

公司報告

理想汽車(2015 HK)

MEGA召回致三季度亏损，缺乏短期催化剂下调至中性

- 公司三季度录得亏损，受MEGA召回事件影响，四季度指引偏弱
- i系列成功但基本盘走弱，战略调整并变革组织，明年换代或扭转颓势
- 下调评级至中性，下调目标价至74港元/19美元

三季度亏损受MEGA召回拖累，四季度指引仍偏弱

三季度归母净利润6.25亿元（人民币，下同），为三年来首次，低于市场预期的盈利4.4亿元，主要受MEGA召回影响（估计10-11亿元）。若剔除该影响则基本符合预期。1）收入：三季度总收入274亿元，同比/环比-36%/-10%，大幅下滑但高于此前指引中值的255亿元。汽车收入259亿元，同比/环比-37%/-10%。三季度交付汽车9.3万辆，同比/环比-39%/-16%，对应ASP 27.8万元，同比/环比+2.6%/+6.7%。2）毛利率：毛利率16.3%，同比/环比-5.2ppt/-3.8ppt，其中汽车毛利率15.5%，同比/环比-5.4ppt/-3.9ppt。若剔除MEGA召回影响后，汽车毛利率为19.8%，同比略降但符合指引。3）费用率：研发/SG&A费用率为10.9%/10.1%，同比+4.8ppt/+2.3ppt，环比+1.6ppt/+1.1ppt。4）净利润：归母净利润率-2.3%，同比/环比-8.8ppt/-5.9ppt。单车净利润为-0.7万元，同比/环比-136.4%/-168.2%。5）指引：25年四季度交付10至11万辆，同比下降37%至30.7%，中值对应11、12月月均交付约3.7万辆（低于预期）。预计四季度收入265-292亿人民币，同比减少40.1%至34.2%。

i系列成功但基本盘下滑超预期，战略调整并回归创业节奏

正面因素：1）新车型及战略目标：管理层指引明年L系列将进行代际型换代，更聚焦用户本质需求，精简SKU、强化基础配置及技术升级，目标重夺增程市场第一名。2）组织架构变革：四季度起推动组织方式从“大公司”回到“创业公司”，强化跨部门协同、深度对话及围绕公司大目标解决问题，提升产品与决策效率。3）技术迭代：自研M100芯片将随L系列换代车型上车，成为下一代具身智能系统的核心算力平台。4）三季度一次性全额确认MEGA召回成本，对后续季度影响小。负面因素：1）公司i系列车型推出后实现了纯电突破，符合我们预期，但随着竞争对手快速追赶其基本盘L系列下滑速度超预期。2）公司低估竞争对手攻击力，今年L系列新款升级配置太少，未能有效提升产品力。3）公司在海外拓展进度低于我们预期，创始人聚焦AI的战略短期难见效，未能拉开与竞争对手差距。

下调评级至中性，下调目标价至74港元/美股19美元

下调公司FY25-27E年销量6%/25%/30%，下调非GAAP净利润预测48%/49%/55%，反映当前L系列竞争压力上升，明年推出大改款前将面临4个月产品周期走弱的挑战。公司现金流充裕、团队能力强，但执行效果尚需观察。预计未来四个月公司基本面缺乏强劲催化剂，下调评级至中性。下调目标价至74港元/美股19美元，相当于24x FY26E P/E，给予低于历史平均估值（33x）但高于向下一个标准差（17x）水平。风险因素：行业景气度下行。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	123,851	144,460	115,574	147,080	174,812
同比增长 (%)	173.5%	16.6%	-20.0%	27.3%	18.9%
非GAAP净利润	12,198	10,670	3,150	5,808	6,888
同比增长 (%)	n.a.	-12.5%	-70.5%	84.4%	18.6%
每股盈利 (人民币元)	5.77	5.01	1.48	2.73	3.23
非GAAP市盈率 (X)	11.5	13.2	44.8	24.3	20.5
市销率 (X)	1.1	1.0	1.2	1.0	0.8
ROE (%)	22.3%	12.5%	2.7%	6.1%	6.7%

资料来源：公司资料、招商證券（香港）预测；截至2025年11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

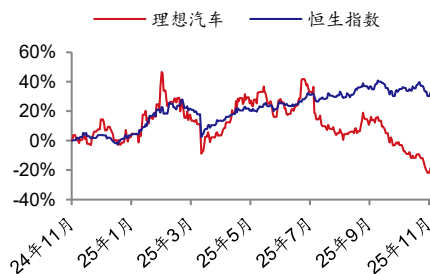
与市场的预期差

公司具有新势力中非常领先的运营能力，但市场可能高估了公司组织效率的作用。公司三季度应对激烈竞争，出牌速度和精准度低于我们预期，需更谨慎观察公司的执行力。

中性

前次评级	增持
股价	72.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	74.0港元(+2%)
前次目标价	115.0港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
2015 HK	(11.1)	(32.9)	(17.3)
恒生指数	(1.5)	10.1	34.0

行业：汽车汽配

恒生指数	25,946
国企指数	9,165

重要数据

52周股价区间 (港元)	68.4 - 138.3
港股市值 (百万港元)	153,929
日均成交量 (百万股)	16.79
每股净资产 (人民币)	43.27

主要股东

Amp Lee Ltd.	17.07%
Inspired Elite Investments Limited	12.38%
Zijin Global Inc.	6.15%
自由流通量	64.40%

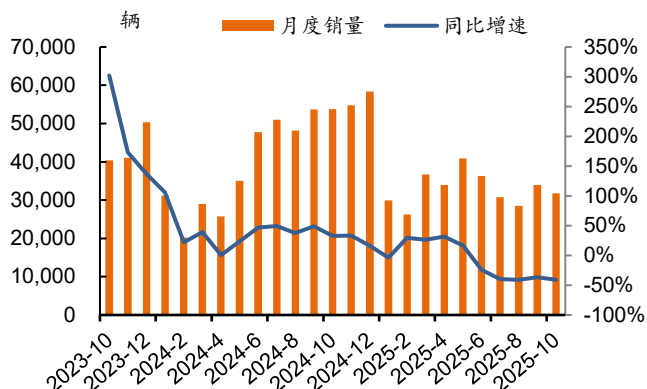
资料来源：彭博

相关报告

- 理想汽车(2015 HK) - 新车真空期拖累业绩，纯电i系列成型迎转机（增持）(2025/8/29)
- 理想汽车(2015 HK) - i8符合预期但市场认知有偏差，实际体验后或扭转（增持）(2025/7/30)

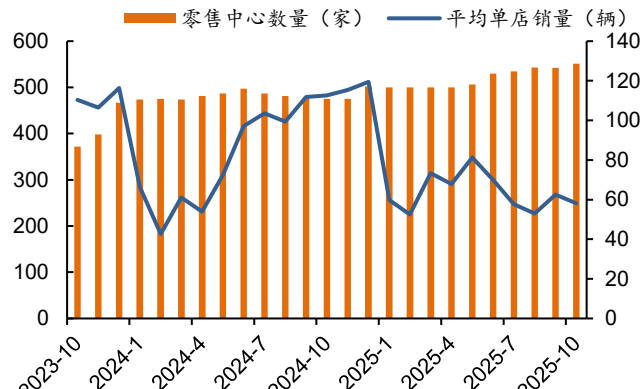
重点图表

图1: 公司25年月销量同比下降



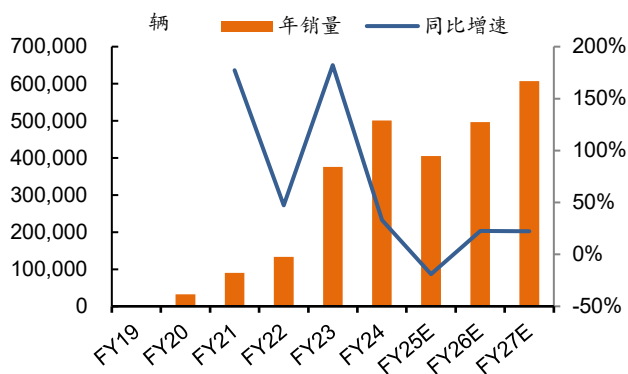
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图2: 公司零售中心数量增速放缓



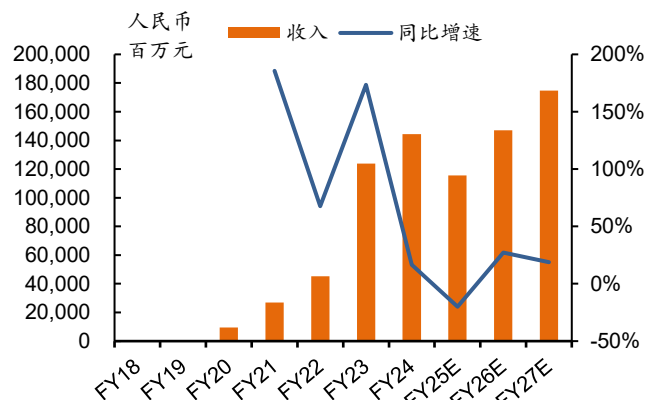
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图3: 公司年销量增速放缓



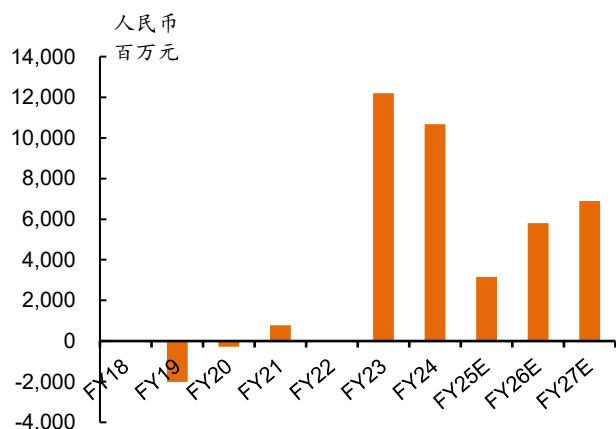
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 公司收入25年大跌后逐步恢复增长



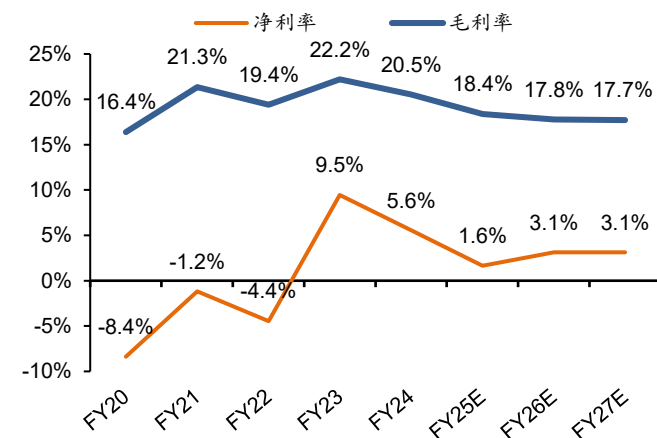
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 公司归母净利润25年大跌后逐步恢复增长



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 公司净利率和毛利率趋于稳定



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

业绩重点:

理想汽车 2025 年三季度归母净亏损 6.25 亿元 (人民币, 下同), 同环比转负, 为三年来首次, 大幅低于 Visible Alpha 一致预期的 4.4 亿利润。

- 1) 收入: 三季度公司总收入 273.7 亿元, 同比/环比-36.2%/-9.5%, 虽大幅下滑, 但位于公司此前指引中值的 255 亿元上方; 其中汽车收入 258.7 亿元, 同比/环比-37.4%/-10.4%。三季度交付汽车 9.3 万辆, 同比/环比-39%/-16.1%, 对应单车收入 27.8 万元, 同比/环比+2.6%/+6.7%。
- 2) 毛利率: 三季度公司毛利率 16.3%, 同比/环比-5.2ppt/-3.8ppt, 其中汽车毛利率 15.5%, 同比/环比-5.4ppt/-3.9ppt, 对应单车毛利 4.3 万元, 同比/环比-23.8%/-14.6%。若不计入与 Li MEGA 召回相关的预计成本的影响, 2025 年三季度汽车利润率将为 19.8%, 同比略有下滑。
- 3) 费用率: 三季度研发/SG&A 费用率为 10.9%/10.1%, 同比+4.8ppt/+2.3ppt, 环比+1.6ppt/+1.1ppt。研发费用因新车型项目推进速度加快以及为支持不断扩大的产品组合和技术而增加; SG&A 费用额基本稳定, 费用率提升受收入下滑拖累。
- 4) 净利润: 三季度公司归母净利润率-2.3%, 同比/环比-8.8ppt/-5.9ppt。单车净利润为-0.7 万元, 同比/环比-136.4%/-168.2%。
- 5) 现金流: 三季度公司现金流出 74 亿元, 截止三季度公司在手现金 989 亿元, 保持充裕。
- 6) 指引: 公司预计 25 年四季度交付 10 至 11 万辆, 同比下降 37%至 30.7%, 中值对应 11、12 月月均交付约 3.7 万辆。预计四季度收入 265-292 亿人民币, 同比减少 40.1%至 34.2%。

图 7: 公司季度业绩概览

(人民币百万元)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比	环比
营业收入	42,874	44,274	25,927	30,246	27,365	-36.2%	-9.5%
营业成本	-33,650	-35,303	-20,608	-24,179	-22,896	-32.0%	-5.3%
毛利	9,225	8,970	5,318	6,067	4,469	-51.6%	-26.3%
研发费用	-2,587	-2,408	-2,514	-2,810	-2,974	15.0%	5.8%
销售、行政及一般费用	-3,360	-3,077	-2,531	-2,718	-2,769	-17.6%	1.9%
营业利润	3,433	3,703	272	827	-1,177	-134.3%	-242.3%
财务费用净额	-76	341	468	447	443	n.a	-0.9%
投资收入净额	1	2	3	4	5	n.a	25.0%
其他收益净额	43	15	32	11	-10	-122.2%	-184.2%
税前利润	3,400	4,062	774	1,289	-739	-121.7%	-157.3%
所得税收益 (费用)	580	529	128	192	115	-80.2%	-40.4%
净利润	2,820	3,533	647	1,097	-624	-122.1%	-156.9%
归母净利润	2,814	3,523	650	1,093	-625	-122.2%	-157.2%
非 GAAP 净利润	3,851	4,038	1,018	1,464	-361	-109.4%	-124.6%
毛利率	21.5%	20.3%	20.5%	20.1%	16.3%	-5.2ppt	-3.8ppt
经营利润率	8.0%	8.4%	1.0%	2.7%	-4.3%	-12.3ppt	-7.0ppt
归母净利润率	6.6%	8.0%	2.5%	3.6%	-2.3%	-8.8ppt	-5.9ppt
研发费用率	6.0%	5.4%	9.7%	9.3%	10.9%	4.8ppt	1.6ppt
销售、行政及一般费用率	7.8%	6.9%	9.8%	9.0%	10.1%	2.3ppt	1.1ppt
合计费用率	13.9%	12.4%	19.5%	18.3%	21.0%	7.1ppt	2.7ppt
销量 (辆)	152,831	166,910	92,864	111,074	93,211	-39.0%	-16.1%
单车收入 (万元人民币)	27.0	25.5	26.6	26.0	27.8	2.6%	6.7%
单车毛利 (万元人民币)	5.7	5.0	5.3	5.1	4.3	-23.8%	-14.6%
单车净利润 (万元人民币)	1.8	2.1	0.7	1.0	-0.7	-136.4%	-168.2%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图 8: 关键盈利预测调整

	新预测			旧预测			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汽车销量 (辆)									
增程式车型销量	335,139	225,000	245,000	357,000	300,000	350,000	-6.1%	-25.0%	-30.0%
纯电车型销量	70,174	272,000	362,000	96,000	302,000	422,000	-26.9%	-9.9%	-14.2%
总销量	405,313	497,000	607,000	453,000	602,000	772,000	-10.5%	-17.4%	-21.4%
平均销售单价 (人民币)	311,142	322,792	313,843	307,118	320,180	310,050	1.3%	0.8%	1.2%
费用率									
销售、行政及一般费用率	9.5%	8.0%	8.0%	9.0%	7.1%	7.0%	0.5ppt	0.9ppt	1.0ppt
研发费用率	8.5%	7.0%	7.0%	8.0%	7.0%	6.5%	0.5ppt	0.0ppt	0.5ppt
利润率									
毛利率	18.4%	17.8%	17.7%	19.8%	19.7%	19.7%	-1.5ppt	-1.9ppt	-2.0ppt
营业利润率	0.4%	2.8%	2.7%	2.8%	5.6%	6.2%	-2.5ppt	-2.8ppt	-3.5ppt
净利率	1.6%	3.1%	3.1%	3.6%	5.5%	6.1%	-2.0ppt	-2.3ppt	-3.0ppt

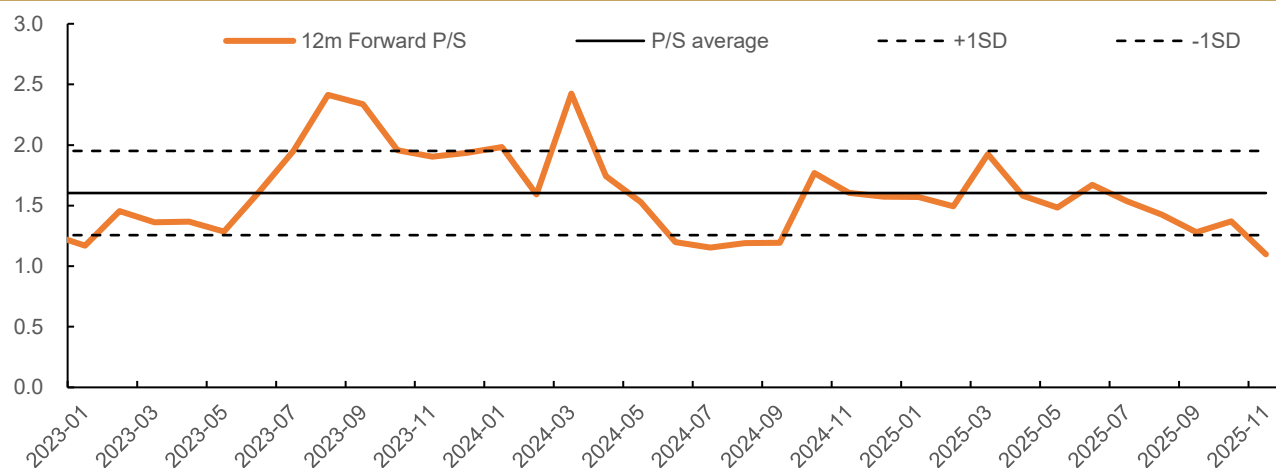
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 9: 利润表关键科目预测调整

	新预测			旧预测			变化		
人民币百万元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	115,574	147,080	174,812	127,423	176,530	219,389	-9.3%	-16.7%	-20.3%
营业成本	-94,346	-120,910	-143,854	-102,154	-141,695	-176,071	-7.6%	-14.7%	-18.3%
毛利	21,228	26,170	30,958	25,268	34,835	43,318	-16.0%	-24.9%	-28.5%
销售、行政及一般费用	-10,980	-11,766	-13,985	-11,468	-12,534	-15,357	-4.3%	-6.1%	-8.9%
研发费用	-9,824	-10,296	-12,237	-10,194	-12,357	-14,260	-3.6%	-16.7%	-14.2%
营业利润	425	4,108	4,736	3,606	9,944	13,701	-88.2%	-58.7%	-65.4%
财务费用	1,782	1,296	1,678	1,782	1,448	2,091	0.0%	-10.5%	-19.8%
税前利润	2,257	5,454	6,464	5,439	11,442	15,842	-58.5%	-52.3%	-59.2%
应交所得税	-339	-818	-970	-816	-1,716	-2,376	-58.5%	-52.3%	-59.2%
本年利润	1,918	4,636	5,494	4,623	9,726	13,466	-58.5%	-52.3%	-59.2%
少数股东损益	17	41	49	41	86	120	-58.5%	-52.3%	-59.2%
股东应占利润	1,901	4,595	5,445	4,582	9,639	13,346	-58.5%	-52.3%	-59.2%
非 GAAP 股东应占利润	3,150	5,808	6,888	6,098	11,381	15,419	-48.4%	-49.0%	-55.3%

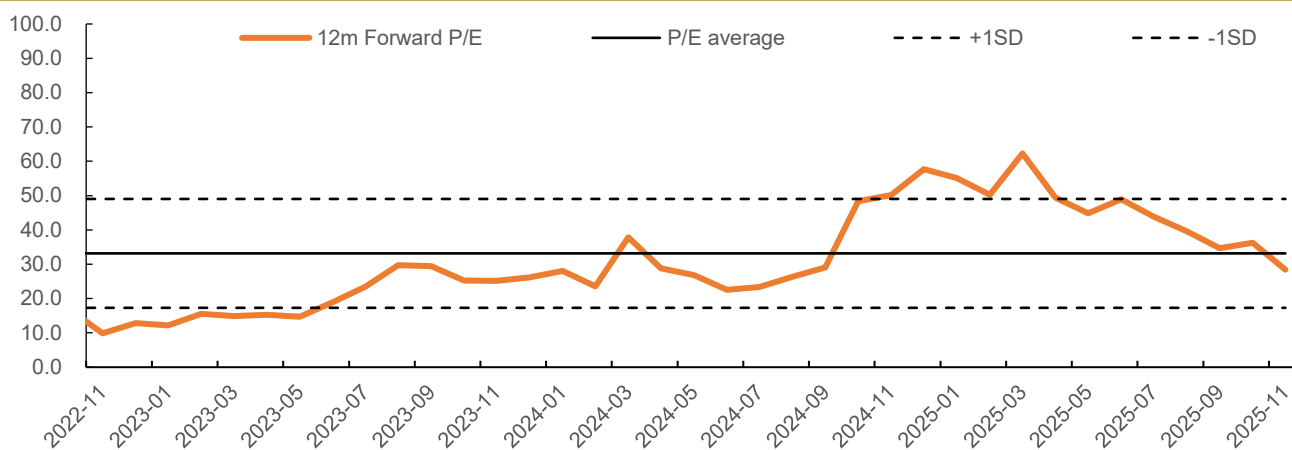
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 10: 公司股价处于 12 个月前瞻市销率向下一个标准差水平



资料来源: 公司公告, 招商证券 (香港) 预测

图 11: 公司股价低于其 12 个月前瞻市盈率平均水平



资料来源: 公司公告, 招商证券 (香港) 预测

2025 年 11 月 30 日 (星期日)

行业估值比较

	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率 (x)		市净率 (x)		市销率 (x)		ROE (%)		股息收益率 (%)		净负债率
				目标价		(百万美											(%)
公司	代码	评级	(本币)	(本币)	空间	元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2024
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	增持	97.0	130.0	34%	118,299	22.8	17.7	3.9	3.3	0.9	0.8	16.9	18.7	1.3	1.7	-50.6
理想汽车	2015 HK	中性	72.6	74.0	2%	19,966	44.6	24.2	1.8	1.7	1.2	1.0	2.7	6.1	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	82.9	115.0	39%	20,339	n.a	n.a	4.8	4.6	1.8	1.4	-4.9	4.0	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	43.2	n.a	n.a	13,742	n.a	n.a	65.6	-127.5	1.1	0.8	-199.5	-42.9	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	52.9	n.a	n.a	71,432	n.a	n.a	5.7	4.2	1.0	0.6	7.3	25.6	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	426.6	473.0	11%	1,418,728	234.6	173.6	18.9	17.1	14.7	12.3	5.8	7.7	0.0	0.0	-31.1
平均							100.7	71.9	16.8	-16.1	3.5	2.8	-28.6	3.2	0.2	0.3	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	15.0	24.0	61%	23,633	8.7	7.0	1.3	1.1	0.7	0.6	14.8	16.0	3.4	4.2	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	17.0	32.0	88%	22,112	10.3	8.6	1.5	1.4	0.4	0.3	17.2	17.4	3.7	4.0	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.6	n.a	n.a	10,055	-8.1	-507.1	0.3	0.3	0.8	0.6	-1.0	0.4	1.2	0.9	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	9.1	n.a	n.a	9,685	913.0	128.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.0	0.3	0.8	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	26.8	n.a	n.a	9,512	10.0	8.8	1.5	1.3	0.6	0.6	15.8	4.7	5.6	6.4	-7.6
平均							186.8	-70.8	1.0	0.9	0.6	0.5	9.4	7.7	2.9	3.3	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	11.9	22.3	87%	3,621	6.8	5.3	0.5	0.5	0.1	0.1	7.9	9.6	6.7	8.6	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	1.6	n.a	n.a	275	-2.3	9.9	1.1	1.0	0.1	0.1	10.1	-17.6	1.9	4.6	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	1.8	n.a	n.a	427	9.8	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	-14.2	2.9	6.3	4.6	23.1
平均							4.8	5.3	0.6	0.6	0.1	0.1	1.3	-1.7	5.0	6.0	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	19.1	19.1	0%	21,005	12.7	11.3	1.6	1.4	0.7	0.6	12.5	12.8	2.1	2.3	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	67.2	86.0	28%	23,500	18.1	15.5	4.0	3.6	3.5	3.0	22.1	23.0	3.3	3.8	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	33.9	42.0	24%	5,087	13.0	11.2	1.6	1.5	1.4	1.2	12.5	13.0	1.5	2.6	27.0
京东方精电	710 HK	中性	4.9	6.8	38%	503	9.8	8.5	0.9	0.8	0.3	0.2	10.2	10.8	3.5	3.4	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	5.8	n.a	n.a	1,878	13.9	10.9	0.9	0.8	0.4	0.4	7.8	1.8	2.2	2.7	-13.0
平均							13.5	11.5	1.8	1.6	1.2	1.1	13.0	12.3	2.5	3.0	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	7.6	13.8	83%	14,239	n.a	n.a	16.3	38.8	28.8	17.8	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	18.7	28.0	49%	2,925	40.9	26.1	0.3	0.3	6.5	4.4	4.6	7.7	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	108.9	172.0	58%	6,606	n.a	n.a	26.1	24.7	25.2	16.8	-47.6	-38.4	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	36.5	76.0	108%	1,849	n.a	n.a	14.1	13.1	25.8	19.3	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							40.9	26.1	14.2	19.2	21.6	14.6	-14.6	-8.5	0.0	0.0	-23.1
整体平均							79.9	-2.3	7.5	-0.2	5.1	3.6	-4.5	4.0	1.9	2.2	-26.4

收盘价截至2025年11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

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	114,526	126,310	110,129	127,898	144,774
货币资金	91,329	65,901	50,771	65,033	78,881
定期存款及其他短期投资	11,933	46,905	46,905	46,905	46,905
应收款项			189	242	288
存货	6,872	8,186	9,435	12,091	14,385
预付款项及其他资产	4,247	5,177	2,830	3,627	4,316
其他流动资产	0	7	0	0	0
非流动资产合计	28,942	36,039	40,439	40,481	40,514
物业、厂房及设备	15,745	21,141	25,549	25,599	25,640
无形资产	864	915	907	899	891
其他非流动资产	12,333	13,983	13,983	13,983	13,983
资产总计	143,467	162,349	150,568	168,379	185,288
流动负债合计	72,743	69,216	53,886	65,105	74,172
短期借款	6,975	281	309	340	374
应付贸易款和应付票据	51,870	53,596	38,238	49,426	58,459
其他流动负债	13,897	15,339	15,339	15,339	15,339
非流动负债合计	10,150	21,813	22,800	24,757	27,104
长期债务	1,747	8,152	9,782	11,738	14,086
经营租赁负债非流动部分	3,678	5,736	5,736	5,736	5,736
其他非流动负债	4,725	7,925	7,282	7,282	7,282
负债合计	82,892	91,029	76,686	89,862	101,276
夹层股本-可转换优先股	0	0	0	0	0
普通股	1	1	1	1	1
股本溢价	53,869	53,869	57,212	57,212	57,212
其他综合收益	-194	-194	-194	-194	-194
留存收益	6,466	14,498	16,400	20,994	26,440
股东应占权益	60,143	68,175	73,419	78,014	83,459
少数股东权益	433	445	463	504	553
权益合计	60,575	68,620	73,882	78,518	84,012
负债及权益合计	143,467	159,649	150,568	168,379	185,288

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50,694	15,933	-8,111	17,492	16,726
年内利润	11,809	8,045	1,918	4,636	5,494
折旧及摊销	1,805	3,058	4,104	4,957	4,967
营运资本变动	36,612	2,070	-14,315	7,682	6,004
其它经营活动现金流	467	2,760	182	217	260
投资活动现金流	12	-41,137	-8,503	-5,000	-5,000
资本支出	-6,507	-7,730	-8,503	-5,000	-5,000
短期投资净额	16,316	-4,415	0	0	0
其它投资活动现金流	-9,796	-28,993	0	0	0
筹资活动现金流	185	-416	1,477	1,770	2,122
发行普通股所得款	0	0	0	0	0
发行可转换优先股所得款	0	0	0	0	0
净借款	-1,001	-290	1,658	1,987	2,382
其它筹资活动现金流	1,186	-126	-182	-217	-260
现金净增加额	50,891	-25,620	-15,137	14,262	13,847
汇率变动对现金的影响	45	198	0	0	0
期末现金及现金等价物	91,330	65,908	50,771	65,033	78,881

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	123,851	144,460	115,574	147,080	174,812
营业成本	-96,355	-114,804	-94,346	-120,910	-143,854
毛利	27,497	29,656	21,228	26,170	30,958
研发费用	-10,586	-11,071	-9,824	-10,296	-12,237
销售、行政及一般费用	-9,768	-12,229	-10,980	-11,766	-13,985
其他支出	264	664	0	0	0
营业利润	7,407	7,019	425	4,108	4,736
财务费用净额	1,997	1,632	1,782	1,296	1,678
投资收入净额	0	0	0	0	0
其他收益净额	1,048	664	50	50	50
除税前溢利	10,452	9,316	2,257	5,454	6,464
所得税收益 (费用)	-1,357	-1,270	-339	-818	-970
年内溢利	11,809	8,045	1,918	4,636	5,494
少数股东损益	105	13	17	41	49
净利润	11,704	8,032	1,901	4,595	5,445

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	173.5%	16.6%	-20.0%	27.3%	18.9%
营业利润	n.a	-5.2%	-94.0%	867.4%	15.3%
净利润	n.a	-31.4%	-76.3%	141.6%	18.5%
获利能力					
毛利润率	22.2%	20.5%	18.4%	17.8%	17.7%
营业利润率	6.0%	4.9%	0.4%	2.8%	2.7%
净利率	9.5%	5.6%	1.6%	3.1%	3.1%
ROE	22.3%	12.5%	2.7%	6.1%	6.7%
ROA	10.2%	5.3%	1.2%	2.9%	3.1%
偿债能力					
资产负债率	57.8%	56.1%	50.9%	53.4%	54.7%
净负债比例	-137.4%	-84.3%	-55.4%	-67.9%	-77.2%
流动比率	157.4%	182.5%	204.4%	196.4%	195.2%
速动比率	148.0%	170.7%	186.9%	177.9%	175.8%
营运能力					
资产周转天数	339	386	494	396	369
存货周转天数	26	24	34	32	34
应收账款周转天数	0	0	1	1	1
应付账款周转天数	486	724	1,010	809	842
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	5.77	5.01	1.48	2.73	3.23
每股现金流	25.76	7.99	-4.07	8.78	8.39
每股净资产	30.56	34.20	36.83	39.14	41.87
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
非 GAAP 市盈率(x)	11.5	13.2	44.8	24.3	20.5
市销率(x)	1.1	1.0	1.2	1.0	0.8

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.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

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。

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