口业务作为全球领先的港口网络，2023年处理8,210万标准货柜，虽受贸易环境影响收入有所下降，但2024年上半年已大幅改善，展现出在全球贸易链重构中的独特优势。基建业务聚焦能源转型，涵盖水务、交通等领域，2023年收益稳定增长1%，并通过智慧电网、氢能转型等项目推动可持续发展。

长江和记实业出售港口资产迎来战略转型与价值重塑：长和宣布与贝莱德牵头的财团达成原则性协议，出售和记港口集团80%的权益，涉及23个国家的43个港口及199个泊位，但不包括香港、深圳及中国内地港口。此次交易定价为142.12亿美元，远超市场预期，预计为长和带来超过190亿美元的现金收入。长和出售巴拿马港口资产，退出后对集团整体EBIT的影响不高于1%。此外交易完成后，长和的有息负债率有望降至20%以下，财务成本大幅优化，推动整体利润率提升。

目标价56.31港元，给予买入评级：综合来看，我们认为长和出售巴拿马港口资产，是应对地缘政治风险、优化资产结构的明智选择。此次战略调整将有望带来可观现金流入，降低负债率，优化财务成本，同时为未来股东回报提供更多可能。长期看，公司多元化布局稳固，我们预计集团2024-2026年归母净利润有望分别实现240.0/269.4/288.0亿港元，目标价56.31港元，相当于2025年盈利预测8倍PE，距离当前具有19.6%的上升空间。首次覆盖，给予买入评级。

黎航荣
wayne.li@firstshanghai.com.hk

(852) 2522 2101

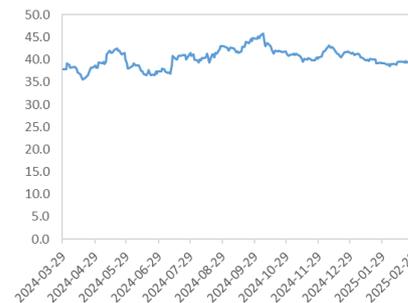
主要资料

行业	工业集团
股价	47.10 港元
目标价	56.31 港元 (+19.6%)
股票代码	0001
总股本	38.3 亿股
市值	1803.95 亿港元
52周高/低	48.20 港元/33.28 港元
每股净资产	140.845 港元
主要股东	Li Ka-Shing Unity Trustee Company Limited (26.26%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023历史	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入(百万港元)	262,497	275,575	282,960	286,007	295,400
变动(%)	-6.5%	5.0%	2.7%	1.1%	3.3%
归母净利润(百万港元)	36,680	23,500	24,003	26,940	28,804
变动(%)	9.5%	-35.9%	2.1%	12.2%	6.9%
基本每股收益(港元)	9.6	6.1	6.3	7.0	7.5
市盈率@47.1元(倍)	4.9	7.7	7.5	6.7	6.3
每股利息(港元)	2.9	2.5	2.6	2.9	3.1
股息现价比(%)	6.2%	5.4%	5.5%	6.2%	6.6%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

全球多元化龙头价值重估

一、公司概况——全球多元化巨头

1.1 历史沿革与股权架构

长江和记实业有限公司（简称“长和”）是一家总部位于香港的多元化跨国企业集团，由李嘉诚家族控制。公司成立于1971年6月8日，主要业务涵盖保健和美容产品零售、电讯服务、港口及相关服务、基础设施建设与投资、以及财务和投资业务。长和在全球多个国家和地区拥有广泛的业务布局，包括欧洲、亚洲、非洲和拉丁美洲等，旗下包含了屈臣氏、3集团等多个知名品牌。

长和的股权结构一直以家族控制为主，国际资本为辅。李嘉诚家族通过多个关联实体持有公司大部分股份，其中 Li Ka-Shing Unity Trustee Company Limited 和 Li Ka-Shing Unity Holdings Limited 分别持有 26.26% 的股份，李泽钜和李嘉诚分别持有 17.50% 和 8.75% 的股份。此外，国际资本如 BlackRock 和 Vanguard 也持有部分股份，显示出长和在全球市场的吸引力。

长和的股权结构不仅体现了家族对公司的掌控，也为外部投资者提供了机会。这种结构让公司在战略决策上保持一致性，同时也能灵活应对市场变化。

1.2 资产重组后的战略聚焦

自2015年1月9日起，李嘉诚先生宣布了长和系的“世纪重组”计划。资产重组后，长和（0001.HK）成为一家跨国综合型企业，持有非地产业务，长和明确了新的发展方向，聚焦于电讯、零售、基建、能源等四大核心领域。这一调整让公司能够集中资源，提升运营效率和盈利能力。其移动通讯服务业务契合了全球5G建设的浪潮，港口服务业务则借助全球贸易复苏的东风，进一步巩固了长和在物流领域的领先地位。

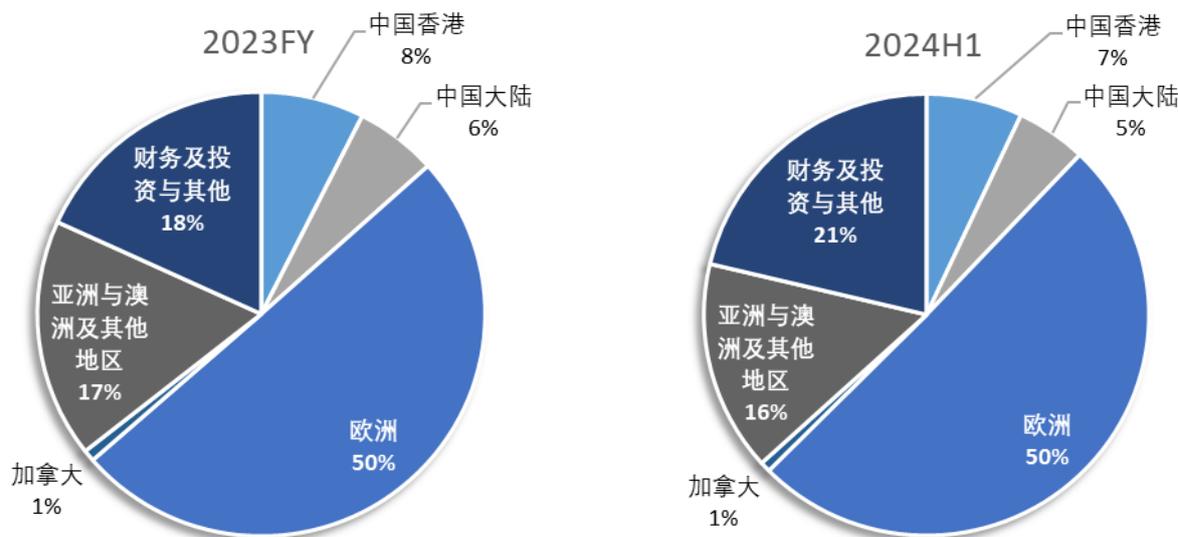
长和的业务布局也更加注重核心业务的协同效应。例如，电讯业务的扩展不仅带来了稳定的现金流，还为其他业务提供了数字化支持。这种协同效应让长和在全球市场更具竞争力。

此外，长和还加大了在亚太和欧洲市场的投资力度，尤其是在移动通讯和港口服务领域。这种战略布局不仅抓住了区域经济增长的机遇，还为长和的长期发展奠定了坚实基础。

1.3 2023年全球业务版图拆解

2023年，长和在全球各区域的表现十分亮眼，尤其是欧洲市场。欧洲地区贡献了23.2百亿港元的主营收入，占公司总收入的50.2%，稳居各区域之首。亚洲与澳洲及其他地区贡献了8.0百亿港元，占比17.4%，位列第二。中国香港和中国大陆分别贡献了3.4百亿港元和2.7百亿港元，占比分别为7.5%和5.9%。

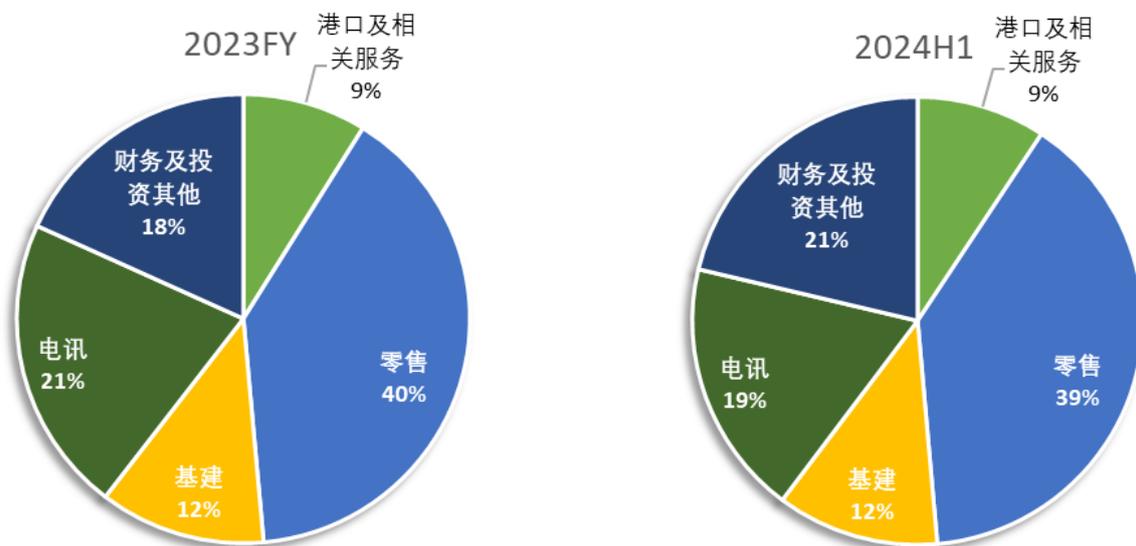
图表 1：长和集团区域业务划分



资料来源：公司资料，第一上海

从收入结构来看，2023年其零售/基建/电讯/港口及相关服务/财务及投资其他业务分别实现收入 18.3/5.5/9.9/4.1/8.4 百亿港元。其中零售业务是长和的主要收入来源，占比高达 39.7%；电讯业务紧随其后，占比 21.4%；港口及相关服务、财务及投资业务等也贡献了稳定的收入。这种多元化的收入结构让长和在不同市场和经济周期中更具抗风险能力。

图表 2：长和集团分部业务划分



资料来源：公司资料，第一上海

长和在欧洲市场的成功，得益于其多元化的业务布局和长期的市场深耕。无论是零售、电讯还是基建、港口服务，这些业务的协同效应显著提升了整体收入。同时，长和在亚洲与澳洲及其他地区的业务布局也显示出其对新兴市场的重视和战略眼光。

1.4 核心竞争优势

长和的核心竞争力在于其多元化的业务结构和广泛的市场覆盖。多元化的布局让长和能够在不同市场和经济周期中分散风险，增强抗风险能力。从财务表现来看，长和截至2024年上半年的资产总计达到1.14万亿港元，其中账上现金及现金等价物共计1,316亿港元，资产负债率仅42.3%；截至2023年长和营业收入为2,756亿港元，净利润为235亿港元，预计2024年实现稳健增长。这些数据表明，长和拥有强大的资产规模和盈利能力，为其持续扩张和投资提供了坚实基础。

此外，长和在各个业务领域的领先地位也是其核心竞争力之一。其中，在零售领域，长和通过提供多样化的保健和美容产品、超级市场和消费电子产品，满足了不同消费者的需求。在电讯领域，长和凭借综合电讯与数码服务脱颖而出。在港口服务领域，长和的全球港口网络为其物流业务提供了强大支持。这些优势不仅为长和带来了品牌影响力，还为其未来的增长提供了动力。

图表 3： 2020-2014 长和资本结构

报告期	2020-12-31	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-06-30
资本结构	年报	年报	年报	年报	中报
资产负债率	49.78	46.91	43.64	42.14	42.30
权益乘数	1.99	1.88	1.77	1.73	1.73
产权比率	0.99	0.88	0.77	0.73	0.73

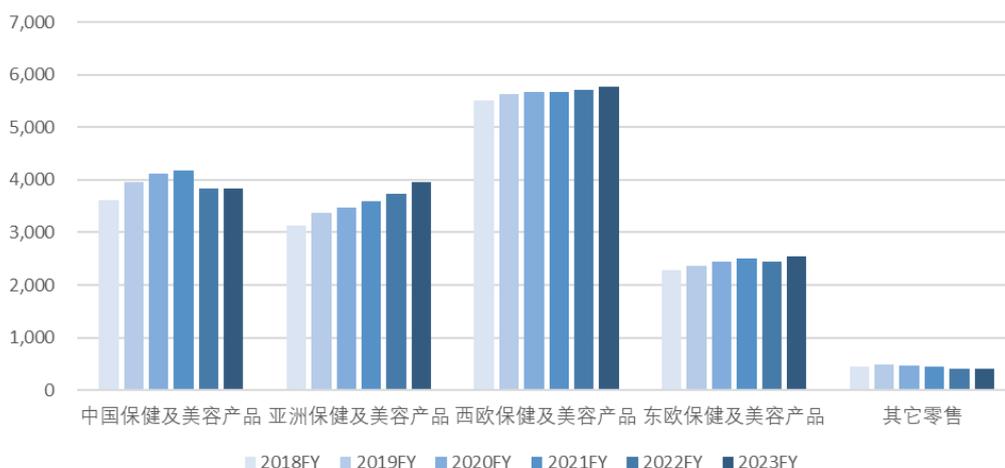
资料来源：公司资料，第一上海

二、行业趋势与分部业务增长动能

2.1 零售：消费复苏与数字化重构

长和的零售业务涵盖多个成熟的知名连锁品牌，如屈臣氏、Superdrug、The Perfume Shop等，在细分市场中均占据领先地位，且交叉销售潜力显著。

图表 4： 2018-2023 年零售店铺数目变化



资料来源：公司资料，第一上海

2023年，长和的零售业务收入达到1,833亿港元，较2022年的1,696亿港元大幅增长+8.1%。这一增长主要得益于全球消费市场的回暖，尤其是在保健和美容产品、消费电

子等领域的需求上升强劲。长和通过多元化的零售业务组合，成功抓住了消费复苏的机遇，店铺网络加速扩展，全年共计增加零售店铺 349 家，其中亚洲（不含中国）204 家店铺，东欧净增加了 89 家店铺，新兴市场的积极拓展，增加了新的销售渠道和客户群体。

此外，在数字化重构的推动下，长和的零售业务展现出巨大的增长潜力，通过 O+O（线上线下一体化）模式的持续深化，配合如线上商城、会员体系等工具进一步增强客户粘性，推动全渠道销售增长。

图表 5: 2018-2023 年零售业务财务状况

零售	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
收益	168,991	169,225	159,619	173,601	169,645	183,344
YOY		0.1%	-5.7%	8.8%	-2.3%	8.1%
占集团比例	37.3%	38.5%	39.5%	39.0%	37.1%	39.7%
EBIT	13,078	13,671	10,933	12,460	11,048	12,888
YOY		4.5%	-20.0%	14.0%	-11.3%	16.7%
占集团比例	17.9%	19.2%	20.3%	19.2%	15.2%	22.0%
EBIT MARGIN	7.7%	8.1%	6.8%	7.2%	6.5%	7.0%
YOY		+0.3 pct	-1.2 pct	+0.3 pct	-0.7 pct	+0.5 pct

资料来源：公司资料，第一上海

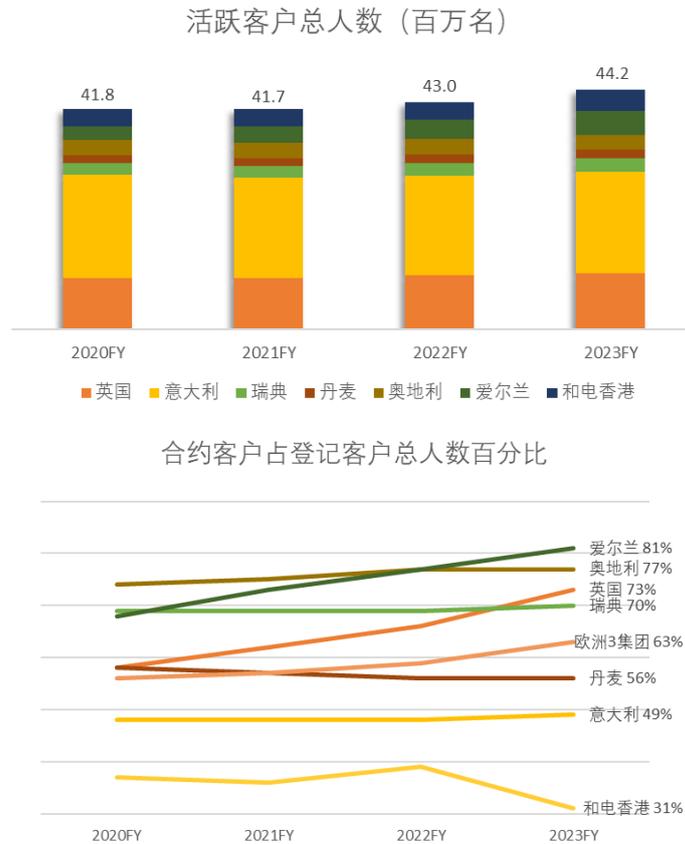
2.2 电讯：5G 渗透率拐点与成本优化

集团的电讯业务主要由 CK Hutchison Group Telecom（CKHGT）和和记电讯亚洲和电亚洲）组成。CKHGT 不仅整合了 3 集团在欧洲的业务（欧洲 3 集团），还持有在香港联交所上市的和记电讯香港控股（和电香港）66.09%的股份。欧洲 3 集团在欧洲的六个国家都有业务，而和电香港则负责集团在香港和澳门的移动电讯业务。另外，和电亚洲则持有集团在印尼、越南和斯里兰卡的移动电讯业务权益。

近年来，长和的电讯业务在 5G 网络建设的关键阶段取得了显著成果。截至 2023 年底，长和在主要市场中，瑞典 5G 网络已成功覆盖全国十大城市，配备全面 TDD 覆盖；丹麦覆盖率达 90%，TDD 覆盖率达 50%以上；爱尔兰覆盖率达 90%以上；英国获 Ookla 评为最高速的 5G 网络营运商；而意大利频分双工(FDD)及时分双工(TDD)覆盖率分别达 95%及 70%以上；奥地利则 FDD 及 TDD 覆盖率分别达 85%及 60%以上。

随着 5G 渗透率的快速提升，长和的电讯业务用户结构也在发生变化。截至 2023 年底长和的活跃客户总人数已达到 44.2 百万名，其中除丹麦及和电香港以外，合约客户占比均实现不同比例的提升，这一增长得益于长和推出的多样化 5G 套餐和增值服务，如云游戏和高清视频流媒体，吸引了大量用户升级。

图表 6: 2020-2023 年电讯业务客户结构变化



资料来源: 公司资料, 第一上海

在此过程中, 非合约用户向合约用户的转化, 将进一步提升长和电讯业务的收益能力。根据 2023 年数据测算, 平均每名活跃合约客户的 ARPU 将高于非合约客户的 83%左右。

图表 7: 合约客 ARPU 高于非合约客户 83%左右

	截至2023年12月31日每名活跃客户连续12个月之每月平均收益 (ARPU)		
	非合约	合约	合计总额
英国	6.16英镑	20.84英镑	18.40英镑
意大利	9.56欧元	12.81欧元	11.18欧元
瑞典	121.53瑞典克朗	239.91瑞典克朗	204.32瑞典克朗
丹麦	94.36丹麦克朗	139.19丹麦克朗	119.51丹麦克朗
奥地利	9.06欧元	23.25欧元	21.17欧元
爱尔兰	14.40欧元	9.37欧元	10.41欧元
欧洲3集团平均	9.75欧元	17.80欧元	15.04欧元
和电香港	14.17港币	190.30港币	87.91港币

资料来源: 公司资料, 第一上海

但因全球通货膨胀压力、长和网络扩展导致成本上涨、以及退役网络资产加速折旧等因素, 长和的电讯业务收入及 EBIT 增速受到了短期挑战。

图表 8: 2018-2023 年电讯业务财务状况

电讯	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
收益	94,953	102,501	99,810	101,361	94,917	98,593
YOY		7.9%	-2.6%	1.6%	-6.4%	3.9%
占集团比例	21.0%	23.3%	24.7%	22.8%	20.8%	21.4%
EBIT	18,730	22,186	33,125	23,671	19,548	3,877
YOY		18.5%	49.3%	-28.5%	-17.4%	-80.2%
占集团比例	25.7%	31.2%	61.5%	36.6%	26.8%	6.6%
EBIT MARGIN	19.7%	21.6%	33.2%	23.4%	20.6%	3.9%
YOY		+1.9 pct	+11.5 pct	-9.8 pct	-2.8 pct	-16.7 pct

资料来源：公司资料，第一上海

展望未来，我们认为长和电讯业务在客户增长、技术与网络覆盖、市场策略与竞争等方面均表现出积极的态势，尽管面临成本压力以及旧资产折旧的非现金损益压力，但通过严格的成本控制和收益措施，电信业务有望继续保持稳健增长。未来预计长和将继续加大在人工智能和自动化技术上的投入，以进一步降低成本并提升网络效率。同时，长和还将通过深化与产业链上下游的合作，探索更多 5G 应用场景，如智慧城市和车联网，挖掘新的增长点。

2.3 能源转型：Hutchison Medias 能源资产绿色化改造

集团的基建部门主要包括在联交所上市的最大型基建公司——长江基建集团有限公司，分别在香港、内地、英国、欧洲大陆、澳洲、新西兰、加拿大及美国经营相关业务。长江基建参与了六项重要的基建投资项目，包括 Northumbrian Water（纽卡斯尔水务）、Park'N Fly（停车飞服务）、Australian Gas Networks（澳大利亚天然气网络）、Dutch Enviro Energy（荷兰环保能源）、Wales & West Utilities（威尔士与西部公用事业）以及 UK Rails（英国铁路）。这些项目涵盖了水务、能源、交通等多个领域，为集团的多元化发展提供了坚实基础。2023 年长和的基建业务收益总额为 547 亿港元，较 2022 年同期增长+1%，长期以来集团的基建业务收益始终保持稳定。

集团的能源转型战略对可持续发展具有深远影响。凭借其强劲的财务状况，集团通过基建分部在能源、交通、水处理和废物管理等领域进行多元化投资，持续专注于为自身业务减碳。特别是在转废为能项目上的布局，展现了其对绿色能源的重视。

具体而言，集团目前正聚焦以下关键项目：

- 1) 智慧电网计划：配电网公司通过智慧电网计划，扩大电动车的使用，并将可再生能源整合到充电设施中，走在低碳技术的前沿，引领行业变革。
- 2) 氢能转型：Northern Gas Networks、Wales & West Gas Networks 和 Australian Gas Infrastructure Group 在氢能转型方面表现突出，为未来的清洁能源发展奠定基础。
- 3) 废物管理：Dutch Enviro Energy 和 Enviro NZ 在废物管理和循环再用领域表现卓越，成为各自国家的行业标杆。
- 4) 其他项目：UK Rails 的电池驱动列车、ista 的新型供暖、能源及用水监控装置，以及 Canadian Power 在 Okanagan 的风力发电场和港灯的海上液化天然气接收站，这些项目都是推动部门减碳的重要力量。

2023 年，集团在范围 1 和范围 2 的排放量减少了约 74 万吨二氧化碳，达到了既定减碳目标的 18%。这不仅展示了集团在可持续发展道路上的坚定决心，也为未来的发展奠定了坚实基础。

图表 9: 2018-2023 年基建业务财务状况

基建	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
收益	64,724	51,191	52,792	56,100	54,441	54,714
YOY		-20.9%	3.1%	6.3%	-3.0%	0.5%
占集团比例	14.3%	11.6%	13.1%	12.6%	11.9%	11.9%
EBIT	24,038	19,220	18,488	19,095	18,833	19,562
YOY		-20.0%	-3.8%	3.3%	-1.4%	3.9%
占集团比例	33.0%	27.0%	34.3%	29.5%	25.8%	33.4%
EBIT MARGIN	37.1%	37.5%	35.0%	34.0%	34.6%	35.8%
YOY		+0.4 pct	-2.5 pct	-1 pct	+0.6 pct	+1.2 pct

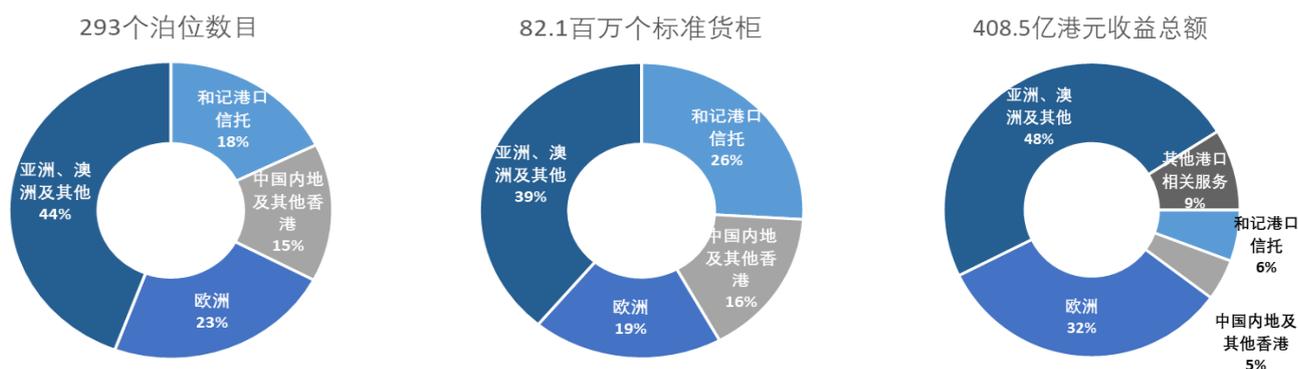
资料来源：公司资料，第一上海

2.4 港口与物流：全球贸易链重构机遇

港口及相关服务业务是集团的核心板块，涵盖全球多个重要港口的运营和相关服务。2023年，长和共计在 24 个国家 53 个港口经营了 293 个泊位，全年共处理了 8,210 万个标准货柜，是全球最具领导地位的港口网络。在全球贸易链重构的背景下，长和的港口与物流业务展现出独特的市场定位。

近年来长和的港口泊位数量变化较为稳定。分地区来看，截至 2023 年底，集团于全球港口网络的泊位主要集中在亚洲、澳洲及其他地区，占比约为 44%；和记港口信托与中国内地及其他香港分别占据 18%和 15%，欧洲地区占据剩余 23%的泊位。从吞吐量来看，亚洲、欧洲及其他地区年吞吐量约为 32 百万个标准货柜，占比 39%，和记港口信托与中国内地及其他香港分别占据 26%和 16%，欧洲地区占据剩余 19%的泊位，集团整体泊位和吞吐量布局较为分散。

图表 10: 2023 年长和港口业务泊位、吞吐量及收益分部情况



资料来源：公司资料，第一上海

尽管 2023 年港口服务业务收入有所下降，但这更多是由于全球贸易环境的不确定性，而非公司战略的失误，至 2024 年上半年实现大幅改善。长和的港口服务业务在全球范围内拥有广泛的网络，能够为客户提供高效、可靠的物流解决方案。这种优势让长和在全球贸易链重构中占据了有利位置。同时，长和还在不断优化运营效率，提升服务质量，以应对全球贸易环境的不确定性。

图表 11: 2018-2023 年基建业务财务状况

港口及相关服务	2018FY	2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY
收益	35,175	35,375	32,865	42,285	44,141	40,851
YOY		0.6%	-7.1%	28.7%	4.4%	-7.5%
占集团比例	7.8%	8.0%	8.1%	9.5%	9.7%	8.9%
EBIT	8,726	9,061	6,717	10,737	11,426	9,328
YOY		3.8%	-25.9%	59.8%	6.4%	-18.4%
占集团比例	12.0%	12.7%	12.5%	16.6%	15.7%	15.9%
EBIT MARGIN	24.8%	25.6%	20.4%	25.4%	25.9%	22.8%
YOY		+0.8 pct	-5.2 pct	+5 pct	+0.5 pct	-3.1 pct

资料来源：公司资料，第一上海

三、长江和记实业出售港口资产：战略转型与价值重塑

3.1 事件概况

长江和记实业有限公司最近宣布，已与贝莱德牵头的财团（BlackRock-TiL）达成了一项原则性协议，出售其和记港口集团（包括 HPHS 和 HPGHL）80%的权益。和记港口集团持有巴拿马港口公司（PPC）90%的股权。这次交易涉及 23 个国家的 43 个港口，共 199 个泊位，包括巴拿马的巴博亚港和克里斯托瓦尔港的控制权，但不包括香港、深圳及中国内地的港口资产。

按照计划，双方预计将在 4 月 2 日之前签署最终文件。这笔交易的资产权益估值为 177 亿美元，购买价定为 142.12 亿美元。购买价会根据实际净债务进行调整，并扣除 PPC 交易金额的 80%。在完成调整少数股东权益和偿还和记港口集团未偿还贷款后，预计这次交易将为集团带来超过 190 亿美元的现金收入。

需注意的是，这笔交易预计还需要通过包括欧盟和美国在内的 12 个司法管辖区的反垄断审查，并获得长江和记特别股东大会的批准，最终交割仍存在一定的不确定性。

图表 12: 和记港口在美洲区域港口统计

和記港口	
位置	港口
墨西哥	和記港口TNC船塢
	和記港口伊達爾戈聯運碼頭
	和記港口恩塞納達國際碼頭
	和記港口恩塞納達郵輪碼頭
	和記港口曼薩尼約國際碼頭
	和記港口維拉克魯斯國際貨櫃碼頭
	和記港口聖樊尚貨櫃碼頭
巴哈馬	和記港口自由港公司（郵輪碼頭）
	和記港口自由港貨櫃碼頭
巴拿馬	和記港口巴拿馬港口公司—克里斯托瓦爾港
	和記港口巴拿馬港口公司—巴爾博亞港

资料来源：公司资料，第一上海

3.2 背景与战略意义

长江和记在巴拿马运营的两个港口（巴博亚港和克里斯托瓦尔港）主要负责装卸和储存集装箱。这两个港口的特许经营权最初于 1997 年签署，并在 2021 年延长至 2047 年。

然而，近年来随着地缘政治紧张局势的加剧，尤其是自 2024 年起，现任美国总统特朗普曾多次在社交媒体表示“巴拿马运河是美国的重要资产，对美国经济和国家安全意义重大”的言论。今年 2 月，根据彭博财经报道，巴拿马正在考虑取消与长江和记港口 PPC 的合同。集团所面临的外部压力也在增加。

我们认为，在此背景下，集团果断出售相关港口资产，不仅能够有效规避潜在的地缘政治风险，还能为集团带来可观的现金流入，进一步优化资产结构。

3.3 交易亮点与财务影响

从数据来看，长的全球港口业务在 2023 年的吞吐量约为 8,210 万标准箱，其中巴拿马港口的吞吐量仅占集团的 3.2%。按 EBIT 计算，巴拿马港口对集团港口业务的贡献约为 16%。因此我们预计，在退出巴拿马港口业务后，未来对集团整体 EBIT 的影响将不高于 1%。

此外，根据集团公告数据显示，这次交易的定价远超市场预期（前值约为 105 亿美元）。完成交易后，预计公司将获得 190 亿美元（约合 1,480 亿港元）的现金收入。这一数字相当于集团在公告发布当日的市值规模（截至 2025 年 3 月 4 日收盘，集团市值为 1,480 亿港元）。换句话说，这笔交易几乎相当于集团“凭空”获得了一个与自身市值相当的现金储备。

从财务角度来看，截至 2024 年上半年，集团的有息负债总额约为 2,776 亿港元，占集团总资本的 24.4%。如交易成功完成，并且集团利用部分现金收益偿还债务，有息负债率有望降至 20% 以下。2023 年，集团共计支付有息负债相关利息 94.5 亿港元，占其整体收益的 3.4%。预计未来，长江和记的财务成本将大幅优化，从而进一步提升集团的整体利润水平。

此外，考虑到集团历史分红分配水平慷慨。2023 年，集团共派发了 96.9 亿港元的股息，分红比率约为 41.3%，较 2022 年大幅提升了 +10.7pct。目前，集团现金流充裕，我们不排除未来集团的分红水平逐步提升的可能性。

盈利预测及投资建议

目标价 56.31 港元，买入评级

综合来看，我们认为集团此次出售巴拿马港口资产的交易不仅是长江和记应对地缘政治风险的明智之举，更是集团优化资产结构、提升财务健康度的重要一步。通过这笔交易，集团不仅能够获得可观的现金流入，还能进一步降低负债率，优化财务成本。同时，充裕的现金流也为未来的股东回报提供了更多可能性。

长期来看，考虑到长和的多元化业务布局及其在全球多个市场的稳固地位，预计公司能够继续保持稳健的发展态势。综上所述，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润有望分别实现人民币 240.0/269.4/288.0 亿港元，目标价 56.31 港元，相当于 2025 年盈利预测 8 倍 PE，距离当前具有 19.6% 的上升空间，给予买入评级。

重要风险

(1) 经济发展不及预期；(2) 行业竞争加剧；(3) 监管政策变化；(4) 地缘政治风险加剧。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 港币:百万元						财务年度截至12月31日 港币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	262,497	275,575	282,960	286,007	295,400	盈利能力					
出售货品成本	(101,724)	(105,739)	(108,573)	(110,106)	(113,471)	EBIT MARGIN	16%	11%	10%	9%	10%
员工薪酬	(37,170)	(39,226)	(40,277)	(40,640)	(42,024)	净利润率	17%	11%	11%	12%	12%
电讯客户上客成本	(14,527)	(15,188)	(15,595)	(14,300)	(14,770)	归母净利润率	14%	9%	8%	9%	10%
其他支出	(55,727)	(48,095)	(49,384)	(48,621)	(50,218)	ROE	8%	6%	6%	7%	7%
其他收益	28,180	2,067	1,512	(2,054)	(1,312)	ROA	4%	3%	3%	3%	3%
折旧与摊销	(39,788)	(40,083)	(41,663)	(43,451)	(44,767)	运营能力					
EBIT	41,741	29,311	28,981	26,835	28,838	实际税率	-16%	-9%	-9%	-9%	-9%
						派息率	31%	41%	41%	41%	41%
应占联营公司溢利	11,822	8,138	8,356	8,446	8,723	存货周转天数	33	32	32	32	32
应占合营公司溢利	7,422	7,990	8,204	8,292	8,565	应付账款及其它应付款项周转天数	(221)	(200)	(200)	(200)	(200)
所得税	(8,274)	(3,003)	(2,983)	(2,792)	(2,986)	财务状况					
净利润	43,659	30,209	30,004	33,676	36,005	资产负债率	44%	42%	45%	44%	44%
归母净利润	36,680	23,500	24,003	26,940	28,804	总资产/股本	5.38	1.73	1.83	1.79	5.28
基本每股收益	9.6	6.1	6.3	7.0	7.5	现金流量表					
						财务年度截至12月31日 港币:百万元					
资产负债表						现金流量表					
财务年度截至12月31日 港币:百万元						财务年度截至12月31日 港币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026		2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	138,085	127,323	164,640	169,092	186,934	公司及附属公司之ebitda	81,529	69,394	70,644	70,285	73,605
存货	23,283	24,473	24,518	24,782	25,596	已收共同控制实体和联营公司股息-经营活动	12,783	11,388	11,693	11,819	12,207
流动资产合计	224,275	202,386	189,158	193,874	212,530	未计利息与其他融资成本,已付税项,电讯客户	73,897	75,416	78,194	77,962	81,669
固定资产	112,650	119,826	121,192	117,889	119,636	利息开支及其他借贷成本	(9,051)	(12,083)	(12,555)	(12,690)	(13,107)
有使用权资产-非流动资产	59,337	61,198	65,796	62,110	63,035	支付的各项税费	(3,552)	(3,931)	(2,983)	(2,792)	(2,986)
电讯牌照	60,689	64,264	64,979	63,311	64,185	经营活动之现金	61,294	59,402	62,657	62,479	65,577
商誉	268,008	271,136	276,161	271,768	273,022	营运资本变动	(4,580)	(7,965)	(7,965)	(7,965)	(7,965)
品牌及其他权利	83,694	83,396	85,370	84,153	84,306	经营活动产生的现金流量净额	56,714	51,437	62,657	62,479	65,577
非流动资产合计	924,162	956,517	953,239	944,639	951,465	未计增添或出售速动资金及其他上市投资前	(4,513)	(17,430)	(19,826)	(19,826)	(19,826)
资产总额	1,148,437	1,158,903	1,142,397	1,138,513	1,163,995	投资活动产生的现金流量净额	(4,356)	(15,415)	(17,738)	(17,738)	(17,738)
短期借款	70,130	58,324	64,938	64,464	62,575	来自非控股股东之计息借款	2,118	527	527	527	527
应付账款及其它应付款项	89,129	86,419	90,126	90,456	93,316	向非控股股东派发股息	(4,816)	(4,694)	(4,694)	(4,694)	(4,694)
租赁-流动负债	12,128	13,616	13,943	13,229	13,596	租赁本金支付款	(14,307)	(14,476)	(14,476)	(14,476)	(14,476)
应交税费	4,001	4,166	3,523	3,897	3,862	分派予永久资本证券持有人	(316)	(167)	(167)	(167)	(167)
流动负债合计	176,515	162,525	172,530	172,046	173,349	支付普通股股息	(10,353)	(10,885)	(10,885)	(10,885)	(10,885)
长期借款	214,196	213,598	229,077	218,957	220,544	筹资活动产生的现金流量净额	(67,406)	(46,784)	(7,601)	(40,289)	(29,997)
非流动负债合计	324,613	325,829	346,100	332,181	334,703	现金及现金等价物净增加额	(15,048)	(10,762)	37,317	4,452	17,842
负债合计	501,128	488,354	518,630	504,227	508,053	期初现金及现金等价物余额	153,133	138,085	127,323	164,640	169,092
股东权益合计(含少数股东权益)	647,309	670,549	623,766	634,287	655,942	期末现金及现金等价物余额	138,085	127,323	164,640	169,092	186,934
股东权益合计(不含少数股东权益)	523,513	544,035	503,809	513,907	535,181						
少数股东权益	119,235	121,948	119,957	120,380	120,762						

数据来源: 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。