

知行集团 (1539 HK)

向马来西亚和中东地区积极扩张的新兴节能公司

知行集团是一家 LED 照明产品的能源管理合同 (EMC) 服务供应商。自 2022 年以来，公司与马来西亚的地区政府签署了多项协议，巩固其当地的市场地位。我们预计这些协议将推动知行的租赁服务收入在 25-26 财年 (3 月年结) 达到 100% 的复合年增长率。财务方面，知行在完成债务重组后已经度过了困难时期。更重要的是，公司在 2023 年引入来自阿布扎比的资本，这不仅能改善公司的股权结构和资产负债表，还将为知行打开正在快速增长的中东市场的大门。我们预计公司在 25-26 财年的核心每股盈利复合年增长率将达到~180%，而中东市场的突破将会在我们当前的预测上带来进一步的提升。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 0.64 港元。

- **公司简介。**知行的主要业务为 (1) LED 照明系统 (主要是 EMC 模式和贸易)，以及 (2) 可再生能源项目的建设。公司的业务在传统上覆盖中国香港、中国内地、日本和印度尼西亚，马来西亚和中东则是公司新的业务增长地区。
- **马来西亚节能项目驱动业绩增长。**早在 2022 年 2 月，知行承接了马来西亚州政府的一个大型节能项目 (“黑暗中的光”项目)。该项目旨在通过安装 LED 照明系统，帮助雪兰莪州的当地公寓解决照明问题和提高能源效率。在能源管理合同期内的项目总节能将会转化为收益分成。该项目的最终目标是在 2025 年左右为雪兰莪州的 8,320 家公寓安装 600 万支 LED 灯。介于该规划目标相当进取，我们只预测公司在 2026 财年将安装 150 万支 LED 灯。
- **欧力士提供所需融资。**为满足马来西亚项目不断增长的资金需求，知行自 2023 年初开始与欧力士财务 (欧力士公司[8591 JP / IX US, NR]的全资子公司) 合作。欧力士将为知行提供基于其应收账款的融资。我们认为，在 LED 灯安装的快速发展阶段，此类合作可以帮助知行减少初始现金的外流。
- **估值。**鉴于我们预测 25-26 财年的核心每股盈利复合年增长率将达到 180%，我们认为 PEG 估值法可以很好的反映知行强劲增长的前景。我们的目标价为 0.64 港元，基于 2025 财年的 100 倍市盈率，对应 2026 财年的每股收益增长约 100%，相当于一倍 PEG 比率。
- **主要风险。**(1) 利率风险；(2) 汇率风险；(3) 初始阶段经营现金流出；(4) 潜在的项目延误风险。

财务资料

(截至 03 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入 (百万港元)	80	47	125	223	402
同比增长 (%)	49.6	(42.1)	168.5	78.0	80.6
调整后净利润 (百万港元)	(37.0)	(38.7)	4.8	21.2	42.9
调整后每股收益 (港元)	(0.02)	(0.02)	0.00	0.01	0.01
市盈率 (倍)	na	na	69.2	76.7	37.8
市净率 (倍)	7.6	7.3	5.4	5.1	4.5
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股本回报率 (%)	(347.6)	(17.0)	9.2	6.9	12.6
净负债比率 (%)	51.4	126.3	9.2	22.2	49.7

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入

目标价	0.64 港元
潜在升幅	32.0%
当前股价	0.49 港元

中国装备制造

冯键嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	1,624.5
3 月平均流通量(百万港元)	1.8
52 周内股价高/低(百万港元)	0.67/0.11
总股本 (百万)	3349.4

资料来源：FactSet

股权结构

黄文辉	57.4%
Asia JIT Capital	10.6%

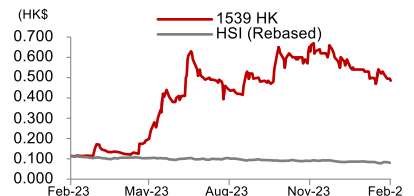
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-10.2%	-2.9%
3 - 月	-23.0%	-14.6%
6 - 月	10.2%	38.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
销售收入	54	80	47	125	223	402
销售成本	(27)	(48)	(19)	(41)	(69)	(121)
毛利润	26	33	28	84	154	281
EBIT	(261)	(354)	(13)	26	30	61
利息收入	0	0	1	1	1	1
利息支出	(56)	(49)	(23)	(4)	(7)	(11)
净利息收入(支出)	(55)	(49)	(23)	(4)	(6)	(10)
税前利润	(307)	(396)	(35)	24	26	52
所得税	24	9	11	(4)	(4)	(9)
税后利润	(283)	(387)	(24)	20	21	43
非控股权益	3	5	(1)	0	0	0
停业部门损益	0	0	0	0	0	0
净利润	(280)	(383)	(25)	20	21	43
调整后净利润	(2)	(37)	(39)	5	21	43

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
流动资产	243	254	202	316	371	474
现金与现金等价物	8	26	18	93	99	50
应收账款	198	187	155	187	240	377
存货	1	1	2	10	5	21
预付款项	9	13	12	12	12	12
其他流动资产	27	27	15	15	15	15
非流动资产	162	164	172	194	213	266
物业及厂房及设备 (净额)	16	7	4	2	1	0
Right-of-use assets	0	0	0	0	0	0
合资及联营公司投资	58	66	67	69	70	71
无形资产	0	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	28	29	26	26	26	26
其他非流动资产	60	62	75	97	116	169
总资产	405	418	374	510	583	740
流动负债	334	209	204	150	153	207
短期债务	82	33	9	9	9	9
应付账款	17	32	9	37	39	93
其他流动负债	233	142	184	102	102	102
Lease liabilities	1	2	3	3	3	3
非流动负债	16	63	43	72	122	182
长期债务	0	0	0	10	60	120
Convertible bonds	0	0	0	20	20	20
其他非流动负债	16	63	43	43	43	43
总负债	350	272	247	222	275	389
股东权益总额	62	158	138	298	319	362
少数股东权益	(8)	(12)	(11)	(11)	(11)	(11)
总负债和股东权益	405	418	374	510	583	740

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日 (百万港元)						
经营现金流						
税前利润	(307)	(396)	(35)	24	26	52
折旧摊销	40	5	3	2	2	1
税款	0	0	0	(4)	(4)	(9)
营运资金变化	(22)	(21)	(2)	(34)	(65)	(151)
其他	291	399	25	2	5	9
净经营现金流	2	(14)	(9)	(9)	(37)	(98)
投资现金流						
资本开支	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
其他	15	0	7	1	1	1
净投资现金流	15	(1)	7	0	0	0
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
净借贷	(20)	(40)	3	10	50	60
发行股票所得现金	18	114	0	58	0	0
其他	(18)	(42)	(9)	15	(7)	(11)
净融资现金流	(19)	32	(5)	84	43	49
净现金流变动						
年初现金	9	8	26	18	93	99
汇率变动	1	1	(1)	0	0	0
年末现金	8	26	18	93	99	50
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
销售收入	(58.4%)	49.6%	(42.1%)	168.5%	78.0%	80.6%
毛利润	(62.4%)	23.5%	(14.9%)	202.2%	83.3%	83.2%
EBIT	na	na	na	na	16.2%	101.9%
净利润	na	na	na	na	5.4%	102.8%
调整后净利润	na	na	na	na	340.6%	102.8%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
毛利率	49.0%	40.5%	59.5%	67.0%	69.0%	70.0%
调整后净利润率	(2.9%)	(46.0%)	(83.2%)	3.8%	9.5%	10.7%
股本回报率	(146.4%)	(347.6%)	(17.0%)	9.2%	6.9%	12.6%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	1.2	0.5	1.3	0.1	0.2	0.5
流动比率 (倍)	0.7	1.2	1.0	2.1	2.4	2.3
应收账款周转天数	1,788.4	873.4	1,340.6	500.0	350.0	280.0
存货周转天数	11.5	8.0	28.4	50.0	40.0	40.0
应付帐款周转天数	188.9	186.4	390.8	200.0	200.0	200.0
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 03 月 31 日						
市盈率	na	na	na	69.2	76.7	37.8
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	1.8	7.6	7.3	5.4	5.1	4.5
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

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守守则的相关定义）（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	：招银国际证券并未给予投资评级

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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师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。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。