

## 公司报告

### 百富环球 (327 HK)

#### 上半年业绩符合预期；长期趋势仍然向好

- 2021年上半年业绩符合此前发布的正面盈利预告，得益于强劲的海外增长和安卓POS机销售增长
- 公司提升2021全年业绩指引，并计划建设新的生产基地支撑未来发展
- 估值不高；长期向好

#### 2021年上半年业绩符合预期；海外市场需求强劲

百富环球2021年上半年业绩符合其早前发布的正面盈利预告（公告[链接](#)），净利润同比增长超过30%。在EMEA、LACIS和USCA强劲增长的推动下，收入增长至33亿港元（同比增长31%，而我们估计为+26%），创历史新高。安卓POS机的收入在上半年同比飙升86%至13亿港元，占收入的近40%。由于外汇逆风和零部件短缺，毛利率在2021年上半年小幅下降至40%（而2020年上半年和下半年分别为41.6%和41.2%）。净利润同比增长34%至5.15亿港元（每股收益为0.45港元）。

#### 提升2021全年指引，稳健增长持续

对于2021年，管理层将其收入增长预期提高至25%以上（此前为超过10%），这得益于强劲的订单前景和不断上升的安卓POS机渗透率（安卓POS具有更高的平均售价）。百富环球将利润率指引下调1个百分点，现预计毛利率在38-40%（此前为39-41%），营业利润率在17-19%（此前为18-20%），以反映汇率不确定性和成本增加。我们认为较高的成本影响将在短期内被安卓产品占比的上升（3-5年内达80-90%）抵消。百富环球预计未来3年的收入复合年增长率为15%。

#### 派息率提升，股东回报增加

百富环球计划在广东惠州建设新的生产基地，为了1) 扩大产能（将达到每年2,200万以上，现在年产能为1,200万），以及2) 强化供应链。新工厂最早将于2022年四季度竣工，并于2023年二季度投产。我们相信增加的产能有助于支持百富未来的需求增长和利润率提高。

#### 估值不高；维持买入

百富环球的股价在过去一年上涨了两倍，反映了强劲的盈利增长和不断提高的股东回报（派息率为25.5%，而去年上半年仅为20%）。公司的估值为9倍和7倍的2021年和2022年市盈率，我们认为仍然不高。长期前景是积极的，因为POS机在新兴国家的渗透率仍然不足。我们上调我们的预测并将目标价上调至12港元，因为我们滚动基期至2022年，基于10倍前瞻市盈率（此前基于2021年前瞻市盈率）。

#### 盈利预测及估值

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	4,926	5,651	7,187	8,467	9,689
同比增长	12%	15%	27%	18%	14%
净利润	624	900	1,122	1,359	1,597
同比增长	19%	44%	25%	21%	17%
EPS (港元)	0.57	0.83	0.99	1.20	1.41
股息收益率	2.7%	3.9%	3.0%	4.2%	5.4%
P/E (x)	6.4	8.3	9.0	7.4	6.3
P/B (x)	0.8	1.3	1.5	1.3	1.2
权益收益率	13.9%	17.4%	18.5%	19.3%	19.7%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2021/08/16

招商证券（香港）有限公司  
证券研究部

陈永豪 苏林, CFA  
+852 3189 6125 +852 3189 6635  
kevinchen@cmschina.com.hk clintsu@cmschina.com.hk

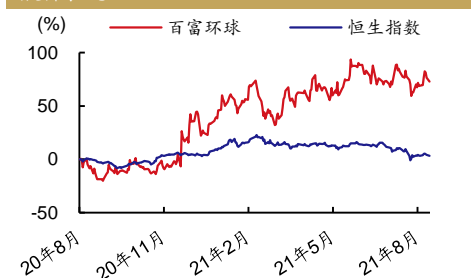
#### 最新变动

2021年上半年业绩；目标价、预测变动

#### 买入

前次评级	买入
股价 (2021/08/16)	8.93港元
12个月目标价(上涨空间)	12.00港元 (+34%)
前次目标价	9.50港元

#### 股价表现



%	1m	6m	12m
百富环球	(5.2)	2.6	72.7
恒生指数	(6.5)	(13.2)	3.3

行业：电子及硬件科技	
恒生指数 (2021/08/16)	26,181
国企指数 (2021/08/16)	9,265

重要数据	
52周股价区间(港元)	3.991 - 10.46
港股市值(百万港元)	9,796
日均成交量(百万股)	0.96
每股净资产(港元)	5.52
主要股东	
高阳科技(中国)有限公司	33.09%
总股数(百万股)	1,100
自由流通股	66.91%

资料来源：公司数据

#### 相关报告

1. 百富环球 (327 HK) - 2020 全年业绩符合预期；股东回报进一步提升 (买入) (2021/03/30)
2. 百富环球 (327 HK) - 蒙尘珠宝，其光待掘 (买入) (2020/12/11)
3. 百富环球 (327 HK) - 业绩稳超预期；股东回报更优 (买入) (2020/8/14)
4. PAX Global (327 HK) - Results beat; positioned to weather COVID-19 impact (BUY) (Mar 31, 2020)
5. PAX Global (327 HK) - 1H19 results beat; long term potentials remain (BUY) (Aug 14, 2019)

## 百富环球2021年上半年业绩概览

图 1: 百富环球 2021 年上半年业绩比较 (实际对比预测)

(百万港元)	实际			1H21 增长率		1H21 预测	
	1H20	2H20	1H21	环比	同比	招商证券	超预期
收入	2,541	3,110	3,319	6.7%	30.6%	3,202	4%
LACIS	1,265	1,458	1,481	1.5%	17.0%	1,480	0%
EMEA	540	729	881	20.8%	63.2%	783	13%
APAC (包括中国)	510	639	570	-10.9%	11.7%	473	20%
USCA	225	283	387	36.7%	71.7%	293	32%
毛利润	1,057	1,281	1,327	3.6%	25.6%	1,297	2%
营业利润	437	631	593	-6.0%	35.8%	592	0%
税前利润	429	624	590	-5.4%	37.6%	588	0%
净利润	384	516	515	-0.2%	34.1%	518	-1%
每股收益 (港元)	0.35	0.47	0.45	-4.2%	30.2%	0.48	-5%
毛利润率	41.6%	41.2%	40.0%	-1.2 ppt	-1.6 ppt	40.5%	-0.5 ppt
营业利润率	17.2%	20.3%	17.9%	-2.4 ppt	0.7 ppt	18.5%	-0.6 ppt
税前利润率	16.9%	20.1%	17.8%	-2.3 ppt	0.9 ppt	18.4%	-0.6 ppt
净利率	15.1%	16.6%	15.5%	-1.1 ppt	0.4 ppt	16.2%	-0.6 ppt

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

### 收入增长, 利润率稍有下降

- 收入于2021年上半年同比增长31%至33亿港元 (环比增长7%), 其中来自EMEA和USCA的收入取得了强劲的增长
- 毛利率2021年上半年同比下跌1.6个百分点至40.0% (环比下跌1.2个百分点), 主要由于不利的汇率变动, 以及部分原材料成本上升
- 营业利润2021年上半年同比增36% (环比下跌6.0%), 营业利润率达到17.9%
- 净利润2021年上半年同比增长34%至5.15亿港元, 净利率率同比提高0.4个百分点至15.5%

### 所有区域收入均取得增长, EMEA和USCA地区表现亮眼

- LACIS (拉丁美洲和独联体区域) 地区收入2021年上半年同比增长17.0% (占总收入的45%, 环比+1.5%); 公司继续在巴西占据龙头地位, 并在阿根廷和俄罗斯取得可观销售额
- EMEA (欧洲、中东和非洲) 地区收入2021年上半年同比大增63% (占总收入的27%, 环比+21%); 在欧洲, 公司在意大利、英国、希腊、德国和波兰都有很大市场份额; 在中东和非洲, 公司的主要市场在尼日利亚、埃及和沙特阿拉伯
- APAC (亚太地区, 包括中国) 地区收入2021年上半年同比增长12% (占总收入的17%, 环比-11%); 在印度、马来西亚和越南取得了出货量的提升
- USCA (美国和加拿大) 地区收入2021年上半年同比增长72% (占总收入的12%, 环比+37%); 在美国市场取得了重要增长

### 计划建设新的生产基地; 2021年展望好坏参半

- 安卓智能终端收入超过12.9亿港元 (同比增长86%, 占总收入超过35%); PAXStore目前拥有超过5千个应用程序, 覆盖超过80个国家, 拥有超过3百万台接入设备
- 公司计划在中国惠州兴建一个新的生产基地, 将年产能提升至2,200万台 (目前年产能为1,200万台); 总建筑面积约174,000平方米, 预计最快于2022年四季度完工
- 公司提升了2021年全年收入展望, 预计2021年收入将增长超过25% (此前预计增长超过10%)
- 考虑到汇率变动和供应链的不确定性, 公司现在预计2021年的毛利润率介于38%和40%之间 (此前预计39-41%), 营业利润率介于17-19%之间 (此前预计18-20%)

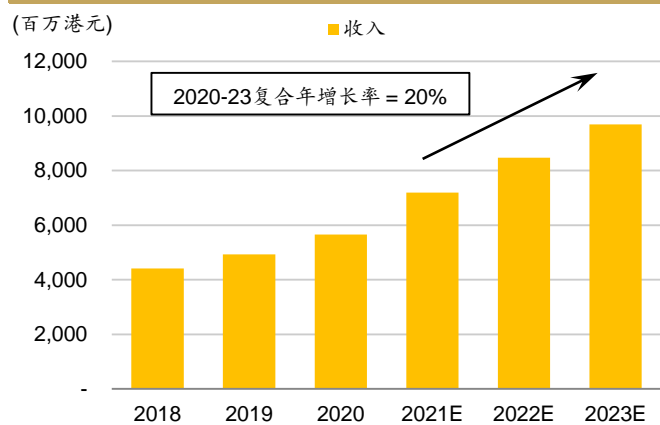
预测更新

图2: 百富环球盈利预测调整 (2021E、2022E、2023E)

(百万港元)	2021E				2022E				2023E			
	调整前	调整后	差异	变动	调整前	调整后	差异	变动	调整前	调整后	差异	变动
收入	6,497	7,187	690	11%	7,330	8,467	1,137	16%	n.a.	9,689	n.a.	n.a.
毛利润	2,648	2,836	188	7%	3,006	3,432	426	14%	n.a.	3,965	n.a.	n.a.
营业利润	1,251	1,355	104	8%	1,442	1,634	192	13%	n.a.	1,919	n.a.	n.a.
税前利润	1,243	1,348	106	8%	1,433	1,626	193	13%	n.a.	1,911	n.a.	n.a.
净利润	1,035	1,122	87	8%	1,193	1,359	167	14%	n.a.	1,597	n.a.	n.a.
每股收益 (港元)	0.95	0.99	0.04	4%	1.10	1.20	0.10	9%	n.a.	1.41	n.a.	n.a.
毛利率	40.8%	39.5%	-1.3 ppt		41.0%	40.5%	-0.5 ppt		n.a.	40.9%	n.a.	
营业利润率	19.3%	18.9%	-0.4 ppt		19.7%	19.3%	-0.4 ppt		n.a.	19.8%	n.a.	
税前利润率	19.1%	18.8%	-0.4 ppt		19.6%	19.2%	-0.3 ppt		n.a.	19.7%	n.a.	
净利润率	15.9%	15.6%	-0.3 ppt		16.3%	16.1%	-0.2 ppt		n.a.	16.5%	n.a.	

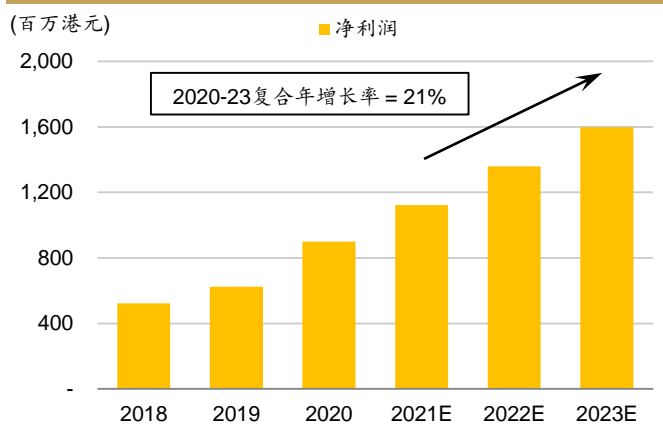
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 百富环球收入预测



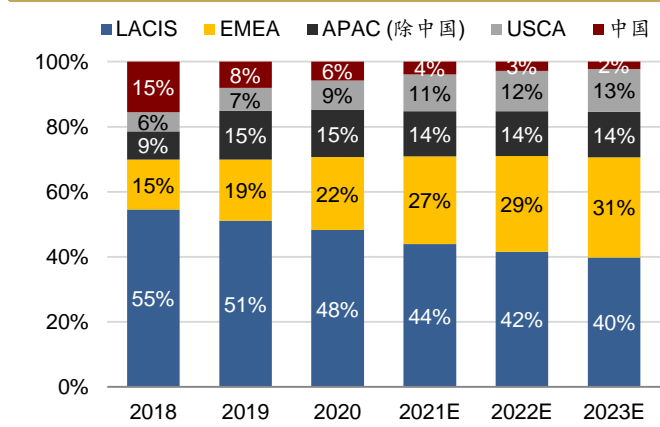
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 百富环球净利润预测



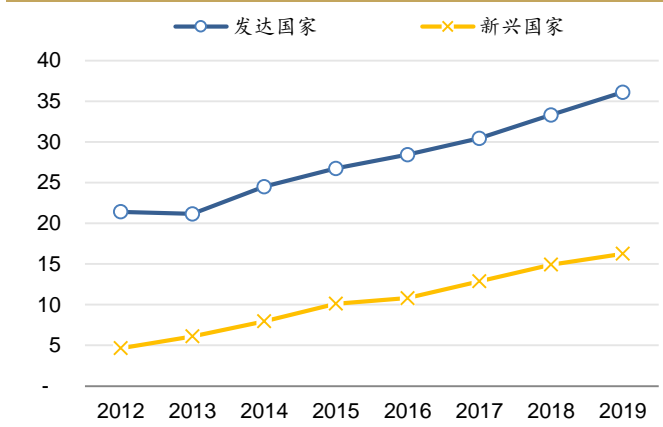
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 百富环球收入地区细分



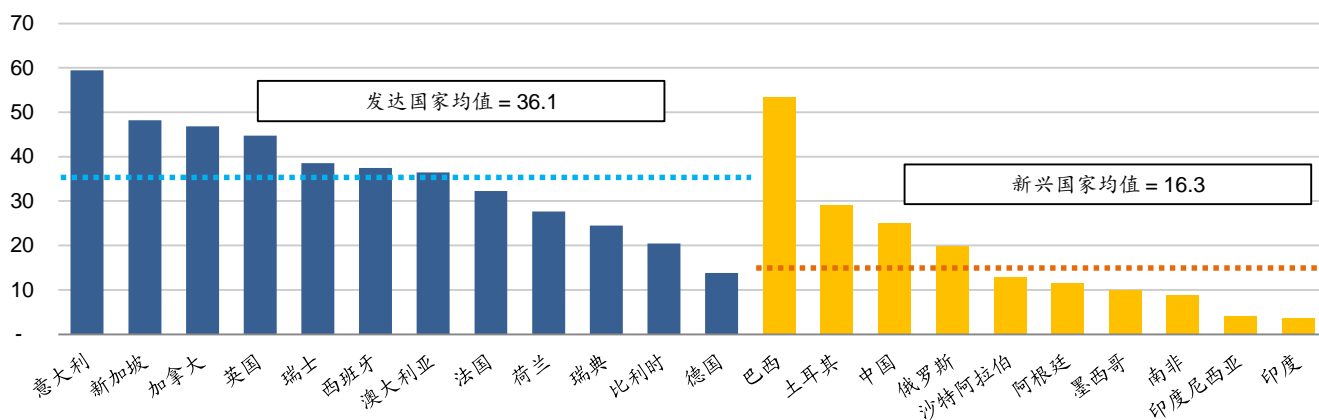
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图6: 每千人POS机数量



资料来源: 国际清算银行、招商证券 (香港)

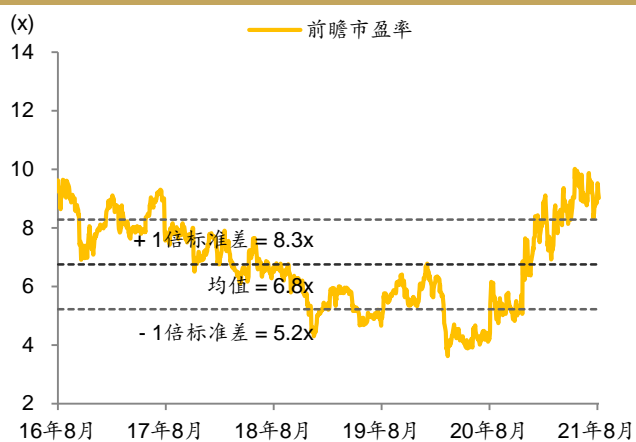
图7: 每千人 POS 机数量比较 (2019)



资料来源: 国际清算银行、招商证券 (香港)

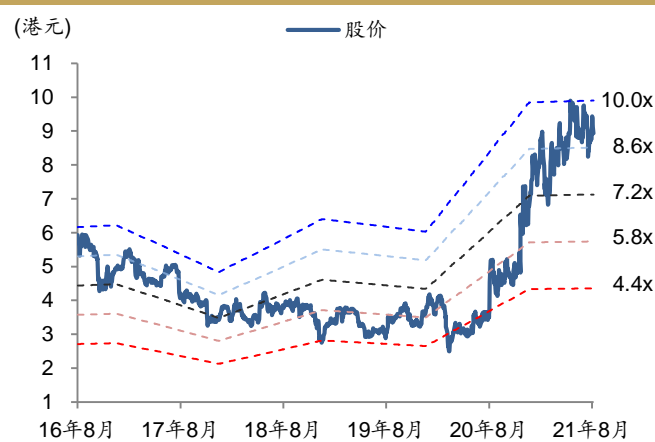
估值

图8: 百富环球前瞻市盈率



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 股价截至2021/08/16

图9: 百富环球前瞻市盈率通道



资料来源: 彭博、招商证券 (香港); 股价截至2021/08/16

图 10: 估值比较

公司	股票代码	交易货币	股价	市值 (十亿美元)	市盈率 (x)		市净率 (x)		EV/EBITDA (x)		权益收益率 (%)		股息收益率 (%)		净杠杆
					2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
<b>电子支付终端</b>															
百富环球	327 HK	港元	8.93	1.3	9.0	7.4	1.5	1.3	4.2	3.5	18%	19%	3.0%	4.2%	-68%
Worldline	WLN FP	欧元	75.77	25.0	32.1	26.6	2.1	2.0	19.4	16.8	6%	7%	0.0%	0.2%	34%
新大陆	000997 CH	人民币	16.11	2.6	27.3	21.8	2.5	2.3	12.4	10.6	9%	11%	1.1%	1.3%	-13%
振挥电子	8114 TT	新台币	10.73	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-41%
新国都	300130 CH	人民币	7.02	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	127%
证通电子	002197 CH	人民币	74.20	0.2	16.6	11.7	2.1	2.0	6.2	5.2	13%	18%	4.2%	6.0%	84%
<b>均值</b>					<b>21.3</b>	<b>16.9</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>10.5</b>	<b>9.0</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>21%</b>

注: 招商证券 (香港) 覆盖股票包括百富环球 (327 HK, 买入, 目标价: 12 港元); 其他股票未评级, 预测基于彭博一致预测

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2021/08/16

百富环球盈利预测

图 11: 百富环球盈利预测

(百万港元)	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21E	1H22E	2H22E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>1,876</b>	<b>2,540</b>	<b>2,366</b>	<b>2,559</b>	<b>2,541</b>	<b>3,110</b>	<b>3,319</b>	<b>3,869</b>	<b>3,979</b>	<b>4,488</b>	<b>4,415</b>	<b>4,926</b>	<b>5,651</b>	<b>7,187</b>	<b>8,467</b>	<b>9,689</b>
同比增长	17%	28%	26%	1%	7%	22%	31%	24%	20%	16%	23%	12%	15%	27%	18%	14%
<b>毛利润</b>	<b>722</b>	<b>904</b>	<b>914</b>	<b>1,030</b>	<b>1,057</b>	<b>1,281</b>	<b>1,327</b>	<b>1,509</b>	<b>1,591</b>	<b>1,840</b>	<b>1,627</b>	<b>1,945</b>	<b>2,337</b>	<b>2,836</b>	<b>3,432</b>	<b>3,965</b>
营业费用	(455)	(573)	(584)	(625)	(661)	(620)	(813)	(785)	(895)	(987)	(1,029)	(1,209)	(1,281)	(1,598)	(1,883)	(2,143)
<b>营业利润</b>	<b>303</b>	<b>337</b>	<b>371</b>	<b>391</b>	<b>437</b>	<b>631</b>	<b>593</b>	<b>762</b>	<b>736</b>	<b>898</b>	<b>639</b>	<b>762</b>	<b>1,067</b>	<b>1,355</b>	<b>1,634</b>	<b>1,919</b>
非经营性损益	(5)	(2)	(3)	(4)	(8)	(7)	(3)	(4)	(4)	(4)	(7)	(7)	(14)	(7)	(8)	(8)
<b>税前利润</b>	<b>298</b>	<b>335</b>	<b>367</b>	<b>387</b>	<b>429</b>	<b>624</b>	<b>590</b>	<b>758</b>	<b>732</b>	<b>894</b>	<b>633</b>	<b>755</b>	<b>1,053</b>	<b>1,348</b>	<b>1,626</b>	<b>1,911</b>
所得税	(44)	(74)	(42)	(88)	(43)	(106)	(72)	(152)	(88)	(179)	(117)	(130)	(149)	(223)	(267)	(314)
少数股东损益	4	3	0	(1)	(2)	(2)	(4)	0	0	0	7	(1)	(4)	(4)	0	0
<b>净利润 (不包含少数股东)</b>	<b>258</b>	<b>264</b>	<b>325</b>	<b>298</b>	<b>384</b>	<b>516</b>	<b>515</b>	<b>607</b>	<b>644</b>	<b>715</b>	<b>522</b>	<b>624</b>	<b>900</b>	<b>1,122</b>	<b>1,359</b>	<b>1,597</b>
同比增长	-2%	85%	26%	13%	18%	73%	34%	18%	25%	18%	28%	19%	44%	25%	21%	17%
<b>稀释每股收益 (港元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.24</b>	<b>0.30</b>	<b>0.27</b>	<b>0.35</b>	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>	<b>0.57</b>	<b>0.63</b>	<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>0.83</b>	<b>0.99</b>	<b>1.20</b>	<b>1.41</b>
<b>利润率</b>																
<b>毛利率</b>	<b>38.5%</b>	<b>35.6%</b>	<b>38.6%</b>	<b>40.3%</b>	<b>41.6%</b>	<b>41.2%</b>	<b>40.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>40.0%</b>	<b>41.0%</b>	<b>36.8%</b>	<b>39.5%</b>	<b>41.4%</b>	<b>39.5%</b>	<b>40.5%</b>	<b>40.9%</b>
<b>营业利润率</b>	<b>16.1%</b>	<b>13.3%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>20.3%</b>	<b>17.9%</b>	<b>19.7%</b>	<b>18.5%</b>	<b>20.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>18.9%</b>	<b>18.9%</b>	<b>19.3%</b>	<b>19.8%</b>
营业费用率	24.3%	22.6%	24.7%	24.4%	26.0%	19.9%	24.5%	20.3%	22.5%	22.0%	23.3%	24.5%	22.7%	22.2%	22.2%	22.1%
<b>税前利润率</b>	<b>15.9%</b>	<b>13.2%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>20.1%</b>	<b>17.8%</b>	<b>19.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>19.9%</b>	<b>14.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>18.8%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.7%</b>
<b>净利润率</b>	<b>13.8%</b>	<b>10.4%</b>	<b>13.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>15.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.9%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.5%</b>
<b>收入细分</b>																
<b>海外市场</b>	<b>85%</b>	<b>84%</b>	<b>93%</b>	<b>91%</b>	<b>94%</b>	<b>95%</b>	<b>96%</b>	<b>96%</b>	<b>97%</b>	<b>97%</b>	<b>85%</b>	<b>92%</b>	<b>94%</b>	<b>96%</b>	<b>97%</b>	<b>98%</b>
LACIS	48%	60%	57%	46%	50%	47%	45%	43%	42%	41%	55%	51%	48%	44%	42%	40%
EMEA	21%	11%	20%	18%	21%	23%	27%	27%	29%	29%	15%	19%	22%	27%	29%	31%
APAC (不包含中国)	8%	9%	10%	20%	14%	15%	13%	15%	13%	15%	9%	15%	15%	14%	14%	14%
USCA	8%	4%	7%	7%	9%	9%	12%	11%	13%	12%	6%	7%	9%	11%	12%	13%
<b>中国市场</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>	<b>15%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
<b>毛利率</b>																
<b>总体</b>	<b>38.5%</b>	<b>35.6%</b>	<b>38.6%</b>	<b>40.3%</b>	<b>41.6%</b>	<b>41.2%</b>	<b>40.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>40.0%</b>	<b>41.0%</b>	<b>36.8%</b>	<b>39.5%</b>	<b>41.4%</b>	<b>39.5%</b>	<b>40.5%</b>	<b>40.9%</b>
海外市场	43.5%	40.0%	40.5%	43.0%	43.3%	42.7%	41.3%	40.0%	41.0%	41.8%	41.5%	41.8%	43.0%	40.6%	41.4%	41.7%
中国市场	10.7%	12.0%	13.0%	13.5%	16.1%	13.8%	10.4%	12.2%	7.7%	11.5%	11.4%	13.3%	14.9%	11.3%	9.6%	7.8%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,197</b>	<b>6,955</b>	<b>8,178</b>	<b>8,949</b>	<b>10,210</b>
现金及现金等价物	3,230	3,803	4,110	4,248	4,935
短期投资	0	0	0	0	0
应收账款	1,513	1,434	1,913	2,262	2,516
存货	1,301	1,630	2,066	2,349	2,670
其他流动资产	152	88	89	90	90
<b>非流动资产</b>	<b>523</b>	<b>682</b>	<b>792</b>	<b>1,174</b>	<b>1,247</b>
固定资产	70	129	229	607	679
土地使用权	221	291	287	286	285
无形资产	56	40	36	36	36
权益法投资	16	22	20	19	19
金融资产	115	133	139	140	141
其他非流动资产	45	67	82	86	87
<b>总资产</b>	<b>6,719</b>	<b>7,637</b>	<b>8,970</b>	<b>10,123</b>	<b>11,458</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,876</b>	<b>1,954</b>	<b>2,365</b>	<b>2,517</b>	<b>2,716</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,382	1,371	1,848	2,015	2,219
应交税费	299	485	426	411	407
其他流动负债	194	98	92	91	90
<b>非流动负债</b>	<b>104</b>	<b>109</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>104</b>
长期借款	2	0	0	0	0
其它长期负债	102	109	105	104	104
<b>总负债</b>	<b>1,980</b>	<b>2,063</b>	<b>2,471</b>	<b>2,621</b>	<b>2,821</b>
普通股	110	109	110	110	110
总储备	4,656	5,493	6,423	7,426	8,560
库藏股	0	0	0	0	0
资本调整	0	0	0	0	0
少数股东权益	(27)	(28)	(33)	(33)	(33)
<b>权益和负债总额</b>	<b>6,719</b>	<b>7,637</b>	<b>8,970</b>	<b>10,123</b>	<b>11,458</b>

现金流量表

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,207</b>	<b>735</b>	<b>687</b>	<b>965</b>	<b>1,335</b>
净利润	625	904	1,125	1,359	1,597
折旧和摊销	52	60	66	86	112
营运资本变动	329	(366)	(439)	(464)	(371)
投资收益	(1)	6	0	0	0
其他	201	131	(66)	(17)	(4)
<b>投资活动现金流</b>	<b>11</b>	<b>(113)</b>	<b>(20)</b>	<b>(468)</b>	<b>(185)</b>
资本支出	(28)	(60)	(100)	(400)	(100)
其他投资	39	(53)	80	(68)	(85)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(119)</b>	<b>(207)</b>	<b>(359)</b>	<b>(358)</b>	<b>(463)</b>
已付股利	(88)	(143)	(351)	(357)	(463)
已发行新股	0	46	0	0	0
已发债	(6)	0	0	0	0
其他	(25)	(110)	(9)	(1)	(0)
<b>现金净流量</b>	<b>1,070</b>	<b>573</b>	<b>307</b>	<b>138</b>	<b>687</b>

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

损益表

百万港元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,926</b>	<b>5,651</b>	<b>7,187</b>	<b>8,467</b>	<b>9,689</b>
营业成本	(2,981)	(3,313)	(4,351)	(5,035)	(5,724)
<b>毛利润</b>	<b>1,945</b>	<b>2,337</b>	<b>2,836</b>	<b>3,432</b>	<b>3,965</b>
研发费用	(399)	(461)	(541)	(655)	(750)
销售费用	(466)	(499)	(628)	(726)	(822)
管理及其他费用	(345)	(321)	(430)	(502)	(572)
其他利得	26	11	118	85	97
<b>营业利润</b>	<b>762</b>	<b>1,067</b>	<b>1,355</b>	<b>1,634</b>	<b>1,919</b>
财务费用	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
其他非经营性损益	(2)	(6)	1	0	0
<b>税前利润</b>	<b>755</b>	<b>1,053</b>	<b>1,348</b>	<b>1,626</b>	<b>1,911</b>
所得税	(130)	(149)	(223)	(267)	(314)
<b>净利润(含少数股东)</b>	<b>625</b>	<b>904</b>	<b>1,125</b>	<b>1,359</b>	<b>1,597</b>
少数股东损益	(1)	(4)	(4)	0	0
<b>净利润(除少数股东)</b>	<b>624</b>	<b>900</b>	<b>1,122</b>	<b>1,359</b>	<b>1,597</b>
<b>稀释每股收益(港元)</b>	<b>0.57</b>	<b>0.83</b>	<b>0.99</b>	<b>1.20</b>	<b>1.41</b>

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>同比增长率</b>					
收入	11.6%	14.7%	27.2%	17.8%	14.4%
营业利润	19.1%	40.1%	27.0%	20.6%	17.5%
净利润	19.4%	44.3%	24.6%	21.2%	17.5%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	39.5%	41.4%	39.5%	40.5%	40.9%
营业利润率	15.5%	18.9%	18.9%	19.3%	19.8%
净利率	12.7%	15.9%	15.6%	16.1%	16.5%
ROE	13.9%	17.4%	18.5%	19.3%	19.7%
<b>偿债能力</b>					
负债权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净负债权益比	-68.1%	-68.2%	-63.2%	-56.6%	-57.1%
流动比率	3.3	3.6	3.5	3.6	3.8
速动比率	2.6	2.7	2.6	2.6	2.8
<b>运营效率</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3
应收账款周转率	2.9	3.8	4.3	4.1	4.1
应付账款周转率	2.3	2.4	2.7	2.6	2.7
<b>每股指标(港元)</b>					
每股收益	0.57	0.83	0.99	1.20	1.41
每股净现金	2.93	3.50	3.63	3.75	4.36
每股自由现金流	1.07	0.62	0.52	0.50	1.09
每股 EBITDA	0.74	1.03	1.26	1.52	1.79
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.4	8.3	9.0	7.4	6.3
市净率	0.8	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	0.9	3.3	4.5	3.7	3.2

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828