

2025年3月21日  
小米集团(1810.HK)

SDICS

## 公司动态分析

证券研究报告

电讯设备

投资评级:

买入

维持评级

6个月目标价

65.7 港元

股价 2025-3-20

56.5 港元

## 业绩超预期，多元业务驱动高增长

事件：小米集团 2024 年 Q4 业绩表现十分亮眼，手机、IoT、汽车等核心业务指标均超市场预期，单季收入首次突破 1000 亿元大关，达到 1090 亿元，同比大幅增长 48.8%，远超市场此前普遍预期的 1040 亿元。调整净利润达到 83 亿元，同比增长 69.4%下历史单季新高，也远高于市场预期的 55 亿元。

### 报告摘要

手机业务量价齐升，高端化持续突破 2024 年 Q4，小米智能手机全球出货量达 4800 万台，同比增长 20.5%，增速远超行业平均水平，同时 ASP 达到 1180 元，同比增长 12.2%，创历史新高，手机业务量价齐升，高端化成功推进。期间在中国大陆地区，小米高端智能手机（3000 元以上）出货量占比从去年同期的 20.5% 提升至 25.8%，4000-5000 元价位段市占率跃居第一，达到 28.6%；5000-6000 元价位段市占率也提升至 11.2%，同比增长 2.1 个百分点。

IoT 与生活消费产品收入破千亿，大家电表现突出 2024 年小米 IoT 与生活消费产品业务全年收入达到 1041 亿元，同比增长 30.0%，首次实现年营收破千亿。Q4 单季收入达到 300 亿元，同比增长 35.0%，延续了高速增长态势。Q4 小米智能大家电业务表现尤为亮眼。空调出货量达到 200 万台，同比增长 60.0%；冰箱出货量达到 80 万台，同比增长 40.0%；洗衣机出货量达到 60 万台，同比增长 50.0%，均创历史单季新高。

汽车交付量与收入大增，亏损显著收窄 2024 年 Q4，Xiaomi SU7 系列交付量达到 6.97 万辆，环比增长 70.0%，全年交付量达 136854 辆，远超年初设定的 10 万辆目标。Q4 单季智能电动汽车业务收入达到 167 亿元，环比增长 72.0%，全年收入达到 321 亿元。Q4 季度，智能电动汽车业务毛利率提升至 20.4%，较上半年的 14.7% 有了大幅提升，已接近头部新势力车企水平。全年经调整净亏损为 62 亿元，同比收窄 7.0%，其中 Q4 单季经调整净亏损为 7 亿元，较 Q2-Q3 季度明显收窄。小米正全力提升产能，北京亦庄工厂二期的投产将成为关键支撑，预计在 2025 年三季度助力单月产能突破 3 万辆，公司在 2025 年交付目标大幅提升至 35 万台。

投资建议 2024Q4 公司业绩再次实现超预期增长，各业务板块均实现较快增长，最大的亮点来自于汽车业务增长加速与亏损控制能力较强。我们按照 SOTP 估值，按 2025 财年非造车业务净利润 23.0x 市盈率，汽车业务 6.0x 市销率，给予公司 65.7 港元的每股目标价，与最近收盘价有 16.2% 的上涨空间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济运行压力，手机和汽车销量不达预期，行业竞争加剧等。

### 财务及估值摘要

| 千元人民币       | 2023A       | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总收入         | 270,970,141 | 365,906,350 | 496,807,455 | 603,786,352 | 684,932,003 |
| YoY%        | -3.2%       | 35.0%       | 35.8%       | 21.5%       | 13.4%       |
| 毛利率         | 21.2%       | 20.9%       | 21.8%       | 22.5%       | 23.0%       |
| 归母净利润       | 17,475,173  | 23,658,126  | 36,305,314  | 47,787,031  | 60,510,047  |
| YoY%        | 606.3%      | 35.4%       | 53.5%       | 31.6%       | 26.6%       |
| 经调整净利润      | 19,272,753  | 27,234,531  | 38,662,665  | 50,118,055  | 62,821,102  |
| 经调整净利率      | 7.1%        | 7.4%        | 7.8%        | 8.3%        | 9.2%        |
| YoY%        | 126.3%      | 41.3%       | 42.0%       | 29.6%       | 25.3%       |
| @56.5港元的市盈率 | 68.1        | 48.2        | 33.9        | 26.2        | 20.9        |

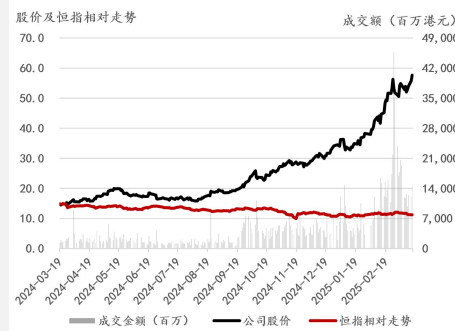
数据来源：公司资料，国证国际预测

|             |            |
|-------------|------------|
| 总市值(百万港元)   | 1,461,500  |
| 流通市值(百万港元)  | 1,461,500  |
| 总股本(百万)     | 25,112     |
| 流通股本(百万)    | 25,112     |
| 12个月低/高(港元) | 14.5/57.65 |
| 平均成交(百万港元)  | 4722.0     |

### 股东结构

|    |        |
|----|--------|
| 雷军 | 24.2%  |
| 林斌 | 9.3%   |
| 其他 | 66.5%  |
| 总共 | 100.0% |

### 股价表现



| %    | 一个月  | 三个月  | 十二个月  |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 19.4 | 63.6 | 241.8 |
| 绝对收益 | 28.9 | 89.0 | 291.7 |

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

| 利润表                     |             |             |             |             |             | 财务分析         |             |             |             |             |             |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <千元人民币>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             |              |             |             |             |             |             |
|                         | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |              | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 收入                      | 270,970,141 | 365,906,350 | 496,807,455 | 603,786,352 | 684,932,003 | 毛利率          | 21.2%       | 20.9%       | 21.8%       | 22.5%       | 23.0%       |
| 毛利                      | 57,476,239  | 76,560,194  | 108,191,286 | 135,937,912 | 157,510,230 | 营业利润率        | 7.4%        | 6.7%        | 7.8%        | 8.6%        | 9.7%        |
| 销售费用                    | -19,226,542 | -25,389,628 | -35,665,927 | -43,472,617 | -46,575,376 | 净利率          | 6.4%        | 6.4%        | 7.3%        | 7.9%        | 8.8%        |
| 行政费用                    | -5,126,798  | -5,601,248  | -6,524,086  | -7,849,223  | -8,219,184  | 经调整剔除造车后净利率  | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%        |
| 研发开支                    | -19,097,699 | -24,050,484 | -31,428,968 | -38,038,540 | -42,465,784 | 营运表现         |             |             |             |             |             |
| 投资公允价值变动                | 3,501,053   | 1,050,772   | -           | -           | -           | 销售费用率        | 7.1%        | 6.9%        | 7.2%        | 7.2%        | 6.8%        |
| 投资溢利/(亏损)               | 45,615      | 276,845     | -           | -           | -           | 行政费用率        | 1.9%        | 1.5%        | 1.3%        | 1.3%        | 1.2%        |
| 其他收入                    | 740,091     | 1,666,779   | 4,312,559   | 5,241,194   | 5,945,582   | 研发费用率        | 7.0%        | 6.6%        | 6.3%        | 6.3%        | 6.2%        |
| 其他收益净额                  | 1,696,711   | -10,334     | -           | -           | -           | 税率(所得税/营业利润) | -22.7%      | -18.6%      | -13.3%      | -16.2%      | -16.1%      |
| 经营利润                    | 20,008,670  | 24,502,896  | 38,884,864  | 51,818,726  | 66,195,467  | 财务费用/营业利润    | 1.3%        | 1.0%        | 0.5%        | 0.7%        | 0.7%        |
| 财务收入(费用)                | 3,558,347   | 3,836,204   | 2,484,037   | 4,226,504   | 4,794,524   | 存货周转天数       | 80.0        | 66.5        | 68.3        | 72.3        | 75.1        |
| 税前利润                    | 22,011,047  | 28,126,653  | 41,368,902  | 56,045,230  | 70,989,991  | 应收账款周转天数     | 15.9        | 13.2        | 12.5        | 13.1        | 13.5        |
| 所得税                     | -4,536,851  | -4,548,204  | -5,185,846  | -8,406,785  | -10,648,499 | 应付账款周转天数     | 97.1        | 99.8        | 107.3       | 113.7       | 118.1       |
| 净利润                     | 17,474,196  | 23,578,449  | 36,183,056  | 47,638,446  | 60,341,493  | 财务状况         |             |             |             |             |             |
| 本公司股东应占利润               | 17,475,173  | 23,658,126  | 36,305,314  | 47,787,031  | 60,510,047  | 总负债/总资产      | 49.3%       | 53.1%       | 48.6%       | 47.2%       | 44.7%       |
| 少数股东净利润                 | -977        | -79,677     | -122,259    | -148,585    | -168,554    | 收入/净资产       | 165.0%      | 193.4%      | 220.4%      | 221.1%      | 205.5%      |
| 经调整净利润                  | 19,272,753  | 27,234,531  | 38,662,665  | 50,118,055  | 62,821,102  | 经营性现金流/收入    | 15.2%       | 14.4%       | 7.1%        | 7.9%        | 8.9%        |

| 资产负债表                   |             |             |             |             |             | 现金流量表                   |             |             |             |             |             |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <千元人民币>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             | <千元人民币>, 财务年度截至<12月31日> |             |             |             |             |             |
|                         | 2023年<br>实际 | 2024年<br>实际 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |                         | 2023年<br>实际 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
| 存货                      | 44,422,837  | 62,509,682  | 84,872,198  | 103,147,958 | 117,010,491 | 除税前利润                   | 22,011,047  | 28,126,653  | 41,368,902  | 56,045,230  | 70,989,991  |
| 贸易应收款项                  | 12,150,928  | 14,588,579  | 19,807,568  | 24,072,785  | 27,308,038  | 折旧摊销                    | -1,714,063  | -1,850,985  | -2,008,036  | -2,103,814  | -2,200,568  |
| 应收贷款                    | 9,772,589   | 12,261,490  | 12,261,490  | 12,261,490  | 12,261,490  | 营运资金变化                  | 17,319,472  | 26,999,161  | -2,832,549  | -2,314,899  | -1,755,896  |
| 现金及现金等价物                | 33,631,313  | 33,661,442  | 107,773,032 | 150,797,147 | 207,179,840 | 已付所得税                   | -3,011,748  | -4,548,204  | -5,185,846  | -8,406,785  | -10,648,499 |
| 其他流动资产                  | 99,075,033  | 102,687,573 | 113,097,989 | 121,605,899 | 128,059,320 | 其他                      | 6,695,787   | 4,071,468   | 4,111,850   | 4,304,383   | 4,497,664   |
| 总流动资产                   | 199,052,700 | 225,708,766 | 337,812,276 | 411,885,279 | 491,819,180 | 营运现金流                   | 41,300,495  | 52,798,093  | 35,454,321  | 47,524,115  | 60,882,693  |
| 固定资产                    | 13,720,825  | 18,087,583  | 18,052,059  | 20,474,456  | 22,775,733  | 短期投资                    | -53,357,701 | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产                    | 8,628,739   | 8,152,721   | 5,114,824   | 4,991,859   | 4,893,487   | 资本开支                    | -6,268,900  | -5,000,000  | -4,500,000  | -4,500,000  | -4,500,000  |
| 长期投资                    | 60,199,798  | 62,112,188  | 62,112,188  | 62,112,188  | 62,112,188  | 收取利息                    | 3,258,117   | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他固定资产                  | 42,645,377  | 89,094,031  | 89,094,031  | 89,094,032  | 89,094,033  | 长期投资                    | -4,199,240  | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 非流动资产                   | 125,194,739 | 177,446,523 | 174,373,101 | 176,672,534 | 178,875,441 | 其他投资活动                  | 25,398,670  | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 总资产                     | 324,247,439 | 403,155,289 | 512,185,377 | 588,557,814 | 670,694,621 | 投资活动现金流                 | -35,169,054 | -5,000,000  | -4,500,000  | -4,500,000  | -4,500,000  |
| 应付账款                    | 62,098,500  | 98,280,585  | 133,439,956 | 162,173,944 | 183,969,253 | 负债变化                    | 4,843,665   | -4,398,248  | 0           | 0           | 0           |
| 短期借款                    | 6,183,376   | 13,327,297  | 13,327,297  | 13,327,297  | 13,327,297  | 股本变化                    | -1,356,825  | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他应付款项及应计项目             | 25,614,650  | 36,372,035  | 36,372,035  | 36,372,035  | 36,372,035  | 其他融资活动                  | -3,233,675  | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他短期负债                  | 21,691,070  | 27,405,073  | 27,405,073  | 27,405,073  | 27,405,073  | 分红与利息支出                 | -758,137    | -212,447    | 0           | 0           | 0           |
| 流动负债                    | 115,587,596 | 175,384,990 | 210,544,361 | 239,278,349 | 261,073,658 | 融资活动现金流                 | -504,972    | -4,610,695  | 0           | 0           | 0           |
| 长期借款                    | 21,673,969  | 17,275,721  | 17,275,721  | 17,275,721  | 17,275,721  | 现金变化                    | 5,626,469   | 43,187,398  | 30,954,321  | 43,024,115  | 56,382,693  |
| 其他负债                    | 22,724,106  | 21,289,459  | 21,289,459  | 21,289,459  | 21,289,459  | 期初持有现金                  | 27,607,261  | 33,631,313  | 76,818,711  | 107,773,032 | 150,797,147 |
| 非流动负债                   | 44,398,075  | 38,565,180  | 38,565,180  | 38,565,180  | 38,565,180  | 汇兑变化                    | 397,583     | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 总负债                     | 159,985,671 | 213,950,170 | 249,109,541 | 277,843,529 | 299,638,838 | 期末持有现金                  | 33,631,313  | 76,818,711  | 107,773,032 | 150,797,147 | 207,179,840 |
| 股东权益                    | 164,261,768 | 189,205,119 | 225,388,175 | 273,026,620 | 333,368,113 |                         |             |             |             |             |             |
| 少数股东权益                  | 266,279     | 467,342     | 345,083     | 196,498     | 27,945      |                         |             |             |             |             |             |
| 归属股东权益                  | 163,995,489 | 188,737,777 | 225,043,091 | 272,830,122 | 333,340,169 |                         |             |             |             |             |             |

数据来源：公司资料，国证国际预测

## 客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的讲解),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010