

买入

2025 年 6 月 17 日

全域自研主打高性价比，合资拓展全球市场

► **销量高速增长，公司处于快速增长长期：** 公司 25 年 Q1 实现收入 100.2 亿元（同比+187%），环比下降 25.6%，毛利率达到 14.9%，主要受益于规模效应和 C 系列高毛利车型占比提升。权益持有人应占亏损为 1.3 亿元人民币。现金状况稳健，拥有 257.0 亿元人民币的现金及现金等价物。公司 2025 年第一季度共交付 87552 辆汽车，累计交付量已超过 70 万台，C10 累计交付量超过 10 万台，B10 交付量也超过了万台。未来随着产能爬坡和产品矩阵的完善，销量有望进一步攀升。

► **新架构发布，系统集成度进提升：** 公司发布 Leap3.5 架构，进一步提升智驾、智能、电驱、电池、热管理和底盘智能化，拥有更高集成度，全新四叶草中央域控架构实现“四域合一”，体现出公司在域控领域的领先水平。

► **新品发布主打高性价比：** 公司在 2025 年上半年发布 B 平台纯电车型 B10，售价 10.98-13.98 万元，搭载了高通 8650 智驾芯片和 8295 智能座舱芯片，端到端大模型实现高速智能领航辅助、通勤智能领航辅助、停车场记忆泊车等功能，产品极具性价比，同价格段具有明显的竞争优势。

► **海外市场进展顺利：** 4 月 Stellantis 与零跑正式签署了合作协议，双方将在马来西亚开启本地组装（CKD）计划，项目初期将投入约 500 万欧元。2025 年是零跑汽车全球化元年，前四个月出口占比突破 10%。

► **目标价 88.03 港元，首次覆盖并给予买入评级：** 预计公司 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 605/824/988 亿元，归母净利润分别为 7/31/50 亿元，同比增加 125/336/60%。结合国内新势力定价估值测算，我们决定给予 2025 年营业收入 1.8 倍 PS 估值，预测公司目标价 88.03 港元，目标价较现价有 64.23 上升空间，给予买入评级。

► **风险提示：** 新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争价格战加剧、海外业务拓展不及预期

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	新能源汽车
股价	53.6 港元
目标价	88.03 港元 (+64%)
股票代码	9863. HK
已发行 H 股股本	13.37 亿股
H 股总市值	839 亿港元
52 周高/低	67.45 港元 /18.64 港元
每股净资产	7.53 元
主要股东	朱江明、傅利泉 (24.98%) Stellantis N.V. (21.27%)

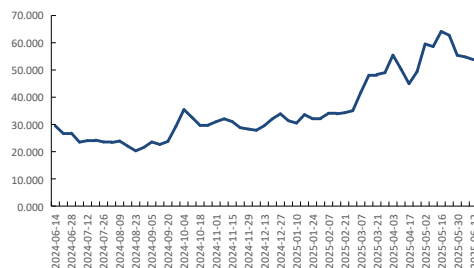
表：盈利摘要

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币百万元）	12,385	16,747	32,164	60,479	82,400	98,777
变动		35.22%	92.06%	88.03%	36.25%	19.87%
归母净利润	-5,109	-4,216	-2,821	714	3,116	4,994
变动		17.48%	33.09%	125.32%	336.24%	60.28%
经调整后每股盈利（人民币元）	-4.89	-3.62	-2.11	0.53	2.33	3.74
变动		25.93%	41.72%	125.32%	336.24%	60.28%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市销率53.6港元（估）	5.4	4.0	2.1	1.1	0.8	0.7

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

股价表现

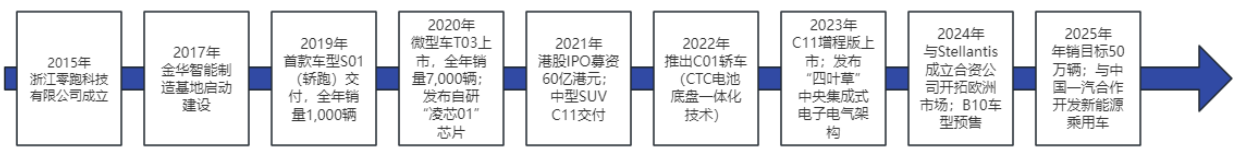


资料来源：彭博

公司介绍

零跑汽车公司成立于2015年，由前大华股份联合创始人朱江明与大华创始人傅利泉共同创立，总部位于浙江杭州。公司主营业务为智能电动汽车的研发、制造和销售，涵盖整车设计、三电系统（电机、电控、电池）、智能驾驶、智能座舱及基于云计算的车联网解决方案。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：第一上海研究部整理

2019年首款车型S01因定位小众市场遇冷后，公司迅速调整策略，2020年推出微型电动车T03，凭借高性价比（续航403km、售价不足6万元）打开市场，年销量突破万辆。

2021年港股上市融资60亿港元，同步推出中型SUV C11，搭载自研“凌芯01”芯片和CTC电池底盘一体化技术，技术壁垒初步显现。

2022-2023年，C系列车型销量持续攀升，增程版C11助力毛利率转正，并发布“四叶草”中央集成电子架构，线束长度缩减30%、算力提升3倍，技术复用率达88%。

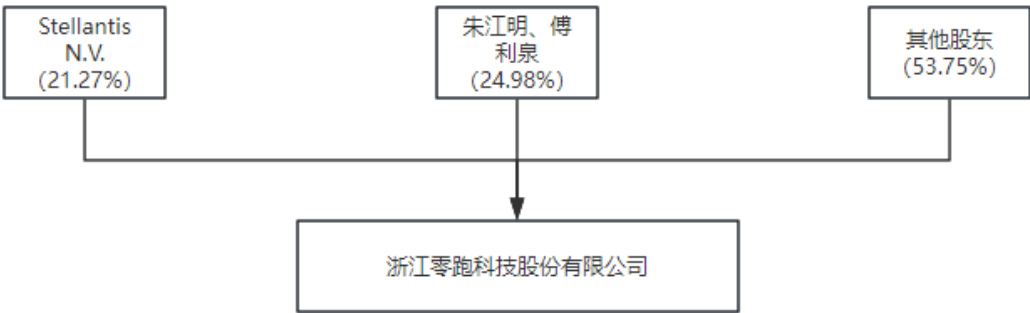
2024 年与 Stellantis 成立合资公司，以轻资产模式进军欧洲市场，推出全球化车型 B10，全年销量突破 29 万辆。八年间，零跑从技术试错到精准切入 8-20 万元大众市场，凭借“自研技术+成本控制”构建差异化竞争力，成为首个实现技术出海的新势力品牌。

股权结构

零跑汽车的股权架构呈现“战略资本+本土控制+员工激励”的多元平衡格局，朱江明（董事长兼 CEO）、傅利泉（联合创始人）及其配偶（刘云珍、陈爱玲）等组成的单一最大股东集团，合计持股 24.98%。

Stellantis 集团（全球第四大车企）为最大单一股东，持股 21.27%，通过 15 亿欧元投资获得技术合作与海外渠道资源，双方合资成立“零跑国际”，主导欧洲、东南亚市场拓展。

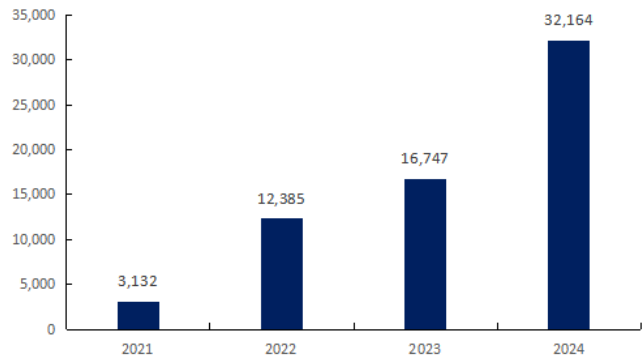
图表 2：公司股权结构



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

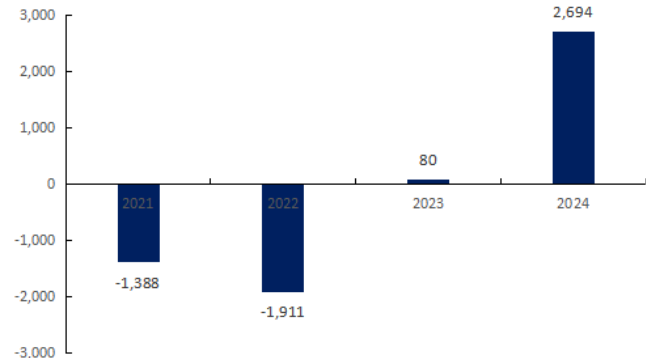
2024 年，零跑汽车实现了显著的收入增长。全年总收益达到人民币 321.6 亿元，较 2023 年的人民币 167.5 亿元增长 92.0%。这一增长主要得益于整车及备件交付量的增加。录得净亏损人民币 28.2 亿元，而 2023 年净亏损为人民币 42.2 亿元。净亏损收窄主要由于毛利的增长超过费用支出的增加。

图表 3：营业收入（百万元）



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 4：毛利（百万元）



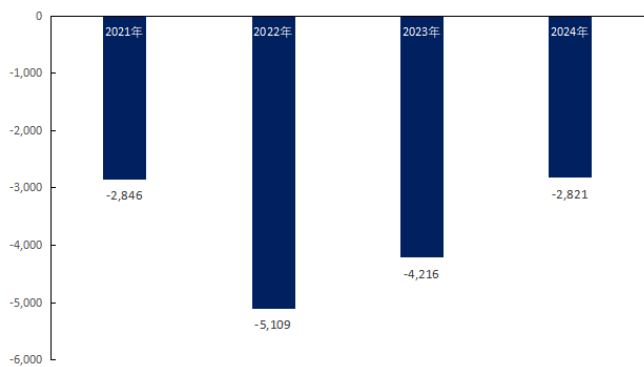
资料来源：WIND，第一上海研究部整理

2025 年第一季度收入 100.2 亿元，同比增长 187.1%，主要因销量同比增 162.1%及单车收入同比增 4.9%。毛利率达 14.9%，创历史新高，较 2024 年同期提升 16.3 个百分点，较 2024 年第四季度提升 1.6 个百分点。其中 C 系列车型销量占比显著提升至 77.5%，这一变化促使产品结构得到深度优化，高价值车型的畅销为盈利增长

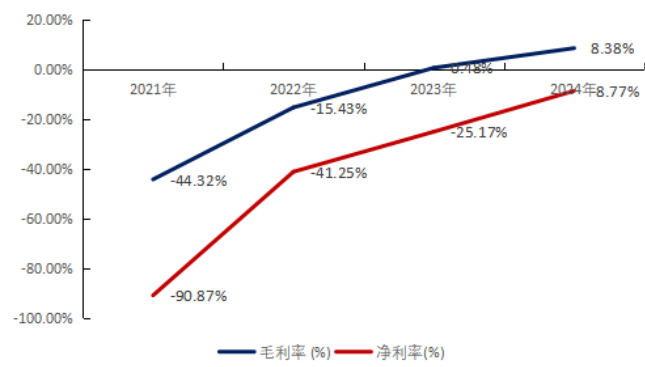
奠定了坚实基础。此外电池采购成本下降 15%，这得益于公司出色的供应链管控能力，有效降低了生产成本。公司与 Stellantis 集团开展的技术协同合作，带来了研发成本的合理分摊，进一步提升了公司的盈利空间。

2025 年第一季度权益持有人应占亏损 1.3 亿元，较 2024 年同期亏损 10.1 亿元大幅收窄，较 2024 年第四季度盈利 0.8 亿元转亏。同比亏损收窄因毛利改善超过费用增加，环比亏损增加因毛利下降大于费用下降。

图表 5：净利润（百万元）



图表 6：毛利率&净利率



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

公司近四年处于快速发展阶段，2021 年亏损扩大但营收快速增长，毛利率为-44.3%主要因早期研发投入高、生产规模有限，以及供应链成本压力。净利率为-90.86%，单车亏损约 6 万元，反映出初创期的高投入与效率爬坡过程。

2022 年公司毛利率为-15.4%，较 2021 年提升 28.9 个百分点，主要得益于销量增长和高端车型 C11/C01 的推出。同时公司净利率回升至-41%，净亏损扩大至 51.09 亿元，主要由于研发和销售费用增加。

2023 年公司毛利率首次转正，亏损收窄。毛利率为 0.5%，首次全年转正，调整返利后达 11.6%，主要归因于技术降本和销量增长。净利率达到-25.18%，净亏损 42.16 亿元，同比收窄。公司经营现金流首次转正，为后续盈利奠定基础。

2024 年公司毛利率达到 8.4%，第四季度单季达 13.3%。主要由于规模效应和高端车型占比提升。公司净利率：-8.77%，净亏损 28.2 亿元，但第四季度首次单季盈利 0.8 亿元。海外市场拓展顺利，技术合作推动收入多元化。

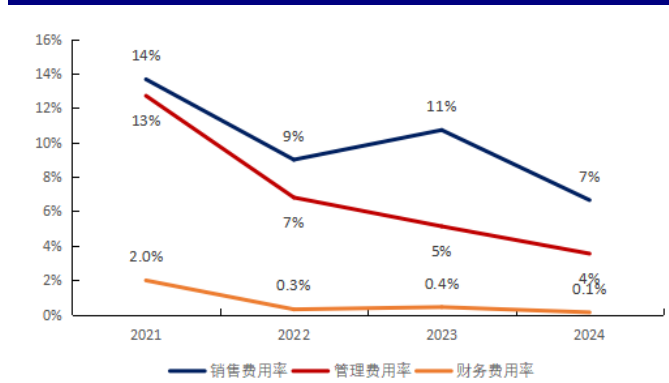
费用率情况

公司创业初期 2021 年前费用率处于高投入扩张阶段，2019-2021 年销售费用率从约 15%降至 13.6%，但仍高于行业平均水平，反映早期市场推广和渠道建设的高投入。管理费用率：同期从约 14%降至 12.7%，绝对值增长，主要因团队扩张和运营复杂度上升。

2022-2023 年公司规模效应初现，费用率逐步优化，2022 年销售费用率降至 9.0%，2023 年微升至 10.7%，主要因销量增长摊薄费用率，2023 年销售费用绝对值增长 61.3%，与 C 系列车型推广相关。2022 年管理费用率降至 6.8%，2023 年进一步降至 5.1%，组织效率提升。

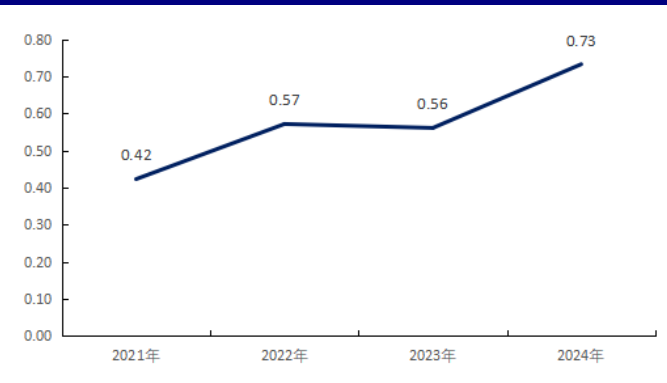
24 年公司费用率显著改善，研发投入策略性调整，2024 年销售费用率降至 6.65%，同比增速 19.1%，远低于营收增速 92%，反映出渠道复用和规模效应。管理费用率降至 3.5%，同比增 32.6%，主要因全球化团队扩张。

图表 7: 公司三费变化



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

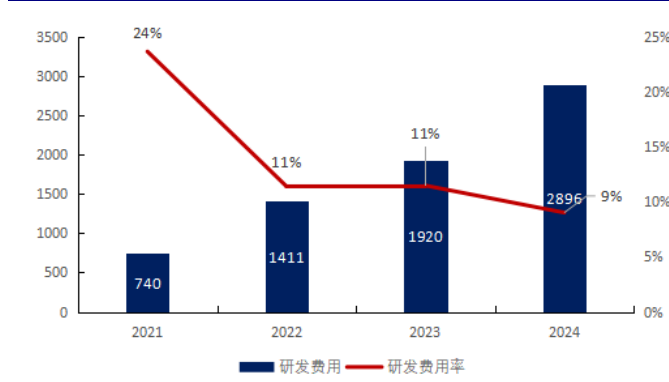
图表 8: 资产负债率变化



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

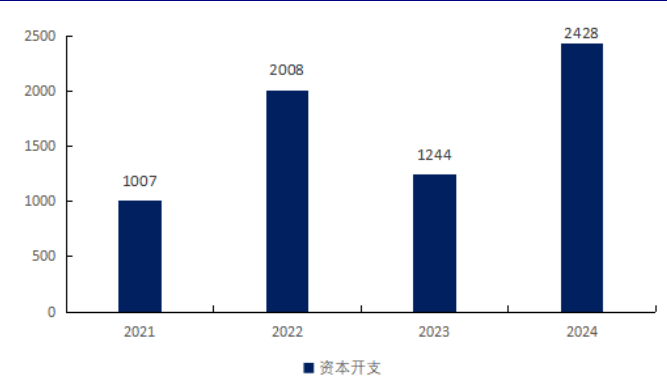
资产负债率方面，公司于2021年IPO后资产负债率骤降至42.28%，为历史最低。后续由于产能与渠道扩张、技术输出投入等因素，负债率上升，但公司现金流显现出改善迹象，具有良好偿债能力。

图表 9: 研发费用



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

图表 10: 资本开支



资料来源：公司资料，第一上海研究部整理

公司资本开支主要用于新车型研发，及杭州生产基地扩建，同时加大智能座舱，芯片、智能驾驶的投入。海外方面与 Stellantis 合资生产研发新车，从 2021 年 7.4 亿元增至 2024 年 29 亿元，年均增速 35%，费用率从 23.6%降至 9.0%，体现“高复用、低成本”研发策略。

主营业务

零跑汽车的产品策略和定价策略以“高性价比”为核心，通过精准市场定位、全域自研降本、越级配置定价等方式，在中端新能源市场占据竞争优势。公司坚持成本定价，而不是品牌定价，注重产品放量产生规模效应，未来上规模以后，公司成本优势将越来越凸显。

图表 11：零跑主要车型介绍

车型	定位	价格区间 (万元)	动力类型	CLTC续 航 (km)	轴距 (mm)	核心卖点
T03	微型代步 车	4.99- 6.99	纯电	200/310 /403	2400	全系标配L2级智驾，下沉市场渗透率第一，女性用户占比超60%
C11	中型家用 SUV	14.88- 20.58	增程/纯电	增程： 200-300 纯电： 515-580	2930	2930mm轴距+前双叉臂后五连杆悬架，15万级空间天花板
C10	全球化旗 舰SUV	12.88- 16.88	增程/纯电	增程： 210 纯电： 410-530	2820	首搭四叶草中央集成架构+高通8295芯片，欧洲市场主销车型
C01	中大型行 政轿车	13.68- 20.88	增程/纯电	增程： 216-316 纯电： 525-625	2930	CTC 2.0电池底盘一体化，双电机版零百加速3.66秒，30万级配置下放至15万级
C16	六座家庭 SUV	15.58- 18.58	增程/纯电	增程： 200 纯电 由 520	2825	2+2+2座椅布局+三排一键折叠，800V快充+抗菌座舱，填补20万级六座空白
B10	五座家庭 SUV	9.98- 12.98	纯电	500+	2780	全系标配激光雷达+城市NOA, 搭载高通8295座舱芯片
B系列 B01/B05	智驾主力 车型	8.00- 15.00	纯电	500+	2900 (预 估)	全系标配激光雷达+城市NOA，磷酸锰铁锂电池成本降15%

资料来源：公司资料，第一上海研究部

零跑的产品线布局聚焦 10-30 万元的主流消费市场，尤其是 10-20 万元的中端区间，主打“越级配置”。

C 系列（15-20 万元）：如 C11（中型 SUV）、C01（中大型轿车），提供中大型 SUV 的空间和智能化配置（如高通 8295 芯片、激光雷达选装），直接对标传统车企 30 万级产品。

B 系列（10-15 万元）：如 B10（起售价 9.98 万元），首次将激光雷达车型价格下探至 12 万元以下，搭载高通 8650 芯片，支持高阶智驾功能。

D 系列（20 万元以上）：计划推出更高端车型，进一步扩展细分市场。双动力布局：同时提供纯电+增程版本，如 C11 增程版 CLTC 综合续航达 1200 公里，价格控制在 15-18 万元，远低于竞品（如理想 L7Air 的 31.98 万元）

图表 12：零跑汽车全系列



资料来源：公开资料，第一上海研究部

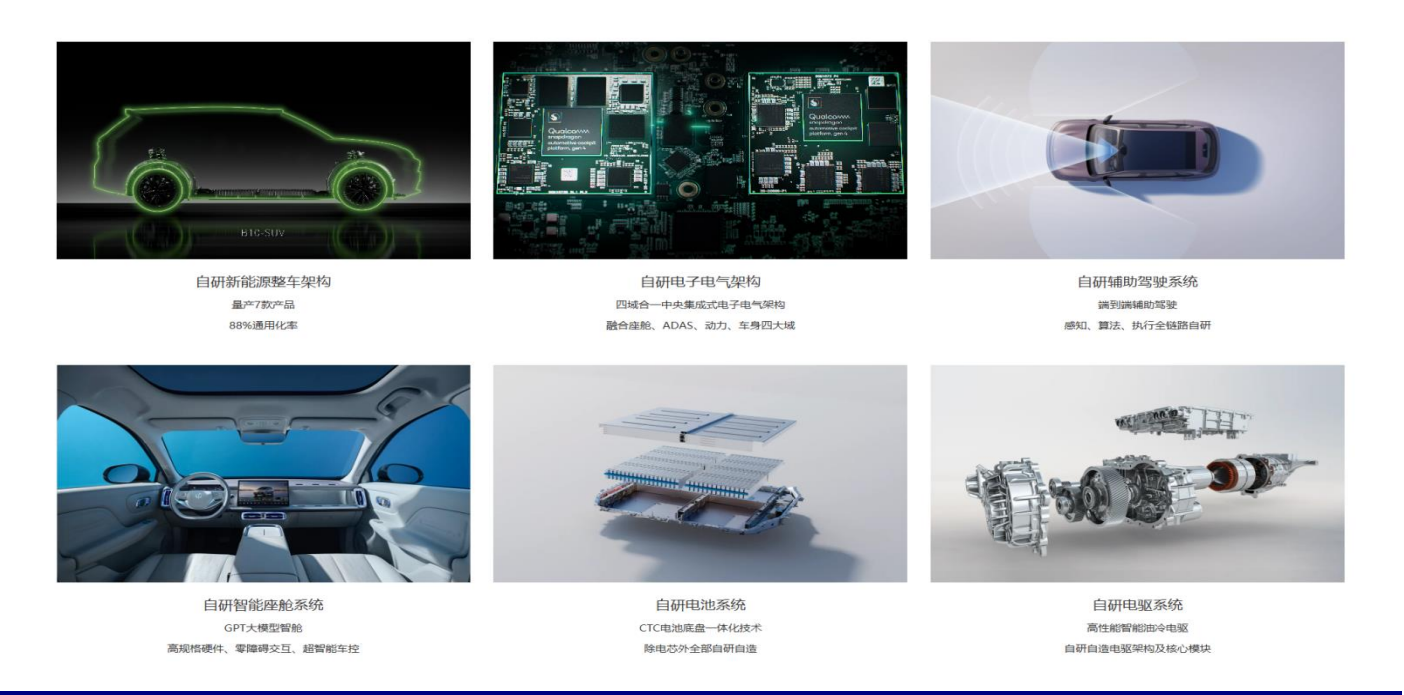
图表 13：上海车展新发布 B01



资料来源：公开资料，第一上海研究部

公司是国内唯一实现整车成本 70%以上自研自制的新势力车企，其全域自研战略已形成“技术降本+智能化普惠”的双轮驱动模式，支撑公司在 10-20 万元主流新能源市场的持续领先。同时公司通过 LEAP3.5 架构实现智能化越级，使其成为新势力中少数兼具规模与盈利潜力的标的。

图表 14: 零跑自研领域



资料来源：公司资料，第一上海研究部

零跑自研覆盖三电系统、智驾硬件、电子电气架构等核心领域，自研比例达 65%-70%，关键成果包括：

CTC2.0 电池底盘一体化技术：行业首创多功能集成架构，减少零部件数量，提升结构效率，能量密度提升 18%，成本降低 15%。

七合一油冷电驱系统：集成电机、减速器、控制器等，动力响应提升 5 倍，NVH 达行业标杆水平，BOM 成本较外采降低 20%。

中央集成式电子电气架构（四叶草架构）：以 1 颗 SOC+1 颗 MCU 芯片实现四域合一，控制器数量从 42 个降至 22 个，线束长度缩短至 996 米，降低硬件成本 30%。

图表 15: CTC2.0 电池底盘一体化

图表 16: 七合一油冷电驱系统



资料来源：公司官网，第一上海研究部

资料来源：公司官网，第一上海研究部

2025 年发布的 LEAP3.5 架构是零跑技术集大成者，核心突破包括：
舱驾一体化超算平台：新车 B10 搭载高通 8295 座舱芯片+8650 智驾芯片，通讯延时降至微秒级，算力功耗比优化 50%。采用 5nm 制程，AI 算力达 30TOPS，支持 4K 高清渲染与多任务并行处理。旗舰版车型进一步扩展副驾屏接口，实现三屏联动。标配 14.6 英寸 2.5K 悬浮式中控屏+8.8 英寸全液晶仪表，取消物理按键实现全触控操作。部分车型配备 Leap Sound 12 扬声器系统，支持 7.1 声道沉浸式音效。

图表 17：3.5 集成技术架构



资料来源：公司官网，第一上海研究部

端到端智驾方案：全球首搭高通 8650 芯片，能耗较英伟达 Orin-X 降低 50%，支持 BEV+Transformer+Occupancy 网络融合，激光雷达下放至 12 万元级车型，软件终身免费升级。旗舰车型配备 1 颗禾赛 AT512 激光雷达，11 颗摄像头、5 颗毫米波雷达及 12 颗超声波雷达，构成 360° 无死角感知网络。城市领航辅助基于端到端算法，实现无高精地图的城市道路通行，支持自动避让施工路段、识别交警手势。高速智能领航（NAP）可完成自动变道超车、匝道汇入、隧道通行等场景，最高适用时速提升至 130km/h。泊车系统：支持跨层记忆泊车、狭窄车位泊入及车外遥控泊车。
AI 大模型座舱：基于零跑自研“四叶草”中央集成式电子电气架构，实现“一镜到底”全景交互界面，90%操作无需视线转移。系统支持分屏多任务处理，并首创“AI 场景生成器”，用户可自定义驾驶模式、座椅联动等组合功能融合 DeepSeek 与通义千问双引擎，支持多模态交互，语音响应速度毫秒级，开放服务接口构建生态闭环。公司通过核心技术的自主研发和垂直整合供应链，实现了高性价比的产品矩阵，满足了大众化市场需求。

图表 18：端到端智能驾驶平权



资料来源：公司官网，第一上海研究部

图表 19：智能座舱优化



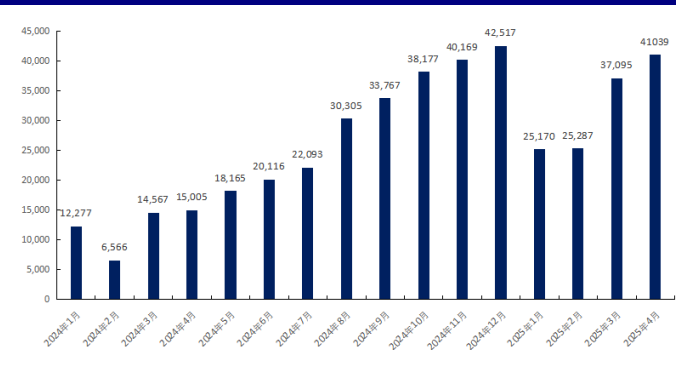
资料来源：公司官网，第一上海研究部

公司 2024 年全年交付量达 29.37 万辆，同比增长 103.8%，增速远超行业平均水平。其销量在新势力中排名第三，仅次于理想汽车和鸿蒙智行。其市场份额在 2024 年上半年约为 14%。在 10-20 万元价格区间，零跑汽车的市场份额从 2023 年的 4%增长到 8%，C 系列中高端车型占比提升至 68%。2025 年是零跑汽车全球化元年，前四个月出口占比突破 10%。

零跑汽车通过精准价格锚定+全域自研技术降本，实现了从 2024 年月均 1.2 万辆到 2025Q1 月均 3.2 万辆的跨越式增长。

C 系列中高端车型占比突破 70%，显示品牌向上初见成效，而出口占比快速提升至 10% 则验证了技术出海模式的可行性。尽管面临价格战加剧与全球化投入压力，但其“高性价比智电产品+轻资产技术输出”的双轮驱动模式，仍有望支撑 50 万辆年度目标的达成。

图表 20：零跑汽车 2024-至今合计月销量



资料来源：WIND，第一上海研究部

图表 21：准备起运的 C10 和 T03



资料来源：公开资料，第一上海研究部

零跑汽车通过与全球第四大汽车集团 Stellantis 的战略合作，加速海外布局，以“技术+产品”双轮驱动模式，依托 Stellantis 的全球资源，实现轻资产出海。凭借高性价比产品与技术输出，零跑有望在平价新能源车市场形成差异化竞争力，成为全球市场的重要参与者。

零跑汽车与 Stellantis 于 2023 年 10 月签署协议，Stellantis 投资 15 亿欧元收购零跑约 21%股权，并成立合资公司“零跑国际”，负责大中华区以外市场的生产、销售及出口。零跑国际持股比例为 51%（零跑）:49%（Stellantis），通过轻资产运营模式，结合 Stellantis 的全球分销网络（覆盖 130 多个国家）及本地化经验，以及零跑的技术研发和成本控制能力，实现优势互补。

截至 2025 年 4 月，零跑国际已进入 23 个国家和地区，覆盖欧洲、中东、非洲、亚太及南美市场。其中，欧洲市场已进入法国、德国、意大利等 13 国，建立超过 450 家销售及服务网点；中东及非洲覆盖土耳其、以色列等；亚太地区覆盖澳大利亚、新西兰、泰国等；南美进入巴西、智利。

零跑计划到 2025 年底将海外网点扩展至 550 家，2026 年达到 500 家，并在欧洲本地化生产，以应对欧盟关税壁垒。渠道方面，依托 Stellantis 网络，快速铺开销售网点，降低自建渠道成本。公司运营初期以出口为主，未来考虑利用 Stellantis 现有工厂代工，避免重资产投入。价格策略上，通过高性价比抢占主流市场，如 C10 欧洲售价约 3 万欧元，低于同类竞品 30%。

图表 22：零跑金华工厂



资料来源：第一上海研究部

图表 23：零跑海外产能布局



资料来源：盖世汽车、第一上海研究部

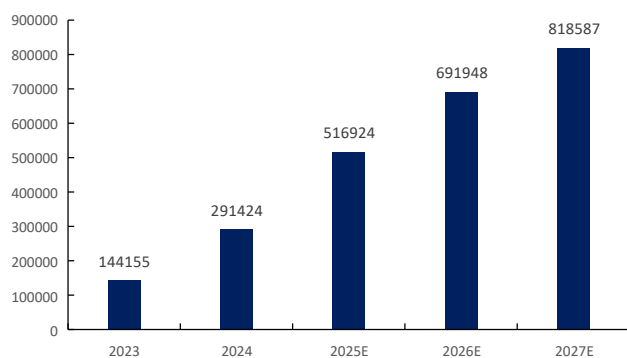
产能方面，公司目前拥有金华和杭州制造基地，金华工厂设计年产能超过 40 万辆，只要生产 T 系列、C 系列车型。杭州钱塘工厂设计年产能 30 万辆，主要用于零跑 B10 产能爬坡。4 月 Stellantis 与零跑正式签署了合作协议，双方将在马来西亚开启本地组装（CKD）计划。项目初期将投入约 500 万欧元。

截至 2024 年底，零跑汽车门店总数达到 738 家，其中零跑中心 231 家，体验中心 346 家，服务中心 161 家。截至 2025 年 3 月 31 日，零跑汽车在全国范围内布局了 756 家销售门店和 449 家服务门店，覆盖了 279 个城市。

收入及盈利预测

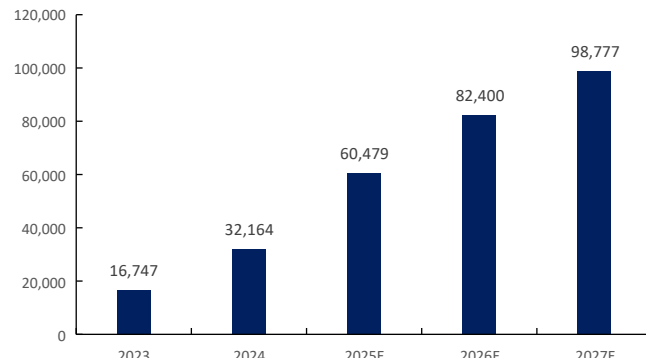
公司新车发布密集且市场反应火爆，预计25-26年将发布25/26年公司推出B平台/D平台新车，产品矩阵进一步完善，覆盖6-30万价格区间，消费受众群体众多。我们预计公司25-27年汽车销量将达到52万台、69万台、82万台，规模效应进一步扩大。

图表 24: 汽车销量预测



资料来源：第一上海研究部预测

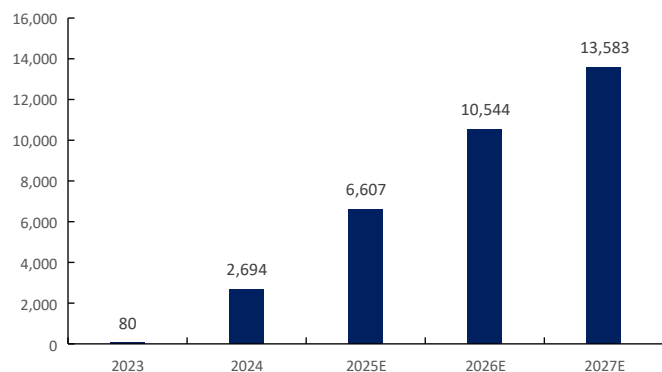
图表 25: 公司营业收入预测



资料来源：第一上海研究部预测

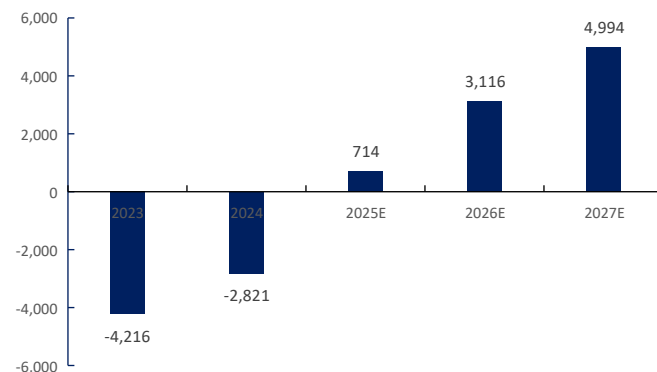
受益于销量增长，公司营业收入规模不断扩大，预计25-27年公司营业收入分别为605亿、824亿、988亿元人民币，同比增长分别为88%、36%、20%。预计25-27年公司毛利润分别达到66亿、105亿、136亿元人民币。

图表 26: 公司毛利润预测



资料来源：第一上海研究部预测

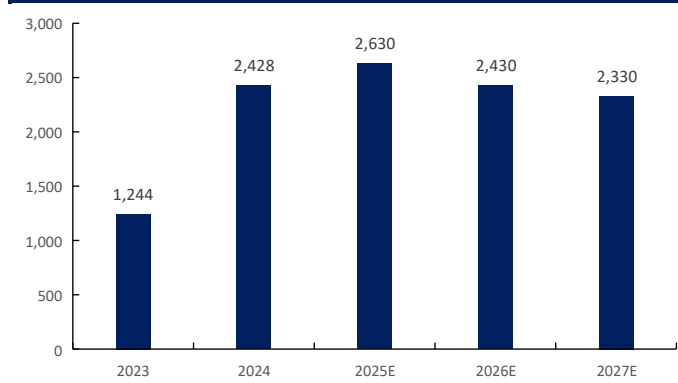
图表 27: 公司归母净利润预测



资料来源：第一上海研究部预测

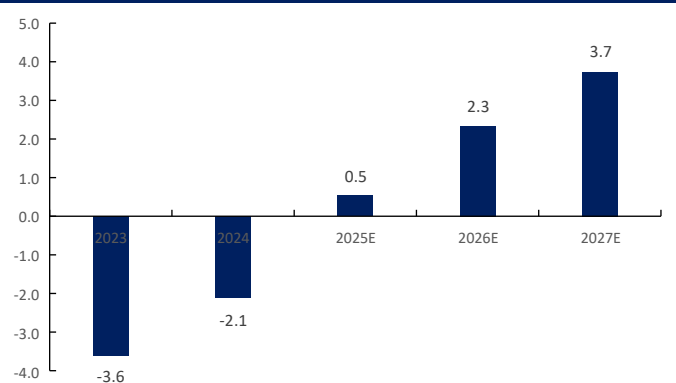
我们预测公司今年下半年将实现季度盈亏平衡，今年全年实现盈利。预计25-27年公司归母净利润分别为7亿、31亿、50亿元人民币。

图表 28: 资本开支预测



资料来源：第一上海研究部预测

图表 29: 每股收益预测（元/股）



资料来源：第一上海研究部预测

我们预测公司资本开支将维持在高位，公司自研率将维持在70%以上，预计25-27年公司资本开支分别为26亿元、24亿元、23亿元。预计25-27年公司每股盈利分别为0.5元、2.3元、3.7元。

目标价 88.03 港元，首次覆盖并给予买入评级

预计公司 2024-2026 年公司实现营业收入分别为 605/824/988 亿元，归母净利润分别为 7/31/50 亿元，同比增加 125/336/60%。结合国内新势力定价估值测算，我们决定给予 2025 年营业收入 1.8 倍 PS 估值，预测公司目标价 88.03 港元，目标价较现价有 64.23 上升空间，给予买入评级。

图表 30: 同业估值对比

收入											净利润				
	股价 2025.6.12	YTD变化 2022.12.31	市值	毛利率	经营利润率	净利率	2024A	2025E	2026E	2027E	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E	
港股			亿港元				百万港币								
2015 HK Equity	理想汽车	115.7	52.5%	2,346.4	20.5	4.9	5.6	180,730.0	190,730.0	234,969.9	273,118.9	9,622.5	11,171.5	16,488.1	20,906.8
9868 HK Equity	小鹏汽车	81.8	162.6%	1,371.5	14.3	-16.3	-14.2	90,662.1	90,662.1	125,664.8	151,932.5	-6,134.5	-1,648.2	2,681.4	6,461.6
9866 HK Equity	蔚来汽车	29.6	-21.2%	604.2	9.9	-33.3	-33.9	96,087.0	96,087.0	126,363.9	146,409.5	-20,037.6	-18,615.0	-10,426.6	-5,612.2
1211 HK Equity	比亚迪	140.8	87.0%	11,633.3	19.4	6.4	5.2	1,078,122.3	1,078,122.3	1,227,136.5	1,389,593.5	42,384.8	60,639.1	73,631.6	86,960.0
175 HK Equity	吉利汽车	17.2	68.1%	1,641.7	15.9	7.6	6.9	364,133.8	364,133.8	435,263.1	493,659.9	15,680.7	15,849.8	19,361.6	23,683.0

资料来源：彭博

风险因素

- 新品销量不及预期
- 公司新产品销量规模影响公司收入和利润。
- 成本管控不及预期
- 原材料价格波动、产品差别等影响公司营业成本。
- 市场竞争价格战加剧
- 公司产品所处价格带竞争激烈，友商价格战影响行业竞争格局。
- 海外业务拓展不及预期
- 海外业务受到关税、产品推广、基建等因素影响。

主要财务报表

损益表						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	12,385	16,747	32,164	60,479	82,400	98,777
毛利	-1,911	80	2,694	6,607	10,544	13,583
研发开支	-1,411	-1,920	-2,896	-3,041	-3,162	-3,289
销售开支	-1,114	-1,795	-2,138	-2,419	-3,296	-3,951
行政与其他开支	-842	-858	-1,137	-1,210	-1,648	-1,976
营运收入	-5,278	-4,493	-3,477	-63	2,438	4,368
财务开支	106	157	309	579	790	946
税前盈利	-5,109	-4,216	-2,821	752	3,462	5,549
所得税	0	0	0	-38	-346	-555
净利润	-5,109	-4,216	-2,821	714	3,116	4,994
其他综合损益	0	-9	-74	0	0	0
本公司股东应占利润	-5,109	-4,216	-2,821	714	3,116	4,994
折旧及摊销	-416	-601	-671	-869	-1,098	-1,271
EBITDA	-4,693	-3,615	-2,150	1,621	4,560	6,820
增长						
总收入 (%)	295.4%	35.2%	92.1%	88.0%	36.2%	19.9%
EBITDA (%)	-78.6%	23.0%	40.5%	175.4%	181.3%	49.6%

资产负债表						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	6,949	11,731	6,378	19,532	27,856	42,466
应收账款	1,685	926	1,981	3,486	3,963	4,966
存货	1,749	1,719	2,023	4,818	4,306	6,512
其他流动资产	3,255	8,093	16,070	14,070	11,570	9,070
总流动资产	13,638	22,470	26,453	41,906	47,695	63,015
固定资产	3,208	3,868	5,537	7,318	8,666	9,740
无形资产	820	732	736	719	704	691
于联营投资	30	44	164	346	616	959
银行存款及其他	1,571	1,338	4,757	4,755	4,753	4,752
总资产	19,268	28,453	37,647	55,044	62,434	79,156
应付账款	5,987	9,847	18,903	33,653	36,448	46,664
其他短期负债	3,271	4,107	6,072	6,072	6,072	6,072
总短期负债	9,257	13,954	24,975	39,724	42,520	52,736
长期借贷	773	892	1,108	2,642	3,721	4,833
其他负债	978	1,110	1,493	41,617	44,812	55,428
总负债	11,009	15,955	27,576	44,259	48,533	60,261
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	8,259	12,498	10,070	10,785	13,901	18,895
每股账面值	-4.9	-3.6	-2.1	0.5	2.3	3.7
营运资产	4,381	8,516	1,478	2,182	5,176	10,279

资料来源：公司资料，第一上海研究部预测

财务分析						
	2022年	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力						
毛利率 (%)	-15.43%	0.48%	8.38%	10.92%	12.80%	13.75%
EBITDA 利率 (%)	-37.89%	-21.59%	-6.69%	2.68%	5.53%	6.90%
净利率 (%)	-41.25%	-25.17%	-8.77%	1.18%	3.78%	5.06%
营运表现						
研发/收入 (%)	11.4%	11.5%	9.0%	5.0%	3.8%	3.3%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%
库存周转天数	31.5	37.5	22.9	22.9	22.9	22.9
应收账款天数	35.9	28.1	16.3	16.3	16.3	16.3
应付账款天数	108.1	171.0	175.6	175.6	175.6	175.6
财务状况						
总负债/总资产	0.57	0.56	0.73	0.80	0.78	0.76
收入/净资产	1.50	1.34	3.19	5.61	5.93	5.23
经营性现金流/收入	-0.19	0.06	0.26	0.21	0.09	0.14

现金流量表						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年 实际	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	-4,693	-3,615	-2,150	1,621	4,560	6,820
除税前盈利	-5,109	-4,216	-2,821	752	3,462	5,549
物业、厂房及设备折旧	-2	436	521	720	951	1,127
所得税	0	-0	-0	-38	-346	-555
其他	7,404	8,477	12,921	9,345	-1,252	608
营运现金流	-2,400	1,082	8,471	12,400	7,375	13,549
资本开支	2,008	1,244	2,428	2,630	2,430	2,330
其他投资活动	-3,204	-6,105	-15,751	-3,410	-2,560	-2,380
投资活动现金流	-1,197	-4,860	-13,323	-780	-130	-50
支付租赁负债	-120	-131	-40	0	0	0
偿还借贷	-338	-1,337	-2,177	-1,500	-2,000	-2,000
股息	0	0	0	0	0	0
其他融资活动	6,814	10,020	1,714	3,033	3,079	3,112
融资活动现金流	6,355	8,552	-503	1,533	1,079	1,112
现金变化	2,664	4,773	-5,356	13,153	8,324	14,610
期初持有现金	4,338	6,949	11,731	6,378	19,532	27,856
汇兑变化	-53	9	3	0	0	0
期末持有现金	6949	11731	6378	19532	27856	42466

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。