

买入

品牌上行赋能全系产品，人车家进入正反馈通道

小米集团-W (1810.HK)

2024-7-22 星期一

投资要点

目标价：21.1

现价：16.52

预计升幅：27.7%

重要数据

日期	2024.7.19
收盘价 (港元)	16.52
总股本 (亿股)	250.3
总市值 (亿港元)	4310
净资产 (亿港元)	1845.9
总资产 (亿港元)	3606.8
52周高低 (港元)	20.35/11.9
每股净资产 (港元)	7.06

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Smart Mobile Holdings Limited	23.54%
Apex Star LLC	8.6%

研究部

姓名：杨森

SFC: BJO644

电话：0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

全球手机行业：需求已逐步触底，AI端侧应用有望推动行业复苏

全球上一轮手机出货高峰在2016年，距今已有8年，换机需求不断增强。根据Canalys数据，2024年前两个季度全球智能手机市场同比分别增长10%和12%，显现出行业已经复苏。AI大模型的应用带来新的用户体验，有望推动全球手机需求回升。Canalys预测2028年全球AI手机的出货量将占智能手机整体出货量的54%。

公司手机品牌力提升，出货量有望超过行业增速

通过持续提供高性价比的产品，小米品牌在全球获得越来越多消费者的认可。根据Canalys数据，公司2024年Q1手机全球出货4080万部，同比增长33.8%，全球市场份额达到14.1%，增速远超全球平均水平。公司发力AI大模型，在高端市场有望继续提升份额，从而带动公司手机出货量和ASP同时提升。

XiaomiSU7顺利交付，人车家生态实现闭环

根据公司董事长雷军于7月19日晚的演讲信息，小米SU7上市至今交付量已超过3万辆，小米SU7全年10万辆的交付目标预计在11月提前完成。市场调研显示：80%的SU7锁单者自认为是“米粉”。小米人车家生态实现闭环，并正在进入相互促进相互融合的正反馈阶段，未来对公司整体产品销售将起到积极的推动作用。

投资建议

我们预测公司2024~2026年营业总收入分别为3416.5(+26.1%)、3852.4(+12.8%)和4375.5(+13.6%)亿元人民币，对应公司归母净利润分别为161.96(-7.3%)、180.52(+11.5%)和207.28(+14.8%)亿元。

我们认为：公司汽车业务在现有消费电子、AIOT和互联网业务的协助下，有望获得健康快速的发展，最终跻身行业一线的成功概率较大。在此过程中，公司前期在汽车业务上的巨大投入有望快速转化为盈利，公司的净利润存在较大向上弹性。我们看好公司的中长期成长，认为公司的合理估值为30倍2024PE，对应目标价21.1港元/股，股价有27.7%的上升空间，给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044.0	270,970.1	341,647.6	385,240.5	437,546.1
同比增长		-3.2%	26.1%	12.8%	13.6%
归母净利润	2,474.2	17,475.2	16,196.3	18,051.8	20,728.0
同比增长		606.3%	-7.3%	11.5%	14.8%
毛利率	17.0%	21.2%	21.5%	21.3%	21.1%
每股收益(元)	0.10	0.70	0.65	0.72	0.83
PE@16.52HKD	153.8	21.8	23.5	21.1	18.4

数据来源：wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

目录

一、公司概况	4
二、全球手机需求逐步企稳回升	5
2.1 存量手机日渐老化，换机需求不断增长	5
2.2 2023 年 Q4 全球手机需求增速转正，2024 年 H1 加速回暖	6
三、2024 年是端侧 AI 手机元年，或推动行业重回增长	7
3.1 AI 大模型部署在端侧是手机厂商和用户共同的现实需求	7
3.2 全球主流手机制造商均布局大模型和端侧 AI	7
3.3 全球 AI 手机渗透率有望在 2027 年达到 47%	8
3.4 中国大陆是 AI 手机角逐的必争之地	9
四、小米集团：品牌势能拓展市场份额，人车家生态不断进化	10
4.1 手机：以产品践行使命，AI 助力品牌稳健向上生长	10
4.2 AIoT：打造全球领先的 AIoT 平台	14
4.3 互联网：2024Q1 收入创历史新高	16
4.4 汽车：XIAOMI SU7 交付量顺利增长，人车家生态实现闭环	17
五、盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值与投资建议	19
风险提示	20
财务报表摘要	21

图目录

图 1：公司主要产品	4
图 2：公司股权	5
图 3：全球智能手机年度出货量	5
图 4：2023 全球智能手机年度出货量	6
图 5：2024 年 Q1 全球智能手机出货量同比增长 10%	6
图 6：2024 年 Q2 全球智能手机出货量同比增长 12%	6
图 7：主要手机厂商大模型布局情况	7
图 8：全球 AI 手机出货量预测	8
图 9：2024 年 Q1 全球 AI 手机出货量	8
图 10：中国和印度的 AI 倾向尤为强烈	9

图 11: AI 手机在中国大陆有独特的生态环境	10
图 12: AI 手机市场关键数据	10
图 13: 小米手机各季度全球出货量（百万部）和全球市场份额	11
图 14: 全球各主要手机品牌市场占有率	11
图 15: 2024 年 Q1 小米手机在全球各地区市场份额显著提升	12
图 16: 公司在中国大陆市场高端智能机销售占比	13
图 17: 公司在中国大陆市场 5000~6000 元价位份额	13
图 18: 公司 AI 手机功能	13
图 19: 公司将 AI 全面融入业务运营	13
图 20: 小米 AISP 影像处理系统	14
图 21: 小米 14 ULTRA AI 超级变焦（ULTRA ZOOM）功能	14
图 22: 2024 年 Q1 小米 IOT 设备份额显著提升	15
图 23: 全球领先的消费级 AIOT 平台	15
图 24: 互联网用户快速增长	16
图 25: 公司互联网收入逐季度增长	16
图 26: 公司境外互联网收入占比提升	16
图 27: 公司首款电动汽车：XIAOMI SU7	17
图 28: 电动汽车智能化提升用户体验	17
图 29: XIAOMI SU7 消费者调研画像	18

表目录

表 1: 公司汽车业务收入预测	18
表 2: 公司收入和增速预测	19
表 3: 消费电子行业估值比较（20240722）	19
表 4: 新能源汽车行业估值比较（20240722）	20

一、公司概况

小米集团（以下简称“公司”）成立于2010年4月，2018年7月9日在香港交易所主板挂牌上市(1810.HK)，是一家以智能手机、智能硬件和IoT平台为核心的消费电子及智能制造公司。

公司以“和用户交朋友，做用户心中最酷的公司”为愿景，致力于持续创新，不断追求极致的产品服务体验和公司运营效率，努力践行“始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活”的公司使命。

小米品牌是全球领先的智能手机品牌之一，智能手机出货量稳居全球前三。截至2023年6月，全球MIUI月活跃用户6.06亿。同时，公司已经建立起全球领先的消费级AIoT（人工智能和物联网）平台，截至2024年7月，公司AIoT平台已连接的IoT设备（不包括智能手机、笔记本电脑及平板）数达到6.99亿。

公司业务已进入全球逾100个国家和地区。2023年8月，公司连续五年入选《财富》“世界500强排行榜”(Fortune Global 500)。

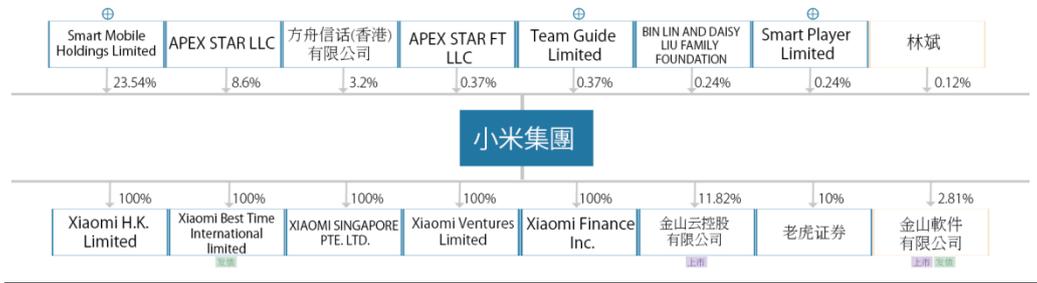
目前公司为恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数及恒生神州50指数成份股。

图1：公司主要产品



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司股权



资料来源: Wind, 国元证券经纪(香港)整理

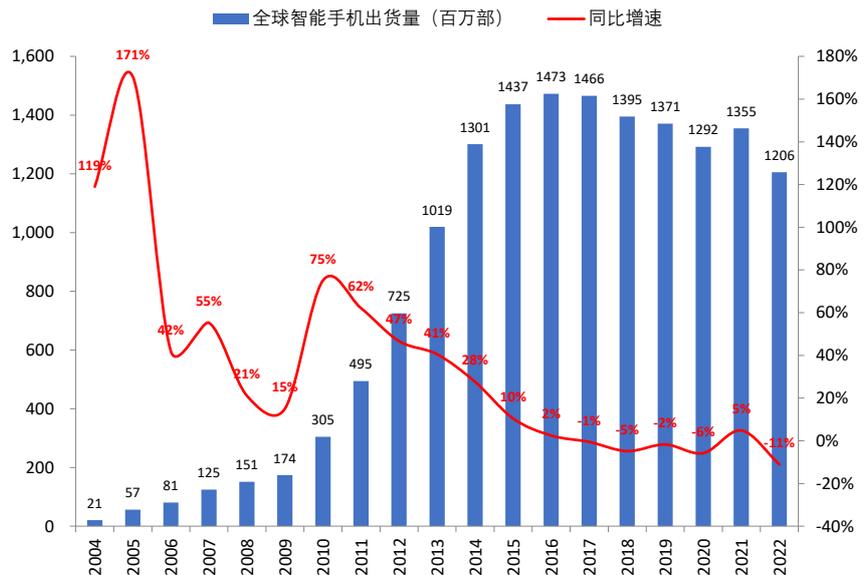
二、全球手机需求逐步企稳回升

2.1 存量手机日渐老化，换机需求不断增长

根据 IDC 数据,2016 年全球智能手机出货量达到 14.73 亿部,此后连续 4 年下滑。2021 年,北美、拉丁美洲和印度等地被抑制的消费需求在当年被释放出来,全年出货量达到 13.55 亿部,同比增长 5%。但 2022 年全球出货量再次转跌,仅为 12.06 亿部,同比下降 11%。

由于过去几年智能手机技术创新缓慢,消费者换机需求不足,换机周期从 2 年被拉长到 3 年以上。但今年距 2016 年的出货高峰已经接近 8 年,当年的机型老化现象日益严重,换机需求不断提升。

图 3：全球智能手机年度出货量



资料来源: IDC, 国元证券经纪(香港)整理

2.2 2023 年 Q4 全球手机需求增速转正，2024 年 H1 加速回暖

根据 Canalsys 数据，2023 年 Q4 全球智能手机市场同比增长 8% 至 3.192 亿台，显现出企稳复苏的信号。2023 全年出货量为 11.4 亿台，跌幅较 2022 年收窄至 4%。

图 4：2023 全球智能手机年度出货量



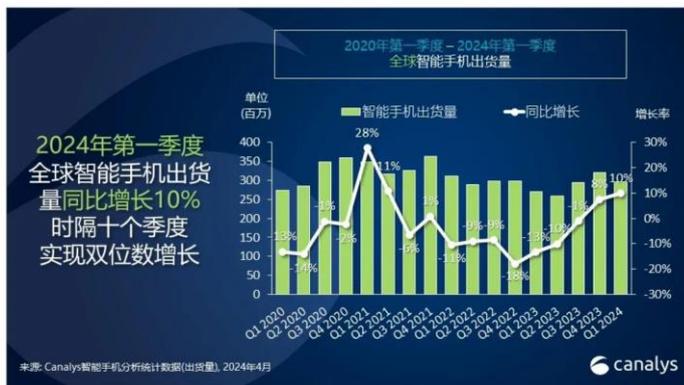
资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

2024 年 Q1 全球智能手机市场同比增长 10%，达到 2.962 亿部，市场表现高于预期，这标志着市场在经历了十个季度后首次迎来双位数的增长。

2024 年 Q2 全球智能手机市场实现连续三个季度的增长，出货量同比增长 12%，达 2.88 亿台。

在生成式人工智能（GenAI）等创新技术和大众市场需求复苏的推动下，全球智能手机市场的乐观情绪持续上升。自 2024 年初以来，亚太、中东、非洲和拉美新兴市场的通胀缓解，刺激了大众价位段手机出货量的增长。而各手机厂商正在积极推动产品升级，以抓住机遇，扩大市场影响力。

图 5：2024 年 Q1 全球智能手机出货量同比增长 10%



资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

图 6：2024 年 Q2 全球智能手机出货量同比增长 12%



资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

三、2024 年是端侧 AI 手机元年，或推动行业重回增长

3.1 AI 大模型部署在端侧是手机厂商和用户共同的现实需求

从目前看，AI 手机是普通人能够利用到 AI 大模型的最便捷的工具。将 AI 大模型直接内置在手机设备中，而不是从云端调用服务，对手机厂商和客户来说，都具有现实意义：

- 1、优化用户的使用体验：端侧大模型具有更强的隐私性以及实时性，能够在保证隐私的前提下进一步拓展应用场景，如实时翻译、断网状态下的语音助手、照片编辑等；
- 2、降低手机厂商的服务成本：根据手机厂家公开披露的信息，目前调用一次云端大模型的平均成本在 0.012-0.015 元。如果以 0.012 元/次计算，一亿用户每天调用十次的成本高达 1200 万元。现在国内头部手机品牌制造商都有几亿的用户，如果每天调用云端大模型十次，将对手机厂商产生难以承担的成本。即使是实力强大的三星，在 S24 AI 手机大卖的当下，也在考虑是否对用户征收一些 AI 使用费。

因此，将 AI 大模型部署在端侧，从现实情况看，是当下兼顾各方诉求的最优选择。

3.2 全球主流手机制造商均布局大模型和端侧 AI

目前全球主流手机制造商均已布局 AI 大模型。2024 年在高端进行端侧 AI 的投入以及在中低端扩大出货规模将是智能手机厂商并行实施的两大策略。AI 将逐步从最初的产品层面的差异化上升至运营及公司层面的整体战略，各智能手机厂商均涉及其中。除了三星将生成式 AI 作为长期的产品策略，中国厂商诸如小米、vivo、OPPO 和荣耀等也已率先在本土市场发布具备生成式 AI 能力的旗舰机型。

图 7：主要手机厂商大模型布局情况

手机厂商	大模型名称	大模型参数
华为	盘古3.0	100亿、380亿、710亿、1000亿
小米	MiLM（轻量级）	64亿、13亿
OPPO	安第斯（AndesGPT）	10亿~1000亿
vivo	蓝心（BlueLM）	10亿、70亿、700亿、1300亿、1750亿
荣耀	Magic	70亿
苹果	Apple Intelligence	30亿（测试得分高于其他70亿模型）
三星	高斯	（暂未公布）

资料来源：各公司官网，国元证券经纪（香港）整理

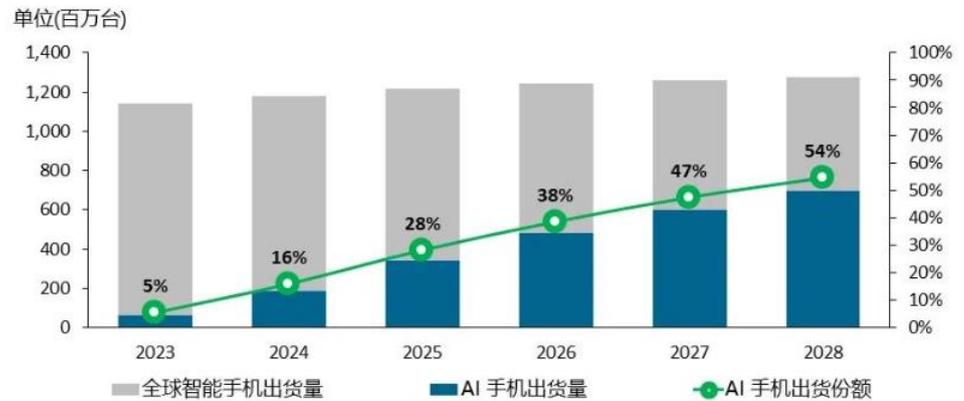
3.3 全球 AI 手机渗透率有望在 2027 年达到 47%

受供需两端恢复的推动，Canalys 预计 2024 年全球智能手机出货量将复苏 3% 至 11.8 亿台。

2024 年将是 AI 手机爆发的元年，根据《Canalys AI 手机的现在与未来》专题报告，2024 年全球 AI 手机的渗透率将达到 16%。

图 8：全球 AI 手机出货量预测

2028 年，AI 手机市场份额将达到 54%



来源：Canalys 智能手机分析预测数据，2024 年 5 月

canalys

资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

苹果凭借在高端市场的优势，2024 年 Q1 AI 手机出货达 2700 万台，占 57% 的市场份额。

图 9：2024 年 Q1 全球 AI 手机出货量



来源：Canalys 智能手机分析统计数据(出货量)，2024 年 5 月

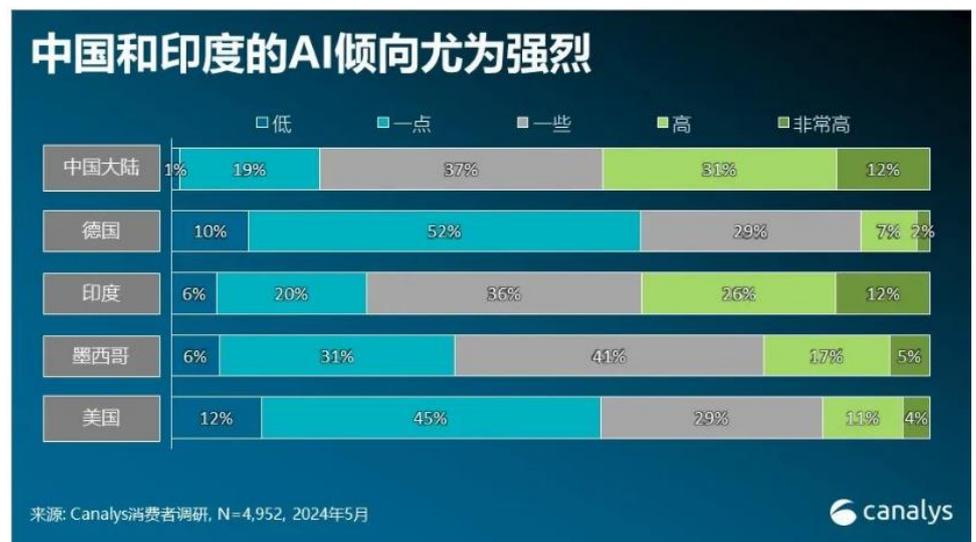
canalys

资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

3.4 中国大陆是 AI 手机角逐的必争之地

中国大陆是全球前三大智能手机市场中 AI 兴趣倾向最强的市场。在全球前三大智能手机市场中，中国具有“高”到“极高”AI 兴趣倾向的消费者占比最高，分别达到 31%和 12%，仅 1%消费者对 AI 毫无兴趣。中国大陆消费者在调查中展现出了对新技术更开放的态度，厂商在中国大陆更先机的 AI 消费者教育及营销投入对此有所贡献，为 AI 手机在中国大陆市场的发展培育了更优质的土壤。

图 10：中国和印度的 AI 倾向尤为强烈



资料来源: Canalis, 国元证券经纪 (香港) 整理

市场基础方面，中国大陆是最早采用 AI 手机的地区，小米、vivo 等厂商在 2023 第四季度推出了 AI 手机，掀起了 AI 手机的激烈竞争及增长浪潮。2024 年 Q1，中国大陆市场依靠作为本土厂商的先发主场及市场高端化结构，AI 手机出货量达 1190 万部，占据全球 AI 手机出货的 25%，是全球仅次于美国的第二大 AI 手机市场。

生成式大模型发展基础方面，中国大陆市场一方面拥有庞大、无可替代的数据体量——这对于大模型的训练、优化、迭代至关重要；另一方面由于中文语言和本地法规要求，苹果、三星这样领跑全球 AI 手机的头部厂商在中国大陆市场都需要与本地政府批准的生成式 AI 模型的供应商合作，这使得厂商在中国大陆市场的 AI 部署模式与海外市场相比呈现双轨化格局，为中国大陆市场的竞争格局带来更多变化空间。

图 11: AI 手机在中国大陆有独特的生态环境

AI手机在中国大陆具有独特的生态环境



来源: Canalsys智能手机分析, 2024年6月



资料来源: Canalsys, 国元证券经纪(香港)整理

图 12: AI 手机市场关键数据



来源: Canalsys智能手机分析, 2024年5月



资料来源: Canalsys, 国元证券经纪(香港)整理

四、小米集团：品牌势能拓展市场份额，人车家生态不断进化

4.1 手机：以产品践行使命，AI 助力品牌稳健向上生长

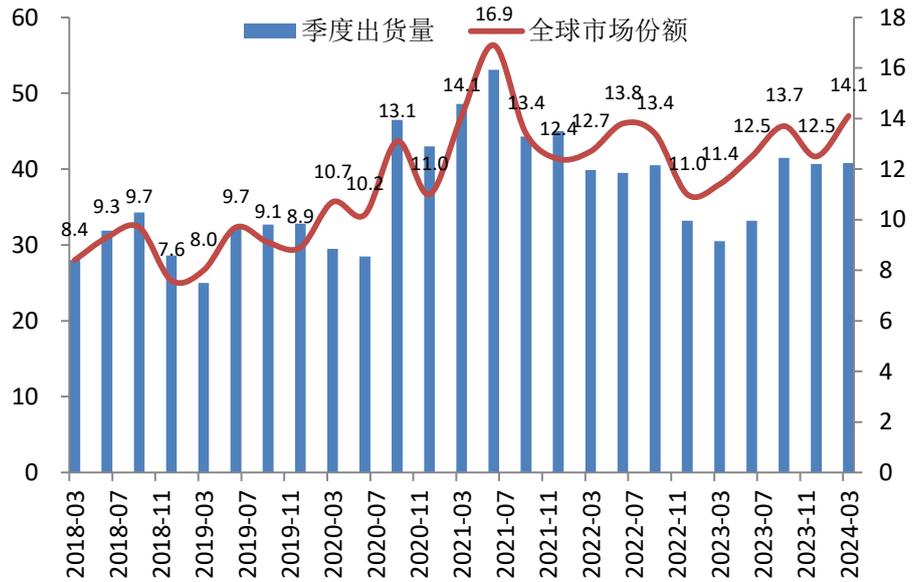
公司以“和用户交朋友，做用户心中最酷的公司”为愿景，努力践行“始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活”的公司使命。

近年来，小米通过持续推出高性价比的产品让消费者认知到：小米真正的在用产

品来实现公司的使命。消费者的接纳使得小米品牌的影响力持续提升，市场占有率也随之扩大。

根据 Canalsys 数据，公司 2024 年 Q1 手机全球出货 4080 万部，同比增长 33.8%，全球市场份额达到 14.1%，增速远超全球平均水平。

图 13: 小米手机各季度全球出货量（百万部）和全球市场份额



资料来源: Canalsys, 国元证券经纪 (香港) 整理

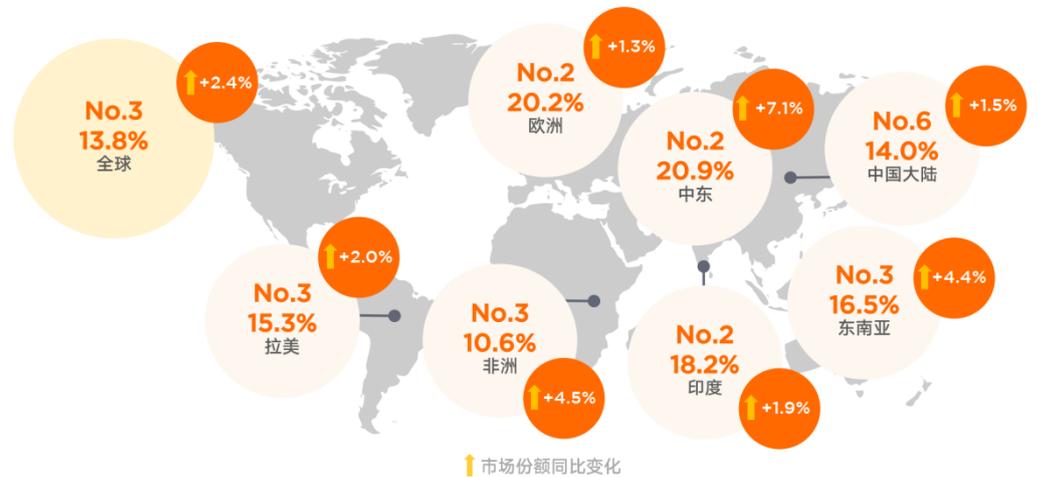
图 14: 全球各主要手机品牌市场占有率



资料来源: IDC, 国元证券经纪 (香港) 整理

公司深耕全球各大市场。根据 Canalys 数据，2024 年 Q1，公司在中东、拉美、非洲和东南亚均实现智能手机市场份额的同比大幅增长。其中，中东出货量排名稳居第二，市场份额同比大幅提升 7.1 个百分点至 20.9%；拉美、东南亚、非洲等区域排名稳居第三，市场份额分别同比提升 2.0 个百分点、4.4 个百分点和 4.5 个百分点，市占率分别达到 15.3%、16.5% 和 10.6%。根据 Canalys 数据，2024 年 Q1，公司在全球 56 个国家和地区的智能机出货量排名前三，在 67 个国家和地区的智能机出货量排名前五。

图 15：2024 年 Q1 小米手机在全球各地区市场份额显著提升



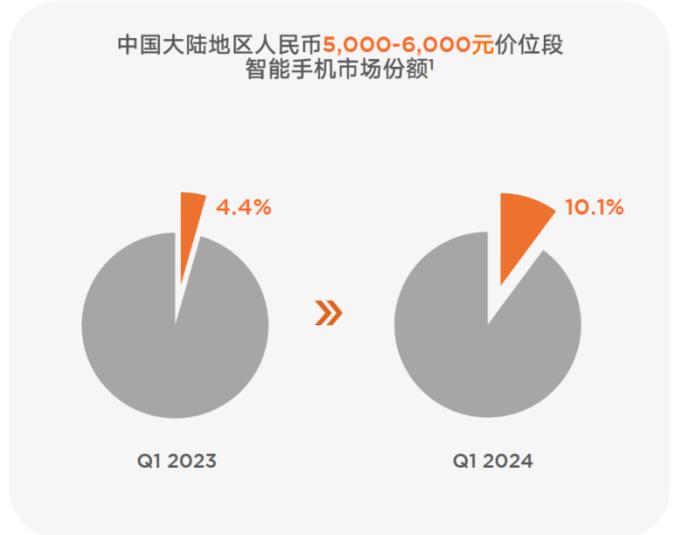
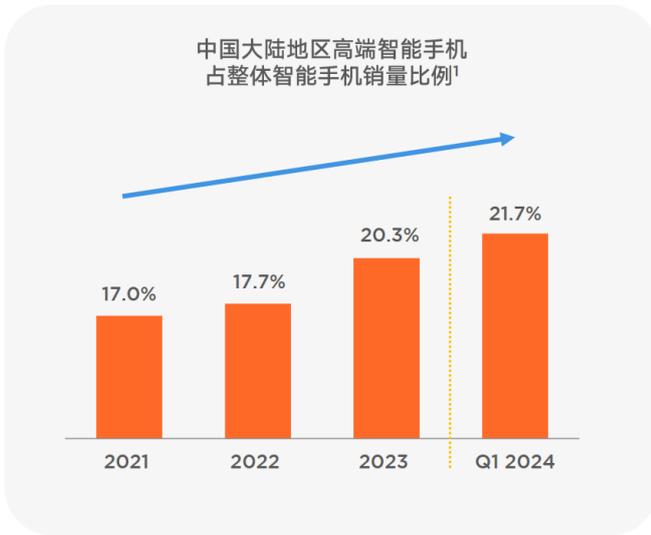
资料来源：Canalys，国元证券经纪（香港）整理

公司的高端化战略持续取得显著成效。根据第三方数据，2024 年 Q1，高端智能手机出货量在公司整体智能手机出货量中的占比达到 21.7%，同比提升 1.4 个百分点。2024 年 Q1，公司在中国大陆地区人民币 5,000–6,000 元价位段的智能手机市占率达到 10.1%，同比提升 5.8 个百分点。

在中国大陆地区，公司持续推进新零售战略。根据第三方数据，2024 年 Q1，公司在中国大陆地区智能手机线下渠道出货量市占率为 9.0%，同比提升 1.1 个百分点。

图 16: 公司在中国大陆市场高端智能机销售占比

图 17: 公司在中国大陆市场 5000~6000 元价位份额



资料来源: 小米官网、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 小米官网、国元证券经纪 (香港) 整理

公司全面拥抱 AI, 将 AI 全面融入业务运营, 在为客户带来更好体验的同时, 提升企业的运营效率。

图 18: 公司 AI 手机功能

图 19: 公司将 AI 全面融入业务运营



资料来源: 小米官网、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 小米官网、国元证券经纪 (香港) 整理

手机方面, 公司发力端侧大模型, 聚焦轻量化, 配套开发各种 AI 应用, 提升客户体验。

以摄像为例。公司开发 Stable Diffusion 大模型, 将 AIGC 技术应用到计算摄影领域, 使相机能更加精准预测“看到什么”、“想要呈现什么样”的影像, 解决相机中长焦功能拍摄距离远, 成片效果模糊不清, 缺少真实性的问题, 从而使相机具备了能够利用大模型生成图片的 AI 超级变焦 (Ultra Zoom) 功能。从目前的进展来看, 在具备一定质量的图像输入的前提下, 经过合适的调整和匹配, AI 大模型会得到相较于传统方法或者第一代 AI 技术更好的效果。

图 20：小米 AISP 影像处理系统



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 21：小米 14 Ultra AI 超级变焦（Ultra Zoom）功能



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

4.2 AIoT：打造全球领先的 AIoT 平台

2024 年 Q1，公司的 IoT 与生活消费产品业务收入为人民币 204 亿元，同比增长 21.0%，分部业务毛利率达到 19.9%，创历史新高，同比大幅提升 4.1 个百分点。截至 2024 年 3 月 31 日，公司 AIoT 平台已连接的 IoT 设备（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）数达到 786.1 百万，同比增长 27.2%；拥有五件及以上连接至公司 AIoT 平台的设备（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）用户数达到 15.2 百万，同比增长 24.2%。

2024 年 3 月，米家 APP 的月活跃用户数同比增长 14.0% 至 89.1 百万。公司的 AIoT 重点品类延续健康增长趋势。

根据 Canals 数据，2024 年 Q1，公司 TWS 耳机的全球出货量排名升至第二，中国大陆地区出货量排名升至第一。本季度公司的可穿戴产品在中国大陆地区出货量同比增长 70%。

根据 IDC 数据，2024 年 Q1，公司的平板产品在全球出货量同比增长 93%，全球排名第五，中国大陆地区排名第三。公司持续完善智能大家电产品矩阵，三大品类延续高增长态势。

2024 年 Q1，大家电业务收入同比增长超过 46%。其中，本季度公司的空调产品出货量超 69 万台，同比增长 63%；冰箱产品出货量超 53 万台，同比增长 52%；洗衣机产品出货量超 36 万台，同比增长 47%。

图 22：2024 年 Q1 小米 IOT 设备份额显著提升



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 23：全球领先的消费级 AIoT 平台



资料来源：小米官网，国元证券经纪（香港）整理

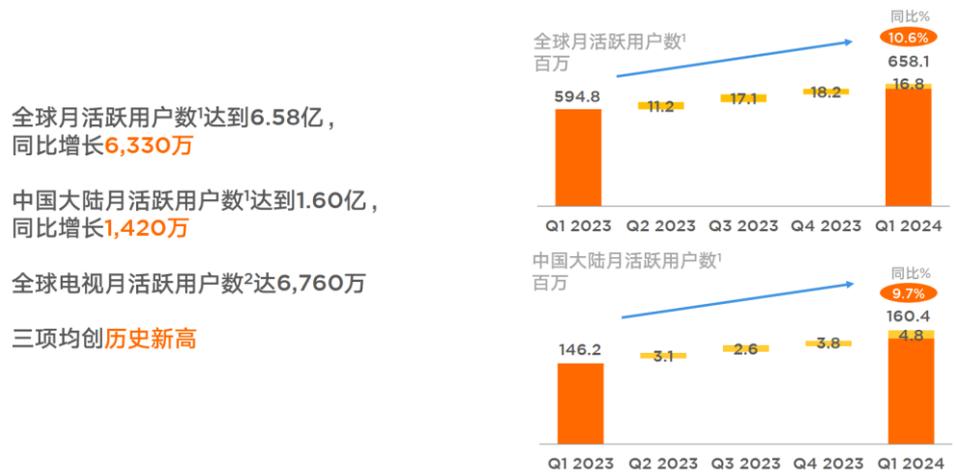
4.3 互联网：2024Q1 收入创历史新高

2024 年 Q1，公司的互联网业务收入达到人民币 80 亿元，创历史新高，同比增长 14.5%，互联网业务毛利率达到 74.2%，同比提升 1.9 个百分点。

公司的用户规模持续扩大，全球及中国大陆的月活跃用户数创历史新高。2024 年 3 月，公司全球月活跃用户数达到 658.1 百万，同比增长 10.6%。其中，中国大陆月活跃用户数达到 160.4 百万，同比增长 9.7%。2024 年 3 月，公司的智能电视 9 全球月活跃用户数达到 67.6 百万，同比增长 11.6%。

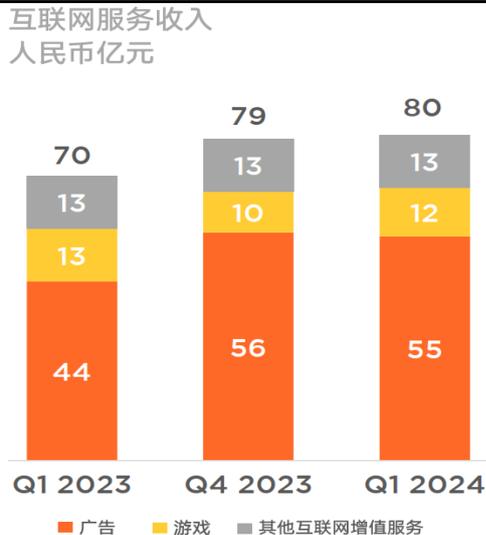
2024 年 Q1，公司实现广告业务收入人民币 55 亿元，同比增长 25.0%。本季度公司的游戏业务收入为人民币 12 亿元。

图 24：互联网用户快速增长



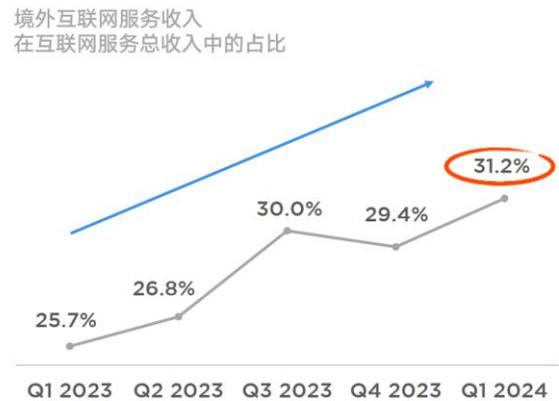
资料来源：小米官网，国元证券经纪（香港）整理

图 25：公司互联网收入逐季度增长



资料来源：小米官网、国元证券经纪（香港）整理

图 26：公司境外互联网收入占比提升



资料来源：小米官网、国元证券经纪（香港）整理

4.4 汽车：Xiaomi SU7 交付量顺利增长，人车家生态实现闭环

2024 年 3 月，公司的首款智能电动汽车 Xiaomi SU7 系列正式发布。Xiaomi SU7 系列定位为“C 级高性能，生态科技轿车”，于 2024 年 4 月正式开启交付。

截至 2024 年 4 月 30 日，Xiaomi SU7 系列累计锁单量达到 88,063 辆。截至 2024 年 5 月 15 日，Xiaomi SU7 系列累计交付新车达到 10,000 辆。

根据公司董事长雷军于 7 月 19 日晚的演讲信息，小米 SU7 上市至今交付量已超过 3 万辆。小米 SU7 全年 10 万辆的交付目标预计在 11 月提前完成。

图 27：公司首款电动汽车：Xiaomi SU7



资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

图 28：电动汽车智能化提升用户体验

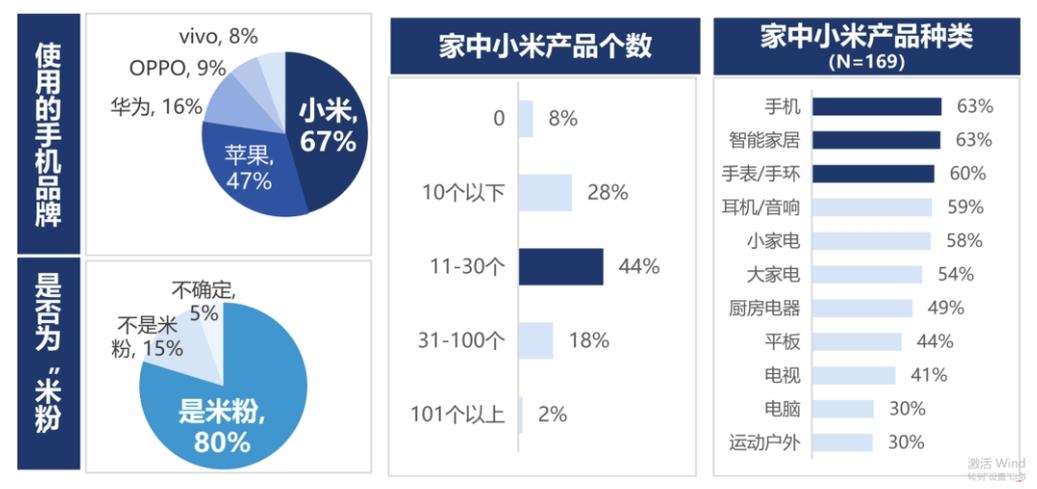


资料来源：公司官网，国元证券经纪（香港）整理

根据市场调研，80% 的 SU7 锁单用户认为自己是米粉，64% 的用户拥有 10 个以上米家生态产品，使用小米手机的比例为 67%，使用苹果手机的比例为 47%。受访者表示：同样是 SU7 这款车，如果出品方不是小米汽车而是其他品牌，有 67% 的用户表示不会购买。他们坚定选择小米品牌，主要是因为看好小米这家公司、喜欢雷军的真诚、被小米生态互联所吸引。

我们认为随着 Su7 等汽车开始交付，人车家的生态得到闭环，并正在进入相互促进相互融合的正反馈阶段，对公司整体产品销售将起到积极的推动作用。

图 29：Xiaomi SU7 消费者调研画像



资料来源：电动汽车用户联盟，国元证券经纪（香港）整理

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们认为：1) 全球手机行业回暖，公司的手机出货量依靠品牌优势有望取得超过行业水平的增速；2) 公司汽车业务在现有消费电子、AIOT 和互联网业务的协助下，有望获得健康快速的发展，最终跻身行业一线的成功概率较大。在此过程中，公司前期在汽车业务上的巨大投入有望快速转化为盈利，公司的净利润存在较大的向上弹性。

我们预测公司 2024~2026 年营业总收入分别为 3416.5(+26.1%)、3852.4(+12.8%) 和 4375.5 (+13.6%) 亿元人民币，对应公司归母净利润分别为 161.96 (-7.3%)、180.52 (+11.5%) 和 207.28 (+14.8%) 亿元。

表 1：公司汽车业务收入预测

	2024E	2025E	2026E
销量（辆）	110000	150000	220000
均价（万元人民币/辆）	23.5	23.5	23.5
收入（亿元）	258.5	352.5	517.0

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）预测和整理

表 2：公司收入和增速预测

(单位：百万元，CNY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	341,098	385,241	437,546
智能手机收入	167,217	157,461	192,102	215,155	238,822
IoT与生活消费产品	79,795	80,108	86,517	93,438	100,913
互联网服务	28,321	30,107	33,720	37,766	42,298
汽车			25,300	35,250	51,700
其他产品	4,711	3,294	3,459	3,632	3,813
增速	-14.7%	-3.2%	25.9%	12.9%	13.6%
智能手机收入	-19.9%	-5.8%	22.0%	12.0%	11.0%
IoT与生活消费产品	-6.1%	0.4%	8.0%	8.0%	8.0%
互联网服务	0.4%	6.3%	12.0%	12.0%	12.0%
汽车				39.3%	46.7%
其他产品	-24.6%	-30.1%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	232,467	213,494	267,807	303,023	345,120
智能手机收入	152,248	134,481	161,366	180,730	200,610
IoT与生活消费产品	68,296	67,029	70,944	76,619	82,749
互联网服务	7,974	7,774	8,430	9,442	10,575
汽车			23,782	32,783	47,564
其他产品	3,948	4,210	3,286	3,450	3,623
毛利	47,577	57,476	73,290	82,217	92,426
智能手机收入	14,969	22,981	30,736	34,425	38,211
IoT与生活消费产品	11,498	13,079	15,573	16,819	18,164
互联网服务	20,347	22,334	25,290	28,325	31,724
汽车			1,518	2,468	4,136
其他产品	763	-918	173	182	191
毛利率(%)	16.99%	21.21%	21.49%	21.34%	21.12%
智能手机收入	8.95%	14.59%	16.0%	16.0%	16.0%
IoT与生活消费产品	14.41%	16.33%	18.0%	18.0%	18.0%
互联网服务	71.84%	74.18%	75.0%	75.0%	75.0%
汽车			6.0%	7.0%	8.0%
其他产品	16.20%	-27.87%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）预测和整理

5.2 估值与投资建议

我们看好公司的中长期成长，认为公司的合理估值为 30 倍 2024PE，对应目标价 21.1 港元/股，股价有 27.7% 的上升空间，给予“买入”评级。

表 3：消费电子行业估值比较（20240722）

证券代码	证券简称	最新股价	总市值 (亿港元)	主营业务收入（亿元人民币）			归母净利润（亿元人民币）			PE	
		港元/股		2022	2023	增速	2022	2023	增速	2023	2024E
0285.HK	比亚迪电子	33.70	693.4	1,071.9	1,299.6	21.2%	18.58	40.4	117.6%	17.0	13.7
2018.HK	瑞声科技	30.80	337.1	206.3	204.2	-1.0%	8.21	7.4	-9.9%	45.2	23.5
2382.HK	舜宇光学科技	48.25	482.3	332.0	316.8	-4.6%	24.08	11.0	-54.3%	43.5	26.5
1478.HK	丘钛科技	4.87	52.7	137.6	125.3	-8.9%	1.71	0.8	-52.1%	63.2	18.2
1415.HK	高伟电子	23.50	184.1	77.7	65.4	-15.8%	5.87	3.3	-43.8%	55.4	26.8
AAPL.O	苹果(APPLE)	224.31	245,294.2	27,571.4	27,519.1	-0.2%	6,978.23	6,964.0	-0.2%	35.5	34.0
平均						-1.8%			-8.5%	44.9	21.8
1810.HK	小米集团-W	16.52	3,775.7	2,800.4	2,709.7	-3.2%	24.74	174.8	606.3%	21.4	27.6

资料来源：Wind 一致预期，国元证券经纪（香港）整理

表 4：新能源汽车行业估值比较（20240722）

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿港元)	主营业务收入（亿元人民币）			归母净利润（亿元人民币）			PE	
				2022	2023	增速	2022	2023	增速	2023	2024E
2015.HK	理想汽车-W	77.25	1,496.8	452.9	1,238.5	173.5%	-20.12	117.0	-681.7%	12.9	14.8
9868.HK	小鹏汽车-W	32.40	581.6	268.6	306.8	14.2%	-91.39	-103.8	13.5%	-5.6	-8.9
9866.HK	蔚来-SW	35.40	673.2	492.7	556.2	12.9%	-145.59	-211.5	45.2%	-3.2	-3.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

1. 全球经济增长不及预期；
2. 全球消费电子供应链扰动和需求不及预期；
3. 公司生产和研发不及预期。

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:						营业总收入	280,044.0	270,970.1	341,647.6	385,240.5	437,546.1
现金及现金等价物	27,607.3	33,631.3	41,020.1	50,548.0	67,095.4	主营业务收入	280,044.0	270,970.1	341,647.6	385,240.5	437,546.1
应收款项合计	30,371.6	32,179.4	40,997.7	50,081.3	56,881.0	其他营业收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	50,437.9	44,422.8	51,247.1	61,638.5	70,007.4	营业总支出	274,978.7	256,945.6	324,579.7	364,904.0	413,188.9
其他流动资产	51,998.0	88,819.2	89,707.4	91,483.8	98,678.1	营业成本	232,466.8	213,493.9	268,324.4	303,023.2	345,120.0
流动资产合计	160,414.8	199,052.7	222,972.3	253,751.5	292,661.9	营业开支	42,511.9	43,451.7	56,255.3	61,880.8	68,068.9
非流动资产:						营业利润	5,065.3	14,024.5	17,067.9	20,336.6	24,357.3
固定资产净值	9,138.2	13,720.8	15,092.9	16,602.2	18,262.4	净利息和其他非经常性收益	-1,131.4	7,986.5	3,194.6	2,236.2	1,565.4
权益性资产和其他长期投资	83,969.8	88,067.7	86,018.8	87,043.2	86,531.0	除税前利润	3,934.0	22,011.1	20,262.5	22,572.8	25,922.6
商誉及无形资产	14,994.7	18,607.6	19,538.0	19,733.4	19,930.7	减: 所得税	1,431.4	4,536.9	4,052.5	4,514.6	5,184.5
其他非流动资产	4,989.8	4,798.6	4,558.7	4,330.7	4,114.2	少数股东损益	28.5	-1.0	13.8	6.4	10.1
非流动资产合计	113,092.5	125,194.7	125,208.3	127,709.5	128,838.3	持续经营净利润	2,474.2	17,475.2	16,196.3	18,051.8	20,728.0
总资产	273,507.2	324,247.4	348,180.6	381,461.0	421,500.2	净利润	2,474.2	17,475.2	16,196.3	18,051.8	20,728.0
流动负债:						归属普通股股东净利润	2,474.2	17,475.2	16,196.3	18,051.8	20,728.0
应付账款及票据	53,093.5	62,098.5	64,397.9	66,665.1	75,926.4						
应交税金	2,270.1	3,486.5	4,395.9	4,956.8	5,629.8						
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
短期借贷及长期借贷当期到期部	2,150.7	6,183.4	7,796.2	8,791.0	9,230.5						
其他流动负债	32,113.1	43,819.2	44,695.6	45,589.5	46,045.4						
流动负债合计	89,627.4	115,587.6	121,285.6	126,002.4	136,832.1						
非流动负债:											
长期借贷	21,493.3	21,674.0	27,092.5	33,865.6	42,332.0						
其他非流动负债	18,463.4	22,724.1	19,686.3	23,146.5	23,252.4						
非流动负债合计	39,956.7	44,398.1	46,778.8	57,012.1	65,584.4						
总负债	129,584.1	159,985.7	168,064.3	183,014.5	202,416.5						
股东权益:											
普通股股本	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4						
储备和库存股	143,277.0	162,562.1	178,758.4	196,810.2	217,538.3						
其他综合性收益	381.0	1,433.0	907.0	1,170.0	1,038.5						
归属母公司股东权益	143,658.4	163,995.5	179,665.8	197,980.6	218,577.2						
少数股东权益	264.6	266.3	450.5	465.9	506.5						
股东权益合计	143,923.0	164,261.8	180,116.3	198,446.5	219,083.6						
总负债及总权益	273,507.2	324,247.4	348,180.6	381,461.0	421,500.2						

现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	-4,389.7	41,300.5	52,073.0	58,717.3	60,817.8
投资活动产生的现金流量净额	15,548.8	-35,169.1	-43,961.4	-48,357.5	-43,521.8
筹资活动产生的现金流量净额	-7,854.8	-505.0	-737.7	-831.9	-748.7
汇率变动的的影响	791.4	397.6	14.9	-	-
现金净流量:					
现金及现金等价物净增加额	4,095.7	6,024.0	7,388.8	9,527.9	16,547.4
现金及现金等价物期初余额	23,511.6	27,607.3	33,631.3	41,020.1	50,548.0
现金及现金等价物期末余额	27,607.3	33,631.3	41,020.1	50,548.0	67,095.4

(百万元人民币)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044.0	270,970.1	341,647.6	385,240.5	437,546.1
同比增长	-1.3%	-3.2%	26.1%	12.8%	13.6%
归母净利润	2,474.2	17,475.2	16,196.3	18,051.8	20,728.0
同比增长	2.4%	606.3%	-7.3%	11.5%	14.8%
毛利率	17.0%	21.2%	21.5%	21.3%	21.1%
每股收益(元)	0.10	0.70	0.65	0.72	0.83
PE@16.52HKD	153.8	21.8	23.5	21.1	18.4

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。公司不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。