

AI 赋能人车家生态，汽车打造公司成长第二极

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 高端化驱动手机业务盈利能力稳步提升，未来三年智能手机年复合增速超 13%；2) 新车上市或打造下一款爆品，产能扩充助力 2025 年销量翻倍，汽车业务有望成为公司成长的第二极；3) AI 赋能“人-车-家”生态场景，基于良好的用户基础和平台影响力，小米的端侧 AI 未来成长可期。
- 高端化提升手机盈利能力，AI 手机推动长期成长。** 公司是全球第三大智能手机厂商，市场份额 13.8%。小米在中国大陆市场头部品牌中增长位居第二，并在东南亚、中东、印度、欧洲、非洲、拉美等主要区域市场处于领先地位。小米稳步推进手机高端化战略，手机平均售价从 2019 年的 994 元提升至 2024 年的 1135 元，毛利率从 2019 年的 7.2% 增长至 2024 年的 12.7%，盈利能力显著提升。小米手机通过 AI 模型与澎湃 OS 深度融合形成的 HyperAI，打造以超级小爱为核心、端云协同的智能生态体系，推动手机业务长期成长。
- 新车爆款可期，产能扩充助力交付翻倍，打开第二成长曲线。** 小米从底层核心技术出发，全力构建“人车家全生态”。小米 SU7 定位于 C 级豪华科技轿车，在车身空间、风阻系数、加速性能、续航里程、智能生态等方面相比竞品具备优势；SU7 Ultra 上市 3 天锁单超 1 万辆，成为高端跑车市场爆品；YU7 2025 年上市，有望打造 SUV 爆品。小米 2024 年全年交付近 13.7 万辆，2025 年目标交付超 35 万台。小米汽车毛利率 20.5%，处于业界较优水平。随着产能爬坡和扩产、交付量提升、高阶车型上市，汽车业务将成为公司成长的第二极。
- AIoT 平台生态影响力持续提升，用户规模扩张+收入结构优化推动互联网业务增长。** 1) 作为全球领先的消费级 AIoT 平台，小米连接设备数已达 9 亿台。AIoT 平台的用户参与度和生态影响力快速提升，为小米构建“人车家全生态”提供关键支撑。家电、平板、穿戴设备等品类是 IoT 与生活消费品业务成长的重要驱动力。2) 互联网服务是公司利润的重要来源，毛利率超 74%。小米全球互联网月活用户数已达 7 亿，互联网业务呈现“用户基数扩大—收入多元增长—境内外协同发展”的良好态势，用户规模扩张与收入结构优化共同推动业务增长。
- 盈利预测与评级:** 预计未来三年归母净利润年复合增速为 32.5%。公司是智能手机和 IoT 生态领先企业，智能电动汽车成长性高，综合分部估值结果，2026 年公司整体目标市值为 16520 亿港元，对应目标价 63.79 港元（汇率按 1 人民币兑 1.07 港币换算）。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 消费终端需求或不及预期；汽车产能扩张和交付进度或不及预期；行业竞争加剧的风险；海外市场贸易保护影响当地销售的风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	270970.14	365906.35	482989.65	582820.21	678113.75
增长率	-3.24%	35.04%	32.00%	20.67%	16.35%
归属母公司净利润(百万元人民币)	17475.17	23658.13	34035.53	43746.99	54888.11
增长率	606.34%	35.38%	43.86%	28.53%	25.47%
每股收益 EPS	0.67	0.91	1.31	1.69	2.12
净资产收益率	10.66%	12.53%	12.96%	14.28%	15.20%
PE	71.11	52.53	36.51	28.41	22.64

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：杨镇宇
执业证号：S1250517090003
电话：023-67563924
邮箱：yzzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	15.82-58.2
3 个月平均成交量(百万)	350.86
流通股数(亿)	259.47
市值(亿)	13,375.74

相关研究

目 录

1 消费电子领先企业，AI全面赋能“人-车-家”生态	1
2 高端化提升手机盈利，AI手机未来可期.....	4
2.1 国产品牌手机龙头，稳步推进高端化战略	4
2.2 重回增长态势，高端化提升盈利能力	8
3 汽车业务打造公司成长第二极.....	9
3.1 汽车业务战略布局.....	9
3.2 小米 SU7 供不应求，25 年销售目标翻倍	10
3.3 精准定位打造爆款车型，新车上市值得期待	11
3.4 产能扩充助力交付，积极拓展销售渠道	14
3.5 汽车收入快速增长，单车盈利能力优异	16
4 AIoT 平台生态影响力持续提升，大品类驱动成长.....	16
5 用户规模扩张+收入结构优化，互联网业务稳健增长.....	19
6 盈利预测与估值.....	20
6.1 盈利预测.....	20
6.2 相对估值.....	21
7 风险提示	23

图 目 录

图 1: 小米集团发展历史.....	1
图 2: 公司营收及增速.....	1
图 3: 公司净利润及增速.....	1
图 4: 公司利润率水平.....	2
图 5: 小米集团分区域收入结构.....	2
图 6: 小米集团分业务收入比例.....	2
图 7: 小米集团分业务毛利润比例.....	2
图 8: 小米集团 AI 战略.....	4
图 9: 小米手机全球出货量及市场份额.....	4
图 10: 小米手机位列全球智能手机出货量前三.....	4
图 11: 小米手机在全球主要市场的份额变化.....	5
图 12: 小米手机在全球主要市场保持领先地位.....	5
图 13: 小米持续深耕国际新兴市场.....	5
图 14: 小米手机在中国大陆出货量及市场份额.....	6
图 15: 小米手机在中国大陆地区市场份额.....	6
图 16: 小米手机 ASP.....	6
图 17: 小米集团智能手机业务毛利率水平.....	6
图 18: 中国大陆高端手机销售比例.....	7
图 19: 小米集团智能手机业务毛利率水平.....	7
图 20: 小米手机 AI 功能.....	7
图 21: 小米集团手机业务业绩.....	8
图 22: 小米手机毛利率及单机利润.....	8
图 23: 小米汽车战略布局.....	9
图 24: 小米汽车 2024 年交付超 13 万台, 2025 年目标交付超 35 万台.....	10
图 25: 小米汽车交付量.....	11
图 26: 小米 SU7 主要配置.....	12
图 27: 小米 SU7 主要竞品对比.....	12
图 28: 小米 SU7 Ultra 主要配置及竞品对比.....	13
图 29: 小米汽车五大核心技术.....	14
图 30: 小米汽车工厂核心六大车间.....	15
图 31: 小米汽车销售门店数量和单店销量.....	15
图 32: 小米集团汽车业务业绩.....	16
图 33: 小米汽车单车收入和单车利润.....	16
图 34: 小米连接设备数.....	17
图 35: 拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数.....	17
图 36: 米家月活数.....	17
图 37: 小爱同学月活数.....	17
图 38: 小米 IoT 与生活消费产品三大品类市场表现优异.....	18
图 39: 小米 IoT 与生活消费产品业务财务状况.....	18

图 40：小米互联网服务业务财务状况	19
图 41：小米互联网服务业务收入结构	19
图 42：小米境外互联网服务收入	19
图 43：小米全球月活用户数	20
图 44：小米中国大陆月活用户数	20

表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	21
表 2：小米集团分部估值	22
表 3：可比公司估值	22
附：财务报表	24

1 消费电子领先企业，AI 全面赋能“人-车-家”生态

小米集团于 2010 年成立，是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子和智能汽车制造公司，集团业务已进入全球逾 100 个国家和地区。作为全球领先的科技企业，公司每年为全球用户提供数亿计的智能终端设备，包括智能手机、汽车、电脑、平板、家电、IoT 设备等。公司自 2021 年起，智能手机销售量连年稳居全球前三。

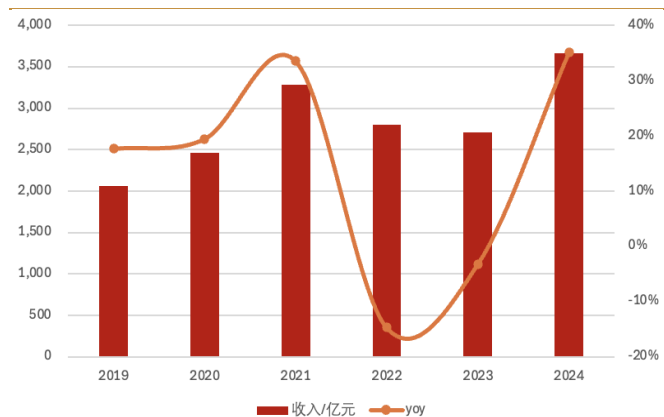
图 1：小米集团发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

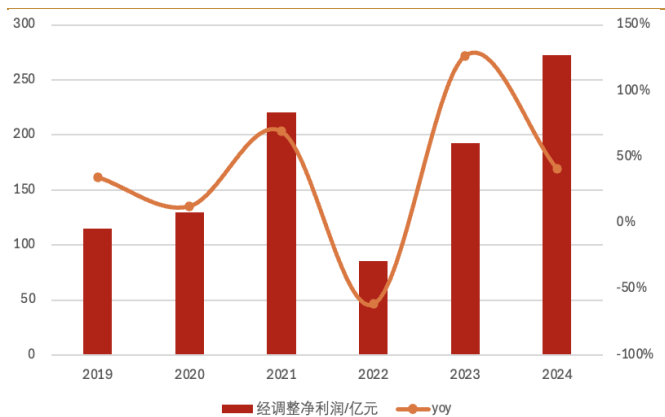
公司近六年营收稳步增长，年复合增速为 12.2%。疫情期间远程办公、在线娱乐等需求强力拉动，2021 年公司收入增长加速至 33.5%。随着各国疫情后逐步放开，消费电子需求经历两年透支后有所疲软，行业周期下行，公司 2022-2023 年收入有所下滑。公司持续执行稳健进取的经营策略，并积极拓展新业务领域，2024 年实现收入 3659 亿元，同比增长 35%，经调整净利润 272.4 亿元，同比增长 41.3%，近六年经调整净利润年复合增速 18.8%。公司经营改善显著，2024 年收入利润均创历史新高。

图 2：公司营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司净利润及增速

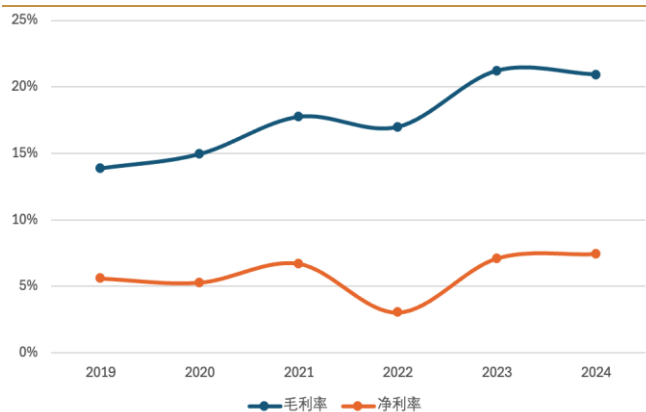


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利水平不断提升。公司业务结构持续优化，推动毛利率从 2019 年的 13.9% 提升至 2024 年的 20.9%。经营效率的提升和费用端的优化，带动公司净利率从 2019 年的 5.6% 提升至 2024 年的 7.4%。

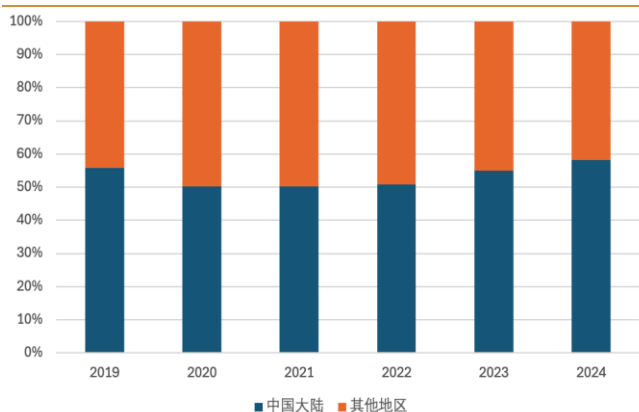
中国大陆地区是公司最主要的销售区域，2024 年占整体收入的 58%。除中国外的亚太区、欧洲、非洲等是主要境外市场。

图 4：公司利润率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

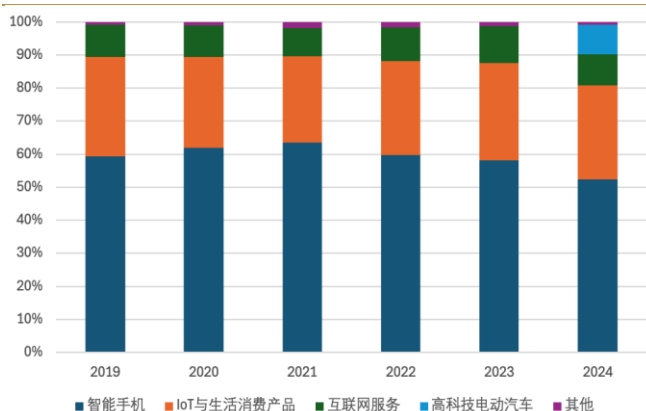
图 5：小米集团分区域收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

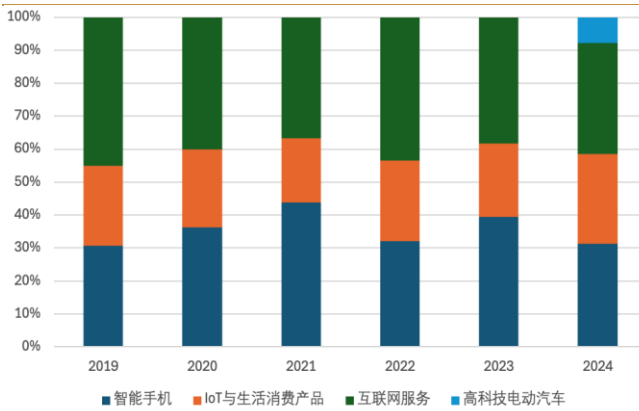
公司的业务结构分为：智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务和高科技电动汽车四大业务板块。智能手机业务是公司第一大业务，常年收入占比在 52% 以上，毛利润占比超 31%。IoT 与生活消费产品占收入比重基本保持在 28% 左右，近六年收入年复合增速达到 10.9%。互联网服务占收入比例为 10% 左右，近六年收入年复合增速 11.5%，其毛利润规模为公司最大，占整体毛利润比例超 34%；汽车业务为 2024 年新开拓业务，收入比例为 8.9%。

图 6：小米集团分业务收入比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：小米集团分业务毛利润比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

小米集团的 AI 战略呈现出多应用场景赋能、深度融合的布局，主要分为两大核心板块及底层支撑体系：

“OS x AI”：终端场景深度赋能

在“人-车-家”生态中，AI 与小米澎湃 OS 紧密结合，形成 AI+OS 生态。

- 个人终端：手机端实现识屏圈搜、跨应用操作等功能，平板电脑支持 AI 写作与会议纪要，智能手表可手势操作，提升交互便捷性与智能化体验。
- 汽车领域：涵盖智能驾驶、智能座舱及智能制造，推动汽车向更智能、更便捷的移动空间演进，强化“人-车-家全生态”的联动。
- 智能家居：智能电视智能搜索、空调灵云智控、智能音箱 AI 大模型问答等功能，让家居设备更懂用户需求，打造高效智能的居家场景。

“OS x AI”以用户体验为核心，通过 AI 技术使终端产品更智能易用，增强用户对小米生态的粘性。

“信息化 x AI”：企业运营效率革新

AI 技术渗透至企业运营各环节：

- 产品研发：优化集成供应链、提升开发与设计能力，缩短研发周期，降低成本，加速产品迭代。
- 销售与服务：提供新零售模式、智能客服、精准营销策略等服务，提升用户购物体验与销售转化率，增强市场响应能力。
- 集团运营：在人力、财务、法务等领域应用 AI，实现流程自动化、决策智能化，提高运营效率与管理精度。

“信息化 x AI”通过 AI 技术优化企业内部流程，提升整体运营效能，增强市场竞争力。

底层支撑：AI 核心技术与基建

- 核心技术：以 AI 大模型为核心，结合视觉、声学语音、多模态模型等，为上层应用提供技术底座，确保 AI 功能的精准与智能。
- 基建层面：AI 平台与框架基建，为技术研发与应用落地提供稳定、高效的环境，支撑整个 AI 战略的持续发展。

小米集团的 AI 战略全面覆盖用户终端与企业运营，通过技术与场景的深度融合，不仅提升了用户体验，还优化了企业内部效率，展现了其在智能时代以 AI 驱动创新、构建生态壁垒的决心，为“人-车-家”全生态战略目标的实现奠定坚实基础，助力小米集团在多领域保持领先地位。

图 8：小米集团 AI 战略



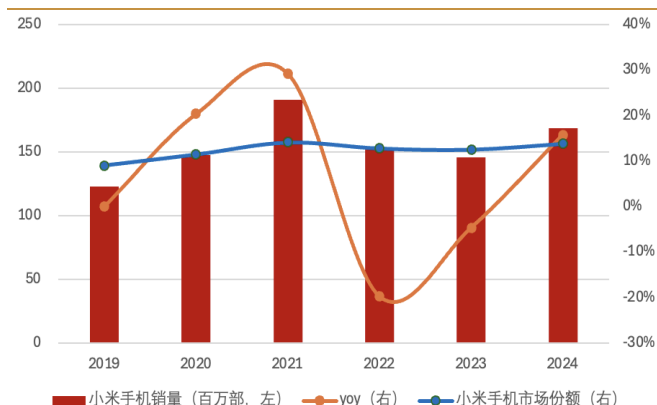
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 高端化提升手机盈利，AI 手机未来可期

2.1 国产品牌手机龙头，稳步推进高端化战略

小米是全球第三大手机厂商。根据 IDC 统计，小米手机出货量从 2019 年 1.2 亿部增长至 2024 年近 1.7 亿部，年复合增速达 6.6%，高于行业平均水平。小米手机连续 18 个季度位居全球智能手机出货量前三，2024 年市场份额为 13.8%，在国产手机品牌中位列第一。

图 9：小米手机全球出货量及市场份额



数据来源：IDC，西南证券整理

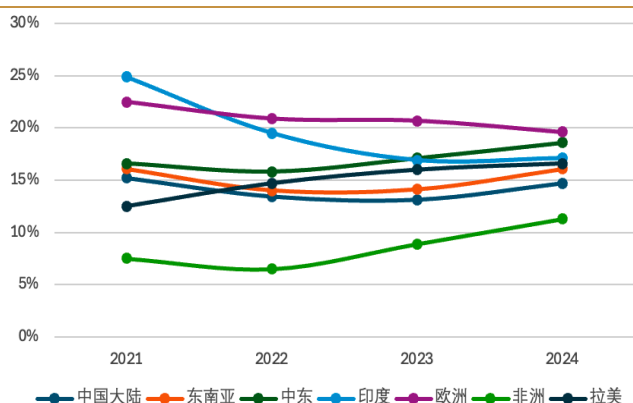
图 10：小米手机位列全球智能手机出货量前三

手机厂商	2024年出货量 (百万台)	2024年市场份额	出货量同比变化
苹果	225.9	18.5%	-1.4%
三星	222.9	18.2%	-1.1%
小米	168.6	13.8%	15.4%
传音	106.7	8.7%	15.3%
OPPO	103.6	8.5%	2.8%
其他	395.6	32.3%	13.7%
总计	1,223.2	100.0%	7.1%

数据来源：Canalys，西南证券整理

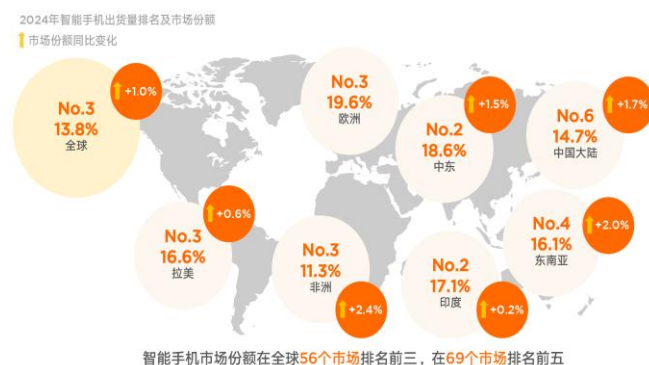
小米手机在全球主要区域市场处于领先地位。小米在中国大陆、东南亚、中东、印度、欧洲、非洲、拉美等全球主要市场占据着重要的地位，市场份额均超过 10%；其中，中东、非洲、拉美的市场份额近三年持续上升。小米的智能手机在全球 56 个市场的出货排名前三，在 69 个市场排名前五。小米手机海外市场早期布局欧洲和印度，具有良好的用户基础。目前小米手机在欧洲和印度的市场份额分别为 19.6% 和 17.1%，排名第三和第二位。

图 11：小米手机在全球主要市场的份额变化



数据来源：Canalys，西南证券整理

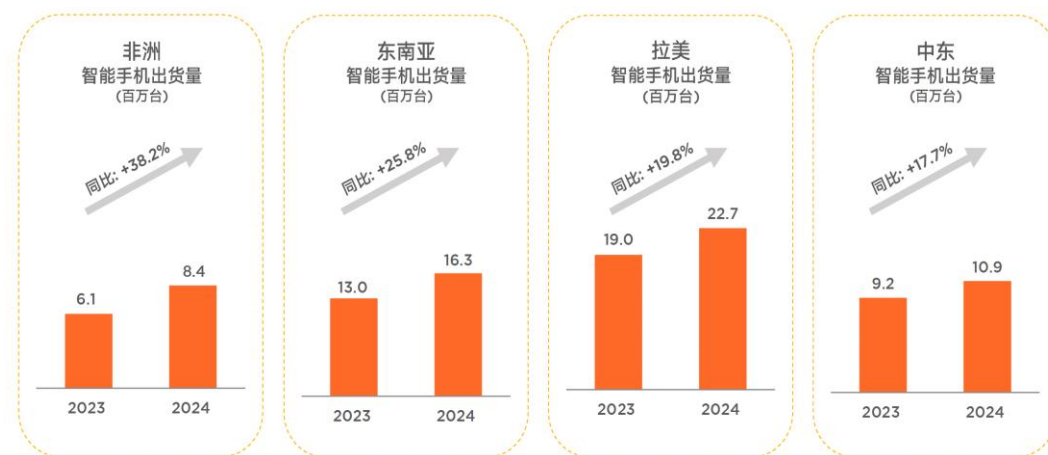
图 12：小米手机在全球主要市场保持领先地位



数据来源：Canalys，小米官网，西南证券整理

小米集团持续深耕国际新兴市场。小米手机在非洲市场的出货量增长最快，从 2023 年的 610 万台增长至 2024 年的 840 万台，同比增速超 38%，位列非洲市场的品牌第三；东南亚市场 2024 年出货 1630 万台，同比增长 25.8%；拉美市场是仅次于中国大陆的第二大市场，2024 年小米手机在此地区的出货量达到 2270 万台，同比增长 19.8%；中东市场 2024 年出货 1090 万台，同比增长 17.7%，是该区域市场出货量第二大品牌。

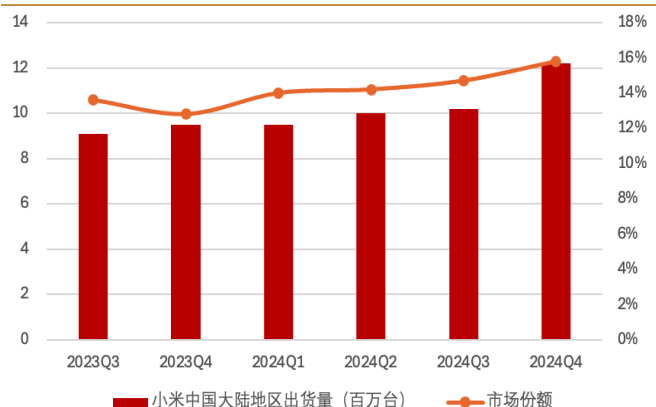
图 13：小米持续深耕国际新兴市场



数据来源：公司官网，西南证券整理

中国大陆地区是小米手机的最大销售市场，2024 年出货 4190 万台。小米在中国大陆地区的市场份额连续 4 个季度保持增长，从 2023 年四季度的 12.8% 提升至 2024 年四季度的 15.8%，增长 3 个百分点。2024 年小米手机在中国大陆市场出货量位居第六，但在头部品牌中小米的增长仅次于华为，达到 17.8%。

图 14：小米手机在中国大陆出货量及市场份额



数据来源：Canalys，西南证券整理

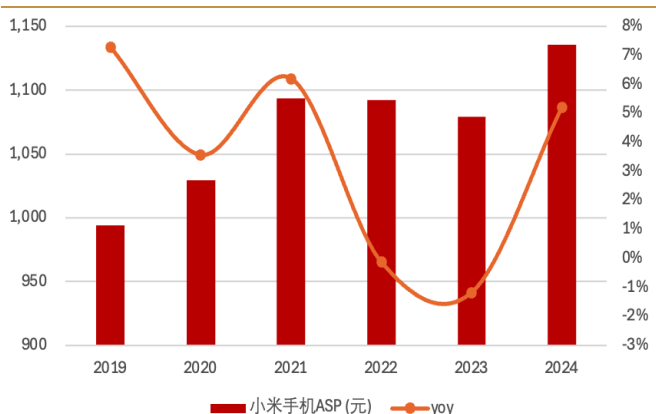
图 15：小米手机在中国大陆地区市场份额

手机厂商	2024年出货量 (百万台)	2024年市场份额	出货量同比变化
vivo	49.3	17.3%	10.8%
华为	46.0	16.2%	37.4%
苹果	42.9	15.1%	-17.3%
OPPO	42.7	15.0%	-2.7%
荣耀	42.2	14.8%	-3.2%
小米	41.9	14.7%	17.8%
其他	19.7	6.9%	0.0%
总计	284.6	100.0%	4.5%

数据来源：Canalys，小米官网，西南证券整理

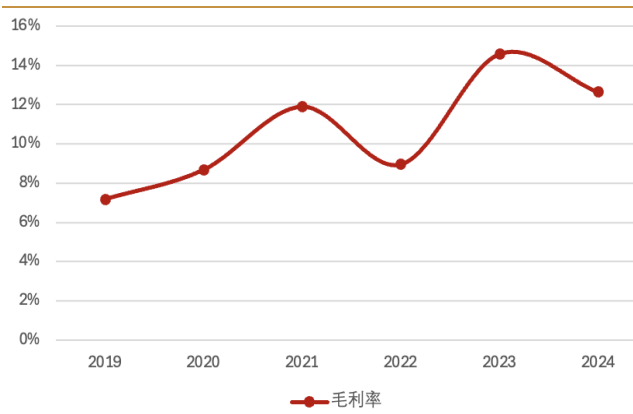
走高端化路线是小米集团智能手机业务增长的重要驱动力。小米近年来稳步推进其智能手机高端化战略，手机平均售价（ASP）从 2019 年的 994 元提升至 2024 年的 1135 元。受此影响，小米手机的毛利率从 2019 年的 7.2% 增长至 2024 年的 12.7%，盈利能力显著提升。

图 16：小米手机 ASP



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：小米集团智能手机业务毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

中国大陆智能手机高端化趋势加速，小米稳步推进手机高端化战略。中国大陆地区的高端智能手机（3000 元以上的机型）销售比例逐年提升，从 2021 年的 17% 增长至 2024 年的 23.3%，其中 2024 年四季度达到了 29%。小米手机在 4000-5000 元价位的手机销售比例从 2022 年 14.9% 提升至 2024 年 24.3%，5000-6000 元价位的手机出货比例从 2022 年 3.4% 提升至 2024 年 9.7%。

图 18：中国大陆高端手机销售比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：小米集团智能手机业务毛利率水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

生成式 AI 和 LLM 的飞跃发展，深刻变革了个人生活与工作模式。智能设备作为人工智能触达终端用户的终极载体，正成为 AI 未来发展落地的重要突破口。AI 手机将 AI 模型/应用与手机结合，为手机产业带来创新变革，或带来智能手机行业新一轮的创新周期。

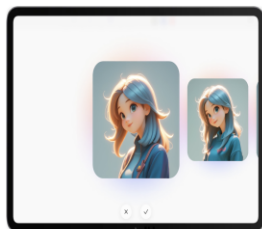
小米手机发力 AI 模型本地化部署，形成了以超级小爱为核心、端云协同为特色的智能生态体系。通过 AI 模型与澎湃 OS 深度融合形成的 HyperAI，小米手机提供了 AI 写作、文生图、AI 写真、智能翻译、AI 备忘录、AI 识音、AI 搜图等多项 AI 功能。

图 20：小米手机 AI 功能



全新“AI妙画”

7 种风格精细调校，还可参考人物形象姿势生图，局部修改即可重新生成



全局“AI识音”

录音中实时转文字，录音完自动摘要，高效回顾内容



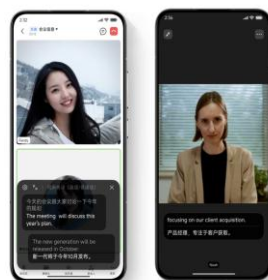
全局“AI写作”

文本生成、摘要、纠错、润色都轻松搞定



全局“AI翻译”

会议、通话、看视频，实时双语字幕，还支持同声传译



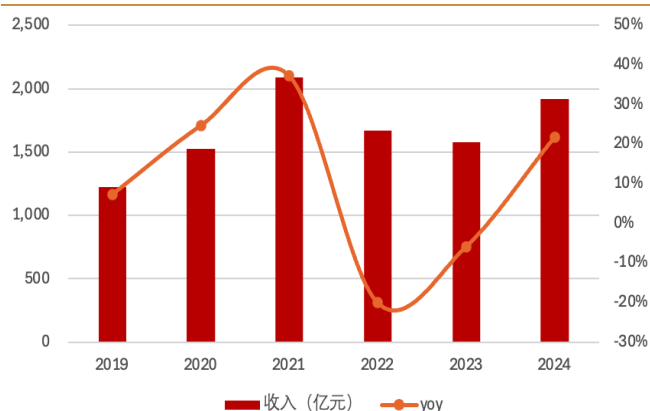
数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 重回增长态势，高端化提升盈利能力

小米智能手机业务收入从 2019 年的 1221 亿元增长至 2024 年的 1917.6 亿元，CAGR 为 9.5%。其中，受远程办公、在线娱乐等需求推动，小米手机业务 2021 年达到历史最高，收入为 2088.7 亿元，同比增长 37.2%；此后经历了两年的行业下行周期调整，小米手机业务在 2024 年重回增长，2024 年收入同比增长 21.8%。

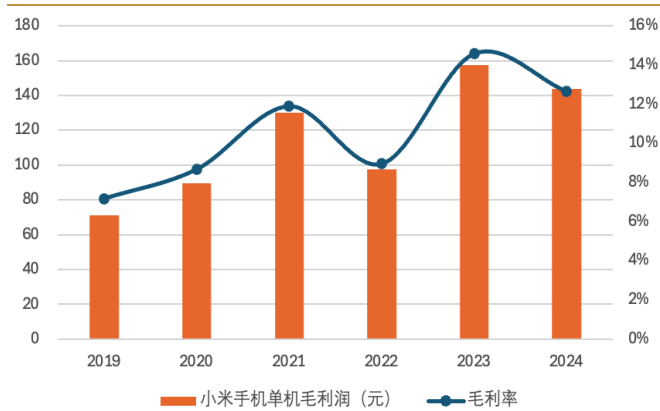
随着手机高端化战略的推进，小米手机的毛利率近两年超过了 12%，单机毛利润从 2019 年的 71.3 元增长至 2024 年的 143.6 元，CAGR 为 15%。随着品牌高端化持续推进、AI 手机赋能带来价值量的提升，小米智能手机业务的盈利能力预计持续向好。

图 21：小米集团手机业务业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：小米手机毛利率及单机利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 汽车业务打造公司成长第二极

3.1 汽车业务战略布局

小米汽车秉持“从底层核心技术出发，十倍投入，认认真真造一辆好车”的信念，全力构建“人车家全生态”，为用户带来全新出行体验。

- 在这一战略布局中，品牌力与高端化战略是重要支撑。小米致力于提升品牌形象，凭借高端化战略进军中高端市场，塑造独特的品牌标识，增强市场竞争力。
- 研发能力是核心驱动力。小米深耕底层核心技术，坚持全栈自研智能驾驶，投入大量资源攻克技术难题，确保在动力、续航、智能驾驶等关键领域保持领先，为车辆的高性能与安全性筑牢根基。
- 产品方法论体现用户关怀。通过精准的用户洞察，深入了解消费者需求，打造符合市场期待的“爆品”。同时，强化供应链管理，优化生产流程，保障产品质量与交付效率。
- 集团资源协同则整合各方优势，加强渠道建设，拓展销售与服务网络，让用户更便捷地接触和体验小米汽车。

“人车家全生态”将人、车、家紧密相连，以技术为纽带，实现多场景智能联动。比如，用户可通过手机远程控制车辆，车内也能无缝连接智能家居设备，让出行与生活完美融合。这种创新模式不仅提升了用户体验，还为小米汽车在竞争激烈的市场中开辟出独特赛道，开启智能出行新时代，助力小米在汽车领域实现“全球前五”的目标，为用户创造更多价值。

图 23：小米汽车战略布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 小米 SU7 供不应求，25 年销售目标翻倍

小米汽车经过十余年的潜心布局，经历了从早期探索与生态铺垫、到正式入局、再到上市交付等多个阶段，持续突破，现已成为国内不可忽视的一股造车新势力。在前期探索阶段，小米通过顺为资本参与了蔚来、小鹏等新势力的早期融资，深度接触了智能电动车技术。2021 年 3 月 30 日，小米集团宣布成立全资子公司“小米汽车有限公司”，首期投资 100 亿元，并计划未来十年投入 100 亿美元，雷军亲任 CEO，小米开始正式介入造车。

依托小米生态链优势，聚焦智能驾驶、电池技术与车机互联，小米汽车组建了超 3000 人的研发团队，自研了电机（小米超级电机 V6/V6s）、智能底盘、800V 高压平台及 Xiaomi HyperOS 系统等。2021 年 8 月，小米收购了自动驾驶公司深动科技，布局端到端智驾系统。2023 年 12 月 28 日，小米汽车技术发布会推出五大核心技术，包括 CTB 一体化电池、超级电机、9100t 超级大压铸技术、Xiaomi Pilot 智驾系统、智能座舱系统等，并发布了其首款车型小米 SU7。

小米 SU7 上市创多项行业记录。2024 年 3 月 28 日，小米 SU7 正式上市，售价 21.59~29.99 万元，27 分钟大定破 5 万辆，创行业纪录。小米在 2024 年全年交付近 13.7 万辆 SU7，并创造了新车企十万台的最快下线记录。

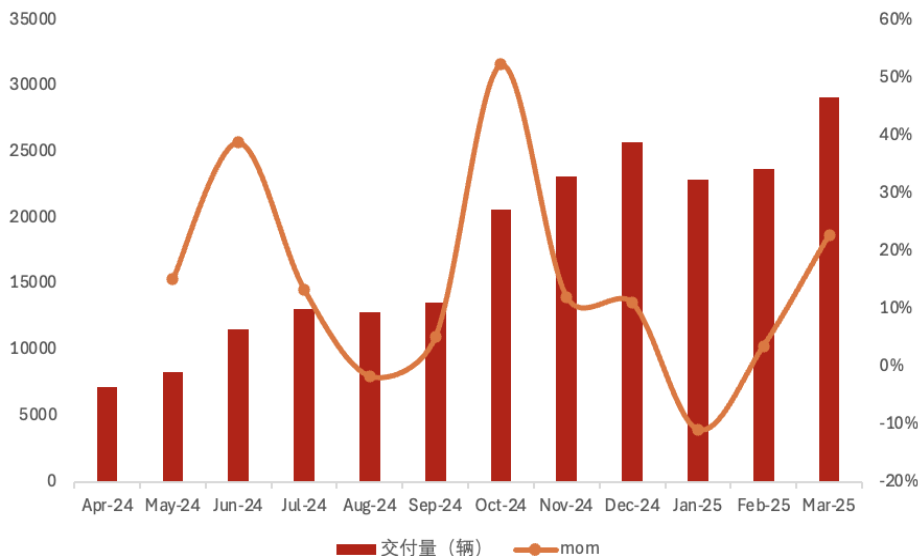
小米汽车供不应求，叠加新车型上市，2025 年目标交付超 35 万台。从 2025 年前三个月的交付情况看，小米汽车已交付超 7.5 万辆，3 月份单月交付 2.9 万台，如按此趋势持续下去，小米有较大概率完成全年交付目标。

图 24：小米汽车 2024 年交付超 13 万台，2025 年目标交付超 35 万台



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 25：小米汽车交付量



数据来源：乘联会，西南证券整理

3.3 精准定位打造爆款车型，新车上市值得期待

小米 SU7 是小米集团的第一款汽车，定位于 C 级豪华科技轿车，是目前市面上少有的国产纯电动轿跑。小米 SU7 搭载 HyperEngine V6/V6s 超级电机，零百加速最快 2.78 秒，最高车速 265km/h。SU7 采用 CTB 一体化电池技术，其 CLTC 续航最高 830km，支持 800V 高压平台，15 分钟补能最多 510km。车身采用碳纤维扰流板和低滚阻轮胎，风阻系数 0.195Cd，超越特斯拉 Model S 的 0.208Cd。SU7 Pro 和 Max 版智驾系统标配激光雷达和英伟达双 Orin-X 芯片，算力达 508TOPS，支持城市 NOA、端到端代客泊车等功能。智能座舱方面，SU7 标配 16.1 英寸中控屏和 7.1 英寸翻转式仪表屏，Max 版配备 56 英寸 HUD；SU7 全系搭载高通骁龙 8295 芯片，支持小米澎湃 OS 的生态联动（与手机、智能家居等）。

图 26：小米 SU7 主要配置

	SU7	SU7 Pro	SU7 Max
售价	21.59万元	24.59万元	29.99万元
基本参数			
长×宽×高 (mm)	4997 × 1963 × 1455		4997 × 1963 × 1440
轴距 (mm)	3000		
风阻系数	0.195		
整车性能			
0-100km/h加速时间 (s)	5.28	5.7	2.78
CLTC续航里程 (km)	700	830	800
快充充电时间 (min) (10%-80%)	25	30	19
15min充电补能 (km)	350		510
动力系统			
电机类型	后永磁/同步		前感应/异步 + 后永磁/同步
最大功率 (kW)	220		495
最大马力 (PS)	299		673
最大扭矩 (N·m)	400		838
电池容量 (kWh)	73.6	94.3	101
电池类型	磷酸铁锂电池		三元锂电池
电池特色技术	CTB一体化电池技术		
底盘/操控			
前悬架形式	双叉臂式独立悬架		
后悬架形式	五连杆式独立悬架		
智能驾驶配置			
辅助驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin * 1	NVIDIA DRIVE Orin * 2	
智能驾驶芯片算力 (TOPS)	84	508	508
激光雷达数量 (个)	-	1	1
毫米波雷达数量 (个)	1	3	3
车外摄像头数量 (个)	11	11	11
超声波雷达数量 (个)	12	12	12
智能驾驶操作系统	Xiaomi Pilot Pro	Xiaomi HAD 小米智能驾驶	
智能座舱			
智能座舱系统	Xiaomi HyperOS		
智能座舱芯片	高通骁龙8295		
中控屏	16.1英寸3K中控屏		
仪表盘	7.1英寸翻转式仪表屏		
HUD	-	-	56英寸抬头显示系统

数据来源：公司官网，西南证券整理

与市面上的主流竞品相比(详细规格对比参见图 27)，小米 SU7 在车身空间、风阻系数、百公里加速性能、CLTC 续航里程、智能座舱、生态等方面具备比较优势。

图 27：小米 SU7 主要竞品对比

	小米SU7	特斯拉Model 3-焕新版	小鹏P7i	蔚来ET5	极氪007	智界新S7
官方价格 (万元)	21.59-29.99	23.55-33.95	24.99-28.99	29.8-35.6	20.99-29.99	22.98-31.98
长×宽×高 (mm)	4997 × 1963 × 1455	4720 × 1848 × 1442	4888 × 1896 × 1450	4790 × 1960 × 1499	4865 × 1900 × 1450	4971 × 1963 × 1474
轴距 (mm)	3000	2875	2998	2888	2928	2950
风阻系数	0.195	0.22	0.236	0.24	0.2	0.22
0-100km/h加速时间 (s)	2.78 / 5.28 / 5.7	3.1 / 4.4 / 6.1	3.9 / 5.9 / 6.4	4	2.84 / 3.6 / 5.1	3.3 / 5.4
CLTC续航里程 (km)	700 / 800 / 830	623 / 634 / 713	610 / 702	560 / 710	616 / 660 / 688 / 870	705 / 785 / 855
快充充电时间 (min) (10%-80%)	19 / 25 / 30	约 30 分钟 (170kW)	29	30 / 35	10.5 / 15	15
电机类型	后永磁/同步, 前感应/异步 + 后永磁/同步	永磁同步	后中置电机后驱, 永磁同步电机	前感应异步 + 后永磁同步	后驱: 永磁同步 四驱: 前异步 + 后永磁同步	后驱: 永磁同步 四驱: 前异步 + 后永磁同步
最大功率 (kW)	220 / 495	194	203	360	310 / 475	215
最大马力 (PS)	299 / 673	264	267	489	421 / 646	292 / 578
最大扭矩 (N·m)	400 / 838	340	440	700	440 / 710	370 / 820
电池容量 (kWh)	73.6 / 94.3 / 101	62.5	75 / 100	75 / 100 / 150	75 / 100	82 / 100
电池类型	磷酸铁锂电池 三元锂电池	磷酸铁锂电池	液冷恒温无热蔓延三元电池包 (IP68级防尘防水)	三元锂电池	磷酸铁锂电池 三元锂电池	三元锂电池
辅助驾驶芯片	NVIDIA Orin × 1 or 2	Tesla AI4	NVIDIA Orin × 1 or 2	NVIDIA Orin × 4	NVIDIA Orin × 2	HUAWEI ADS系统
辅助驾驶芯片算力 (TOPS)	84 / 508	720 × 2	254 / 508	1016	508	——
智能座舱芯片	高通骁龙8295	AMD Ryzen Embedded V1000	高通骁龙SA8155P	高通骁龙8295	高通骁龙8295	鸿蒙系统智能座舱
中控屏	16.1英寸3K中控屏	15 英寸	14.96 英寸悬浮触控屏	12.8 英寸 AMOLED 曲面屏	15.05 英寸 OLED 屏	15.6 英寸悬浮屏

数据来源：各公司官网，西南证券整理

2025 年 2 月，小米正式发布 SU7 Ultra，定价 52.99 万元，对标特斯拉 Model S Plaid、保时捷 Taycan 等高端跑车品牌。小米 SU7 Ultra 百公里加速 1.98 秒，最大马力 1548ps，设计最高时速 350km/h。小米 SU7 Ultra 采用超级三电机系统、赛道级高功率电池包和散热系统，纽北调教底盘系统。与竞品相比，小米 SU7 Ultra 在车身空间、风阻系数、百公里加速性能、快充速度、动力性能、智驾配置等方面具备一定的优势。

小米 SU7 Ultra 首销大超预期，3 天大定订单超 1.9 万辆，3 天锁单超 1 万辆。2025 年 3 月，小米 SU7 Ultra 正式开启交付。目前，小米 SU7 Ultra 在细分市场已成为爆品。

此外，小米预计将于 2025 年上市第一款 SUV 小米 YU7，市场关注度高。我们认为，小米 YU7 在小米品牌加持、以及 SU7 成功的背景下具有爆品的潜质，有望在 SUV 这一最大车型市场中占据一席之地。

图 28：小米 SU7 Ultra 主要配置及竞品对比

	小米SU7 Ultra	特斯拉Model S Plaid	极氪001 FR	保时捷Taycan (25 款基础版)
售价 (万元)	52.99	90.19	76.9	91.8
基本参数				
长×宽×高 (mm)	5070 × 1970 × 1465	4979 × 1964 × 1445	5018 × 1999 × 1545	4963 × 1966 × 1381
轴距 (mm)	3000	2960	3005	2900
风阻系数	0.195	0.208	0.23	0.22
整车性能				
0-100km/h加速时间 (s)	1.98	2.1	2.02	4.8
CLTC续航里程 (km)	630	672	550	604
快充充电时间 (min) (10%-80%)	11	15 (250kW 超充)	15 (800V 高压快充)	18 (320kW 超充)
动力系统				
电机类型	前永磁同步+后双永磁同步, 三电机	前永磁同步+后双永磁同步, 三电机	永磁同步, 四电机	后置永磁同步, 双电机
最大功率 (kW)	1138	750	930	300
最大马力 (PS)	1548	1020	1265	408
最大扭矩 (N·m)	1770	1420	1280	710 (超增压模式)
电池容量 (kWh)	93.7	100	100	89
电池类型	三元锂电池	三元锂 (18650 电芯)	三元锂 (麒麟电池)	三元锂 (800V 高压平台)
底盘/操控				
前悬架形式	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架
后悬架形式	五连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
智能驾驶配置				
辅助驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin × 2	Tesla AI4	NVIDIA DRIVE Orin × 2	博世方案
智能驾驶芯片算力 (TOPS)	508	254	508	-
激光雷达数量 (个)	1	-	1	-
毫米波雷达数量 (个)	3	1	2	3
超声波雷达数量 (个)	12	12	12	12
车外摄像头数量 (个)	11	8	14	5
智能驾驶操作系统	Xiaomi HAD 小米智能驾驶	Autopilot / FSD	ZEEKR AD (支持城市 NOA)	Porsche InnoDrive
智能座舱				
智能座舱系统	Xiaomi HyperOS	Tesla UI	ZEEKR OS 6.0	Porsche Communication Management
智能座舱芯片	高通骁龙8295	AMD Ryzen V1000	高通骁龙8295	高通骁龙8295
中控屏	16.1英寸3K中控屏	17 英寸横向触控屏	15.4 英寸 OLED 屏	10.9 英寸中控屏
仪表屏	7.1英寸翻转式仪表屏	12.3 英寸仪表屏	8.8 英寸仪表屏	8.4 英寸副屏
HUD	56英寸抬头显示系统	可选	35.5 英寸 HUD	可选 AR-HUD

数据来源：各公司官网，西南证券整理

小米汽车产品的成功，离不开其自研的五大核心技术：超级电机，高压平台，超级大压铸，智能驾驶，智能座舱。

- 超级电机(HyperEngine): V8s 电机采用 27200rpm 超高转速设计, 效率达 98.11%，零百加速 2.78 秒；散热创新方面，采用双向全油冷散热+S 型立体油路，确保连续弹射起步性能不衰减。

- 高压平台 (HyperCharge): 采用 800V 全域碳化硅设计, 充电功率达 600kW, 5 分钟补能 220km, 并兼容 400V 充电桩; 电池设计方面, CTB 一体化电池技术集成效率 77.8%, 释放了 17mm 车内空间, 支持 -20°C 低温加热。此外, 小米自建超级充电站, 2025 年将覆盖全国主要城市, 并兼容第三方充电桩。
- 超级大压铸 (HyperCasting): 设备集群包括 9100 吨锁模力压铸机和 60 台配套设备, 72 个零件一体化成型, 焊点减少 840 个, 生产效率提升 45%; 小米自研泰坦合金, 支持 30% 循环铝, 碳减排 352.53kg / 零件, 强度提升 20%, 实现了材料端的突破。
- 智能驾驶 (Xiaomi Hyper Autonomous Driving): 采用激光雷达、毫米波雷达、超声波雷达和高清摄像头等多传感器设计; 采用英伟达双 Orin-X 芯片, 算力高达 508 TOPS, 支持 BEV 变焦、道路大模型、超分辨率占用网络等, 支持城市 NOA 功能。
- 智能座舱 (Xiaomi HyperOS): 硬件方面, 内置高通骁龙 8295 芯片, 具有 30 TOPS 的 AI 算力, 标配 16.1 英寸中控屏和 7.1 英寸翻转式仪表屏, Max 版本含 56 英寸 HUD, 支持 iPad 无线投屏; 生态方面, 兼容小米生态设备, 支持 CarPlay、AirPlay, 后排拓展小米 Pad 原生车机系统。

图 29: 小米汽车五大核心技术



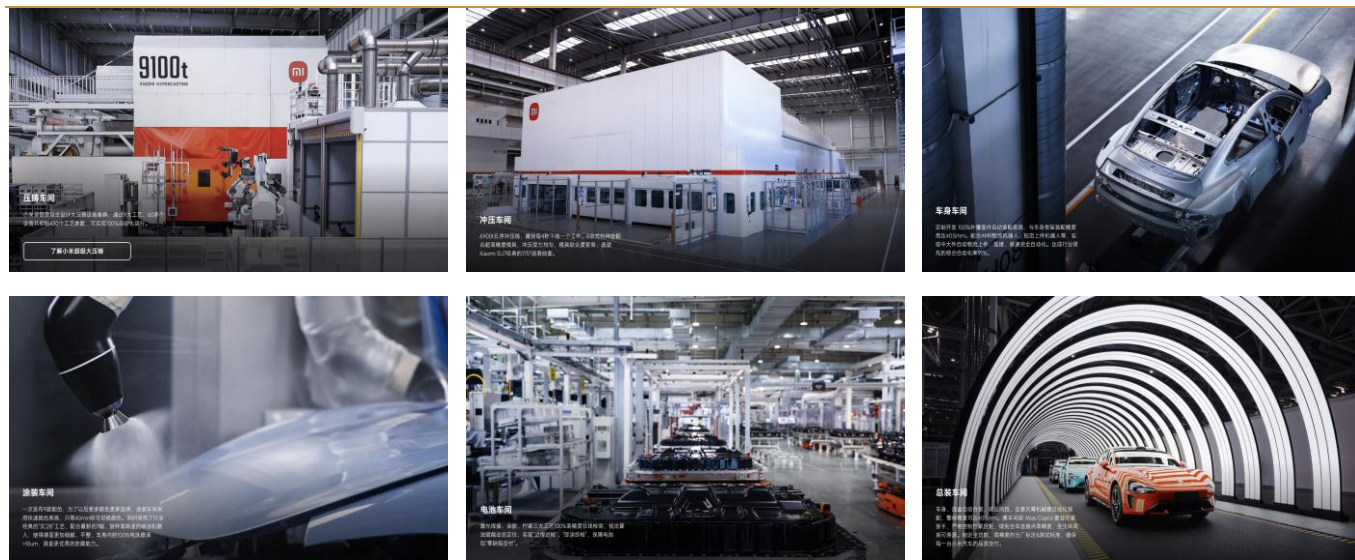
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.4 产能扩充助力交付, 积极拓展销售渠道

小米汽车工厂坐落于北京亦庄经济技术开发区, 占地面积 71.8 万平方米, 包括研发试验基地、新能源车专属打造的六大车间, 总长 2.5km 的测试跑道, 还有小米汽车工厂店, 是集研发、生产、销售、体验于一体的智造园区。小米汽车工厂针对新能源领域专属打造压铸、冲压、车身、涂装、电池、总装等六大车间, 实现一体化压铸后地板、CTB 电池等关键器件的自主生产; 同时引入超过 700 个机器人, 以先进的自动化生产实现高品质交付, 基本实现关键工艺 100% 自动化运行。

当前产能供不应求，积极扩产以应对海量订单需求。根据汽车之家资讯，小米汽车亦庄工厂一期设计产能为 15 万辆/年；目前小米汽车月交付量超 2 万辆，高于现有产能水平，处于供不应求的状态。小米汽车二期工厂于 2024 年动工，目前还处于扩建当中，预计 2025 年竣工投产。

图 30：小米汽车工厂核心六大车间



数据来源：公司官网，西南证券整理

积极拓展汽车销售网络，单店月销量超 150 辆。根据小米官方公布的数据，截至 2025 年 2 月，小米汽车全国销售门店达 235 家，覆盖 65 个城市，相比一年前门店增加了近 3 倍。公司计划 4 月新增 33 家门店。按单店销量来计算，小米汽车门店的单店月销量最高达到 155 辆。截止 2025 年 3 月 31 日，小米在全国已有 127 家服务网点，覆盖全国 75 个城市。

图 31：小米汽车销售门店数量和单店销量



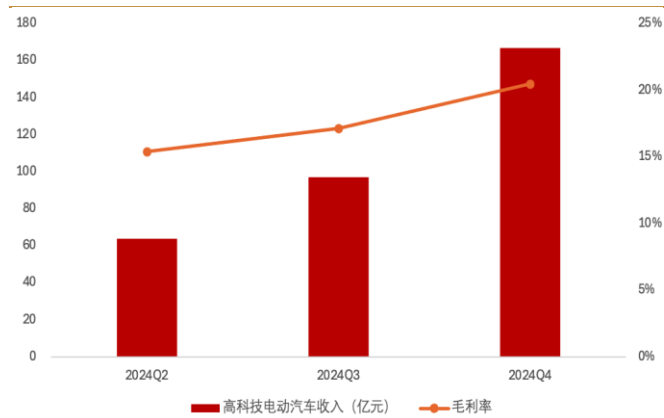
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.5 汽车收入快速增长，单车盈利能力优异

自 2024Q2 开启交付以来，小米高科技电动汽车业务逐季上升，收入从 2024Q2 的 63.7 亿元增长至 2024Q4 的 166.6 亿元，单季度环比呈现加速增长态势，且三四季度环比增速超 50%。随着收入扩大、规模效应的带动、供应链管理优化、以及对工厂生产潜力的挖掘，小米汽车的毛利率呈现逐季提升的态势，2024Q2-2024Q4 汽车业务单季度毛利率分别为 15.4%、17.1%、20.5%。

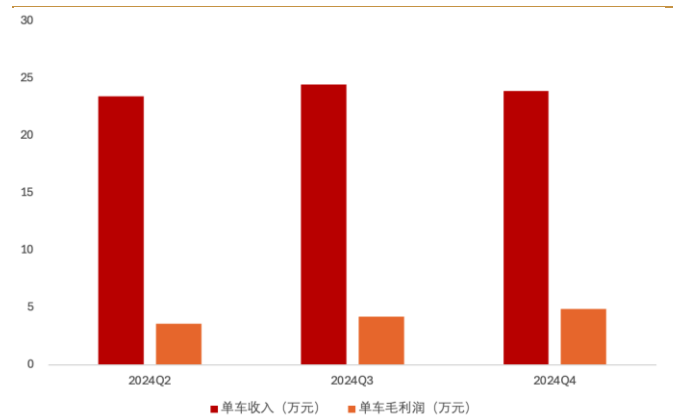
从单车获利能力看，小米汽车的单车收入稳定在 23.4 万-24.5 万元之间，单车毛利润在 3.6 万-4.9 万元。作为智能电动汽车领域的新入局者，小米的盈利能力目前处于行业较为优秀的水平。随着产能的爬坡、交付量的提升、以及高阶车型的上市，小米汽车的盈利能力依然有良好的成长空间。

图 32：小米集团汽车业务业绩



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：小米汽车单车收入和单车利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

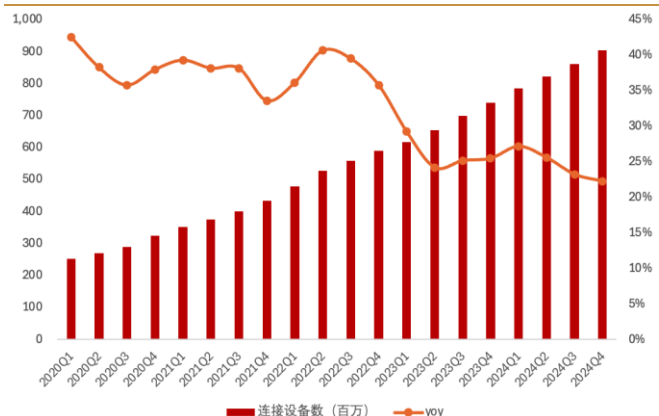
4 AIoT 平台生态影响力持续提升，大品类驱动成长

小米是全球领先的消费级 AIoT 平台。从连接设备数、拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数、米家/小爱同学月活等数据看，小米 AIoT 平台的用户参与度、设备连接规模及生态影响力的快速提升，为小米构建“人车家全生态”提供了关键支撑，也进一步巩固了其在全球消费级 AIoT 领域的领先地位与发展潜力。

连接设备数持续攀升：小米的连接设备数从 2020Q1 的 2.5 亿增长至 2024Q4 的 9 亿，五年增长 2.6 倍，且单季度同比增速保持在 22% 以上，显示设备接入规模扩张迅速，平台对用户吸引力持续增强，为“人车家全生态”战略奠定了广泛的设备基础。

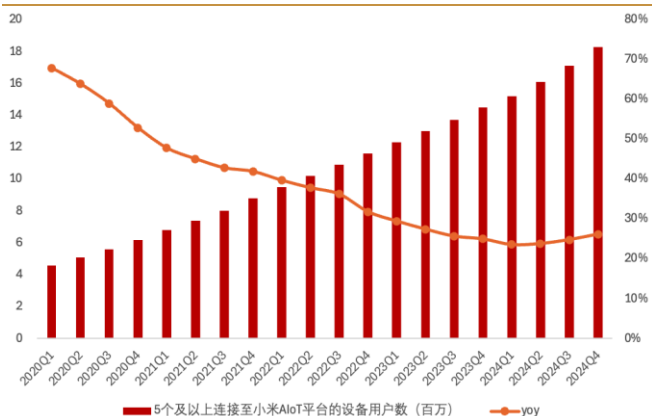
多设备用户数显著增长：拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数从 2020Q1 的 460 万增长至 2024Q4 的 1830 万，增长近 3 倍。这表明用户对小米生态的依赖加深，更愿意深度融入智能生活场景，凸显了小米 AIoT 设备间协同体验的优势，用户粘性不断增强。

图 34：小米连接设备数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数

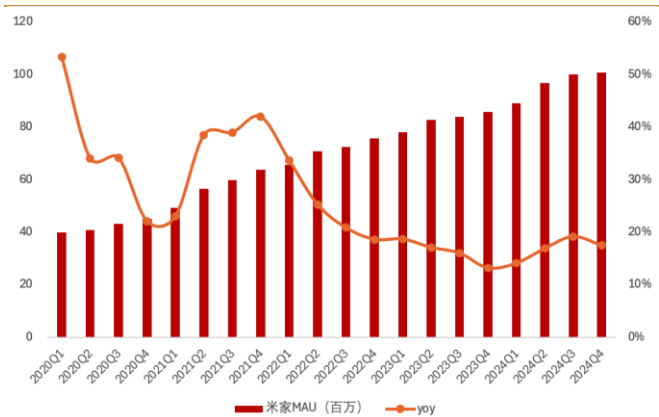


数据来源：公司公告，西南证券整理

米家 APP 月活用户稳步提升：米家 APP 月活跃用户从 2020Q1 的 4000 万增至 2024Q4 的 1 亿，增长了 1.5 倍。用户高频使用米家 APP 管理智能设备，对小米智能家居的使用习惯日益巩固，平台在用户日常智能生活中的重要性不断提升。

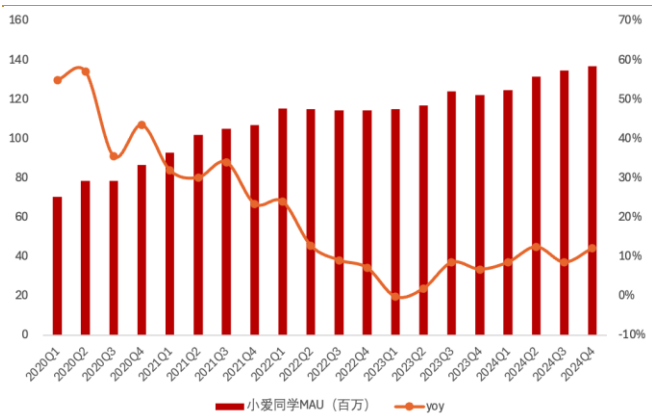
小爱同学月活用户稳定增长：小爱同学月活跃用户从 2020Q1 的 7050 万增至 2024Q4 的近 1.4 亿，实现了 94.5% 的增长。智能语音交互在智能家居控制中愈发普及，用户对语音指令操控设备的接受度和使用率不断提高，体现了小米在智能交互技术上的优化与用户认可，为全生态的便捷体验提供有力支持。

图 36：米家月活数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：小爱同学月活数



数据来源：公司公告，西南证券整理

IoT 与生活消费产品中，智能大家电、平板电脑、可穿戴设备是最为重要的几个大品类。

智能大家电：高速增长，市场突围。2024 年小米空调出货超 680 万台，同比增长超 50%；冰箱出货超 270 万台，同比增长超 30%；洗衣机出货超 190 万台，同比增长超 45%，均创历史新高。小米智能大家电在市场中高速扩张，空调、冰箱、洗衣机出货量显著增长，反映出小米大家电产品竞争力与用户认可度的提升，成为 IoT 与生活消费产品业务的重要增长极。

平板：增速领跑，份额跃升。根据 Canalys 数据，小米平板电脑 2024 年全球出货 9200 万台，市场份额 6.2%，全球排名第五，中国大陆地区排名第三，出货量同比大幅增长 73%，增速在全球前五厂商中 fastest。小米平板快速抢占市场份额，在竞争激烈的平板领域脱颖而出，显示其产品性能、性价比等方面契合市场需求，品牌影响力逐步扩大。

可穿戴设备：全球领先，技术驱动。根据 Canalsys 数据，2024 年小米的可穿戴腕带设备全球出货量排名第二，大陆地区第二；TWS 耳机全球第三，大陆地区第一。小米在可穿戴领域占据领先地位，腕带与 TW 耳机的市场排名体现了其生态优势与技术积累。TWS 耳机新品 Xiaomi Buds 5 Pro 搭载双功放三单元声学系统，可实现面对面翻译和同声传译，进一步强化产品竞争力，巩固市场地位。

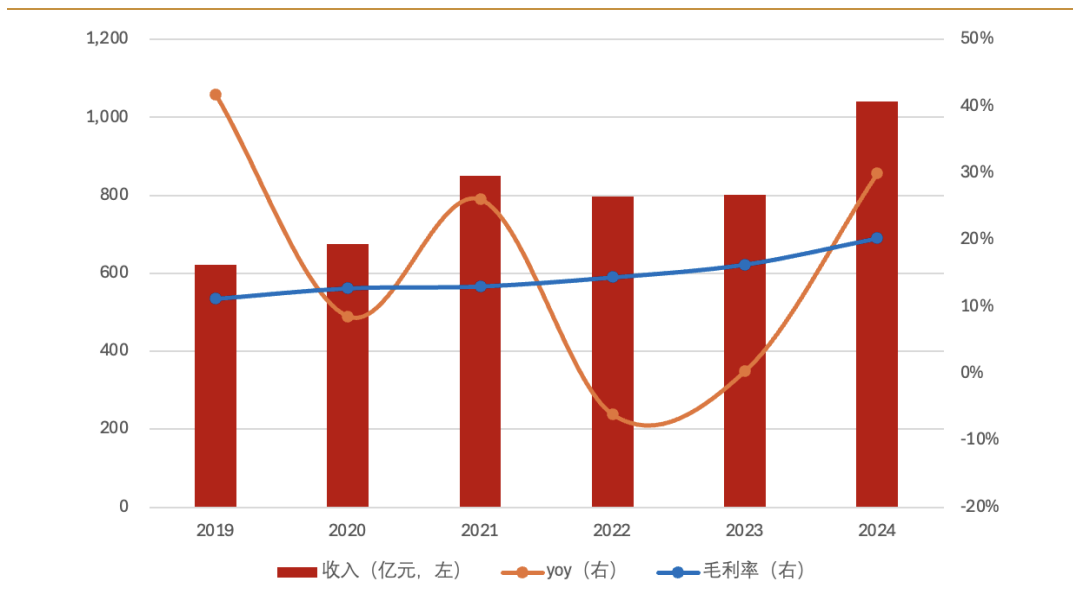
图 38：小米 IoT 与生活消费产品三大品类市场表现优异



数据来源：公司官网，西南证券整理

在家电、平板、穿戴设备等大品类增长等带动下，小米 IoT 与生活消费产品业务收入从 2019 年的 620.9 亿元增长至 2024 年的 1041 亿元，CAGR 为 10.9%。毛利率也呈现逐年提升的态势，从 2019 年的 11.2% 提升至 2024 年的 20.3%。

图 39：小米 IoT 与生活消费产品业务财务状况

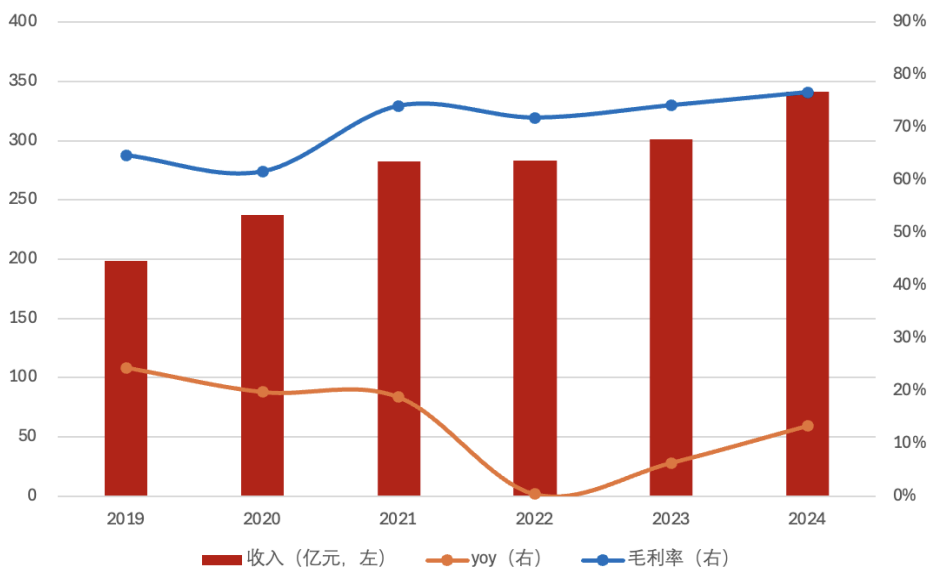


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 用户规模扩张+收入结构优化，互联网业务稳健增长

小米互联网服务业务收入从 2019 年的 198.4 亿元增长至 2024 年的 341.2 亿元，CAGR 为 11.5%，呈现稳步增长的趋势。互联网服务是小米集团利润率最高的业务，是小米集团利润的主要来源之一，近两年毛利率超 74%。

图 40：小米互联网服务业务财务状况

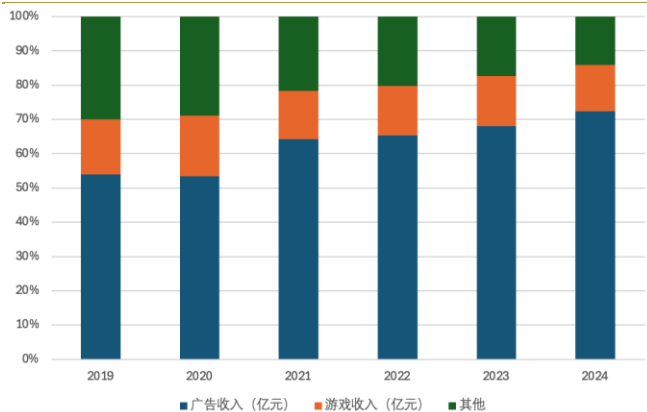


数据来源：公司公告，西南证券整理

小米的互联网服务业务的收入来源主要依靠手机、电视等硬件上承载的广告、游戏等。其中，广告收入贡献最大，2024 年占互联网服务业务比例超 70%，2019-2024 年的 CAGR 达到 18.2%，是小米集团增长最快的细分业务之一。

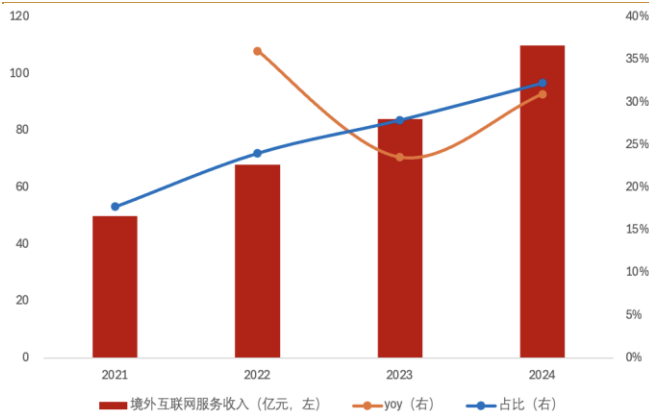
小米在境外市场拓展成效显著。境外互联网服务收入规模持续扩大，整体保持强劲增长态势，从 2021 年的 50 亿元翻倍增长至 2024 年的 110 亿元，CAGR 高达 30%，反映出小米在国际市场的互联网服务渗透力在不断增强。

图 41：小米互联网服务业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：小米境外互联网服务收入

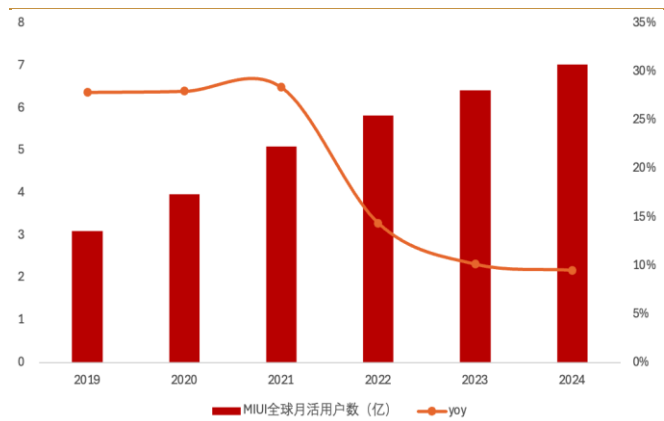


数据来源：公司公告，西南证券整理

MIUI 全球用户基数大幅扩张，为小米集团的互联网服务提供庞大的用户基础。用户活跃度提升，支撑广告、增值服务等变现，驱动互联网服务收入持续增长。小米全球互联网月活用户数从 2019 年的 3.1 亿增长至 2024 年的 7 亿，实现 126.5% 的增长。

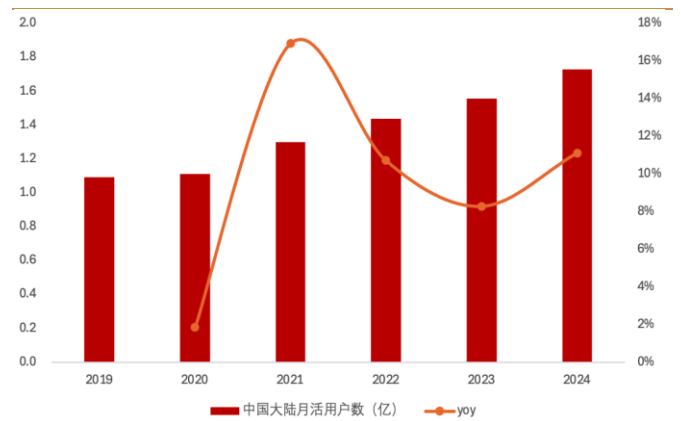
中国大陆月活用户数方面，从 2019 年的 1.1 亿增长至 2024 年的 1.7 亿。中国内地市场稳步增长，月活用户数持续提升，体现小米在中国本土市场的互联网服务需求稳定释放，用户付费意愿和使用频率增强。

图 43：小米全球月活用户数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：小米中国大陆月活用户数



数据来源：公司公告，西南证券整理

整体来看，小米集团的互联网服务业务呈现“用户基数扩大——收入多元增长——境内外协同发展”的良好态势，用户规模扩张与收入结构优化共同推动业务增长，境内外市场齐头并进，为集团的长期发展提供有力支撑。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司智能手机出货维持全球市占率前三的份额，25-27 年出货增速预计为 10%、8%、5%；

假设 2：大家电、穿戴设备、平板电脑等品类依然是 IoT 及生活消费品业务的主要增长驱动力，市场份额提升带动该业务未来三年复合增速 15%；

假设 3：互联网月活用户数量稳步提升，考虑到广告、增值服务变现能力，互联网服务业务维持 10% 左右的年复合增长率；

假设 4：小米 SU7 订单强劲，新车型 SU7 Ultra 和 YU7 于 2025 年上市，考虑到产能爬坡和后续更多车型的推出，预计未来三年汽车销量为 36 万、53 万、70 万辆。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
智能手机	收入	191,759.28	225,500.46	254,139.02	278,790.50
	增速	21.78%	17.60%	12.70%	9.70%
	毛利率	12.65%	13.15%	13.70%	14.00%
IoT 与生活消费产品	收入	104,103.87	123,883.60	140,854.56	157,757.11
	增速	29.95%	19.00%	13.70%	12.00%
	毛利率	20.26%	21.50%	22.30%	23.20%
互联网服务	收入	34,115.40	38,550.40	42,251.24	44,786.32
	增速	13.31%	13.00%	9.60%	6.00%
	毛利率	76.64%	77.00%	78.00%	78.50%
高科技电动汽车	收入	32,727.65	91,637.42	142,038.01	193,171.69
	增速	——	180.00%	55.00%	36.00%
	毛利率	18.48%	19.20%	19.00%	19.50%
其他	收入	3,200.15	3,417.76	3,537.38	3,608.13
	增速	-2.84%	6.80%	3.50%	2.00%
	毛利率	-30.61%	2.50%	5.00%	5.00%
合计	收入	365,906.35	482,989.65	582,820.21	678,113.75
	增速	35.04%	32.00%	20.67%	16.35%
	毛利率	20.92%	21.46%	21.68%	21.92%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 4830 亿元（+32%）、5828 亿元（+20.7%）和 6781 亿元（+16.4%），归母净利润分别为 340.4 亿元（+43.9%）、437.5 亿元（+28.5%）、548.9 亿元（+25.5%），EPS 分别为 1.31 元、1.69 元、2.12 元，对应动态 PE 分别为 37 倍、28 倍、23 倍。

6.2 相对估值

采用分部估值法。结合智能终端行业的可比公司的估值水平，考虑到小米集团的业绩增速和在智能终端领域的行业地位，应具备一定的估值溢价，给予智能手机、IoT 与生活消费产品业务 2026 年 20 倍 PE。

我们选取了互联网领域的 4 家可比公司，2026 年平均 PE 为 23 倍。由于可比公司均为全球头部互联网企业，考虑到经营规模和行业地位的差距，给予小米集团互联网服务业务 2026 年 22 倍 PE 估值。

汽车业务按 PS 估值法。选取国内外新能源汽车整车领先厂商作为可比公司，考虑到小米汽车的订单需求和收入增速，其成长性好于可比公司，应具备一定的估值溢价，给予小米集团的高科技电动汽车业务 2026 年 4 倍 PS。

2026 年小米集团整体目标市值为 16520 亿港元，目标价为 63.79 港元（汇率按 1 人民币兑 1.07 港币换算）。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：小米集团分部估值

分部业务	2026E
智能手机分部	
智能手机收入 (亿元 RMB)	2541.39
智能手机净利润 (亿元 RMB)	182.98
同比增速	15.92%
PE	20
智能手机业务市值 (亿元 RMB)	3659.60
IoT 与生活消费产品分部	
IoT 与生活消费产品收入 (亿元 RMB)	1408.55
IoT 与生活消费产品净利润 (亿元 RMB)	95.78
同比增速	18.95%
PE	20
IoT 与生活消费产品业务市值 (亿元 RMB)	1915.62
互联网服务分部	
互联网服务收入 (亿元 RMB)	422.51
互联网服务净利润 (亿元 RMB)	190.13
同比增速	17.43%
PE	22
互联网服务业务市值 (亿元 RMB)	4182.87
高科技电动汽车分部	
高科技电动汽车收入 (亿元 RMB)	1420.38
PS	4
高科技电动汽车业务市值 (亿元 RMB)	5681.52
整体	
总市值 (亿元 RMB)	15439.62
总市值 (亿港元)	16520.39
目标价 (港元)	63.79

数据来源：西南证券。注：汇率按 1 人民币兑 1.07 港币换算

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	PE（倍）			PS（倍）		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E
智能终端行业							
AAPL.O	苹果	31.69	27.24	24.78	7.60	7.25	6.69
688036.SH	传音控股	15.40	13.79	11.79	1.25	1.11	0.99
DELL.N	戴尔	20.51	14.94	11.50	0.74	0.69	0.63
	平均值	22.53	18.65	16.02	3.20	3.02	2.77
互联网服务行业							
GOOG.O	Google	20.00	17.92	16.36	5.72	5.25	4.72
MSFT.O	微软	36.79	34.60	30.23	13.23	12.43	10.92

证券代码	可比公司	PE (倍)			PS (倍)		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E
META.O	Meta	24.26	23.19	20.54	9.20	8.06	7.14
AMZN.O	亚马逊	33.37	28.80	23.75	3.10	2.82	2.56
	平均值	28.60	26.13	22.72	7.81	7.14	6.33
汽车行业							
TSLA.O	特斯拉	127.30	103.63	73.34	9.24	8.15	6.64
9863.HK	零跑汽车	-26.38	999.30	35.60	2.31	1.27	0.90
9868.HK	小鹏汽车-W	-23.87	-96.97	50.85	3.38	1.58	1.09
	平均值	127.30	551.47	53.26	4.98	3.66	2.88

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 估值的平均值剔除负值影响

7 风险提示

- 手机、PC、家电、穿戴设备等消费终端需求或不及预期;
- 汽车产能扩张和交付进度或不及预期;
- 行业竞争加剧的风险;
- 海外市场贸易保护影响当地销售的风险。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	39137.86	72476.39	106161.30	151127.32	营业额	365906.35	482989.65	582820.21	678113.75
应收账款	15844.35	21069.49	25424.40	29581.40	销售成本	289346.16	379345.80	456472.54	529477.28
预付款项	31508.75	39806.69	48034.45	55888.28	销售费用	25389.63	30065.72	35703.85	39330.60
存货	62509.68	77019.15	92678.30	107500.57	管理费用	29651.73	35982.73	43886.36	49502.30
其他流动资产	76708.13	92254.22	105509.54	118162.43	营业利润	25419.44	36928.64	46401.71	59585.45
流动资产总计	225708.77	302625.93	377808.00	462259.99	其他非经营损益	2707.22	2249.94	3631.67	2862.94
长期股权投资	6151.06	6151.06	6151.06	6151.06	税前利润	28126.65	39178.58	50033.37	62448.39
固定资产	18087.58	23687.19	29406.81	34933.09	所得税	4548.20	5093.22	6254.17	7493.81
无形资产	6456.08	6963.40	7404.05	7894.71	税后利润	23578.45	34085.36	43779.20	54954.59
其他非流动资产	146751.80	146751.80	146751.80	146751.80	归属于非控股股东利润	-79.68	49.83	32.21	66.47
非流动资产合计	177446.52	183553.45	189713.72	195730.65	归属于母公司股东利润	23658.13	34035.53	43746.99	54888.11
资产总计	403155.29	486179.39	567521.72	657990.64	EBITDA	30821.17	45638.41	58428.86	73349.57
应付账款	98280.59	108609.75	130691.75	151593.60	NOPLAT	17247.48	32708.00	40912.77	52627.14
其他流动负债	63777.11	75238.70	90719.82	105332.32	EPS(元)	0.91	1.31	1.69	2.12
流动负债合计	175384.99	183848.45	221411.57	256925.92					
长期债务	17275.72	17966.86	17966.86	17966.86					
其他非流动负债	21289.46	21289.46	21289.46	21289.46					
非流动负债合计	38565.18	39256.32	39256.32	39256.32					
负债合计	213950.17	223104.77	260667.89	296182.23	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	188737.78	262557.45	306304.44	361192.55	成长能力				
少数股东权益	467.34	517.17	549.39	615.86	销售收入增长率	35.04%	32.00%	20.67%	16.35%
股东权益合计	189205.12	263074.62	306853.82	361808.41	EBIT 增长率	22.46%	62.61%	26.46%	24.37%
负债和股东权益合计	403155.29	486179.39	567521.72	657990.64	EBITDA 增长率	24.05%	48.07%	28.03%	25.54%
					税后利润增长率	34.93%	44.56%	28.44%	25.53%
					盈利能力				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	毛利率	20.92%	21.46%	21.68%	21.92%
税后经营利润	21076.92	32127.92	40601.49	52435.20	净利率	6.44%	7.06%	7.51%	8.10%
折旧与摊销	6318.27	5793.07	8039.74	10683.07	ROE	12.53%	12.96%	14.28%	15.20%
财务费用	-3623.76	666.76	355.75	218.11	ROA	5.87%	7.00%	7.71%	8.34%
其他经营资金	15524.06	-21787.88	-3934.02	-3971.64	ROIC	10.74%	17.29%	17.89%	21.15%
经营性现金净流量	39295.50	16799.86	45062.95	59364.73	估值倍数				
投资性现金净流量	-35386.39	-9942.55	-11022.29	-14180.61	P/E	52.53	36.51	28.41	22.64
筹资性现金净流量	-3998.98	26481.22	-355.75	-218.11	P/S	3.40	2.57	2.13	1.83
现金流量净额	-89.87	33338.53	33684.91	44966.01	P/B	6.58	4.73	4.06	3.44

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn