



小米集团(1810.HK)1Q24 业绩前瞻： 核心业务利润释放强劲

小米核心业务重回上升通道，汽车新业务大获成功。重申小米的“买入”评级，上调目标价至 23.6 港元，潜在升幅 22%。

- 小米一季度业绩前瞻：核心业务利润释放强劲：**我们预期小米今年一季度收入将同比增长 25%，同比增速较去年四季度再次上扬。其中，智能手机出货量在中国和海外份额提升，以及 IoT 业务中大家电品类大幅成长。同时，用户基数增长使得互联网业务保持稳定成长势能。这都推动公司一季度收入增长强劲。我们预期小米三个核心业务板块毛利率分别为 14.5%、20%、75%，保持较高位置。因此，我们预计小米经调整后净利润有望接近人民币 55 亿元，同比增长接近 70%。结合汽车等新业务约 25 亿元费用，小米一季度调整后核心业务利润有望接近人民币 80 亿元，利润释放强劲。
- 小米核心业务重回增长轨道，汽车业务大踏步向前：**在小米 SU7 发布会和投资者日活动之后，我们明显感受到管理层对于自身业务展望的底气，对于手机产品高端化以及汽车业务方法论都有可执行战略。因此，我们上调小米 2024/2025 年汽车交付量预测至 10 万/20.8 万辆，上调 2024/2025 年汽车收入预测至 237 亿/508 亿元。同时，我们略微调整核心业务成长动能以及相应的技术研发等投入。因此，我们预期虽然小米今年一季度核心利润释放强劲，但是小米集团将增加硬科技技术投入，以匹配未来业务发展。这既为自身产品构建差异化，也为长期业务增长打开空间。我们期待 AI 在公司各个业务销售和成本方面的渗透，以及自身芯片对于外采芯片的逐步替代。小米目前处于再次增长通道中。
- 估值：**基于小米核心业务利润释放稳定，从而带动小米更加从容投入构筑未来技术壁垒，打开成长空间，我们上调小米目标估值及目标价。我们采用分部加总估值法对小米进行估值。我们分别给予小米 2025 年智能手机、IoT、互联网业务 14.0x、16.0x、14.0x 的目标市盈率，给予智能电动车 2.0x 的目标市销率，得到 23.6 港元的目标价，潜在升幅 22%。
- 投资风险：**智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期。手机供应链零部件及上游半导体成本上升过快。行业竞争加剧，玩家利润率承压。智能电动车交付量不如预期。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	329,531	372,658	434,073
同比增速	(15%)	(3%)	22%	13%	16%
经调整净利润	8,518	19,273	13,824	20,324	23,925
同比增速	(61%)	126%	(28%)	47%	18%
目标 PE (x)	49.6	22.0	30.7	20.9	17.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

2024 年 5 月 13 日

评级

买入

目标价 (港元)	23.6
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (港元)	19.4
52 周内股价区间 (港元)	9.9-19.7
总市值 (百万港元)	484,135
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,848

注：截至 2024 年 5 月 10 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	329,531	372,658	434,073
销售成本	(232,467)	(213,494)	(266,204)	(301,918)	(351,311)
毛利润	47,577	57,476	63,327	70,740	82,762
经营支出	(42,465)	(43,451)	(50,399)	(50,563)	(57,823)
销售费用	(21,323)	(19,227)	(21,762)	(20,916)	(23,903)
管理费用	(5,114)	(5,127)	(5,981)	(6,021)	(6,887)
研发费用	(16,028)	(19,098)	(22,655)	(23,626)	(27,032)
经营利润	5,112	14,025	12,929	20,177	24,939
非经营收入	(1,178)	7,986	5,098	5,231	5,236
财务费用	1,117	2,002	2,563	2,691	2,691
投资收益	(2,062)	3,547	1,098	1,103	1,109
其他	(233)	2,437	1,437	1,437	1,437
税前利润	3,934	22,011	18,026	25,408	30,175
税务费用	(1,431)	(4,537)	(3,684)	(5,098)	(6,055)
税后利润含少数股东权益	2,503	17,474	14,342	20,310	24,120
少数股东权益	29	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	2,474	17,475	14,343	20,311	24,121
基本股数 (百万)	24,828	24,885	24,885	24,885	24,885
摊薄股数 (百万)	25,297	25,325	25,325	25,325	25,325
基本每股收益 (元)	0.10	0.70	0.58	0.82	0.97
摊薄每股收益 (元)	0.10	0.69	0.57	0.80	0.95

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,607	33,631	64,699	92,638	122,914
受限制资金	33,831	57,592	46,074	36,859	29,487
短期投资	18,125	30,548	27,494	27,494	27,494
应收账款和应收票据	11,795	12,151	14,777	16,711	19,465
存货	50,438	44,423	55,390	62,822	73,099
其他流动资产	18,618	20,707	25,183	28,478	33,172
流动资产合计	160,415	199,053	233,616	265,002	305,630
物业、厂房及设备	9,138	13,721	15,992	18,404	21,286
无形资产	4,630	8,629	6,469	4,850	3,636
长期投资收益	63,912	67,122	73,834	81,218	89,339
其他非流动资产	35,412	35,723	35,723	35,723	35,723
总资产	273,507	324,247	365,635	405,196	455,615
短期借贷	2,151	6,183	7,673	9,005	10,215
应付账款和应付票据	53,094	62,099	77,430	87,818	102,185
其他流动负债	34,383	47,306	57,529	65,058	75,780
流动负债合计	89,628	115,588	142,632	161,882	188,180
长期借款	21,493	21,674	21,674	21,674	21,674
其他非流动负债	18,463	22,724	22,724	22,724	22,724
总负债	129,584	159,986	187,800	206,280	232,578
股本	0	0	0	0	0
储备	143,658	163,995	178,338	198,650	222,771
少数股东权益	265	266	266	266	266
其他	(0)	0	0	0	0
股东权益总额	143,923	164,262	178,605	198,916	223,037
总负债和股东权益	273,507	324,247	365,635	405,196	455,615

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(4,390)	51,114	28,542	32,493	38,805
税前利润	3,934	22,011	18,026	25,408	30,175
折旧	2,311	3,032	4,553	5,307	6,107
摊销	1,396	1,159	2,160	1,619	1,214
其他营业活动现金流	13,762	5,953	2,564	2,692	2,692
营运资金变动	(21,255)	25,498	7,486	5,256	7,364
应收账款减少 (增加)	4,347	(356)	(2,626)	(1,934)	(2,754)
库存减少 (增加)	(5,449)	6,015	(10,968)	(7,431)	(10,277)
应付账款增加 (减少)	(20,514)	9,005	15,332	10,388	14,367
其他经营资金变动	362	10,834	5,748	4,233	6,028
税务费用	(3,420)	(4,537)	(3,684)	(5,098)	(6,055)
利息收入 (支出)	(1,117)	(2,002)	(2,563)	(2,691)	(2,691)
投资活动现金流	15,549	(45,006)	1,037	(5,886)	(9,739)
资本支出	(5,800)	(5,612)	(6,824)	(7,718)	(8,989)
取得或购买长期投资	(7,741)	(3,210)	(6,712)	(7,383)	(8,122)
银行存款增加	10,226	(23,760)	11,518	9,215	7,372
短期投资	20,094	(12,424)	3,055	-	-
其他	(1,231)	-	-	-	-
融资活动现金流	(7,855)	4,213	1,489	1,332	1,210
借款	(2,791)	4,213	1,489	1,332	1,210
发行股份	-	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他	(5,063)	-	-	-	-
外汇损益	791	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	4,096	10,321	31,068	27,939	30,276
期初现金及现金等价物	23,512	27,607	33,631	64,699	92,638
期末现金及现金等价物	27,607	37,929	64,699	92,638	122,914

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	-14.7%	-3.2%	21.6%	13.1%	16.5%
毛利润增速	-18.3%	20.8%	10.2%	11.7%	17.0%
营业利润增速	-73.6%	174.4%	-7.8%	56.1%	23.6%
净利润增速	-87.2%	606.3%	-17.9%	41.6%	18.8%
盈利能力					
净资产收益率	1.8%	11.3%	8.4%	10.8%	11.4%
总资产报酬率	0.9%	5.8%	4.2%	5.3%	5.6%
投入资本回报率	2.2%	4.9%	4.4%	6.6%	7.4%
利润率					
毛利率	17.0%	21.2%	19.2%	19.0%	19.1%
营业利润率	1.8%	5.2%	3.9%	5.4%	5.7%
净利润率	0.9%	6.4%	4.4%	5.5%	5.6%
营运能力					
现金循环周期	(0)	(1)	(12)	(13)	(13)
应收账款周转天数	19	16	15	15	15
存货周转天数	81	81	68	71	71
应付账款周转天数	100	98	96	100	99
净债务 (净现金)	(37,795)	(63,366)	(81,426)	(98,818)	(120,512)
自由现金流	(21,655)	33,565	16,619	19,544	24,579

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：小米分部加总估值法（2025 年）

人民币百万	收入	净利率	经调整净利润	净利润增速	目标市盈率	目标市销率	估值	净利润贡献
智能手机	192,995	2.6%	5,018	8%	14.0		70,250	43%
IoT	92,153	5.3%	4,884	11%	16.0		78,146	42%
互联网	33,448	60.7%	20,300	25%	14.0		284,204	175%
智能电动车	50,768		(9,878)			2.0	101,535	
其他	3,294	0.0%	-		15.0		-	0%
合计	372,658		20,324	47%	26.3		534,135	260%
人民币/港币							0.9087	
市值							587,821	
股数（百万）							24,885	
目标价（港元）							23.6	

资料来源：浦银国际预测

图表 3：SPDBI 目标价：小米集团

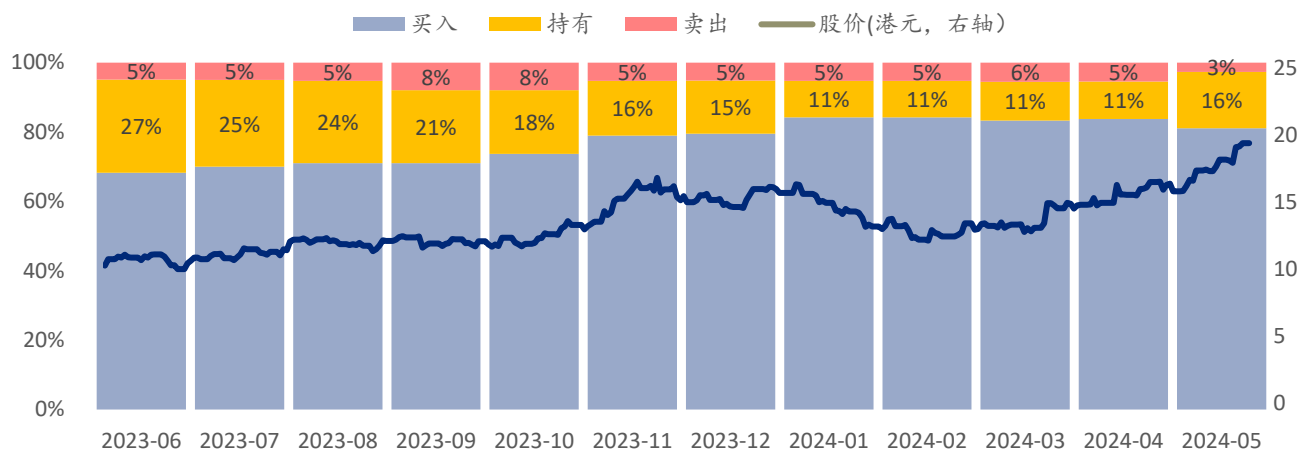


注：截至 2024 年 5 月 10 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

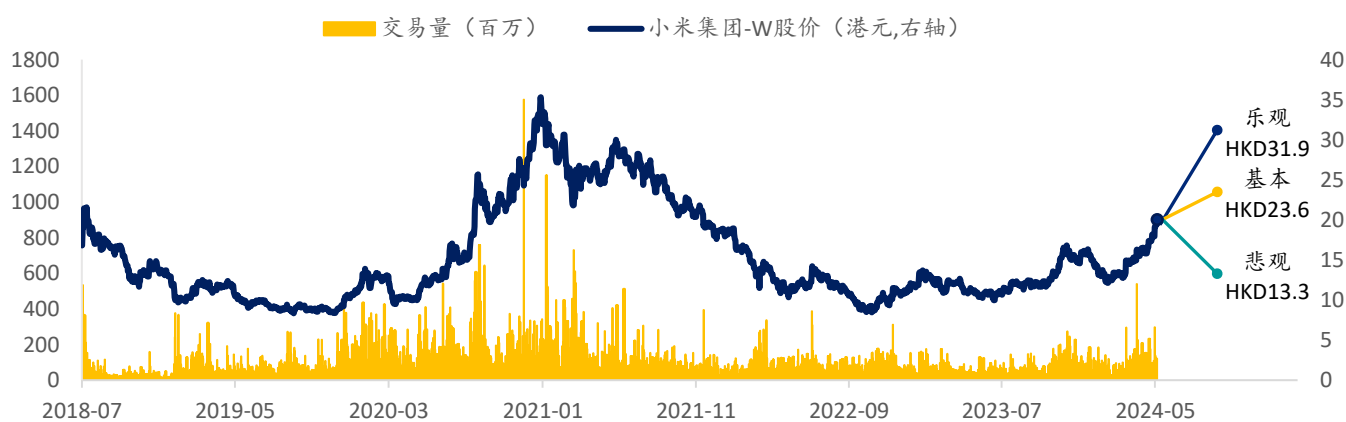
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 小米集团市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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: 31.9 港元 (概率: 25%)

- 小米海外渠道拓展速度快于预期, 拉动智能手机出货增长迅猛。
- 高端智能手机拓展比较顺利, 提升小米智能手机平均单价, 且市场竞争缓和。
- IoT 产品, 尤其是大家电业务, 增长速度比较快。
- 小米汽车交付量增长强劲, 推动估值提升。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 13.3 港元 (概率: 5%)

- 外部环境不稳定拖累全球智能手机等消费电子产品需求复苏, 低于全年的出货预期。
- 手机供应链零部件及上游半导体成本上升过快, 拖累利润表现。
- 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。
- 小米智能电动车交付量不及预期, 拖累估值。

资料来源: 浦银国际

图表 6: 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	19.4	买入	23.6	2024/5/13	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	145.9	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	33.1	买入	36.7	2024/3/1	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	32.3	买入	49.9	2023/10/26	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	29.5	买入	34.5	2023/10/24	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	14.4	买入	11.4	2022/5/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	27.2	买入	28.8	2022/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	42.2	买入	80.8	2023/11/10	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.8	买入	5.1	2023/11/10	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	103.6	买入	127.9	2023/11/10	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.1	买入	9.4	2023/6/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.1	买入	73.9	2023/6/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	7.7	买入	12.4	2024/3/21	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	32.0	买入	48.6	2024/3/21	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	26.7	买入	40.8	2024/3/23	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	105.5	买入	159.5	2024/3/23	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	30.7	买入	29.8	2024/3/26	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	168.5	持有	202.9	2024/1/26	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	223.4	买入	232.2	2024/3/28	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	227.8	买入	248.4	2024/3/28	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.3	买入	17.9	2024/2/7	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	43.0	买入	52.6	2024/2/7	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	18.0	买入	20.6	2024/5/10	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	31.9	买入	43.6	2024/5/10	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	38.9	买入	64.9	2023/9/20	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	19.7	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.4	买入	43.4	2023/10/25	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	49.3	买入	53.4	2023/10/27	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.2	买入	38.7	2023/10/27	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	131.0	买入	230.6	2023/9/20	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	39.6	买入	44.4	2023/9/20	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	24.0	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体

注: 截至 2024 年 5 月 10 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个人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人士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

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 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。
- 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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

