



小米 (1810.HK): 2021 年高成长高确定

我们重申小米的“买入”评级，并将小米的目标价从 35 港元提升至 42 港元，潜在升幅 19%。我们将小米 2021 年和 2022 年的净利润分别提高 6% 和 7%，因为我们看好小米的智能手机在中国和欧洲的份额增加带来的业绩增长的确定性。

- 需求回暖叠加份额提升增加小米业绩增长确定性：**我们在《[2021 年科技行业展望](#)》中提到两点：1) 2021 年和 2022 年全球智能手机进入复苏上升周期，预计销量将同比增长 6% 和 4%；2) 小米在中国和 EMEA（欧洲、中东、非洲）的份额在 2021 年和 2022 年会显著增长，受惠于智能手机头部品牌格局变化。因此，小米在未来两年增长确定性较高。我们提高小米的 2021 年和 2022 年净利润预测，因为在 2020 年 12 月底小米较为激进地领先友商发布小米 11 并积极布局线下门店。因此，我们提升 12 个月目标价至 42 港元（潜在升幅 19%），对应 45.6x 2021 年 PE，处于历史高位，或对应 36.5x 2022 年 PE，约处于 2020 年下半年均值。
- 布局国内线下门店，米 11 抢跑发布：**小米正积极铺设国内的小米之家线下授权店。小米的管理层在 2020 年 11 月底表示当时小米之家县城覆盖率不足 30%，并计划未来一年加速县级市场的覆盖。我们认为这一战略有助于小米抢夺华为留下的国内手机市场空间。同时，在 2020 年 12 月，小米领先其他一众国内品牌抢先发布新一代处理器平台的小米 11，起售价格人民币 3999。不仅进一步巩固小米在高端的布局，而且也让米 11 与友商旗舰机型相比更具吸引力。我们尤其看好小米在 2021 年 1-2 季度的国内智能手机出货表现。最后，小米在供应链部分元器件短缺时可以保证自身出货量，实现份额提升。
- 投资风险：**小米的互联网业务增长乏力低于预期，毛利率下滑高于预期。小米的 IoT 业务利润增速低于收入增速。全球智能手机需求复苏乏力。中国其他智能手机品牌加大投入，竞争环境恶化。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

港币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	174,915	205,839	247,690	337,595	405,343
总收入同比增速 (%)	53%	18%	20%	36%	20%
股东应占净利润	13,554	10,044	14,063	19,362	24,230
净利润同比增速 (%)	N/A	-26%	40%	38%	25%
目标 PE (X)		82.9	60.1	45.6	36.5
目标 PB (X)		12.2	10.6	9.2	7.6

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

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

2021 年 1 月 6 日

评级 买入

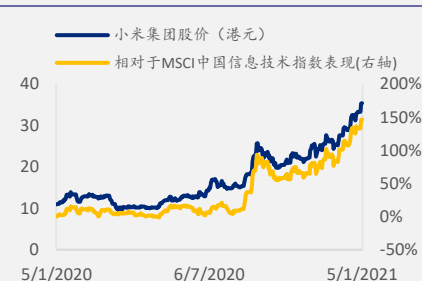
目标价 (港元)	42.0
潜在升幅/降幅	+19.0%
目前股价 (港元)	35.3
52 周内股价区间 (港元)	9.2-35.9
总市值 (百万港元)	889,059
近 3 月日均成交额 (百万)	5574.2

注：截至 2021 年 1 月 5 日收盘价

市场预期区间



股价表现



相关报告：

《2021 年科技行业展望》(2020-12-08)

《中国智能手机品牌征战全球》

(2020-09-01)

● 小米智能手机国内外份额持续提升

我们预计小米智能手机在中国的份额会从 2020 年的 11%左右提升至 2021 年的 15.6%和 2022 年的 18.7%。

小米的优势在于：

- 牢固的线上渠道的份额，
- 加速线下小米之家在县城的铺设，
- 和芯片处理器公司保持良好关系，得到较为领先的芯片供应。

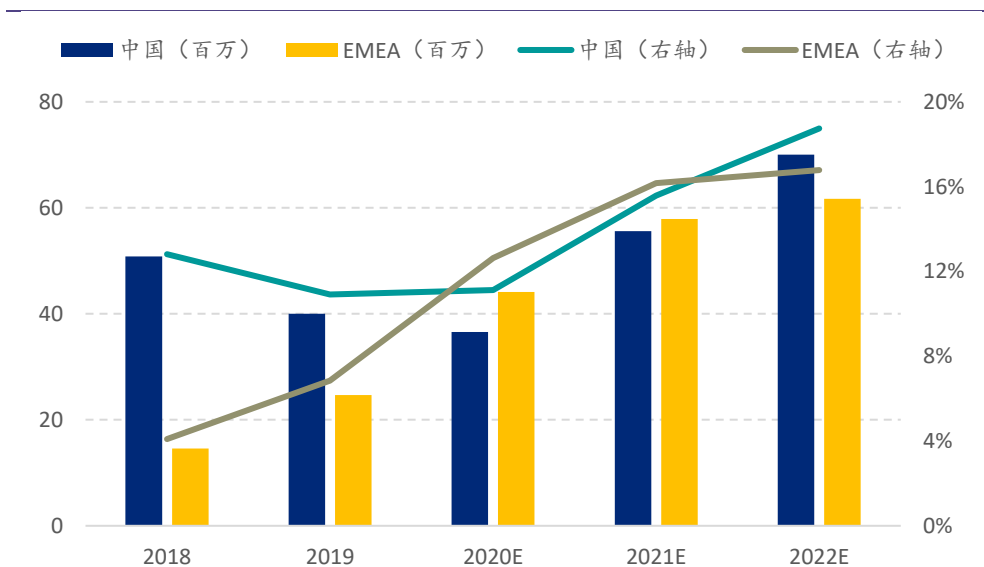
因此，短期内，我们认为小米智能手机在中国会有较好的表现。

其次，在欧洲市场，小米会专注于：

- 运营商渠道建设
- 与运营商共同推广并建设小米品牌
- 提升高端机型销售

因此，我们预计小米在 EMEA 智能手机份额会从 2020 年的 12.6%提升到 2021 年的 16.2%和 2022 年的 16.8%。

图表 2：小米中国和 EMEA 智能手机销量及份额：2018-2022E



注：E=浦银国际预测

资料来源：IDC、Bloomberg、浦银国际





在 2020 年 12 月底，小米抢先一步发布新一代高通处理器平台的小米 11。与上一代小米 10 比较，升级明显，但是价格维持在人民币 3999 元起售。与 2020 年四季度其他友商发布的旗舰机型相比更具有优势。（小米 11 机型比较见下两页）

图表 3: 小米数字系列旗舰机型比较: Mi 11 vs. Mi 10 vs. Mi 10 Pro vs. Mi 10 Ultra

	Xiaomi 11	Xiaomi 10	Xiaomi 10 Pro	Xiaomi 10 Ultra
发布日期	28/12/2020	13/02/2020	13/02/2020	11/08/2020
开售日期	01/01/2021	14/02/2020	18/02/2020	16/08/2020
售价 (人民币)	3,999/4,299/4,699	3,999/4,299/4,699	4,999/5,499/5,999	3,999/4,299/4,699
存储	128GB/256GB	128GB/256GB	256GB/512GB	128GB/256GB/512GB
运行内存	8GB /12GB	8GB /12GB	8GB/12GB	8GB/12GB/16GB
处理器	骁龙888	骁龙865	骁龙865	骁龙865
主频	2.84GHz	2.84GHz	2.84GHz	3.13GHz
制程	5nm	7nm	7nm	7nm
屏幕	AMOLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED
尺寸	6.81"	6.67"	6.67"	6.67"
分辨率	3200x1440	2376x1080	2340x1080	2772x1344
刷新率	120Hz	90Hz	90Hz	120Hz
摄像头				
后置	三摄	四摄	四摄	三摄
像素	100MP, 13MP, 5MP	100MP, 13MP, 2MP, 2MP	100MP, 8MP, 12MP, 20MP	48MP, 48MP, 12MP, 20MP
光圈	f/1.85, f/2.4/NA	f/1.69, f/2.4, f/2.4, f/2.4	f/1.69, f/2, f/2, f/2.2	f/1.85, f/4.1, f/2.0, f/2.2
光学变焦	-	5倍光学变焦	10倍混合光学变焦, 50倍数字变焦	10倍光学变焦, 120倍数字变焦
前置	20MP	20MP	20MP	20MP
电池容量	4600mAh	4780mAh	4500mAh	4500mAh
有线充电	55w	30w	50w	120w
无线充电	50w	30w	30w	50w
尺寸 (mm)	164.3x74.6x8.06	162.6x74.8x8.96	162.6x74.8x9.35	162.4x75.0x9.5
重量	196g	208g	208g	222g
颜色	卡其、烟紫、Special、 黑、白、蓝	国风雅黑、钛银黑、冰海 蓝、蜜桃金	雪山白、冬夜灰	陶瓷黑、亮银版、透明版
防水防尘	-	P2 i	P2 i	P2 i
随附				
耳机	-	Type-C	-	-
电源适配器	-	30w	65w	120w
通信技术	5G	5G	5G	5G
支持频率	n1 / n3 / n28a / n41 / n77 / n78 / n79	n1 / n3 / n41 / n78 / n79	n1 / n3 / n41 / n78 / n79	n1 / n3 / n41 / n78 / n79
机型图				

资料来源: 公开资料整理、浦银国际

图表 4：中国品牌旗舰机型比较：Mi 11 vs. Mate 40 vs. Vivo X60 vs. OPPO Reno 5

	Xiaomi 11	Mate 40	VIVO X60	OPPO Reno 5
发布日期	28/12/2020	22/10/2020	29/12/2020	10/12/2020
开售日期	01/01/2021	21/12/2020	08/01/2021	18/12/2020
售价 (人民币)	3,999/4,299/4,699	4,999/5,499	3,498/3,798	2,699/2,999
存储	128GB/256GB	128GB/256GB	128GB/256GB	128GB/256GB
运行内存	8GB/12GB	8GB	8GB	8GB/12GB
处理器	骁龙888	麒麟9000E	Exynos 1080	骁龙765G
主频	2.84GHz	3.13GHz	2.8GHz	2.4GHz
制程	5nm	7nm	5nm	N/A
屏幕	AMOLED	OLED	AMOLED	OLED
尺寸	6.81"	6.5"	6.56"	6.43"
分辨率	3200x1440	2376x1080	2376x1080	2400x1080
刷新率	120Hz	90Hz	120Hz	90Hz
摄像头				
后置	三摄	三摄	三摄	四摄
像素	100MP, 13MP, 5MP	50MP, 16MP, 8MP	48MP, 13MP, 13MP	64MP, 8MP, 2MP, 2MP
光圈	f/1.85, f/2.4/NA	f/1.9, f/2.2, f/2.4	f/1.79, f/2.2, f/2.46	f/1.7, f/2.2, f/2.2, f/2.4
光学变焦	-	3 倍光学变焦, 5 倍混合变焦, 30 倍数字变焦	数字变焦	支持
前置	20MP	32MP	32MP	32MP
电池容量	4600mAh	4200mAh	4300mAh	4300mAh
有线充电	55w	40w	33w	65w
无线充电	50w	40w	-	-
尺寸 (mm)	164.3x74.6x8.06	158.6x72.5x8.8	159.63x75.01x7.4	159.1x73.4x7.9
重量	196g	188g	176.2g	172g
颜色	卡其、烟紫、Special、黑、白、蓝	秘银色、釉白色、亮黑色、绿色、黄色	原力、华彩、微光	星河入梦、极光蓝、月夜黑
防水防尘	-	IP68	IP68	-
随附				
耳机	-	USB Type-C	有	有
电源适配器	-	40w	有	有
通信技术	5G	5G	5G	5G
支持频率	n1/n3/n28a/n41/n77/n78/n79	n1/n3/n28/n38/n40/n41/n77/n78/n79/n80/n84	n1/n3/n28A/n41/n77/n78/n79	n1/n3/n41/n77/n78
机型图				

资料来源：公开资料整理、浦银国际

● 浦银预测：新预测 vs 前预测

我们将小米 2020 年、2021 年和 2022 年的净利润分别提升 17%、6% 和 7%。其中 2020 年的调整主要反映小米 3Q20 的业绩变化。

我们调高了 2021 年和 2022 年小米智能手机收入和毛利率，但是调低了 2021 年和 2022 年的互联网收入。这与小米当前的战略重心在智能手机业务上保持一致。

- 小米智能手机销量提升主要来自于中国和欧洲份额提升；
- 小米手机规模放大有利于提升营业利润率；
- 小米在取得智能手机份额之前会优先考虑用户体验，因而互联网业务增速会有一定程度的下降。

图表 5：小米财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	247,690	231,768	7%	337,595	308,440	9%	405,343	366,910	10%
毛利润	35,160	33,470	5%	47,853	45,603	5%	57,389	54,779	5%
经营利润	8,457	7,938	7%	17,509	16,478	6%	21,914	20,794	5%
净利润	14,063	12,008	17%	19,362	18,221	6%	24,230	22,622	7%
基本 EPS (元)	0.583	0.506	15%	0.769	0.767	0%	0.962	0.953	1%
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利润	14.2%	14.4%	-0.2	14.2%	14.8%	-0.6	14.2%	14.9%	-0.8
费用率	-10.8%	-11.0%	0.2	-9.0%	-9.4%	0.5	-8.8%	-9.3%	0.5
经营利润率	3.4%	3.4%	0.0	5.2%	5.3%	-0.2	5.4%	5.7%	-0.3
净利率	5.7%	5.2%	0.5	5.7%	5.9%	-0.2	6.0%	6.2%	-0.2

资料来源：浦银国际预测

小米分业务假设和预测前后比较见下图。

图表 6：小米收入模型假设：新预测 vs 前预测

收入 人民币百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
智能手机	152,532	137,533	11%	214,920	184,206	17%	253,950	209,060	21%
IoT 产品	68,781	66,304	4%	93,302	90,723	3%	117,944	117,357	1%
互联网服务	23,814	25,487	-7%	25,978	30,457	-15%	29,172	36,676	-20%
其他	2,563	2,444	5%	3,394	3,055	11%	4,276	3,818	12%
总收入	247,690	231,768	7%	337,595	308,440	9%	405,343	366,910	10%

毛利率	百分点			百分点			百分点		
智能手机	7.8%	7.5%	0.3	8.5%	8.3%	0.3	8.6%	8.2%	0.3
IoT 产品	12.7%	11.6%	1.2	13.9%	11.8%	2.0	14.2%	11.8%	2.3
互联网服务	59.6%	59.4%	0.2	62.0%	63.1%	-1.0	62.6%	63.1%	-0.4
其他	12.2%	11.7%	0.4	15.0%	15.0%	0.0	15.0%	15.0%	-
综合毛利率	14.2%	14.4%	-0.2	14.2%	14.8%	-0.6	14.2%	14.9%	-0.8

资料来源：浦银国际预测

● DCF 估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法，对小米进行估值。我们提高了小米 2021 年-2025 年的净利润。同时，我们也提高小米 2026 年-2030 年的成长率至 20%，因为我们看好小米 IoT 的长期增长以及用户量增长后的互联网收入变现。因此，我们上调小米目标价至 42 港币的目标价，潜在上升空间 19%，重申“买入”评级。

图表 7：小米 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.15	债务成本	5.0%
无风险利率	1.8%	债务股本比	21.7%
股权风险溢价	8.9%	所得税率	13.0%
国家风险溢价	1.0%		
股本成本	13.0%	WACC	11.1%

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本
资料来源：浦银国际预测

图表 8：小米自由现金流预测

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031 往后
营业收入	337,595	405,343	448,754	510,862	565,176	678,211	813,853	976,624	1,171,949	1,406,339	
营收增速	36%	20%	11%	14%	11%	20%	20%	20%	20%	20%	
经营利润	17,509	21,914	25,957	30,494	35,840	47,475	56,970	73,247	93,756	120,945	
经营利润率	5.2%	5.4%	5.8%	6.0%	6.3%	7.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.6%	
加：折旧及摊销	2,042	2,650	3,353	4,062	4,829	5,795	6,954	8,345	10,014	12,016	
EBITDA	19,551	24,564	29,310	34,556	40,669	53,270	63,924	81,591	103,769	132,961	
EBITDA率	5.8%	6.1%	6.5%	6.8%	7.2%	7.9%	7.9%	8.4%	8.9%	9.5%	
所得税	(2,670)	(3,334)	(3,859)	(4,444)	(5,128)	(6,154)	(7,384)	(8,861)	(10,633)	(12,760)	
资本支出	(5,585)	(6,706)	(7,424)	(8,451)	(9,350)	(10,285)	(11,313)	(12,444)	(13,689)	(15,058)	
资本支出占营收比	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	
净营运资本变动	8,690	6,553	3,978	5,859	4,909	6,068	7,500	9,269	11,457	14,161	
自由现金流	19,987	21,077	22,005	27,520	31,101	42,899	52,726	69,555	90,904	119,305	
永续增长率											3.0%
自由现金流现值	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	终值
	19,987	18,965	17,817	20,049	20,388	25,305	27,985	33,219	39,065	46,133	584,125

资料来源：浦银国际预测

图表 9：小米 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	企业价值 (百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)	每股价值 (港元)
11.13%	853,037	853,037	31,358	884,395	25,186	35.1	42.0

资料来源：浦银国际预测

● 分部加总估值

我们也采用了分部估值法对小米的目标价进行测算。因为小米智能手机业务增长的确定性，我们提升小米智能手机业务的目标 PE 至 2021 年的 48x，处于历史的高位，但是与手机供应链优质公司具有可比性。我们给予小米的智能手机业务估值高于互联网业务估值，因为智能手机业务的高确定性值得拥有更高的估值溢价。

我们用分部加总法得到的目标价与 DCF 模型得到的目标价接近。

图表 10：小米分部加总估值法（2021 年）

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	214,920	2.0%	4,298	88%	48.0	206,323
IoT	93,302	5.0%	4,665	126%	48.0	223,925
互联网	25,978	24.9%	6,460	108%	45.0	290,714
其他			3,938	-40%	40.0	157,511
合计（人民币 百万）			19,362	38%	45.4	878,473
人民币/港币						0.8353
市值（港元 百万）						1,051,724
股数（百万）						25,186
目标价（港元）						41.8

资料来源：公司资料、浦银国际估算与预测

图表 11：小米分部加总估值法（2022 年）

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	253,950	2.5%	6,349	48%	40.0	253,950
IoT	117,944	5.0%	5,897	26%	40.0	235,888
互联网	29,172	24.9%	7,258	12%	35.0	254,044
其他			4,725	20%	30.0	141,760
合计（人民币 百万）			24,230	25%	36.6	885,643
人民币/港币						0.8353
市值（港元 百万）						1,060,307
股数（百万）						25,186
目标价（港元）						42.1

资料来源：公司资料、浦银国际估算与预测

图表 12: 小米历史市盈率: 历史均值 21.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 股价 vs 沪港通持股比例

图表 13: 小米: 股价 vs 沪深港通持股占比: 沪深港通持股比例持续提升



资料来源: Wind、浦银国际

● 小米可比公司估值比较

图表 14: 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		
手机品牌															
1810 HK Equity	小米	114,677	35.3	6.3	23%	36%	26%	56.5	41.6	33.0	7.2	6.2	5.2		
005930 KS Equity	三星	459,918	83,900	3.6	28%	32%	29%	20.6	15.6	12.1	2.1	1.9	1.7		
AAPL US Equity	苹果	2,200,203	129.4	-2.5	8%	21%	10%	39.9	32.9	30.0	35.5	43.7	47.4		
688036 CH Equity	传音控股	20,177	163.0	7.2	33%	27%	23%	50.7	39.8	32.3	12.4	9.7	7.5		
平均										41.9	32.5	26.8	14.3	15.3	15.5
手机代工															
600745 CH Equity	闻泰科技	20,629	107.1	8.2	51%	48%	26%	40.2	27.2	21.6	4.2	3.7	3.0		
285 HK Equity	比亚迪电子	12,192	42.0	3.3	251%	-9%	16%	14.0	15.5	13.4	3.6	3.0	2.5		
2317 TT Equity	鸿海	51,495	104.0	13.0	-9%	21%	12%	13.7	11.4	10.2	1.1	0.9	0.9		
002475 CH Equity	立讯精密	60,887	56.3	0.2	53%	42%	28%	54.3	38.3	30.0	14.1	10.6	8.0		
平均										30.6	23.1	18.8	5.7	4.5	3.6
电子零部件															
2382 HK Equity	舜宇	25,622	181.1	6.7	9%	29%	23%	38.0	29.4	23.9	10.3	7.9	6.3		
1478 HK Equity	丘钛	2,032	13.4	2.3	33%	17%	21%	17.6	15.1	12.5	3.7	3.1	2.6		
002456 CH Equity	欧菲光	5,810	13.9	5.7	144%	38%	26%	30.2	21.9	17.4	3.5	3.0	2.6		
002241 CH Equity	歌尔声学	19,326	38.5	3.1	117%	40%	25%	44.3	31.8	25.4	6.6	5.6	4.7		
300207 CH Equity	欣旺达	7,627	31.3	1.9	-5%	79%	37%	67.0	37.5	27.4	7.5	6.4	5.3		
300433 CH Equity	蓝思科技	23,378	34.5	12.6	63%	25%	22%	34.1	27.3	22.3	5.4	4.7	3.9		
300136 CH Equity	信维通信	5,707	38.1	6.2	32%	45%	26%	27.5	19.0	15.1	6.1	4.6	3.5		
平均										37.0	26.0	20.6	6.1	5.0	4.1
互联网															
9988 HK Equity	阿里	622,611	223.0	-4.1	N/A	35%	21%	30.0	22.2	18.4	5.4	4.2	3.6		
700 HK Equity	腾讯	721,918	583.5	3.5	30%	25%	21%	38.0	30.4	25.2	8.3	6.6	5.3		
3690 HK Equity	美团	225,110	296.6	0.7	153%	136%	90%	251.0	106.5	55.9	14.7	13.2	10.7		
9618 HK Equity	京东	136,777	338.8	-0.9	N/A	37%	51%	42.3	30.9	20.5	6.3	5.4	4.5		
PDD US Equity	拼多多	205,245	166.8	-6.1	-65%	-222%	279%	N/A	419.0	110.6	45.3	44.0	30.7		
AMZN US Equity	亚马逊	1,598,895	3,187	-2.2	106%	22%	35%	66.0	54.0	39.9	17.4	12.9	9.6		
平均										85.5	110.5	45.1	16.2	14.4	10.7

E=Bloomberg 普遍预期。截至 2021 年 1 月 5 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

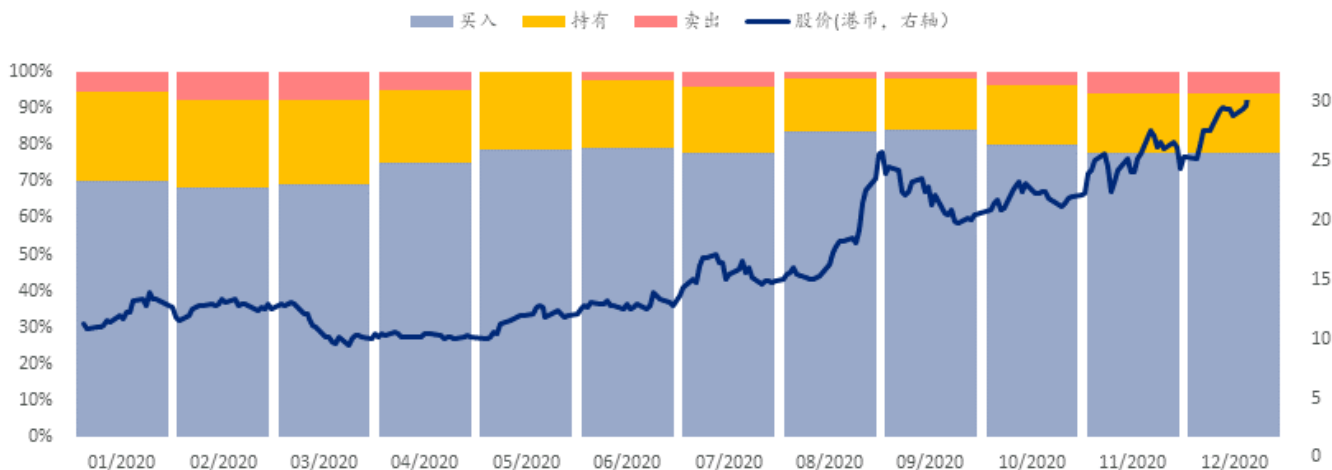
图表 15: 浦银国际目标价: 小米集团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 16: 小米集团市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 17: 小米集团 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 58 港元, 对应 50x 2021 年 EPS

- 小米海外拓展速度快于预期, 拉动智能手机出货增长迅猛
- 高阶智能手机拓展比较顺利, 提升小米智能手机平均单价
- IoT 产品, 尤其是白电业务, 增长速度比较快
- 互联网业务增长超预期

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 20 港元, 对应 28x 2021 年 EPS

- 国内外疫情反复拖累智能手机需求, 并且全球智能手机需求恢复较慢
- 国内竞争加剧, 智能手机毛利率下滑, 从而导致利润增速下滑
- 互联网业务增速下滑

资料来源: 浦银国际

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	174,915	205,839	247,690	337,595	405,343
销售成本	(152,723)	(177,285)	(212,530)	(289,741)	(347,953)
毛利润	22,192	28,554	35,160	47,853	57,389
经营支出	(25,869)	(20,975)	(26,703)	(30,344)	(35,475)
销售费用	(7,993)	(10,378)	(14,092)	(15,389)	(18,098)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,606)	(3,946)	(4,279)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(9,005)	(11,009)	(13,099)
经营利润	(3,677)	7,580	8,457	17,509	21,914
非经营收入	17,604	4,583	7,121	4,493	5,621
财务费用	216	402	(1,641)	(1,641)	(1,641)
投资收益	3,815	3,141	8,662	6,033	7,161
其他	13,572	1,040	101	101	101
税前利润	13,927	12,163	15,578	22,002	27,535
税务费用	(449)	(2,060)	(1,544)	(2,670)	(3,334)
税后利润含少数股东权益	13,478	10,103	14,034	19,332	24,200
少数股东权益	(76)	59	(29)	(29)	(29)
净利润	13,554	10,044	14,063	19,362	24,230
基本股数 (百万)	16,070	23,746	24,107	25,186	25,186
摊薄股数 (百万)	23,563	24,509	24,509	25,366	25,366
基本EPS (元)	0.84	0.42	0.58	0.77	0.96
摊薄EPS (元)	0.04	0.41	0.57	0.76	0.96

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	40,419	52,801	72,471
受限制资金	2,846	23,061	23,061	23,061	23,061
短期投资	16,942	29,187	35,121	47,869	57,476
应收账款和应收票据	5,598	6,949	8,361	11,396	13,683
存货	29,481	32,585	39,064	53,255	63,955
其他流动资产	20,915	19,837	23,870	32,535	39,064
流动资产合计	106,013	137,539	169,897	220,917	269,710
物业、厂房及设备	5,068	6,992	9,855	13,699	17,984
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
总资产	145,228	183,629	221,454	279,314	335,790
短期借贷	3,075	12,837	16,654	20,572	26,750
应付账款和应付票据	46,287	59,528	71,363	97,288	116,834
其他流动负债	12,578	19,816	23,845	32,500	39,023
流动负债合计	61,940	92,181	111,862	150,361	182,607
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
总负债	73,978	101,972	125,733	164,231	196,478
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	95,394	114,755	138,985
少数股东权益	(73)	327	327	327	327
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益总额	71,250	81,658	95,721	115,083	139,312
总负债和股东权益	145,228	183,629	221,454	279,314	335,790

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(1,415)	23,810	19,632	30,094	33,433
税前利润	13,927	12,163	15,578	22,002	27,535
折旧	220	895	1,235	1,741	2,420
摊销	529	486	394	301	230
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(1,612)	(1,612)	(1,612)
营运资金变动	(13,396)	9,553	3,939	8,690	6,553
应收账款减少 (增加)	(91)	(1,277)	(1,413)	(3,035)	(2,287)
库存减少 (增加)	(16,115)	(6,964)	(6,478)	(14,192)	(10,700)
应付账款增加 (减少)	12,627	13,535	11,835	25,926	19,546
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	(4)	(9)	(7)
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,544)	(2,670)	(3,334)
利息收入 (支出)	(216)	(402)	1,641	1,641	1,641
投资活动现金流	(7,508)	(31,570)	(13,030)	(21,631)	(19,939)
资本支出	(3,785)	(3,405)	(4,098)	(5,585)	(6,706)
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)	(5,934)	(12,748)	(9,606)
其他	2,064	6,002	-	-	-
融资活动现金流	26,574	3,121	7,897	3,918	6,178
借款	(236)	6,619	3,817	3,918	6,178
发行股份	23,249	-	-	-	-
发行债券	-	-	4,080	-	-
其他	3,562	(3,498)	-	-	-
外汇损益	1,015	328	-	-	-
现金及现金等价物净流量	18,667	(4,310)	14,500	12,381	19,671
期初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,920	40,419	52,801
期末现金及现金等价物	30,230	25,920	40,419	52,801	72,471

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速					
营业收入增速	52.6%	17.7%	20.3%	36.3%	20.1%
毛利润增速	46.4%	28.7%	23.1%	36.1%	19.9%
营业利润增速	NM	NM	11.6%	107.0%	25.2%
净利润增速	NM	-25.9%	40.0%	37.7%	25.1%
盈利能力					
净资产收益率	-48.4%	13.1%	15.9%	18.4%	19.0%
总资产报酬率	11.5%	6.1%	6.9%	7.7%	7.9%
投入资本回报率	-5.0%	5.6%	5.7%	10.3%	10.6%
利润率					
毛利率	12.7%	13.9%	14.2%	14.2%	14.2%
营业利润率	-2.1%	3.7%	3.4%	5.2%	5.4%
净利润率	7.7%	4.9%	5.7%	5.7%	6.0%
营运能力					
现金循环周期	(30)	(34)	(40)	(37)	(40)
应收账款周转天数	12	11	11	11	11
存货周转天数	55	64	62	58	61
应付账款周转天数	96	109	112	106	112
净债务 (净现金)	(22,145)	(31,358)	(37,960)	(46,423)	(59,916)
自由现金流	(21,647)	12,966	8,384	19,987	21,077

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼