

买入

2025年3月19日

全球经济复苏分化下的稳健增长

► **业绩历史新高:** 公司全年收入 161 亿元人民币，同比增长 23.4%，毛利率同比略升 0.4pcts 至 32.5%，股东净利润同比增长 23.6% 至 30.8 亿元，上下半年业绩环比持平，全年收入和利润端均突破了 2021 年的历史高点。年末净现金 41.2 亿元，拟派息每股 0.73 港元。

► **主力机型持续量利双升:** 受益消费复苏，Mars 系列销量和收入分别为 47527 台和 104.7 亿元，分别同比大增 37.5% 及 31.2%，长飞亚电动系列销量及收入为 3833 台及 19.8 亿元，分别同比增长 30.1% 和 20.1%，重回增长趋势；新能源车产能投资延续，公司 Jupiter 系列销量和收入为 1731 台和 29.4 亿元，分别同比增长 12.3% 和 5.2%，已连续四年实现销量和收入增长。全年销售均价同比下降 8.5% 至 29 万元，主要因为 Mars 小吨位机型和三大系性价比款机型份额占比提升，毛利率受益于较低的原材料成本和规模效益而保持稳定。

► **国内外市场双轮驱动:** 国内市场收入同比大增 27.7% 至 101.1 亿元，上半年以日用品客户需求驱动为主，下半年则是汽车行业需求复苏驱动，公司通过华南基地的增量产能和多层次的产品矩阵精准把握了两大行业的需求复苏；海外市场连续两年实现稳定增长，收入同比增速 16.8% 至 60.2 亿元，公司持续拓展全球生产交付网络，日本桃山厂和印度金奈厂今年开始释放产能，2026-2027 年塞尔维亚基地和马来西亚基地有望相继爬坡和投产，未来海外收入占比将持续提升以应对国内需求的不确定性。

► **目标价 30 港元，买入评级:** 短期公司受益于新产能释放，实现销量和收入的进一步增长，中长期看，新兴市场制造业在全球产业链重构背景下将保持扩张，而公司海外产能布局将同步受益，预计未来海外市场收入增速高于整体增速，同时公司充分的规模效益和出色的成本控制能有效平滑低价机型占比提升对利润率的影响，保持盈利的稳定，未来公司业绩有望超越 2021 年度高点。我们调整公司 2025-27 年收入预测为 180/193/207 亿元，净利润为 34/37/40 亿元，维持未来十二个月目标价 30 港元，对应 2025-27 年 13/12/11 倍预测市盈率，维持买入评级。

*风险提示：全球制造业需求不达预期

黄佳杰

+ 852-25321599

harry.huang@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

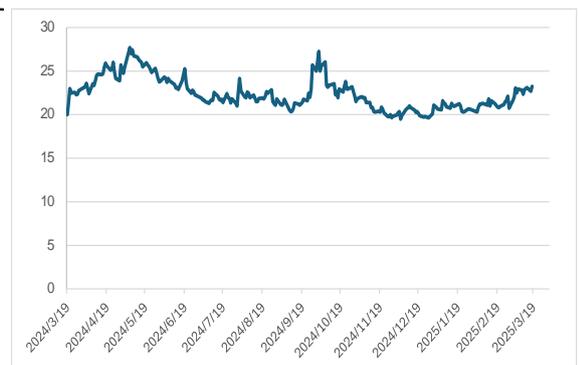
行业	机械装备
股价	23.25 港元
目标价	30.00 港元 (+29%)
股票代码	1882
已发行股本	15.96 亿股
总市值	372.7 亿港元
52 周高/低	28.90 港元/19.07 港元
每股净资产	13.24 元
主要股东	张剑鸣 32.77% 张静章 32.29%

表 1: 盈利摘要

截止12月31日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额(百万人民币)	13,069	16,128	17,918	19,256	20,691
YOY	6.2%	23.4%	11.1%	7.5%	7.5%
毛利率	32.1%	32.5%	33.0%	33.5%	34.0%
股东净利润(百万人民币)	2,491	3,080	3,374	3,652	3,995
每股收益(人民币)	1.56	1.93	2.11	2.29	2.50
YOY	10.0%	23.6%	9.5%	8.3%	9.4%
市盈率@23.25港元	13.4	10.8	9.9	9.1	8.4
每股股息(港元)	0.66	0.73	0.84	0.91	1.01
股息现价比率%	2.8%	3.1%	3.6%	3.9%	4.3%

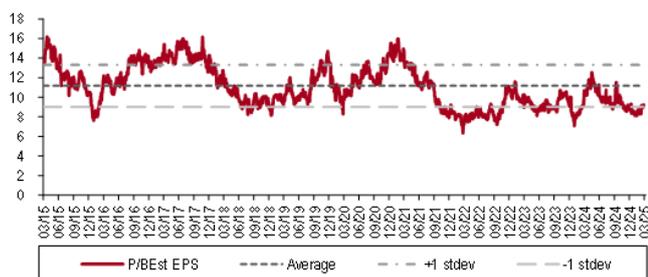
资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

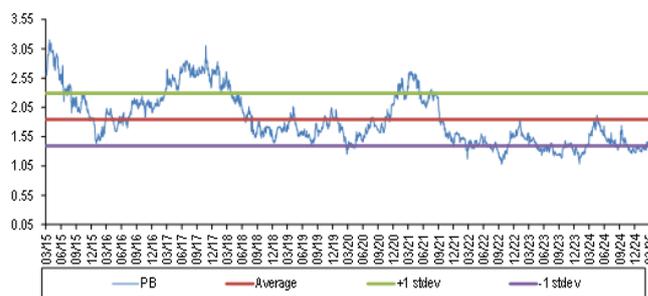


资料来源：彭博

图表 1: 公司预期市盈率 (202500318)



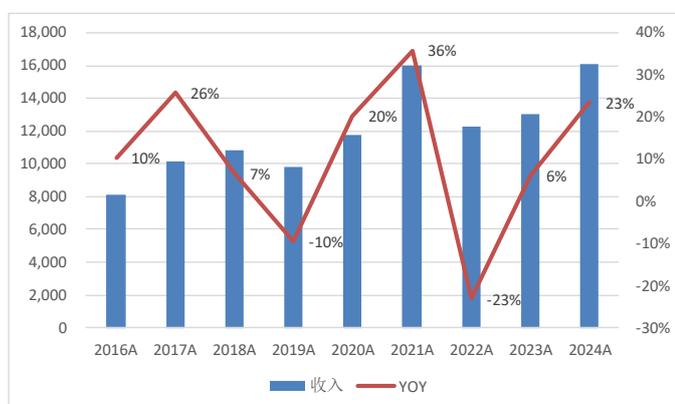
图表 2: 公司股市净率 (20250318)



资料来源: 彭博, 第一上海整理

资料来源: 彭博, 第一上海整理

图表 3: 公司年度收入及同比增速



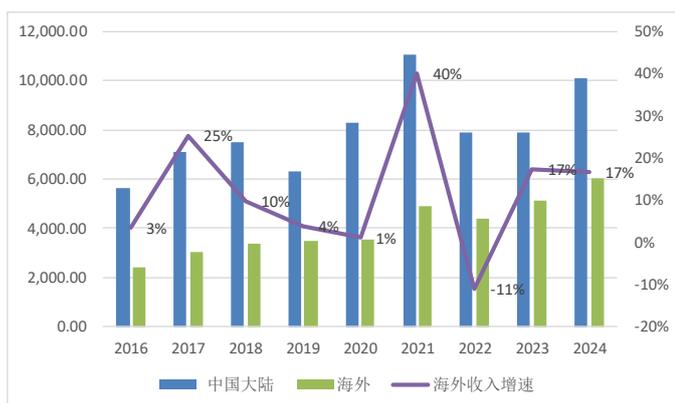
图表 4: 公司年度利润及同比增速



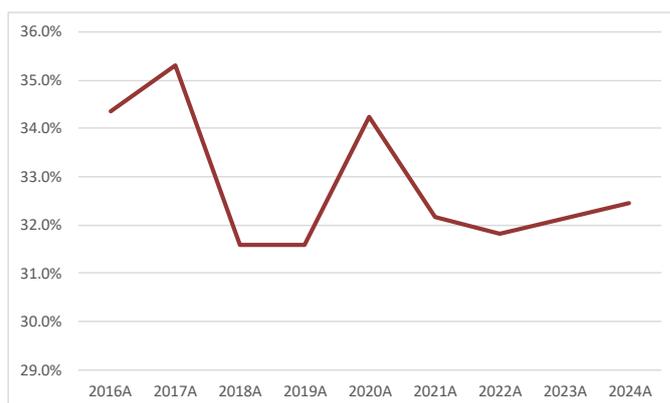
资料来源: 彭博, 第一上海整理

资料来源: 彭博, 第一上海整理

图表 5: 公司收入区域分部及海外收入增速



图表 6: 公司毛利率变化



资料来源: 彭博, 第一上海整理

资料来源: 彭博, 第一上海整理

主要财务报表

财务报表摘要
海天国际1882

损益表					财务分析						
人民币百万元，财务年度截至12月底											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	13,069	16,128	17,968	20,022	21,515	盈利能力					
销售成本	-8,869	-10,893	-12,038	-13,315	-14,200	毛利率 (%)	32.1%	32.5%	33.0%	33.5%	34.0%
毛利润	4,200	5,236	5,929	6,707	7,315	EBITDA 利率 (%)	24.3%	24.9%	24.6%	24.8%	25.1%
其他收益	402	391	350	340	330	净利率 (%)	19.1%	19.1%	18.8%	18.8%	19.2%
其他收入/开支净额	201	220	260	305	349	ROE (%)	13.9%	15.5%	16.2%	16.1%	15.8%
销售费用	-1,127	-1,276	-1,419	-1,582	-1,700						
管理费用	-888	-1,037	-1,156	-1,301	-1,398	营运表现					
营运收入	2,788	3,534	3,964	4,469	4,896	SG&A/收入 (%)	15.4%	14.3%	14.3%	14.4%	14.4%
财务费用净额	234	174	104	71	72	实际税率 (%)	17.9%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
分占联营/合盈公司收益	14	38	43	47	51	股息支付率 (%)	38.3%	34.9%	34.9%	34.9%	35.5%
税前盈利	3,036	3,746	4,110	4,587	5,019	库存周转天数	138	136	142	128	114
所得税	-542	-664	-727	-812	-888	应付账款天数	154	144	142	128	126
少数股东应占利润	3	1	1	1	1	应收账款天数	95	87	77	70	62
净利润	2,491	3,081	3,381	3,774	4,130						
折旧及摊销	391	479	450	500	501	财务状况					
EBITDA	3,179	4,013	4,414	4,969	5,397	净负债/股本	0.11	0.04	0.03	0.01	0.05
EPS	1.56	1.93	2.12	2.36	2.59	收入/总资产	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
						总资产/权益	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
增长						盈利对利息倍数	11.9	20.4	38.3	63.1	68.2
总收入 (%)	6.2%	23.4%	11.4%	11.4%	7.5%						
EBITDA (%)	6.2%	26.2%	10.0%	12.6%	8.6%						
每股收益 (%)	10.0%	23.6%	9.8%	11.6%	9.4%						

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	5,446	2,745	2,850	3,836	5,192
应收账款	3,661	4,170	4,386	4,190	4,004
存货	3,539	4,576	4,805	4,565	4,336
其他流动资产	5,818	6,232	7,731	9,232	10,731
总流动资产	18,463	17,723	19,772	21,822	24,263
固定资产	6,062	6,612	7,383	7,804	8,066
无形资产	4	4	4	4	5
预付款项	75	223	223	223	223
其他固定资产	4,489	6,583	6,583	6,583	6,582
总资产	29,093	31,145	33,966	36,436	39,139
短期银行贷款	245	0	0	0	0
应付帐款	4,023	4,577	4,805	4,565	4,337
其他短期负债	3,234	3,334	3,330	3,331	3,331
总短期负债	7,502	7,910	8,135	7,896	7,667
递延税项负债	213	275	275	275	275
其他负债					
总负债	10,251	10,276	10,500	10,261	10,033
少数股东权益	26	24	25	26	27
股东权益	18,842	20,869	23,465	26,175	29,106
每股账面值(元)	12	13	15	16	18
营运资金	10,961	9,813	11,637	13,926	16,595

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月底

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	3,037	3,746	4,110	4,587	5,019
折旧与摊销	371	479	500	500	500
融资成本(收入)	-234	-174	-104	-71	-72
营运资金变化	-339	-300	138	578	564
其他	-399	-1,132	-396	-429	-428
所得税	-423	-518	-567	-633	-693
营运性现金流	2,013	2,101	3,680	4,532	4,890
资本开支	-1,176	-1,057	-1,000	-800	-640
其他投资活动	474	-2,023	-1,396	-1,429	-1,427
投资性现金流	-702	-3,080	-2,396	-2,229	-2,067
负债变化	1,312	-736	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-768	-1,075	-1,180	-1,317	-1,466
其他融资活动	0	89	0	0	0
融资性现金流	544	-1,722	-1,180	-1,317	-1,466
现金变化	1,855	-2,700	104	986	1,357
期初持有现金	3,591	5,446	2,746	2,850	3,836
期末持有现金	5,446	2,746	2,850	3,836	5,192

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、财务状况、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。