

# 4Q24: 大家电和汽车业务强劲增长推动利润超预期

华泰研究

2025年3月19日 | 中国香港

年报点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

71.20

研究员 **黄乐平, PhD**  
 SAC No. S0570521050001 huangleping@htsc.com  
 SFC No. AUZ066 +(852) 3658 6000

研究员 **谢春生**  
 SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com  
 SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 **陈旭东**  
 SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com  
 SFC No. BPH392 +(86) 21 2897 2228

研究员 **黄礼悦**  
 SAC No. S0570523070007 andrewhuang@htsc.com  
 SFC No. BRH099 +(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(港币)	71.20
收盘价(港币 截至3月18日)	57.65
市值(港币百万)	1,447,689
6个月平均日成交额(港币百万)	7,599
52周价格范围(港币)	14.36-58.70
BVPS(人民币)	7.52

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

小米 4Q24 收入同比增长 48.8%，超华泰预期 3.9%，毛利润高于预期 3.3%，三项费用（研发、销售、行政）在控费下低于预期 2%，推动调整后的营业利润（毛利-三项费用）同比增长至 58 亿（+111%yoy），超华泰预测 22%。4Q24 的主要亮点包括：1) 大家电推动 IoT 收入同比 52% 增长，2) 汽车毛利率继续上升至 20.6%。我们认为小米的汽车，大家电业务仍处于份额扩张的早期，是未来股价主要驱动。基于 SOTP 估值法上调公司目标价到 71.2 港币，包含手机 xAIoT（44 港币），汽车（27.2 港币）。维持“买入”。

### 亮点#1: 大家电业务投入发力，推动 IoT 业务收入实现 51.7% 同比增长

小米 IoT 业务 4Q 收入在大家电驱动下同增 51.7% 至 309 亿元。管理层在 4Q24 电话会表示，公司从 23 年开始加大对该业务的能力建设，25 年有望保持高速增长。我们测算 2023 年海尔、格力、美的空冰洗业务收入超过 5500 亿，小米 24 年收入不足其 4%，成长空间较大。我们认为 2025 年公司 IoT 业务在大家电等业务带动下国内海外持续增长，驱动 2025 年 IoT 业务收入同比增长 24%，毛利率同比提升 2pct 到 22.3%。

### 亮点#2: 汽车毛利率再创新高，亏损进一步收窄

小米汽车 4Q24 实现收入 167 亿元，交付 7 万台，均价 23.4 万元，汽车产品销售收入 163 亿元，其他相关收入 3.7 亿元。毛利率 20.6%，环比提升 3.5pp，主因公司汽车业务的快速起量以及对供应链强大的议价能力，亏损 7 亿元。展望 2025，我们预计 SUV YU7 或于年中发布，更多车型或共同推动汽车销量增长，预计 SUV 平均单价高于 SU7，25 年销量达到 40 万台，实现收入 1000 亿，在规模效应带动下全年净利润盈亏平衡。

### 亮点#3: 手机业务 ASP 上升，显示公司整体品牌力提升

小米手机业务 4Q24 实现收入 513 亿人民币，同比增长 16%。小米手机 ASP 在第四季度同比上升 10%，达到每部 1,202.4 元人民币。毛利率达 12%，环比上升，结束了连续前三个季度的下滑。这主要是由于高端智能手机出货的增加叠加零部件成本的下降。展望 2025，我们预计公司全年出货量 1.8 亿台，同比增长 9.5%，市占率提升 1 个百分点，高端化下毛利率回升至 13%。

### 提高目标价至 71.2 港币，维持“买入”评级

反映汽车和家电业务强劲增长，我们上调小米 2025/26 年非 GAAP 口径下净利润人民币 5/9% 到 405/546 亿。考虑公司 IoT 业务及 AI 时代生态价值，提高基于 SOTP 估值法的目标价至 71.2 港币。（前值 55.1 港币，假设远期港币人民币汇率 0.92），其中包含我们对小米汽车业务每股 27.2 港币（前值：14.9 港币）。目标价对应 40 倍 2025 年目标 PE。维持“买入”评级。

风险提示：汽车进展不及预期；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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	270,970	365,906	483,631	599,472	704,596
+/-%	(3.24)	35.04	32.17	23.95	17.54
归属母公司净利润(人民币百万)	17,475	27,314	40,524	54,594	66,598
+/-%	606.34	56.30	48.36	34.72	21.99
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.69	1.09	1.61	2.17	2.65
ROE(%)	11.36	15.49	19.88	22.82	23.37
PE(倍)	67.16	48.76	32.87	24.40	20.00
PB(倍)	7.16	7.06	6.09	5.13	4.29
EV EBITDA(倍)	52.65	48.41	32.41	23.00	17.77

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：小米集团 - 盈利预测

(百万人民币)	1Q24 2Q24 3Q24 4Q24					% diff
	A	A	A	A	(Huatai)	
营业收入	75,507	88,888	92,507	109,005	104,960	3.9%
	27%	32%	30%	49%	43%	
营业成本	(58,677)	(70,494)	(73,625)	(86,550)	(83,231)	
毛利	16,830	18,394	18,881	22,455	21,728	3.3%
销售费用	(5,481)	(5,899)	(6,280)	(7,729)	(7,308)	5.8%
管理费用	(1,523)	(1,183)	(1,415)	(1,480)	(1,669)	-11.3%
研发费用	(5,159)	(5,498)	(5,957)	(7,437)	(7,993)	-7.0%
毛利润 - 三费	4,666	5,815	5,229	5,809	4,759	22.1%
其他投资等收益	(983)	74	812	3,081	1,721	79.0%
营业利润	3,683	5,889	6,041	8,890	6,480	37.2%
	-38%	46%	21%	76%	28%	
营业外收入(支出)	1,539	791	776	518	(20)	
税前收益	5,222	6,679	6,817	9,408	6,460	45.6%
	-5%	35%	16%	65%	13%	
所得税	(1,049)	(1,610)	(1,477)	(412)	(1,152)	
归母净利润 (non-GAAP)	6,491	6,175	6,252	8,396	6,492	29.3%
	101%	20%	4%	71%	32%	
扣除造车费用non-GAAP归母净利润	8,991	7,796	7,752	8,976	7,472	20.1%
	107%	17%	-3%	15%	-4%	
<b>比率分析</b>						<b>Pct</b>
毛利率	22.3%	20.7%	20.4%	20.6%	20.7%	-0.10
销售费用	7.3%	6.6%	6.8%	7.1%	7.0%	0.13
管理费用	2.0%	1.3%	1.5%	1.4%	1.6%	-0.23
研发费用	6.8%	6.2%	6.4%	6.8%	7.6%	-0.79
营业利润率	4.9%	6.6%	6.5%	8.2%	6.2%	1.98
non-gaap净利率	8.6%	6.9%	6.8%	7.7%	6.2%	1.52

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：小米集团 - 盈利分部预测

(人民币 百万元)	1Q24 2Q24 3Q24 4Q24					% diff
	A	A	A	A	(Huatai)	
总收入	75,507	88,888	92,507	109,005	104,960	3.9%
智能手机	46,480	46,516	47,452	51,311	48,619	5.5%
智能手机出货量 (百万台)	41	42	43	43	43	-
ASP (元)	1,140	1,101	1,110	1,202	1,139	5.5%
IoT和生活消费品	20,374	26,760	26,102	30,868	30,000	2.9%
互联网服务	8,048	8,266	8,463	9,339	9,000	3.8%
汽车		6,369	9,697	16,688	16,548	0.8%
汽车出货量 (万台)		2.7	3.98	7.0	6.8	2.7%
其他收入	605	977	792	800	792	1.0%
同比增速	27%	32%	30%	49%	43%	
智能手机	33%	27%	14%	16%	10%	
IoT和生活消费品	21%	20%	26%	52%	47%	
互联网服务	14.5%	11.0%	9.1%	18.5%	14.2%	
汽车						
其他收入	-4%	-8%	-3%	2%	1%	
毛利	16,830	18,394	18,881	22,455	21,728	3.3%
智能手机	6,879	5,649	5,548	6,178	5,834	5.9%
IoT和生活消费品	4,047	5,284	5,418	6,343	6,000	5.7%
互联网服务	5,975	6,473	6,555	7,144	6,750	5.8%
汽车		980	1,660	3,433	3,144	9.2%
其他收入	-72	9	-299	-643	(0)	
毛利率%	22.3%	20.7%	20.4%	20.6%	20.7%	-0.10
智能手机	14.8%	12.1%	11.7%	12.0%	12.0%	0.04
IoT和生活消费品	19.9%	19.7%	20.8%	20.5%	20.0%	0.55
互联网服务	74.2%	78.3%	77.5%	76.5%	75.0%	1.50
汽车		15.4%	17.1%	20.6%	19.0%	1.57
其他收入	-11.9%	0.9%	-37.8%	-80.3%	0.0%	

资料来源：Wind，华泰研究预测

图3：小米集团 - 盈利预测

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	% diff	% diff
营业收入	270,970	365,906	483,631	599,472	704,596	479,358	592,886	1%	1%
营业成本	-3%	35%	32%	24%	18%	32%	24%		
毛利	57,476	76,560	106,008	135,666	161,630	102,899	129,043	3%	5%
销售费用	(19,227)	(25,390)	(32,645)	(39,565)	(45,446)	(32,357)	(39,130)	1%	1%
管理费用	(5,127)	(5,601)	(7,254)	(8,692)	(9,864)	(7,190)	(8,597)	1%	1%
研发费用	(19,098)	(24,050)	(30,952)	(37,167)	(42,276)	(30,679)	(36,759)	1%	1%
毛利 - 三费		21,519	35,157	50,241	64,043	32,673	44,556		
其他投资等收益		2,984	2,503	2,703	2,884	(3,097)	(3,664)		
营业利润	20,009	24,503	37,659	52,944	66,928	35,770	48,221	5%	10%
营业外收入(支出)	610%	22%	54%	41%	26%	62%	35%		
税前收益	2,002	3,624	1,941	3,339	5,260	2,256	3,431		
所得税	22,011	28,127	39,600	56,283	72,188	38,026	51,652	4%	9%
归母净利润 (non-GAAP)	460%	28%	41%	42%	28%	7,985	(10,847)		
扣除非经常性损益non-GAAP归母净利润	19,274	27,314	40,524	54,594	66,598	38,497	50,160	5%	9%
毛利率	126%	42%	48%	35%	22%	52%	30%		
扣除非经常性损益non-GAAP归母净利润	26,274	33,514	40,524	45,844	49,598	37,497	41,410	8%	11%
扣除非经常性损益non-GAAP归母净利润	128%	28%	21%	13%	8%	17%	10%		
<b>比率分析</b>									
毛利率	21.2%	20.9%	21.9%	22.6%	22.9%	21.5%	21.8%	0.45	0.87
销售费用	7.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.5%	6.8%	6.6%	0.00	-
管理费用	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	-	0.00
研发费用	7.0%	6.6%	6.4%	6.2%	6.0%	6.4%	6.2%	-	0.00
营业利润率	7.4%	6.7%	7.8%	8.8%	9.5%	7.5%	8.1%	0.32	0.70
non-gaap净利率	7.1%	7.5%	8.4%	9.1%	9.5%	8.0%	8.5%	0.35	0.65

资料来源：Wind，华泰研究预测

图4：小米集团 - 盈利分部预测

(人民币 百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	% diff	% diff
总收入	270,970	365,906	483,631	599,472	704,596	479,358	592,886	1%	1%
智能手机	157,461	191,759	213,944	231,884	238,768	213,944	231,884	0%	0%
智能手机出货量(百万台)	146	168	184	198	204	184	198	0%	0%
ASP(元)	1,079	1,138	1,160	1,170	1,170	1,160	1,170	0%	0%
IoT和生活消费品	80,108	104,104	128,807	148,293	168,341	125,470	142,755	3%	4%
互联网服务	30,107	34,115	37,642	40,992	44,119	36,714	39,953	3%	3%
汽车		32,754	100,000	175,000	250,000	100,000	175,000	0%	0%
汽车出货量(万台)		14	40	70	100	40	70	0%	0%
其他收入	3,294	3,174	3,238	3,302	3,368	3,229	3,294	0%	0%
同比增速	-3%	35%	32%	24%	18%	32%	24%		
智能手机	-6%	22%	12%	8%	3%	13%	8%		
IoT和生活消费品	0%	30%	24%	15%	14%	22%	14%		
互联网服务	6%	13%	10%	9%	8%	9%	9%		
汽车			205%	75%	43%	207%	75%		
其他收入	-30%	-4%	2%	2%	2%	2%	2%		
毛利	57,476	76,560	106,008	135,666	161,630	102,899	129,043		
智能手机	22,981	24,254	27,813	33,623	37,009	28,882	33,623		
IoT和生活消费品	13,079	21,092	28,673	34,494	39,157	25,218	28,692		
互联网服务	22,334	26,147	29,361	32,384	35,295	28,637	31,563		
汽车		6,073	20,000	35,000	50,000	20,000	35,000		
其他收入	-917	-1,006	162	165	168	161	165		
毛利率%	21.2%	20.9%	21.9%	22.6%	22.9%	21.5%	21.8%		
智能手机	14.6%	12.6%	13.0%	14.5%	15.5%	13.5%	14.5%	-0.50	-
IoT和生活消费品	16.3%	20.3%	22.3%	23.3%	23.3%	20.1%	20.1%	2.16	3.16
互联网服务	74.2%	76.6%	78.0%	79.0%	80.0%	78.0%	79.0%	-	-
汽车		18.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-	-
其他收入	-27.8%	-31.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%		

资料来源：Wind，华泰研究预测

图5：家电业务测算

亿人民币	空调	冰箱	洗衣机	合计
格力	1512.17	12.01	12.01	
美的	1611.11	269.38	269.38	
海尔	456.6	816.41	612.72	
合计	3579.88	1097.8	894.11	5571.79

注释：使用2023年收入数字，假设冰箱，洗衣机占美的的消费电器30%，20%，占格力生活电器30%，30%

资料来源：华泰研究预测

## 估值方法

我们基于 SOTP 估值方法得到目标价 71.2 港币（前值：55.1 港币），基于远期港币兑人民币汇率为 1:0.92，对应 40 倍 2025 年预测 PE。维持“买入”评级。

- 1) 我们维持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 44 港币（我们目标估值的 62%，前值 40.2 港币，占 72.8%），相比 Wind 一致预期可比公司均值（21 倍 2025 年预测 PE）有所溢价，主因家电等 IoT 业务增速较快，且我们看好小米完整的生态在 AI 时代价值。
- 2) 我们给予智能汽车业务 2.5 倍 2027 年预测 PS（前值 2 倍 2026 年预测 PS），对应每股 27.2 港币（我们目标估值的 38%，前值每股 14.9 港币，目标估值的 27.2%），估值倍数高出 Wind 一致预期可比公司均值（0.97 倍 2026 年预测 PS），主因我们看到公司在北京等地新工厂建设进展顺利，后续产能逐步释放推动汽车业务快速增长，且 SU7 Ultra 销售的成功体现出公司在豪华车水平的能力，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6：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)	383,631	10.5%	40,418	P/E	25.0	1,010,457
汽车业务 (2027E)	250,000	5.0%	12,500	P/S	2.5	625,000
总计市值						1,635,457
发行股数						24,955
价格 (人民币 元)						65.5
价格 (港币 元)						71.2

注：汇率为 HKD1=RMB0.92

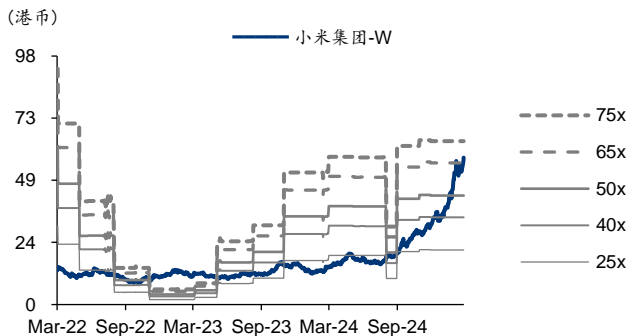
资料来源：华泰研究预测

图表7：可比公司估值表（2025 年 3 月 18 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
<b>智能手机</b>									
AAPL US	苹果 (APPLE)	32147.24	6.11	7.32	35.02	29.24			
688036 CH	传音控股	1110.13	4.77	5.60	20.43	17.37			
603486 CH	科沃斯	375.50	1.98	2.48	33.04	26.34			
688169 CH	石头科技	471.51	11.89	12.42	21.47	20.55			
600690 CH	海尔智家	2620.65	2.04	2.31	13.71	12.08			
0700 HK	腾讯控股	49657.43	20.15	22.65	24.70	21.98			
9988 HK	阿里巴巴-W	27248.70	3.95	6.88	33.40	19.17			
					<b>25.97</b>	<b>20.96</b>			
<b>智能汽车</b>									
9868 HK	小鹏汽车-W	1807.33	-3.18	-0.35	-29.88	-275.25	3.84	1.94	1.40
2015 HK	理想汽车-W	2380.91	4.03	5.31	27.84	21.12	1.48	1.17	0.92
9866 HK	蔚来-SW	858.44	-9.82	-7.74	-4.22	-5.35	1.14	0.74	0.59
							<b>2.15</b>	<b>1.28</b>	<b>0.97</b>

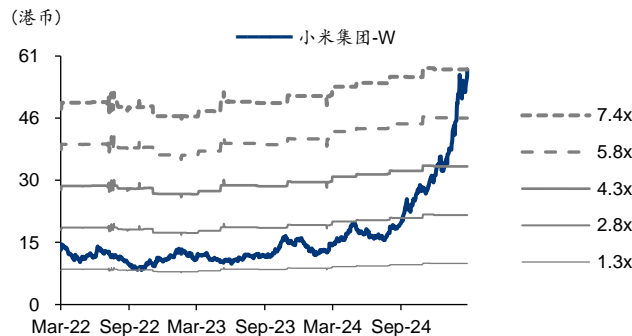
资料来源：Wind，华泰研究

图表8: 小米集团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表9: 小米集团-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

### 风险提示

**汽车进展不及预期。**小米当前汽车进展顺利，市场预期较高，但竞争激烈。若汽车工厂产能落地或销售不及预期可能带来下行风险。

**智能手机进展不及预期。**智能手机全球当前需求较弱，且竞争激烈，整体地缘政治对品牌展业也有影响，如市占率提升不及预期可能带来下行风险。

**宏观经济下行。**若宏观经济波动影响公司终端硬件业务需求，或软件业务客户广告投放意愿，可能对公司盈利预测产生下行风险。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	483,631	599,472	704,596
销售成本	(213,494)	(289,346)	(377,622)	(463,806)	(542,966)
<b>毛利润</b>	<b>57,476</b>	<b>76,560</b>	<b>106,008</b>	<b>135,666</b>	<b>161,630</b>
销售及分销成本	(19,227)	(25,390)	(32,645)	(39,565)	(45,446)
管理费用	(5,127)	(5,601)	(7,254)	(8,692)	(9,864)
其他收入/支出	(24,144)	(27,035)	(33,456)	(39,869)	(45,161)
财务成本净额	2,002	3,624	1,941	3,339	5,260
应占联营公司利润及亏损	46.00	277.00	366.00	453.00	533.00
<b>税前利润</b>	<b>22,011</b>	<b>28,127</b>	<b>39,600</b>	<b>56,283</b>	<b>72,188</b>
税费开支	(4,537)	(4,548)	(8,316)	(11,820)	(15,160)
少数股东损益	(0.98)	(79.68)	(105.71)	(150.25)	(192.71)
<b>归母净利润</b>	<b>17,475</b>	<b>27,314</b>	<b>40,524</b>	<b>54,594</b>	<b>66,598</b>
折旧和摊销	(4,836)	(3,707)	(3,935)	(4,290)	(4,776)
EBITDA	24,845	28,210	41,594	57,234	71,704
EPS (人民币, 基本)	0.70	1.09	1.61	2.17	2.65

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	44,423	62,510	69,565	85,709	100,383
应收账款和票据	9,937	14,589	17,549	21,702	25,417
现金及现金等价物	86,429	34,899	41,903	73,273	114,985
其他流动资产	19,118	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总流动资产</b>	<b>199,053</b>	<b>225,709</b>	<b>245,871</b>	<b>305,167</b>	<b>372,095</b>
固定资产	13,721	18,088	21,980	26,456	31,603
无形资产	18,608	8,153	9,855	10,946	11,335
其他长期资产	88,959	88,959	89,325	89,778	1,352
<b>总长期资产</b>	<b>121,288</b>	<b>115,200</b>	<b>121,160</b>	<b>127,180</b>	<b>44,290</b>
<b>总资产</b>	<b>324,247</b>	<b>403,155</b>	<b>428,912</b>	<b>493,775</b>	<b>566,239</b>
应付账款	87,713	98,281	104,335	128,548	150,556
短期借款	6,183	13,327	13,327	13,327	13,327
其他负债	15,943	15,943	15,943	15,943	15,943
<b>总流动负债</b>	<b>115,588</b>	<b>175,385</b>	<b>181,439</b>	<b>205,653</b>	<b>227,661</b>
长期债务	21,674	17,276	17,276	17,276	17,276
其他长期债务	18,463	21,756	11,333	11,196	11,025
<b>总长期负债</b>	<b>44,398</b>	<b>39,032</b>	<b>28,609</b>	<b>28,472</b>	<b>28,301</b>
股本	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
储备/其他项目	235,219	259,961	290,088	330,874	381,501
股东权益	163,995	188,738	218,864	259,650	310,277
少数股东权益	266.28	467.00	366.00	229.00	59.00
<b>总权益</b>	<b>164,262</b>	<b>189,205</b>	<b>219,230</b>	<b>259,879</b>	<b>310,336</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	67.16	48.76	32.87	24.40	20.00
PB	7.16	7.06	6.09	5.13	4.29
EV EBITDA	52.65	48.41	32.41	23.00	17.77
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.25	2.24	2.03	3.46	4.19

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	24,845	28,210	41,594	57,234	71,704
融资成本	(2,002)	(3,624)	(1,941)	(3,339)	(5,260)
营运资本变动	23,512	6,947	(3,961)	3,916	3,619
税费	(4,537)	(4,548)	(8,316)	(11,820)	(15,160)
其他	(517.76)	(26,984)	8,040	9,575	11,223
<b>经营活动现金流</b>	<b>41,300</b>	<b>0.00</b>	<b>35,416</b>	<b>55,566</b>	<b>66,127</b>
CAPEX	(986.95)	(1,333)	(2,753)	(4,012)	(5,420)
其他投资活动	0.00	3,293	(10,423)	(137.00)	88,788
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35,169)</b>	<b>0.00</b>	<b>(13,176)</b>	<b>(4,149)</b>	<b>83,368</b>
债务增加量	0.00	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	2,002	3,624	1,941	3,339	5,260
<b>融资活动现金流</b>	<b>(504.97)</b>	<b>0.00</b>	<b>1,941</b>	<b>3,339</b>	<b>5,260</b>
现金变动	5,626	0.00	24,181	54,756	154,755
年初现金	57,482	86,429	0.00	24,181	78,938
汇率波动影响	397.58	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>86,429</b>	<b>0.00</b>	<b>24,181</b>	<b>78,938</b>	<b>233,692</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	(3.24)	35.04	32.17	23.95	17.54
毛利润	20.81	33.20	38.46	27.98	19.14
营业利润	610.55	22.46	46.76	33.91	22.32
净利润	606.34	56.30	48.36	34.72	21.99
EPS	606.34	54.54	48.36	34.72	21.99
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	21.21	20.92	21.92	22.63	22.94
EBITDA	9.17	7.71	8.60	9.55	10.18
净利率	6.45	7.46	8.38	9.11	9.45
ROE	11.36	15.49	19.88	22.82	23.37
ROA	5.85	7.51	9.74	11.83	12.57
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(35.72)	(2.28)	(5.16)	(16.43)	(27.20)
流动比率	1.72	1.29	1.36	1.48	1.63
速动比率	1.34	0.93	0.97	1.07	1.19
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.91	1.01	1.16	1.30	1.33
应收账款周转天数	14.44	12.07	11.96	11.79	12.04
应付账款周转天数	134.26	115.71	96.58	90.38	92.53
存货周转天数	79.98	66.52	62.96	60.26	61.69
现金转换周期	(39.85)	(37.12)	(21.66)	(18.33)	(18.80)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.70	1.09	1.61	2.17	2.65
每股净资产	6.61	7.52	8.72	10.34	12.36

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、谢春生、陈旭东、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](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、谢春生、陈旭东、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，了解来自或与所述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