

## 今日焦點:

### ▶ 小米集團 (1810 HK, 港幣32.44元, 市值港幣8,410億元) 消費電子產品的週期性動態

小米公佈的2025年第四季度收入為人民幣1,170億元 (同比增長7%/環比增長3%)，基本符合市場預期。集團毛利率下降至20.8%，淨利潤達人民幣65億元 (同比下降23.5%/環比下降47%)，高於市場預期的人民幣60億元。

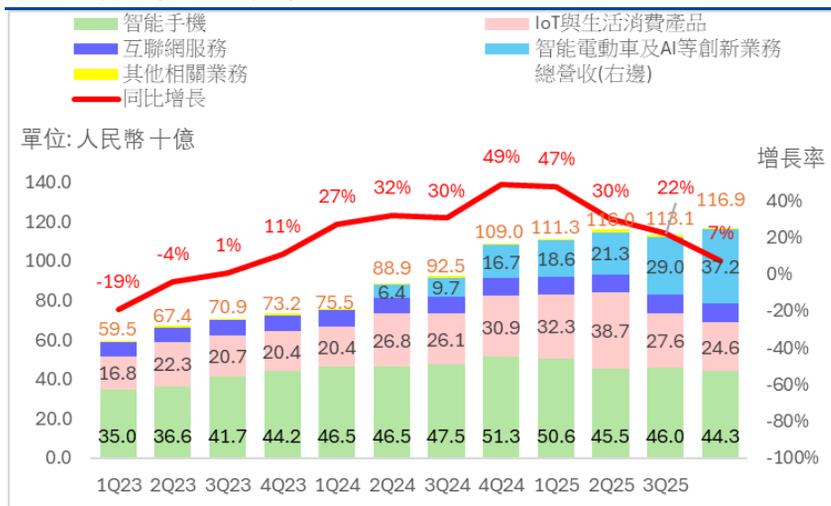
**1. 智能手機業務表現疲弱：**該分部收入為人民幣443億元 (同比下降14%/環比下降4%)，符合預期，佔總收入比重降至38%的歷史新低。出貨量同比下降11.7%至3,770萬台，而平均售價 (ASP) 同比微降2.3%至人民幣1,175元。分析認為，需求受到補貼效果減弱及同業價格競爭加劇的壓力。受記憶體及存儲成本上升影響，該分部毛利率環比及同比均下降至8.4%。因此，該分部的毛利貢獻從2023年第二季度46%的峰值下降至15%。

**2. 物聯網及生活消費產品銷售放緩：**該分部收入為人民幣246億元 (同比下降20%/環比下降11%)，符合市場預期，佔總收入比重為21%。業務疲軟主要源於在補貼退坡及競爭加劇背景下，中國市場的家用電器和電視銷售下滑，但部分被海外市場平板電腦及電視收入增長所抵銷。該分部毛利率環比及同比均下降至20.3%，毛利貢獻佔比為20%。

**3. 互聯網服務表現穩健：**該分部收入為人民幣96億元 (同比增長6%/環比增長5%)，佔總收入比重穩定在8%。增長主要由廣告收入增加所驅動，但部分被增值服務放緩所抵銷。全球MIUI月活躍用戶數 (MAU) 同比增長7%至7.54億，而每用戶平均收入 (ARPU) 同比下降1%至人民幣13元。受益於廣告收入增加，該分部毛利率上升至76.8%，毛利貢獻環比增長3%至31%。

**4. 智能電動汽車及人工智能/新舉措擴大利潤貢獻：**該分部收入為人民幣372億元 (同比增長123%/環比增長28%)，收入佔比升至32%。電動汽車銷量持續攀升至14.5萬輛。由於高價位SU7 Ultra車型出貨量減少以及YU7車型佔比提高，平均售價 (ASP) 環比下降3.8%至人民幣25萬元，拖累該分部毛利率環比下降2.7個百分點至22.7%。儘管如此，該分部的毛利貢獻提升至35%，電動汽車業務的核心經營利潤預計在該季度繼續擴大至約人民幣10億元。

圖 1: 總營收 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	24,768	-0.4%	-3.4%
中資企業指數	8,377	-0.1%	-6.0%
紅籌指數	4,146	-0.3%	3.3%
滬深300指數	4,477	-1.3%	-3.3%
上海A股	4,078	-1.1%	3.1%
上海B股	261	-0.2%	3.1%
深圳A股	2,664	-1.5%	0.6%
深圳B股	1,196	-0.8%	-5.4%

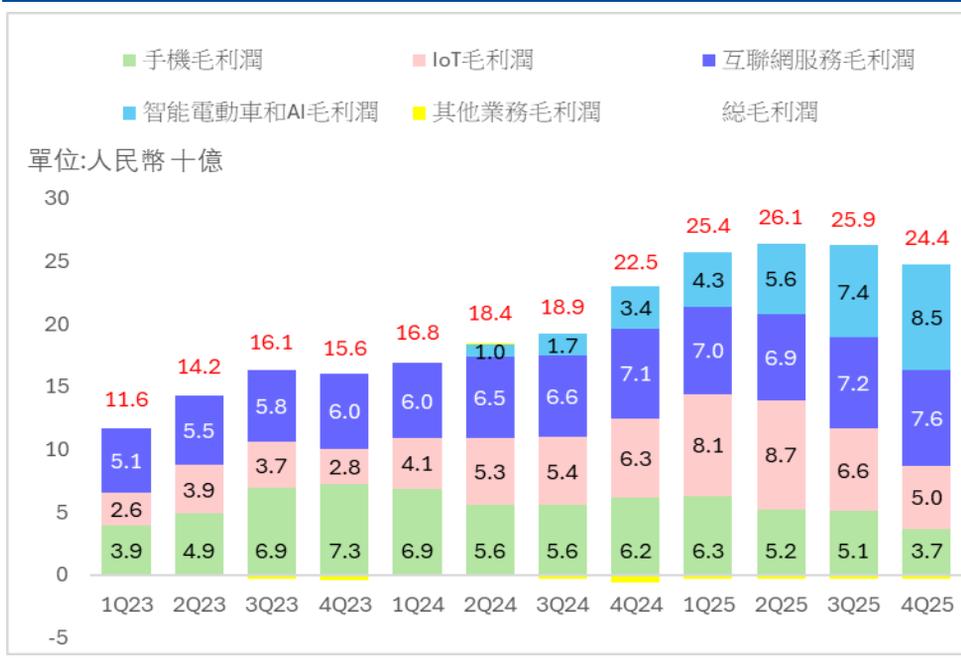
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,960	-1.0%	-4.4%
標普500	6,477	-1.7%	-5.4%
美國納斯達克指數	21,408	-2.4%	-7.9%
日經平均指數	52,721	-1.6%	4.7%
英國富時指數	9,972	-1.3%	0.4%
法國證券公會指數	7,769	-1.0%	-4.7%
德國法蘭克福指數	22,612	-1.5%	-7.7%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,376	-2.9%	1.8%
銅價 (美元/盎司)	2,686	-0.8%	5.6%
銀價 (美元/盎司)	68	-4.4%	-4.9%
原油 (美元/桶)	94	4.6%	62.5%
銅價 (美元/盎司)	12,147	0.4%	-2.2%
鋁價 (美元/盎司)	3,269	0.3%	9.1%
鎳價 (美元/盎司)	1,832	-4.8%	-10.6%
鎘價 (美元/盎司)	3,081	1.3%	-1.2%
小麥 (美分/蒲式耳)	605	1.2%	19.2%
玉米 (美分/蒲式耳)	467	-0.1%	4.1%
糖 (美分/磅)	137	2.2%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,173	0.2%	10.4%
PVC (美元/噸)	5,639	-1.7%	45.8%
CRB 指數	361	0.7%	3.0%
BDI			6.6%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.8	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.4	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		184.2	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	201.0		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.1	0.1	

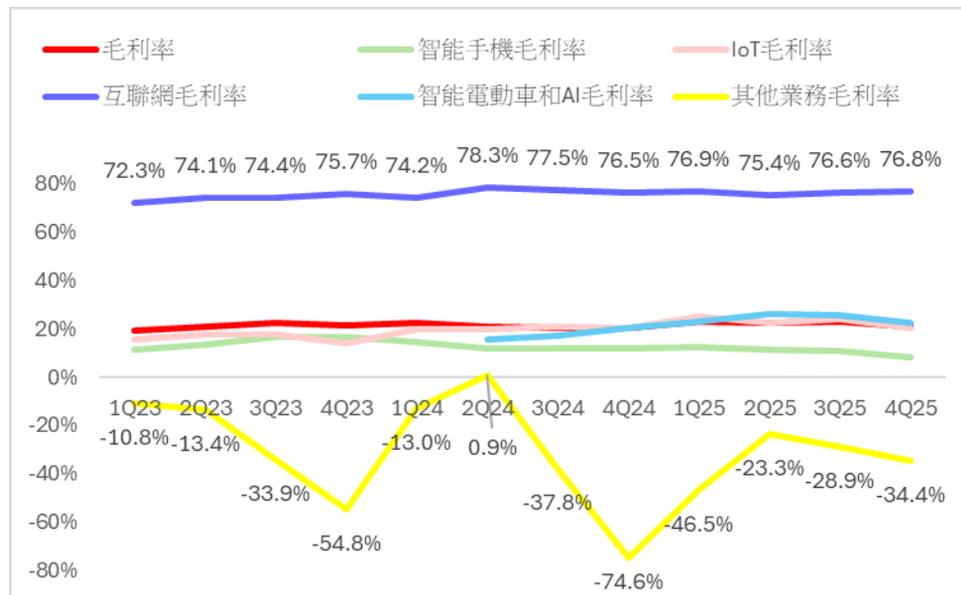
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	27	14.0%

圖 2: 毛利潤拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 3: 毛利率分佈



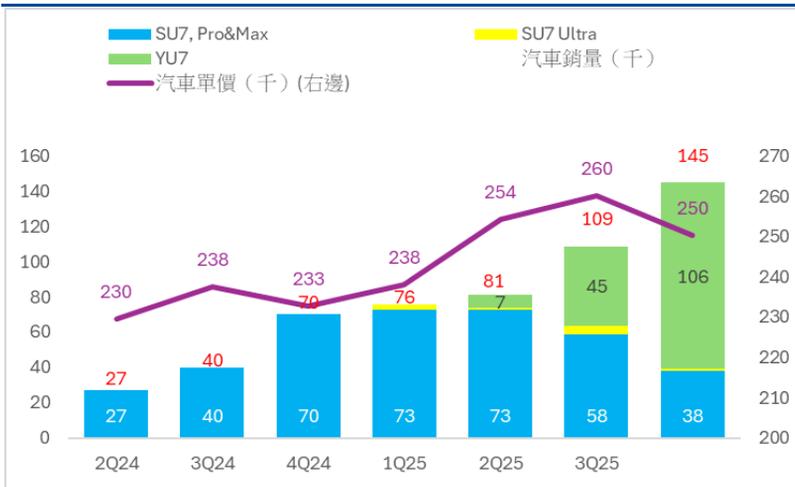
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 4: 手機出貨拆解



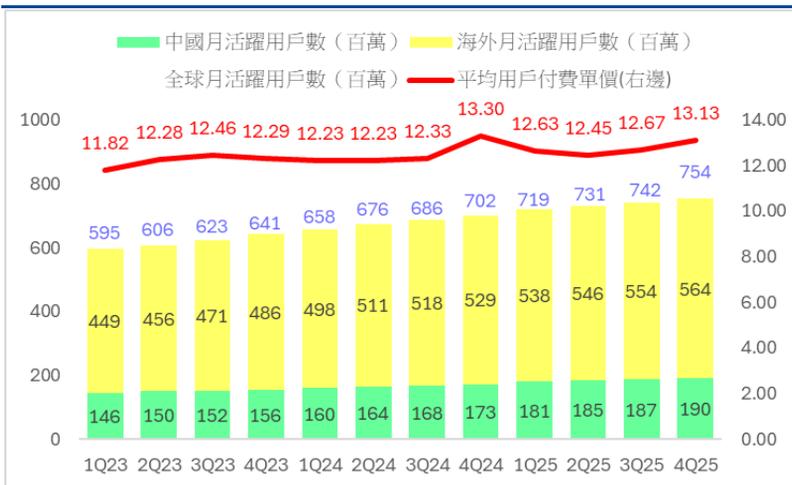
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 5: 汽車出貨拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

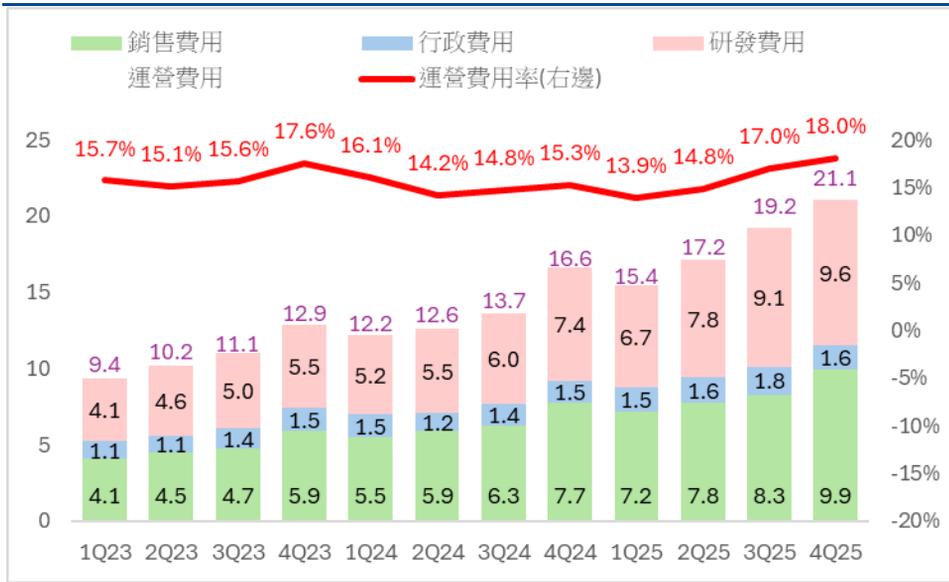
圖 6: 活躍用戶數拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

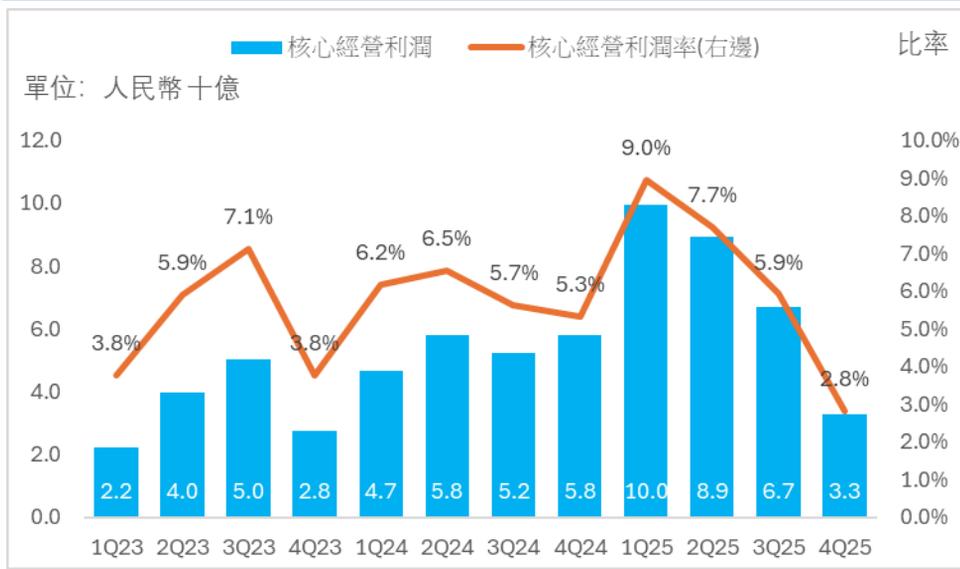
**盈利能力受記憶體成本上升所壓制：**營運支出比率微升至18%，主要受持續的研發投入及電動汽車業務營運開支增加所驅動。核心經營利潤大幅下滑至人民幣33億元（同比下降43.1%/環比下降51%），原因是智能手機和物聯網業務盈利減弱，超過了電動汽車業務盈利能力的改善。淨利率下降至5.6%，導致淨利潤下滑至人民幣65億元（同比下降27.2%/環比下降47%）。

圖 7: 運營費用拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 8: 核心經營利潤拆解 (人民幣 十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

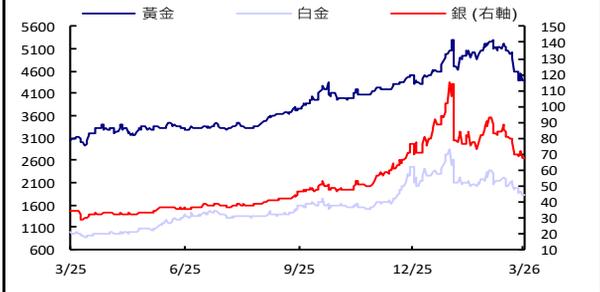
**業務展望：**管理層預計記憶體價格上漲將持續至2027年，其中對智能手機業務影響最大，對電動汽車影響溫和，對物聯網業務影響最小。多元化的業務組合緩解了收入壓力，而通過全球合作夥伴關係保障了穩定的記憶體供應。管理層將審慎調整價格，在兼顧消費者利益的同時保護市場份額。物聯網業務具備高端化機遇，目前平均售價較低僅為暫時現象，且海外市場規模約為中國市場的3倍。其目標是在中國市場取得10%的空調市場份額，以及4-5%的冰箱和洗衣機市場份額，同時中東地區業務佔比較小且風險可控。公司對新款SU7車型表示信心，並設定了2026年交付55萬輛的目標。2026年，總研發支出將超過人民幣400億元，其中人民幣160億元將分配給人工智能和具身智能，未來三年人工智能領域的總投資將達到人民幣600億元。MiMo V2 Pro模型全球排名第八，MiClaw移動端人工智能代理已開始測試，使小米成為首家擁有設備端移動AI代理的原廠設備製造商。

**我們的觀點：**儘管2025財年全年業績實現同比改善，但在記憶體價格上漲的背景下，公司在2025年第三季度和第四季度面臨盈利挑戰。在強勁的人工智能需求和供需平衡緊張的情況下，記憶體價格預計將維持高位。公司已在第四季度建立原材料庫存並控制出貨量，旨在2026年在更有利的定價環境下實現更高的毛利率。展望2026年，政府補貼的減弱效應可能影響物聯網業務，而消費電子產品的週期性則帶來收入周期性下降的風險。汽車業務已克服供應短缺問題，交付能力顯著提升。更新後的SU7已獲得3萬份新訂單，交付週期已大幅縮短至約10週的行業常規水平。即將推出的YU9車型及年底的海外市場發佈可能成為關鍵催化劑。公司設定了較為保守的55萬輛交付目標，暗示銷量可能放緩。然而，考慮到智能設備業務面臨的成本壓力，電動汽車業務的利潤貢獻將成為未來主要的利潤驅動力。

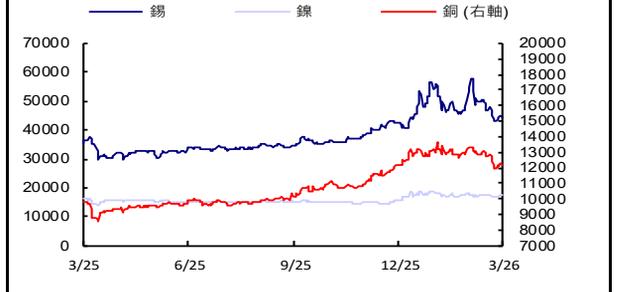
中長期來看，人工智能大語言模型（AI LLM）和米家（MiLoCo）智能家居生態系統的進步，可能會推動消費電子產品新一輪的升級需求。儘管如此，該公司短期內缺乏進一步推動其股價上漲動能的催化劑，而成本上升可能成為近期的負面波動因素。該股目前股價對應2026財年預期市盈率21倍。（研究部）

### 市場洞察-主要大宗商品和貨幣

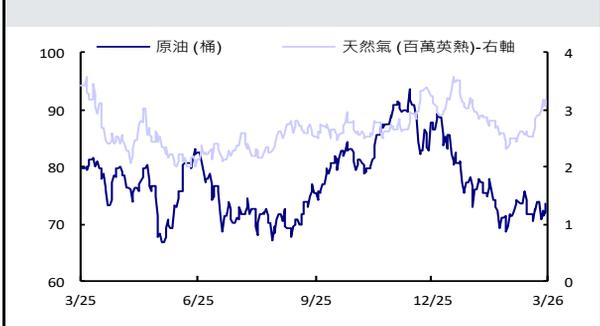
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4376	0.8	0.8	43.0
白金 (盎司)	1839	(9.6)	(9.6)	86.8
銀 (盎司)	68	(4.2)	(4.2)	93.9



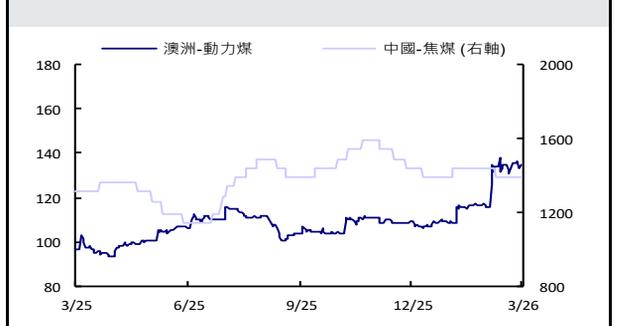
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12147	(2.2)	(2.2)	23.4
鎳 (噸)	17253	3.6	3.6	6.2
錫 (噸)	44125	8.8	8.8	25.1



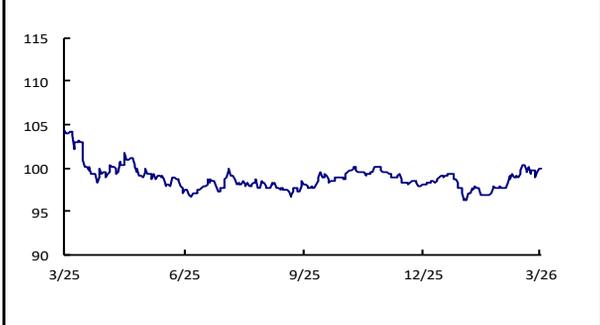
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.5	64.5	64.5	35.1
天然氣 (百萬英熱)	3.0	(18.6)	(18.6)	(24.1)



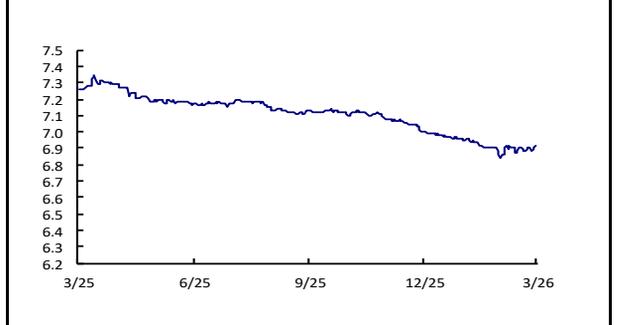
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	6.1
澳洲動力煤 (US\$/t)	135.1	25.7	25.7	39.6



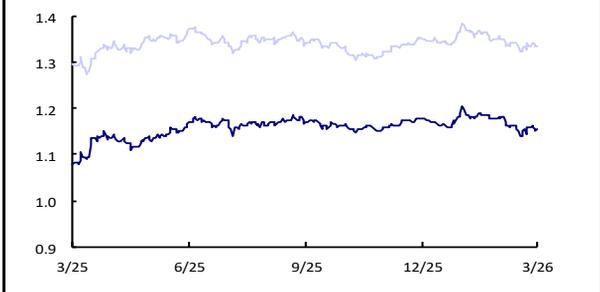
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.9	16	16	(4.3)



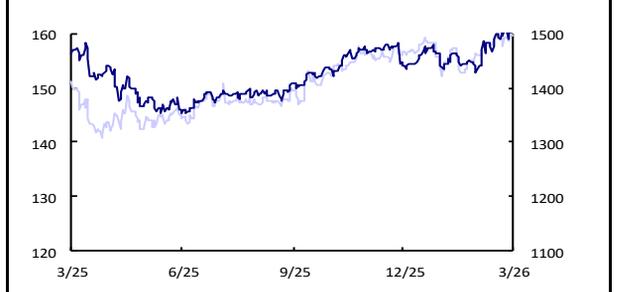
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	(1.1)	(1.1)	(4.8)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.9)	(1.9)	6.7
英鎊	1.3	(1.1)	(1.1)	2.9



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.8	2.0	2.0	5.8
韓圓	1507.7	4.4	4.4	2.9



資料來源：彭博

**美國經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		26年3月26日
消費者信心指數	月		26年3月31日
採購經理人指數	月		26年4月1日
零售業銷售額	月		26年4月1日
商業庫存	月		26年4月1日
貿易收支	月		26年4月2日
就業報告	月		26年4月3日
耐久財訂單	月		26年4月7日
個人收入與支出	月		26年4月9日
批發庫存	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年4月9日
工廠訂單	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
生產者物價指數	月		26年4月14日
工業生產指數	月		26年4月16日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
新屋銷售	月		26年5月5日
汽車銷售	月		

**中國經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月31日
外匯儲備	季		26年4月7日
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

**香港經濟發布表**

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年3月31日
零售業銷售額	月		26年4月1日
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
國內生產毛額	季		26年5月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

**滙富研究部**

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



## 免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及/或其聯屬公司實益擁有小米集團(1810.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

## 總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455