

公司報告

地平线机器人 (9660 HK)

上半年量价齐升, 下半年高阶自动驾驶方案HSD落地

- 二季度中高阶爆发带动交付量及ASP强劲增长, 加大研发短期亏损扩大
- 年交付目标强劲, 高阶方案HSD落地将提升ASP, 海外定点获突破
- 看好公司智驾SoC龙头地位持续增强, 上调目标价至11港元

中高阶出货量亮眼, 加码研发投入增厚护城河

二季度经调整亏损为13.3亿元(人民币, 下同), 同比/环比扩大65.7%/51.9%, 高于VA一致预期的亏损6.5亿元。1) 收入: 二季度收入15.7亿元, 同比/环比+67.6%/+8.1%。总出货量198万套, 同比/环比+106%/+4.4%。其中, 低阶方案交付约100万套, 同比+31%; 中高阶方案交付约98万套, 同比+524%, 因智驾渗透率提升带动。整体ASP提升至393元, 同环比均增长约70%。2) 毛利率: 二季度整体毛利率65.4%, 同比/环比-13.7ppts/-10.7ppts。其中, 汽车产品解决方案毛利率45.6%, 同比提升3.9ppts, 受益于中高阶产品快速放量; 整体毛利率下滑因高毛利的授权与服务收入占比下降, 而产品解决方案收入占比提升且增长快。3) 费用率: 二季度研发/行政/销售费用率为147%/19.6%/17.4%, 费用额大增因云服务及开发扩张投入加大, 及人员薪酬和股权激励费用上升。4) 净利润: 二季度调整后净利润率为-85%, 同比/环比+1.0ppt/-24.5ppts, 显著扩大主要系云服务及技术采购增加、股权激励费用增长所致。

交付指引强劲, 下半年重磅新品上市, 国内外全面发力

1) 指引强劲: 预计全年出货量约400万套, 中高阶占比50%。公司重点高阶方案HSD落地, 预计将于年底随奇瑞星途105车型首发量产, 并计划在未来2-3年覆盖潜在市场空间巨大的10万-15万元主流价格带车型, 远期规划出货量达百万级, 将显著推高ASP及收入弹性。2) 国内外全面发力: 上半年在中国OEM ADAS(辅助驾驶)前视一体机市场/OEM整体辅助驾驶解决方案市场份额为45.8%/32.4%, 均为第一名。国内预计吉利/奇瑞/长安等客户下半年中高阶量产带动销量。海外已获两家日本车企定点, 全生命周期出货量预计超750万辆; 欧洲与博世、大陆深度合作。国内九家外资合资车企(含全球第一和第二大汽车集团)的30款车型定点地平线解决方案, 部分车型于2025年底开始量产交付。3) Robotaxi: 计划与无人驾驶出租车运营企业推进合作, 提供底层技术支持。

看好智驾芯片龙头地位增强, 上调目标价至11港元

小幅调整25-27E年收入预测-2.1%/-2.0%/+4.7%, 盈利预测调整+172%/+137%/-24%, 反映收入结构变化及费用增长。看好公司智驾SoC芯片龙头地位, 目标价由8.3港元调升至11.0港元, 对应24x FY26 P/S, 接近智驾供应链同业平均估值23.7x(图7)。风险因素: 行业景气度下降。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1,552	2,384	3,495	5,653	8,205
同比增长(%)	71.3%	53.6%	46.6%	61.7%	45.2%
调整后净利润	(1,867)	(1,773)	(2,010)	(969)	624
同比增长(%)	-23%	-135%	-368%	-48%	-90%
每股盈利	(0.69)	(0.13)	(0.15)	(0.07)	0.05
市盈率(X)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
市销率(X)	63.0	41.0	28.0	17.3	11.9
ROE(%)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测; 截至2025年8月27日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

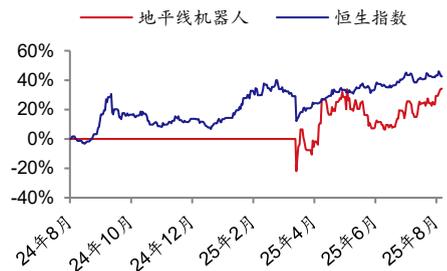
最新变动

25年二季度业绩点评; 盈利预测及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月27日)	7.9港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	11港元(+39%)
前次目标价	8.3港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
9660 HK	7.7	(19.1)	n.a
恒生指数	(1.4)	5.9	42.4

行业: 汽车汽配

恒生指数	24,999
国企指数	8,917

重要数据

52周股价区间(港元)	3.32 - 10.38
港股市值(百万港元)	120,906
日均成交量(百万股)	160.63
每股净资产(港元)	1.06

主要股东

CARIAD Estonia AS	17.93%
Everest Robotics Limited	13.3%
SAIC QIJUN I Holdings Limited	7.87%
Pirates Silver Holding Limited	5.72%

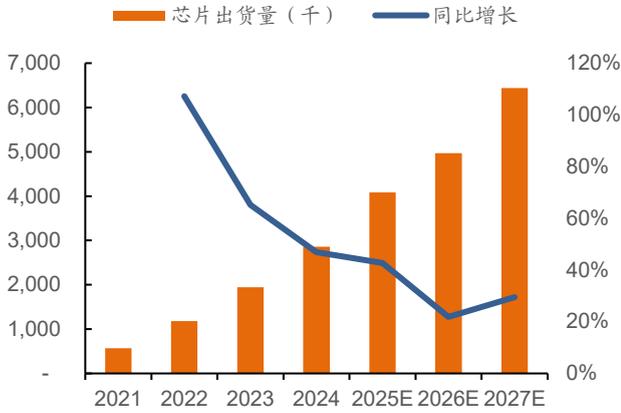
资料来源: 彭博

相关报告

- 全球人工智能/自动驾驶——供应链- 年报专题: 龙头业绩显著向好, 今年高成长可期(推荐)(2025/4/29)
- 全球人工智能/自动驾驶——供应链- 智驾零部件强劲爆发, 向具身智能泛化空间大(推荐)(2025/3/18)

重点图表

图 1: 芯片出货量暴增 (千颗)



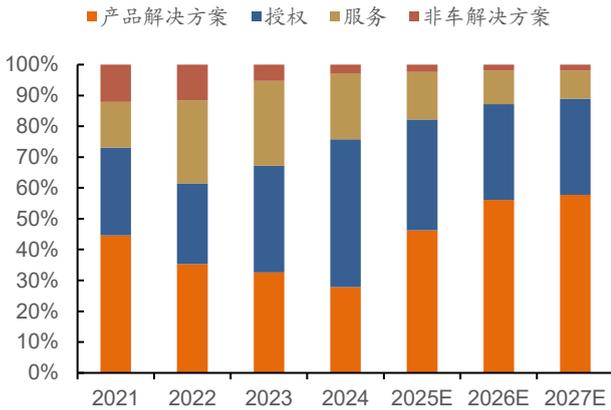
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 2: 未来三年公司收入保持高增 (人民币百万元)



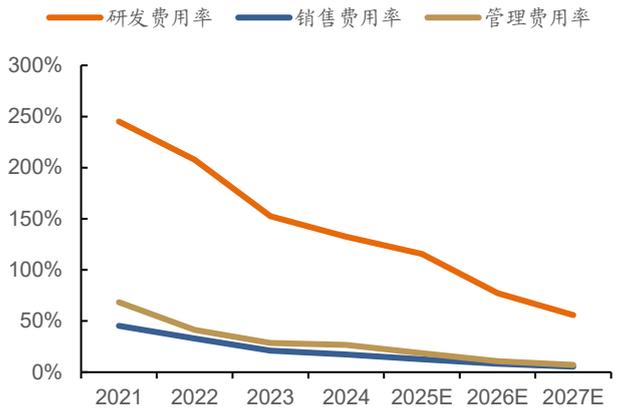
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 3: 产品解决方案占比逐渐提升



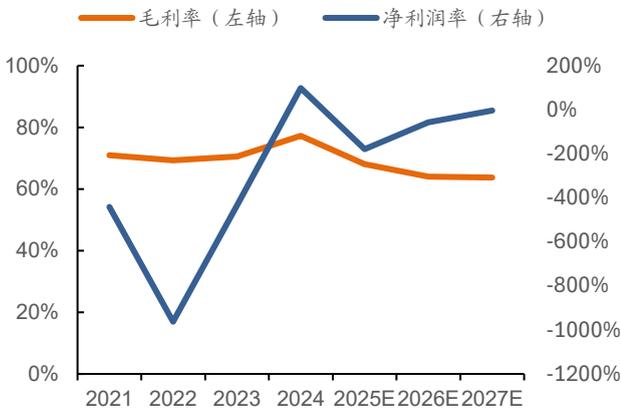
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 4: 三费占比下降迅速



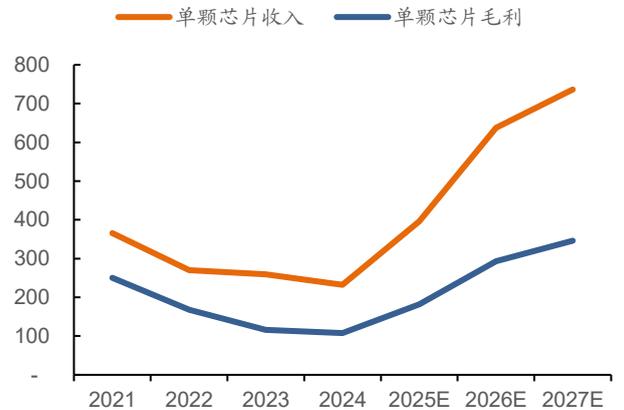
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 5: 公司毛利率和净利率改善明显



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 6: 高阶智驾拉动单颗芯片收入和毛利增长



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 智驾供应链可比公司估值表

公司名称	代码	FY25E	FY26E
英伟达	NVDA US	19.8	15.2
Mobileye	MBLY US	5.7	5.2
禾赛	HSAI US	7.0	4.9
速腾聚创	2498 HK	6.6	4.2
越疆	2432 HK	35.9	26.8
奥比中光	688322 SH	34.8	22.7
寒武纪-U	688256 SH	91.7	56.7
龙芯中科	688047 SH	77.0	53.6
<b>P/S 平均估值</b>		<b>34.8</b>	<b>23.7</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 公司季度业绩概览

人民币千元	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	同比	环比
营业收入	371,491	1,180,116	934,599	1,448,955	1,566,756	67.6%	8.1%
销售成本	(144,879)	(312,418)	(195,861)	(346,339)	(542,784)	177.1%	56.7%
毛利	226,612	867,698	738,738	1,102,616	1,023,972	38.6%	-7.1%
研发开支	(1,048,991)	(1,317,264)	(1,419,656)	(1,736,399)	(2,300,002)	62.0%	32.5%
销售及营收开支	(214,997)	(228,369)	(243,144)	(394,471)	(307,157)	26.3%	-22.1%
一般及行政开支	(142,728)	(184,521)	(198,421)	(211,432)	(272,106)	37.1%	28.7%
金融资产减值亏损净额	(7,164)	(13,629)	(53,237)	1,988	(14,770)	-72.3%	-843.0%
其他收入	13,227	52,995	34,109	161,766	216,725	535.4%	34.0%
其它亏损净额	(63,274)	29,883	36,193	37,110	61,236	69.2%	65.0%
经营亏损	(1,237,315)	(793,207)	(1,105,418)	(1,038,822)	(1,592,102)	44.0%	53.3%
财务收入净额	82,683	76,139	210,763	165,055	170,125	-19.3%	3.1%
除所得税前亏损	(1,885,001)	(4,859,127)	(5,089,014)	7,440,029	(5,228,830)	2.7%	-170.3%
所得税开支	(3,490)	8,565	(9,091)	4,584	(4,149)	-54.4%	-190.5%
归母净利润	(1,888,475)	(4,850,546)	(5,098,088)	7,444,668	(5,232,879)	2.6%	-170.3%
调整后净利润	(995,994)	(639,174)	(803,941)	(877,142)	(1,332,500)	65.7%	51.9%
毛利率	61.0%	73.5%	79.0%	76.1%	65.4%	-13.7ppt	-10.7ppt
经营利润率	-333.1%	-67.2%	-118.3%	-71.7%	-101.6%	16.7ppt	-29.9ppt
净利率	-508.4%	-411.0%	-545.5%	513.8%	-334.0%	211.5ppt	-847.8ppt
调整后净利润率	-268.1%	-54.2%	-86.0%	-60.5%	-85.0%	1.0ppt	-24.5ppt
研发费用率	282.4%	111.6%	151.9%	119.8%	146.8%	-5.1ppt	27.0ppt
行政费用率	57.9%	19.4%	26.0%	27.2%	19.6%	-6.4ppt	-7.6ppt
销售费用率	38.4%	15.6%	21.2%	14.6%	17.4%	-3.9ppt	2.8ppt
财务费用率	-22.3%	-6.5%	-22.6%	-11.4%	-10.9%	11.7ppt	0.5ppt
合计费用率	356.4%	140.2%	176.6%	150.3%	172.9%	-3.7ppt	22.7ppt
出货量	751	1,196	963	1,897	1,980	105.6%	4.4%
ASP	256	262	231	233	393	70.2%	68.6%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图9: 关键盈利预测调整

	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总出货量(千台)	4,080	4,972	6,437	4,080	4,972	6,008	0.0%	0.0%	7.1%
ASP(元)	396	638	736	396	638	718	0.0%	0.0%	2.6%
<b>费用率</b>									
研发费用率	115.6%	77.2%	55.8%	103.4%	70.4%	55.5%	12.2ppt	6.8ppt	0.4ppt
销售费用率	12.5%	8.3%	5.4%	12.4%	8.6%	7.1%	0.1ppt	-0.3ppt	-1.7ppt
行政费用率	18.5%	10.9%	7.1%	18.1%	10.7%	7.5%	0.3ppt	0.2ppt	-0.4ppt
<b>利润率</b>									
毛利率	68.1%	64.0%	63.7%	69.9%	66.6%	65.5%	-1.8ppt	-2.6ppt	-1.7ppt
营业利润率	-71.5%	-27.5%	-1.0%	-59.7%	-20.2%	-2.4%	-11.8ppt	-7.3ppt	1.4ppt
归母净利率	-179.7%	-57.9%	-4.1%	-64.7%	-24.0%	-5.7%	-114.9ppt	-33.9ppt	1.5ppt
CMS 调整后净利率	-57.5%	-17.1%	7.6%	-46.0%	-10.1%	6.6%	-11.5ppt	-7.1ppt	1.0ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图10: 利润表关键科目预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,495	5,653	8,205	3,571	5,771	7,834	-2.1%	-2.0%	4.7%
营业成本	-1,116	-2,036	-2,977	-1,075	-1,929	-2,706	3.8%	5.5%	10.0%
毛利	2,379	3,617	5,228	2,495	3,841	5,127	-4.7%	-5.8%	2.0%
研发费用	-4,040	-4,363	-4,581	-3,693	-4,062	-4,346	9.4%	7.4%	5.4%
行政费用	-646	-614	-583	-648	-615	-585	-0.3%	-0.3%	-0.3%
销售费用	-436	-467	-443	-442	-495	-554	-1.3%	-5.7%	-20.0%
营业利润	-2,500	-1,557	-82	-2,133	-1,168	-186	17.2%	33.3%	-56.1%
财务费用净额	490	588	705	490	588	705	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	-6,279	-3,272	-339	-2,312	-1,383	-444	171.6%	136.6%	-23.5%
应交所得税	0	0	0	0	0	0	n.a	n.a	n.a
本年利润	-6,279	-3,272	-339	-2,312	-1,383	-444	171.6%	136.6%	-23.5%
股东应占利润	-6,279	-3,272	-339	-2,312	-1,383	-444	171.6%	136.6%	-23.5%
调整后利润	-2,010	-969	624	-1,643	-580	519	22.3%	67.0%	20.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

自动驾驶产业链标的估值表

公司	彭博	国家	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值 (百万美元)	EPS(本币)		市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)	
	代码	地区	评级	(本币)	目标价 (本币)	空间		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
<b>Robotaxi 主机厂</b>																	
特斯拉	TSLA US	美国	中性	349.6	361.0	3%	1,127,617	2.2	3.2	160.6	109.5	15.3	13.4	11.5	9.9	7.3	10.2
理想汽车	2015 HK	中国	增持	91.4	138.0	51%	25,132	4.9	6.8	17.2	12.4	2.2	1.9	1.0	0.8	13.0	15.4
小鹏汽车	9868 HK	中国	增持	92.5	115.0	24%	22,650	-0.7	1.1	n.a	78.5	5.6	5.3	2.0	1.4	-4.2	6.9
吉利汽车	175 HK	中国	增持	19.2	32.0	67%	24,885	1.5	1.8	11.7	9.8	1.8	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4
比亚迪	1211 HK	中国	增持	115.1	170.0	48%	138,543	6.2	7.6	17.0	13.9	4.2	3.4	1.0	0.8	24.4	23.9
蔚来汽车	9866 HK	中国	未评级	51.7	n.a	n.a	14,899	-7.6	-3.9	n.a	n.a	63.6	-26.6	1.1	0.8	-207.0	-31.7
<b>平均</b>										<b>51.6</b>	<b>44.8</b>	<b>15.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.8</b>	<b>2.4</b>	<b>-24.9</b>	<b>7.0</b>
<b>打车平台</b>																	
优步	UBER US*	美国	增持	95.3	n.a	n.a	198,803	25.1	29.4	27.2	23.2	7.8	6.3	3.5	3.1	69.2	28.0
Lvft	LYFT US*	美国	增持	16.3	n.a	n.a	6,605	7.7	9.8	15.1	11.9	7.8	7.1	0.9	0.8	69.2	21.1
<b>平均</b>										<b>21.2</b>	<b>17.6</b>	<b>7.8</b>	<b>6.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>69.2</b>	<b>24.5</b>
<b>自驾 SoC</b>																	
英伟达	NVDA US	美国	未评级	181.6	n.a	n.a	4,412,880	32.0	44.2	40.6	29.4	30.5	18.9	19.8	15.2	69.2	86.2
Mobileye	MBLY US	美国	未评级	14.0	n.a	n.a	11,490	2.2	2.7	45.0	37.5	0.9	0.9	5.7	5.2	2.4	2.9
地平线	9660 HK	中国	增持	7.9	11.0	39%	14,156	-0.1	-0.1	n.a	n.a	17.3	41.1	29.0	17.9	n.a	n.a
黑芝麻智能	2533 HK	中国	增持	18.7	26.5	42%	1,523	-2.5	-2.3	n.a	n.a	-273.4	-7.3	13.1	8.0	n.a	n.a
<b>平均</b>										<b>42.8</b>	<b>33.5</b>	<b>-56.2</b>	<b>13.4</b>	<b>16.9</b>	<b>11.6</b>	<b>35.8</b>	<b>44.5</b>
<b>座舱 SoC</b>																	
高通	QCOM US	美国	未评级	159.8	n.a	n.a	172,392	85.1	85.8	13.4	13.3	6.3	5.1	3.6	3.6	46.1	40.8
AMD	AMD US	美国	未评级	167.1	n.a	n.a	271,226	28.3	43.1	42.2	27.7	4.4	4.0	7.5	6.2	8.6	12.5
英特尔	INTC US	美国	未评级	24.9	n.a	n.a	108,768	1.0	4.8	181.3	37.0	1.0	1.0	1.9	1.8	-1.0	1.9
<b>平均</b>										<b>79.0</b>	<b>26.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>17.9</b>	<b>18.4</b>
<b>激光雷达</b>																	
禾赛科技	HSAI US	美国	增持	26.0	32.0	23%	3,444	2.5	5.5	69.4	31.1	0.7	0.6	7.5	5.2	7.5	14.3
速腾聚创	2498 HK	中国	增持	37.7	50.0	33%	2,289	-0.3	0.1	n.a	1665.1	4.8	5.2	7.3	4.9	-4.6	2.3
Luminar	LAZR US	美国	未评级	1.8	n.a	n.a	127	-31.9	-17.6	n.a	n.a	-0.4	-0.6	1.7	1.5	99.3	70.6
<b>平均</b>										<b>n.a</b>	<b>848.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>5.5</b>	<b>3.8</b>	<b>34.1</b>	<b>29.1</b>
<b>线控制动</b>																	
耐世特	1316 HK	中国	未评级	6.9	n.a	n.a	2,221	0.4	0.5	17.2	13.2	1.1	1.0	0.4	0.4	6.3	7.7
伯特利	603596 SH	中国	未评级	53.0	n.a	n.a	4,496	2.5	3.2	21.0	16.8	4.1	3.4	2.3	1.9	20.0	20.6
<b>平均</b>										<b>17.2</b>	<b>13.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>6.3</b>	<b>7.7</b>
<b>整体平均</b>										<b>56.0</b>	<b>159.9</b>	<b>-6.7</b>	<b>4.0</b>	<b>6.7</b>	<b>4.9</b>	<b>5.6</b>	<b>18.8</b>

收盘价截至 2025 年 8 月 27 日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; \*由招商证券(香港)研究部互联网组覆盖

## 财务预测表

### 资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>13,538</b>	<b>17,196</b>	<b>11,001</b>	<b>7,814</b>	<b>7,577</b>
货币资金	12,069	15,371	8,811	4,827	3,805
定期存款及其他短期投资	-	26,900	-	-	-
应收款项	541	679	747	814	879
存货	791	585	856	1,534	2,203
预付款项及其他资产	-	-	587	640	691
其他流动资产	-	(26,873)	-	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,336</b>	<b>3,183</b>	<b>3,313</b>	<b>3,425</b>	<b>3,519</b>
物业、厂房及设备	433	774	929	1,040	1,103
无形资产	303	320	336	353	371
其他非流动资产	1,600	2,089	2,048	2,032	2,046
<b>资产总计</b>	<b>15,874</b>	<b>20,379</b>	<b>14,315</b>	<b>11,239</b>	<b>11,097</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>40,252</b>	<b>1,278</b>	<b>1,363</b>	<b>1,478</b>	<b>1,591</b>
其他金融负债	39,240	204	215	225	237
雇员福利	384	417	459	500	540
应付贸易款和应付票据	552	321	354	386	417
其他流动负债	77	335	336	367	398
<b>非流动负债合计</b>	<b>287</b>	<b>7,186</b>	<b>7,301</b>	<b>7,382</b>	<b>7,465</b>
长期债务	113	393	432	471	508
经营租赁负债非流动部分	112	82	124	130	137
其他非流动负债	62	327	360	396	436
<b>负债合计</b>	<b>40,539</b>	<b>8,464</b>	<b>8,664</b>	<b>8,860</b>	<b>9,057</b>
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	760	617	617	617	617
留存收益	(25,571)	(22,791)	(29,054)	(32,325)	(32,665)
<b>股东应占权益</b>	<b>(24,665)</b>	<b>11,914</b>	<b>5,651</b>	<b>2,379</b>	<b>2,040</b>
少数股东权益	(0)	(1)	-	-	-
<b>权益合计</b>	<b>(24,665)</b>	<b>11,915</b>	<b>5,651</b>	<b>2,379</b>	<b>2,040</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>15,874</b>	<b>20,379</b>	<b>14,315</b>	<b>11,239</b>	<b>11,097</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,745)</b>	<b>3,284</b>	<b>(6,192)</b>	<b>(3,586)</b>	<b>(624)</b>
净利润	(6,744)	2,351	(6,279)	(3,272)	(339)
折旧和摊销	280	119	118	113	109
营运资本变动	(938)	645	(248)	(674)	(662)
其他经营活动	5,657	169	216	247	269
<b>投资活动现金流</b>	<b>(667)</b>	<b>(39,616)</b>	<b>(398)</b>	<b>(428)</b>	<b>(423)</b>
资本支出	(454)	(623)	(539)	(532)	(519)
短期投资净额	10	(39,035)	10	11	11
其它投资活动现金流	(224)	43	131	93	84
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,219</b>	<b>40,125</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>25</b>
发行可转换优先股所得款	7,189	39,852	-	-	-
净借款	100	280	39	39	38
其它筹资活动现金流	(70)	(7)	(9)	(10)	(12)
<b>现金净增加额</b>	<b>4,807</b>	<b>3,793</b>	<b>(6,559)</b>	<b>(3,985)</b>	<b>(1,022)</b>
汇率变动对现金的影响	(56)	-	-	-	-
<b>期末现金(含受限现金)</b>	<b>11,360</b>	<b>15,371</b>	<b>8,811</b>	<b>4,827</b>	<b>3,805</b>

### 利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1,552</b>	<b>2,384</b>	<b>3,495</b>	<b>5,653</b>	<b>8,205</b>
营业成本	(457)	(542)	(1,116)	(2,036)	(2,977)
<b>毛利</b>	<b>1,094</b>	<b>1,841</b>	<b>2,379</b>	<b>3,617</b>	<b>5,228</b>
研发费用	(2,366)	(3,156)	(4,040)	(4,363)	(4,581)
销售、行政及一般费用	(771)	(1,047)	(1,082)	(1,080)	(1,026)
其他支出	12	218	243	269	298
<b>营业利润</b>	<b>(2,031)</b>	<b>(2,144)</b>	<b>(2,500)</b>	<b>(1,557)</b>	<b>(82)</b>
财务费用净额	159	376	490	588	705
投资收入净额	(112)	(557)	(669)	(802)	(963)
其他收益净额	(4,760)	4,677	(3,600)	(1,500)	-
<b>除税前溢利</b>	<b>(6,744)</b>	<b>2,351</b>	<b>(6,279)</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(339)</b>
所得税	5	(5)	-	-	-
<b>年内溢利</b>	<b>(6,739)</b>	<b>2,347</b>	<b>(6,279)</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(339)</b>
少数股东损益	(0)	(0)	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>(6,739)</b>	<b>2,347</b>	<b>(6,279)</b>	<b>(3,272)</b>	<b>(339)</b>

### 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	71.3%	53.6%	46.6%	61.7%	45.2%
营业利润	-4.8%	5.6%	16.6%	-37.7%	-94.8%
股东应占利润	-22.7%	-134.8%	-367.6%	-47.9%	-89.6%
<b>获利能力</b>					
毛利润率	70.5%	77.3%	68.1%	64.0%	63.7%
经营利润率	-130.9%	-90.0%	-71.5%	-27.5%	-1.0%
净利率	-434.3%	98.4%	-179.7%	-57.9%	-4.1%
ROE	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
ROA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	255.4%	41.5%	60.5%	78.8%	81.6%
净负债比例	-159.5%	5.0%	11.4%	29.3%	36.5%
流动比率	33.6%	1345.7%	807.0%	528.6%	476.2%
速动比率	31.7%	1299.9%	744.2%	424.9%	337.8%
<b>营运能力</b>					
资产周转天数	3,734	3,121	1,495	726	494
存货周转天数	461	463	280	275	270
应收账款周转天数	384	411	280	275	270
应付账款周转天数	6	9	9	9	9
<b>每股资料(美元)</b>					
每股收益	(2.5)	0.5	(0.5)	(0.2)	(0.0)
每股现金流	1.8	0.3	(0.5)	(0.3)	(0.1)
每股净资产	(9.1)	0.9	0.4	0.2	0.2
每股派息	-	1	2	3	4
<b>估值比率</b>					
市盈率(x)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
市销率(x)	63.0	41.0	28.0	17.3	11.9

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a) 至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828