

Q3 业绩点评：汽车实现单季度盈利，手机成本端短期或承压

核心观点

小米发布 3Q25 业绩，总收入为 1131 亿元（+0.5% vs consensus），yoy+22%；调整净利润达到 113 亿元（+12.6% vs consensus 100 亿元），yoy+81%，对应净利率为 10.0%。小米此次业绩基本符合前期下调后指引，核心点在于：1）汽车首次季度盈利 7 亿元，产能进展顺利，Q3 交付量达到 10.88 万台，11 月单月交付超 4.8 万台，年底有望接近满产；2）IOT 在高基数&竞争加剧&国补退坡影响下增速回落，同比+5.5%，大家电同比出现 15.7%下滑，关注后续市场份额变化；3）存储压力仍在，Q3 手机毛利率为 11.1%，存储涨价趋势仍在，短期内可能带来成本端承压。

简评

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。Q3 手机收入 460 亿元（+0.3% vs consensus），yoy-3.1%。三季度小米手机出货量为 4330 万部，同比+0.5%，市场份额 13.6%；中国区市占率 16.7%；ASP 为 1062，yoy-4%。期间手机毛利率为 11.1%；小米 17 系列销量&结构双改善，首月销量相比 15 全系列增长 30%，17 Pro 和 17 ProMax 占比超 80%。展望 Q4 及 2026 年，存储大周期将是压制公司业绩的核心变量，短期内出货量及毛利率水平承压，Q4 预计手机毛利率为 10%。但从中长期角度看，存储超级周期是 Beta 而非 Alpha，和其他手机厂商相比，公司仍然保持一定优势，整体抗周期能力更强：1）手机规模，保证存储供货&相对价格优势；2）手机结构改善，高端手机占比提升；3）IoT 和互联网带来相比其他厂商更雄厚的利润安全垫。

IOT 方面，高基数&国补退坡&竞争加剧影响下略承压，Q3 公司 IoT 收入 276 亿元（-1.9% vs consensus），yoy+5.5%，毛利率环比提升 1.4pct 至 23.9%，大家电在竞争&国补退坡下承压，收入 yoy-15%，建议关注出海&市场份额变化。Q3 互联网业务收入为 94 亿元（+2.2% vs consensus），yoy+10.8%。

汽车进入盈利期。汽车交付加速，Q3 交付 10.88 万台，ASP 环比提升至 26 万元（源于 YU7 交付增多），毛利率环比下滑 0.9pct 至 25.5%，主要系 ultra 交付比例降低。11 月交付 4.8 万，年底有望满产，全年交付量达到 40 万+，汽车明年产能确定性提升。Q3 汽车业务实现营收 290 亿元，其他相关业务 7 亿元。

盈利预测及估值：预计小米集团 2025/2026 年收入 4717/5450 亿元（yoy+29%/+16%），调后净利润 433/449 亿元（yoy+59%/+4%），我们给予公司主业 26 年 20x PE，汽车 26 年 2.5x PS，目标价 51.1 港币，给予“买入”评级。

小米集团-W(1810.HK)

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 12 月 01 日

当前股价：40.34 港元

目标价格 6 个月：51.1 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
-12.15/-11.14	-23.24/-25.43	41.30/6.64
12 月最高/最低价（港元）		60.15/27.20
总股本（万股）		2,604,333.18
流通 H 股（万股）		2,604,333.18
总市值（亿港元）		9,219.70
流通市值（亿港元）		10,128.62
近 3 月日均成交量（万）		18301.08
主要股东		
Smart Mobile Holdings Limited		22.74%

股价表现



相关研究报告

25.11.03	【中信建投海外研究】小米集团-W(1810):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
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

表 1:小米业绩拆分预测 (百万元)

1810. HK	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
CNY, mm							
总营收	245,866	328,309	280,044	270,970	365,906	471,706	545,012
YOY	19.4%	33.5%	-14.7%	-3.2%	35.0%	28.9%	15.5%
分部收入							
手机	152,191	208,869	167,217	157,461	191,759	188,851	192,461
YOY	24.6%	37.2%	-19.9%	-5.8%	21.8%	-1.5%	1.9%
IoT	67,411	84,980	79,795	80,108	104,104	130,397	141,481
YOY	8.6%	26.1%	-6.1%	0.4%	30.0%	25.3%	8.5%
互联网	23,755	28,212	28,321	30,107	34,115	37,173	39,526
YOY	19.7%	18.8%	0.4%	6.3%	13.3%	9.0%	6.3%
汽车					32,728	110,953	166,995
毛利润	36,752	58,261	47,577	57,476	76,560	107,182	118,264
YOY	28.7%	58.5%	-18.3%	20.8%	33.2%	40.0%	10.3%
毛利率	14.9%	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.7%	21.7%
手机毛利率	8.7%	11.9%	9.0%	14.6%	12.6%	11.3%	9.0%
IoT毛利率	12.8%	13.1%	14.4%	16.3%	20.3%	23.6%	23.6%
互联网毛利率	61.6%	74.1%	71.8%	74.2%	76.6%	76.3%	76.0%
汽车毛利率					18.5%	25.0%	23.0%
经营费用	27,542	38,887	42,465	43,451	55,041	71,528	80,934
% Rev	11.2%	11.8%	15.2%	16.0%	15.0%	15.2%	14.9%
销售开支	14,539	20,981	21,323	19,227	25,389	32,218	35,971
% Rev	5.9%	6.4%	7.6%	7.1%	6.9%	6.8%	6.6%
研发开支	9,256	13,167	16,028	19,098	24,051	32,465	37,606
% Rev	3.8%	4.0%	5.7%	7.0%	6.6%	6.9%	6.9%
行政开支	3,746	4,739	5,114	5,127	5,601	6,844	7,358
% Rev	1.5%	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%
净利润	20,314	19,283	2,503	17,474	23,578	44,172	36,028
YOY	100.9%	-5.1%	-87.0%	598.1%	34.9%	87.3%	-18.4%
净利率	8.3%	5.9%	0.9%	6.4%	6.4%	9.4%	6.6%
调整后净利润	13,007	22,040	8,518	19,272	27,234	43,303	44,901
YOY	12.7%	69.4%	-61.3%	126.2%	41.3%	59.0%	3.7%
调整后净利率	5.3%	6.7%	3.0%	7.1%	7.4%	9.2%	8.2%

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	471,706	545,012
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	364,524	426,748
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	32,218	35,971
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	6,844	7,358
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	32,465	37,606
总负债	155,459	129,585	159,986	213,950	232,948	272,050	投资公允价值变动 分占按权益法入账 之投资亏损	8,132	(1,662)	3,501	1,051	11,674	0
股本	0.41	0.41	1.41	0.41	0.41	0.41	其他收入	827	1,136	740	1,667	2,348	2,348
储备	137,212	139,686	163,995	188,737	220,337	260,620	其他收益	(2,580)	(1,370)	1,697	(10)	2,160	2,160
优先股	0	0	0	0	0	0	经营利润	26,029	2,816	20,008	24,502	52,035	42,137
归属母公司股东权益	137,213	143,658	163,995	188,940	220,072	260,354	财务收入净额	(1,612)	1,117	2,003	3,624	1,654	1,654
少数股东权益	266	265	266	265	265	266	可转换可赎回优先 股	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	137,479	143,923	164,262	189,205	220,337	260,620	除所得税前利润	24,417	3,934	22,017	28,127	53,691	43,791
总权益及负债	292,892	273,508	324,247	403,155	453,286	532,670	所得税	(5,134)	(1,431)	(4,537)	(4,548)	(9,518)	(7,763)
现金流量表							净利润	19,283	2,503	17,474	23,578	44,172	36,028
经营活动所得现金净额	9,785	(4,390)	41,300	39,295	37,107	59,649	调后净利润	22,040	8,518	19,272	27,234	43,303	44,901
投资活动所得现金净额	(45,008)	15,549	(35,169)	(35,386)	(12,682)	(12,622)	调后核心业务净利润	11,618	25,922	33,534	40,763	35,992	
融资活动所得现金净额	4,499	(7,855)	(505)	(3,999)	4,365	2,352	关键比率						
汇率变动	(517)	791	398	120		0	营业收入YOY	33.5%	-14.7%	-3.2%	35.0%	28.9%	15.5%
现金及现金等价物变动	(30,724)	3,304	27,607	33,631	33,661	62,451	净利润 YOY	-5.1%	-87.0%	598.1%	34.9%	87.3%	-18.4%
年末现金及现金等价物	23,512	27,607	33,631	33,661	62,451	111,830	GM	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.7%	21.7%
							OPM	7.9%	1.0%	7.4%	6.7%	11.0%	7.7%
							NPM	5.9%	0.9%	6.4%	6.4%	9.4%	6.6%

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

于伯韬

海外研究分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020 年加入中信建投海外研究团队，2018-2020 年就职于长江证券研究所海外团队，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

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