

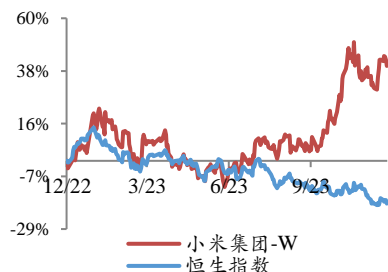
制胜于生态，人车家链路全打通

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-12-26

收盘价（港元）	15.68
近 12 个月最高/最低（港元）	16.80/9.99
总股本（百万股）	25,070
流通股本（百万股）	25,070
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	3,931
流通市值（亿港元）	3,931

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 公司深度：美图公司：构建底层大模型积极布局 AIGC，进军生产力领域 2023-11-06
- 公司点评：焦点科技：短期经营效率提升，长期看好 AI 麦可拉动增长 2023-11-01

主要观点：

● 财务端成本管控效果明显，利润高增

收入端，2022 年受全球产业周期影响，全球消费电子需求低迷，公司收入出现负增长，但今年以来公司收入同比降幅收窄，拐点已现。今年前三季度收入较去年同期降幅收窄 4.2pct，录得 1977 亿元，同比-7.6%。

利润端，毛利和经调整净利润均出现亮眼增长，其中今年前三季度毛利润同比增长 15.6%，毛利率达 21%，同比+4.3pct，主要受三大业务降本增效驱动。今年前三季度，公司三大业务毛利率均出现上行趋势，智能手机业务、IoT 产品及互联网服务业务较去年同期增长 4.7pct、2.7pct、1.7pct。经调整净利润今年前三季度录得 143.6 亿元，较去年同期实现翻倍增长，同比+104%。

● 手机业务逆势增长，AI 加持下提供想象力

过去清库存效果明显，目前已步入尾声阶段，过去高库存给予成本端的压力得以削弱，利润端得到有效释放。在成本得到有效优化下，后续手机业务的看点回到 ASP 的增长中去，我们认为小米手机 ASP 的增长主要靠两点：1) 目前库存处于近年来低位，公司不再需要大幅降价去库存；2) 小米高端化战略显著，AI 成为后续抢占市场的重要抓手。

小米推出了自主研发的操作系统澎湃 OS，内置 AI 大模型，可以实现多种智能化应用功能，市场反响高涨，最新发售的小米 14 系列获得空前成功，也侧面印证了市场对于 AI 手机的高期待。目前小米手机在 AI 方面走在市场前沿，为下一阶段抢占市场提供了重要支点。

● 小米造车核心优势较为清晰，有望后来者居上

对小米造车的展望可以参考华为，两者的核心优势在于：1) 用户基础：手机业务积攒的大量用户基础可以为汽车导流；2) 渠道优势：线下铺设的大量品牌门店可以为汽车提供展台，实现更多的消费者触达；3) 智能化：拥有足够的资金去投入研发，实现智能化水平领先于市场；4) 生态优势：通过统一车机和手机终端的操作系统，实现互动互联。

我们认为小米汽车的主要竞争对手是 20-30 万区间的 B-C 级纯电动轿车，赛道仍处于高速增长状态，参考主要竞争对手（智界 S7、Model3、小鹏 P7、Zeeker001 等）的销量情况，以及结合小米的核心优势，我们对小米汽车上市后表现抱有较高期待。

● AIoT：自主研发与投资合作并举，庞大的生态链构建护城河

小米对于 AIoT 业务线的布局主要以代工+自主研发两个模式为主，通过挑选以硬件、先进制造业为主的优质企业进行投资来扩大小米生态链。公司通过自主研发以及与生态链企业合作的方式，构建起了一个以智能手机为核心，并逐渐向智能佩戴设备和智能家居产品延伸的业务链条。截至目前，小米生态链企业已超过 2000 余家，其中石头、九号公司、云米、华米科技等几十家公司已经完成上市。目前小米的 AIoT 品类已超过 200 余种，涵盖了 95% 以上的日常生活场景，也成为了目前

世界上最大的消费级 AIoT 平台。

● “人车家”战略升级，实现“车同轨，书同文”

澎湃 OS 推出后，小米正式把“手机×IoT”战略升级为“人车家”全生态战略，通过融合 MIUI（小米手机）、Vela OS（IoT 设备）、Mina OS（微内核安全系统）、小米车机 OS 四大操作系统，从而实现移动终端-家居智能设备-小米汽车等多设备之间低延迟深度互联。预计“人车家”全生态会进一步增强小米用户黏性，扩大用户规模，实现对公司各主要业务的全方位赋能。

● 投资建议

我们预计小米 2023/2024/2025 年的收入为 2688/3094/3577 亿元，同比-4%/+15%/+16%。调整后净利润为 173 /150/ 186 亿元，24-25 年除汽车业务外调整后净利润为 239/257 亿元。采用分部估值法，参考理想、小鹏和蔚来汽车，我们给予小米汽车业务 2024 年 1.7x PS，对应市值为 257 亿港元，参考苹果以及综合考虑小米过去的历史 PE 情况，我们给予小米除汽车以外业务 20x PE，对应市值 5215 亿港元，给予集团 10%的估值综合折扣率，对应 2024 年合理市值 4925 亿港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

小米汽车不能如期上线；行业竞争加剧；原材料成本上升；全球宏观经济扰动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	280,044	268,842	309,436	357,729
收入同比（%）	-15%	-4%	15%	16%
经调整净利润（百万元）	8,518	17,344	15,003	18,645
同比（%）	-61%	104%	-14%	24%
每股收益 EPS	0.10	0.68	0.66	0.80
市盈率（P/E）	102	21	22	18

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 成本有效管控，利润高增	6
2 销量逆势增长，AI 赋能提高业务展望	7
2.1 降价去库存阶段已进入尾声，利润得以持续优化	7
2.2 高端战略效果显著，手机出货量逆势增长	9
2.3 系统彻底重构，AI 赋能为手机业务提供想象力	11
3 汽车业务：核心优势清晰，有望后来居上	13
3.1 多年潜心磨砺，首款车上市在即	13
3.2 四大优势共筑核心竞争力，未来可期	16
3.3 所在赛道处于高增长阶段，存在较高发展空间	19
4 AIOT：自主研发与投资合作并举，生态链构建护城河	21
5 人车家全链路打通，“车同轨，书同文”	23
6 盈利预测及投资建议	26
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 今年前三季度收入 1977 亿元 (YoY-7.6%)	6
图表 2 今年前三季度手机业务收入同比下降 13.3%	6
图表 3 今年前三季度经调整净利同比增长 104%	7
图表 4 研发费用率持续上升, 主要受汽车等创新业务所致	7
图表 5 今年前三季度整体毛利率达 21%, 同比+4.3PCT	7
图表 6 今年前三季度三大业务毛利率均有所上行	7
图表 7 小米 ASP 与大盘增速基本呈一致性, 降低 ASP 清理库存	8
图表 8 23Q3 小米存货达到 21 年以来最低位	8
图表 9 今年小米手机毛利率与 ASP 发生背离	8
图表 10 今年三季度以及前三季度存货减值准备出现同比大幅下滑	9
图表 11 23H1 中国 600 美元以上机型市占率	9
图表 12 23Q1 全球 500 美元以上机型销量排名	9
图表 13 23Q3 小米手机出货量逆势增长, 同比+2.5%	10
图表 14 21Q4-23Q3 全球手机品牌市占率 (出货量口径)	10
图表 15 截至 23Q3, MIUI 月活用户达 6.2 亿	10
图表 16 小米、APPLE 和华为高端旗舰机型跑分对比	11
图表 17 小米 14 系列、华为 MATE60 系列及 IPHONE15 系列硬件参数对比	11
图表 18 部分手机端 AI 功能	12
图表 19 AI 写真功能示例	12
图表 20 魔法消除功能示例	13
图表 21 小爱助手功能示例	13
图表 22 小米汽车正面公示图	14
图表 23 小米汽车尾部公示图	14
图表 24 SU7 选装单	14
图表 25 SU7MAX/PRO 选装单	14
图表 26 小米集团和顺为资本投资的新能源汽车相关企业	14
图表 27 截至 23Q3, 小米 AIoT 连接设备达 6.98 亿台	16
图表 28 截至 23Q3, MIUI 月活用户达 6.2 亿	16
图表 29 斑马线礼让行人	17
图表 30 自动泊车+自动充电	17
图表 31 识别红绿灯左转	17
图表 32 自动环岛绕行	17
图表 33 无保护场景自动掉头	17
图表 34 检测事故车辆自动绕行	17
图表 35 23Q1-3 小米汽车等创新业务费用约 42 亿元	18
图表 36 小米与华为汽车业务的综合对比	18
图表 37 新能源汽车及纯电动汽车销量对比	19
图表 38 2023M1-10 纯电动汽车销量和同比+27%	19
图表 39 今年前 10 月新能源乘用车渗透率达 33.54%	20
图表 40 今年前 10 月纯电动 C 级乘用车销量同比+82%	20
图表 41 预计小米汽车上市后主要竞争对手	20

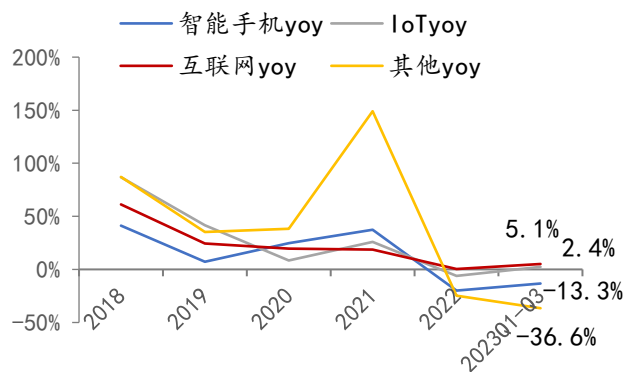
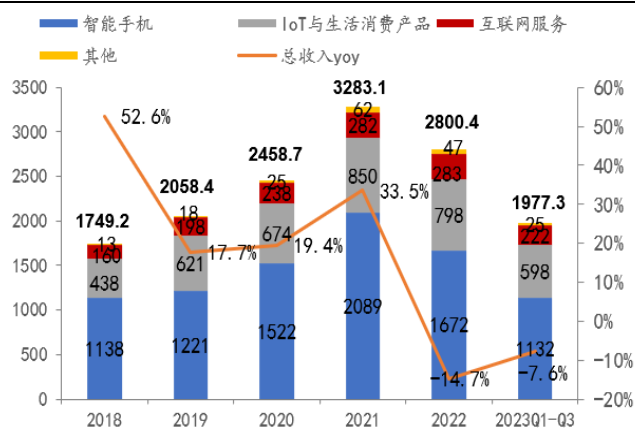
图表 42 特斯拉 M3、小鹏 P7 和极氪 001 月均销量 (辆)	21
图表 43 特斯拉 M3、小鹏 P7 和极氪 001 月销量 (千台)	21
图表 44 小米集团投资情况	22
图表 45 小米集团投资产业 TOP5	22
图表 46 小米 AIoT 连接设备	22
图表 47 23Q3 米家用户达 8400 万	22
图表 48 小米 AIoT 生态链部分公司	22
图表 49 澎湃 OS 实现了四大系统的合并统一	24
图表 50 人车家全生态可实现功能 (部分举例)	24
图表 51 “人车家”全生态对公司业务的赋能	26
图表 52 可比公司一致预期	27

1 成本有效管控，利润高增

收入端主要受手机业务影响有一定下滑，但今年前三季度同比降幅收窄。2022年，受全球宏观经济扰动及产业周期影响，消费电子需求低迷。根据 Canalys 统计，2022年全球智能手机出货量同比下跌 11.3%，为 2014 年以来的最低谷，这也导致了小米的手机业务自 2022 年以来呈现持续负增长状态，从而拖累了整体收入端的水平。不过进入今年以来，小米手机业务收入降幅有所收窄，前三季度小米智能手机业务录得收入 1132 亿元，同比-13.3%，较去年同期降幅收窄 4.3pct，带动整体收入较去年同期降幅收窄 4.2pct，录得 1977.3 亿元。

图表 1 今年前三季度收入 1977 亿元 (yoy-7.6%)

图表 2 今年前三季度手机业务收入同比下降 13.3%



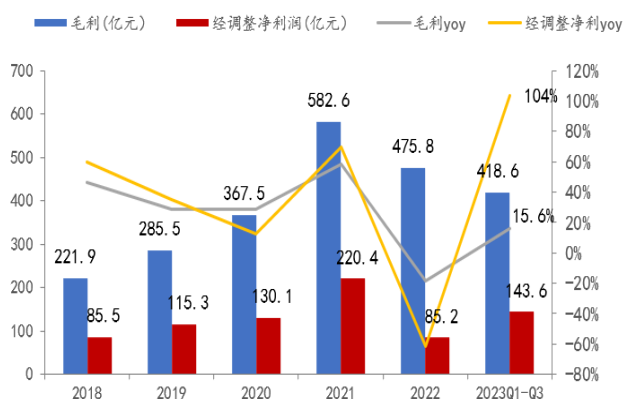
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

费用端，销售费用率较去年同期小幅收缩 0.47pct（去年前三季度为 7.23%），受开展汽车业务增加研发投入影响，自 2021 年起小米的研发费用率持续上行。

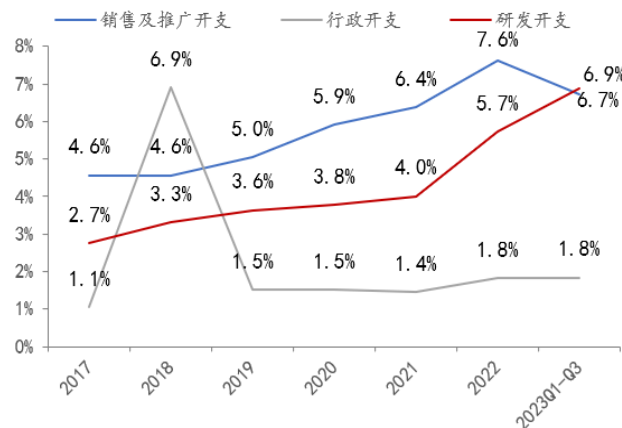
利润端，毛利和经调整净利润均出现亮眼增长，其中今年前三季度毛利润同比增长 15.6%，毛利率达 21%，同比+4.3pct，主要受三大业务降本增效驱动。今年前三季度，公司三大业务毛利率均出现上行趋势，智能手机业务、IoT 产品及互联网服务业务较去年同期增长 4.7pct、2.7pct、1.7pct。经调整净利润今年前三季度录得 143.6 亿元，较去年同期实现翻倍增长，同比+104%。

图表 3 今年前三季度经调整净利同比增长 104%



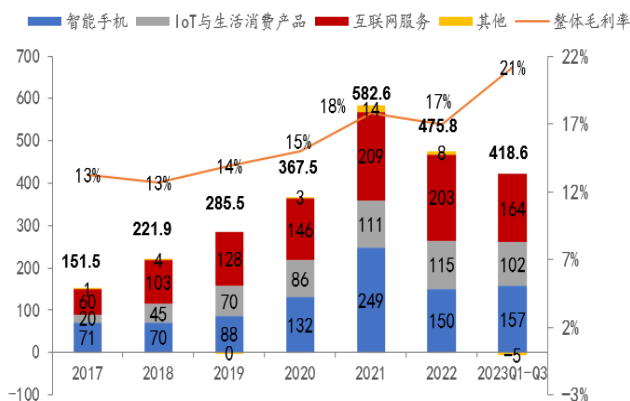
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 研发费用率持续上升，主要受汽车等创新业务所致



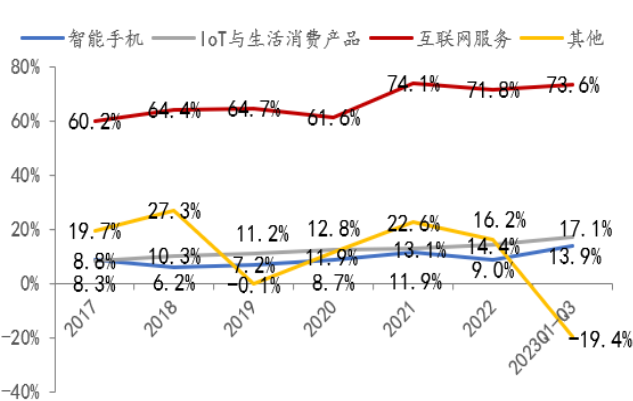
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 今年前三季度整体毛利率达 21%，同比+4.3pct



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 今年前三季度三大业务毛利率均有所上行



资料来源：公司公告，华安证券研究所

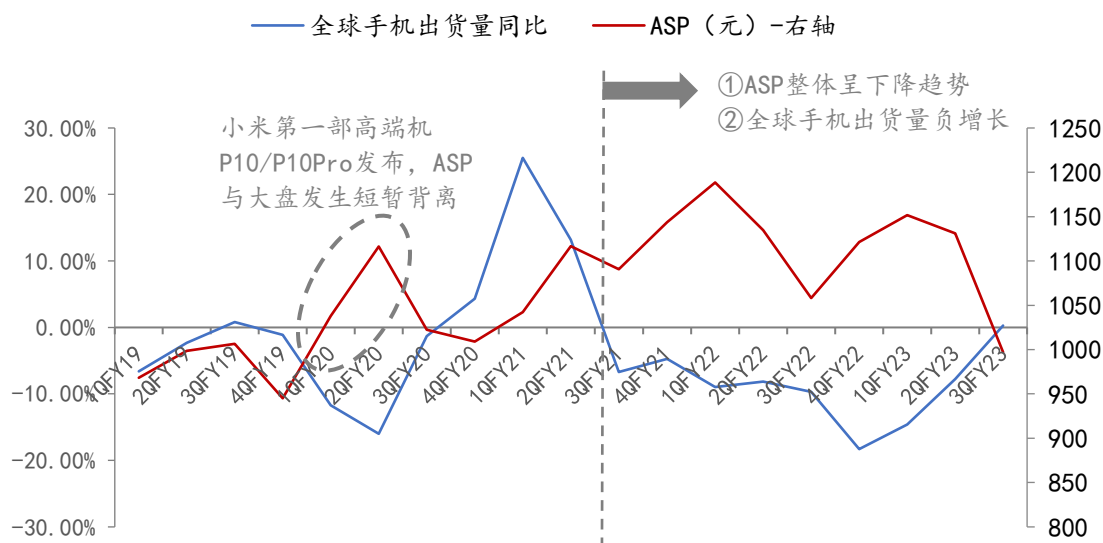
2 销量逆势增长，AI 赋能提高业务展望

2.1 降价去库存阶段已进入尾声，利润得以持续优化

小米过去以低 ASP、低利润的方式进行逆势调节，达到去库存的效果。现在来看，我们认为小米去库存的脚步已经进入收尾阶段，而与之带来的是过去高库存给予成本端的压力得以削弱，利润端得到有效释放。

在过去的两年多时间里，受产业周期影响，手机消费需求在全球范围内需求侧承压。对于手机生产商来说，市场的低需求也就会导致企业面临高库存、低毛利的局面，所以小米为了应对这种逆势环境，在过去两年的时间里也一直采用降低 ASP 的方式提高库存周转率。所以自 2022 年以来，小米的 ASP 基本呈现着持续下降的趋势，与全球行业大盘趋势一致。

图表 7 小米 ASP 与大盘增速基本呈一致性，降低 ASP 清理库存

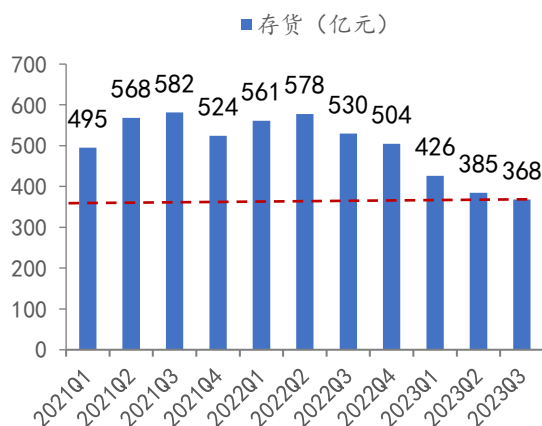


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

①过去清库存效果显著，小米的库存水平已处于近年来低位。截止今年三季度小米的存货总额已达到近三年历史低位，也就代表着小米此轮清库存阶段已基本结束。23Q3，小米存货录得 368 亿元，处于自 2021 年以来最低水平。

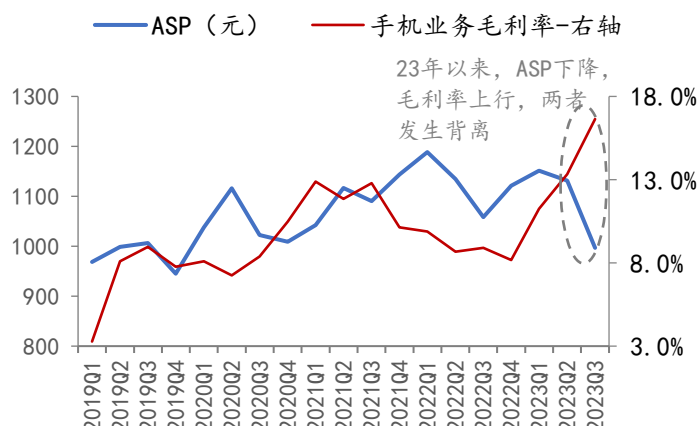
②毛利率与 ASP 背离，即便在 ASP 下跌的情况下，小米手机业务的毛利率也呈现上行趋势，这说明过去高库存状态下对成本端的压力得以释放，为利润增长提供了空间。正常情况下，ASP 与毛利率应呈现正相关性，而进入今年 Q2 后，小米手机业务的毛利率与 ASP 呈现除了相反的曲线关系，表现为 ASP 下降，业务毛利率上涨。究其原因，我们认为主要有两点：1) 今年二三季度小米手机在拉美、非洲及中东地区销量增长拉低了平均 ASP(23Q3 小米在拉美、非洲和中东的手机出货量同比+43%/+100%/+20%)；2) 去库存后，存货减值拨备出现大幅下降，带动成本降低，手机业务毛利率上行。

图表 8 23Q3 小米存货达到 21 年以来最低位



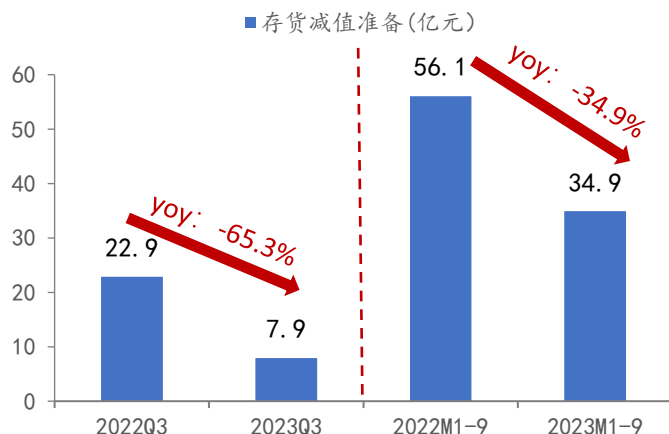
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 今年小米手机毛利率与 ASP 发生背离



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 今年三季度以及前三季度存货减值准备出现同比大幅下滑



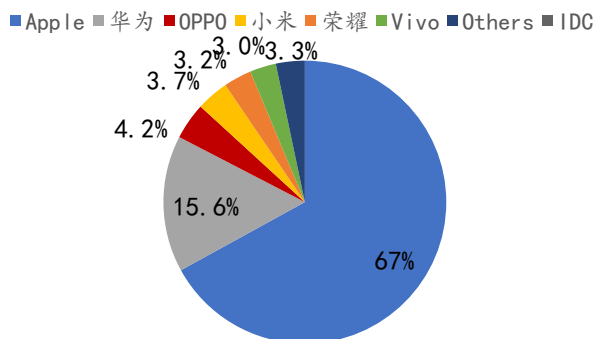
资料来源：公司公告，华安证券研究所

随着小米清库存的步伐步入尾声，同时在手机业务毛利率持续向好的状态下，未来的看点就是 ASP 是否能打开向上通道，推动手机业务收入增长。而我们认为小米手机 ASP 也即将会迎来拐点，原因有两个：1) 库存已到历史低位，不再需要被动大幅降价去库存；2) 小米高端化进程显著，有望通过高端机带动 ASP 上行，而 AI 将成为小米下一阶段抢占市场的重要抓手。

2.2 高端战略效果显著，手机出货量逆势增长

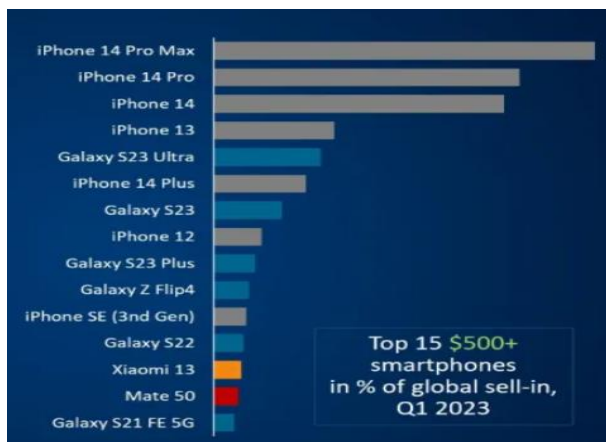
2020 年是小米进军高端市场的元年，在这三年时间的探索中，小米完成了从小米 10 到小米 14 四代中高端系列的产品迭代，也渐渐完成了在中高端市场对消费者的培育。根据 IDC 统计，今年上半年中国高端机（600 美元以上）市场，小米市占率达 3.7%，仅次于苹果、华为和 OPPO，而小米 13（2022 年 12 月发售）也在今年 Q1 全球 500 美元以上的高端手机销量榜中位列第 13 名（前 12 名皆为苹果和三星系列手机），成为排名最高的国产高端手机。

图表 11 23H1 中国 600 美元以上机型市占率



资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 12 23Q1 全球 500 美元以上机型销量排名



资料来源：Canalys，华安证券研究所

我们认为小米在向高端市场转型成功的原因可以总结为两个：

①基于过去小米成功的全球化拓展以及极具性价比的品牌标签，小米手机在全世界范围内拥有广泛的消费者基础，具备较高的用户黏性。据 Canalsys 统计，目前小米手机出货量已经连续 13 个季度稳居全球前三，而今年三季度更是在全球手机出货量收缩时期仍然实现了逆势增长。23Q3，全球手机出货量同比下降 1.1%，全球三大手机品牌商中，只有小米取得了手机出货量正增长 (+2.5%)，三星和苹果手机出货量同比下降 8.6%、5.7%。截至今年三季度，MIUI 的月活人数在全球范围内已经突破 6.2 亿人，同比增长了 10.5%。

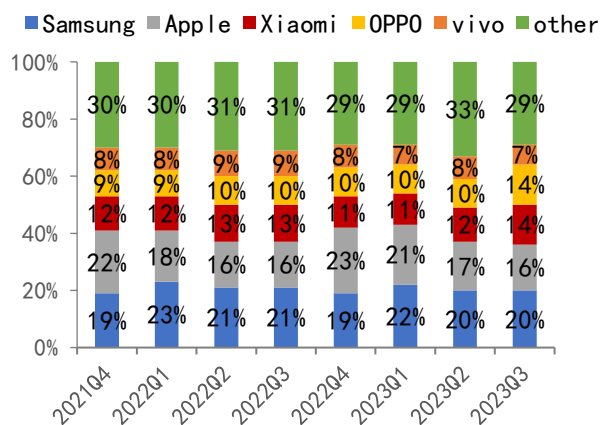
图表 13 23Q3 小米手机出货量逆势增长，同比+2.5%

公司	23Q3 出货量	23Q3 市占率	22Q3 出货量	22Q3 市占率	出货量同比	市占率同比
Samsung	58.6	20%	64.1	22%	-8.6%	-1.7pct
Apple	50.0	17%	53.0	18%	-5.7%	+0.5pct
Xiaomi	41.5	14%	40.5	14%	2.5%	+0.3pct
OPPO	26.4	9%	28.5	10%	-7.4%	-0.6pct
Transsion	26.0	9%	18.6	6%	39.8%	+0.3pct
Others	92.1	31%	93.1	31%	-1.1%	-0.7pct
Total	294.6	100%	297.8	100%	-1.1%	-

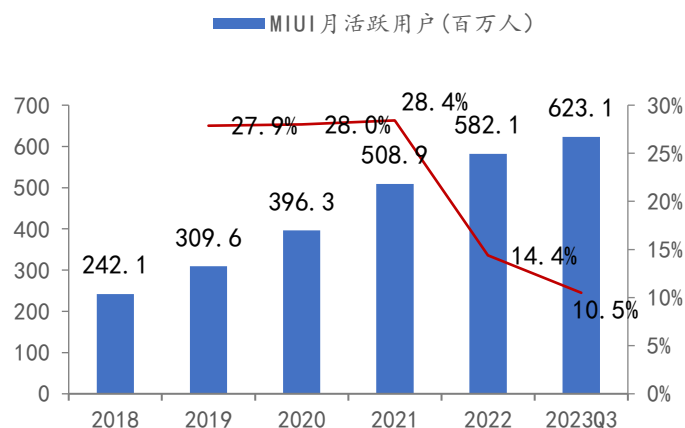
资料来源：Canalys，华安证券研究所

图表 14 21Q4-23Q3 全球手机品牌市占率（出货量口径）

图表 15 截至 23Q3，MIUI 月活用户达 6.2 亿



资料来源：counterpoint，华安证券研究所



资料来源：公司公告，华安证券研究所

②硬件方面可全方位对标 Apple、华为等高端品牌旗舰机型，同时又具备明显的价格力，性价比极为突出。通过综合对比，我们认为小米高端旗舰机型的硬件参数可以完全对标华为和苹果的旗舰机型，甚至实现了多方位的超越。而在价格端，小米又具备明显的价格竞争力，所以“高配”+“低价”构成了小米冲击高端市场的核心竞争力。

图表 16 小米、Apple 和华为高端旗舰机型跑分对比

机型	CPU	GPU	MEM	UX	综合评分	价格 (元)
小米14	441386	824976	419019	317590	2004263	3999
小米14Pro	435846	834266	420311	317731	2006861	4999
小米13	393407	602737	289590	279948	1565681	3999
iPhone15Pro	387450	546161	271132	339981	1544724	7999
iPhone15	356479	444086	255398	318141	1374104	5999
华为mate 60Pro	279677	未适配	225491	194615	699783	6999

资料来源：安兔兔，华安证券研究所

注：以上价格皆为基础版本发售价格

图表 17 小米 14 系列、华为 mate60 系列及 iPhone15 系列硬件参数对比

比较项	小米		华为			苹果		
	小米14	小米14Pro	华为mate60	华为mate60Pro	华为mate60Pro+	iPhone15	iPhone15Pro	iPhone15ProMax
性能	骁龙8Gen3	骁龙8Gen3	华为麒麟9000S	华为麒麟9000S	华为麒麟9000S	A16	A17	A17
处理器	LPDDR5X	LPDDR5X				LPDDR5	LPDDR5	LPDDR5
内存	澎湃OS系统	澎湃OS系统	鸿蒙4.0系统	鸿蒙4.0系统	鸿蒙4.0系统	ios17	ios17	ios17
系统	尺寸	6.36英寸	6.69英寸	6.82英寸	6.82英寸	6.1英寸	6.1英寸	6.7英寸
屏幕	材质	华星光电C8OLED柔性直屏	华星光电C8OLED柔性直屏	OLED曲面屏	OLED曲面屏	OLED曲面屏	超视网膜XDR显示屏	超视网膜XDR显示屏
	分辨率	2670*1200	3200*1440	2688*1216	2720*1260	2720*1260	2556*1179	2796*1290
	PPI	460	522				460	460
	刷新率	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz	120Hz
	亮度	3000nit	3000nit				2000nit	2000nit
拍照 (万像素)	主摄	5000	5000	5000	5000	4800	4800	4800
	长焦	5000	5000	1200	4800	1200	1200	1200
	超广角	5000	5000	1200	1200	4000	1300	1300
	前置	3200	3200	1300	1300	1300	1200	1200
电池	大小	4610mAh	4880mAh	4750mAh	5000mAh	5000mAh	3274mAh	3274mAh
	有线	90W	120W	66W	88W	88W	35W	35W
	无线	50W+10W	50W+10W	50W+20W	50W+20W	50W+20W	15W	15W
防护	盖板	康宁大猩猩Victus玻璃	小米龙晶玻璃	二代昆仑玻璃	二代昆仑玻璃	二代昆仑玻璃	超瓷晶面板	超瓷晶面板
	防尘防水	IP68	IP68	IP68	IP68	IP68	IP68	IP68
价格		8+256 3999	12+256 4999	12+256 5499	12+256 6499	16+512 8999	6+128 5999	8+128 7999
		12+256 4299	16+512 5499	12+512 5999	12+512 6999	16+1024 9999	6+256 6999	8+256 8999
		16+512 4599	16+1024 5999	12+1024 6999	12+1024 7999		6+512 8999	8+512 10999
		16+1024 4999	钛金属特别版 6499				8+1024 11999	8+1024 13999

资料来源：各公司官网，华安证券研究所

2.3 系统彻底重构，AI 赋能为手机业务提供想象力

上文中提到了小米手机在硬件方面的表现，而在今年的 10 月底，小米也公布了自家最新的操作系统——澎湃 OS，完成了软件方面的彻底革新。不同于此前 MIUI 的版本更迭，澎湃 OS 是对于 MIUI 的全面重构，也会逐步接替 MIUI。根据官方透露，国内版首批设备将于 2023 年 12 月开始推送正式版（小米 14 系列自带出厂），国际版首批设备将于 2024 年 Q1 开始推送正式版。

除了 UI 界面、动画特效以及性能方面的全面重构升级之外，澎湃 OS 还推出了 AI 相关功能（10 月 26 日已开启内测报名，预计 12 月会推送正式版和相关模块）。我们认为上轮由“5G 时代”驱动的换机潮将会被“AI 时代”所接替，AI 的赋能将会是下一阶段小米抢占市场的重要抓手，这一观点也在小米 14 系列发布后的爆火侧面印证了。

今年 10 月底发布的小米 14 系列获得空前成功，成为小米进军高端市场以来具备里程碑意义的产品，我们认为小米 14 的爆火除了优质的硬件配置之外，新的操作系统和 AI 的赋能也是最为主要的推动力。根据官方披露，小米 14 系列开售 5 分钟销量已经超过了小米 13 系列首销总量的 6 倍，首销 4 小时就打破了天猫、京东、抖音和快手四大电商平台近一年所有国产手机首销全天销量及销售记录。在双十一

期间，凭借着小米 14 系列的爆火，小米也打破了历年大促的销售额记录，全渠道销售额共录得 224 亿元，小米 14 也成为了四大电商平台（京东、天猫、抖音和拼多多）双十一期间的国产手机销量冠军。

图表 18 部分手机端 AI 功能

手机 AI 部分功能	可实现效果
小爱同学输入助手	通过小爱输入助手，可以自由表达创作诉求，如写一篇 xx 产品测评文案，小爱会通过 AI 大模型自动生成创作结果
AI 写真	上传 20 张人物照片，AI 通过解析后会自动生成 AI 形象，再通过输入创作诉求（如背景、天气、人物动作等），AI 会自动生成该 AI 形象的各式写真
智能扩图	选择已有照片，AI 可根据照片进行不同类型扩图（等比扩图/自动扩图/自由扩图）
魔法消除	选择已有照片，可实现智能去物/智能去人/智能去线/手动消除
小爱同学文生图	通过向小爱同学描述图画需求，小爱同学会根据描述自动生成图片
实时字幕	会议、通话场景可一键启用，实时转字幕，还可自动翻译并生成会议纪要
AI 搜图	在相册 APP 中，输入想搜的关键词/句，会精准展现最相关的结果
HyperMind	主动学习用户在特定时间和场景的高频次设备操作，之后可自动执行（如通话时自动降低电视、音响音量；进门开灯；根据人数自动调节空调温度等）

来源：小米社区，华安证券研究所

图表 19 AI 写真功能示例



资料来源：小米社区，华安证券研究所

图表 20 魔法消除功能示例



资料来源：小米社区，华安证券研究所

图表 21 小爱助手功能示例



资料来源：小米社区，华安证券研究所

3 汽车业务：核心优势清晰，有望后来居上

3.1 多年潜心磨砺，首款车上市在即

2023 年 11 月 15 日，小米牌汽车在工信部第 377 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》新产品公示。公示企业为北京汽车集团越野车有限公司，产品商标为小米牌，公式产品 SU7/SU7 max/pro 版本，为纯电动轿车，定位为 C 级轿车，预计明年上市量产。

小米在北京亦庄建立了自有的工厂，小米汽车工厂分两期建设，其中一期占地面积约 72 万平方米，年产能为 15 万辆，目前已经竣工；二期计划于 2024 年动工，预计 2025 年完工，年产能同为 15 万辆。

图表 22 小米汽车正面公示图



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 23 小米汽车尾部公示图



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 24 SU7 选装单



资料来源：工信部，华安证券研究所

图表 25 SU7max/pro 选装单



资料来源：工信部，华安证券研究所

从 2021 年 3 月份小米官方宣布造车计划到现在，仅仅用了两年多的时间，但其实小米造车计划酝酿已久，最早可以追溯到 2013 年。2013 年，小米团队两次拜访马斯克，2016 和 2017 年雷军控股的顺为资本先后投资了蔚来和小鹏汽车，2018 年小米注册了“米车生活”商标，2020 年小米注册商标“小米车联”。在 2021 年小米集团宣布造车后，小米先后针对汽车芯片、汽车雷达、智能驾驶座舱、汽车自动驾驶硬软件企业进行投资。

图表 26 小米集团和顺为资本投资的新能源汽车相关企业

投资企业	投资时间	主要产品/介绍
造车新势力		
上海蔚来汽车有限公司	2015	蔚来汽车
广州橙行智动	2017/2019	小鹏汽车

汽车科技有限 公司		
汽车雷达企业		
北醒光子	2019/2022	固态激光雷达的研发和制造，最新一代激光雷达 AD2 等效线束达到了 512 线，较当下主流的 128 线激光雷达翻了 4 倍
图达通智	2021	专注于图像级超远距激光雷达，是世界领先的 300 线激光雷达提供商
上海图漾	2021	全球领先的 3D 机器视觉供应商
深圳力策科技 有限公司	2021	消费级激光雷达的开发商，面向机器人、工业自动化、智能家居、无人机等行业，提供二维激光雷达 ME-01、三维激光雷达 SS-01 等产品
汽车芯片企业		
黑芝麻智能科 技	2021	大算力智能驾驶 AI 芯片，推出的华山系列芯片，能够支持 L2 到 L4 级别的自动驾驶场景，算力最高可达 196 TOPS
旗芯微电子	2021	提供面向汽车不同应用场景的高性能、高可靠性的片上系统，开发智能汽车高端控制器芯片
比亚迪半导体	2020	目前国内最大的车规级 IGBT 厂商
云途半导体	2021/2022	车规级 32 位 MCU 芯片 YTM32B1L 系列产品，主要应用于传感器控制、胎压监测、座椅、电动尾门、车窗以及车灯控制等应用
华羿微电子	2021	从事半导体功率器件生产的高新技术企业，主要产品有 MOSFET、IGBT 两大系列 200 多个品种，产品广泛应用于电动车、工业控制、汽车电子、家用电器、消费电子等领域
自动驾驶解决方案企业		
纵目科技	2021	4D 毫米波雷达，是国内自动泊车解决方案的头部企业，其量产客户包括长安汽车、东风岚图、一汽红旗等等
几何伙伴	2021	提供面向自动驾驶 L2-L4 阶段基于机器感知和深度学习的软硬件集成系统和总体解决方案，通过创新性地 4D 毫米波成像雷达+可见光视觉+红外成像形成全天候全时段像素级融合的感知系统，现已成为毫米波成像雷达领域全球的领跑者之一
智行者	2017/2018	国内最早成立的无人驾驶创业公司之一，致力于成为无人驾驶大脑提供商和行业赋能者，产品线覆盖清洁环卫、物流配送及出行领域，并研制出硬件 AVCU 和软件系统 AVOS，可为新行业应用无人驾驶技术提供产品化解决方案，初步形成多层次、多元化的产品线
Momenta	2017	国内最受欢迎的自动驾驶软件公司之一，自动驾驶软件方案的量产客户包括上汽智己、长城沙龙、路特斯、比亚迪等
DeepMotion	2021	提供以高精地图为核心的感知、定位、决策自动驾驶解决方案
智能座舱企业		
博泰车联网	2020	业内少有的第三方车联网公司，其量产客户包括东风岚图、一汽红旗、上通五菱、东风、吉利等
汽车电池制造企业		
蜂巢能源	2021	国内头部汽车电池企业，产品涵盖动力电池、储能电池、低速电车电池
赣锋锂电	2021	赣锋锂电主要聚焦研发固态电池，目前已经拿到东风 E70 车型固态电池量产定点项目
卫蓝新能源	2022	蔚来汽车的半固态电池供应商

资料来源：iFind，IT 桔子，投资界，华安证券研究所

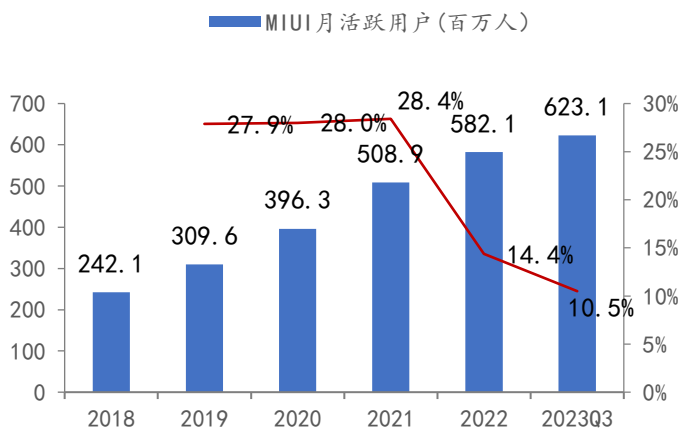
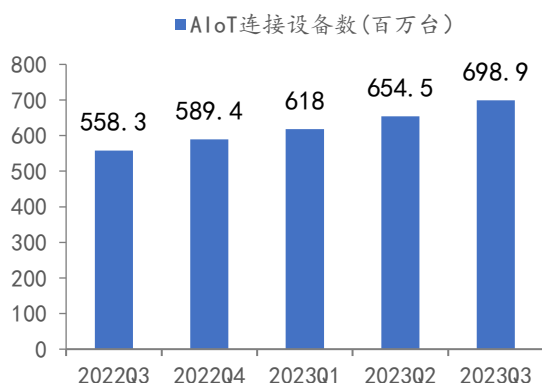
3.2 四大优势共筑核心竞争力，未来可期

我们认为华为入局汽车业务的成功案例可以作为研究小米汽车业务的参考，两者在很大程度上都具备相似性。华为的优势相较于其他传统车企可以总结为四点：1) 用户基础：手机业务积攒的大量用户基础可以为汽车引流；2) 渠道优势：线下铺设的大量品牌门店可以为汽车提供展台，实现更多的消费者触达；3) 智能化：拥有足够的资金去投入研发，实现智能化水平领先于市场；4) 生态优势：通过统一车机和手机终端的操作系统，实现互动互联，而这四点因素也与小米相高度符合。

①用户基础端：1) 华为：截至 2022 年底，华为终端云服务全球月活用户超过 5.8 亿，华为帐号全球月活用户达到 4.2 亿，华为应用市场全球月活跃用户超过 5.8 亿；2) 小米：截至 2023 年 9 月，全球 MIUI 月活跃用户达 6.23 亿，AIoT 连接设备数达 6.98 亿台。

图表 27 截至 23Q3，小米 AIoT 连接设备达 6.98 亿台

图表 28 截至 23Q3，MIUI 月活跃用户达 6.2 亿



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

②渠道方面：1) 华为：智选车渠道布局上，2022 年底用户中心和体验中心已经超过了 1000 家，覆盖超过 230 座城市；2) 小米：小米之家运营门店遍布全球 70 余个国家和地区，其中国内门店总共有 1 万家左右。

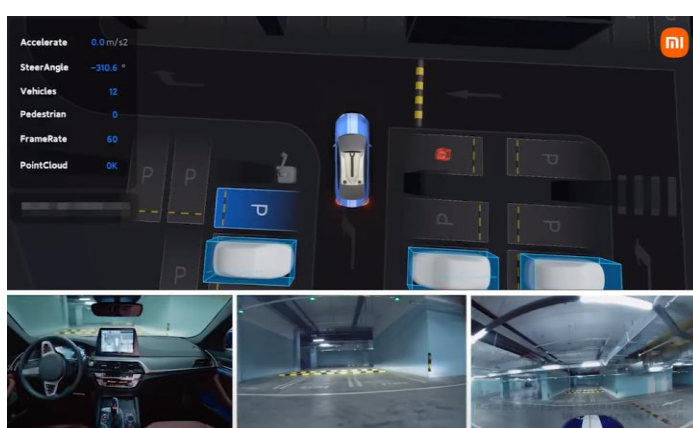
③智能化方面：智能化驾驶水平是入局新能源汽车市场成败的关键，目前虽没有关于小米汽车智能驾驶进一步详细的披露，但从 2022 年 8 月份小米发布的小米汽车自动驾驶测试视频来看，小米汽车的智能驾驶水平足以轻松完成在在人流车流较多的路段且无保护状态下的自动掉头、环岛绕行、自动泊车、自动充电等功能。此外，小米汽车自动驾驶还具备特殊情况的处理能力，如检测行人通过礼让行人、检测事故车自动绕行，检测后方来车进行避让等复杂场景。

图表 29 斑马线礼让行人



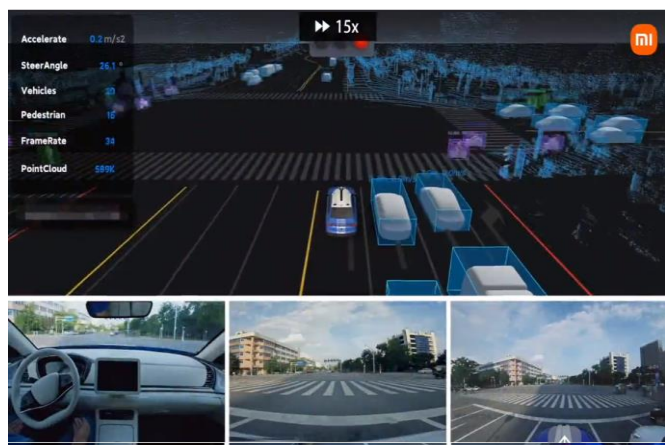
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 30 自动泊车+自动充电



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 31 识别红绿灯左转



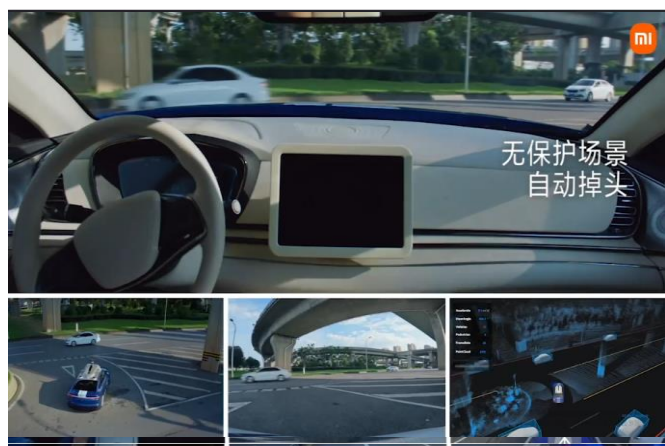
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 32 自动环岛绕行



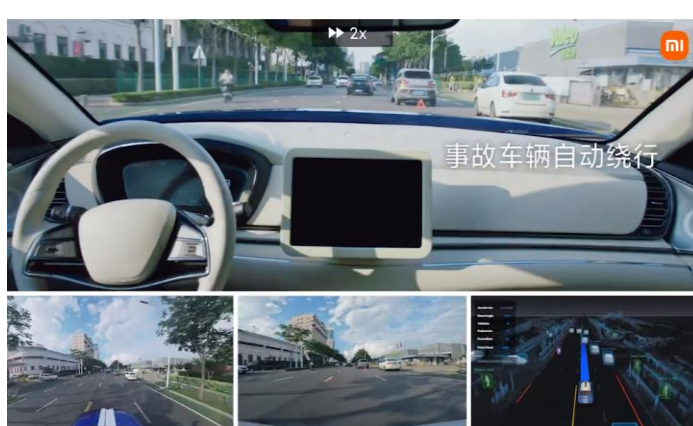
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 33 无保护场景自动掉头



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 34 检测事故车辆自动绕行

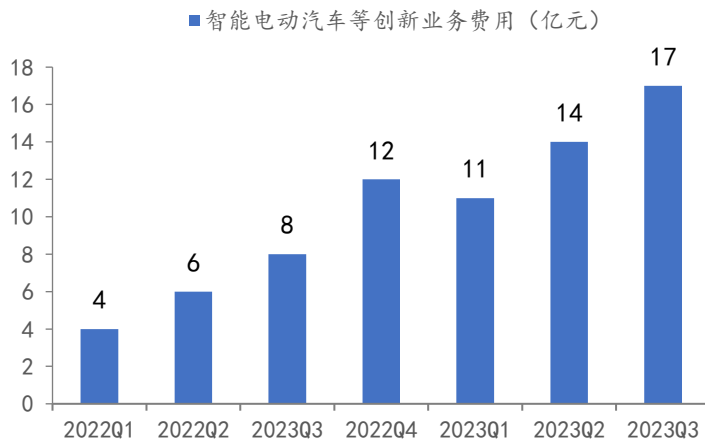


资料来源：公司官网，华安证券研究所

从公司对小米汽车的投入力度看，截至 2023 年 3 月底，公司汽车业务研发团队规模约为 2300 人，2022 年，智能电动汽车等创新业务费用投入约为 31 亿元人

民币，2023Q1-Q3 智能电动汽车等创新业务费用投入分别为 11 亿元、14 亿元、17 亿元，根据公司公告，未来 10 年内会共计投入 100 亿美元。

图表 35 23Q1-3 小米汽车等创新业务费用约 42 亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

③生态优势：我们认为小米汽车的生态优势是最为重要的卖点之一，预计小米汽车在多设备之间的互通互联生态会领先于市场水平，基于此判断的原因有两个：**1)** 小米 AIoT 的用户数极为庞大，三季度小米 AIoT 的连接设备数已经达到近 7 亿台，拥有 5 台及以上小米 AIoT 的用户数达到了 1370 万；**2)** 澎湃 OS 的推出使得小米的发展战略由“手机×AIoT”升级为“人×车×家”生态，实现了从移动终端、家居智能设备和小米汽车的互通互联。相较于传统车机与移动终端的交互外，小米汽车还多了一环与家居智能设备的交互。

图表 36 小米与华为汽车业务的综合对比

比较项目	小米	华为
入场时间	2021 年 3 月	2019 年 5 月
首款车上市时间	预计 2024H1	2022 年 2 月
用户基础	截至 2023 年 9 月，连续 13 个季度手机出货量稳定全球前三，全球 MIUI 月活跃用户达 6.23 亿，AIoT 连接设备数达 6.98 亿台	截至 2022 年底，华为终端云服务全球月活用户超过 5.8 亿，华为帐号全球月活用户达到 4.2 亿，华为应用市场全球月活跃用户超过 5.8 亿
渠道方面	小米之家运营门店遍布全球 70 余个国家和地区，其中国内门店总共有 1 万家左右	智选车渠道布局上，2022 年底用户中心和体验中心已经超过了 1000 家，覆盖超过 230 座城市
研发投入	22 年 31 亿元；23Q1-3 共计约 42 亿元；未来 10 年预计投入 100 亿美元	累计投入约 30 亿美元（22 年底）
研发人员	2300 人（23 年 3 月）	7000 人（22 年底）
汽车业务商业模式	自建生产 目前在北京亦庄建立了自有的工厂，小米汽车	不直接参与生产，与车企合作提供解决方案，三种合作模式

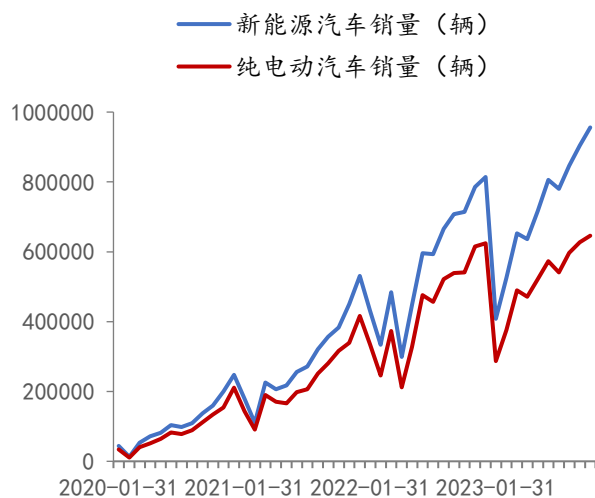
	工厂分两期建设，其中一期占地面积约 72 万平方米，年产能为 15 万辆；二期计划于 2024 年动工，预计 2025 年完工	① 零部件供应商模式 ：聚焦电动智能化赛道，提供标准化零部件（合作商包含多家车企） ② HI 模式 ：提供全栈智能汽车解决方案（合作车企：长安阿维塔、北汽极狐） ③ 智选模式 ：深度参与整车设计、营销以及终端销售（合作车企：赛力斯（问界）；奇瑞（智界））
已有车型	SU7/SU7 max/pro	① HI 模式：长安阿维塔 11/12；极狐阿尔法 S 全新 HI 版 ② 智选模式：问界 M5/M7；智界 S7

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

3.3 所在赛道处于高速增长阶段，存在较高发展空间

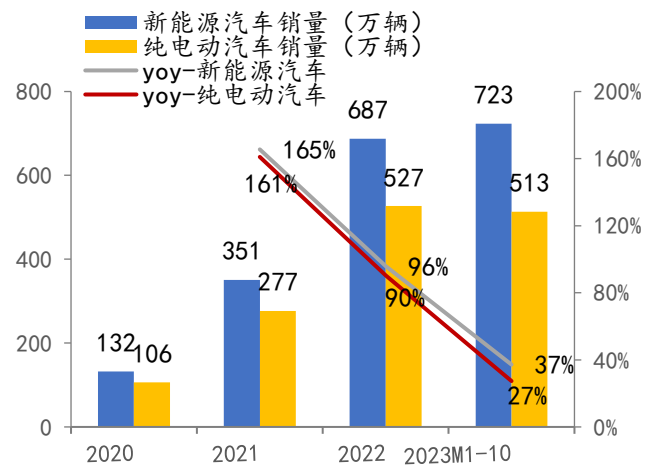
目前我国新能源汽车还处于高速增长阶段，2023 年前 10 个月，我国新能源汽车销量达 723 万辆，同比增长 37%，新能源乘用车渗透率由 2020 年的 6.20% 增至 33.54%。其中小米汽车所处的纯电动 C 级车目前规模较小，今年前 10 个月批发销售量仅 12 万辆，同比增长高达 82%，具备较高的增长空间。

图表 37 新能源汽车及纯电动汽车销量对比



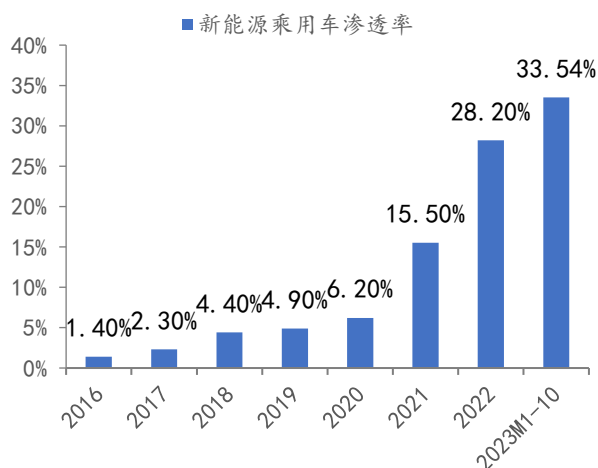
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 38 2023M1-10 纯电动汽车销量和同比+27%



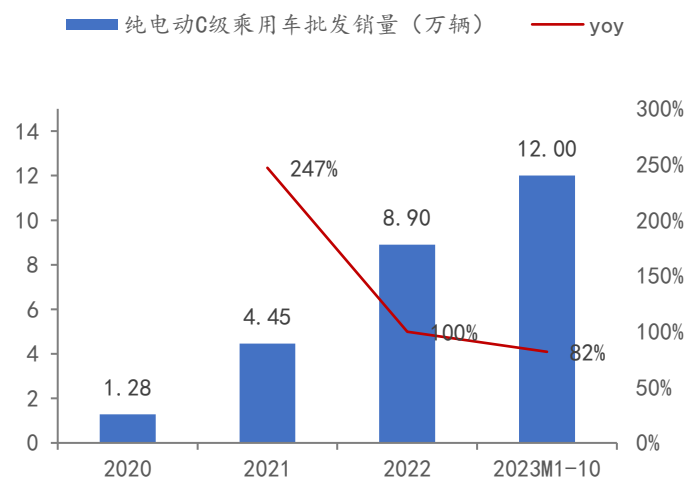
资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 39 今年前 10 月新能源乘用车渗透率达 33.54%



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 40 今年前 10 月纯电动 C 级乘用车销量同比+82%



资料来源：iFind，华安证券研究所

我们判断小米汽车上市后主要对手将集中在 20-30 万内的 B 级-C 级别的纯电动轿车中，其中华为智选的智能 S7 预计将会是小米汽车最大的竞争者，通过对比，在现有已知的参数中，小米在电机最大功率和最高车速中较竞争对手有一定的领先。其中小米 SU7 单电机最大功率为 220kw，最高车速 210km/h，SU7Pro 版本配备双电机，综合最大功率可达 495kw（其中前电机 220kw，后电机 275kw）。

从竞争对手目前的销量情况看：智能 S7 在 11 月 9 日开启预售，预售订单一天内就突破 5000 辆，3 天订单超过 1 万，截至 11 月 28 日，华为官方宣布预订单已超过 2 万台。今年前 10 个月，特斯拉 Model3 月均销量维持在 1 万辆以上，小鹏 P7 和极氪 001 月均分别为 3811 和 6152 辆。

图表 41 预计小米汽车上市后主要竞争对手

	小米 SU7	小米 SU7pro	智能 S7 标航 Pro	智能 S7 长航版 Max	Model3 后驱	小鹏 P7i550Max	zeeker001 WE 版
车型定位	C 级车	C 级车	C 级车	C 级车	B 级车	B 级车	C 级车
车型尺寸	4997*1963*1455	4997*1963*1460	4971*1963*1477	4971*1963*1474	4720*1848*1442	4888*1896*1450	4865*1900*1450
驱动方式	纯电动	纯电动	增程式	增程式	纯电动	纯电动	纯电动
上市时间	预计 2024H1	预计 2024H1	2023. 11	2023. 11	2023. 9	2023. 11	预计 2023. 1
总质量 (kg)	2430	2655	2384	2422	2192	2415	2715
最大功率 (kw)	220	495	215	215	194	203	200
最高车速 (km/h)	210	265	210	210	200	200	200
电池	磷酸铁锂电池	三元锂离子电池	三元锂离子电池	磷酸铁锂电池+三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池

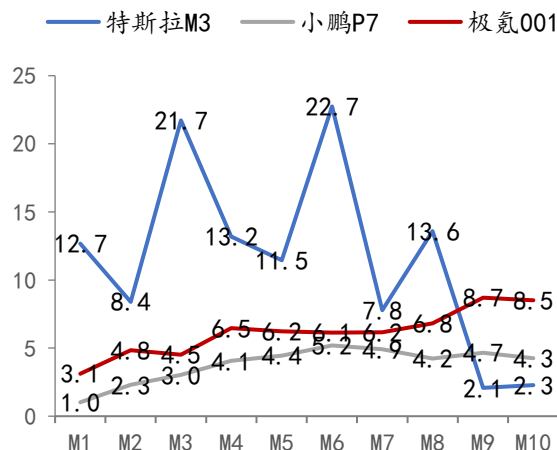
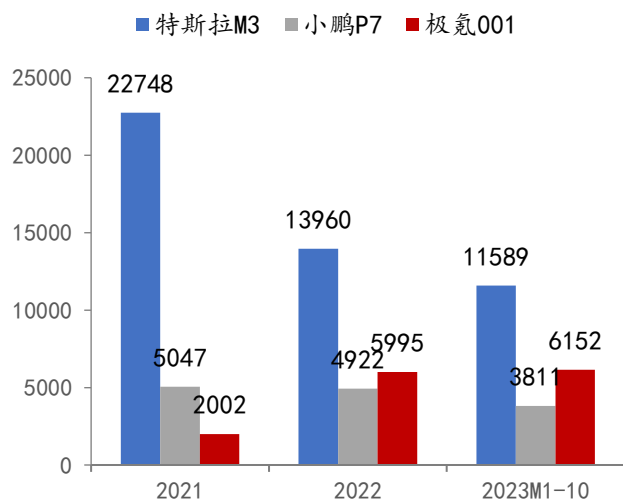
电芯品牌	比亚迪子 公司	宁德时代	宁德时代	宁德时代	宁德时代	亿纬动力	宁德时代
续航	未知	未知	550	705	666	713	741
价格	未知	未知	24.98	28.98	26.14	29.74	26.90

资料来源：工信部，懂车帝，华安证券研究所

注：价格为懂车帝指导价

图表 42 特斯拉 M3、小鹏 P7 和极氪 001 月均销量 (辆)

图表 43 特斯拉 M3、小鹏 P7 和极氪 001 月销量 (千台)



资料来源：车主指南，华安证券研究所

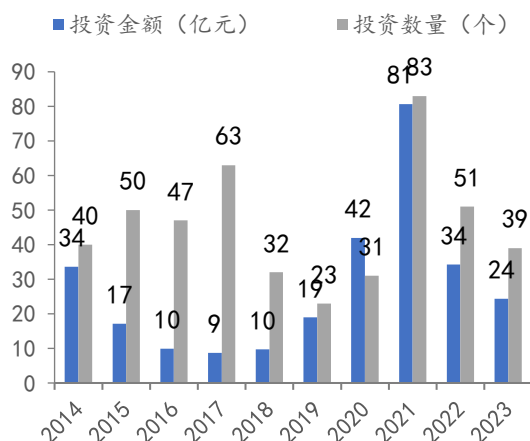
资料来源：车主指南，华安证券研究所

4 AIoT：自主研发与投资合作并举，生态链构建护城河

小米对于 AIoT 业务线的布局主要以代工+自主研发两个模式为主，通过挑选以硬件、先进制造业为主的优质企业进行投资来扩大小米生态链。截至目前，小米生态链企业已超过 2000 余家，其中石头、九号公司、云米、华米科技等几十家公司已经完成上市。

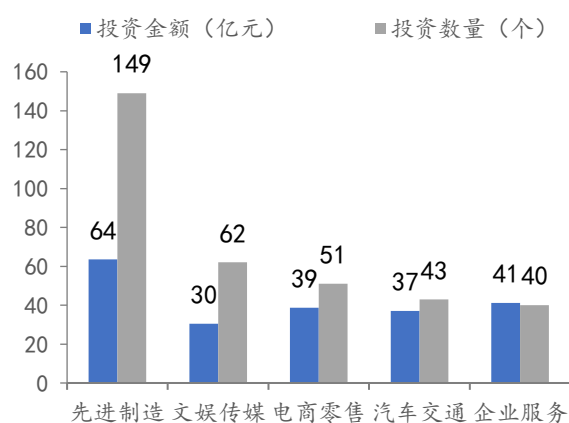
公司通过自主研发以及与生态链企业合作的方式，构建起了一个以智能手机为核心，并逐渐向智能佩戴设备和智能家居产品延伸的业务链条。小米与生态链企业合作关系建立在了互利互惠的基础之上，小米通过与生态链企业合力推出了一系列 AIoT 产品，同时也会为生态链上的企业提供资金支持、营销方案支持和高效的流量获取渠道，这种互利互惠的合作关系使得整个生态链更加稳定和繁荣。

图表 44 小米集团投资情况



资料来源：IT 桔子，华安证券研究所

图表 45 小米集团投资产业 Top5

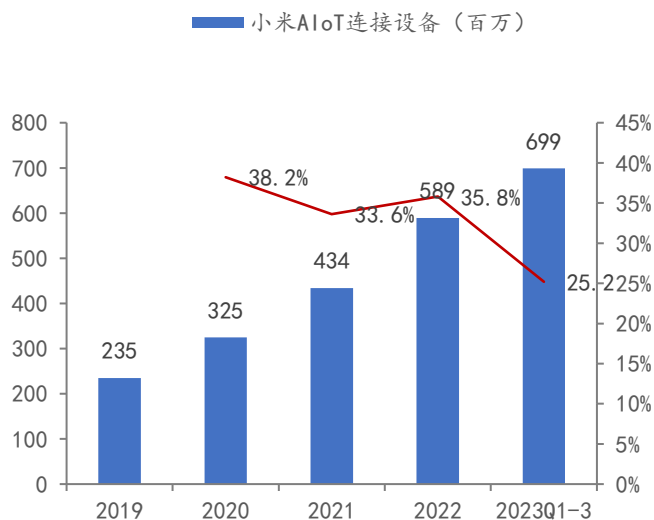


资料来源：IT 桔子，华安证券研究所

对于生态链企业，小米负责产品设计、质量把关、终端销售等环节，并提供资金帮助，生态链企业也会为小米提供最低的代工价格，且其自有品牌产品也会加入米家 IoT 平台。

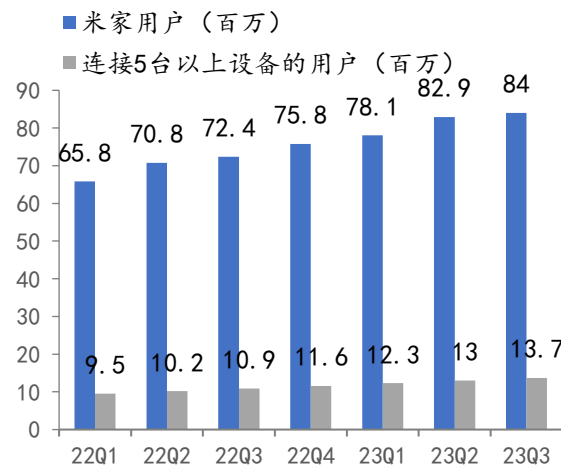
目前小米的 AIoT 品类已超过 200 余种，涵盖了 95% 以上的日常生活场景，也成为了目前世界上最大的消费级 AIoT 平台。截至今年三季度，小米 AIoT 连接设备已近 7 亿台，维持多年 20%+ 的同比增长，米家用户也达到 8400 万。

图表 46 小米 AIoT 连接设备



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 23Q3 米家用户达 8400 万



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 小米 AIoT 生态链部分公司

企业	主营业务	品牌	融资轮	融资金额	代工产品
九号公司	滑板车、平衡车	米家、Ninebot	A	8000 万美元	小米滑板车
华米科技	穿戴设备	小米、华米	A	数千万 RMB	小米手环、

					小米手表
万魔声学	耳机	小米、万魔	A	数千万美元	小米耳机
绿米科技	智能家居	米家、绿米	A	数千万美元	小米智能插座、小米传感器
智米科技	空气净化器	小米、智米	A	数千万 RMB	小米空气净化器
峰米科技	数码家电	小米、WEMAX	A	5000 万 RMB	小米激光电视
亿联客	智能照明	米家、YeeLight	A	数百万美元	米家智能台灯
创米科技	遥控器、摄像机	米家、小米	战略投资	数千万 RMB	小米智能插座、小米万能遥控器
紫米电子	充电宝、充电器	小米、紫米	并购	2.05 亿美元	小米充电宝
追觅科技	清洁家居	小米、追觅	C	36 亿 RMB	小米吸尘器、小米吹风机、小米扫地机器人

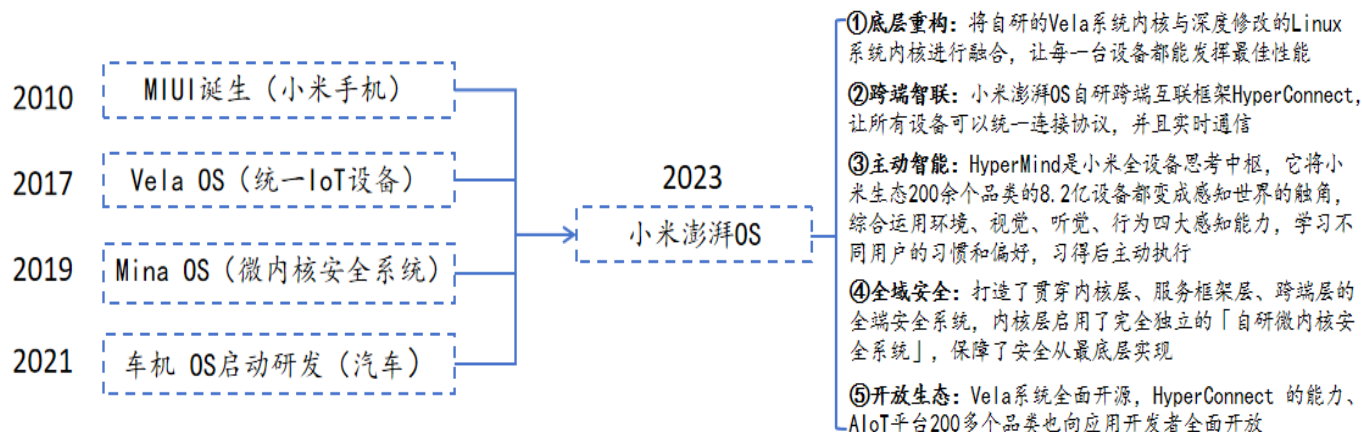
资料来源：IT 桔子，各公司官网，华安证券研究所

5 人车家全链路打通，“车同轨，书同文”

今年 10 月 26 日，小米集团创始人雷军宣布集团战略正式由“手机×IoT”升级为“人车家全生态”，其中人车家全生态的关键核心也在于小米自主研发的澎湃 OS 系统。

从 2010 年小米创办之初的 MIUI 开始，小米澎湃 OS 已经探索了十三年，并历时 7 年研发。2017 年，小米自研的 Vela OS 正式发布，逐步统一 IoT 设备生态。2019 年，小米开始并行研发纯自研通用系统 Mina OS。2021 年，小米开启了车机 OS 的研发。今年推出的澎湃 OS 融合了 MIUI（小米手机）、Vela OS（IoT 设备）、Mina OS（微内核安全系统）、小米车机 OS 四大操作系统，全面采用统一连接协议，从而实现移动终端-家居智能设备-小米汽车等多设备之间低延迟深度互联。

图表 49 澎湃 OS 实现了四大系统的合并统一




资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 50 人车家全生态可实现功能 (部分举例)

部分功能	可实现效果	图片示例
跨设备硬件应用		
跨设备相机	使用平板/电脑视频通话时, 可借助手机相机, 充当视频通话或会议的摄像头, 灵活满足所需拍摄视角	
通信共享	在平板或电脑上, 便捷使用手机的移动数据或热点上网, PC 和手机接听电话共享	
妙想桌面	在平板、电脑上直接操作手机, 使用手机内的应用或文件	
跨设备软件应用		

应用接力	一台设备使用应用,可在另一台设备上无缝衔接继续使用	
跨设备复制粘贴	在一个设备中复制文字、图片、文件,随后在另一个设备中粘贴	
跨设备通知	在电视上显示手机的外卖、打车通知	
AI 智能 (主动学习用户在特定时间和场景的高频次设备操作,之后可自动执行)		
宠物在哪	通过手机与摄像头的连接寻找宠物,摄像头会自动锁定宠物位置	
自动调温	根据室内人数多少,自动调整空调温度	

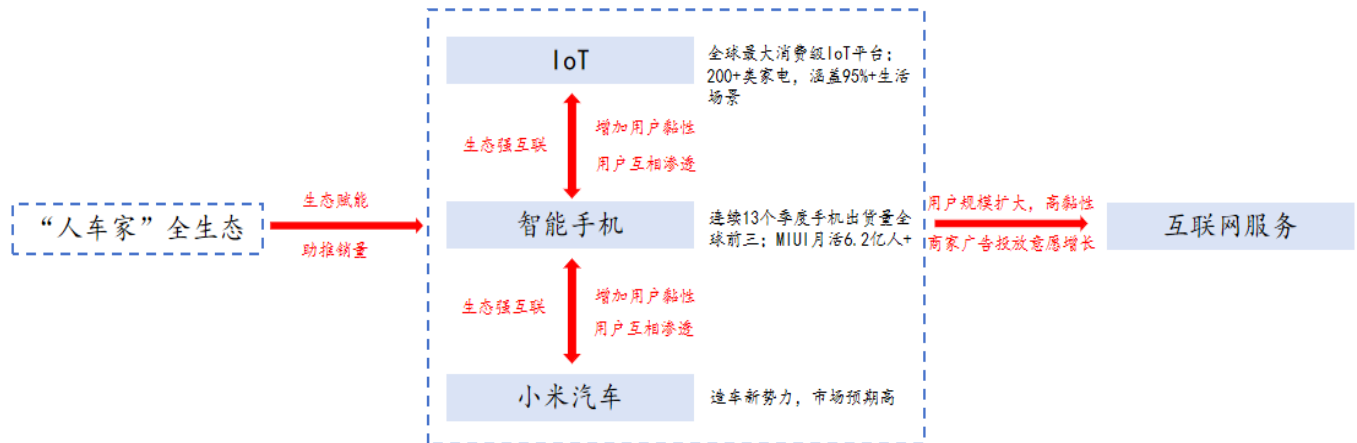
响指控灯	通过打响指控制开灯/关灯	
音响控制	在家用手机播放音乐自动连接音响, 接听电话自动降低音响和电视音量, 通话结束自动恢复	
其他	进门自动开灯、深夜进门只开夜灯不打扰家人休息、进门自动关闭窗帘、进门自动关闭扫地机器人等功能	

注：汽车车机 OS 可实现功能官方暂未公布

资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为澎湃 OS 就是小米实现万物互联的公有底座，人车家全生态的战略升级也将会对公司三大业务（手机、IoT、互联网服务）的业务增长提供助推力，在现有的小米庞大的用户基础上，增加用户黏性，进一步扩大用户规模增长，从而实现对主营业务的赋能。

图表 51 “人车家”全生态对公司业务的赋能



资料来源：华安证券研究所绘制

6 盈利预测及投资建议

盈利预测：

小米的手机业务目前库存状态良好，且受到 AI 驱动影响，我们判断小米的手机业务将会在短期内出现 ASP 和销量端的双重修正，随着小米 14 系列发售的空前成功，预计 Q4 将会迎来价格和销量端的拐点。我们预计小米 2023/2024/2025 年的收入为 2688/3094/3577 亿元，同比-4%/+15%/+16%。调整后净利润为 173 /150/ 186

亿元，24-25 年除汽车业务外调整后净利润为 239/257 亿元。

估值：

我们对小米集团的估值方法采取分部估值法，对于小米的传统业务（手机、IoT、互联网、其他（不含汽车））采用 PE 估值法，而鉴于小米的汽车业务处于发展初期，我们采用 PS 估值法。

参考理想、小鹏和蔚来汽车，我们给予小米汽车业务 2024 年 1.7x PS，对应市值为 257 亿港元，参考苹果以及综合考虑小米过去的历史 PE 情况，我们给予小米除汽车以外业务 20x PE，对应市值 5215 亿港元，给予集团 10%的估值综合折扣率，对应 2024 年合理市值 4925 亿港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 52 可比公司一致预期

公司	业务收入（百万元）		总市值（百万港元）	P/S	
	2024E	2025E		2024E	2025E
理想汽车-W	203075	290347	270778	1.3	0.9
小鹏汽车-W	63784	94641	118688	1.7	1.2
蔚来-SW	94434	245002	102630	1.0	0.4
公司	经调整利润（亿美元）		总市值（百万美元）	PE	
	2024E	2025E		2024E	2025E
APPLE	101121.3	107241.1	3004481	29.71	28.02

资料来源：iFind，Bloomberg，华安证券研究所

风险提示：

小米汽车不能如期上线；行业竞争加剧；原材料成本上升；全球宏观经济扰动风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	160,415	141,276	146,358	162,253	营业收入	280,044	268,842	309,436	357,729
存货	50,438	33,829	35,306	39,333	营业成本	232,467	210,666	241,972	279,897
贸易应收款项	11,795	11,795	11,795	11,795	毛利	47,577	58,176	67,464	77,832
应收贷款	7,830	5,613	7,555	7,998	销售及营销开支	21,323	18,032	21,351	24,326
预付款项及其他应	18,578	14,211	16,733	19,040	研发开支	16,028	18,755	23,208	25,756
短期银行存款	29,875	27,049	27,849	32,196	一般及行政开支	5,114	5,013	5,913	6,797
其他	41,899	48,780	47,119	51,891	投资公允价值变动	-1662	2577	2951	3412
非流动资产	113,092	134,455	169,875	199,517	权益法入账之投资	-400	-18	90	104
物业及设备	9,138	11,415	13,794	16,111	其他收入	1136	607	562	650
无形资产	4,630	5,515	5,437	5,864	其他收益净额	-1369	487	-1547	-1789
按公允价值计入损	55,980	53,768	55,699	60,814	营业利润	2,816	20,030	19,048	23,330
长期银行存款	16,788	14,689	15,472	16,098	财务收入	1,664	3,476	4,241	4,903
按权益法入账之投	7,932	7,932	7,932	7,932	财务成本	546	1,978	3,094	3,577
其他	18,624	41,135	71,542	92,699	除税前利润	3,934	21,655	20,195	24,655
资产总计	273,507	275,732	316,233	361,770	所得税	1,431	4,487	3,492	4,264
流动负债	89,628	104,499	113,067	132,952	净利润	2,503	17,169	16,702	20,391
贸易应付款项	53,094	66,392	71,135	87,855	归母净利润	2,474	16,973	16,512	20,159
其他应付款项及应	18,441	18,302	18,371	18,337	净利润(NON-IFRS)	8,518	17,344	15,003	18,645
客户预付款	9,588	8,406	10,135	11,450	主要财务比率				
借款	6,244	7,493	8,992	10,790	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
所得税负债	1,384	1,384	1,384	1,384	回报率				
其他	877	2,522	3,050	3,135	净资产收益率	5.93%	13.86%	9.91%	10.92%
非流动负债	129,584	150,331	164,585	190,746	总资产收益率	3.11%	6.29%	4.74%	5.16%
借款	21,493	25,791	30,950	37,140	投入资本收益率	4.96%	10.93%	7.83%	8.52%
递延所得税负债	983.26	983.26	983.26	983.26	增长率				
保修拨备	945.27	2,522.0	3,049.69	3,135.07	营业总收入增长率	-14.70%	-4.00%	15.10%	15.61%
其他	106,162	121,034	129,602	149,487	净利润增长率	-61.35%	103.62%	-13.50%	24.28%
负债合计	219,212	254,830	277,653	323,698	总资产增长率	-6.62%	0.81%	14.76%	14.12%
权益合计	143,923	125,400	151,648	171,024	资产管理能力				
负债和股东权益	273,507	275,732	316,233	361,770	应收款项周转天数	15.4	16.0	13.9	12.0
现金流量表					应付款项周转天数	69.2	90.1	83.9	89.6
单位:百万元					存货周转天数	65.7	45.9	41.6	40.1
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	102%	98%	98%	99%
净利润	3,934	21,655	20,195	24,655	偿债能力				
存货增加	-5,449	-16,609	1,478	4,026	资产负债率	80.15%	92.42%	87.75%	89.64%
贸易应付款项增加	-20,514	13,298	4,743	16,720	流动比率	1.8	1.4	1.3	1.2
客户预付款增加	299	-1,182	1,729	1,316					
预付款项及其他应	1,445	-4,368	2,523	2,307					
其他调整	15,896	-4,851	-1,503	-3,814					
经营活动现金净流	-4,390	7,943	29,164	45,210					
存入短期银行存款	-58,365	-2,826	800	4,346					
存入长期银行存款	-9,875	-2,099	782	626					
按公允价值入损益	92,620	6,881	-1,661	4,771					
其他	-8,831	-2,212	1,930	5,115					
投资活动现金净流	15,549	-255	1,852	14,859					
借款所得款项	19,858	5,548	6,657	7,988					
筹资活动现金净流	-7,855	5,548	6,657	7,988					
现金及现金等价物	3,304	13,236	37,673	68,058					
期初现金	23,512	27,607	40,844	78,517					
期末现金	27,607	40,844	78,517	146,575					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。