

2025 年 11 月 19 日

小米集团(1810.HK)

公司动态分析

证券研究报告

消费电子

投资评级:

买入

维持评级

6 个月目标价

53.5 港元

股价 2025-11-18

40.78 港元

Q3 业绩创同期新高，稳步应对存储涨价周期

事件：小米集团 25Q3 营收同比增长 22.3%至 1131.2 亿元（略高于市场预期的 1125 亿元），毛利率 22.9%（略高于预期的 22.7%），经调整净利润同比大增 80.9%至 113.1 亿元（高于预期的 100.5 亿元），其中包含了来自政府补助的 17 亿元（去年同期为 3 亿元），剔除该部分预期差额后利润端基本符合预期。

报告摘要

智能电动汽车及 AI 等创新业务 Q3 首次盈利，成最强增长极。25Q3 该分部收入 290.1 亿元（同比+199.2%），占总营收比重升至 25.6%（24Q3 仅 10.5%），单季交付新车 10.9 万辆（同比+173.4%），其中 XiaomiYU7 系列表现强劲（10 月国内 SUV 销量第一），推动汽车 ASP 升至 26.0 万元/辆（同比+9.0%），汽车业务收入 283.0 亿元（同比+197.9%），分部毛利率 25.5%（同比+8.4 个百分点），因核心零部件成本下降、生产效率提升，叠加高毛利车型（XiaomiSU7Ultra、YU7 系列）交付占比提升。截至 9 月末，国内 402 家汽车销售门店（覆盖 119 城）、202 家服务网点（覆盖 125 城），为后续交付增长提供保障。

手机×AIoT：生态基本盘稳固，高端化与全球化并进。智能手机分部 25Q3 收入 460.0 亿元（同比-3.1%），出货量 43.3 百万台（同比+0.5%），连续 9 个季度同比增长。全球市占率 13.6%（连续 21 季前三），国内高端机（3000 元+）销量占比 24.1%（同比+4.1 个百分点），4000-6000 元价位市占率 18.9%（同比+5.6 个百分点），Xiaomi17 系列首月销量同比+30%，产品结构高端化成效显著。IoT 与生活消费产品 25Q3 实现收入 276.0 亿元（同比+5.6%），毛利率 23.9%（同比+3.2 个百分点）。AIoT 平台连接设备数突破 10 亿台（达 10.4 亿台，同比+20.2%），5 件及以上设备用户 21.6 百万（同比+26.1%），米家 APP 月活 114.6 百万（同比+14.4%），生态粘性持续提升；智能家电工厂投产（规划空调产能 700 万台/年），打通“研产销”闭环。

互联网服务稳健增长。互联网服务分部 25Q3 收入 94.0 亿元（同比 + 10.8%），创历史新高。其中广告收入 72.0 亿元（同比 + 17.4%），境外互联网收入 33.0 亿元（同比 + 19.1%，占比 34.9%），全球月活用户 741.7 百万（同比 + 8.2%），用户规模与变现效率双升，毛利率维持 76.9% 高位，为集团核心利润来源。

存储涨价对硬件毛利率业务展望带来压力。25Q3 存储价格进入“长周期上涨”通道，存储成本上涨主要冲击手机、平板、笔记本等存储成本占比高的品类。以手机为例，低端机型存储成本占比显著高于高端机型，受影响更大。在业绩会中公司管理层表示，小米将通过高端化转型、多业务协同、供应链管控三重手段应对，短期毛利承压但中长期竞争力有望强化。

投资建议：得益于“高端化+全生态+全球化”战略的有效执行，2025Q3 公司业绩再次实现收入和利润的同期历史新高，应对存储涨价周期，公司“多业务协同”模式具备更强的抗周期能力：汽车业务的盈利突破、IoT 业务的结构优化、互联网服务的稳定毛利，共同构建了应对存储涨价的“缓冲垫”。我们按照 SOTP 估值，按 2025 财年非造车业务净利润 20.0x 市盈率，汽车业务 4.0x 市销率，给予公司 53.5 港元的每股目标价，与最近收盘价有 31.2% 的上涨空间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济运行压力，手机和汽车销量不及预期，成本价格上涨，行业竞争加剧等。

总市值(百万港元)	1,061,999
流通市值(百万港元)	1,061,999
总股本(百万)	26,042
流通股本(百万)	26,042
12 个月低/高(港元)	27.2/60.15
平均成交(百万港元)	9718.0

股东结构

雷军	23.33%
林斌	8.98%
其他	67.69%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.0	-25.4	9.1
绝对收益	-11.3	-22.4	41.6

数据来源：彭博、港交所、公司

汪阳 资讯科技行业分析师

alexwang@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

千元人民币	2023A	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	270,970,141	365,906,350	469,631,459	578,456,984	673,357,476
YoY%	-3.2%	35.0%	28.3%	23.2%	16.4%
毛利率	21.2%	20.9%	22.7%	22.9%	23.3%
归母净利润	17,475,173	23,658,126	46,432,643	45,624,398	58,946,521
YoY%	606.3%	35.4%	96.3%	-1.7%	29.2%
经调整净利润	19,272,753	27,234,531	43,709,991	54,653,667	67,957,603
经调整净利率	7.1%	7.4%	9.3%	9.4%	10.1%
YoY%	126.3%	41.3%	60.5%	25.0%	24.3%
@40.78港元的市盈率	50.4	35.7	22.2	17.8	14.3

数据来源：公司资料，国证国际预测

图表 1：季度财务报表预测

单位：千元人民币	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q24E
营业收入	109,005,159	111,293,337	115,956,091	113,120,734	129,261,297
同比	48.8%	47.3%	30.5%	22.3%	18.6%
智能手机收入	51,310,831	50,611,952	45,520,009	45,969,027	50,841,850
IoT与生活消费产品	30,867,909	32,339,234	38,712,153	27,552,155	32,411,304
互联网服务收入	9,338,572	9,076,097	9,097,747	9,380,464	9,887,085
汽车收入	16,661,657	18,580,065	21,263,264	29,010,088	35,212,248
总毛利润	22,451,615	25,405,910	26,100,958	25,936,166	29,109,238
总毛利率	20.6%	22.8%	22.5%	22.9%	22.5%
销售费用	-8,051,043	-7,199,817	-7,777,971	-8,309,653	-8,789,768
行政开支	-1,480,348	-1,530,094	-1,627,144	-1,848,197	-1,809,658
研发开支	-7,114,924	-6,711,708	-7,763,377	-9,059,373	-9,048,291
其他收益总额	3,081,299	3,161,116	4,504,253	8,391,186	3,927,299
经营利润	8,886,599	13,125,407	13,436,719	15,110,129	13,388,821
财务收入/(费用)净额	1,006,775	1,003,965	1,478,526	1,489,776	-176,526
财务成本	-488,953	-961,404	-512,462	-1,644,260	0
税前利润	9,404,421	13,167,968	14,402,783	14,955,645	13,212,294
所得税	-412,420	-2,275,222	-2,529,620	-2,698,904	-1,892,304
净利润	8,992,001	10,892,746	11,873,163	12,256,741	11,319,990
少数股东损益	-30,383	-31,575	-31,242	-14,133	-13,053
归属于上市公司净利润	9,022,384	10,924,321	11,904,405	12,270,874	11,333,043
Non-GAAP经调整净利润（千元）	8,312,936	10,675,625	10,830,667	11,310,941	10,892,758
同比	69%	64%	75%	81%	31%

资料来源：公司公告，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表						财务分析					
千元人民币，财务年度截至12月31日											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	270,970,141	365,906,350	469,631,459	578,456,984	673,357,476	毛利率	21.2%	20.9%	22.7%	22.9%	23.3%
毛利	57,476,239	76,560,194	106,552,272	132,549,173	157,121,927	营业利润率	7.4%	6.7%	11.7%	9.2%	10.2%
销售费用	-19,226,542	-25,389,628	-32,077,209	-41,648,903	-47,135,023	净利率	6.4%	6.4%	9.9%	7.9%	8.7%
行政费用	-5,126,798	-5,601,248	-6,815,093	-8,676,855	-9,427,005	经调整剔除造车后净利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发开支	-19,097,699	-24,050,484	-32,582,749	-36,442,790	-40,401,449	营运表现					
投资公允价值变动	3,501,053	1,050,772	13,673,676	-	-	销售费用率	7.1%	6.9%	6.8%	7.2%	7.0%
投资溢利/(亏损)	45,615	276,845	175,539	-	-	行政费用率	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
其他收入	740,091	1,666,779	4,075,153	5,019,470	5,842,954	研发费用率	7.0%	6.6%	6.9%	6.3%	6.0%
其他收益净额	1,696,711	-10,334	2,059,486	2,536,721	2,952,891	税率(所得税/营业利润)	-22.7%	-18.6%	-17.1%	-15.1%	-15.1%
经营利润	20,008,670	24,502,896	55,061,076	53,336,816	68,954,295	财务费用/营业利润	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
财务收入(费用)	3,558,347	3,836,204	3,795,741	4,049,199	4,713,502	存货周转天数	80.0	66.5	70.8	72.3	74.6
税前利润	22,011,047	28,126,653	55,738,690	53,545,340	69,197,029	应收账款周转天数	15.9	13.2	12.8	13.0	13.3
所得税	-4,536,851	-4,548,204	-9,396,050	-8,031,801	-10,379,554	应付账款周转天数	97.1	99.8	111.3	113.6	117.2
净利润	17,474,196	23,578,449	46,342,640	45,513,539	58,817,475	财务状况					
本公司股东应占利润	17,475,173	23,658,126	46,432,643	45,624,398	58,946,521	总负债/总资产	49.3%	53.1%	51.2%	49.6%	47.0%
少数股东净利润	-977	-79,677	-90,003	-110,859	-129,046	收入/净资产	165.0%	193.4%	199.4%	205.8%	198.1%
经调整净利润	19,272,753	27,234,531	43,709,991	54,653,667	67,957,603	经营性现金流/收入	15.2%	10.7%	10.5%	8.5%	9.4%

资产负债表						现金流量表					
千元人民币，财务年度截至12月31日						千元人民币，财务年度截至12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
存货	44,422,837	62,509,682	80,229,581	98,820,811	115,033,155	除税前利润	22,011,047	28,126,653	55,738,690	53,545,340	69,197,029
贸易应收账款	12,150,928	14,588,579	18,724,069	23,062,911	26,846,565	折旧摊销	-1,714,063	-1,850,985	-2,008,036	-2,103,814	-2,200,568
应收货款	9,772,589	12,261,490	12,261,490	12,261,490	12,261,490	营运资金变化	17,319,472	3,994,608	-2,244,492	-2,354,858	-2,053,535
现金及现金等价物	33,631,313	33,661,442	75,363,404	116,222,654	170,783,690	已付所得税	-3,011,748	-3,467,218	-9,396,050	-8,031,801	-10,379,554
其他流动资产	99,075,033	102,687,573	110,936,713	119,591,483	127,138,812	其他	6,695,787	12,492,441	7,229,976	8,145,058	8,968,433
总流动资产	199,052,700	225,708,766	297,515,257	369,959,348	452,063,712	营运现金流	41,300,495	39,295,499	49,320,088	49,199,925	63,531,804
固定资产	13,720,825	18,087,583	18,052,059	20,474,456	22,775,733	短期投资	-10,357,940	-104,506,976	0	0	0
无形资产	8,628,739	8,152,721	5,114,824	4,991,859	4,893,487	资本开支	-6,268,900	-7,297,307	-4,500,000	-4,500,000	-4,500,000
长期投资	60,199,798	62,112,188	62,112,188	62,112,188	62,112,188	收取利息	3,258,117	3,646,092	0	0	0
其他固定资产	42,645,377	89,094,031	89,094,031	89,094,032	89,094,033	长期投资	-4,199,240	-5,509,309	0	0	0
非流动资产	125,194,739	177,446,523	174,373,101	176,672,534	178,875,441	其他投资活动	-17,601,091	78,281,109	0	0	0
总资产	324,247,439	403,155,289	471,888,358	546,631,883	630,939,153	投资活动现金流	-35,169,054	-35,386,391	-4,500,000	-4,500,000	-4,500,000
应付账款	62,098,500	98,280,585	126,140,622	155,370,604	180,860,394	负债变化	4,843,665	6,732,578	0	0	0
短期借款	6,183,376	13,327,297	13,327,297	13,327,297	13,327,297	股本变化	-1,356,825	-4,071,162	0	0	0
其他应付款项及应计	25,614,650	36,372,035	36,372,035	36,372,035	36,372,035	其他融资活动	-3,233,675	-5,943,169	0	0	0
其他短期负债	21,691,070	27,405,073	27,405,073	27,405,073	27,405,073	分红与利息支出	-758,137	-717,223	-3,118,126	-3,840,675	-4,470,768
流动负债	115,587,596	175,384,990	203,245,027	232,475,009	257,964,799	融资活动现金流	-504,972	-3,998,976	-3,118,126	-3,840,675	-4,470,768
长期借款	21,673,969	17,275,721	17,275,721	17,275,721	17,275,721	现金变化	5,626,469	-89,868	41,701,962	40,859,250	54,561,036
其他负债	22,724,106	21,289,459	21,289,459	21,289,459	21,289,459	期初持有现金	27,607,261	33,631,313	33,661,442	75,363,404	116,222,654
非流动负债	44,398,075	38,565,180	38,565,180	38,565,180	38,565,180	汇兑变化	397,583	119,997	0	0	0
总负债	159,985,671	213,950,170	241,810,207	271,040,189	296,529,979	期末持有现金	33,631,313	33,661,442	75,363,404	116,222,654	170,783,690
股东权益	164,261,768	189,205,119	235,547,759	281,061,298	339,878,773						
少数股东权益	266,279	467,342	377,339	266,480	137,434						
归属股东权益	163,995,489	188,737,777	235,170,420	280,794,818	339,741,339						

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上;
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%;
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%;
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010