

4Q24 业绩预览：汽车业务放量推动集团收入利润快速增长

华泰研究

2025 年 2 月 18 日 | 中国香港

更新报告

消费电子

4Q24 我们预计小米整体收入同比增长 43%，毛利率环比提升 0.3pp，归属于母公司净利润同比增长 32%。其中包含手机，IoT 和互联网业务在内的原有主业收入同比增长 21%，汽车业务实现 165 亿收入，环比增长 71%。展望未来，我们认为预计在 2025Q2 发布的 SUV 有望推动集团收入保持快速增长，手机毛利率回升叠加汽车减亏，推动 2025 年 Non-GAAP 利润 52% 增长。新目标价 HKD55.1 包含我们对小米汽车业务每股 14.9 港币的估值。维持“买入”评级。

汽车业务：关注 YU7 上市反馈及汽车二期工厂进展

我们预计 4Q24 小米汽车出货约 6.8 万台，ASP 维持环比持平，实现收入 165 亿人民币，环比提升 70.7%，随着出货量爬坡，我们预计毛利率环比提升 1.9pp 至 19%。根据小米汽车官微，公司首量 SUV YU7 将于 25 年 6-7 月份上市，建议关注消费者反馈。根据每日经济新闻，小米二期汽车工厂或于今年 6 月竣工，我们预计完工后 25 年总产能或可接近 40 万台，考虑规模效应下毛利率有望提升，费用率或有所回落，小米汽车 25 年或扭亏为盈。

智能手机/IoT/互联网业务：IoT、互联网收入或增长强劲

IDC 数据显示 4Q24 小米智能手机出货量为 4,266 万部（同比增长 4.7%，环比下滑 0.2%），全球智能手机市场份额为 13.0%（3Q24 为 13.6%，4Q23 为 12.6%）。其中中国区出货量 1,220 万部（同比增长 28.4%，环比增长 19.5%），带动手机 ASP 增长强劲。同时小米品牌力带动下，我们预计 4Q24 小米 IoT 销售额或同比增长 47%，毛利率或维持高于 20% 水平。我们预计随着手机业务在中国区的强劲增长，互联网业务预装、广告收入或实现较快增长，整体 4Q24 收入同比增长 14%，毛利率维持在 75% 强劲水平。

调高目标价至 55.1 港币，维持“买入”评级

我们调高 24 年小米汽车出货量，同时上修 IoT 业务 24/25/26 年收入，由此调整小米 2024/2025/2026 年 non-gaap 口径下净利润预测 +1.8/+0.2/+5.4% 至人民币 254 亿/387 亿/502 亿元。调高基于 SOTP 估值法的目标价至 55.1 港币（假设远期港币人民币汇率 0.94），包含我们对小米汽车业务每股 14.9 港币的估值，对应 33.4 倍 2025 年预测 PE（前值汇率假设 0.92，36 港币，对应 22 倍 25 年 PE，包含汽车每股 8.7 港币的估值）。维持“买入”。

风险提示：智能手机需求不及预期；宏观经济下行。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	280,044	270,970	361,861	479,358	592,886
+/-%	(14.70)	(3.24)	33.54	32.47	23.68
归属母公司净利润 (人民币百万)	8,489	19,273	25,410	38,737	50,160
+/-%	(56.10)	127.02	31.85	52.44	29.49
EPS (人民币，最新摊薄)	0.34	0.76	1.01	1.54	2.00
ROE (%)	6.04	12.53	15.24	20.25	21.26
PE (倍)	112.24	47.70	41.04	27.51	21.24
PB (倍)	6.63	5.61	6.16	5.00	4.12
EV EBITDA (倍)	160.18	44.29	35.84	23.98	16.40

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

55.10

研究员

黄乐平, PhD

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

huangleping@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

陈旭东

SAC No. S0570521070004
SFC No. BPH392

chenxudong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

谢春生

SAC No. S0570519080006
SFC No. BQZ938

xiechunsheng@htsc.com
+(86) 21 2987 2036

研究员

黄礼悦

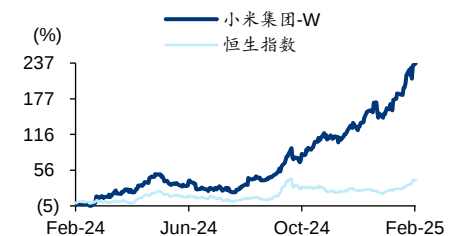
SAC No. S0570523070007
SFC No. BRH099

andrewhuang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (港币)	55.10
收盘价 (港币 截至 2 月 17 日)	45.15
市值 (港币百万)	1,133,632
6 个月平均日成交额 (港币百万)	4,875
52 周价格范围 (港币)	12.56-45.45
BVPS (人民币)	7.10

股价走势图



资料来源：S&P

图表1：小米集团 – 盈利预测

(百万人民币)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	% diff	% diff	% diff
营业收入	75,507	88,888	92,507	104,960	270,970	361,861	479,358	592,886	354,686	471,581	574,147	2%	2%	3%
% YoY	27%	32%	30%	43%	-3%	34%	32%	24%	31%	33%	22%			
营业成本	(58,677)	(70,494)	(73,625)	(83,231)	(213,494)	(286,027)	(376,459)	(463,843)	(279,004)	(370,715)	(452,273)			
毛利	16,830	18,394	18,881	21,728	57,476	75,834	102,899	129,043	75,681	100,867	121,874	0%	2%	6%
销售费用	(5,481)	(5,899)	(6,280)	(7,308)	(19,227)	(24,968)	(32,357)	(39,130)	(25,183)	(31,124)	(36,171)	-1%	4%	8%
管理费用	(1,523)	(1,183)	(1,415)	(1,669)	(5,127)	(5,790)	(7,190)	(8,597)	(6,739)	(8,253)	(9,761)	-14%	-13%	-12%
研发费用	(5,159)	(5,498)	(5,957)	(7,993)	(19,098)	(24,607)	(30,679)	(36,759)	(23,764)	(30,181)	(34,449)	4%	2%	7%
营业利润	3,683	5,889	6,041	6,480	20,009	22,093	35,770	48,221	21,819	35,861	46,883	1%	0%	3%
% YoY	-38%	46%	21%	28%	610%	10%	62%	35%	9%	64%	31%			
营业外收入（支出）	1,539	791	776	(20)	2,002	3,086	2,256	3,431	3,110	2,277	3,452			
税前收益	5,222	6,679	6,817	6,460	22,011	25,179	38,026	51,652	24,929	38,138	50,335	1%	0%	3%
% YoY	-5%	35%	16%	13%	460%	14%	51%	36%	13%	53%	32%			
所得税	(1,049)	(1,610)	(1,477)	(1,152)	(4,537)	(5,287)	(7,985)	(10,847)	(5,235)	(8,009)	(10,570)			
归母净利润 (non-GAAP)	6,491	6,175	6,252	6,492	19,273	25,410	38,737	50,160	24,974	38,649	47,607	2%	0%	5%
% YoY	101%	20%	4%	32%	126%	32%	52%	29%	30%	55%	23%			
扣除非车费用non-GAAP归母净利润	8,991	7,796	7,752	7,472	26,273	32,010	37,737	41,410	31,974	36,649	41,607	0%	3%	0%
	107%	17%	-3%	-4%	128%	22%	18%	10%	22%	15%	14%			
比率分析														
毛利率	22.3%	20.7%	20.4%	20.7%	21.2%	21.0%	21.5%	21.8%	21.3%	21.4%	21.2%	-0.38	0.08	0.54
销售费用	7.3%	6.6%	6.8%	7.0%	7.1%	6.9%	6.8%	6.6%	7.1%	6.6%	6.3%	-0.20	0.15	0.30
管理费用	2.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.9%	1.8%	1.7%	-0.30	-0.25	-0.25
研发费用	6.8%	6.2%	6.4%	7.6%	7.0%	6.8%	6.4%	6.2%	6.7%	6.4%	6.0%	0.10	-	0.20
营业利润率	4.9%	6.6%	6.5%	6.2%	7.4%	6.1%	7.5%	8.1%	6.2%	7.6%	8.2%	-0.05	-0.14	-0.03
non-gaap净利率	8.6%	6.9%	6.8%	6.2%	7.1%	7.0%	8.1%	8.5%	7.0%	8.2%	8.3%	-0.02	-0.11	0.17

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：小米集团 – 盈利预测

(人民币 百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	(Huatai)	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	% diff	% diff	% diff
总收入	75,507	88,888	92,507	104,960	270,970	361,861	479,358	592,886	354,686	471,581	574,147	2%	2%	3%
智能手机	46,480	46,516	47,452	48,619	157,461	189,067	213,944	231,884	188,967	215,241	229,050	0%	-1%	1%
智能手机出货量 (百万台)	41	42	43	43	146	168	184	198	170	186	196	-1%	-1%	1%
ASP (元)	1,140	1,101	1,110	1,139	1,079	1,122	1,160	1,170	1,110	1,160	1,170	1%	0%	0%
IoT和生活消费品	20,374	26,760	26,102	30,000	80,108	103,236	125,470	142,755	97,661	116,809	128,131	6%	7%	11%
互联网服务	8,048	8,266	8,463	9,000	30,107	33,777	36,714	39,953	33,399	36,004	38,369	1%	2%	4%
汽车		6,369	9,697	16,548		32,614	100,000	175,000	31,200	100,000	175,000	5%	0%	0%
汽车出货量 (万台)		2.7	3.98	6.8		14	40	70	13	40	70	4%	0%	0%
其他收入	605	977	792	792	3,294	3,166	3,229	3,294	3,458	3,527	3,598	-8%	-8%	-8%
同比增速	27%	32%	30%	43%	-3%	34%	32%	24%	31%	33%	22%			
智能手机	33%	27%	14%	10%	-6%	20%	13%	8%	20%	14%	6%			
IoT和生活消费品	21%	20%	26%	47%	0%	29%	22%	14%	22%	20%	10%			
互联网服务	14.5%	11.0%	9.1%	14.2%	6%	12%	9%	9%	11%	8%	7%			
汽车							207%	75%		221%	75%			
其他收入	-4%	-8%	-3%	1%	-30%	-4%	2%	2%	5%	2%	2%			
毛利	16,830	18,394	18,881	21,728	57,476	75,834	102,899	129,043	75,681	100,867	121,874			
智能手机	6,879	5,649	5,548	5,834	22,981	23,910	28,882	33,623	24,188	29,058	30,922			
IoT和生活消费品	4,047	5,284	5,418	6,000	13,079	20,749	25,218	28,692	20,021	23,946	26,267			
互联网服务	5,975	6,473	6,555	6,750	22,334	25,753	28,637	31,563	25,684	27,687	29,506			
汽车		980	1,660	3,144		5,784	20,000	35,000	5,616	20,000	35,000			
其他收入	-72	9	-299	(0)	-917	-363	161	165	173	176	180			
毛利率%	22.3%	20.7%	20.4%	20.7%	21.2%	21.0%	21.5%	21.8%	21.3%	21.4%	21.2%			
智能手机	14.8%	12.1%	11.7%	12.0%	14.6%	12.6%	13.5%	14.5%	12.8%	13.5%	13.5%	-0.15	-	1.00
IoT和生活消费品	19.9%	19.7%	20.8%	20.0%	16.3%	20.1%	20.1%	20.1%	20.5%	20.5%	20.5%	-0.40	-0.40	-0.40
互联网服务	74.2%	78.3%	77.5%	75.0%	74.2%	76.2%	78.0%	79.0%	76.9%	76.9%	76.9%	-0.66	1.10	2.10
汽车		15.4%	17.1%	19.0%		17.7%	20.0%	20.0%	18.0%	20.0%	20.0%	-0.26	-	-
其他收入	-11.9%	0.9%	-37.8%	0.0%	-27.8%	-11.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%			

资料来源：Wind，华泰研究预测

估值方法

我们基于 SOTP 估值方法得到目标价 55.1 港币，基于远期港币兑人民币汇率为 1:0.94，对应 33.44 倍 2025 年预测 PE。维持“买入”评级。

- 1) 我们对小米现有业务估值为 25 倍 2025 年预测 PE (基于除智能电动汽车投资以外的净利润)，对应每股 40.2 港币 (我们目标估值的 72.8%)，相比 Wind 一致预期可比公司均值 (20.59 倍 2025 年预测 PE) 有所溢价，主因 DeepSeek 等端侧模型推出后，我们看好小米完整生态在 AI 时代价值。
- 2) 我们给予智能汽车业务 2 倍 2026 年预测 PS，对应每股 14.9 港币 (我们目标估值的 27.2%)，估值倍数高出 Wind 一致预期可比公司均值 (0.76 倍 2026 年预测 PS)，主因我们认为公司“人-车-家”战略对汽车业务有较强助力，在激烈的竞争环境下，相较传统新势力公司，集团整体资源能够对公司汽车业务持续支撑。

图表3：小米 – SOTP 估值

人民币 百万	收入	净利率	净利润	估值方法	估值倍数	估值
手机& IoT& 互联网 (2025E)	379,358.29	9.9%	37,497	P/E	25.0	937,426
汽车业务 (2026E)	175,000.00	5%	8,750	P/S	2.00	350,000
总计市值						1,293,418
发行股数						24,955
价格 (人民币 元)						51.8
价格 (港币 元)						55.1

注：汇率为 HKD1=RMB0.92

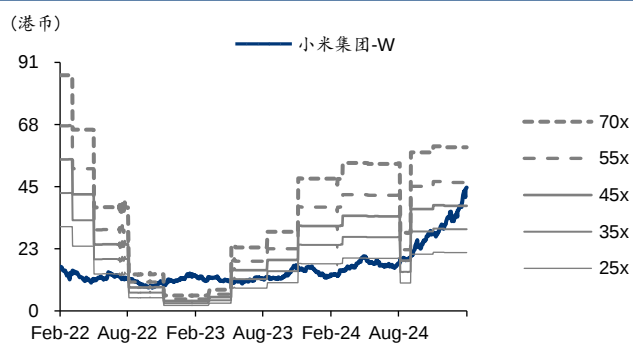
资料来源：华泰研究预测

图表4：可比公司估值表 (2025 年 2 月 17 日 Wind 一致预期)

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PS		
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2026E
智能手机									
AAPL US	苹果 (APPLE)	36743.99	6.11	7.37	40.03	33.17			
688036 CH	传音控股	1163.73	4.77	5.69	21.37	17.93			
603486 CH	科沃斯	309.62	2.07	2.51	26.01	21.41			
688169 CH	石头科技	469.42	11.98	13.59	21.21	18.70			
600690 CH	海尔智家	2510.87	2.03	2.30	13.16	11.62			
0700 HK	腾讯控股	45306.67	20.15	22.65	24.50	21.79			
9988 HK	阿里巴巴-W	23227.31	6.27	6.27	19.49	19.49			
					23.68	20.59			
智能汽车									
9868 HK	小鹏汽车-W	1264.75	-3.18	-0.35	-20.90	-188.47	2.69	1.40	1.03
2015 HK	理想汽车-W	2134.75	3.80	6.27	26.50	16.06	1.30	0.96	0.77
9866 HK	蔚来-SW	721.59	-9.72	-7.47	-3.58	-4.66	0.93	0.62	0.50
							1.64	0.99	0.76

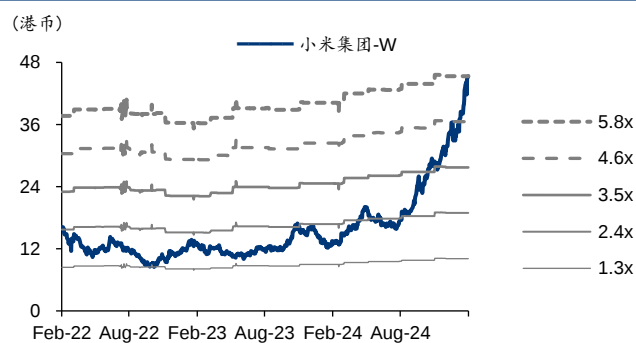
资料来源：Wind，华泰研究

图表5: 小米集团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 小米集团-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	361,861	479,358	592,886
销售成本	(232,467)	(213,494)	(286,027)	(376,459)	(463,843)
毛利润	47,577	57,476	75,834	102,899	129,043
销售及分销成本	(21,323)	(19,227)	(30,758)	(39,547)	(47,727)
管理费用	(5,114)	(5,127)	(5,790)	(7,190)	(8,597)
其他收入/支出	(17,057)	(24,144)	(26,230)	(33,775)	(40,423)
财务成本净额	1,117	2,002	268.57	1,073	1,363
应占联营公司利润及亏损	(400.00)	46.00	362.00	479.00	593.00
税前利润	3,934	22,011	25,179	38,026	51,652
税费开支	(1,431)	(4,537)	(5,287)	(7,985)	(10,847)
少数股东损益	29.00	(1.00)	(1.11)	(1.68)	(2.18)
归母净利润	8,489	19,273	25,410	38,737	50,160
折旧和摊销	(3,707)	(3,028)	(2,158)	(2,734)	(3,447)
EBITDA	6,524	23,037	27,068	39,687	53,736
EPS (人民币, 基本)	0.34	0.78	1.01	1.54	2.00

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	50,438	44,423	55,687	76,074	86,271
应收账款和票据	11,795	9,937	14,187	17,770	21,756
现金及现金等价物	57,482	86,429	136,723	154,858	225,446
其他流动资产	18,578	19,118	31,222	35,464	47,016
总流动资产	160,415	199,053	247,297	289,402	374,172
固定资产	0.00	0.00	10,139	21,569	30,945
无形资产	4,266	5,620	7,430	9,827	12,791
其他长期资产	108,827	110,516	113,133	116,600	120,889
总长期资产	113,092	116,136	130,702	147,996	164,625
总资产	273,507	324,247	377,999	437,398	538,797
应付账款	71,534	87,713	146,104	161,639	217,537
短期借款	2,151	6,183	6,183	6,183	6,183
其他负债	15,943	15,943	15,943	15,943	15,943
总流动负债	89,628	115,588	168,230	183,764	239,663
长期债务	21,493	21,674	21,674	21,674	21,674
其他长期债务	18,463	18,463	18,463	18,463	18,463
总长期负债	39,957	44,398	40,137	40,137	40,137
股本	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
储备/其他项目	143,658	235,219	260,629	299,366	349,526
股东权益	143,658	163,995	169,367	213,232	258,735
少数股东权益	264.60	266.28	265.17	263.49	261.31
总权益	143,923	164,262	169,632	213,496	258,996

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	112.24	47.70	41.04	27.51	21.24
PB	6.63	5.61	6.16	5.00	4.12
EV EBITDA	160.18	44.29	35.84	23.98	16.40
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(1.69)	3.51	4.30	0.87	5.82

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6,524	23,037	27,068	39,687	53,736
融资成本	(1,117)	(2,002)	(268.57)	(1,073)	(1,363)
营运资本变动	(13,911)	23,512	30,773	(12,677)	30,164
税费	(1,431)	(4,537)	(5,287)	(7,985)	(10,847)
其他	5,546	1,291	5,425	9,289	10,123
经营活动现金流	(4,390)	41,300	57,709	27,240	81,813
CAPEX	(9,263)	(5,754)	(7,683)	(10,178)	(12,589)
其他投资活动	24,812	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	15,549	(35,169)	(7,683)	(10,178)	(12,589)
债务增加量	39,716	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(47,571)	2,002	268.57	1,073	1,363
融资活动现金流	(7,855)	(504.97)	268.57	1,073	1,363
现金变动	3,304	5,626	50,294	18,135	70,588
年初现金	54,553	57,482	86,429	136,723	154,858
汇率波动影响	791.44	397.58	0.00	0.00	0.00
年末现金	57,482	86,429	136,723	154,858	225,446

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(14.70)	(3.24)	33.54	32.47	23.68
毛利润	(18.34)	20.81	31.94	35.69	25.41
营业利润	(85.91)	119.89	146.08	61.91	34.81
净利润	(56.10)	127.02	31.85	52.44	29.49
EPS	(58.02)	127.02	30.38	52.44	29.49
盈利能力比率 (%)					
毛利率	16.99	21.21	20.96	21.47	21.77
EBITDA	2.33	8.50	7.48	8.28	9.06
净利润率	3.03	7.11	7.02	8.08	8.46
ROE	6.04	12.53	15.24	20.25	21.26
ROA	3.00	6.45	7.24	9.50	10.28
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(23.55)	(35.72)	(64.28)	(59.56)	(76.37)
流动比率	1.79	1.72	1.47	1.57	1.56
速动比率	1.23	1.34	1.14	1.16	1.20

营运能力 (天)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产周转率 (次)	0.99	0.91	1.03	1.18	1.21
应收账款周转天数	19.14	14.44	12.00	12.00	12.00
应付账款周转天数	128.85	134.26	147.14	147.14	147.14
存货周转天数	79.63	79.98	63.00	63.00	63.00
现金转换周期	(30.08)	(39.85)	(72.14)	(72.14)	(72.14)

每股指标 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS	0.34	0.78	1.01	1.54	2.00
每股净资产	5.79	6.61	6.75	8.49	10.30

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、谢春生、黄礼悦，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 小米集团-W (1810 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、陈旭东、谢春生、黄礼悦本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 小米集团-W (1810 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司