

北汽蓝谷 (600733)

证券研究报告

2021 年 11 月 21 日

ARCFOX 极狐——华为 Inside 赋能

北汽蓝谷——新能源汽车产业开拓者。公司是国内首个获得新能源汽车生产资质的企业，经过多年发展，已成长为国内少数掌握纯电动汽车三电核心技术、集成匹配控制技术，同时兼具资产规模大、产业链完整、产品线丰富、产品市场应用广的新能源汽车龙头企业之一。公司旗下包括北汽新能源、蓝谷麦格纳等多家控股子公司，在售车型主要有 BEIJING 和 ARCFOX 极狐两大系列。

制造能力全方位升级，产品布局由低到高，携手麦格纳等优秀伙伴，发力中高端智能电动车。公司于 2018 年推出高性价比新能源汽车 EC 系列，售价在 10 万元以内；2019 年陆续发布 EU、EX 系列，将价格带提升至 10-20 万区间；与麦格纳成立合资公司，共同打造高端智能汽车制造和研发基地，并与 SK、西门子等多家外资企业开展深度合作，从电池、内置电机到整车制造全方位升级。2020 年起公司发布高端车型极狐阿尔法系列，售价区间进一步提升至 25-43 万，逐步实现从高性价比车型向中高端智能汽车的转型覆盖。

华为 inside 赋能，极狐 HI 有望成为新一代智能电动车性能标杆。华为经过多年累积，凭借其 ICT 及智能化方面的技术优势，进军智能汽车领域，定位汽车增量部件供应商。公司与华为合作开发的极狐 HI (HUAWEI INSIDE) 版车型中，公司负责车型定义、平台开发、量产制造等环节；华为提供全栈智能汽车解决方案，具体包括 1 个全新的计算与通信架构和 5 大智能系统，智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云，以及激光雷达、AR-HUD 等全套智能化部件。极狐阿尔法 S HI 版将成为全球首款搭载鸿蒙 OS 的量产车型，“三电”及“三智”系统均拥有快速迭代和匹配能力。北汽作为新能源汽车行业的先行者，华为则是全球高科技的领先者，两者合作的“ARCFOX”和“HI”联合品牌有望成为新一代电动车领域自动驾驶标杆。

投资建议：公司是国内新能源汽车产业的开拓者之一，近年来在“三电系统”、汽车智能化等领域与众多优势企业合作，造车实力不断增强。公司与华为合作推出的高端智能化车型极狐阿尔法 S HI 版，将于 2021 年底交付，有望开启汽车智能电动新时代。我们预计公司 21-23 年收入分别为 73.9 亿元、195.6 亿元、650.0 亿元。由于公司研发投入较大，同时处在销量的爬坡期，相关支出费用较多，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 -34.7 亿元、-21.2 亿元和 0.9 亿元。我们选取自主品牌车企比亚迪、长城汽车，以及造车新势力蔚来、理想、小鹏，以及特斯拉作为可比公司，考虑到公司新车型及产能爬坡周期，我们给予公司 2023 年 1.2 倍的 PS 目标，对应目标价 18.2 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：销量增长不及预期、新车型推广不及预期、新能源汽车行业竞争加剧风险等、测算存在一定主观假设；不同市场估值差异偏差风险、公司未来 2 年可能持续亏损风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,588.71	5,272.47	7,394.46	19,562.53	64,956.15
增长率(%)	43.50	(77.65)	40.25	164.56	232.04
EBITDA(百万元)	1,056.54	(619.28)	(1,556.42)	8.02	2,335.77
净利润(百万元)	92.01	(6,482.44)	(3,467.75)	(2,121.81)	88.42
增长率(%)	(40.70)	(7,145.36)	(46.51)	(38.81)	(104.17)
EPS(元/股)	0.02	(1.51)	(0.81)	(0.49)	0.02
市盈率(P/E)	572.20	(8.12)	(15.18)	(24.81)	595.42
市净率(P/B)	3.03	4.82	4.08	4.88	4.84
市销率(P/S)	2.23	9.99	7.12	2.69	0.81
EV/EBITDA	29.50	(74.93)	(40.46)	8,469.44	27.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	11.97 元
目标价格	18.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,287.31
流通 A 股股本(百万股)	2,216.60
A 股总市值(百万元)	51,319.10
流通 A 股市值(百万元)	26,532.72
每股净资产(元)	3.20
资产负债率(%)	66.13
一年内最高/最低(元)	19.87/7.55

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《S*ST 先锋-首次覆盖报告:北汽新能源：全球纯电动汽车龙头登陆 A 股》2018-01-25

内容目录

1. 公司概况：国内新能源汽车先行者	
1.1. 绿色出行一体化解决方案商，五国八地研发中心布局	
1.2. 产销规模逐步扩大，收入呈增长趋势	
1.3. 股权相对集中，子公司分工明确	
2. 由性价比出发，逐步向中高端定位转型	
2.1. 公司旗下品牌——BEIJING 和极狐	
2.2. 早期推出高性价比车型——BEIJING 品牌	
2.3. 北汽新能源近年销量出现波动	
2.4. 携手麦格纳、华为打造高端新能源品牌——极狐	
3. 强强联手，保障 ARCFOX 极狐品质	
3.1. 携手多家外企，打造新一代高品质新能源汽车	
3.2. 联合麦格纳，制造能力全面升级	1
4. 华为 Inside 赋能，新一代智能电动车性能标杆	1
4.1. 多年积累，华为进军智能汽车行业	1
4.2. 华为、北汽蓝谷，双方合作持续升级	1
5. 极狐阿尔法 S 竞品车型比较	1
5.1. 独特设计理念，各车型别具一格	1
5.2. 搭载不同配置，车型各有特色	1
5.3. 销量预测	1
6. 投资建议	2
7. 风险提示	2

图表目录

图 1：北汽蓝谷全球布局	
图 2：北汽与其他企业合作项目	
图 3：公司营业收入及同比增速	
图 4：公司归母净利润及同比增速	
图 5：公司毛利率及净利率	
图 6：公司期间费用率	
图 7：北汽蓝谷股权结构图	
图 8：北汽蓝谷旗下在售品牌	
图 9：BEIJING 品牌车型售价（单位：万元）	
图 10：部分车企 2018-2020 年纯电动汽车销量情况（单位：%）	
图 11：北汽新能源 2017-2021 年 1-10 月销量走势情况（单位：万辆）	
图 12：2019 年国内纯电动汽车销量排名（分车型，单位：辆）	
图 13：2020 年国内纯电动汽车销量排名（分车型，单位：辆）	

图 14: 北汽极狐战略转型.....	1
图 15: 北汽与外资合作项目	1
图 16: ARCFOX IMC 智能模块标准架构.....	1
图 17: 北汽与西门子签约仪式	1
图 18: 极狐系列车型售价.....	1
图 19: 极狐系列车型.....	1
图 20: 华为进军智能汽车行业进程	1
图 21: 华为 HI 全栈智能汽车解决方案.....	1
图 22: 华为、北汽蓝谷合作进程.....	1
图 23: 极狐 HI 版市区内自动驾驶测试	1
图 24: 极狐 HI 版高端性能智能配置	1
图 25: 华为 ADS 自动驾驶系统.....	1
图 26: 华为激光雷达.....	1
图 27: 华为为极狐阿尔法 S 提供的技术赋能	1
图 28: 极狐车型规划.....	1
图 29: 不同车型对比.....	1
表 1: BEIJING 品牌车型参数	1
表 2: 华为在汽车产业链的合作企业.....	1
表 3: 车型参数对比.....	1
表 4: 公司销量预测	1
表 5: 可比公司（截至 2021 年 11 月 14 日，营业收入为 Wind 一致预期）	2

1. 公司概况：国内新能源汽车先行者

1.1. 绿色出行一体化解决方案商，五国八地研发中心布局

新能源汽车产业开拓者，国内首家独立运营以及首个获得新能源生产资质的企业。自 2009 年成立以来，公司以电动化为突破口，在全球五国八地布局研发中心，逐步掌握三电核心技术，并自主研发“达尔文系统”，探索汽车智能化领域，逐步成长为一家国有控股的高科技上市公司和绿色智慧出行一体化解决方案提供商。秉承着“开放共享”理念，2019 年至今，公司与麦格纳、SK、西门子等外资企业合作，提升高端制造水平；并与华为、滴滴等国内科技型公司开展深度合作，加速向智能驾驶、共享出行领域转型。

图 1：北汽蓝谷全球布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 2：北汽与其他企业合作项目



资料来源：公司公告、极狐汽车官网、汽车之家、AI汽车网、天风证券研究所

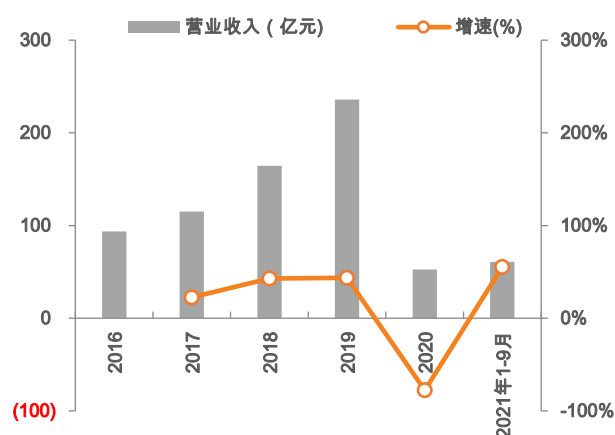
1.2. 产销规模逐步扩大，收入呈增长趋势

伴随销量规模扩大，公司收入持续增长。北汽新能源自 2016 年以来，收入伴随销量快速增长，2018 年公司以“北汽蓝谷”身份完成上市后，业务规模进一步扩大。2016 年至 2019 年，公司销量规模由 5.2 万辆增长至 12.9 万辆，营收规模由 93.72 亿元增长至 235.89 亿元，年均增速分别达到 34.52% 和 89.42%。

2020 年受疫情及产品结构调整影响，2021 年以来产销量逐步恢复。2020 年受新冠疫情，以及国内新能源汽车补贴退坡影响，国内新能源汽车市场销量调整明显，加之公司正处于产品更新换代期，导致其收入和毛利率下滑较多。此外，为了实现产品向高端化转型，公司研发投入持续增加，最终导致公司 2020 年营收为 52.72 亿元，同比下降 77.65%，归

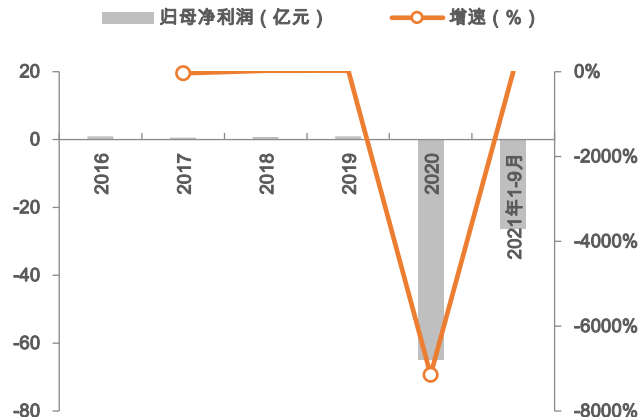
母净利润-64.82 亿元。2021 年前三季度公司实现营收 60.98 亿元，同比增长 55.48%，收入开启上升通道；归母净利润-26.44 亿元，同比减亏 2.4 亿元。后随搭载鸿蒙系统的极狐阿尔法 S 华为 HI 版四季度小批量交付，亏损有望逐步收窄。

图 3：公司营业收入及同比增速



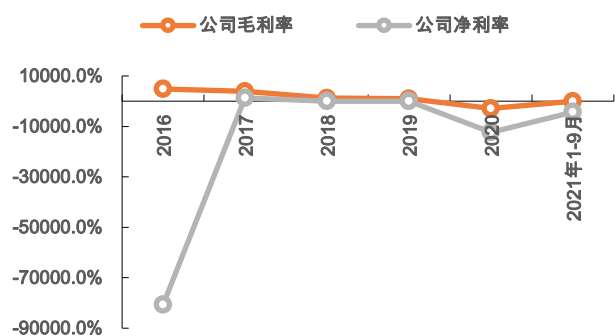
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润及同比增速



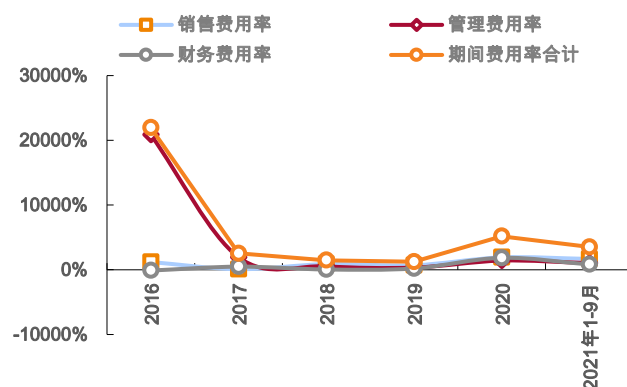
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司期间费用率



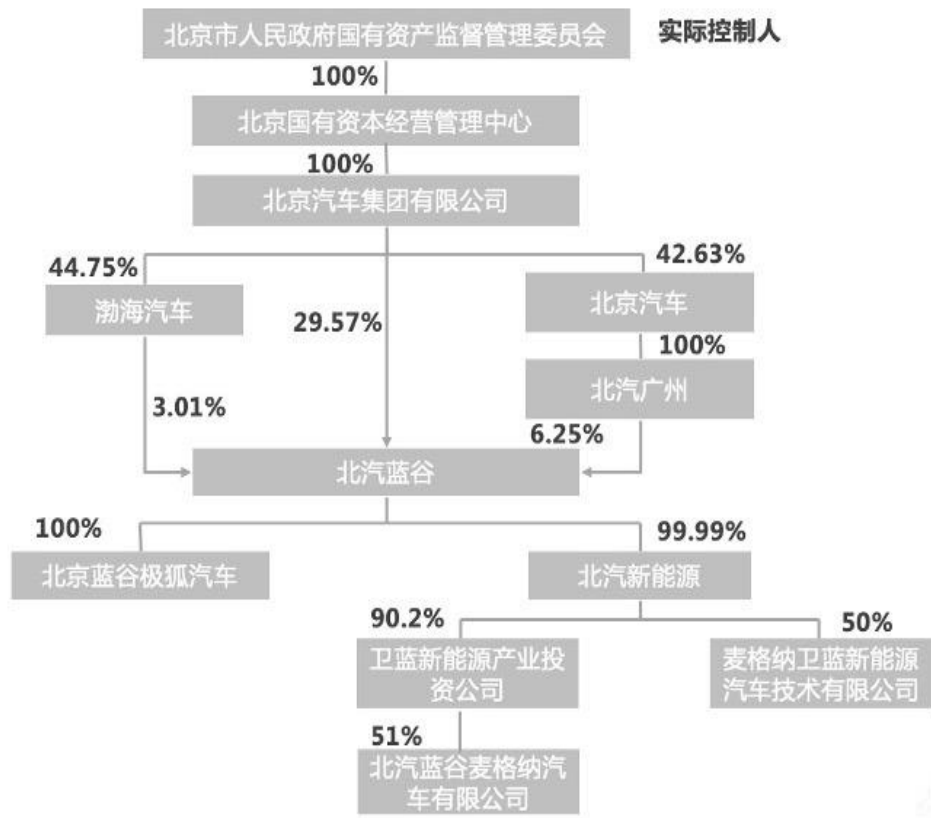
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 股权相对集中，子公司分工明确

股权相对集中，子公司分工明确。公司第一大股东是持股 29.57%的北汽集团，实际控制人为北京市国资委。公司旗下拥有包括全资子公司北京蓝谷极狐公司和控股子公司北京新能源汽车公司，以及北汽蓝谷营销公司等 16 家参股公司。

其中：（1）北汽新能源主要生产包括 EC、EU、EX 系列等高性价比车型的 BEIJING 品牌新能源车。（2）北汽蓝谷极狐定位造车新势力 2.0，拥有北汽新能源基因，同时与麦格纳百年代工厂合作，并与华为在 5G、车辆通信、自动驾驶、芯片、软件、云、人工智能、智能座舱、人机交互等前沿领域展开深度合作，赋予极狐数字定义汽车以及全球领先水平的自动驾驶能力。目前主要车型为阿尔法 S、阿尔法 T 和 ARCFOX GT。（3）公司通过控股 51%的卫蓝新能源汽车公司与麦格纳成立了合资公司麦格纳卫蓝，主要负责打造对外开放共享的高端智能纯电动汽车研发与制造中心，其技术将优先用于生产北汽新能源高端品牌 ARCFOX 极狐品牌系列车型。

图 7：北汽蓝谷股权结构图



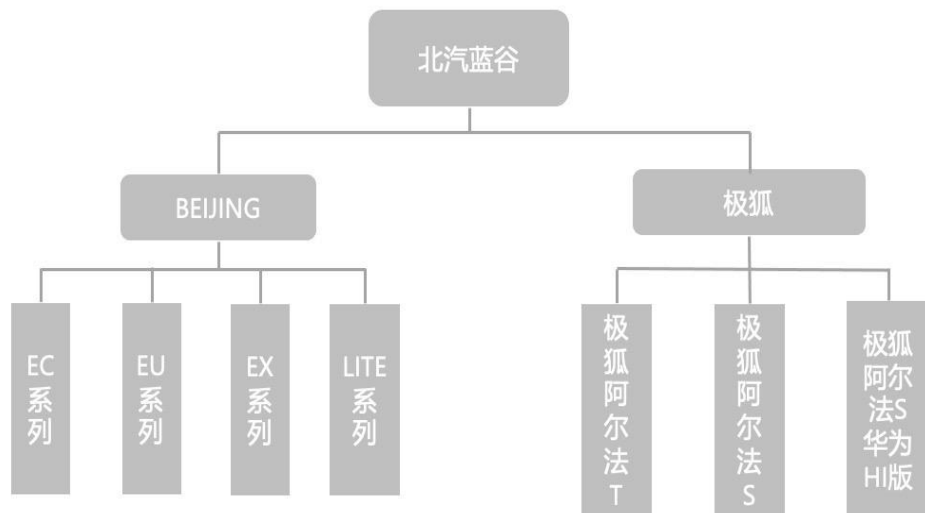
资料来源：wind、天风证券研究所

2. 由性价比出发，逐步向中高端定位转型

2.1. 公司旗下品牌——BEIJING 和极狐

公司目前主要车型分为 **BEIJING** 和极狐两大系列。其中，BEIJING 品牌旗下包含 LITE、EU、EX 和 EC 系列，极狐品牌旗下包含阿尔法 T、阿尔法 S 和阿尔法 S 华为 HI 版等车型。

图 8：北汽蓝谷旗下在售品牌

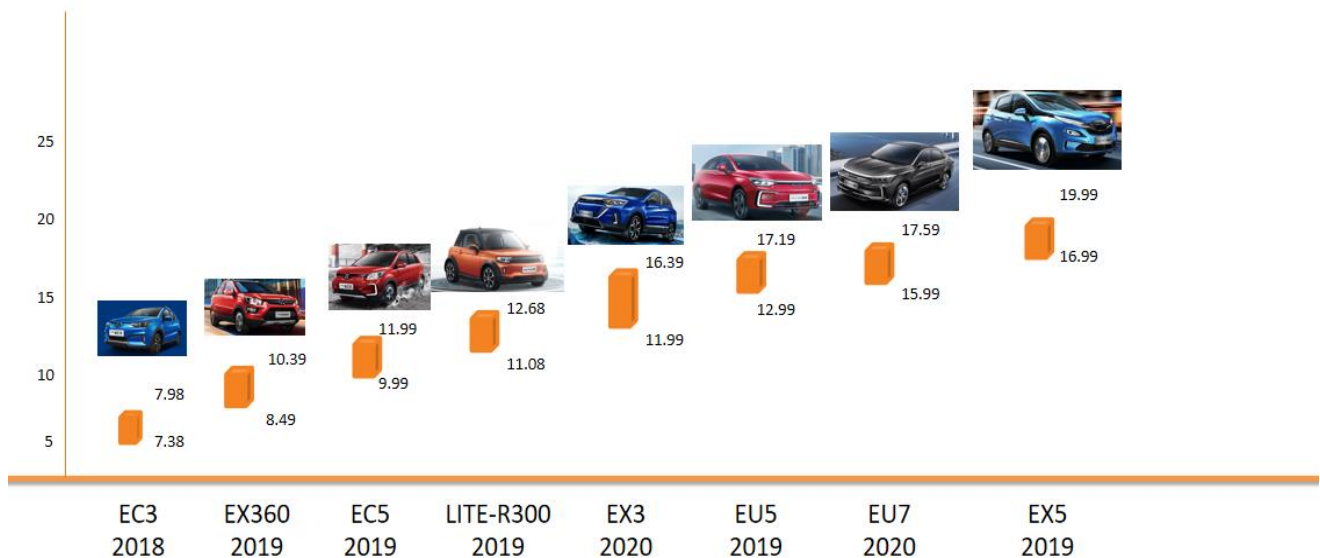


资料来源：北汽官网、极狐官网、天风证券研究所

2.2. 早期推出高性价比车型——BEIJING 品牌

从低价入手，伴随车型不断升级，售价中枢持续上移。2018 年，北汽蓝谷的全资子公司北汽新能源发布其首款 BEIJING 品牌纯电动车 EC3，随后陆续发布 EX、EC、EU 等系列车型。BEIJING 品牌主打超高性价比，生产的车型售价均在 20 万以下。其中，价格最低的是该公司首款车型 EC3，定价 8 万以下。随着技术的进步和性能的提升，后续推出的 EX 系列（定位 11-20 万）和 EU 系列（定位 13-17 万）等车型定价逐步提高。

图 9：BEIJING 品牌车型售价（单位：万元）



资料来源：北汽官网、天风证券研究所

经过研发投入和技术改进，BEIJING 品牌车型性能不断提升。BEIJING 系列车型车身搭载的智能电控从早期的 N-booster、EMD2.0 到 EMD3.0、EMD3.0Pro，持续更新换代，实现汽车百公里加速从 15 秒提升至 8 秒左右，动力输出增强，逐步提升用户驾乘体验。续航能力上，随着三元锂电池的不断改进以及电机电控的升级，BEIJING 系列车型续航里程从早期 EC 系列的 300-400km 提升至 EU 系列的 400-500km。

表 1：BEIJING 品牌车型参数

型号	价格	续航/公里	百公里耗电 (/kwh)	发布时间	智能电控	百公里提速 (s)
EU 系列						
Eu7	15.99 万起	451	19	2020	EMD3.0Pro	8.4
Eu5	12.99 万起	501	13.3	2019	EMD3.0Pro	7.8
EX 系列						
Ex5	16.9 万起	415	15	2019	EMD3.0	8.1
Ex3	11.99 万起	421	-	2020	EMD3.0	7.9
Ex360	8.49 万起	318	15	2019	EMD2.0	12.06
EC 系列						
EC5	9.99 万起	403	15	2019	EMD2.0 Pro	10.49
EC3	7.38 万起	300	16	2018	N-booster	11
LITE-R300	11.08 万起	300	12	2019	N-booster	15.26

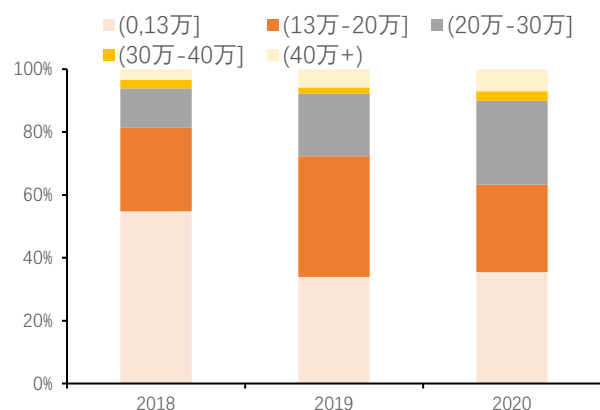
资料来源：北汽官网、天风证券研究所

2.3. 北汽新能源近年销量出现波动

2018 年之前，销量快速增长，2017 年销量突破 10 万。2009 年至 2018 年为公司快速成长期，2017 年公司纯电动车销量达 10.3 万辆，同比增长 121%，成为国内首家年产销超过十万辆的纯电动车企，并连续五年夺得中国纯电动汽车市场销量桂冠。2018 年，随着高性价比车型 EC、EU 系列保持畅销，公司整体销量增长至 14.3 万辆。

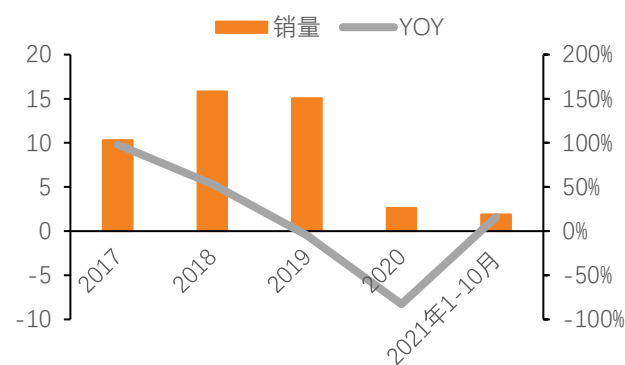
2019-2021 年，伴随中低端电动车市场萎缩，销量出现调整。2019 年，由于国家对于新能源汽车的补贴加速退坡，叠加快车道市场趋于饱和增速放缓，以及汽车市场消费升级，中低端电动车市场萎缩，公司整体销量出现较大调整，2019 年销量 8.6 万辆，同比下滑 40%。2020 年，受宏观经济形势以及新冠疫情影响，公司销量继续下滑 45%至 4.8 万辆。叠加缺芯以及疫情等因素影响，2021 年 1-10 月公司销量 1.9 万辆，同比下滑 16%。

图 10：部分车企 2018-2020 年纯电动汽车销量情况（单位：%）



资料来源：交强险，天风证券研究所

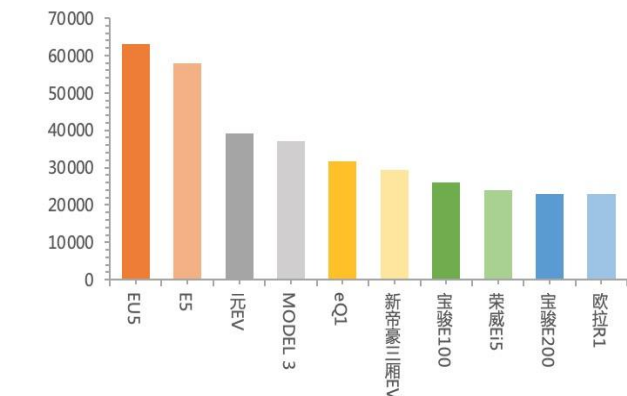
图 11：北汽新能源 2017-2021 年 1-10 月销量走势情况（单位：万辆）



资料来源：公司公告、汽车之家，天风证券研究所

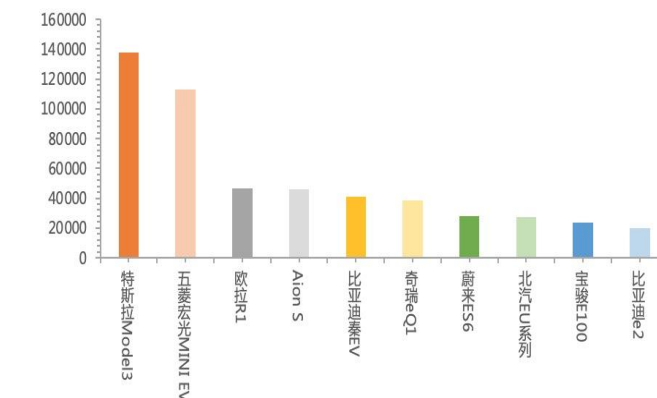
中高端市场崛起，公司销量承压，遂加快转型步伐。2019 年特斯拉 Model3 的一鸣惊人预示着新能源汽车中高端市场的崛起，2020 年 Model 3 夺得国内新能源乘用车市场单一车型销量桂冠。面对中低端市场萎缩、消费需求变化、以及竞争对手增多等不利局面，北汽 EC、EU 系列销量下滑明显，公司遂加速转型，寻求高端化发展。

图 12：2019 年国内纯电动汽车销量排名（分车型，单位：辆）



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

图 13：2020 年国内纯电动汽车销量排名（分车型，单位：辆）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 携手麦格纳、华为打造高端新能源品牌——极狐

加快转型升级，布局中高端车型。公司车型及品牌升级可以分为三个阶段。（1）2016 年以前：以 EC 系列为代表，车型售价低于 10 万元，瞄准性价比，提供便宜、好开的新能源

汽车产品，快速拓展市场。(2)2016年-2020年：逐步发力中端车型，以EU系列为开端，价格中枢上移至10-20万元区间，同时强化电动智能网联技术布局，推出“达尔文”系统。(3)2020年至今：公司结合市场消费趋势变化，进军高端化市场，联合优秀合作伙伴共同打造高端智能汽车品牌——ARCFOX 极狐。该品牌汽车售价均在20万元以上，华为HI版预售价更是在34万元以上，大幅提升售价中枢，携手麦格纳、华为等树立高端智能电动品牌形象。

图 14：北汽极狐战略转型



资料来源：北汽官网、天风证券研究所

3. 强强联手，保障 ARCFOX 极狐品质

3.1. 携手多家外企，打造新一代高品质新能源汽车

与多家外企合作，提升整车品质。从2019年起，公司先后与西门子、SK、麦格纳等外资企业合作研发与制造，储备多项技术、完善车型架构、提升生产制造能力，打造高品质高智能的新一代“中高端”定位的新能源汽车产品。

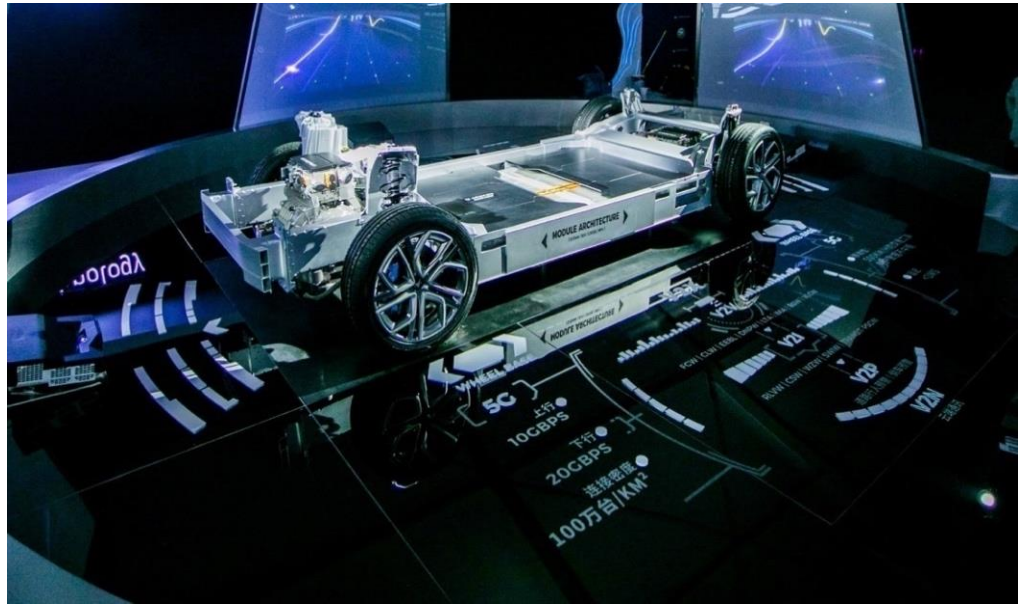
图 15：北汽与外资合作项目



资料来源：盖世汽车网、央广网、中国网、天风证券研究所

- **无人驾驶技术储备：**2019年1月，公司与硅谷科技公司 vision ICs 携手成立自动驾驶联合实验室，主要研发以固态激光雷达为核心的新一代多传感器融合自动驾驶系统。该实验室的成立，表明公司将以更多元的方式将全球先进的研发技术吸收并融入到产品中。
- **智能架构搭建：**2019年4月，由公司主导，与麦格纳、西门子、SK 等世界各大供应商共同打造的 IMC 智能模块标准架构正式发布。该架构是全球首款商业引进 5G 技术平台的架构，其搭载 42 个核心模块、127 个功能模块，并在此基础上实现超级拓展、超级智能、超级交互和超级进化四个全新功能。极狐品牌将在 IMC 架构的助力下，以正向研发的发展之路，降低生产成本，推出品质始终如一各类车型，并且各类模块化新技术也能更快应用到新车型中。

图 16: ARCFox IMC 智能模块标准架构



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

- **三电性能保障：**2019 年 12 月，公司与 SK Innovation 共同搭建 BEST 项目。BEST 项目主要聚焦于高性能、三元系车用锂离子电芯及模组，其产出的 811(NCM)锂离子软包电池将为极狐提供配套。搭载高安全、长寿命、强低温特性的新一代车用动力电池，使极狐系列车型在行业中具有更强的竞争力。
- **制造能力升级：**2020 年 7 月，公司与西门子签署关于合作搭建高端智能制造基地的协议。双方合作中，西门子将为北汽新能源提供数字化双胞胎技术，即通过 AI 和边缘计算技术，提升焊装质量和涂装工艺，实现汽车柔性制造。西门子的技术结合北汽的制造，共同打造中国领先的包装焊装、涂装、总装三大工艺在内的新能源汽车高端智能制造基地。

图 17: 北汽与西门子签约仪式



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

3.2. 联合麦格纳，制造能力全面升级

深度携手麦格纳，成立合资公司，共同打造高端新能源汽车研发制造基地。2019年3月公司子公司北汽新能源与美国麦格纳设立合资公司麦格纳卫蓝新能源，并投资金额约为20亿元，规划产能15万辆/年的新工厂。麦格纳卫蓝立志于成为高端纯电动乘用车工程技术企业，以创新科技打造世界级高端新能源研发和制造基地，该基地将优先用于生产ARCFOX极狐系列车型。

先进技术联合高端制造，加强ARCFOX极狐的市场竞争力。麦格纳是全球最大的汽车供应商之一，具备整车工程开发技术和高端制造能力，在全球29个国家拥有328家制造工厂，为奔驰、宝马等多个国际豪华品牌提供产品开发和生产制造服务。双方的合作中，北汽将投入技术、品牌，并负责营销，麦格纳卫蓝工厂全面引进麦格纳的国际标准，同时利用麦格纳在验证和制造领域的经验，提高产品竞争力和体系能力。麦格纳的高端车型工程开发和制造经验，联合北汽的新能源汽车多元化技术，为ARCFOX品牌在制造工艺、品控方面获得强有力支撑的同时，有望加强该品牌在智能高端新能源汽车市场的竞争力。

- **极狐阿尔法T是北汽与麦格纳合作后推出的首款车型，定位中型SUV。**极狐阿尔法T是一款纯电中型SUV，售价在24.19-31.99万元之间。该车尺寸参数为4788mm*1940mm*1683mm，拥有超长轴距2915mm，采用20.0英寸的铝合金轮毂，空间表现舒适。续航方面，阿尔法T有标准续航版和超长续航版两驱和四驱选择。标准续航电池容量67.3kWh，最大功率160kW，峰值扭矩360N·m；超长续航电池容量93.6kWh，两驱版最大功率160kW，峰值扭矩360N·m，四驱版最大功率320kW，峰值扭矩720N·m。
- **极狐阿尔法S为第二款量产车，定位中大型轿车。**阿尔法S是极狐推出的一款中高端纯电动轿跑汽车。该系列共推出四个基础版本，售价依据其不同配置在25.19—34.49万元之间。流线型外观，X型前脸以及溜背式的尾部设计使得它的风阻系数控制在2.4cd，价值全身钢铝架构，使得车身更轻，零百加速仅4.2s。车身尺寸在4930mm*1940mm*1599mm，轴距2915mm。内饰亮点在于仪表盘和中控屏贯穿为一体的液晶大屏。在充电问题上，该车支持快充，30分钟电量储备80%左右电量。根据车型的不同，续航里程能达到525km\603km\708km。
- **与华为深度合作，推出极狐HI版车型。**Huawei inside 智能豪华纯电轿车极狐阿尔法S华为HI定制版，是全球首款搭载三激光雷达布置以及华为鸿蒙OS和华为高阶自动驾驶ADS系统的量产车型，达到华为目前最高阶自动驾驶技术水平。该车型普通款售价为38.89万元，高阶版售价为42.99万元，是目前公司在售车型中定价最高的。根据官方计划，极狐阿尔法S华为HI版将在今年四季度启动交付，这款深深打上了华为技术烙印并将进入华为销售渠道的纯电轿车，有望助力极狐品牌乃至北汽新能源销量恢复增长。

图 18：极狐系列车型售价



资料来源：极狐官网、天风证券研究所

极狐系列在性能以及系统配置方面有显著提升。极狐搭载α-Pilot 高级辅助驾驶系统以及

四驱配合动力系统，使其旗下产品具备更安全更稳定的智能驾驶功能。百公里提速仅需 4 秒左右，性能显著优于 BEIJING 品牌系列车型。

续航能力方面，极狐品牌产品搭载 SK 高能量密度电芯，使其续航里程最高能达到 708km。相比于北汽的其他系列车型，续航里程大幅提升，为客户带来更极致的驾乘体验。

图 19：极狐系列车型

型号	价格	续航/公里	电芯	发布时间	百公里提速(s)	系统	驱动
极狐							
极狐 阿尔法 T	24.1 万起	653	SK	2019	4.6	α-Pilot 高级辅助 驾驶系统	四驱
极狐 阿尔法 S	25.2 万起	525-708	SK	2021	4.2	α-Pilot 高级辅助 驾驶系统	二驱/四驱
极狐 阿尔法 s 华为 HI	38.9 万起	708	SK	2021	3.5	智能高阶自动驾 驶	四驱

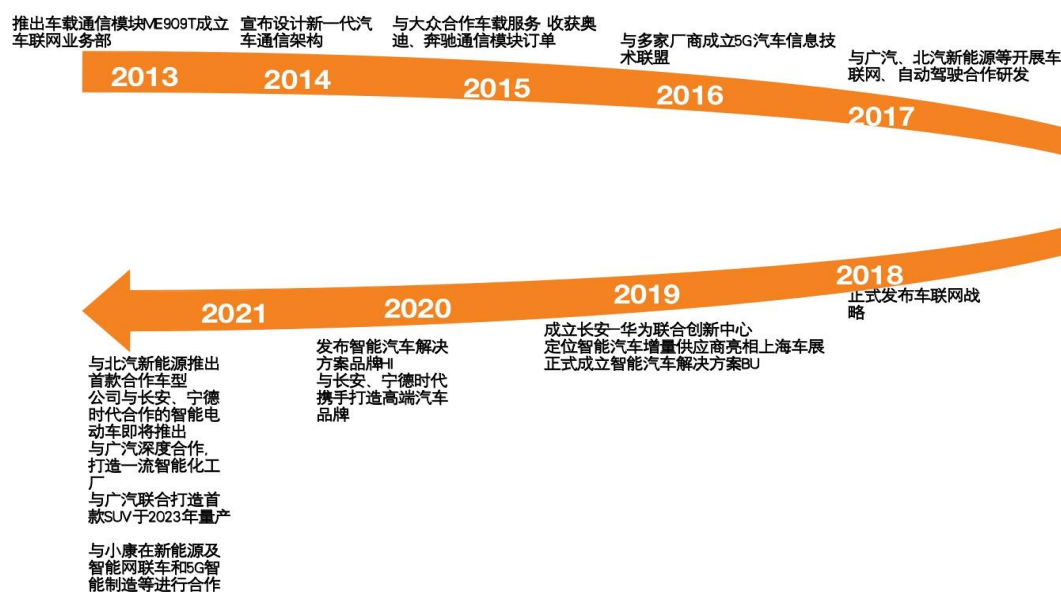
资料来源：极狐官网，天风证券研究所

4. 华为 Inside 赋能，新一代智能电动车性能标杆

4.1. 多年积累，华为进军智能汽车行业

华为依托其深厚的 ICT 技术储备快速切入智能汽车领域。华为智能汽车业务加速扩张，从业务探索期（2013-2015）、合作研发期（2016-2019）逐步走向产品落地阶段（2019-至今）。2014 年，华为成立了“车联网实验室”，延伸华为 ICT 能力，开展汽车互联化、智能化、电动化和共享化的技术创新，面向智能网联电动汽车的应用场景储备技术。2015 年，华为进入车联网供应商序列。2016 年起，华为与上汽、广汽、北汽新能源等多家车企在车联网、自动驾驶领域展开合作。2019 年，华为作为智能汽车增量供应商提供车载计算平台 MDC、HI Car、云服务、Octopus 等多款产品，成立智能汽车解决方案 BU，与广汽、北汽、长安等 18 家车企共同打造“5G 生态圈”。2021 年，华为与北汽共同打造 ARCFOX 极狐和 HI 联合品牌项目，并发布首款 HI 智能纯电轿车极狐阿尔法 S。

图 20：华为进军智能汽车行业进程



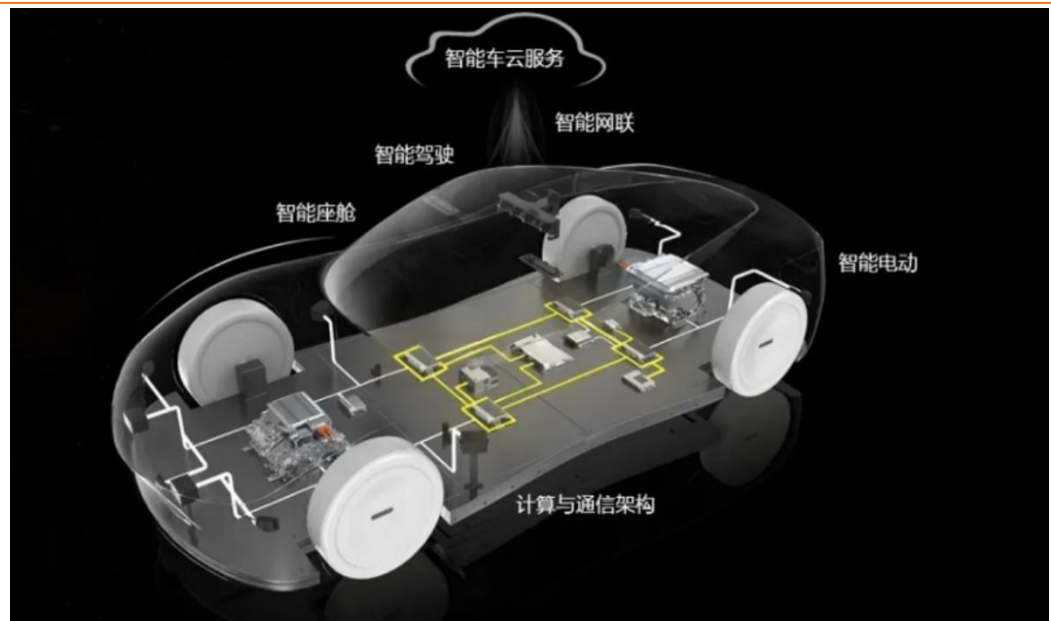
资料来源：华为官网，盖世汽车网等，天风证券研究所

做智能汽车增量部件供应商，赋能车企科技化。华为对于智能汽车业务的定位不止于 Tier1，

更要成为汽车界的核心，实现 Huawei Inside。华为与合作伙伴共同定义、联合开发，深度合作打造智能汽车，为整车车企赋能华为 HI 要素品牌，帮助汽车行业尽快迭代进化至无人驾驶。

推出华为 HI 全栈解决方案，为企业提供技术赋能。2020 年 10 月 30 日，华为在上海首次发布智能汽车解决方案品牌 HI。该方案集芯片、操作系统、感知硬件、决策融合算法、云计算等优势为一体，打造汽车技术闭环。从基础的计算与通信架构，到前后端的智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云系统，再到麒麟芯片、鸿蒙系统、激光雷达以及 AR-HUD 等全套智能软硬件，从面到线到点全面布局，帮助车企打造新一代智能汽车。

图 21：华为 HI 全栈智能汽车解决方案



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

4.2. 华为、北汽蓝谷，双方合作持续升级

公司是华为三大最紧密的车企合作伙伴之一。华为选择了三家车企作为合作伙伴，打造三个子品牌，利用多年积累的技术优势来车企提供基于华为 ICT 能力的智能网联汽车部件和解决方案。其中，公司与华为合作打造 ARCFOX 极狐。华为在智能汽车产业链上的竞争力，将大幅提高北汽造车的智能化水平。

表 2：华为在汽车产业链的合作企业

合作领域	产业链合作企业
整车制造	一汽集团、长安汽车、东风集团、上汽集团、广汽集团、北汽集团、比亚迪、长城汽车、奇瑞控股、江淮汽车、宇通、赛力斯、南京依维柯、T3 出行等（5G 汽车生态圈）
智能座舱	科大讯飞、华阳集团、北信源、裕太车通、中科创达、均胜电子、航盛电子、德赛西威
应用生态（智慧屏应用）	咪咕音乐、华为音乐、酷狗音乐、喜马拉雅、凤凰 FM 高德、百度、搜狗等（50+应用生态圈）
智能控制	得润电子、中科创达、四维图新、润和软件、京泉华、锐明技术、祥鑫科技
智能网联	中科创达、四维图新、高新兴、易华录、启明信息、千方科技、数字认证、中国移动、中国汽研、上海博泰、沃达丰博世、南天信息、福晶科技
配套硬件	长鹰信质、富临精工、江海股份、湘油泵、特锐德、银轮股份

资料来源：爱集微、天风证券研究所

华为和北汽蓝谷 ARCFOX 极狐的合作由来已久，在产品端和企业发展层面持续深化。2017

年，华为与 ARCFOX 极狐双方签署关于设立“1873 戴维森创新实验室”的“战略合作框架协议”，这也是华为与国内车企正式签下的第一份战略合作协议。2018 年 11 月，双方签署“深化战略合作协议”，在此前协议基础上深化战略合作。在产品层面，利用华为在 ICT 领域的技术优势，面向汽车新四化发展方向，助力北汽新能源打造下一代智能网联电动汽车；在企业发展层面，双方将重点关注云计算、大数据、工业物联网、信息安全等领域的合作，推动北汽新能源实现数字化转型。

联合设立“1873 戴维森创新实验室”，打造 IMC 架构，在用户导向征途上占据领先地位。2019 年 1 月，双方深入合作，子公司北汽新能源与华为签署了“全面业务合作协议”。双方联合设立“1873 戴维森创新实验室”，实验室研究范围包括云计算、车联网、能源互联网等。实验室将 ICT 技术与智能网联汽车深度融合，完成了 IMC (Intelligent Module Criterion) 架构的打造，这是全球首个商业搭载 5G 技术的 IMC 智能模块标准架构，已应用于阿尔法系列车型。

IMC 架构是极狐产品实现“用户导向”的基础，六大层面赋能极狐。在**车型结构**方面，IMC 架构模块化底盘和车身结构支持轴距 2.5m-3m，A0 级-C 级全车型的制造；在**续航**方面，IMC 架构打造标准化全气候电池包，实现全系 500-700km 续航里程；在**AI 智能**方面，得益于华为的参与，IMC 搭载了算力最高每秒 352 万亿次的芯片，百兆以上的全新以太网 EE 架构，宽广的网络带宽和极毫秒级别的延时为实验室实现高端智能化提供了可能。**自动驾驶**方面，IMC 架构支持 L3、L4 以及更高级别的自动驾驶，三组激光雷达在内的超过 30 个智能感知设备；在**人机互动**方面，主要亮点在可拓展性，极狐产品通过五感交互、SMART 算法的有效集成，每三个月都会通过进化为用户带来新功能和体验；在**外观**方面，IMC 架构不同于围绕动力系统催生的传统生产平台，而是吸收了华为、戴姆勒、麦格纳等巨头丰富的科技美学和工业美学基因，摒弃非必要外观元素，强调产品性能和设计的有效平衡。由双方合作建立实验室衍生的平台化优势支持北汽新能源为产品设置相对亲民的定价和保持较为稳定的品质，与此同时，实验室在智能化创新领域的突破为北汽新能源品牌升级提供了技术支持。

双方签署深化合作协议，强化新车型开发及智能网联技术合作。公司与华为于 2021 年 9 月 26 日签署了《全面业务深化合作协议》，加强联合品牌全系合作车型的产品开发，及在智能网联汽车业务领域的合作，极狐阿尔法 S HI 版计划于 2021 年底实现线上线下渠道销售。

图 22：华为、北汽蓝谷合作进程

2017	签署关于设立“1873戴维森创新实验室”的战略合作框架协议
2018	签署深化战略合作协议
2019	签署实验室全面业务合作协议
2020	双发合作Hi car模式首款车型——极狐阿尔法T
2021	双发合作升级HI 模式——推出极狐阿尔法S

资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

双方合作的极狐阿尔法 S（HI 版）即将交付。2021 年来，公司与华为的合作明显提速。2021 年 4 月，极狐联合华为发布了极狐阿尔法 S 华为 HI 版，预售价在 38.89-42.99 万元，起售价较常规版高出 13 万左右。5 月，该车型产线验证车正式下线。8 月 31 日，100 台阿尔法 S 华为 HI 版已实现内部的小批量交付，新车预计将于四季度正式交付。极狐阿尔法 S HI 是首款华为 HI 尾标上车的落地车型，双方合作模式为 Huawei Inside 模式，即公司主导车型定义、平台开发、量产制造等环节；华为提供全栈智能汽车解决方案，具体包括 1 个全新的计算与通信架构和 5 大智能系统，智能驾驶，智能座舱、智能电动、智能网联

和智能车云，以及激光雷达、AR-HUD 等全套智能化部件。该车的核心亮点是其搭载的华为 ADS 自动驾驶系统在阿尔法 T 的基础上升级，已达到 L4（城区高阶自动驾驶）的水平。新车智能驾驶路试视频成功出圈，能够在市区做到 1000 公里无干预自动驾驶，吸引了广泛的关注，也赋予该款车型科技化光环。公司、华为强强联合和麦格纳高端制造保障下，极狐 Hi 版拥有超强产品力，有望助力北汽蓝谷依托极狐实现高端转型，竞争高端市场，在智能化和新能源领域实现新的突破。

图 23：极狐 HI 版市区内自动驾驶测试



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

极狐自建销售网络在全国范围内持续扩张，华为渠道新增助力。极狐销售网络由两部分组成，其一是独立于集团的自建渠道，其二是华为销售渠道。截至 2021 上半年，极狐自建渠道已完成 60 家网点建设，覆盖北京、镇江、上海、广州、深圳、成都、武汉、杭州等 24 个重点城市，通过逐渐填补区域市场空白，年底将扩展至全国 40 个城市，实现 100 家网点铺设。预计在 2022 年，网点累计布局将达到 150 家。2021 年 9 月，随着华为北汽双方营销渠道共享，阿尔法 S 华为 HI 版正式进入华为销售渠道，继赛力斯后，极狐汽车成为第二个进入华为销售渠道的汽车品牌。目前华为拥有 5000 家高端体验店，12 家旗舰店。进入华为销售体系将进一步增加极狐品牌曝光度，同时有望借助华为强势的品牌知名度带动阿尔法 S 华为 HI 版车型销量。

图 24：极狐 HI 版高端性能智能配置



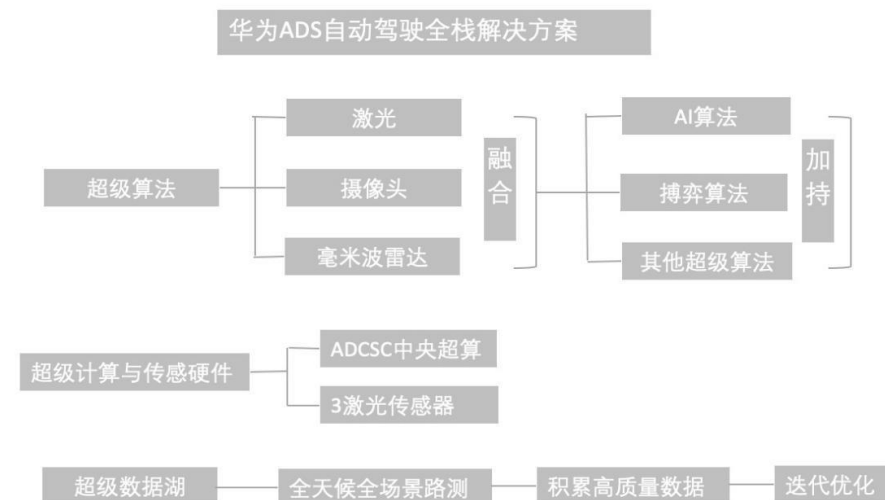
资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

华为 HI 全栈智能汽车解决方案中的高阶自动驾驶系统 ADS 也将为极狐阿尔法 S 赋能。该系统采用了以终为始的设计思路，以 L4 级自动驾驶架构为基础，提供面向 L4~L2+级自动驾驶全栈解决方案，传感器、中央超算、算法全面领先。

硬件方面，ADS 搭载超级中央超算 ADCSC，可支持 400TOPS/800TOPS 两档算力，并通过领先设计，支持未来的算力进一步升级。与此同时，算力随算法灵活演进，以城区场景出发，面向私家车优化传感器布局，为极狐阿尔法 S 华为 HI 版的未来自动驾驶能力升级预留了空间。

算法方面，ADS 以超领先的全栈算法成为唯一将 Robo taxi 高阶自动驾驶能力落地于私家车的系统。真正实现机器自我学习持续积累环境信息和驾驶习惯，并且能不断迭代优化。

图 25：华为 ADS 自动驾驶系统



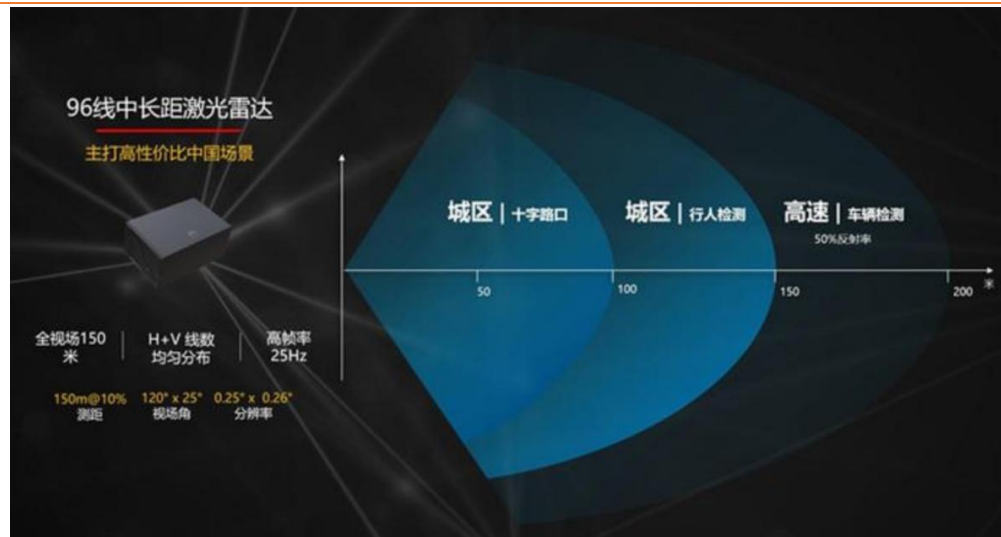
资料来源：汽车测试网、天风证券研究所

除了 ADS 自动驾驶系统以外，极狐阿尔法 S 搭载的激光雷达也是华为为其赋予的一大技术亮点。激光雷达是解决连续自动驾驶体验的关键传感器，所带来的智能驾驶体验将远超任何已商用的智能驾驶系统。相比毫米波雷达和摄像头，激光雷达在目标轮廓测量、角度测量、光照稳定性、通用障碍物检出等方面都具有极佳的能力。

极狐阿尔法 S HI 采用的是华为最先进的 3 颗 96 线车规级激光雷达搭载方案，可以实现 300 度视角，同时还装配了 6 个毫米波雷达，12 个摄像头，13 个超声波雷达，同时搭载算力可达 352Tops 的华为芯片。

因此，在实际行驶过程中，极狐阿尔法 S 除了能应对龙门架、隧道场景、地库场景、ECT 抬杆、十字路口左拐场景、近端突出物（比如载有钢筋的货车）、远距小障碍物场景、近距离加塞场景等场景外，还能对行人乱穿马路等场景做出快速识别和判断，实现 300° 基本无死角的覆盖。

图 26：华为激光雷达



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

在系统体验上，阿尔法 S HI 首次搭载鸿蒙 OS 智能互联系统，可实现所有设备协同，让用户真切体验到万物互联，目前已经支持多达 23 个应用生态，包括畅联通话、高德、酷狗音乐、华为音乐、网易云音乐、华为视频、哔哩哔哩等，车机应用生态丰富，且常用常新。

另一方面，华为 HMS-A 以及 AR HUD 等多方面结合的软件平台，为用户提供当下最快的智能座舱语音体验。业界目前通用的云端方案响应时间为 2-3 秒，而华为端云结合方案不足 1 秒便能完成响应。打造最懂用户需求的智能座舱，使驾驶者和车辆沟通无障碍。

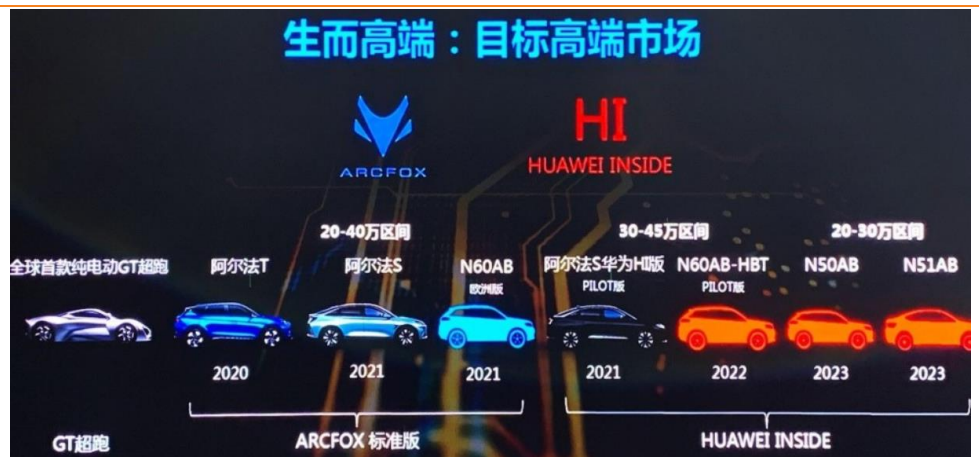
图 27：华为为极狐阿尔法 S 提供的技术赋能



资料来源：盖世汽车网、天风证券研究所

极狐 HI 版车型将逐步扩充，价格有望下探至 30 万元以内。21 年末至 23 年，极狐 HI 版本预计将上市 4 款车型，除了即将上市的极狐 S HI 版外，还有一款全新纯电动轿车以及两款 SUV 产品，其中包含 N60AB-HBT Pilot 版，该车将于 2022 年亮相，而 N50AB 纯电 SUV 和 N51AB 纯电动轿车将于 2023 年亮相。而伴随产销规模扩大、自动驾驶技术软硬件日益成熟，HI 版覆盖范围也将下探至 20-30 万元区间，进一步扩大消费群体。

图 28：极狐车型规划



资料来源：中国汽车工业信息网，天风证券研究所

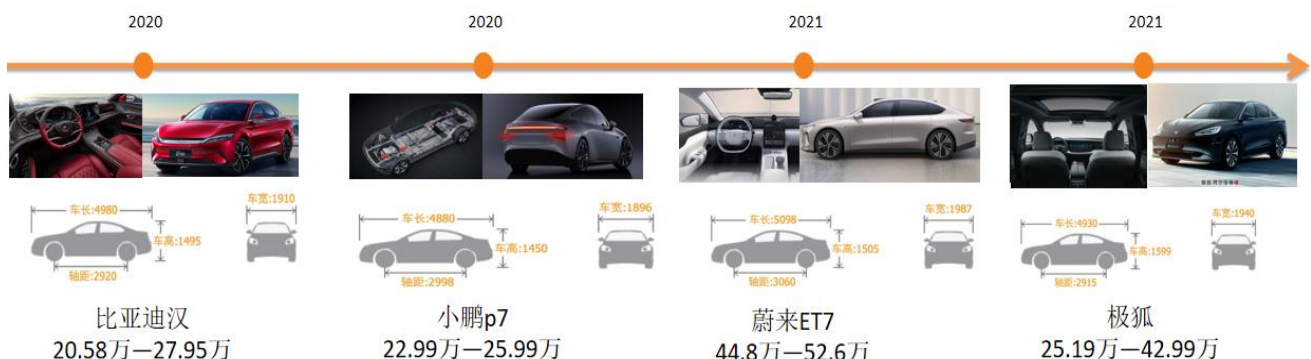
5. 极狐阿尔法 S 竞品车型比较

5.1. 独特设计理念，各车型别具一格

车企设计理念大不相同，各具特色。极狐阿尔法 S、小鹏 P7、比亚迪汉以及蔚来 ET7 都被定位为高端新能源车型，除了蔚来 ET7 的起售价较高（44.8 万起），其他三款车的基础款售价均在 20 万左右。外观上，各车设计理念大不相同，阿尔法 S 拥有来自家族设计语言的动感腰线、掀背造型呈现独有的运动气息。小鹏 P7 联合数学与美学的跨界设计灵感，拥有独特的鹏翼门设计。比亚迪汉采用全新设计理念，横列式 LED 矩阵大灯拥有较强的科技感。蔚来 ET7 搭载 Double-dash 日间行车灯，融入车身的 X-bar，以及独特的无边框车门，更加纯粹、更有未来感。

大空间，打造舒适宽敞的乘坐享受。这四款车都拥有较大的车内空间，属于中大型车。其中，极狐阿尔法 S 的车身尺寸为 4930*1940*1599mm，轴距 2915mm，后备箱空间高达 560L，实用性极强。而整车空间最大的则是蔚来 ET7，该车车身尺寸 5098*1987*1505mm，轴距 3060mm，为用户提供舒适宽敞的车内自由空间。

图 29：不同车型对比



资料来源：公司官网、天风证券研究所

5.2. 搭载不同配置，车型各有特色

内置方面，极狐阿尔法 S 配备哈曼齐声道环绕的立体声以及 12 只高保真扬声器，同时还搭载 20.3 英寸的嵌入式 4K 高清中控屏，为用户带来更宽阔的视觉享受。小鹏 P7 搭载丹拿音响，车内还配置 13 处氛围灯，独特的车内氛围感为用户打造一个全新的移动式音乐厅。比亚迪的亮点则是搭载北欧 Dirac 高保真声学科技其车内搭配的 Di Link 系统，该系统具有车载 K 歌功能。

动力性能方面，极狐阿尔法 s、比亚迪汉以及蔚来 ET7 的部分配置车型，百公里提速都达到 4 秒左右。其中，极狐最高配置车型极狐阿尔法 s 华为 HI 版的百公里提速仅需 3.5 秒，是四款车型中瞬间发动能力最强的。相比之下，小鹏 P7 的动力性能较差，其全系车型的百公里提速都需要 6.7s。

续航能力方面，蔚来 ET7 的表现最优，其最高续航里程能达到 1000km，但是其售价也高达 52.6 万，远超过其他品牌。相比之下，起步价在 20 多万的极狐 s 和小鹏 p7，这两款车最高续航里程也能达到 700km 以上，性价比较高。

表 3：车型参数对比

项目	极狐阿尔法 s	小鹏 p7	比亚迪汉	蔚来 ET7
售价	25.19-42.99 万元	22.99-25.99 万	20.58-27.95 万	44.8-52.6 万
车型大小 (mm)	4930*1940*1599	4880*1896*1450	4980*1910*1495	5098*1987*1505
轴距	2915	2998	2920	3060
音响	哈曼	丹拿	Dirac	7.1.4 沉浸式
百公里提速	3.5-4.2s	6.7s	3.9-7.9s	3.9s
续航	525/708km	480/706km	550/605	500/700/1000km
智能座舱	20.3 英寸中控屏，12.3 英寸仪表	14.96 英寸中控屏，10.25 英寸仪表	15.6 英寸中控屏，12.3 英寸仪表	12.8 英寸中控屏，10.2 英寸仪表
车载智能系统	鸿蒙 OS	X mart OS	DiLink3.0	NAD
智能驾驶	Hi 版配备 3 颗 96 线车规级激光雷达、6 个毫米波雷达、12 个摄像头、13 个超声波雷达	全自动高速导航领航 (NGP)"、辅助系统、全景影像、遥控泊车"和 "城市拥堵路段自动驾驶辅助	DiDAS 包含自动紧急制动 11 个 800 万像素的高清摄像头，12 个超声波传感器，两个高精度定位单元，以及车路协同感知和增强主驾感知。	

资料来源：公司官网、盖世汽车网、天风证券研究所

5.3. 销量预测

极狐将成为北汽在售车型的销量代表。我们预计随极狐 HI 版车型陆续上市交付，公司品牌力将逐步增强，销量有望逐步企稳回升。预计公司 2021 年-2023 年销量分别为 2.4 万辆、6.4 万辆和 18.3 万辆，其中极狐品牌销量分别为 0.4 万辆、3.8 万辆和 15 万辆。

表 4：公司销量预测

销量预测 (辆)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EC 系列	86653	4509	12948	1000	1500	2000
EX 系列	27718	1119	3524	4000	6000	7500
EU 系列	27121	80553	30600	20000	20000	24000
极狐	0	0	0	4400	38000	150000
汽车总销量	142637	86339	47781	23700	64000	183000

资料来源：Wind、盖世汽车，天风证券研究所

6. 投资建议

我们预计公司 21-23 年收入分别为 73.9 亿元、195.6 亿元、650.0 亿元。由于公司研发投入较大，同时处在销量的爬坡期，相关支出费用较多，预计公司 21-23 年归母净利润分别为-34.7 亿元、-21.2 亿元和 0.9 亿元。

由于公司短期实现盈利难度较大，我们采用 PS 法对其进行估值。我们选取自主品牌车企比亚迪、长城汽车，以及造车新势力蔚来、理想、小鹏，以及特斯拉作为可比公司，考虑到公司新车型及产能爬坡周期，我们给予公司 2023 年 1.2 倍的 PS 目标，对应目标价 18.2 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司（截至 2021 年 11 月 19 日，营业收入为 Wind 一致预期）

		总市值（亿元）		营业收入（亿元）			PS	
	证券简称	2021/11/19	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600733.SH	北汽蓝谷	513.2	73.9	195.6	650.6	6.9	2.7	0.8
002594.SZ	比亚迪	8,078.9	2,113.7	2,854.7	3,480.8	3.8	2.8	2.3
601633.SH	长城汽车	4,495.2	1,382.6	1,891.6	2,332.5	3.3	2.4	1.9
NIO.N	蔚来汽车	3,889.6	353.9	624.7	815.3	11.0	6.2	4.8
XPEV.N	小鹏汽车	1,995.0	164.5	290.5	452.0	12.1	6.9	4.4
LI.O	理想汽车	1,794.2	242.4	390.4	638.4	7.4	4.6	2.8
TSLA.O	特斯拉	51,175.8	3,384.9	5,053.5	6,760.8	15.1	10.1	7.6
平均值						8.5	5.1	3.5

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- 1、新能源汽车销量增长不及预期：**若因政策调整等因素导致国内新能源汽车销量增长不及预期，公司新能源汽车整车业务以及零部件业务发展速度或放慢。
- 2、新车型推广不及预期：**新车型推广预期导致的公司销量增速缓慢。
- 3、新能源汽车行业竞争加剧风险：**随着国内新能源市场的发展及补贴政策的淡化，海外企业进入国内市场的脚步正在加快，对产业格局带来新的冲击，或将导致公司市场份额降低。
- 4、预测存在一定的主观假设，仅供参考。**
- 5、不同市场估值差异偏差风险：**选取的可比公司与公司在不同市场上市，不同市场存在一定估值体系差异，存在可比公司估值差异偏差风险。
- 6、公司未来 2 年可能持续亏损风险。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,969.22	3,969.66	8,868.01	11,737.52	25,982.46
应收票据及应收账款	21,659.63	18,812.49	18,159.82	25,312.46	28,817.67
预付账款	668.95	114.01	791.82	1,236.29	5,061.57
存货	5,751.80	4,082.57	2,387.59	10,518.51	28,009.34
其他	8,879.32	2,654.39	6,069.44	5,994.85	5,515.22
流动资产合计	45,928.91	29,633.13	36,276.67	54,799.63	93,386.26
长期股权投资	414.34	523.37	623.37	723.37	823.37
固定资产	5,687.01	6,463.90	6,602.38	6,640.68	6,667.26
在建工程	1,698.93	952.72	667.63	544.58	554.75
无形资产	4,458.33	4,938.26	3,983.01	2,982.80	1,937.63
其他	917.68	1,087.42	925.83	791.66	712.28
非流动资产合计	13,176.30	13,965.66	12,802.23	11,683.09	10,695.29
资产总计	59,135.76	43,625.75	49,105.31	66,510.70	104,108.66
短期借款	9,762.97	7,566.80	7,500.00	16,102.66	27,619.43
应付票据及应付账款	16,118.94	7,316.92	9,936.83	17,719.10	26,736.11
其他	4,718.27	6,887.11	7,809.45	11,221.74	27,996.17
流动负债合计	30,600.17	21,770.83	25,246.28	45,043.50	82,351.71
长期借款	4,155.72	2,861.80	2,810.75	2,810.75	2,810.75
应付债券	5,559.30	6,592.45	6,500.00	6,217.25	6,436.57
其他	1,168.58	1,017.13	1,166.47	1,117.39	1,100.33
非流动负债合计	10,883.60	10,471.38	10,477.22	10,145.40	10,347.65
负债合计	41,483.77	32,242.21	35,723.50	55,188.89	92,699.36
少数股东权益	267.30	462.57	465.80	527.60	526.67
股本	3,493.66	3,493.66	4,287.31	4,287.31	4,287.31
资本公积	14,108.28	14,108.28	18,764.46	18,764.46	18,764.46
留存收益	13,922.72	7,440.28	8,628.71	6,506.89	6,595.32
其他	(14,139.98)	(14,121.25)	(18,764.46)	(18,764.46)	(18,764.46)
股东权益合计	17,651.99	11,383.54	13,381.82	11,321.80	11,409.30
负债和股东权益总计	59,135.76	43,625.75	49,105.31	66,510.70	104,108.66

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3.89	(6,476.40)	(3,467.75)	(2,121.81)	88.42
折旧摊销	1,108.91	1,587.23	1,461.85	1,524.97	1,588.43
财务费用	623.26	972.86	500.00	580.00	670.00
投资损失	(132.08)	(69.32)	(81.06)	(81.06)	(81.06)
营运资金变动	(13,399.16)	1,500.51	2,749.91	(3,880.26)	1,886.92
其它	5,417.21	(4,136.23)	3.23	61.80	(0.93)
经营活动现金流	(6,377.97)	(6,621.36)	1,166.18	(3,916.37)	4,151.78
资本支出	4,514.05	2,347.47	210.66	489.08	597.06
长期投资	253.53	109.03	100.00	100.00	100.00
其他	(10,466.43)	539.83	(589.05)	(949.57)	(1,195.14)
投资活动现金流	(5,698.84)	2,996.34	(278.39)	(360.49)	(498.08)
债权融资	20,414.70	20,730.70	19,778.47	27,504.84	38,766.09
股权融资	720.08	(762.23)	4,987.37	(555.42)	(645.42)
其他	(7,099.96)	(19,809.96)	(20,755.28)	(19,803.05)	(27,529.42)
筹资活动现金流	14,034.82	158.51	4,010.56	7,146.37	10,591.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,958.01	(3,466.51)	4,898.35	2,869.50	14,244.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,588.71	5,272.47	7,394.46	19,562.53	64,956.15
营业成本	21,393.92	6,791.81	7,764.19	16,593.56	53,346.26
营业税金及附加	81.34	40.80	23.66	62.60	220.85
营业费用	1,648.20	1,008.07	1,257.06	2,151.88	5,846.05
管理费用	806.61	748.42	739.45	1,173.75	2,468.33
研发费用	438.56	973.19	739.45	1,173.75	2,403.38
财务费用	482.92	805.53	500.00	580.00	670.00
资产减值损失	(165.70)	(1,023.36)	(30.00)	5.00	5.00
公允价值变动收益	2.87	28.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.08	69.32	81.06	81.06	81.06
其他	(1,067.41)	2,389.69	(162.13)	(162.13)	(162.13)
营业利润	(164.69)	(6,559.29)	(3,518.27)	(2,096.95)	77.35
营业外收入	11.80	7.11	12.40	12.80	13.80
营业外支出	2.63	9.23	4.12	3.00	2.50
利润总额	(155.52)	(6,561.41)	(3,509.99)	(2,087.15)	88.65
所得税	(159.41)	(85.01)	(45.47)	(27.13)	1.15
净利润	3.89	(6,476.40)	(3,464.52)	(2,060.01)	87.49
少数股东损益	(88.12)	6.04	3.23	61.80	(0.93)
归属于母公司净利润	92.01	(6,482.44)	(3,467.75)	(2,121.81)	88.42
每股收益（元）	0.02	(1.51)	(0.81)	(0.49)	0.02

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	43.50%	-77.65%	40.25%	164.56%	232.04%
营业利润	-213.28%	3882.83%	-46.36%	-40.40%	-103.69%
归属于母公司净利润	-40.70%	-7145.36%	-46.51%	-38.81%	-104.17%
获利能力					
毛利率	9.30%	-28.82%	-5.00%	15.18%	17.87%
净利率	0.39%	-122.95%	-46.90%	-10.85%	0.14%
ROE	0.53%	-59.36%	-26.85%	-19.66%	0.81%
ROIC	-0.05%	-20.18%	-11.02%	-6.44%	2.83%
偿债能力					
资产负债率	70.15%	73.91%	72.75%	82.98%	89.04%
净负债率	64.84%	147.24%	81.53%	139.27%	112.05%
流动比率	1.50	1.36	1.44	1.22	1.13
速动比率	1.31	1.17	1.34	0.98	0.79
营运能力					
应收账款周转率	1.04	0.26	0.40	0.90	2.40
存货周转率	7.45	1.07	2.29	3.03	3.37
总资产周转率	0.46	0.10	0.16	0.34	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.02	-1.51	-0.81	-0.49	0.02
每股经营现金流	-1.49	-1.54	0.27	-0.91	0.97
每股净资产	4.05	2.55	3.01	2.52	2.54
估值比率					
市盈率	572.20	-8.12	-15.18	-24.81	595.42
市净率	3.03	4.82	4.08	4.88	4.84
EV/EBITDA	29.50	-74.93	-40.46	8,469.44	27.79
EV/EBIT	-765.59	-21.13	-20.86	-44.78	86.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com