



交銀國際
BOCOM International

首次覆盖

科技行业

2025年5月6日

小米集团 XIAOMI
1810 HK

人车家全生态 领跑中国智造

分析师·童钰枫 | 王大卫

小米作为中国科技行业核心标的，也是自主创新和国产替代先锋，对贸易不确定性因素的直接敞口较小。

我们认为，之前小米配售有利于其核心业务扩展，长期利好公司股价，近期回调或提供买入机会。

智能手机高端化持续突破，海外市场空间广阔

小米汽车精准打造爆品，关注后续产能情况

围绕“人、车、家”
四大业务亮点

积极加码大家电，拓展AIoT线下和海外渠道

互联网收入有望借助高端化和海外拓展提升变现能力

科技

收盘价

港元 53.10

目标价

港元 60.00

潜在涨幅

+13.0%

2025 年 5 月 6 日

小米集团 (1810 HK)

人车家全生态，领跑中国智造，首予买入

小米作为中国科技行业核心标的，也是自主创新和国产替代先锋，对贸易不确定因素的直接敞口较小。我们认为，之前小米配售有利于其核心业务扩展，长期利好公司股价，近期股价回调或提供买入机会。围绕「人车家全生态」战略，公司业务呈四大亮点：1) 智能手机高端化持续突破，海外市场空间广阔；2) 小米汽车精准打造爆品，关注后续产能情况；3) 积极加码大家电，拓展 AIoT 线下和海外渠道；4) 互联网收入有望借助高端化和海外拓展提升变现能力。

⊕ **智能手机高端化和新兴市场继续扩展，存储器成本下降对毛利率的正面影响或在 1H25 集中释放。**智能手机业务 2024 年在高端化逆势突破，在中东/拉美/非洲等新兴市场也取得了份额的明显提升，我们认为高端化和新兴市场扩展仍是 2025/26 年智能手机收入增长的主线，我们预测智能手机收入 2025/26 年同比增长 12%/8%。我们观察到 NAND 和 DRAM 价格在 2H24 开始下降，或在 1Q25 见底并在之后开始反弹。我们预测存储器成本下降对毛利率的正面影响将在 1H25 集中释放，并在 2H25 随着存储器价格反弹而逐渐收窄。我们预测 2025 年小米智能手机毛利率达 14.0%，同比增长 1.4 个百分点。

⊕ **智能汽车产能继续释放，或在 2025 年扭亏为盈。**我们预测小米汽车交付量在 2024 年 13.7 万辆基础上，在 2025/26 年达到 38.9/57.3 万辆。随着后续 YU7 等新车型的持续推出并向上触及更高价格段，我们预测 2025/26 年小米汽车 ASP 或将稳步提升，且继续保持近 200% 的产能利用率。我们预测，小米汽车业务在 3Q25 首次盈利，2025 全年扭亏为盈。**AIoT 加码大家电，扩张线下和海外渠道。**我们认为，线下和海外渠道扩张有望拉动 AIoT 品类的量和价，并有助于毛利率提升。我们预测 2025 年大家电收入同比增长 53%，AIoT 整体收入或在 2025/26 年分别同比增长 23%/17%。

⊕ **首予买入，目标价 60 港元。**我们预测 2025/26 年小米总收入分别同比增长 33%/20%。2025/26 年经调整净利润分别为 381/503 亿元人民币，对应 2025/26 年基本 EPS 1.51/1.98 元人民币。我们认为，投资者或对于小米的估值方法存在分歧。我们通过 SOTP 法，基于 2026 年手机 x AIoT 业务 26 市盈率率和汽车业务 2.0 倍市销率，得到 60 港元目标价。我们选择的 26 倍市盈率略高于公司历史 NTM 市盈率平均值 21.3 倍，以反映人工智能变革和国产替代环境下市场对核心科技股的正面情绪。

财务数据一览

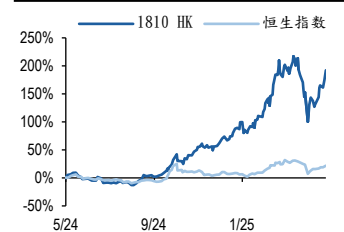
年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	270,970	365,906	486,165	585,165	667,653
同比增长 (%)	-3.2	35.0	32.9	20.4	14.1
经调整净利润 (百万人民币)	19,273	27,235	38,095	50,338	61,471
每股盈利 (人民币)	0.77	1.10	1.51	1.98	2.42
同比增长 (%)	125.7	41.6	37.6	31.1	22.1
市盈率 (倍)	64.3	45.4	33.0	25.1	20.6
每股账面净值 (人民币)	6.61	7.62	10.54	12.28	14.50
市帐率 (倍)	7.53	6.53	4.72	4.05	3.43

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	58.20
52周低位 (港元)	15.82
市值 (百万港元)	1,136,153.62
日均成交量 (百万)	140.47
年初至今变化 (%)	53.91
200天平均价 (港元)	38.80

资料来源: FactSet

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

目录

财务假设4

估值7

智能手机：高端化持续突破，海外市场空间广阔10

存储成本下降对毛利率的正面影响将在 1H25 集中释放11

高端化逆势扩张，预计 ASP 未来三年持续增长14

海外市场持续扩张，新零售带来新的增长引擎18

汽车：精准打造爆品，关注后续产能情况20

供应链优势明显，精准打造爆品21

重点关注产能扩张对交付量和产能利用率提升对毛利率的影响26

AIoT：积极加码大家电，拓展 AIoT 线下和海外渠道27

大家电业务崛起，毛利率有进一步提升空间27

新零售战略下，AIoT 业务有望在线下和海外进一步拓展29

产业能力领先战略有望成为 AIoT 毛利率新的增长引擎30

互联网：高端化和海外拓展提升变现能力31

公司介绍33

风险提示39

财务假设

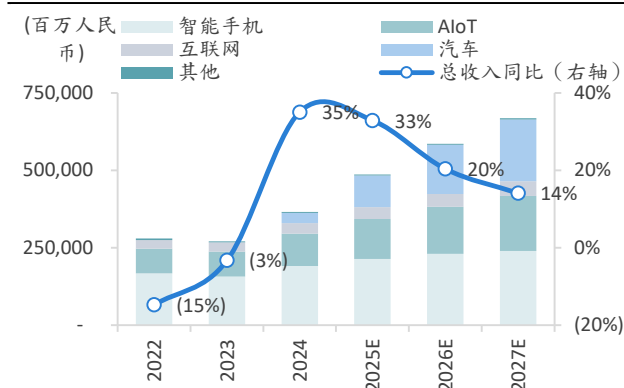
我们预测 2025/26 年小米总收入分别为 4,862/5,852 亿元（人民币，下同），分别同比增长 33%/20%。2025/26 年，小米智能手机收入在国际贸易上确定性高，对不确定贸易伙伴敞口较小，海外市场总体或继续增长，且受益于高端化趋势，我们预测同比增长 12%/8%。我们预测全球手机 2025 年出货量相较 2024 年增长 1.0%，达 12.48 亿部，低于 IDC 同比增长 2.3% 预测，而小米全球智能手机出货量份额或从 2024 年的 13.6% 增长到 2025 年 14.6%。我们预测小米汽车交付量在 2025/26 年分别达到 38.9/57.3 万辆，收入分别达 1,022/1,580 亿元（含汽车服务收入），占总收入比重将从 2024 年的 9% 增至 2025/26 年的 21%/27%，中短期产能仍为小米汽车收入加速增长的主要瓶颈。AIoT 业务通过积极加码大家电，配合线下及海外渠道的拓展，我们预测收入在 2025/26 年分别同比增长 23%/17%，达到 1,285/1,509 亿元。此外，随着高端化和海外市场不断推进，我们预测 2025/26 年互联网收入分别同比增长 11%/12%，达到 378/422 亿元。

我们预测 2025/26 年小米综合毛利率为 21.8%/22.3%，分别同比增长 0.9/0.6 个百分点。我们预测 2H24 之后存储成本下降对智能手机毛利率的正面影响将在 1H25 集中释放，而毛利率增速或在 2H25 随着存储器价格反弹逐渐收窄，并在 4Q25 环比基本持平；2025 年手机毛利率达 14.0%，同比增长 1.4 个百分点。我们预计小米汽车毛利率未来有望继续保持在 20% 以上，汽车业务有望在 3Q25 首次盈利，2025 全年经调整净利润或达 0.59 亿元。在新零售战略和产业能力领先战略背景下，我们预计小米 AIoT 业务毛利率将由 2024 年的 20.3% 进一步提升至 2025 年的 20.8% 和 2026 年的 21.3%。我们预计小米 2025/26 年互联网业务毛利率分别为 76.9% 和 77.2%，相比 2024 年的 76.6% 进一步提升，主要受益于高端化。

我们预测小米 2025/26 年营业费用率分别为 14.4%/14.3%，预测 2025 年研发费用为 306 亿元，研发费用率在 2025/26 年分别为 6.3%/6.4%。

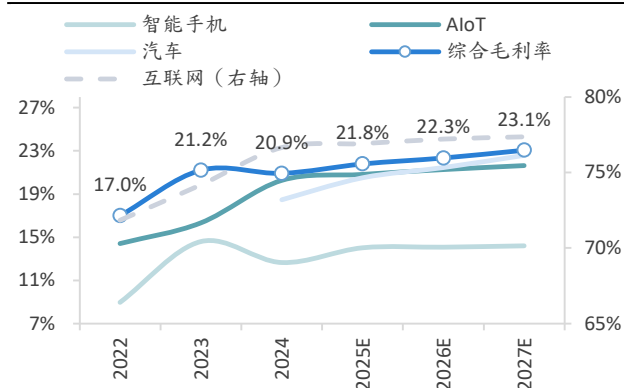
我们预计小米 2025/26 年经调整净利润分别为 381/503 亿元，分别同比增长 40%/32%，对应 2025/26 年基本每股盈利为 1.51/1.98 元。

图表 1: 小米分业务收入和总收入同比增速



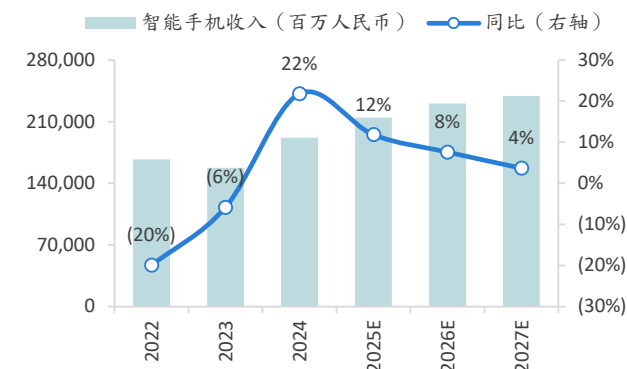
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 小米各业务毛利率或有进一步提升空间



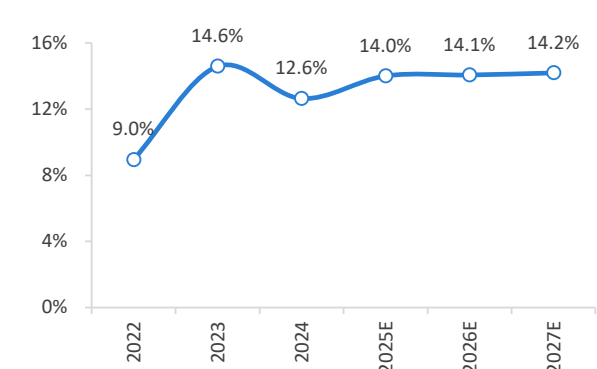
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 小米智能手机收入或继续增长



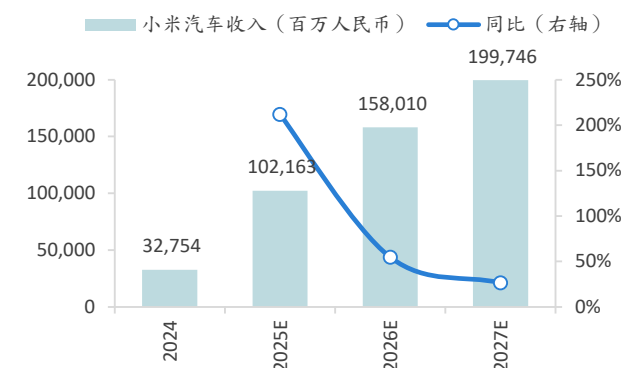
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 小米智能手机毛利率或在 1H25 集中恢复



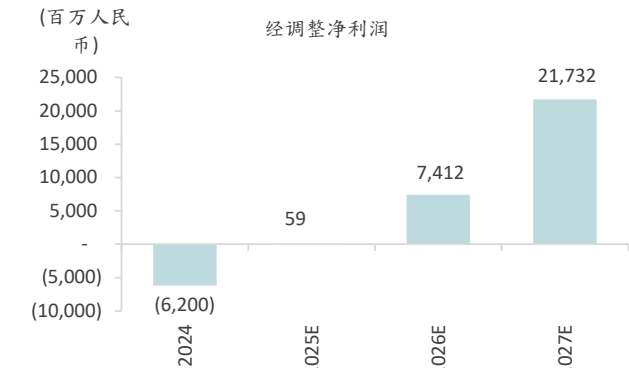
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 小米汽车收入和同比增速



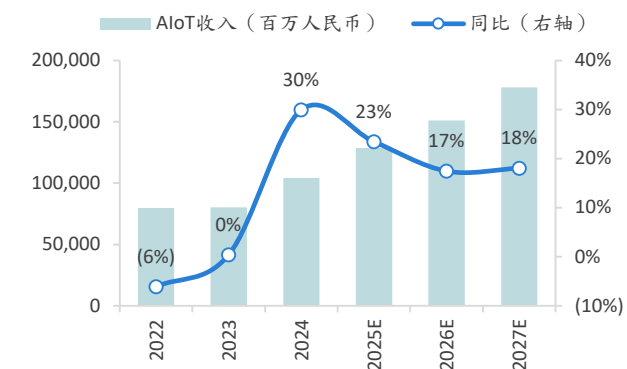
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 6: 小米汽车或在 2025 年实现盈利



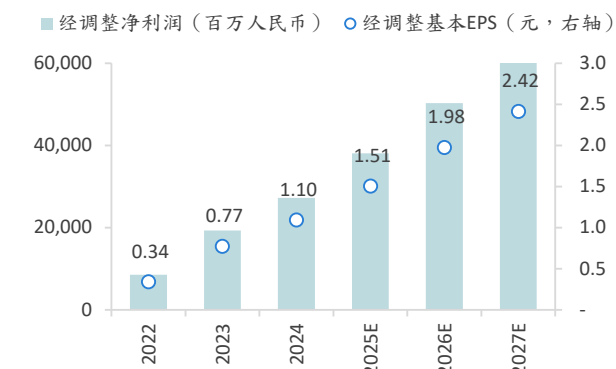
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 7: AIoT 收入受大家电等驱动继续增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 8: 小米经调整净利润/经调整基本 EPS



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 9：小米主要财务假设

人民币百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体经营情况						
收入	280,044	270,970	365,906	486,165	585,165	667,653
毛利率	17.0%	21.2%	20.9%	21.8%	22.3%	23.1%
营业费用率	15.2%	16.0%	15.0%	14.4%	14.3%	14.1%
经调整净利润	8,518	19,273	27,235	38,095	50,338	61,471
经调整基本 EPS (元)	0.34	0.77	1.10	1.51	1.98	2.42
分业务经营情况						
智能手机						
出货量 (百万台)	153	146	168	182	192	197
全球份额	12.7%	12.5%	13.6%	14.6%	15.1%	15.7%
平均价格 (元)	1,092	1,079	1,138	1,176	1,203	1,214
收入	167,217	157,461	191,759	214,449	230,754	239,278
毛利率	9.0%	14.6%	12.6%	14.0%	14.1%	14.2%
IoT 与生活消费产品						
收入	79,795	80,108	104,104	128,518	150,935	178,161
毛利率	14.4%	16.3%	20.3%	20.8%	21.3%	21.6%
互联网服务						
收入	28,321	30,107	34,115	37,829	42,229	47,197
毛利率	71.8%	74.2%	76.6%	76.9%	77.2%	77.4%
智能汽车						
交付量 (辆)			136,854	388,788	572,767	699,941
平均价格 (元)			234,534	257,621	270,028	279,233
收入 (含汽车服务收入)			32,754	102,163	158,010	199,746
毛利率			18.5%	20.5%	21.5%	22.6%

资料来源：公司资料，IDC，交银国际预测

图表 10：小米财务预测（交银国际 vs. Visible Alpha）

百万元	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 一致预测	差异	交银国际 预测	VA 一致预测	差异	交银国际 预测	VA 一致预测	差异
收入	486,165	481,004	1%	585,165	599,679	(2%)	667,653	710,603	(6%)
毛利率	21.8%	21.6%	0.2ppt	22.3%	22.1%	0.3ppt	23.1%	22.5%	0.6ppt
营业费用率	14.4%	14.4%	0.0ppt	14.3%	14.0%	0.3ppt	14.1%	13.6%	0.5ppt
经调整净利润	38,095	37,522	2%	50,338	50,688	(1%)	61,471	63,303	(3%)
经调整基本 EPS (元)	1.51	1.50	1%	1.98	2.03	(2%)	2.42	2.53	(4%)

资料来源：Visible Alpha，交银国际预测

估值

买入评级，目标价 60 港元

当前，多数投资者基于 2026 年小米的财务数据业绩对公司进行估值，我们看到，投资者或对小米的估值方法论存在分歧。我们运用 SOTP 估值法对小米进行估值，并用 PE 估值法对比参考，首次覆盖小米集团（1810 HK），给予买入评级，目标价 60 港元。小米作为中国科技行业的核心标的，自主创新和国产替代等趋势具有确定性，对贸易不确定因素的直接敞口较小。且此前公司配售亦有利于核心业务扩展，长期利好公司股份，我们认为，近期公司股价回调为投资者布局小米提供机会。

我们运用 SOTP 估值法，得到 60 港元的小米目标价。我们同时运用市盈率估值法，得到 55 港元的估值，作为参考对比。具体而言：

④ SOTP（分部加总法）估值

我们基于 2026 年手机 x AIoT 业务（市盈率法）及 2026 年智能汽车业务（市销率法）的财务预测对小米进行估值。针对手机 x AIoT 业务（包含智能手机、AIoT、互联网），我们采用市盈率估值，预测小米 2026 年手机 x AIoT 业务经调整净利润为 429 亿元，并给予手机 x AIoT 业务 26 倍市盈率。针对智能汽车业务，我们采用市销率估值，预测小米 2026 年智能汽车业务收入为 1,580 亿元，并给予智能汽车业务 2.0 倍市销率。我们假设港元兑人民币汇率为 0.94，**得到 60 港元的目标价**。我们认为，在市场流动性充足，投资者情绪乐观的情况下，SOTP 估值或将是投资者使用的估值方法。

图表 11: 小米 SOTP 估值（2026 年）

人民币百万元	收入	经调整净利润	PE	PS	估值（百万港元）
手机 x AIoT	427,155	42,926	26.0		1,187,324
智能汽车	158,010	7,412		2.0	336,191
总计	585,165	50,338			1,523,514
港币兑人民币					0.9400
股数（百万股）					25,432
目标价（港元）					60

资料来源：交银国际预测

④ 市盈率估值

我们基于 2026 年集团整体（手机 x AIoT 业务、智能汽车业务）503 亿元的经调整净利润和 26 倍市盈率，同样假设港元兑人民币汇率为 0.94，**得到 55 港元的估值**。我们认为，在市场流动性相对不充足，投资者情绪相对悲观的情况下，投资者或更适合使用这种估值方法。

图表 12: 小米市盈率估值 (2026 年)

人民币百万元	收入	经调整净利润	PE	PS	估值 (百万港元)
手机 x AIoT	427,155	42,926			
智能汽车	158,010	7,412			
总计	585,165	50,338	26.0		1,392,323
港元兑人民币					0.9400
股数 (百万股)					25,432
目标价 (港元)					55

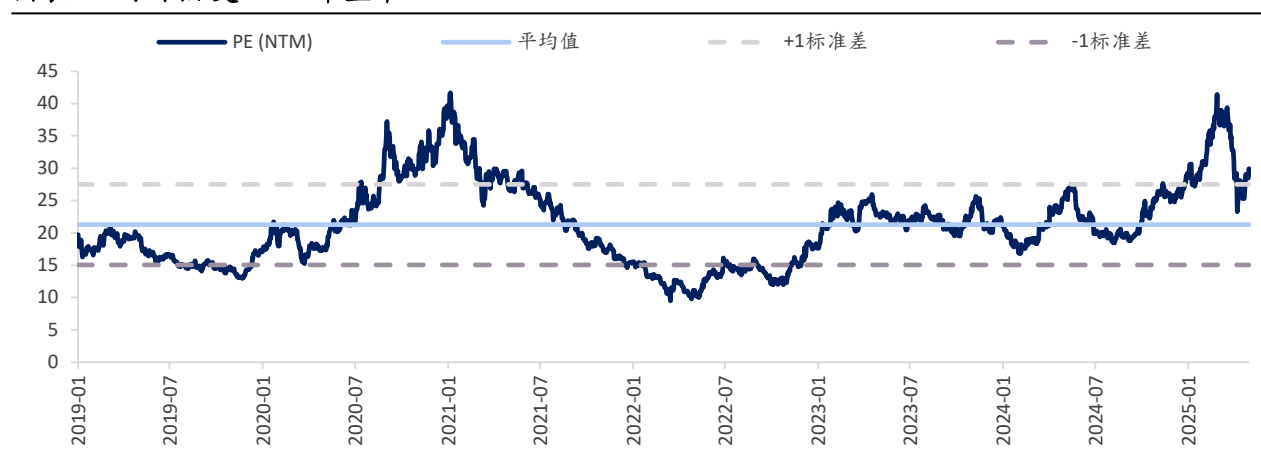
资料来源：交银国际预测

从历史上看，2019 年以来小米 NTM 市盈率平均值为 21.3 倍，标准差为 6.2 倍，公司目前 29.9 倍 NTM 市盈率在平均市盈率之上。我们认为，我们 60 港元的目标价对应的 37.4/28.5 倍的 2025/26 年市盈率能较好反映小米作为国产消费电子产品龙头所处的市场环境。

2025 年 3 月 25 日，公司公告称，以“先旧后新”方式配售 8 亿股，按照每股 53.23 港元，拟将认购所得款项净额 425 亿港元用于 1) 加速业务扩张；2) 研发投资，以进一步提升科技实力；及 3) 其他一般公司用途。我们认为资金主要或用于扩充智能汽车产能，部分用于发展人工智能和芯片等战略领域。

小米股价从 2025 年 2 月的 41.2 倍的高位跌至目前不到 30 倍，我们认为这主要来自港股大盘估值回调、425 亿港元配股计划，单一事件等因素对投资者短期信心的影响。我们认为小米对主要贸易不确定地区的敞口较小，且对中国科技企业和国产替代有代表作用。本次回调或是投资者买入小米的机会。

图表 13: 小米历史 NTM 市盈率



资料来源：彭博，交银国际 截至 2025 年 4 月 30 日

图表 14: 小米可比公司估值

代码	公司	市值 (百万美元)	收盘价 (当地货币)	年初至今(%)	EPS增速 (2025E)	ROE 2025E	2026E	PE (倍) 2025E	2026E	PS (倍) 2025E	2026E	PB (倍) 2025E	2026E
智能手机整机													
1810 HK Equity	小米集团-W	167,117	50	45%	50%	16.3	18.4	33.1	25.1	2.5	2.1	5.2	4.3
AAPL US Equity	苹果	3,172,812	211	(16%)	8%	176.1	186.9	29.1	26.5	7.8	7.3	45.6	34.7
005930 KS Equity	三星电子	231,096	55,500	4%	(4%)	7.7	9.2	11.8	9.3	1.0	1.0	0.9	0.8
688036 CH Equity	传音控股	11,761	75	(21%)	14%	26.3	27.8	13.7	11.7	1.1	0.9	3.5	2.9
中位数								21.4	18.4	1.8	1.5	4.3	3.6
智能手机代工													
2317 TT Equity	鸿海	61,479	142	(23%)	22%	11.0	11.6	10.2	8.9	0.2	0.2	1.1	1.0
002475 CH Equity	立讯精密	30,779	31	(24%)	25%	20.0	20.2	13.1	10.9	0.7	0.6	2.6	2.2
285 HK Equity	比亚迪电子	9,384	32	(23%)	18%	14.9	16.9	12.7	10.0	0.3	0.3	1.8	1.6
600745 CH Equity	闻泰科技	5,940	35	(11%)	146%	6.0	7.9	19.5	13.1	0.7	0.7	1.1	0.9
中位数								12.9	10.4	0.5	0.5	1.5	1.3
电子零部件													
002241 CH Equity	歌尔声学	10,165	21	(18%)	23%	9.7	10.6	21.0	17.6	0.7	0.6	2.0	1.8
2382 HK Equity	舜宇光学科技	9,246	66	(5%)	31%	12.8	13.7	19.8	16.4	1.5	1.4	2.4	2.2
2018 HK Equity	瑞声科技	5,632	37	(1%)	43%	10.1	11.0	17.0	14.3	1.3	1.2	1.6	1.4
1478 HK Equity	丘钛科技	997	7	0%	84%	10.2	11.4	13.1	10.9	0.4	0.4	1.3	1.2
中位数								18.4	15.3	1.0	0.9	1.8	1.6
中国半导体													
981 HK Equity	中芯国际	60,643	47	47%	49%	4.0	4.6	55.5	45.1	6.3	5.5	2.2	2.1
603501 CH Equity	韦尔股份	22,043	132	26%	38%	16.5	17.5	34.8	27.5	5.1	4.4	5.6	4.7
1347 HK Equity	华虹半导体	8,907	35	64%	45%	2.3	3.4	48.6	31.1	3.8	3.1	1.2	1.2
300782 CH Equity	卓胜微	5,508	75	(17%)	22%	5.1	9.1	63.0	38.1	7.9	6.3	3.7	3.4
中位数								52.1	34.6	5.7	4.9	3.0	2.8
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	940,616	292	(28%)	(12%)	8.7	10.6	137.6	95.4	9.4	7.7	12.2	10.8
1211 HK Equity	比亚迪	146,648	370	39%	35%	24.2	23.4	19.1	15.9	1.1	1.0	4.2	3.5
2015 HK Equity	理想汽车-W	26,294	95	1%	9%	13.2	16.4	18.9	13.1	1.1	0.9	3.4	2.8
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	17,881	73	56%	(62%)	(6.6)	5.1	NA	64.9	1.6	1.1	4.8	4.5
9866 HK Equity	蔚来-SW	9,108	31	(10%)	(14%)	(70.9)	(193.6)	NA	NA	0.7	0.6	36.9	NA
9863 HK Equity	零跑汽车	9,594	56	71%	(96%)	(0.8)	16.3	NA	35.5	1.2	0.8	6.9	5.8
中位数								19.1	35.5	1.2	0.9	5.8	4.5
家电													
000333 CH Equity	美的	77,156	74	(2%)	10%	18.5	19.2	13.1	12.0	1.3	1.2	2.4	2.3
000651 CH Equity	格力电器	35,131	46	0%	8%	22.4	21.1	7.5	7.2	1.2	1.2	1.6	1.5
600690 CH Equity	海尔智家	30,175	25	(13%)	10%	17.1	17.1	11.0	9.9	0.7	0.7	1.9	1.7
688169 CH Equity	石头科技	4,920	193	(12%)	5%	15.4	16.2	16.2	13.4	2.4	2.0	2.4	2.1
603486 CH Equity	科沃斯	4,079	52	10%	31%	17.5	18.0	20.8	17.7	1.6	1.5	3.5	3.1
中位数								13.1	12.0	1.3	1.2	2.4	2.1
港股互联网													
700 HK Equity	腾讯控股	566,296	477	14%	18%	20.8	18.8	16.9	15.2	5.7	5.2	3.6	3.1
9988 HK Equity	阿里巴巴-W	289,427	118	43%	3%	13.1	13.0	13.7	12.1	2.1	2.0	2.0	1.9
3690 HK Equity	美团-W	102,650	130	(14%)	17%	21.3	21.3	15.0	12.0	1.9	1.6	3.4	2.7
9961 HK Equity	携程集团-S	39,442	468	(13%)	0%	10.8	11.2	16.9	14.8	4.7	4.1	1.9	1.7
中位数								15.9	13.4	3.4	3.0	2.7	2.3

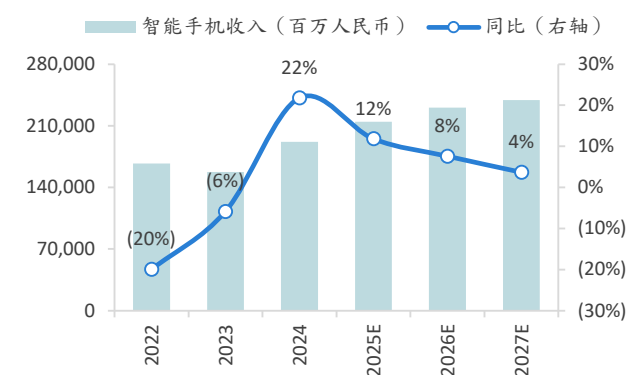
资料来源：彭博，交银国际 截至 2025 年 4 月 30 日收盘（美股截至 2025 年 4 月 29 日收盘）

智能手机：高端化持续突破，海外市场空间广阔

根据 IDC 数据，全球智能手机出货量在 2022/23 年同比下降 11%/3% 之后，2024 年迎来复苏，同比增长 6%。我们预测全球手机 2025 年出货量同比增长 1.0%，达 12.48 亿部，低于 IDC 此前同比增长 2.3% 的预测。**我们预测小米 2025/26 年智能手机出货量增速将高于总体手机出货量，达到 8%/5%，分别对应 1.82/1.92 亿台**，这主要得益于其在中国以及中东/非洲/拉美等新兴地区份额的提升。

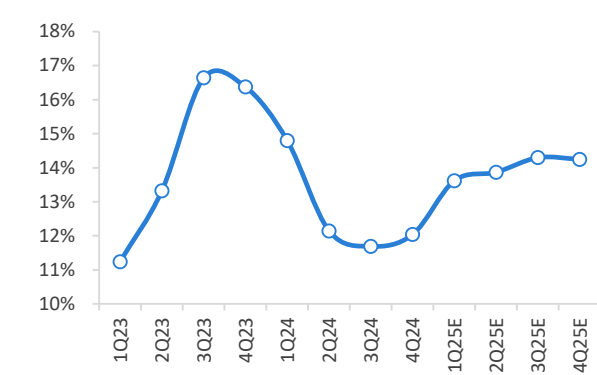
我们预测小米智能手机 2025/26 年继续保持 ASP 增长，得益于其持续布局的高端化产品矩阵，以及新零售渠道对高端机（尤其是中国、西欧等）的带动。受益于量和价的提升，我们预测小米智能手机收入在 2024 年取得 22% 同比增长的基础上，在 2025/26 年继续同比增长 12%/8%，达 2,144/2,308 亿元。我们认为，存储器价格对于小米手机的毛利率影响最为直接。我们观察到 NAND 和 DRAM 价格在 2H24 开始下降，或在 1Q25 见底并在之后开始反弹。我们预测存储成本下降对毛利率的正面影响将在 1H25 集中释放，并在 2H25 随着存储器价格反弹而逐渐收窄；2025 全年智能手机毛利率达 14.0%，同比增长 1.4 个百分点。

图表 15: 2025 小米智能手机收入或同比增长 12%



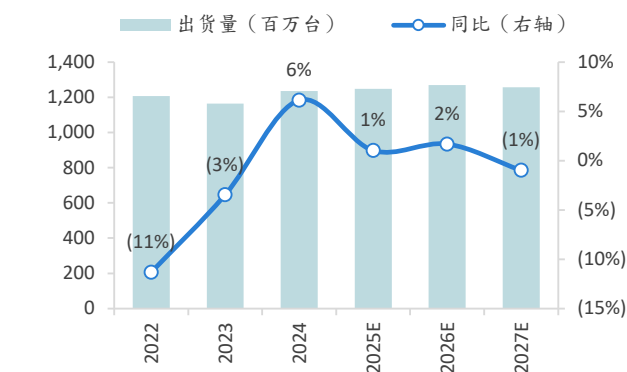
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 16: 1H25 小米智能手机毛利率或集中恢复



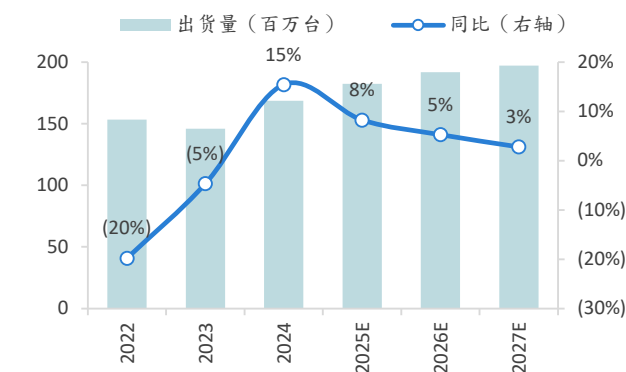
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 17: 2025 全球智能手机出货量增速回落



资料来源：IDC，交银国际预测

图表 18: 2025 小米手机出货量增速或高于大盘



资料来源：IDC，交银国际预测

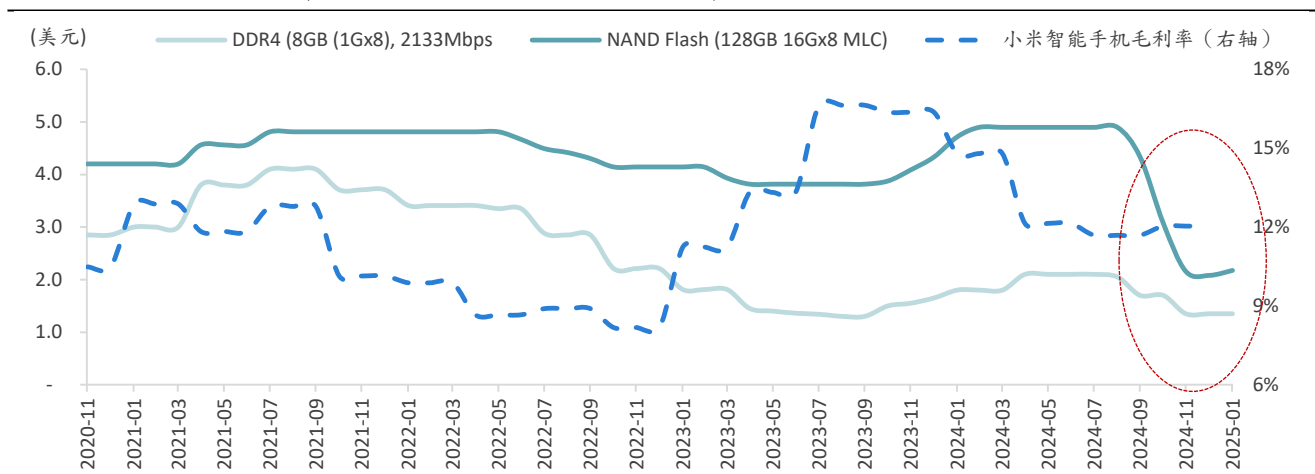
存储成本下降对毛利率的正面影响将在 1H25 集中释放

我们根据存储器价格变化，测算小米智能手机毛利率在 1Q25-3Q25 环比回升，但增速逐渐放缓，并在 4Q25 环比基本持平。我们预测 NAND 和 DRAM 价格从 2H24 开始下降，或在 1Q25 见底并在 2Q25 开始回升（图表 22），对应 1Q25 智能手机毛利率或在 4Q24 环比反弹至 12.0% 基础上进一步回升至 13.6%；2Q25 和 3Q25 毛利率环比继续稳步改善，分别达到 13.9% 和 14.3%；4Q25 毛利率基本环比持平，为 14.2%；2025 全年毛利率达 14.0%，同比增长 1.4 个百分点，该预测较 VA 一致预测更乐观。虽然存储成本上升在 1H26 仍继续对智能手机毛利率产生负面影响，但在小米智能手机高端化背景下，我们预测 2026/27 年智能手机毛利率依然同比略微增长，达 14.1%/14.2%。

我们认为，后续智能手机毛利率主要受存储（NAND/DDR4）价格影响。管理层表示，造成 2024 年智能手机毛利率下降的关键因素来自 3nm 芯片/屏幕/存储器价格的上涨。3nm 芯片方面，我们认为后续价格依然坚挺，即使台积电 2H25 开始供应 2nm 产品，但台积电相对下游客户（高通等）的议价能力正在上升；此外，生成式人工智能对于先进制程需求旺盛，一定程度上形成了 HPC 与智能手机争夺先进制程产能的局面，因此 3nm 芯片成本下降空间有限。屏幕方面，管理层表示目前价格基本稳定。存储方面，DDR5 价格最近一年变动幅度不大（图表 21），管理层表示后续供应依然偏紧。综合来看，后续小米智能手机毛利率将主要受存储（NAND/DDR4）价格影响，而历史来看，NAND 和 DDR4 的价格变化对小米智能手机毛利率的影响，大概延迟 1-2 个季度。

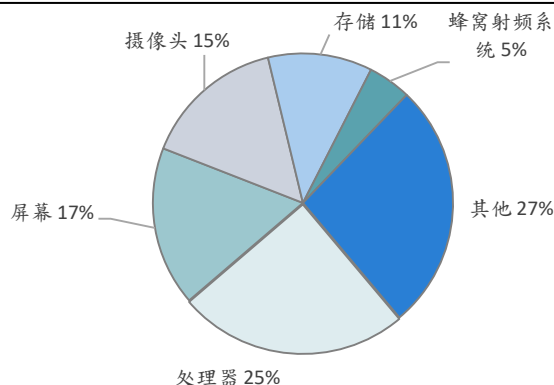
小米智能手机毛利率变动一般滞后于存储价格约 1-2 个季度。存储器在智能手机成本占比或在 6-20% 之间，考虑到存储器价格波动浮动较大，其价格变化或对手机毛利率产生影响。根据我们的测算，存储成本反映到小米智能手机毛利率则一般推迟 1-2 个季度。NAND 方面，以 128GB MLC NAND 合约价为例，其价格在 2022 年 5 月之前接近 5 美元的高位，2022 年 6 月起价格开启下行周期，2023 年 10 月跌至 3.88 美元；DRAM 方面，DDR4（以 8GB 为例）的价格走势与 NAND 相似。小米智能手机毛利率在 4Q22 触底后，在 1Q23 反弹，并在 3Q23 达 16.6%。同理，当 NAND 价格在 2023 年 11 月起开启上行周期时，反映到小米智能手机毛利率由 4Q23 的 16.4% 下滑至 1Q24 的 14.8%。

图表 19: 小米手机毛利率变动滞后于存储价格约 1-2 个季度



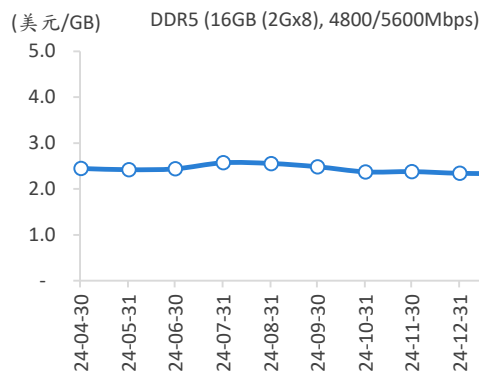
资料来源：DRAMeXchange，万得，交银国际 * 合约平均价

图表 20: 小米 12S Ultra BOM 成本拆分



资料来源: Counterpoint, 交银国际 *8+256GB 版本

图表 21: DDR5 价格基本保持稳定



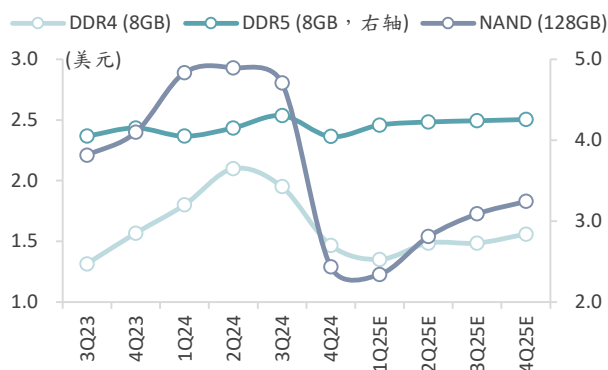
资料来源: DRAMeXchange, 万得, 交银国际 *现货平均价

⊕ 我们判断 NAND 和 DDR4 价格或在 1Q25 见底并在 2Q25 开始回升

具体看, NAND 方面, 以 128GB MLC NAND 合约平均价为例, NAND 价格从 2024 年 9 月起开启下降周期, 价格从 2024 年 8 月的 4.90 美元一路降至 2025 年 1 月的 2.18 美元, 而根据 DRAMeXchange 数据, NAND 价格在 2025 年 2 月已经反弹至 2.29 美元。《科创板日报》消息也报道, 中国内地 NAND 供应商长江存储或将在 2025 年 4 月开始再次提高 NAND 报价, 而包括三星电子、SK 海力士在内的海外 NAND 供应商亦将在 4 月之后涨价。我们认为, NAND 供应商为保护价格而适当控制产能、人工智能数据中心对闪存 (HBM) 的需求持续强劲、智能手机/PC 厂商加速库存建设使得 NAND 价格近期获得支撑。因此, 我们预测 NAND 价格或从 2Q25 开始迎来新一轮周期上涨。

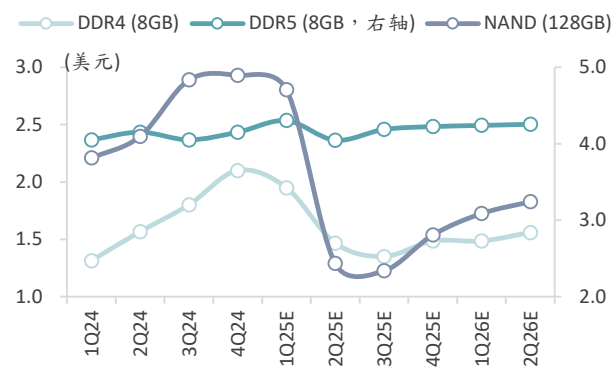
DRAM 方面, 以 8GB LPDDR4 为例, DDR4 价格 2024 年 7 月见顶至 2.10 美元后开始下降, 到 2025 年 1 月降至 1.35 美元, 我们预测 1Q25 为 DRAM 价格底部, 之后各家 DRAM 厂商在 HBM 等高端人工智能存储器需求旺盛的背景下或将一定程度上保护传统 DRAM 价格, 因此 DDR4 价格在 2Q25 反弹, 而幅度相比 NAND 更加温和。

图表 22: 小米存储成本预测 (按入库时间)



资料来源: DRAMeXchange, 交银国际预测

图表 23: 小米存储成本预测 (按计入成本时间)



资料来源: DRAMeXchange, 交银国际预测

⊕ 小米手机毛利率恢复或在 1H25 集中释放

测算逻辑如下：

我们假设小米入门级（150 美元以下）/中端机（150-450 美元）/高端机（450 美元以上）分别平均使用 120/420/512GB 的 NAND 和 5/10/14GB 的 DRAM，其中入门级/中端机的 DRAM 为 DDR4，高端机的 DRAM 为 DDR5。

对于 NAND/DDR4/DDR5 的价格，我们假设 NAND/DDR4 均在 2Q25 开始反弹，DDR5 价格在 2025 继续保持在 2.45-2.51 美元/8GB 的价格区间。

我们以 1Q24-4Q24 的存储价格为基准，并采用 7.2 的美元兑人民币汇率，测算出 1Q25-4Q25 在存储器 BOM 成本同比变化绝对值分别为+19.2/-27.1/-41.3/-38.0 元人民币。我们认为，存储器价格变化是决定小米智能手机毛利率的最关键因素之一，综合考虑其他关键零部件成本，以及小米手机产品结构（高端化趋势、出海等）的变化，我们以 1Q24-4Q24 的智能手机 ASP 和毛利率为基准，测算出存储价格在 1Q25-4Q25 对毛利率的同比影响分别为-1.2/+1.7/+2.6/+2.2 个百分点。

因此，我们预测 1Q25-4Q25 小米智能手机毛利率为 13.6%/13.9%/14.3%/14.2%，即存储器价格在 3Q24 开始下降的正面影响将在 1H25 集中释放，但考虑到 NAND 和 DRAM 价格或在 2Q25 已经开始反弹，我们认为小米智能手机毛利率环比增速在 2Q25/3Q25 放缓并在 4Q25 环比基本持平。

图表 24: 季度存储芯片用料价格（美元）

用料入库	计入成本	DDR4 (8GB)	DDR5 (8GB)	NAND (128GB)
3Q23	1Q24	1.313	2.368	3.815
4Q23	2Q24	1.567	2.435	4.097
1Q24	3Q24	1.800	2.368	4.835
2Q24	4Q24	2.100	2.435	4.895
3Q24	1Q25E	1.950	2.536	4.708
4Q24	2Q25E	1.467	2.365	2.435
1Q25E	3Q25E	1.350	2.459	2.340
2Q25E	4Q25E	1.485	2.484	2.808
3Q25E	1Q26E	1.485	2.494	3.089
4Q25E	2Q26E	1.559	2.504	3.243

资料来源：DRAMeXchange，万得，交银国际预测

图表 25: 存储成本对智能手机毛利率的调整

(GB)	平均 DRAM	平均 NAND	DRAM 范围	NAND 范围
入门级	5	120	3-8GB	64-256GB
中端	10	420	8-12GB	256-1024GB
高端	14	512	12-16GB	256-1024GB

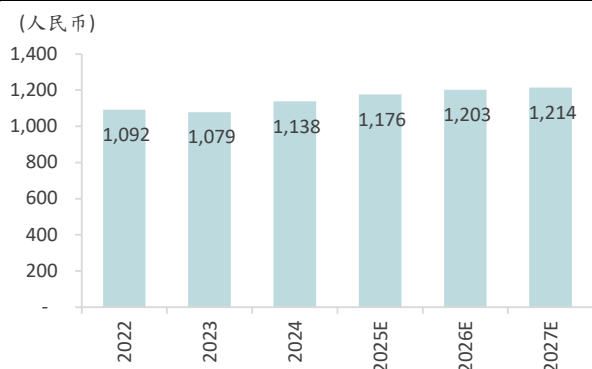
(美元)	入门级 调整	中端 调整	高端 调整	平均调整 (人民币)	Delta GM
1Q25	1.2	3.7	3.9	19.2	(1.2%)
2Q25	(1.6)	(5.6)	(6.8)	(27.1)	1.7%
3Q25	(2.6)	(8.7)	(9.8)	(41.3)	2.6%
4Q25	(2.3)	(7.6)	(8.3)	(38.0)	2.2%

资料来源：交银国际预测，美元兑人民币为 7.2 *Delta GM 为对毛利率的变化

高端化逆势扩张，预计 ASP 未来三年持续增长

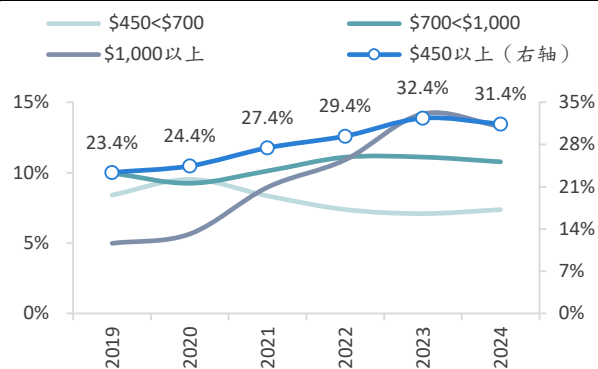
2024 年小米智能手机高端化逆势扩张。通过整理 IDC 数据，全球高端智能手机（450 美元以上）出货量占比从 2023 年的 32.4% 降至 2024 年的 31.4%，尤其是 1,000 美元以上出货量占比下降更为明显，而小米高端机出货量占比在 2024 年同比增长 0.8 个百分点至 8.8%，在全球高端机份额也同比增长 0.7 个百分点至 3.8%。其中，小米在中国内地的高端化推进顺利，根据 Canalys 数据，小米手机 2024 年 3,000 元人民币以上机型出货量占比提升 3.0 个百分点至 23.3%，5,000-6,000 元人民币机型出货量占比提升 1.3 个百分点（[图表 30](#)，[图表 31](#)）。

图表 26: 小米智能手机平均单价：预计未来三年持续增长



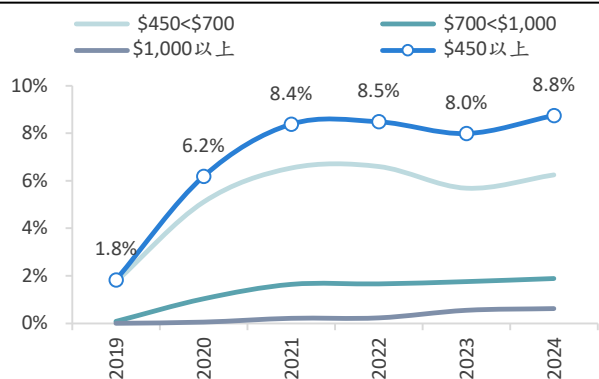
资料来源：IDC，公司资料，交银国际预测

图表 27: 全球 450 美元以上智能手机出货量占比：2024 年下降



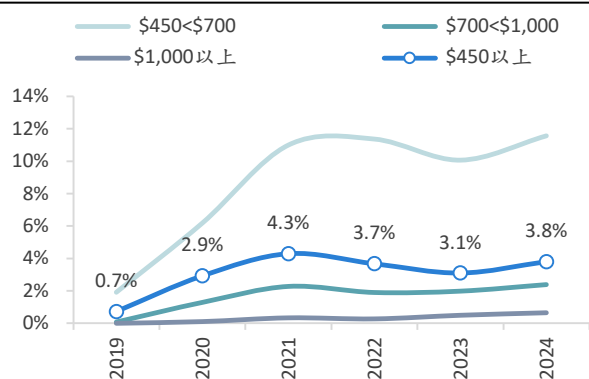
资料来源：IDC，交银国际

图表 28: 小米 450 美元以上全球智能手机出货量占比：2024 年逆势提升



资料来源：IDC，交银国际

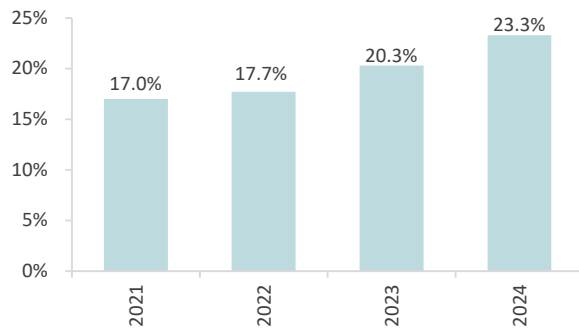
图表 29: 小米在全球高端智能手机出货量份额：2023/2024 年持续提升



资料来源：IDC，交银国际

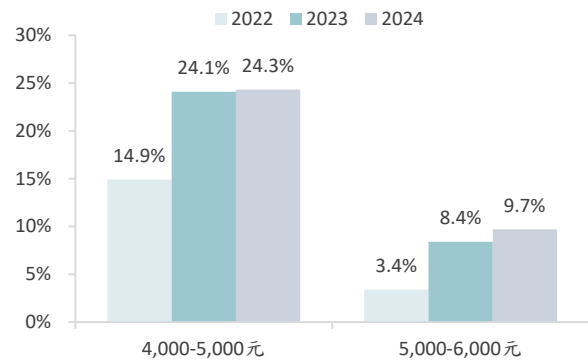
小米 15 系列展现其智能手机高端化实力。2024 年，小米在高端化方面取得领先于行业的成绩，部分原因来自小米 15 系列的出色表现。2024 年 10 月发布的小米 15 系列首发搭载高通骁龙 8 至尊版处理器，采用标准小屏设计的同时，依然采用 1/1.3 英寸大底传感器、超声波指纹传感器、IP68 防尘防水等性能设计。小米 15 系列在起售价从上一代小米 14 系列的 3,999 元提高至 4,499 元的基础上，相比上一代更快地突破百万台销量，且小米 15 Pro 的出货量增速高于标准版。更高阶版的小米 15 Ultra 也于 2025 年 3 月开启在中国内地首销，管理层表示其首销销量较上一代同比增长超 50%，且在海外预售量相比上一代实现了超过 100% 的增长。4Q24 小米在全球 450-700 美元高端机出货量份额也取得了 16.2% 的历史新高，环比增长 7.9 个百分点，展现了公司强劲增长的品牌力和在高端化的持续突破。

图表 30: 小米中国内地高端智能手机出货量占比



资料来源：公司资料，交银国际 统计 3,000 元人民币以上机型

图表 31: 小米内地高端智能手机份额呈提升趋势



资料来源：公司资料，交银国际

图表 32:小米 15 Ultra 竞品机型配置比较

	Xiaomi 15 Ultra	iPhone 16 Pro Max	OPPO Find X8 ultra	iPhone 16e
发布时间	2025 年 2 月	2024 年 9 月	2025 年 4 月	2025 年 2 月
发布时起售价 (元人民币)	6,499 / 6,999 / 7,799	9,999 / 11,999 / 13,999	6,499 / 6,999	4,499 / 5,499 / 7,499
目前官网起售价 (元)	6,499 / 6,999 / 7,799	9,999 / 11,999 / 13,999	6,499 / 6,999	4,499 / 5,499 / 7,499
系统内存 (ROM)	256GB / 512GB / 1TB	256GB / 512GB / 1TB	256GB / 512GB	128GB / 256GB / 512GB
运行内存 (RAM)	12GB / 16GB	8GB	12GB / 16GB	8GB
处理器	骁龙 8 Elite	A18 Pro	骁龙 8 Elite	A18
CPU 主频	最高 4.32GHz	最高 4.05GHz	最高 4.32GHz	最高 4.04GHz
制程	台积电第二代 3nm	台积电 2nm	台积电第二代 3nm	台积电 3nm
屏幕	AMOLED	OLED (XDR)	AMOLED	OLED (XDR)
尺寸	6.73 英寸	6.9 英寸	6.82 英寸	6.1 英寸
分辨率	3200 x 1440	2868 x 1320	3168 x 1440	2532 x 1170
显示帧率	最高 120Hz	最高 120Hz	最高 120Hz	最高 60Hz
摄像头	四摄	四摄	五摄	单摄 (二合一)
后置	主摄 / 超级长焦 / 浮动长焦 / 超广角	主摄 (融合式) / 超广角 / 5 倍长焦	广角/超广角/长焦/超长焦 / 丹霞原彩	融合式
像素	50MP / 200MP / 50MP / 50MP	48MP / 12MP / 48MP / 12MP	50MP / 50MP / 50MP / 50MP / 2MP	48MP / 12MP
光圈	f/1.63, f/2.6, f/1.8, f/2.2	f/1.78, f/1.78, f/2.2, f/2.8	f/1.8, f/2.0, f/2.1, f/3.1, f/2.5	f/1.6, f/1.6
前置像素	32MP	12MP	32MP	12MP
电池容量	6000mAh(typ.) / 5860mAh(min.)	4685mAh	6100mAh(typ.) / 5970mAh(min.)	3455mAh
有线充电	90W	20W	100W	20W
无线充电	80W	15W	50W	7.5W
重量	226g / 229g	227g	226g	167g
尺寸	161.3mm x 75.3mm x 9.35/9.48mm	163mm x 77.6mm x 8.25mm	163.09mm x 76.80mm x 8.78mm	146.7mm x 71.5mm x 7.8mm
颜色	经典黑银 / 白色 / 黑色 / 松柏绿	黑色 / 白色 / 原色 / 沙漠色	星野黑 / 月光白 / 晨曦微光	黑色 / 白色
机型图				

资料来源：公开资料，交银国际

持续布局产品矩阵，6,000-8,000 元价格段稳步推进。公司目前的产品矩阵覆盖入门级（如红米品牌）到高端旗舰机型，高端机型主要包括小米数字系列和大/小折叠屏系列。数字系列方面，小米 14 Ultra（2024 年 2 月发布，6,499-7,799 元）、小米 15/15 Pro（2024 年 10 月发布，4,499-7,999 元）、小米 15 Ultra（2025 年 2 月发布，6,499-7,799 元）带动小米较为成功地突破 6,000-8,000 元价格段。折叠屏系列方面，小米 MIX Fold 4（2024 年 7 月发布，8,999-10,999 元）和小米 MIX Flip（2024 年 7 月发布，5,999-7,299 元）也分别有对应的高端价格带。值得一提的是，根据管理层介绍，小米 MIX Flip 32%的用户来自 iPhone 用户群，我们认为，小米高端机不断触及更高的价格带有望渗透到更多原 iPhone 用户群。我们预测小米高端智能手机平均单价将继续在 6,000-8,000 元价格段稳步推进，并且智能手机整体 ASP 在 2025-27 年实现同比持续增长。

图表 33:小米 14 Ultra 竞品机型配置比较

	Xiaomi 14 Ultra	iPhone 15	OPPO Find X7 ultra	iPhone 15 Pro Max
发布时间	2024 年 2 月	2023 年 9 月	2024 年 1 月	2023 年 9 月
发布时起售价 (元人民币)	6,499 / 6,999 / 7,799	5,999 / 6,999 / 8,999	5,999 / 6,499 / 6,999	9,999 / 11,999 / 13,999
目前官网起售价 (元)	5,499 / 5,999 / 6,799	5,399 / 6,399 / 8,399	NA	NA
系统内存 (ROM)	256GB / 512GB / 1TB	128GB / 256GB / 512GB	256GB / 512GB	256GB / 512GB / 1TB
运行内存 (RAM)	12GB / 16GB	6GB	12GB / 16GB	8GB
处理器	骁龙 8 Gen3	A16	骁龙 8 Gen3	A17 Pro
CPU 主频	最高 3.3GHz	最高 3.46GHz	最高 3.3GHz	最高 3.78GHz
制程	台积电 4nm	台积电 4nm	台积电 4nm	台积电 3nm
屏幕	AMOLED	OLED (XDR)	AMOLED	OLED (XDR)
尺寸	6.73 英寸	6.1 英寸	6.82 英寸	6.7 英寸
分辨率	3200 x 1440	2556 x 1179	3168 x 1440	2796 x 1290
显示帧率	最高 120Hz	最高 60Hz	最高 120Hz	最高 120Hz
摄像头	四摄	三摄	四摄	四摄
后置	主摄 / 浮动长焦 / 特写长焦 / 超低畸变广角	主摄 / 超广角 / 长焦	广角 / 超广角 / 潜望长焦 / 潜望长焦	主摄 / 超广角 / 2 倍长焦 / 5 倍长焦
像素	50MP / 200MP / 50MP / 50MP	48MP / 12MP / 12MP	50MP / 50MP / 50MP / 50MP	48MP / 12MP / 12MP / 12MP
光圈	f/1.63-4.0, f/1.8, f/2.5, f/1.8	f/1.6, f/2.4 / f/1.6	f/1.8, f/2.0, f/2.6, f/4.3	f/1.78, f/2.2, f/1.78, f/2.8
前置像素	32MP	12MP	32MP	12MP
电池容量	5300mAh(typ.) / 5180mAh(min.)	3367mAh	4860mAh(typ.) / 5000mAh(min.)	4441mAh
有线充电	90W	20W	100W	15W
无线充电	80W	7.5W	50W	7.5W
重量	224.4g / 229.5g / 229.6g	171g	221g	221g
尺寸	161.4mm x 75.3mm x 9.2mm	147.6mm x 71.6mm x 7.80mm	164.3mm x 76.2mm x 9.5mm	159.9mm x 76.7mm x 8.25mm
颜色	白色 / 黑色 / 龙晶蓝	黑色 / 蓝色 / 绿色 / 黄色 / 粉色	松影墨韵 / 大漠银月 / 海阔天空	黑色 / 白色 / 原色 / 蓝色
机型图				

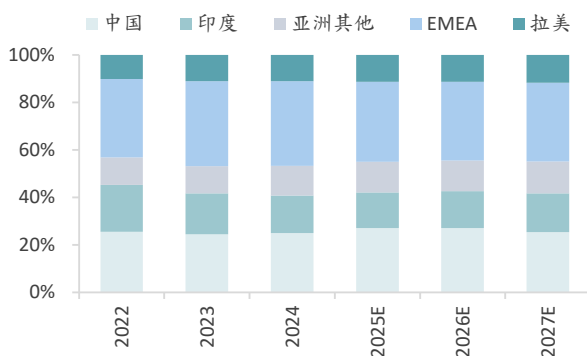
资料来源：公开资料，交银国际

海外市场持续扩张，新零售带来新的增长引擎

④ 新兴市场空间仍广阔

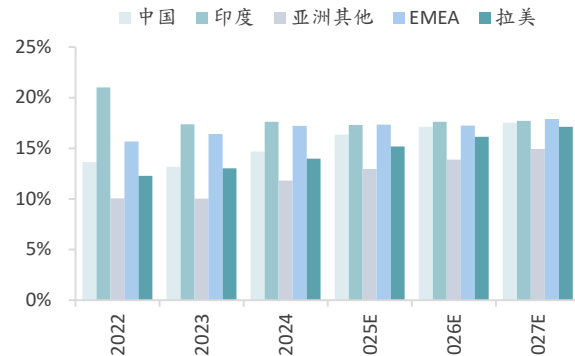
2024 年，小米在中东/非洲/拉美/东南亚的智能手机出货量分别同比提升了 18%/38%/20%/26%。3Q24 小米在中东/非洲/拉美/东南亚的份额分别为 16.4%/11.7%/16.4%/15.5%。管理层表示，中东/非洲/拉美是目前最有潜力的三大市场，小米在这三个地区市占率的长期目标为中东 25%/非洲 20%/拉美 20%。印度市场是小米最先扩展的海外市场，其在印度的市场份额曾一度达到 1Q20 的 31.2%，其后受到印度政策环境、印度本土品牌以及三星等竞争者加入低端机型竞争等影响，小米在印度智能手机市场份额从 2021 年开始一路下滑，2023/24 年保持在 17.4%/17.6%的水平。我们预测小米后续在印度市场的份额稳定在 17%-18%。同时，我们认为小米在印度市场成功拓展的经验可以复制到中东/非洲/拉美/东南亚等新兴市场。

图表 34: 小米智能手机收入按地区拆分



资料来源：IDC，交银国际预测 EMEA 包括欧洲、中东及非洲

图表 35: 小米智能手机份额海外预料呈提升趋势

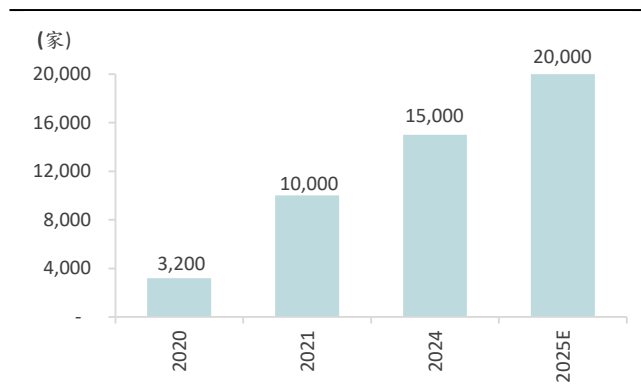


资料来源：IDC，交银国际预测

④ 新零售带来新的增长引擎，对小米智能手机海外扩张意义重大

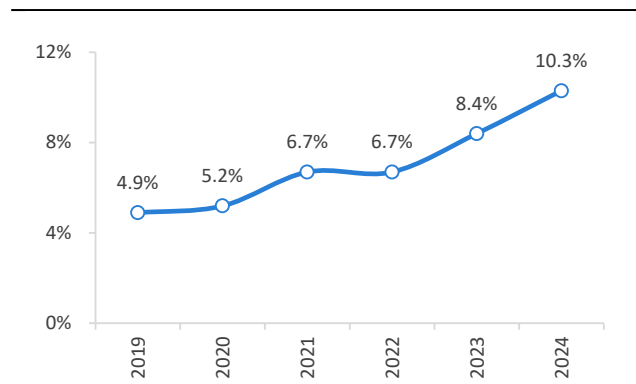
管理层表示，小米预计在未来 5 年在海外扩展约 12,000 家小米之家线下门店，我们认为这不仅有利于其在新兴市场的份额拓展，也有利于其在欧洲、拉美、日本等较发达市场的高端化。我们认为，小米在印度市场的份额流失与其销售主要依赖线上渠道有一定关系（印度智能手机线下销量超过一半），新零售战略（详见后文公司介绍部分）有望让小米在中东/非洲/拉美拓展相比之前在印度更加有利。高端机的销售离不开线下渠道，根据我们的渠道调研，在中国内地，小米目前约有 30%-40% 的销量来自线下，这一比例在高端机型中更大，比如管理层介绍，小米 14 系列超过一半的销量来自线下。此外，管理层表示，4Q23 小米在西欧地区的份额下降主要来自其有意控制了入门产品的销量，同时加大中高端销售力度，因此欧洲的 Ultra 机型销量较好。小米 14 Ultra 在日本发布后也很快售罄，且在日本起售价折合人民币约 9,000 元，远高于中国内地。因此，我们认为新零售战略对小米在发达市场的高端化也起到关键作用。

图表 36: 中国内地小米之家门店数量



资料来源：公司资料，交银国际 2025E 为公司预测数据

图表 37: 中国内地小米智能手机线下市占率稳步提升



资料来源：公司资料，交银国际

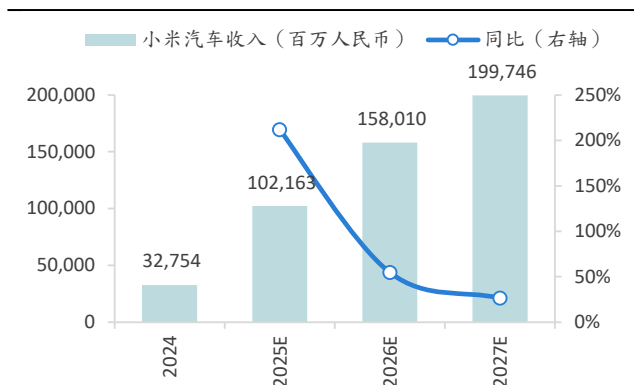
汽车：精准打造爆品，关注后续产能情况

我们认为，作为一直以来专注消费电子产品的公司，小米汽车相对传统整车厂具有供应链和生态优势。小米通过 SU7 精准切入 20-30 万元纯电轿车市场并成功打造第一个单品，我们认为这是小米持续投入研发和供应链的结果。我们同时认为，小米汽车中短期交付瓶颈主要在产能。在现有产能扩张预期下，**我们预测小米汽车交付量在 2024 年 13.7 万辆基础上，在 2025/26 年达到 38.9/57.3 万辆**。随着后续 YU7 等新车型的持续推出并触及更高价格段，**我们预测 2025/26 年小米汽车 ASP 将稳步提升**。我们预测，YU7 第一年的交付进程或与 SU7 上市第一年的进程相似，交付 14 万辆。我们预测小米 YU7 的起售价或高于 SU7。我们预测小米汽车收入（含汽车服务收入）在 2025/26 年分别同比增长 212%/55%，达 1,022/1,580 亿元。

我们预测，2025/26 年小米汽车将继续保持近 200% 的产能利用率，并借助其出众的供应链管控能力，小米汽车毛利率或在 2025/26 年继续保持在 20% 以上。

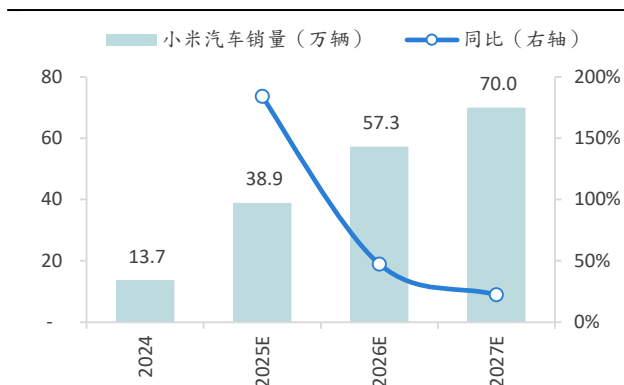
小米汽车业务 4Q24 经调整净亏损 7 亿元，较 3Q24 净亏损 15 亿元显著收窄。我们预测，小米汽车业务或在 3Q25 首次盈利，2025 全年经调整净利润或达 0.59 亿元。

图表 38: 预计小米汽车收入保持增长趋势



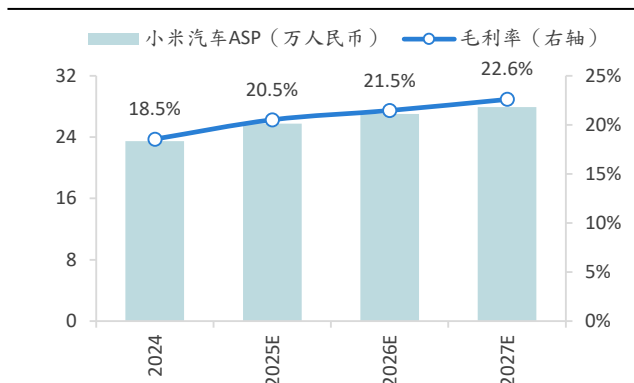
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 39: 预计小米汽车销量保持增长趋势



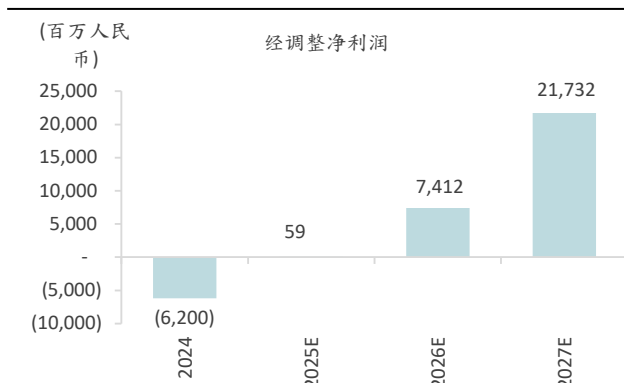
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 40: 小米汽车 ASP 和毛利率预料呈提升趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 41: 小米汽车或在 2025 年实现盈利



资料来源：公司资料，交银国际预测

供应链优势明显，精准打造爆品

小米于 2021 年 3 月宣布造车，计划在 10 年内投资 100 亿美元，首期投入人民币 100 亿元；2022 年开始自建工厂，分两期建设，规划年产能总计 30 万辆，一期工厂在 2023 年 6 月已竣工；2023 年完成冬测和夏测；2023 年 12 月，SU7 亮相发布会，并于 2024 年 3 月正式上市，4 月开启交付，起售价 21.99 万元，定位中大型纯电轿跑，瞄准特斯拉 Model 3 同价位市场。SU7 上市 24 小时内订单突破 8.8 万辆，其 2024 年交付目标也从最初的 7 万辆一路上调至 12 万辆，并在 2024 年最终交付 13.7 万辆。根据中汽数研数据，1Q25，小米 SU7 以 7.6 万辆的销量位列纯电动汽车销量第五以及中大型轿车销量第一；通过打造小米 SU7 爆品，1Q25 小米汽车品牌销量位列新势力品牌第五（仅次于理想汽车、零跑汽车、小鹏汽车、鸿蒙智行）。

2024 年 12 月，小米汽车在微博发文称，公司预计于 2025 年 6 月或 7 月发布纯电动 SUV 车型 YU7。小米 YU7 于 2024/12 进入工信部发布的第 390 批《道路机动车辆生产企业及产品》新车型名单，根据工信部官网信息，YU7 尺寸为 4999mm（长）x 1996mm（宽）x 1600mm（高），轴距为 3000mm，最高车速为 253km/h；采用宁德时代三元锂离子电池；驱动电机峰值功率为 220/288kW。根据 2025 年 2 月工信部发布的第 392 批《道路机动车辆生产企业及产品》，小米 YU7 新车型完成申报，新车型为双电机四驱版本，采用磷酸铁锂电池，驱动电机峰值功率为 130/235kW，最高车速为 240km/h。我们认为，YU7 作为小米旗下首款 SUV 纯电车型，有可能对标特斯拉 Model Y（24.99-35.49 万元）。我们预测小米 YU7 的起售价或高于 SU7。

我们认为，小米作为智能手机厂商，相对于传统汽车主机厂和造车新势力，具有的供应链整合优势，并且其自研 HyperOS 生态可为技术整合、用户体验、生态协同赋能，我们认为这也是小米在汽车业务可持续的优势。我们在[此前报告](#)中重点分析了小米汽车的技术背景和产业链机会。

图表 42: 20-30 万元乘用车 2025 年 1-2 月销量

车型	销量 (辆)	指导价 (万元)	能源类型	车身结构
小米 SU7	46,625	21.59-29.99	纯电	轿车
Model Y	33,700	24.99-35.49	纯电	SUV
途观 L	27,195	18.68-26.68	混动/燃油	SUV
凯美瑞	25,986	17.18-25.98	混动/燃油	轿车
理想 L6	27,150	24.98-27.98	混动	SUV
Model 3	26,780	23.19-33.95	纯电	轿车
RV4 荣放	25,186	16.98-26.38	混动/燃油	SUV
探岳	25,124	19.89-25.99	混动/燃油	SUV
本田 CR-V	24,435	18.59-26.39	混动/燃油	SUV
比亚迪汉	23,928	16.58-25.98	纯电/混动	轿车
智界 R7	20,237	24.98-33.98	纯电/混动	轿跑 SUV

资料来源：中汽数研，交银国际

图表 43: 50 万元以上乘用车 2025 年 1-2 月销量

车型	销量 (辆)	指导价 (万元)	能源类型	车身结构
奔驰 GLC	21,826	42.78-53.13	混动/燃油	SUV
奥迪 A6L	30,043	42.79-65.68	混动/燃油	轿车
奔驰 E 级	21,801	44.72-59.98	混动/燃油	轿车
腾势 D9	17,619	33.98-66.00	纯电/混动	MPV
问界 M9	15,218	46.98-56.98	纯电/混动	SUV
宝马 5 系	15,784	43.99-52.59	混动/燃油	轿车
岚图梦想家	10,043	32.99-63.99	混动	MPV
宝马 X5	13,017	61.50-83.00	混动/燃油	SUV
极氪 009	3,490	43.90-78.90	纯电	MPV
奥迪 A7L	3,740	41.87-66.62	混动/燃油	轿车
沃尔沃 S90	3,448	40.69-50.59	混动/燃油	轿车

资料来源：中汽数研，交银国际

图表 44: 1Q25 纯电动汽车销量

车型	3 月销量 (辆)	1Q25 销量 (辆)
星愿	32,481	89,215
宏光 MINIEV	39,957	86,946
特斯拉 ModelY	48,189	81,889
海鸥	33,965	79,094
小米 SU7	29,244	75,869
特斯拉 Model3	25,938	52,718
小鹏 MONA M03	16,593	47,130
比亚迪元 Plus	20,179	39,839
五菱缤果	15,935	38,228
比亚迪元 UP	17,177	33,717
长安 Lumin	15,425	33,256

资料来源：中汽数研，交银国际

图表 45: 1Q25 中大型轿车销量

车型	1Q25 销量 (辆)
小米 SU7	75,869
奥迪 A6L	45,148
奔驰 E 级	33,302
比亚迪汉 DM-i	25,707
宝马 5 系	24,869
小鹏 P7+	23,885
长安启源 A07	14,364
比亚迪汉 EV	13,876
极氪 001	11,268
en007	6,278
奥迪 A7L	5,890

资料来源：中汽数研，交银国际

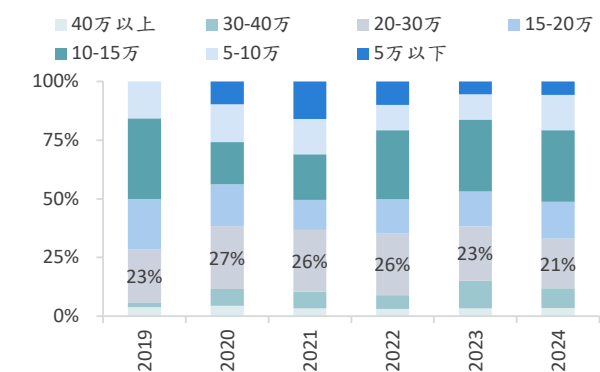
⊕ 自身价格段竞品中，小米汽车具有性能优势

通过对比小米 SU7 系列和其竞品（特斯拉 Model3/比亚迪汉 EV/智界 R7），我们发现，小米 SU7 系列在整车性能（百公里加速、续航里程等）、动力系统（最大扭矩、最大功率等），以及辅助驾驶（车载摄像头数量、辅助驾驶芯片算力等）等方面相比竞品有优势（图表 49），我们认为这或是小米汽车在技术上持续投入的结果。2022-24 年，小米汽车业务的运营费用分别达到 31/66/129 亿元，分别占集团总运营费用的 7%/15%/23%。公司依然对汽车业务继续坚定投入，截至 2024 年底，小米 ADAS 团队 2024 年底或已经达到 1,500 人，计划在 2025 年底继续扩充至 2,100 人，并预计 2025 年集团整体研发开支将达到 300 亿元，我们预测其中较大一部分将投入汽车业务。

SU7 精准切入新能源乘用车市场 20-30 万元价格段。我们认为，小米 SU7 的优势不仅体现在产品性能，也体现在对自身产品的精准定位。根据乘联会，中国内地新能源乘用车市场中，20-30 万元和 10-15 万元价格段一直是主力，销量份额基本维持在 20%以上；而纯电车型中，20-30 万元占比基本维持在 25%以上。在 20-30 万元的价格段，根据中汽数研数据，以 2025 年前两个月为例，销量排名靠前的纯电轿车只有小米 SU7 和特斯拉 Model 3，而 10-15 万元主要被比亚迪等厂商覆盖。我们认为小米 SU7 精准切入适合的赛道，从而为打造爆品奠定良好基础。另外，小米全球智能手机出货量份额已连续 4 年稳居全球前三，且 AIoT 平台已连接设备数已超 9 亿台。我们认为，随着「人车家全生态」战略全面落地（战略拆解详见后文公司介绍部分），小米在智能手机和家用消费电子市场长期积累的较大量级“米粉”或成为小米汽车的潜在主要消费群体。

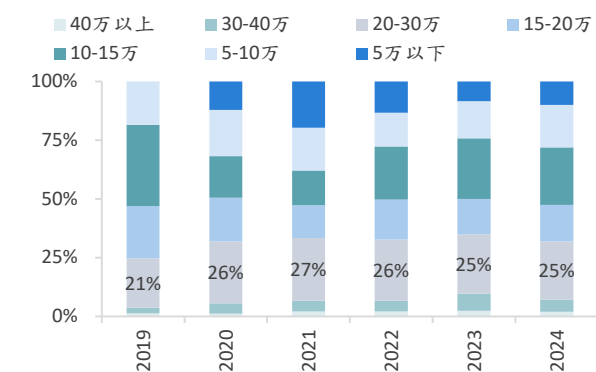
SU7 Ultra 发布，初探 50 万元以上高端纯电轿跑市场。小米在 2025 年 2 月发布的 SU7 Ultra，指导价 52.99 万元，触及 50 万元以上高端价格段。根据乘联会数据，以 2025 年前 2 个月销量排行为例，目前 50 万元以上价格段还没有纯电轿车，目前销量排名靠前的 50 万元以上轿车主要以混动/燃油为主。而管理层表示，小米 SU7 Ultra 首批交付车主中，50%-60% 的车主曾经买过 BBA 等高端车型。我们认为这一程度反映了小米在 50 万元以上价格段份额抢占的方向，即之前的高端燃油车主。

图表 46: 中国内地新能源车型销量按价格段拆分



资料来源：乘联会，交银国际

图表 47: 中国内地纯电车型销量按价格段拆分



资料来源：乘联会，交银国际

图表 48: 小米 SU7 系列配置概览

	小米 SU7	小米 SU7 Pro	小米 SU7 Max	小米 SU7 Ultra
上市时间	2024/3	2024/3	2024/3	2025/2
指导价 (万元)	21.59	24.59	29.99	52.99
能源类型	纯电	纯电	纯电	纯电
车身结构	轿车	轿车	轿车	轿跑
基本参数				
长 (mm)	4997	4997	4997	5070
宽 (mm)	1963	1963	1963	1970
高 (mm)	1455	1455	1440	1465
轴距 (mm)	3000	3000	3000	3000
风阻系数 (Cd)	0.195	0.195	0.195	0.195
整车性能				
百公里加速时间 (秒)	5.28	5.7	2.78	1.98
最高时速 (km/h)	210	210	265	350
纯电续航里程 (CLTC, km)	700	830	800	630
百公里耗电量 (L/100km)	12.3	12.9	13.7	16.5
快充充电时间	25 分钟(10-80%)	30 分钟(10-80%)	19 分钟(10-80%)	11 分钟(10-80%)
动力系统				
最大扭矩 (N·m)	400	400	838	1770
最大功率 (kW)	220	220	495	1138
最大马力 (PS)	299	299	673	1548
电池容量 (kWh)	73.6	94.3	101	93.7
辅助驾驶配置				
辅助驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin * 1	NVIDIA DRIVE Orin * 2	NVIDIA DRIVE Orin * 2	NVIDIA DRIVE Orin* 2
辅助驾驶芯片算力 (TOPS)	84	508	508	508
激光雷达数量	0	1	1	1
毫米波雷达数量	1	3	3	3
超声波雷达数量	12	12	12	12
车外摄像头数量	11	11	11	11
辅助驾驶操作系统	Xiaomi Pilot Pro	Xiaomi HAD	Xiaomi HAD	Xiaomi HAD
智能座舱芯片	骁龙 8295	骁龙 8295	骁龙 8295	骁龙 8295
智能座舱系统	Xiaomi HyperOS	Xiaomi HyperOS	Xiaomi HyperOS	Xiaomi HyperOS
车型图				
				

资料来源：公开资料，交银国际

图表 49: 小米 SU7 竞品车型配置总结

小米 SU7		特斯拉 Model 3 2025 款 后轮驱动版	比亚迪汉 EV 2025 款 701KM 激光雷达辅助驾 驶型	智界 R7 纯电 Pro
上市时间	2024/3	2025/1	2024/9	2024/9
指导价 (万元)	21.59	23.55	23.58	25.98
能源类型	纯电	纯电	纯电	纯电
车身结构	轿车	轿车	轿车	轿跑 SUV
基本参数				
长 (mm)	4997	4720	4995	4956
宽 (mm)	1963	2089	1910	1981
高 (mm)	1455	1441	1495	1634
轴距 (mm)	3000	2875	2920	2950
风阻系数 (Cd)	0.195	0.22	0.233	0.219
整车性能				
百公里加速时间 (秒)	5.28	6.1	7.9	5.9
最高时速 (km/h)	210	200	185	200
纯电续航里程 (CLTC, km)	700	634	701	667
百公里耗电量 (L/100km)	12.3	11.2	13.1	13.1
快充充电时间	25 分钟(10-80%)	NA	30 分钟(30-80%)	15 分钟(30-80%)
动力系统				
最大扭矩 (N·m)	400	340	350	370
最大功率 (kW)	220	194	180	215
最大马力 (PS)	299	264	245	292
电池容量 (kWh)	73.6	62.5	79.6	82
辅助驾驶配置				
辅助驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin* 1	HW 4.0	NVIDIA DRIVE Orin-X * 1	HUAWEI MDC 610
辅助驾驶芯片算力 (TOPS)	84	720	254	200
激光雷达数量	0	0	1	0
毫米波雷达数量	1	NA	5	3
超声波雷达数量	12	NA	12	12
车外摄像头数量	11	7	11	10
辅助驾驶操作系统	Xiaomi Pilot Pro	Autopilot	DiPilot 300	HUAWEI ADS 基础版
智能座舱芯片	骁龙 8295	AMD Ryzen	比亚迪 D100	华为麒麟
智能座舱系统	Xiaomi HyperOS	NA	DiLink 100	HarmonyOS
车型图				

资料来源：公开资料，交银国际

重点关注产能扩张对交付量和产能利用率提升对毛利率的影响

小米汽车中短期交付的瓶颈主要在产能。从终端数据来看，小米汽车目前的交付时间从最短的 10 周到最长的 40 周以上不等。小米汽车一期工厂规划产能为每年 15 万辆，并从 2024 年 6 月开始采取双班生产的模式。二期工厂于 2024 年开始建设，规划产能为同样为每年 15 万辆，计划在 2025 年中投产。公司 2024 年资本支出为 104.8 亿元，同比增长 13%；管理层表示，2025 年资本开支会高于 2024 年，增量主要投入汽车和 AI。随着公司在汽车产能扩张方面将持续投入，我们预测 2025/2026 年资本开支将继续增长，分别达到 109.0/123.2 亿元。

现有产能扩张预期下，我们预测，小米汽车 2025/26 年交付量分别为 38.9/57.3 万辆。对于 2025 年交付量，我们假设全年双班模式下产能利用率达到 200%，则一期工厂交付 30 万辆，加上二期工厂年中后逐渐贡献产量，我们预测小米汽车 2025 全年交付 38.9 万辆，高于公司 35 万辆的指引（最初指引为 30 万辆，2025/3 上调至 35 万辆）。对于 2026 年交付量，假设一期和二期工厂满载运营，我们预测 2026 全年交付 57.3 万辆。2025 年 3 月，小米通过“先旧后新”的方式配售 8 亿股股票，预计融资约 425 亿港元，或使用所募集资金进一步扩充产能，我们认为小米或在融资后加速扩产从而进一步推高 2026 年产能。具体车型交付量方面，我们预计，2025 年 35 万台的目标年产能会分配到所有产品（SU7/SU7 Ultra/YU7）；YU7 第一年的交付进程或与 SU7 上市第一年的进程相似。

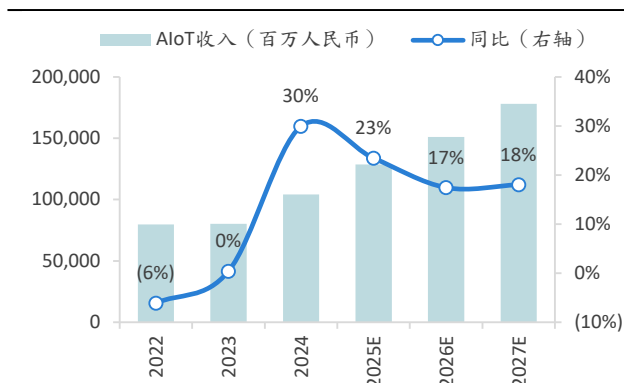
我们预测，在接近 200% 的产能利用率的条件下，并借助其较强的供应链管控能力，小米汽车毛利率 2025/26 年或将继续保持在 20% 以上。正如上文所提及，得益于在智能手机方面的供应链积累，小米在汽车业务上展现出强大的供应链管理能力和使得小米汽车毛利率在 SU7 上市后的短时间内取得迅速的提升。小米汽车最初的毛利率目标为 5%-10%，而在 4Q24（SU7 上市不到 1 年时间内）达到 20.4% 的毛利率，超过大部分新能源厂商（特斯拉/蔚来/小鹏/理想 4Q24 年毛利率分别为 16.3%/11.2%/14.8%/20.3%）。

针对近期（2025 年 3 月）小米 SU7 高速爆燃事件，我们目前倾向于认为，这或是一个单一性事件。小米汽车的短期的订单量或有波动，根据澎湃新闻报道，上海某门店事故发生后的日均锁单量在 5-6 辆，而往日大约为 8-10 辆。爆燃事故一定程度暴露了小米汽车的辅助驾驶系统（如 NOA 预警、AEB 等）和电池安全问题。事故后首个交易日，小米股价下跌 5.49%。我们认为，小米汽车若后续通过技术改进（如优化 NOA 算法、提升电池安全性）、品牌修复等重建信任，其中长期（2025/26 年）销量仍有望实现较强增长。

AIoT：积极加码大家电，拓展 AIoT 线下和海外渠道

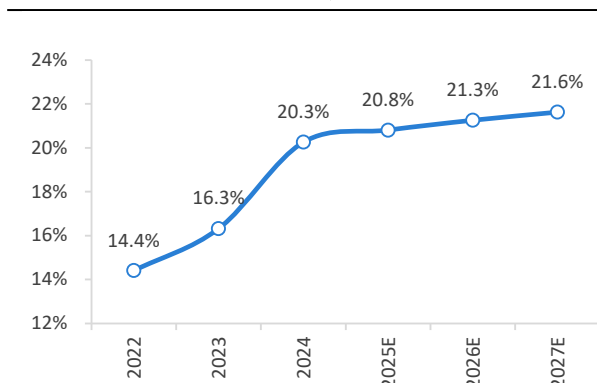
2024 年，小米以空冰洗为核心的家庭智能设备的第二条增长曲线崛起。2024 年小米大家电（空冰洗）业务收入同比增长 56.4%，空调/冰箱/洗衣机出货量同比增速分别超 50%/30%/45%。我们认为，线下和海外渠道扩张有望同时带动电视/平板/大家电等 AIoT 品类的量和价的提升。我们预测 2025 年大家电收入同比增长 53%，整体 AIoT 业务收入或在 2025/26 年分别同比增长 23%/17%，达 1,285/1,509 亿元。我们认为，小米大家电毛利率相比传统家电厂商有进一步提升空间，线下和海外渠道也可进一步拉动毛利率，且产业能力领先战略（详见后文公司介绍部分）或将进一步实现小米在 AIoT 技术的自主可控和规模效应下的综合成本领先，成为 AIoT 业务毛利率新的增长引擎。我们预计小米 AIoT 业务毛利率或将由 2024 年的 20.3% 进一步提升至 2025 年的 20.8% 和 2026 年的 21.3%。

图表 50: AIoT 收入受大家电等驱动继续增长



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 51: 小米 AIoT 毛利率预料呈上升趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

大家电业务崛起，毛利率有进一步提升空间

小米于 2013 年启动生态链计划以来，已累计投资孵化数百家生态链企业（华米、绿米等），推出智能手环、空气净化器、扫地机器人等产品快速占领市场。2016 年，小米创建子品牌“米家”，并通过搭建米家 APP 初步实现设备互联。2017 年，小米推出小爱同学语音助手，奠定小米在 AIoT 产品的初步 AI 交互能力。2019 年初，小米提出“手机 x AIoT”战略，宣布未来 5 年投资 100 亿元“All in AIoT”。截至 2024 年末，小米 IoT 设备连接数超 9 亿，米家 APP 月活用户数超 1 亿，小爱同学月活用户数超 1.37 亿。

电视、平板、可穿戴打响小米 AIOT 第一枪。小米电视通过较高性价比、大屏策略等，在中国、印度、东南亚、欧洲市场不断渗透。根据 Omdia 数据，2024 年小米全球电视出货量超 1,000 万台，以 5.1% 的份额位列全球第五。据管理层介绍，2024 年 8 月小米电视首次进入日本市场，也迅速成为爆品。小米平板和可穿戴设备业务借助较强产品力和强大的 MIUI 存量用户群快速拓展，根据 Canalys 数据，2024 年小米全球 PC 出货量份额为 6.2%，相比 2023 年的 3.9% 提升明显；2024 年小米全球

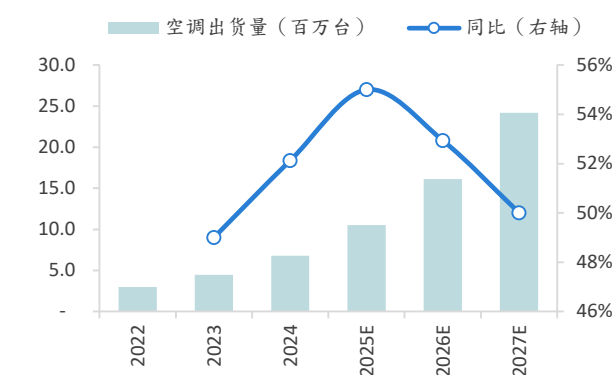
可穿戴腕带设备出货量份额为 15.2%，仅次于苹果，并且相比 2023 年的 11.1% 提升明显；2024 年小米全球 TWS 耳机出货量份额为 8%，仅次于苹果和三星。

以空冰洗为核心的家庭智能设备的第二条增长曲线崛起。小米在 2018 年推出首款空调（米家互联网空调，1,999 元），进军大家电业务，并在之后两年密集发布空调（米家新风空调等）、冰箱（十字四门冰箱等）、洗衣机（洗烘一体机等）等产品，线上份额和售价有所提升。空冰洗业务在 2024 年迎来显著突破，2024 年小米大家电业务收入同比增长 56.4%，空调/冰箱/洗衣机出货量同比增速分别超 50%/30%/45%。管理层预测，大家电业务收入在 2025 年将继续保持 50% 以上的同比增速。

我们认为，小米大家电在 2024 年突破主要得益于其较强的 2C 用户洞察能力，坚持高端化/智能化，提升用户服务等。2024/10 推出的上出风 Pro 1.5 匹超一级能效米家空调（起售价 3,499 元）和米家双区洗烘洗衣机（起售价 4,999 元）通过各种科技创新在市场上取得巨大成功。服务方面，2024/6 小米推出空调送拆装一站式服务，一次性解决用户换新需求。截至 2024 年底，小米已在空调/智能电视/冰箱/洗衣机/热水器/智能门锁 6 大核心品类完成送拆装一站式服务升级。

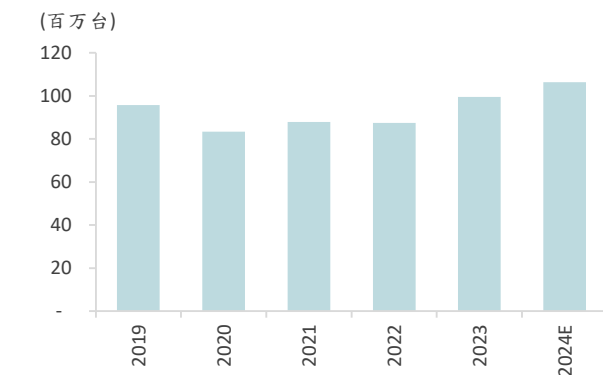
我们认为，小米大家电毛利率有进一步提升空间。以空调为例，根据管理层估算，2024 年小米空调毛利率不到 20%，相比传统家电厂商 30%-40% 的毛利率仍有提升空间。随着小米大家电模式效应的进一步推进，以及小米 AIoT 业务服务的提升，我们认为小米大家电的利润水平或继续稳步上升。

图表 52: 小米空调出货量及同比增速



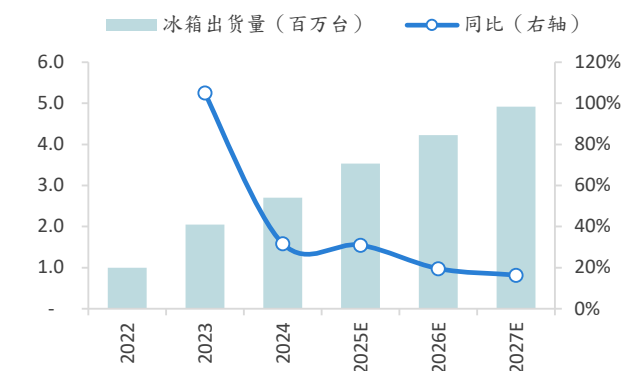
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 53: 中国内地家用空调销量



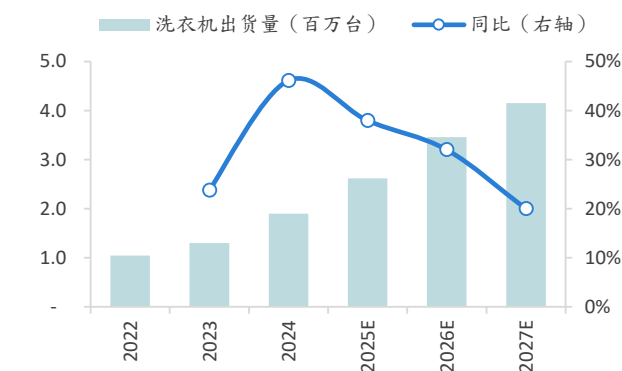
资料来源：产业在线，交银国际 *2024E 为产业在线预测

图表 54: 小米冰箱出货量及同比增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 55: 小米洗衣机出货量及同比增速



资料来源：公司资料，交银国际预测

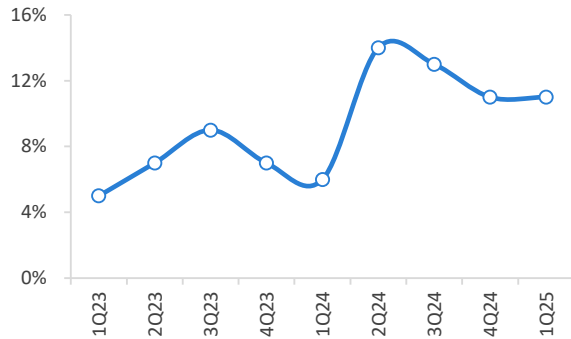
新零售战略下，AIoT 业务有望在线下和海外进一步拓展

公司计划 2025 年中国内地小米之家线下店数量从 1.5 万家增至 2 万家，并在未来 5 年在海外新增 1.2 万家线下门店。我们认为，新零售战略打开了小米 AIoT 在线下和海外的增长空间，也有利于产品进一步高端化。

AIoT 线下市场销量提升和高端化空间广阔。以空调为例，根据产业在线数据，中国 2023/24 年家用空调销量为 1 亿台左右（图表 53），而小米 2024 年空调销量超 680 万台，份额有较大增长空间。而根据奥维云网数据，小米空调中国内地线上销量份额在最近 4 个季度（2Q24-1Q25）均在 10% 以上，且相比 2023 年提升明显，2024 年小米空调线上销量整体排名位居第三位。我们认为，小米空调线上份额的快速提升体现了其较强的产品力，而 680 万台 vs 1 亿台的销量差距体现了小米在线下渠道拓展方面的充分机会，其线下销量份额有望随着小米之家门店扩张而进一步增长。此外，线下渠道拓展也有利于 AIoT 产品高端化，提升平均单价和毛利率。以洗衣机为例，根据全国家用电器工业信息中心数据，中国内地洗衣机线上销售的 ASP 在过去 5 年一直不到线下销售 ASP 的一半（图表 57）。

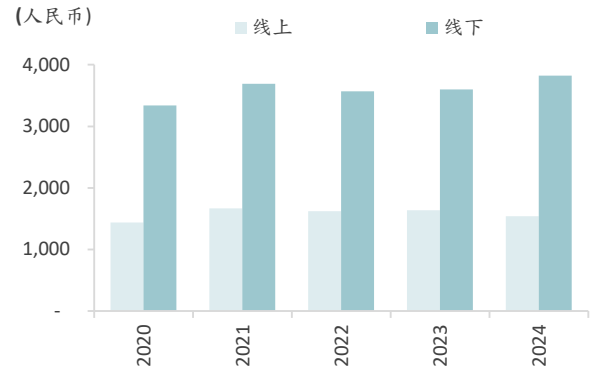
大家电出海启动，AIoT 在海外迎来份额提升和高端化的机会。根据 Precedence Research 数据，2023 年亚太地区占全球家用电器规模的 35%，分摊到中国的占比则更低。根据管理层预测，目前小米 AIoT 海外收入占比仅为三分之一，但海外 AIoT 市场体量是中国的两倍，且 2024 年海外 AIoT 的收入增速较中国内地更快。小米从 2025 年开始启动大家电出海，为空冰洗产品进一步打开市场空间。AIoT 出海方面，以日本市场为例，根据日经中文网数据，近 3 年日本电视市场中，中国内地品牌不断获取市占率（图表 59）。管理层表示，小米 2024 年在日本市场推出的高端大屏智能电视市场反应较好，我们认为这主要来自于在显示技术相似情况下中国内地电视厂商强大的产品力。我们认为，小米电视在日本成功出海的经验，一定程度验证了小米 AIoT 海外市场高端化的能力和机会，我们对其大家电出海表现较为乐观。

图表 56: 小米中国空调线上销量市场份额



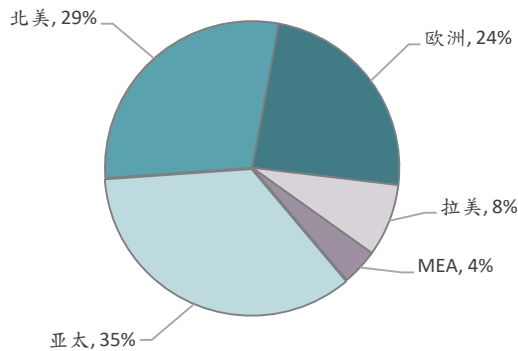
资料来源：奥维云网，交银国际 *1Q25 取前 8 周数据

图表 57: 中国洗衣机线上平均单价较线下更低



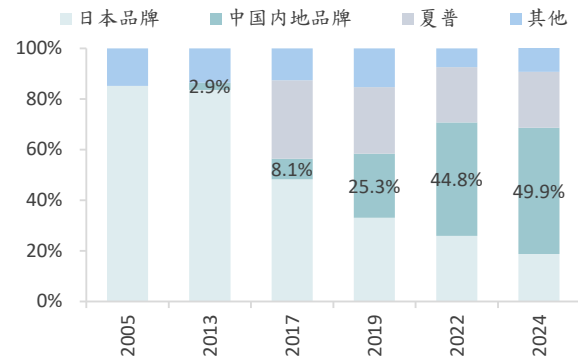
资料来源：全国家用电器工业信息中心，交银国际 *2024 年取前 10 个月均价

图表 58: 全球家用电器规模按地区拆分 (2023)



资料来源：Precedence Research，交银国际 MEA 表示中东和非洲

图表 59: 日本电视市场市占率



资料来源：日经中文网，交银国际

产业能力领先战略有望成为 AIoT 毛利率新的增长引擎

我们认为，小米的产业能力领先战略是小米大家电以及整体 AIoT 毛利率增长的另一方向。目前，小米智能手机和汽车产线都具备一定程度的自研自产能力，拥有北京亦庄智能工厂一期、北京昌平智能工厂二期、北京亦庄汽车工厂一期和二期。根据公司披露，小米大家电业务也将由原来代工模式改为自研模式，缩减产业链成本。目前部分笔记本、可穿戴、平板品类有自研产品，且空调也开始自研以提高附加值。公司目标是在空调业务实现全栈自研和关键器件技术的掌握。2024 年 11 月，小米首座智能家电工厂落户武汉，一期项目聚焦空调品类，全面覆盖家用及中央空调的装配生产，计划于 2025 年 11 月正式投产，并于 2026 年大规模生产。小米在汽车业务上通过供应链管控，在 SU7 系列上市不到 1 年时间做到超过大部分新能源厂商的汽车毛利率水平，我们认为这种成功的模式在 AIoT 业务上有望复制，产业能力领先战略或帮助小米实现核心技术的自主可控和规模效应下的综合成本领先，进一步提升 AIoT 业务毛利率。

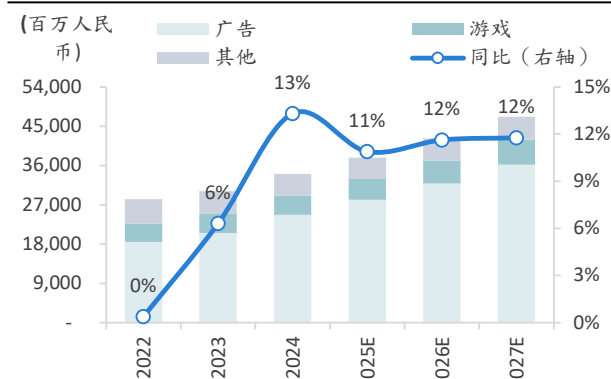
互联网：高端化和海外拓展提升变现能力

智能手机高端化有望提升小米互联网业务的收入和毛利率。一般来说，高端机型用户对于一系列附加服务的付费意愿更强，ARPU 相对更高，从而使得小米在广告/游戏合作伙伴的分成更高。管理层预测，小米高端机带来的单机互联网收入大约是低端机的十几倍，这也是互联网业务毛利率提升的关键。此外，我们认为，小米「人车家全生态」战略有望培养更多具有较高粘性的“米粉”，进一步提升 ARPU 以及小米互联网变现效率。1Q20 以来，小米单价在 700 美元以上智能手机出货量占比与其互联网业务毛利率有较高关联（图表 62）。

智能手机和 AIoT 在海外份额进一步扩张也将进一步提升小米互联网用户基数。历史上，小米通过在中国内地、印度等地区份额的不断渗透，其全球用户界面 MIUI 月活用户数从 2017 年底的 1.7 亿增长至 2024 年底的 7.0 亿以上。我们认为，随着小米智能手机与 AIoT 业务在其新零售战略下，在海外市场不断推进、市场份额的不断提升，其互联网用户基数有望进一步提升，尤其是在部分数字服务仍处于发展早期的新兴市场，小米更有望较早地抢占初步市场份额。此外，全新 HyperOS 是小米在早期 MIUI 生态上的进一步升级为其变现提供了更加有利的条件。

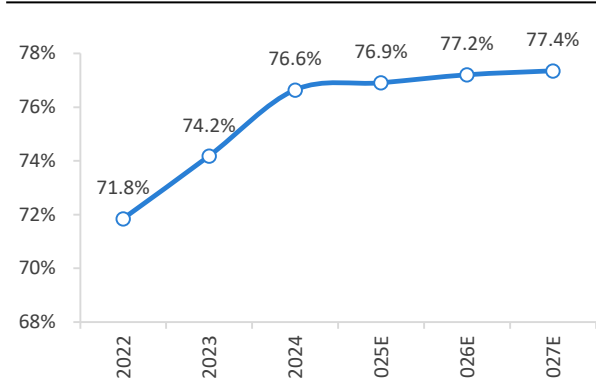
受益于高端化和海外新零售战略，结合小米「人车家全生态」战略以及全新 HyperOS 升级，我们预测小米 2025/26 年互联网收入分别同比增长 11%/12%，达 378/422 亿元。我们预计小米 2025/26 年互联网业务年毛利率分别为 76.9%/77.2%，相比 2024 年的 76.6% 进一步提升。

图表 60: 小米互联网收入及增速预测



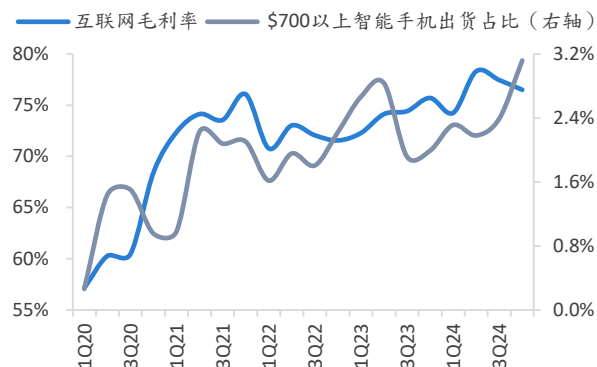
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 61: 小米互联网毛利率预测



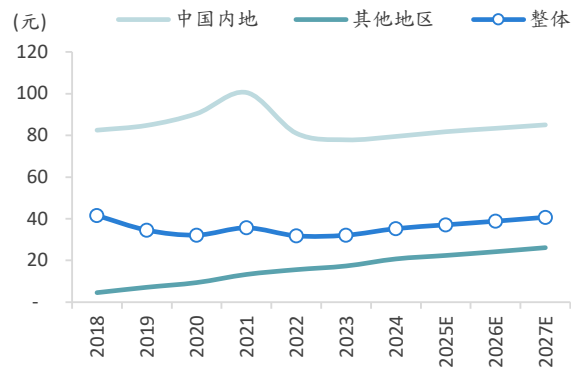
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 62: 小米高端机出货量占比上升提振互联网毛利率



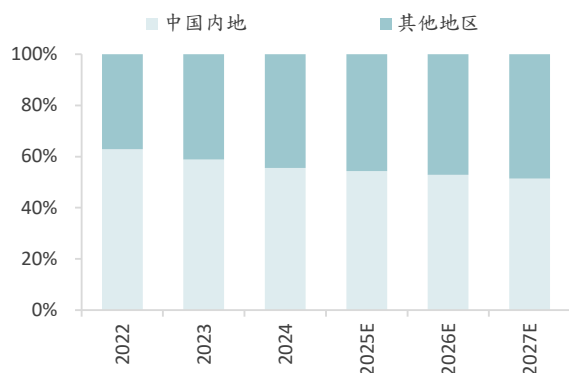
资料来源：公司资料，IDC，交银国际

图表 63: 小米互联网年度 ARPU 预料呈提升趋势



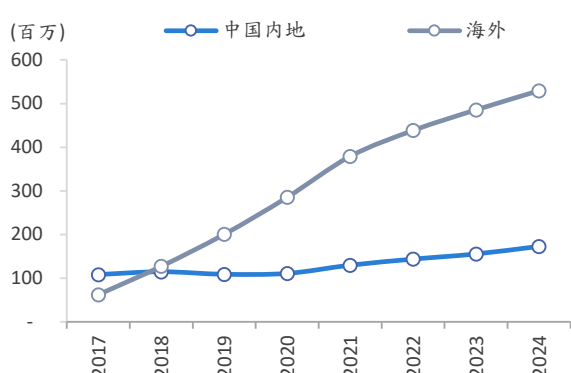
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 64: 小米互联网收入按地区拆分



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 65: 小米 MIUI 月活数提升趋势明显



资料来源：公司资料，交银国际

公司介绍

图表 66: 小米集团管理层介绍

名称	职务	介绍
雷军	创始人、董事长兼 CEO	雷军，54 岁，于 1991 年 7 月取得武汉大学计算机科学学士学位。现任小米集团执行董事、创始人、董事长及首席执行官、以及智能电动车业务的首席执行官，亦为薪酬委员会成员。雷军全面负责本集团策略、公司文化及关键产品，并监管高级管理团队。
林斌	联合创始人、副董事长	林斌，56 岁，于 1990 年 7 月取得中山大学无线电电子工程学士学位，再于 1992 年 6 月取得 Drexel University 理学硕士学位。现任小米集团执行董事、联合创始人、副董事长，亦为提名委员会成员。现时在集团多家附属公司担任董事。
卢伟冰	合伙人、总裁	卢伟冰，48 岁，于 1998 年取得清华大学化学学士学位，再于 2009 年取得长江商学院高级工商管理硕士学位。现任小米集团合伙人、集团总裁、并兼任手机部总裁，分管生态链部、大家电部、中国区、国际业务部。
刘德	联合创始人、高级副总裁	刘德，50 岁，于 1996 年 7 月取得北京理工大学工业设计学士学位，2001 年 3 月获得北京理工大学机械设计理论硕士学位，2010 年 4 月获美国 Art Center College of Design 工业设计硕士学位。现任小米集团执行董事、联合创始人、高级副总裁及总干部部部长。
曾学忠	高级副总裁	曾学忠，50 岁，于 1996 年取得清华大学物理学学士学位及高级工商管理硕士学位。现任小米集团高级副总裁兼国际业务部总裁，分管互联网业务部。
林世伟	副总裁, 首席财务官	林世伟，50 岁，于 1998 年 8 月取得牛津大学工程学硕士学位。现任小米集团副总裁兼首席财务官、兼天星数科董事长。

资料来源：公司资料，交银国际

图表 67: 小米集团发展里程碑

时间	事件
2010/4	北京小米科技有限公司正式成立。
2011/8	小米手机 1 正式发布。
2016/3	开设了首家小米之家线下门店。
2018/7	小米集团在香港交易所主板挂牌上市，股票代码为 1810 HK。
2019/1	正式推出 Redmi Note 7，同时宣布红米 Redmi 品牌正式独立。
2019/1	提出“手机 x AIoT”战略，宣布未来 5 年投资 100 亿元“All in AIoT”。
2021/3	宣布正式宣布进入造车领域。
2023/8	开发小米第一个大规模预训练语言模型 MiLM-6B（64 亿参数）。
2023/10	提出「人车家全生态」战略，并发布 Hyper OS 1.0。
2024/3	小米 SU7 上市，24 小时内订单突破 8.8 万台。
2024/10	发布 Hyper OS 2.0，带来全新 Xiaomi HyperCore 澎湃内核。
2024/11	推出第二代全面升级的大语言模型 MiLM2，参数规模拓展至 0.3B-30B，性能（十大能力维度）平均提升 45%。
2025/4	开源首个为推理（Reasoning）而生的大模型“Xiaomi MiMo”。

资料来源：公司资料，交银国际

小米「人车家全生态」战略拆解

小米于 2023 年提出，成为全球新一代硬核科技的引领者，明确了「人车家全生态」战略。「人车家全生态」战略通过三大增长曲线形成软硬融合的闭环生态：以手机和平板、可穿戴为核心的智能设备是第一增长曲线；以空冰洗为核心的家庭智能设备是第二增长曲线；以汽车为核心的出行智能设备是第三增长曲线。

「人车家全生态」战略被进一步拆解为六大子战略——OS 战略、AI 战略、芯片战略、高端化战略、新零售战略、产业能力领先战略。依托小米独特的生态、坚实的用户基础、强大的供应链管控能力，以及在新兴技术方面的持续积累，我们认为小米「人车家全生态」的商业模式可以发挥各业务间的协同效应。我们对六大子战略进行拆解，探究其对小米智能手机、AIoT、互联网、汽车等核心业务的意义。

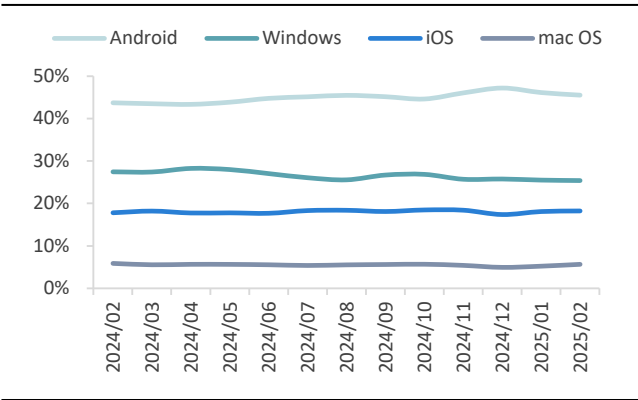
OS（操作系统）战略：从传统硬件巨头到生态级公司

小米于 2010 年 8 月发布用户界面/操作系统 MIUI 的首个版本，早期 MIUI 通过论坛运营和用户反馈快速迭代，积累了首批“米粉”。截至 2024 年末，MIUI 全球月活用户数超 7 亿，MIUI 内置的应用商店/浏览器等应用服务也成为小米互联网服务收入的载体。此外，MIUI 通过整合米家 APP、小爱同学等，为之后小米“手机 x AIoT”战略进行早期布局。同时，MIUI 经过 13 年的产品迭代，为小米在内存管理、调度算法等方面积累了丰富的经验，是之后上线澎湃 OS 2.0（HyperOS 2.0）的基础模块之一。

小米宣布「人车家全生态」战略之后，在 2023 年 10 月发布 Hyper OS 1.0。Hyper OS 1.0 在内核层将自研 Vela 系统内核与深度修改的 Linux 内核融合；在服务与框架层，将 Android 和 Vela 服务框架作为“中间件”纳入；在跨端层，所有设备可以统一连接协议（HyperConnect），并进行实时通信。Vela 对系统资源的要求远小于 Linux，但可以提供和 Linux 相似的功能和性能，具有跨设备协同和低资源占用的优势。小米提出「人车家全生态」战略，以 Hyper OS 为核心，打通手机、汽车、家居三大场景。2024 年 10 月，随小米 14 Ultra 亮相发布的 HyperOS 2.0 是小米迈向「人车家全生态」的又一里程碑。HyperOS 2.0 带来全新 Xiaomi HyperCore 澎湃内核，深入微架构领域重构调度器，并通过 HyperConnect 实现了和苹果设备的互联互通。HyperOS 2.0 相比 HyperOS 1.0，数据传输速度提升 33%，跨屏协同帧率提升 15%，干扰场景延迟降低 54%，跨屏协同功耗降低 71%。

我们认为，HyperOS 2.0 目前的内核层设计对 Linux 还有依赖（图表 70），HyperConnect 也较为依赖 Wi-Fi/蓝牙硬件，因此在延迟/连接数/抗干扰/功耗等方面还面临挑战。但我们也看到了 HyperOS 2.0 未来机遇：1）HyperConnect 开放兼容的特性可以连接第三方设备，从而兼容覆盖更多场景；2）Hyper OS 2.0 显著提升了人、车、家协同效应，有助于推动智能手机/AIoT/汽车的高端化；3）中长期看，HyperOS 有望成为全球少数拥有人、车、家全场景的操作系统，有助于提升互联网服务收入（如通过定制 AI 服务、汽车自动驾驶增值服务收费等），也有望助力小米从传统硬件巨头蜕变成较为领先的生态级公司。

图表 68: 全球操作系统份额



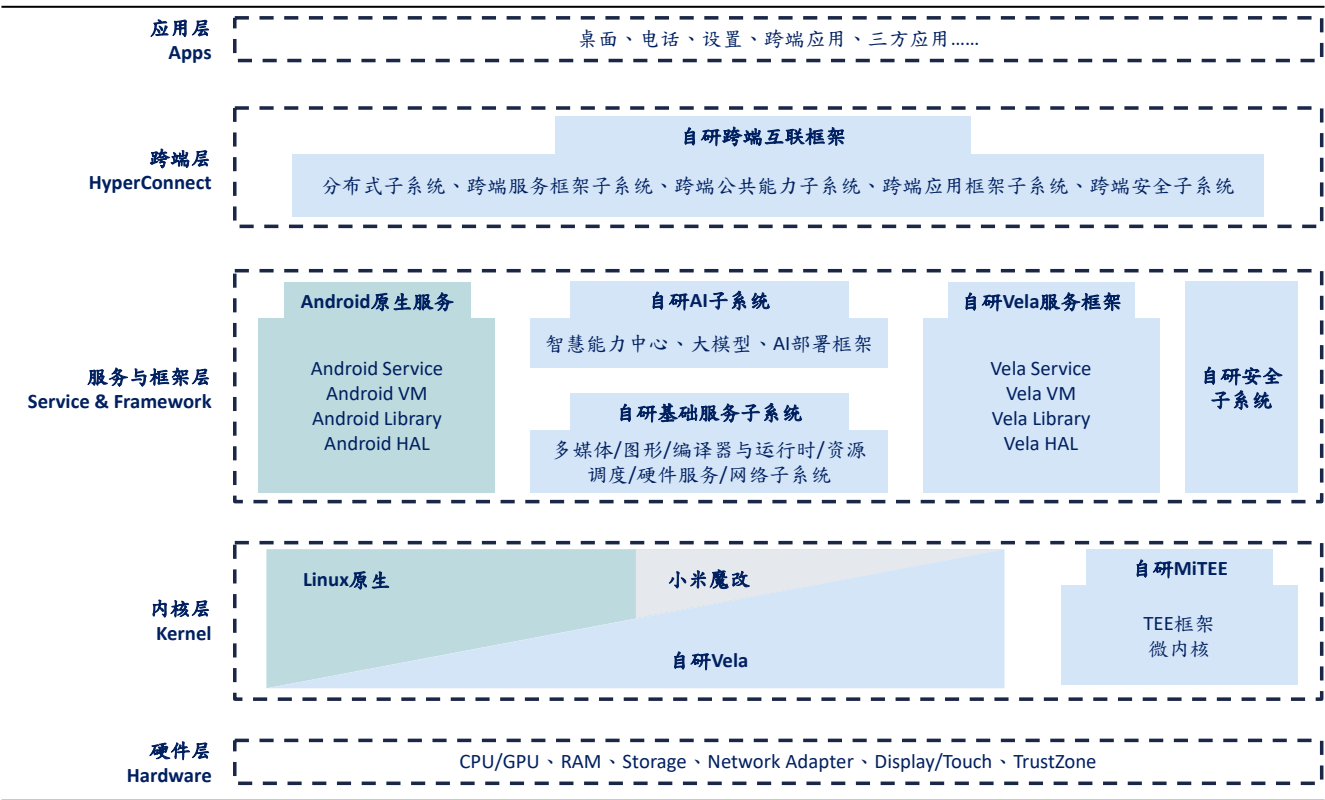
资料来源：Statecounter，交银国际

图表 69: 操作系统对比

	内核设计	通信协议
HyperOS 2.0	Linux+ 自研 Vela 微内核。保留 Linux 兼容安卓生态，Vela 负责跨设备调度。	自研 HyperConnect。兼容第三方硬件。
HarmonyOS NEXT	纯自研 Harmony 微内核（舍弃 AOSP）。自研 Ark 引擎和方舟编译器。	星闪（NearLink）+ 5G。仅限 Harmony 生态，但具备超低延迟，实现多屏协同。
iOS 18	XNU 混合内核（Mach 微内核+BSD+ 自研 IOKit）。BSD 继承 Unix。	私有协议（Continuity）。仅限苹果互联。

资料来源：公开资料，交银国际

图表 70: 小米 HyperOS 2.0 技术架构图



资料来源：公司资料，交银国际

芯片战略：坚定投入，关键芯片仍待突破

小米于 2014 年与联芯科技合资成立松果电子并于 2017 年发布首款 SoC 澎湃 S1，开启在自研芯片的早期试水。2021 年，小米成立芯片设计子公司--上海玄戒技术有限公司；并于 2023 年 6 月进行增资（注册资本由 15 亿元增至 19.2 亿元）。2023 年 10 月，北京玄戒技术有限公司成立。小米目前发布的产品主要聚焦于研发门槛较低的芯片领域，比如在 2021 年发布的澎湃 C1（ISP 图像处理芯片）和澎湃 P1（充电芯片）；2022 年推出的澎湃 G1（电池管理芯片）和澎湃 P2（快充芯片），同时搭载在 2023 年 4 月发布的小米 13 Ultra 上。随着小米在汽车业务的拓展，小米通过旗下的小米长江产业基金参与投资黑芝麻智能（自动驾驶芯片）、云途半导体（车规级 MCU）等。AIoT 领域，小米通过投资晶晨半导体、玄恒科技等强化在多媒体、智能眼镜方面的芯片布局。

我们认为，小米研发芯片业务长期看或旨在缓冲部分芯片的供应链风险。我们认为，作为消费电子公司，小米智能手机芯片受到关键供应商断供的可能性或小于人工智能基础设施芯片，而智能手机和汽车的战略重要性亦小于人工智能基础设施。随着 5G 等通信制式进入技术周期中期，进一步收紧智能手机芯片的限制或严重影响高通在内的供应商利益。具体看，手机芯片方面，替代高通的方案包括联发科以及国产紫光展锐等解决方案，而小米 POCO 系列部分机型已搭载联发科处理器。汽车辅助驾驶芯片方面，小米 SU7 系列辅助驾驶芯片采用英伟达 Orin 方案（总算力最高达 508TOPS）；新车型 YU 7 原本计划采用算力更高的英伟达新一代 Thor 方案（算力达 5000TOPS），但因台积电封装工艺延迟，量产时间由 2024 年中期延迟到 2025 年。我们注意到近年来国产辅助驾驶芯片不断崛起，我们认为汽车芯片的国产替代或加速。

小米作为华为之后较早自研芯片的厂商（华为 2004 年成立海思半导体，小米于 2014 年合资成立松果电子），目前小米在部分芯片有所较大突破（比如中高端旗舰机型小米 14 Ultra 就搭载了澎湃 P2/澎湃 C2/澎湃 T1 芯片）。但是，小米在一些关键芯片方面目前仍待进一步突破，鉴于芯片较长的研发周期，这需要小米智能手机/汽车/AIoT 等业务的持续输血。

AI 战略：大力发展端侧大模型，深度赋能自身业务

小米于 2016 年初成立 AI 实验室，开启在 AI 方面的逐步渗透。2023/4，小米 AI 实验室成立了专门的大模型团队，2023 年发布其开发的第一个大规模预训练语言模型 MiLM-6B（64 亿参数）。MiLM 具有轻量化和本地部署的优势，目前在手机端可以运行 13 亿参数大模型。2024/3 上市的小米 SU7 也接入了 MiLM-1.3B 端侧大模型。2024 年 11 月，小米全面升级至第二代 MiLM2，参数规模拓展至 0.3B-30B，性能（十大能力维度）相对于 MiLM 平均提升 45%。目前，MiLM2 已经在 HyperOS、小爱同学、智能座舱等开始落地。

目前，小米 AI 实验室目前团队大约有 250 人，研究方向包括视觉、声学、语音、自然语言处理（NLP）、知识图谱、机器学习和大模型。针对 AI，小米的主要策略是大力发展端侧大模型，从而深度赋能自身业务，例如小爱同学语音助手。小米于 2017 年发布小爱同学语音助手，2023 年小爱同学接入自研 MiLM 大语言模型，支持更复杂的对话和个性化服务。截至 2024 年底，小爱同学月活数达 1.37 亿。2025 年 2 月，小米超级小爱接入 DeepSeek-R1。

2025 年 5 月 6 日

小米集团 (1810 HK)

2025 年 4 月，小米开源首个为推理（Reasoning）而生的大模型“Xiaomi MiMo”，联动预训练到后训练，全面提升推理能力。在数学推理（AIME 24-25）和代码竞赛（LiveCodeBench v5）公开测评集上，MiMo 以 7B 的参数规模，超越了 OpenAI 的闭源推理模型 o1-mini 和阿里 Qwen 更大规模的开源推理模型 QwQ-32B-Preview。目前 MIMO-7B 系列已全系列开源。

我们认为，小米的 AI 战略不追求通用大模型的尖端创新，更追求 AI 技术在各端侧的落地，小米 AI 战略有望结合其 OS 战略和芯片战略，赋能自身业务，提升其硬件、软件、生态的融合与协同能力。

高端化战略：深度融入智能手机/汽车/AIoT 等核心业务

我们认为，高端化战略已经深度融入小米的智能手机/汽车/AIoT 的核心业务，并为互联网业务的变现效率带来核心增长引擎。智能手机方面，2024 年小米智能手机高端化逆势扩张，通过小米 15 系列展现其智能手机高端化的实力，目前在 6,000-8,000 元价格段的份额正在稳步增长。汽车方面，SU7 在 20-30 万元新能源乘用车领域成功取得份额进展后，小米通过发布 SU7 Ultra 初探 50 万元以上高端纯电轿车市场。AIoT 方面，小米或继续通过海外市场以及线下门店拓展进一步促成大家电、电视为主的 AIoT 产品的高端化。

小米高端化的背后是不断投入技术、精准的 2C 用户洞察、不断完善的服务，以及不断寻找最适合自身的商业模式。高端化有助于小米形成更高的品牌溢价，也将进一步反哺小米生态。

新零售战略：提效和整合后进入海内外快速扩张期

早期小米智能手机销售主要依赖线上渠道，并从 2016 年开始布局线下零售，2016 年一二线城市新开共计约 50 家线下门店，之后进入一轮快速扩张阶段。小米之家门店数在 2020 年底达到 3,200 家，并在 2021 年底快速扩张至 10,200 家。2022 年和 2023 年分别为小米之家的提效年和整合年。2024 年，小米之家继续拓展，截至 2024 年底，中国内地小米门店数达 15,000 家，小米同时对门店进行进一步升级，包括扩面积、租用商场高端位置等。公司预计 2025 年中国内地小米之家门店数将增至 20,000 家，并计划未来 5 年目标在海外新增 12,000 家小米之家。

小米管理层认为“只有做好品牌店才能卖好高端机和汽车”。小米的新零售战略的必要性首先体现在汽车上。管理层认为，小米的汽车产品目前主要展示在 Shopping mall、小米之家、2S 店，2025 年目标将线下 500 平以上汽车 3C 融合大店扩展到 400 家（2024 年底约 120 家，基本在 Shopping mall），同时拓展交付中心和 2S 大店。大店可以带来更优惠的租金，并实现手机/汽车/AIoT 之间的相互导流，增加产品之间的协同性，这也是小米由智能手机起家的优势。春节期间小米的汽车销量反而较往常更加火爆，部分原因来自在融合手机、汽车等品类的 Shopping mall 门店客流数增加；再比如小米 15 Ultra 首销销量较上一代增长超 50%，部分原因来自小米 15 Ultra 和 SU7 Ultra 同步发布，双 Ultra 发布会观看数是去年的两倍。未来，小米在汽车方面的新零售将逐渐体现在市场下沉以及出海。

小米的新零售战略对智能手机的高端化也较为重要。高端机的销售离不开线下渠道，根据我们的渠道调研，小米目前约有 30%-40% 的销量来自线下，这一比例在高端机型中更大。

2025 年 5 月 6 日

小米集团 (1810 HK)

我们认为，小米新零售对智能手机/汽车/AIoT 各业务的销量和高端化都有比较重要的意义，小米在新零售业务的成功拓展有望复刻到如今汽车 3C 融合大店、海外新零售等领域。

产业能力领先战略：实现技术的自主可控和综合成本领先

小米在北京亦庄自建的智能工厂一期于 2019 年底建成投产，用于研发和生产当时的高端智能手机，小米首款折叠屏手机 MIX Fold 全部在亦庄一期智能工厂生产。2021 年 7 月，位于北京昌平的小米智能工厂二期正式动工，于 2024 年 7 月全面量产；二期总投资 24 亿元，建筑面积 81,000 平米，年产能 1,000 万台旗舰手机，小米 MIX Fold 4/Mix Flip 折叠屏手机就在此生产。

汽车工厂方面，2021 年，北京经济技术开发区管委会与小米科技正式签署《合作协议》，宣布小米汽车项目落地亦庄，规划小米汽车工厂分两期建设，年产量总计 30 万台，其中一期和二期产能分别为 15 万台。小米随后于 2022 年开始自建工厂，一期工厂于 2023 年 6 月竣工，二期工厂产能目前已封顶，预计在 2Q25 完工，并于 2H25 提供产能。目前，小米智能手机和汽车产线都具备一定程度的自研自产能力。

AIoT 业务方面，管理层表示，小米目前部分笔记本、可穿戴、平板都是自研，现在小米大家电业务会选择将附加值高的品类（如空调）由原来 ODM 模式改为自研模式。2024 年 11 月，小米首座智能家电工厂落户武汉，一期项目聚焦空调品类，全面覆盖家用及中央空调的装配生产，计划于 2025 年 11 月正式投产，并于 2026 年大规模生产。我们认为，产业能力领先战略有望在附加值高的品类进一步实现技术的自主可控，实现综合成本的领先，进一步提升毛利率。

风险提示

- 宏观经济不确定性影响下，智能手机下游需求不及预期；
- 智能手机芯片等关键原材料成本波动超预期；
- 包括芯片在内的关键原材料或因地缘因素存在供应链安全风险；
- 印度/中东/非洲/拉美等新兴市场政策监管趋严，影响小米在新兴地区的智能手机份额拓展；
- 新能源汽车行业竞争加剧，YU7 等新车型订单获取不及预期；
- 自动驾驶商业化进程面临安全挑战，延缓新能源汽车升级的速度；
- 汽车工厂扩产不及预期，导致交付不及预期；
- 小米新零售战略线下门店扩张和整合不及预期，导致海外和线下渠道拓展缓慢。

图表 71: 小米集团 (1810 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 72: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1800 HK	小米	买入	53.10	60.00	13.0%	2025 年 05 月 06 日	综合硬件
981 HK	中芯国际	中性	47.50	48.00	1.1%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	36.35	32.00	-12.0%	2025 年 02 月 17 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	113.82	152.00	33.5%	2025 年 04 月 23 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	131.58	180.00	36.8%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	100.59	141.00	40.2%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	74.85	72.00	-3.8%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2025 年 5 月 6 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	270,970	365,906	486,165	585,165	667,653
主营业务成本	(213,494)	(289,346)	(380,221)	(454,409)	(513,663)
毛利	57,476	76,560	105,944	130,756	153,990
销售及管理费用	(24,353)	(30,991)	(39,205)	(45,975)	(51,715)
研发费用	(19,098)	(24,050)	(30,599)	(37,472)	(42,271)
其他经营净收入/费用	5,983	2,984	800	6,000	6,000
经营利润	20,009	24,503	36,940	53,309	66,004
财务成本净额	2,002	3,624	2,097	2,140	2,183
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	22,011	28,127	39,038	55,448	68,187
税费	(4,537)	(4,548)	(5,005)	(9,182)	(11,592)
非控股权益	1	80	62	71	76
净利润	17,475	23,658	34,095	46,338	56,671
作每股收益计算的净利润	17,475	23,658	34,095	46,338	56,671
Non-GAAP标准的净利润	19,273	27,235	38,095	50,338	61,471

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	33,631	33,661	87,308	102,997	122,317
有价证券	88,140	83,893	88,088	88,969	90,312
应收账款及票据	12,151	14,589	19,383	23,330	26,619
存货	44,423	62,510	73,928	79,517	80,898
其他流动资产	20,707	31,056	33,010	31,786	29,013
总流动资产	199,053	225,709	301,717	326,600	349,159
物业、厂房及设备	13,721	18,088	22,042	26,200	30,896
无形资产	8,629	8,153	6,795	5,031	3,035
合资企业/联营公司投资	67,122	68,263	75,090	82,599	90,858
其他长期资产	35,723	82,943	87,090	91,445	96,017
总长期资产	125,195	177,447	191,017	205,274	220,807
总资产	324,247	403,155	492,734	531,874	569,966
短期贷款	6,183	13,327	15,762	16,953	17,248
应付账款	62,099	98,281	103,318	98,782	89,330
其他短期负债	47,306	63,777	67,790	65,276	59,582
总流动负债	115,588	175,385	186,870	181,011	166,160
长期贷款	21,674	17,276	17,583	17,227	15,546
其他长期负债	22,724	21,289	22,381	21,398	19,351
总长期负债	44,398	38,565	39,964	38,625	34,897
总负债	159,986	213,950	226,834	219,636	201,057
股本	407	407	407	407	407
储备及其他资本项目	163,995	188,737	265,432	311,770	368,441
股东权益	164,402	189,144	265,839	312,177	368,848
非控股权益	(140)	61	61	61	61
总权益	164,262	189,205	265,900	312,238	368,909

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	22,011	28,127	39,038	55,448	68,187
折旧及摊销	4,836	6,318	8,303	9,923	11,217
营运资本变动	17,319	3,995	(9,116)	(15,363)	(17,042)
利息调整	(2,002)	(3,624)	(2,097)	(2,140)	(2,183)
税费	(3,012)	(3,467)	(3,485)	(3,502)	(3,519)
其他经营活动现金流	2,148	7,947	(2,417)	(8,806)	(12,433)
经营活动现金流	41,300	39,295	30,225	35,561	44,226
资本开支	(6,269)	(10,480)	(10,899)	(12,316)	(13,917)
投资活动	(14,804)	(14,585)	(8,930)	(7,951)	(10,490)
其他投资活动现金流	(14,097)	(10,321)	(2,091)	(439)	887
投资活动现金流	(35,169)	(35,386)	(21,920)	(20,706)	(23,521)
负债净变动	4,844	6,733	2,742	835	(1,386)
权益净变动	0	0	42,600	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(5,349)	(10,732)	0	0	0
融资活动现金流	(505)	(3,999)	45,342	835	(1,386)
汇率收益/损失	398	120	0	0	0
年初现金	27,607	33,631	33,661	87,308	102,997
年末现金	33,631	33,661	87,308	102,997	122,317

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.774	1.097	1.510	1.979	2.417
每股账面值	6.607	7.619	10.536	12.275	14.503
利润率分析(%)					
毛利率	21.2	20.9	21.8	22.3	23.1
EBITDA利润率	9.2	8.4	9.3	10.8	11.6
EBIT利润率	7.4	6.7	7.6	9.1	9.9
净利率	6.4	6.5	7.0	7.9	8.5
盈利能力(%)					
ROA	5.8	6.5	7.6	9.0	10.3
ROE	11.3	13.4	15.0	16.0	16.6
ROIC	9.7	11.5	13.1	14.4	15.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.7	1.3	1.6	1.8	2.1
存货周转天数	81.1	67.4	65.5	61.6	57.0
应收账款周转天数	16.1	13.3	12.8	13.3	13.7
应付账款周转天数	98.5	101.2	96.8	81.2	66.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 5 月 6 日

小米集团 (1810 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇

(852) 3768 2850

xuan.xiong

邓志恒

(852) 3768 2795

alvin.tang

邵将星

(852) 3768 2962

jensens.shaw

罗圆

(852) 3768 2783

Jackie.Luo

刘方舟

(852) 3768 2782

Noah.Liu

张家尔

(852) 3710 3206

William.Zhang