

电子

2025 年 03 月 20 日

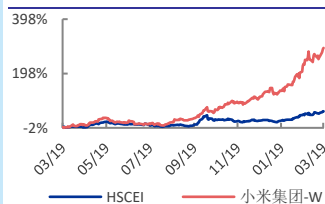
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 03 月 19 日

收盘价（港币）	58.20
恒生中国企业指数	9163.67
52 周最高/最低（港币）	59.45/14.36
H 股市值（亿港元）	14,615.00
流通 H 股（百万股）	20,595.40
汇率（人民币/港币）	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com

联系人

陈俊兆

(8621)23297818x

chenjz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

小米集团-W (01810)

——全年业绩超预期，高端化战略持续兑现

投资要点：

- **事件：**小米集团 2024 年及 Q4 单季业绩均创历史新高。2024 年实现营业收入 3,659 亿元，同比+35%；经调整净利润 272 亿元（包含 EV 业务亏损 62 亿元），同比+41%。24Q4 单季度营收 1,090 亿元，同比+49%；经调整净利润 83 亿元（包含 EV 业务亏损 7 亿元），同比+69%。业绩超预期，主要系 IoT 业务收入、电动汽车收入及毛利率超预期。
- **智能电动汽车：上调 25 年交付目标至 35 万台（前值 30 万）。**2024 年收入 328 亿元，全年交付 Su7 系列 13.68 万台，ASP 23.44 万元。24Q2-Q4 毛利率 15.4%/17.1%/20.4%，经调整净亏损 18/23/7 亿元。管理层指引 2025 年毛利率不低于 25Q1 的毛利率。公司持续布局销售服务网络。截至年底，已在国内 58 个城市开业 200 家汽车销售门店。当前小米汽车仍处于战略投入期，对于汽车业务尚无明确的盈利时间表要求。
- **智能手机：高端化轨迹持续验证，25 年目标出货 1.8 亿台。**2024 年收入 1,918 亿元，同比+22%；毛利率 12.6%；全年出货量 1.685 亿台，全球份额 13.8%、稳居前三；ASP 为 1,138.2 元，同比+5.2%，创下历史新高。2025 年目标出货 1.8 亿台，市场份额提升约 1 个百分点。手机高端战略取得成效。2024 年，国内 4-5K 元价位份额达 24.3%（第 1），5-6K 元价位份额同比提升 1.3pcts 至 9.7%。在“人车家全生态”战略协同下，汽车帮助小米品牌实现明显破圈，小米 15 Ultra 累计到 3 月 17 日销量同比增长 80%。
- **IoT：大家电出货量全年高增 47.4%带动营收突破千亿元，目标 25 年继续增长 50%。**2024 年收入和毛利率均创历史新高，收入 1,041 亿元，同比+30%；毛利率 20.3%，同比+3.9pcts。智能大家电/平板延续高速增长。全年空调产品出货量超 680 万台，同比增速超过 50%；冰箱超 270 万台，同比增速超过 30%；洗衣机超 190 万台，同比增速超过 45%；空冰洗出货量均创下历史新高。根据 Canalys，平板 24 年全球出货量同比+73.1%。
- **互联网服务：广告延续高增拉动毛利率，全球月活突破 7 亿。**2024 年收入和毛利率均创历史新高，收入 341 亿元，同比+13.3%；毛利率 76.6%，同比+2.5pcts。24Q4 单季收入 93 亿元续创新高，同比+18.5%，增速提升（24Q3 同比+9.1%）。广告业务 24 年、Q4 单季收入为 247 亿/71 亿元，同比+20.5%/26.1%。截至 12 月，全球 MAU 达到 7.023 亿，同比+9.5%；Q4 单季 APRU 同比提升 8%至 13.3 元。硬件产品安装基础的高端化有望进一步拉动 ARPU 值。
- **新零售战略开启海外扩张元年，重申 AI+OS+芯片三项核心技术。**截至年末，国内小米之家门店数量达到 1.5 万家（全年净增约 5000 家），目标 25 年扩张至 2 万家。目标未来 5 年海外新增约 1 万家门店。2025 年研发费用指引 300 亿元（2024 年 241 亿），其中 1/4 将投入到 AI。2024 资本开支 105 亿元，其中手机 xAIoT 分部 64 亿、汽车分部 41 亿，2025 年资本开支将进一步提高，增量用于汽车和 AI 相关业务。
- **投资分析意见：上调盈利预测，维持买入评级。**小米集团正向高端消费科技品牌进化，其高端化战略持续取得成效的本质原因是商业模式进阶、硬核科技投入与组织架构升级。公司具备稀缺的“人车家”业务组合与竞争优势。基于手机份额提升与高端化路径有效执行、大家电与汽车业务持续高增，预计 2025-2027 年营收为 4,694 亿（原 4,337 亿）、5,720（原 4,979 亿）、6,844 亿（新增）；调整后归母净利润为 376 亿（原 295 亿）、457 亿（原 367 亿）、558 亿（新增）。2025/26 年 PE 为 36/29X，维持买入评级。
- **风险提示：**1) 市场竞争风险；2) 新产品口碑低于预期

财务数据及盈利预测

币种：人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	270,970	365,906	469,359	572,035	684,427
同比增长率（%）	-3	35	28	22	20
归母净利润（百万元）	19,274	27,314	37,624	45,739	55,769
同比增长率（%）	127	42	38	22	22
每股收益（元/股）	0.76	1.07	1.48	1.79	2.19
净资产收益率（%）	11.34	13.39	16.01	16.53	17.07
市盈率	70	49	36	29	24
市净率	8	7	6	5	4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；净利润、每股收益口径为 Non-IFRS

合并利润表

单位: 百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	469,359	572,035	684,427
营业成本	213,494	289,346	364,872	442,836	528,536
销售费用	19,227	25,389	29,100	35,180	42,092
管理费用	5,127	5,601	6,571	8,581	10,266
研发费用	19,098	24,051	30,000	38,275	45,797
公允价值变动收益	3,501	1,051	-	-	-
投资收益	46	277	-	-	-
其他收入	740	1,667	-	-	-
其他损益	1,697	-10	-	-	-
营业利润	20,009	24,503	38,816	47,164	57,734
财务净收入	2,002	3,624	2,347	2,860	3,422
利润总额	22,011	28,127	41,163	50,024	61,156
所得税	4,537	4,548	8,233	10,005	12,231
净利润	17,474	23,578	32,930	40,019	48,925
少数股东损益	-1	-80	-	-	-
IFRS 归母净利润	17,475	23,658	32,930	40,019	48,925
Non-IFRS 归母净利润	19,274	27,314	37,624	45,739	55,769

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。