

# 4Q22 指引乐观，ET5 需求强劲

华泰研究

2022 年 11 月 16 日 | 美国

季报点评

其他电子

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

18.00

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 指引乐观；ET5 需求强劲，看好 ET5 产能爬坡

3Q22 蔚来收入环比增长 26.3%，同比增长 32.6%，基本符合彭博一致预期。公司汽车毛利率环比下降 0.3pp 至 16.4%，但仍比彭博一致预期高 1.5pp。公司预计 11-12M22 汽车交付量达到 3.3-3.8 万辆，全年交付量达到 12.5-13 万辆，指引较为乐观。我们认为，蔚来当前面临的主要挑战是关键零部件的供应缺口以及 ET5 的产能不足。考虑到中国电动车市场增速放缓及竞争加剧，我们将蔚来 2022/2023/2024 年的总收入预期下调 8.2/5.8/22.0% 至 554/950/1205 亿元，我们将目标价从 30 美元下调至 18 美元，基于 3.2 倍的 2023E EV/Sales (前值: 7.0x 2022E EV/Sales, 对应 4.1x 2023E EV/Sales)。维持 "买入" 评级。

### 主要有利因素: ET5 需求旺盛；产能爬坡完成后，交付量有望提升

我们看到蔚来 ET5 需求强劲，我们认为当前交付量主要的制约因素是供应链不畅以及产能的瓶颈。业绩电话会议上，蔚来预计今年 12 月其 ET5 的产量有望超过 7 千辆，总交付量有望达到先前制定的 2 万辆的目标。蔚来指出在产能爬坡完成后，两个工厂的单班年产量合计将超过 30 万辆，届时产能的限制将大幅缓解。叠加 1H23 将推出的两款全新车型放量，我们看好其总交付量的增长。

### 主要不利因素: 碳酸锂价位维持高位，竞争加剧，汽车毛利率承压

公司 3Q22 毛利率为 13.3%，环比增长 0.3pp，但其汽车毛利率环比下降 0.3pp 至 16.4%，主要系：1) 中国电动车市场竞争加剧，我们认为国内新能源汽车玩家的激烈竞争或将拉低整个行业的利润率。2) ASP 环比下降 1.2pp；以及 3) 碳酸锂价格维持高位。在业绩电话会议上，蔚来表示如果碳酸锂的价格从 60 万元/吨回落至 40 万元/吨，蔚来的汽车利润率将增加 4pp。蔚来预计 4Q22 汽车毛利率维持稳定。我们认为，作为高端市场的领导品牌，蔚来的汽车毛利润率将比其针对大众市场的竞争对手更具韧性。

### 维持买入评级，下调目标价至 18 美元

我们认为在智能驾驶制造商中，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，我们将蔚来 2022/2023/2024 年的总收入预期下调 8.2/5.8/22.0% 至 554/950/1205 亿元，我们将目标价从 30 美元下调至 18 美元，基于 3.2 倍的 2023E EV/Sales，较行业平均 2.3x EV/Sales 溢价 40%，因为我们认为 NIO 在高端品牌形象和车辆智能化方面处于可比公司的前列。

风险提示：电池价格维持高位；电动车需求增速下降。

## 经营预测指标与估值

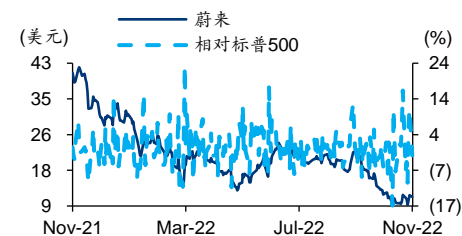
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	16,258	36,136	55,351	94,988	120,473
+/-%	107.77	122.27	53.17	71.61	26.83
归属母公司净利润 (人民币百万)	(5,299)	(3,986)	(8,600)	(10,328)	(8,751)
+/-%	(53.05)	(24.79)	115.78	20.10	(15.27)
EPS (人民币, 最新摊薄)	(4.48)	(2.53)	(5.29)	(6.36)	(5.39)
ROE (%)	(39.23)	(11.41)	(25.50)	(42.52)	(59.33)
PE (倍)	(0.38)	(0.68)	(0.32)	(0.27)	(0.32)
PB (倍)	0.06	0.07	0.09	0.15	0.27
EV EBITDA (倍)	(17.18)	(18.80)	(11.58)	(8.95)	(10.06)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (美元)	18
收盘价 (美元 截至 11 月 14 日)	11.17
市值 (美元百万)	18,458
6 个月平均日均成交额 (美元百万)	967.72
52 周价格范围 (美元)	8.38-43.12
BVPS (美元)	3.32

## 股价走势图



资料来源：S&P

## 业绩回顾

3Q22 蔚来收入环比增长 26.3%，同比增长 32.6%，基本符合彭博一致预期。公司汽车毛利率下降 0.3pp 至 16.4%，但仍比彭博一致预期高 1.5pp。

图表1：蔚来 3Q22 业绩

(百万元)	1Q22	2Q22	3Q22			4Q22E		
	A	A	A	Con	Diff	Guidance	Con	Diff
<b>收入</b>								
总收入	9,911	10,292	13,002	12,920	1%	17,368-19,225	21,188	-18%~-9%
YoY (%)	24	22	32.6	32		75-94%	114	
成本	8,464	8,952	11,267	11,269			17,634	
毛利	1,447	1,340	1,735	2,008	-14%		3,419	
毛利率 (%)	14.6	13.0	<b>13.3</b>	<b>14.9</b>	<b>-1.6pp</b>		16.2	
期间费用	3,636	4,186	5,605					
营收占比	37	41	43					
SG&A 费用	2,015	2,282	2,712	2,397			2,770	
营收占比	20	22	21	19	2.3pp		13	
R&D 费用	1,762	2,149	2,945	2,252			2,817	
营收占比	18	21	23	17	5.2pp		13	
营业利润	-2,189	-2,846	-3,870	-2,595			-1,991	
归母净利润	-1,825	-2,745	-4,142	-2,466	68%		-1,918	
EPS	-1.12	-1.68	-2.53	-1.46			-1.28	
<b>汽车业务</b>								
汽车收入	9,244	9,571	11,933	11,744	2%		18,791	
YoY (%)	25	11	38	36			104	
汽车毛利率 (%)	<b>18.1</b>	<b>16.7</b>	<b>16.4</b>	<b>14.9</b>	1.5pp		<b>15.7</b>	
销量	25,768	25,059	31,607	32,343	-2%	43-48k	55,605	-23%~-19%
YoY (%)	28	14	29	32		72-92%	122	
ES8	4,341	3,681	4,378	3,931	11%		4,405	
ES7			2,293	1,543				
ES6	13,620	9,914	12,850	12,321			12,116	
EC6	7,644	4,715	3,337	5,551			6,527	
ET7	163	6,749	8,527	8,776			14,895	
ET5			221	221			12,500	
ASP (元)	358,740	381,932	377,533	363,096	4%		337,941	

资料来源：公司公告，彭博预测，华泰研究

## 主要有利因素

- 1) **四季度指引乐观。**蔚来预计 11-12M22 汽车交付量达到 3.3-3.8 万辆，全年交付量达到 12.5-13 万辆，较为乐观。我们认为，蔚来面临的主要挑战是关键零部件的供应短缺(EDS、SiC 等) 和 ET5 产能不足。
- 2) **ET5 需求强劲，产能爬坡进展顺利。**我们看到蔚来 ET5 需求强劲，我们认为当前交付量主要的制约因素是供应链不畅以及产能的瓶颈。业绩电话会议上，蔚来预计今年 12 月其 ET5 的产量有望超过 7 千辆，总交付量有望达到先前制定的 2 万辆的目标。

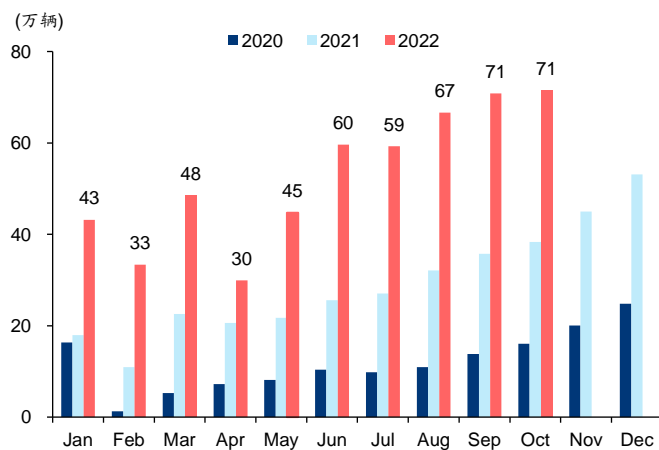
业绩电话会上，蔚来指出在产能爬坡完成后，两个工厂的单班年产量合计将超过 30 万辆，届时产能的限制将大幅缓解。叠加 1H23 将推出的两款全新车型放量，我们看好其总交付量的增长。

- 3) **持续的研发投入。**由于对新车型、电池和自主研发的 AD 芯片的投入不断增加，公司 3Q22 年研发费用率环比+2pp 至 23%，比彭博一致预期高 5.2%。在业绩电话会议上，公司指出未来几个季度的研发费用为 30 亿元左右。我们认为其持续打造的多元化产品组合将进一步加强公司竞争力。

## 主要不利因素

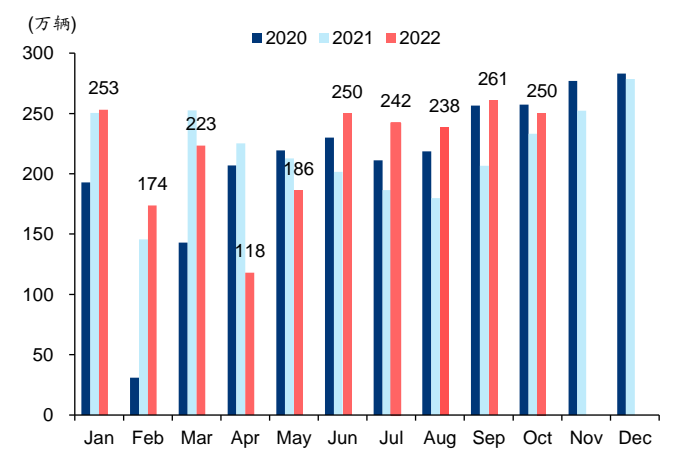
- 1) **中国的电动车销售增速放缓。**根据中国汽车工业协会的数据，中国 10 月份的新能源汽车销量仅增长了 0.8%。叠加明年针对 30 万元以下的新能源汽车以及换电模式的新能源汽车国补的取消，我们认为中国电动车销量增速或将放缓。
- 2) **汽车毛利率承压。**公司 3Q22 毛利率为 13.3%，环比提高 0.3pp，而其汽车毛利率环比下降 0.3pp 至 16.4%，主要系：1) 中国电动车市场竞争加剧；2) 平均售价环比下降 1.2pp；以及 3) 碳酸锂价格维持高位。在三季度财报电话会议上，管理层指出如果碳酸锂的价格从 60 万元/吨下降到 40 万元/吨，蔚来的汽车利润率将增加 4pp。我们认为国内电动车市场的激烈竞争将拉低整个行业的利润率。然而，作为高端市场的领导品牌，蔚来的单车毛利润率将比其针对大众市场的竞争对手更具韧性。
- 3) **亏损高于预期。**3Q22 公司归母净亏损为 41 亿元人民币，环比增长 50.9%，大幅高于彭博一致预期（亏损 25 亿元）。主要是由于 OPEX 费用的增加，以及公司海外人民币相关资产减值损失。

图表2：10M22，中国新能源汽车市场销量环比增长 0.8%



资料来源：中汽协，华泰研究

图表3：10M22，中国汽车市场销量环比下降 4%



资料来源：中汽协，华泰研究

## 盈利预测

- 1) 由于中国电动车市场之间的竞争加剧, 我们将 2022/2023/2024 年的销量预期下调 8/9/29%至 13/23/30 万辆, 同比增长 42/78/30%。
- 2) 因此, 我们将 2022/2023/2024 年的汽车销售收入预期下调 8.5/4.1/22.3%至 49.1/84.9/103.7 亿元人民币, 将 2022/2023/2024 年的总收入预期下调 8.2/5.8/22.0%至 554/950/1205 亿元人民币。
- 3) 我们将 2022/2023/2024 年的汽车利润率预期下调 1.4/0.4/0.9 个百分点至 17.0/18.6/19.1%, 主要受碳酸锂涨价、产品组合变化以及造车新势力竞争激烈的影响。

图表4: 销量预测调整

	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	NEW	NEW	NEW	OLD	OLD	OLD	Diff	Diff	Diff
中国电动乘用车销量 (万辆)	3,520	5900	7660	9210	5900	7660	9210			
同比	159%	68%	30%	20%	68%	30%	20%			
<b>蔚来汽车销量</b>	<b>91,429</b>	<b>130,000</b>	<b>232,000</b>	<b>301,000</b>	<b>141,000</b>	<b>253,916</b>	<b>423,912</b>	<b>-8%</b>	<b>-9%</b>	<b>-29%</b>
		42%	78%	30%	54%	80%	67%			
<b>蔚来汽车中国销量</b>	<b>91,429</b>	<b>129,000</b>	<b>227,000</b>	<b>291,000</b>	<b>140,000</b>	<b>248,916</b>	<b>413,912</b>	<b>-8%</b>	<b>-9%</b>	<b>-30%</b>
同比		41%	76%	28%	53%	78%	66%			
<b>蔚来市占率</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.5%</b>			
ES8	20,050	14,830	12,000	12,000	20,000	32,144	37,119	-26%	-63%	-68%
ES6	41,474	50,721	36,000	24,000	46,306	64,612	75,258	10%	-44%	-68%
EC6	29,905	13,929	12,000	48,000	26,988	50,065	58,814	-48%	-76%	-18%
ET7	-	24,227	31,000	26,000	26,896	18,622	22,063	-10%	66%	18%
ET5	-	15,721	72,000	72,000	12,813	38,451	64,086	23%	87%	12%
ES7	-	9,572	36,000	36,000	6,997	16,331	19,839	37%	120%	81%
EC7	-	-	16,000	24,000	-	-	17,170			
8th model	-	-	12,000	24,000	-	-	-			
副牌车型1	-	-	-	25,000	-	28,690	81,972			
副牌车型2	-	-	-	-	-	-	37,592			
副牌车型3	-	-	-	-	-	-	-			
<b>蔚来汽车海外销量</b>		<b>1,000</b>	<b>5,000</b>	<b>10,000</b>	<b>1,000</b>	<b>5,000</b>	<b>10,000</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
同比			400%	100%		400%	100%			

资料来源: 公司公告, 中汽协, 华泰研究预测

图表5: 分部收入预测调整

(百万人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
		NEW	NEW	NEW	OLD	OLD	OLD	Diff	Diff	Diff
总收入	36,136.4	55,350.6	94,987.7	120,472.8	60,300.3	100,800.1	154,359.4	-8.2%	-5.8%	-22.0%
同比	122.3%	53.2%	71.6%	26.8%	66.9%	67.2%	53.1%			
毛利率	18.9%	19.0%	19.2%	21.4%	20.3%	20.6%	22.5%	-1.3pp	-1.4pp	-1.0pp
车辆销售	32,693.2	49,097.2	84,944.7	103,741.6	53,645.5	88,599.1	133,532.1	-8.5%	-4.1%	-22.3%
同比	115.3%	50.2%	73.0%	22.1%	64.1%	65.2%	50.7%			
毛利率	18.9%	17.0%	18.6%	19.1%	18.4%	19.0%	20.0%	-1.4pp	-0.4pp	-0.9pp
营收占比	90.5%	88.7%	89.4%	86.1%	89.0%	87.9%	86.5%			
其他收入	3,443.2	6,253.4	10,043.0	16,731.2	6,654.8	12,201.0	20,827.3	-6.0%	-17.7%	-19.7%
同比			60.6%	66.6%		83.3%	70.7%			
毛利率	18.7%	34.7%	24.4%	36.0%	35.5%	32.4%	38.5%	-0.9pp	-8.0pp	-2.5pp
营收占比	9.5%	11.3%	10.6%	13.9%	11.0%	12.1%	13.5%	0.3pp	-1.5pp	0.4pp

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

- 4) 我们将 2022/2023/2024 年的研发费用率预测上调 2.6/2.6/1.7pp 至 17.8/16.3/15.1%，主要是受新车型、电池和 AD 芯片的持续投资推动。我们将 2022/2023/2024 年的 SG&A 费用率预测提高了 5.1/6.6/5.4pp 至 17.6/16.6/15.4%，主要系公司在中国和欧洲的销售和服务网络扩张相关支出增加。
- 5) 因此，我们将其 2022/2023/2024 年的净亏损预测从 45/27/14 亿元人民币调整为 86/103/88 亿元人民币。

图表6：收入预测调整

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
	A	NEW	NEW	NEW	OLD	OLD	OLD	Diff	Diff	Diff
收入	36,136	55,351	94,988	120,473	60,300	100,800	154,359	-8%	-6%	-22%
YoY		122%	53%	72%	27%	67%	67%	53%		
毛利	6,821	10,516	18,247	25,839	12,236	20,786	34,718	-14%	-12%	-26%
OPEX	11,318	19,426	31,105	36,600	16,569	23,703	35,947			
SG&A 费用	6,878	9,722	15,768	18,553	7,538	10,080	15,436			
研发费用	4,592	9,856	15,489	18,199	9,184	13,776	20,663			
其它费用	-152	-152	-152	-152	-152	-152	-152			
营业利润	-4,496	-8,910	-12,858	-10,761	-4,333	-2,918	-1,229			
	-522	646	643	679	646	611	591			
税前利润	-3,975	-9,556	-13,501	-11,440	-4,979	-3,529	-1,821			
	-42	-	2,025	1,716	-	529	273			
净利润	-10,572	-8,600	-10,328	-8,751	-4,481	-2,699	-1,393			
摊薄EPS (元)	-6.7	-5.3	-6.4	-5.4	-2.8	-1.7	-0.9			
关键比率										
毛利率	18.9%	19.0%	19.2%	21.4%	20.3%	20.6%	22.5%	-1.3pp	-1.4pp	-1.0pp
期间费用率	31.3%	35.1%	32.7%	30.4%	27.5%	23.5%	23.3%	7.6pp	9.2pp	7.1pp
SG&A 费用率	19.0%	17.6%	16.6%	15.4%	12.5%	10.0%	10.0%	5.1pp	6.6pp	5.4pp
研发费用率	12.7%	17.8%	16.3%	15.1%	15.2%	13.7%	13.4%	2.6pp	2.6pp	1.7pp
净利率	-29.3%	-15.5%	-10.9%	-7.3%	-7.4%	-2.7%	-0.9%	-8.1pp	-8.2pp	-6.4pp
汽车销售收入	32,693	49,097	84,945	103,742	53,646	88,599	133,532	-8%	-4%	-22%
YoY	100%	50%	73%	22%	64%	65%	51%			
汽车销量 (辆)	91,429	129,000	227,000	291,000	140,000	248,916	413,912	-8%	-9%	-30%
ASP (元)	3,576	3,806	3,742	3,565	3,832	3,559	3,226			
毛利率	18.9%	17.0%	18.6%	19.1%	18.4%	19.0%	20.0%			
营收占比	90.5%	88.7%	89.4%	86.1%	89.0%	87.9%	86.5%			

资料来源：公司公告，华泰研究预测

### 估值分析：将目标价从 30 美元下调至 18 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，我们将蔚来 2022/2023/2024 年的总收入预期下调 8.2/5.8/22.0% 至 554/950/1205 亿元，我们将目标价从 30 美元下调至 18 美元，基于 3.2 倍的 2023E EV/Sales，较行业平均 2.3x EV/Sales 溢价 40%，因为我们认为 NIO 在高端品牌形象和车辆智能化方面处于可比公司的前列。

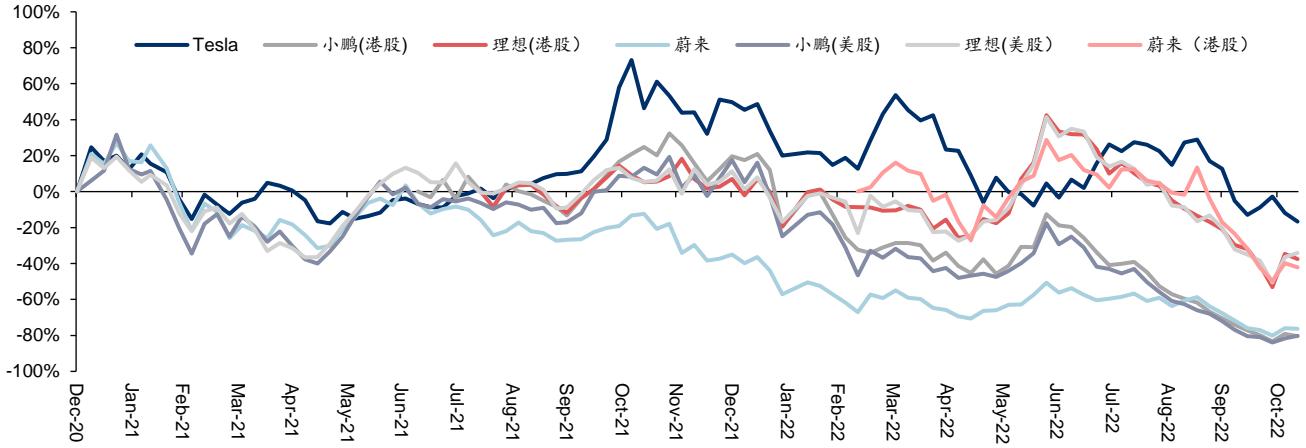
图表7：可比公司估值表

公司	代码	总市值 (十亿美元)	股价变动 ytd	EV (USDbn)	收入 (十亿美元)		EV/sales (x)		PS (x)	
					2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
特斯拉	TSLA US	603.0	-45.8%	587.0	85.4	119.9	6.9	4.9	7.1	5.0
理想	LI US	20.2	-44.0%	16.4	6.8	14.1	2.4	1.2	3.0	1.4
小鹏	XPEV US	9.5	-82.8%	8.7	5.4	9.8	1.6	0.9	1.8	1.0
平均							3.6	2.3	3.9	2.5
蔚来	NIO US	20.4	-64.7%	20.6	8.5	15.3	2.4	1.3	2.4	1.3
比亚迪	1211 HK	96.1	-26.6%	93.5	53.3	71.5	1.8	1.3	1.8	1.3
吉利	175 HK	14.7	-45.6%	10.9	18.9	23.6	0.6	0.5	0.8	0.6
长城	601633 CH	30.9	-36.4%	30.3	24.6	31.3	1.2	1.0	1.3	1.0

注：1 美元=7.2 人民币；市值和 EV 数据截至 2022 年 11 月 14 日，来自 Wind；收入来自彭博一致预期

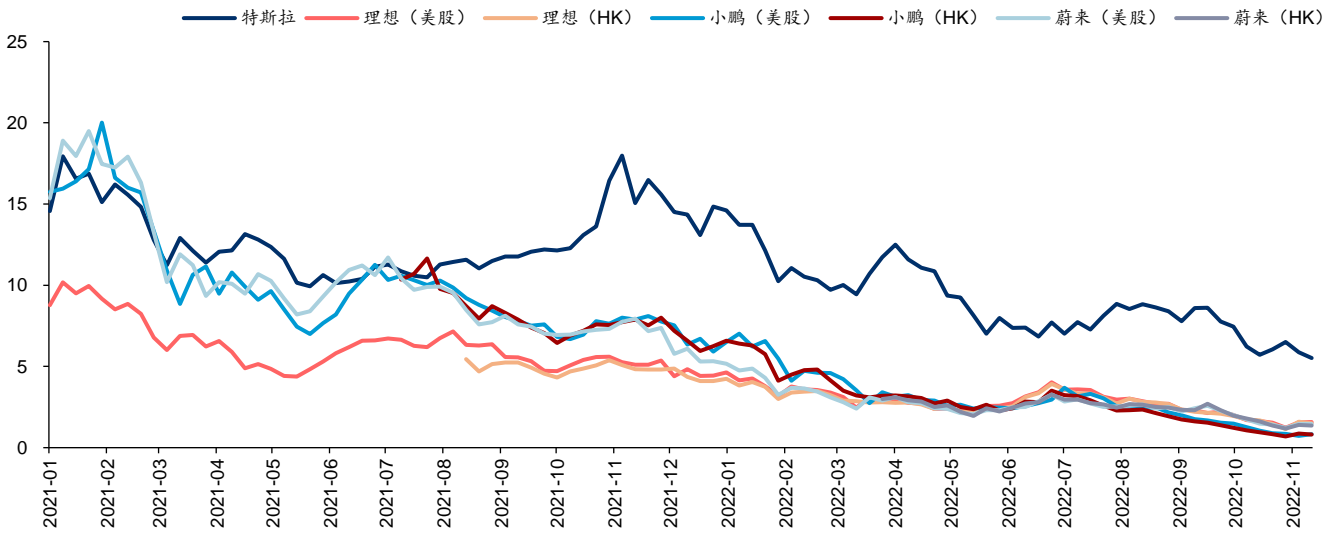
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究预测

图表8: 股价走势: 蔚来、小鹏、理想汽车、特斯拉



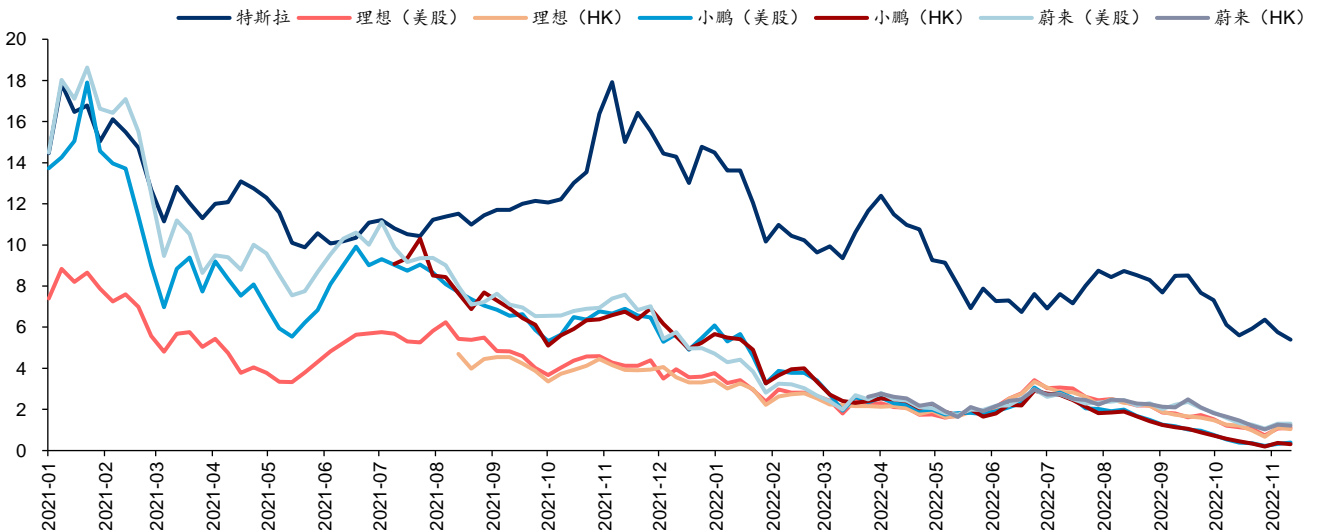
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 一年前向 EV/Sales: 蔚来、小鹏、理想汽车和特斯拉



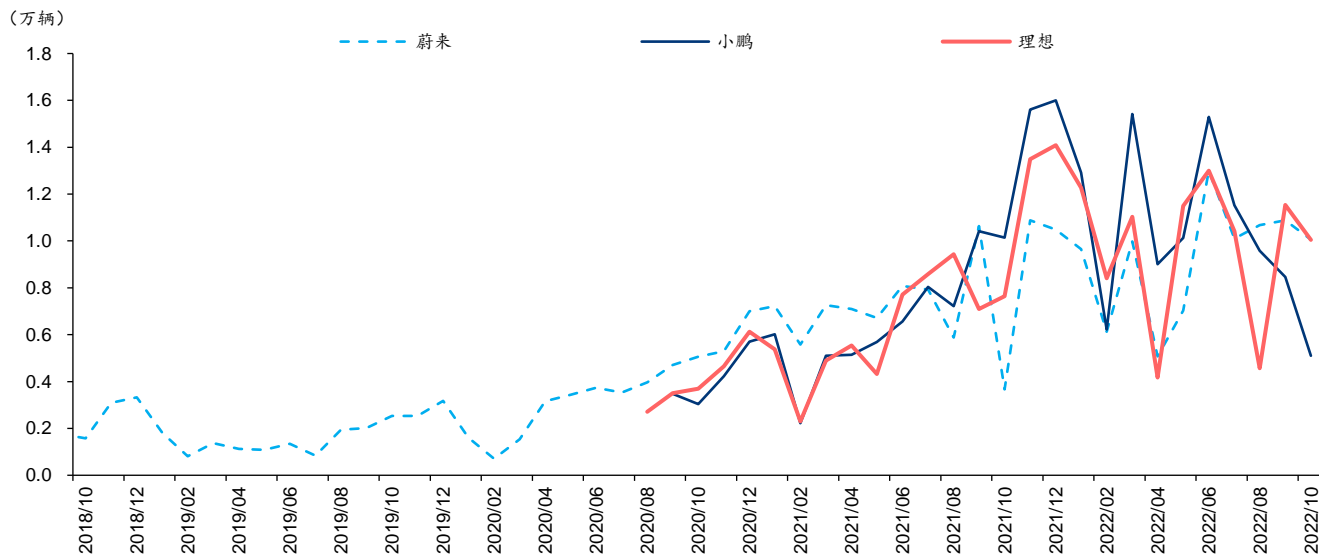
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表10: 一年前向 EV/Sales PS: 蔚来、小鹏、理想汽车和特斯拉



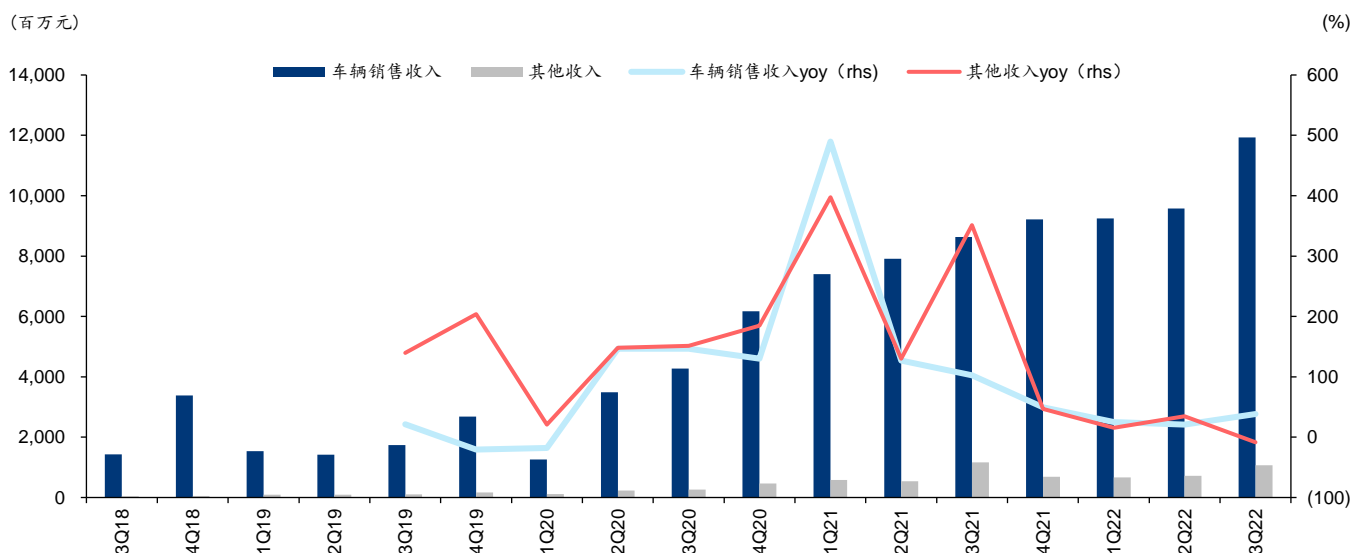
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表11: 月度交付: 蔚来, 理想和小鹏



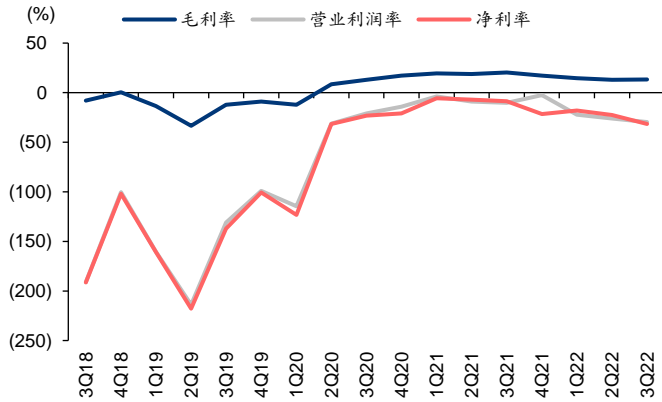
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 蔚来: 收入拆分



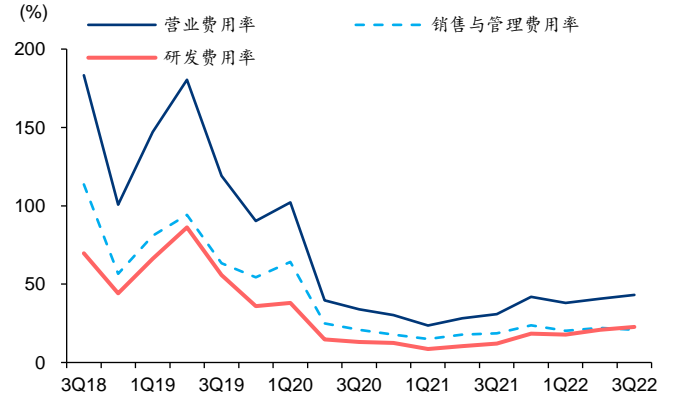
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: 蔚来: 毛利率, 营业利润率和净利率



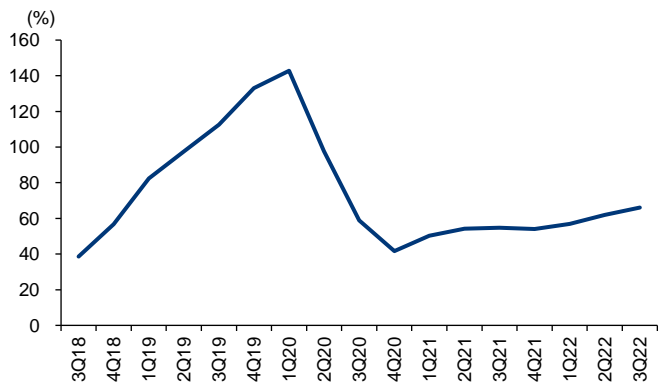
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表14: 蔚来: 营业费用率, 销售与管理费用率和研发费用率



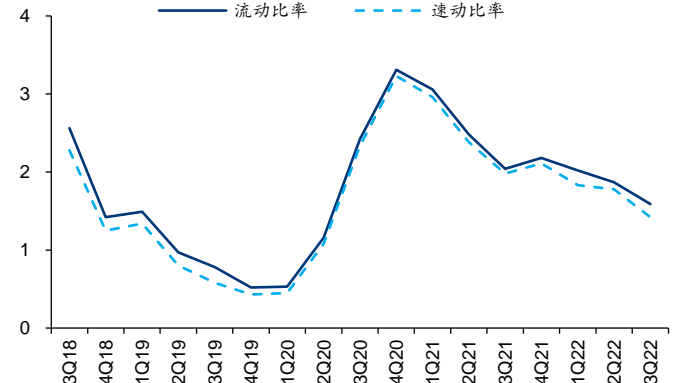
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 蔚来: 资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 蔚来: 流动比率和速动比率



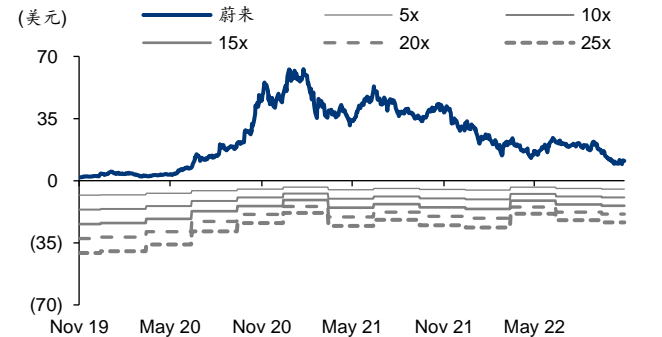
资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 风险提示

**电池价格维持高位。** 电池及其原材料价格或将维持高位, 芯片短缺或将延续, 对公司供应链管理 and 成本控制造成挑战。

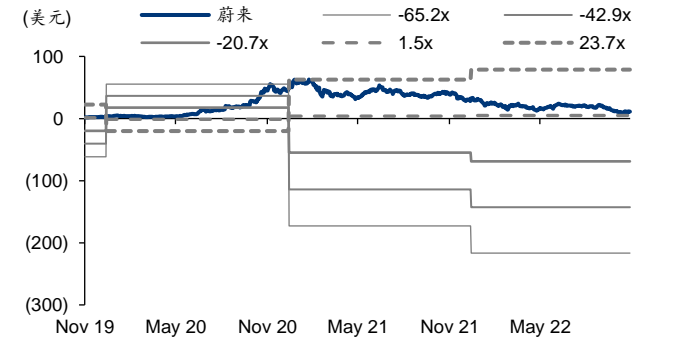
**电动车需求增速下降。** 宏观经济下行压力加大, 可选消费品整体需求承压。新能源车的终端需求增长速度或将放缓。

图表17: 蔚来 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表18: 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,258	36,136	55,351	94,988	120,473
销售成本	(14,385)	(29,315)	(44,834)	(76,741)	(94,634)
<b>毛利润</b>	<b>1,873</b>	<b>6,821</b>	<b>10,516</b>	<b>18,247</b>	<b>25,839</b>
销售及分销成本	(3,932)	(6,878)	(9,722)	(15,768)	(18,553)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(2,549)	(4,440)	(9,704)	(15,337)	(18,047)
财务成本净额	(259.11)	274.42	(646.31)	(643.22)	(678.53)
应占联营公司利润及亏损	(66.03)	62.51	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(5,298)</b>	<b>(3,975)</b>	<b>(9,556)</b>	<b>(13,501)</b>	<b>(11,440)</b>
税费开支	(6.37)	(42.27)	0.00	2,025	1,716
少数股东损益	4.96	31.22	955.58	1,148	972.38
<b>净利润</b>	<b>(5,299)</b>	<b>(3,986)</b>	<b>(8,600)</b>	<b>(10,328)</b>	<b>(8,751)</b>
折旧和摊销	(1,042)	(1,446)	(1,107)	(1,425)	(3,072)
EBITDA	(6,080)	(5,695)	(10,017)	(14,283)	(13,833)
EPS (人民币, 基本)	(4.48)	(2.53)	(5.29)	(6.36)	(5.39)

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	1,082	2,056	3,685	6,307	7,778
应收账款和票据	1,253	4,349	5,308	9,108	11,552
现金及现金等价物	42,454	55,386	48,318	35,604	23,656
其他流动资产	1,418	1,850	1,850	1,850	1,850
<b>总流动资产</b>	<b>46,207</b>	<b>63,641</b>	<b>59,161</b>	<b>52,870</b>	<b>44,836</b>
固定资产	4,996	7,400	7,872	11,197	14,148
无形资产	0.61	0.00	0.10	0.10	0.10
其他长期资产	3,438	11,843	11,843	11,843	11,843
<b>总长期资产</b>	<b>8,435</b>	<b>19,242</b>	<b>19,715</b>	<b>23,040</b>	<b>25,991</b>
<b>总资产</b>	<b>54,642</b>	<b>82,884</b>	<b>78,876</b>	<b>75,910</b>	<b>70,827</b>
应付账款	6,713	13,326	15,968	24,179	28,520
短期借款	2,097	5,975	6,719	7,464	8,208
其他负债	5,166	9,897	9,897	9,897	9,897
<b>总流动负债</b>	<b>13,976</b>	<b>29,198</b>	<b>32,585</b>	<b>41,540</b>	<b>46,626</b>
长期债务	6,954	12,056	13,755	13,755	13,755
其他长期债务	1,850	3,566	3,566	3,121	2,677
<b>总长期负债</b>	<b>8,803</b>	<b>15,622</b>	<b>17,321</b>	<b>16,877</b>	<b>16,432</b>
股本	78,883	90,620	90,620	90,620	90,620
储备/其他项目	(47,023)	(52,633)	(61,166)	(71,495)	(80,246)
股东权益	31,860	37,988	29,454	19,126	10,374
少数股东权益	2.13	75.63	(484.68)	(1,632)	(2,605)
<b>总权益</b>	<b>31,862</b>	<b>38,063</b>	<b>28,970</b>	<b>17,494</b>	<b>7,770</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(0.38)	(0.68)	(0.32)	(0.27)	(0.32)
PB	0.06	0.07	0.09	0.15	0.27
EV EBITDA	(17.18)	(18.80)	(11.58)	(8.95)	(10.06)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(0.44)	(1.10)	(8.88)	(9.53)	(8.92)

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	(6,080)	(5,695)	(10,017)	(14,283)	(13,833)
融资成本	259.11	(274.42)	646.31	643.22	678.53
营运资本变动	4,552	2,542	55.10	1,787	426.81
税费	(6.37)	(42.27)	0.00	2,025	1,716
其他	3,227	(1,172)	921.41	1,563	4,787
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,951</b>	<b>(4,642)</b>	<b>(8,394)</b>	<b>(8,264)</b>	<b>(6,225)</b>
CAPEX	(1,128)	(1,128)	(3,875)	(4,749)	(6,024)
其他投资活动	(3,943)	(3,943)	(4,194)	(4,194)	(4,194)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,071)</b>	<b>(5,071)</b>	<b>(8,069)</b>	<b>(8,944)</b>	<b>(10,218)</b>
债务增加量	3,720	3,720	3,720	3,720	3,720
权益增加量	34,762	11,738	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	(195.99)	274.42	12,215	131.00	95.69
<b>融资活动现金流</b>	<b>38,545</b>	<b>15,458</b>	<b>16,582</b>	<b>4,494</b>	<b>4,494</b>
现金变动	35,425	5,744	119.20	(12,714)	(11,949)
年初现金	1,056	42,454	48,199	48,318	35,604
汇率波动影响	(682.04)	(682.04)	(682.04)	(682.04)	(682.04)
<b>年末现金</b>	<b>42,454</b>	<b>48,199</b>	<b>48,318</b>	<b>35,604</b>	<b>23,656</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	107.77	122.27	53.17	71.61	26.83
毛利润	(256.27)	264.12	54.16	73.51	41.61
营业利润	(58.41)	(2.42)	98.15	44.32	(16.31)
净利润	(53.05)	(24.79)	115.78	20.10	(15.27)
EPS	(59.11)	(43.44)	108.86	20.10	(15.27)
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	11.52	18.88	19.00	19.21	21.45
EBITDA	(37.40)	(15.76)	(18.10)	(15.04)	(11.48)
净利润率	(32.59)	(11.03)	(15.54)	(10.87)	(7.26)
ROE	(39.23)	(11.41)	(25.50)	(42.52)	(59.33)
ROA	(15.31)	(5.80)	(10.63)	(13.35)	(11.93)
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(104.84)	(98.33)	(94.53)	(75.21)	(16.31)
流动比率	3.31	2.18	1.82	1.27	0.96
速动比率	3.23	2.11	1.70	1.12	0.79
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.47	0.53	0.68	1.23	1.64
应收账款周转天数	29.40	27.90	31.40	27.32	30.87
应付账款周转天数	126.81	123.04	117.61	94.17	100.24
存货周转天数	24.67	19.27	23.05	23.44	26.79
现金转换周期	(72.75)	(75.87)	(63.16)	(43.41)	(42.57)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	(4.48)	(2.53)	(5.29)	(6.36)	(5.39)
每股净资产	26.94	24.15	18.13	11.77	6.39

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](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**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司