



小米集团 (1810.HK): 手机等核心业务持续上行, 智能汽车毛利率超预期

重申小米的“买入”评级, 维持目标价 23.6 港元, 潜在升幅 26%。

- 重申小米的“买入”评级:** 小米的两大业务板块, 手机 x AIoT 和智能电动车, 分别处于稳定和强劲增长的趋势中。首先, 小米的智能手机出货量及份额都保持良好的增长势头, 包括国内和海外, 并且高端智能手机增长强劲。这既为 IoT 的产品增长提供基础方法论, 也为互联网业务积累用户, 尤其是高端用户。因此, 手机 x AIoT 增长强劲。其次, 小米首次披露智能电动车业务板块毛利率达 15.4%, 大超市场预期。这主要得益于交付量超预期的规模效应、供应商的支持以及汽车周边产品的贡献。综合来看, 小米手机、汽车、IoT 等都是小米统一架构中面向 C 端的产品, 具备长期增长潜力和空间。因此, 我们对于小米的长期业务增长持乐观态度。
- 小米 2024 年下半年展望:** 分业务板块: 1) **智能手机:** 我们预期今年出货量有望达 1.66 亿部。受上游成本上行影响, 手机毛利率在今年三季度有望触底, 并在四季度开始复苏上行。手机业务的高端化、全球化、新零售等战略持续落地兑现。2) **IoT:** 包括大家电 (例如空调) 在内, 多个品类强劲增长, 毛利率有望维持高位。通过内部自研等战略转换, 小米 IoT 品类有序扩张。3) **互联网:** 该业务板块直接受益于手机、IoT 等用户基数, 尤其是高端用户基数的增长。而且, 用户基数增长带来规模效应, 有望维持高毛利率表现。4) **智能电动车:** 小米 SU7 的超预期成功, 为明年新车奠定坚实基础。在交付量屡创新高时, 公司汽车毛利率表现亮眼, 并有望在今年三四季度进一步提升。综合来看, 我们认为小米有释放利润的能力, 并上调小米 2024 年和 2025 年的盈利预测。
- 估值:** 我们采用分部加总估值法对小米进行估值。我们分别给予小米 2025 年智能手机、IoT、互联网业务 12.0x、15.0x、12.0x 的目标市盈率, 给予智能电动车 2.0x 的目标市销率, 得到 23.6 港元的目标价, 潜在升幅 26%。
- 投资风险:** 在智能手机等消费电子产品需求增长不如预期。手机等供应链零部件及上游半导体成本持续上升。行业竞争加剧, 公司利润率承压。智能电动车业务交付量及毛利率不如预期。新业务投入较大, 拖累利润表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	341,017	388,259	471,349
同比增速	(15%)	(3%)	26%	14%	21%
经调整净利润	8,518	19,273	20,263	28,070	33,050
同比增速	(61%)	126%	5%	39%	18%
目标 P/E (x)	68.9	30.5	29.0	21.0	17.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
 sia_huang@spdbi.com
 (852) 2809 0355

马智焱

科技分析师
 ivy_ma@spdbi.com
 (852) 2809 0300

2024 年 8 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	23.6
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (港元)	18.82
52 周内股价区间 (港元)	11.26-20.35
总市值 (百万港元)	469,021
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,619

注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价

市场预期区间



股价表现



财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	341,017	388,259	471,349
销售成本	(232,467)	(213,494)	(269,620)	(307,482)	(374,208)
毛利润	47,577	57,476	71,397	80,777	97,141
经营支出	(42,465)	(43,451)	(52,345)	(52,781)	(62,870)
销售费用	(21,323)	(19,227)	(23,130)	(22,366)	(26,591)
管理费用	(5,114)	(5,127)	(6,022)	(6,101)	(7,274)
研发费用	(16,028)	(19,098)	(23,192)	(24,314)	(29,004)
经营利润	5,112	14,025	19,052	27,996	34,271
非经营收入	(1,178)	7,986	4,131	4,354	4,394
财务费用	1,117	2,002	3,761	3,949	3,949
投资收益	(2,062)	3,547	(1,395)	(1,360)	(1,320)
其他	(233)	2,437	1,765	1,765	1,765
税前利润	3,934	22,011	23,183	32,351	38,665
税务费用	(1,431)	(4,537)	(4,599)	(6,382)	(7,612)
税后利润含少数股东权益	2,503	17,474	18,584	25,969	31,053
少数股东权益	29	(1)	(46)	(46)	(46)
净利润	2,474	17,475	18,630	26,015	31,099
基本股数 (百万)	24,828	24,885	24,885	24,885	24,885
摊薄股数 (百万)	25,297	25,325	25,325	25,325	25,325
基本每股收益 (元)	0.10	0.70	0.75	1.05	1.25
摊薄每股收益 (元)	0.10	0.69	0.74	1.03	1.23

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,607	33,631	69,644	103,711	143,216
受限制资金	33,831	57,592	46,074	36,859	29,487
短期投资	18,125	30,548	27,494	27,494	27,494
应收账款和应收票据	11,795	12,151	15,292	17,410	21,136
存货	50,438	44,423	56,101	63,979	77,863
其他流动资产	18,618	20,707	26,060	29,671	36,020
流动资产合计	160,415	199,053	240,664	279,124	335,216
物业、厂房及设备	9,138	13,721	16,230	18,886	22,380
无形资产	4,630	8,629	6,469	4,850	3,636
长期投资收益	63,912	67,122	73,834	81,218	89,339
其他非流动资产	35,412	35,723	35,723	35,723	35,723
总资产	273,507	324,247	372,921	419,800	486,295
短期借贷	2,151	6,183	7,673	9,277	10,759
应付账款和应付票据	53,094	62,099	78,424	89,437	108,845
其他流动负债	34,383	47,306	59,534	67,782	82,288
流动负债合计	89,628	115,588	145,631	166,495	201,892
长期借款	21,493	21,674	21,674	21,674	21,674
其他非流动负债	18,463	22,724	22,724	22,724	22,724
总负债	129,584	159,986	190,029	210,893	246,290
股本	0	0	0	0	0
储备	143,658	163,995	182,625	208,640	239,739
少数股东权益	265	266	266	266	266
其他	(0)	0	0	0	0
股东权益总额	143,923	164,262	182,892	208,907	240,006
总负债和股东权益	273,507	324,247	372,921	419,800	486,295

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(4,390)	51,114	33,724	38,673	48,534
税前利润	3,934	22,011	23,183	32,351	38,665
折旧	2,311	3,032	4,553	5,385	6,266
摊销	1,396	1,159	2,160	1,619	1,214
其他营业活动现金流	13,762	5,953	3,807	3,995	3,995
营运资金变动	(21,255)	25,498	8,381	5,654	9,954
应收账款减少 (增加)	4,347	(356)	(3,141)	(2,118)	(3,726)
库存减少 (增加)	(5,449)	6,015	(11,678)	(7,878)	(13,884)
应付账款增加 (减少)	(20,514)	9,005	16,325	11,013	19,408
其他经营资金变动	362	10,834	6,876	4,637	8,156
税务费用	(3,420)	(4,537)	(4,599)	(6,382)	(7,612)
利息收入 (支出)	(1,117)	(2,002)	(3,761)	(3,949)	(3,949)
投资活动现金流	15,549	(45,006)	799	(6,209)	(10,511)
资本支出	(5,800)	(5,612)	(7,062)	(8,041)	(9,761)
取得或购买长期投资	(7,741)	(3,210)	(6,712)	(7,383)	(8,122)
银行存款增加	10,226	(23,760)	11,518	9,215	7,372
短期投资	20,094	(12,424)	3,055	-	-
其他	(1,231)	-	-	-	-
融资活动现金流	(7,855)	4,213	1,489	1,604	1,482
借款	(2,791)	4,213	1,489	1,604	1,482
发行股份	-	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他	(5,063)	-	-	-	-
外汇损益	791	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	4,096	10,321	36,012	34,067	39,505
期初现金及现金等价物	23,512	27,607	33,631	69,644	103,711
期末现金及现金等价物	27,607	37,929	69,644	103,711	143,216

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	-14.7%	-3.2%	25.9%	13.9%	21.4%
毛利润增速	-18.3%	20.8%	24.2%	13.1%	20.3%
营业利润增速	-73.6%	174.4%	35.8%	46.9%	22.4%
净利润增速	-87.2%	606.3%	6.6%	39.6%	19.5%
盈利能力					
净资产收益率	1.8%	11.3%	10.7%	13.3%	13.9%
总资产报酬率	0.9%	5.8%	5.3%	6.6%	6.9%
投入资本回报率	2.2%	4.9%	6.8%	9.0%	9.8%
利润率					
毛利率	17.0%	21.2%	20.9%	20.8%	20.6%
营业利润率	1.8%	5.2%	5.6%	7.2%	7.3%
净利润率	0.9%	6.4%	5.5%	6.7%	6.6%
营运能力					
现金循环周期	(0)	(1)	(12)	(13)	(13)
应收账款周转天数	19	16	15	15	15
存货周转天数	81	81	68	71	69
应付账款周转天数	100	98	95	100	97
净债务 (净现金)	(37,795)	(63,366)	(86,371)	(109,619)	(140,270)
自由现金流	(21,655)	33,565	22,485	26,232	34,333

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

● 业绩回顾及盈利预测调整

图表 2: 小米 2Q24 业绩详情

人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
营业收入	88,888	67,355	32%	75,507	18%
毛利润	18,394	14,161	30%	16,830	9%
营业利润	5,889	4,041	46%	3,683	60%
净利润 (损失)	5,098	3,670	39%	4,182	22%
基本每股收益 (人民币)	0.21	0.15	39%	0.17	23%

利润率	2Q24	2Q23	同比 百分点	1Q24	环比 百分点
毛利率	20.7%	21.0%	(0.3)	22.3%	(1.6)
营业费用率	14.1%	15.0%	(1.0)	17.4%	(3.3)
营业利润率	6.6%	6.0%	0.6	4.9%	1.7
净利率	5.7%	5.4%	0.3	5.5%	0.2

人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
智能手机	46,516	36,595	27%	46,480	0%
IoT 产品	26,760	22,254	20%	20,373	31%
互联网服务	8,266	7,444	11%	8,048	3%
智能电动车	6,369				
其他	977	1,062	(8%)	605	61%
总收入	88,888	67,355	32%	75,507	18%

毛利率	2Q24	2Q23	同比 百分点	1Q24	环比 百分点
智能手机	12.1%	13.3%	(1.2)	14.8%	(2.7)
IoT 产品	19.7%	17.6%	2.2	19.9%	(0.1)
互联网服务	78.3%	74.1%	4.2	74.2%	4.1
智能电动车	15.4%				
其他	0.9%	(13.4%)	14.3	(11.9%)	NM
综合毛利率	20.7%	21.0%	(0.3)	22.3%	(1.6)

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 小米财务预测: 新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	341,017	329,531	3%	388,259	372,658	4%	471,349	434,073	9%
毛利润	71,397	63,327	13%	80,777	70,740	14%	97,141	82,762	17%
经营利润	19,052	12,929	47%	27,996	20,177	39%	34,271	24,939	37%
净利润	18,630	14,343	30%	26,015	20,311	28%	31,099	24,121	29%
基本每股收益 (元)	0.75	0.58	30%	1.05	0.82	28%	1.25	0.97	29%

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	20.9%	19.2%	1.7	20.8%	19.0%	1.8	20.6%	19.1%	1.5
费用率	15.3%	15.3%	0.1	13.6%	13.6%	0.0	13.3%	13.3%	0.0
经营利润率	5.6%	3.9%	1.7	7.2%	5.4%	1.8	7.3%	5.7%	1.5
净利率	5.5%	4.4%	1.1	6.7%	5.5%	1.3	6.6%	5.6%	1.0

资料来源: 浦银国际预测

● 估值

图表 4：小米市盈率估值



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 目标价：小米集团



注：截至 2024 年 8 月 23 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	18.8	买入	23.6	26/8/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	84.9	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.2	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	25.1	买入	37.1	14/5/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.9	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	17.3	买入	18.6	7/6/2024	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	32.8	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	47.7	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.0	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	90.5	买入	108.4	20/8/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.1	买入	5.9	7/6/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	31.4	买入	48.5	7/6/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.0	买入	8.5	21/8/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	27.2	买入	33.2	21/8/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	21.2	买入	24.5	7/6/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	82.9	买入	95.6	7/6/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	20.3	买入	28.5	16/8/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	220.3	持有	210.8	24/7/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	226.2	买入	232.2	28/3/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	239.3	买入	248.4	28/3/2024	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.3	买入	19.3	12/8/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.1	买入	56.7	12/8/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.0	买入	23.3	9/8/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	29.5	买入	43.7	9/8/2024	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	949.0	买入	1,167.7	26/7/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	171.3	买入	197.6	26/7/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	34.1	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	18.2	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	35.9	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	56.8	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.3	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	74.9	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	27.8	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	12.6	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	129.4	买入	147.6	2/7/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	173.5	买入	240.7	5/8/2024	AI 芯片

注: 截至 2024 年 8 月 23 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼