

小米集团-W(1810.HK)

生态优势稳，汽车绘蓝图

推荐（首次）

股价：53.4 元（港币）

主要数据

行业	汽车、电子
公司网址	www.mi.com
大股东/持股	
实际控制人	雷军
总股本(百万股)	25111.69
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	12375.22
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	53.07

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn
闫磊	投资咨询资格编号 S1060517070006 YANLEI511@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

无法显示该图片。

平安观点：

- **稀缺的人车家全生态能力。**小米汽车的加入意味着小米“人车家全生态”闭环形成，小米由过去的“人”和“家”互联进入到人、车、家三者的互联互通，而大部分车企尚不具备类似小米的能力。目前小米汽车处于供不应求的状态，交付量取决于产能节奏，受限汽车产能，目前小米汽车门店扩张节奏稍慢，但单店效率高，渠道效率领先。
- **内外部资源强赋能，汽车业务前景可观。**小米汽车由雷军亲自挂帅，为小米汽车带来极高关注度，上游产业链对小米汽车信心足，推动汽车业务毛利率稳步提升，亏损逐季收窄。小米汽车的目标是成为全球前五汽车厂商，年销量需超 600 万台，我们测算小米汽车中期国内空间有望达约 400 万台/年。凭借智能手机在全球积累的良好口碑，小米建立起全球品牌基础，并在海外构建了成熟的销售服务网络，为小米汽车出海打下坚实基础。
- **手机、IoT 构建生态壁垒，基本盘稳步向上。**公司手机份额稳居全球第三，ASP、毛利率稳步上升。公司构建起领先的 AIoT 平台，围绕手机以及智能家居的硬件生态在引流的同时获取了利润，完整的硬件生态亦增强了小米品牌的用户粘性，汽车业务的加入拓宽 IoT 边界，公司围绕汽车推出多项 CarIoT 设备，生态优势或可复制到汽车行业。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年公司净利润为 354 亿/496 亿/626 亿元，我们认为公司汽车业务潜在发展空间大，目前呈现出较强的增长势头，且在智能生态、出海、产业链等方面优势突出，随着产能增加以及新车型投产，汽车业务的有望为公司带来更高的业绩弹性，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司汽车产能节奏释放不达预期的风险；2) 汽车业务达到盈亏平衡的节奏可能低于预期；3) 智能手机、IoT 产品市场份额下滑的风险；4) 公司估值回调的风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	270970	365906	471364	620793	785421
YOY(%)	-3.2	35.0	28.8	31.7	26.5
净利润(百万元)	17475	23658	35393	49590	62637
YOY(%)	606.3	35.4	49.6	40.1	26.3
毛利率(%)	21.2	20.9	22.0	22.8	22.8
净利率(%)	6.4	6.4	7.5	8.0	8.0
ROE(%)	10.7	12.5	15.8	18.1	18.6
EPS(摊薄/元)	0.70	0.94	1.41	1.97	2.49
P/E(倍)	70.9	52.3	35.0	25.0	19.8
P/B(倍)	7.6	6.6	5.5	4.5	3.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、科技巨头开启“人车家全生态”新阶段.....5

二、汽车业务愿景宏大，资源赋能下优势突出.....7

2.1 SU7 首战告捷，2025 年新车蓄势待发.....7

2.2 交付量受限于产能、渠道效率领先.....9

2.3 内外部资源强赋能，汽车业务前景可观.....11

三、手机、IoT 构建生态壁垒，基本盘稳步向上.....13

3.1 手机践行高端化战略，多个海外市场同比高增.....13

3.2 生态优势强，汽车拓宽 IoT 业务边界.....15

四、盈利预测与投资建议.....18

4.1 主要关键假设.....18

4.2 盈利预测与估值分析.....19

五、风险提示.....21

图表目录

图表 1	小米集团主要发展历程	5
图表 2	公司的主营业务	5
图表 3	公司各业务板块营收拆分 单位：亿元	6
图表 4	公司各业务板块毛利率水平对比 单位：亿元	6
图表 5	公司各业务板块毛利润拆分 单位：亿元	6
图表 6	公司期间费用率变化 单位：亿元	7
图表 7	公司期间费用变化 单位：亿元	7
图表 8	小米造车历程	7
图表 9	小米自研澎湃 OS	8
图表 10	小米 SU7 外观	8
图表 11	小米 SU7 月交付量 单位：台	8
图表 12	小米 YU7 与特斯拉 Model Y 主要性能参数对比	9
图表 13	小米汽车首款 SUV 车型 YU7 外观	9
图表 14	特斯拉 Model 3/Model Y 国内销量（2024 年） 单位：万台	9
图表 15	小米汽车渠道模式	10
图表 16	小米汽车门店数量变化 单位：家，座	10
图表 17	小米汽车与其他新势力车企渠道效率对比	11
图表 18	公司在智能电动汽车等创新业务费用投入 单位：亿元	11
图表 19	小米年度技术大奖授予汽车部门	11
图表 20	公司汽车业务 2024 年二、三、四季度业绩拆分	11
图表 21	全球主要车企营收（2023 年） 单位：亿美元	12
图表 22	小米汽车国内销量空间测算 单位：万台	13
图表 23	小米智能手机出货量及市场份额变化 单位：百万部	14
图表 24	2024 年全球智能手机厂商出货量及同比增速	14
图表 25	小米手机 ASP 及毛利率变化 单位：元	14
图表 26	2024 年小米高端智能手机销量占比（中国大陆地区）	14
图表 27	2024 年小米手机全球出货量分地区分布情况 单位：百万部	15
图表 28	小米手机在全球主要国家和地区市场份额及排名（2024 年）	15
图表 29	小米生态链合作业务流程	16
图表 30	AIoT 平台连接设备数（不包括手机、平板和笔记本电脑） 单位：百万台	16
图表 31	拥有 5 个及以上连接至小米 AIOT 平台的设备用户数（不包括手机、平板和笔记本电脑） 单位：百万人 16	
图表 32	米家 APP 月活用户数 单位：百万人	17
图表 33	小爱同学月活用户数 单位：百万人	17
图表 34	2024 年全球可穿戴腕带设备出货量	17
图表 35	2024 年全球平板出货量	17
图表 36	小米推出的 CarIoT 设备	18

一、科技巨头开启“人车家全生态”新阶段

全球第三大手机厂商迈向“人车家全生态”。小米集团成立于 2010 年，由雷军联合多位科技行业人士创立。2011 年发布首款智能手机小米 1，2013 年红米手机发布，同年小米手机 3、小米电视、小米移动电源发布。2014 年小米成为中国智能手机市场份额第一名。2019 年小米启动双品牌战略，Redmi 独立运营，主攻性价比市场，小米品牌进军高端化，2020 年发布首款高端旗舰小米 10 系列，并持续强化影像、快充等技术研发。2021 年宣布造车计划，计划 10 年投入 100 亿美元，首款车型 SU7 于 2024 年量产上市，开启“人车家全生态”新阶段。

图表1 小米集团主要发展历程

时间		主要事件
初创与崛起	2010 年	小米公司在北京成立
	2011 年	第一代小米手机发布，定价 1999 元成为手机行业图腾之一
	2012 年	发布小米手机 2、小米盒子
	2013 年	红米手机发布，山寨手机逐步退出中国市场； 小米手机 3、小米电视发布； 小米移动电源发布，迅速成为现象级爆品
快速扩张	2014 年	小米开启国际市场，红米手机在新加坡首发； 小米空气净化器正式发布，成为现象级爆品； 2014 年小米中国智能手机出货量位居第一
	2016 年	启用 MIJIA 米家品牌,并发布首款米家品牌产品——米家压力 IH 电饭煲； 首款笔记本产品：小米笔记本 Air 正式发布； 由于供应链等问题，小米手机出货量出现下滑； 小米之家探索线下新零售模式，门店数量突破 50 家
	2017 年	小米首次成为印度市场排名第一的手机品牌
	2018 年	小米宣布公司整体硬件业务综合净利润率不超过 5%； 小米公司赴港主板上市
调整突破	2019 年	Redmi 品牌正式宣布独立； 启动“手机+AIoT”双引擎战略； 推进智能手机高端化战略，推出小米数字系列旗舰车型；
	2020 年	宣布核心战略升级为“手机×AIoT”
全面拓展	2021 年	小米宣布正式进军智能电动汽车领域
	2023 年	宣布战略升级，从“手机×AIoT”升级到“人车家全生态”
	2024 年	小米汽车首款车型小米 SU7 正式上市

资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司主要业务包括智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务、新能源汽车四大板块。硬件业务是公司主要的营收来源，根据公司财报数据，2024 年公司硬件业务营收占公司总营收的 90%左右，目前公司的硬件业务主要包括智能手机、IoT 及生活消费产品、新能源汽车，其中新能源汽车业务尚处于起步发展阶段，营收贡献相对较低，但呈现出较高的发展潜力。互联网服务业务依托于公司的硬件业务，通过向小米的用户提供广告、游戏和各类增值服务进而变现，该业务板块营收占比相对较低，根据公司财报数据，2024 年公司互联网服务业务营收占公司总营收的 9.3%。

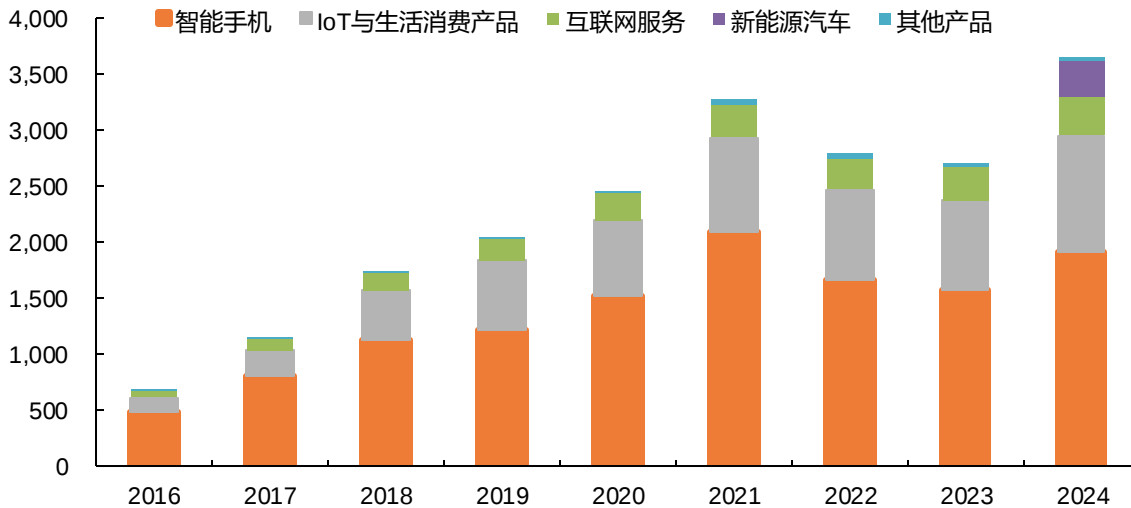
图表2 公司的主营业务

主营业务分类	主要产品
智能手机	Xiaomi MIX 系列、Xiaomi 数字旗舰、Xiaomi Civi 系列、Redmi K 系列、Redmi Turbo 系列、Redmi Note 系列、Redmi 数字系列
IoT 与生活消费品	电视、家电、笔记本、平板、出行穿戴设备、耳机、音箱等

互联网服务	主要包括广告业务、游戏业务
汽车	SU7、SU7 Ultra、YU7

资料来源：公司财报，公司官网，平安证券研究所

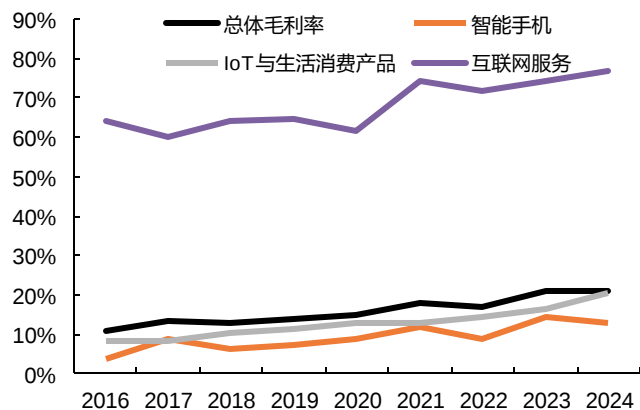
图表3 公司各业务板块营收拆分 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

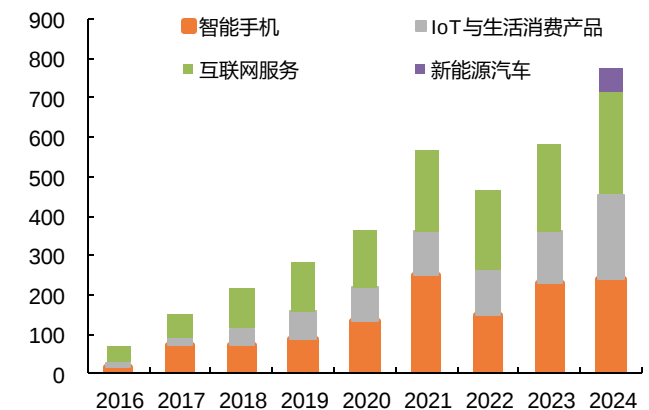
硬件业务保持较低利润率，依托互联网业务实现变现。从公司过往的盈利模式来看，小米并不追求硬件业务的高利润率，根据公司财报数据显示，目前公司主要硬件业务的毛利率水平低于20%，公司也表示小米的硬件业务综合净利润率不超过5%，根据小米财报披露的信息显示，2021年小米硬件业务综合净利润率低于2%，2022年则低于1%，2023年则低于3%。小米以较低的硬件利润率获取流量，成为小米生态链的入口，并通过互联网业务实现业绩兑现，近几年小米的互联网业务营收约占其总营收的10%左右，但毛利率水平维持在70%以上，其毛利润约占小米总毛利润的30%~40%左右。

图表4 公司各业务板块毛利率水平对比 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

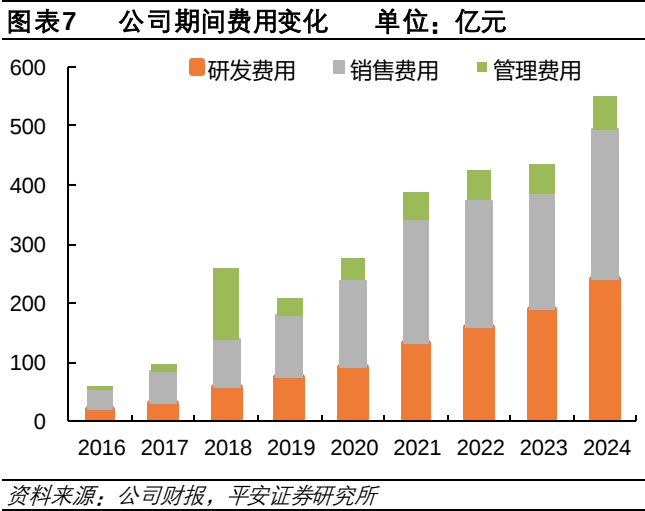
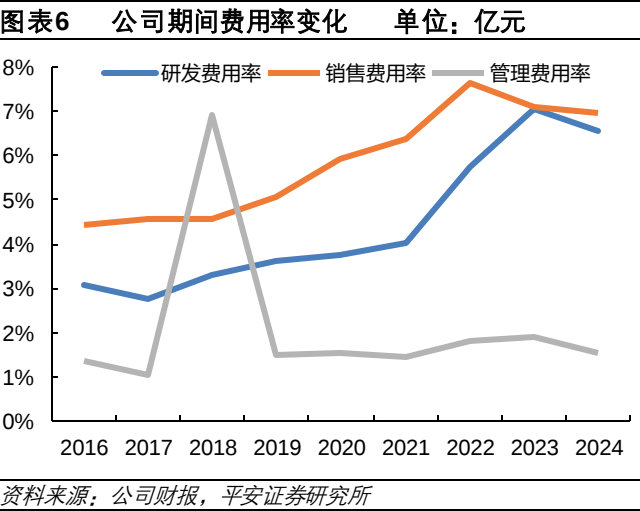
图表5 公司各业务板块毛利润拆分 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

近年来研发费用快速增长。公司的管理费用率保持在2%以下(2018年管理费用率较高主要是一次性的股权激励费用所致)。

而近年来公司研发费用保持较快的增长速度，我们预计这很大程度上是由于公司布局汽车业务所致，根据公司财报数据，截至 2024 年底，小米研发人员达到 21190 人，占员工总数的 48.5%，2024 年公司研发费用超过 240 亿元，同比增长 25.9%。



二、 汽车业务愿景宏大，资源赋能下优势突出

2.1 SU7 首战告捷，2025 年新车蓄势待发

首款车型 SU7 首战告捷，上市即爆款。2021 年 3 月小米正式官宣造车，历经三年造车，小米汽车首款车型 SU7 于 2024 年 3 月正式上市，售价 21.59 万~29.99 万元。自上市以来，SU7 持续处于供不应求态势。在 2025 年 2 月小米 SU7 Ultra 上市发布会上，雷军表示，小米 SU7 上市 9 个月，销售锁单量高达 24.8 万台，同期交付量仅为 13.5 万台。

图表8 小米造车历程	
时间	重要事件
2021.01	小米开始调研造车
2021.03	小米正式宣布造车，首期投资 100 亿人民币，预计未来 10 年投资额为 100 亿美元
2021.06	小米在其官网发布了多个智能驾驶相关岗位的招聘信息
2021.08	小米斥资 7737 万美元收购深动科技（深动科技创办于 2017 年，总部位于北京，主要提供以高精地图为核心的感知、定位、决策的自动驾驶解决方案）
2021.09	小米汽车有限公司完成工商注册，注册资本 100 亿元，注册地为北京市经济开发区，雷军出任法人代表
2021.09	原吉利汽车研究院院长胡峥嵘宣布加入顺为资本，出任投资合伙人
2022.08	雷军在其年度演讲中首次披露了小米自动驾驶的研发进展，公布的 DEMO 视频显示小米的自动驾驶车辆可以实现无保护左转、自动掉头、多车道路口左转、环岛绕行、礼让行人、自动泊车等功能
2023.10	雷军在其微博中表示小米首款汽车将于 2024 年上半年上市
2023.10	小米宣布集团战略升级，从“手机×AIoT”升级到「人车家全生态」
2023.11	小米 SU7 登录工信部公告，生产企业为北汽越野车企
2023.12	小米汽车正式加入小米“人车家全生态”
2023.12	小米汽车技术发布会正式举行，雷军在发布会中介绍了小米汽车的电驱、电池、大压铸、智能驾驶和智能座舱技术，并亮相了首款车型 SU7
2024.01	小米汽车渠道确定为“1+N”，开放城市招募计划，首批在 17 个城市开启招募小米汽车销售服务一体店（2S）

2024.03	小米汽车首款车型 SU7 于 2024 年 3 月 28 日正式上市，上市 27 分钟大定超过 5 万台
2024.06	小米汽车月交付超过 1 万台
2024.10	小米汽车工厂提产，单月交付量超过 2 万台
2025.02	小米 SU7 Ultra 上市，售价 52.99 万元
2025 年中	首款 SUV 车型 YU7 计划于 2025 年中上市

资料来源：公司公告，公司官网，公司微信公众号，公司财报，工信部，雷军微博，平安证券研究所

小米成功完成“人车家全生态”闭环，生态整合能力稀缺。小米在 2023 年 10 月发布了“小米澎湃 OS”操作系统，根据公
司披露，该操作系统打通了包括小米汽车在内的 200 多个品类，高效连接全球超六亿设备，覆盖了用户 95% 以上的生活场
景，此外小米还预留了丰富的标准软硬件接口，第三方应用、生态配件等品牌也可加入到小米人车家全生态。小米汽车的加
入意味着小米“人车家全生态”闭环形成，小米由过去单纯的“人”和“家”互联进入到人、车、家三者的深度互联互通。
小米的用户可以在家中通过语音控制车内的相关功能，手机端的应用可以无缝上车，用户还可以通过车内的语音控制功能控
制家中的家居设备。

图表9 小米自研澎湃 OS



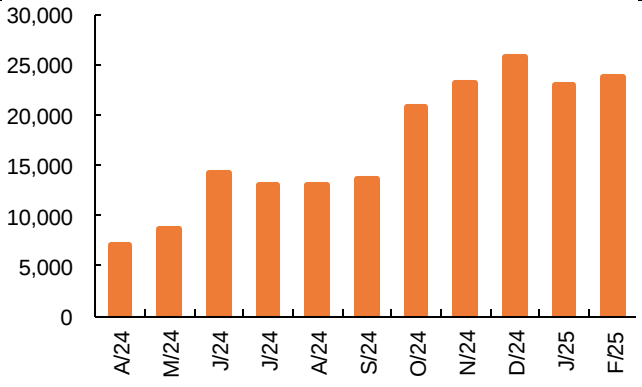
资料来源：小米汽车技术发布会，平安证券研究所

图表10 小米 SU7 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表11 小米 SU7 月交付量 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

根据公司规划，2025 年小米汽车将推出两款车型：小米 SU7 Ultra 和小米 YU7。

SU7 Ultra 塑造小米汽车的高端品牌形象，产品力强。SU7 Ultra 是一款以赛道驾驶见长的性能车，根据小米公布的技术参数显示，SU7 Ultra 搭载三台电机，电机总马力达到 1548 匹，百公里加速时间仅需 1.98s，最高车速达到 350km/h，在正式上市前，SU7 Ultra 通过挑战专业赛道不断强化用户对其“最快四门量产车”的品牌认知。该车于 2024 年 10 月开启预售，预售价 81.49 万元，2025 年 2 月，SU7 Ultra 正式上市，与大部分车型正式售价仅比预售价低约 2 万左右不同，SU7 Ultra 正式售价为 52.99 万元，相比预售价低近 30 万元，尽管其售价仍旧达到 50 万元以上，但巧妙的价格预期管理使得 SU7 Ultra 成功吸引用户下单，根据小米汽车官方微博公布的信息，截至 3 月 2 日，SU7 Ultra 锁单量已经突破 10000 台，已提前完成 2025 年全年任务。

YU7 对标 Model Y，尺寸、续航、动力全面领先。YU7 是小米推出的首款 SUV 车型，目前已经亮相工信部新车目录，根据公司规划，YU7 将于 2025 年 6、7 月份上市。YU7 的直接竞品是特斯拉 Model Y，焕新版 Model Y 于 2025 年 1 月上市，起售价为 26.35 万元。从性能参数看，YU7 与 SU7 同样是一款强调操控、运动的车型，在车身尺寸、电池容量、续航里程、动力性能等多个维度均领先于 Model Y。目前特斯拉在国内的销量结构中，Model Y 的销量明显高于 Model 3，在不考虑产能等限制因素的情况下，我们认为 YU7 有望成为又一爆款车型，其销量规模有望超过 SU7。

图表12 小米 YU7 与特斯拉 Model Y 主要性能参数对比

	YU7 后驱	YU7 四驱磷酸铁锂	YU7 四驱三元锂	Model Y 2025 款后驱	Model Y 2025 款四驱
售价/万元	未公布			26.35	31.35
车身尺寸/mm	4999×1996×1608			4797×1920×1624	
电池容量/kWh	96.3(磷酸铁锂)	磷酸铁锂	101.7(三元锂)	62.5(磷酸铁锂)	78.4(三元锂)
续航里程/km	820	/	760	593	719
电机总功率/kw	235	365	508	220	331
最高时速/km/h	240	240	253	201	201

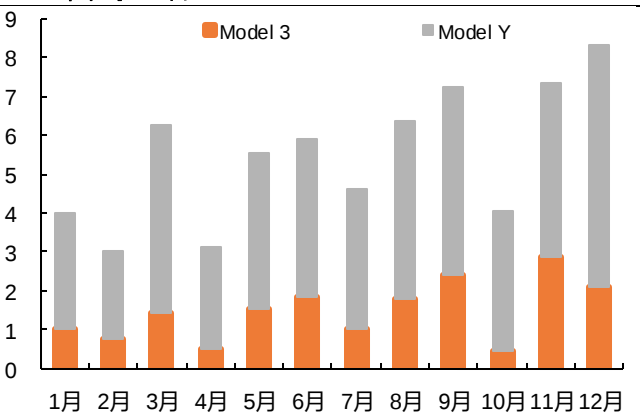
资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表13 小米汽车首款 SUV 车型 YU7 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表14 特斯拉 Model 3/Model Y 国内销量（2024 年）
单位：万台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

2.2 交付量受限于产能、渠道效率领先

产能是目前制约小米汽车交付量的主要瓶颈。SU7 的订单依然保持在较高水平，根据第三方平台车 fans 统计，目前小米汽车每周的锁单量超过 1 万台，但目前的月交付量每个月不足 3 万台，SU7 目前仍然处于供不应求的状态，根据小米汽车 APP 显示，目前小米 SU7 的交付周期普遍超过 30 周。

小米汽车二期工厂预计将于 2025 年中投产，但 YU7 上市后产能压力依然较大。根据电动汽车观察家以及盖世汽车的统计，目前在产的小米汽车一期工厂设计产能为 15 万台/年，对应每月产能在 1.25 万台，但目前小米汽车的月交付量达到 2.5 万台左右，因此小米汽车一期工厂产能利用率接近 200%。小米汽车二期工厂于 2024 年动工，设计产能为 15 万台/年，预计将在 2025 年年中竣工投产，届时小米汽车工厂的设计产能将达到 30 万台/年，假设两座工厂产能利用率均为 200%，基于小米汽车目前规划的产能，预计最高产量可达 60 万台/年。

汽车销售渠道采取直营+代理的模式，自营交付中心。根据第一财经披露，小米汽车渠道采用“1+N”模式，其中“1”代表小米汽车自营的交付中心，功能以交付为主，覆盖“销售、售后服务”业务。“N”代表代理销售、用户服务触点。在主流汽车商圈，小米与百强汽车经销商集团或区域强商合作，建设汽车销服一体店（2S），职能包括代理销售+授权服务，但不包括整车转售和整车交付职能。在核心商业广场，小米则发挥已有 3C 零售渠道优势，在小米之家引入汽车业务。这意味小米的汽车销售渠道采用直营+代理的模式，其中交付环节完全由小米自营。

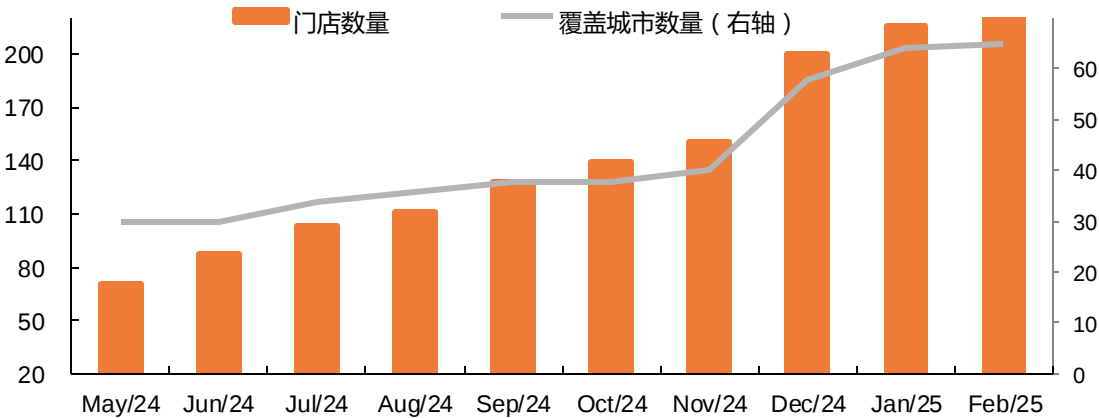
图表15 小米汽车渠道模式

渠道	交付中心	小米之家	销服 2S 店
功能	交付为主，覆盖销售+售后	销售	代理销售+授权售后服务
模式	直营	直营+代理	代理+授权
位置	汽车商圈 工厂区等	核心商业广场	主流汽车商圈

资料来源：第一财经，平安证券研究所

订单持续火热，产能压力大，门店谨慎扩张，渠道效率领先其它车企。根据小米公布的渠道信息显示，截至 2024 年底，小米汽车门店数量已经达到 200 家，覆盖全国 58 座城市，而国内其他新势力车企的终端门店数量普遍超过 500 家，覆盖城市数量达到 150~200 座，从门店数量以及覆盖城市数看，小米的汽车销售门店扩张较为谨慎，我们认为这主要是由于目前汽车产能压力大，小米 SU7 处于供不应求的状态，因此公司并不急于大规模扩张渠道规模。而从渠道效率来看，虽然小米汽车目前在售车型数量较少，但 24 年底小米汽车的单店销量达到 129 台，高于理想汽车的单店销量。

图表16 小米汽车门店数量变化 单位：家，座



资料来源：小米汽车微信公众号，平安证券研究所

图表17 小米汽车与其他新势力车企渠道效率对比

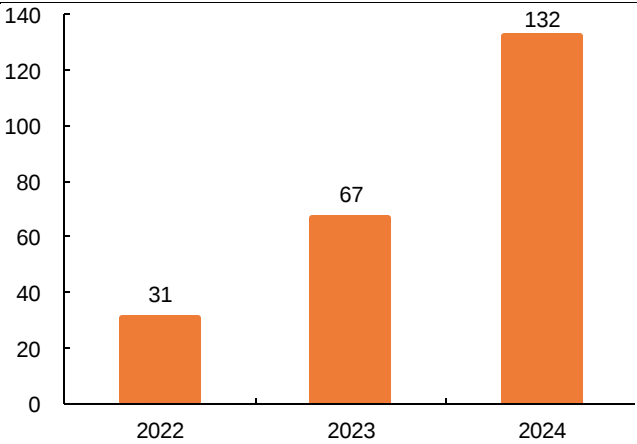
车企	门店数量（24 年底）/个	覆盖城市数量（24 年底）/个	24 年 12 月销量/台	单店平均月销量/台
小米汽车	200	58	25815	129
理想汽车	502	150	58513	117
小鹏汽车	690	214	36695	53
零跑汽车	860	264	42517	49

资料来源：各公司微信公众号，乘联会，平安证券研究所

2.3 内外部资源强赋能，汽车业务前景可观

汽车业务由雷军亲自带队，汽车业务内部资源支持足。汽车业务是公司目前最重要的业务板块之一，获得公司较大的资源投入。根据公司财报数据显示，2022 年小米在汽车等创新业务费用达到 31 亿元，2023 年则达到 67 亿元，2024 年增加到 132 亿元，另外公司已经连续两年（2023 年、2024 年）将年度技术大奖均授予了汽车业务部门。汽车业务由雷军亲自带队，为小米汽车带来了极高的关注度，这一定程度上促进了小米汽车的热销。雷军本人在宣布造车初期更是称“愿押上人生全部的声誉，再次披挂上阵，为小米汽车而战”。

图表18 公司在智能电动汽车等创新业务费用投入 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表19 小米年度技术大奖授予汽车部门



资料来源：雷军微信公众号，平安证券研究所

汽车供应链支持力度大，汽车业务毛利率保持上升趋势。根据公司财报数据，2024 年第二、三、四季度，小米的汽车业务毛利率分别达到 15.4%/17.1%/20.4%，毛利率水平逐季上升，小米作为新能源汽车行业的新入局者，目前的毛利率处于较高的水平。小米集团合伙人、总裁卢伟冰在总结汽车业务毛利率表现时表示，汽车业务毛利率背后，体现了小米几个比较重要的能力：一是供应链管理；二是对工厂的潜力挖掘很好；三是供应链对小米的信心，很多供应商对小米的未来非常看好，报价与备货量都是以更大整车规模来计算。

汽车业务亏损快速收窄。从毛利率看，随着小米汽车交付量的提升、高价车型 SU7 Ultra 以及 2025 下半年 SUV 车型 YU7 的上市交付，我们认为小米汽车毛利率水平仍有上升空间。从费用端来看，根据公司财报公布数据显示，2024 年二、三、四季度公司汽车业务相关的经营费用（包括研发费用、销售费用、行政费用等）分别为 29 亿/33 亿/44 亿元，费用率随着交付量的提升逐渐下降。

图表20 公司汽车业务 2024 年二、三、四季度业绩拆分

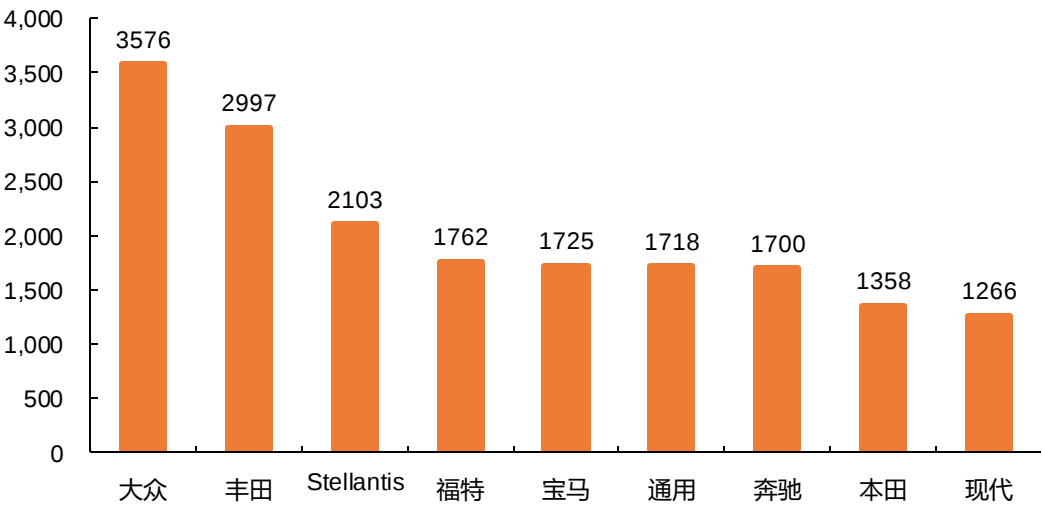
	2Q24	3Q24	4Q24
--	------	------	------

汽车销量/台	27307	39790	69697
单车营收/万元	23.3	24.4	23.9
营业收入/百万元	6368.8	9697.1	16661.70
毛利率	15.4%	17.1%	20.4%
毛利润/百万元	979.8	1660.4	3406.9
经营费用/百万元	2900	3300	4400
经营费用率	45.5%	34.0%	26.4%
经营性利润/百万元	-1920.2	-1639.6	-993.1
经调整净利润	经调整净亏损人民币 18 亿元 经调整净亏损人民币 15 亿元 经调整净亏损人民币 7 亿元		

资料来源：公司财报，平安证券研究所测算

小米汽车愿景宏大，远期目标成为全球前五的汽车厂商。小米官方宣传的造车目标是：媲美保时捷和特斯拉，通过 15 年到 20 年的努力，成为全球前五的汽车厂商。若前五指的是营收指标，则小米汽车业务营收要超过 1700 亿美元（超过 1.2 万亿人民币），是小米集团 2024 营收规模的三倍以上，假设单车销售均价 20 万元，则该营收规模对应小米汽车年销量规模为 600 万台以上。

图表21 全球主要车企营收（2023 年） 单位：亿美元



备注：丰田、本田营业收入时间区间为 2Q23~1Q24

资料来源：Wind，平安证券研究所

先抢占国内高端市场，后逐步下沉以扩大销量规模。要达成 600 万台的销量规模，国内市场无疑是小米汽车最为关键的阵地。不过鉴于产能扩充的节奏限制，我们判断小米汽车会优先聚焦于 20 万以上的高端市场，待产能问题得以缓解再推出经济型车型。

据乘联会发布的零售数据，2024 年 20~30 万元价格区间的新能源车销量为 231 万台，而小米 SU7 的销售锁单量达到 24.8 万台，这表明，在产能不受制约的情况下，2024 年小米汽车在这一价格带的市场份额约为 10%，而考虑到未来小米汽车产能提升、新车型不断推出，以及未来可能推出的增程车型，其市场份额仍具备增长潜力。我们以国内汽车零售 2500 万台作为测算基准，并对小米汽车在不同价格带的市场份额做相应假设。我们测算，小米汽车在国内的销量中期有望达 400 万台左右。

图表22 小米汽车国内销量空间测算 单位：万台

价格带	2024 年销量 (国内)	稳态销量预测 (国内)	小米汽车市场份额 预测	小米汽车国内销量
10 万元以下	389	380	/	0
10-15 万	760	800	15%	120
15-20 万	413	460	20%	92
20-30 万	411	480	25%	120
30-40 万	229	270	20%	54
40 万以上	88	110	15%	16.5
合计	2290	2500	16%	402.5

资料来源：乘联会，平安证券研究所预测

小米汽车计划在 2027 年正式进军海外市场，相比国内车企出海优势显著。要成长为一家年销量达 600 万台以上的车企，全球化是必然之路。根据小米集团合伙人、总裁卢伟冰表示，小米汽车的出海准备工作已正式启动，将在 2027 年正式出海。我们认为，小米汽车在出海之路上具备国内其它大部分车企不具备的独特优势：

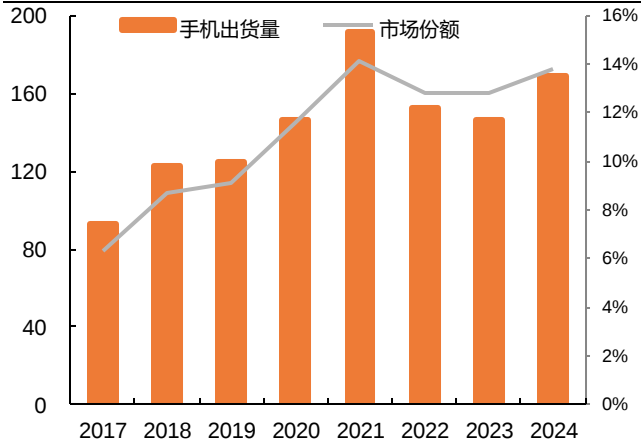
- 1) 强大的全球品牌基础。据公司财报数据，2024 年，小米境外市场收入占公司总收入的 41.9%，小米智能手机在全球 56 个市场的出货量位居前三，在 69 个市场跻身前五。小米汽车出海的一大显著优势在于，凭借智能手机业务在全球积累的良好美誉度，以及创新的商业模式，已成功塑造为全球知名的科技品牌，随着小米全球品牌认可度持续攀升，全球运营能力不断增强，这些都为小米汽车未来出海筑牢了坚实根基。
- 2) 较为成熟的全球市场布局。小米在海外市场已深耕多年，在欧洲、拉美、非洲、印度、中东、东南亚等全球各地已构建起成熟的销售服务网络，这一布局使得小米汽车在出海时，能够快速融入当地市场。

三、 手机、IoT 构建生态壁垒，基本盘稳步向上

3.1 手机践行高端化战略，多个海外市场同比高增

2024 年小米手机出货量同比高增，市场份额稳定在全球第三位。2024 年是智能手机市场的恢复之年，根据 Canalys 统计数据，2024 年全球智能手机市场同比增长 7%，达到 12.2 亿部，实现了连续两年下滑后的反弹。小米在本土强劲增长以及在新兴市场的战略扩张推动下，2024 年小米手机出货量达到 1.69 亿部，同比增长 15%，成为 2024 年智能手机出货量增长的最大贡献者。从绝对份额来看，2024 年小米手机市场份额达到 13.8%，同比增加 1 个百分点，居全球智能手机厂商第三位，仅次于苹果、三星。

图表23 小米智能手机出货量及市场份额变化 单位：百万部



资料来源：公司财报，Canalys，平安证券研究所

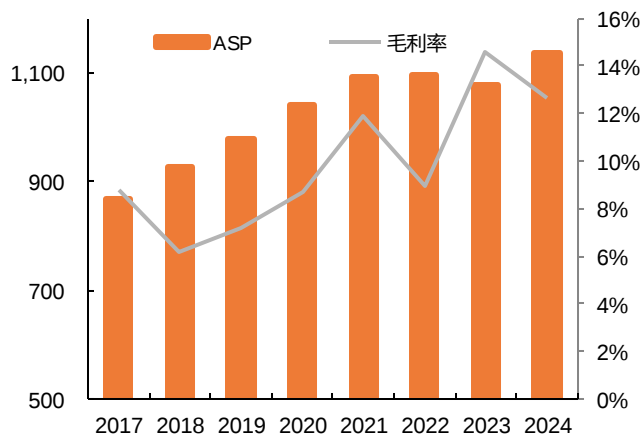
图表24 2024 年全球智能手机厂商出货量及同比增速

厂商	2024 年出货量 (百万部)	市场份额	同比增速
苹果	225.9	18%	-1%
三星	222.9	18%	-1%
小米	168.6	14%	15%
传音	106.7	9%	15%
OPPO	103.6	8%	3%
其他	395.4	33%	14%
合计	1223.1	100%	7%

资料来源：Canalys，平安证券研究所

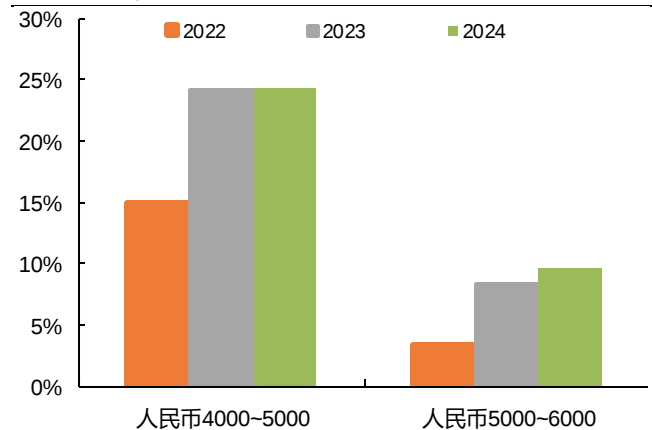
手机业务高端化战略卓有成效，推动手机 ASP 以及毛利率提升。2019 年小米手机业务正式启动双品牌战略，小米、Redmi 双品牌分拆独立运营，正式启动手机业务的高端化战略，从 2020 年 10 系列上市，到 2025 年小米 15 Ultra 上市，公司手机业务的高端化成果初见成效。公司智能手机的 ASP 由 2019 年的不足 1000 元上升到 2024 年的 1137 元，在毛利率方面，公司手机业务毛利率由此前的不足 10% 上升到目前的 12%~14%，而在此期间，华为阶段性退出高端手机市场也为小米手机高端化提供了助力。根据公司财报数据，2024 年在中国大陆地区，小米高端智能手机出货量在整体智能手机出货量的占比达到 23.3%（同比增加 3.0 个百分点），其中 4000-5000 元价位段市占率排名第一，达到 24.3%（同比提升 0.2 个百分点），5000-6000 元价位段市占率为 9.7%（同比提升 1.3 个百分点）。

图表25 小米手机 ASP 及毛利率变化 单位：元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表26 2024 年小米高端智能手机销量占比（中国大陆地区）



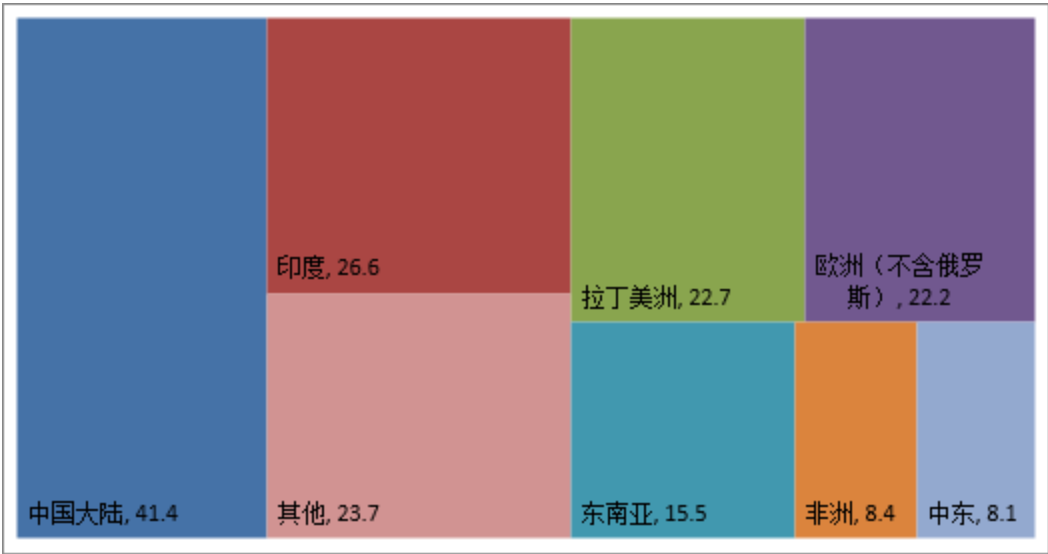
备注：中国大陆地区高端智能手机为零售价 3000 以上的机型

资料来源：公司官网，平安证券研究所

多个海外市场市占率占据前三。公司手机业务不仅聚焦国内市场，同时在全球多个主要市场均保持领先地位，根据 Canalys 数据显示，2024 年小米海外市场的手机出货量约占其全部手机出货量的 75.4%。此外公司在海外市场的市场份额要领先其在国内市场份额表现，根据公司财报数据显示，公司在欧洲、中东、印度、拉美、东南亚等市场的智能手机市占率均超过 15%，在新兴国际市场如非洲、东南亚、拉美、中东的 2024 年手机出货量同比增速分别达到 38.2%/25.8%/19.8%/17.7%，

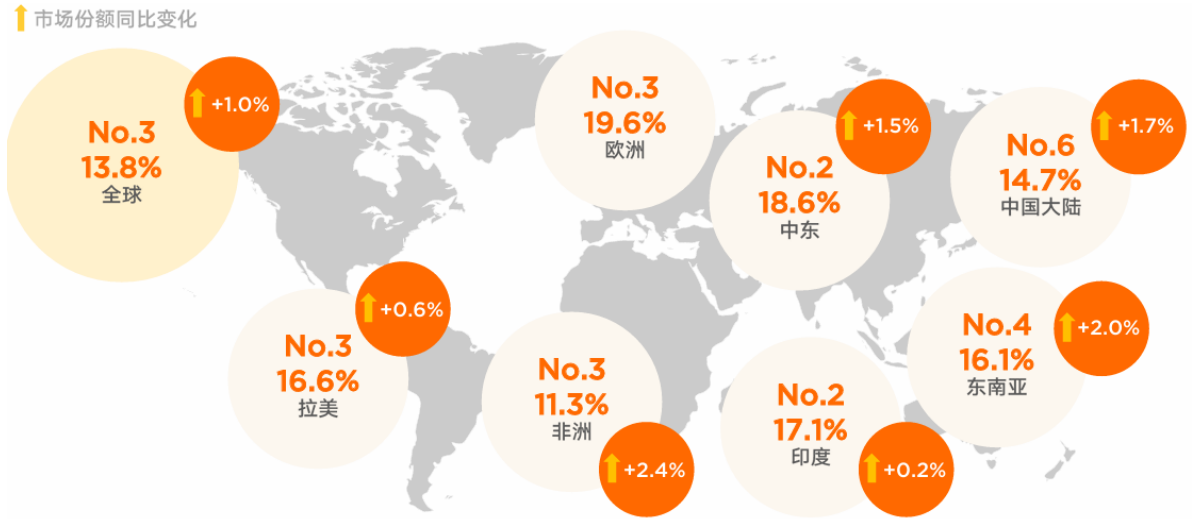
海外市场的持续扩张也成为公司 2024 年手机出货量同比高增的重要原因之一。

图表27 2024 年小米手机全球出货量分地区分布情况 单位：百万部



资料来源：Canalys，平安证券研究所

图表28 小米手机在全球主要国家和地区市场份额及排名（2024 年）



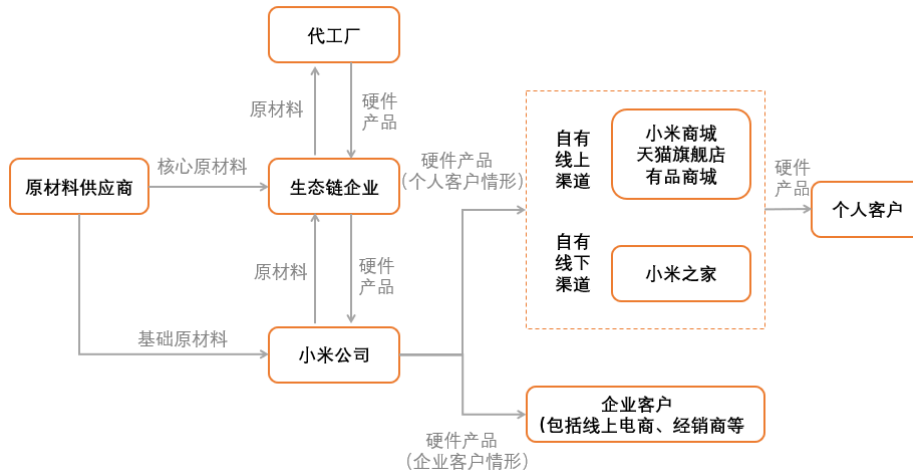
资料来源：公司官网，平安证券研究所

3.2 生态优势强，汽车拓宽 IoT 业务边界

小米通过投资和孵化生态链合作伙伴，构建庞大的智能硬件生态。在小米的智能硬件生态中，手机是其核心，而围绕手机以及智能家居的庞大的智能硬件生态在引流的同时获取了利润，同时完整的硬件生态也加强了用户对于小米品牌的粘性。IoT 与生活消费品业务是小米生态链的重要组成部分，旨在通过智能设备和连接技术提供智能家居和消费生活解决方案，目前小米的该部分业务主要包括智能电视、笔记本电脑、平板电脑、智能家电、可穿戴设备等，除部分核心产品为小米自己生产外，

有相当部分的产品是由小米与生态链企业协同生产。小米生态链的公司除了获得小米的资本支持外,还可以获得小米的品牌、供应链、产品设计、管理以及销售渠道等方面的支持,通过小米的赋能以及高性价比路线迅速打造爆款,如小米首个生态链产品移动电源在 2013 年底凭借 10000mAh 的容量、凭简洁的设计以及 69 元的价格一炮而红。

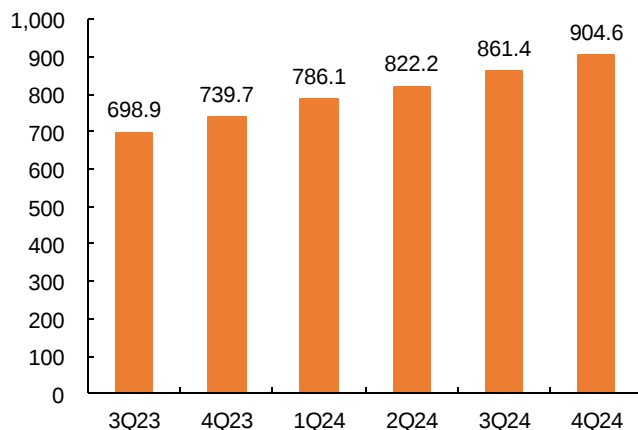
图表29 小米生态链合作业务流程



资料来源：新财富杂志，联通研究院，平安证券研究所

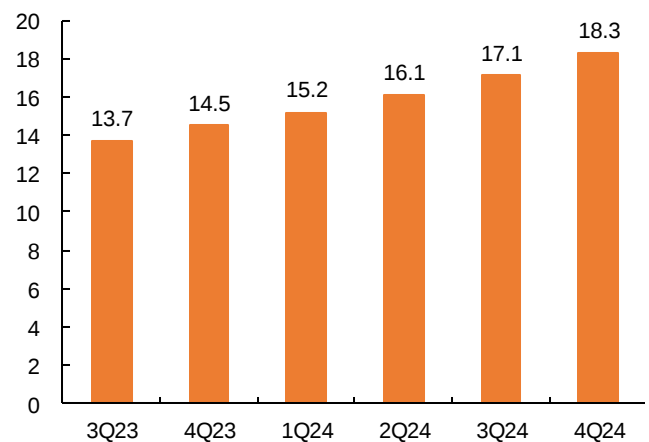
小米构建起全球领先的消费级 AIoT 平台。根据公司财报数据, 2024 年, 公司 IoT 与生活消费品业务营收达到 1041 亿元(同比+30%), 毛利率达到 20.3%, 超过过往年份的毛利率水平, 这主要是由于毛利率较高的产品(如可穿戴产品以及智能大家电) 的收入占比以及毛利率增加所致。截至 2024 年底, 公司 AIoT 平台连接设备数已达到 9.0 亿台(不包括智能手机、平板和笔记本电脑), 拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数(不包括智能手机、平板和笔记本电脑) 超过 1800 万, 米家 APP 的月活用户数超过 1 亿, 小爱同学的月活用户数超过 1.3 亿。

图表30 AIoT 平台连接设备数(不包括手机、平板和笔记本电脑) 单位: 百万台



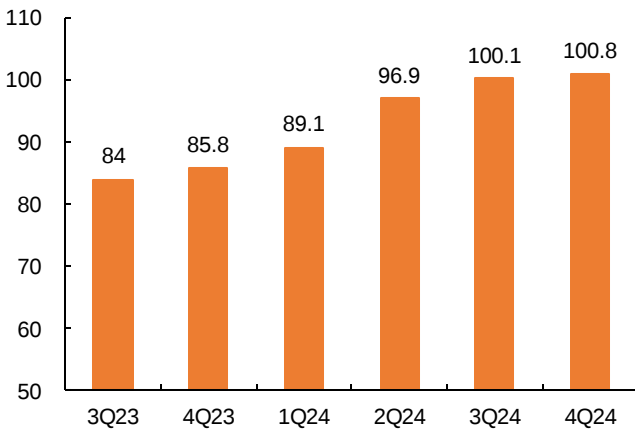
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表31 拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数(不包括手机、平板和笔记本电脑) 单位: 百万人



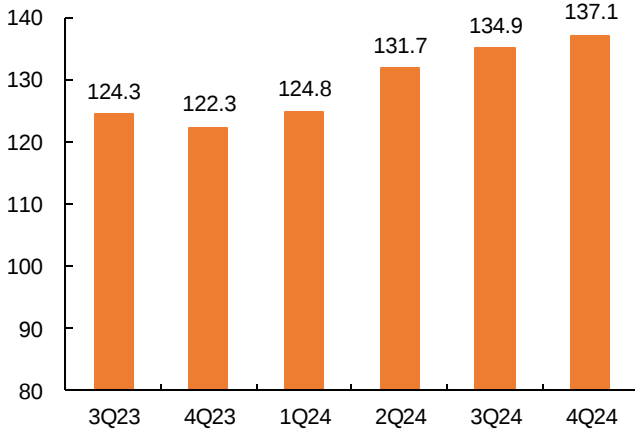
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表32 米家 APP 月活用户数 单位：百万人



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表33 小爱同学月活用户数 单位：百万人



资料来源：公司官网，平安证券研究所

智能大家电产品保持高增速。小米从 2013 年开始进入家电行业，起初以智能音箱、智能电视等智能家居产品为主，根据洛图科技数据，2024 小米电视出货量达到 710 万台，市占率达到 19.9%，仅次于海信，居国内电视厂商第二位。2018 年小米发布智能空调，正式进入大家电行业。根据公司财报数据，2024 年小米空调、冰箱、洗衣机出货量均创历史新高，其中小米空调出货量超过 680 万台（同比增长 50%+），小米冰箱出货量超 270 万台（同比增加 30%+），小米洗衣机出货量超 190 万台（同比增加 45%+）。

于湖北武汉自建家电工厂。伴随小米大家电业务的快速发展，小米目前已开始在湖北武汉自建家电工厂，根据湖北日报发布的信息，小米智能家电工厂是小米集团在全国继汽车超级工厂、手机智能工厂后的第三座智能工厂，该工厂将于 25 年 11 月投产，2026 年大规模量产。

可穿戴设备保持领先优势，平板市场份额跃居全球平板市场第五位。根据 Canalys 数据，小米可穿戴腕带设备（主要是智能手表、智能手环）在 2024 年出货量超过 2900 万台，同比增长达到 42.2%，全球市场份额达到 15.2%，仅次于苹果。小米 TWS 耳机在 2024 年出货量达到 2600 万台，同比增加 57.7%，市场份额达到 7.9%，仅次于苹果、三星，居全球第三位。平板电脑方面，根据 Canalys 数据，2024 年小米平板电脑出货量达到 921.8 万台，同比增长 73.1%，大幅跑赢行业平均增速，市场份额达到 6.2%，跃居全球平板市场第 5 位。

图表34 2024 年全球可穿戴腕带设备出货量

厂商	2024 年出货量（百万台）	市场份额	同比增速
苹果	34.5	17.9%	-3.0%
小米	29.3	15.2%	42.2%
华为	26.5	13.7%	54.2%
三星	15.6	8.1%	34.9%
Noise	8.8	4.5%	-25.9%
其他	78.4	40.6%	-11.7%
合计	193	100%	4.1%

资料来源：Canalys，平安证券研究所

图表35 2024 年全球平板出货量

厂商	2024 年出货量（万台）	市场份额	同比增速
苹果	5691.9	38.6%	5.3%
三星	2779.1	18.8%	8.2%
华为	1074.2	7.3%	29.3%
联想	1042.6	7.1%	12%
小米	921.8	6.2%	73.1%
其他	3253.1	22%	-0.1%
合计	14762.6	100%	9.2%

资料来源：Canalys，平安证券研究所

汽车业务可进一步拓宽公司 IoT 产品的业务边界。我们认为随着小米汽车业务的发展，小米的生态链优势可被复制到汽车行业，比如小米可通过布局生态链企业进入到汽车用品行业中，目前小米围绕 SU7 推出了全景天幕遮阳帘、米家前风挡遮阳伞、椅背平板支架套装、车载麦克风、中控屏物理按键、智能双表盘、车载无线充手机支架、车载香氛、户外蓝牙音箱、儿童安全座椅、米家车载舒适头枕、车载前备箱和后备箱收纳箱等多项 CarIoT 设备，而围绕汽车的硬件生态规模或将远超过围绕手机的生态规模。

图表36 小米推出的 CarIoT 设备



资料来源：小米公司微信公众号，平安证券研究所

四、 盈利预测与投资建议

4.1 主要关键假设

汽车业务预测：目前公司的车型仍处于供不应求的状态，根据乘联会数据显示，2025 年 1~2 月 SU7 的单月交付量维持在 2 万台以上，且目前订单依然充足。2025 年公司推出 SU7 Ultra 和 YU7 两款车型，SU7 Ultra 目前已经正式上市，YU7 将于 2025 年中正式上市，我们认为随着公司产能的增加以及 YU7 的上市交付，公司 2025 年汽车销量有望达到 40 万台。2026、2027 年汽车销量很大程度上取决于公司新增的汽车产能以及新车型的投放节奏，我们预计 2026/2027 年小米汽车销量有望达到 75 万/120 万台。营收方面，我们预计公司 2025~2027 年汽车业务营收分别为 1028 亿/2093 亿/3310 亿元。毛利率方面，随着 SU7 Ultra、YU7 的上市交付以及交付规模的继续爬升，我们预计公司汽车业务毛利率将保持 20% 以上，预计 2025~2027 年小米汽车业务毛利率分别为 22.2%/23.3%/22.8%。

图表37 公司汽车业务销量以及营业收入预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
SU7	销量/万台	14	28	25	25
	单车营收/万元	23.9	23.9	23.9	23.9
	营收/亿元	328	669	597	597
SU7 Ultra	销量/万台		2	5	5
	单车营收/万元		46.9	46.9	46.9
	营收/亿元		94	234	234
YU7	销量/万台		10	30	30
	单车营收/万元		26.5	26.5	26.5
	营收/亿元		265	796	796

后续新车型	销量/万台			15	60
	单车营收/万元			31.0	28.0
	营收/亿元			465	1681
合计	销量/万台	14	40	75	120
	单车营收/万元	23.9	25.7	27.9	27.6
	营收/亿元	328	1028	2093	3310

备注：汽车销量预测基于我们对公司未来产能扩充以及新车型投放的假设，实际情况可能与我们预测有较大出入

资料来源：乘联会，平安证券研究所预测

智能手机业务：长期来看，全球智能手机已处于存量竞争阶段，根据分析机构 Canalys 的预测，2025~2030 年全球智能手机市场增速将放缓，智能手机总体规模不会出现显著激增，基于此，我们预计公司 2025~2027 年智能手机市场份额以及出货量将保持平稳上升。而在 ASP 方面以及毛利率方面，随着公司手机高端化战略推进，ASP 以及毛利率有望保持稳中有升。综上我们测算公司智能手机业务在 2025~2027 年的营收分别为 2024 亿/2183 亿/2340 亿元，毛利率预计维持在 13%~14% 左右。

图表38 公司智能手机出货量以及营收测算

	2024A	2025E	2026E	2027E
全球智能手机出货量/百万部	1223	1242	1252	1270
小米市场份额	13.8%	14.2%	14.8%	15.4%
小米智能手机出货量/百万部	168.6	176.0	185.0	195.0
ASP/元	1137	1150	1180	1200
智能手机业务营收/亿元	1918	2024	2183	2340

资料来源：公司财报，Canalys，平安证券研究所预测

IoT 与生活消费产品：目前公司智能大家电业务处于快速增长中，随着家电工厂的投产，其智能大家电业务的上升空间仍大。公司在智能穿戴设备以及平板电脑领域依然保持较高增速，此外随着汽车业务的逐步发展，围绕汽车周边的 CarIoT 产品也将进一步拓宽公司的业务边界，我们预计公司的 IoT 与生活消费品业务在 2025~2027 年营收分别为 1249 亿/1474 亿/1695 亿元，同比增速分别为 20%/18%/15%。毛利率方面，随着大家电产品销量增加，我们预计毛利率水平维持在 20%以上。

互联网业务：公司的互联网业务主要包括广告业务和游戏业务，其中主要以广告业务为主，根据公司财报数据，2024 年公司互联网业务营收达到 341 亿元（同比+13.3%）。随着公司硬件产品销量提升，我们认为公司互联网业务在 2025~2027 年将保持 10%以上的增速，预计公司 2025~2027 年互联网业务营收分别为 382 亿/428 亿/479 亿元，毛利率预计维持在 75% 左右。

4.2 盈利预测与估值分析

综合上述公司各主要业务板块营收预测以及毛利率假设，我们预计公司 2025~2027 年营业收入为 4714 亿/6208 亿/7854 亿元，预计公司 2025~2027 年毛利率为 22.0%/22.8%/22.8%，预计公司 2025~2027 年净利润为 354 亿/496 亿/626 亿元。

图表39 公司 2025~2027 年营收测算与毛利率假设

单位：亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车业务				
营收	328	1028	2093	3310
同比增速	/	214.0%	103.5%	58.1%
毛利率	18.5%	22.2%	23.3%	22.8%

毛利润	61	228	487	755
智能手机业务				
营收	1918	2024	2183	2340
同比增速	21.8%	5.5%	7.9%	7.2%
毛利率	12.6%	13.5%	14.0%	14.0%
毛利润	243	273	306	328
IoT与生活消费品				
营收	1041	1249	1474	1695
同比增速	30.0%	20.0%	18.0%	15.0%
毛利率	20.3%	20.5%	21.0%	21.0%
毛利润	211	256	310	356
互联网服务				
营收	341	382	428	479
同比增速	13.3%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利率	76.6%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利润	261	287	321	359
其他业务				
营收	32	30	30	30
同比增速	-3.6%	-5.5%	0.0%	0.0%
毛利率	-31.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
毛利润	-10	-9	-9	-9
合计				
营收	3659	4714	6208	7854
同比增速	35.0%	28.8%	31.7%	26.5%
毛利率	20.9%	22.0%	22.8%	22.8%
毛利润	766	1035	1414	1789

资料来源：wind，平安证券研究所预测

图表40 公司 2025~2027 年净利润预测拆分 单位：亿元

	2025E	2026E	2027E
汽车业务			
营业收入/亿元	1028	2093	3310
净利润/亿元	24	127	214
其他业务(手机、IoT、互联网等)			
营业收入/亿元	3685	4115	4545
净利润/亿元	330	369	413
合计			
营业收入/亿元	4714	6208	7854
净利润/亿元	354	496	626

资料来源：平安证券研究所测算

公司汽车业务的潜在发展空间可观，且目前处于快速发展状态，但尚未实现稳定的盈利，而公司其他业务（手机、IoT与生

活消费品、互联网业务)目前已处于稳定的盈利状态。因此我们宜采取分部估值法对公司进行估值:

- **汽车业务估值:** 我们选取了与小米汽车价格带重合度较高的小鹏汽车、理想汽车、特斯拉作为小米汽车业务的可比公司,由于小米汽车发展时间短,尚处于投入期,采取 PS 估值法,目前可比公司 2025~2027 年的平均 PS 估值为 3.5 倍/2.8 倍/2.3 倍,其中特斯拉的 PS 估值高于小鹏汽车、理想汽车,鉴于小米汽车业务呈现出较强的增长势头,且在智能生态、出海、产业链等方面相对优势突出,我们认为可给予公司汽车业务更高的估值溢价(相比小鹏、理想)。参考可比公司估值,给予公司汽车业务 2027 年营收 2.3 倍的 PS 估值,则公司汽车业务的估值为 7613 亿元。而从长期发展来看,倘若小米汽车在未来达到 600 万台的销量规模,对应营收约 1.2 万亿元,参考目前成熟车企丰田汽车 1 倍 PS 的估值,则小米汽车的长期估值空间有望达到 1.2 万亿元。

图表41 公司汽车业务的可比公司 PS 估值

股票代码	公司	市值/亿元 (20250324)	营业收入/亿元			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
9868.HK	小鹏汽车	1,516	854	1,217	1,522	1.8	1.2	1.0
2015.HK	理想汽车	2,080	1,774	2,285	2,564	1.2	0.9	0.8
TSLA.O	特斯拉	64,275	8,462	10,190	12,583	7.6	6.3	5.1
均值						3.5	2.8	2.3

备注:小鹏汽车、理想汽车、特斯拉营收预测为 Wind 一致预测值

资料来源: Wind

- **手机+IoT 与生活消费品+互联网业务估值:** 该部分业务板块中,手机是最核心的业务,因此我们选择传音控股、苹果(APPLE)作为公司该业务板块的可比公司,目前可比公司 2025~2027 年的平均 PE 估值为 23.4 倍/20.6 倍/19.0 倍。参考可比公司的估值水平,我们给予公司该业务板块 2025 年净利润(330 亿元)以 23.4 倍的 PE 估值,则公司该业务板块的估值为 7722 亿元。

图表42 手机+IoT 与生活消费品+互联网业务的可比公司 PE 估值

股票代码	公司	市值/亿元 (20250324)	净利润/亿元			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688036.SH	传音控股	1,066	64	75	85	16.7	14.3	12.5
AAPL.O	苹果 (APPLE)	238,010	7,902	8,821	9,377	30.1	27.0	25.4
均值						23.4	20.6	19.0

备注:传音控股、苹果(APPLE)净利率预测为 Wind 一致预测值

资料来源: Wind

我们认为,公司汽车业务潜在发展空间大,随着产能增加以及新车型投产,汽车业务的有望为公司带来更高的业绩弹性,未来汽车业务的估值中枢也有望进一步上移。首次覆盖,给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

1) **公司汽车产能节奏释放不达预期的风险。**短期看,公司的汽车销量规模很大程度上取决于产能释放节奏,但用户提车周期过长可能导致公司潜在订单流失,而如果公司在未来几年的产能释放不达预期,公司的汽车销量规模可能低于我们预期;

- 2) **汽车业务达到盈亏平衡的节奏可能低于预期。**目前新能源汽车市场竞争激烈，而公司汽车业务处于快速扩张期，前期研发、渠道等费用投入较大，这可能导致公司汽车业务达到盈亏平衡点的节奏低于预期；
- 3) **智能手机、IoT 产品市场份额下滑的风险。**目前智能手机业务是公司的基本盘，而全球智能手机市场已进入存量竞争阶段，公司的市场份额可能存在下滑的风险；
- 4) **公司估值回调的风险。**倘若公司的汽车业务发展节奏低于预期，或者市场整体出现回调时，公司估值可能面临回调风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	39138	47136	97304	170275
应收账款	15844	20562	27081	34262
预付款项、现金及其他	41362	43079	56736	71782
其他应收款	0	0	0	0
存货	62510	78604	102449	129619
其他流动资产	66855	99820	122548	147589
流动资产总计	225709	289202	406118	553526
长期股权投资	0	280	580	900
固定资产	18088	31340	58569	81862
在建工程	0	19075	20115	21690
无形资产	8153	6794	5435	4076
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	151206	151206	151206	151206
非流动资产合计	177447	208696	235905	259735
资产总计	403155	497897	642023	813261
短期借款	13327	33517	58938	87881
应付账款	98281	125971	170752	224345
其他流动负债	63777	73230	96230	121749
流动负债合计	175385	232718	325920	433975
长期借款	17276	19398	20831	21440
其他非流动负债	21289	21289	21289	21289
非流动负债合计	38565	40687	42120	42729
负债合计	213950	273405	368040	476704
股本	0	0	0	0
储备	188737	188737	188737	188737
留存收益	0	35393	84983	147619
归属于母公司股东权益	188738	224131	273720	336357
归属于非控制股东权益	467	361	262	200
权益合计	189205	224492	273983	336557
负债和权益合计	403155	497897	642023	813261

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	23578	35287	49491	62574
折旧与摊销	5946	7181	13321	19870
财务费用	-3624	-4000	-4500	-5000
其他经营资金	13395	-19864	-732	2558
经营性现金净流量	39295	18604	57579	80002
投资性现金净流量	-35386	-36917	-38766	-41583
筹资性现金净流量	-3999	26312	31354	34552
现金流量净额	-90	7999	50167	72971

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	365906	471364	620793	785421
销售成本	289346	367835	479419	606562
其他费用	24050	30000	38489	47125
销售费用	25390	32524	43456	54979
管理费用	5601	7070	9312	11781
其他经营损益	1656	1800	2200	2000
投资收益	277	280	300	320
公允价值变动损益	1051	1500	1800	2200
营业利润	24503	37514	54417	69493
财务费用	-3624	-4000	-4500	-5000
税前利润	28127	41514	58917	74493
所得税	4548	6227	9427	11919
税后利润	23578	35287	49491	62574
归属于非控制股东利润	-80	-106	-99	-63
归属于母公司股东利润	23658	35393	49590	62637
EBITDA	24503	44695	67738	89363
NOPLAT	19660	30612	44199	56526
EPS(元)	0.94	1.41	1.97	2.49

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率(%)	35.0	28.8	31.7	26.5
EBIT 增长率(%)	22.5	53.1	45.1	27.7
EBITDA 增长率(%)	-1.4	82.4	51.6	31.9
税后利润增长率(%)	34.9	49.7	40.3	26.4
盈利能力				
毛利率(%)	20.9	22.0	22.8	22.8
净利率(%)	6.4	7.5	8.0	8.0
ROE(%)	12.5	15.8	18.1	18.6
ROA(%)	5.9	7.1	7.7	7.7
ROIC(%)	12.2	16.2	17.7	19.5
估值倍数				
P/E	52.3	35.0	25.0	19.8
P/S	3.4	2.6	2.0	1.6
P/B	6.6	5.5	4.5	3.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层