

## 买入

2025 年 05 月 29 日

## IOT 和汽车毛利率超预期，高端化和规模化推高盈利能力

陈晓霞 +852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

➤ **收入、利润均超预期，坚定构建技术护城河：**公司 2025 年 Q1 实现营收 1113 亿元，同比增长 47.4%，超市场预期的 1090 亿；整体毛利率为 22.8%，同比提升 0.5 个百分点。净利润为 109 亿元，同比增长 161.0%，经调整净利润为 107 亿元，同比增长 64.5%，远超市场预期的 91 亿元。基于良好的发展态势，公司宣布 2026-2030 年研发投入目标为 2000 亿元，旨在通过持续技术投入构建企业核心竞争力护城河，AI 与芯片构成核心技术支柱，今年 AI 投入预计在 75 亿元。

➤ **手机重返国内第一，自研芯片跻身第一梯队：**手机营收 506 亿元，同比增长 8.9%。国内智能手机出货量时隔十年重返第一，市场份额 18.8%，出货量同比增长 40%，远超行业 4.6% 增速，居头部五厂商首位。高端化成果显著，手机 ASP 同比增加 5.8% 至 1211 元，中国大陆高端机出货量占比从 21.7% 提升至 25%。上周发布的首款自主研发的 3 纳米 SoC 芯片“玄戒 01”搭载在小米 15S Pro 旗舰手机及小米平板 7 Ultra 高端平板产品，经过测试，其性能与能耗控制均跻身全球行业第一梯队，这为高端产品矩阵注入核心技术竞争力，进一步巩固了小米在高端市场的技术壁垒。

➤ **IoT 多品类爆发式增长，毛利率创下历史新高：**IoT 收入同比增加 58.7% 至 323 亿元，其中科技家电收入翻倍增长 113.8%，空冰洗出货同比增长均超过 65%；平板电脑全球出货量首次排名第三，同比增长 56.1%；可穿戴腕带设备全球出货量重回第一。毛利率为 25.2%，同比上涨 5.4 个百分点，创下历史新高，主要受益于国补以及大家电占比的提升。互联网服务收入同比增加 12.8% 至 91 亿元，毛利率为 76.9%，同比增长 2.7 个百分点，主要是因为手机高端化推动国内互联网收入的提高。

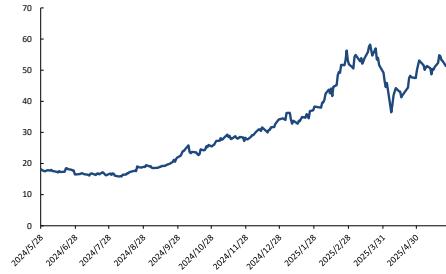
➤ **汽车业务持续减亏，YU7 发布后反响热烈：**汽车等创新业务实现营收 186 亿元，其中汽车销售收入为 181 亿元，交付量近 7.6 万台，ASP 达 23.8 万元。受益于产品结构升级、规模效应以及公司的高效率，汽车业务毛利率提升至 23.2%，超市场预期，经调整利润持续减亏，本季度经营亏损缩窄至 5 亿元。在新车型方面，上周发布的豪华高性能 SUV—YU7，以优雅造型与运动性能的融合为设计核心，全系标配顶规硬件配置。车型发布后市场反响热烈，截至 5 月 25 日，YU7 留资用户量达 SU7 同期三倍。基于此，预计 YU7 正式发售后将会提升业务的 ASP，延续公司在汽车市场的竞争力。

➤ **目标价 67.9 港元，维持买入评级：**公司 2025-2027 年的收入预计分别为 4956/6270/7214 亿元，经调整净利润分别为 456/578/702 亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 67.9 港元，相当于 2026 年传统核心业务 25xPE，汽车业务 2xPS，目标价分别对应 2026 年/2027 年的 29x/24xPE，较现价有 29.28% 的上涨空间，故维持买入评级。

## 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币百万元）	270,970	365,906	495,648	627,037	721,354
变动	-3.24%	35.04%	35.46%	26.51%	15.04%
经调整净利润	19,273	27,235	45,558	57,752	70,232
变动	126.26%	41.31%	67.28%	26.77%	21.61%
每股盈利（人民币元）	0.69	0.93	1.64	2.12	2.61
变动	605.57%	34.45%	76.83%	29.25%	22.99%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率@52.5 港元（估）	71.1	52.9	29.9	23.1	18.8

## 股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：Bloomberg

## 附录：主要财务报表

### 财务报表摘要

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>收入</b>	270,970	365,906	495,648	627,037	721,354
毛利	57,476	76,560	111,654	143,614	168,306
销售及推广开支	<b>-19,227</b>	<b>-25,390</b>	<b>-31,689</b>	<b>-39,252</b>	<b>-45,189</b>
行政开支	<b>-5,127</b>	<b>-5,601</b>	<b>-6,275</b>	<b>-7,182</b>	<b>-7,899</b>
研发开支	<b>-19,098</b>	<b>-24,050</b>	<b>-30,644</b>	<b>-39,227</b>	<b>-43,201</b>
<b>经营利润</b>	20,009	24,503	48,264	63,111	77,952
财务净额	2,002	3,624	3,112	3,290	3,827
<b>税前盈利</b>	22,011	28,127	51,376	66,401	81,779
所得税	<b>-4,537</b>	<b>-4,548</b>	<b>-9,681</b>	<b>-12,512</b>	<b>-15,410</b>
<b>净利润</b>	17,474	23,578	41,695	53,889	66,369
少数股东应占利润	<b>-1</b>	<b>-80</b>	<b>-141</b>	<b>-182</b>	<b>-133</b>
<b>本公司股东应占盈利</b>	17,475	23,658	41,835	54,071	66,501
折旧及摊销	<b>-4,836</b>	<b>-6,079</b>	<b>-6,646</b>	<b>-8,100</b>	<b>-8,640</b>
EBITDA	24,845	30,581	54,910	71,211	86,593
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-3.2%	35.0%	35.5%	26.5%	15.0%
EBITDA (%)	280.8%	23.1%	79.6%	29.7%	21.6%

资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>现金</b>	33,631	33,661	55,038	105,094	158,302
应收账款	12,151	14,589	23,434	24,668	22,764
存货	44,423	62,510	71,946	92,683	110,746
其他流动资产	108,848	114,949	119,448	124,233	129,324
<b>总流动资产</b>	199,053	225,709	269,865	346,677	421,136
无形资产	13,721	18,088	22,333	26,626	30,361
无形资产	8,629	8,153	9,474	10,293	11,131
长期投资	60,200	62,112	62,112	62,112	62,112
其他	42,645	89,094	93,849	95,970	101,631
<b>总资产</b>	324,247	403,155	457,633	541,678	626,371
应付帐款	62,099	98,281	108,360	139,067	162,126
短期银行贷款	6,183	13,327	13,994	14,693	15,428
其他流动负债	47,306	63,777	65,785	67,977	70,369
<b>总流动负债</b>	115,588	175,385	188,139	221,737	247,924
长期银行贷款	21,674	17,276	19,009	17,071	10,529
其他负债	22,724	21,289	19,628	18,166	16,888
<b>总负债</b>	159,986	213,950	226,775	256,975	275,341
少数股东权益	266	467	326	144	12
<b>股东权益</b>	164,262	189,205	230,857	284,704	351,030

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	21.21%	20.92%	22.53%	22.90%	23.33%
EBITDA 利率 (%)	9.17%	8.36%	11.08%	11.36%	12.00%
净利率(%)	6.45%	6.44%	8.41%	8.59%	9.20%
<b>营运表现</b>					
研发费用/收入(%)	7.05%	6.57%	6.18%	6.26%	5.99%
实际税率 (%)	20.61%	16.17%	18.84%	18.84%	18.84%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	80.0	80.0	78.0	78.0	78.0
应付账款天数	97.1	100.0	103.0	105.0	107.0
应收账款天数	15.9	14.0	14.0	14.0	12.0
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	0.49	0.53	0.50	0.47	0.44
收入/净资产	1.65	1.93	2.15	2.20	2.05
经营性现金流/收入	0.15	0.11	0.07	0.11	0.11
税前盈利对利息倍数	<b>-10.99</b>	<b>-7.76</b>	<b>-16.51</b>	<b>-20.18</b>	<b>-21.37</b>

现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>EBITDA</b>	24,845	30,581	54,910	71,211	86,593
净融资成本	<b>-758</b>	<b>-717</b>	<b>-990</b>	<b>-1,016</b>	<b>-831</b>
营运资金变化	41,304	39,299	37,157	67,606	78,300
所得税	<b>-3,012</b>	<b>-3,467</b>	<b>-9,681</b>	<b>-12,512</b>	<b>-15,410</b>
其他	<b>-21,078</b>	<b>-26,400</b>	<b>-44,249</b>	<b>-57,694</b>	<b>-70,367</b>
<b>营运现金流</b>	41,300	39,295	37,148	67,593	78,285
资本开支	<b>-6,269</b>	<b>-7,297</b>	<b>-11,000</b>	<b>-12,000</b>	<b>-12,000</b>
其他投资活动	<b>-28,900</b>	<b>-28,089</b>	<b>-3,683</b>	<b>-935</b>	<b>-4,221</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-35,169</b>	<b>-35,386</b>	<b>-14,683</b>	<b>-12,935</b>	<b>-16,221</b>
负债变化	4,086	6,015	743	<b>-2,954</b>	<b>-7,373</b>
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-505</b>	<b>-3,999</b>	<b>-1,088</b>	<b>-4,602</b>	<b>-8,856</b>
<b>现金变化</b>	5,626	<b>-90</b>	21,376	50,056	53,208
期初持有现金	27,607	33,631	33,661	55,038	105,094
汇兑变化	398	120	0	0	0
<b>期末持有现金</b>	33,631	33,661	55,038	105,094	158,302

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。