

宏观环境不利，下调 2Q22 预测

华泰研究

2022 年 8 月 04 日 | 中国香港

更新报告

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

16.00

研究员 黄乐平, PhD
 SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
 SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

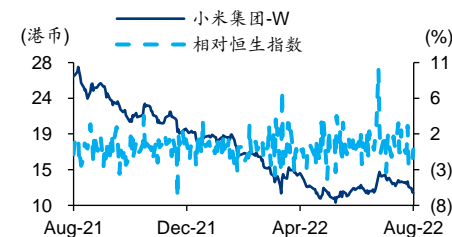
研究员 陈旭东
 SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com
 SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

联系人 黄礼悦
 SAC No. S0570121070191 andrewhuang@htsc.com
 SFC No. BRH099 +(852) 3658 6000

基本数据

目标价(港币)	16
收盘价(港币 截至 8 月 3 日)	11.60
市值(港币百万)	289,974
6 个月平均日成交额(港币百万)	1,364
52 周价格范围(港币)	10.30-27.90
BVPS(人民币)	5.49

股价走势图



资料来源: S&P

2Q22 业绩前瞻: 促销影响智能手机均价和毛利率

我们预计小米 2Q22 营收和非 GAAP 口径净利润同比下降 21%/68%，其中智能手机/人工智能物联网(AIoT)/互联网业务收入同比下降 29%/4%/5%。二季度安卓智能手机需求依旧疲软，根据 IDC，小米 2Q22 智能手机出货量为 3950 万部(同比下降 25.5%)。我们预计，公司促销及去库存或使其智能手机均价在 2Q22 环比下降 7%，毛利率低于 9%。我们尚未看到智能手机市场在三季度复苏的迹象。我们将小米 2022/2023/2024 年非 GAAP 口径 EPS 预测下调至人民币 0.47/0.74/0.85 元(前值: 人民币 0.61/0.82/0.88 元)。基于 SOTP 估值法，给予目标价 16.00 港币，维持“买入”评级。

疫情与去库存导致业绩疲软

根据 IDC，2Q22 小米智能手机出货量同比下降 25.5%，市场份额下降 3 个百分点至 13.8%。考虑到国内疫情管控严格、全球宏观经济下行、印度和欧洲地缘政治风险，我们预计智能手机需求或持续疲软。同时，公司一季度库存较高。我们预计 618 大促和去库存对其智能手机均价和毛利率均有所拖累。我们将小米智能手机 2022 全年出货量下调 10%至 1.62 亿部，叠加 AIoT 产品海外出货疲软，将智能手机/AIoT/互联网业务销售收入下调 15%/7%/4%至人民币 1,793.5/842.3/289.6 亿元。

2H22: 竞争激烈，智能手机需求依旧疲软

我们预计安卓智能手机需求的疲软态势和国内市场的激烈竞争将延续到下半年。此外，我们认为其他不利因素包括：1) 印度市场地缘政治风险，政府支持其国内科技行业发展并借机打压中国智能手机制造商；2) 电动车业务存在不确定性，小米电动车业务后期仍涉及监管审批，且巨额投资并未体现在其股价中。

目标价 16 港币，维持“买入”评级

考虑到智能手机需求疲软，我们将小米 2022/2023/2024 年非 GAAP 口径 EPS 预测下调至人民币 0.47/0.74/0.85 元(前值: 人民币 0.61/0.82/0.88 元)。基于 SOTP 估值法，给予目标价 16.00 港币，对应 29 倍 2022 年预测 PE，维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响智能手机需求、创新不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	245,866	328,309	299,099	340,872	363,712
+/-%	19.45	33.53	(8.90)	13.97	6.70
归属母公司净利润(人民币百万)	13,049	22,096	11,741	18,468	21,158
+/-%	13.74	69.33	(46.86)	57.29	14.57
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.53	0.90	0.47	0.74	0.85
ROE(%)	12.73	16.94	9.05	14.04	13.98
PE(倍)	18.12	10.33	20.22	12.85	11.22
PB(倍)	1.91	1.66	1.94	1.69	1.47
EV EBITDA(倍)	8.62	8.47	22.34	14.12	11.35

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

维持“买入”和目标价 16.00 港币

根据 IDC，2Q22 全球智能手机出货量为 2.86 亿部（同比下降 8.7%，环比下降 8.9%），其中小米 2Q22 出货量为 3,950 万部（同比下降 25.5%，环比下降 1%）。

从利好的方面看，

1) 我们认为，小米国内市场去库存进展顺利，库存风险正渐渐降低。

从不利的方面看，我们预计在 2022 年：

- 1) 国内和欧洲市场需求受疫情、高通胀、宏观下行趋势和地缘风险影响，下半年智能手机销量可能不会出现明显回升。
- 2) 国内市场依然是一片红海。荣耀在 2Q22 实现销量 88.6% 的同比增长，占据 19.5% 的国内市场份额。
- 3) 智能手机毛利率因促销成本和去库存面临压力。
- 4) 印度市场依然存在地缘政治风险。印度政府意欲扶植本国科技行业，通过税务欺诈等指控打压中国智能手机制造商。

盈利预测调整

鉴于上述不利情况，我们将小米 2022/2023/2024 年收入预测下调 11%/13%/15% 至人民币 2,991 亿/3,409 亿/3,637 亿元，预计公司 2Q22 收入为人民币 698 亿元（同比下降 21%）。具体来讲，

- 我们将 2022/2023/2024 年智能手机收入预测下调 15%/16%/15% 至人民币 1,793 亿/2,098 亿/2,235 亿元。考虑到智能手机需求可能走软，我们将 2022/2023/2024 年出货量预测下调 10%/9%/10%，并将平均售价预测下调 6%/7%/5%，鉴于促销活动折扣可能拉低智能手机售价。

- 我们将 2022/2023/2024 年 AIoT 产品收入预测下调 7%/11%/17%，主要由于欧洲地缘政治不确定性和高通胀影响海外市场需求。

- 我们将 2022/2023/2024 年互联网服务收入预测下调 4%/5%/7% 至人民币 290 亿/299 亿/308 亿元，即同比增长 3%/3%/3%，以反映智能手机和 AIoT 产品出货量增长放缓。

我们将 2022 年智能手机毛利率预测下调 0.8 个百分点，以体现智能手机市场日益激烈的竞争及小米去库存活动的影响。

因此，我们将 2022/2023/2024 年非 GAAP 口径净利润预测下调 23%/10%/4% 至人民币 117 亿/185 亿/212 亿元，对应 -47%/+57%/+15% 的增长。我们预计 2Q22 非 GAAP 口径净利润为人民币 20 亿元。

图表1：2Q22 业绩预览

(百万人民币)	1Q22		2021				2022E				2023E			2024E		
	A	华泰	A	华泰	华泰	华泰	旧值	旧值	旧值	差值	差值	差值	旧值	旧值	旧值	
营业收入	73,352	69,753	328,309	299,099	340,872	363,712	337,832	393,439	425,460	-11%	-13%	-15%				
% YoY	-5%	-21%	34%	-9%	14%	7%	3%	16%	8%							
营业成本	(60,642)	(58,103)	(270,048)	(249,589)	(284,332)	(304,038)	(281,324)	(328,771)	(355,951)							
毛利	12,710	11,650	58,261	49,511	56,541	59,674	56,508	64,668	69,509							
销售费用	(5,256)	(5,022)	(20,981)	(20,638)	(23,520)	(25,096)	(21,621)	(25,180)	(27,229)							
管理费用	(1,245)	(1,046)	(4,739)	(4,486)	(4,772)	(4,728)	(4,392)	(5,115)	(5,531)							
研发费用	(3,495)	(4,088)	(13,167)	(15,553)	(16,703)	(17,458)	(16,892)	(19,672)	(21,273)							
营业利润	(911)	3,660	26,029	11,454	17,145	21,220	20,701	24,995	26,541	-45%	-31%	-20%				
% YoY	-111%	-66%	8%	-56%	50%	24%	-20%	21%	6%							
营业外收入(支出)	495	(500)	(1,612)	685	1,003	1,365	(294)	(65)	170							
税前收益	(416)	3,160	24,417	12,140	18,147	22,585	25,765	31,025	31,329	-53%	-42%	-28%				
% YoY	-105%	-67%	13%	-50%	49%	24%	6%	20%	1%							
所得税	(115)	(300)	(5,134)	(1,457)	(2,178)	(2,710)	(3,092)	(3,723)	(3,759)							
归母净利润 (non-GAAP)	2,858	2,033	22,096	11,741	18,468	21,158	15,187	20,594	22,084	-23%	-10%	-4%				
% YoY	-53%	-68%	69%	-47%	57%	15%	-31%	36%	7%							
稀释每股收益 (Non-GAAP, 元)	0.11	0.08	0.89	0.47	0.74	0.85	0.61	0.82	0.88	-23%	-10%	-4%				
比率分析																
毛利率	17.3%	16.7%	17.7%	16.6%	16.6%	16.4%	16.7%	16.4%	16.3%							
销售费用	7.2%	7.2%	6.4%	6.9%	6.9%	6.9%	6.4%	6.4%	6.4%							
管理费用	1.7%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%							
研发费用	4.8%	5.9%	4.0%	5.2%	4.9%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%							
营业利润率	-1.2%	5.2%	7.9%	3.8%	5.0%	5.8%	6.1%	6.4%	6.2%							
净利率	3.9%	2.9%	6.7%	3.9%	5.4%	5.8%	4.5%	5.2%	5.2%							

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2：分部业绩预览

(人民币 百万元)	1Q22		2021				2022E				2023E			2024E		
	A	华泰	A	华泰	华泰	华泰	旧值	旧值	旧值	差值	差值	差值	旧值	旧值	旧值	
总收入	73,352	69,753	328,309	299,099	340,872	363,712	337,832	393,439	425,460	-11%	-13%	-15%				
智能手机	45,763	41,953	208,869	179,345	209,821	223,527	210,927	248,799	262,580	-15%	-16%	-15%				
智能手机出货量 (百万台)	40	40	191	162	187	195	180	205	216	-10%	-9%	-10%				
ASP (元)	1,148	1,062	1,093	1,104	1,121	1,147	1,169	1,211	1,213	-6%	-7%	-5%				
IoT和生活消费品	19,477	19,905	84,980	84,233	94,247	102,330	90,114	106,316	122,847	-7%	-11%	-17%				
互联网服务	7,113	6,963	28,212	28,961	29,916	30,829	30,230	31,435	33,007	-4%	-5%	-7%				
其他收入	999	932	6,248	6,561	6,889	7,027	6,561	6,889	7,027	0%	0%	0%				
同比增速	-5%	-21%	34%	-9%	14%	7%	3%	16%	8%							
智能手机	-11%	-29.0%	37%	-14%	17%	7%	1%	18%	6%							
IoT和生活消费品	7%	-4.0%	26%	-1%	12%	9%	6%	18%	16%							
互联网服务	8%	-4.6%	19%	3%	3%	3%	7%	4%	5%							
其他收入	73%	-4.0%	149%	5%	5%	2%	5%	5%	2%							
毛利	12,710	9,704	58,261	49,511	56,541	59,674	56,508	64,668	69,509							
智能手机	4,522	3,692	24,861	16,500	20,720	22,073	21,093	24,567	25,925							
IoT和生活消费品	3,042	2,886	11,092	11,793	12,723	13,815	12,165	14,353	16,584							
互联网服务	5,034	4,979	20,895	20,562	21,539	22,197	21,766	22,633	23,765							
其他收入	112	93	1,413	656	1,558	1,589	1,484	1,558	1,589							
毛利率%	17.3%	13.9%	17.7%	16.6%	16.6%	16.4%	16.7%	16.4%	16.3%							
智能手机	9.9%	8.8%	11.9%	9.2%	9.9%	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%	-0.80	0.00	0.00				
IoT和生活消费品	15.6%	14.5%	13.1%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	0.50	-	0.00				
互联网服务	70.8%	71.5%	74.1%	71.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%	-1.00	-	-				
其他收入	11.2%	10.0%	22.6%	10.0%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%	-12.62	-	-				

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表3：华泰预测 vs 彭博预测

人民币 百万元	2022E			2023E			2024E		
	华泰预测	一致预期	diff	华泰预测	一致预期	diff	华泰预测	一致预期	diff
营业收入	299,099	336,934	-11%	340,872	388,479	-12%	363,712	437,551	-17%
毛利	49,511	57,558	-14%	56,541	67,611	-16%	59,674	77,455	-23%
营业利润	11,454	16,181	-29%	17,145	22,433	-24%	21,220	26,718	-21%
净利润 (non-GAAP)	11,741	15,544	-24%	18,468	20,111	-8%	21,158	23,270	-9%
Non-gaap EPS (RMB)	0.47	0.62	-24%	0.74	0.81	-8%	0.85	0.93	-9%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

估值方法

基于 SOTP 估值法，我们维持“买入”评级和 16.00 港币的目标价。

- 1) 我们对智能手机业务估值为 16 倍 2022 年预期 PE，对应每股 1.4 港币（我们目标估值的 8%），较可比公司均值（18.8 倍 2022 年预期 PE）低 15%，主要考虑到安卓智能手机市场需求依然疲软，竞争加剧。
- 2) 我们对 IoT 和生活消费业务估值为 20 倍 2022 年预期 PE，对应每股 1.8 港币（我们目标估值的 11%），较可比公司均值高 17.6%，因为小米产品丰富，业务布局全球，有助于分散宏观下行周期下单个产品销售不利风险。
- 3) 我们对互联网服务业务估值为 17 倍 2022 年预期 PE，对应每股 10.4 港币，估值倍数与可比公司均值一致。
- 4) 我们目前还未对汽车业务进行估值。
- 5) 我们对小米在迅雷、新网银行等公司的投资估值为人民币 510 亿元，对应每股 2.4 港币（我们目标估值的 15%），根据公司 1Q22 季报，截至 2022 年 3 月 31 日，公司所持投资账面价值 591 亿元，我们使用目标公司账面价值的 86%。

图表4： SOTP 估值方法

人民币百万	2022E 收入	净利率	2022E 净利润	估值方法	估值倍数	估值
1.智能手机收入	179,345.10	1.0%	1,793	P/E	16	28,695
2.IoT 与生活消费产品	84,232.81	2.2%	1,853	P/E	20	37,804
3.互联网服务	28,960.70	45%	13,032	P/E	17	221,549
4.其他产品	6,560.82	/	(4,938)	P/E	-	-
投资						51,000
总计市值						339,048
发行股数						24,984
价格（人民币元）						13.6
价格（港币元）						16.0

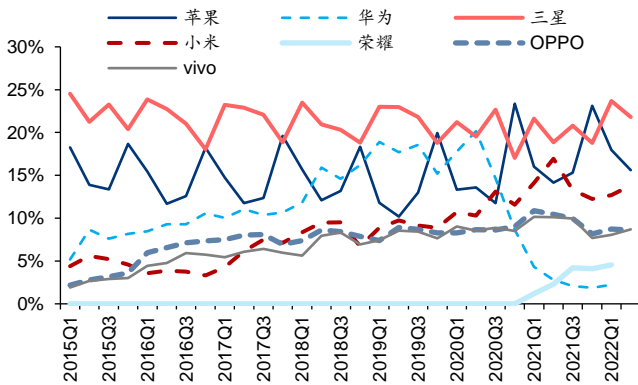
资料来源：华泰研究预测

图表5： Wind 一致预期可比公司表（2022 年 8 月 3 日）

证券代码	可比公司	交易货币	财报货币	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS (元)		EPS 增速		PE (倍)		PB (倍)	
						2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
手机													
AAPL HK	苹果 (APPLE)	HKD	CNY	166.13	0.00	6.43	6.78	13%	5%	25.82	24.50	37.70	28.40
6880 HK	传音控股	HKD	CNY	69.37	0.00	5.86	7.35	20%	25%	11.83	9.44	3.05	2.38
	平均							17%	15%	18.83	16.97	20.38	15.39
IoT													
603486 CH	科沃斯	CNY	CNY	90.25	0.00	4.62	6.03	29%	30%	19.53	14.97	6.95	4.94
688169 CH	石头科技	CNY	CNY	321.83	0.00	18.84	23.84	-10%	27%	17.09	13.50	2.98	2.48
600690 CH	海尔智家	CNY	CNY	23.31	0.00	1.61	1.86	14%	16%	14.45	12.51	2.37	2.07
	平均							11%	24%	17.02	13.66	4.10	3.16
互联网													
0700 HK	腾讯控股	HKD	CNY	302.60	29136.06	13.88	17.02	-41%	23%	18.10	14.76	2.63	2.24
9988 HK	阿里巴巴-SW	HKD	CNY	90.35	19140.74	4.61	5.69	-4%	23%	16.28	13.18	1.48	1.31
	平均							-23%	23%	17.19	13.97	2.05	1.78
汽车													
9868 HK	小鹏汽车-W	HKD	CNY	91.25	1570.80	-3.84	-2.12	-30%	45%	-19.70	-35.80	3.61	3.65
2015 HK	理想汽车-W	HKD	CNY	132.30	2734.04	-0.11	0.63	34%	663%	-983.95	174.86	5.04	4.82
N10. HK	蔚来	HKD	CNY	20.30	0.00	-4.20	-1.37	37%	67%	-4.83	-14.79	7.38	7.54
	平均							5%	200%			4.52	4.45

资料来源：Wind，华泰研究

图表6: 全球手机出货量市场份额变化



资料来源: IDC, 华泰研究

图表7: 全球 2Q22 手机出货量

公司	2Q22出货量 (百万台)	2Q22 市占率	1Q22出货量 (百万台)	1Q22 市占率	2Q22出货量 同比增速
三星	62.4	21.8%	59.1	18.9%	5.6%
苹果	44.6	15.6%	44.4	14.2%	0.5%
小米	39.5	13.8%	53.1	16.9%	-25.5%
vivo	24.8	8.7%	31.7	10.1%	-21.8%
OPPO	24.7	8.6%	32.8	10.5%	-24.6%
其它	89.9	31.5%	92.3	29.5%	-2.6%
合计	286	100.0%	313.4	100.0%	-8.7%

资料来源: IDC, 华泰研究

图表8: 中国 2Q22 手机出货量

公司	2Q22出货量 (百万台)	2Q22 市占率	1Q22出货量 (百万台)	1Q22 市占率	2Q22出货量 同比增速
荣耀	13.1	19.5%	6.9	8.8%	88.6%
vivo	12.9	19.1%	18.6	23.6%	-30.8%
OPPO	11.5	17.0%	16.5	21.0%	-30.7%
小米	10.5	15.6%	13.4	17.0%	-22.1%
苹果	9.5	14.1%	9.4	12.0%	0.1%
其它	9.9	14.7%	13.9	17.6%	-28.9%
合计	67.2	100.0%	78.8	100.0%	-14.7%

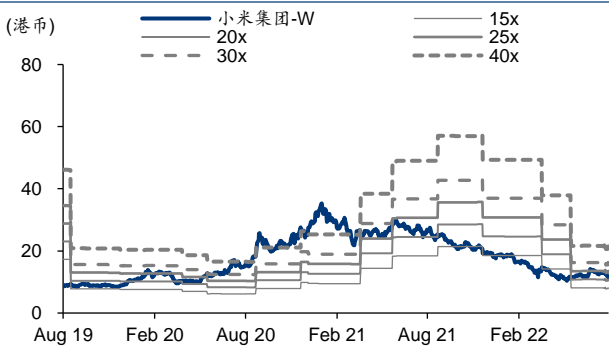
资料来源: IDC, 华泰研究

图表9: 印度 2Q22 手机出货量

公司	2Q22出货量 (百万台)	2Q22 市占率	1Q22出货量 (百万台)	1Q22 市占率	2Q22出货量 同比增速
小米	7.0	19%	9.5	29%	-26%
三星	6.7	18%	5.5	17%	22%
realme	6.1	17%	4.9	15%	24%
vivo	6.0	16%	5.4	17%	11%
OPPO	5.5	15%	4.3	13%	28%
其它	5.1	14%	3.0	9%	70%
合计	36.4	100%	32.6	100%	12%

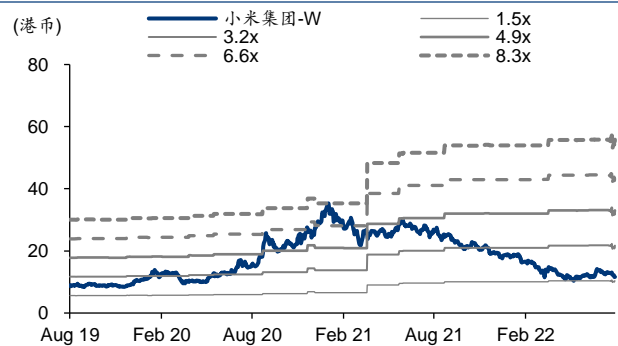
资料来源: IDC, 华泰研究

图表10: 小米集团-WPE-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

图表11: 小米集团-WPB-Bands



资料来源: S&P, 华泰研究

风险提示

疫情与缺芯影响智能手机销量与需求、创新不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	245,866	328,309	299,099	340,872	363,712
销售成本	(209,114)	(270,048)	(249,589)	(284,332)	(304,038)
毛利润	36,752	58,261	49,511	56,541	59,674
销售及分销成本	(14,539)	(20,981)	(20,638)	(23,520)	(25,096)
管理费用	(3,746)	(4,739)	(4,486)	(4,772)	(4,728)
其他收入/支出	5,569	(3,522)	(15,184)	(14,122)	(11,738)
财务成本净额	(2,401)	(1,612)	685.00	1,003	1,365
应占联营公司利润及亏损	(1,381)	275.00	299.00	682.00	727.00
税前利润	21,633	24,417	12,140	18,147	22,585
税费开支	(1,321)	(5,134)	(1,457)	(2,178)	(2,710)
少数股东损益	(42.79)	(56.09)	(14.00)	(15.00)	(16.00)
净利润	13,049	22,096	11,741	18,468	21,158
折旧和摊销	(1,708)	(3,283)	149.55	469.54	821.83
EBITDA	25,743	29,312	11,305	16,674	20,398
EPS (人民币, 基本)	0.54	0.92	0.47	0.74	0.85

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	41,671	52,398	34,958	64,558	41,855
应收账款和票据	10,161	17,986	46,819	27,036	51,768
现金及现金等价物	72,351	54,553	50,170	67,347	71,163
其他流动资产	37,426	55,088	71,535	70,600	81,397
总流动资产	176,283	185,851	177,407	223,232	213,463
固定资产	6,306	6,965	3,141	7,019	11,478
无形资产	4,266	5,907	7,403	9,107	10,926
其他长期资产	66,825	68,872	71,035	73,842	76,836
总长期资产	77,397	107,040	81,578	89,968	99,239
总资产	253,680	292,892	258,985	313,200	312,703
应付账款	85,819	94,868	84,005	119,767	98,127
短期借款	6,962	5,527	5,527	5,527	5,527
其他负债	15,146	15,146	15,146	15,146	15,146
总流动负债	107,927	115,727	104,678	140,440	118,801
长期债务	10,635	20,720	20,720	20,720	20,720
其他长期债务	11,105	11,105	11,105	11,105	11,105
总长期负债	21,739	39,732	31,824	31,824	31,824
股本	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
储备/其他项目	123,691	188,089	122,276	140,744	161,902
股东权益	123,692	137,213	122,277	140,745	161,903
少数股东权益	321.82	219.59	205.59	190.59	174.59
总权益	124,014	137,432	122,482	140,935	162,077

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	18.12	10.33	20.22	12.85	11.22
PB	1.91	1.66	1.94	1.69	1.47
EV EBITDA	8.62	8.47	22.34	14.12	11.35
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	6.96	(0.59)	(2.29)	5.80	0.83

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	25,743	29,312	11,305	16,674	20,398
融资成本	2,401	1,612	(685.00)	(1,003)	(1,365)
营运资本变动	(2,098)	(18,334)	(9,310)	7,113	(8,054)
税费	(1,321)	(5,134)	(1,457)	(2,178)	(2,710)
其他	(2,848)	2,329	1,430	2,805	1,905
经营活动现金流	21,879	9,785	1,283	23,412	10,174
CAPEX	(4,779)	(6,971)	(6,351)	(7,238)	(7,723)
其他投资活动	(12,900)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(17,679)	(45,008)	(6,351)	(7,238)	(7,723)
债务增加量	72,766	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	19,908	0.00	0.00	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	(66,459)	(1,612)	685.00	1,003	1,365
融资活动现金流	26,216	4,499	685.00	1,003	1,365
现金变动	30,415	(30,724)	(4,383)	17,177	3,816
年初现金	47,443	72,351	54,553	50,170	67,347
汇率波动影响	(1,583)	(516.89)	0.00	0.00	0.00
年末现金	72,351	54,553	50,170	67,347	71,163

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	19.45	33.53	(8.90)	13.97	6.70
毛利润	28.71	58.53	(15.02)	14.20	5.54
营业利润	104.38	20.74	(60.53)	49.69	23.77
净利润	13.74	69.33	(46.86)	57.29	14.57
EPS	12.60	69.33	(48.93)	57.29	14.57
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	14.95	17.75	16.55	16.59	16.41
EBITDA	10.47	8.93	3.78	4.89	5.61
净利润率	5.31	6.73	3.93	5.42	5.82
ROE	12.73	16.94	9.05	14.04	13.98
ROA	5.97	8.09	4.25	6.46	6.76
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(44.27)	(20.63)	(19.56)	(29.20)	(27.74)
流动比率	1.63	1.61	1.69	1.59	1.80
速动比率	1.25	1.15	1.36	1.13	1.44
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.12	1.20	1.08	1.19	1.16
应收账款周转天数	12.53	15.43	39.00	39.00	39.00
应付账款周转天数	132.94	120.44	129.00	129.00	129.00
存货周转天数	63.92	62.70	63.00	63.00	63.00
现金转换周期	(56.50)	(42.30)	(27.00)	(27.00)	(27.00)
每股指标 (人民币)					
EPS	0.54	0.92	0.47	0.74	0.85
每股净资产	5.16	5.72	4.90	5.64	6.49

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，黄乐平、陈旭东，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

- 分析师黄乐平、陈旭东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

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司