

小米集团-W (01810.HK)

新机发布，看好多业态进展提速

小米集团发布小米 15 手机系列、小米 SU7 Ultra 量产版。10 月 29 日，小米集团在北京召开小米 15 系列暨小米澎湃 OS 2 新品发布会。本次发布会共计发布 16 款软硬件新品：小米 15 系列手机、小米澎湃 OS2 系统、小米汽车 SU7 Ultra 量产版、小米平板 7 系列、小米手表 S4、小米手环 9Pro、全新大家电高端 Pro 系列、智能门锁、Wi-Fi 7 路由器等。

手机：Q3 大盘增长稳健，小米手机毛利率后续有望回升。IDC 数据显示，2024Q3 全球智能手机市场出货量达到 3.161 亿部，同比增长 4.0%，继续实现稳定增长。其中，小米手机 2024Q3 全球出货量约 4280 万部，市占率 13.5%，稳居全球前三。

毛利率方面，此前 Q2 小米手机毛利率 12.1%，主要由于核心零部件成本上升。我们预计 Q3 手机毛利率有望迎来短期低点。后续随着屏幕成本以及内存成本上涨基本结束，可能迎来手机毛利率持续改善。

AIoT：国内受益于以旧换新，海外持续扩张。AIoT 方面，今年 8 月商务部等 4 部门印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，开启对 8 类家电产品的消费者购买补贴，单件产品最高补贴 2000 元。商务部全国家电以旧换新数据平台显示：截至 10 月 15 日，已有超过 2000 万名消费者申请、超过 1000 万名消费者购买 8 类家电产品 1462.4 万台，享受 131.7 亿元中央补贴，带动销售 690.9 亿元。我们预计，Q3 受益于 1) 国内电器以旧换新、2) 海外 IoT 布局扩张，公司有望迎来 AIoT 收入增速提升。

小米汽车交付能力持续提升。小米 SU7 自发布以后，订单火爆程度远超预期。今年 7-9 月小米 SU7 每月交付量均突破 10000 台，10 月交付量更是成功突破 20000 台。我们预计小米汽车全年有望冲击 12 万辆交付的目标。智能驾驶方面，小米汽车全国都能开的城市领航辅助在 10 月 30 日起开启分批全量推送。此后，公司将全面接入端到端大模型，预计 11 月底启动定向邀请内测、12 月底开始推送先锋版。

重申“买入”评级。我们预计 2024-2026 年：1) 公司收入为 3478/4345/5043 亿元，yoy+28%/+25%/+16%。2) 主业 non-GAAP 归母净利为 317/354/405 亿元，yoy+18%/+12%/+14%。3) 汽车净利/亏损为-72/-20/34 亿。基于小米核心业务（剔除造车等创新业务费用）15x 2025e P/E、汽车 2x 2024e P/S、我们认为小米集团合理目标价为 31 港元，重申“买入”评级。

风险提示：国内智能手机竞争加剧、AIoT 进展不及预期、海外市场政策风险、小米造车不及预期、宏观环境变化超预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	280,044	270,970	347,763	434,479	504,267
增长率 YoY (%)	-15	-3	28	25	16
non-GAAP 净利润（百万元）	8,518	19,273	24,519	33,443	43,899
non-GAAP 核心净利润（百万元）	11,583	26,773	31,709	35,435	40,469
增长率 YoY (%)	-	131	18	12	14
non-GAAP 核心 EPS(元/股)	0.5	1.1	1.2	1.4	1.6
P/E (倍)	54	23	20	18	15
P/B (倍)	4.1	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价，HKD/CNY=0.9

买入（维持）

股票信息

行业	消费电子
前次评级	买入
11 月 01 日收盘价（港元）	27.30
总市值（百万港元）	681,321.37
总股本（百万股）	24,956.83
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	201.41

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《小米集团-W (01810.HK)：手机市占率扩张，汽车毛利率可观》 2024-08-24
- 《小米集团-W (01810.HK)：手机市占率提升，上调 SU7 交付目标》 2024-05-27
- 《小米集团-W (01810.HK)：SU7 订单强势，手机出货复苏》 2024-05-08

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	160,415	199,053	251,105	294,856	347,476
现金	61,439	91,223	90,809	111,762	151,919
应收账款	11,795	12,151	18,581	19,814	24,749
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	18,578	20,079	29,534	32,450	39,490
存货	50,438	44,423	77,959	94,020	92,563
其他流动资产	18,165	31,177	34,222	36,810	38,756
非流动资产	113,092	125,195	123,628	123,865	124,766
长期投资	63,912	67,122	67,122	67,122	67,122
固定资产	9,138	13,721	16,691	19,080	21,001
无形资产	4,630	8,629	4,092	1,940	920
其他非流动资产	35,412	35,723	35,723	35,723	35,723
资产总计	273,507	324,247	374,733	418,721	472,242
流动负债	89,628	115,588	148,552	166,938	185,115
短期借款	2,151	6,183	6,483	6,783	7,083
应付账款	53,094	62,099	86,473	91,238	106,320
其他流动负债	34,383	47,306	55,595	68,917	71,711
非流动负债	39,957	44,398	44,398	44,398	44,398
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
负债合计	129,584	159,986	192,950	211,336	229,513
少数股东权益	265	266	209	169	129
股本	0	0	0	0	0
资本公积	143,658	163,995	181,574	207,216	242,600
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	143,658	163,995	181,574	207,216	242,600
负债和股东权益	273,507	324,247	374,733	418,721	472,242

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-4,390	41,300	2,422	22,757	39,967
净利润	3,934	22,011	22,250	32,002	44,180
折旧摊销	3,707	4,836	7,836	6,032	5,368
财务费用	-1,117	-2,002	-3,133	-4,165	-6,158
投资损失	5,430	-1,873	0	0	0
营运资金变动	-16,347	17,319	-19,803	-4,711	5,414
其他经营现金流	3	1,009	-4,729	-6,400	-8,836
投资活动现金流	15,549	-35,169	-6,269	-6,269	-6,269
资本支出	-5,800	-6,269	-6,269	-6,269	-6,269
长期投资	-4,894	944	0	0	0
其他投资现金流	26,243	-29,844	0	0	0
筹资活动现金流	-7,855	-505	3,433	4,465	6,458
短期借款	-2,791	4,844	300	300	300
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	806	1,417	0	0	0
其他筹资现金流	-5,869	-6,766	3,133	4,165	6,158
现金净增加额	3,304	5,626	-415	20,953	40,157

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	347,763	434,479	504,267
营业成本	232,467	213,494	275,359	343,958	395,116
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	21,323	19,227	23,942	28,241	32,001
管理及研发费用	21,142	24,224	28,582	34,739	39,424
财务收入净额	-1,117	-2,002	-3,133	-4,165	-6,158
资产减值损失	-1,369	1,697	1,579	2,199	2,199
公允价值变动收益	-1,662	3,501	-3,775	-3,398	-3,398
投资净收益	-400	46	415	346	346
营业利润	2,798	21,271	21,231	30,853	43,031
营业外收入	1,136	740	1,019	1,149	1,149
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	3,934	22,011	22,250	32,002	44,180
所得税	1,431	4,537	4,729	6,400	8,836
净利润	2,503	17,474	17,522	25,602	35,344
少数股东损益	29	-1	-57	-40	-40
归属母公司净利润	2,474	17,475	17,579	25,642	35,384
non-gaap 归母净利	8,518	19,273	24,519	33,443	43,899
non-GAAP 核心 EPS (元/股)	0.46	1.06	1.25	1.40	1.60
non-GAAP 核心净利润	11,583	26,773	31,709	35,435	40,469

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-14.7	-3.2	28.3	24.9	16.1
营业利润 (%)	-88.1	660.1	-0.2	45.3	39.5
归属于母公司净利润 (%)	-61.4	126.3	27.2	36.4	31.3
获利能力					
毛利率 (%)	17.0	21.2	20.8	20.8	21.6
净利率 (%)	0.9	6.4	5.0	5.9	7.0
ROE (%)	1.7	10.7	9.7	12.4	14.6
ROIC (%)	1.1	8.3	7.2	9.4	11.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.4	49.3	51.5	50.5	48.6
净负债比率 (%)	38.7	40.7	44.0	43.7	42.5
流动比率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	18.8	22.6	22.6	22.6	22.6
应付账款周转率	4.4	4.7	4.7	4.9	5.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.46	1.06	1.25	1.40	1.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.18	1.72	0.10	0.95	1.67
每股净资产 (最新摊薄)	6.00	6.85	7.58	8.65	10.12
估值比率					
P/E	54	23	20	18	15
P/B	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	43	19	15	11	8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 1 日收盘价

图表 1: 小米集团财务预测: 年度

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (亿元)	2,800	2,710	3,478	4,345	5,043
智能手机	1,672	1,575	1,890	2,032	2,183
智能手机出货量 (百万)	151	146	168	175	183
其中: 国内	39	36	39	41	43
海外	112	110	129	134	139
ASP (元)	1,111	1,081	1,125	1,160	1,195
IoT 与消费产品	798	801	955	1,061	1,177
互联网服务	283	301	331	354	380
汽车	-	-	272	869	1,278
汽车销量 (万辆)			12	34	46
其他	47	33	31	28	26
收入增速	-15%	-3%	28%	25%	16%
智能手机	-20%	-6%	20%	8%	7%
IoT 与消费产品	-6%	0%	19%	11%	11%
互联网服务	0%	6%	10%	7%	7%
汽车			-	220%	47%
其他	-25%	-30%	-7%	-8%	-8%
毛利率	17.0%	21.2%	20.8%	20.8%	21.6%
智能手机	9.0%	14.6%	12.7%	13.0%	13.9%
IoT 与消费产品	14.4%	16.3%	20.0%	20.9%	21.4%
互联网服务	71.8%	74.2%	75.6%	75.0%	75.0%
汽车			16.0%	17.8%	19.7%
其他	16.2%	-27.8%	-1.7%	0.9%	0.9%
经调整净利 (亿元)	85	193	245	334	439
经调整净利润率	3.0%	7.1%	7.1%	7.7%	8.7%
yoy	-61%	126%	27%	36%	31%
核心业务经调整净利 (亿元)	116	268	317	354	405
核心业务经调整净利润率	4.1%	9.9%	9.1%	8.2%	8.0%
yoy		131%	18%	12%	14%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测, 注: 核心净利指剔除智能电动汽车等创新业务费用 (含 SBC)

图表 2: 小米集团财务预测: 季度

亿元	2024Q1	2024Q2	2024Q3e	2024Q4e	2025Q1e	2025Q2e	2025Q3e	2025Q4e
收入 (亿元)	755	889	906	928	973	1,088	1,122	1,162
智能手机	465	465	472	488	499	502	506	525
手机出货量 (百万)	40.6	42.2	42.8	42.5	42.3	44.0	44.6	44.3
其中: 大陆	9.9	10.0	9.7	9.8	10.4	10.5	10.2	10.3
境外	30.7	32.2	33.1	32.7	31.9	33.5	34.4	34.0
ASP (元)	1,145	1,102	1,103	1,149	1,178	1,140	1,136	1,185
IoT 与消费产品	204	268	258	226	231	293	285	252
互联网服务	80	83	83	85	86	89	89	91
汽车	-	64	86	122	151	196	235	287
汽车销量 (万辆)	-	3	4	6	6	8	9	11
其他	6	10	8	7	6	9	7	7
收入增速	27%	32%	28%	27%	29%	22%	24%	25%
智能手机	33%	27%	13%	10%	7%	8%	7%	8%
IoT 与消费产品	21%	20%	25%	11%	14%	10%	11%	12%
互联网服务	15%	11%	7%	8%	7%	7%	7%	7%
汽车	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-4%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
综合毛利率	22%	21%	20%	20%	21%	21%	21%	21%
智能手机	14.8%	12.1%	11.7%	12.2%	12.5%	12.8%	13.1%	13.4%
IoT 与消费产品	19.9%	19.7%	20%	20%	21%	20%	21%	21%
互联网服务	74%	78%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
汽车	15%	16%	16%	17%	17%	18%	18%	19%
其他	-12%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
经调整净利 (亿元)	64.9	61.8	58.7	59.8	74.6	82.6	86.7	90.5
经调整净利润率	8.6%	6.9%	6.5%	6.4%	7.7%	7.6%	7.7%	7.8%
yoy	100.8%	20.1%	-2.0%	21.9%	15.0%	33.8%	47.8%	51.2%
核心业务经调整净利 (亿元)	90	80	73	74	87	92	89	86
核心业务经调整净利润率	11.9%	9.0%	8.1%	8.0%	8.9%	8.4%	8.0%	7.4%
yoy	96%	17%	-7%	-1%	-3%	15%	22%	17%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测, 注: 核心净利指剔除智能电动汽车等创新业务费用 (含 SBC)

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com