

买入

2024年11月21日

手机、IOT 和汽车进入正循环增长阶段

➤ **营收略超预期，现金储备充足：**公司 2024 年 Q3 实现营收 925 亿元，同比增长 30.5%；整体毛利率为 20.4%，同比下滑 2.3 个百分点。净利润为 53 亿元，同比增长 9.7%；经调整净利润为 63 亿元，同比增长 4.4%；现金储备为 1516 亿元，同比增长 18.7%。

➤ **手机高端化初显成效：**手机×AIoT 营收 828 亿元，同比增长 16.8%，毛利率 20.8%，同比下滑 1.9 个百分点，经调整净利润约 78 亿元。分板块看，手机营收 475 亿元，同比增长 13.9%，主要是因为手机出货量同比增加 3.1% 至 4310 万部，以及国内高端手机出货量占比提升推动 ASP 同比提升 10.6% 至 1102 元；毛利率为 11.7%，同比下降 5.0 个百分点，主要是核心零部件成本上升所致。新发布的小米 15 在上涨起售价后销量依旧可观，甚至以比上一代更快的速度实现 100 万台销量的突破，我们相信 15 和 15pro 能够进一步提高小米在手机价格段 4000-6000 元的竞争力。随着红米 K80 即将发布，小米 15 系列的热销以及部分核心零部件价格开始下调，我们预计 Q4 手机出货增速将继续高于大盘，Q3 毛利率将为全年的低点。

➤ **IoT 毛利率创新高，新零售渠道加速铺设：**IoT 收入同比增加 26.3% 至 261 亿元，毛利率为 20.8%，同比上涨 2.9 个百分点，创历史新高，主要受益于国内智能大家电和全球平板、可穿戴业务表现优异，我们预计 Q4 继续受益于国家补贴，叠加国内外节日促销活动，IOT 业务将会维持较好的表现。互联网服务收入同比增加 9.1% 至 85 亿元，毛利率为 77.5%，同比增长 3.1 个百分点。全球月活数达到 6.86 亿，同比增长 10.1%，其中，境外互联网服务收入达到 27 亿元，同比增长 18.3%。小米新零售线下在国内市场为各项业务筑牢护城河，渠道在加速铺设，截至 2024 年 9 月底，中国大陆地区线下零售店数量已超 13000 家，预计年底达 15000 家，明年年底达 20000 家。

➤ **汽车向 13 万的交付目标冲刺，盈利能力将持续提高：**汽车等创新业务营收 97 亿元，其中汽车销售收入 95 亿元，ASP 为 23.9 万元，环比提升 4.4%，主要是交付高价值量的车型比例提升。我们预计 SU7 Ultra 的发布能推动产品调性，利于 ASP 的提高。Q3 交付 39790 辆，当前月交付量维持在 2 万台以上，公司提前达成原定 10 万台的交付目标，全年计划向 13 万的交付目标冲刺，我们相信公司能够完成新交付目标。毛利率为 17.1%，同比提升 1.7 个百分点，汽车经调整净亏损 15 亿元。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，汽车毛利率将会持续提高。

➤ **目标价 32.91 港元，维持买入评级：**我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 3559/4483/5184 亿元，净利润分别为 199/239/318 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 32.91 港元，相当于 2025 年传统核心业务 18xPE，汽车业务 2xPS，目标价分别对应 2025 年/2026 年的 33x/25xPE，较现价有 17.54% 的上涨空间，故维持买入评级。

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

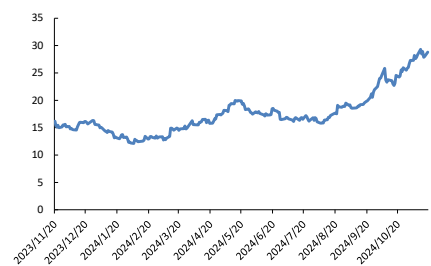
主要数据

| | |
|---------|--------------------------------------|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 28.00 港元 |
| 目标价 | 32.91 港元 (+17.54%) |
| 股票代码 | 1810 |
| 已发行股本 | 249.6 亿股 |
| 总市值 | 6989.52 亿港元 |
| 52 周高/低 | 29.70 港元/11.84 港元 |
| 每股净资产 | 7.87 港元 |
| 主要股东 | Smart Mobile Holdings Limited 23.59% |

盈利摘要

| 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 | 355,943 | 448,323 | 518,376 | |
| | 变动 | -14.70% | -3.24% | 31.36% | 25.95% | 15.63% |
| 净利润 | 2,503 | 17,474 | 19,872 | 23,920 | 31,763 | |
| | 变动 | -88.65% | 598.25% | 13.72% | 20.37% | 32.79% |
| 经调整净利润 | 8,518 | 19,273 | 25,118 | 28,547 | 37,091 | |
| | 变动 | -61.35% | 126.26% | 30.33% | 13.65% | 29.93% |
| 每股盈利 (人民币元) | 0.10 | 0.69 | 0.78 | 0.94 | 1.25 | |
| | 变动 | -88.68% | 605.57% | 13.50% | 20.37% | 32.79% |
| 股息 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 市盈率@28港元 (估) | 265.1 | 37.6 | 33.1 | 27.5 | 20.7 | |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

附录：主要财务报表

财务报表摘要

| 损益表 | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <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 |
| 收入 | 280,044 | 270,970 | 355,943 | 448,323 | 518,376 |
| 毛利 | 47,577 | 57,476 | 74,682 | 95,622 | 112,991 |
| 销售及推广开支 | -21,323 | -19,227 | -25,084 | -29,998 | -33,625 |
| 行政开支 | -5,114 | -5,127 | -5,422 | -6,650 | -7,383 |
| 研发开支 | -16,028 | -19,098 | -24,014 | -29,939 | -33,229 |
| 经营利润 | 2,816 | 20,009 | 22,078 | 31,626 | 41,751 |
| 财务净额 | 1,117 | 2,002 | 3,386 | 2,657 | 2,578 |
| 税前盈利 | 3,934 | 22,011 | 25,464 | 30,667 | 40,722 |
| 所得税 | -1,431 | -4,537 | -5,592 | -6,747 | -8,959 |
| 净利润 | 2,503 | 17,474 | 19,872 | 23,920 | 31,763 |
| 少数股东应占利润 | 29 | -1 | -60 | -73 | -97 |
| 本公司股东应占溢利 | 2,474 | 17,475 | 19,932 | 23,993 | 31,859 |
| 折旧及摊销 | -3,707 | -4,836 | -6,079 | -6,695 | -6,872 |
| EBITDA | 6,524 | 24,845 | 28,156 | 34,705 | 45,015 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | -14.7% | -3.2% | 31.4% | 26.0% | 15.6% |
| EBITDA (%) | -78.5% | 280.8% | 13.3% | 23.3% | 29.7% |

| 资产负债表 | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <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 |
| 现金 | 27,607 | 33,631 | 40,236 | 62,767 | 91,228 |
| 应收账款 | 11,795 | 12,151 | 15,154 | 19,238 | 20,528 |
| 存货 | 50,438 | 44,423 | 54,222 | 67,741 | 81,001 |
| 其他流动资产 | 70,575 | 108,848 | 113,469 | 118,370 | 123,570 |
| 总流动资产 | 160,415 | 199,053 | 223,081 | 268,115 | 316,327 |
| 有形资产 | 9,138 | 13,721 | 16,735 | 18,157 | 19,393 |
| 无形资产 | 4,630 | 8,629 | 8,749 | 7,844 | 6,949 |
| 长期投资 | 55,980 | 60,200 | 60,200 | 60,200 | 60,200 |
| 其他 | 43,345 | 42,645 | 52,513 | 54,331 | 54,832 |
| 总资产 | 273,507 | 324,247 | 361,277 | 408,647 | 457,701 |
| 应付帐款 | 53,094 | 62,099 | 77,064 | 99,529 | 116,618 |
| 短期银行贷款 | 2,151 | 6,183 | 6,183 | 6,183 | 6,183 |
| 其他流动负债 | 34,383 | 47,306 | 48,667 | 50,165 | 51,812 |
| 总流动负债 | 89,628 | 115,588 | 131,915 | 155,878 | 174,613 |
| 长期银行贷款 | 21,493 | 21,674 | 24,506 | 25,795 | 25,971 |
| 其他负债 | 18,463 | 22,724 | 20,723 | 18,921 | 17,300 |
| 总负债 | 129,584 | 159,986 | 177,144 | 200,594 | 217,884 |
| 少数股东权益 | 265 | 266 | 206 | 133 | 37 |
| 股东权益 | 143,923 | 164,262 | 184,133 | 208,053 | 239,816 |

| 财务分析 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2022年 实际 | 2023年 实际 | 2024年 预测 | 2025年 预测 | 2026年 预测 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 16.99% | 21.21% | 20.98% | 21.33% | 21.80% |
| EBITDA 利率 (%) | 2.33% | 9.17% | 7.91% | 7.74% | 8.68% |
| 净利率 (%) | 0.89% | 6.45% | 5.58% | 5.34% | 6.13% |
| 营运表现 | | | | | |
| 研发费用/收入 (%) | 5.72% | 7.05% | 6.75% | 6.68% | 6.41% |
| 实际税率 (%) | 36.39% | 20.61% | 21.96% | 22.00% | 22.00% |
| 股息支付率 (%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 库存周转 | 79.6 | 80.0 | 80.0 | 78.0 | 78.0 |
| 应付账款天数 | 98.9 | 97.1 | 100.0 | 103.0 | 105.0 |
| 应收账款天数 | 19.1 | 15.9 | 14.0 | 14.0 | 14.0 |
| 财务状况 | | | | | |
| 总负债/总资产 | 0.47 | 0.49 | 0.49 | 0.49 | 0.48 |
| 收入/净资产 | 1.95 | 1.65 | 1.93 | 2.15 | 2.16 |
| 经营性现金流/收入 | -0.02 | 0.15 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| 税前盈利对利息倍数 | -3.52 | -10.99 | -7.52 | -11.54 | -15.79 |

| 现金流量表 | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <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 |
| EBITDA | 6,524 | 24,845 | 28,156 | 34,705 | 45,015 |
| 净融资成本 | -1,020 | -758 | -223 | -959 | -1,029 |
| 营运资金变化 | -4,386 | 41,304 | 24,113 | 32,197 | 37,961 |
| 所得税 | -3,420 | -3,012 | -5,592 | -6,747 | -8,959 |
| 其他 | -2,087 | -21,078 | -22,346 | -27,006 | -35,036 |
| 营运现金流 | -4,390 | 41,300 | 24,107 | 32,190 | 37,952 |
| 资本开支 | -5,800 | -6,269 | -8,000 | -6,000 | -6,000 |
| 其他投资活动 | 21,348 | -28,900 | -10,110 | -2,186 | -1,017 |
| 投资活动现金流 | 15,549 | -35,169 | -18,110 | -8,186 | -7,017 |
| 负债变化 | -3,812 | 4,086 | 2,609 | 329 | -853 |
| 股息 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他融资活动 | -4 | -5 | -2 | -2 | -2 |
| 融资活动现金流 | -7,855 | -505 | 608 | -1,472 | -2,474 |
| 现金变化 | 3,304 | 5,626 | 6,604 | 22,531 | 28,461 |
| 期初持有现金 | 23,512 | 27,607 | 33,631 | 40,236 | 62,767 |
| 汇兑变化 | 791 | 398 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 27,607 | 33,631 | 40,236 | 62,767 | 91,228 |

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、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 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的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。

©2024 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。