

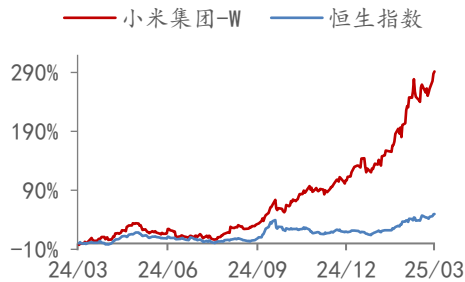
## 24Q4 点评：业绩超预期，25 年汽车交付量上调至 35 万辆

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-21

收盘价（港元）	56.50
近 12 个月最高/最低（港元）	14.5/58.2
总股本（百万股）	25,112
流通股本（百万股）	25,112
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	14,188
流通市值（亿港元）	14,188

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

### 相关报告

1.小米集团-W24Q3：利润超预期，汽车毛利率进一步改善 2024-11-21

2.小米集团-W24Q2：利润大超预期，首次披露汽车业绩 2024-08-27

### 主要观点：

#### ● 24Q4 业绩

**整体表现：**收入利润均超出 BBG 一致预期，24Q4 收入 1090 亿元 (yoy+48.8%)，超 BBG 预期 4.4%；Non-GAAP 净利润 83.2 亿元 (yoy+69.4%)，超 BBG 预期 27.2%；

**分业务来看：**1) **手机业务：**收入录得 513.1 亿元 (yoy+16.0%)，高于 BBG 一致预期 3.0%，毛利率为 12.0%；2) **IoT 业务：**收入录得 308.7 亿元 (yoy+51.7%)，高于 BBG 一致预期 8.5%，毛利率为 20.5%；3) **互联网业务：**收入录得 93.4 亿元 (yoy+18.5%)，高于 BBG 一致预期 4.7%，毛利率为 76.5%；4) **智能汽车等创新业务收入**录得 167 亿元，高于 BBG 一致预期 5.2%，毛利率达 20.4%，高于 BBG 一致预期的 17.7%。

#### ● 汽车销量及盈利能力均显著超预期，公司上调 2025 年汽车交付量

1) 24Q4 汽车共交付近 7 万辆，超过 BBG 预期的 6 万辆。同时随着四季度产能利用率的大幅提升，汽车业务毛利率迎来显著优化，毛利率环比提升 3.3pct 至 20.4%，高于 BBG 预期的 17.7%；

2) 公司持续挖掘汽车产能潜力，此前小米汽车召开供应商动员大会以协商保障产能供应，同时小米汽车二期工厂预计在今年年中落地投产，公司将 2025 年 30 万汽车交付量目标进一步上调至 35 万辆；

3) 市场需求维持高热度，今年 1 月份 SU7 新增订单超 4 万辆，SU7 Ultra 发布当天，大定突破 1.5 万台。小米 YU7 预计在今年年中上市，我们依旧看好 YU7 的市场热度。小米汽车业务有望在今年迎来销量、ASP 和利润率的三重提升；

4) 汽车业务亏损显著缩小，24Q4 汽车业务经调整净亏损录得 7 亿元，持续环比收窄（24Q1-Q3 汽车业务经调整净亏损分别为 23 亿元、18 亿元和 15 亿元），我们建议关注今年小米汽车业务盈利改善节奏。

#### ● 手机高端化进展显著，ASP 连续两季度双位数增长

1) 24Q4 手机 ASP 达 1202 元 (yoy+10.1%，上季度 yoy+10.6%)，连续两季度同比双位数增长。2024 年小米手机业务产品结构进一步改善，小米高端机（3000 元以上）销量在中国大陆地区智能手机销量占比提升 3pct 至 23.3%；

2) 小米手机远期目标：① 价格：未来 5 年小米手机全面实现 6000 元以上超高端市场突破；② 出货量：2026-2027 年实现 2 个亿以上的出货量目标；③ 市占率：未来三到五年，小米手机在国内市占率每年提升 1%。

#### ● IoT 处于高速增长通道，出海前景广阔

1) 24Q4 小米 IoT 业务收入实现超过 50% 同比增长，主要源于家电、平板等核心品类的强劲增长，除了小米自身产品力得到消费者认可外，国补也是重要的催化剂之一。今年在提振消费的大背景下，国补持续发

力，小米 IoT 和手机业务有望持续受益于国补红利；

2) 当前小米 IoT 业务海外收入占比仅 1/3，横向对比手机业务，IoT 在海外的出货量占比仍小，公司在业绩会表示从市场潜力来看海外 IoT 市场是国内的 2 倍，意味着海外具备 4 倍成长空间。预计今年二季度，海外多个国家地区的直营小米之家将会陆续开设。同时今年是小米大家电出海元年，目前已布局东南亚市场，这也将为小米 IOT 业务提供新的收入增量；

3) 小米智能家电工厂预计将于今年下半年开始投产，最先量产空调品类，实现空调品类的自研自产，我们认为小米对技术的投入也将会是小米在家电市场竞争的核心所在。

● **今年研发投入预计 300 亿元，AI 相关投入约占 1/4**

1) 2024 年小米 CapEx 超 100 亿元，预计 2025 年将进一步提升，增量主要围绕汽车和 AI 相关投入为主；2025 年研发费用预计 300 亿元，其中 AI 相关投入约占 1/4；

2) 小米拥有海量的设备、用户、场景和数据，具备 AI 技术应用的基础，我们认为小米有望将 AI 技术部署在旗下各个终端产品上，建议持续关注小米端侧 AI 产品落地进展。

● **投资建议**

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 4920/6264/7319 亿元 (2025-2026 前值为 4360/5157 亿元)，实现同比+34.5%/+27.3%/+16.8%；预计实现经调整净利润 383/542/673 亿元(2025-2026 前值为 281 /357 亿元)，实现同比+40.7%/+41.4%/+24.3%，维持“买入”评级。

● **风险提示**

硬件业务原材料成本上升；汽车业务产能不及预期；端侧 AI 产品落地不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	365,906	491,963	626,429	731,852
收入同比 (%)	35.0%	34.5%	27.3%	16.8%
经调整净利润 (百万元)	27,235	38,317	54,164	67,310
同比 (%)	41.3%	40.7%	41.4%	24.3%
每股收益 EPS	0.94	1.38	1.98	2.48
市盈率 (P/E)	56	38	26	21

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>225,709</b>	<b>250,507</b>	<b>279,580</b>	<b>314,372</b>	营业收入	365,906	491,963	626,429	731,852
存货	62,510	70,658	69,591	72,714	营业成本	289,346	388,718	490,869	569,220
贸易应收款项	14,589	17,589	20,589	23,589	毛利	76,560	103,245	135,560	162,632
应收贷款	12,261	12,261	12,261	12,261	销售及营销开支	25,390	31,681	37,586	42,447
预付款及其他应收款	29,100	29,100	29,100	29,100	研发开支	24,051	30,000	37,586	43,179
短期银行存款	36,350	36,350	36,350	36,350	一般及行政开支	5,601	6,887	8,144	8,782
其他	31,761	31,761	31,761	31,761	投资公允价值变动	1051	2000	2000	1000
受限制现金	5,476	5,476	5,476	5,476	权益法入账投资亏损	277	120	120	120
现金及现金等价物	33,661	47,311	74,451	103,120	其他收入	1667	2000	2000	2000
<b>非流动资产</b>	<b>177,447</b>	<b>183,447</b>	<b>189,447</b>	<b>195,449</b>	其他收益净额	-10	-200	-255	-298
物业及设备	18,088	22,088	26,088	30,089	营业利润	24,503	38,597	56,110	71,045
无形资产	8,153	10,153	12,153	14,154	财务净收益额	3,624	2,800	3,200	3,200
长期投资	62,112	62,112	62,112	62,112	<b>除税前利润</b>	<b>28,127</b>	<b>41,397</b>	<b>59,310</b>	<b>74,245</b>
长期银行存款	58,520	58,520	58,520	58,520	所得税	4,548	6,624	9,490	11,879
权益法入账投资	6,151	6,151	6,151	6,151	<b>净利润</b>	<b>23,579</b>	<b>34,773</b>	<b>49,820</b>	<b>62,366</b>
其他	24,423	24,423	24,423	24,423	<b>经调整净利润</b>	<b>27,235</b>	<b>38,317</b>	<b>54,164</b>	<b>67,310</b>
<b>资产总计</b>	<b>403,155</b>	<b>433,953</b>	<b>469,026</b>	<b>509,820</b>					
<b>流动负债</b>	<b>175,385</b>	<b>176,826</b>	<b>197,182</b>	<b>213,817</b>	<b>主要财务比率</b>				
贸易应付款项	98,281	99,722	120,078	136,712	<b>会计年度</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
其他应付款项	36,372	36,372	36,372	36,372	<b>回报率</b>				
客户预付款	16,581	16,581	16,581	16,581	总资产收益率	14.43%	17.57%	23.27%	26.19%
借款	13,327	13,327	13,327	13,327	投入资本收益率	6.76%	8.83%	11.55%	13.20%
所得税负债	3,822	3,822	3,822	3,822	净资产收益率	12.39%	15.38%	20.53%	23.37%
其他	7,002	7,002	7,002	7,002	<b>增长率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>38,565</b>	<b>38,565</b>	<b>38,565</b>	<b>38,565</b>	营业总收入增长率	26.81%	17.15%	11.95%	0.00%
借款	17,276	17,276	17,276	17,276	净利润增长率	11.07%	10.67%	16.86%	0.00%
递延所得税负债	1,282	1,282	1,282	1,282	总资产增长率	16.39%	13.84%	4.63%	-100.00%
保修拨备	1,695	1,695	1,695	1,695	<b>资产管理能力</b>				
其他	18,312	18,312	18,312	18,312	应收款项周转天数	14.6	13.0	12.0	11.8
<b>负债合计</b>	<b>213,950</b>	<b>215,391</b>	<b>235,747</b>	<b>252,382</b>	应付款项周转天数	98.0	74.0	70.0	68.2
<b>权益合计</b>	<b>189,205</b>	<b>218,562</b>	<b>233,279</b>	<b>257,438</b>	存货周转天数	62.4	52.4	40.5	36.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>403,155</b>	<b>433,953</b>	<b>469,026</b>	<b>509,820</b>	总资产周转率	91%	113%	134%	144%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.07%	49.63%	50.26%	49.50%
					流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
<b>现金流量表</b>									
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>39,295</b>	<b>55,650</b>	<b>82,140</b>	<b>96,668</b>					
折旧与摊销	6,318	8,287	10,031	11,544					
其他经营活动变动	32,977	47,363	72,109	85,124					
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-35,386</b>	<b>-42,000</b>	<b>-55,000</b>	<b>-68,000</b>					
资本支出	-10,480	-12,000	-15,000	-18,000					
其他投资活动变动	-24,906	-30,000	-40,000	-50,000					
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-3,999</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
股份回购	-3,700	0	0	0					
其他融资活动变动	-299	0	0	0					
现金及现金等价物期初余额	-90	13,650	27,140	28,668					
汇率变动影响	33,631	33,661	47,311	74,451					
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>120</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。