

买入

产能利用率迅速爬坡，产品结构持续优化

亿和控股 (0838.HK)

2022-5-13 星期五

投资要点

目标价: **3.00 港元**

现价: 1.22 港元

预计升幅: 143.23%

➤ 2021H2 利润同比、环比增长 173.22%、28.5%，向上势头强劲

公司 2021 年营业收入 51.2 亿港元，同比增长 27.0%；实现盈利 1.55 亿港元，上年同期亏损 1537.1 万港元，扭亏为盈。其中，2021H2 实现收入 27.3 亿港元，同比、环比分别增长 117.9%、14.1%；录得利润 8.7 千万港元，同比、环比分别增长 173.2%、28.5%，略超我们此前 8.0 千万港元的盈利预期。

➤ 在手订单饱满支撑产能利用率提升迅速，汽车业务年化增速达 40%

我们预估 2022 年公司 OA、汽车板块产值有望达到 43 亿、18 亿港元，分别同比增长 16%、38%。截至目前公司汽车业务在手订单超 130 亿，驱动公司产能利用率大幅提升，预计到 2025 年公司产能有望实现较为充分的利用。2021 年公司汽车业务中新能源车结构件占比约 20%，随着客户结构持续优化，新能源车结构件占比有望提升至 35%-40%，业务增长持续性较强。

➤ OA 商业模式升级，整机集成占比提高，带动自研零部件配套业务增长

公司 OA 板块的商业模式逐步从 OEM 升级至 DEMS，我们认为 OA 板块新的商业模式有望于中长期内持续为公司注入较强劲的增长活力，主要体现在以下两个方面，1) 产品结构中，整机集成业务的占比有望获得显著提升，产品主要为高端 A3 机和信创产品；2) 公司部分客户主动逐步缩减其内部生产线的规模，公司因此获得更多模块化采购订单，市场份额亦随之提高。为客户配套的自研零部件占单机价值量的比例有望从 35% 提高至 40%-45%。

➤ 维持“买入”评级，目标价 3.00 港元

我们维持公司业绩将保持高增长态势的预期，其基本面扎实向上的逻辑有望随着业绩的披露得以逐步验证。近期公司宣告启动为期半年的不超过 2 亿港元的回购计划，约占股本的 8%，此次回购计划彰显了管理层对自身发展的信心，亦有望提振市场情绪。我们预测公司 2022-2024 年录得营业收入分别为 61.77/ 83.93/110.35 亿元，同比增长 20.9%/35.9%/ 31.5%；归母净利润 3.20/5.28/ 7.12 亿元，同比增长 106.4%/64.8%/ 34.9%。给予公司 2022 年 16 倍目标 PE，对应目标价 3.00 港元，较现价有 143.23% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

重要数据

日期	2022.5.12
收盘价 (港元)	1.22
总股本 (百万股)	1,749
总市值 (百万港元)	21,34
净资产 (百万港元)	27,88
总资产 (百万港元)	65,73
52 周高低 (港元)	0.67/2.58
每股净资产 (港元)	1.59

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Prosper Empire Limited (37.44%)

相关报告

亿和控股 (0838.HK) 点评报告: OA 与汽车零部件均迎来产能与商业模式升级双拐点-20211102

亿和控股 (0838.HK) 深度报告: 厚积薄发 OA 与汽配业务驶入快车道-20211222

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	4,008.5	5,108.8	6,176.9	8,393.0	11,035.6
同比增长(%)	7.0%	27.4%	20.9%	35.9%	31.5%
归母净利润	(15.4)	155.2	320.4	528.0	712.4
同比增长(%)	-129.7%	1009.7%	106.4%	64.8%	34.9%
归母净利润率	-0.4%	3.0%	5.2%	6.3%	6.5%
每股盈利 (元)	(0.01)	0.09	0.19	0.31	0.41
PE@1.22HKD	-136.3	13.5	6.5	4.0	2.9

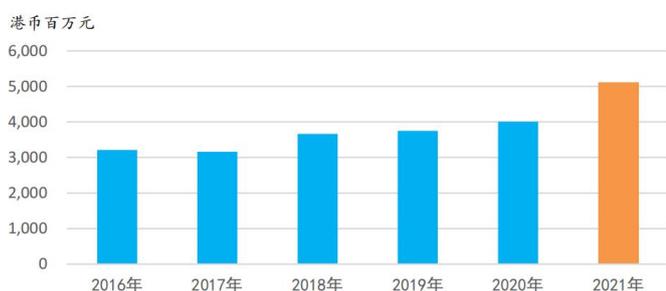
数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

2021H2 利润同比、环比增长 173.22%、28.5%，向上势头强劲

公司 2021 年营业收入 51.2 亿港元，同比增长 27.0%；实现盈利 1.55 亿港元，上年同期亏损 1537.1 万港元，扭亏为盈。其中，2021H2 实现收入 27.3 亿港元，同比、环比分别增长 117.9%、14.1%；录得利润 8.7 千万港元，同比、环比分别增长 173.2%、28.5%，略超我们此前 8.0 千万港元的盈利预期。

图 1：公司历年收入情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利及净利率情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

在手订单饱满支撑产能利用率提升迅速，汽车业务年化增速达 40%

我们预估 2022 年公司 OA、汽车板块产值有望达到 43 亿、18 亿港元，分别同比增长 16%、38%。截至目前公司汽车业务在手订单超 130 亿，驱动公司产能利用率大幅提升，预计到 2025 年公司产能有望实现较为充分的利用。2021 年公司汽车业务中新能源车结构件占比约 20%，随着客户结构持续优化，新能源车结构件占比有望提升至 35%-40%，业务增长持续性强。

图 3：公司产能布局



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理及预测

图 4：公司汽车各制造基地产品及客户情况

	集团定位	主要生产能力	产品定位	服务主要客户
深圳数码模公司	出口模具中心 技术中心	模具设计及制造	汽车钢板模具	faurecia, T, brose, ADIENT
中山数码模公司		冲压、焊接 注塑成型	汽车座椅零件、汽车门锁零件、 内饰塑胶零件	faurecia, brose, ADIENT
墨西哥数码模公司		冲压、焊接	汽车座椅零件	faurecia, T, brose, ADIENT
重庆数码模公司		冲压、焊接	车身结构零件	长城汽车, 上海通用五菱, 长安汽车, 一汽大众, Ford
武汉数码模公司	国内模具中心	模具设计及制造、 冲压、焊接、涂装	汽车铸造模具、底盘类零件、 天窗焊接总成件、车身结构零件	HONDA 本田汽车(中国), faurecia, GM, Webasto, 长城汽车, PSA

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理及预测

OA 商业模式升级，整机集成占比显著提高，同时带动自研零部件配套业务增长

公司 OA 板块的商业模式逐步从 OEM 升级至 DEMS，我们认为 OA 板块新的商业模式有望于中长期内持续为公司注入较强劲的增长活力，主要体现在以下两个方面，1) 产品结构中，整机集成业务的占比有望获得显著提升，产品主要为高端 A3 机和信创产品；2) 公司部分客户主动逐步缩减其内部生产线的规模，公司因此获得更多模块化采购订单，市场份额亦随之提高。为客户配套的自研零部件占单机价值的比例有望从 35% 提高至 40%-45%。

受益于 DEMS 的带动，2021 年公司威海工厂收入录得同比增长约 63%。目前 DEMS 业务占威海销售约 45%，随着国家信创推行，国内客户的 DEMS 业务的新增趋势强劲，我们预计未来随着更多新产品订单的量产，公司威海工厂高速增长的趋势有望延续。

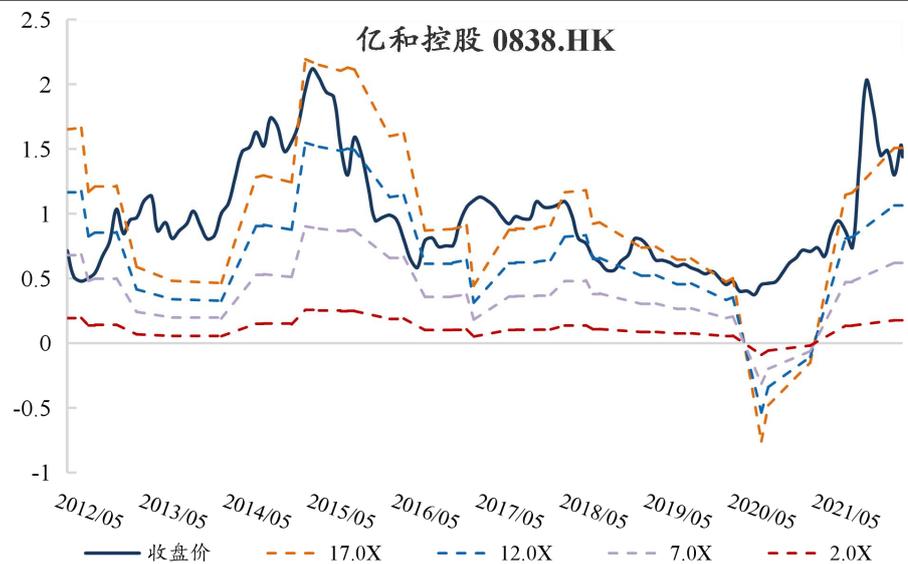
投资建议

我们维持公司业绩将保持高增长态势的预期，其基本面扎实向上的逻辑有望随着业绩的披露得以逐步验证。近期公司宣告启动为期半年的不超过 2 亿港元的回购计划，约占股本的 8%，此次回购计划彰显了管理层对自身发展的信心，亦有望提振市场情绪。我们预测公司 2022-2024 年录得营业收入分别为 61.77/ 83.93/110.35 亿元，同比增长 20.9%/35.9%/ 31.5%；归母净利润 3.20/5.28/ 7.12 亿元，同比增长 106.4%/64.8%/ 34.9%。给予公司 2022 年 16 倍目标 PE，对应目标价 3.00 港元，较现价有 143.23% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测

单位: 百万港元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	1H2020	2H2020	1H2021	2H2021A
营业收入	3747.1	4008.5	5108.8	6176.9	8393.0	11035.6	1700.3	2046.7	2386.9	2721.9
yoy	2.19%	6.98%	27.45%	20.91%	35.88%	31.49%			40.38%	32.99%
办公自动化	3080.4	3094.1	3743.3	4362.3	5671.0	7088.8	1352.3	1741.8	1830.3	1912.9
汽车零部件	666.6	914.3	1365.5	1814.6	2721.9	3946.8	348.0	566.3	556.5	809.0
毛利	765.0	738.3	1012.7	1456.6	2064.2	2743.6	296.5	468.5	486.3	526.5
毛利率	20.4%	18.4%	19.8%	23.6%	24.6%	24.9%	17.4%	22.9%	20.4%	19.3%
经营利润	132.5	78.5	223.9	523.8	821.9	1104.3	-23.3	155.8	103.7	120.2
办公自动化	132.0	48.6	94.6	319.0	495.2	630.7	-10.1	142.1	55.3	39.3
汽车零部件	0.5	29.8	129.3	204.8	326.6	473.6	-13.2	13.7	48.4	80.9
经营利润率	3.5%	2.0%	4.4%	8.5%	9.8%	10.0%	-1.4%	7.6%	4.3%	4.4%
办公自动化	4.3%	1.6%	2.5%	7.3%	8.7%	8.9%	-0.7%	8.2%	3.0%	2.1%
汽车零部件	0.1%	3.3%	9.5%	11.3%	12.0%	12.0%	-3.8%	2.4%	8.7%	10.0%
归母净利润	51.8	-15.4	155.2	320.4	528.0	712.4	-65.8	50.4	67.9	87.3
yoy	37.4%	-129.7%	1009.7%	106.4%	64.8%	34.9%			203%	73%
归母净利率	1.4%	-0.4%	5.2%	5.2%	6.3%	6.5%	-3.9%	2.5%	2.8%	3.2%

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理及预测

图 5: 公司 PE-Band


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理及预测

风险提示

国内疫情或对公司国内的汽车业务和 OA 业务产生阶段性影响、行业竞争加剧。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:百万港元											
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	4,008	5,109	6,177	8,393	11,036	盈利能力(%)					
营业成本	-3,270	-4,096	-4,720	-6,329	-8,292	毛利率	18.4%	19.8%	23.6%	24.6%	24.9%
毛利	738	1,013	1,457	2,064	2,744	净利率	-0.4%	3.0%	5.2%	6.3%	6.5%
其他收入-经营	38	32	69	75	99	ROE	-0.6%	5.6%	11.5%	15.5%	17.2%
其他经营净收益	-8	-5	-9	-9	-11	偿债能力(%)					
销售费用	-237	-315	-338	-417	-530	流动比率	1.18	1.13	1.28	1.40	1.53
管理费用	-463	-506	-664	-900	-1,208	速动比率	0.98	0.92	1.04	1.13	1.22
金融资产减值	-34	-24	-34	-31	-37	资产负债率	57.2%	57.6%	53.3%	52.2%	50.5%
财务费用	-43	-28	-66	-90	-118	营运能力(次)					
应占联营公司损益	-16	0	-3	-4	-5	资产周转率	0.66	0.78	0.85	0.97	1.07
除税前溢利	-13	180	425	701	946						
所得税	-2	-25	-104	-172	-232						
净利润(不含少数股东权益)	-15	155	320	528	712						
EPS (港元)	-0.01	0.09	0.19	0.31	0.41						
资产负债表						现金流量表					
单位:百万港元						单位:百万港元					
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E		FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动资产合计	3,271	3,642	4,223	5,477	6,942	净利润	-15	155	320	528	712
存货	541	688	787	1,060	1,386	折旧摊销	235	276	230	233	231
应收账款	1,028	1,382	1,628	2,241	2,927	经营活动产生的现金流量净额	463	259	384	425	579
按金, 预付款项及其它应收款项-流动资产	168	150	153	156	160	投资活动产生的现金流量净额	-68	-337	-121	-127	-133
短期银行存款	33	0	33	33	33	筹资活动产生的现金流量净额	-80	-18	-63	67	4
货币资金	1,406	1,318	1,519	1,884	2,333	现金及现金等价物净增加额	335	-88	201	365	450
非流动资产合计	2,831	2,932	3,082	3,202	3,346	期初现金及现金等价物余额	1,071	1,406	1,318	1,519	1,884
固定资产-物业, 厂房及设备	2,281	2,418	2,539	2,665	2,799	期末现金及现金等价物余额	1,406	1,318	1,519	1,884	2,333
有使用权资产-非流动资产	373	384	388	392	396						
投资于联营公司-非流动资产	33	35	35	36	37	每股资料(港元)					
无形资产	8	8	8	8	8	每股收益	-0.01	0.09	0.19	0.31	0.41
按公允价值计入其他全面收益之金融资产-	87	32	60	46	53	每股经营现金	0.27	0.15	0.15	0.22	0.25
按金, 预付款项及其它应收款项-非流动资产	42	49	45	47	46	每股净资产	1.52	1.62	1.62	1.81	2.12
递延所得税资产-非流动资产	7	7	7	7	7						
总资产	6,101	6,574	7,305	8,678	10,288	估值比率(倍)					
流动负债合计	2,774	3,226	3,307	3,909	4,539	PE	-136.26	13.49	6.54	3.97	2.94
应付账款	1,159	1,373	1,582	2,121	2,779	PB	0.80	0.75	0.75	0.67	0.57
应付负债及其他应付款项	228	284	256	270	263						
合同负债-流动负债	82	68	70	72	74						
非流动负债合计	718	559	588	619	651						
长期借款	625	460	483	507	533						
租赁-非流动负债	73	78	82	86	91						
递延税项负债-非流动	20	21	23	25	28						
总负债	3,492	3,785	3,895	4,528	5,190						
股本	172	175	178	182	186						
储备	2,438	2,614	2,934	3,462	4,174						
股东权益合计(含少数股东权益)	2,610	2,788	3,410	4,150	5,098						
负债及权益合计	6,101	6,574	7,305	8,678	10,288						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。