

买入

2024年9月3日

规模与利润并重，汽车毛利率超预期

➤ **营收和毛利超预期，现金储备充足：**公司2024年Q2实现营收888.9亿元人民币，同比增长32.0%，超出市场预期的867.5亿元；整体毛利率为20.7%，同比下滑0.3个百分点，超出市场预期的19.6%。整体营业费用率为14.2%，同比下降1.0个百分点；净利润为50.7亿元，同比增长38.3%；经调整净利润为61.8亿元，同比增长20.1%；现金储备为1410亿元，同比增长24.5%；截至2024年7月19日，累计回购2.48亿股，回购金额36.8亿港元。

➤ **手机出货量和市场份额稳步上升：**手机×AIoT营收825.2亿元，同比增长22.5%，毛利率21.1%，同比上升0.1个百分点。分板块看，手机营收465.2亿元，同比增长27.1%，主要是因为手机出货量同比增加28.1%至4220万部，在新兴市场如非洲等份额的持续扩张为出货增长注入了新动力；毛利率为12.1%，同比下降1.2个百分点，主要是因为手机ASP同比下降0.8%至1103.5元以及部分低ASP的新兴市场的销售量增加。我们预计国内高端化的顺利推进能抵消掉部分低ASP的新兴市场扩张带来的消极影响，同时继续关注原材料成本给手机毛利带来的影响。

➤ **IoT和互联网业务收入创历史新高：**IoT业务创历史新高，收入同比增加20.3%至267.6亿元，毛利率为19.7%，同比上涨2.1个百分点，主要受益于智能大家电、平板和可穿戴业务表现优异和自研自产战略。互联网服务收入同比增加11.0%至82.7亿元，创历史新高，其中，广告收入60亿元，同比增长16.9%；毛利率为78.3%，同比增长4.2个百分点。全球月活用户数达到6.76亿，同比增长11.5%，境外互联网服务加速变现，该收入占比持续上升，收入达到27亿元，同比增长32.9%。

➤ **汽车交付量持续攀升，毛利超市场预期：**汽车等创新业务营收63.7亿元，其中汽车销售收入62.4亿元，ASP（不含增值税）为22.9万元，Q2交付27307辆，当前月交付量已维持在1万台以上，随着双班制的全面扩产，交付量将持续攀升，我们预计公司能在11月达成原定10万台的交付目标。毛利率为15.4%，远超市场预期，这主要得益于较好的供应链议价能力、爆品模式下的超预期销量以及消费电子积累的能力复用，我们预计随着规模的持续扩大以及汽车配置赠送权益的减少，汽车毛利率会持续提高。

➤ **目标价22.58港元，维持买入评级：**我们预测公司2024-2026年的收入分别为3390.9/3967.0/4317.9亿元，净利润分别为170.3/216.0/271.1亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来12个月的目标价为22.58港元，相当于2025年传统核心业务15xPE，汽车业务2xPS，目标价分别对应2025年目标价分别对应2025年/2026年的25x/20xPE，较现价有18.47%的上涨空间，故维持买入评级。

陈晓霞

+852-25321956

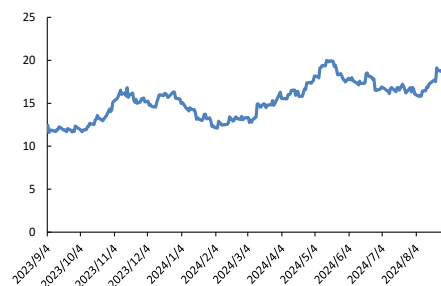
xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	19.06 港元
目标价	22.58 港元 (+18.47%)
股票代码	1810
已发行股本	249.50 亿股
总市值	4755.47 亿港元
52周高/低	20.35 港元/11.26 港元
每股净资产	7.57 元港元
主要股东	Smart Mobile Holdings Limited 23.54%

盈利摘要
股价表现

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	
总营业收入（人民币百万元）	280,044	270,970	339,088	396,704	431,790	
	变动	-14.70%	-3.24%	25.14%	16.99%	8.84%
净利润	2,503	17,474	17,032	21,604	27,112	
	变动	-88.65%	598.25%	-2.53%	26.84%	25.50%
每股盈利（人民币元）	0.10	0.69	0.67	0.85	1.07	
	变动	-88.68%	605.57%	-3.01%	26.84%	25.50%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
市盈率@19.06港元（估）	182.1	25.8	26.6	21.0	16.7	



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Bloomberg

附录：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	280,044	270,970	339,088	396,704	431,790	盈利能力					
毛利	47,577	57,476	70,765	83,074	91,640	毛利率 (%)	16.99%	21.21%	20.87%	20.94%	21.22%
销售及推广开支	-21,323	-19,227	-24,963	-26,121	-26,965	EBITDA 利率 (%)	2.33%	9.17%	7.47%	8.15%	9.26%
行政开支	-5,114	-5,127	-6,028	-7,012	-7,257	净利率 (%)	0.89%	6.45%	5.02%	5.45%	6.28%
研发开支	-16,028	-19,098	-23,744	-24,739	-25,280	营运表现					
经营利润	2,816	20,009	19,267	29,114	36,397	研发费用/收入 (%)	5.72%	7.05%	7.00%	6.24%	5.85%
财务净额	1,117	2,002	2,890	2,126	2,001	实际税率 (%)	36.39%	20.61%	23.13%	23.13%	23.13%
税前盈利	3,934	22,011	22,157	28,105	35,270	股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税	-1,431	-4,537	-5,125	-6,501	-8,158	库存周转	79.6	80.0	76.0	78.0	78.0
净利润	2,503	17,474	17,032	21,604	27,112	应付账款天数	98.9	97.1	100.0	103.0	105.0
少数股东应占利润	29	-1	-1	-1	-2	应收账款天数	19.1	15.9	15.9	17.0	17.0
本公司股东应占溢利	2,474	17,475	17,033	21,605	27,114	财务状况					
折旧及摊销	-3,707	-4,836	-6,079	-6,351	-6,736	总负债/总资产	0.47	0.49	0.49	0.49	0.47
EBITDA	6,524	24,845	25,346	32,330	40,005	收入/净资产	1.95	1.65	1.87	1.96	1.88
增长						经营性现金流/收入	-0.02	0.15	0.04	0.07	0.08
总收入 (%)	-14.7%	-3.2%	25.1%	17.0%	8.8%	税前盈利对利息倍数	-3.52	-10.99	-7.67	-13.22	-17.63
EBITDA (%)	-78.5%	280.8%	2.0%	27.6%	23.7%						
资产负债表						现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>						<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	27,607	33,631	45,162	66,291	93,460	EBITDA	6,524	24,845	25,346	32,330	40,005
应收账款	11,795	12,151	17,404	19,549	20,673	净融资成本	-1,020	-758	-566	-1,009	-1,126
存货	50,438	44,423	55,875	67,022	72,689	营运资金变化	-4,386	41,304	14,968	27,407	34,136
其他流动资产	70,575	108,848	111,461	114,354	117,541	所得税	-3,420	-3,012	-5,125	-6,501	-8,158
总流动资产	160,415	199,053	229,902	267,217	304,363	其他	-2,087	-21,078	-19,660	-24,827	-30,729
有形资产	9,138	13,721	15,835	17,674	19,273	营运现金流	-4,390	41,300	14,963	27,400	34,128
无形资产	4,630	8,629	8,149	7,671	7,048	资本开支	-5,800	-6,269	-6,500	-6,500	-6,500
长期投资	55,980	60,200	60,200	60,200	60,200	其他投资活动	21,348	-28,900	-202	-701	-895
其他	43,345	42,645	42,451	42,303	42,203	投资活动现金流	15,549	-35,169	-6,702	-7,201	-7,395
总资产	273,507	324,247	356,537	395,064	433,087	负债变化	-3,812	4,086	3,270	930	436
应付帐款	53,094	62,099	73,519	88,504	97,851	股息	0	0	0	0	0
短期银行贷款	2,151	6,183	6,183	6,183	6,183	其他融资活动	-4	-5	0	0	0
其他流动负债	34,383	47,306	47,306	47,306	47,306	融资活动现金流	-7,855	-505	3,270	930	436
总流动负债	89,628	115,588	127,008	141,993	151,340	现金变化	3,304	5,626	11,531	21,129	27,168
长期银行贷款	21,493	21,674	25,510	27,449	29,012	期初持有现金	23,512	27,607	33,631	45,162	66,291
其他负债	18,463	22,724	22,724	22,724	22,724	汇兑变化	791	398	0	0	0
总负债	129,584	159,986	175,243	192,166	203,076	期末持有现金	27,607	33,631	45,162	66,291	93,460
少数股东权益	265	266	265	264	263						
股东权益	143,923	164,262	181,294	202,898	230,011						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。