

4Q22: 毛利不及预期

华泰研究

2023 年 3 月 05 日 | 美国

年报点评

其他电子

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

15.20

研究员	黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001	leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066	+(852) 3658 6000
研究员	陈旭东
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228
联系人	张宇
SAC No. S0570121090024	zhangyu@htsc.com
SFC No. BSF274	+(86) 10 6321 1166
联系人	郭春杏
SAC No. S0570122010047	guochunxing@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

4Q22 业绩不及预期; 看好新车发布&碳酸锂价格下降带来的盈利能力修复
4Q22 公司收入 160.6 亿元, 较彭博一致预期低 6%; 每股净亏损为-3.55 元, 显著低于彭博一致预期的-2.14 元; 毛利率/汽车业务毛利率为 3.9/6.8%, 环比跌 9.4/9.6pp, 较彭博一致预期低 10.0/10.1pp, 主因新旧车型换代。展望 2023 产品大年, 五款新车上市有助于公司实现销量翻倍目标; 碳酸锂价格回落&新供应商的引入有助于公司毛利率触底回升。考虑到中国电动车市场增速放缓及竞争加剧, 我们小幅下调 2023/2024 年总收入 0.2/0.1%至人民币 948.1/1203.8 亿元, 我们预测 2025 年总收入为人民币 1488.1 亿元。我们将目标价从 18 美元下调至 15.2 美元, 基于可比公司平均的 2.6x 2023E EV/Sales (前值: 3.2x 2023E EV/Sales, 较行业平均 2.3x EV/Sales 溢价 40%)。

4Q22: 866 库存+ET5 供应链不畅拖累收入&毛利率&亏损不及预期

4Q22 公司收入 160.6 亿元, 同比增长 62.2%, 较彭博一致预期低 6%; 每股净亏损为-3.55 元, 显著低于彭博一致预期的-2.14 元; 毛利率/汽车业务毛利率为 3.9/6.8%, 环比跌 9.4/9.6pp, 较彭博一致预期低 10.0/10.1pp。扣除 866 库存相关影响(存货拨备、生产设施加速折旧及购买承诺损失), 汽车毛利率 13.5%, 环比仍下降 2.9pp, 主因 ET5 供应链交付不畅。

2023E: Q1 量价承压; 碳酸锂降价、全年毛利率有望回升至 18%

1Q23 公司汽车交付量指引为 3.1-3.3 万辆(3 月: 1.0-1.2 万辆), 指引较弱; 毛利率承压, 主因 F1 工厂产出较低以及毛利率更低的 ET5 成为交付主体。展望全年, 基于 NT2.0 的五款新车将会上市, 公司维持翻倍的销量增长目标, 以及全年 18-20%的毛利率目标, 基于以下假设: 1) 碳酸锂价格下降 10 万元/吨, 毛利率增长 2pp; 公司预计 4Q23 碳酸锂价格有望下降到 20 万元/吨; 2) 供应链不再是瓶颈、汽车销量稳健增长。

维持买入评级, 下调目标价至 15.2 美元

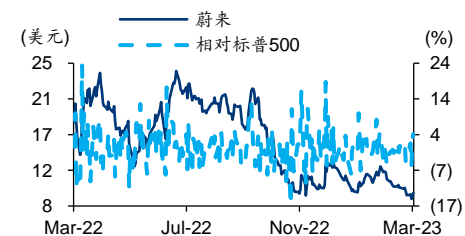
我们认为在智能驾驶领域, 蔚来的主要可比公司为特斯拉(TSLA US)、理想汽车(LI US)和小鹏汽车(XPEV US)。考虑到中国电动车市场增速放缓、竞争加剧, 以及蔚来 4Q22 财务表现不佳引发的投资人对其中长期盈利能力的担忧, 我们小幅下调 2023/2024 年总收入 0.2/0.1%至人民币 948.1/1203.8 亿元, 我们预测 2025 年总收入为人民币 1488.1 亿元; 我们将目标价从 18 美元下调至 15.2 美元, 基于可比公司平均的 2.6x 2023E EV/Sales (前值: 3.2x 2023E EV/Sales, 较行业平均 2.3x EV/Sales 溢价 40%)。

风险提示: 电动车需求增长不及预期; 智能化配置用户需求不及预期。

基本数据

目标价(美元)	15.20
收盘价(美元 截至 3 月 3 日)	9.57
市值(美元百万)	15,814
6 个月平均日成交额(美元百万)	668.47
52 周价格范围(美元)	8.31-24.43
BVPS(美元)	2.10

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	36,136	49,269	94,805	120,378	148,809
+/-%	122.27	36.34	92.43	26.97	23.62
归属母公司净利润(人民币百万)	(3,986)	(14,280)	(13,512)	(12,275)	(13,707)
+/-%	(24.79)	258.28	(5.38)	(9.15)	11.67
EPS(人民币, 最新摊薄)	(2.53)	(8.79)	(8.32)	(7.55)	(8.44)
ROE(%)	(11.41)	(43.66)	(41.13)	(49.72)	(71.63)
PE(倍)	(0.58)	(0.17)	(0.18)	(0.19)	(0.17)
PB(倍)	0.06	0.09	0.06	0.22	0.09
EV EBITDA(倍)	(20.37)	(6.50)	(6.69)	(7.14)	(6.70)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

业绩回顾

蔚来汽车 4Q22 收入 160.6 亿元，同比增长 62.2%，较彭博一致预期低 6%。毛利率/汽车业务毛利率为 3.9/6.8%，环比跌 9.4/9.6pp，较彭博一致预期低 10.0/10.1pp。每股净亏损为-3.55 元，显著低于彭博一致预期的-2.14 元。

图表1：蔚来 4Q22 业绩

(百万元)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22			1Q23E		
		A	A	A	A	Con	Diff	Guidance	Con	Diff
收入										
总收入		9,911	10,292	13,002	16,064	17,101	-6%	10,926-11,543	17,486	-38%~-34%
	YoY (%)	24	22	33	62.2	73		10.2-16.5%	9	
成本		8,464	8,952	11,267	15,442	14,727			15,235	
毛利		1,447	1,340	1,735	622	2,383	-74%		2,780	
毛利率 (%)		14.6	13.0	13.3	3.9	13.9	-10.0pp		14.2	
期间费用		3,636	4,186	5,605	7,358	6,155			2799.28	
	营收占比	37	41	43	46	36	9.8pp		16	
SG&A费用		2,015	2,282	2,712	3,527	3,096			2,875	
	营收占比	20	22	21	22	18	3.9pp		16	
R&D费用		1,762	2,149	2,945	3,981	3,209			3,064	
	营收占比	18	21	23	25	19	6.0pp		18	
营业利润		-2,189	-2,846	-3,870	-6,736	-3,892			-3,125	
归母净利润		-1,825	-2,758	-4,142	-5,847	-3,607	62%		-2,875	
EPS		-1.12	-1.68	-2.53	-3.55	-2.14			-1.83	
汽车业务										
汽车收入		9,244	9,571	11,933	14,759	15,979	-8%		17,977	
	YoY (%)	25	11	38	60	73			22	
汽车毛利率 (%)		18.1	16.7	16.4	6.8	16.9	-10.1pp		17.3	
销量		25,768	25,059	31,607	40,052	42,833	-6%	31-33k	50,577	-39%~-35%
	YoY (%)	28	14	29		71		20.3-28.1%		
ES8		4,341	3,681	4,378		2,582	-100%		2,110	
ES7				2,293		5,376				
ES6		13,620	9,914	12,850		6,332			4,781	
EC6		7,644	4,715	3,337		3,460			2,545	
ET7		163	6,749	8,527		12,004			13,339	
ET5				221		13,079			24,463	
ASP (元)		358,740	381,932	377,533	368,496	373,046	-1%		355,440	

资料来源：公司公告，彭博预测，华泰研究

主要不利因素

- 4Q22 收入&净亏损不及预期。**蔚来汽车 4Q22 收入 160.6 亿元，同比增长 62.2%，较彭博一致预期低 6%。每股净亏损为-3.55 元，显著低于彭博一致预期的-2.14 元。
- 4Q22 毛利率不及预期：**4Q22 公司毛利率/汽车业务毛利率为 3.9/6.8%，环比下跌 9.4/9.6pp，较彭博一致预期低 10.0/10.1pp。扣除新旧产品换代（原有 866 车型存货拨备、生产设施加速折旧及购买承诺损失）因素后，汽车毛利率为 13.5%，环比仍下降 2.9pp，我们认为这主要因为 ASP 较低的 ET5 产能爬坡。
- 4Q22 费用控制不及预期：**公司 4Q22 研发/SG&A 费用率为 25/22%，环比增长 2.1/1.1pp，较彭博一致预期高 6.0/3.9pp，主因国内外新车推广费用、销售网络扩张、以及股权激励费用的影响。

- 4) **1Q23 指引较弱**：蔚来汽车预测 1Q23 汽车交付量为 3.1-3.3 万辆，对应 3 月交付量为 1.0-1.2 万辆。蔚来 ET5 等车型的交付速度不及市场乐观预期。蔚来汽车预计 1Q23 收入为 109.3-115.4 亿元，显著落后于彭博一致预期。

主要有利因素

- 1) **五款新产品推出**：公司计划于 2023 年基于 NT2.0 平台推出五款全新车型，包括 866 改款、EC7 以及 ET5 猎装版。我们认为新车的推出&改款将进一步提升公司产品的吸引力，促进销量增长。产品切换完成后，理想产品矩阵可覆盖 BBA 80% 的市场空间。公司 2023 年销量目标为翻倍。
- 2) **碳酸锂价格下降**：此前在三季度财报电话会议上，公司管理层指出如果碳酸锂的价格从 60 万元/吨下降到 40 万元/吨，蔚来的汽车利润率将增加 4pp。公司管理层指引 2023 年毛利率目标回归 18-20%，基于以下假设：1) 碳酸锂价格下降 10 万元/吨，毛利率增长 2pp，公司预计 4Q23 碳酸锂价格有望下降到 20 万元/吨；2) 供应链不再是瓶颈、汽车销量稳步增长。
- 3) **充换电网络的持续布局**：公司计划 2023 年增设 1,000 个充换电站。四季度财报电话会上，公司表示目前蔚来 50% 以上用户分布在上海、江苏、浙江，公司在其他省市的增长空间较大。
- 4) **智能驾驶软件渗透率提升**：四季度财报电话会上，公司表示 NOP Plus beta 版的使用率较之前提高了一倍，一周使用里程超过 175 万公里，有助于培养用户使用习惯，为公司持续贡献收入。

盈利预测

- 考虑到中国电动车市场竞争激烈，需求未见明显好转，我们维持 2023/2024 年销量 23.2/30.1 万辆的预测，同比增长 89/30%。我们预测 2025 年蔚来汽车销量为 38.4 万辆。
- 我们维持 2023/2024 年的汽车销售收入 849.4/1037.4 亿元人民币的预期。我们预测 2025 年汽车销售收入为人民币 1239.0 亿元。因此，我们小幅下调 2023/2024 年总收入 0.2/0.1% 至人民币 948.1/1203.8 亿元，我们预测 2025 年总收入为人民币 1488.1 亿元。
- 我们将下调 2023 年汽车利润率预期 0.6pp 至 18.0%，主要受新旧换代产能爬坡以及造车新势力竞争激烈的影响。
- 因此，我们将其 2023/2024 年的净亏损预测从 103/88 亿元人民币调整为 135/123 亿元人民币。我们预测 2025 年的净亏损为 137 亿元。

图表2：销量预测调整

	2022 A	2023E NEW	2024E NEW	2025E NEW	2022E OLD	2023E OLD	2024E OLD	2022E Diff	2023E Diff	2024E Diff
中国电动乘用车销量（千辆）	6,900	8,400	9,300	10,600	8400	9300	10600			
同比	96%	22%	11%	14%	96%	22%	11%			
蔚来汽车销量（辆）	122,486	232,000	301,000	384,000	130,000	232,000	301,000	-6%	0%	0%
蔚来汽车中国销量（辆）	122,486	227,000	291,000	372,000	129,000	227,000	291,000	-5%	0%	0%
ES8	14,380	12,000	12,000	12,000	14,830	12,000	12,000	-3%	0%	0%
ES6	42,013	36,000	24,000	36,000	50,721	36,000	24,000	-17%	0%	0%
EC6	17,076	12,000	48,000	72,000	13,929	12,000	48,000	23%	0%	0%
ET7	23,046	31,000	26,000	16,000	24,227	31,000	26,000	-5%	0%	0%
ET5	11,813	72,000	72,000	72,000	15,721	72,000	72,000	-25%	0%	0%
ES7	14,158	36,000	36,000	36,000	9,572	36,000	36,000	48%	0%	0%
EC7	-	16,000	24,000	24,000	-	16,000	24,000			
8th model	-	12,000	24,000	24,000	-	12,000	24,000			
副牌车型1	-	-	25,000	80,000	-	-	25,000			
副牌车型2	-	-	-	-	-	-	-			
副牌车型3	-	-	-	-	-	-	-			
蔚来汽车海外销量（辆）		5,000	10,000	12,000	1,000	5,000	10,000	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，中汽协，华泰研究预测

图表3：分部收入预测调整

（百万人民币）	2022 A	2023E NEW	2024E NEW	2025E NEW	2022E OLD	2023E OLD	2024E OLD	2022E Diff	2023E Diff	2024E Diff
总收入	49,268.6	94,805.2	120,377.9	148,809.1	55,350.6	94,987.7	120,472.8	-11.0%	-0.2%	-0.1%
同比	36.3%	92.4%	27.0%	23.6%	53.2%	71.6%	26.8%			
毛利率	10.4%	18.6%	21.5%	22.7%	19.0%	19.2%	21.4%	-8.6pp	-0.6pp	0.0pp
车辆销售	45,506.6	84,944.7	103,741.6	123,896.6	49,097.2	84,944.7	103,741.6	-7.3%	0.0%	0.0%
同比	39.2%	86.7%	22.1%	19.4%	50.2%	73.0%	22.1%			
毛利率	13.7%	18.0%	19.1%	0.0%	17.0%	18.6%	19.1%	-3.3pp	-0.6pp	0.0pp
营收占比	92.4%	89.6%	86.2%	83.3%	88.7%	89.4%	86.1%			
其他收入	3,762.0	9,860.5	16,636.4	24,912.6	6,253.4	10,043.0	16,731.2	-39.8%	-1.8%	-0.6%
同比		162.1%	68.7%	49.7%		60.6%	66.6%			
毛利率	-29.0%	24.1%	36.2%	36.7%	34.7%	24.4%	36.0%	-63.7pp	-0.3pp	0.2pp
营收占比	7.6%	10.4%	13.8%	16.7%	11.3%	10.6%	13.9%	-3.7pp	-0.2pp	-0.1pp

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表4：收入预测调整

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	NEW	NEW	NEW	OLD	OLD	OLD	Diff	Diff	Diff
收入	49,269	94,805	120,378	148,809	55,351	94,988	120,473	-11.0%	-0.2%	-0.1%
YoY	36%	92%	27%	24%	53%	72%	27%			
毛利	5,144	17,663	25,834	33,803	10,516	18,247	25,839	-51.1%	-3.2%	0.0%
OPEX	20,785	34,579	41,176	51,039	19,426	31,105	36,600			
SG&A 费用	10,537	15,738	18,538	22,917	9,722	15,768	18,553			
研发费用	10,836	19,430	23,226	28,712	9,856	15,489	18,199			
其它费用	-589	-589	-589	-589	-152	-152	-152			
营业利润	-15,641	-16,915	-15,342	-17,236	-8,910	-12,858	-10,761			
	-1,259	747	704	681	646	643	679			
税前利润	-14,382	-17,662	-16,046	-17,918	-9,556	-13,501	-11,440			
	-55	2,649	2,407	2,688	-	2,025	1,716			
净利润	-14,559	-13,512	-12,275	-13,707	-8,600	-10,328	-8,751			
摊薄EPS (元)	-8.8	-8.3	-7.6	-8.4	-5.3	-6.4	-5.4			
关键比率										
毛利率	10.4%	18.6%	21.5%	22.7%	19.0%	19.2%	21.4%	-8.6pp	-0.6pp	0.0pp
期间费用率	42.2%	36.5%	34.2%	34.3%	35.1%	32.7%	30.4%	7.1pp	3.7pp	3.8pp
SG&A 费用率	21.4%	16.6%	15.4%	15.4%	17.6%	16.6%	15.4%	3.8pp	0.0pp	0.0pp
研发费用率	22.0%	20.5%	19.3%	19.3%	17.8%	16.3%	15.1%	4.2pp	4.2pp	4.2pp
净利率	-29.6%	-14.3%	-10.2%	-9.2%	-15.5%	-10.9%	-7.3%	-14.0pp	-3.4pp	-2.9pp
汽车销售收入	45,507	84,945	103,742	123,897	49,097	84,945	103,742	-7%	0%	0%
YoY	39%	87%	22%	19%	50%	73%	22%			
汽车销量 (辆)	122,486	227,000	291,000	372,000	129,000	227,000	291,000	-5%	0%	0%
ASP (元)	3,715	3,742	3,565	3,331	3,806	3,742	3,565			
毛利率	13.7%	18.0%	19.1%	19.9%	17.0%	18.6%	19.1%			
营收占比	92.4%	89.6%	86.2%	83.3%	88.7%	89.4%	86.1%			

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值分析：将目标价从 18 美元下调至 15.2 美元

我们认为在智能驾驶领域，蔚来的主要可比公司为特斯拉 (TSLA US)、理想汽车 (LI US) 和小鹏汽车 (XPEV US)。考虑到中国电动车市场增速放缓及竞争加剧，我们小幅下调 2023/2024 年总收入 0.2/0.1% 至人民币 948.1/1203.8 亿元，我们预测 2025 年总收入为人民币 1488.1 亿元。由于蔚来 4Q22 财务表现不及预期，引发市场对其中长期盈利能力的担忧，我们将目标价从 18 美元下调至 15.2 美元，基于可比公司平均的 2.6x 2023E EV/Sales (前值：3.2x 2023E EV/Sales，较行业平均 2.3x EV/Sales 溢价 40%)。

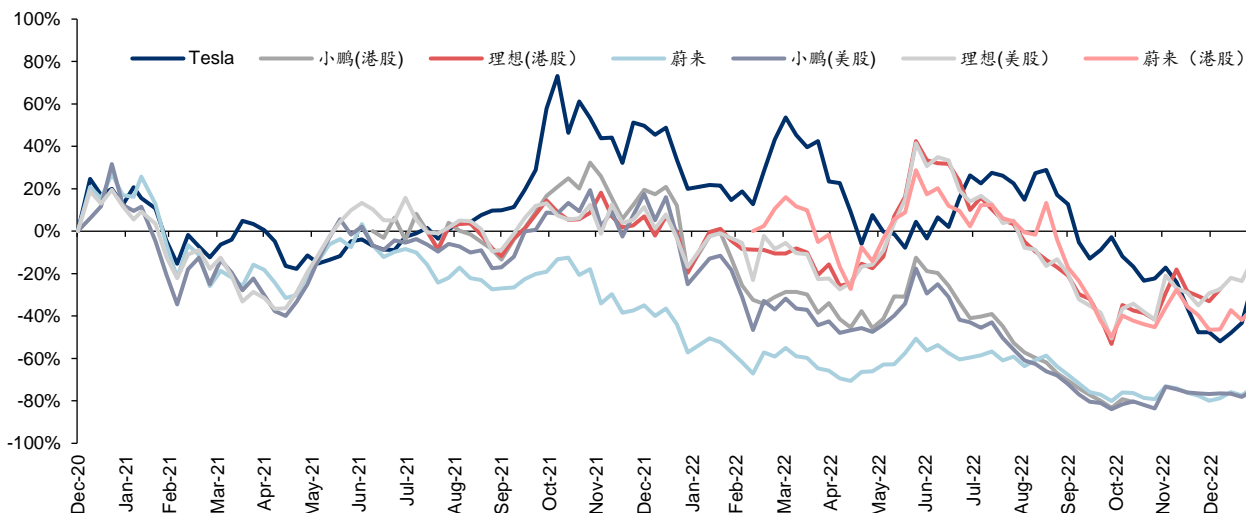
图表5：可比公司估值表

公司	代码	总市值	股价变动	EV	收入（十亿美元）		EV/sales (x)		PS (x)	
		(十亿美元)	ytd	(USDbn)	2022A/E	2023E	2022A/E	2023E	2022A/E	2023E
特斯拉	TSLA US	604	55.00%	590.9	83.4	116	7.1	5.1	7.2	5.2
理想	LI US	26	24.10%	21.8	6.5	13.4	3.3	1.6	4	1.9
小鹏	XPEV US	9.6	-6.10%	8.8	4.1	7.3	2.1	1.2	2.3	1.3
平均							4.2	2.6	4.5	2.8
蔚来	NIO US	14.9	-6.80%	14.4	7.3	13.6	2	1.1	2	1.1
比亚迪	1211 HK	100.4	15.90%	97.8	57.4	79.2	1.7	1.2	1.7	1.3
吉利	175 HK	13.4	-8.10%	9.7	18.9	23.2	0.5	0.4	0.7	0.6
长城	601633 CH	34.5	17.50%	33.8	22.1	27.5	1.5	1.2	1.6	1.3

注：1 美元=7.2 人民币；市值和 EV 数据截至 2023 年 3 月 3 日；销售额数据来自彭博一致预期

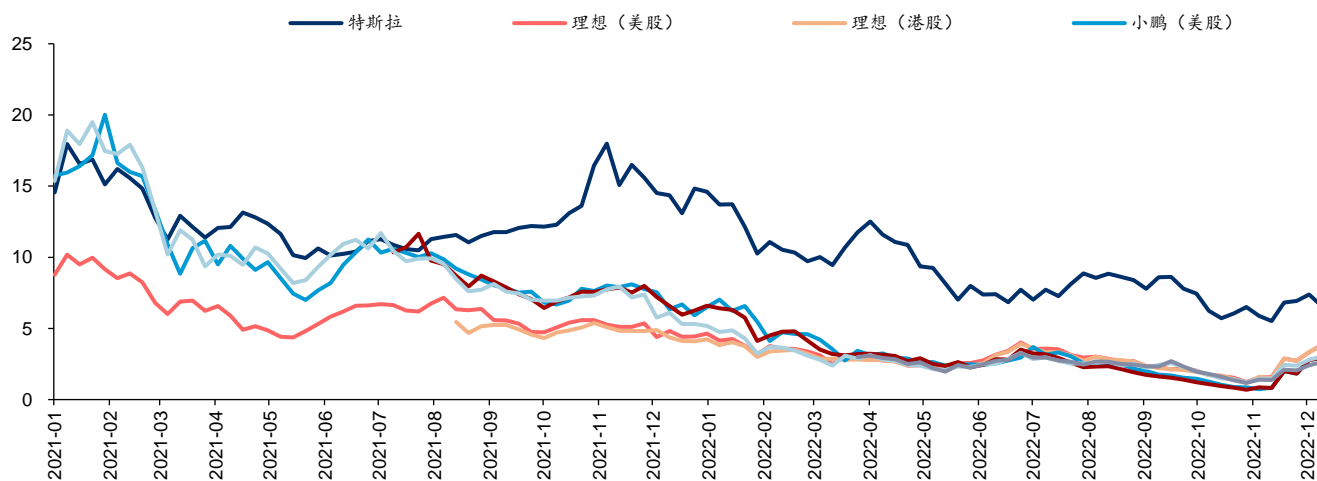
资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究预测

图表6：股价走势：蔚来、小鹏、理想汽车、特斯拉



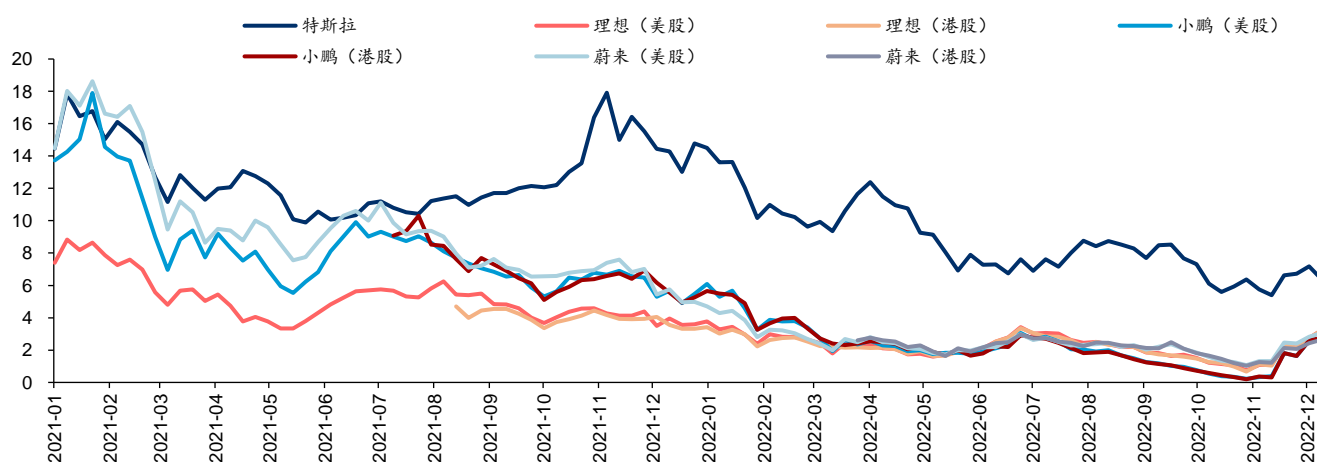
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：一年前向 EV/Sales: 理想、小鹏、蔚来、特斯拉



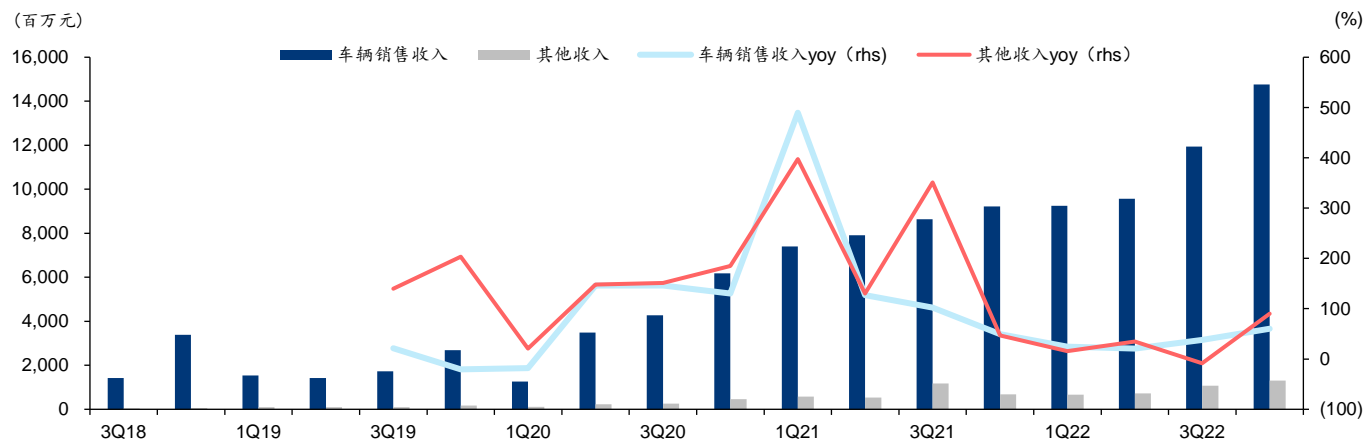
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表8：一年前向 PS: 理想、小鹏、蔚来、特斯拉

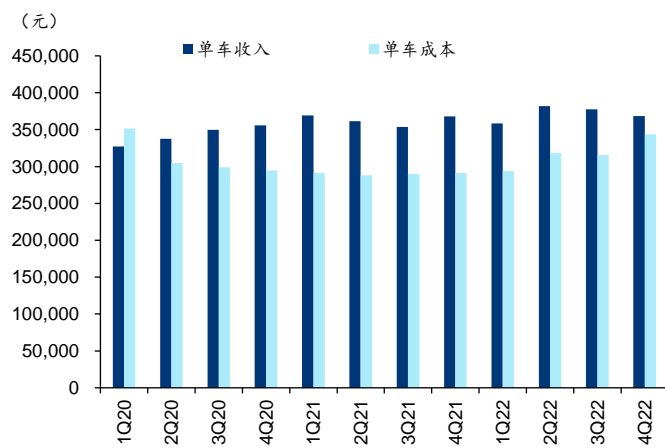


资料来源：Bloomberg，华泰研究

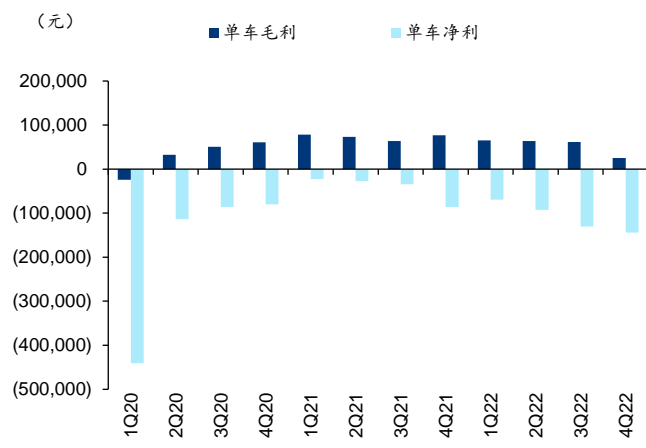
图表9：蔚来：收入拆分



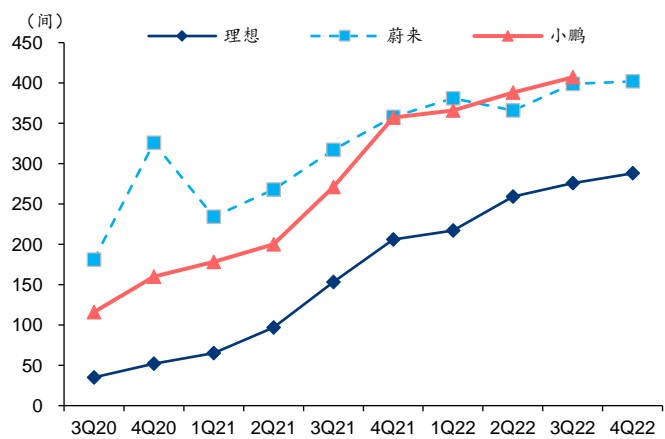
图表10：单车收入、成本



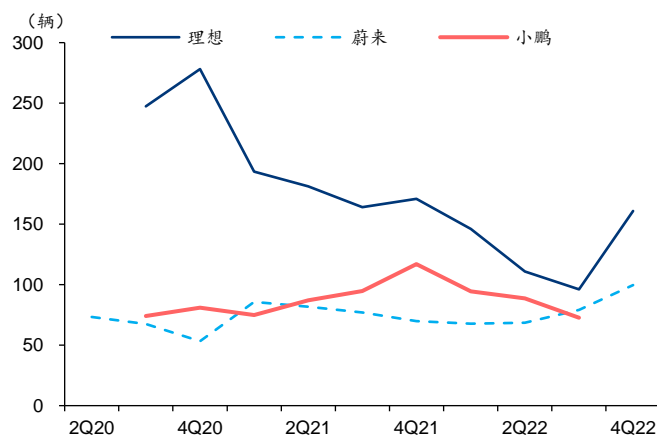
图表11：单车毛利、净利



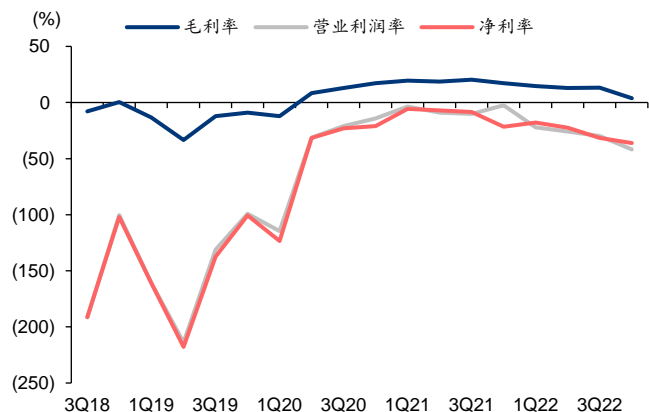
图表12：门店数量：蔚来、理想、小鹏



图表13：单店销量：蔚来、理想、小鹏

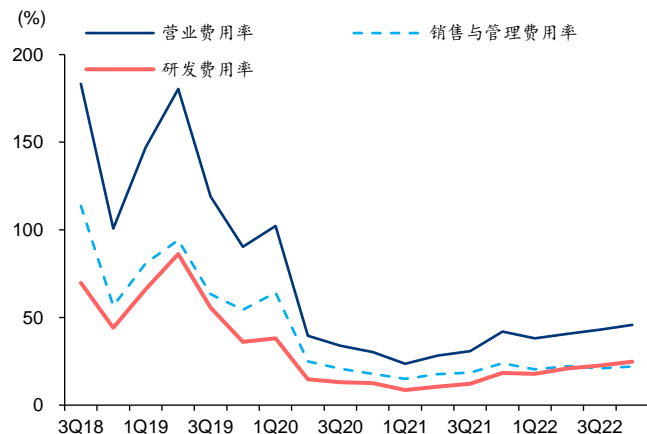


图表14: 蔚来: 毛利率, 营业利润率和净利率



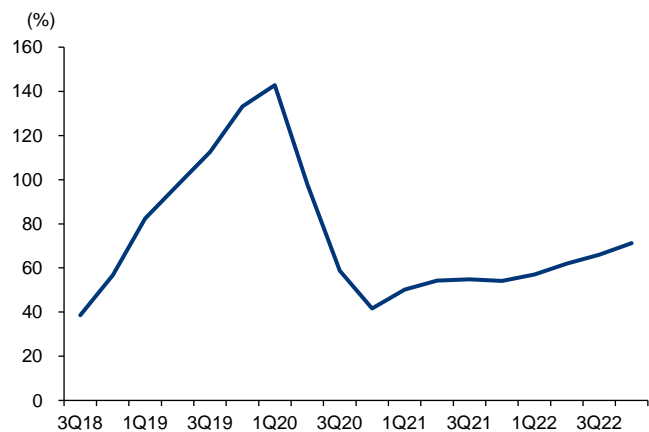
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 蔚来: 营业费用率, 销售与管理费用率和研发费用率



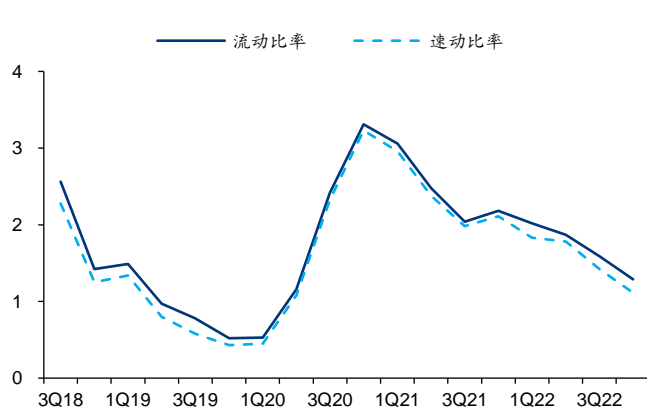
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 蔚来: 资产负债率



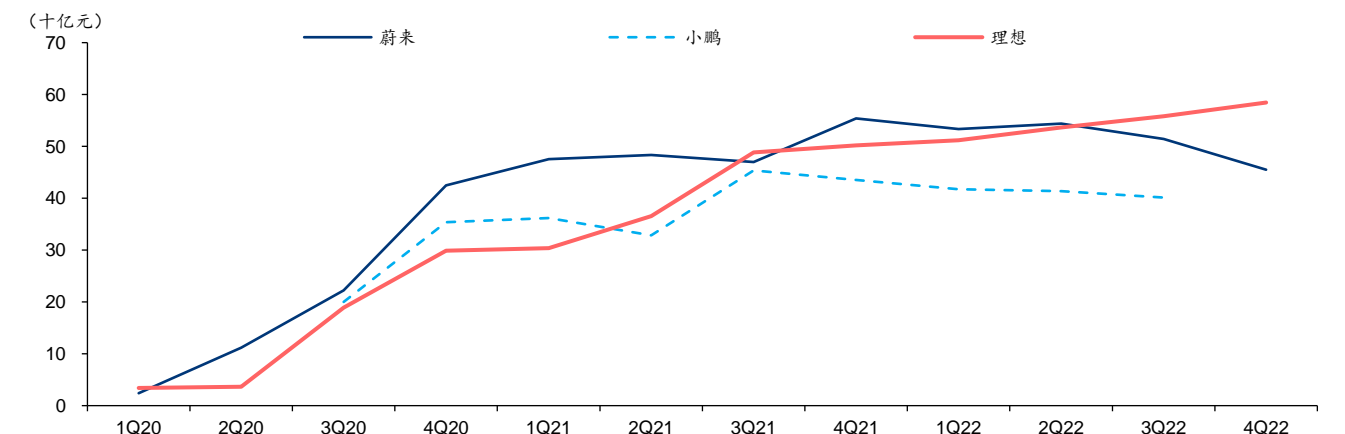
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表17: 蔚来: 流动比率和速动比率



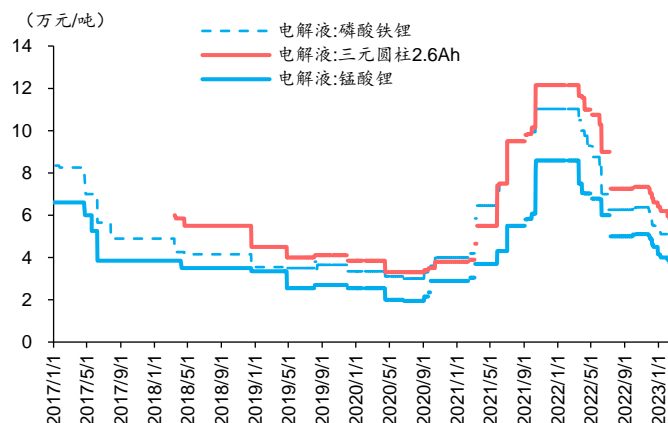
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表18: 现金流: 蔚来、理想、小鹏



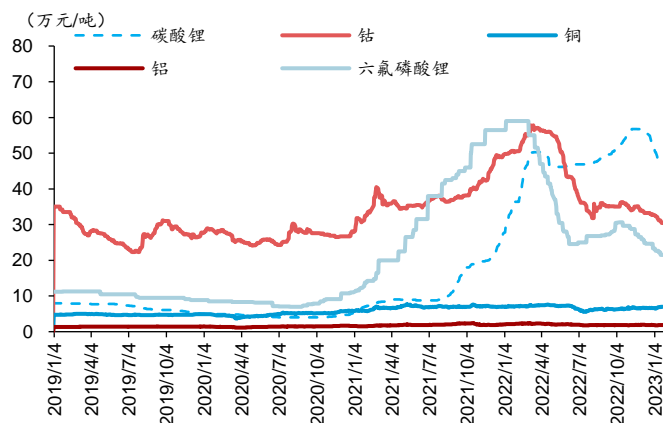
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表19: 中国电池价格: 电解液



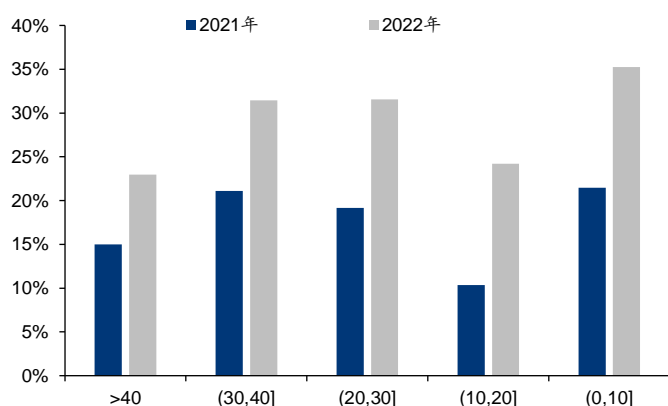
资料来源: Wind, 华泰研究

图表20: 中国电池价格: 金属原材料



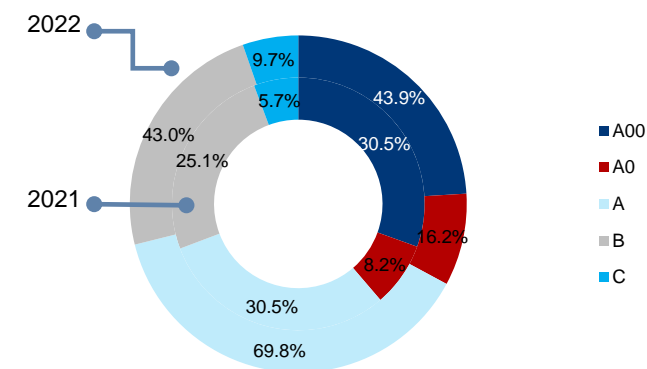
资料来源: Wind, 华泰研究

图表21: 2021 和 2022 年新能源乘用车不同价位段渗透率对比



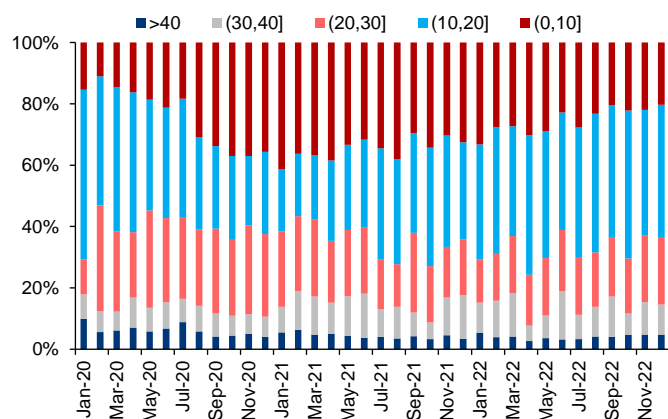
注: 各价位段新能源乘用车渗透率=各价位段新能源乘用车销量/乘用车销量
 资料来源: Marklines, 华泰研究

图表22: 2021 和 2022 年新能源乘用车不同车型占比对比



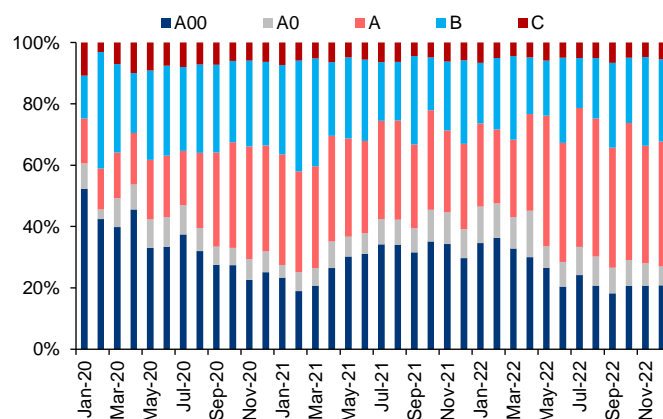
注: 数据为工厂出货量, 不含进口量
 资料来源: Marklines, 华泰研究

图表23: 2020-2022 年新能源乘用车不同价位段占比



注: 数据为工厂出货量, 不含进口量; 注: 各价位段新能源乘用车份额=各价位段
 新能源乘用车销量/新能源乘用车总销量
 资料来源: Marklines, 中汽协, 华泰研究

图表24: 2020-2022 年新能源乘用车不同车型类别占比



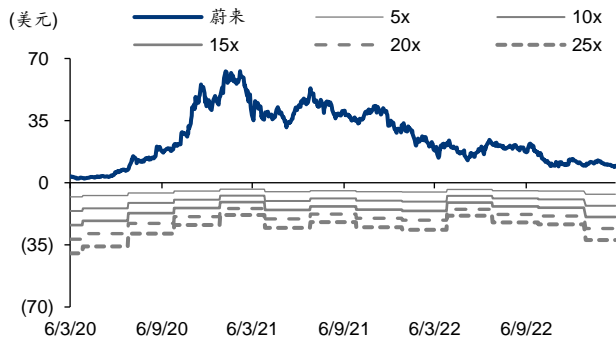
注: 数据为工厂出货量, 不含进口量
 资料来源: Marklines, 中汽协, 华泰研究

风险提示

电动车需求增长不及预期。受补贴退坡、2022 年四季度销量透支等因素影响，今年新能源汽车需求增长或将不及预期

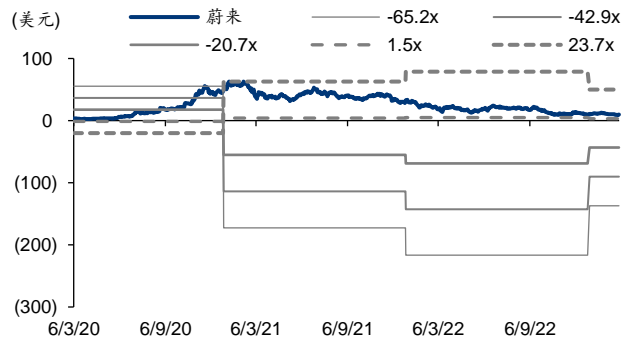
智能化配置用户需求不及预期。用户对智能驾驶、智能座舱等智能化配置的需求或将不及预期乐观。

图表25: 蔚来 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表26: 蔚来 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,136	49,269	94,805	120,378	148,809
销售成本	(29,315)	(44,125)	(77,142)	(94,544)	(115,006)
毛利润	6,821	5,144	17,663	25,834	33,803
销售及分销成本	(6,878)	(10,537)	(15,738)	(18,538)	(22,917)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(4,440)	(10,248)	(18,841)	(22,637)	(28,123)
财务成本净额	274.42	1,026	(747.22)	(703.89)	(681.43)
应占联营公司利润及亏损	62.51	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(3,975)	(14,382)	(17,662)	(16,046)	(17,918)
税费开支	(42.27)	(55.10)	2,649	2,407	2,688
少数股东损益	31.22	157.01	1,501	1,364	1,523
净利润	(3,986)	(14,280)	(13,512)	(12,275)	(13,707)
折旧和摊销	(1,446)	(2,464)	(1,422)	(3,070)	(4,464)
EBITDA	(5,695)	(17,871)	(18,337)	(18,411)	(21,701)
EPS (人民币, 基本)	(2.53)	(8.79)	(8.32)	(7.55)	(8.44)

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	2,056	8,191	8,835	7,771	9,453
应收账款和票据	4,677	7,365	6,845	13,789	12,023
现金及现金等价物	18,328	23,042	22,418	18,725	10,022
其他流动资产	38,580	20,552	20,552	20,552	20,552
总流动资产	63,641	59,150	58,650	60,837	52,049
固定资产	7,400	15,659	165.06	3,114	6,091
无形资产	0.00	0.00	2.16	2.16	2.16
其他长期资产	11,843	21,456	25,855	30,255	34,654
总长期资产	19,242	37,114	26,022	33,371	40,747
总资产	82,884	96,264	84,672	94,208	92,796
应付账款	19,841	38,878	10,651	42,147	19,430
短期借款	5,975	5,065	5,065	5,065	5,065
其他负债	3,383	1,909	1,909	1,909	1,909
总流动负债	29,198	45,852	17,625	49,121	26,404
长期债务	12,056	17,403	23,181	28,407	33,633
其他长期债务	3,566	5,362	5,362	5,362	5,362
总长期负债	15,622	22,765	28,543	33,769	38,995
股本	34,710	23,868	23,868	23,868	23,868
储备/其他项目	3,278	3,557	14,414	(12,772)	3,308
股东权益	37,988	27,425	38,282	11,096	27,176
少数股东权益	75.63	221.37	221.37	221.37	221.37
总权益	38,063	27,647	38,504	11,317	27,397

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(0.58)	(0.17)	(0.18)	(0.19)	(0.17)
PB	0.06	0.09	0.06	0.22	0.09
EV EBITDA	(20.37)	(6.50)	(6.69)	(7.14)	(6.70)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(3.05)	(13.92)	(25.29)	(16.09)	(19.98)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(5,695)	(17,871)	(18,337)	(18,411)	(21,701)
融资成本	(274.42)	(1,026)	747.22	703.89	681.43
营运资本变动	3,597	4,155	(5,535)	2,800	183.08
税费	(42.27)	(55.10)	2,649	2,407	2,688
其他	8,398	23,253	1,350	4,731	7,566
经营活动现金流	5,983	8,456	(19,126)	(7,769)	(10,583)
CAPEX	(4,079)	(6,370)	(9,150)	(10,418)	(11,840)
其他投资活动	(35,686)	10,000	10,000	10,000	10,000
投资活动现金流	(39,765)	3,630	850.18	(418.46)	(1,840)
债务增加量	3,720	3,720	3,720	3,720	3,720
权益增加量	12,822	(10,842)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	1,587	13,887	27.00	70.33	(681.43)
融资活动现金流	18,129	5,740	4,494	4,494	3,720
现金变动	(15,653)	17,825	(13,782)	(3,693)	(8,703)
年初现金	38,545	18,375	36,200	22,418	18,725
汇率波动影响	(682.04)	(682.04)	(682.04)	(682.04)	0.00
年末现金	18,375	36,200	22,418	18,725	10,022

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	122.27	36.34	92.43	26.97	23.62
毛利润	264.12	(24.59)	243.37	46.26	30.85
营业利润	(2.42)	247.86	8.15	(9.30)	12.35
净利润	(24.79)	258.28	(5.38)	(9.15)	11.67
EPS	(43.44)	246.79	(5.38)	(9.15)	11.67
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	18.88	10.44	18.63	21.46	22.72
EBITDA	(15.76)	(36.27)	(19.34)	(15.29)	(14.58)
净利润率	(11.03)	(28.98)	(14.25)	(10.20)	(9.21)
ROE	(11.41)	(43.66)	(41.13)	(49.72)	(71.63)
ROA	(5.80)	(15.94)	(14.94)	(13.72)	(14.66)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(0.78)	(2.09)	15.23	132.91	105.52
流动比率	2.18	1.29	3.33	1.24	1.97
速动比率	2.11	1.11	2.83	1.08	1.61
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.53	0.55	1.05	1.35	1.59
应收账款周转天数	35.98	43.99	26.98	30.85	31.22
应付账款周转天数	189.20	239.53	115.57	100.52	96.38
存货周转天数	19.27	41.80	39.73	31.62	26.96
现金转换周期	(133.95)	(153.74)	(48.86)	(38.05)	(38.20)
每股指标 (人民币)					
EPS	(2.53)	(8.79)	(8.32)	(7.55)	(8.44)
每股净资产	24.15	16.88	23.56	6.83	16.73

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司