

G9 涅槃重生，XNGP 快速扩城

华泰研究

2023年9月20日 | 中国香港

事件点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

97.78

研究员

宋亭亭

SAC No. S0570522110001

songtingting021619@htsc.com

SFC No. BTK945

+(86) 10 6321 1166

联系人

陈诗慧

SAC No. S0570122070128

chenshihui@htsc.com

SFC No. BTK466

+(86) 21 2897 2228

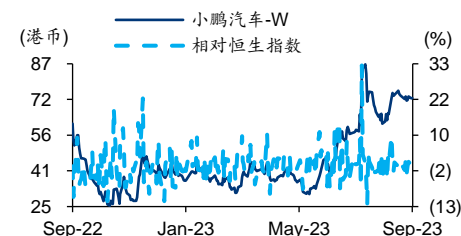
华泰证券研究所分析师名录



基本数据

目标价(港币)	97.78
收盘价(港币 截至9月19日)	72.15
市值(港币百万)	124,928
6个月平均日成交额(港币百万)	848.03
52周价格范围(港币)	24.75-96.30
BVPS(人民币)	18.87

股价走势图



资料来源: S&P

G9 2024 款性价比提升, 看好销量营收高增长, 维持 H 股“买入”评级

G9 正式发布, 新车推 5 款配置, 570Pro/720Pro/570Max/702Max/650Max 版售价分别为 26.39/28.39/28.99/30.99/35.99 万元, 起售价下探至 26 万级别。我们认为, 小鹏成为滴滴、大众生态体系 Tier1 战略合作伙伴有望实现资源共享、技术共振、降本增效等效益, 销量盈利有望双增长。我们预计, 情景 1, MONA 带来 24/25 年销量增加 5/10 万辆, 对应 24-25 年收入 822/1159 亿元; 情景 2, MONA 带来 24/25 年销量增加 9/18 万辆, 对应 24-25 年收入 885/1284 亿元。我们采用分部估值, 给予小鹏汽车销售业务 1.5x 2024E PS, 给予技术服务相关的业务 350 亿港币估值, 情景 1/情景 2, 分别对应目标价 97.78/103.73 港币(前值 97.10 港币)。保守起见, 我们以情景 1 为准, 给予公司目标价 97.78 港币, 维持“买入”评级。

2024 款 G9 定价较原车型降价 4.6-6 万元, 有望成为热销车型

小鹏和大众双方合作优势互补, G9 核心能力强, 标配扶摇架构, 减少低感知配置, 智能化标配 XNGP, 全系 800V 碳化硅平台, 续航较同级别车提升 10%, 30% 冬季空调能耗降低、50% 采暖效率提升。全系标配 Xpera 2.0 小鹏音乐厅, 更低成本实现高品质音效。前排座椅标配靠背通风加热、5 星健康座舱、3.3kw 对外放电、双侧 50W 手机快充。406KM/717Nm 智能四驱扭矩分配系统、22ms 毫秒级响应、控制精度小于 5%。我们看好 G9 销售潜力, 叠加 G9 上市即交付, 有望成为该价格段畅销车型。

智能驾驶持续领先, XNGP 至 24 年中扩大至 200 城

G9 包含城市 NGP、高速 NGP, 以及 VPA-L 停车场记忆泊车三大功能, 在没有高精地图的区域, 可根据用户习惯及时推演智能驾驶路线, 实现智能驾驶全场景覆盖。公司预计年底覆盖城市达到 50 城, 主要集中于京津冀、江浙沪、珠三角区域, 在 10 月有望在北京等区域率先开启无图 XNGP, 至明年中增加至 200 个城市并打通小区、公司停车位自动识别。

技术与 MONA 互补, 提升平台化降本能力, 规模经济效应高

MONA 和公司的扶摇结构和创新技术相结合, XNGP BOM 成本预计 24 年底实现智能化降本, 并赋能 MONA 品牌形成平台化降本, 提升产品力。公司产能充足, 叠加扶摇架构量产/降本能力, MONA 产品有望快速量产。8 月 28 日, 小鹏与滴滴达成战略合作, 将推出一款 15 万级 A 级电动车“MONA”, 预计 2024Q3 量产, 年销 10-18 万辆。小鹏成为滴滴生态体系 Tier1 战略合作伙伴, 享受大量渠道、流量、资源共享, 有望销量盈利双增长。

风险提示: 消费需求不及预期, 供应链短缺, 公司产品发布、订单不及预期。

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)	20,988	26,855	40,356	82,181	115,927
+/-%	259.00	28.00	50.27	103.64	41.06
归属母公司净利润(人民币百万)	(4,863)	(9,139)	(8,526)	(3,292)	223.11
+/-%	72.51	87.92	(6.71)	(61.38)	(106.78)
EPS(人民币, 最新摊薄)	(2.96)	(5.29)	(4.92)	(1.90)	0.13
ROE(%)	(12.70)	(23.12)	(24.25)	(10.37)	0.74
PE(倍)	(10.11)	(5.65)	(13.45)	(34.83)	513.89
PB(倍)	1.17	1.40	3.43	3.81	3.78
EV EBITDA(倍)	(17.68)	(11.16)	(13.87)	(54.02)	61.07

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：小鹏 G9 对比车型

车型	2023年1-8月销量平均 (辆)	官方售价 (万元)	终端售价 (万元)	CLTC纯电续航 (km)
小鹏G9		26.39	26.39	570
Model Y	53230	26.39	26.39	545
智己LS7	1507	28.98	28.98	510
岚图FREE	964	26.69	26.69	210

	小鹏G9 2024款 570 PRO	Model Y 2022款 改款 后驱运动版	智己LS7 2023款 77kWh Urban Fit后驱版	岚图FREE 2024款 超长续航智驾版
基本参数				
售价 (万元)	26.39	26.39	28.98	26.69
级别	中大型SUV	中大型SUV	中大型SUV	中大型SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	增程式
长*宽*高 (mm)	4981/1937/1680mm	4750*1921*1624	5049/2002/1731mm	4765*1837*1495
轴距 (mm)	2998	2890	3060	2960
动力系统				
电动机总功率 (kW)	230	194	250	360
电动机总扭矩 (N*m)	430	264	475	720
CLTC纯电续航 (km)	570	545	510	210
快充时间 (h)	0.27	1	-	0.43
最高时速 (km/h)	200	217	200	200
百公里耗电量 (kWh/100km)	15.2	12.7	-	21
智能座舱				
车载智能系统	Xmart OS	-	IM OS	-
液晶仪表 (英寸)	10.25	-	-	12.3
中控屏 (英寸)	14.96	15	26.3	12.3
座舱芯片	骁龙8155	不详	骁龙8155	骁龙8155
主/副驾驶座椅电动调节	√	√	√	√
无线充电	√	√	-	√
辅助驾驶				
辅助驾驶系统	XNGP	Autopilot	IM AD	不详
自动泊车入位	√	选配	√	√
自动变道辅助	√	-	√	-
哨兵模式	-	√	-	√
摄像头	11	8	11	10
超声波雷达	12	12	12	12
毫米波雷达	5	1	5	5

资料来源：汽车之家、中国汽车工业信息网、华泰研究

销量及价格预测调整：

2023 年汽车销量预期调整 (7/8 月数据已调整为实际销量)：

1) **G9**：考虑到小鹏 G9 2024 款的定价相比竞品有竞争力，售价较改款前降低 6 万元，我们预期 G9 销量有望提升，10-12 月预期交付 4000/5000/7000 辆，24/25 年有望交付 4/4 万辆；

2) **整体**：小鹏 23 年整体销量预期变动不大，维持预测在 16.6 万辆左右。

图表2: 小鹏 23 年月度销量预测

old	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	合计
总计	5,218	6,010	7,002	7,079	7,506	8,620	12,500	15,500	17,500	21,600	25,600	31,600	165,735
P7	1,022	2,294	3,030	4,064	4,439	5,196	5,000	5,000	5,000	6,500	7,500	9,000	58,045
P5	1,389	1,890	2,241	1,654	1,704	1,721	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	20,199
G9	2,249	960	972	925	1,005	1,025	1,500	1,500	1,500	2,500	3,000	4,000	21,136
G3	558	866	759	436	358	434	400	400	400	-	-	-	4,611
G6						244	4,000	7,000	9,000	11,000	12,500	15,000	58,744
X9											1,000	2,000	3,000
new	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	合计
总计	5,218	6,010	7,002	7,079	7,506	8,620	11,008	13,988	17,500	23,100	26,600	32,600	166,231
P7	1,022	2,294	3,030	4,064	4,439	5,196	4,908	4,400	5,000	6,500	7,500	9,000	57,353
P5	1,389	1,890	2,241	1,654	1,704	1,721	980	1,285	1,600	1,600	1,600	1,600	19,264
G9	2,249	960	972	925	1,005	1,025	872	622	1,500	4,000	5,000	7,000	26,130
G3	558	866	759	436	358	434	311	613	400	-	-	-	4,735
G6						244	3,937	7,068	9,000	11,000	12,500	15,000	58,749
X9											0	0	0

资料来源: 乘联会、华泰研究预测

我们采用情景分析,基于 MONA 对赌 10 万辆和 18 万辆年销量目标,分为情景 1 和情景 2,主要调整预期如下:

- 1) **G9**: 调整 24-25 年预期,考虑到当前 G9 2024 款降价后性价比提升,我们将 24-25 年销量预期从 2.1/2.1 万辆,提升至 4/4 万辆;
- 2) **P5**: 考虑到当前 P5 的销量状态,并非采用最新的扶摇架构平台,我们预期 P5 销量将会下滑,将 P5 的 24-25 销量预期从 3/3 万辆,下调至 1.8/1.8 万辆;
- 3) **G6**: 考虑到当前市场格局竞争愈发激烈,我们将 24/25 年销量预期从 12/11.9 万辆,小幅下调至 11.5/11.4 万辆;

价格方面: 我们预计公司新车型的年价格降幅在 0~10% 不等,与该车型销量/竞争格局相关。考虑到 G9 2024 款大幅下调起售价,我们将 G9 销售均价从 31/28.8/28.7 万元,下调至 29/28/27.9 万元。

图表3: 小鹏销量预期调整

	2020	2021	2022	情景 2			情景 2			情景 1			情景 1		
				2023E Old	2024E Old	2025E Old	2023E New	2024E New	2025E New	2023E Old	2024E Old	2025E Old	2023E New	2024E New	2025E New
小鹏新能源															
汽车销量 (万辆)	2.7	9.8	12.1	16.6	38.8	57.5	16.6	39.0	57.6	16.6	34.8	49.5	16.6	35.0	49.6
同比增速	112%	263%	23%	37%	134%	48%	-66%	134%	48%	37%	110%	42%	-71%	110%	42%
G3	1.2	3.0	1.7	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
P7	1.5	6.1	5.9	5.8	5.7	5.6	5.7	5.6	5.5	5.8	5.7	5.6	5.7	5.6	5.5
P5		0.8	3.8	2.0	3.0	3.0	1.9	1.8	1.8	2.0	3.0	3.0	1.9	1.8	1.8
G9			0.6	2.1	2.1	2.1	2.6	4.0	4.0	2.1	2.1	2.1	2.6	4.0	4.0
G6				5.9	12.0	11.9	5.9	11.5	11.4	5.9	12.0	11.9	5.9	11.5	11.4
X9-MPV				0.3	2.0	2.0	0.0	2.0	2.0	0.3	2.0	2.0	0.0	2.0	2.0
NewModel				0.0	5.0	15.0	0.0	5.0	15.0	0.0	5.0	15.0	0.0	5.0	15.0
Mona					9.0	18.0	0.0	9.0	18.0		5.0	10.0	0.0	5.0	10.0
ASP (万元)	20.5	20.4	21.1	23.3	21.0	20.6	23.1	21.4	20.9	23.3	21.7	21.6	23.1	23.0	21.9
G3	15.4	14.8	15.0	14.9	14.8	14.8	14.9	14.8	14.8	14.9	14.8	14.8	14.9	14.8	14.8
P7	24.6	23.6	24.4	23.1	21.1	20.9	23.1	21.1	20.9	23.1	21.1	20.9	23.1	21.1	20.9
P5		16.7	17.2	17.5	17.4	17.3	17.5	17.4	17.3	17.5	17.4	17.3	17.5	17.4	17.3
G9			31.0	31.0	28.8	28.7	29.0	28.0	27.9	31.0	28.8	28.7	29.0	28.0	27.9
G6				23.0	21.9	21.7	23.0	21.9	21.7	23.0	21.9	21.7	23.0	21.9	21.7
X9-MPV				30.0	29.9	29.7	30.0	29.9	29.7	30.0	29.9	29.7	30.0	29.9	29.7
NewModel				0.0	25.0	24.9	0.0	25.0	24.9	0.0	25.0	24.9	0.0	25.0	24.9
Mona				0.0	15.0	14.9	0.0	15.0	14.9		15.0	14.9	0.0	15.0	14.9
汽车销售收入 (亿元)	55.5	200.4	255.0	386.1	814.7	1185.7	384.4	833.2	1203.8	386.1	754.7	1066.9	384.4	773.2	1085.0
G3	18.5	44.1	26.0	6.9	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0	6.9	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0
P7	37.0	143.2	143.8	134.3	119.8	116.8	132.7	118.3	115.4	134.3	119.8	116.8	132.7	118.3	115.4
P5		13.2	65.5	35.3	52.8	52.0	33.7	31.9	31.4	35.3	52.8	52.0	33.7	31.9	31.4
G9			19.8	65.5	60.3	59.4	75.8	112.0	110.3	65.5	60.3	59.4	75.8	112.0	110.3
G6				135.1	262.2	258.3	135.1	251.3	247.5	135.1	262.2	258.3	135.1	251.3	247.5
X9-MPV				9.0	59.7	58.8	0.0	59.7	58.8	9.0	59.7	58.8	0.0	59.7	58.8
NewModel					125.0	373.1	0.0	125.0	373.1		125.0	373.1	0.0	125.0	373.1
Mona					135.0	267.3	0.0	135.0	267.3		75.0	148.5	0.0	75.0	148.5
其他收入	298	974	1,275	1,930	4,072	5,926	1,921	3,864	5,423	1,930	3,772	5,332	1,921	4,164	6,017
技术服务费等收入					1,000	2,000		1,000	2,000		1,000	2,000		1,000	2,000

资料来源: 公司公告、汽车之家、华泰研究预测

盈利预测调整:

财务指标预期调整:

- 1) 由于汽车销售收入预测调整, 我们调整预测, 情景 1, 24-25 年营业收入为 822/1159 亿元; 情景 2, 24-25 年营业收入为 885/1284 亿元;
- 2) 因此, 我们调整小鹏 24-25 年利润预测, 情景 1, 24-25 年利润预测调整至-33/2 亿元; 情景 2, 24-25 年利润预测调整至-33/8 亿元。

图表4: 小鹏财务预期调整

	2020	2021	2022	情景 2			情景 2			情景 1			情景 1		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
				Old	Old	Old	New	New	New	Old	Old	Old	New	New	New
营业收入	5,844	20,988	26,855	40,544	86,545	126,493	40,356	88,481	128,401	40,544	80,246	114,020	40,356	82,181	115,927
同比	152%	259%	28%	51%	113%	46%	50%	119%	45%	51%	98%	42%	50%	104%	41%
毛利	266	2,622	3,088	5,850	14,372	23,505	5,823	14,688	23,853	5,850	13,041	20,697	5,823	13,350	21,035
OPEX	11,901	11,902	11,903	15,204	17,915	22,895	15,134	18,315	23,241	15,204	16,611	20,638	15,134	17,011	20,983
销售与管理费用	2,921	5,305	6,688	9,325	11,251	15,179	9,282	11,502	15,408	9,325	10,432	13,682	9,282	10,683	13,911
研发费用	1,726	4,114	5,215	5,879	6,664	7,716	5,852	6,813	7,832	5,879	6,179	6,955	5,852	6,328	7,072
营业利润	-4,381	-6,797	-8,815	-9,354	-3,543	610	-9,311	-3,627	612	-9,354	-3,570	59	-9,311	-3,661	52
营业外收入(支出)	1,437	1,272	-1,230	378	140	35	378	140	35	378	140	35	378	140	35
税前收益	-2,818	-4,837	-9,118	-8,546	-3,165	780	-8,502	-3,249	782	-8,546	-3,191	229	-8,502	-3,283	223
所得税	1	26	25	-23	-9	2	-23	-9	2	-23	-9	1	-23	-9	1
归母净利润	-2,819	-4,863	-9,139	-8,569	-3,173	782	-8,526	-3,258	784	-8,569	-3,200	230	-8,526	-3,292	223
稀释 EPS (元)	-6.47	-2.96	-5.29	-4.95	-1.83	0.45	-4.92	-1.88	0.45	-4.95	-1.85	0.13	-4.92	-1.90	0.13
比率分析															
毛利率	4.6%	12.5%	11.5%	14.4%	16.6%	18.6%	14.4%	16.6%	18.6%	14.4%	16.3%	18.2%	14.4%	16.2%	18.1%
营业费用率	80%	45%	44%	36%	20%	18%	36%	20%	18%	36%	20%	18%	36%	20%	18%
销售与管理费用率	50%	25%	25%	23%	13%	12%	23%	13%	12%	23%	13%	12%	23%	13%	12%
研发费用率	30%	20%	19%	15%	8%	6%	15%	8%	6%	15%	8%	6%	15%	8%	6%
净利率	-48%	-23%	-34%	-21%	-4%	1%	-21%	-4%	1%	-21%	-4%	0%	-21%	-4%	0%

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

估值: 基于分部估值, 小幅上调目标价至 97.78 港币

整车及原有其他业务方面, 我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)视作小鹏的可比公司, 考虑公司与滴滴达成战略合作, MONA 新款车型落地有望实现快速放量, 我们给予小鹏汽车该部分业务 1.5x 2024E PS, 较可比公司平均的 1.4x 2024E PS 略高 0.1x PS; 另一方面, 小鹏和大众合作, 将增加技术服务费等收入, 可对标 Momenta 公司(估值 357 亿元), 小鹏在智驾方案相比 momenta 具备更强的落地及全栈整合能力, 考虑到小鹏技术服务业务刚开展, 处于早期, 给予小鹏估值 350 亿港元, 情景一, 我们给予公司目标价 97.78 港币, 情景 2, 我们给予公司目标价 103.73 港币。综上, 我们采用情景 1, 给予公司目标价 97.78 港币(前值 97.10 港币)。

图表5: 可比公司估值表

公司	股票代码	市值 (十亿美元)	股价变化 YTD (十亿美元)	企业价值 (十亿美元)	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
理想	2015 HK	41.8	55.90%	33.4	16.1	25.6	2.1	1.3	2.8	1.6
蔚来	9866 HK	17.6	-50.57%	17.5	8.9	14.2	2.0	1.2	2.2	1.2
平均							2.0	1.3	2.5	1.4

注: 市值、股价、企业价值截至 9 月 19 日; 营收预测来自 Wind 一致预期

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行，消费需求不及预期

汽车本质上是消费品，与宏观经济发展强相关，若宏观经济下行或增长不及预期，则会影
响消费信心和消费需求，会引发购车观望情绪；

2) 供应链短缺

汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、
钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现断供，断供导致整体乘用车销量不及预期；

3) 公司产品发布、订单不及预期

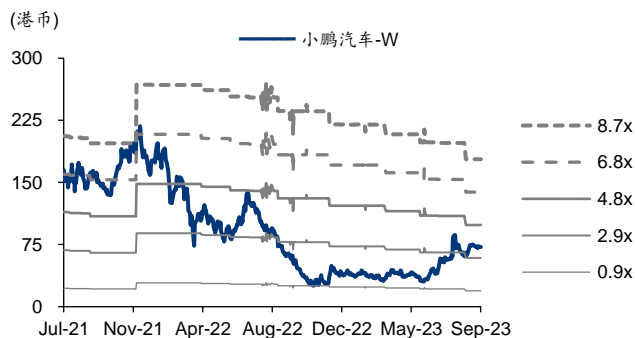
公司 MONA 新车型落地不及预期，订单量出现下滑，可能导致公司收入、利润不及预期。

图表6: 小鹏汽车-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表7: 小鹏汽车-WPB-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	20,988	26,855	40,356	82,181	115,927
销售成本	(18,366)	(23,767)	(34,534)	(68,831)	(94,892)
毛利润	2,622	3,088	5,823	13,350	21,035
销售及分销成本	(5,305)	(6,688)	(9,282)	(10,683)	(13,911)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(4,114)	(5,215)	(5,852)	(6,328)	(7,072)
财务成本净额	688.00	927.00	430.94	238.42	135.01
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(4,837)	(9,118)	(8,502)	(3,283)	222.50
税费开支	(26.00)	(25.00)	(23.31)	(9.00)	0.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(4,863)	(9,139)	(8,526)	(3,292)	223.11
折旧和摊销	(802.28)	(1,102)	(1,257)	(1,463)	(1,662)
EBITDA	(4,723)	(8,943)	(7,676)	(2,059)	1,750
EPS (人民币, 基本)	(2.96)	(5.29)	(4.92)	(1.90)	0.13

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
存货	2,662	4,521	4,112	11,183	9,904
应收账款和票据	4,922	6,339	8,234	19,159	19,483
现金及现金等价物	37,493	29,636	28,663	28,918	38,324
其他流动资产	3,754	3,031	3,181	4,181	4,181
总流动资产	48,831	43,527	44,190	63,442	71,891
固定资产	5,425	10,607	12,005	13,041	13,877
无形资产	879.00	1,043	1,092	1,035	977.22
其他长期资产	12,380	18,503	18,960	20,680	21,120
总长期资产	16,821	27,964	32,057	34,756	35,974
总资产	65,651	71,491	76,247	98,197	107,866
应付账款	17,173	19,807	22,401	42,606	47,014
短期借款	373.00	2,910	3,958	5,377	6,796
其他负债	466.00	1,398	2,398	2,398	2,398
总流动负债	18,013	24,115	28,757	50,381	56,208
长期债务	2,865	6,468	10,086	13,704	17,322
其他长期债务	2,627	3,998	3,998	3,998	3,998
总长期负债	5,492	10,466	14,084	17,702	21,320
股本	59,981	60,691	65,712	65,712	65,712
储备/其他项目	(17,835)	(23,780)	(32,306)	(35,598)	(35,375)
股东权益	42,146	36,911	33,407	30,114	30,337
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	42,146	36,911	33,407	30,114	30,337

估值指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	(10.11)	(5.65)	(13.45)	(34.83)	513.89
PB	1.17	1.40	3.43	3.81	3.78
EV EBITDA	(17.68)	(11.16)	(13.87)	(54.02)	61.07
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(2.42)	(10.66)	(7.06)	(1.05)	5.03

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EBITDA	(4,723)	(8,943)	(7,676)	(2,059)	1,750
融资成本	(688.00)	(927.00)	(430.94)	(238.42)	(135.01)
营运资本变动	6,296	(642.00)	1,107	2,209	5,364
税费	(26.00)	(25.00)	(23.31)	(9.00)	0.61
其他	260.70	2,586	4,281	(261.58)	135.01
经营活动现金流	1,120	(7,951)	(2,742)	(358.72)	7,114
CAPEX	(4,318)	(2,614)	(1,500)	(1,343)	(1,343)
其他投资活动	(28,758)	(4,358)	(554.43)	(1,818)	(537.57)
投资活动现金流	(33,076)	(6,972)	(2,054)	(3,161)	(1,881)
债务增加量	840.00	6,139	4,666	5,037	5,037
权益增加量	13,110	710.00	5,021	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	(5,099)	(5,020)	9,058	(1,262)	(864.99)
融资活动现金流	8,851	1,829	18,745	3,775	4,172
现金变动	(19,543)	(7,463)	13,949	255.33	9,405
年初现金	31,542	11,635	14,714	28,663	28,918
汇率波动影响	(363.00)	NA	0.00	0.00	0.00
年末现金	11,635	14,714	28,663	28,918	38,324

业绩指标

会计年度 (倍)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率 (%)					
营业收入	259.00	28.00	50.27	103.64	41.06
毛利润	885.71	17.77	88.56	129.28	57.57
营业利润	55.15	29.69	5.63	(60.68)	(101.43)
净利润	72.51	87.92	(6.71)	(61.38)	(106.78)
EPS	(54.28)	78.89	(7.01)	(61.38)	(106.78)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	12.49	11.50	14.43	16.24	18.15
EBITDA	(23.00)	(33.00)	(19.02)	(2.51)	1.51
净利润率	(23.17)	(34.03)	(21.13)	(4.01)	0.19
ROE	(12.70)	(23.12)	(24.25)	(10.37)	0.74
ROA	(8.81)	(13.33)	(11.54)	(3.77)	0.22
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(81.28)	(54.88)	(43.76)	(32.67)	(46.83)
流动比率	2.71	1.80	1.54	1.26	1.28
速动比率	2.56	1.62	1.39	1.04	1.10
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.38	0.39	0.55	0.94	1.13
应收账款周转天数	65.64	75.48	65.00	60.00	60.00
应付账款周转天数	240.52	280.07	220.00	170.00	170.00
存货周转天数	39.25	54.40	45.00	40.00	40.00
现金转换周期	(135.62)	(150.19)	(110.00)	(70.00)	(70.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	(2.96)	(5.29)	(4.92)	(1.90)	0.13
每股净资产	25.65	21.39	19.29	17.39	17.52

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，宋亭亭，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

- 分析师宋亭亭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