

电子

2025 年 12 月 16 日

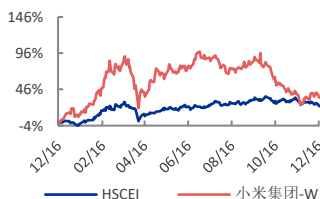
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 12 月 16 日

收盘价 (港币)	40.90
恒生中国企业指数	8757.93
52 周最高/最低 (港币)	61.45/29.60
H 股市值 (亿港元)	10,652.53
流通 H 股 (百万股)	26,045.30
汇率 (港币/人民币)	0.9078

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

相关研究

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
联系人
陈俊兆 A0230124100001
chenjz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

小米集团-W (01810)

——不同以往，高端化战略与人车家全生态赋予更强韧性

投资要点:

- **小米集团 25Q3 业绩略超预期。**营业收入 1131 亿元 (预期 1125 亿)，YoY+22%/QoQ-2%，主因互联网服务和电动汽车业务收入超预期。经调整净利润 113 亿 (预期 100 亿)，YoY+81%/QoQ+4%。公司已连续三季站稳千亿营收、22%毛利率、百亿利润水平线。
- **手机：通过提升 ASP 和产品结构高端化抵御存储涨价冲击。**25Q3 出货量 43.3 百万部 (同比持平/QoQ+2%)，ASP ¥1,063 元 (YoY-4%/QoQ-1%)，毛利率 11.1% (YoY-0.6pct/QoQ-0.4pct)，符合预期。管理层指引 25 年出货量目标 1.7 亿部；且预计行业在 25Q4 开始面临大幅涨价后的库存，延续时间长于以往；虽可通过涨价对冲压力，但会抑制终端需求。为反映上述行业趋势与公司策略，对于 2026 年，下调出货量预测 5%至 1.69 亿部 (YoY-1%)，上调 ASP 预测 2%至 ¥1,203 (YoY+5%)，下调毛利率预测 2.6pct 至 10.0%。
- **IoT：端侧 AI 落地，推进家电加速出海。**25Q3 收入 276 亿元，同比增速至 6%，主因国补退坡；毛利率 23.9%，YoY+3.2pct/QoQ+1.4pct，主因产品结构优化。国补退坡属于阶段性影响，已在公司的预判范围内，不会影响长期的高端化和出海方向。9 月发布 Xiaomi-MiMo-Audio 语音开源大模型；11 月发布智能家居未来探索方案 Xiaomi Miloco，使用 MiMo+VL-Miloco 端侧视觉大模型，赋能全屋智能的“感知+理解+执行”能力。为反映国补退坡与大家电竞争压力，下调 25 年 IoT 业务收入增速至 29%；看好后续出海动能，维持 26-27 年收入增速预测 14%/9%。
- **互联网服务：**25Q3 收入 94 亿元，YoY+11%；毛利率 76.9%。广告收入 72 亿 (YoY+17%)，境外收入 33 亿元 (YoY+19%，占比 34.9%)，均创历史新高。
- **EV：本季实现盈利，上调 25 年交付目标至 40 万辆。**25Q3 收入 290 亿元，交付 10.9 万辆，ASP 26 万元，毛利率 25.5%，单季经营利润 7 亿元。根据 CEO 雷军表述，2025 年全年预计交付将超过 40 万辆，此前目标为 35 万辆。管理层展望 26 年受购置税补贴减少、竞争加剧，毛利率或将低于今年。
- **下调盈利预测，维持买入评级。**我们认为小米集团相比以前的存储周期具备相比竞争对手更强的韧性，主因高端化战略初见成效，人车家全生态形成的业务结构更为均衡，产品结构高端化潜力尚未充分释放。为反映存储涨价与需求抑制对 26 年业绩的轻微影响，下修 2025-2027 年经调整归母净利润预测 0%/13%/10%至 435 亿/445 亿/584 亿元，YoY+59%/2%/31%，对应 26 年 PE 22 倍。**我们期待后续催化上行因素带来叙事反转：**1) 存储涨价实际结束；2) 全面丰富的 EV 车型矩阵；3) 玄戒芯片 Gen2，或在车端、云端扩大应用；4) 可能的基座大模型发布。
- **风险提示：**竞争加剧风险，新产品推出不及预期风险。

财务数据及盈利预测

单位: 人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	2,710	3,659	4,761	5,647	6,786
同比增长率 (%)	-3	35	30	19	20
归母净利润 (亿元)	193	273	435	445	584
同比增长率 (%)	127	42	59	2	31
每股收益 (元/股)	0.76	1.07	1.67	1.71	2.24
ROE (%)	11.34	13.39	20.97	15.35	17.33
市盈率	50	35	22	22	17
市净率	6	5	4	4	3

注：净利润、每股收益口径为 Non-IFRS

图 1：小米集团 25Q3 业绩摘要

利润表摘要 (亿元)		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	vs. BBG共识	25Q3E BBG
营业收入		755	889	925	1,090	1,113	1,160	1,131	0.5%	1,125
yoy		27.0%	32.0%	30.5%	48.8%	47.4%	30.5%	22.3%		
毛利润		168	184	189	225	254	261	259		
毛利率		22.3%	20.7%	20.4%	20.6%	22.8%	22.5%	22.9%	0.2pct	22.7%
运营费用		122	126	137	166	154	172	192		
运营费用率		16.1%	14.2%	14.8%	15.3%	13.9%	14.8%	17.0%		
经调整净利润		65	62	63	83	107	108	113	12.6%	100
yoy		100.8%	20.1%	4.4%	69.4%	64.5%	75.4%	80.9%		
净利率		8.6%	6.9%	6.8%	7.6%	9.6%	9.3%	10.0%		
智能手机 (亿元)										
收入		465	465	475	513	506	455	460	0.3%	458
yoy		32.9%	27.1%	13.9%	16.0%	8.9%	-2.1%	-3.1%		
毛利润		69	56	55	62	63	52	51		
毛利率		14.8%	12.1%	11.7%	12.0%	12.4%	11.5%	11.1%	0.0pct	11.1%
ASP (元/部)		¥1,145	¥1,104	¥1,102	¥1,202	¥1,211	¥1,073	¥1,063	0.3%	¥1,060
全球出货量 (百万部)		40.7	42.3	42.8	42.7	41.8	42.4	43.3		43.4
全球市场份额		13.8%	14.6%	13.8%	13.0%	14.1%	14.7%	13.6%		
IoT (亿元)										
收入		204	268	261	309	323	387	276	-1.9%	281
yoy		21.0%	20.3%	26.3%	51.7%	58.7%	44.7%	5.6%		
毛利润		40	53	54	63	82	87	66		64
毛利率		19.9%	19.7%	20.8%	20.5%	25.2%	22.5%	23.9%	1.2pct	22.7%
互联网服务 (亿元)										
收入		80	83	85	93	91	91	94	2.2%	92
yoy		14.5%	11.0%	9.1%	18.5%	12.8%	10.1%	10.8%		
毛利润		60	65	66	71	70	69	72		
毛利率		74.2%	78.3%	77.5%	76.5%	76.9%	75.4%	76.9%	1.9pct	75.0%
中国收入		55	56	57	63	64	61	61		
境外收入		25	27	28	31	27	30	33		
电动汽车 (亿元)										
收入			64	97	167	186	213	290	3.5%	280
毛利润			10	17	34	43	56	74		
毛利率			15.4%	17.1%	20.4%	23.2%	26.4%	25.5%	-0.1pct	25.6%
交付数量 (万辆)			2.7	4.0	7.0	7.6	8.1	10.9	6.7%	10.2
单车销售价格 (万元)			¥22.9	¥23.9	¥23.4	¥23.8	¥25.4	¥26.0	0.4%	¥25.90
经营利润			-20	-17	-10	-5	-3	7		

资料来源：小米集团，彭博，申万宏源研究

图 2：小米集团盈利预测与关键假设

单位: 亿元人民币	2021 实际	2022 实际	2023 实际	2024 实际	2025E SWS	2026E SWS	2027E SWS	2025E 此前预测	2026E 此前预测	2027E 此前预测	2025E 变更	2026E 变更	2027E 变更
营业收入	3,283	2,800	2,710	3,659	4,761	5,647	6,786	4,854	5,972	7,258	-2%	-5%	-7%
yoy	34%	-15%	-3%	35%	30%	19%	20%	33%	23%	22%			
毛利润	583	476	575	766	1,079	1,267	1,585	1,109	1,392	1,726			
毛利率	17.7%	17.0%	21.2%	20.9%	22.7%	22.4%	23.4%	22.8%	23.3%	23.8%	-0.2pct	-0.9pct	-0.4pct
运营费用	389	425	435	550	714	810	973	689	856	1,041			
运营费用率	11.8%	15.2%	16.0%	15.0%	15.0%	14.3%	14.3%	14.2%	14.3%	14.3%			
销售费用	210	213	192	254	317	347	417	310	367	446			
费用率	6.4%	7.6%	7.1%	6.9%	6.7%	6.2%	6.2%	6.4%	6.2%	6.2%			
管理费用	47	51	51	56	69	85	102	68	90	109			
费用率	1.4%	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%			
研发费用	132	160	191	241	328	378	454	312	400	486			
费用率	4.0%	5.7%	7.0%	6.6%	6.9%	6.7%	6.7%	6.4%	6.7%	6.7%			
经调整归母净利润	221	85	193	273	435	445	584	436	512	649	0%	-13%	-10%
yoy	69%	-62%	127%	42%	59%	2%	31%	60%	17%	27%			
净利率	6.7%	3.0%	7.1%	7.5%	9.1%	7.9%	8.6%	9.0%	8.6%	8.9%			
智能手机收入	2,089	1,672	1,575	1,918	1,955	2,033	2,135	2,030	2,111	2,196	-4%	-4%	-3%
yoy	37%	-20%	-6%	22%	2%	4%	5%	6%	4%	4%			
毛利润	249	150	230	243	219	203	249	239	266	286			
毛利率	11.9%	9.0%	14.6%	12.6%	11.2%	10.0%	11.7%	11.8%	12.6%	13.0%	-0.6pct	-2.6pct	-1.3pct
出货量 (百万部)	190	151	146	169	171	169	172	174	179	182	-2%	-5%	-5%
yoy	30%	-21%	-3%	16%	1%	-1%	2%						
ASP (元/部)	¥1,098	¥1,111	¥1,082	¥1,138	¥1,146	¥1,203	¥1,239	¥1,165	¥1,182	¥1,205	-2%	2%	3%
yoy	6%	1%	-3%	5%	1%	5%	3%						
IoT与生活消费产品收入	850	798	801	1,041	1,341	1,523	1,654	1,390	1,578	1,713	-4%	-3%	-3%
yoy	26%	-6%	0%	30%	29%	14%	9%	34%	14%	9%			
毛利润	111	115	131	211	313	347	364	321	359	377			
毛利率	13.1%	14.4%	16.3%	20.3%	23.3%	22.8%	22.0%	23.1%	22.8%	22.0%	+0.2pct	+0.0pct	+0.0pct
互联网服务收入	282	283	301	341	380	418	457	382	419	458	0%	0%	0%
yoy	19%	0%	6%	13%	12%	10%	9%	12%	10%	9%			
毛利润	209	203	223	261	291	322	352	292	323	353			
毛利率	74.1%	71.8%	74.2%	76.6%	76.6%	77.0%	77.0%	76.6%	77.0%	77.0%	0.0pct	0.0pct	0.0pct
MAU (百万单位)	509	582	641	702	758	796	836	758	796	836	0.0%	0.0%	0.0%
ARPU (元/单位)	¥55.4	¥48.7	¥47.0	¥48.6	¥50.2	¥52.5	¥54.6	¥50.3	¥52.7	¥54.8	-0.3%	-0.3%	-0.3%
智能电动汽车等创新业务收入				328	1,051	1,673	2,539	1,032	1,863	2,891	2%	-10%	-12%
yoy					221%	59%	52%	215%	81%	55%			
毛利润				61	265	396	620	262	444	711			
毛利率				18.5%	25.2%	23.6%	24.43%	25.4%	23.8%	24.58%	-0.2pct	-0.2pct	-0.1pct
交付量 (万台)				13.68	40.15	61.85	94.45	39.32	68.44	106.43	2.1%	-9.6%	-11.3%
单价 (万元/台)				¥23.46	¥25.50	¥26.37	¥26.22	¥25.46	¥26.40	¥26.35	0.1%	-0.1%	-0.5%

资料来源: 小米集团, 彭博, 申万宏源研究

表: 合并损益表

单位: 百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	270,970	365,906	476,054	564,653	678,587
营业成本	213,494	289,346	368,190	437,976	520,090
销售费用	19,227	25,389	31,700	34,726	41,733
管理费用	5,127	5,601	6,905	8,470	10,179
研发费用	19,098	24,051	32,811	37,795	45,422
公允价值变动收益	3,501	1,051	11,674	-	-
投资收益	46	277	176	-	-
其他收入	740	1,667	2,148	-	-
其他损益	1,697	-10	2,060	-	-
营业利润	20,009	24,503	52,505	45,686	61,163
财务净收入	2,002	3,624	1,533	2,823	3,393
利润总额	22,011	28,127	54,037	48,509	64,556
所得税	4,537	4,548	9,806	9,702	12,911
净利润	17,474	23,579	44,231	38,807	51,645
少数股东损益	-1	-80	-77	-	-
IFRS 归母净利润	17,475	23,658	44,308	38,807	51,645
Non-IFRS 归母净利润	19,274	27,314	43,460	44,454	58,431

资料来源: 小米集团, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。