

买入

2025 年 08 月 28 日

业绩再超预期，汽车毛利率显著提升

➤ **收入、利润单季再创历史新高：**公司 2025 年 Q2 实现营收 1160 亿元，同比增长 30.5%，主要是来自于 IoT 和汽车收入的增长带动；整体毛利率为 22.5%，同比提升 1.8 个百分点。净利润为 119 亿元，同比增长 134.2%，经调整净利润为 108 亿元，同比增长 75.4%，创下历史新高。

➤ **手机出货保持全球前三：**手机营收 455 亿元，同比下降 2.1%。从出货端来看，全球智能手机出货量为 42.4 百万台，同比增长 0.6%。根据 Canalys 数据，公司在全球智能手机出货量排名保持前三。受宏观环境不确定性影响，公司基于审慎原则，将全年智能手机出货预期下调至 1.75 亿台。盈利端方面，ASP 同比下降 2.7%至 1103.5 元，叠加市场竞争加剧及促销活动开展，业务毛利率有所承压，下滑至 11.5%。展望未来，短期来看，存储价格上涨仍将对手机业务毛利形成一定影响；但随着产品结构优化，预计第四季度高端新机型出货占比将提升，届时业务毛利率有望实现止跌回升。

➤ **IoT 多品类爆发式增长, 互联网服务稳定增长：**IoT 收入同比增加 44.7%至 387 亿元，成为公司重要增长引擎。受到 618 促销带动，科技家电需求显著释放，收入同比增长 66.2%，平板全球出货同比增长 42.3%，新品 AI 眼镜销量超预期。互联网服务业务同步实现稳健增长，期内收入同比增加 10.1%至 91 亿元，且保持高盈利水平，毛利率为 75.4%。随着公司业务场景持续拓展、用户活跃度提升及 ARPU 逐步改善，预计该业务收入与利润将维持稳定增长态势。

➤ **汽车业务持续减亏，毛利大超预期：**汽车等创新业务期内实现营收 213 亿元，其中汽车销售收入达 206 亿元，同期交付量超 8.1 万台，ASP 攀升至 25.4 万元。业绩增长背后，核心驱动力来自两大关键因素：一方面，Ultra 车型交付量稳步提升，高价值产品占比优化；另一方面，生产规模效应逐步释放，推动汽车业务毛利率显著改善至 26.4%，表现远超市场预期。利润端同步向好，季度经调整利润持续减亏至 3 亿元，结合当前业务节奏与产能规划，预计下半年可实现单季度扭亏。新车型市场表现尤为亮眼，公司最新发布的豪华高性能 SUV—YU7，凭借产品力与市场定位优势，发售后仅 18 小时订单锁定量便突破 24 万，创下行业订单历史纪录。目前，公司订单规模已远超现有交付能力，供需缺口显著。为匹配市场需求，二期工厂已正式投产，当前产能处于爬坡阶段，随着产能逐步释放，预计将有效缓解当前供不应求的局面。

➤ **目标价 64.5 港元，维持买入评级：**公司 2025-2027 年的收入预计分别为 4945/6277/7188 亿元，经调整净利润分别为 458/653/787 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 64.5 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 26x/22xPE，较现价有 21.2%的上涨空间，故维持买入评级。

陈晓霞

+852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

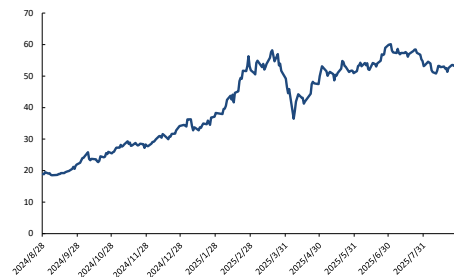
主要数据

行业	TMT
股价	53.2 港元
目标价	64.5 港元 (+21.2%)
股票代码	1810
已发行股本	260.25 亿股
总市值	1.38 万亿港元
52 周高/低	61.45 港元/18.18 港元
每股净资产	10.67 元
主要股东	Smart Mobile Holdings Limited 23.52%

盈利摘要

股价表现

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	494,509	627,665	718,790
变动	-3.24%	35.04%	35.15%	26.93%	14.52%
经调整净利润	19,273	27,235	45,772	65,289	76,751
变动	126.26%	41.31%	68.07%	42.64%	17.56%
每股盈利（人民币元）	0.69	0.93	1.64	2.30	2.73
变动	605.57%	34.45%	76.82%	40.24%	18.50%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率@53.2港元（估）	70.7	52.6	29.8	21.2	17.9



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
收入	270,970	365,906	494,509	627,665	718,790
毛利	57,476	76,560	112,805	148,069	171,880
销售及推广开支	-19,227	-25,390	-32,228	-37,641	-42,855
行政开支	-5,127	-5,601	-7,044	-7,732	-8,703
研发开支	-19,098	-24,050	-31,251	-36,763	-41,787
经营利润	20,009	24,503	50,045	71,255	84,628
财务净额	2,002	3,624	3,112	3,290	3,827
税前盈利	22,011	28,127	53,157	74,545	88,455
所得税	-4,537	-4,548	-9,355	-13,119	-15,567
净利润	17,474	23,578	43,802	61,425	72,887
少数股东应占利润	-1	-80	-148	-208	-146
本公司股东应占溢利	17,475	23,658	43,950	61,633	73,033
折旧及摊销	-4,836	-6,079	-6,646	-8,100	-8,640
EBITDA	24,845	30,581	56,691	79,354	93,269
增长					
总收入 (%)	-3.2%	35.0%	35.1%	26.9%	14.5%
EBITDA (%)	280.8%	23.1%	85.4%	40.0%	17.5%
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
现金	33,631	33,661	56,831	114,155	174,034
应收账款	12,151	14,589	23,346	24,803	22,460
存货	44,423	62,510	71,701	92,029	109,682
其他流动资产	108,848	114,949	119,448	124,233	129,324
总流动资产	199,053	225,709	271,326	355,220	435,499
有形资产	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
总资产	324,247	403,155	459,094	550,221	640,734
应付帐款	62,099	98,281	107,714	137,966	160,327
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
总流动负债	115,588	175,385	187,493	220,636	246,124
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
总负债	159,986	213,950	226,129	255,874	273,541
少数股东权益	266	467	319	112	-34
股东权益	164,262	189,205	232,965	294,348	367,193

财务分析					
	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	21.21%	20.92%	22.81%	23.59%	23.91%
EBITDA 利率 (%)	9.17%	8.36%	11.46%	12.64%	12.98%
净利率 (%)	6.45%	6.44%	8.86%	9.79%	10.14%
营运表现					
研发费用/收入 (%)	7.05%	6.57%	6.32%	5.86%	5.81%
实际税率 (%)	20.61%	16.17%	17.60%	17.60%	17.60%
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
财务状况					
总负债/总资产	0.49	0.53	0.49	0.47	0.43
收入/净资产	1.65	1.93	2.12	2.13	1.96
经营性现金流/收入	0.15	0.11	0.08	0.12	0.12
税前盈利对利息倍数	-10.99	-7.76	-17.08	-22.66	-23.12
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
EBITDA	24,845	30,581	56,691	79,354	93,269
净融资成本	-758	-717	-990	-1,016	-831
营运资金变化	41,304	39,299	38,950	74,874	84,971
所得税	-3,012	-3,467	-9,355	-13,119	-15,567
其他	-21,078	-26,400	-46,355	-65,232	-76,886
营运现金流	41,300	39,295	38,941	74,861	84,956
资本开支	-6,269	-7,297	-11,000	-12,000	-12,000
其他投资活动	-28,900	-28,089	-3,683	-935	-4,221
投资活动现金流	-35,169	-35,386	-14,683	-12,935	-16,221
负债变化	4,086	6,015	743	-2,954	-7,373
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-5	-10	-2	-2	-1
融资活动现金流	-505	-3,999	-1,088	-4,602	-8,856
现金变化	5,626	-90	23,169	57,324	59,879
期初持有现金	27,607	33,631	33,661	56,831	114,155
汇兑变化	398	120	0	0	0
期末持有现金	33,631	33,661	56,831	114,155	174,034

数据来源：公司资料、第一上海预测

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。