

买入

2026年4月14日

消费终端利润阶段性承压，看好 AI 与新零售协同发力

➤ **存储影响短期利润，手机毛利率降至个位数：**25Q4 手机业务营收 443 亿元，同比下滑 13.6%。受全球存储芯片价格处于历史高位影响，BOM 压力贯穿全季，导致手机毛利率从 2024 年同期的 12.0% 大幅下降至 8.3%，触及近年低位。尽管 Xiaomi 17 系列高端占比提升，但 ASP 因促销力度加大及中低端出货韧性同比下滑 2.2%。面对成本挑战，公司采取“份额优先、动态调价”的平衡策略，在稳固全球市占率的前提下，视行情进行合理涨价。受此影响，手机业务全年毛利率会阶段性承压，预计在 8% 左右。展望未来，存储成本压力预计 26H2 有望随供需改善而放缓。

➤ **IoT 业务受补贴退坡冲击，互联网服务彰显高利润韧性：**25Q4 IoT 营收 246 亿元，同比下降 20%，主要是国内大家电国补政策退坡后的需求透支及季节性回落，导致大家电业务环比下滑近 40%。互联网服务依然是集团利润的稳定器，Q4 收入达 99 亿元，同比增长 5.9%，毛利率维持在 76.0% 以上的高位，有效对冲了硬件端的成本冲击。

➤ **汽车业务连续两季盈利：**汽车及创新业务 25Q4 营收 372 亿元，交付量达 14.5 万台。因高价车型占比波动，ASP 回落至 25 万元，毛利率微降至 22.7%。2025 年全年，汽车业务累计交付超 41 万辆，累计实现经营收益 9 亿元，正式跨越盈亏平衡点。展望 2026 年，公司管理层确立了 55 万台的汽车年度交付目标，核心催化剂在于新车型的放量。新一代 SU7 已于 2026 年 3 月正式发布并开启量产交付，上市 34 分钟锁单即破 1.5 万台，首周累计交付已超 7000 台，展现出强大的产能爬坡与交付韧性。

➤ **加大投入 AI，持续拓展海外新零售：**公司持续加大科研攻坚，2025 年研发投入达 331 亿元，并计划未来三年在 AI 领域追加至少 600 亿元投入。自研 MiMo 大模型已全面接入全生态，日均调用量处于行业第一梯队，同时开启 Token 计费商业化模式，有望开辟一条高毛利的智能服务收入曲线。新零售方面，国内门店总数突破 1.8 万家，境外门店增至 450 家并计划五年内全球拓店至万家。2026 年经营重心将转向单店提效，支撑“人车家全生态”的全球闭环。

➤ **目标价 36.3 港元，维持买入评级：**公司 2026-2028 年的收入预计分别为 4926/5672/6406 亿元，经调整净利润分别为 340/449/583 亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 36.3 港元，相当于 2026 年传统硬件业务 15xPE，互联网业务 20xPE，汽车业务 1.5xPS，目标价分别对应 2026 年/2027 年的 24x/17xPE，较现价有 18.4% 的上涨空间，故维持买入评级。

黄晨

+852 2532 1954

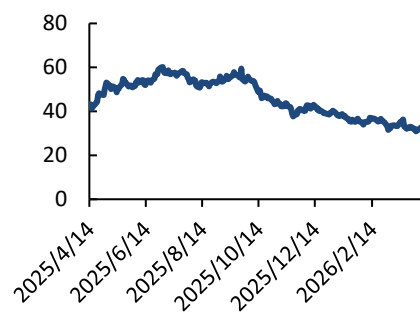
chen.huang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	30.66 港元
目标价	36.3 港元 (+18.4%)
股票代码	1810
已发行股本	259.35 亿股
总市值	7952 亿港元
52 周高/低	61.45 港元/30.26 港元
每股净资产	11.71 元港元
主要股东	Smart Mobile Holdings Limited 22.7%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (人民币百万元)	365,906	457,287	492,613	567,185	640,599
变动	35.04%	24.97%	7.73%	15.14%	12.94%
经调整净利润	27,235	39,166	34,034	44,909	58,338
变动	41.31%	43.81%	-13.10%	31.95%	29.90%
摊薄每股盈利 (人民币元)	0.93	1.56	1.13	1.54	2.05
变动	34.45%	68.14%	-27.33%	36.05%	32.72%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率@30.66港元 (估)	29.0	17.2	23.7	17.4	13.1

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

附录：主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	365,906	457,287	492,613	567,185	640,599
毛利	76,560	101,806	101,234	122,456	143,527
销售及推广开支	-25,390	-33,214	-34,810	-39,929	-43,652
行政开支	-5,601	-6,653	-6,439	-7,405	-8,266
研发开支	-24,050	-33,132	-34,770	-38,858	-42,492
经营利润	24,503	47,901	32,858	45,064	59,058
财务净额	3,624	1,746	3,177	3,961	6,007
税前盈利	28,127	49,647	36,035	49,025	65,065
所得税	-4,548	-8,080	-5,865	-7,979	-10,590
净利润	23,578	41,566	30,170	41,046	54,475
少数股东应占利润	-80	-77	-56	-76	-101
本公司股东应占溢利	23,658	41,643	30,226	41,122	54,576
折旧及摊销	-6,079	-9,340	-8,346	-9,019	-9,944
EBITDA	30,581	57,241	41,204	54,083	69,001
增长					
总收入 (%)	35.0%	25.0%	7.7%	15.1%	12.9%
EBITDA (%)	23.1%	87.2%	-28.0%	31.3%	27.6%

资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	33,661	26,914	38,309	72,015	93,929
应收账款	14,589	15,240	22,550	14,745	25,037
存货	62,510	80,989	79,801	89,338	100,631
其他流动资产	114,949	131,667	137,177	143,025	149,235
总流动资产	225,709	254,811	277,837	319,122	368,832
有形资产	18,088	27,950	31,512	34,611	37,306
无形资产	8,153	8,319	9,624	10,719	11,293
长期投资	62,112	80,881	80,881	80,881	80,881
其他	89,094	136,134	139,639	148,206	157,740
总资产	403,155	508,096	539,493	593,540	656,052
应付账款	98,281	110,699	112,589	130,373	148,441
短期银行贷款	13,327	13,202	13,862	14,555	15,283
其他流动负债	63,777	68,504	70,793	73,292	76,023
总流动负债	175,385	192,405	197,243	218,220	239,746
长期银行贷款	17,276	22,921	20,984	14,442	2,163
其他负债	21,289	26,446	24,772	23,338	22,128
总负债	213,950	241,773	242,999	256,000	264,038
少数股东权益	467	105	49	-27	-128
股东权益	189,205	266,323	296,494	337,540	392,014

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	20.92%	22.26%	20.55%	21.59%	22.41%
EBITDA 利率 (%)	8.36%	12.52%	8.36%	9.54%	10.77%
净利率 (%)	6.44%	9.09%	6.12%	7.24%	8.50%
营运表现					
研发费用/收入 (%)	6.57%	7.25%	7.06%	6.85%	6.63%
实际税率 (%)	16.17%	16.28%	16.28%	16.28%	16.28%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	80.0	78.0	78.0	78.0	78.0
应付账款天数	100.0	103.0	105.0	107.0	109.0
应收账款天数	14.0	14.0	14.0	12.0	11.3
财务状况					
总负债/总资产	0.53	0.48	0.45	0.43	0.40
收入/净资产	1.93	1.72	1.66	1.68	1.63
经营性现金流/收入	0.11	0.07	0.06	0.11	0.09
税前盈利对利息倍数	-7.76	-28.44	-11.34	-12.38	-10.83

现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
EBITDA	30,581	57,241	41,204	54,083	69,001
净融资成本	-717	-3,635	-2,091	-1,740	-1,047
营运资金变化	39,299	34,150	31,482	62,604	55,424
所得税	-3,467	-8,080	-5,865	-7,979	-10,590
其他	-26,400	-45,534	-33,254	-44,372	-57,375
营运现金流	39,295	34,142	31,476	62,596	55,413
资本开支	-7,297	-18,157	-12,000	-12,000	-12,000
其他投资活动	-28,089	-53,522	-2,014	-6,773	-6,521
投资活动现金流	-35,386	-71,679	-14,014	-18,773	-18,521
负债变化	6,015	-1,902	-4,028	-8,282	-13,326
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-10	33	-2	-2	-2
融资活动现金流	-3,999	30,766	-6,067	-10,117	-14,978
现金变化	-90	-6,770	11,394	33,706	21,915
期初持有现金	33,631	33,661	26,914	38,309	72,015
汇兑变化	120	23	0	0	0
期末持有现金	33,661	26,914	38,309	72,015	93,929

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。