



小米集团-W (01810.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

用户触点超 10 亿量级,汽车首次盈利, 高端化超预期

业绩简评

25 年 11 月 18 日公司披露三季报, 25 年 Q1-Q3 实现营收 3403.7 亿元人民币 (下同), 同比+32.5%; 经调整净利润 328.2 亿元, 同比+73.5%。其中, Q3 实现营收 1131.2 亿元, 同比+22.3%; 经调整净利润 113.1 亿元, 同比+80.9%。

人车家全生态战略维持韧性, 新十年目标稳健进取。公司 AIoT 平台已连接 IoT 设备首次突破 10 亿台, 达到 10.35 亿台, 同比+20.2%, 设备接入数已超三星 (约 2 亿台)、亚马逊 (约 1 亿台)、谷歌 (约 8 千台) 等全球互联网巨头量级。11 月公司发布智能家居探索方案 Xiaomi Miloco, 探索大模型驱动的全屋智能生活, 至此小米 Mimo 已完成语音、语言及多模态全系列模型矩阵, 逐步构筑围绕 2026-2030 年高增长的 AI 时代智能家居新增长极。

经营分析

智能手机: 高端化定位持续强化。25Q3 公司智能手机实现营收 460 亿元, 全球出货量 43.4 百万台, 同比+0.5%, 全球/中国市占率分别为 16.7%/13.6%。Xiaomi 17 系列中 Pro 和 Pro Max 销量占比超 80%, 公司中国大陆高端智能手机占手机销量比重提升至 24.1%, 同比+4.1pcts, 中国大陆 4000-6000 元智能手机市占率提升至 18.9%, 高端化产品成效显著, 一定程度缓和存储价格的成本压力。

IoT 与生活消费产品: AI+家电战略深化。25Q3 公司 IOT 与生活消费产品实现营收 276 亿元, 同比+5.6%, 毛利率 23.9%, 同比+3.2pcts。公司持续发力科技家电产品, 25 年 10 月小米智能家电工厂正式竣工, 一期规划峰值年产达 700 万台空调。

互联网服务: 用户资产持续增厚, 海外业务增速可观。25Q3 板块实现收入 94 亿元, 同比+10.8%, 其中境外互联网服务收入 33 亿元, 同比+34.9%。公司互联网用户规模持续扩大, 25 年 9 月公司全球/中国大陆月活跃用户数为 742/187 百万, 同比+8.2%/8.0%。

汽车业务: 整体符合预期。公司本季度 YU7 开启大规模交付, 交付 108796 台环比+32.6%持续向上, 规模效应下带动汽车业务扭亏为盈; 毛利率虽有所下滑, 高毛利的 YU7 尚处于爬产阶段利润未能有充分释放, 而公司的单车 ASP 环比仍是提升的, 公司的新增长极正逐步兑现。

盈利预测、估值与评级

25 年前三季度, 公司实现收入利润新高, 体现人车家全生态战略的活力与锐度。考虑到小米汽车与手机高端化、AI+战略持续深化, 25/26/27 年经调整后 EPS 预测为 1.7/2.0/2.6 元, 公司股票现价对应 PE 估值为 23.89/20.53/15.03 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

核心技术进展不及预期、市场竞争风险、海外地缘政治风险、汽车舆论风险等。

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人: 谢俪丹

xielidan@gjzq.com.cn

市价 (港币): 38.820 元

相关报告:

1. 《小米集团-W 港股公司点评: 稳中有进, 大家电汽车增长加速》, 2025.8.20

2. 《小米集团-W 公司深度研究: 新十年再升级, 用户资产激发全生态飞...》, 2025.8.6



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	270,970	365,906	473,930	581,771	717,309
营业收入增长率	-3.24%	35.04%	29.52%	22.75%	23.30%
归母净利润 (百万元)	17,475	23,658	40,893	47,592	65,012
归母净利润增长率	606.34%	35.38%	72.85%	16.38%	36.60%
经调后归母净利润 (百万元)	19,273	27,314	44,537	51,236	68,656
经调后归母净利润增长率	126.98%	41.72%	63.06%	15.04%	34.00%
经调后每股收益 (元)	0.7	1.0	1.7	2.0	2.6
每股经营性现金流净额	1.65	1.57	0.65	1.80	2.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.66%	12.53%	17.80%	17.16%	18.99%
P/E	21.39	34.94	23.89	20.53	15.03
P/B	2.19	4.22	4.25	3.52	2.85

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	280,044	270,970	365,906	473,930	581,771	717,309
增长率	-14.7%	-3.2%	35.0%	29.5%	22.8%	23.3%
主营业务成本	232,467	213,494	289,346	365,832	450,103	546,142
%销售收入	83.0%	78.8%	79.1%	77.2%	77.4%	76.1%
毛利	47,577	57,476	76,560	108,099	131,668	171,166
%销售收入	17.0%	21.2%	20.9%	22.8%	22.6%	23.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	21,323	19,227	25,390	30,805	37,815	45,908
%销售收入	7.6%	7.1%	6.9%	6.5%	6.5%	6.4%
管理费用	5,114	5,127	5,601	8,057	9,308	10,760
%销售收入	1.8%	1.9%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用	16,028	19,098	24,050	32,227	39,560	48,777
%销售收入	5.7%	7.0%	6.6%	6.8%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	2,816	20,009	24,503	48,683	56,657	77,396
%销售收入	1.0%	7.4%	6.7%	10.3%	9.7%	10.8%
财务费用	-1,117	-2,002	-3,624	0	0	0
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	-400	46	277	0	0	0
%税前利润	-10.2%	0.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5,112	14,025	21,519	37,009	44,984	65,722
营业利润率	1.8%	5.2%	5.9%	7.8%	7.7%	9.2%
营业外收支						
税前利润	3,934	22,011	28,127	48,683	56,657	77,396
利润率	1.4%	8.1%	7.7%	10.3%	9.7%	10.8%
所得税	1,431	4,537	4,548	7,789	9,065	12,383
所得税率	36.4%	20.6%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	2,503	17,474	23,578	40,893	47,592	65,012
少数股东损益	29	-1	-80	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,474	17,475	23,658	40,893	47,592	65,012
净利率	0.9%	6.4%	6.5%	8.6%	8.2%	9.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,474	17,475	23,658	40,893	47,592	65,012
少数股东损益	29	-1	-80	0	0	0
非现金支出	10,684	1,670	5,324	-11,674	-11,674	-11,674
非经营收益						
营运资金变动	-21,255	17,319	3,995	-18,152	5,541	8,394
经营活动现金净流	-4,390	41,300	39,295	16,804	46,769	66,339
资本开支	-5,800	-6,269	-7,297	-6,394	-6,198	-6,011
投资	19,427	-32,784	-34,509	955	1,003	987
其他	1,921	3,884	6,420	-2,120	11,674	11,674
投资活动现金净流	15,549	-35,169	-35,386	-7,559	6,479	6,650
股权募资	-2,302	-1,287	-3,964	0	0	0
债权募资	-5,080	3,646	4,256	955	0	0
其他	-473	-2,864	-4,291	0	0	0
筹资活动现金净流	-7,855	-505	-3,999	955	0	0
现金净流量	4,096	6,024	30	10,261	53,309	73,049

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	27,607	33,631	33,661	43,923	97,232	170,281
应收款项	30,372	32,179	43,689	58,880	72,219	89,068
存货	50,438	44,423	62,510	75,493	94,693	114,838
其他流动资产	51,998	88,819	85,849	87,823	89,782	92,156
流动资产	160,415	199,053	225,709	266,119	353,925	466,343
%总资产	58.7%	61.4%	56.0%	57.8%	64.6%	70.6%
长期投资	7,932	6,922	6,151	4,855	3,511	2,183
固定资产	9,138	13,721	18,088	18,885	19,557	20,444
%总资产	3.3%	4.2%	4.5%	4.1%	3.6%	3.1%
无形资产	14,995	18,608	21,569	21,429	21,645	22,164
非流动资产	113,092	125,195	177,447	194,296	193,840	193,917
%总资产	41.3%	38.6%	44.0%	42.2%	35.4%	29.4%
资产总计	273,507	324,247	403,155	460,414	547,766	660,260
短期借款	2,151	6,183	13,327	13,327	13,327	13,327
应付款项	53,094	62,099	98,281	97,027	119,377	144,849
其他流动负债	34,383	47,306	63,777	76,686	94,033	115,983
流动负债	89,628	115,588	175,385	187,040	226,738	274,159
长期贷款	21,493	21,674	17,276	18,231	18,231	18,231
其他长期负债	18,463	22,724	21,289	24,984	24,984	24,984
负债	129,584	159,986	213,950	230,255	269,953	317,374
普通股股东权益	143,658	163,995	188,738	229,692	277,346	342,419
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	143,468	163,000	186,476	227,430	275,084	340,157
少数股东权益	265	266	467	467	467	467
负债股东权益合计	273,507	324,247	403,155	460,414	547,766	660,260

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.10	0.70	0.95	1.57	1.83	2.50
每股净资产	5.76	6.54	7.52	8.82	10.65	13.15
每股经营现金净流	-0.18	1.65	1.57	0.65	1.80	2.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	1.72%	10.66%	12.53%	17.80%	17.16%	18.99%
总资产收益率	0.90%	5.39%	5.87%	8.88%	8.69%	9.85%
投入资本收益率	1.07%	8.27%	9.34%	15.63%	15.38%	17.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.70%	-3.24%	35.04%	29.52%	22.75%	23.30%
EBIT 增长率	-89.18%	610.41%	22.46%	98.68%	16.38%	36.60%
净利润增长率	-87.21%	606.34%	35.38%	72.85%	16.38%	36.60%
总资产增长率	-6.62%	18.55%	24.34%	14.20%	18.97%	20.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.1	15.9	13.2	13.5	14.4	14.4
存货周转天数	79.6	80.0	66.5	67.9	68.1	69.1
应付账款周转天数	98.9	97.1	99.8	96.1	86.5	87.1
固定资产周转天数	10.4	15.2	15.6	14.0	11.9	10.0
偿债能力						
净负债/股东权益	2.89%	-2.41%	-6.78%	-8.16%	-26.07%	-42.53%
EBIT 利息保障倍数	5.2	12.9	115.3	—	—	—
资产负债率	47.38%	49.34%	53.07%	50.01%	49.28%	48.07%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究