

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 52.55	港元 60.00↓	+14.2%

2025年8月21日

小米集团 (1810 HK)

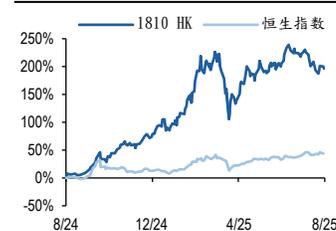
2Q25 汽车业绩表现亮眼，智能手机业务调整基本符合预期

- 2Q25 业绩符合市场预期，汽车业绩表现亮眼。**小米 2Q25 收入/经调整净利润分别为 1,160/108 亿元（人民币，下同），符合市场预期。汽车收入同比增 40%；毛利率达 26.4%，再创历史新高，主要来自 ASP 增长及同平台规模效应。本季度业绩一定程度受智能手机业务影响。具体看，智能手机收入同比降 2%，主要来自 REDMI A5 发布拉低海外 ASP，而中国内地 ASP 受益于高端机型占比提升，同比继续增长。智能手机毛利率环比下滑 0.9ppt 至 11.5%，管理层认为主要由于存储器（尤其是 DDR4）价格上涨，对中低端机型毛利率影响较大，符合我们之前的预期。AIOT 收入同比增 45%，毛利率受 618 促销影响环比降 2.7ppts 至 22.5%，为历史次高。大家电收入保持 66% 同比高增，空调表现亮眼，实现量价齐升。
- 汽车业务：管理层维持今年 35 万辆销量目标，同平台规模效应凸显。**2Q25 智能汽车交付 8.1 万辆，ASP 环比升 6.7% 至 25.4 万元。经调整净亏损继续收窄至 3 亿元，管理层表示年内有望实现单季度或单月盈利。我们维持 2025/26 年汽车销量预测，分别交付 39.8/70.0 万辆。2Q25 汽车业务毛利率环比升 3.2ppts 至 26.4%。我们上调 2025/26 年汽车毛利率预测至 26.0%/27.1%（前值 23.5%/24.2%），主要考虑到现有及后续车型（如明年首款增程式 SUV）的产品力和同平台规模效应有望继续拉升毛利率。我们预测小米汽车业务在 4Q25 实现扭亏为盈。
- 智能手机业务：毛利率或随高端新品发布企稳回升。**2Q25 智能手机毛利率相比我们之前的预测，下滑的趋势更快。我们认为存储器涨价对毛利率的负面影响或将至少持续至 2025 年底。我们下调 2025/26 年智能手机毛利率预测至 11.7%/12.1%（前值 12.3%/12.3%）。我们继续看好小米手机高端化趋势，预测手机毛利率在 4Q25 将随高端新机型发布企稳回升。
- 下调目标价至 60 港元。**我们微调 2026 年汽车业务收入至 1820 亿元（前值 1,817 亿元）。考虑手机等业务的不确定性，下调 2025/26 年收入预测至 4,830/6,058 亿元，下调 2025/26 年经调整 EPS 至 1.67/2.01 元，下调 2026 年手机 x AIoT 市盈率至 25 倍。基于 2026 年手机 x AIoT 25 倍市盈率（前值 26 倍）及汽车业务 2.2 倍市销率（保持不变），下调目标价到 60 港元，维持买入评级。

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)	60.15
52周低位 (港元)	17.52
市值 (百万港元)	1,126,648.88
日均成交量 (百万)	158.10
年初至今变化 (%)	52.32
200天平均价 (港元)	51.64

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

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	483,015	605,823	702,378
同比增长 (%)	-3.2	35.0	32.0	25.4	15.9
净利润 (百万人民币)	17,475	23,658	45,984	55,373	65,605
每股盈利 (人民币)	0.77	1.10	1.67	2.01	2.62
同比增长 (%)	125.7	41.6	52.1	20.5	30.1
前EPS预测值 (人民币)			1.80	2.17	2.61
调整幅度 (%)			-7.2	-7.2	0.2
市盈率 (倍)	62.5	44.1	29.0	24.1	18.5
每股账面净值 (人民币)	6.61	7.62	10.84	12.89	15.43
市账率 (倍)	7.32	6.35	4.46	3.75	3.14

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：小米集团 2Q25 业绩

百万人民币	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比	2Q25 实际值	交银国际预测	差异	VA 预测	差异
营业收入	115,956	88,888	30.5%	111,293	4.2%	115,956	121,952	(5%)	115,916	0%
毛利润	26,101	18,394	41.9%	25,406	2.7%	26,101	27,168	(4%)	25,741	1%
营业利润	13,437	5,889	128.2%	13,125	2.4%	13,437	11,485	17%	10,368	30%
经调整净利润	10,831	6,175	75.4%	10,676	1.5%	10,831	11,380	(5%)	10,233	6%
经调整基本 EPS (人民币)	0.42	0.25	68.5%	0.43	(2.0%)	0	0.44	(5%)	0.41	2%
利润率	2Q25	2Q24	同比 (百分点)	1Q25	环比 (百分点)	2Q25 实际值	交银国际预测	差异 (百分点)	VA 预测	差异 (百分点)
毛利率	22.5%	20.7%	1.8	22.8%	(0.3)	22.5%	20.7%	1.8	22.8%	(0.3)
营业费用率	14.8%	14.2%	0.7	13.9%	0.9	14.8%	14.6%	0.2	14.6%	0.2
营业利润率	11.6%	6.6%	5.0	11.8%	(0.2)	11.6%	9.4%	2.2	8.9%	2.6
经调整净利率	9.3%	6.9%	2.4	9.6%	(0.3)	9.3%	9.3%	0.0	8.8%	0.5

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：小米集团预测调整

百万人民币	2025E			2026E			3Q25E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	483,015	504,404	(4%)	605,823	646,164	(6%)	120,290	128,545	(6%)
毛利润	109,331	112,983	(3%)	143,700	151,410	(5%)	27,025	29,015	(7%)
经调整净利润	42,762	45,984	(7%)	51,973	55,827	(7%)	9,579	11,513	(17%)
经调整基本 EPS(人民币)	1.67	1.80	(7%)	2.01	2.17	(7%)	0.37	0.45	(17%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	22.6%	22.4%	0.2	23.7%	23.4%	0.3	22.5%	22.6%	(0.1)
营业费用率	14.4%	14.3%	0.1	14.3%	14.3%	0.0	14.4%	14.4%	0.0
经调整净利率	8.9%	9.1%	(0.3)	8.6%	8.6%	(0.1)	8.0%	9.0%	(1.0)

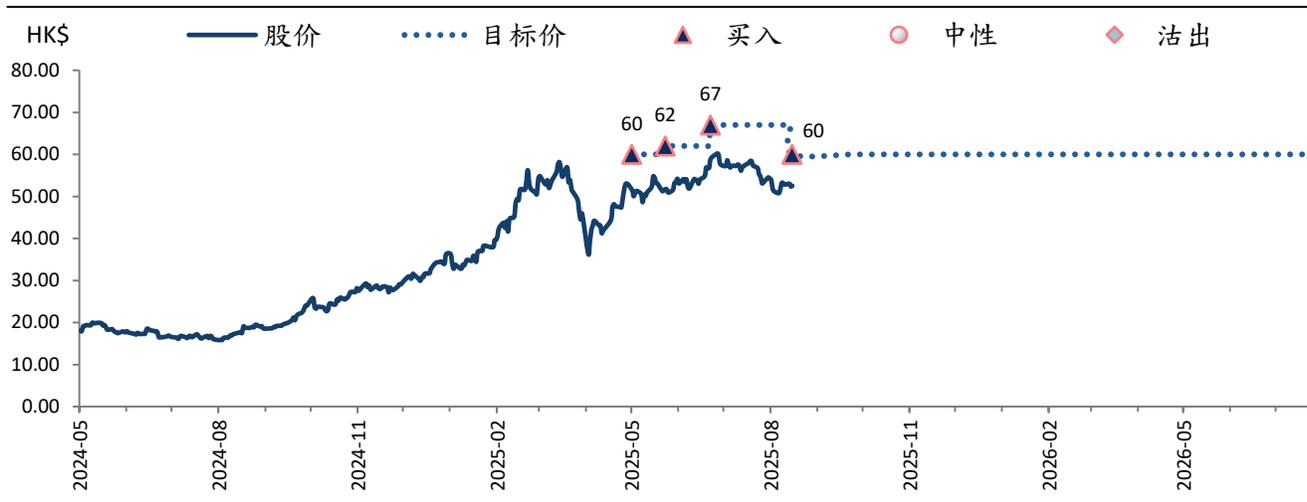
资料来源：交银国际预测

图表 3：小米集团 SOTP 估值 (2026 年)

2026 年	收入	经调整净利润	PE	PS	估值 (百万港元)
手机 x AIOT	423,842	40,694	25.0		1,105,812
智能电动汽车及 AI 等创新业务	181,981	11,279		2.2	435,173
总计	605,823	51,973			1,540,985
港元兑人民币					0.9200
股数 (百万股)					25,843
目标价 (港元)					60

资料来源：交银国际预测

图表 4：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 5：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
002371 CH	北方华创	买入	329.09	392.59	19.3%	2025 年 07 月 02 日	半导体设备
1810 HK	小米集团	买入	52.55	60.00	14.2%	2025 年 08 月 20 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	47.56	49.00	3.0%	2025 年 08 月 08 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	232.70	280.00	20.3%	2025 年 07 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	中性	51.75	47.00	-9.2%	2025 年 08 月 11 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	175.64	195.00	11.0%	2025 年 07 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	166.55	196.00	17.7%	2025 年 08 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	129.20	180.00	39.3%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	81.18	72.00	-11.3%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际，收盘价截至 2025 年 8 月 20 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	270,970	365,906	483,015	605,823	702,378
主营业务成本	(213,494)	(289,346)	(373,684)	(462,123)	(529,388)
毛利	57,476	76,560	109,331	143,700	172,990
销售及管理费用	(24,353)	(30,991)	(38,765)	(47,585)	(54,417)
研发费用	(19,098)	(24,050)	(30,724)	(38,790)	(45,655)
其他经营净收入/费用	5,983	2,984	11,965	5,000	2,000
经营利润	20,009	24,503	51,808	62,325	74,919
财务成本净额	2,002	3,624	2,955	3,952	4,032
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	22,011	28,127	54,763	66,277	78,950
税费	(4,537)	(4,548)	(8,884)	(10,975)	(13,422)
非控股权益	1	80	105	71	76
净利润	17,475	23,658	45,984	55,373	65,605
作每股收益计算的净利润	17,475	23,658	45,984	55,373	65,605
Non-GAAP标准的净利润	19,273	27,235	42,762	51,973	67,605

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	33,631	33,661	76,022	81,067	90,000
有价证券	88,140	83,893	96,477	101,301	106,366
应收账款及票据	12,151	14,589	19,258	24,154	28,004
存货	44,423	62,510	72,657	80,867	83,374
其他流动资产	20,707	31,056	32,796	32,908	30,522
总流动资产	199,053	225,709	297,210	320,297	338,266
物业、厂房及设备	13,721	18,088	25,142	33,436	43,704
无形资产	8,629	8,153	7,611	6,832	6,133
合资企业/联营公司投资	67,122	68,263	80,626	88,073	96,234
其他长期资产	35,723	82,943	81,284	93,477	107,498
总长期资产	125,195	177,447	194,662	221,818	253,569
总资产	324,247	403,155	491,872	542,116	591,835
短期贷款	6,183	13,327	15,491	17,241	17,776
应付账款	62,099	98,281	101,542	100,459	92,065
其他短期负债	47,306	63,777	57,399	51,659	46,494
总流动负债	115,588	175,385	174,432	169,359	156,334
长期贷款	21,674	17,276	17,655	17,832	16,791
其他长期负债	22,724	21,289	21,996	21,761	19,943
总长期负债	44,398	38,565	39,651	39,594	36,734
总负债	159,986	213,950	214,083	208,953	193,068
股本	407	407	407	407	407
储备及其他资本项目	163,995	188,737	277,321	332,695	398,300
股东权益	164,402	189,144	277,728	333,102	398,707
非控股权益	(140)	61	61	61	61
总权益	164,262	189,205	277,789	333,163	398,767

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	22,011	28,127	54,763	66,277	78,950
折旧及摊销	4,836	6,318	8,160	10,091	11,560
营运资本变动	17,319	3,995	(19,673)	(20,041)	(17,531)
利息调整	(2,002)	(3,624)	(2,955)	(3,952)	(4,032)
税费	(3,012)	(3,467)	(4,161)	(4,577)	(5,034)
其他经营活动现金流	2,148	7,947	702	(14,802)	(20,119)
经营活动现金流	41,300	39,295	36,836	32,996	43,794
资本开支	(6,269)	(10,480)	(14,672)	(17,607)	(21,128)
投资活动	(14,804)	(14,585)	(18,672)	(9,866)	(10,701)
其他投资活动现金流	(14,097)	(10,321)	(6,274)	(2,405)	(2,525)
投资活动现金流	(35,169)	(35,386)	(39,619)	(29,878)	(34,355)
负债净变动	4,844	6,733	2,543	1,927	(507)
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)	45,143	1,927	(507)
汇率收益/损失	398	120	0	0	0
年初现金	27,607	33,631	33,661	76,022	81,067
年末现金	33,631	33,661	76,022	81,067	90,000

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	1.669	2.011	2.616
每股账面值	6.607	7.619	10.839	12.889	15.428
利润率分析(%)					
毛利率	21.2	20.9	22.6	23.7	24.6
EBITDA利润率	9.2	8.4	12.4	12.0	12.3
EBIT利润率	7.4	6.7	10.7	10.3	10.7
净利率	6.4	6.5	9.5	9.1	9.3
盈利能力(%)					
ROA	5.8	6.5	10.3	10.7	11.6
ROE	11.3	13.4	19.7	18.1	17.9
ROIC	9.7	11.5	17.3	16.3	16.4
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	1.7	1.9	2.2
存货周转天数	81.1	67.4	66.0	60.6	56.6
应收账款周转天数	16.1	13.3	12.8	13.1	13.6
应付账款周转天数	98.5	101.2	97.6	79.8	66.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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8月21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有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、武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、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，或可能以委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，并可能受递送延误、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，而非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。