

亿和控股 (838 HK)

汽车部件业务拐点已至；首次覆盖给予买入评级

我们首次覆盖亿和控股给予买入评级，目标价 3.00 港元。亿和控股的业务主要包括办公自动化设备（模具和零部件的制造以及组装）和汽车零部件（冲压件为主，包括座椅骨架、车身和底盘结构件等）。公司早期依托在办公自动化设备业务上积累的模具经验，从 2008 年成立汽车事业部，在 2011 年收购重庆数码模之后加大厂房和设备的投入，在尝试不同模具和零部件后开始专注于座椅骨架的冲压件，进入了国际主要座椅一级供应商的供应链，之后又成为特斯拉（TSLA US，未评级）和长城汽车（2333 HK，买入 / 601633 CH，买入）的一级供应商。

我们认为亿和的汽车零部件业务拐点已至，尤其是特斯拉和长城汽车的业务增量会在未来几年显著提升公司的收入和利润率。我们预计亿和控股的汽车零部件业务收入在 22-24 财年同比分别增长 50%/50%/40%，汽车零部件净利润分别同比增长 168%/80%/46%。

- **受益于特斯拉销量的高速增长。**由于特斯拉在北美自己组装前排座椅以节省成本，公司在 2021 年 7 月取代一家北美公司开始为特斯拉北美所有工厂所有车型的前排座椅骨架供货，我们估计其来自特斯拉的这部分收入有望从去年的 2,500 万港元增长至今年的 1.5 亿港元。因为北美的座椅业务竞争远低于中国且配套单价相对较低，我们预计此业务毛利率可高达 50%。同时，亿和从 2020 年开始通过佛吉亚成为特斯拉北美所有 Model Y 后排座椅的二级供应商，我们预计这部分业务也有望在今年贡献 1.4 亿港元的收入增量，毛利率约为 27%。所有跟特斯拉相关的收入都来自北美，有利于投资者分散中国因为疫情带来的可能停产风险。
- **长城汽车有望成为另一重要增长引擎。**亿和自从给长城的重庆工厂供应坦克 300 和长城炮的底盘冲压件后，收到越来越多的订单，而今年长城荆门工厂的投入会给亿和产能利用率低下的武汉工厂带来显著的收入和利润提升。我们预计长城今年会成为亿和最大的单一客户，收入贡献同比约翻倍至约 6 亿港元。
- **办公自动化业务稳中向好。**一些办公自动化设备的零部件和整体制造的外资企业退出中国将为亿和的办公自动化业务带来新的发展契机，特别是整机组装业务有望大幅增长。我们预测公司的办公自动化设备收入在 22-24 财年同比分别增长 15%/20%/6%，净利润同比分别增长 72%/31%/42%。
- **估值/风险提示。**我们的目标价 3.00 港元基于分部估值，其中汽车部件业务目标价 2.34 港元，基于 20 倍 22 财年预测市盈率，办公自动化业务目标价 0.66 港元，基于 8.5 倍 22 财年预测市盈率。我们的评级及目标价的主要风险包括收入和利润不及预期，疫情封控导致开工率不及预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入 (百万港元)	4,008	5,109	6,353	8,238	9,777
同比增长 (%)	7.0	27.4	24.4	29.7	18.7
净利润 (百万港元)	(15)	155	340	545	787
每股盈利 (港元)	(0.01)	0.09	0.19	0.30	0.43
每股盈利变动 (%)	不适用	不适用	119.0	60.4	44.4
市盈率 (倍)	不适用	14.7	6.8	4.2	3.1
市净率 (倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	0.0	2.0	4.4	6.9	9.8
权益收益率 (%)	(0.6)	5.7	11.5	16.3	20.2
净负债比率 (%)	14.1	17.5	5.9	净现金	净现金

资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博 (搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk)) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多研究报告

本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$3.00
潜在升幅	+127.3%
当前股价	HK\$1.32

中国汽车行业

史迹，CFA

(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

窦文静，CFA

(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	2,309
3 月平均流通量 (百万港元)	23
52 周内股价高/低 (港元)	2.58/0.66
总股本 (百万)	1,749

资料来源：彭博

股东结构

张杰家族	44.3%
公众股东	55.7%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.3%	13.8%
3-月	-11.4%	9.0%
6-月	-43.1%	-21.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

目录

重要图表	3
汽车部件业务	4
汽车座椅部件：作为供应商，将享受特斯拉高速增长的红利	4
结构冲压件：长城汽车为另一个增长引擎	5
强劲的收入增长将拉动利润率提升	6
办公自动化设备业务	8
外商退出中国有望助力办公自动化业务收入和利润率提升	8
威海和越南工厂是收入和利润率增长的主要引擎	8
财务分析	10
我们预计 22-24 财年收入复合年增速为 25%，净利润复合年增速为 72%	10
虽然目前市值较小，但汽车业务拐点已至	10
估值	12
首次覆盖给予买入评级，目标价为 3.00 港元（127%潜在升幅）	12
财务摘要	14

重要图表

图 1: 亿和控股汽车零部件工厂详细情况

工厂	产品	主要客户	设计年产值 (亿港元)
深圳工厂	模具	特斯拉、佛吉亚、博泽、安道拓	3
中山工厂	座椅和门锁冲压和焊接件, 内饰注塑塑胶件	佛吉亚、博泽、安道拓	7
重庆工厂	车身冲压和焊接结构件	长城汽车、上汽通用五菱、长安汽车、一汽大众、长安福特	15
四川工厂	支持重庆工厂	尝试发展成都周边整车厂客户	未知
武汉工厂	底盘类零件、天窗焊接总成、车身结构件	长城汽车、通用汽车、标致雪铁龙、佛吉亚、伟巴斯特	15
墨西哥工厂	座椅骨架冲压和焊接件	特斯拉、佛吉亚、博泽、安道拓	10
总计			50

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场

图 2: 亿和控股办公自动化设备业务工厂详细情况

公司	所在地	主要客户	设计年产值 (亿港元)
亿和精密科技集团公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	10
亿和塑胶电子制品公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和模具公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和精密工业(苏州)公司	中国苏州	富士胶片、佳能、柯尼卡美能达、理光	10
亿和精密工业(威海)公司	中国威海	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和海防精密技术公司	越南海防	富士胶片、京瓷美达	20
总计			100

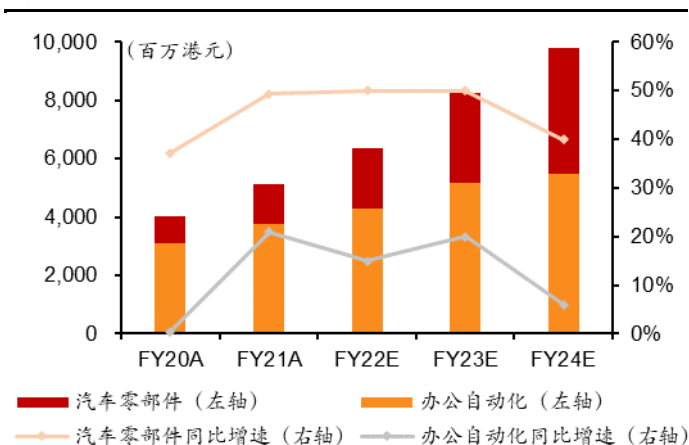
资料来源: 公司数据、招银国际环球市场

图 3: 主要汽车客户对公司收入的贡献估算

客户	FY21A (百万港元)	FY22E (百万港元)	同比增速
佛吉亚	~400	540	35.0%
长城	~290	600	106.9%
特斯拉	~30	150	400.0%

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场

图 4: 公司收入预测



资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

汽车部件业务

亿和精密工业控股有限公司（亿和控股）21 财年的收入为 51 亿港元，其中 37 亿港元来自办公室自动化设备业务，剩余的 14 亿港元来自汽车部件业务。在本报告中，我们将分别阐述这两项业务的详细情况及我们的预测来论证我们关于亿和控股的拐点已至的观点。

汽车座椅部件：作为供应商，将享受特斯拉高速增长的红利

亿和控股成立于 1993 年，过去主要专注于办公自动化设备业务，自 2008 年以来，公司凭借在模具方面的专业技术能力进军汽车零部件市场。公司在早期主要作为三级或四级供应商提供各种模具和冲压产品，其后从 2014 年起专注于汽车座椅骨架制造，作为二级供应商为包括佛吉亚、博泽、爱信精机（7259 JP，未评级）等在内的国际主要座椅供应商提供模具和冲压件。公司墨西哥工厂在 2017 年投产，主要为北美的佛吉亚提供座椅骨架。我们认为，亿和控股未来数年将在汽车座椅骨架方面实现高速增长，尤其是来自特斯拉的收入有望激增。

■ 特斯拉北美工厂所有车型前排座椅骨架的独家供应商

与其他汽车制造商不同，特斯拉跳过一级供应商，直接为其北美工厂的所有车型组装前排座椅，以节省成本。公司通过为特斯拉采用连续模工艺生产座椅部件，正式获得了进入特斯拉供应链的资格，自 2019 年起开始接收来自特斯拉的直接订单。2021 年 7 月，亿和控股取代一个美国供应商成为特斯拉北美基地所有车型前排座椅骨架的唯一供应商，这部分业务在 21 财年为亿和控股带来了约 2,500 万港元的收入。

我们预计今年特斯拉美国工厂的汽车产量将提升至 80 万辆，而亿和的单车配套价格约为 190 港元，所以这部分业务将在 22 财年为亿和控股贡献约 1.5 亿港元的收入。同时，原材料价格上涨对亿和控股部件的利润率影响甚微，因为特斯拉直接负责原材料价格方面的谈判。此外，由于所有部件均在墨西哥工厂制造，公司的业绩情况不会受到汇率波动的影响。

管理层表示，鉴于北美汽车座椅行业的竞争远低于中国，特斯拉前排座椅骨架的毛利率大幅高于其他汽车零部件。我们估计 22 财年这部分业务的毛利率可以高达 50%，但考虑到特斯拉一贯要求供应商在业务上与其共同成长并配合其定价策略，我们预计这部分业务的毛利率可能在未来几年略有下滑。但考虑到亿和控股的单车配套价格相对较低（25 美元），我们认为其毛利率有望在短期内维持高位。

另外，亿和控股从特斯拉获得了 *Cybertruck* 的前排座椅骨架的新订单，有望进一步增加亿和控股 23-24 财年来自特斯拉的收入。奥斯汀工厂投产后，特斯拉计划于今年三季度开始将北美的单月产量提升至 12 万辆。因此，我们认为亿和控股在 23 财年至少可以为特斯拉的北美工厂配套 140 万辆汽车，将带来 2.66 亿港元收入（单车配套价格 190 港元）。

由于特斯拉已经向亿和控股支付了第一个模具的费用，而亿和控股将承担未来模具维护、增加和更换的所有成本，我们认为特斯拉在短期内没有动力更换前排座椅骨架供应商。另一方面，考虑到公司的产品仍有降价空间，我们认为 22-24 年期间公司来自特斯拉的前排座椅骨架业务稳定性较高。

■ 作为二级供应商，将受惠于特斯拉 Model Y 的销量激增

除了作为特斯拉的一级供应商，亿和控股还是特斯拉北美 Model Y 后排座椅部件的二级供应商。佛吉亚是亿和控股目前最大的汽车业务客户，21 财年的收入贡献约为 4 亿港元。随着北美 Model Y 产量的提升，我们预计来自佛吉亚的收入在 22 财年将同比增长 35%。

自 2020 年 5 月起，佛吉亚成为特斯拉北美工厂的 Model Y 后排座椅的唯一供应商，而亿和控股则为佛吉亚这部分座椅骨架的唯一供应商。我们估算该业务 21 财年的收入贡献约为 6,000 万港元。我们预计今年 Model Y 在特斯拉美国工厂的生产量将提升至 54 万辆，公司的单车配套价格约为 370 港元，因此该业务收入有望在 22 财年同比翻三番达到 2 亿港元。即使 22 财年亿和控股与佛吉亚的所有其他业务与 21 财年维持不变，我们预计特斯拉 Model Y 的后排座椅部件业务增长有望推动亿和控股 22 财年来自佛吉亚的收入增长至 5.4 亿港元。我们预计 22 财年来自佛吉亚业务的毛利率为 27%。

■ 亿和控股的墨西哥工厂将在 23 财年获得更多订单

除了前文提及的特斯拉 Cybertruck 的前排座椅骨架订单外，作为二级供应商，亿和控股的墨西哥工厂将在 23 财年获得更多订单，包括来自通用汽车（GMUS，未评级）和沃尔沃汽车（VOLCARB SS，未评级）的订单，两者均是通过佛吉亚供货。根据目前的初步估计，这些业务可在 23 财年贡献约 3.5 亿港元的额外收入。

目前延锋已获得特斯拉 Cybertruck 在北美工厂的后排座椅订单，由于在北美可供延锋选择的供应商并不多，我们认为亿和控股有机会成为延锋北美 Cybertruck 后排座椅部件的二级供应商。

截至 2022 年 4 月，亿和控股的在手总订单约 136 亿港元，其中 71.3 亿港元（52%）来自汽车座椅部件，来自佛吉亚的在手订单约 46 亿港元。我们认为墨西哥工厂将为公司 22-23 财年座椅部件业务贡献最大增量。随着特斯拉的销量增长，我们预计亿和控股的墨西哥工厂收入有望从 21 财年的 3 亿港元翻倍至 22 财年的 6 亿港元，并进一步上升至 23 财年的 10 亿港元。考虑到墨西哥工厂目前的在手订单已达 64 亿港元，公司对墨西哥工厂的中期收入目标为 15-20 亿港元。

结构冲压件：长城汽车为另一个增长引擎

亿和控股无意涉足汽车座椅组装业务从而避免与其他一级供应商形成竞争，所以我们认为公司与佛吉亚等传统汽车座椅一级供应商的业务不会受到特斯拉业务前排座椅业务的影响。除此之外，亿和控股一直致力在冲压件方面（如底盘横梁）成为车企的一级供应商。亿和控股在重庆（2011 年收购）和武汉（2014 年成立）的工厂过去一直为一级供应商供应模具和冲压件，现在长城汽车位于重庆（2019 年底投产）和荆门（2022 年投产，紧邻武汉）的新工厂为亿和控股提供了新的发展机遇。

长城汽车为亿和控股 21 财年收入贡献了约 2.9 亿港元，占亿和控股去年重庆工厂收入约 63%（4.6 亿港元）。尽管当前的供应链限制了长城汽车的产量，但考虑到强劲的需求和较高的利润率水平，我们预计其重庆工厂生产的长城炮皮卡和 坦克 300 SUV 的产量在 22 财年将同比上升。此外，亿和控股一直寻求为长城供给更多的底盘和车身冲压件来提高单车配套价值。

随着 2022 年初长城汽车荆门新工厂开始量产，我们认为 22 财年长城汽车的收入贡献增长更多来自亿和控股的武汉工厂。公司武汉工厂的业务收入（来自长城）在 22 年上半年的三个月内翻了三倍。公司预计其武汉工厂的收入将从 21 财年的 1.2 亿港元增至 22 财年的 3.8 亿港元，同比翻三番。

我们预计来自长城汽车的总收入将从 21 财年的 2.9 亿港元增至 22 财年的约 6 亿港元。截至 2022 年 4 月底，亿和控股来自长城的在手订单为 32 亿港元。

图 5: 亿和控股汽车零部件工厂详细情况

工厂	产品	主要客户	设计年产值 (亿港元)
深圳工厂	模具	特斯拉、佛吉亚、博泽、安道拓	3
中山工厂	座椅和门锁冲压和焊接件, 内饰注塑塑胶件	佛吉亚、博泽、安道拓	7
重庆工厂	车身冲压和焊接结构件	长城汽车、上汽通用五菱、长安汽车、一汽大众、长安福特	15
四川工厂	支持重庆工厂	尝试发展成都周边整车厂客户	未知
武汉工厂	底盘类零件、天窗焊接总成、车身结构件	长城汽车、通用汽车、标致雪铁龙、佛吉亚、伟巴斯特	15
墨西哥工厂	座椅骨架冲压和焊接件	特斯拉、佛吉亚、博泽、安道拓	10
总计			50

资料来源：公司数据、招银国际环球市场

强劲的收入增长将拉动利润率提升

■ 亿和控股 22-24 财年的汽车部件收入或会同比增长 50%/50%/40%

综上所述，我们预计亿和控股的汽车部件总收入将从 21 财年的 13.7 亿港元同比增长 50% 至 22 财年的 20.5 亿港元。我们预计特斯拉（包括直供和通过佛吉亚的间接供应）和长城汽车将在 22 财年分别贡献 38% 和 45% 的收入增长。

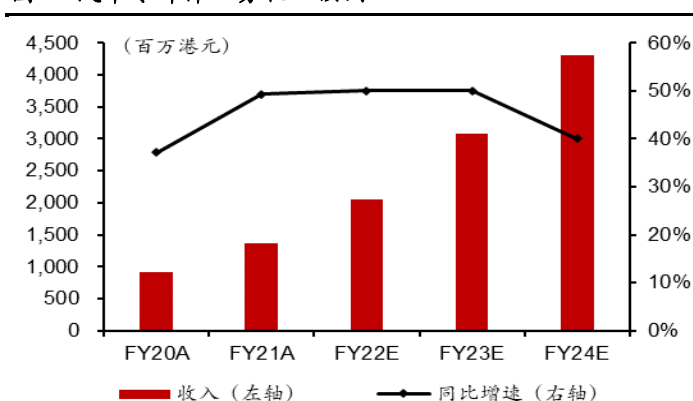
我们认为，特斯拉的销量增长、长城汽车荆门工厂的产能提升、以及墨西哥工厂即将上线的新项目有望为亿和控股在 23-24 财年的收入增长提供支撑。我们预计亿和控股 23 财年和 24 财年的汽车部件收入将分别同比增长 50% 和 40%。

图 6: 主要汽车客户对收入的贡献估计

客户	FY21A (百万港元)	FY22E (百万港元)	同比增速
佛吉亚	~400	540	35.0%
长城	~290	600	106.9%
特斯拉	~30	150	400.0%

资料来源：公司数据、招银国际环球市场

图 7: 汽车零部件业务收入预测



资料来源：公司数据、招银国际环球市场预测

■ 特斯拉的直供业务和规模效应推动毛利率改善

我们预计亿和控股在汽车零部件板块的毛利率将从 21 财年的约 25%扩大至 22-24 财年的 28.7%/29.9%/30.7%，主要得益于特斯拉的前排座椅骨架业务较高的利润率水平和产能利用率的提升。据公司称，仅需在设备方面额外投资 5 亿港元，亿和控股在深圳、中山、武汉、重庆和墨西哥的现有汽车部件工厂即可实现每年 50 亿港元的总产能。换言之，亿和控股汽车部件业务的产能利用率在 21 财年仅为 27%左右。我们认为凭借现有的产能以及有限的资本开支，亿和控股的汽车部件收入有望在 24 财年增至 43 亿港元。

办公自动化设备业务

亿和控股的办公自动化设备业务主要包括打印机、复印机等产品的模具开发、零部件制造和组装。富士胶片是亿和控股办公自动化设备业务的最大客户，占 21 财年该板块收入的 1/3 左右。业务可细分为模具、部件制造和整机组装，分别占亿和控股 21 财年办公自动化设备业务板块总收入 37 亿港元的 7%、54% 和 39%。

模具和零部件制造的毛利率通常在 15-25% 之间，而组装毛利率取决于自制零部件的占比。外购件组装的毛利率仅为 6-8% 左右，而基于大量自制零部件的组装除了收取组装的管理费用，主要可享有零部件制造部分的利润。目前，亿和控股的整机组装业务中自制零部件率约为 35%。

外商退出中国有望助力办公自动化业务收入和利润率提升

尽管办公自动化市场增长乏力，但是得益于部分外国制造商退出中国，我们预计整机组装业务的增长将推动公司的办公自动化板块在 22-23 财年年实现双位数的收入增长。我们预计亿和控股的办整机组装收入将从 21 财年的 15 亿港元增至 22 财年的 22 亿港元。因此，我们预计亿和控股的办公自动化总收入将在 22-24 财年同比增长 15%/20%/6% 至 43 亿/52 亿/55 亿港元。

另外，部分外国办公自动化机器及零部件制造商退出中国市场或将提升亿和控股整机组装业务的毛利率。过去，亿和控股的办公自动化客户会要求公司从指定零部件制造商采购零部件。随着部分指定零部件制造商退出中国市场，亿和控股有望提高其整机组装业务中自制零部件的比例，从而提升整体组装毛利率。

威海和越南工厂是收入和利润率增长的主要引擎

公司预计 22 财年大部分的办公自动化收入增量将来自其威海和越南工厂。两家工厂在 21 财年合计贡献约 9.2 亿港元的收入（占亿和控股总体办公自动化收入的 25%），并有望在 22 财年大幅增长至约 16 亿港元。两家工厂的收入增长也有望带来利润率的提升。由于产能利用率较低，两家工厂 21 财年的毛利率都约为 17%，低于亿和控股去年整体办公自动化设备 18% 的毛利率。

我们预计亿和控股办公自动化的毛利润率从 21 财年的 18.0% 增长至 22 财年的 19.4%，主要系：1) 随着产能利用率的提升，零部件制造的利润率有所提高；2) 组装业务的利润率小幅增加，受益于自制零部件的利润率提升和自制零部件供应比例的提升；和 3) 稳定的模具毛利率。

尽管自制零部件比率提升有望促使亿和控股组装业务的毛利率改善，但我们仍对亿和控股 23-24 财年的办公自动化毛利率持谨慎看法，因为组装业务的收入占比提升可能会拉低整体毛利率。

图 8: 亿和控股办公自动化业务工厂详细情况

公司	所在地	主要客户	设计年产值 (亿港元)
亿和精密科技集团公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	10
亿和塑胶电子制品公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和模具公司	中国深圳	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和精密工业（苏州）公司	中国苏州	富士胶片、佳能、柯尼卡美能达、理光	10
亿和精密工业（威海）公司	中国威海	富士胶片、京瓷美达、东芝	20
亿和海防精密技术公司	越南海防	富士胶片、京瓷美达	20
总计			100

资料来源：公司数据、招银国际环球市场

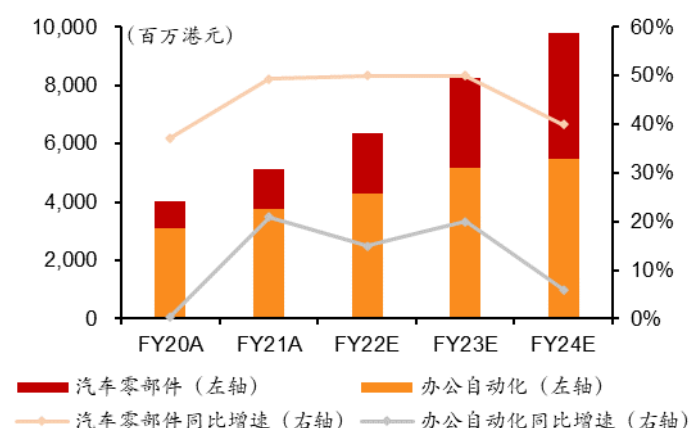
财务分析

我们预计 22-24 财年收入复合年增速为 25%，净利润复合年增速为 72%

基于我们上述对汽车零部件和办公自动化业务的分析，我们预计亿和控股 22-24 财年的总收入将同比增长 24%/30%/19%。汽车零部件业务是 22-24 财年的收入增长驱动力，我们预计该分部收入将分别同比增长 50%/50%/40%。

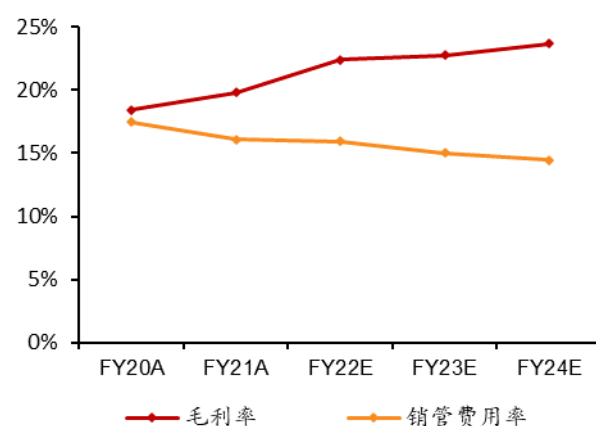
另外，高收入增长推动亿和控股的毛利率增长。随着汽车零部件在收入的占比逐渐提升，我们预计公司 22-24 财年的总体毛利率为 22.4%/22.8%/23.7%。凭借特斯拉北美基地前排座椅骨架业务的高利润率叠加来自其他冲压件的产能利用率增长（尤其是长城汽车），我们预计 22-24 财年汽车零部件分部的毛利率将从 21 财年的 25% 左右增长至 28.7%/29.9%/30.7%。我们预计 22-24 财年办公自动化分部的毛利率为 19.4%/18.5%/18.2%，我们认为其整机组装业务可加快收入增长，但略微拉低了整体办公自动化业务利润率。因此，我们预计 22-24 财年净利润将同比增长 119%/60%/44%。

图 9: 收入预测



资料来源：公司数据、招银国际环球市场预测

图 10: 毛利率预测



资料来源：公司数据、招银国际环球市场预测

虽然目前市值较小，但汽车业务拐点已至

彭博数据显示，目前只有一家券商覆盖亿和控股。我们的 22-23 财年收入预测与其基本一致，而我们对 22-23 财年的净利润预测则比其高 6%/4%。

亿和控股目前市值仅为 25 亿港元，且仍有约 70% 的收入来自传统的办公自动化业务。但是，考虑到公司将受益于特斯拉的销售热潮，同时冲压件业务也有望在更多汽车制造商中的持续拓展，我们认为公司的汽车业务拐点已至，值得投资者关注。

图 11: 招银国际与市场预测

港元(百万)	招银国际预测			市场预测			变化(%)		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	6,353	8,238	9,777	6,135	8,333	不适用	3.6%	-1.1%	不适用
毛利	1,423	1,874	2,316	1,442	2,050	不适用	-1.3%	-8.6%	不适用
运营利润	421	657	932	526	825	不适用	-19.9%	-20.3%	不适用
净利润	340	545	787	320	525	不适用	6.1%	3.8%	不适用
毛利率	22.4%	22.8%	23.7%	23.5%	24.6%	不适用	-1.1 ppt	-1.8 ppt	不适用
运营利率	6.6%	8.0%	9.5%	8.6%	9.9%	不适用	-1.9 ppt	-1.9 ppt	不适用
净利润率	5.3%	6.6%	8.1%	5.2%	6.3%	不适用	0.1 ppt	0.3 ppt	不适用

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测

估值

首次覆盖给予买入评级，目标价为 **3.00 港元**（127%潜在升幅）

基于汽车部件和办公自动化业务（已在上文详述），我们采用分部估值法对亿和控股进行估值。

汽车部件：汽车部件业务目标价 2.34 港元，基于 20 倍 22 财年预测市盈率。我们认为如此高的业务增长潜力使 20 倍的估值倍数比较合理。我们预计亿和控股 23-24 财年的净利润将同比增长 80%/46%。

办公自动化设备：办公自动化设备业务目标价 0.66 港元，基于 8.5 倍 22 财年预测市盈率，小幅低于亿和控股 2016-18 年（彼时公司主要业务为办公自动化设备）的平均 10 倍市盈率。生产打印机及耗材的纳思达（002180 CH，未评级）的 FY22 预测市盈率为 30 倍。

综上，我们得到公司目标价为 3.00 港元，对应 15.5 倍 22 财年市盈率和 10.0 倍 23 财年市盈率。

公司在 2022 年 4 月 27 日通过了股份回购计划，在未来 6 个月内将以每股不高于 2 港元的价格回购最多 2 亿港元的股份，这或会成为股价的另一个催化剂。

图 12:分部估值表

业务	FY22 预测净利润 (百万港元)	目标市盈率倍数	目标市值 (百万港元)	目标价 (港元)
汽车零部件	205	20.0x	4,097	2.34
办公自动化装备	135	8.5x	1,147	0.66
分部加总			5,244	3.00

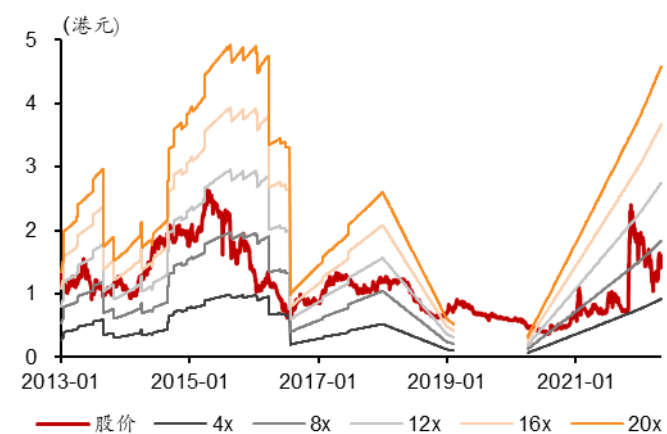
资料来源：招银国际环球市场预测

图 13:同业估值对比

公司	股票代码	评级	市值 (百万港元)	股价 (本地)	市盈率 (x)		市净率 (x)		权益收益率 (%)	
					FY22E	FY23E	FY22E	FY23E	FY22E	FY23E
亿和控股	838 HK	买入	2,309	1.32	6.8	4.2	0.7	0.6	11.5	16.3
东江集团	2283 HK	买入	1,850	2.22	5.8	4.5	1.0	0.9	18.6	21.0
佛吉亚	EO FP	未评级	26,842	21.41	10.7	4.3	0.8	0.7	13.7	12.2
继峰股份	603997 CH	未评级	10,301	7.89	23.1	13.4	1.8	1.6	8.0	12.3
纳思达	002180 CH	未评级	72,502	43.89	33.1	22.4	4.9	4.3	15.6	20.7
平均					15.9	9.8	1.9	1.6	13.5	16.5

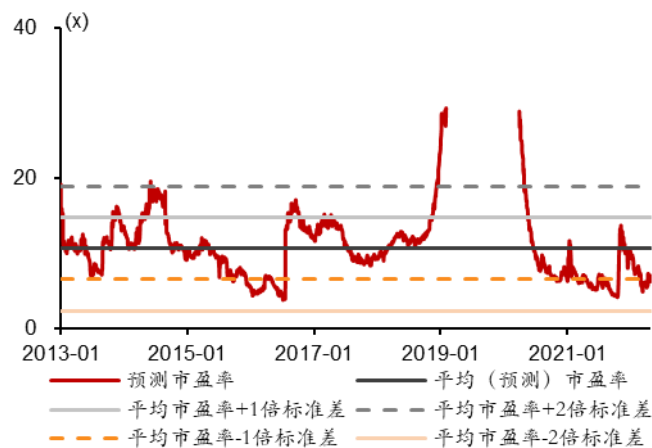
资料来源：彭博、万得数据库、招银国际环球市场预测

图 14: 亿和控股向前推展 12 个月市盈率通道



资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场

图 15: 亿和控股向前推展 12 个月市盈率变化范围



资料来源：公司数据、彭博、招银国际环球市场

财务摘要

利润表

年结: 12/31 (百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	4,008	5,109	6,353	8,238	9,777
销售成本	(3,270)	(4,096)	(4,930)	(6,364)	(7,461)
毛利	738	1,013	1,423	1,874	2,316
销售费用	(237)	(315)	(395)	(501)	(603)
管理费用	(463)	(506)	(618)	(737)	(812)
其他收入	38	32	40	60	80
其它(亏损)/盈利净额	(8)	(5)	3	(8)	(15)
资产减值	(34)	(24)	(32)	(32)	(34)
经营利润	35	195	421	657	932
融资成本净额	(32)	(15)	(20)	(17)	(6)
合资及联营企业	(16)	0	(2)	1	1
税前利润	(13)	180	400	641	926
所得税	(2)	(25)	(60)	(96)	(139)
减: 非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	(15)	155	340	545	787

现金流量表

年结: 12/31 (百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息税前收益	(13)	180	400	641	926
折旧和摊销	235	276	321	374	403
运营资金变动	194	(213)	(125)	(44)	(131)
其它	37	17	41	(19)	(77)
经营活动所得现金流	453	259	637	953	1,121
资本开支	(243)	(376)	(200)	(250)	(300)
其它	189	39	(52)	(34)	(20)
投资活动所得现金净额	(54)	(337)	(252)	(284)	(320)
净借贷	(11)	6	(489)	(430)	(496)
股息	(50)	(21)	(67)	(127)	(193)
其它	(23)	(3)	(13)	(20)	(15)
融资活动所得现金净额	(84)	(18)	(569)	(576)	(704)
现金增加净额	315	(96)	(183)	93	98
年初现金及现金等价物	1,071	1,406	1,318	1,135	1,228
汇兑损益	20	9	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,406	1,318	1,135	1,228	1,326

资产负债表

年结: 12/31 (百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	3,271	3,642	3,891	4,571	5,175
现金及现金等价物	1,406	1,318	1,135	1,228	1,326
应收账款	1,028	1,382	1,654	2,031	2,411
库存	541	688	810	976	1,063
其它流动资产	295	253	292	335	375
非流动资产	2,831	2,932	2,866	2,771	2,674
固定资产	2,281	2,418	2,357	2,289	2,226
使用权资产	373	384	376	353	316
合资及联营公司投资	33	35	33	34	35
其它非流动资产	144	95	100	95	97
资产总额	6,101	6,574	6,757	7,342	7,849
流动负债	2,774	3,226	3,137	3,133	3,181
银行借款	1,277	1,448	1,034	476	145
应付款	1,159	1,373	1,621	2,092	2,453
合同负债	82	68	83	99	98
其它流动负债	257	338	400	466	486
非流动负债	718	559	505	634	453
银行借款	625	460	410	560	410
递延收入	20	21	21	21	21
其它非流动负债	73	78	74	53	22
负债总额	3,492	3,785	3,642	3,767	3,634
股本	172	175	178	181	184
储备	2,438	2,614	2,936	3,394	4,030
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益	2,610	2,788	3,114	3,575	4,214
权益与负债总额	6,101	6,574	6,757	7,342	7,849

主要比率

年结: 12/31 (百万港元)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)	22.8	26.7	32.2	37.3	44.0
汽车零部件	77.2	73.3	67.8	62.7	56.0
办公自动化装备					
增长率 (%)					
收入	7.0	27.4	24.4	29.7	18.7
毛利	(3.5)	37.2	40.5	31.7	23.5
经营利润	(71.1)	461.5	116.5	56.0	41.8
净利润	不适用	不适用	119.0	60.4	44.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.4	19.8	22.4	22.8	23.7
经营利润率	0.9	3.8	6.6	8.0	9.5
净利润率	(0.4)	3.0	5.3	6.6	8.1
资产负债比率 (%)					
净现金倍数 (x)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.2
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.2	1.5	1.6
应收账款周转天数	94	99	95	90	90
库存周转天数	60	61	60	56	52
应付款周转天数	129	122	120	120	120
收益率 (%)					
权益收益率	(0.6)	5.7	11.5	16.3	20.2
资产收益率	(0.3)	2.4	5.1	7.7	10.4
每股数据 (港元)					
每股盈利 (港元)	(0.01)	0.09	0.19	0.30	0.43
每股股息 (港元)	0.00	0.03	0.06	0.09	0.13

资料来源: 公司数据、招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。