

电子

2025年05月30日

小米集团-W (01810)

—— IoT 及 EV 增长带动季度净利润站上百亿，中国区手机份额重回第一

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 事件：**小米集团 25Q1 营业收入、经调整净利润皆再创新高。收入 1,113 亿元，同比+47%，连续两个季度超千亿。经调整利润 107 亿元（彭博预期 91 亿），同比+65%，首次超百亿。业绩超预期主要由于 IoT 业务高增及毛利率提升、电动汽车毛利率超预期。管理层重申深耕底层技术：1) 2025 年研发费用指引 300 亿元（2024 年 241 亿），其中 1/4 将投入到 AI；2) 2026-2030 研发费用指引 2000 亿元（年均 400 亿）。
- Q1 中国区手机出货量增长 40%，策略微调为注重产品结构多于规模。**手机收入 506 亿，同比+9%；毛利率 12.4%，同比-2.4ppt，主要受存储成本侧挤压。ASP 1,211 元创历史新高，同比+6%。全球出货量 41.8 百万台，同比+2.6%（连续 7Q 增长）；份额 14.1%，连续 19Q 前三。中国出货量 13.3 百万台，同比+40%；份额 18.8%（连续 5Q 提升），时隔十年重回第一。根据业绩电话会表述，鉴于手机大盘后续增长展望与年初预期有差距，小米策略微调，适当放缓对销量要求（2025 年目标 1.8 亿台），更关注产品结构优化，在西欧、日本等市场聚焦中高端机，新兴市场如非洲仍以规模优先。长期仍然坚定执行高端化。
- IoT 增速及毛利率均大超预期，受益国补+“人车家全生态”连带效应。**IoT 收入 323 亿元（预期 294 亿），同比+59%；毛利率 25.2%（预期 21.3%），qoq+4.7ppt。家电/平板/TWS 核心品类全数表现优异。智能大家电收入同比+114%；空调出货量超 110 万台（同比增长 65%+）；冰箱出货量超 88 万台创新高（同比增长 65%+）；洗衣机出货量超 74 万台（同比增长 100%+）。平板收入同比+73%，出货量增速 56%；份额 8.3%，首次排名第三。可穿戴收入同比+56%。管理层表示 IoT 业务“还在起飞阶段”，核心能力补齐中。
- 广告延续高增拉动服务毛利率，MAU 及 ARPU 均正向带动中国收入提速至 15%。**服务收入 91 亿元，同比+13%；毛利率 76.9%，同比+2.7ppt，主要由于广告收入占比提升及毛利率提升。广告收入 66 亿元，同比+20%；游戏收入 12 亿元，同比持平。中国大陆地区收入创新高至 64 亿元，同比+15%；或印证高端硬件销售带动 MAU (yoy+13%) 和 ARPU (yoy+2%)。
- 智能电动汽车及 AI 创新分部毛利率提至 23.2%。**该业务 Q1 收入 186 亿元，交付 7.69 万辆；经营亏损大幅减少至 5 亿元。销售服务网络扩张；截至 3 月底，公司已经在中国大陆地区 65 个城市开业 235 家门店。
- 投资分析意见：上调盈利预测，维持买入评级。**基于大家电等核心品类带动 IoT 业务的增速和毛利率提升，以及下半年推出 YU7 将进一步强化 EV 产品矩阵；我们上调 2025-2027 年营收为 4,836 亿（原 4,694 亿）、5,808 亿（原 5,720 亿）、6,889 亿（原 6,844 亿）；调整后归母净利润为 427 亿（原 376 亿）、484 亿（原 457 亿）、586 亿（原 558 亿）。2025/26 年 PE 为 29/25X，维持买入评级。
- 风险提示：**1) 市场竞争风险；2) 新产品口碑低于预期

市场数据： 2025年05月29日

收盘价(港币)	51.70
恒生中国企业指数	8559.71
52周最高/最低(港币)	59.45/15.36
H股市值(亿港元)	13,414.80
流通H股(百万股)	21,431.10
汇率(人民币/港币)	1.0898

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com

联系人

陈俊兆
(8621)23297818x
chenjz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

币种：人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2,710	3,659	4,836	5,808	6,889
同比增长率(%)	-3	35	32	20	19
归母净利润(亿元)	193	273	427	484	586
同比增长率(%)	127	42	56	13	21
每股收益(元/股)					
净资产收益率(%)					
市盈率	64	45	29	25	21
市净率	8	7	5	5	4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；净利润、每股收益口径为 Non-IFRS

表：小米集团盈利预测与关键假设

单位：亿元人民币	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	实际	实际	实际	实际	SWS	SWS	SWS
营业收入	3,283	2,800	2,710	3,659	4,836	5,808	6,889
yoy	33.5%	-14.7%	-3.2%	35.0%	32.2%	20.1%	18.6%
毛利润	583	476	575	766	1,108	1,336	1,601
毛利率	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.9%	23.0%	23.2%
运营费用：	389	425	435	550	673	833	988
运营费用率	11.8%	15.2%	16.0%	15.0%	13.9%	14.3%	14.3%
销售费用	210	213	192	254	303	357	424
费用率 (%)	6.4%	7.6%	7.1%	6.9%	6.3%	6.2%	6.2%
管理费用	47	51	51	56	67	87	103
费用率 (%)	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%
研发费用	132	160	191	241	303	389	461
费用率 (%)	4.0%	5.7%	7.0%	6.6%	6.3%	6.7%	6.7%
经调整归母净利润	221	85	193	273	427	484	586
yoy	69.3%	-61.6%	127.0%	41.7%	56.4%	13.2%	21.3%
净利率	6.7%	3.0%	7.1%	7.5%	8.8%	8.3%	8.5%
智能手机收入	2,089	1,672	1,575	1,918	2,079	2,162	2,249
yoy	37.2%	-19.9%	-5.8%	21.8%	8.4%	4.0%	4.0%
毛利润	249	150	230	243	261	272	292
毛利率	11.9%	9.0%	14.6%	12.6%	12.6%	12.6%	13.0%
出货量 (百万部)	190	151	146	169	176	181	184
ASP (元/部)	¥1,098	¥1,111	¥1,082	¥1,138	¥1,180	¥1,197	¥1,221
IoT与生活消费产品收入	850	798	801	1,041	1,329	1,509	1,637
yoy	26.1%	-6.1%	0.4%	30.0%	27.7%	13.5%	8.5%
毛利润	111	115	131	211	320	347	360
毛利率	13.1%	14.4%	16.3%	20.3%	24.1%	23.0%	22.0%
互联网服务收入	282	283	301	341	383	421	460
yoy	18.8%	0.4%	6.3%	13.3%	12.4%	9.9%	9.2%
毛利润	209	203	223	261	295	324	354
毛利率	74.1%	71.8%	74.2%	76.6%	77.0%	77.0%	77.0%
MAU (百万单位)	509	582	641	702	758	796	836
ARPU (元/单位)	¥55.44	¥48.65	¥46.95	¥48.58	¥50.56	¥52.91	¥55.03
智能电动汽车等创新业务收入				328	1,037	1,716	2,543
yoy					216.7%	65.4%	48.2%
毛利润				61	235	392	594
毛利率				18.5%	22.6%	22.9%	23.4%
交付量 (万台)				13.68	40.29	67.99	106.43
单价 (万元/台)				¥23.46	¥25.21	¥24.74	¥23.42

资料来源：小米集团，申万宏源研究

表：合并利润表

单位：百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	483,590	580,758	688,918
营业成本	213,494	289,346	372,826	447,164	528,854
销售费用	19,227	25,389	30,282	35,717	42,368
管理费用	5,127	5,601	6,742	8,711	10,334
研发费用	19,098	24,051	30,276	38,872	46,107
公允价值变动收益	3,501	1,051	2,827	-	-
投资收益	46	277	64	-	-
其他收入	740	1,667	162	-	-
其他损益	1,697	-10	109	-	-
营业利润	20,009	24,503	46,625	50,293	61,255
财务净收入	2,002	3,624	1,904	2,904	3,445
利润总额	22,011	28,127	48,529	53,197	64,699
所得税	4,537	4,548	9,347	10,639	12,940
净利润	17,474	23,579	39,181	42,558	51,759
少数股东损益	-1	-80	-32	-	-
IFRS 归母净利润	17,475	23,658	39,213	42,558	51,759
Non-IFRS 归母净利润	19,274	27,314	42,719	48,365	58,649

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。