

买入

2025 年 03 月 21 日

高端化持续推进，人车家生态业务协同发展

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	56.50 港元
目标价	67.8 港元 (+20.83%)
股票代码	1810
已发行股本	251.12 亿股
总市值	1.46 万亿港元
52 周高/低	59.45 港元/14.36 港元
每股净资产	8.15 元港元
主要股东	Smart Mobile Holdings Limited 23.59%

➤ **盈利超预期，25 年营收预计高增长：**公司 2024 年 Q4 单季度首次超千亿收入，实现营收 1090 亿元，同比增长 48.8%；整体毛利率为 20.6%。净利润为 90 亿元，同比增长 90.4%，经调整净利润为 83 亿元，同比增长 69.4%，远超市场预期的 65 亿元。基于良好的发展态势，管理层对未来前景明确，预计 2025 年整体收入增速会高于 30%，并持续加大研发投入力度，本年度预计投入 300 亿元人民币，其中在 AI 上的投入占四分之一。

➤ **借势高端产品，手机 ASP 强势提升：**手机营收 513 亿元，同比增长 16.0%，手机 ASP 同比增加 10.1%至 1202 元，创下历史新高，主要是因为境外市场高端机出货量的占比提升。高端化方面，15 Ultra 上市后表现很好，销量同比上代增长 80%。24 年全年共出货近 1.69 亿部，预计今年出货量将达到 1.8 亿部，ASP 将随着高端化策略的推进提升。24Q4 毛利率为 12.0%，目前核心零部件的价格均在可控范围内，25 年全年的手机毛利率将优于该季度的毛利率。

➤ **IoT 营收受益于国补，今年开启 IOT 出海计划：**IoT 收入同比增加 51.7%至 309 亿元，毛利率为 20.5%，同比上涨 6.6 个百分点，主要受益于国家补贴，智能大家电和平板、可穿戴业务的收入均有大幅提升。互联网服务收入同比增加 18.5%至 93 亿元，毛利率为 76.5%，同比增长 0.8 个百分点。主要是因为高端产品促进客户结构改善以及存量用户数的不断扩大，截至 24 年年底，全球月活数达到 7.02 亿，同比增长 9.5%。小米积极推进新零售线下布局，公司计划今年在国内新增 5 千家小米之家，总计 2 万家；鉴于海外 IOT 展现出的良好发展前景，今年新零售正式拓展海外市场。众多海外地区首家小米之家将在 25Q2 陆续营业，预计 5 年内海外门店数量将达到 1 万家。

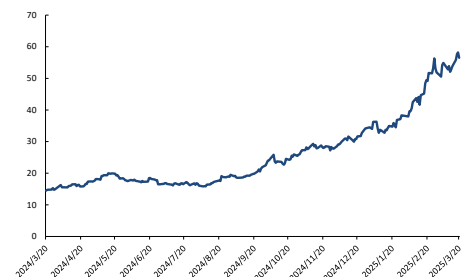
➤ **汽车提高交付目标，业务亏损将持续缩窄：**汽车等创新业务实现营收 167 亿元，其中汽车销售收入为 163 亿元，ASP 达 23.4 万元。起售价为 52.99 万元的 SU7 Ultra 于 2 月底正式发布，在发布后不到三天的时间内，锁单量便超过 1 万台，提前达成 1 万台的销售目标。基于此良好的市场表现，开始交付的 SU7 Ultra 和即将发售的 YU7 都将对 ASP 产生显著的提升作用。Q4 交付超 6.9 万辆，24 年全年交付超 13.6 万辆。展望 2025 年，基于一期现有产能以及未来的新增产能的规划，公司上调全年的交付目标至 35 万辆。毛利率为 20.4%，汽车经调整净亏损缩窄至 7 亿元。预计随着规模的持续扩大，汽车毛利率将会持续提高，亏损状况将得到改善。

➤ **目标价 67.8 港元，维持买入评级：**公司 2025-2027 年的收入预计分别为 4965/6383/7408 亿元，经调整净利润分别为 400/515/645 亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 67.8 港元，相当于 2026 年传统核心业务 25xPE，汽车业务 2.5xPS，目标价分别对应 2026 年/2027 年的 28x/22xPE，较现价有 20.06%的上涨空间，故维持买入评级。

盈利摘要

股价表现

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币百万元）	270,970	365,906	496,511	638,289	740,781
变动	-3.24%	35.04%	35.69%	28.55%	16.06%
经调整净利润	19,273	27,235	40,048	51,484	64,484
变动	126.26%	41.31%	47.05%	28.56%	25.25%
每股盈利（人民币元）	0.69	0.93	1.42	1.87	2.38
变动	605.57%	34.45%	53.46%	31.60%	27.13%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率@56.5港元（估）	76.5	56.9	37.1	28.2	22.2



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Bloomberg

附录：主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	270,970	365,906	496,511	638,289	740,781
毛利	57,476	76,560	107,312	139,249	166,170
销售及推广开支	-19,227	-25,390	-31,450	-39,894	-46,301
行政开支	-5,127	-5,601	-6,041	-7,277	-8,048
研发开支	-19,098	-24,050	-30,782	-39,704	-44,044
经营利润	20,009	24,503	43,087	57,581	73,818
财务净额	2,002	3,624	3,125	3,237	3,603
税前盈利	22,011	28,127	46,212	60,817	77,421
所得税	-4,537	-4,548	-10,028	-13,197	-16,800
净利润	17,474	23,578	36,184	47,620	60,621
少数股东应占利润	-1	-80	-122	-161	-121
本公司股东应占溢利	17,475	23,658	36,306	47,781	60,742
折旧及摊销	-4,836	-6,079	-6,646	-8,100	-8,640
EBITDA	24,845	30,581	49,733	65,680	82,459
增长					
总收入 (%)	-3.2%	35.0%	35.7%	28.6%	16.1%
EBITDA (%)	280.8%	23.1%	62.6%	32.1%	25.5%
资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	33,631	33,661	49,983	96,561	149,787
应收账款	12,151	14,589	23,500	25,465	23,244
存货	44,423	62,510	72,502	94,908	114,719
其他流动资产	108,848	114,949	119,448	124,233	129,324
总流动资产	199,053	225,709	265,432	341,166	417,075
有形资产	13,721	18,088	22,333	26,626	30,361
无形资产	8,629	8,153	9,474	10,293	11,131
长期投资	60,200	62,112	62,112	62,112	62,112
其他	42,645	89,094	93,837	95,947	101,598
总资产	324,247	403,155	453,189	536,145	622,276
应付帐款	62,099	98,281	109,829	143,559	168,448
短期银行贷款	6,183	13,327	13,994	14,693	15,428
其他流动负债	47,306	63,777	65,785	67,977	70,369
总流动负债	115,588	175,385	189,608	226,230	254,245
长期银行贷款	21,674	17,276	18,564	18,740	17,513
其他负债	22,724	21,289	19,628	18,166	16,888
总负债	159,986	213,950	227,800	263,136	288,646
少数股东权益	266	467	345	184	63
股东权益	164,262	189,205	225,389	273,009	333,630

财务分析					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	21.21%	20.92%	21.61%	21.82%	22.43%
EBITDA 利率 (%)	9.17%	8.36%	10.02%	10.29%	11.13%
净利率 (%)	6.45%	6.44%	7.29%	7.46%	8.18%
营运表现					
研发费用/收入 (%)	7.05%	6.57%	6.20%	6.22%	5.95%
实际税率 (%)	20.61%	16.17%	21.70%	21.70%	21.70%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	80.0	80.0	78.0	78.0	78.0
应付账款天数	97.1	100.0	103.0	105.0	107.0
应收账款天数	15.9	14.0	14.0	14.0	12.0
财务状况					
总负债/总资产	0.49	0.53	0.50	0.49	0.46
收入/净资产	1.65	1.93	2.20	2.34	2.22
经营性现金流/收入	0.15	0.11	0.07	0.10	0.10
税前盈利对利息倍数	-10.99	-7.76	-14.79	-18.79	-21.49
现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	24,845	30,581	49,733	65,680	82,459
净融资成本	-758	-212	-977	-1,070	-1,054
营运资金变化	41,304	39,300	32,523	62,057	73,217
所得税	-3,012	-4,548	-10,028	-13,197	-16,800
其他	-21,078	-25,825	-38,739	-51,426	-64,621
营运现金流	41,300	39,295	32,513	62,044	73,200
资本开支	-6,269	-10,480	-11,000	-12,000	-12,000
其他投资活动	-28,900	-24,906	-3,672	-924	-4,210
投资活动现金流	-35,169	-35,386	-14,672	-12,924	-16,210
负债变化	4,086	2,620	312	-894	-2,281
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-5	-7	-2	-2	-1
融资活动现金流	-505	-3,999	-1,520	-2,542	-3,764
现金变化	5,626	-90	16,321	46,578	53,226
期初持有现金	27,607	33,631	33,661	49,983	96,561
汇兑变化	398	120	0	0	0
期末持有现金	33,631	33,661	49,983	96,561	149,787

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。