

Q3 业绩前瞻：汽车有望实现盈利，17 系列结构改善&高端化持续

核心观点

短期看，国补退坡下短期 IOT 略有压力，手机毛利率在存储价格攀升的状态下出现一定下滑，但利润端保持坚韧，预计 Q3 收入和利润水平仍然维持高位，三季度汽车有望实现盈利。虽然短期受到行业周期&国补退坡&竞争加剧等影响，但长期看公司两大重点逻辑仍然不变：1) 手机高端化持续推进；2) 汽车产能&业绩释放。当下小米估值性价比已现，站在年末时点看 2026 年，明年汽车将大幅释放利润，目前股价对应 26 年整体 PE 具有性价比；另一方面汽车产能释放+新品预热+舆论走出谷底有望形成支撑。

简评

国补退坡下短期 IOT 略有压力，但利润端保持坚韧。预计 Q3 营收达到 1101 亿，yoy+19%，调后净利润超过百亿，达到 101 亿，yoy+62%，汽车当季实现盈利。

手机侧，存储价格上涨导致毛利率下行，但手机高端化趋势持续加强。根据 IDC 数据，3Q25 小米智能手机全球出货量约 4350 万台，同比增长 1.8%，全球市场份额 13.5%，同比基本持平。我们预计 3Q 手机 ASP 环比略降，主要系海外和国内产品结构占比变化所致，手机毛利率在存储价格压力下环比小幅下滑至 11%，Q4 预计环比持平。高端化策略持续推进，17 系列全生命周期销量应当高于 15 系列，并且产品结构明显提升（Pro/Promax 占比大幅提升至 80%以上，ProMax 占比超 45%）。

IOT 方面，高基数&国补退坡&竞争加剧影响下略承压，预计同比收入+5%，中国&国际同比均增长，毛利率保持强劲环比略增（没有大幅卷入价格战）。互联网业务仍然保持稳健增长。

汽车侧，Q3 有望达到首次盈利。交付量达 10.9 万台，ASP 环比提升（源于 YU7 交付增多），毛利率环比微降至 25%+（主要源于 Ultra 比例降低）。交付方面，9 月交付量突破 4 万台，10 月有望继续提升，相比去年 su7 产能爬坡节奏更快。另一方面，明年产能将有大幅改善，站在当前时点，汽车业务很快会切换到 2026 年估值，26 年产能将不是主要矛盾，更多看新车型+出海。

盈利预测及估值：预计小米集团 2025/2026 年收入 4739/6066 亿元（yoy+30%/+28%），调后净利润 433/544 亿元（yoy+59%/+25%），我们给予公司核心主业 26 年 20x PE，汽车 26 年 2.5x PS，目标价 58.8 港币，给予“买入”评级。

小米集团-W(1810.HK)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

发布日期：2025 年 11 月 03 日

当前股价：44.92 港元

目标价格 6 个月：58.8 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-17.80/-18.64	-21.74/-25.51	73.10/45.15
12 月最高/最低价（港元）		60.15/25.50
总股本（万股）		2,606,927.14
流通 H 股（万股）		2,606,927.14
总市值（亿港元）		10,279.27
流通市值（亿港元）		11,278.57
近 3 月日均成交量（万）		15996.35
主要股东		
Smart Mobile Holdings Limited		22.74%

股价表现



相关研究报告

25.08.27	【中信建投海外研究】小米集团-W(1810):Q2 财报点评：汽车毛利率超预期，收入&利润持续创新高
25.06.28	【中信建投海外研究】小米集团-W(1810):YU7 销量再爆：1 小时大定破 28.9 万，18 小时锁单超 24 万，开启新产品周期

表 1:小米业绩拆分预测 (百万元)

1810. HK CNY, mm	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
总营收	245,866	328,309	280,044	270,970	365,906	473,882	606,602
YOY	19.4%	33.5%	-14.7%	-3.2%	35.0%	29.5%	28.0%
分部收入							
手机	152,191	208,869	167,217	157,461	191,759	193,122	208,476
YOY	24.6%	37.2%	-19.9%	-5.8%	21.8%	0.7%	8.0%
IoT	67,411	84,980	79,795	80,108	104,104	130,870	149,192
YOY	8.6%	26.1%	-6.1%	0.4%	30.0%	25.7%	14.0%
互联网	23,755	28,212	28,321	30,107	34,115	36,407	39,108
YOY	19.7%	18.8%	0.4%	6.3%	13.3%	6.7%	7.4%
汽车					32,728	109,782	205,940
毛利润	36,752	58,261	47,577	57,476	76,560	107,119	138,706
YOY	28.7%	58.5%	-18.3%	20.8%	33.2%	39.9%	29.5%
毛利率	14.9%	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.6%	22.9%
手机毛利率	8.7%	11.9%	9.0%	14.6%	12.6%	11.5%	11.3%
IoT毛利率	12.8%	13.1%	14.4%	16.3%	20.3%	23.4%	24.0%
互联网毛利率	61.6%	74.1%	71.8%	74.2%	76.6%	75.8%	76.0%
汽车毛利率					18.5%	24.9%	24.0%
经营费用	27,542	38,887	42,465	43,451	55,041	68,053	81,285
% Rev	11.2%	11.8%	15.2%	16.0%	15.0%	14.4%	13.4%
销售开支	14,539	20,981	21,323	19,227	25,389	31,141	36,396
% Rev	5.9%	6.4%	7.6%	7.1%	6.9%	6.6%	6.0%
研发开支	9,256	13,167	16,028	19,098	24,051	30,506	37,609
% Rev	3.8%	4.0%	5.7%	7.0%	6.6%	6.4%	6.2%
行政开支	3,746	4,739	5,114	5,127	5,601	6,405	7,279
% Rev	1.5%	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.4%	1.2%
净利润	20,314	19,283	2,503	17,474	23,578	41,927	51,861
YOY	100.9%	-5.1%	-87.0%	598.1%	34.9%	77.8%	23.7%
净利率	8.3%	5.9%	0.9%	6.4%	6.4%	8.8%	8.5%
调整后净利润	13,007	22,040	8,518	19,272	27,234	43,340	54,369
YOY	12.7%	69.4%	-61.3%	126.2%	41.3%	59.1%	25.4%
调整后净利率	5.3%	6.7%	3.0%	7.1%	7.4%	9.1%	9.0%
调整后主业净利润	-	-	11,618	25,922	33,534	41,324	40,943

数据来源: 公司公告, 中信建投证券预测

表 2: 小米三表预测 (百万元)

资产负债表							利润表						
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	185,851	160,415	199,053	225,709	278,835	354,556	营业收入	328,309	280,044	270,970	365,906	473,882	606,602
总非流动资产	107,040	113,092	125,195	177,447	174,450	178,115	营业成本	270,048	232,467	213,494	289,346	366,763	467,896
总资产	292,892	273,508	324,247	403,155	453,286	532,670	销售费用	20,981	21,323	19,227	25,389	31,141	36,396
总流动负债	115,727	89,628	115,588	175,385	191,270	229,063	管理费用	4,739	5,114	5,127	5,601	6,405	7,279
总非流动负债	39,732	39,957	44,398	38,565	41,678	42,987	研发费用	13,167	16,028	19,098	24,051	30,506	37,609
总负债	155,459	129,585	159,986	213,950	232,948	272,050	投资公允价值变动	8,132	(1,662)	3,501	1,051	6,191	0
股本	0.41	0.41	1.41	0.41	0.41	0.41	分占按权益法入账之						
储备	137,212	139,686	163,995	188,737	220,338	260,620	投资亏损	275	(400)	46	277	324	200
优先股	0	0	0	0	0	0	其他收入	827	1,136	740	1,667	1,060	1,060
归属母公司股东权益	137,213	143,658	163,995	188,940	220,073	260,354	其他收益	(2,580)	(1,370)	1,697	(10)	1,463	1,463
少数股东权益	266	265	266	265	265	266	经营利润	26,029	2,816	20,008	24,502	48,105	60,144
股东权益合计	137,479	143,923	164,262	189,205	220,338	260,620	财务收入净额	(1,612)	1,117	2,003	3,624	2,709	2,709
总权益及负债	292,892	273,508	324,247	403,155	453,286	532,670	可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0	0
							除所得税前利润	24,417	3,934	22,017	28,127	50,814	62,854
							所得税	(5,134)	(1,431)	(4,537)	(4,548)	(8,887)	(10,993)
							净利润	19,283	2,503	17,474	23,578	41,927	51,861
							调后净利润	22,040	8,518	19,272	27,234	43,340	54,369
							调后核心业务净利润		11,618	25,922	33,534	41,324	40,943
现金流量表							关键比率						
经营活动所得现金净额	9,785	(4,390)	41,300	39,295	37,107	59,649	营业收入YOY	33.5%	-14.7%	-3.2%	35.0%	29.5%	28.0%
投资活动所得现金净额	(45,008)	15,549	(35,169)	(35,386)	(12,682)	(12,622)	净利润YOY	-5.1%	-87.0%	598.1%	34.9%	77.8%	23.7%
融资活动所得现金净额	4,499	(7,855)	(505)	(3,999)	4,365	2,352	GM	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.6%	22.9%
汇率变动	(517)	791	398	120		0	OPM	7.9%	1.0%	7.4%	6.7%	10.2%	9.9%
现金及现金等价物变动	(30,724)	3,304	27,607	33,631	33,661	62,451	NPM	5.9%	0.9%	6.4%	6.4%	8.8%	8.5%
年末现金及现金等价物	23,512	27,607	33,631	33,661	62,451	111,830							

数据来源: 公司公告, 中信建投证券测算

风险分析：新产品出货量不及预期；手机市场下行风险，大盘出货量下跌，新品推广不及预期的风险；存货减值拨备的风险；政策管理风险，国内互联网业务发展受限；海外产品竞争加剧等；IoT 周期属性较强，需求端疲软；宏观经济下行导致 3C 类产品需求下降；欧洲能源紧缺的影响；汇率波动风险；地缘政治风险导致部分国家业务受损；互联网业务受宏观经济影响，广告业务持续受到冲击；造车等新产品业务造成的研发费用呈长期上升态势，带来利润端压力。

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk