

鸿腾精密 (6088 HK)

20 年业绩疲软已反映; Belkin/PC/EV 需求步入正轨

公司宣布 2020 年盈警, 预期净利润同比下降 50%+, 较我们/市场预期低 27%/26%, 这主要是由于疫情影响、公允价值变动和 2020 年第四季度较高的所得税费用。我们认为, 鉴于 Apple 占销售比 40%, 公司 2020 年第四季度净利润同比下降 38%, 主要由于 iPhone 12 取消内置耳机 (2020 财年为 2 亿美元影响)。我们认为最近股价调整 30% 已反映了 2020 财年疲软, 预计来自家用办公的强劲 PC 需求、Belkin 的新 TWS/无线产品和电动汽车发展势头将推动 2021/22 财年盈利恢复至同比增长 76%/16%。维持买入评级, 新目标价为 3.63 港元, 基于 15 倍 2021 财年预测市盈率 (5 年历史平均水平)。

■ **2020 年第四季度支出增加, 业绩逊于预期; PC/Belkin 恢复被 iPhone 耳机移除抵消。**我们认为 iPhone 取消内置耳机、公允价值变动以及税收费用增加是造成 2020 年业绩不及预期的主要原因, 抵消了家用办公的强劲 PC 需求以及 2020 年下半年 Belkin 的复苏。对于 2020 年, 我们估计 PC/汽车/家庭联网同比增长 8%/13%/6%, 而手机 (iPhone 耳机) /通信/智能配件同比下降 10%/10%/6%。对于 2020 年四季度, 我们估计净利润同比下降 13%/38%, 而 2020 年第三/二/一季度净利润同比下降 21%/66%/98%。

■ **业务展望: 新产品推出提高整体盈利能力。**展望 2021 年, 除了 PC/Belkin 的持续复苏和电动汽车解决方案的强劲需求外, 我们预计公司将加快 5G/智能家居产品发布, 例如 5G 手机天线、基站背板和 Belkin 无线/音频 (TWS/扬声器)。另外, 我们预计 2021 年更少的 iPhone 耳机和光学模组能够改善收入结构, 并提高盈利能力和推动盈利恢复。我们预计 2021/22 年公司净利润将同比反弹 76%/16%。

■ **风险回报吸引; 重申买入评级, 新目标价为 3.63 港元。**我们将 2020-22 财年每股收益预测降低 6-27%, 以反映 2020 财年业绩以及由于改善收入组合 (减少耳机、光学模块) 带来利润率提高。新目标价 3.63 港元, 基于 15 倍 2021 财年预测市盈率 (与 5 年历史平均水平一致)。我们估计 2020-22 财年每股收益的复合年增长率为 43%, 收入复合年增长率为 3%, 净利润率在 2022 年恢复至 5.4% (相对 2020 年为 2.8%)。目前估值为 11.4 倍 2021 年预测市盈率 (低于平均水平 1 个标准差), 我们认为风险回报吸引。将来催化剂包括 Belkin 新产品和利润率提高。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万美元)	4,006	4,372	4,174	4,137	4,450
同比增长 (%)	17.9	9.2	(4.5)	(0.9)	7.6
净利润 (百万美元)	234	235	118	208	241
每股盈利 (美元)	3.50	3.57	1.77	3.11	3.61
每股盈利变动 (%)	18.8	1.9	(50.4)	75.7	16.1
市场平均盈利预期 (美元)	NA	NA	2.25	3.05	3.56
市盈率 (倍)	10.1	9.9	20.0	11.4	9.8
市帐率 (倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	2.6	0.0	1.1	1.9	2.2
权益收益率 (%)	12.0	11.3	5.5	8.9	9.6
净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.63
(此前目标价)	HK\$4.10
潜在升幅	+28.0%
当前股价	HK\$2.83

中国科技行业

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

杨天薇

(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	19,506
3 月平均流通量(百万港元)	118.75
52 周内股价高/低(港元)	4.76/ 1.56
总股本(百万)	6,893

资料来源: 彭博

股东信息

Foxconn Far East Ltd	76.92%
Lu Sung-Ching	6.40%

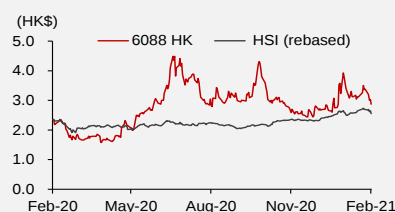
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-23.7%	-22.6%
3-月	10.8%	2.5%
6-月	1.4%	-10.8%

资料来源: 万得资讯

股份表现



资料来源: 万得资讯

审计师: 普华永道

财务分析

利润表

年結: 12/31 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	4,006	4,372	4,174	4,137	4,450
銷售成本	(3,298)	(3,618)	(3,556)	(3,465)	(3,709)
毛利	708	754	618	671	741
其他收入	(85)	(111)	(104)	(99)	(107)
其他(虧損)/盈利淨額	(126)	(159)	(157)	(145)	(156)
銷售及營銷開支	(227)	(250)	(233)	(223)	(240)
行政開支	41	39	26	41	44
息稅前收益	309	275	150	245	283
融資成本淨額	3	(7)	(5)	(2)	(0)
合資及聯營企業	(0)	(2)	(5)	(5)	(5)
稅前利潤	311	266	139	238	277
所得稅	(79)	(33)	(24)	(36)	(42)
少數股東權益	(1)	(2)	(3)	(5)	(6)
淨利潤	234	235	118	208	241

現金流量表

年結: 12/31 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	311	266	139	238	277
折舊和攤銷	201	204	221	239	256
運營資金變動	248	(152)	177	(180)	155
其他	(64)	(5)	(21)	(34)	(41)
經營活動所得現金淨額	697	313	516	263	647
資本開支	(110)	(180)	(180)	(180)	(180)
其他	(837)	(237)	11	12	14
投資活動所得現金淨額	(947)	(417)	(169)	(168)	(166)
淨借貸	694	(496)	590	79	91
股息	(47)	-	(26)	(46)	(53)
股份發行	-	-	-	-	-
其他	(72)	432	(14)	(14)	(14)
融資活動所得現金淨額	575	(64)	550	19	24
現金增加淨額	325	(168)	897	114	505
年初現金及現金等價物	768	1,065	892	1,789	1,903
匯兌	(27)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,065	892	1,789	1,903	2,408

资产负债表

年結: 12/31 (百萬美元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流動資產	2,753	2,742	3,527	3,699	4,324
現金及現金等價物	1,065	892	1,789	1,903	2,408
應收賬款	935	930	850	914	984
存貨	650	703	671	665	715
其他流動資產	6	118	118	118	118
非流動資產	1,557	1,665	1,624	1,565	1,490
物業、廠房及設備	599	566	525	466	391
無形資產	791	745	745	745	745
合資企業投資	6	22	22	22	22
遞延稅項	109	115	115	115	115
其他非流動資產	52	218	218	218	218
流動負債	2,269	1,662	2,317	2,273	2,640
借貸	989	494	1,083	1,162	1,253
應付帳款	1,191	1,086	1,152	1,029	1,305
遞延稅項	83	63	63	63	63
其他流動負債	6,025	19,563	19,563	19,563	19,563
非流動負債	93	668	668	668	668
其他應付	18	10	10	10	10
遞延稅項	75	61	61	61	61
少數股東權益	13	11	8	3	(3)
股東權益	1,947	2,077	2,167	2,324	2,506

主要比率

年結: 12/31	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入結構 (%)					
電腦及消費性電子	23	18	21	22	22
移動設備	43	40	38	30	29
通訊基礎設施	23	20	19	20	20
工業及醫療、汽車	2	3	4	5	6
智慧家庭	1	6	7	8	8
智能配件	8	13	13	15	16
增長率 (%)					
收入	17.9	9.2	(4.5)	(0.9)	7.6
毛利	24.3	6.5	(18.1)	8.7	10.3
經營利潤	40.4	(10.8)	(45.6)	63.8	15.2
淨利潤	29.6	0.6	(49.8)	75.7	16.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.7	17.2	14.8	16.2	16.7
稅前利率	7.7	6.3	3.6	5.9	6.4
淨利潤率	5.8	5.4	2.8	5.0	5.4
資產負債比率					
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
流動比率 (x)	1.2	1.6	1.5	1.6	1.6
平均應收周轉天數	85	78	74	81	81
平均存貨周轉天數	72	71	69	70	70
平均應付周轉天數	132	110	118	108	128
回報率 (%)					
股本回報率	12.0	11.3	5.5	8.9	9.6
資產回報率	5.4	5.3	2.3	3.9	4.1
每股數據					
每股盈利 (美仙)	3.50	3.57	1.77	3.11	3.61
每股股息 (美仙)	0.90	0.00	0.39	0.68	0.80

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

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

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證券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。招銀國際證券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定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招銀國際證券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責任。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，未经招銀國際證券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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券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。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撰写的报告。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責任。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。