



# 小米首次覆盖路演反馈： 华为的空间与小米的估值再探讨

9月初，我们首次覆盖小米（1810.HK），给予了“买入”评级和35港元的目标价。在路演的过程中，市场上的投资人对于小米这只股票表现出较大的关注度和兴趣点。大体上，市场上认可我们的观点，对于小米的前景表达乐观，看好小米未来在欧洲智能手机市场的表现。我们这篇报告针对路演中讨论最多的两个问题进行深一步的分析，以供投资人对小米的判断做出参考。

- 问：若华为因为美出口禁令无法出货智能手机，小米可以取得多少华为在智能手机市场留下的空间？

答：若华为完全退出智能手机市场，我们测算中国智能手机品牌整体可以取得约70%华为智能手机的市场空间（[图表4](#)）。其中，小米可以拿下华为约27%的市场空间；按照华为2019年2.4亿部出货计算，小米可以拿到6400万空间。这里主要包括小米拿下华为在中国的30%的份额（[图表1](#)和[图表2](#)）以及华为在欧洲的34%（[图表3](#)）。具体分析参见[华为市场空间分析](#)。

- 问：小米用怎样的估值方法合适？怎样对小米的智能手机硬件部分进行估值？

答：投资人更多以分部加总法（SOTP）对小米进行估值（[图表6](#)），并且给予小米硬件部分一个相对低的估值。我们认为这种估值方法并不能合理的体现小米的价值。首先，小米的IoT业务和互联网业务都部分或者全部基于小米的智能手机用户数，因此这两部分业务都一定程度无法脱离智能手机业务而单独存在。所以，将小米的利润看做一个整体更为合理。其次，港股和A股优质的硬件公司，如立讯（36x）、歌尔（42x）、欣旺达（33x）等，都有较高的估值溢价。因此，我们不认为小米的高增长的硬件业务应该给予相对低的估值。详情参见[小米估值分析](#)。

小米首次覆盖报告参见：《[中国智能手机品牌征战全球](#)》

小米股价回调报告参见：《[科技股回调那件小事儿](#)》

沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2020年9月17日

评级

买入

目标价（港元）	35.0
潜在升幅/降幅	56%
目前股价（港元）	22.4
52周内股价区间（港元）	8.4-27.0
总市值（百万港元）	540,448
近90日日均成交额（百万港元）	4,610

## 市场预期区间



## 股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 小米首次覆盖路演反馈：华为的空间与小米的估值再探讨

## 华为智能手机市场空间分析

### ● 华为中国市场空间按线上/线下分析

在 2019 年，华为在中国地区共出货 1.4 亿部智能手机，市占率为 38%。其中，约 4500 万部来自线上，约 9500 万部来自线下。

中国的线上渠道是小米最强势最稳定的基本盘。在 2019 年以及 2020 年上半年，即使面对华为调遣资源攻打中国国内市场的艰苦环境下，小米依然保持了约 20% 的线上份额，非常稳定。因此，若华为在最糟糕的情况下不得不让出中国市场，那么我们相信小米有能力取得华为线上 55% 的份额。

中国线下渠道中，OV（OPPO 和 vivo）依然会保有更大的话语权，因此各会分得华为 35% 的线下市场空间，而小米可以拿到其中 18% 的份额。

因此，整体来讲，我们判断小米可以获得华为在中国 30% 的市场空间。

**图表 1：华为中国市场空间分析：小米有能力取得更多华为线上份额，OV 则保持线下份额抢夺的优势**

出货量 百万	——线上——		——线下——		——中国——	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	25	55%	17	18%	42	30%
OPPO	7	15%	33	35%	40	29%
vivo	7	15%	33	35%	40	29%
苹果	7	15%	11	12%	18	13%
总计	45	100%	95	100%	141	100%

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

## ● 华为中国市场空间按价格段分析

我们再次将华为在中国地区的 1.4 亿部智能手机出货量按照价格段进行拆分。

- 1000 元以下价格段: 凭借红米的千元机, 该价格段小米也相对表现出色, 因而可以取得华为 50% 的份额。
- 1000-3000 元价格段: OV 相对有优势, 因此小米拿到的份额小于这两家。
- 3000 元以上价格段: 根据小米 10 系列 (10、10Pro、10Ultra) 的表现, 小米将有 24% 的份额表现。另外, 苹果也会受惠于此价格段, 拿下最大的 45% 的份额。

综合测算, 小米依然是拿下华为的 30% 的出货空间。

**图表 2: 华为中国智能手机市场空间分析: 小米在 1000 元以下价位保持强势, 并且在 3000 元以上价位开始展露势能; OV 在 1000-3000 元价格段地位稳固; 苹果受益于 3000 元以上份额争夺**

出货量 百万	<Rmb1,000		Rmb1,000-2,000		Rmb2,000-3,000		>Rmb3,000		中国	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	11	50%	14	27%	8	28%	9	24%	42	30%
OPPO	3	15%	19	37%	10	35%	7	20%	40	29%
vivo	7	35%	19	36%	10	33%	4	11%	40	29%
苹果	0	0%	0	0%	1	4%	17	45%	18	13%
<b>总计</b>	<b>21</b>	<b>100%</b>	<b>53</b>	<b>100%</b>	<b>30</b>	<b>100%</b>	<b>37</b>	<b>100%</b>	<b>141</b>	<b>100%</b>

资料来源: IDC、Bloomberg、浦银国际估算

## ● 华为欧洲市场空间分析

欧洲地区是华为智能手机最重要的海外市场。2019年，华为在欧洲智能手机的出货量为4800万部，市占率为23%。在去年美国将华为加入实体清单之后，从2019年四季度开始，华为的欧洲市场智能手机出货量就逐季下降。目前已经留下较大的空间。

因为小米对于欧洲市场的持续耕耘，在2019年，小米已经在东欧市场拿下15%的份额。在华为逐步退出的过程中，我们判断，小米将顺势而为拿下华为在东欧40%的空间。

对于西欧市场来说，小米目前的份额占比还相对比较小。但是，正如我们在首次覆盖报告中提到的，西欧的运营商也有意愿在华为退出之后引入除苹果三星以外的第三家手机品牌，以保持手机品牌多强竞争的格局。所以，我们预计小米、苹果和三星都将取得华为西欧市场的30%的空间。

综上，我们估算小米可以拿到华为欧洲市场的约34%的份额。

**图表 3: 华为欧洲智能手机市场空间分析：小米在东欧市场完成大部分对华为空间的抢夺，正在努力进军西欧市场；苹果和三星在西欧市场的地位进一步巩固**

出货量 百万	——西欧——		——东欧——		——欧洲——	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	8	30%	9	40%	16	34%
OPPO	3	10%	4	20%	7	14%
vivo	0	0%	2	10%	2	4%
苹果	8	30%	2	10%	10	21%
三星	8	30%	4	20%	12	26%
总计	26	100%	21	100%	48	100%

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

## ● 华为智能手机市场空间分析总结

2019年，华为全球智能手机的出货量为2.4亿部，占17.5%，仅次于三星的2.96亿部。我们对中国品牌整体维持乐观的判断，即其他中国品牌可以拿下华为约70%的市场空间，苹果和三星各拿下接近15%的市场空间。对于中国品牌整体来说，华为的影响是有限的，是可控的。

在华为无法出货智能手机的情景下，我们认为小米将会是最大的赢家，有机会拿下华为智能手机27%的全球份额，高于中国的OV两大品牌。这是得益于小米在欧洲建立的布局。

因此，我们认为小米是目前对冲华为单一风险的最优标的。

**图表 4: 华为智能手机市场空间分析总结：小米有能力拿下华为约27%的市场空间，OV紧随小米之后，苹果和三星约拿下华为各14%的份额空间**

出货量 百万	——中国——		——欧洲——		——其他——		——全球——	
	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额	出货量	份额
小米	42	30%	16	34%	5	10%	64	27%
OPPO	40	29%	7	14%	5	10%	52	22%
vivo	40	29%	2	4%	5	10%	48	20%
苹果	18	13%	10	21%	5	10%	33	14%
三星	0	0%	12	26%	21	40%	33	14%
其他	0	0%	0	0%	10	20%	10	4%
<b>总计</b>	<b>141</b>	<b>100%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>	<b>52</b>	<b>80%</b>	<b>241</b>	<b>100%</b>

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际估算

# 小米估值分析

## ● 小米分部加总法估值分析

针对市场上不少投资人采用分部加总法对小米进行估值，我们采用相同的方法论，试图对小米的估值进行再次拆解。分别以小米 2021 年和 2022 年利润预测为基础进行估值分析。

首先，我们认为小米的 IoT 业务和互联网都是基于小米手机的业务而衍生出来的，基本无法独立于小米的智能手机业务而存在。因此分部加总法无法很好的表达小米智能手机业务的基石作用。另外，我们认为同为高增长的三块业务，智能手机、IoT 和互联网的估值不应该存在明显量级的差别。即三个业务板块，2021 年在 40x 以上，2022 年在 30x 以上。这些估值与同类的优质的硬件公司（立讯精密、歌尔股份、欣旺达）和互联网公司（腾讯、阿里、美团、亚马逊）都具有可比性。

第二，针对小米智能手机硬件的部分，我们认为得益于小米的高增速（2021 年同比增速 34%，2022 年同比增速 13%），这部分估值应该与手机供应链的公司进行比较。我们的 40x 的目标 PE，与港股和 A 股优质的硬件公司相比，如立讯（36x）、歌尔（42x）、欣旺达（33x）等，在类似水平，都具有可比性。另外，我们认为市场在低估小米硬件估值时，相对的，也是在部分高估小米互联网业务的估值。

第三，我们认为智能手机、IoT 和互联网业务的目标 PE 差距主要来自于增长率的差异。比如，我们预测 2021 年 IoT 利润增长有 128%，因此值得更高的 48x 的估值。而互联网业务的 45x，高于腾讯（29.5x）和阿里（30.0x）也是由 91% 的增速带来的。

最后，我们也给予小米生态链中公允价值变动带来的利润表的利润一定的估值。我们参考小米历史 PE 平均水平约 20x，来对这部分利润进行估值。

整体来看，我们认为分部加总法的分业务估值（40x-48x）与整体市盈率方法估值（41x）没有显著差别。因此，我们还是建议投资人将小米利润作为整体进行估值和对标，会更加有全局观。



图表 5: 小米利润增速估算按照业务拆分

	2020E	2021E	2022E
智能手机	13%	34%	13%
IoT	7%	128%	29%
互联网	31%	91%	26%

资料来源: 公司资料、浦银国际估算与预测

图表 6: 小米分部加总估值法 (2021 年): 硬件估值并不会显著低于 IoT 和互联网估值

(人民币百万)	收入	净利润率	净利润	净利润增速	目标 P/E	估值
智能手机	184,206	1.5%	2,763	34%	40.0	110,524
IoT	90,723	5.0%	4,536	128%	48.0	217,735
互联网	30,457	26.1%	7,963	91%	45.0	358,343
其他			2,959	-22%	19.5	57,698
<b>市值 (人民币 百万)</b>			<b>18,221</b>	<b>52%</b>	<b>40.8</b>	<b>744,300</b>
人民币/港币						0.8956
<b>市值 (港元 百万)</b>						<b>831,091</b>
股数 (百万)						23,746
<b>目标价 (港元)</b>						<b>35.0</b>

资料来源: 公司资料、浦银国际估算与预测

图表 7: 小米分部加总估值法 (2022 年): 硬件估值并不会显著低于 IoT 和互联网估值

(人民币百万)	收入	净利润率	净利润	净利润增速	P/E	估值
智能手机	209,060	1.5%	3,136	13%	31.5	98,781
IoT	117,357	5.0%	5,868	29%	38.0	222,978
互联网	36,676	27.4%	10,067	26%	35.0	352,360
其他			3,551	20%	19.5	69,238
<b>市值 (人民币 百万)</b>			<b>22,622</b>	<b>24%</b>	<b>32.9</b>	<b>743,356</b>
人民币/港币						0.8956
<b>市值 (港元 百万)</b>						<b>830,037</b>
股数 (百万)						23,746
<b>目标价 (港元)</b>						<b>35.0</b>

资料来源: 公司资料、浦银国际估算与预测

## ● 小米可比公司估值比较

图表 8: 小米可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今 (%)	EPS同比增长			P/E(市盈率)			P/B(市净率)		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>手机品牌</b>													
1810 HK Equity	小米	69,423	22.3	106.9	20%	52%	24%	39.1	25.7	20.7	5.1	4.4	3.8
005930 KS Equity	三星	309,660	61,000	9.3	19%	37%	18%	16.2	11.8	10.0	1.5	1.4	1.3
AAPL US Equity	苹果	1,976,027	115.5	57.4	8%	19%	10%	35.8	30.1	27.4	31.5	51.2	N/A
688036 CH Equity	传音控股	11,466	97.0	112.6	20%	26%	16%	36.0	28.6	24.6	7.8	6.4	5.2
<b>平均</b>								<b>31.9</b>	<b>25.2</b>	<b>21.4</b>	<b>11.4</b>	<b>15.8</b>	<b>3.4</b>
<b>手机代工</b>													
600745 CH Equity	闻泰科技	22,619	123.0	33.0	73%	18%	22%	40.4	34.4	28.2	5.1	4.4	3.6
285 HK Equity	比亚迪电子	11,862	40.8	172.4	212%	19%	9%	16.4	13.8	12.7	3.6	3.2	2.9
2317 TT Equity	鸿海	37,451	78.8	-13.2	-11%	23%	11%	10.7	8.7	7.8	0.8	0.8	0.7
002475 CH Equity	立讯精密	55,285	53.6	90.9	58%	39%	27%	50.1	36.0	28.4	13.0	9.8	7.5
<b>平均</b>								<b>29.5</b>	<b>23.6</b>	<b>19.4</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>
<b>电子零部件</b>													
2382 HK Equity	舜宇	17,535	123.9	-8.2	9%	30%	22%	27.2	21.0	17.2	7.3	5.7	4.5
1478 HK Equity	丘钛	1,402	9.3	-28.1	33%	23%	18%	12.8	10.4	8.8	2.7	2.2	1.9
002456 CH Equity	欧菲光	5,875	14.8	-5.4	166%	36%	34%	29.3	21.5	16.1	3.6	3.1	2.6
002241 CH Equity	歌尔声学	19,318	40.3	102.3	79%	36%	26%	56.4	41.6	32.9	7.2	6.2	5.3
300207 CH Equity	欣旺达	6,272	27.1	38.6	1%	65%	33%	54.7	33.1	24.9	6.5	5.6	4.6
300433 CH Equity	蓝思科技	21,460	33.1	139.8	57%	26%	25%	34.0	26.9	21.5	5.3	4.5	3.9
300136 CH Equity	信维通信	8,163	57.4	26.5	38%	38%	24%	39.5	28.6	23.1	9.1	7.0	5.4
<b>平均</b>								<b>36.3</b>	<b>26.2</b>	<b>20.7</b>	<b>6.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>
<b>互联网</b>													
9988 HK Equity	阿里	754,077	270.0	30.3	N/A	27%	25%	38.1	30.0	24.1	6.9	5.5	4.8
700 HK Equity	腾讯	657,800	532.0	41.6	29%	24%	22%	36.7	29.5	24.2	8.0	6.3	5.0
3690 HK Equity	美团	186,309	245.6	141.0	91%	268%	67%	288.0	78.4	47.0	13.0	11.3	9.3
9618 HK Equity	京东	120,667	298.8	N/A	N/A	38%	30%	40.2	29.2	22.5	6.1	5.3	4.4
PDD US Equity	拼多多	112,718	82.7	118.5	-15%	-141%	360%	N/A	266.4	58.0	33.6	29.1	20.2
AMZN US Equity	亚马逊	1,580,873	3,156	70.8	102%	27%	29%	66.5	52.5	40.7	16.7	12.4	9.3
<b>平均</b>								<b>93.9</b>	<b>81.0</b>	<b>36.1</b>	<b>14.1</b>	<b>11.7</b>	<b>8.8</b>

注: 小米、传音、比亚迪电子和闻泰科技为浦银国际预测, 其余公司为 Bloomberg 一致预测, 数据截至 2020 年 9 月 16 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>174,915</b>	<b>205,839</b>	<b>231,768</b>	<b>308,440</b>	<b>366,910</b>
销售成本	(152,723)	(177,285)	(198,298)	(262,837)	(312,132)
<b>毛利润</b>	<b>22,192</b>	<b>28,554</b>	<b>33,470</b>	<b>45,603</b>	<b>54,779</b>
<b>经营支出</b>	<b>(25,869)</b>	<b>(20,975)</b>	<b>(25,532)</b>	<b>(29,125)</b>	<b>(33,985)</b>
销售费用	(7,993)	(10,378)	(13,061)	(14,253)	(16,785)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,637)	(4,114)	(4,405)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(8,833)	(10,758)	(12,795)
<b>经营利润</b>	<b>(3,677)</b>	<b>7,580</b>	<b>7,938</b>	<b>16,478</b>	<b>20,794</b>
非经营收入	17,604	4,583	5,510	4,556	5,319
财务费用	216	402	(213)	(213)	(213)
投资收益	3,815	3,141	5,022	4,068	4,832
其他	13,572	1,040	701	701	701
<b>税前利润</b>	<b>13,927</b>	<b>12,163</b>	<b>13,448</b>	<b>21,034</b>	<b>26,113</b>
税务费用	(449)	(2,060)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>13,478</b>	<b>10,103</b>	<b>11,989</b>	<b>18,202</b>	<b>22,603</b>
少数股东权益	(76)	59	(19)	(19)	(19)
<b>净利润</b>	<b>13,554</b>	<b>10,044</b>	<b>12,008</b>	<b>18,221</b>	<b>22,622</b>
基本股数 (百万)	16,070	23,746	23,746	23,746	23,746
摊薄股数 (百万)	23,563	24,509	24,509	24,509	24,509
<b>基本EPS (元)</b>	<b>0.84</b>	<b>0.42</b>	<b>0.51</b>	<b>0.77</b>	<b>0.95</b>
<b>摊薄EPS (元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.41</b>	<b>0.49</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	39,261	50,355	68,331
受限制资金	2,846	23,061	23,061	23,061	23,061
短期投资	16,942	29,187	32,864	43,735	52,026
应收账款和应收票据	5,598	6,949	7,824	10,412	12,386
存货	29,481	32,585	36,448	48,310	57,371
其他流动资产	20,915	19,837	22,336	29,725	35,360
<b>流动资产合计</b>	<b>106,013</b>	<b>137,539</b>	<b>161,794</b>	<b>205,599</b>	<b>248,535</b>
物业、厂房及设备	5,068	6,992	9,591	12,999	16,773
无形资产	2,061	1,672	1,278	977	747
长期投资收益	27,275	29,980	32,978	36,276	39,903
其他非流动资产	4,811	7,446	7,446	7,446	7,446
<b>总资产</b>	<b>145,228</b>	<b>183,629</b>	<b>213,087</b>	<b>263,297</b>	<b>313,404</b>
短期借贷	3,075	12,837	16,654	19,591	24,895
应付账款和应付票据	46,287	59,528	66,584	88,254	104,806
其他流动负债	12,578	19,816	22,312	29,694	35,323
<b>流动负债合计</b>	<b>61,940</b>	<b>92,181</b>	<b>105,550</b>	<b>137,539</b>	<b>165,024</b>
长期借款	7,856	4,787	8,867	8,867	8,867
其他非流动负债	4,182	5,004	5,004	5,004	5,004
<b>总负债</b>	<b>73,978</b>	<b>101,972</b>	<b>119,421</b>	<b>151,410</b>	<b>178,895</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	93,338	111,560	134,181
少数股东权益	(73)	327	327	327	327
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>股东权益总额</b>	<b>71,250</b>	<b>81,658</b>	<b>93,666</b>	<b>111,887</b>	<b>134,509</b>
<b>总负债和股东权益</b>	<b>145,228</b>	<b>183,629</b>	<b>213,087</b>	<b>263,297</b>	<b>313,404</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,415)</b>	<b>23,810</b>	<b>15,953</b>	<b>27,429</b>	<b>30,660</b>
税前利润	13,927	12,163	13,448	21,034	26,113
折旧	220	895	1,235	1,694	2,296
摊销	529	486	394	301	230
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(194)	(194)	(194)
<b>营运资金变动</b>	<b>(13,396)</b>	<b>9,553</b>	<b>2,316</b>	<b>7,212</b>	<b>5,512</b>
应收账款减少(增加)	(91)	(1,277)	(875)	(2,588)	(1,974)
库存减少(增加)	(16,115)	(6,964)	(3,862)	(11,862)	(9,061)
应付账款增加(减少)	12,627	13,535	7,056	21,671	16,552
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	(3)	(8)	(6)
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
利息收入(支出)	(216)	(402)	213	213	213
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,508)</b>	<b>(31,570)</b>	<b>(10,509)</b>	<b>(19,272)</b>	<b>(17,988)</b>
资本支出	(3,785)	(3,405)	(3,834)	(5,102)	(6,070)
取得或购买长期投资	(2,828)	(4,187)	(2,998)	(3,298)	(3,628)
银行存款增加	(1,157)	(20,203)	-	-	-
短期投资	(1,801)	(9,776)	(3,677)	(10,872)	(8,291)
其他	2,064	6,002	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>26,574</b>	<b>3,121</b>	<b>7,897</b>	<b>2,937</b>	<b>5,304</b>
借款	(236)	6,619	3,817	2,937	5,304
发行股份	23,249	-	-	-	-
发行债券	-	-	4,080	-	-
<b>其他</b>	<b>3,562</b>	<b>(3,498)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>外汇损益</b>	<b>1,015</b>	<b>328</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>18,667</b>	<b>(4,310)</b>	<b>13,342</b>	<b>11,094</b>	<b>17,976</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>11,563</b>	<b>30,230</b>	<b>25,920</b>	<b>39,261</b>	<b>50,355</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>30,230</b>	<b>25,920</b>	<b>39,261</b>	<b>50,355</b>	<b>68,331</b>

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	52.6%	17.7%	12.6%	33.1%	19.0%
毛利润增速	46.4%	28.7%	17.2%	36.3%	20.1%
营业利润增速	NM	NM	4.7%	107.6%	26.2%
净利润增速	NM	-25.9%	19.6%	51.7%	24.2%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	-48.4%	13.1%	13.7%	17.7%	18.4%
总资产报酬率	11.5%	6.1%	6.1%	7.6%	7.8%
投入资本回报率	-5.0%	5.6%	5.4%	9.7%	10.3%
<b>利润率</b>					
毛利率	12.7%	13.9%	14.4%	14.8%	14.9%
营业利润率	-2.1%	3.7%	3.4%	5.3%	5.7%
净利润率	7.7%	4.9%	5.2%	5.9%	6.2%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	(30)	(34)	(41)	(38)	(40)
应收账款周转天数	12	11	12	11	11
存货周转天数	55	64	64	59	62
应付账款周转天数	96	109	116	108	113
净债务(净现金)	(22,145)	(31,358)	(36,802)	(44,959)	(57,631)
自由现金流	(21,647)	12,966	6,590	17,752	19,252
目标 P/E (x)		74.1	62.0	40.8	32.9
目标 P/B (x)		10.2	8.9	7.4	6.2

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼