

汽车交付量及小米 17 系列销量亮眼

核心观点

- 事件：**根据小米汽车公众号，2025 年 9 月小米汽车交付量超过 40000 台。
- 小米产品创新与落地能力持续强化。**部分投资者认为小米在技术创新和落地能力上仍有不足之处，对人车家各项业务的成长持续性有一定担忧。我们认为，小米在新功能研发、产品制造等方面的竞争力已经大幅提升，构筑起更为强大的企业经营生态。小米产品创新及落地放量的能力有望持续增强，推动人车家各项业务持续成长。
- 小米汽车月交付量突破 40000 台，从产能扩充及补贴措施等方面持续发力。**2025 年 7 月小米汽车月交付量单月首次超过 30000 台，而 9 月份则进一步突破 40000 台，展现出出色的产能扩充能力。随着新产能持续落地爬坡，小米汽车交付能力有望持续提升。2025 年 10 月 24 日小米推出跨年购置税补贴方案，消费者在 2025 年 11 月底前锁单，在 2026 年较 2025 年多出的差额可通过购车尾款减免的方式进行补贴。我们认为，小米从产能扩充及补贴措施等方面持续发力，有望助力全年汽车交付量目标完成，并为汽车业务未来持续成长奠定良好基础。
- 25Q3 手机份额保持稳定，以产品创新推动小米 17 系列销售增长及高端化。**在手机业务方面，根据 Canalys 数据，2025 年第三季度小米手机全球份额为 14%，稳居全球第三的位置。2025 年 9 月 25 日，小米发布全新小米 17 系列手机。小米 17 系列有多项创新功能，包括 Pro 和 Pro Max 配备背屏，Pro Max 搭载超级像素屏幕技术等。小米以产品创新驱动手机业务高端化，根据小米总裁卢伟冰在 K90 系列发布会上披露，小米 17 系列销量较上代增长 30%，其中 Pro 版本占比超过 80%。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.63/2.06/2.60 元（原预测为 1.64/2.10/2.61 元，主要调整了营业收入及部分损益项）。根据可比公司 26 年 32 倍 PE 估值，对应目标价为 71.65 港币（人民币港币汇率采用 1: 1.094），维持买入评级。

风险提示

手机销量不及预期，汽车业务不及预期，AI 落地不及预期，按公允价值计入损益的金融工具公允价值下滑。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	270,970	365,905	479,445	593,274	735,676
同比增长(%)	-3%	35%	31%	24%	24%
营业利润(百万元)	20,009	24,503	49,272	59,678	74,753
同比增长(%)	610%	22%	101%	21%	25%
归属母公司净利润(百万元)	17,475	23,658	42,570	53,698	67,848
同比增长(%)	606%	35%	80%	26%	26%
每股收益(元)	0.67	0.91	1.63	2.06	2.60
毛利率(%)	21.7%	20.9%	22.6%	23.8%	24.0%
净利率(%)	6.4%	6.5%	8.9%	9.1%	9.2%
净资产收益率(%)	10.6%	12.5%	18.4%	18.8%	19.2%
市盈率(倍)	63	46	26	20	16
市净率(倍)	6.7	5.8	4.7	3.9	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 10 月 28 日）	44.92 港元
目标价格	71.65 港元
52 周最高价/最低价	61.45/25.25 港元
总股本/流通 H 股（万股）	2,606,927/2,155,299
H 股市值（百万港币）	1,171,032
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.31	-17.8	-20.92	76.16
相对表现%	-4.53	-18.63	-23.99	48.26
恒生指数%	1.22	0.83	3.07	27.9



证券分析师

韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

汽车毛利率显著提升，IoT 业务高速增长	2025-08-20
产品落地能力继续提升，汽车月交付量创新高	2025-08-08
小米发布 YU7 及 AI 眼镜等产品，人车家全生态迈上新台阶	2025-06-28

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.63/2.06/2.60 元（原预测为 1.64/2.10/2.61 元，主要调整了营业收入及部分损益项）。根据可比公司 26 年 32 倍 PE 估值，对应目标价为 71.65 港币（人民币港币汇率采用 1: 1.094），维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司名称	公司代码	最新股价	每股收益					市盈率			
		2025/10/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
苹果	AAPL.O	268.81	6.08	7.37	8.02	8.65	44.21	36.49	33.51	31.06	
特斯拉	TSLA.O	452.42	2.03	1.55	2.38	3.40	222.87	292.30	190.17	133.06	
恒玄科技	688608	262.08	3.86	5.01	7.12	9.41	67.92	52.33	36.81	27.84	
腾讯控股	00700	645.00	22.12	25.97	29.79	33.34	29.16	24.84	21.65	19.35	
萤石网络	688475	32.12	0.64	0.78	0.96	1.17	50.20	41.05	33.61	27.45	
涂鸦智能-W	02391	17.85	0.08	0.61	0.77	0.97	229.95	29.50	23.21	18.49	
	最大值						230.0	292.3	190.2	133.1	
	最小值						29.2	24.8	21.7	18.5	
	平均数						107.4	79.4	56.5	42.9	
	调整后平均						96	40	32	26	

注：美股公司股价和每股收益的货币单位为美元，港股公司股价和每股收益的货币单位为港元，A 股公司股价和每股收益的货币单位为人民币元；
 数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：公司季度盈利及预测

百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E
收入	75,507	88,888	92,507	109,005	111,293	115,956	115,086	137,110
营业成本	(58,677)	(70,494)	(73,625)	(86,550)	(85,887)	(89,855)	(88,715)	(106,819)
毛利	16,830	18,394	18,881	22,455	25,406	26,101	26,371	30,291
销售费用	(5,481)	(5,899)	(6,280)	(7,729)	(7,200)	(7,778)	(7,720)	(9,197)
管理费用	(1,523)	(1,183)	(1,415)	(1,480)	(1,530)	(1,627)	(1,615)	(1,924)
研发费用	(5,159)	(5,498)	(5,957)	(7,437)	(6,712)	(7,763)	(7,481)	(8,912)
营业利润	3,683	5,889	6,041	8,890	13,125	13,437	11,586	11,124
除税前溢利	5,222	6,679	6,817	9,408	13,168	14,403	12,086	11,624
所得税	(1,049)	(1,610)	(1,477)	(412)	(2,275)	(2,530)	(2,055)	(1,976)
净利润	4,173	5,070	5,340	8,995	10,893	11,873	10,031	9,648
少数股东损益	(9)	(28)	(12)	(30)	(32)	(31)	(31)	(31)
归母净利润	4,182	5,098	5,352	9,026	10,924	11,904	10,062	9,679
经调整净利润	6,491	6,175	6,252	8,316	10,676	10,831	10,189	9,806

数据来源：公司官网、东方证券研究所

风险提示

手机销量不及预期，汽车业务不及预期，AI 落地不及预期，按公允价值计入损益的金融工具公允价值下滑。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
存货	44,423	62,510	80,210	97,716	120,863	营业收入	270,970	365,905	479,445	593,274	735,676
应收账款	12,151	14,589	19,115	23,654	29,331	营业成本	(212,235)	(289,345)	(371,276)	(452,309)	(559,452)
应收货款	9,773	12,261	12,629	13,008	13,398	毛利	58,735	76,560	108,169	140,965	176,224
其他应收及预付款项	20,079	29,100	38,130	47,183	58,508	销售费用	(19,227)	(25,389)	(31,894)	(39,467)	(48,940)
以摊余成本计量的贷款持有投资	503	700	0	0	0	管理费用	(5,127)	(5,601)	(6,696)	(8,286)	(10,275)
按公允价值计入损益账之股权投资	20,901	31,061	32,614	34,244	35,957	研发费用	(19,098)	(24,051)	(30,868)	(38,196)	(47,365)
货币资金/短期存款/受限现金	91,223	75,488	104,076	160,621	233,697	投资公允价值变动	3,501	1,051	8,391	2,820	2,820
流动资产合计	199,053	225,709	286,774	376,426	491,754	分占按权益法入账的投资亏损	46	277	324	216	272
固定资产	13,721	18,088	19,763	22,140	24,164	其他收入	740	1,667	761	1,626	2,016
无形资产	8,629	8,153	8,478	8,772	8,949	其他经营净收益	1,697	(10)	1,085	0	0
权益法核算的投资	6,922	6,151	6,459	6,782	7,121	营业利润	20,009	24,503	49,272	59,678	74,753
指定按公允价值计入损益的投资	60,200	62,112	65,218	68,479	71,903	财务收入/(费用)	2,002	3,624	2,009	7,482	10,095
递延所得税资产	2,161	2,782	3,645	4,511	5,593	可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	0	0	0	0	0
其他非流动资产	33,562	80,161	82,566	85,043	87,594	除税前溢利	22,011	28,127	51,281	67,160	84,848
非流动资产合计	125,195	177,447	186,128	195,726	205,323	所得税	(4,537)	(4,548)	(8,836)	(13,432)	(16,970)
资产总计	324,247	403,155	472,903	572,152	697,078	净利润	17,474	23,578	42,445	53,728	67,878
应付账款	62,099	98,281	109,875	135,961	168,596	少数股东损益	(1)	(80)	(125)	30	30
应付负债及其他应付款项	25,615	36,372	45,322	56,082	69,543	归母净利润	17,475	23,658	42,570	53,698	67,848
客户预付款	13,615	16,581	24,089	29,809	36,964	经调整净利润	19,273	27,235	41,501	51,689	65,578
短期借款	6,183	13,327	5,000	5,000	5,000	每股收益摊薄(元)	0.67	0.91	1.63	2.06	2.60
保修拨备	6,238	7,002	11,037	13,658	16,936	主要财务比率					
应交所得税	1,838	3,822	3,822	3,822	3,822		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
流动负债合计	115,588	175,385	199,146	244,332	300,861	成长能力					
长期借款	21,674	17,276	15,976	14,676	13,376	营业收入	-3%	35%	31%	24%	24%
递延所得税负债	1,494	1,282	1,494	1,494	1,494	除税前溢利	460%	28%	82%	31%	26%
质保金拨备	1,216	1,695	2,151	2,661	3,300	净利润	606%	35%	80%	26%	26%
可赎回可换股优先股	0	0	0	0	0	获利能力					
其他非流动负债	20,014	18,312	22,486	23,610	24,791	毛利率	21.7%	20.9%	22.6%	23.8%	24.0%
非流动负债合计	44,398	38,565	42,107	42,442	42,961	净利率	6.4%	6.5%	8.9%	9.1%	9.2%
负债合计	159,986	213,950	241,252	286,774	343,822	ROE	11.4%	13.4%	20.3%	20.8%	21.3%
股本	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	ROIC	9.7%	11.5%	18.0%	19.3%	20.1%
储备	163,995	188,737	231,308	285,005	352,854	偿债能力					
少数股东权益	266	467	342	372	402	资产负债率	49.3%	53.1%	51.0%	50.1%	49.3%
股东权益合计	164,262	189,205	231,650	285,378	353,256	流动比率	1.72	1.29	1.44	1.54	1.63
负债和股东权益总计	324,247	403,155	472,903	572,152	697,078	速动比率	1.34	0.93	1.04	1.14	1.23
现金流量表						营运能力					
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	应收账款周转率	22.6	27.4	28.5	27.7	27.8
净利润	17,474	23,578	42,445	53,728	67,878	存货周转率	4.5	5.4	5.2	5.1	5.1
折旧摊销	4,836	6,318	6,540	7,531	9,108	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
营运资金变动	17,319	20,265	268	13,355	15,545	每股指标(元)					
其它	1,671	(10,867)	(12,570)	(12,143)	(15,203)	每股收益	0.67	0.91	1.63	2.06	2.60
经营活动现金流	41,300	39,295	36,683	62,472	77,328	每股经营现金流	1.58	1.51	1.41	2.40	2.97
资本支出	(6,269)	(56,808)	(10,946)	(12,680)	(13,860)	每股净资产	6.29	7.24	8.87	10.93	13.54
其他	(28,900)	21,421	6,295	(553)	(367)	估值比率					
投资活动现金流	(35,169)	(35,386)	(4,650)	(13,233)	(14,227)	市盈率	63	46	26	20	16
股权融资	(6,887)	0	0	0	0	市净率	6.7	5.8	4.7	3.9	3.1
债券融资	6,382	(3,998)	(3,445)	7,306	9,975						
筹资活动现金流	(505)	(3,998)	(3,445)	7,306	9,975						
汇率变动影响	398	119	0	0	0						
现金净流量	5,626	(89)	28,588	56,545	73,076						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。