

# 发挥规模和品类优势，吸收存储超级周期影响

华泰研究

2025 年 11 月 19 日 | 中国香港

季报点评

消费电子

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

53.80

黄乐平, PhD

研究员

SAC No. S0570521050001  
SFC No. AUZ066leping.huang@htsc.com  
+(852) 3658 6000

陈旭东

研究员

SAC No. S0570521070004  
SFC No. BPH392chenxudong@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

于可熠

研究员

SAC No. S0570525030001  
SFC No. BVF938yukeyi@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

|                       |             |
|-----------------------|-------------|
| 收盘价 (港币 截至 11 月 18 日) | 40.78       |
| 市值 (港币百万)             | 1,061,999   |
| 6 个月平均日成交额 (港币百万)     | 8,153       |
| 52 周价格范围 (港币)         | 26.80-61.45 |

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

| 会计年度 (人民币)    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万)     | 365,906 | 475,076 | 578,693 | 702,848 |
| +/-%          | 35.04   | 29.84   | 21.81   | 21.45   |
| 归属母公司净利润 (百万) | 27,314  | 43,396  | 48,217  | 62,391  |
| +/-%          | 41.72   | 58.88   | 11.11   | 29.40   |
| EPS (最新摊薄)    | 1.05    | 1.67    | 1.85    | 2.40    |
| ROE (%)       | 15.49   | 10.53   | 7.34    | 8.82    |
| PE (倍)        | 35.75   | 22.50   | 20.25   | 15.65   |
| PB (倍)        | 5.17    | 1.54    | 1.44    | 1.33    |
| EV EBITDA (倍) | 20.40   | 11.29   | 10.15   | 7.38    |
| 股息率 (%)       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

小米发布 3Q25 业绩, 总收入同比增长 22%到 1,131 亿元, 符合我们此前预期; 经调整净利润同比增长 80.9%至人民币 113.1 亿元, 超彭博一致预期 12.6%。通过这次业绩会, 我们认为, 存储超级周期是影响小米 2026 年股价和业绩表现的重要变量。和其他手机厂商相比, 小米在 1) 手机出货量市场规模 (全球第三)、2) 高端手机占比、3) 家电等受存储影响较小的非手机业务的规模上具有明显优势, 抗行业周期能力较强。我们下调公司 2026/2027 年盈利预测, 反映存储涨价对手机业务的影响, 继续看好公司在智能电动车和智能家电的发展机遇。我们下调公司目标价至 53.8 港币 (前值: 65.4 港币), 包含非汽车 (34.43 港币), 汽车 (19.35 港币)。维持“买入”评级。

### 智能手机/IoT/互联网业务: 产品高端化战略部分抵消存储涨价影响

三季度, 1) 公司智能手机出货量 4330 万台 (+0.5%yoy), 全球市场份额 13.6% (同比基本持平), 毛利率同比-0.6pp 至 11.1%, 在存储涨价大背景下显示韧性。2) IoT 业务收入+5.6%yoy 至 276 亿元, 毛利率提升 1.4pp 至 23.9%。3) 互联网业务保持稳定增长, 收入+10.8%yoy 至 94 亿元, 毛利率维持 76.9%的高水平。展望 4Q 和 2026, 我们认为存储涨价会对公司手机业务的出货量, 产品单价和毛利率等造成一定影响。如上所述, 我们认为, 小米能够发挥其规模和产品组合上的优势, 部分吸收存储涨价带来的影响, 保持利润稳定。我们下调公司 2026 年手机出货量预测到 1.65 亿台 (前值: 1.82 亿台)、毛利率 10.7% (前值: 12%)

### 汽车业务: 汽车业务从 3Q25 开始进入盈利期

3Q25 汽车交付量通过技改达到 10.9 万辆的新高, 公司预计 11 月将完成超 35 万台年度交付目标。汽车 3Q 收入环比+37%至 259 亿元, 毛利率同比提升 8.4pp 至 25.5%, 表现亮眼。受益于汽车高端化战略及产能逐步爬坡, 3Q25 汽车业务首次盈利。展望 2026 年, 我们看好公司盈利能力继续提升, 维持 2026 年汽车出货量 70 万台不变, 并看好 27 年后出海有望成为小米汽车品牌新成长驱动点。

### 盈利预测与估值

考虑到行业整体存储涨价或抑制换机需求, 我们下调 2025-2027 年营业收入预测 0.3%/2.3%/1.9%, 下调 2025-2027 Non-GAAP 归母净利润预测 1.6%/7.6%/4.3%至 434.0/482.2/624.0 亿元。基于 SOTP 估值法, 我们下调目标价到 53.8 港币 (前值: 65.4 港币, 假设远期港币人民币汇率 0.92), 目标价对应 27 倍 2026 年 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。

图表1：小米集团 – 盈利预测

| (百万人民币)             |       |         |         |         |          |          |           |           |           |           |           |           |           |        |        |        |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|
|                     |       | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25     | 1Q26     | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 2025E     | 2026E     | 2027E     | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|                     |       | A       | A       | A       | E        | E        | A         | E         | E         | E         | 旧值        | 旧值        | 旧值        | 差值     | 差值     | 差值     |
| 营业收入                |       | 111,293 | 115,956 | 113,121 | 134,706  | 138,149  | 365,906   | 475,076   | 578,693   | 702,848   | 476,633   | 592,572   | 716,647   | -0.3%  | -2.3%  | -1.9%  |
|                     | % YoY | 47.40%  | 30.45%  | 22.28%  | 23.58%   | 24.13%   | 35.04%    | 29.84%    | 21.81%    | 21.45%    | 30.26%    | 24.32%    | 20.94%    |        |        |        |
| 营业成本                |       | -85,887 | -89,855 | -87,185 | -104,586 | -107,078 | (289,346) | (367,513) | (446,257) | (536,593) | (368,250) | (453,931) | (544,260) |        |        |        |
| 毛利                  |       | 25,406  | 26,101  | 25,936  | 30,120   | 31,071   | 76,560    | 107,563   | 132,436   | 166,255   | 108,384   | 138,640   | 172,387   |        |        |        |
| 销售费用                |       | -7,200  | -7,778  | -8,310  | -9,895   | -10,148  | (25,390)  | (33,183)  | (39,930)  | (48,496)  | (31,188)  | (38,181)  | (45,459)  |        |        |        |
| 管理费用                |       | -1,530  | -1,627  | -1,848  | -2,201   | -2,257   | (5,601)   | (7,206)   | (7,523)   | (9,137)   | (6,657)   | (8,276)   | (10,009)  |        |        |        |
| 研发费用                |       | -6,712  | -7,763  | -9,059  | -11,310  | -10,208  | (24,050)  | (34,844)  | (42,444)  | (52,253)  | (31,886)  | (40,235)  | (49,377)  |        |        |        |
| 毛利固 - 三费            |       | 9,964   | 8,932   | 6,719   | 6,714    | 8,458    | 21,519    | 32,329    | 42,539    | 56,368    | 38,653    | 51,948    | 67,543    | -16.4% | -18.1% | -16.5% |
|                     | % YoY | 114%    | 54%     | 28%     | 16%      | -15%     | 53%       | 50%       | 32%       | 33%       | 80%       | 34%       | 30%       |        |        |        |
| 其他投资等收益             |       | 3,161   | 4,504   | 8,391   | 500      | 500      | 2,984     | 16,557    | 9,770     | 13,163    | 8,665     | 2,703     | 2,884     |        |        |        |
| 营业利润                |       | 13,125  | 13,437  | 15,110  | 7,214    | 8,958    | 24,503    | 48,886    | 52,310    | 69,532    | 47,318    | 54,651    | 70,427    | 3.3%   | -4.3%  | -1.3%  |
|                     | % YoY | 256%    | 128%    | 150%    | -19%     | -32%     | 22%       | 100%      | 7%        | 33%       | 93%       | 15%       | 29%       |        |        |        |
| 营业外收入 (支出)          |       | 43      | 966     | (154)   | (154)    | (154)    | 3,624     | 700       | 700       | 700       | 3,009     | 3,009     | 3,009     |        |        |        |
| 税前收益                |       | 13,168  | 14,403  | 14,956  | 7,059    | 8,804    | 28,127    | 49,585    | 53,009    | 70,232    | 50,327    | 57,659    | 73,435    | -1.5%  | -8.1%  | -4.4%  |
|                     | % YoY | 152%    | 116%    | 119%    | -25%     | -33%     | 28%       | 76%       | 7%        | 32%       | 79%       | 15%       | 27%       |        |        |        |
| 所得税                 |       | (2,492) | (3,572) | (3,645) | (346)    | (1,589)  | (4,548)   | (8,778)   | (9,384)   | (12,432)  | (8,802)   | (10,084)  | (12,843)  |        |        |        |
| 归母净利润 (non-GAAP)    |       | 10,676  | 10,831  | 11,311  | 6,713    | 7,215    | 27,314    | 43,396    | 48,217    | 62,391    | 44,100    | 52,167    | 65,184    | -1.6%  | -7.6%  | -4.3%  |
|                     | % YoY | 64%     | 75%     | 81%     | -19%     | -32%     | 42%       | 59%       | 11%       | 29%       | 61%       | 18%       | 25%       |        |        |        |
| 稀释每股收益 (Non-GAAP,元) |       | 0.41    | 0.42    | 0.43    | 0.26     | 0.28     | 1.05      | 1.67      | 1.85      | 2.40      | 1.69      | 2.00      | 2.50      |        |        |        |
|                     |       |         |         |         |          |          | 44%       | 59%       | 11%       | 29%       | 61%       | 18%       | 25%       |        |        |        |
| 扣除非费用non-GAAP归母净利润  |       | 11,176  | 11,131  | 11,511  | 6,863    | 7,415    | 33,514    | 40,680    | 41,217    | 52,391    | 43,269    | 52,367    | 65,184    |        |        |        |
|                     |       | 44%     | 23%     | 3%      | -38%     | -36%     | 29%       | 21%       | 1%        | 27%       | 29%       | 21%       | 24%       |        |        |        |
| 比率分析                |       |         |         |         |          |          |           |           |           |           |           |           |           |        |        |        |
| 毛利率                 |       | 22.8%   | 22.5%   | 22.9%   | 22.4%    | 22.5%    | 20.9%     | 22.6%     | 22.9%     | 23.7%     | 22.7%     | 23.4%     | 24.1%     | -0.1   | -0.5   | -0.4   |
| 销售费用                |       | 6.5%    | 6.7%    | 7.3%    | 7.3%     | 7.3%     | 6.9%      | 7.0%      | 6.9%      | 6.9%      | 6.5%      | 6.4%      | 6.3%      | 0.4    | 0.5    | 0.6    |
| 管理费用                |       | 1.4%    | 1.4%    | 1.6%    | 1.6%     | 1.6%     | 1.5%      | 1.5%      | 1.3%      | 1.3%      | 1.4%      | 1.4%      | 1.4%      | 0.1    | -0.1   | -0.1   |
| 研发费用                |       | 6.0%    | 6.7%    | 8.0%    | 8.4%     | 7.4%     | 6.6%      | 7.3%      | 7.3%      | 7.4%      | 6.7%      | 6.8%      | 6.9%      | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| 营业利润率               |       | 11.8%   | 11.6%   | 13.4%   | 5.4%     | 6.5%     | 6.7%      | 10.3%     | 9.0%      | 9.9%      | 9.9%      | 9.2%      | 9.8%      | 0.4    | -0.2   | 0.1    |
| 扣除非费用non-gasp净利率    |       | 10.0%   | 9.6%    | 10.2%   | 5.1%     | 5.4%     | 9.2%      | 8.6%      | 7.1%      | 7.5%      | 9.1%      | 8.8%      | 9.1%      | -0.5   | -1.7   | -1.8   |

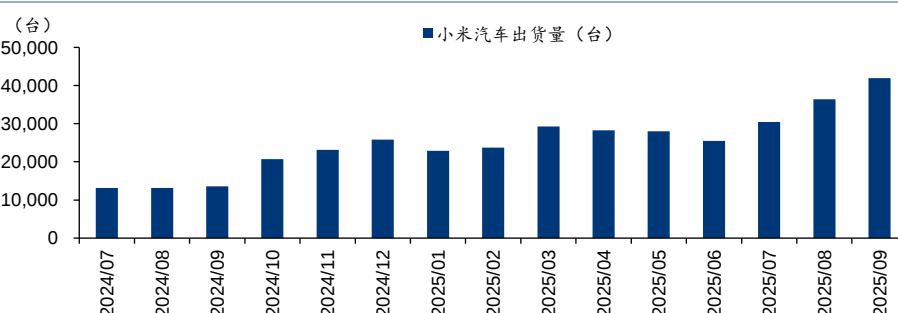
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：小米集团 – 盈利分部预测

| (人民币 百万元)     | 1Q25    | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25    | 1Q26    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
|               | A       | A       | A       | E       | E       | A       | E       | E       | E       | 旧值      | 旧值      | 旧值      | 差值    | 差值    | 差值    |
| 总收入           | 111,293 | 115,956 | 113,121 | 134,706 | 138,149 | 365,906 | 475,076 | 578,693 | 702,848 | 476,633 | 592,572 | 716,647 | 0%    | -2%   | -2%   |
| 智能手机          | 50,612  | 45,520  | 45,969  | 51,311  | 52,130  | 191,759 | 193,412 | 196,990 | 214,704 | 196,843 | 214,440 | 233,313 | -2%   | -8%   | -8%   |
| 智能手机出货量 (百万台) | 41.80   | 42.20   | 43.30   | 42.70   | 41.80   | 168     | 170     | 165     | 174     | 172.34  | 182.27  | 192.54  | -1.4% | -9.5% | -9.4% |
| ASP (元)       | 1,211   | 1,079   | 1,062   | 1,202   | 1,247   | 1,138   | 1,138   | 1,195   | 1,230   | 1,142   | 1,176   | 1,212   | -0.4% | 1.5%  | 1.5%  |
| IoT和生活消费品     | 32,339  | 38,712  | 27,552  | 35,498  | 37,190  | 104,104 | 134,102 | 151,614 | 171,692 | 133,957 | 151,614 | 171,692 | 0%    | 0%    | 0%    |
| 互联网服务         | 9,076   | 9,098   | 9,381   | 10,739  | 10,438  | 34,115  | 38,294  | 40,992  | 44,119  | 38,646  | 40,992  | 44,119  | -1%   | 0%    | 0%    |
| 汽车            | 18,580  | 21,263  | 29,010  | 35,897  | 37,344  | 32,754  | 104,750 | 184,578 | 267,813 | 103,440 | 181,778 | 263,775 | 1%    | 2%    | 2%    |
| 汽车出货量 (千台)    | 75.87   | 81.30   | 108.80  | 135.00  | 140.00  | 137     | 401     | 700     | 1,000   | 402     | 700     | 1,000   | 0%    | 0%    | 0%    |
| 其他收入          | 686     | 1,363   | 1,209   | 1,261   | 1,047   | 654     | 2,564   | 2,615   | 2,667   | 2,470   | 2,519   | 2,570   | 4%    | 4%    | 4%    |
| 同比增速          | 47%     | 30%     | 22%     | 24%     | 24%     | 35%     | 30%     | 22%     | 21%     | 30%     | 24%     | 21%     |       |       |       |
| 智能手机          | 9%      | -2%     | -3%     | 0%      | 3%      | 22%     | 1%      | 2%      | 9%      | 3%      | 9%      | 9%      |       |       |       |
| IoT和生活消费品     | 59%     | 45%     | 6%      | 15%     | 15%     | 30%     | 29%     | 13%     | 13%     | 29%     | 13%     | 13%     |       |       |       |
| 互联网服务         | 12.8%   | 10.1%   | 10.8%   | 15.0%   | 15.0%   | 13%     | 12%     | 7%      | 8%      | 13%     | 6%      | 8%      |       |       |       |
| 汽车            |         |         |         |         |         |         | 220%    | 76%     | 45%     | 216%    | 76%     | 45%     |       |       |       |
| 毛利            | 25,406  | 26,101  | 25,936  | 30,120  | 31,071  | 76,560  | 107,563 | 132,436 | 166,255 | 108,384 | 138,640 | 172,387 |       |       |       |
| 智能手机          | 6,283   | 5,220   | 5,096   | 5,131   | 5,213   | 24,254  | 21,730  | 21,147  | 24,122  | 22,581  | 25,672  | 29,098  |       |       |       |
| IoT和生活消费品     | 8,155   | 8,722   | 6,595   | 7,987   | 8,368   | 21,092  | 31,459  | 35,264  | 41,206  | 31,989  | 36,509  | 41,206  |       |       |       |
| 互联网服务         | 6,982   | 6,856   | 7,211   | 8,255   | 8,023   | 26,147  | 29,303  | 31,154  | 33,972  | 29,182  | 31,154  | 33,972  |       |       |       |
| 汽车            | 4,305   | 5,621   | 7,384   | 9,110   | 9,467   | 6,050   | 26,421  | 46,002  | 68,085  | 26,116  | 46,804  | 69,236  |       |       |       |
| 毛利率%          | 22.8%   | 22.5%   | 22.9%   | 22.4%   | 22.5%   | 20.9%   | 22.6%   | 22.9%   | 23.7%   | 22.7%   | 23.4%   | 24.1%   | -0.1  | -0.5  | -0.4  |
| 智能手机          | 12.4%   | 11.5%   | 11.1%   | 10.0%   | 10.0%   | 12.6%   | 11.2%   | 10.7%   | 11.2%   | 11.5%   | 12.0%   | 12.5%   | -0.2  | -1.2  | -1.2  |
| IoT和生活消费品     | 25.2%   | 22.5%   | 23.9%   | 22.5%   | 22.5%   | 20.3%   | 23.5%   | 23.3%   | 24.0%   | 23.9%   | 24.1%   | 24.0%   | -0.4  | -0.8  | 0.0   |
| 互联网服务         | 76.9%   | 75.4%   | 76.9%   | 76.9%   | 76.9%   | 76.8%   | 76.5%   | 76.0%   | 77.0%   | 75.5%   | 76.0%   | 77.0%   | 1.0   | 0.0   | 0.0   |
| 汽车            | 23.2%   | 26.4%   | 25.5%   | 25.4%   | 25.4%   | 18.5%   | 25.2%   | 24.9%   | 25.4%   | 25.2%   | 25.7%   | 26.2%   | 0.0   | -0.8  | -0.0  |

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：小米汽车月度出货量



资料来源：中国乘用车市场信息联席会，华泰研究

## 估值方法

我们基于 SOTP 估值方法得到目标价 53.8 港币，基于远期港币兑人民币汇率为 1:0.92，对应 27 倍 2026 年预测 PE。维持“买入”评级。

- 1) 我们下调对小米现有业务估值到 20.0 倍 2026 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 34.43 港币（前值：46.37 港币，对应 21.2 倍 2026 年预测 PE），我们目标估值的 64%，相比 Wind 一致预期可比公司均值（18.95 倍 2026 年预测 PE）有所溢价，主因我们看好小米完整的生态在 AI 时代价值。
- 2) 我们维持智能汽车业务 2.5 倍 2026 年预测 PS，对应每股 19.35 港币（前值：19.06 港币），我们目标估值的 36%，估值倍数高出 Wind 一致预期可比公司均值（0.99 倍 2026 年预测 PS），主要考虑到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4：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（2026E） | 394,115 | 10.5% | 41,217 | P/E  | 20   | 824,345   |
| 汽车业务（2026E）         | 184,578 | -     | -      | P/S  | 2.5  | 463,290   |
| 总计市值                |         |       |        |      |      | 1,287,635 |
| 发行股数                |         |       |        |      |      | 26,025    |
| 价格（人民币 元）           |         |       |        |      |      | 49.5      |
| 价格（港币 元）            |         |       |        |      |      | 53.8      |

注：汇率为 HKD1=RMB0.92

资料来源：华泰研究预测

图表5：可比公司估值表

| 证券代码      | 可比公司       | 交易货币 | 收盘价<br>(元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) |       | PE (倍)  |         | PS    |       |
|-----------|------------|------|------------|----------|---------|-------|---------|---------|-------|-------|
|           |            |      |            |          | 2025E   | 2026E | 2025E   | 2026E   | 2025E | 2026E |
| 智能手机      |            |      |            |          |         |       |         |         |       |       |
| AAPL US   | 苹果 (APPLE) | USD  | 272.41     | 40252.26 | 8.08    | 8.76  | 33.72   | 31.11   |       |       |
| 688036 CH | 传音控股       | HKD  | 64.49      | 742.40   | 3.18    | 4.23  | 20.28   | 15.23   |       |       |
| 603486 CH | 科沃斯        | CNY  | 80.50      | 466.19   | 3.48    | 4.68  | 23.13   | 17.19   |       |       |
| 688169 CH | 石头科技       | CNY  | 159.51     | 413.30   | 6.86    | 12.07 | 23.25   | 13.22   |       |       |
| 600690 CH | 海尔智家       | CNY  | 26.57      | 2492.39  | 2.27    | 2.53  | 11.70   | 10.52   |       |       |
| 0700 HK   | 腾讯控股       | HKD  | 636.50     | 58206.46 | 24.18   | 28.07 | 26.32   | 22.67   |       |       |
| 9988 HK   | 阿里巴巴-W     | HKD  | 154.90     | 29568.30 | 5.56    | 6.83  | 27.87   | 22.68   |       |       |
|           |            |      |            |          |         |       | 23.75   | 18.95   |       |       |
| 智能汽车      |            |      |            |          |         |       |         |         |       |       |
| 9868 HK   | 小鹏汽车-W     | HKD  | 96.00      | 1833.38  | -0.73   | -0.73 | -130.97 | -130.97 | 1.97  | 1.32  |
| 2015 HK   | 理想汽车-W     | HKD  | 75.40      | 1614.23  | 2.88    | 2.88  | 26.17   | 26.17   | 1.06  | 0.80  |
| 9866 HK   | 蔚来-SW      | HKD  | 49.32      | 1203.84  | -6.52   | -6.52 | -7.56   | -7.56   | 1.17  | 0.84  |
|           |            |      |            |          |         |       |         |         | 1.40  | 0.99  |

注：数据截至 2025/11/17，预测数据来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

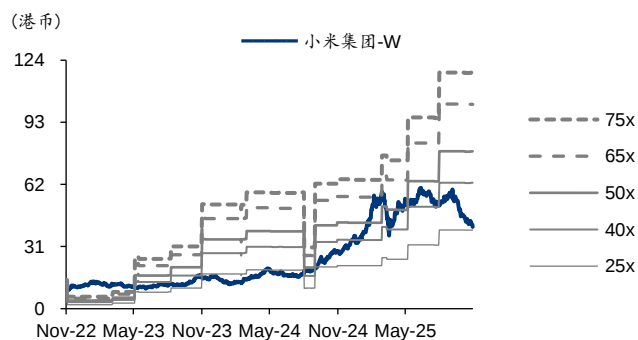
## 风险提示

**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。

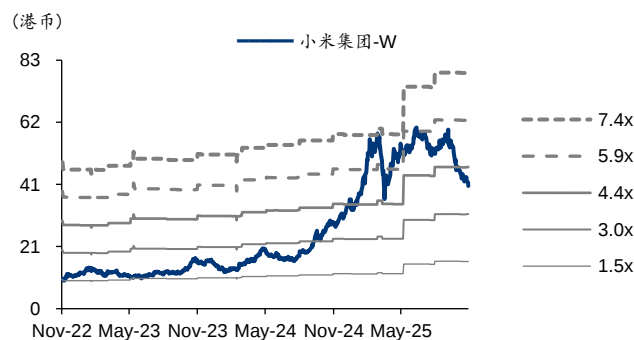
**宏观经济下行。**若宏观经济波动影响公司终端硬件业务需求，或软件业务客户广告投放意愿，可能对公司盈利预测产生下行风险。

图表6：小米集团-WPE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表7：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)  | 2023          | 2024          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 270,970       | 365,906       | 475,076        | 578,693        | 702,848        |
| 销售成本          | (213,494)     | (289,346)     | (367,513)      | (446,257)      | (536,593)      |
| <b>毛利润</b>    | <b>57,476</b> | <b>76,560</b> | <b>107,563</b> | <b>132,436</b> | <b>166,255</b> |
| 销售及分销成本       | (19,227)      | (25,390)      | (33,183)       | (39,930)       | (48,496)       |
| 管理费用          | (5,127)       | (5,601)       | (7,206)        | (7,523)        | (9,137)        |
| 其他收入/支出       | (22,437)      | (27,032)      | (37,512)       | (45,326)       | (63,285)       |
| 财务成本净额        | 2,002         | 3,624         | 700.00         | 699.00         | 700.00         |
| 应占联营公司利润及亏损   | 46.00         | 277.00        | 438.00         | 532.00         | 660.00         |
| <b>税前利润</b>   | <b>22,011</b> | <b>28,127</b> | <b>49,585</b>  | <b>53,009</b>  | <b>70,232</b>  |
| 税费开支          | (4,537)       | (4,548)       | (8,778)        | (9,384)        | (12,432)       |
| 少数股东损益        | (0.98)        | (79.68)       | (76.95)        | 0.00           | 0.00           |
| <b>归母净利润</b>  | <b>19,274</b> | <b>27,314</b> | <b>43,396</b>  | <b>48,217</b>  | <b>62,391</b>  |
| 折旧和摊销         | (4,836)       | (3,707)       | (3,931)        | (4,274)        | (4,758)        |
| EBITDA        | 24,845        | 28,210        | 52,816         | 56,584         | 74,290         |
| EPS (人民币, 基本) | 0.74          | 1.05          | 1.67           | 1.85           | 2.40           |

### 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         | 67,910         | 82,461         | 99,153           |
| 应收账款和票据      | 9,937          | 14,589         | 17,359         | 21,145         | 25,681           |
| 现金及现金等价物     | 86,429         | 460,473        | 460,473        | 486,027        | 522,172          |
| 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>663,484</b> | <b>714,331</b> | <b>780,039</b>   |
| 固定资产         | 13,721         | 18,088         | 32,984         | 50,278         | 70,096           |
| 无形资产         | 18,608         | 8,153          | 18,877         | 16,185         | 13,493           |
| 其他长期资产       | 88,959         | 88,959         | 89,397         | 89,929         | 90,589           |
| <b>总长期资产</b> | <b>121,288</b> | <b>115,200</b> | <b>141,258</b> | <b>156,392</b> | <b>174,178</b>   |
| <b>总资产</b>   | <b>324,247</b> | <b>403,155</b> | <b>853,135</b> | <b>918,584</b> | <b>1,001,419</b> |
| 应付账款         | 87,713         | 98,281         | 101,853        | 123,676        | 148,712          |
| 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>178,957</b> | <b>200,780</b> | <b>225,816</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         | 43,112         | 46,325         | 56,663           |
| <b>总长期负债</b> | <b>44,398</b>  | <b>39,032</b>  | <b>60,388</b>  | <b>63,601</b>  | <b>73,939</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        | 635,223        | 678,848        | 736,647          |
| 少数股东权益       | 266.28         | 467.00         | (76.95)        | 0.00           | 0.00             |
| <b>总权益</b>   | <b>164,262</b> | <b>189,205</b> | <b>635,146</b> | <b>678,848</b> | <b>736,647</b>   |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE           | 45.15 | 35.75 | 22.50 | 20.25 | 15.65 |
| PB           | 5.31  | 5.17  | 1.54  | 1.44  | 1.33  |
| EV EBITDA    | 37.97 | 20.40 | 11.29 | 10.15 | 7.38  |
| 股息率 (%)      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 自由现金流收益率 (%) | 4.47  | 3.09  | 3.81  | 4.85  | 6.24  |

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        | 52,816         | 56,584          | 74,290         |
| 融资成本           | (2,002)         | (3,624)       | (700.00)       | (699.00)        | (700.00)       |
| 营运资本变动         | 23,512          | 6,947         | (4,598)        | 3,486           | 3,808          |
| 税费             | (4,537)         | (4,548)       | (8,778)        | (9,384)         | (12,432)       |
| 其他             | (517.76)        | 7,975         | 2,774          | 4,759           | 4,631          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>41,300</b>   | <b>34,959</b> | <b>41,514</b>  | <b>54,746</b>   | <b>69,597</b>  |
| CAPEX          | (986.95)        | (1,333)       | (2,704)        | (3,873)         | (5,407)        |
| 其他投资活动         | (34,182)        | 3,293         | 21,356         | 3,213           | 10,338         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(35,169)</b> | <b>1,960</b>  | <b>18,652</b>  | <b>(659.96)</b> | <b>4,931</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         | 700.00         | 699.00          | 700.00         |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(504.97)</b> | <b>3,624</b>  | <b>700.00</b>  | <b>699.00</b>   | <b>700.00</b>  |
| 现金变动           | 5,626           | 40,543        | 60,866         | 54,785          | 75,229         |
| 年初现金           | 57,482          | 86,429        | 33,661         | 460,473         | 486,027        |
| 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>33,661</b> | <b>460,473</b> | <b>486,027</b>  | <b>522,172</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    | 29.84   | 21.81   | 21.45   |
| 毛利润               | 20.81   | 33.20    | 40.49   | 23.12   | 25.54   |
| 营业利润              | 610.55  | 22.46    | 99.51   | 7.00    | 32.92   |
| 净利润               | 127.03  | 41.72    | 58.88   | 11.11   | 29.40   |
| EPS               | 116.59  | 41.72    | 58.88   | 11.11   | 29.40   |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |         |          |         |         |         |
| 毛利润率              | 21.21   | 20.92    | 22.64   | 22.89   | 23.65   |
| EBITDA            | 9.17    | 7.71     | 11.12   | 9.78    | 10.57   |
| 净利润率              | 7.11    | 7.46     | 9.13    | 8.33    | 8.88    |
| ROE               | 12.53   | 15.49    | 10.53   | 7.34    | 8.82    |
| ROA               | 6.45    | 7.51     | 6.91    | 5.44    | 6.50    |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |         |          |         |         |         |
| 净负债比率 (%)         | (35.72) | (227.76) | (67.67) | (67.09) | (66.73) |
| 流动比率              | 1.72    | 1.29     | 3.71    | 3.56    | 3.45    |
| 速动比率              | 1.34    | 0.93     | 3.33    | 3.15    | 3.02    |

### 营运能力 (天)

| 总资产周转率 (次) | 0.91    | 1.01    | 0.76    | 0.65    | 0.73    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 应收账款周转天数   | 14.44   | 12.07   | 12.10   | 11.98   | 11.99   |
| 应付账款周转天数   | 134.26  | 115.71  | 98.02   | 90.97   | 91.37   |
| 存货周转天数     | 79.98   | 66.52   | 63.88   | 60.65   | 60.92   |
| 现金转换周期     | (39.85) | (37.12) | (22.04) | (18.34) | (18.46) |

### 每股指标 (人民币)

| EPS   | 0.74 | 1.05 | 1.67  | 1.85  | 2.40  |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股净资产 | 6.30 | 7.25 | 24.41 | 26.08 | 28.31 |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，黄乐平、陈旭东、于可熠，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或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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，华泰证券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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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、陈旭东、于可熠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证券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，德国市场基准为 DAX 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, 经营许可证编号为: 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

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司