

技术与生态优势加持，站稳高端品牌第一梯队

——小米集团深度报告——汽车篇

2025 年 7 月 30 日

核心观点

- **SU7&YU7 上市即爆款，奠定高端品牌龙头地位：**2021 年 3 月公司官宣进入智能电动汽车领域，经过 3 年打磨，首款产品 SU7 于 2024 年 3 月正式上市，实现上市即爆款，上市 24 小时大定 88898 台，一举打响公司在高端新能源汽车市场的品牌声誉。在完成爬产后，2025 年 H1 小米 SU7 销售 15.6 万辆，国内 B+级纯电轿车市场市占率跃升至 24.8%，领先第二名（Model 3）10.2pct，站稳榜首。第二款产品 YU7 再创订单佳绩，2025 年 6 月上市，开售 18 个小时锁单突破 24 万辆，奠定公司高端市场龙头地位。得益于 SU7 热销，公司汽车业务收入与毛利率逐季提升，亏损逐季收窄，2025 年 Q1 公司汽车业务收入环比增长 11.3%至 185.8 亿元，毛利率环比增长 2.7pct 至 23.2%，亏损收窄至 5 亿元，预计 2025 年 Q3-Q4 实现扭亏为盈。
- **引领高端纯电市场扩容，在技术与生态竞争优势下实现产品爆款的诞生：****市场：**引领 20-30 万元价格带新能源乘用车市场扩容速度较为缓慢，具备较大的扩容潜力，以 SU7 为代表的新产品供给带动纯电轿车市场扩容，YU7 上市前高端纯电 SUV 市场同样具有较大的扩容潜力，YU7 也有望带动高端纯电 SUV 市场扩容，同时，高端纯电市场相对分散的竞争格局为公司新品提供了良好的市场进入环境，为公司产品成为爆款奠定基础；**技术：**电动化与智能化能力并举，**产品硬实力出众：**电动化方面，与联电、汇川联合研发的 V6s 超级电机性能超越百万级纯电轿跑 Model S 与 Taycan Turbo，自研 V8s 最高转速创行业记录，搭载 V8s 的 SU7 Ultra 原型车在纽伯格林北环赛道的首秀以 6 分 46 秒 874 的官方认证圈速成绩成为全球最速四门车；智能化能力方面，公司 2025 年 2 月全量推送车位到车位导航功能，智能驾驶能力位居行业第一梯队，产品硬实力出众。**生态：**人车家全生态战略带来生态竞争优势与用户基础优势。一方面，公司通过人车家全生态战略打通人、车、家三大场景，带来智慧生活体验，形成生态竞争优势；另一方面，公司在消费电子领域积累了丰厚的用户基础并成功实现向汽车产品引流，为公司产品成为爆款贡献重要力量。
- **预计 2025 年销量 40 万辆，站稳高端品牌第一梯队：**我们预计 SU7 从 2025 年下半年起销量进入稳态状态，YU7 在下半年进行产能爬升，全年公司汽车销量有望达到 40 万辆，在高端新能源汽车市场市占率进入第一梯队（前六）。2026 年起伴随 SU7、YU7 销量进入稳态状态，公司增程产品昆仑系列有望继续贡献新增量，且新产品不断提升的售价有望带动公司汽车产品均价逐年提升。
- **投资建议：**预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 4977.35 亿元、6303.60 亿元、7245.73 亿元，分别实现归母净利润 388.83 亿元、528.34 亿元、638.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.50 元、2.04 元、2.46 元。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 53.36 元-63.25 元（58.70 港元-69.58 港元），对应市值区间为 13848.99 亿元-16416.55 亿元（15233.89 亿港元-18058.20 亿港元），维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新能源汽车销量不及预期的风险；2、市场竞争加剧的风险；3、智能化技术不及预期的风险；4、消费电子与互联网业务发展不及预期的风险。

公司盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	365,906.35	497,734.80	630,359.55	724,572.89
收入增长率	35.04%	36.03%	26.65%	14.95%
归母净利润（百万元）	23,658.13	38,883.15	52,834.07	63,866.39
利润增速	35.38%	64.35%	35.88%	20.88%
EPS（元）	0.95	1.50	2.04	2.46
PE	36.32	39.01	28.71	23.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

小米集团-W（股票代码：1810.HK）

推荐 维持评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

高峰

☎：010-80927671

✉：gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

秦智坤

✉：qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525070003

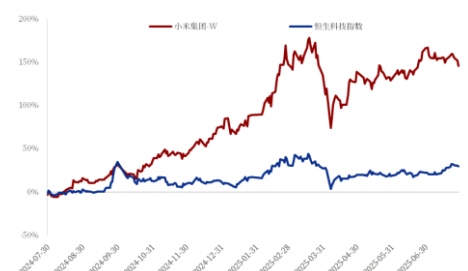
市场数据

2025-7-29

股票代码	1810.HK
港股收盘价(港元)	55.30
恒生科技指数	5,644.38
总股本（万股）	2,595,289.10
实际流通股(万股)	2,143,660.92
流通港股市值(亿港元)	11,854.45

相对恒生科技指数表现

2025-7-29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 SU7&YU7 上市即爆款，奠定高端品牌龙头地位..... 3

 （一） SU7 上市即爆款，YU7 接力再创订单佳绩，打响高端品牌市场声誉3

 （二） 汽车业务收入逐季提升，2025 下半年扭亏为盈可期.....5

二、 引领市场扩容，技术与生态优势助力爆款诞生..... 8

 （一） 市场：引领 20-30 万纯电市场扩容，良好市场竞争格局奠定爆款基础8

 （二） 技术：电动化与智能化能力并举，产品硬实力出众..... 10

 （三） 生态：人车家全生态战略带来生态竞争优势与用户基础优势..... 16

三、 预计 2025 年销量 40 万辆，站稳高端品牌第一梯队..... 18

四、 投资建议及估值..... 20

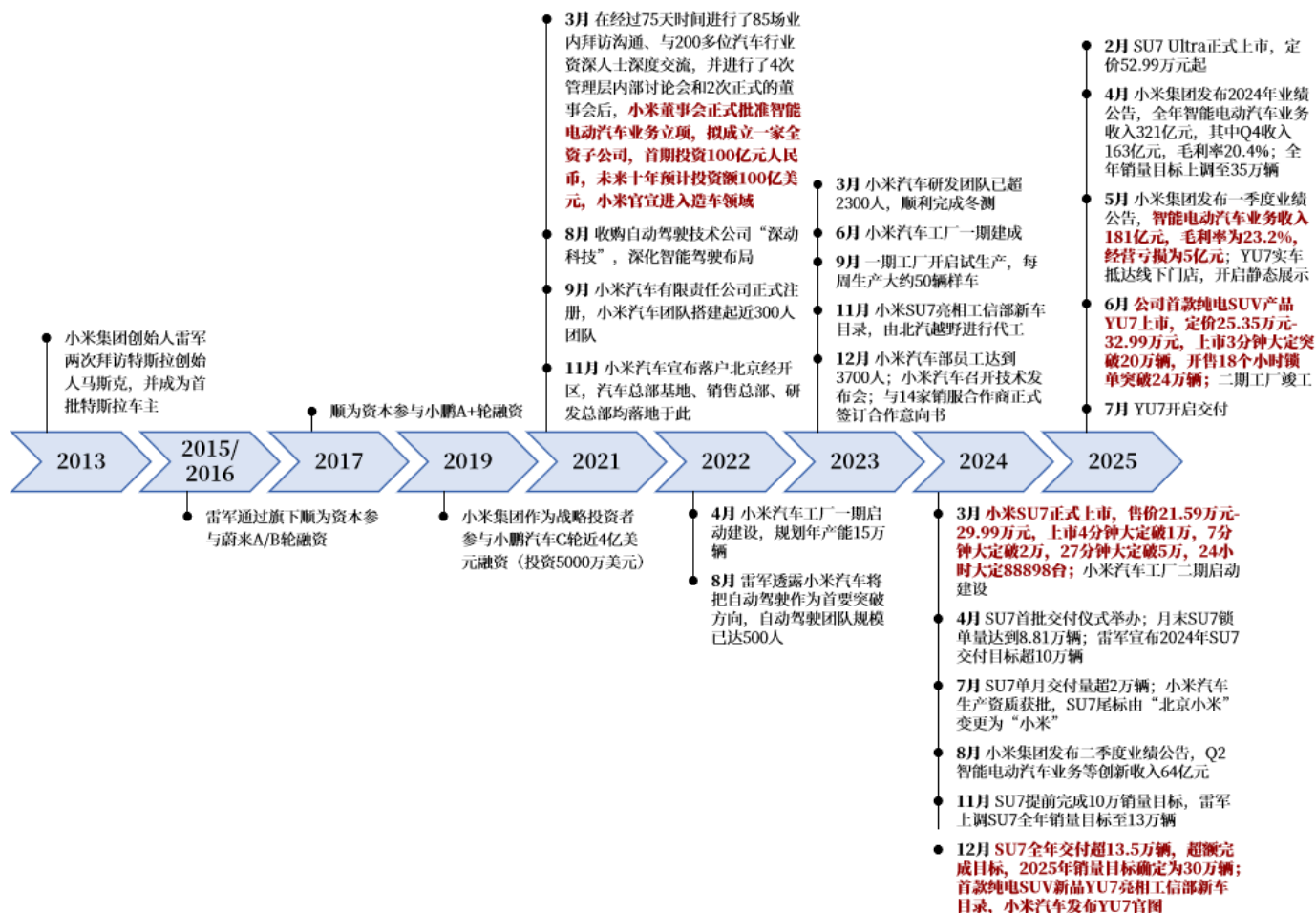
五、 风险提示..... 22

一、SU7&YU7 上市即爆款，奠定高端品牌龙头地位

（一）SU7 上市即爆款，YU7 接力再创订单佳绩，打响高端品牌市场声誉

三年沉淀，SU7 上市即爆款，一举打响公司高端品牌声誉，YU7 再创订单佳绩，奠定公司高端品牌龙头地位。小米集团创始人雷军在 2013 年前曾两次拜访特斯拉创始人并成为特斯拉首批车主，是全球电动车产品的首批“尝鲜者”，并在我国新能源车发展早期参与蔚来、小鹏的融资，为公司进入新能源造车领域积累了宝贵的经验。2021 年 3 月，在经过“75 天+85 场”业内拜访沟通、与 200 多位汽车行业资深人士深度交流、4 次管理层内部讨论会以及 2 次正式董事会，公司董事会正式批准智能电动汽车业务立项，拟成立一家全资子公司，首期投资 100 亿元人民币，未来十年预计投资额 100 亿美元，雷军在 3 月 30 日发布会宣布担任电动汽车业务首席执行官，正式官宣进入造车领域。在 3 年的沉淀中，公司汽车业务顺利完成团队搭建与扩张、产能建设、技术研发与积累、产品测试、渠道建设等，首款产品 SU7 于 2024 年 3 月正式上市，凭借极具竞争力的性价比、庞大的米粉群体、出色的市场营销等核心竞争力，SU7 上市即爆款，上市 4 分钟大定破 1 万，7 分钟大定破 2 万，27 分钟大定破 5 万，24 小时大定 88898 台，一举打响公司在高端新能源汽车市场的品牌声誉，2024 年 SU7 全年交付超 13.5 万辆，超额完成目标。公司第二款产品 YU7 延续公司核心竞争优势，再创订单佳绩，2025 年 6 月上市，3 分钟大定突破 20 万辆，开售 18 个小时锁单突破 24 万辆，奠定公司高端市场龙头地位。

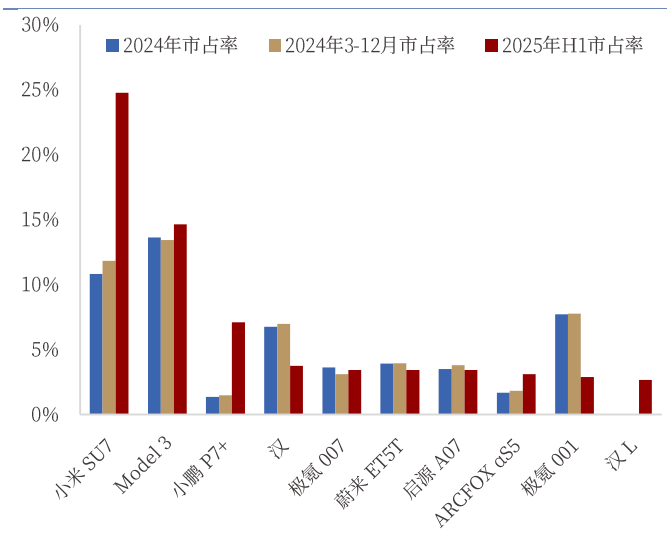
图1：三年沉淀，SU7 上市即爆款，一举打响公司高端品牌声誉，YU7 再创订单佳绩，奠定公司高端品牌龙头地位



资料来源：澎湃新闻，观察者网，网易，第一电动网，新浪，创业邦，IT之家，央广网，界面新闻，搜狐科技，证券日报，潇湘晨报，腾讯汽车，新民晚报，中华网，科创板日报，汽车之家，中国银河证券研究院

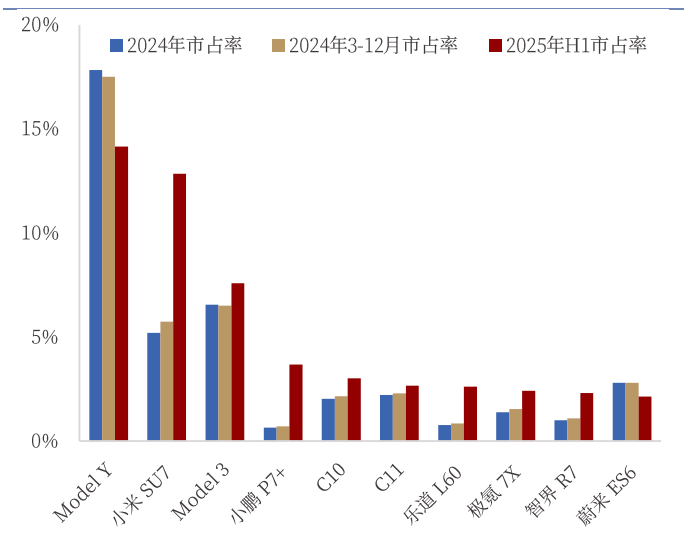
SU7 站稳 B+级纯电轿车市场销量榜首，YU7 订单表现远超同期 SU7，助力公司稳居国内高端新能源车品牌龙头地位。据 Marklines 数据，2024 年 SU7 全年销售 13.7 万辆，在国内 B+级纯电轿车市场市占率为 10.8%，落后第一名（Model 3）2.8pct，若仅考虑 3-12 月（SU7 在 3 月正式上市），SU7 市占率为 11.8%，落后第一名（Model 3）1.6pct，2024 年 SU7 销量主要受制于产能，在完成爬产后，2025 年 H1 小米 SU7 销售 15.6 万辆，国内 B+级纯电轿车市场市占率跃升至 24.8%，领先第二名（Model 3）10.2pct，站稳榜首。在国内 B+级纯电市场，2025 年 H1 小米 SU7 销量仅落后于 Model Y，市占率为 12.8%，较 Model Y 低 1.3pct，小米 YU7 上市后订单表现远超 SU7，预计将为公司销量增长贡献更强劲动能，助力公司稳居国内高端新能源车品牌龙头地位。

图2：2025H1 小米 SU7 市占率跃升至国内 B+级纯电轿车市场榜首



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图3：2025H1 小米 SU7 在国内 B+级纯电市场市占率仅次于 Model Y



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

小米汽车团队由集团创始人雷军亲自挂帅、集团精英汇聚，并广泛吸纳汽车领域人才打造汽车业务精英管理团队，为爆款产品打下坚实基础。公司官宣造车之日同步宣布集团创始人雷军担任汽车业务总裁，展现造车决心，并汇聚集团精英任职汽车业务部管理团队，同时广泛吸纳汽车领域资深人才，构建起负责包括产品、市场、供应链、智能化在内的核心环节精英管理团队，为公司推出爆款产品打下坚实基础。

表1：小米汽车团队由集团创始人雷军亲自挂帅、集团精英汇聚，并广泛吸纳汽车领域人才打造汽车业务精英管理团队

姓名	职位	主要职责	简介
雷军	小米集团创始人、董事长、CEO、小米汽车 CEO	小米汽车掌舵人	中华人民共和国第十二、十三、十四届全国人民代表大会代表，中国民间商会副会长，中国互联网代表人物，毕业于武汉大学计算机系，金山办公、YY、猎豹移动董事长，顺为资本创始合伙人、董事长。
刘德	小米集团联合创始人、高级副总裁、集团总干部部长	小米汽车生态链协同	获北京理工大学机械设计及理论硕士学位、美国艺术中心设计学院（Art Center College of Design）工业设计硕士学位，2013 年起主导小米生态链布局，2018 年任小米集团组织部部长，优化人才选拔与培养体系，支撑小米从手机厂商向“人×车×家”生态巨头的转型。2021 年加入小米汽车团队，推动汽车设计与手机、IoT 产品的交互融合，SU7 车型中控系统沿用 MIUI 设计语言，用户迁移成本降低 40%。
卢伟冰	小米集团合伙人、总裁、手机部总裁兼小米品牌总经理	小米汽车销售	毕业于清华大学化学系，2019 年 1 月进入小米集团，后担任中国区总裁、小米集团合伙人、小米手机总裁，负责小米手机销售，在小米汽车销售中发挥重要作用。
李肖爽	小米汽车副总裁兼市场部总经理	产品、供应链及市场相关业务	毕业于北京理工大学，2012 年加入小米集团，2018 年 9 月被任命为小米电视部总经理，负责电视业务战略，2020 年 2 月兼任小米大家电部总经理，2021 年 10 月调任小米汽车副总裁，负责产品、供应链及市场相关业务，2023 年 6 月起兼任小米汽车部市场部总经理，分管市场业务及团队管理。

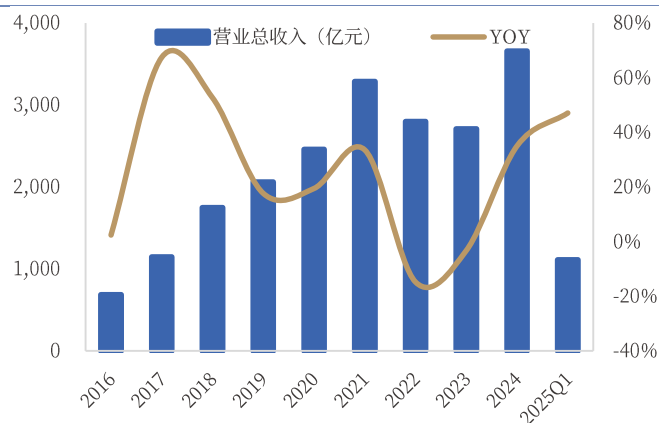
秦智帆	小米汽车市场部副总经理	市场推广策略制定与执行	2010 年加入小米集团，小米集团 11 号员工，早期负责 UI 设计并参与小米 1 发布会的场地设计搭建工作，2023 年 6 月担任汽车部市场部副总经理，向市场部总经理李肖爽汇报。
刘安昱	小米汽车上海团队政委	智能座舱系统开发	2011 年加入小米集团，自 2011 年起参与硬件研发，主导了 MIX 系列手机的技术攻关，并于 2019 年出任手机部显示触控部总经理，2021 年 9 月加入小米汽车核心团队，依托手机研发经验推动智能座舱系统开发，12 月担任上海团队政委，负责组织协调及人才管理。
于锴	小米汽车产品部总经理	座舱统筹工作	2018 年 9 月，在小米组织架构调整中担任互联网三部总经理，2021 年起参与小米汽车筹备，负责座舱业务，2021 年 5 月，陪同雷军前往广汽埃安调研考察，2025 年 2 月，出任小米汽车产品部总经理。
叶航军	小米集团人工智能部总经理、AIoT 战略委员会副主席、技术委员会主席	智能驾驶	2012 年加入小米集团，负责云技术，2019 年 2 月被任命为人工智能部总经理，同年 3 月被任命为新成立的 AIoT 战略委员会副主席，2021 年初被雷军“点将”主持小米自动驾驶业务。
樊家麟	小米汽车产品总监	通信领域研发	2011 年加入小米集团，参与米聊应用的研发工作，该项目失败后转型负责小米路由器及相关智能硬件产品设计，2021 年 9 月小米汽车团队组建时成为首批核心成员，负责通信领域研发，2023 年 10 月以汽车部产品总监身份出席重庆大学签约活动，2024 年 7 月促成包括雷军在内的多位高管共同试驾未完成测试的小米 SU7 车辆，该事件被雷军在直播中多次作为小米平等沟通文化的典型案例提及。
胡峥楠	顺为资本投资合伙人，小米汽车高级顾问	顾问	1997 年进入上海汽车工业技术中心担任工程师，2003 年联合王珣出资设立上海龙创汽车设计有限公司，2012 年加盟吉利汽车，2016 年担任浙江吉利汽车研究总院院长，2021 年，加入顺为资本担任投资合伙人。在汽车产品开发和研发管理领域深耕 20 余年，曾是博越项目的总工程师，并主导吉利浩瀚 SEA 架构的开发，参与了近百款车型设计，包括江铃驭胜、比亚迪 F3、丰田薇华、长安悦翔、哈弗 H8/H9。
李田原	小米汽车工业设计总经理、首席设计师	汽车设计	2009-2012 年先后在长城华冠、PSA 中国设计中心担任外饰设计师，2012 年加入宝马 Designworks 上海设计中心，后调任慕尼黑研发中心，期间主导项目包括宝马 7 系前期比例阶段外饰设计、BMW iX 旗舰电动 SUV 外饰设计等，2021 年加入小米汽车担任工业设计总经理兼首席设计师，负责构建小米“科技生态豪华”设计理念，主导品牌首款车型 SU7 研发全流程。
于立国	小米汽车副总裁，北京总部政委	综合管理	2014 年任北汽集团战略规划部部长，2018 年任北汽新能源党委委员、北汽新能源执行副总经理、蓝谷智慧董事长，2020 年任 ARCFOX 事业部总裁，2021 年下半年入职小米汽车，2022 年任小米汽车副总裁兼小米汽车北京总部政委，负责统筹小米汽车综合管理工作、专项业务推进以及小米汽车北京总部组织和人才建设，2025 年 2 月分管智能制造部、工厂、体系运营部。
黄振宇	小米汽车副总裁、供应链部总经理、质量部总经理	供应链	曾任全球供应商麦格纳中国区副总裁，曾参与北汽新能源与麦格纳合资合作的首款车型生产。2023 年 6 月兼任汽车部供应链总经理。

资料来源：公司公告，北京理工大学官网，新浪，时代汽车公众号，36 氪，澎湃新闻，新京报，西南科技大学校友会公众号，界面新闻，懂车帝，中国银河证券研究院

（二）汽车业务收入逐季提升，2025 下半年扭亏为盈可期

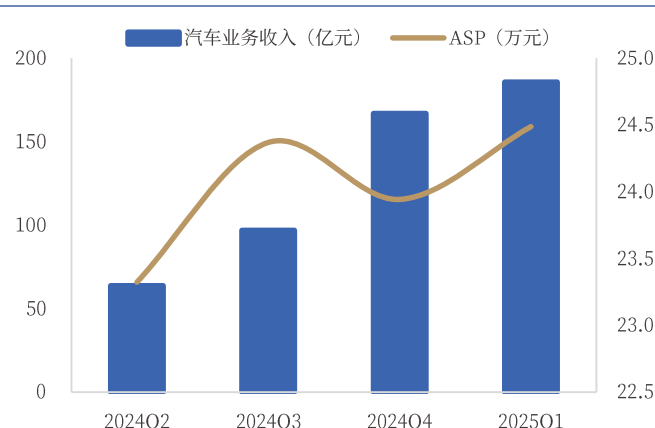
汽车业务收入逐季提升，ASP 稳中有升。2024 年公司实现营业收入 3659.1 亿元，同比+35.0%，一方面受益于汽车业务收入的提升，2024 年 Q2-Q4 公司汽车业务收入分别实现 63.7 亿元/97.0 亿元/166.9 亿元，另一方面受益于家电、手机业务在政策驱动下的增长。2025 年 Q1 公司实现营业收入 1112.9 亿元，同比+47.1%，继续保持高增态势，其中汽车业务收入 185.8 亿元，环比 2024Q4 增长 11.3%，在整体汽车市场淡季下仍保持环比增长，得益于 SU7 充裕的在手订单与强劲市场需求。单车均价方面，伴随产能爬升完成，公司单车均价在 2024 年 Q3/Q4 稳定于 24 万元左右，2025 年 Q1 单车均价提升至 24.5 万元，主要得益于 SU7 Ultra 的上市交付，预计伴随 YU7 的量产交付，公司单车均价仍将继续提升。

图4：2024 年/2025 年 Q1 公司营收同比分别+35.0%/+47.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

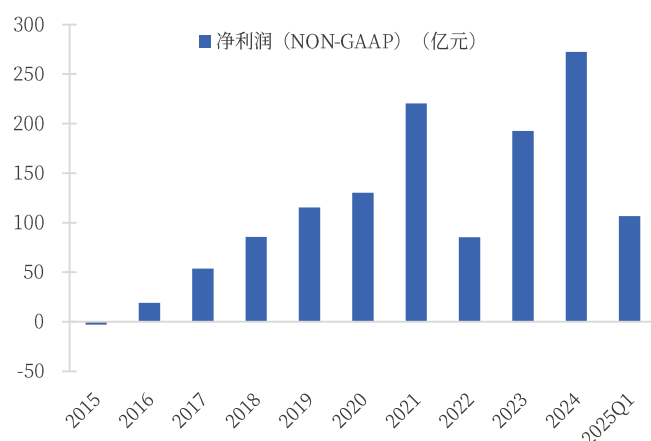
图5：2024 年 Q2 以来公司业务收入逐季提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

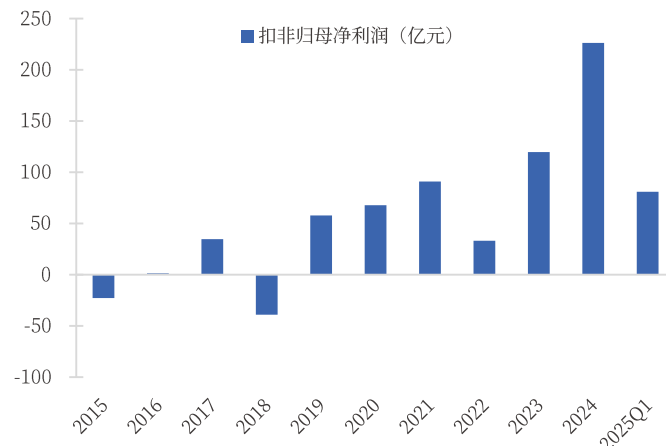
规模效应驱动净利润高速增长。2024 年公司实现净利润 (NON-GAAP) 272.4 亿元，同比+41.3%，实现扣非归母净利润 226.1 亿元，同比+89.1%，2025 年 Q1 公司实现净利润 (NON-GAAP) 106.8 亿元，同比+64.5%，实现扣非归母净利润 81.0 亿元，同比+49.7%，主要受益于收入高增带来的规模效应下毛利率的增长与费用率的降低。

图6：2024 年/2025 年 Q1 公司净利润同比分别+41.3%/+89.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

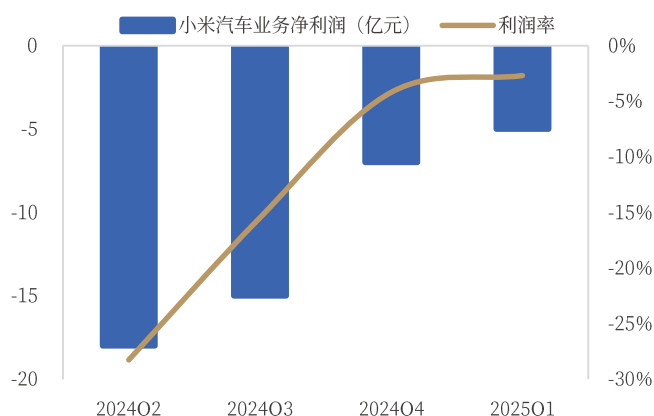
图7：2024 年/2025 年 Q1 公司扣非归母净利润同比分别+64%/+50%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

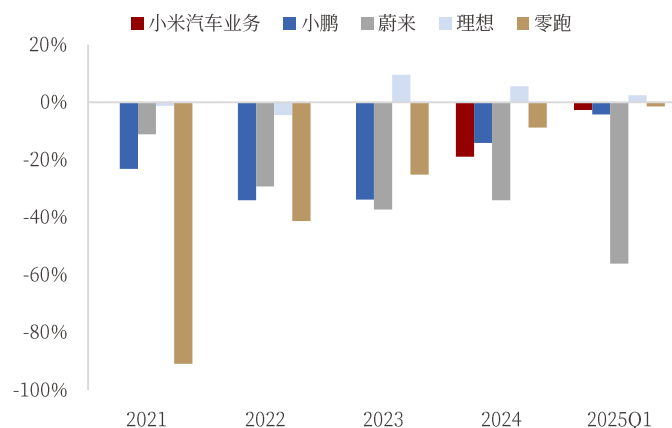
汽车业务亏损快速收窄，亏损率明显好于头部新势力早期（2021 年-2022 年）。2024 年 Q2 以来公司汽车业务亏损快速收窄，2024 年全年公司汽车业务亏损 62 亿元，2025 年 Q1 公司汽车业务亏损仅 5 亿元，得益于销量持续增长带来的规模效应与毛利率提升。2024 年公司汽车业务利润率为-18.9%，2025 年 Q1 利润率上升至-2.7%，已明显好于头部新势力小鹏、蔚来、零跑的产品上市初期（2021 年-2022 年），并好于特斯拉产品上市初期（2018 年净利率-5.0%，2019 年净利率-3.2%）公司创始人雷军在投资者大会表示小米汽车业务预计在 2025 年 Q3-Q4 实现盈利，扭亏为盈速度将明显领先于特斯拉与新势力企业。

图8：2024 年 Q2 以来公司汽车业务亏损快速收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

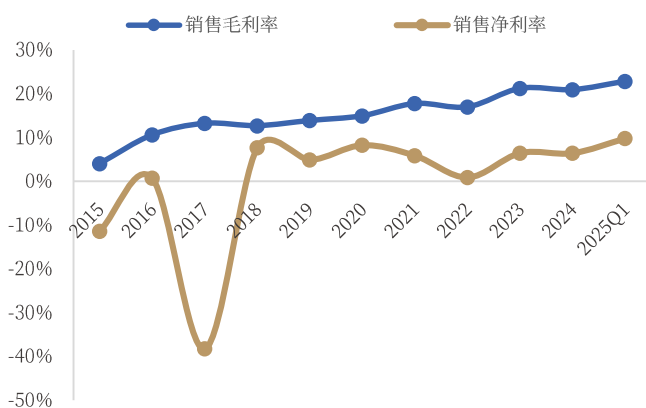
图9：2024 年公司亏损率明显好于头部新势力早期（2021 年-2022 年）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

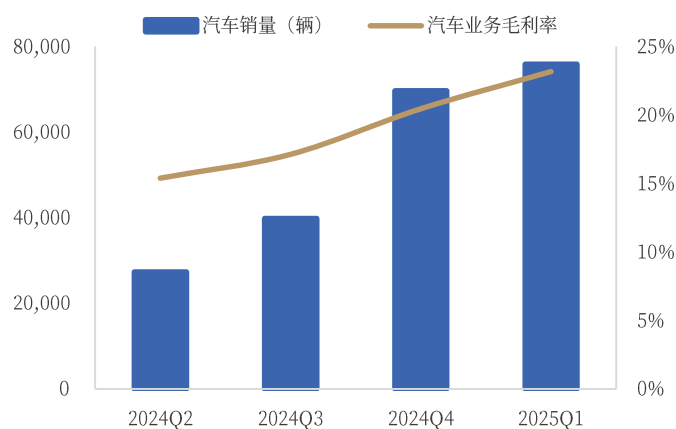
销量持续增长带来公司汽车业务毛利率逐季提升。2024 年公司毛利率为 20.9%，同比-0.3pct，2025 年 Q1 公司毛利率为 22.8%，同比+0.5pct，其中汽车业务毛利率 23.2%，环比 2024Q4 增加 2.7pct，自 2024 年 Q3 以来逐季提升，主要得益于销量增长带来的产能利用率提升，公司一期汽车工厂设计产能为 15 万辆，按照 Q1 交付量计算，公司 Q1 产能利用率已达到 202%。2024 年公司净利率为 6.4%，同比-0.1pct，2025 年 Q1 公司净利率为 9.8%，同比+4.3pct，得益于规模效应下毛利率的增长与费用率的降低。

图10：2025 年 Q1 公司毛利率/净利率同比分别+0.5pct/+4.3pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

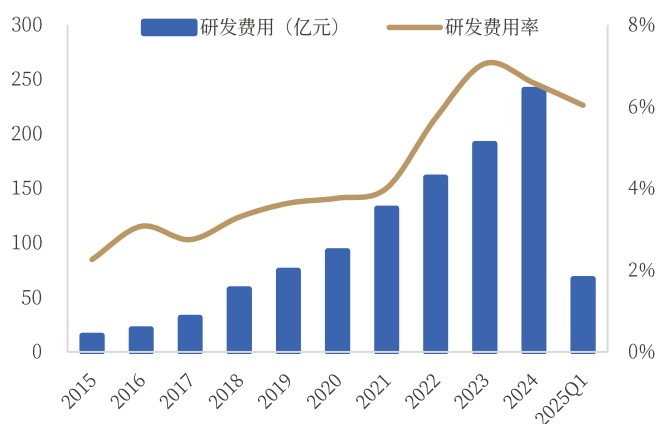
图11：2024 年 Q2 以来销量增长带动公司汽车业务毛利率逐季提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

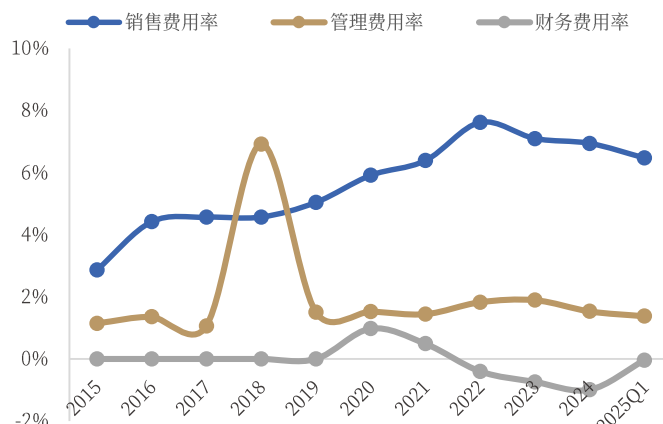
汽车业务驱动研发费用保持增长，规模效益带动期间费用率下降。2024 年公司研发费用为 240.5 亿元，同比+25.9%，研发费用率为 6.6%，同比-0.5pct，2025 年 Q1 公司研发费用为 67.1 亿元，同比+30.1%，研发费用率为 6.0%，同比-0.8pct，公司研发费用的增长主要来源于对智能电动汽车的投入。2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 6.9%/1.5%/-1.0%，同比分别-0.2pct/-0.4pct/-0.3pct，2025 年 Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 6.5%/1.4%/0.0%，同比分别-0.8pct/-0.6pct/+2.0pct，销售、管理费用率均受益于公司收入规模的扩大而下降。

图12: 2024 年/2025 年 Q1 智能电动汽车研发带动公司研发费用增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

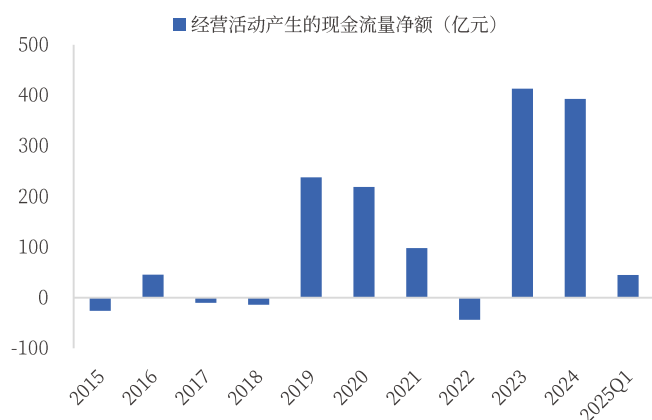
图13: 2024 年/2025 年 Q1 公司销售/管理费用率受益于规模效应下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

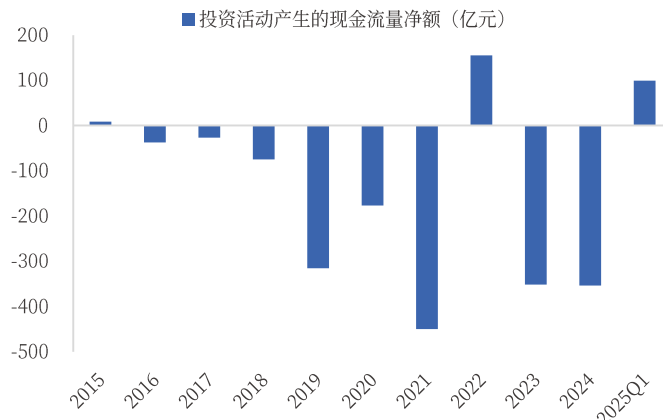
2025 年 Q1 经营活动现金流量转正，投资活动现金流量稳定。2024 年公司经营活动现金流量净额为 393.0 亿元，同比-4.9%，2025 年 Q1 公司经营活动现金流量净额为 45.1 亿元，较去年同期由负转正，主要得益于利润的增加。2024 年公司投资活动现金流量净额为-353.9 亿元，同比+0.6%，2025 年 Q1 公司投资活动现金流量净额为 99.2 亿元，同比-7.4%，较为稳定。

图14: 2025 年 Q1 公司经营活动现金流量净额同比由负转正



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2025 年 Q1 公司投资活动现金流量净额同比-7.4%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

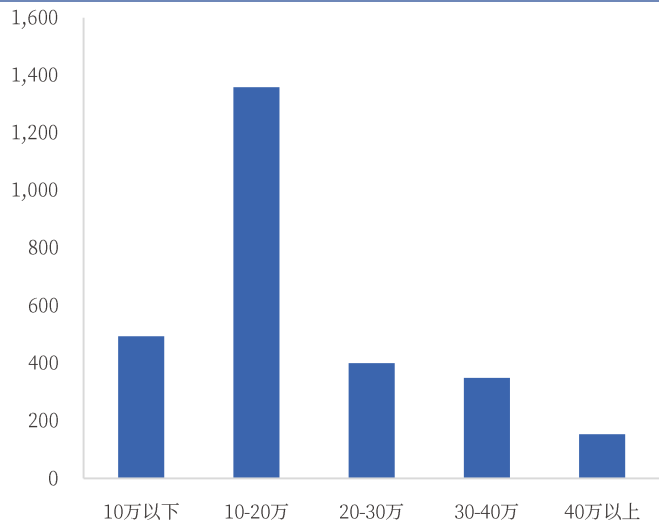
二、引领市场扩容，技术与生态优势助力爆款诞生

（一）市场：引领 20-30 万纯电市场扩容，良好市场竞争格局奠定爆款基础

20-30 万元产品兼顾量与价，且在 2024 年 Q1（小米 SU7 上市节点）前扩容缓慢，具备扩容潜力，SU7 上市后市场规模快速扩张。20-30 万元价格带产品能够较好的兼顾销量与价格，相比于 30 万元以上市场，20-30 万元市场规模更大，据中汽协数据，2024 年 20-30 万元价格带市场销量为 400.4 万辆，高于 30-40 万元价格带（349.5 万辆）和 40 万元以上价格带（154.0 万辆），相比于 20 万元以下市场，20-30 万元价格带产品均价更高，能够为车企带来更强的盈利能力。2024 年 Q1（小米 SU7 上市节点）前，20-30 万元市场规模增长较为滞后，具备较大的市场扩容潜力，2024 年 Q2 起，受益于以 SU7 为代表的新品供给增多与以旧换新政策，20-30 万元价格带市场规模迎来快速扩容，2024 年 Q2-Q4，20-30 万元价格带市场销量同比增长 9.7%，领先于其他价格带，2024 年

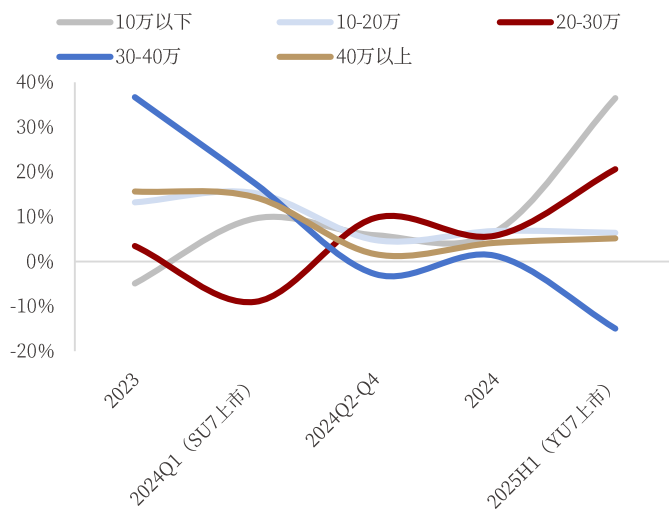
全年 20-30 万元价格带市场销量同比增长 5.8%，2025 年 H1 20-30 万元价格带销量同比增长 20.6%，仅次于 10 万元以下价格带，市场扩容潜力为公司产品热销提供了先决条件。

图16：2024 年 20-30 万元乘用车销量为 400.4 万辆（万辆）



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

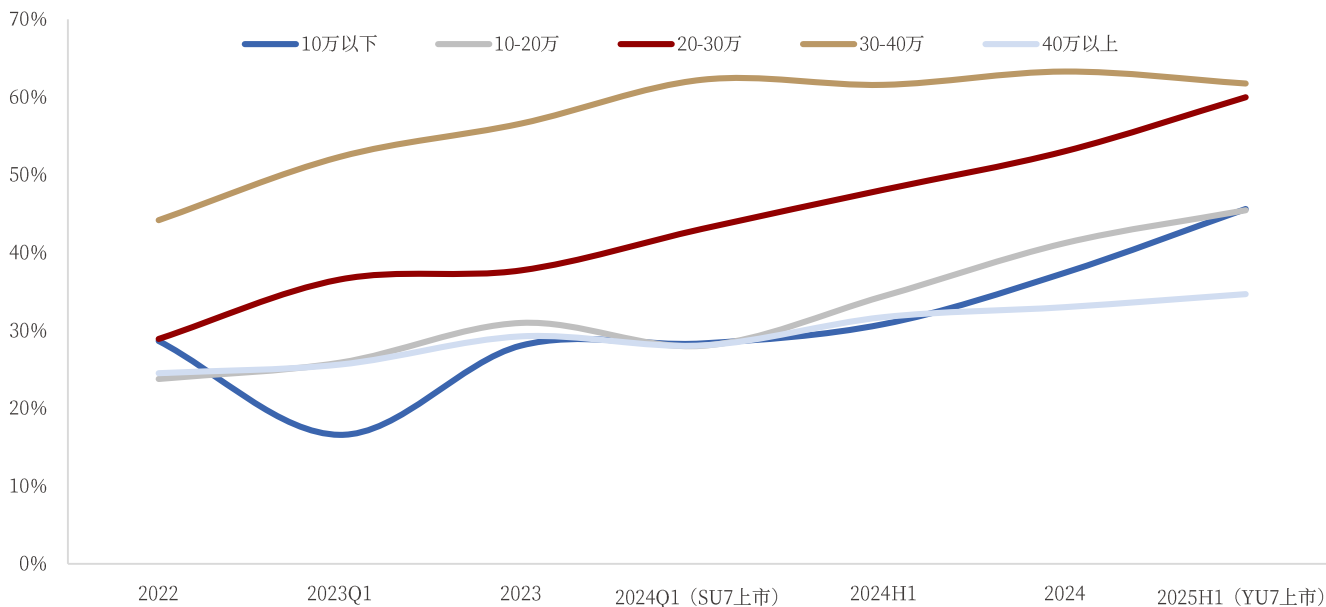
图17：2024 年 Q2 起 20-30 万元价格带市场扩容提速



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

20-30 万元价格带新能源市场扩容潜力大，SU7 上市后新能源产品需求稳步提升。20-30 万元新能源市场在 2024Q1 前具备扩容潜力大、新能源渗透率稳步提升的特点，相比于 30-40 万元市场，20-30 万元市场的新能源渗透率在 2023 年处于相对较低位置，渗透率提升空间更大，相比于其他价格带市场，20-30 万元价格带的新能源渗透率增长较为稳定，市场需求呈现稳步提升的趋势。较大的扩容潜力与稳步增长的产品需求为 20-30 万元价格带的新能源车提供了良好的销量增长环境。

图18：20-30 万元价格带新能源市场扩容潜力大，新能源产品需求稳步提升

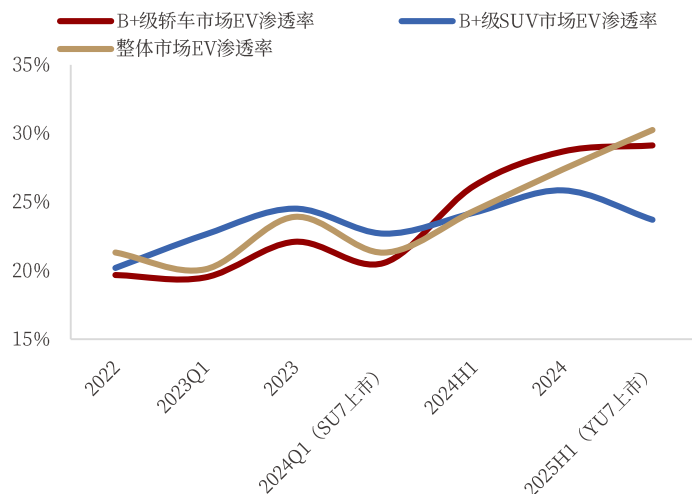


资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

B+级轿车与 SUV 市场在公司产品上市节点 EV 渗透率均处于较低位置，为公司提供了更大的销量增长空间，SU7 成功带动 B+级轿车市场 EV 渗透率的快速上行。据 Marklines 数据，2024 年 Q1（SU7 上市节点）B+级轿车市场的 EV/PHEV 渗透率分别为 20.5%/12.8%，B+级 SUV 市场的 EV/PHEV 渗透率分别为 22.7%/29.7%，轿车市场 EV 渗透率相对较低；2025 年 H1（YU7 上市节点）B+级轿车市场的 EV/PHEV 渗透率分别为 29.1%/11.0%，B+级 SUV 市场的 EV/PHEV 渗透率

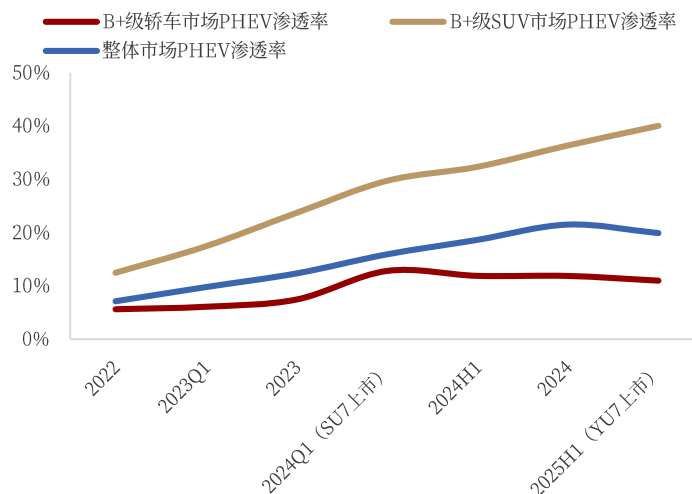
分别为 23.7%/40.0%，SUV 市场 EV 渗透率相对较低，在公司新品的上市节点，公司产品对应的细分市场具有较大的市场扩容潜力，为公司产品提供了更大的销量增长空间，SU7 成功带动 B+级轿车市场 EV 渗透率的快速上升，YU7 的亮眼订单表现也将有望带动 B+级 SUV 市场 EV 渗透率的上行。

图19：2024Q1 国内 B+级轿车市场 EV 渗透率处于低位



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

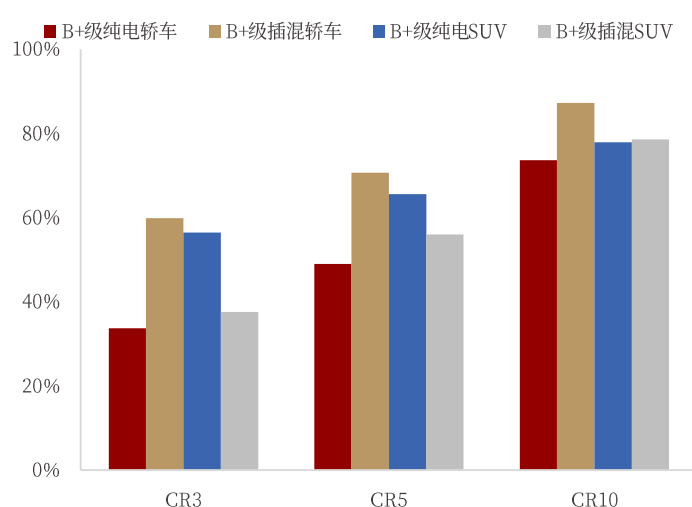
图20：2025H1 国内 B+级 SUV 市场 PHEV 渗透率明显高于 EV



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

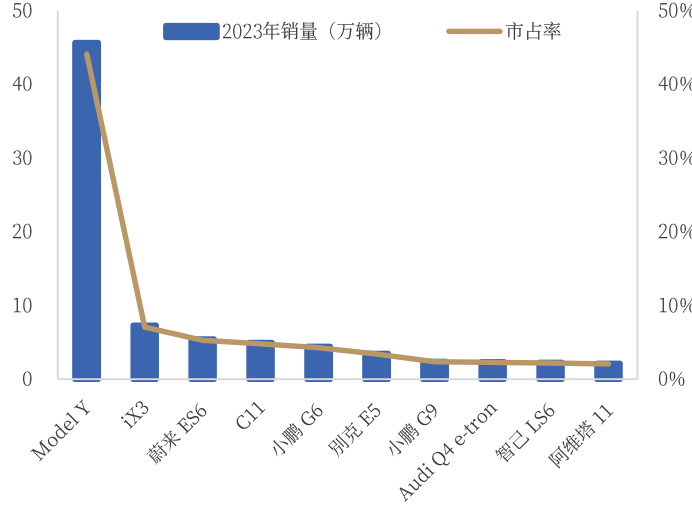
B+级 EV 轿车与 SUV 市场竞争格局良好，奠定公司爆款基础。据 Marklines 数据，2023 年 B+级 EV 轿车市场 CR3/5/10 分别为 33.7%/49.0%/73.6%，低于其他中高端细分市场，B+级 EV SUV 市场竞争格局较为集中，但主要由于 Model Y 的垄断地位，2023 年 Model Y 在细分市场市占率达到 44.1%，其他车型销量较为分散，伴随新品供给的增多，B+级 EV SUV 市场竞争格局走向分散，2025 年 H1，B+级 EV SUV 市场 CR3/5/10 分别为 41.2%/51.7%/71.1%。较为分散的市场竞争格局为公司新品提供了良好的市场进入环境，更少的市场爆款车型能够减少新品所面临的竞争压力，奠定了公司产品的爆款基础。**我们认为 20-30 万元价格带 EV 市场较大的扩容潜力与细分市场良好的竞争格局是公司产品 SU7 与 YU7 能够成为市场爆款的外部先决条件，为公司产品销量增长提供了更大的潜力，公司成功抓住市场扩容机遇，通过爆款产品成功带动细分市场快速扩大。**

图21：2023 年 B+级 EV 轿车市场集中度低于其他中高端细分市场



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图22：2023 年 Model Y 在 B+级 EV SUV 市场市占率达到 44.1%

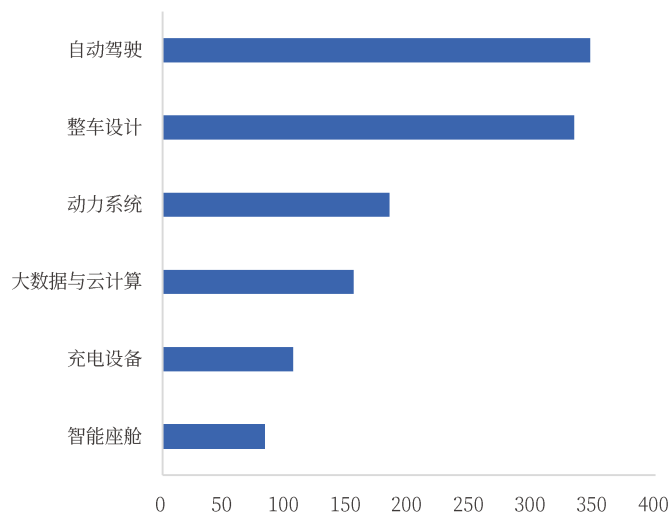


资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

（二）技术：电动化与智能化能力并举，产品硬实力出众

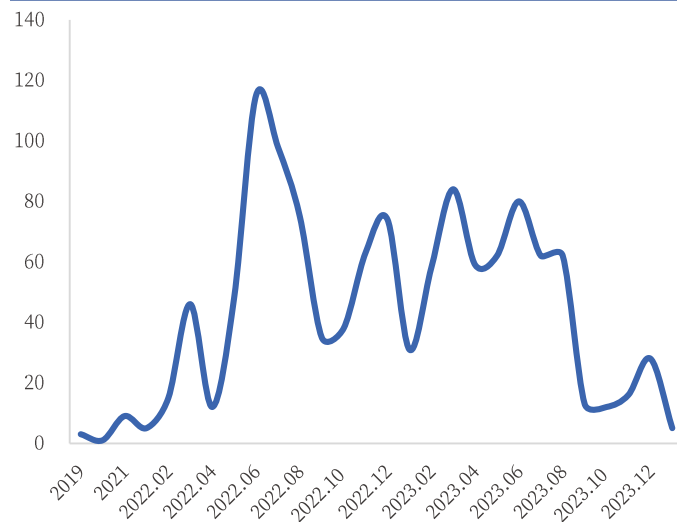
3 年在汽车业务投入 100 亿，正向研发摩德纳技术架构全方位提升产品核心性能。2021-2023 年，公司在智能电动汽车领域投入超百亿元，研发人员达到 3400 人，2022-2023 年是公司专利申请量加速上升期，截止 2024 年 4 月 10 日，公司汽车相关专利申请总数达到 1209 项，其中自动驾驶、整车设计专利超过 300 项，合计占比超过 50%，基于完备的专利覆盖与技术能力，公司正向研发了摩纳哥技术架构，以底盘、驱动、能源、热管理、电子电气、AI 等核心底层技术为底座，通过标准化体系研发实现了包括动力、能耗、操控、舒适、制动等在内的全方位核心性能的提升。

图23：截止 2024 年 4 月 10 日公司汽车专利数量达到 1209 项（项）



资料来源：广闻广识，中国银河证券研究院

图24：2022-2023 年公司专利申请量加速上升（项）



资料来源：广闻广识，中国银河证券研究院

图25：公司正向研发摩德纳技术架构全方位提升产品核心性能



资料来源：小米 SU7 发布会，中国银河证券研究院

1、电动化：自研超级电机性能行业领先，800V 高压快充打破里程焦虑

自研 V6s、V8s 超级电机，性能行业领先。公司与联电、汇川联合研发的超级电机 V6s，最高转速达到 21000rpm，超越百万级豪华轿跑 Model S 与 Taycan Turbo，首发量产搭载于 SU7 上，并在低温性能下明显领先于 Model 3，在 2025 年 6 月发布的 YU7 上，V6s 升级为 V6s Plus，最高转速提升至 22000rpm，峰值扭矩提升至 528N·m，峰值功率提升至 288Kw，性能进一步升级，搭载 V6s Plus 的 YU7 零百加速仅 3.23s，最高时速可达 253km/h。公司自主研发的超级电机 V8s 首发量产搭载于 SU7 Ultra 上，最高转速达到 27200rpm，创行业记录，带来极致性能，SU7 Ultra 零百加速仅 1.97s，原型车在纽伯格林北环赛道的首秀以 6 分 46 秒 874 的官方认证圈速成绩成为全球最速四门车。

图26：公司 V6s 超级电机性能领先于 Model S、Taycan Turbo

	最高转速	峰值扭矩	峰值功率	功率密度
小米超级电机 V6s	21000rpm	500N·m	275kW	6.78kW/kg
Model S Plaid	20000rpm	480N·m	253kW	6.22kW/kg
Taycan Turbo	16000rpm	610N·m	370kW	5.29kW/kg

资料来源：小米汽车技术发布会，中国银河证券研究院

图27：公司 V8s 超级电机最高转速创行业记录



资料来源：雷军 2024 年度演讲，中国银河证券研究院

图28：V6s 超级电机加持下小米 SU7 低温加速性能明显领先于 Model 3

-15°C低温，加速依然强劲	
小米 SU7	Model 3 Performance
电量 90 %	电量 90 %
常温 0-100km/h 2.78 s	常温 0-100km/h 3.3 s
-15°C 零百加速 3.38 s	-15°C 零百加速 6.35 s
低温 Vs 常温 加速差 +0.6s	低温 Vs 常温 加速差 +3.05s

资料来源：小米 SU7 发布会，中国银河证券研究院

800V 高压快充实现快速补能，打破里程焦虑。公司首款产品 SU7 的 MAX 版搭载了 800V 高压快充平台，YU7 实现全系标配，最高电压达到 871V，可实现 5 分钟补能 220km、15 分钟补能 510km，有效缓解纯电用户里程焦虑。

图29：SU7 MAX 版搭载 800V 高压平台，续航达 800km

101 kWh 宁德时代麒麟电池	871V 高压平台
800 km CLTC 续航里程	冬季续航 保持率更高 零百加速衰减更低 充电时间更快 空调升温速度更快

资料来源：小米汽车技术发布会，中国银河证券研究院

图30：800V 超级快充实现快速补能

800V超级快充			
5分钟充电 220km续航			
15分钟充电 510km续航			
小米 SU7	10min	390km	
Model S Plaid	10min	225km	

资料来源：小米 SU7 发布会，中国银河证券研究院

2、智能化：智能化能力位居行业第一梯队

智能驾驶迅速进入行业第一梯队，下半年将升级 XLA 大模型。公司自官宣造车之日起就将智能化作为产品核心竞争力，全面自研底层算法 BEV+Transformer+OCC 占用网络，2024 年 3 月小米 SU7 首发即全系标配高速 NOA 功能，2024 年 10 月全量推送全国城市无图 NOA，2025 年 2 月全量推送端到端全场景智能驾驶（HAD），可实现车位到车位导航，智能驾驶能力位居行业第一梯队。2025 年 2 月公司发布端到端大模型，6 月发布的 YU7 以全系搭载 1000 万 Clips 版本小米端到端辅助驾驶，预计下半年还将升级 XLA 模型，持续引领高阶智驾行业发展。

表2：公司智能驾驶迅速进入行业第一梯队，下半年将升级 XLA 大模型

车企	大模型量产进展	城市 NOA 量产进展	D2D 量产进展
小米	2025 年 2 月 26 日发布端到端大模型，6 月上市 的 YU7 全系搭载 1000 万 Clips 版本小米端到端辅助驾驶，预计下半年升级 XLA 大模型。	2024 年 10 月开启全量推送全国城市无图 NOA	2025 年 2 月全量推送端到端全场景智能驾驶（HAD）
特斯拉	2024 年 Q1 开始推送端到端架构的 FSD V12	2025 年 2 月开始在中国市场分批推送 FSD，支持城市道路 Autopilot 自动辅助驾驶	-
理想	2024 年 10 月 23 日开启端到端大模型向 AD MAX 用户全量推送，2025 年 7 月将发布 VLA 大模型	2024 年 7 月完成城市 NOA 向 AD MAX 用户的全量推送	2024 年 11 月全球首家全量推送 D2D 功能
小鹏	2024 年 5 月宣布实现端到端大模型量产上车，2025 年 6 月首发 VLA+VLM 模型	2024 年以来高阶智驾持续开城，8 月城市 NOA 功能从“全国都能开”正式升级为“全国都好用”	2024 年 11 月开启 D2D 全网首测，2025 年 1 月推送 D2D 功能
华为（问界/智界/享界）	2024 年 9 月宣布向问界、智界、享界全系车型推动 ADS3.0，引入端到端架构，2025 年 4 月发布 ADS 4.0	2023 年底华为为 ADS 2.0 实现全国城区 NCA 功能	2024 年 8 月发布 ADS 3.0，首发车位到车位导航功能，截止 2025 年 6 月 30 日，车位到车位功能已在全国范围开通超过 50 万个停车场
极氪	2024 年 8 月发布的 2025 款极氪 001、007 实现端到端大模型上车，2024 年 11 月广州车展发布端到端 Plus 架构，2025 年 3 月千里浩瀚 H7 实现端到端 Plus 架构与多模态大模型上车	浩瀚智驾 2.0 无图城市 NZP 于 2024 年底全量推送全国用户	2025 年 4 月开始大规模推送车位到车位功能

资料来源：新浪汽车，网易，IT 之家，懂车帝，汽车之家，凤凰网汽车，搜狐汽车，腾讯汽车，中华网，中国银河证券研究院

YU7 首创天际屏带来全新驾乘体验。公司在 YU7 上首创天际屏全景显示，用三块 Mini LED 屏幕将信息直接反射到前风挡下黑区，同时保持视野通透，视觉无遮挡。天际屏能够将仪表、多媒体、地图、时钟、能耗五类信息卡片自由组合，带来全新的驾乘体验。

图31: 小米 YU7 首发天际屏全景显示



资料来源: 小米 YU7 发布会, 中国银河证券研究院

全栈自研智能底盘算法, 提升驾驶舒适度与安全性。公司在 SU7 底盘系统上采用了闭式空气弹簧+CDC 阻尼可变减震器、全铝前双球节双叉臂悬架+后连杆独立五悬架等高端配置, 全栈自研底盘控制算法, 通过全维智能感知与全局协同控制提升驾驶舒适度和安全性, 如路面状态自适应降低 17% 冲击感, 提高 41% 平顺性; 弯道姿态自适应优化起步/制动的加速/减速仰头角与疾速过弯的侧倾横版; 空气动力自适应调节电动尾翼、主动进气格栅、空气悬架、CDC 减震器等。

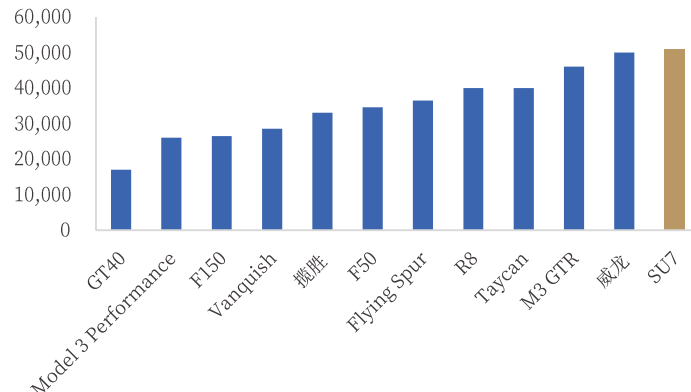
图32: 公司底盘系统采用了闭式空气弹簧+CDC 阻尼可变减震器、全铝前双球节双叉臂悬架+后连杆独立五悬架等高端配置



资料来源: 小米汽车技术发布会, 中国银河证券研究院

3、安全: 采用铠甲笼式钢铝混合车身, 车身扭转强度位居行业前列。公司在 SU7 与 YU7 上采用了铠甲笼式钢铝混合车身, SU7 最高强度达到 2000MPa, 整车扭转刚度达到 51000N·m/deg, 位居行业前列, 超越众多豪华品牌旗舰产品, YU7 四门防撞梁采用 2200MPa 超强钢, 高强度钢和铝合金占比超过 90%。

图34: SU7 车身扭转刚度位居行业前列 (N·m/deg)



资料来源：小米汽车技术发布会，中国银河证券研究院

SU7 综合产品性能断代领先，性价比优势十足。在与上市时期的竞品以及改款后竞品的对比中，SU7 在动力、空间、续航、底盘、智能化等方面均具有不同程度的优势，性价比优势十足，综合产品性能实现断代领先。出众的产品硬实力成为产品爆款的保障。

	小米 SU7 MAX	Model 3 Performance 2024 款	Model 3 Perfomance 2025 款	极氪 001 YOU 2024 款	极氪 001 YOU 2025 款	蔚来 ET5 100kWh 2024 款	蔚来 ET5 100kWh 2025 款
上市时间	2024.3	2024.4	2025.7	2024.2	2024.8	2024.2	2025.5
价格（万元）	29.99	33.96	28.55	32.90	32.90	35.60	35.60
长*宽*高（mm）	4997*1963*1440	4724*1848*1430	4720*1848*1442	4977*1999*1533	4997*1999*1533	4790*1960*1499	4790*1960*1499
轴距（mm）	3000	2875	2875	3005	3005	2888	2888
CLTC 纯电续航（km）	800	623	753	705	705	710	740
最大功率（kW）	495	343	331	580	580	360	360
最大扭矩（N·m）	838	723	559	810	810	700	700
零百加速（s）	2.78	3.1	3.8	3.3	3.3	4	4
最高车速（km/h）	265	261	200	240	240	200	200
风阻系数	0.195	0.22	0.22	0.23	0.23	0.24	0.24
空气悬架	●	-	-	●	●	-	-
中控屏幕尺寸（英寸）	16.1	15.4	15.4	15.05	15.05	12.8	15.6
语音分区域识别	五区域	-		四区域	四区域	四区域	四区域
声纹识别	●	-	-	-	-	-	-
HUD	●	-	-	●	●	-	●
扬声器数量	25	17	17	28	28	23	23
智能驾驶芯片	英伟达 Orin*2	HW4.0*2	HW4.0*2	Mobileye EyeQ5H*2	英伟达 Orin*2	英伟达 Orin*4	神玑 NX9031
智能驾驶算力（TOPS）	508	720	720	48	508	1016	-

YU7 综合产品性能较竞品领先，具有一定的性价比优势。在与竞品的对比中，YU7 在动力、空间、续航、智能化等方面均具有不同程度的优势，具有一定的性价比优势。

表4: YU7 综合产品性能较竞品领先，具有一定的性价比优势

	小米 YU7 标准版	Model Y 后驱版 2025 款	极氪 7X 100kWh 后驱智驾版	智己 LS6 2025 款长续航灵蜥智驾版
上市时间	2025.6	2025.3	2024.9	2024.9
价格（万元）	25.35	26.35	24.99	26.29
长*宽*高（mm）	4999*1996*1608	4797*1920*1624	4825*1930*1666	4910*1988*1669
轴距（mm）	3000	2890	2925	2960
CLTC 纯电续航（km）	835	593	780	701
最大功率（kW）	235	220	310	248
最大扭矩（N·m）	528	410	440	500
零百加速（s）	5.88	5.9	5.7	5.4
最高车速（km/h）	240	201	210	235
风阻系数	0.245	0.22	0.247	0.237
中控屏幕尺寸（英寸）	16.1	15.4	16	26.3
语音分区识别	五区域	-	四区域	四区域
声纹识别	●	-	●	-
面部识别	●	-	●	-
HUD	天际屏	-	●	-
扬声器数量	14	9	21	21
智能驾驶芯片	英伟达 Thor	AI4	英伟达 Orin*2	英伟达 Orin
智能驾驶算力（TOPS）	700	720	508	254

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

（三）生态：人车家全生态战略带来生态竞争优势与用户基础优势

人车家全生态实现硬件无缝连接、实时协同，形成生态竞争优势。“人车家全生态”通过小米澎湃 OS 生态操作系统实现硬件的无缝连接、实时协同，打通人、车、家三大场景，形成生态竞争优势，消费者通过购买公司汽车产品能够实现生活体验的提升，例如手车互联优化导航、车机互联、车门解锁等体验；在车上激活回家场景、在家激活用车场景等，生态协同能力成为公司区别于传统车企的差异化竞争优势。

The image displays two concentric circle diagrams representing the 'Xiaomi Ecosystem' (小米生态链). The left diagram is centered on '手机' (Smartphone), and the right diagram is centered on '汽车' (Car). Both diagrams show a central core, an inner ring of products, and an outer ring of products, all connected by a central arrow pointing from left to right.

Left Diagram (Smartphone Center):

- Center:** 手机 (Smartphone)
- Inner Ring (Lifestyle):** 生活方式 (Lifestyle), 影音设备 (Audio/Video Equipment), 极客酷玩 (Geek Fun), 机器人 (Robot), 儿童智能 (Children's Smart), 智能白电 (Smart White Appliances), 个人交通 (Personal Transportation)
- Outer Ring:** 旅行箱LED随身笔签字笔 (Travel Bag LED Pen), 小米电视小米盒子 (Xiaomi TV/Mi Box), 小米笔记本 (Xiaomi Laptop), 小米路由器 (Xiaomi Router), 手机配件 (Smartphone Accessories), 移动电源耳机自拍补光灯 (Power Bank/Headphones/Selfie Light), 小米手环 (Xiaomi Band), 米家电饭煲 (Mi Home Rice Cooker), 空气净化器净水器 (Air Purifier/Water Purifier), 扫地机器人 (Vacuum Robot), 小米无人机九号平衡车 (Xiaomi Drone/Segway), 蓝牙音箱 (Bluetooth Speaker)

Right Diagram (Car Center):

- Center:** 汽车 (Car)
- Inner Ring (Lifestyle):** 生活方式 (Lifestyle), 影音设备 (Audio/Video Equipment), 极客酷玩 (Geek Fun), 机器人 (Robot), 儿童智能 (Children's Smart), 智能白电 (Smart White Appliances), 个人交通 (Personal Transportation)
- Outer Ring:** 旅行箱LED随身笔签字笔 (Travel Bag LED Pen), 小米电视小米盒子 (Xiaomi TV/Mi Box), 小米笔记本 (Xiaomi Laptop), 小米路由器 (Xiaomi Router), 手机配件 (Smartphone Accessories), 移动电源耳机自拍补光灯 (Power Bank/Headphones/Selfie Light), 小米手环 (Xiaomi Band), 米家电饭煲 (Mi Home Rice Cooker), 空气净化器净水器 (Air Purifier/Water Purifier), 扫地机器人 (Vacuum Robot), 小米无人机九号平衡车 (Xiaomi Drone/Segway), 蓝牙音箱 (Bluetooth Speaker)

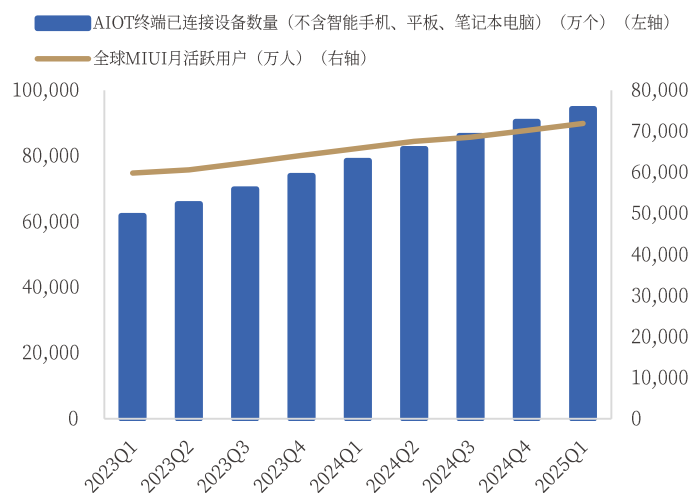
图36：人车家全生态打通人、车、家三大场景



人车家全生态战略积累了丰厚的终端设备用户基础，成功向公司汽车产品引流并实现了品牌声誉的快速传播。公司在人车家全生态战略下积累了丰厚的手机、手表、家电等智能终端设备用户基础，截止 2025 年 Q1，公司 AIOT 已连接设备数量达到 9.4 亿个，全球 MIUI 月活跃用户达到 7.2 亿人，公司在消费电子领域积累了庞大的认可公司产品与品牌的用户基础，通过向汽车产品引流为

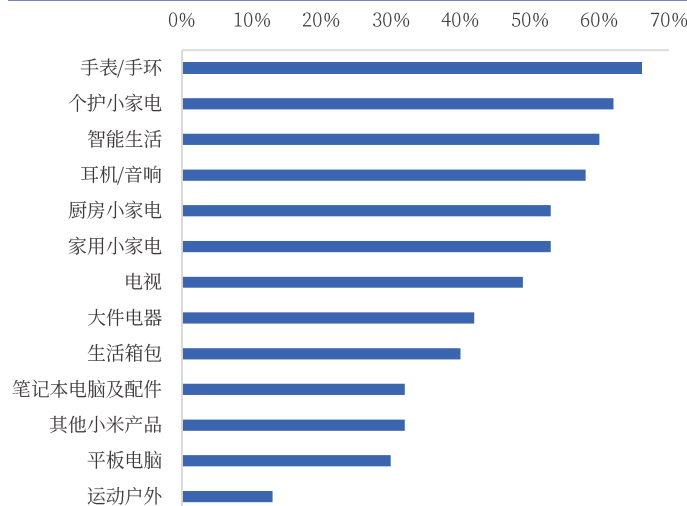
公司产品成为爆款贡献了重要的力量，据杰兰路数据，在小米 SU7 上市前的 189 位意向用户中，使用小米手表/手环、个护小家电（牙刷、吹风机等）、智能生活（摄像头、路由器等）、耳机/音响、厨房小家电（电饭煲、微波炉等）、家用小家电（扫地机器人、空气净化器等）的用户占比均超过 50%，公司消费电子产品粉丝群体构成了汽车产品消费者的重要部分。

图37：截止 2025 年 Q1 公司 AIOT 终端已连接设备达到 9.4 亿



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图38：SU7 意向用户中使用公司消费电子设备的占比较高



资料来源：杰兰路，中国银河证券研究院（统计节点为 2023 年 12 月）

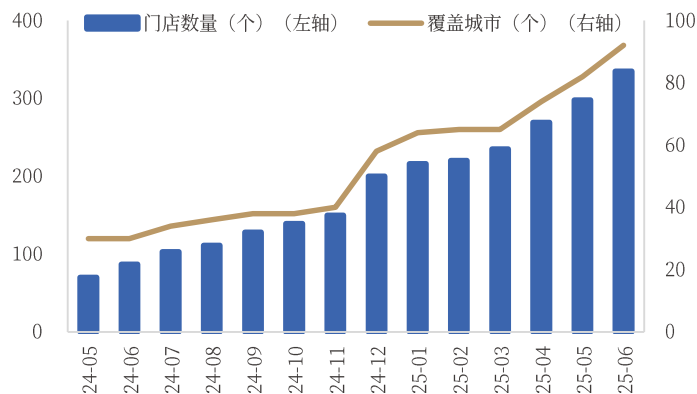
混合经营与渠道复用并举实现消费者快速触达，提升销售效率、降低销售成本。公司在渠道建设之初就选择了经销商+直营的混合渠道模式，打造“1+N”模式，“1”是公司自建自营的交付中心，销、交、服一体化，“N”是销售和用户服务触点，包括经销商与商超店，在商超店中公司通过直接复用消费电子渠道小米之家，形成渠道的快速建设，截止 2025 年 6 月，公司在全国 92 个城市开业了 335 家门店，通过经销商与商超店形成了对城市圈与城市外圈的全方位覆盖，既实现了销售效率的提升也降低了销售成本。

图39：公司采用经销商+直营店的混合经营模式



资料来源：杰兰路，中国银河证券研究院

图40：通过渠道复用公司实现汽车销售渠道的快速建设



资料来源：小米汽车官方公众号，中国银河证券研究院

三、预计 2025 年销量 40 万辆，站稳高端品牌第一梯队

预计公司 2025 年汽车销量为 40 万辆，2026 年起增程产品昆仑系列有望贡献新增量，新产品售价的提升有望带动汽车业务 ASP 逐年提升。我们预计 SU7 从 2025 年下半年起销量进入稳态状态，YU7 在下半年进行产能爬升，全年公司汽车销量有望达到 40 万辆，其中 SU7 销量预计 24 万辆，YU7 销量预计 13 万辆，SU7 Ultra 销量预计 3 万。2026 年起 SU7、YU7 销量进入稳态状态，

SU7 年销量 20 万辆，YU7 年销量 35 万辆，增程产品昆仑系列有望继续贡献新增量，且新产品不断提升的售价有望带动公司汽车产品均价逐年提升。

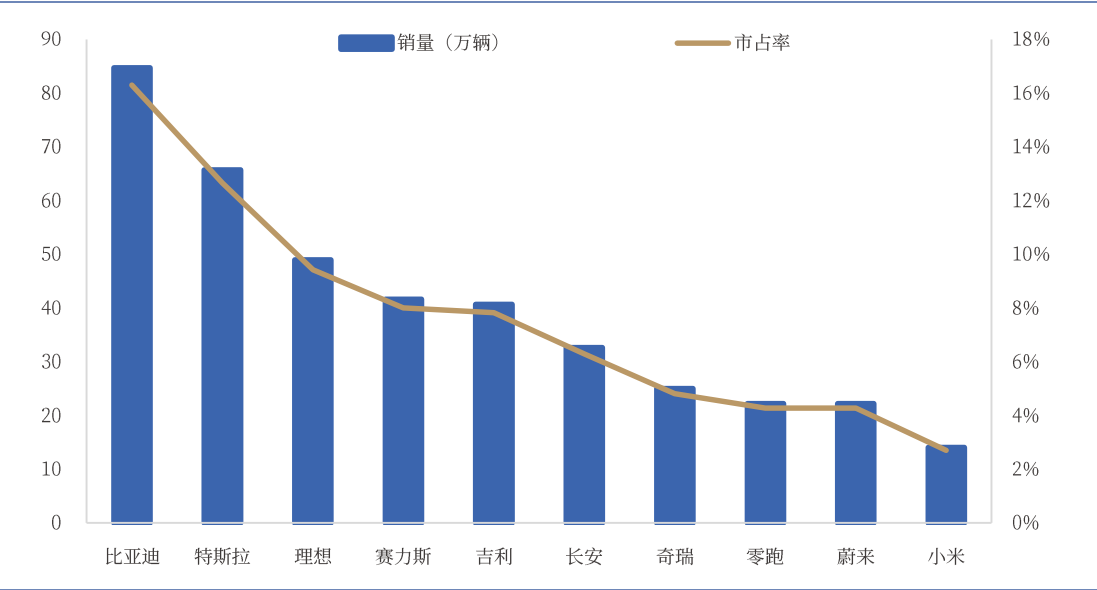
表5：预计公司 2025 年汽车销量为 40 万辆，2026 年起增程产品昆仑系列有望贡献新增量

		2024	2025E	2026E	2027E
SU7	销量 (万台)	13.7	24.0	20.0	20.0
	均价 (万元)	23.9	24.0	24.0	24.0
	收入 (亿元)	327.5	576.0	480.0	480.0
SU7 Ultra	销量 (万台)	-	3.0	4.0	4.0
	均价 (万元)	-	54.0	54.0	54.0
	收入 (亿元)	-	162.0	216.0	216.0
YU7	销量 (万台)	-	13.0	35.0	35.0
	均价 (万元)	-	28.4	27.7	27.7
	收入 (亿元)	-	369.6	968.5	968.5
昆仑系列	销量 (万台)	-	-	10.0	30.0
	均价 (万元)	-	-	30.0	30.0
	收入 (亿元)	-	-	300.0	900.0
汽车业务合计	销量 (万台)	13.7	40.0	69.0	89.0
	均价 (万元)	23.9	27.7	28.5	28.8
	收入 (亿元)	327.5	1,107.6	1,964.5	2,564.5
	毛利率	18.5%	22.00%	24.00%	25.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

公司有望在 2025 年站稳高端品牌第一梯队,并通过产品矩阵的丰富持续提升市场影响力。2024 年国内 B+级新能源车市场中，排名前五的品牌比亚迪/特斯拉/理想/赛力斯/吉利销量分别为 84.7 万辆/65.7 万辆/49.0 万辆/41.6 万辆/40.7 万辆，公司 2025 年销量有望达到 40 万辆，站稳新能源市场高端品牌第一梯队，市占率有望进入行业前六，并通过在增程产品上的继续布局，持续提升销量增长潜力，扩大品牌影响力。

图41：2025 年公司有望站稳新能源高端品牌第一梯队



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

四、投资建议及估值

预计 2025 年公司收入同比增长 36.03%至 4977.35 亿元，主要受益于汽车业务收入的高速增长与智能手机、IoT 与生活消费品业务的稳健发展。我们预计 2025-2027 年公司汽车业务收入分别为 1107.6 亿元/1964.5 亿元/2564.5 亿元，YU7 与昆仑系列销量的增长是收入高速增长的主要驱动力，产品量价齐升带动毛利率增长。IoT 与生活消费品业务将受益于以旧换新政策以及消费者对智能生活家具需求的提升，智能手机与互联网服务业务稳健发展。

表6：预计 2025 年公司收入同比增长 36.03%至 4977.35 亿元

		2024	2025E	2026E	2027E
汽车业务	收入（亿元）	327.54	1,107.64	1,964.45	2,564.45
	YOY	-	238.17%	77.35%	30.54%
	毛利率	18.47%	22.00%	24.00%	25.00%
智能手机业务	收入（亿元）	1,917.59	2,109.35	2,278.10	2,437.56
	YOY	21.78%	10.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	12.65%	12.70%	12.75%	12.80%
IoT 与生活消费品业务	收入（亿元）	1,041.04	1,353.35	1,624.02	1,786.42
	YOY	29.95%	30.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	20.26%	20.40%	20.60%	20.80%
互联网服务业务	收入（亿元）	341.15	375.27	405.29	425.55
	YOY	13.31%	10.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	76.64%	77.00%	77.00%	77.00%
其他业务	收入（亿元）	31.74	31.74	31.74	31.74
	YOY	-3.63%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-23.65%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
合计	收入（亿元）	3,659.06	4,977.35	6,303.60	7,245.73
	YOY	35.04%	36.03%	26.65%	14.95%
	毛利率	20.92%	21.50%	22.24%	22.72%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司已通过 SU7、YU7 两款产品奠定中国新能源汽车品牌龙头地位，产品拓展空间十足，销量增长潜力大，叠加在消费电子领域的龙头地位以及人车家全生态下的各类产品协同，公司成长潜力十足。预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 4977.35 亿元、6303.60 亿元、7245.73 亿元，分别实现归母净利润 388.83 亿元、528.34 亿元、638.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.50 元、2.04 元、2.46 元。

表7：预计 2025 年公司实现营收 4977.35 亿元，实现归母净利润 388.83 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	365,906.35	497,734.80	630,359.55	724,572.89
收入增长率	35.04%	36.03%	26.65%	14.95%
归母净利润（百万元）	23,658.13	38,883.15	52,834.07	63,866.39
利润增速	35.38%	64.35%	35.88%	20.88%
EPS（元）	0.95	1.50	2.04	2.46
PE	36.32	39.01	28.71	23.75

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

绝对估值法：采用 DCF 绝对估值法进行估值，在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5%的情况下，公司合理每股价值区间为 53.73 元-64.60 元（按照人民

币：港币=1:1.10 的汇率换算，公司合理每股价值区间为 59.10 港元-71.06 港元，下同），对应市值区间为 13944.55 亿元-16765.64 亿元（15339.00 亿港元-18442.20 亿港元）。

表8：基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	15.00%
永续增长率 g	3.00%
贝塔值 (β)	1.25
无风险利率 Rf	1.64%
市场的预期收益率 Rm	10.00%
有效税率 T	15.00%
债务资本成本 Kd	1.50%
债务资本比重 Wd	5.89%
股权资本成本 Ke	12.09%
加权平均资本成本 WACC	11.45%

资料来源：中国银河证券研究院

表9：现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值（百万元）	168,193.35
FCFF 过渡期现值（百万元）	216,216.32
FCFF 永续价值现值（百万元）	905,889.92
企业价值（百万元）	1,290,299.58
加：非核心资产价值（百万元）	260,017.16
减：付息债务（百万元）	30,944.69
减：少数股东权益（百万元）	433.22
股权价值（百万元）	1,518,938.83
总股本（百万股）	25,952.89
每股价值（元）	58.53

资料来源：中国银河证券研究院

表10：敏感性分析

永续增长率	WACC						
	9.95%	10.45%	10.95%	11.45%	11.95%	12.45%	12.95%
1.50%	61.30	58.16	55.35	52.83	50.56	48.50	46.62
2.00%	63.82	60.35	57.28	54.53	52.06	49.84	47.82
2.50%	66.68	62.82	59.43	56.42	53.73	51.31	49.13
3.00%	69.95	65.63	61.85	58.53	55.58	52.94	50.58
3.50%	73.73	68.83	64.60	60.90	57.64	54.76	52.18
4.00%	78.14	72.54	67.74	63.59	59.97	56.78	53.95
4.50%	83.36	76.86	71.37	66.68	62.61	59.07	55.94

资料来源：中国银河证券研究院

相对估值法：我们对公司汽车业务、消费电子与互联网业务采用分部估值法，预计 2026 年公司汽车业务净利润率为 8%，对应净利润 157.16 亿元，消费电子与互联网业务净利润为 371.18 亿元。

汽车业务部分：选择新能源品牌龙头理想、赛力斯、比亚迪、特斯拉作为可比公司，可比公司 2026 年 PE 均值为 39.51，我们认为公司 2026 年盈利能力仍未达到稳态，产品矩阵丰富空间与销量增长空间较大，未来伴随产品矩阵的进一步丰富以及销量增长带动下的规模优势提升，公司汽车业务盈利能力仍将继续提升，给予公司 2026 年汽车业务 45-55 倍 PE，对应市值为 7072.20 亿元-8643.80 亿元。

消费电子与互联网业务部分：选择全球龙头苹果、传音控股、腾讯控股、谷歌、微软作为可比公司，可比公司 2026 年 PE 均值为 16.84，我们认为公司业务规模相较龙头仍有一定的差距，业绩增长弹性较大，给予公司 2026 年消费电子与互联网业务 18-20 倍 PE，对应市值为 6681.24 亿元-7423.66 亿元。

综合汽车业务、消费电子与互联网业务，我们认为公司合理市值区间为 13753.44 亿元-16067.46 亿元（15128.78 亿港元-17674.21 亿港元），对应合理每股价值区间为 52.99 元-61.91 元（58.29 港元-68.10 港元），综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 53.36 元-63.25 元（58.70 港元-69.58 港元），对应市值区间为 13848.99 亿元-16416.55 亿元（15233.89 亿港元-18058.20 亿港元），维持公司“推荐”评级。

表11：汽车业务可比公司 PE 估值表（截止 2025.7.24）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS (元)			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	108.04	2,312.96	29.01	3.79	4.41	5.97	24.17	24.50	18.09
601127.SH	赛力斯*	129.42	2,113.90	32.65	3.94	6.40	8.21	33.87	20.22	15.76
002594.SZ	比亚迪*	342.72	10,632.55	42.00	13.84	9.96	12.27	20.43	34.41	27.93
TSLA.O	特斯拉*	2,179.38	70,197.01	167.18	14.28	17.24	22.64	52.67	126.44	96.26
	平均		21,314.11	67.71				32.79	51.39	39.51

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期，收盘价、总市值、EPS 均按照汇率折算为人民币）

表12：消费电子与互联网业务可比公司 PE 估值表（截止 2025.7.24）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS (元)			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
AAPL.O	苹果*	1,525.93	227,909.62	32.81	42.83	51.73	56.59	36.95	29.50	26.96
688036.SH	传音控股*	76.04	867.12	19.65	4.90	5.28	6.12	19.52	14.41	12.42
0700.HK	腾讯控股*	506.54	46,427.89	23.56	20.94	23.41	26.40	18.36	21.64	19.19
GOOGL.O	谷歌*	1,371.81	166,443.25	20.13	58.44	67.16	72.50	23.14	20.43	18.92
MSFT.O	微软*	3,646.92	271,058.70	39.29	84.52	96.14	110.76	37.69	37.93	32.93
	平均		71,246.09	21.11				20.34	18.83	16.84

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期，收盘价、总市值、EPS 均按照汇率折算为人民币）

五、风险提示

1、新能源汽车销量不及预期的风险。当前国内新能源市场发展逐渐成熟，新能源市场可能出现销量增长放缓的风险，使得公司可能面临产品销量不及预期的风险，影响公司的业绩增长；

2、市场竞争加剧的风险。当前新能源车市场参与者众多，公司可能面临市场竞争加剧的风险，影响公司的销量增速与产品价格，进而影响公司营收与盈利能力的增长；

3、智能化技术不及预期的风险。智能化技术是公司产品的核心竞争力，但高阶智能驾驶等技术难度较高，发展不及预期可能影响公司核心竞争力的提升；

4、消费电子与互联网业务发展不及预期的风险。消费电子与互联网业务是公司当前营收的重要组成部分，业务发展不及预期可能影响公司整体业务规模的增长。

图表目录

图 1: 三年沉淀, SU7 上市即爆款, 一举打响公司高端品牌声誉, YU7 再创订单佳绩, 奠定公司高端品牌龙头地位 ...	3
图 2: 2025H1 小米 SU7 市占率跃升至国内 B+级纯电轿车市场榜首	4
图 3: 2025H1 小米 SU7 在国内 B+级纯电市场市占率仅次于 ModelY	4
图 4: 2024 年/2025 年 Q1 公司营收同比分别+35.0%/+47.1%	6
图 5: 2024 年 Q2 以来公司汽车业务收入逐季提升	6
图 6: 2024 年/2025 年 Q1 公司净利润同比分别+41.3%/+89.1%	6
图 7: 2024 年/2025 年 Q1 公司扣非归母净利润同比分别+64%/+50%	6
图 8: 2024 年 Q2 以来公司汽车业务亏损快速收窄	7
图 9: 2024 年公司亏损率明显好于头部新势力早期 (2021 年-2022 年)	7
图 10: 2025 年 Q1 公司毛利率/净利率同比分别+0.5pct/+4.3pct.....	7
图 11: 2024 年 Q2 以来销量增长带动公司汽车业务毛利率逐季提升.....	7
图 12: 2024 年/2025 年 Q1 智能电动汽车研发带动公司研发费用增长	8
图 13: 2024 年/2025 年 Q1 公司销售/管理费用率受益于规模效应下降	8
图 14: 2025 年 Q1 公司经营活动现金流量净额同比由负转正	8
图 15: 2025 年 Q1 公司投资活动现金流量净额同比-7.4%	8
图 16: 2024 年 20-30 万元乘用车销量为 400.4 万辆 (万辆)	9
图 17: 2024 年 Q2 起 20-30 万元价格带市场扩容提速	9
图 18: 20-30 万元价格带新能源市场扩容潜力大, 新能源产品需求稳步提升.....	9
图 19: 2024Q1 国内 B+级轿车市场 EV 渗透率处于低位	10
图 20: 2025H1 国内 B+级 SUV 市场 PHEV 渗透率明显高于 EV	10
图 21: 2023 年 B+级 EV 轿车市场集中度低于其他中高端细分市场	10
图 22: 2023 年 Model Y 在 B+级 EV SUV 市场市占率达到 44.1%	10
图 23: 截止 2024 年 4 月 10 日公司汽车专利数量达到 1209 项 (项)	11
图 24: 2022-2023 年公司专利申请量加速上升 (项)	11
图 25: 公司正向研发摩德纳技术架构全方位提升产品核心性能	11
图 26: 公司 V6s 超级电机性能领先于 Model S、Taycan Turbo.....	12
图 27: 公司 V8s 超级电机最高转速创行业记录	12
图 28: V6s 超级电机加持下小米 SU7 低温加速性能明显领先于 Model 3.....	12
图 29: SU7 MAX 版搭载 800V 高压平台, 续航达 800km.....	12
图 30: 800V 超级快充实现快速补能.....	12
图 31: 小米 YU7 首发天际屏全景显示.....	14
图 32: 公司底盘系统采用了闭式空气弹簧+CDC 阻尼可变减震器、全铝前双球节双叉臂悬架+后连杆独立五悬架等高端配置	14
图 33: 公司产品采用铠甲笼式钢铝混合车身	15
图 34: SU7 车身扭转刚度位居行业前列 (N·m/deg)	15

图 35: 人车家全生态实现硬件无缝连接、实时协同 17

图 36: 人车家全生态打通人、车、家三大场景 17

图 37: 截止 2025 年 Q1 公司 AIOT 终端已连接设备达到 9.4 亿 18

图 38: SU7 意向用户中使用公司消费电子设备的占比较高 18

图 39: 公司采用经销商+直营店的混合经营模式 18

图 40: 通过渠道复用公司实现汽车销售渠道的快速建设..... 18

图 41: 2025 年公司有望站稳新能源高端品牌第一梯队..... 19

表 1: 小米汽车团队由集团创始人雷军亲自挂帅、集团精英汇聚, 并广泛吸纳汽车领域人才打造汽车业务精英管理团队4

表 2: 公司智能驾驶迅速进入行业第一梯队, 下半年将升级 XLA 大模型 13

表 3: SU7 综合产品性能断代领先, 性价比优势十足 15

表 4: YU7 综合产品性能较竞品领先, 具有一定的性价比优势 16

表 5: 预计公司 2025 年汽车销量为 40 万辆, 2026 年起增程产品昆仑系列有望贡献新增量 19

表 6: 预计 2025 年公司收入同比增长 36.03%至 4977.35 亿元 20

表 7: 预计 2025 年公司实现营收 4977.35 亿元, 实现归母净利润 388.83 亿元..... 20

表 8: 基本假设及关键参数 21

表 9: 现金流折现估值表..... 21

表 10: 敏感性分析 21

表 11: 汽车业务可比公司 PE 估值表 (截止 2025.7.24) 22

表 12: 消费电子与互联网业务可比公司 PE 估值表 (截止 2025.7.24) 22

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	225,709	268,752	331,256	381,799
现金	33,661	64,127	107,793	153,369
应收账款及票据	14,589	17,974	21,012	22,140
存货	62,510	75,971	88,497	93,328
其他	114,949	110,680	113,953	112,961
非流动资产	177,447	233,861	281,745	335,394
固定资产	18,088	20,292	23,009	26,148
无形资产	21,569	22,270	23,358	24,785
其他	137,790	191,298	235,378	284,461
资产总计	403,155	502,612	613,001	717,192
流动负债	175,385	238,605	299,314	342,828
短期借款	13,327	18,327	23,327	28,327
应付账款及票据	98,281	135,663	168,826	191,323
其他	63,777	84,615	107,161	123,177
非流动负债	38,565	36,033	33,033	30,033
长期债务	17,276	14,276	11,276	8,276
其他	21,289	21,757	21,757	21,757
负债合计	213,950	274,638	332,347	372,861
普通股股本	0	0	0	0
储备	186,476	225,362	278,198	342,068
归属母公司股东权益	188,738	227,624	280,461	344,330
少数股东权益	467	351	193	2
股东权益合计	189,205	227,975	280,654	344,332
负债和股东权益	403,155	502,612	613,001	717,192

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	39,295	74,605	83,924	91,090
净利润	23,658	38,883	52,834	63,866
少数股东权益	-80	-116	-158	-191
折旧摊销	6,318	6,594	7,195	7,935
营运资金变动及其他	9,399	29,244	24,053	19,481
投资活动现金流	-35,386	-45,194	-41,132	-46,208
资本支出	-7,297	-9,500	-11,000	-12,500
其他投资	-28,089	-35,694	-30,132	-33,708
筹资活动现金流	-3,999	1,051	871	691
借款增加	4,256	2,000	2,000	2,000
普通股增加	-3,964	0	0	0
已付股利	-1,767	-949	-1,129	-1,309
其他	-2,524	0	0	0
现金净增加额	30	30,466	43,666	45,576

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	365,906	497,735	630,360	724,573
其他收入	0	0	0	0
营业成本	289,346	390,709	490,140	559,971
销售费用	25,390	32,353	40,973	46,373
管理费用	5,601	6,222	6,934	7,608
研发费用	24,050	30,362	37,191	42,025
财务费用	-3,624	-2,724	-1,654	-847
除税前溢利	28,127	46,151	62,710	75,804
所得税	4,548	7,384	10,034	12,129
净利润	23,578	38,767	52,676	63,675
少数股东损益	-80	-116	-158	-191
归属母公司净利润	23,658	38,883	52,834	63,866
EBIT	24,503	43,427	61,056	74,957
EBITDA	30,821	50,021	68,251	82,892
EPS (元)	0.95	1.50	2.04	2.46

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35.04%	36.03%	26.65%	14.95%
归属母公司净利润	35.38%	64.35%	35.88%	20.88%
毛利率	20.92%	21.50%	22.24%	22.72%
销售净利率	6.47%	7.81%	8.38%	8.81%
ROE	12.53%	17.08%	18.84%	18.55%
ROIC	9.34%	14.00%	16.27%	16.53%
资产负债率	53.07%	54.64%	54.22%	51.99%
净负债比率	-1.62%	-13.83%	-26.08%	-33.91%
流动比率	1.29	1.13	1.11	1.11
速动比率	0.90	0.78	0.78	0.81
总资产周转率	1.01	1.10	1.13	1.09
应收账款周转率	27.37	30.57	32.34	33.58
应付账款周转率	3.61	3.34	3.22	3.11
每股收益	0.95	1.50	2.04	2.46
每股经营现金流	1.57	2.87	3.23	3.51
每股净资产	7.52	8.77	10.81	13.27
P/E	36.32	39.01	28.71	23.75
P/B	4.59	6.66	5.41	4.41
EV/EBITDA	28.00	29.70	21.15	16.89

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。

高峰 电子行业首席分析师。北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业经验，6年证券从业经验。

秦智坤 汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn