

手机重返中国出货量第一，积极推进大模型应用

核心观点

- 手机重返中国市场第一名：**根据 Canalsys，小米全球智能手机在今年一季度的出货量同比增长 3%至 4,180 万台，全球份额 14%；小米在中国市场的出货量同比增长 40%至 1,330 万台，排名跃居第 1 名，主要得益于渠道体系优化，以及国家购机补贴政策带来的短期换机需求提振。
- AIoT 加强制造能力：**在一季度，小米电视以 250 万台出货量位居全球第 5 名，小米通过双品牌策略在国内实现结构性增长。小米空调以 2030 年中国市场数一数二作为目标，对标全球标杆，自有的空调智能工厂今年 1 月结构封顶，会在今年年内投产，小米空调已完成了全产品线布局 and 全栈自研。小米与外部合作的漂水滚筒洗衣机专线于 2024 年 11 月开工建设，年产能规划为 200 万台；与供应商合作的冰箱项目计划年产智能高端冰箱 500 万台，将于 25 年 6 月全面开工，预计 26 年 3 月投产。与外部合作的小米洗碗机项目规划年产能 50 万台。小米智能音箱近日正式开售，内嵌的超级小爱 AI 支持多轮连续对话、远程备车等功能。
- 维持汽车高交付和扩充门店：**小米汽车 4 月交付量超过 2.8 万辆，4 月新增 34 家门店，全国 74 城已有 269 家门店，全国已有 132 家服务网点；5 月计划新增 29 家门店，预计新增覆盖宜昌、芜湖等 8 座城市。小米汽车近日在工信部申报信息中更新了其即将上市的 YU7 车型，新增了 835 公里续航版本，YU7 定位中型纯电 SUV，对标特斯拉 Model Y、小鹏 G7 等车型。

积极推进大模型应用：小米近日开源了首个推理大模型 Xiaomi MiMo，参数规模仅 7B，在多项测评中超越多个同类领先模型。媒体报道，小米近期招聘“文生图，图生图大模型算法”、“多模态大模型算法工程师”等岗位，岗位职责涉及大模型算法部署、小型化研究、大模型算法在门锁、音箱等场景的落地应用等。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益为 1.26/1.66/2.09 元（原 25-27 年预测为 1.27/1.70/2.13 元，主要调整主营业务营收预测和股本）。据可比公司 26 年 38 倍 PE 估值，对应目标价为 67.32 港币（人民币港币汇率采用 1：1.067），维持买入评级。

风险提示

- 手机销量不及预期，汽车业务不及预期，AI 落地不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	270,970	365,905	474,661	563,734	679,296
同比增长(%)	-3%	35%	30%	19%	20%
营业利润(百万元)	20,009	24,503	33,099	44,514	55,915
同比增长(%)	610%	22%	35%	34%	26%
归属母公司净利润(百万元)	17,475	23,658	32,599	43,100	54,329
同比增长(%)	606%	35%	38%	32%	26%
每股收益(元)	0.67	0.91	1.26	1.66	2.09
毛利率(%)	21.2%	20.9%	21.4%	21.9%	22.4%
净利率(%)	6.4%	6.5%	6.9%	7.6%	8.0%
净资产收益率(%)	10.6%	12.5%	14.7%	16.3%	17.0%
市盈率(倍)	66	49	35	27	21
市净率(倍)	7.0	6.1	5.2	4.4	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月02日）	53.1 港元
目标价格	67.32 港元
52 周最高价/最低价	59.45/15.36 港元
总股本/流通 H 股（万股）	2,594,712/2,143,084
H 股市值（百万港币）	1,377,792
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.32	19.19	38.64	201.02
相对表现%	8.94	22.2	27.37	177.42
恒生指数%	2.38	-3.01	11.27	23.6



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

业绩持续高增，重视汽车和 AI 投入	2025-03-24
汽车维持长交期，接入 DeepSeek 大模型	2025-02-19
小米 SU7 十月交付量超两万台，智能手机出货量持续同增	2024-11-04

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.26/1.66/2.09 元（原 25-27 年预测为 1.27/1.70/2.13 元），根据近期行业景气度，小米集团“人车家全生态战略”的推进以及公司多品类产品的进展，上调了主营业务营收预测；根据。据可比公司 26 年 38 倍 PE 估值，对应目标价为 67.32 港币（人民币港币汇率采用 1：1.067），维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司名称	公司代码	最新股价	每股收益					市盈率			
		2025/5/2	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
苹果	AAPL.O	205.35	6.08	7.27	7.99	8.49	33.77	28.25	25.70	24.19	
特斯拉	TSLA.O	287.21	2.03	2.70	3.78	4.97	141.48	106.37	75.98	57.79	
舜宇光学科技	02382	63.24	2.47	3.13	3.70	4.30	25.65	20.23	17.08	14.70	
腾讯控股	00700	454.63	21.09	23.46	26.26	29.45	21.56	19.38	17.32	15.44	
萤石网络	688475	34.66	0.64	0.86	1.06	1.26	54.16	40.48	32.83	27.44	
涂鸦智能-W	02391	17.63	0.01	0.09	0.13	0.18	1763.34	195.93	135.64	97.96	
	最大值						1763.3	195.9	135.6	98.0	
	最小值						21.6	19.4	17.1	14.7	
	平均数						340.0	68.4	50.8	39.6	
	调整后平均						64	49	38	31	

注：美股公司股价和每股收益的货币单位为美元，港股和 A 股公司股价和每股收益的货币单位为人民币元；A 股公司最新股价为 25.4.30 收盘价；

数据来源：Wind、东方证券研究所

表 2：公司季度盈利及预测

百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
收入	75,507	88,888	92,507	109,005	110,136	113,392	119,251	131,976
营业成本	(58,677)	(70,494)	(73,625)	(86,550)	(86,874)	(89,112)	(93,577)	(103,758)
毛利	16,830	18,394	18,881	22,455	23,262	24,280	25,675	28,218
销售费用	(5,481)	(5,899)	(6,280)	(7,729)	(7,699)	(7,927)	(8,337)	(9,226)
管理费用	(1,523)	(1,183)	(1,415)	(1,480)	(1,386)	(1,426)	(1,500)	(1,660)
研发费用	(5,159)	(5,498)	(5,957)	(7,437)	(7,404)	(7,509)	(7,778)	(8,476)
投资公允价值变动	(1,227)	(849)	549	2,578	500	500	500	500
分占按权益法入账的投资亏损	155	86	38	(3)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收入-经营	157	287	276	946	325	325	325	325
其他经营净收益	(70)	550	(50)	(440)	(3)	14	(120)	(137)
营业利润	3,683	5,889	6,041	8,890	7,590	8,250	8,759	9,538
财务收入/(费用)	1,539	791	776	518	859	859	859	859
除税前溢利	5,222	6,680	6,817	9,408	8,449	9,109	9,618	10,397
所得税	(1,049)	(1,610)	(1,477)	(412)	(845)	(911)	(962)	(1,456)
净利润	4,173	5,070	5,340	8,995	7,604	8,198	8,656	8,941
少数股东损益	(9)	(28)	(12)	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
归母净利润	4,182	5,098	5,352	9026	7,634	8,229	8,687	8,971
经调整净利润	6,491	6,176	6,252	8316	8,926	9,280	9,738	10,023

数据来源：公司官网、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

手机销量不及预期，汽车业务不及预期，AI 落地不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
存货	44,423	62,510	80,631	95,082	113,880	营业收入	270,970	365,905	474,661	563,734	679,296
应收账款	12,151	14,589	18,925	22,476	27,083	营业成本	(213,494)	(289,345)	(373,227)	(440,115)	(527,126)
应收货款	9,773	12,261	12,629	13,008	13,398	毛利	57,476	76,560	101,434	123,619	152,170
其他应收及预付款项	20,079	29,100	37,749	44,833	54,024	销售费用	(19,227)	(25,389)	(33,190)	(38,898)	(46,871)
以摊余成本计量的贷款持有投资	503	700	0	0	0	管理费用	(5,127)	(5,601)	(5,972)	(7,047)	(8,491)
按公允价值计入损益账之股权投资	20,901	31,061	32,614	34,244	35,957	研发费用	(19,098)	(24,051)	(31,166)	(36,643)	(44,154)
货币资金/短期存款/受限现金	91,223	75,488	98,786	134,582	191,122	投资公允价值变动	3,501	1,051	963	1,838	1,284
流动资产合计	199,053	225,709	281,335	344,225	435,464	分占按权益法入账的投资亏损	46	277	(26)	99	117
固定资产	13,721	18,088	19,763	22,140	24,164	其他收入	740	1,667	1,301	1,545	1,861
无形资产	8,629	8,153	8,478	8,772	8,949	其他经营净收益	1,697	(10)	(245)	0	0
权益法核算的投资	6,922	6,151	6,459	6,782	7,121	营业利润	20,009	24,503	33,099	44,514	55,915
指定按公允价值计入损益的投资	60,200	62,112	65,218	68,479	71,903	财务收入/(费用)	2,002	3,624	3,436	6,227	8,037
递延所得税资产	2,161	2,782	3,609	4,286	5,165	可转换可赎回优先股的公允价值					
其他非流动资产	33,562	80,161	82,566	85,043	87,594	变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0
非流动资产合计	125,195	177,447	186,092	195,501	204,895						
资产总计	324,247	403,155	467,426	539,726	640,359	除税前溢利	22,011	28,127	36,535	50,741	63,952
应付账款	62,099	98,281	108,779	129,191	155,675	所得税	(4,537)	(4,548)	(4,058)	(7,611)	(9,593)
应计负债及其他应付款项	25,615	36,372	44,869	53,289	64,213	净利润	17,474	23,578	32,477	43,130	54,359
客户预付款	13,615	16,581	23,849	28,325	34,131	少数股东损益	(1)	(80)	(122)	30	30
短期借款	6,183	13,327	11,412	5,000	5,000	归母净利润	17,475	23,658	32,599	43,100	54,329
保修拨备	6,238	7,002	10,927	12,978	15,638	经调整净利润	19,273	27,235	37,968	45,845	57,052
						每股收益摊薄(元)	0.67	0.91	1.26	1.66	2.09
应交所得税	1,838	3,822	3,822	3,822	3,822						
流动负债合计	115,588	175,385	203,659	232,605	278,480	主要财务比率					
长期借款	21,674	17,276	15,976	14,676	13,376		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
递延所得税负债	1,494	1,282	1,494	1,494	1,494	成长能力					
质保金拨备	1,216	1,695	2,129	2,529	3,047	营业收入	-3%	35%	30%	19%	20%
可赎回可换股优先股	0	0	0	0	0	除税前溢利	460%	28%	30%	39%	26%
其他非流动负债	20,014	18,312	22,486	23,610	24,791	净利润	606%	35%	38%	32%	26%
非流动负债合计	44,398	38,565	42,085	42,309	42,708	获利能力					
负债合计	159,986	213,950	245,744	274,915	321,188	毛利率	21.2%	20.9%	21.4%	21.9%	22.4%
股本	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	净利率	6.4%	6.5%	6.9%	7.6%	8.0%
储备	163,995	188,737	221,336	264,436	318,765	ROE	11.4%	13.4%	15.9%	17.7%	18.6%
少数股东权益	266	467	346	376	406	ROIC	9.7%	11.5%	13.9%	16.2%	17.5%
股东权益合计	164,262	189,205	221,682	264,812	319,171	偿债能力					
负债和股东权益总计	324,247	403,155	467,426	539,726	640,359	资产负债率	49.3%	53.1%	52.6%	50.9%	50.2%
现金流量表						流动比率	1.72	1.29	1.38	1.48	1.56
单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	速动比率	1.34	0.93	0.99	1.07	1.15
净利润	17,474	23,578	32,477	43,130	54,359	营运能力					
折旧摊销	4,836	6,318	6,540	7,531	9,108	应收账款周转率	22.6	27.4	28.3	27.2	27.4
营运资金变动	17,319	20,265	(1,467)	9,617	12,528	存货周转率	4.5	5.4	5.2	5.0	5.0
其它	1,671	(10,867)	(5,429)	(9,709)	(11,298)	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
经营活动现金流	41,300	39,295	32,122	50,569	64,697	每股指标(元)					
资本支出	(6,269)	(56,808)	(10,946)	(12,680)	(13,860)	每股收益	0.67	0.91	1.26	1.66	2.09
其他	(28,900)	21,421	(2,273)	(1,733)	(2,213)	每股经营现金流	1.59	1.51	1.24	1.95	2.49
投资活动现金流	(35,169)	(35,386)	(13,219)	(14,412)	(16,073)	每股净资产	6.32	7.27	8.53	10.19	12.29
股权融资	(6,887)	0	0	0	0	估值比率					
债券融资	6,382	(3,998)	4,395	(361)	7,917	市盈率	66	49	35	27	21
筹资活动现金流	(505)	(3,998)	4,395	(361)	7,917	市净率	7.0	6.1	5.2	4.4	3.6
汇率变动影响	398	119	0	0	0						
现金净流量	5,626	(89)	23,298	35,795	56,541						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。