

小米集团-W

发布手机&汽车双 Ultra 新品，正式进发超高端市场

事件: 2025 年 2 月 27 日公司召开小米 15 Ultra 暨小米 SU7 Ultra 新品发布会, 推出小米创业十五年以来最高端的两款产品; 此外还发布了耳机、笔记本、智能音箱、空调、除湿机、冰箱等多款人车家全生态新品。我们点评如下:

□ **手机: 小米 15 Ultra 影像及性能全面升级, 未来 5 年目标实现 6K+超高端全面突破。**小米高端化战略走进第五年, 持续引领移动影像的光学革命。本次小米 15 Ultra 定位巅峰影像科技旗舰, 通过新一代 1 英寸主摄+2 亿超级长焦镜头组合、28 倍无损变焦能力、徕卡超纯光学系统、人像大模型 2.0 计算摄影平台、全新超级视频防抖系统等实现夜景画质重大突破; 此外还在屏幕显示、性能散热、电池续航、通信系统等方面全面提升, 产品起售价 6499 元起与前代一致。目前小米已站稳 4-6k 元价位段, 未来五年目标实现 6k+超高端市场的全面突破, 产品、服务与生态全面对标苹果。

□ **汽车: 小米 SU7 Ultra 售价 52.99 万元, 打造全新时代的新豪车。**2024 年小米 SU7 销售锁单 24.8 万辆, 交付 13.5 万辆, 订单及产能持续突破。本次小米 SU7 Ultra 以 52.99 万元的价格打造全系豪华, 1)性能: 最大马力 1548PS, 电池包、底盘、制动、散热系统标配赛道配置, 目标打造地表最快的四门量产车; 2)科技: 出厂搭载端到端全场景智驾, 智驾总算力已达 11.45EFLOPS, 25 年目标站稳智驾第一阵营; 搭配小米澎湃智能座舱、全面接入大模型的小爱同学, 满足科技出行需求; 3)豪华: 外观 5 款外观颜色、三大色系, 配备运动豪华内饰, 防晒、隔音升级。本次小米 SU7 Ultra 售价大幅低于此前市场预期价格, 10 分钟大定突破 6900 台, 开售 2 小时大定过 1 万台。

□ **IoT: 多款 IoT 业务重磅新品发布, 大家电业务全面冲击高端市场。**公司还发布 Xiaomi Buds 5 Pro、REDMI Book Pro 2025 系列、Xiaomi 智能音箱 Pro 以及米家中央空调 Pro、米家智能变频除湿机、米家冰箱 Pro 双系统、米家洗烘套装 Pro 等系列新品, 产品普遍注重性能升级、AI 智能应用, 并可通过小米生态链实现多设备联动。此前小米正式提出全品类高端化战略, 本次米家中央空调为小米大家电高端化的首个重磅产品, 同时意味着小米正式迈入前装市场。我们持续看好小米大家电及 IoT 业务总体持续向上空间。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**小米作为智能手机全球出货前三厂商、全球最大的 AIoT 智能硬件平台, 我们看好其在 AI 加速产业重构过程中的端侧龙头卡位优势。同时我们看好公司各项业务的持续向上空间: 手机业务积极推进高端化战略及国际化扩展, 看好未来手机份额扩张及产品结构优化; IoT 业务有望持续受益于核心自研能力提升和出海广阔空间; 互联网业务预计将伴随硬件业务实现持续稳健增长; 首车小米 SU7 订单持续火爆, 盈利能力持续提升, 智能驾驶进入第一梯队, 伴随后续车型矩阵进一步完善及生态链的协同效应, 看好公司向 15-20 年跻身全球前五车厂的目标进军。我们预测公司 24/25/26 年总营收为 3609/4916/6047 亿元, 归母净利润 210/362/503 亿元, 当前市值对应 PE 为 57.7/33.5/24.0 倍; 调整后净利润为 256/401/543 亿元, 当前市值对应 PE 为 47.2/30.1/22.3 倍。维持“强烈推荐”评级。

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/电子

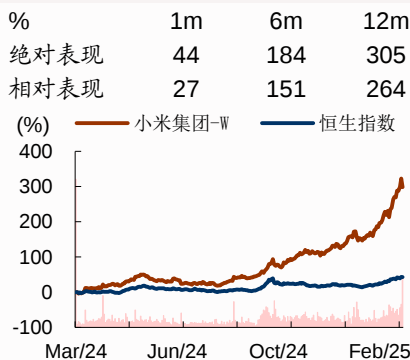
目标估值: NA

当前股价: 53.1 港元

基础数据

总股本 (百万股)	25217
香港股 (百万股)	20591
总市值 (十亿港元)	1339.0
香港股市值 (十亿港元)	1093.4
每股净资产 (港元)	9.6
ROE (TTM)	10.9
资产负债率	49.3%
主要股东	Sunrise Vision Holdings Limited
主要股东持股比例	16.35%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《小米集团-W (1810.HK) —生态、AI、出海赋能, 看好多业务条线长期成长空间》2024-12-30
- 2、《小米集团-W (01810) —人车家全生态齐头并进, Q3 营收再创历史新高》2024-11-19
- 3、《小米集团-W (01810) —重磅发布小米 15、澎湃 OS2、小米 SU7 Ultra, 迈向 AI 全生态》2024-10-31

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

王恬 S1090522090002

✉ wangtian2@cmschina.com.cn

赵琳 研究助理

✉ zhaolin3@cmschina.com.cn

□ 风险提示：宏观经济不及预期风险，原材料涨价风险，高端化不及预期风险，海外业务不及预期风险，智能电动汽车进展不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	280044	270970	360931	491607	604696
同比增长	-15%	-3%	33%	36%	23%
营业利润(百万元)	5065	14025	22824	42735	60768
同比增长	-74%	177%	63%	87%	42%
归母净利润(百万元)	2474	17475	20984	36161	50332
同比增长	-87%	606%	20%	72%	39%
每股收益(元)	0.10	0.70	0.84	1.44	2.01
PE	486.8	69.3	57.7	33.5	24.0
PB	8.4	7.4	6.6	5.6	4.8

资料来源：公司数据、招商证券

附录：小米 15 Ultra 暨小米 SU7 Ultra 新品发布会要点速递

一、手机：小米 15 Ultra 史上最强大的巅峰影像科技旗舰，售价 6499 元起

1、小米 15 Ultra

小米 15 Ultra 定位年度影像标杆，与徕卡携手合作的新一代徕卡影像系统，搭载徕卡全明星四摄组合，支持全焦段大光圈，同时还有独树一帜的强力双长焦镜头，让用户在多种场景下都可以轻松拍出高质量照片，售价 6499 元起。

- **机身：**小米 15 Ultra 整机重量 226g（双拼色 229g），整机长度 161mm，厚度 9.65mm（双拼色 9.83mm），宽度 75.3mm，四曲包裹式中框、50:50 平衡配重、大空间手掌握持提升握持体验。配色具有黑色、白色、黑银双拼色、黑绿双拼四款，其中双拼色首次采用玻璃/玻纤与素皮双材质拼接设计，灵感源自徕卡相机，左侧为银灰色玻璃或玻纤材质，右侧为素皮材质，强化了专业影像旗舰的辨识度。中框采用高强度四曲包裹设计，边缘微弧处理，正面为全等深微曲屏，背面保留一体化火山口镜头模组。后盖材质包括磨砂玻璃（黑色/白色版本）和荔枝皮纹理素皮（银黑拼色版），提升抗指纹性和手感。
- **屏幕：**小米 15 Ultra 搭载 6.73 英寸 2K LTPO AMOLED 全等深微曲屏，522PPI，分辨率 3200 × 1440，支持 1-120Hz 自适应刷新率屏幕，支持 3200nits 峰值亮度，100%P3 广色域，配备小米龙晶玻璃 2.0、单点超声波指纹、立体双扬声器。
- **性能：****1）处理器：**配备骁龙 8 至尊版处理器，第二代 3nm 工艺，晶体管密度大幅提升 60%；第二代 Oryon 架构，最高主频 4.32GHz，性能提升 45%。GPU 为 Adreno8 系，独立显存容量+300%，性能提升 44%；80TOPs AI 算力，综合算力超越所有苹果移动 SoC。**2）散热：**运用双路环形冷泵，一路为主摄单独散热，一路为 SoC 单独散热，公用回水通路，机身均匀热传递，冷热端温差低至 0.4℃。**3）电池：**使用小米金沙江电池，电池容量提升到 6000mAh，比上一代提高了 700mAh，支持 90W 有线快充+80W 无线快充，配备澎湃 P3 快充芯片+澎湃 G2 电池管理芯片。**4）通讯：**配备两颗 T1s 和一颗 T1 信号增强芯片，无网通话最远距离可达 7 公里。全球首发手机直连卫星数据功能，顶配为北斗、天通双卫星版，其余版本标配天通卫星。
- **摄像：**小米 15 Ultra 搭载索尼 LYT-900 一英寸大底主摄，单像素尺寸达 1.6 μm，搭配 OIS 光学防抖，使得手机在暗光环境下的感光能力提升了 40%。配备 2 亿像素潜望长焦镜头，拥有 1/1.4 英寸超大底，支持原生 100mm 焦段（4.3 倍光变），光圈 f/2.6，进光量比上代提升 12%。四摄双长焦的设计，70mm 中焦（50MP f/1.8）+100mm 超长焦（200MP f/2.6），覆盖了 14mm 超广角到 100mm 长焦全场景。镜头玻璃还有 24 层低反光学镀膜，将反射率降至 1.5%，极大的避免了眩光的情况，同时镜头也更耐刮。
- **视频：**小米 15 Ultra 安卓首发 ACES LOG 电影级视频，拥有电影摄影机级色彩，配备 UIS 小米自研视频防抖系统，运用全新四轴 OIS 中控算法和新

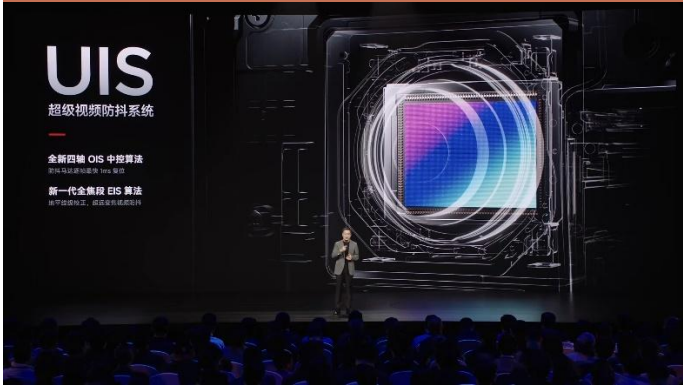
代全焦段 EIS 算法，实现地平线级矫正。小米 15 Ultra 能够不限时录制全焦段 8K 视频，双焦段录制 4K 120fps 视频，实现 4K 60fps 连续变焦。具备电影模式进行景深切换，4MIC 阵列音源追缴，杜比视界 HDR 拍摄。

图 1：小米 15 Ultra 徕卡光学系统



资料来源：小米公众号，招商证券

图 2：小米 15 Ultra 超级视频防抖系统



资料来源：小米公众号，招商证券

图 3：小米 15 Ultra 卫星通讯



资料来源：小米公众号，招商证券

图 4：小米 15 Ultra 使用双路环形冷泵



资料来源：小米公众号，招商证券

图 5：小米 15 Ultra 使用骁龙 8 至尊版芯片



资料来源：小米公众号，招商证券

二、IoT：发布笔记本、耳机、科技家电等多款 IoT 新品，AI 全面赋能人车家全生态

1、笔记本系列

笔记本系列推出三大明星系列，REDMI Book 数字、REDMI Book Pro 16、REDMI G 游戏本。全面搭载 AI，引领 AIPC 新进程。REDMI Book Pro 16 Ultra5-225H/32GB/1TB 售价 6499 元，国补后最低 5199.2 元。REDMI Book Pro 16 Ultra7-225H/32GB/1TB 售价 7499 元，国补后最低 5999.2 元。REDMI Book Pro 14 Ultra5-225H/16GB/1TB、Ultra5-225H/32GB/1TB、Ultra7 - 225H/32GB/1TB 售价分别为 5699、5999、6999 元，国补后最低分别为 4559.2 元、4799.2 元、5599.2 元。

- **内存：**8400MT/S，LPDDR5X，写入速度+16.9%，拷贝速度+13.8%。
- **散热：**双风扇、三热管，更大面积、更新材质。整机散热系数+34%，超薄散热鳍片+13%，相变硅脂导热系数+63%。
- **性能：**《达芬奇》12.4GB ProRes 视频渲染输出时间，REDMI Book Pro 16 2025 和 REDMI Book Pro 16 2024 分别达到 23s/29s。《黑神话:悟空》Benchmark 测试分别为 72FPS/65FPS。
- **屏幕：**16"LCD 专业护眼，3.1K 分辨率，165Hz。
- **性能：**整体 80w 性能释放。搭载英特尔®第 2 代酷睿™Ultra 处理器，AIPC 年度旗舰 CPU。3D 性能架构，多核性能+29.5%。Intel®Arc™核显 XMV AI 引擎，平台 AI 算力+150%。3nm CPU 工艺制程，平台能效+21%。
- **续航：**99Wh，民航可携带最大电池容量，同档最强续航。REDMI Book Pro 16 2025 99Wh+140w GaN，模拟复合办公场景实测续航 11.88 小时。
- **机身：**同档最薄，15.9mm。
- **硬件：**小米和 intel 联合研发 AI 算力调度新增自研端侧模型。插电性能更强，离电性能更强，续航更长。AI 视频内容搜索、AI 文档处理、AI 截图直搜。小米首发跨苹果生态文件互传。

图 6：小米笔记本系列 REDMI Book Pro 16 2025



图 7：小米笔记本系列首批全系搭载



资料来源：小米发布会，招商证券

资料来源：小米发布会，招商证券

图 8: 小米笔记本系列轻薄机身



资料来源：小米发布会，招商证券

图 9: 小米笔记本系列满足全场景用户需求



资料来源：小米发布会，招商证券

2、Xiaomi Buds 5 Pro

小米史上“音质最强 TWS 耳机”，降噪深度 55dB，5kHz 超宽频覆盖。Xiaomi Buds 5Pro Wi-Fi 版最高传输速率 4.2Mbps，单次续航 10 小时。Xiaomi Buds 5Pro 和 Xiaomi Buds 5Pro Wi-Fi 版售价分别为 1299 元、1499 元。

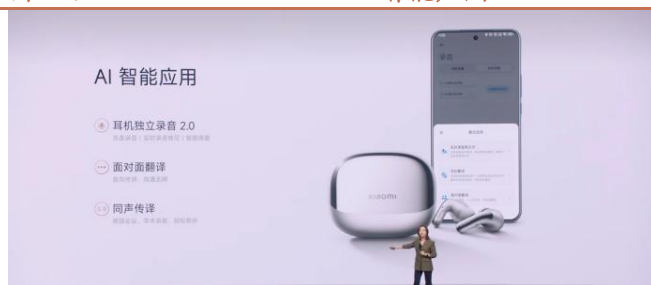
- **外观：**经典太空舱，有雪山白和钛合金两种颜色。
- **AI 智能应用：**耳机独立录音，面对面翻译同声传译，苹果用户生态友好。
- **音质：**音质提高，通话降噪，哈曼联合调音。行业首发双功放三单元声学系统，配合同轴三单元设计，大幅减少声音失真。全链路无损音频，高通 aptX Lossless 编码，48kHz/24bit 高品质音乐。最高传输速率 2.1Mbps，比 AirPods Pro2 高出 672%。独立空间音频，全维度动态头部追踪。
- **续航：**小米金沙江电池超长续航，体积不变，电量提升至耳机单次 10h 续航。

图 10: Xiaomi Buds 5Pro 外观



资料来源：小米发布会，招商证券

图 11: Xiaomi Buds 5Pro AI 智能应用



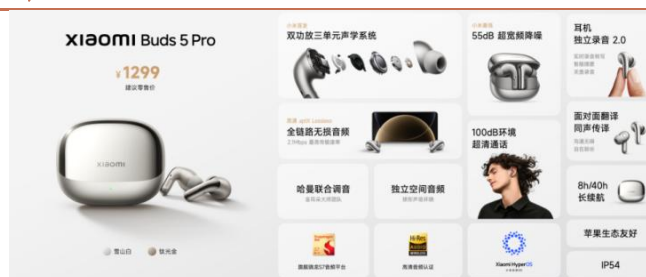
资料来源：小米发布会，招商证券

图 12: Xiaomi Buds 5Pro Wi-Fi 版



资料来源：小米发布会，招商证券

图 13: Xiaomi Buds 5Pro



资料来源：小米发布会，招商证券

3、小米科技家电

小米科技家电覆盖更多场景，内置 AI 应用，实现全屋控制系统。在省时省电、智能便捷方面有显著优势。

- **Xiaomi 智能音箱 Pro:** 全生态 AI 智能助手，能连续对话。内置 AI 大模型问答，连续指令语音控制，远程备车。内置 2.5 英寸全频扬声器，外观细腻编织机身，连接升级为 Type-C 音频接口，网关升级小米 IoT Mesh2.0。售价为 299 元，国补后最低为 254.15 元。
- **米家智能变频除湿机:** 双变频除湿技术，除湿高效，低温不结霜，超低功耗更省电，双重配合，噪音超低直 38%。售价为 1999 元，国补后最低为 1699.15 元。
- **米家冰箱 Pro:** 双系统，法式平嵌 508L。抽屉最大行程 40cm，三段式滑轨拿取稳定不晃悠、承重 50kg。冷藏、冷冻 2 套制冷系统，不串味，保鲜更持久。60cm 超薄平嵌，0.52m² 占地，508L 大容量。售价为 4499 元，国补后最低为 3599.2 元。
- **米家洗烘套装 Pro:** 蓝氧洗为蓝氧护衣洗技术。烘干机为 581mm 大筒径，双动力热泵混动系统，大件烘得透。智能正反转不起皱。智能判干，衣干即停不伤衣。3G 精判脱水，洗烘时间节省 46min。专业认证包括母婴健康、养宠无忧、高端护衣。售价为 6499 元，国补后最低为 5199.2 元。
- **米家中央空调 Pro:** 补气增焐双缸压缩机，-28~65 度宽温域运行，动力稳定强劲。三排蒸发器、三排冷凝器。超一级能效，比国家一级能效高 15%，更省电。智能 3D 出风面板，搭载。米家人感送风技术，风吹人、风避人、人近柔风。人感节能技术，每小时省电 30%。搭载智能空气管理面板，全屋恒温、恒湿、恒氧。售价为 29999 元，国补后最低为 27999 元。

图 14：小米科技家电系列



资料来源：小米发布会，招商证券

图 15：Xiaomi 智能音箱 Pro



资料来源：小米发布会，招商证券

图 16: 米家智能变频除湿机除湿技术



资料来源：小米发布会，招商证券

图 17: 米家洗烘套装 Pro 蓝氧洗



资料来源：小米发布会，招商证券

图 18: 米家冰箱 Pro 双系统 法式平嵌 508L



资料来源：小米发布会，招商证券

图 19: 米家中央空调 Pro 补气增焐双缸压缩机



资料来源：小米发布会，招商证券

三、智能车：小米 SU7 Ultra 巅峰性能打造时代新豪车，售价 52.99 万元

1、小米 SU7

2024 年仅 9 个月中，小米 SU7 销售锁单 24.8 万辆，交付超 13.5 万辆。冬季测试中，小米 SU7 被媒体誉为“冬季续航之王”。公用充电桩方面，小米汽车目前已将全国超 102 万根充电桩接入充电网络，覆盖 365 个城市和 88.1% 的高速服务区。

图 20: 小米 SU7 销量



资料来源：小米公众号，招商证券

图 21：小米汽车充电网络



资料来源：小米公众号，招商证券

2、小米 SU7 Ultra

小米 SU7 Ultra 是小米 SU7 系列巅峰之作，首款冲刺超豪华作品。小米 SU7 Ultra 重新定义好车新标准，采用运动豪华风格，目标是性能比肩保时捷、科技紧追特斯拉、豪华媲美 BBA。在上赛 2'09"944 超越保时捷记录，成为上赛最速量产车，刷新上海国际赛车场官方认证圈速记录。售价 52.99 万元，此外竞速套装售价 10 万元，纽北挑战完成后上市，小米 SU7 Ultra 纽北限量版定价 81.49 万元。

- **外观设计：**五大外观颜色，分别是经典色系曜石黑、珍珠白，豪华色系太空银、鹦鹉绿，跑车色系闪电黄；车身配备大前铲、前气坝、U 型风刀、尾部主动扩散器、碳纤维固定式大尾翼，碳纤维车顶多达 1.7m²，还带有 24K 金车标。
- **内饰设计：**小米 SU7 Ultra 全车使用了 5m²的 Alcantara®超细纤维面料，共 21 处碳纤维部件可选，总面积达 5.5m²；内饰提供三种配色可选；主驾主动侧翼支撑响应速度提高 35%、支撑面积提升 100%；新增座椅按摩，前排座椅支持 10 点式气囊按摩，有 3 挡力度可调，6 种按摩方式；车内配备全新 25 扬声器，支持主动降噪；全新升级电动前备箱，支持手机、小爱语音操控，还新增实体按键操控。
- **功能升级：**全车四门玻璃配备全新隔热涂层，紫外线隔绝率大于 99.97%，前挡风玻璃采用三层镀银工艺，全景天幕为双层镀银；前排遮阳板化妆镜，新增色温、亮度三挡可调，女性车主友好。
- **智驾功能：**小米 SU7 Ultra 出厂搭载小米 HAD 端到端全场景智驾，实现车位到车位智驾体验，并且 XiaomiHAD 端到端全场景智驾已于 25 年 2 月 25 日开启全量推送。总算力已达 11.45EFLOPS，一年已积累超 1000 万 Clips 优质场景片段，XiaomiHAD 还新增“漫游寻位泊车”、“极窄车位泊出”功能。小米澎湃智能座舱结合人车家全生态科技，还有全面接入大模型的小爱同学。此外智驾保障服务提供最高 300 万元的保障，将于 4 月发布。
- **性能：**小米 SU7 Ultra 马力高达 1548ps，0-100km/h 加速仅需 1.98s，实测最高时速 359km/h，是地表最快四门量产车；标准配置可直接上赛道，碳陶瓷制动盘；Akebono 前六后四制动卡钳；21"倍耐力 PZERO5 轮胎；小米超

级三电机系统用三个小米自研电机系统，分别是 V8s、V8s、V6s，三电机扭矩矢量控制系统；搭载赛道级高功率电池包，20%电量放电功率超 800kW，93.7kWh 电池电量，5.2C 最大充电倍率；底盘系统在纽北调校，闭式双腔空气弹簧，高性能阻尼可变减振器；赛道版制动系统，180-0km/h 连续 10 次制动不衰减；赛道版散热系统，纽北连续飞 2 圈不过热。

- **安全：**电池安全方面，底部新增“防弹涂层”，耐撕裂、耐刮擦、耐穿刺车辆在刮底等事故中，电芯就能受到更好的防护，小米 SU7 Ultra 赛道级电池还获得中汽中心的“极端场景安全认证”。主动安全方面，新增“误加速抑制辅助”功能，车辆四周存在障碍物，即便误踩加速踏板车辆依旧不会加速。
- **定价与服务：**小米 SU7 Ultra 售价 52.99 万元，27 日晚 10 点可以下定，定金 20000 元，7 天内未锁单可退。少量现车可购买，将在 2 月 28 日 10:00 开启抢购，定金 40000 元，支付即锁单，小订用户可优先抢购现车。3 月 31 日 24:00 前下定，享受至高价值 9 万元权益，包含碳纤维部件、碳纤维大尾翼或车漆、内饰二选一、经典拉花、5 年基础保养、XiaomiHAD 终身免费使用。还有多项可选配置，涵盖外饰、内饰颜色和 U 型轮毂、定制款轮胎。此外小米 SU7 Ultra 专属 8 大尊享用车服务，还拥有专属会员俱乐部，首批限量 2000 名。竞速套装售价 10 万元，纽北挑战完成后上市。小米 SU7 Ultra 纽北限量版定价 81.49 万元。

图 22：小米 SU7 Ultra 性能展示



资料来源：小米发布会，招商证券

图 23: 小米 SU7 Ultra 智驾体验升级



资料来源：小米发布会，招商证券

图 24: 小米 SU7 Ultra 动力性能



资料来源：小米公众号，招商证券

图 25：小米 SU7 Ultra 打破上赛记录



资料来源：小米发布会，招商证券

图 26：小米 SU7 Ultra 外观颜色



资料来源：小米公众号，招商证券

图 27：小米 SU7 Ultra 内饰面料细节



资料来源：小米公众号，招商证券

图 28：小米 SU7 Ultra 全新 25 扬声器



资料来源：小米公众号，招商证券

图 29：小米 SU7 Ultra 防晒性能提升



资料来源：小米公众号，招商证券

图 30: 小米 SU7 Ultra 玻璃与轮胎降噪



资料来源: 小米公众号, 招商证券

图 31: 小米 SU7 Ultra 赛道测速



资料来源: 小米公众号, 招商证券

图 32: 小米 SU7 Ultra 搭载端到端智驾



资料来源: 小米公众号, 招商证券

图 33: 小米 SU7 Ultra 端到端智驾推送



资料来源: 小米公众号, 招商证券

图 34: 小米 SU7 Ultra 安全体验



图 35: 小米 SU7 Ultra 电池安全



资料来源：小米公众号，招商证券

资料来源：小米公众号，招商证券

图 36：小米 SU7 Ultra 售价



资料来源：小米公众号，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	160415	199053	253829	336020	418500
现金及现金等价物	27607	33631	61494	105183	154842
交易性金融资产	10335	20901	20901	20901	20901
其他短期投资	37706	63124	63124	63124	63124
应收账款及票据	11795	12151	16185	22045	27116
其它应收款	18577	20028	26678	36337	44695
存货	50438	44423	59061	79733	97123
其他流动资产	3957	4794	6386	8698	10698
非流动资产	113092	125195	119466	116161	114255
长期投资	83970	88068	88068	88068	88068
固定资产	9138	13721	7992	4688	2781
无形资产	14995	18608	18608	18608	18608
其他	4990	4799	4799	4799	4799
资产总计	273507	324247	373295	452182	532755
流动负债	89628	115588	144306	193595	235058
应付账款	53094	62099	82561	111459	135768
应交税金	2270	3487	3487	3487	3487
短期借款	2151	6183	0	0	0
其他	32113	43819	58258	78650	95803
长期负债	39957	44398	44398	44398	44398
长期借款	21493	21674	21674	21674	21674
其他	18463	22724	22724	22724	22724
负债合计	129584	159986	188704	237993	279456
股本	0	0	0	0	0
储备	137900	144040	164872	185355	215220
少数股东权益	265	266	112	(155)	(529)
归属于母公司所有者权益	143658	163995	184478	214344	253828
负债及权益合计	273507	324247	373295	452182	532755

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(4390)	41300	32625	49061	59585
净利润	2474	17475	20984	36161	50332
折旧与摊销	3707	4836	5806	3382	1983
营运资本变动	(21255)	17319	7989	10786	8642
其他非现金调整	10684	1670	(2154)	(1268)	(1373)
投资活动现金流	15549	(35169)	3923	2923	2923
资本性支出	(5800)	(6269)	(150)	(150)	(150)
出售资产产生的现金	17	73	73	73	73
投资增减	319881	310337	0	0	0
其它	1904	3811	4000	3000	3000
筹资活动现金流	(7855)	(505)	(8685)	(8295)	(12848)
债务增减	(5080)	3646	(6183)	0	0
股本增减	(2302)	(1287)	0	0	0
股利支付	256	2884	501	6295	10848
其它筹资	(217)	20	(2000)	(2000)	(2000)
其它调整	(511)	(5768)	(1003)	(12591)	(21697)
现金净增加额	4096	6024	27863	43689	49659

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	280044	270970	360931	491607	604696
主营收入	280044	270970	360931	491607	604696
营业成本	232467	213494	283844	383193	466769
毛利	47577	57476	77087	108414	137927
营业支出	42512	43452	54263	65679	77159
营业利润	5065	14025	22824	42735	60768
利息支出	546	1556	2000	2000	2000
利息收入	1664	3558	3000	2000	2000
权益性投资损益 (851)	38	1000	1000	1000	1000
其他非经营性损益 (575)	425	0	0	0	0
非经常项目损益 (823)	5520	1500	2000	2000	2000
除税前利润	3934	22011	26324	45735	63768
所得税	1431	4537	5494	9842	13809
少数股东损益	29	(1)	(154)	(268)	(373)
归属普通股股东净利润	2474	17475	20984	36161	50332
EPS(元)	0.10	0.70	0.84	1.44	2.01

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	-15%	-3%	33%	36%	23%
营业利润	-74%	177%	63%	87%	42%
净利润	-87%	606%	20%	72%	39%
获利能力					
毛利率	17.0%	21.2%	21.4%	22.1%	22.8%
净利率	0.9%	6.4%	5.8%	7.4%	8.3%
ROE	1.7%	10.7%	11.4%	16.9%	19.8%
ROIC	2.2%	7.5%	10.2%	15.1%	18.1%
偿债能力					
资产负债率	47.4%	49.3%	50.6%	52.6%	52.5%
净负债比率	8.6%	8.6%	5.8%	4.8%	4.1%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.7	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.5	4.5	5.5	5.5	5.3
应收帐款周转率	8.2	8.7	9.6	9.7	9.3
应付帐款周转率	3.6	3.7	3.9	4.0	3.8
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.70	0.84	1.44	2.01
每股经营现金	-0.18	1.65	1.30	1.96	2.38
每股净资产	5.76	6.54	7.36	8.55	10.12
每股股利	0.02	0.02	0.25	0.43	0.60
估值比率					
PE	486.8	69.3	57.7	33.5	24.0
PB	8.4	7.4	6.6	5.6	4.8
EV/EBITDA	148.4	58.4	41.0	27.2	20.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。