

中性 (下调)

目标价(美元): 139.13

现价(美元): 166.66

预期升幅: -16.52%

市场数据

日期 2023/1/30

收盘价(美元)	166.66
总股本(百万股)	3,158
总市值(百万美元)	526,271
净资产(百万美元)	45,898
总资产(百万美元)	82,338
每股净资产(美元)	14.54

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证海外汽车】特斯拉 Tesla (TSLA.O) 2023 投资备忘录: 缺乏新车型导致格局恶化, 下修盈利预期

【兴证海外汽车】特斯拉 Tesla (TSLA.O) 22Q3 点评报告: 财报符合预期, IRA 生效迎来大利好

【兴证海外汽车】特斯拉 Tesla (TSLA.O) 2022 年股东大会总结: 1: 3 拆股提案通过; 产能、产品、新业务有望多点开花

海外汽车行业研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

TSLA.O 特斯拉 (Tesla)

美股

2022 全年业绩点评:

再次下修盈利预测, 同时关注价格战的三大影响

2023 年 1 月 31 日

投资要点

公司公告: 特斯拉 2022 全年财报显示报告期内公司汽车交付量为 131 万辆, 同比增长 40%, 低于彭博一致预期的 133 万辆; 储能装机量同比增长 64% 至 6.54Gwh。实现营业收入 815 亿美元, 同比增长 51.4%, GAAP 口径归母净利润增长超过 100% 至 126 亿美元。由于公司在第四季度采取优惠促销措施, ASP 和盈利能力双双下滑, 第四季度汽车 ASP 为 5.2 万美元, 低于全年平均的 5.5 万美元; 第四季度去除积分收入后汽车业务毛利率为 24%, 低于全年平均的 27%; 公司第四季度营业利润率为 16.0%, 低于全年的 16.8%。现金流方面公司表现优异, 2022 年实现经营性现金流 147 亿美元, 自由现金流 76 亿美元, 现金及投资品增长 46 亿美元至 222 亿美元。

公司启动价格战原因: 正如之前外发报告中分析的, 公司存在新品研发缓慢的问题, 车型产品力下降, 导致销售疲软; 同时公司走直营模式, 没有经销商做缓冲垫, 资金压力大; 最后公司锂盐直采比例高, 锂资源价格敞口低, 锂价上涨导致特斯拉车型成本上涨可控, 因此公司有需求也有能力在全球范围内开启价格战。

价格战的影响:

- ASP 下降, 企业盈利能力损失:** 公司指引 ASP 下降至 4.7 万美元, 毛利率下降至 20% 左右;
- 成本传递至上游, 供应链降本压力增大:** 若按照公司指引的 20% 毛利率, 单车约有 3,800 美元的成本需要其上游承担;
- 整车竞争加剧, 加快产能出清节奏:** 我们预计本轮价格战将会导致美股部分尾部车企被淘汰。

盈利预测及投资建议: 由于新车上市速度不及预期, 我们调整公司 2023 年目标销量至 180 万台, 同步下调 2023-2024 年收入预测至 1,052\1,215 亿美元 (前值为: 1,111\1,417 亿美元), 新增 2025 年收入预测 1,497 亿美元。下调 2023-2024 年公司归母净利润至 93\111 亿美元 (前值为: 146/180 亿美元), 新增 2025 年预测 141 亿美元。我们维持目标价 139.13 美元的目标价, 调整至 “中性” 评级。

风险提示: 竞争格局恶化、4680 电池生产不及预期、消费者购车需求降低

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万美元)	81,462	105,243	121,452	149,710
同比增长	51.4%	29.2%	15.4%	23.3%
归母净利润(百万美元)	12,556	9,308	11,070	14,091
同比增长	127.5%	-25.9%	18.9%	27.3%
毛利率	25.6%	17.5%	17.7%	17.8%
净利率	15.5%	9.1%	9.3%	9.6%
BasicEPS (美元)	4.01	2.91	3.40	4.25

数据来源: WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、价格战影响初步体现，2022 年第四季度毛利率开始下降.....	- 3 -
2、特斯拉开启价格战的原因	- 6 -
3、特斯拉价格战的三大影响	- 7 -
4、我们对特斯拉 2023Q1 以及 2023 全年的业绩预测汇总	- 9 -
5、盈利预测及投资建议	- 10 -

图 目 录

图 1、兴业证券预测与披露数据之比较-2022 全年	- 3 -
图 2、兴业证券预测与披露数据之比较-2022 全年	- 3 -
图 3、特斯拉销量和比亚迪销量比较	- 4 -
图 4、特斯拉季度 ASP 及单车毛利率	- 5 -

表 目 录

表 1、兴业证券预测与彭博预测及公司实际披露数据之比较.....	- 4 -
表 2、特斯拉官方指导价和能否享受 IRA 补贴的情况.....	- 6 -
表 3、特斯拉 22Q4 经营情况与 23Q1 预测.....	- 7 -
表 4、部分美股自由现金流为负数的企业	- 7 -
表 5、截止 2023 年 1 月特斯拉工厂出口地点及产能情况.....	- 9 -
表 6、2022 年及 2023 年的交付量预测	- 9 -
表 7、彭博及兴业证券对于特斯拉未来汽车交付量预测.....	- 9 -
表 8、2023Q1 部分业绩指标预测情况.....	- 10 -
表 9、我们对于特斯拉各项业务发展总结	- 10 -

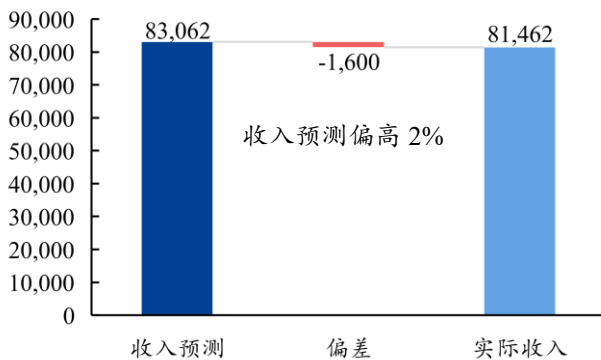
报告正文

1、价格战影响初步体现，2022 年第四季度毛利率开始下降

公司公告：特斯拉 2022 全年财报显示报告期内公司汽车交付量为 131 万辆，同比增长 40%，低于彭博一致预期的 133 万辆；储能装机量同比增长 64%至 6.54Gwh。实现营业收入 815 亿美元，同比增长 51.4%，GAAP 口径归母净利润增长超过 100%至 126 亿美元。由于公司在第四季度采取优惠促销措施，ASP 和盈利能力双双下滑，第四季度汽车 ASP 为 5.2 万美元，低于全年平均的 5.5 万美元；第四季度去除积分收入后汽车业务毛利率为 24%低于全年平均的 27%；公司第四季度营业利润率为 16.0%，低于全年的 16.8%。现金流方面公司表现优异，2022 年实现经营性现金流 147 亿美元，自由现金流 76 亿美元，现金及投资品增长 46 亿美元至 222 亿美元。

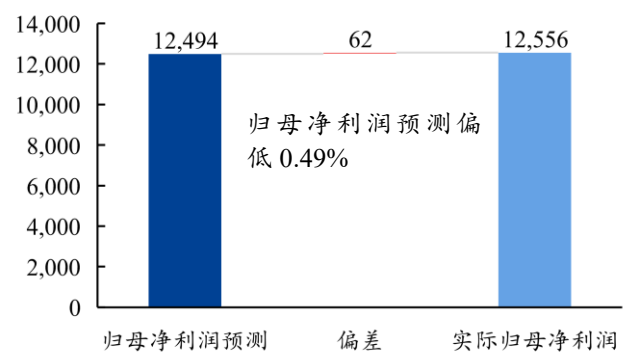
与我们在 2023 年 1 月 4 日外发的报告《特斯拉 Tesla (TSLA.O) 2023 投资备忘录》中做的 2022 全年盈利预测相比，我们的收入预期高于公司披露 2%；我们的归母净利润预期低于公司披露的 0.49%；我们预测的毛利率和实际披露的毛利率一致，均为 25.6%；公司整体经营情况符合我们的预期。

图 1、兴业证券预测与披露数据之比较-2022 全年



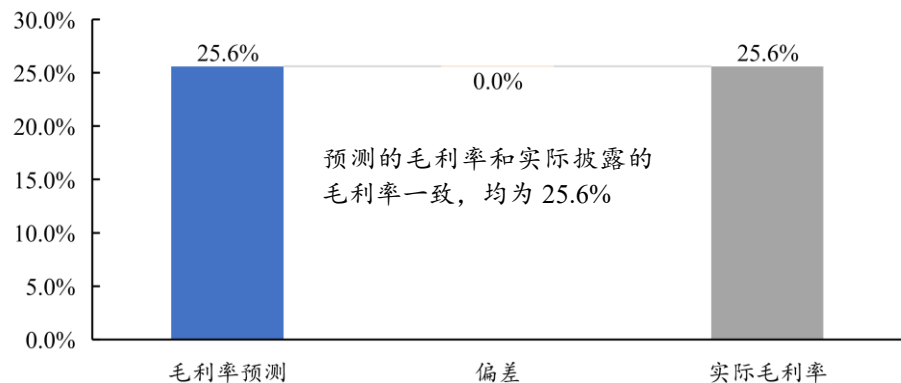
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院预测

图 2、兴业证券预测与披露数据之比较-2022 全年



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院预测

图 3、兴业证券预测与披露数据之比较-2022 全年



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

与彭博统计的分析师一致预期相比，我们对于特斯拉 2022 年全年 Non GAAP 口径归母净利润预测更接近公司实际披露的数据，彭博预期为 136.7 亿美元，我们预测为 140.0 亿美元，实际披露为 141.2 亿美元。

表 1、兴业证券预测与彭博预测及公司实际披露数据之比较

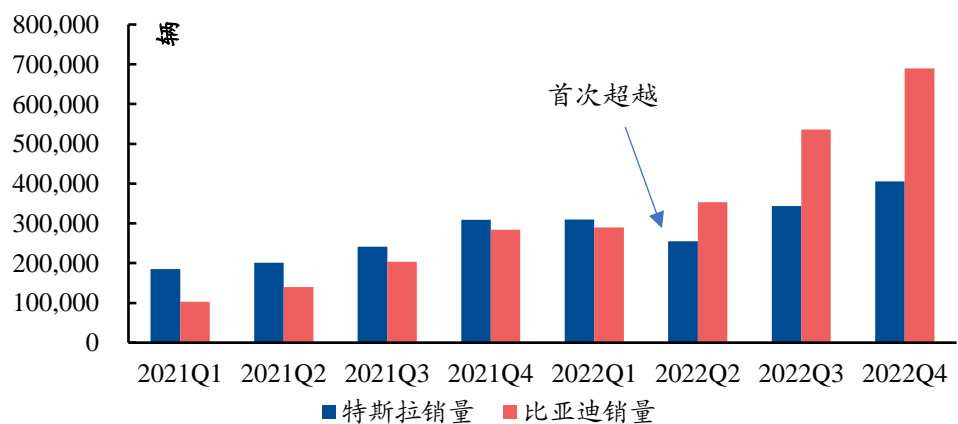
日期	类型	报告/事件	2022		2023		2024		目标价 (\$)
			销量	Non-GAAP 归母净利润	销量	Non-GAAP 归母净利润	销量	Non-GAAP 归母净利润	
2022/11/8	兴业证券分析师研报	《特斯拉 Tesla (TSLA.O) 22Q3 点评报告：财报符合预期、IRA 生效迎来大利好》	未外发预测	143.0	未外发预测	220.5	未外发预测	327.8	355.13
2023/1/4	兴业证券分析师研报	《特斯拉 Tesla (TSLA.O) 2023 投资备忘录：缺乏新车型导致格局恶化，下修盈利预期》	131.4	140.0	180.0	160.9	未外发预测	194.8	139.13
2023/1/25	公司实际披露	特斯拉 2022 全年财报	131.4	141.2	不适用				
2023/1/28	彭博预期	彭博 2022 年一致预期均值	133.0	136.7	185.0	150.4	241.2	204.3	不适用
2023/1/31	兴业证券分析师研报	本篇报告	不适用		180.3	109.8	212.5	127.5	139.13

资料来源：公司财报、Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

注：销量单位为万辆，Non-GAAP 归母净利润单位为亿美元

公司 2022 年全年交付量受到海运能力不足、上海工厂停产、4680 电池产能不足、一体化压铸良率低下、需求减弱等因素影响，未完成全年 140 万台的销量目标，实际完成 131.4 万台，达成率为 94%。横向比较，特斯拉弱于主要竞争对手比亚迪。比亚迪在 2022Q2 首次季度销量超越了特斯拉，而且比亚迪的新品投放、产能储备、产能爬坡速度均优于特斯拉，我们认为比亚迪新能源汽车销量会长期领先于特斯拉。

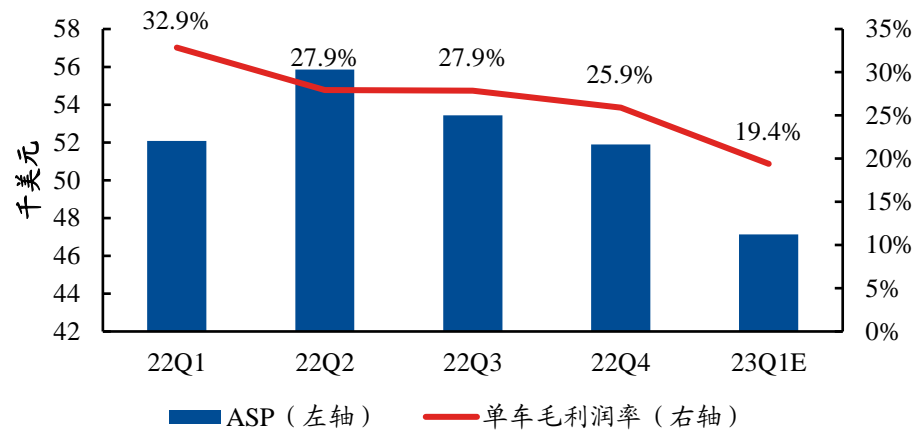
图 4、特斯拉销量和比亚迪销量比较



资料来源：特斯拉官网、比亚迪公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

公司自 2022Q4 起，在中国及美国启动优惠促销，这对公司单车收入及净利润造成影响。公司第四季度扣除积分后单车毛利率为 25.9%，这一数据为 2021Q1 以来最低值，同时 ASP 也开始降低，环比降低 3% 至 5.19 万美元，我们预计随着一季度低价订单交付后，公司 ASP 将会下降至 4.74 万美元，单车毛利率将会降低至 19.4%。

图 5、特斯拉季度 ASP 及单车毛利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、特斯拉开启价格战的原因

原因一：需求疲软与 IRA 政策

我们在 2023 年 1 月 4 日外发的报告《特斯拉 Tesla (TSLA.O) 2023 投资备忘录》提到：特斯拉中国与美国在手订单均已降至非常低的水平；而且 IRS（美国国税局）将 5 座 Model Y 定义为轿车，导致绝大多数 Model Y 无法享受 IRA 补贴。公司有大概率持续降价。

如我们所预期的，公司在 1 月 6 日宣布中国地区降价，在 1 月 13 日美国地区也跟进降价。降价完成后在手订单略有恢复，且美国所有款式的特斯拉都能享受 IRA 补贴。我们认为受政策影响的降价已经结束，但公司产品老化的问题依然存在，若在手订单仍然较低，后续可能再次降价，我们预计在第三季度。

表 2、特斯拉官方指导价和能否享受 IRA 补贴的情况

车型	座位数	IRS（美国国税局）规定的补贴价格上限	2023 年 1 月 29 日 MSRP	降价前是否享受补贴	降价后是否享受补贴
Tesla Model 3 后驱	5 座	\$55,000	\$43,990	是	是
Tesla Model 3 长续航	5 座	\$55,000	\$53,990	否	是
Tesla Model Y 长续航	7 座	\$80,000	\$57,490	是	是
	5 座	\$55,000	\$53,490	否	是
Tesla Model Y 性能版	7 座	\$80,000	\$57,990	是	是
	5 座	\$55,000	\$56,990	否	是

资料来源：特斯拉官网、IRS，兴业证券经济与金融研究院整理
注：MSRP 为官方指导价

原因二：直营模式没有经销商做缓冲，需要一定深度的订单做储备

特斯拉采用直营模式销售，没有经销商作为缓冲，订单决定现金流，现金流决定研发、生产等环节。

虽然直营模式容易掌握终端定价，不产生私自降价、串货等行为；而且公司也可以将直营店为触手，快速触达消费者，为消费者提供服务。但直营模式也让公司失去了经销商的资金支持。同时当特斯拉降价后，部分维权的用户涌入自营门店，也让公司正常经营产生额外损耗。

原因三：锂盐直采比例高，锂价上涨成本冲击小于行业

成本是特斯拉核心优势，公司 2021 年使用的 95% 的锂、50% 的钴、30% 的镍资源来自直接采购协议。此外上海工厂高效的生产线也让特斯拉具备成本优势。

特斯拉需求也有能力在全球范围内开启价格战。

3、特斯拉价格战的三大影响

影响一：ASP 下降，企业盈利能力损失：公司指引 ASP 下降至 4.7 万美元，毛利率下降至 20%左右。我们预测 2023Q1 单车 ASP 下降至 4.71 万美元，毛利率下降至 19.4%，由于交付增加，2023Q1 营收环比增长 3%至 251 亿美元。

表 3、特斯拉 22Q4 经营情况与 23Q1 预测

项目	22Q4	2022 全年数据	23Q1E
营业收入 Revenue (百万美元)	24,318	81,462	25,139
营业利润 Operating income (loss) (百万美元)	3,901	13,656	2,636
营业利润率 Operating income (loss)	16%	17%	10%
归属母公司净利润 Net income (loss) attributable to common stockholders (百万美元)	3,687	12,556	2,400
归属母公司净利润率 - Net income (loss) attributable to common stockholders margin	15.2%	15.4%	9.5%
分业务板块			
汽车业务毛利率 Automotive Gross Margin	25.9%	28.5%	19.4%
单车均价 ASP (美元)	51.9	55	47.1
能源业务毛利率 Energy Gross Margin	12.1%	7.4%	15.0%
服务业务毛利率 Service Gross Margin	5.6%	3.5%	7.0%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院预测

影响二：成本传递至上游，供应链降本压力增大：若按照公司指引的 20%毛利率，单车约有 3,800 美元的成本需要其上游承担。在过去的两年内，新能源车产业链的超额利润多被锂矿环节赚走。我们认为在“价格战”阶段，锂矿环节有较大概率承担额外的成本。

影响三：整车竞争加剧，加快产能出清节奏：我们预计其他企业将会跟进降价，价格战将会导致美股部分尾部车企被淘汰。我们梳理了部分美股上市自由现金流为负的新势力车企。

表 4、部分美股自由现金流为负数的企业

代码	公司名称	公司简介	自由现金流 TTM (千美元)	在手现金(千美元)
GOEV.O	CANOO	Canoo Inc.是一家总部位于洛杉矶的公司，开发出突破性的电动汽车，通过大胆的设计创新、开拓性的技术和独特的商业模式，颠覆传统所有权，将客户放在首位，重塑汽车格局。凭借其经验丰富的团队，卡诺设计了一个模块化的电动平台，旨在提供最大的车内空间，并可适应为消费者和企业提供广泛的车辆应用。	-601,493	6,815
RIDE.O	LORDSTOWN MOTORS	Lordstown Motors Corp 是一家总部位于俄亥俄州的轻型车队车辆原始设备制造商。	-393,321	154,232
FSR.N	FISKER	Fisker Inc 正在构建一种技术支持、轻资产的汽车商业模式，专注于车辆开发、客户体验、销售和服务，通过技术创新、易用性和灵活性来改变个人移动体验。该公司结合了 Henrik Fisker (标志性宝马 Z8 跑车和著名的阿斯顿马丁 DB9 和 V8Vantage 背后的远见卓识) 的传奇设计和工程专业知识，并通过费斯克汽车的整体体验吸引消费者的感官，开发出具有强烈情感吸引力的高品质电动汽车。该公司商业模式的核心是 Fisker 灵活平台无关设计 (“FF-PAD”)，这是一个专有流程，允许车辆的开发和设计适应特定细分市场规模的任何给定电动汽车 (“EV”) 平台。该过程的重点是选择行业领先的车辆规格，并根据第三方提供的电动汽车平台和外包制造的关键难点调整设计，以减少开发成本和上市时间。	-692,136	824,696
RIVN.O	RIVIAN AUTOMOTIVE	Rivian Automotive, Inc 设计、开发和制造定义电动汽车及其配件类别的产品。它直接向消费者和商业市场的客户销售。其车辆由一整套专有的增值服务进行补充，这些服务涉及整个车辆生命周期。	-6,223,000	13,272,000

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

LCID.O	LUCID GROUP	Lucid Group, Inc 是一家电动汽车公司, 致力于开发下一代电动汽车 (“EV”) 技术。Lucid 的使命是通过开发最先进的技术, 实现电动汽车和电动动力系统的真正大规模工业化。该公司 (i) 使用自己的设备和工厂在内部设计、设计和制造电动汽车、EV 动力系统和电池系统, (ii) 计划在自己的地理分布区域提供精致的客户体验、零售和服务, 并通过直接面向消费者和零售销售, 以及 (iii) 拥有强大的未来汽车项目和技术产品路线图。他们专注于内部技术创新和“全新”的工程和设计方法。其新型电动汽车 Lucid Air 代表了下一代电动汽车, 为车内舒适性、续航里程、效率和动力创造了新的标准。	-2,797,346	1,264,136
MULN.O	MULLEN AUTOMOTIVE	Mullen Technologies, Inc 是一家位于加利福尼亚州布雷亚的美国汽车和电动汽车制造商。	-77,818	60,934
FFIE.O	法拉第未来	法拉第未来智能电子有限公司 (原名: Property Solutions Acquisition Corp.) 是一家全球共享的智能移动生态系统公司。它的愿景是创建一个共享的智能移动生态系统, 使每个人都能自由移动、连接、呼吸和生活。旨在通过创建一个融合清洁能源、人工智能、互联网和新用户模式的前瞻性移动生态系统, 不断改善人们的移动方式。	-627,512	31,766
PSNY.O	POLESTAR AUTOMOTIVE HOLDING UK	Polestar Automotive Holding Uk Plc 是一家纯电动汽车品牌, 其设计的产品旨在激励消费者并推动变革。Polestar 定义了设计、技术和可持续性方面的市场领先标准。2017 年, 沃尔沃汽车和吉利将 Polestar 打造为高端电动汽车品牌。Polestar 得益于这些全球知名汽车制造商的技术、工程和制造能力。Polestar 拥有一种轻资产、高度可扩展的商业模式, 可即时发挥运营杠杆作用。而 Polestar 历史上曾提供过两种高性能车型; Polestar 1 和 Polestar 2, Polestar 1 的生产在截至 2021 年 12 月 31 日的年度内停止。	-1,888,302	988,259

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、我们对特斯拉 2023Q1 以及 2023 全年的业绩预测汇总

表 5、截止 2023 年 1 月特斯拉工厂出口地点及产能情况

工厂	车型	出口地点					名义产能 万辆/年	截止 2023 年 1 月实际 产能 辆/周	产量(万)		产能增速(同 比)
		美国	加拿大	欧洲	中国	ROW			2022 年	2023 年	
Fremont	Model S/X	√	√	√	√	√	10	未统计	7	10	43%
	Model 3/Y	√	√			√	55	未统计	48	48	0%
Shanghai	Model 3/Y			√	√	√	75	未统计	72	75	4%
Berlin	Model Y			√		√	25	3,000	5	20	300%
Texas	Model Y	√					25	3,000	4	32	742%
	Cybertruck	√							0	0.20	NA
	Semi	√							0	0.01	NA
汇总							190		136	185	36%

资料来源：公司官网、推特，兴业证券经济与金融研究院整理

注：√代表该工厂生产的车型在对应地区有销售，ROW 为除表格中所列国家/地区以外的其他国家/地区

表 6、2022 年及 2023 年的交付量预测

2022 交付 (万辆)						
	美国	加拿大	欧洲	中国	ROW	汇总
Model S/X	6.0	0.3	0.4			6.7
Model 3	20.0	1.8	8.7	13.5	4.9	48.9
Model Y	25.3	2.3	13.1	31.1	5.1	76.9
汇总	51.3	4.4	22.2	44.6	10.0	132.5
2023 交付 (万辆)						
Model S/X	7.4	0.3	1.6	0.7	0.2	10.2
Model 3	27.3	1.8	13.0	14.6	4.3	61.0
Model Y	49.7	2.5	18.3	32.5	5.9	108.9
Cybertruck	0.25	0	0	0	0	0.3
Semi	0.01	0	0	0	0	0.0
汇总	84.7	4.6	32.9	47.8	10.4	180.4
YOY	65.0%	4.5%	48.2%	7.2%	4.9%	36.2%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

注：ROW 为除表格中所列国家/地区以外的其他国家/地区

我们的销量预测低于截至 2023 年 1 月 29 日的彭博分析师一致预期。

表 7、彭博及兴业证券对于特斯拉未来汽车交付量预测

	2023	2024	2025
交付量预测 (辆)	彭博一致预期 (2023 年 1 月 29 日)		
总交付	1,849,945	2,412,458	2,732,108
Model S/X	73,862	79,894	81,873
Model 3/Y	1,780,416	2,129,399	2,415,023
Semi	1,154	10,358	18,120
Cybertruck	9,750	92,090	160,137
Roadster	250	625	1,250
交付量预测 (辆)	兴业证券分析师预测		
总交付	1,803,229	2,125,029	2,611,507
Model S/X	78,000	80,000	80,000
Model 3/Y	1,724,130	1,986,029	2,387,507

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Semi	99	2,000	4,000
Cybertruck	1,000	57,000	140,000
Roadster	0	0	10

资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们对于特斯拉 2023Q1 的预测如下: 销量及收入大于彭博预期; 汽车均价、毛利率及 EPS 小于彭博预期。

表 8、2023Q1 部分业绩指标预测情况

项目	2023Q1		
	兴业证券预测	彭博一致预期 (2023 年 1 月 29)	差异
汽车销量(辆)	440,004	428,121	11,884
汽车均价(美元)	47,136	48,939	-1,803
汽车毛利率	19%	24%	-5%
总收入(百万美元)	25,139	24,001	1,138
NON-GAAP EPS(美元)	0.89	0.95	-0.06

资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、我们对于特斯拉各项业务发展总结

业务	短期发展(12 个月内)	长期发展(大于 12 个月)
汽车业务	2023 年的新品 Cybertruck 对销量贡献较低, 2023 年依然是产品小年, 全年销售取决于特斯拉现有四款产品。 车型老化问题未解决, 预计 2023 年特斯拉将在第三季度再次降价。	Cybertruck 和廉价车型拥有广阔的市场空间, 只要特斯拉推出新车型, 我们依然看好其业务发展。
机器人业务	持续研发解决工程问题。	无法找到人形机器人的使用场景, 我们不看好此业务的发展。
自动驾驶业务	需要保证传感器冗余, 毫米波雷达可能会加回; Cybertruck 发布 HW4.0; HW3.0 硬件最高支持 L2; FSD 渗透率提升。	自动驾驶系统从 L2 缓慢迭代至 L3、L4
Dojo 业务	2023 年内上线使用。	受限于工具链和生态, 可能仅在特斯拉内部使用, 我们不看好此业务的发展。
能源业务	受益于 IRA 补贴, 装机量持续上行。	受益于 IRA 补贴, 装机量持续上行。
服务业务	实现“油电平价”的核心, 维持盈亏平衡。	实现“油电平价”的核心, 维持盈亏平衡。

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院

5、盈利预测及投资建议

由于新车上市速度不及预期, 我们调整公司 2023 年目标销量至 \$180.32 万台, 同步下调 2023-2024 年收入预测至 1,052\1,215 亿美元(前值为: 1,111\1,417 亿美元), 新增 2025 年收入预测 1,497 亿美元。下调 2023-2024 年公司归母净利润至 93\111 亿美元(前值为: 146/180 亿美元), 新增 2025 年预测 141 亿美元。我们维持目标价 139 美元的目标价, 调整至“中性”评级。

风险提示: 竞争格局恶化、4680 电池生产不及预期、消费者购车需求降低

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	40,917	46,572	56,669	128,910	营业收入	81,462	105,243	121,452	149,710
现金及现金等价物	22,185	26,796	31,784	40,022	营业成本	60,610	86,791	99,983	123,031
预付款项与其他流动资产	2,941	2,941	2,941	2,941	毛利润	20,852	18,452	21,469	26,679
应收账款	2,952	3,307	4,091	5,038	毛利率	25.6%	17.5%	17.7%	17.8%
存货	12,839	13,528	17,853	21,982	销售, 一般和行政费用	3,946	4,466	5,154	6,353
非流动资产	41,421	45,016	50,990	58,928	研发费用	3,075	3,683	4,251	5,240
经营租赁车辆	5,035	5,035	5,035	5,035	营业利润	13,656	10,302	12,064	15,085
太阳能系统租赁-非流动资产	5,489	5,589	5,689	5,789	利息和其他收入	63	496	496	496
固定资产-物业, 厂房及设备	32,684	41,093	51,313	63,737	所得税	1,132	1,250	1,250	1,250
租赁权-非流动资产	184	184	184	184	净利润	12,587	9,548	11,310	14,331
数字资产	0	84	24	-36	少数股东损益	31	240	240	240
其他非流动资产	-1,971	-6,969	-11,255	-15,781	归属母公司净利润	12,556	9,308	11,070	14,091
资产总计	82,338	91,588	107,660	128,910	Non-GAAP净利润	14,116	10,984	12,746	15,767
流动负债	26,709	32,498	37,490	43,511	Basic EPS(美元)	4.01	2.91	3.40	4.25
应付账款	15,255	21,044	26,036	32,057	摊薄EPS(美元)	3.62	2.66	3.13	3.94
应计负债及其他流动负债	7,142	7,142	7,142	7,142	Non-GAAP Basic EPS(美元)	4.51	3.44	3.91	4.75
长期借贷及资本化租赁即期部分	1,502	1,502	1,502	1,502					
其他	2,810	2,810	2,810	2,810	主要财务比率				
非流动负债	9,731	9,731	9,731	9,731	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借贷及资本化租赁即期部分	1,597	1,597	1,597	1,597	成长性				
其他	8,134	8,134	8,134	8,134	营业收入增长率	51.4%	29.2%	15.4%	23.3%
负债合计	36,440	42,229	47,221	53,242	营业利润增长率	109.4%	-24.6%	17.1%	25.0%
股本	30,485	30,485	30,485	30,485	净利润增长率	123.0%	-24.1%	18.5%	26.7%
未分配利润	14,029	25,013	37,760	53,527	归母净利润增长率	127.5%	-25.9%	18.9%	27.3%
少数股东权益	785	785	785	785					
股东权益合计	45,898	49,358	60,439	75,668	盈利能力				
负债及权益合计	82,338	91,588	107,660	128,910	毛利率	25.6%	17.5%	17.7%	17.8%
					净利率	15.5%	9.1%	9.3%	9.6%
					ROE	27.4%	18.9%	18.3%	18.6%
					偿债能力				
					资产负债率	44.3%	46.1%	43.9%	41.3%
					流动比率	1.53	1.43	1.51	2.96
					速动比率	0.94	0.93	0.96	2.39
					营运能力(次)				
					资产周转率	0.99	1.15	1.13	1.16
					应收帐款周转率	5.34	5.00	4.66	4.67
					每股资料(美元)				
					每股收益	4.01	2.91	3.40	4.25
					每股经营现金	0.32	0.42	0.30	0.32
					每股净资产	26.31	28.64	33.05	38.86
					估值比率(倍)				
					PE	41.9	56.5	47.5	37.3
					PB	6.4	5.7	4.9	4.1

注: 未标注数据均为GAAP数据

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与旷世控股有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、涪博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、周口市城建投资发展集团有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开投资建设发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、香港国际（青岛）有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、北海投资(BVI)有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、中国国际金融(国际)有限公司、中国国际金融股份有限公司、上饶投资控股国际有限公司、上饶投资控股集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、国晶资本 bvi 有限公司、中国国新控股有限责任公司、国贸控股(香港)投资有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、交银租赁管理香港有限公司、交银金融租赁有限责任公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、平度市城市开发集团有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行(MINSHENG BANK)、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、高密市交运天然气有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海

地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编:200135

邮箱:research@xyzq.com.cn

北京

地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编:100020

邮箱:research@xyzq.com.cn

深圳

地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编:518035

邮箱:research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址:香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真:(852) 35095929

邮箱:ir@xyzq.com.hk