

# 4Q25 业绩预览：发挥“人车家”全生态优势，积极应对存储超级周期

华泰研究

动态点评

2026年3月01日 | 中国香港

我们预计，小米 4Q25 收入有望在汽车 14 万台交付带动下同比增长 10% 至 1,204 亿元；但受存储涨价拖累（图 3-4），预计集团整体毛利率或环比下降 2.9pp 至 20%，Non-GAAP 归母净利润或同比下降 27.9% 至约 60 亿元（其中汽车盈利或达 8 亿）。分业务看：1) 汽车业务收入预计达 382 亿（同比 +130%，环比 +32%），仍是公司四季度收入增长引擎。2) 手机方面，受海外新兴市场的拖累，4Q 出货量同比 -11.5% 下滑至 3,776 万台（IDC），预计毛利率或环比下降 3.0pct 至约 8.1%；3) IoT 销售额或受国补退坡影响同比下滑 20% 至约 247 亿元，毛利率或维持在 21.0% 的相对高位；4) 互联网收入同比增长 2.0% 或达 95 亿元，毛利率有望维持在 76.9%。

**展望 2026 年**，在存储涨价背景下，我们预计小米手机出货量同比 -12.5% 至 1.44 亿台，基本与 IDC 对全球市场的看法一致（同比 -12.9%）；汽车方面，我们预计全年交付达 60 万台（高于公司保守指引 55 万台），新一代 SU7、下半年增程 SUV 及其他新车型有望支撑全年节奏。我们下调盈利预测，下调目标价至 43 港元（前值：47 港元，非汽车业务 25.8 港元，汽车业务 17.2 港元），维持“买入”评级。

## 汽车及新业务：产能爬坡加速交付，持续加码 AI 与机器人研发

我们预计 4Q25 小米汽车交付量或约 14 万台，收入或达 382 亿元（环比 +32%），受 Ultra 占比下降及年底展车出清影响，毛利率或环比回落至 21.4% 左右。展望 2026 年，我们预测全年交付或达 60 万台（高于公司目标 55 万台）。新一代 SU7 主导上半年市场，下半年大型新车型入列进一步完善产品矩阵；尽管上半年补贴退坡或形成阶段性压力，全年调整后汽车毛利率仍有望达 23.5%。考虑到公司持续加大 AI 与机器人研发投入，我们预计 2026 年该分部整体盈利或达约 8 亿元。

## 智能手机/IoT/互联网：发挥多品类优势，提升 ASP 以应对存储涨价

1) IDC 全球智能手机出货量或约 3.4 亿台（同比 -2.3%），小米出货量或约 3,776 万台（同比 -11.5%），毛利率或受存储成本冲击环比下降 3pct 至约 8.1%。2) 我们预计 IoT 业务 4Q25 销售额约 247 亿元，毛利率环比或下降至 21.0% 但维持高位；3) 互联网业务收入预计为 95 亿元，毛利率或维持在 76.9%。**展望 FY26**：IDC 预计受存储芯片短缺影响，2026 年全球智能手机出货量或萎缩至约 11 亿部（同比 -12.9%）。随着小米将提高 ASP 作为首要运营重点，我们预计：1) 公司全年手机业务出货量或下降约 12.5% 至 1.44 亿台，但 ASP 有望提升约 5%。年初至今新机型在中国/海外有所涨价，部分型号/市场涨幅达 10-20%。我们预计 26 年手机毛利率或维持在 7.6% 左右，为 22 年以来新低；2) IoT 业务收入有望 +10% yoy 至 1,361 亿元，海外或成重要增量；3) 互联网业务同比或将小幅增长 5%。

## 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，我们调整 2025-2027 年营业收入预测 0.1%/-2.2%/-0.2%，下调 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测分别 -1.3%/-9.0%/-9.7% 至 388.9/345.1/453.7 亿元。基于 SOTP 估值法，我们下调目标价至 43 港币（前值：47 港币，假设远期港币人民币汇率 0.89），目标价对应 29 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。

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

43.00

黄乐平, PhD

研究员

SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com  
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

陈旭东

研究员

SAC No. S0570521070004 chenxudong@htsc.com  
SFC No. BPH392 + (86) 21 2897 2228

于可耀

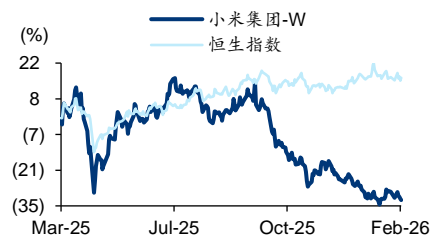
研究员

SAC No. S0570525030001 yukeyi@htsc.com  
SFC No. BVF938 + (86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价 (港币 截至 2 月 27 日)	34.90
市值 (港币百万)	912,470
6 个月平均日成交额 (港币百万)	7,369
52 周价格范围 (港币)	33.32-61.45

## 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	460,806	511,753	620,493
+/-%	35.04	25.94	11.06	21.25
归属母公司净利润 (百万)	27,314	38,892	34,512	45,374
+/-%	41.72	42.39	(11.26)	31.47
EPS (最新摊薄)	1.05	1.49	1.33	1.74
ROE (%)	15.49	9.46	5.32	6.61
PE (倍)	30.59	21.49	24.21	18.42
PB (倍)	4.43	1.32	1.26	1.18
EV EBITDA (倍)	14.65	8.40	9.90	7.62
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

图表1：小米集团 - 盈利预测

(百万人民币)	2024					2025E				2026E			2027E		
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	E	A	E	E	E	旧值	旧值	旧值	差值	差值	差值
营业收入	109,005	111,293	115,956	113,121	120,436	365,906	460,806	511,753	620,493	460,277	523,486	621,921	0.1%	-2.2%	-0.2%
% YoY	48.8%	47.4%	30.5%	22.3%	10.5%	35.0%	25.9%	11.1%	21.2%	25.8%	13.7%	18.8%			
营业成本	-86,550	(85,887)	(89,855)	(87,185)	(96,319)	(289,346)	(359,246)	(401,378)	(480,003)	(358,280)	(409,842)	(480,793)			
毛利	22,455	25,406	26,101	25,936	24,118	76,560	101,561	110,375	140,490	101,997	113,644	141,128			
销售费用	-7,729	(7,200)	(7,778)	(8,310)	(8,069)	(25,390)	(31,357)	(35,311)	(42,814)	(31,321)	(36,121)	(42,913)			
管理费用	-1,480	(1,530)	(1,627)	(1,848)	(1,886)	(5,601)	(6,692)	(6,653)	(8,066)	(6,684)	(6,805)	(8,085)			
研发费用	-7,437	(6,712)	(7,763)	(9,059)	(9,519)	(24,050)	(33,053)	(39,917)	(48,398)	(33,053)	(40,832)	(48,510)			
毛利 - 三费	5,809	9,964	8,932	6,719	4,843	21,519	30,459	28,495	41,211	30,938	29,886	41,621	-1.5%	-4.7%	-1.0%
% YoY	111%	114%	54%	28%	-17%	53%	42%	-6%	45%	44%	-3%	39%			
其他投资等收益	3,081	3,161	4,504	8,391	0	2,984	16,057	9,520	10,000	16,057	9,520	12,788			
营业利润	8,890	13,125	13,437	15,110	4,843	24,503	46,516	38,015	51,211	46,995	39,407	54,409	-1.0%	-3.5%	-5.9%
% YoY	76%	256%	128%	150%	-46%	22%	90%	-18%	35%	92%	-16%	38%			
营业外收入(支出)	518	43	966	(154)	(154)	3,624	700	700	700	700	700	700			
税前收益	9,408	13,168	14,403	14,956	4,689	28,127	47,215	38,715	51,911	47,694	40,106	55,109	-1.0%	-3.5%	-5.8%
% YoY	65%	152%	116%	119%	-50%	28%	68%	-18%	34%	70%	-16%	37%			
所得税	(412)	(2,492)	(3,572)	(3,645)	1,309	(4,548)	(8,350)	(6,847)	(9,180)	(8,436)	(7,094)	(9,748)			
归母净利润 (non-GAAP)	8,316	10,676	10,831	11,311	5,997	27,314	38,892	34,512	45,374	39,384	37,910	50,259	-1.3%	-9.0%	-9.7%
% YoY	69.4%	64.5%	75.4%	80.9%	-27.9%	41.7%	42.4%	-11.3%	31.5%	44.0%	-4.0%	33.0%			
稀释每股收益 (Non-GAAP,元)	0.32	0.41	0.42	0.43	0.23	1.05	1.49	1.33	1.74	1.51	1.46	1.93			
						44%	42%	-11%	31%	44%	-4%	33%			
汽车利润	(1,000)	(500)	(300)	700	800	(6,200)	777	800	1,000	777	800	1,000			
	58%	78%	83%	141%	180%	7%	113%	3%	25%	113%	3%	25%			
比率分析															
毛利率	20.6%	22.8%	22.5%	22.9%	20.0%	20.9%	22.0%	21.6%	22.6%	22.2%	21.7%	22.7%	-0.2	-0.1	-0.1
销售费用	7.1%	6.5%	6.7%	7.3%	6.7%	6.9%	6.8%	6.9%	6.9%	6.8%	6.9%	6.9%	0.0	0.0	0.0
管理费用	1.4%	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%	1.3%	1.3%	0.0	0.0	0.0
研发费用	6.8%	6.0%	6.7%	8.0%	7.9%	6.6%	7.2%	7.8%	7.8%	7.2%	7.8%	7.8%	0.0	0.0	0.0
营业利润率	8.2%	11.8%	11.6%	13.4%	4.0%	6.7%	10.1%	7.4%	8.3%	10.2%	7.5%	8.7%	-0.1	-0.1	-0.4
扣除非车费用non-gaap净利率	8.5%	10.0%	9.6%	9.4%	4.3%	9.2%	8.3%	6.6%	7.2%	8.4%	7.1%	7.9%	-0.1	-0.5	-0.7

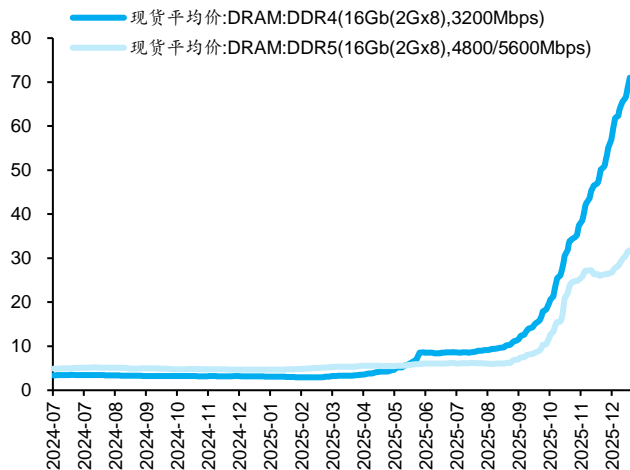
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表2：小米集团 - 盈利分部预测

(人民币 百万元)	2024					2025E				2026E			2027E		
	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	A	A	A	A	E	A	E	E	E	旧值	旧值	旧值	差值	差值	差值
总收入	109,005	111,293	115,956	113,121	120,436	365,906	460,806	511,753	620,493	460,277	523,486	621,921	0%	-2%	0%
智能手机	51,311	50,612	45,520	45,969	46,735	191,759	188,836	173,478	183,353	188,886	177,784	189,315	0%	-2%	-3%
智能手机出货量(百万台)	42.70	41.80	42.20	43.30	37.76	168	165	144	148	165	148	153	0.0%	-2.4%	-3.1%
ASP (元)	1,202	1,211	1,079	1,062	1,238	1,138	1,144	1,201	1,237	1,144	1,201	1,237	0.0%	0.0%	0.0%
IoT和生活消费品	30,868	32,339	38,712	27,552	24,694	104,104	123,298	136,079	149,256	123,761	130,539	142,122	0%	4%	5%
互联网服务	9,339	9,076	9,098	9,381	9,525	34,115	37,080	39,038	41,969	37,080	39,038	41,969	0%	0%	0%
汽车	16,662	18,580	21,263	29,010	38,242	32,754	107,096	158,661	241,417	106,053	171,628	244,017	1%	-8%	-1%
汽车出货量(千台)	69.76	75.87	81	109	144	137	410	600	900	406	650	910	1%	-8%	-1%
其他收入	826	686	1,363	1,209	1,239	654	2,564	2,615	2,667	2,564	2,615	2,667	0%	0%	0%
同比增速	49%	47%	30%	22%	10%	35%	26%	11%	21%	26%	14%	19%			
智能手机	16%	9%	-2%	-3%	-9%	22%	-2%	-8%	6%	-1%	-6%	6%			
IoT和生活消费品	52%	59%	45%	6%	-20%	30%	18%	10%	10%	19%	5%	9%			
互联网服务	18.5%	12.8%	10.1%	10.8%	2.0%	13%	9%	5%	8%	9%	5%	8%			
汽车			233.9%	199.2%	129.5%		227%	48%	52%	224%	62%	42%			
毛利	22,455	25,406	26,101	25,936	24,118	76,560	101,561	110,375	140,490	101,997	113,644	141,128	-0.4%	-2.9%	-0.5%
智能手机	6,178	6,283	5,220	5,096	3,786	24,254	20,384	13,184	16,502	20,575	14,223	17,038			
IoT和生活消费品	6,343	8,155	8,722	6,595	5,186	21,092	28,657	31,356	35,821	29,056	30,387	34,109			
互联网服务	7,144	6,982	6,856	7,211	7,322	26,147	28,370	29,669	32,317	28,370	29,669	32,317			
汽车	3,407	4,305	5,621	7,384	8,182	6,050	25,492	37,291	56,975	25,338	40,490	58,788			
毛利率%	20.6%	22.8%	22.5%	22.9%	20.0%	20.9%	22.0%	21.6%	22.6%	22.2%	21.7%	22.7%	-0.2	-0.1	-0.1
智能手机	12.0%	12.4%	11.5%	11.1%	8.1%	12.6%	10.8%	7.6%	9.0%	10.9%	8.0%	9.0%	-0.1	-0.4	0.0
IoT和生活消费品	20.5%	25.2%	22.5%	23.9%	21.0%	20.3%	23.2%	23.0%	24.0%	23.5%	23.3%	24.0%	-0.3	-0.3	0.0
互联网服务	76.5%	76.9%	75.4%	76.9%	76.9%	76.6%	76.5%	76.0%	77.0%	76.5%	76.0%	77.0%	0.0	0.0	0.0
汽车	20.4%	23.2%	26.4%	25.5%	21.4%	18.5%	23.8%	23.5%	23.6%	23.9%	23.6%	24.1%	-0.1	-0.1	-0.5

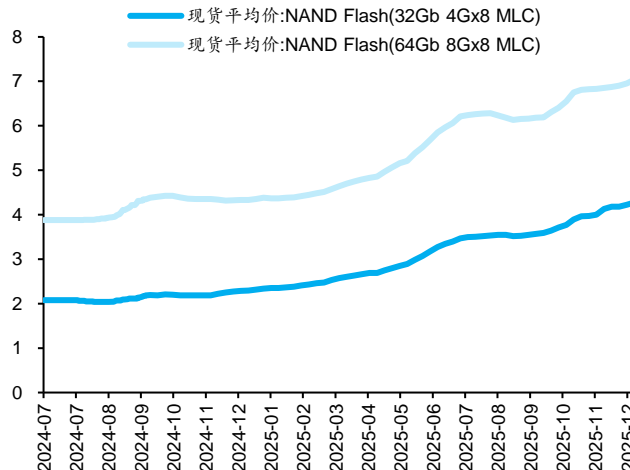
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表3: 全球 DRAM 现货平均价走势 (单位: 美元)



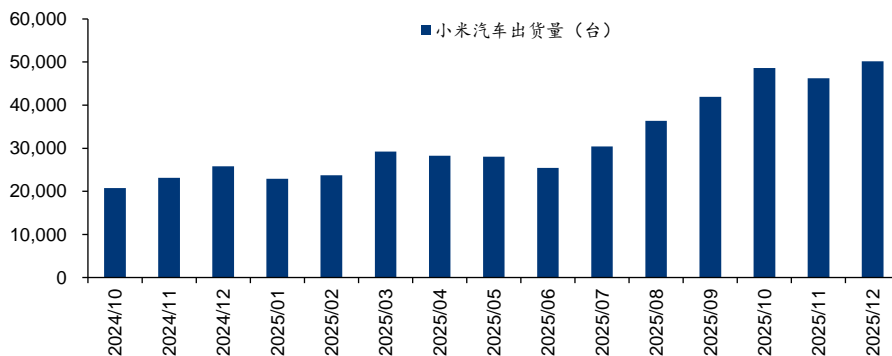
资料来源: Wind、DRAMexchange、华泰研究

图表4: 全球 NAND Flash 现货平均价走势 (单位: 美元)



资料来源: Wind、DRAMexchange、华泰研究

图表5: 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 43 港币，基于远期港币兑人民币汇率为 1:0.89，对应 29 倍 2026 年预测 PE。维持“买入”评级。

- 1) 我们维持对小米非汽车业务估值为 17.7 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 25.8 港币（我们目标估值的 60%），相比 Wind 一致预期可比公司均值（17.45 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 17.2 港币（我们目标估值的 40%），估值倍数高出 Wind 一致预期可比公司均值（0.86 倍 2026 年预测 PS），主要考虑到后续产能逐步释放、以及 2026 年内新车型或发布，有望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 (2026E)	353,093	9.5%	33,712	P/E	17.7	596,705
汽车业务 (2026E)	158,661	-	-	P/S	2.5	398,239
总计市值						994,944
发行股数						26,025
价格 (人民币 元)						38.2
价格 (港币 元)						43.0

注：汇率为 HKD1=RMB0.89

资料来源：华泰研究预测

图表7：可比公司估值表

证券代码	可比公司	交易货币	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (x)		PS	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
<b>智能手机</b>										
AAPL US	苹果 (APPLE)	USD	264.18	40072.17	9.12	9.12	28.96	28.96		
688036 CH	传音控股	HKD	57.81	665.50	4.13	5.37	13.99	10.77		
603486 CH	科沃斯	CNY	69.33	401.37	4.53	4.53	15.00	15.30		
688169 CH	石头科技	CNY	143.09	370.76	11.52	11.52	12.42	12.42		
600690 CH	海尔智家	CNY	25.70	2410.05	2.53	2.82	10.15	9.13		
0700 HK	腾讯控股	HKD	518.00	47170.92	28.28	31.28	18.62	16.56		
9988 HK	阿里巴巴-W	HKD	142.90	27292.90	6.03	6.53	23.00	21.87		
							<b>17.45</b>	<b>16.43</b>		
<b>智能汽车</b>										
9868 HK	小鹏汽车-W	HKD	68.35	1306.62	-0.67	2.59	-101.80	26.39	1.00	0.80
2015 HK	理想汽车-W	HKD	68.75	1487.42	1.10	4.12	62.30	16.68	0.90	0.75
9866 HK	蔚来-SW	HKD	39.60	966.58	-6.59	-0.57	-6.01	-69.74	0.68	0.58
									<b>0.86</b>	<b>0.71</b>

注：数据截至 2026/2/27，预测数据来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

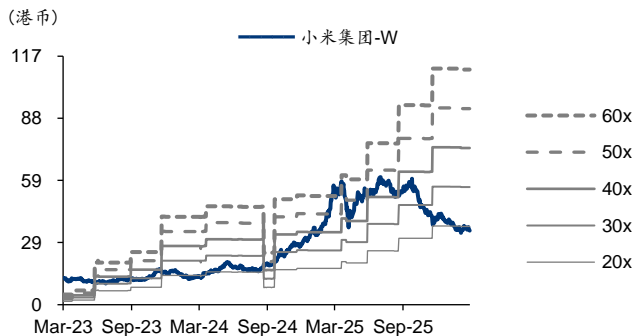
风险提示

**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。

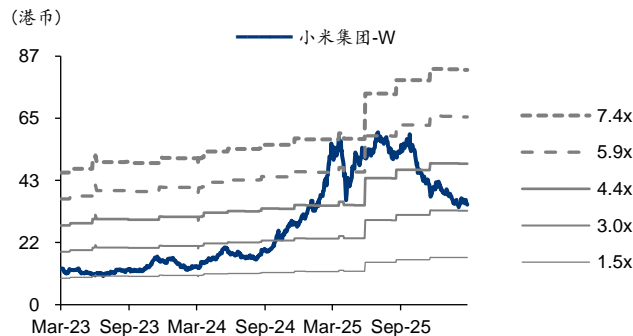
**宏观经济下行。**若宏观经济波动影响公司终端硬件业务需求，或软件业务客户广告投放意愿，可能对公司盈利预测产生下行风险。

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

## 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	460,806	511,753	620,493
销售成本	(213,494)	(289,346)	(359,246)	(401,378)	(480,003)
<b>毛利润</b>	<b>57,476</b>	<b>76,560</b>	<b>101,560</b>	<b>110,375</b>	<b>140,490</b>
销售及分销成本	(19,227)	(25,390)	(31,357)	(35,311)	(42,814)
管理费用	(5,127)	(5,601)	(6,692)	(6,653)	(8,066)
其他收入/支出	(22,437)	(27,032)	(35,604)	(42,655)	(59,430)
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	387.00	469.00	660.00
<b>税前利润</b>	<b>22,011</b>	<b>28,127</b>	<b>47,215</b>	<b>38,715</b>	<b>51,911</b>
税费开支	(4,537)	(4,548)	(8,350)	(6,847)	(9,180)
少数股东损益	(5,476)	(1,705)	(16,723)	(8,406)	(13,074)
<b>归母净利润</b>	<b>19,274</b>	<b>27,314</b>	<b>38,892</b>	<b>34,512</b>	<b>45,374</b>
折旧和摊销	(4,836)	(3,707)	(3,925)	(4,230)	(4,658)
EBITDA	24,845	28,210	50,440	42,246	55,869
EPS (人民币, 基本)	0.74	1.05	1.49	1.33	1.74

### 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	66,383	74,168	88,696
应收账款和票据	9,937	14,589	16,837	18,699	22,672
现金及现金等价物	86,429	459,247	459,247	475,122	496,715
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>659,251</b>	<b>688,193</b>	<b>735,588</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	89,346	89,815	90,475
<b>总长期资产</b>	<b>121,288</b>	<b>115,200</b>	<b>141,207</b>	<b>156,278</b>	<b>174,064</b>
<b>总资产</b>	<b>324,247</b>	<b>403,155</b>	<b>848,902</b>	<b>892,446</b>	<b>956,967</b>
应付账款	87,713	98,281	99,562	111,238	133,028
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>176,666</b>	<b>188,343</b>	<b>210,133</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	32,966	43,079	72,346
<b>总长期负债</b>	<b>44,398</b>	<b>39,032</b>	<b>50,242</b>	<b>60,355</b>	<b>89,622</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	633,280	665,148	707,879
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>633,203</b>	<b>665,148</b>	<b>707,879</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38.64	30.59	21.49	24.21	18.42
PB	4.54	4.43	1.32	1.26	1.18
EV EBITDA	31.39	14.65	8.40	9.90	7.62
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	5.38	3.72	4.32	4.25	5.64

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	50,440	42,246	55,869
融资成本	(2,002)	(3,624)	(700.00)	(699.00)	(700.00)
营运资本变动	23,512	6,947	(4,840)	2,029	3,289
税费	(4,537)	(4,548)	(8,350)	(6,847)	(9,180)
其他	(517.76)	7,975	263.05	2,874	2,683
<b>经营活动现金流</b>	<b>41,300</b>	<b>34,959</b>	<b>36,813</b>	<b>39,603</b>	<b>51,961</b>
CAPEX	(986.95)	(1,333)	(2,623)	(3,425)	(4,773)
其他投资活动	(34,182)	3,293	11,210	10,113	29,267
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35,169)</b>	<b>1,960</b>	<b>8,587</b>	<b>6,688</b>	<b>24,494</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	46,100	46,990	77,155
年初现金	57,482	86,429	33,661	459,247	475,122
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>459,247</b>	<b>475,122</b>	<b>496,715</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	25.94	11.06	21.25
毛利润	20.81	33.20	32.65	8.68	27.28
营业利润	610.55	22.46	89.84	(18.28)	34.71
净利润	127.03	41.72	42.39	(11.26)	31.47
EPS	116.59	41.72	42.39	(11.26)	31.47
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	21.21	20.92	22.04	21.57	22.64
EBITDA	9.17	7.71	10.95	8.26	9.00
净利率	7.11	7.46	8.44	6.74	7.31
ROE	12.53	15.49	9.46	5.32	6.61
ROA	6.45	7.51	6.21	3.96	4.91
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(35.72)	(227.11)	(67.69)	(66.83)	(65.85)
流动比率	1.72	1.29	3.73	3.65	3.50
速动比率	1.34	0.93	3.36	3.26	3.08
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.91	1.01	0.74	0.59	0.67
应收账款周转天数	14.44	12.07	12.28	12.50	12.00
应付账款周转天数	134.26	115.71	99.13	94.53	91.60
存货周转天数	79.98	66.52	64.58	63.03	61.07
现金转换周期	(39.85)	(37.12)	(22.27)	(19.00)	(18.52)
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	0.74	1.05	1.49	1.33	1.74
每股净资产	6.30	7.25	24.33	25.56	27.20

## 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2026年华泰证券股份有限公司