

小米集团 (1810.HK): 预期汽车业务将盈利, 坚定长期技术投入

重申小米的“买入”评级, 维持目标价 75.0 港元。

重申小米的“买入”评级: 虽然小米三季度的 IoT 板块成长面临压力, 但是我们预期小米的汽车业务或将首次实现单季度盈利。长期来看, 小米坚持投入底层技术, 包括芯片、系统等, 这为公司构建竞争壁垒, 奠定长周期的成长基础。作为行业首推之一, 当前小米市盈率为 23.3x, 估值具备上升空间。

小米 3Q25 业绩前瞻: 1) **智能手机:** 根据 Omdia 的数据, 小米三季度智能手机出货量达到 4,340 万台, 同比增长 1%, 全球市场份额达到 14%。我们预期三季度小米在印度、非洲等海外新兴地区的出货量增长将带动平均单价环比下降。在存储成本上行过程中, 三季度手机板块毛利率略有下滑。2) **IoT:** 我们预期三季度 IoT 收入环比将有两位数下降, 主要由于大家电品类的收入下降。但是, 大家电的价格上升将带动该板块毛利率成长。3) **智能电动车:** 三季度, 小米新能源车交付量达 10.9 万台, 该业务板块将有望实现首次盈利。我们略微调整并大体维持 2025 年和 2026 年的收入和盈利预测。

估值: 我们采用分部加总估值法对小米进行估值。维持 75.0 港元的目标价, 对应 2025 年调整后盈利的目标市盈率 41.5x。

投资风险: 智能手机等消费电子产品需求增长不如预期; 手机等供应链零部件及上游半导体成本持续上升; 大家电等 IoT 业务行业竞争加剧, 影响收入增速及毛利率; 海外业务拓展较慢; 行业竞争加剧, 公司利润率承压; 智能电动车业务交付量及毛利率不如预期; 新业务投入大, 拖累利润表现; 估值波动影响股价表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	475,963	625,545	748,952
同比增速	(3%)	35%	30%	31%	20%
经调整净利润	19,273	27,235	41,796	57,383	70,700
同比增速	126%	41%	53%	37%	23%
目标 P/E (x)			41.5	30.2	24.5

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 10 月 31 日

评级

买入

目标价 (港元)	75.0
潜在升幅/降幅	+70%
目前股价 (港元)	44.16
52 周内股价区间 (港元)	25.95-61.45
总市值 (百万港元)	1,131,406
近 3 月日均成交额 (百万港元)	8,357

注: 截至 2025 年 10 月 30 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	475,963	625,545	748,952
销货成本	(213,494)	(289,346)	(367,375)	(478,977)	(571,765)
毛利润	57,476	76,560	108,589	146,568	177,187
经营支出	(43,451)	(55,041)	(68,950)	(88,889)	(104,269)
销售费用	(19,227)	(25,390)	(31,738)	(40,901)	(47,981)
管理费用	(5,127)	(5,601)	(6,546)	(8,447)	(9,907)
研发费用	(19,098)	(24,050)	(30,666)	(39,542)	(46,382)
经营利润	14,025	21,519	39,638	57,679	72,918
非经营收入	7,986	6,608	13,450	13,450	13,450
财务费用	2,002	3,624	2,367	2,367	2,367
投资收益	3,547	1,328	8,503	8,503	8,503
其他	2,437	1,656	2,580	2,580	2,580
税前利润	22,011	28,127	53,089	71,129	86,369
税务费用	(4,537)	(4,548)	(8,061)	(10,769)	(12,958)
税后利润含少数股东权益	17,474	23,578	45,028	60,361	73,410
少数股东权益	(1)	(80)	(105)	(105)	(105)
净利润	17,475	23,658	45,133	60,466	73,516
基本股数（百万）	24,885	24,825	24,825	24,825	24,825
摊销股数（百万）	25,325	25,501	25,501	25,501	25,501
基本每股收益（元）	0.70	0.95	1.82	2.44	2.96
摊销每股收益（元）	0.69	0.93	1.77	2.37	2.88

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,631	33,661	95,050	176,807	266,890
受限制资金	57,592	41,827	33,461	26,769	21,415
短期投资	30,548	42,066	42,066	42,066	42,066
应收账款和应收票据	12,151	14,589	18,977	24,940	29,861
存货	44,423	62,510	79,367	103,477	123,523
其他流动负债	20,707	31,056	40,397	53,093	63,567
流动资产合计	199,053	225,709	309,318	427,153	547,322
物业、厂房及设备	13,721	18,088	22,799	29,249	36,455
无形资产	8,629	8,153	5,609	3,859	2,655
长期投资收益	67,122	68,263	75,090	82,599	90,858
其他非流动资产	35,723	82,943	82,943	82,943	82,943
总资产	324,247	403,155	495,759	625,803	760,234
短期借贷	6,183	13,327	15,112	20,710	28,599
应付账款和应付票据	62,099	98,281	124,784	162,692	194,208
其他流动负债	47,306	63,777	82,960	109,032	130,542
流动负债合计	115,588	175,385	222,856	292,433	353,349
长期借款	21,674	17,276	17,276	17,276	17,276
其他非流动负债	22,724	21,289	21,289	21,289	21,289
总负债	159,986	213,950	261,421	330,999	391,914
股本	0	0	0	0	0
储备	163,995	188,737	233,870	294,336	367,852
少数股东权益	266	467	467	467	467
其他	0	0	0	0	0
股东权益总额	164,262	189,205	234,338	294,804	368,320
总负债和股东权益	324,247	403,155	495,759	625,803	760,234

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41,300	39,295	67,557	89,451	100,036
税前利润	22,011	28,127	53,089	71,129	86,369
折旧	2,402	3,626	4,780	6,026	7,730
摊销	2,434	2,692	2,543	1,750	1,204
其他营业活动现金流	2,148	7,947	2,472	2,472	2,472
营运资金变动	17,319	3,995	15,100	21,210	17,586
应收账款减少（增加）	(1,653)	(8,387)	(4,388)	(5,964)	(4,920)
库存减少（增加）	2,174	(24,132)	(16,857)	(24,110)	(20,046)
应付账款增加（减少）	11,148	36,093	26,504	37,907	31,517
其他经营资金变动	5,651	421	9,842	13,376	11,036
税务费用	(3,012)	(3,467)	(8,061)	(10,769)	(12,958)
利息收入（支出）	(2,002)	(3,624)	(2,367)	(2,367)	(2,367)
投资活动现金流	(35,169)	(35,386)	(7,953)	(13,292)	(17,842)
资本支出	(6,269)	(7,297)	(9,492)	(12,475)	(14,936)
取得或购买长期投资	(4,321)	(5,628)	(6,826)	(7,509)	(8,260)
银行存款增加	(12,528)	(23,447)	8,365	6,692	5,354
短期投资	(10,482)	(8,960)	-	-	-
其他	(1,569)	9,946	-	-	-
融资活动现金流	(505)	(3,999)	1,785	5,598	7,889
借款	4,844	6,733	1,785	5,598	7,889
发行股份	-	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他	(5,349)	(10,732)	-	-	-
外汇损益	398	120	-	-	-
现金及现金等价物净流量	6,024	30	61,389	81,757	90,083
期初现金及现金等价物	27,607	33,631	33,661	95,050	176,807
期末现金及现金等价物	33,631	33,661	95,050	176,807	266,890

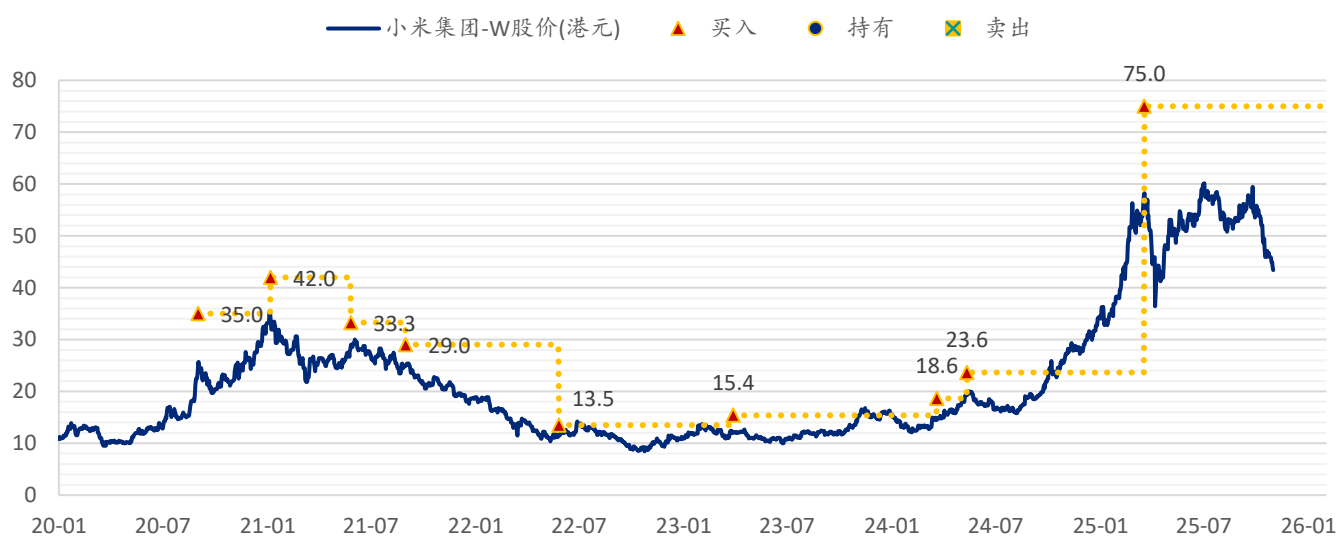
主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	-3.2%	35.0%	30.1%	31.4%	19.7%
毛利润增速	20.8%	33.2%	41.8%	35.0%	20.9%
营业利润增速	174.4%	53.4%	84.2%	45.5%	26.4%
净利润增速	606.3%	35.4%	90.8%	34.0%	21.6%
盈利能力					
净资产收益率	11.3%	13.4%	21.3%	22.9%	22.2%
总资产报酬率	5.8%	6.5%	10.0%	10.8%	10.6%
投入资本回报率	4.9%	7.7%	11.8%	14.1%	14.5%
利润率					
毛利率	21.2%	20.9%	22.8%	23.4%	23.7%
营业利润率	5.2%	5.9%	8.3%	9.2%	9.7%
净利润率	6.4%	6.5%	9.5%	9.7%	9.8%
营运能力					
现金循环周期	(1)	(20)	(27)	(27)	(28)
应收账款周转天数	16	13	13	13	13
存货周转天数	81	67	70	70	72
应付账款周转天数	98	101	111	110	114
净债务（净现金）	(63,366)	(44,885)	(96,124)	(165,591)	(242,431)
自由现金流	26,900	21,067	44,509	63,420	71,544

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 小米集团 (1810.HK)

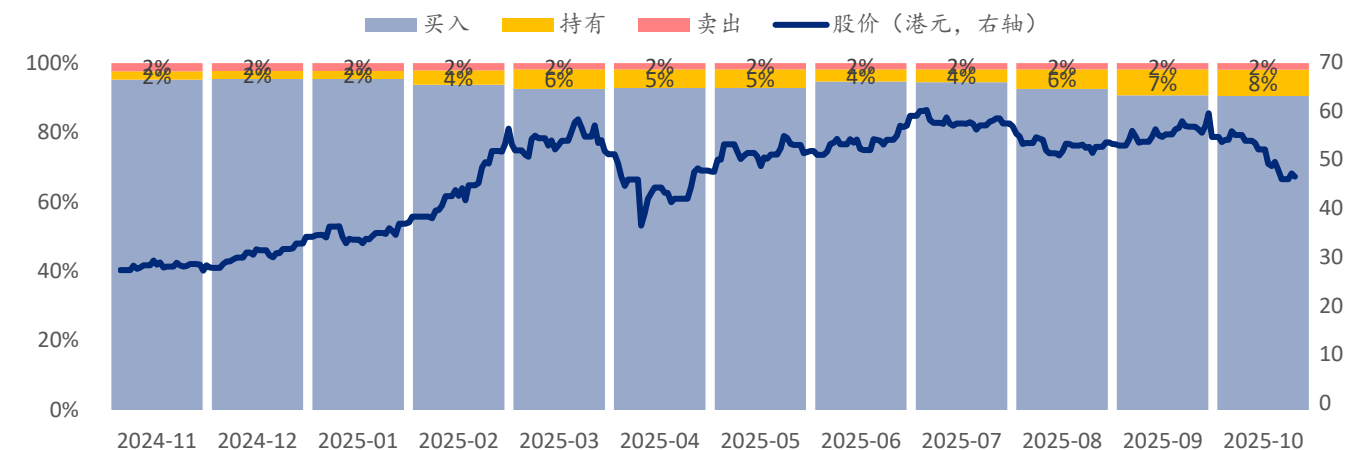


注: 截至 2025 年 10 月 30 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

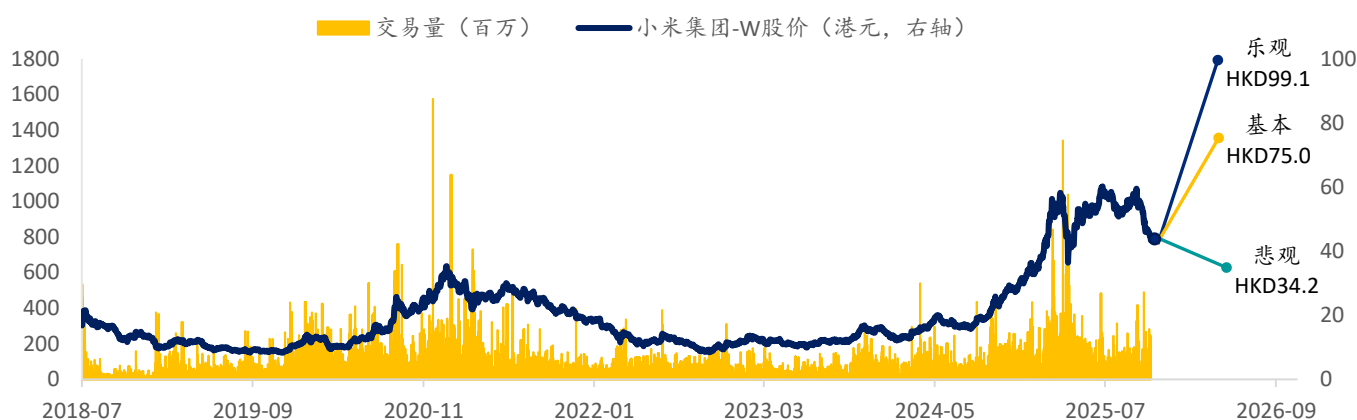
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：小米集团市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：小米集团 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：99.1 港元（概率：15%）

- 小米海外渠道拓展速度快于预期，拉动智能手机出货增长迅猛。
- 高端智能手机拓展比较顺利，提升小米智能手机平均单价，且市场竞争缓和。
- IoT 产品，尤其是大家电业务，增长速度比较快。
- 小米汽车交付量增长强劲，推动估值提升。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：34.2 港元（概率：15%）

- 外部环境不稳定拖累全球智能手机等消费电子产品需求复苏，低于全年的出货预期。
- 手机供应链零部件及上游半导体成本上升过快，拖累利润表现。
- 国内竞争加剧，智能手机毛利率下滑，从而导致利润增速下滑。
- 小米智能电动车交付量不及预期，拖累估值。

资料来源：浦银国际

图表 5：SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	44.2	买入	75.0	2025/10/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	75.1	买入	114.2	2025/2/27	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	271.4	买入	236.3	2025/5/8	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	37.4	买入	43.7	2025/10/31	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	43.7	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	65.0	买入	52.8	2025/8/28	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	29.7	买入	34.7	2025/10/29	结构件、组装
6613 HK Equity	蓝思科技	26.6	买入	32.2	2025/10/29	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	40.0	买入	60.5	2025/3/21	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	77.0	买入	96.6	2025/8/22	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	14.4	买入	15.6	2025/8/12	手机光学
603501 CH Equity	豪威集团	132.4	买入	167.4	2025/9/1	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.0	买入	7.7	2025/9/3	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	55.2	买入	59.9	2025/9/3	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	23.0	买入	27.4	2025/8/25	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	88.4	买入	106.9	2025/8/25	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	20.5	买入	26.4	2025/8/29	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	80.6	买入	102.6	2025/8/29	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	59.0	买入	83.0	2025/8/19	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	440.1	持有	298.2	2025/7/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	104.2	买入	121.0	2025/9/8	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	103.6	买入	124.5	2025/9/8	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	23.2	买入	28.0	2025/8/15	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	35.6	买入	41.2	2025/8/22	激光雷达
9660 HK Equity	地平线机器人-W	9.0	买入	12.0	2025/9/11	智驾芯片
2533 HK Equity	黑芝麻智能	25.0	买入	21.4	2025/9/11	智驾芯片
MBLY US Equity	Mobileye	12.9	买入	18.1	2025/7/28	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	79.2	买入	61.2	2025/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	128.6	买入	104.1	2025/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	86.2	买入	52.7	2025/8/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	133.3	买入	77.9	2025/8/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,505.0	买入	1,855.1	2025/10/17	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	303.2	买入	363.8	2025/10/17	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	53.5	买入	52.9	2025/4/30	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	32.8	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	71.8	买入	81.9	2025/9/16	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	56.1	买入	52.2	2025/4/8	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	45.1	买入	33.4	2025/4/8	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	107.3	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	44.4	买入	44.4	2025/10/30	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	25.3	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	202.9	买入	203.0	2025/8/31	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	254.8	买入	134.2	2025/5/16	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	40.2	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	177.3	买入	178.3	2025/5/14	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,310.0	买入	1,820.8	2025/2/10	AI 芯片

注：A 股、H 股、台股截至 2025 年 10 月 30 日收盘价，美股截至 2025 年 10 月 30 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

