



小米集团 (1810.HK)：预期一季度业绩毛利率改善，维持“买入”评级

我们重申小米的“买入”评级，维持 15.4 港元目标。

小米一季度消费业务依然疲软，但是毛利率改善，重申“买入”评级。消费电子行业一季度延续了去年四季度以来较为疲软的态势，并且我们预期该疲软趋势会在二季度延续。小米的智能手机和 IoT 业务会难以避免地受到该趋势影响，但是我们预期小米一季度的毛利率会有更好表现，这主要因为此前汇率、存货等影响下降，同时上游原料价格下降。今年小米规模与利润战略方针开始所有体现。此外，我们认为小米今年投资亮点在于：**1）**消费电子行业下半年预期复苏提供行业 Beta 上行空间；**2）**市场对于小米新能源车业务的估值过于悲观，而我们认为明年新能源车收入贡献将为小米集团贡献估值增量。因此，我们重申小米的“买入”评级。

小米一季度业务预览及全年业绩展望：在**手机**板块，我们预期一季度小米手机出货量略高于 3,000 万台，同比下滑超过 20%，而平均售价环比大体持平，同比略降。手机业务毛利率有望重回历史高位区间，在 11% 左右。在**IoT**板块，受到电视等大品类消费需求下滑，我们预期一季度收入表现疲软；而毛利率则环比提升，同比持平稳定。在**互联网**板块，我们预期收入维持在单季度 70 亿左右，而毛利率环比稳定。整体看，小米一季度收入略显疲软，同比下降超 20%，但是毛利率有望创历史新高，达到 19% 以上。毛利率是小米利润表现优异最重要的推动力。受到汽车等新业务投入和收入增速下降影响，我们预期小米一季度的费用率维持接近去年四季度高位。

盈利预测与估值：我们上调小米今明两年的净利润预测，以反映部分资产公允价值变动，并给予明年汽车业务收入 2.5x 的目标市销率。因此，我们保持小米的 15.4 港元的目标价不变，潜在升幅 39.7%。

投资风险：智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，下半年增长较为乏力。手机终端及供应链去库存的速度弱于预期，拖累手机品牌的出货量。行业竞争再次加剧，玩家利润率承压。海外宏观环境波动影响海外消费电子需求。智能电动车进展不如预期。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	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	272,581	275,026	(1%)	308,135	308,519	(0%)	345,174	-	-
毛利润	50,105	49,978	0%	55,726	55,337	1%	61,961	-	-
经营利润	2,980	3,075	(3%)	3,508	3,724	(6%)	4,634	-	-
净利润	3,792	3,114	22%	4,169	3,579	16%	5,008	-	-

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

助理分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2023 年 5 月 15 日

评级

买入

目标价 (港元)	15.4
潜在升幅/降幅	40%
目前股价 (港元)	11.0
52 周内股价区间 (港元)	8.3-14.5
总市值 (百万港元)	275,336
近 3 月日均成交额 (百万港元)	782

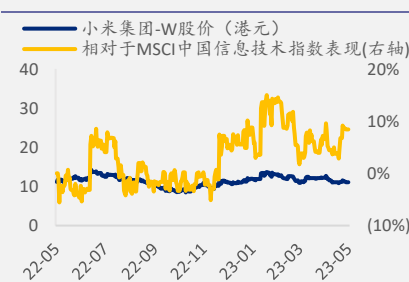
注：截至 2023 年 5 月 12 日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注
浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	328,309	280,044	272,581	308,135	345,174
销售成本	(270,048)	(232,467)	(222,477)	(252,409)	(283,213)
毛利润	58,261	47,577	50,105	55,726	61,961
经营支出	(38,887)	(42,465)	(47,125)	(52,218)	(57,327)
销售费用	(20,981)	(21,323)	(23,231)	(25,739)	(28,265)
管理费用	(4,739)	(5,114)	(5,162)	(5,719)	(6,280)
研发费用	(13,167)	(16,028)	(18,732)	(20,760)	(22,782)
经营利润	19,374	5,112	2,980	3,508	4,634
非经营收入	5,043	(1,178)	2,032	1,988	1,939
财务费用	(1,612)	1,117	1,117	1,117	1,117
投资收益	8,407	(2,062)	624	580	531
其他	(1,753)	(233)	291	291	291
税前利润	24,417	3,934	5,012	5,496	6,573
税务费用	(5,134)	(1,431)	(1,191)	(1,298)	(1,537)
税后利润含少数股东权益	19,283	2,503	3,821	4,198	5,036
少数股东权益	(56)	29	29	29	29
净利润	19,339	2,474	3,792	4,169	5,008
基本股数 (百万)	24,927	24,828	24,980	24,980	24,980
摊薄股数 (百万)	25,509	25,297	25,297	25,297	25,297
基本每股收益 (元)	0.78	0.10	0.15	0.17	0.20
摊薄每股收益 (元)	0.76	0.10	0.15	0.16	0.20

资产负债表

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
货币资金	23,512	20,414	15,343	22,028	24,770
受限制资金	35,361	35,361	35,361	28,289	22,631
短期投资	35,132	29,967	29,168	26,252	26,252
应收账款和应收票据	17,986	15,341	14,933	16,880	18,909
存货	52,398	45,106	43,168	48,975	54,952
其他流动负债	21,464	18,308	17,821	20,145	22,566
流动资产合计	185,851	164,498	155,793	162,569	170,081
物业、厂房及设备	6,965	11,087	13,867	16,628	19,408
无形资产	5,579	3,935	2,775	1,957	1,380
长期投资收益	60,344	66,379	73,017	80,318	88,350
其他非流动资产	34,152	34,152	34,152	34,152	34,152
总资产	292,892	280,051	279,604	295,625	313,371
短期借贷	5,527	5,827	5,158	4,885	5,097
应付账款和应付票据	74,643	64,255	61,494	69,767	78,282
其他流动负债	35,557	30,330	29,522	33,372	37,384
流动负债合计	115,727	100,412	96,173	108,024	120,763
长期借款	20,720	20,720	20,720	20,720	20,720
其他非流动负债	19,012	19,012	19,012	19,012	19,012
总负债	155,459	140,144	135,905	147,756	160,495
股本	0	0	0	0	0
储备	137,212	139,687	143,479	147,648	152,656
少数股东权益	220	220	220	220	220
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益总额	137,432	139,907	143,699	147,868	152,876
总负债和股东权益	292,892	280,051	279,604	295,625	313,371

现金流量表

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	9,785	3,588	7,390	10,999	12,441
税前利润	24,417	3,934	5,012	5,496	6,573
折旧	1,804	1,993	3,172	3,968	4,758
摊销	1,257	1,645	1,160	818	577
其他营业活动现金流	(1,137)	1,089	1,089	1,089	1,089
营运资金变动	(15,725)	(2,524)	(734)	2,044	2,098
应收账款减少 (增加)	(7,549)	2,644	409	(1,948)	(2,029)
库存减少 (增加)	(13,747)	7,292	1,938	(5,808)	(5,977)
应付账款增加 (减少)	2,456	(10,388)	(2,761)	8,273	8,515
其他经营资金变动	3,114	(2,072)	(320)	1,526	1,590
税务费用	(2,442)	(1,431)	(1,191)	(1,298)	(1,537)
利息收入 (支出)	1,612	(1,117)	(1,117)	(1,117)	(1,117)
投资活动现金流	(45,008)	(6,985)	(11,792)	(4,041)	(9,912)
资本支出	(7,169)	(6,115)	(5,952)	(6,729)	(7,538)
取得或购买长期投资	(14,185)	(6,034)	(6,638)	(7,302)	(8,032)
银行存款增加	(13,902)	-	-	7,072	5,658
短期投资	(6,312)	5,165	799	2,917	-
其他	(3,439)	-	-	-	-
融资活动现金流	4,499	300	(670)	(273)	212
借款	9,227	300	(670)	(273)	212
发行股份	-	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他	(4,729)	-	-	-	-
外汇损益	(517)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(31,241)	(3,097)	(5,071)	6,685	2,742
期初现金及现金等价物	54,752	23,512	20,414	15,343	22,028
期末现金及现金等价物	23,512	20,414	15,343	22,028	24,770

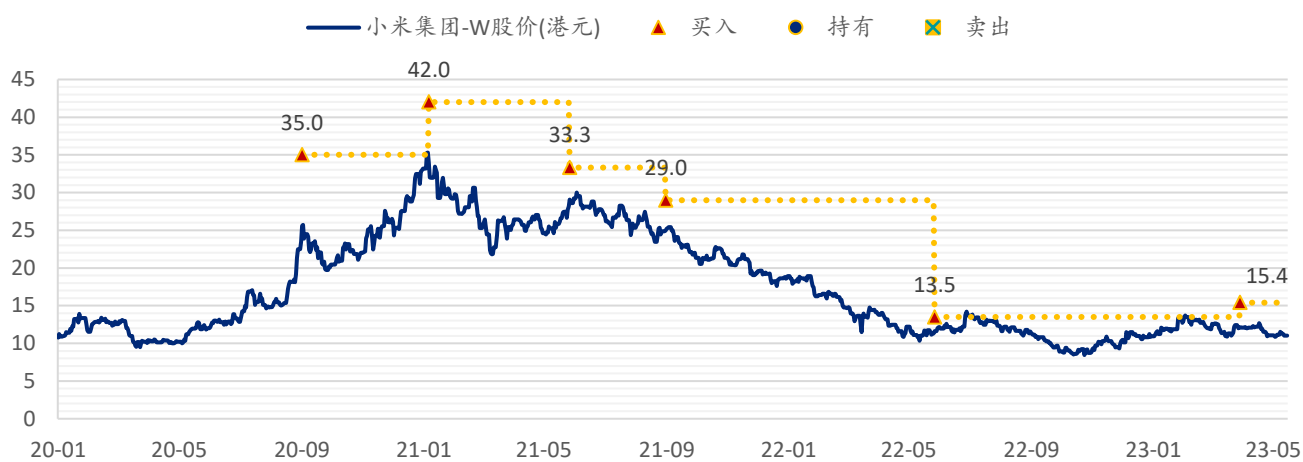
主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	33.5%	-14.7%	-2.7%	13.0%	12.0%
毛利润增速	58.5%	-18.3%	5.3%	11.2%	11.2%
营业利润增速	110.4%	-73.6%	-41.7%	17.7%	32.1%
净利润增速	-5.0%	-87.2%	53.3%	9.9%	20.1%
盈利能力					
净资产收益率	14.8%	1.8%	2.7%	2.9%	3.3%
总资产回报率	7.1%	0.9%	1.4%	1.4%	1.6%
投入资本回报率	8.7%	2.2%	1.1%	1.3%	1.7%
利润率					
毛利率	17.7%	17.0%	18.4%	18.1%	18.0%
营业利润率	5.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.3%
净利润率	5.9%	0.9%	1.4%	1.4%	1.5%
营运能力					
现金循环周期	(20)	(11)	(10)	(9)	(10)
应收账款周转天数	16	22	20	19	19
存货周转天数	64	77	72	67	67
应付账款周转天数	99	109	103	95	95
净债务 (净现金)	(32,626)	(29,228)	(24,827)	(24,713)	(21,584)
自由现金流	(2,901)	(1,321)	(565)	2,311	2,993

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 小米集团



注: 截至 2023 年 5 月 12 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	11.0	买入	15.4	2023/5/15	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	115.0	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	23.9	买入	28.5	2023/4/28	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	53.7	买入	62.1	2023/5/4	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	26.4	买入	34.5	2023/5/4	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.4	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.9	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	82.0	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.5	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	89.5	买入	128.7	2023/4/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	8.0	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	65.1	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	9.8	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	39.4	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	29.4	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	114.1	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	34.1	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	168.0	持有	187.4	2023/4/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	243.2	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	260.1	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	20.2	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	53.7	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	26.0	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注：截至 2023 年 5 月 12 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

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团 - 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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

