

看好小米汽车产业链

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199790

二零二四年四月十二日

小米造车：三年磨一剑，SU7表现超预期

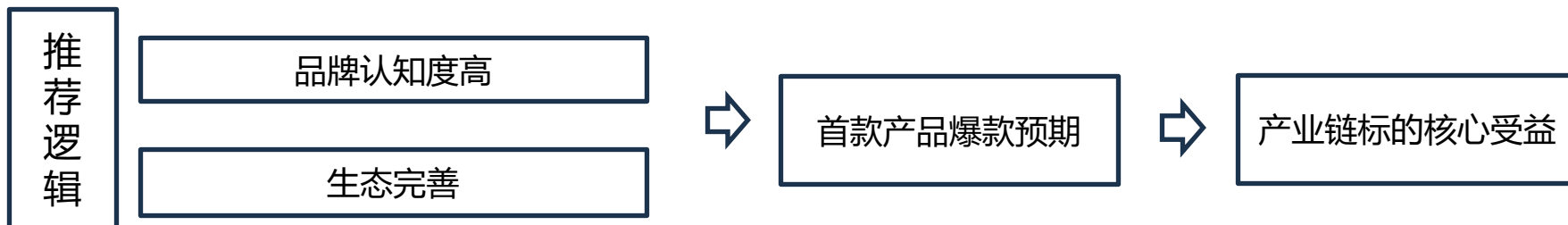
- **资金实力：为持续资本开支&研发投入提供基石。**集团层面经营业绩良好，现金实力雄厚。小米汽车研发投入规模逐季接近新势力车企。2021年3月小米宣布未来10年将投入100亿美元造车，其中首期投资100亿人民币。汽车相关研发人员处于快速扩张中，截至2023Q4小米汽车团队规模已增长至3400人。
- **客群基础：品牌认知度高，粉丝群体庞大。**小米创立之初通过社群营销等营销方式培养了一批粉丝群体，截至2023Q4全球MIUI月活用户达6.41亿，受众群体庞大。同时小米手机高端化能力也在稳步迭代中，2023年小米高端智能手机（3000元以上机型）出货量在小米集团整体智能手机出货量中占比超过20%，消费者购买力已形成一定规模。
- **渠道&交付：有望实现交付即上量。**4月底SU7标准版和Max版启动交付，5月底Pro版本启动交付。小米汽车一期工厂的年产能为15万台，二期计划于2024年动工，2025年完工。渠道方面，首批销售网点覆盖全国29城，59家销售门店，17个限时展厅，58家服务中心。
- **智能驾驶&座舱：**1) 标准版配备1颗Orin-N (84TOPS)，Max/Pro版搭载2颗英伟达Orin-X (508TOPS)+1个激光雷达。2套智驾方案 Xiaomi Pilot Pro 和 Xiaomi Pilot Max城市NOA将于4月开始用户测试，5月开通10城，8月全国开通。2) 全系标配高通骁龙 8295 座舱芯片；可实现上车自动连接小米同账号手机+手机应用大屏显示+一键PIN应用+五音区语音深度控车+支持苹果生态。

投资建议：

- **品牌+生态优势下SU7表现超预期，我们看好小米集团及小米汽车产业链，其中产业链标的按收入弹性大小排序依次为德赛西威+经纬恒润+华阳集团+拓普集团+新泉股份。**

风险提示

- ◆ 全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期等。



推荐标的

公司	市值/亿元	营收/亿元			归母净利润/亿元			PE		
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
小米集团	3,867	2709.7	3107.8	3340.7	174.8	159.4	189.1	22	24	20
德赛西威	746	219.1	285.1	369.4	15.5	22.9	30.8	48	33	24
经纬恒润	84	44.0	55.0	71.5	0.7	1.5	3.4	120	56	25
拓普集团	660	199.3	281.8	396.0	21.7	30.0	40.5	30	22	16

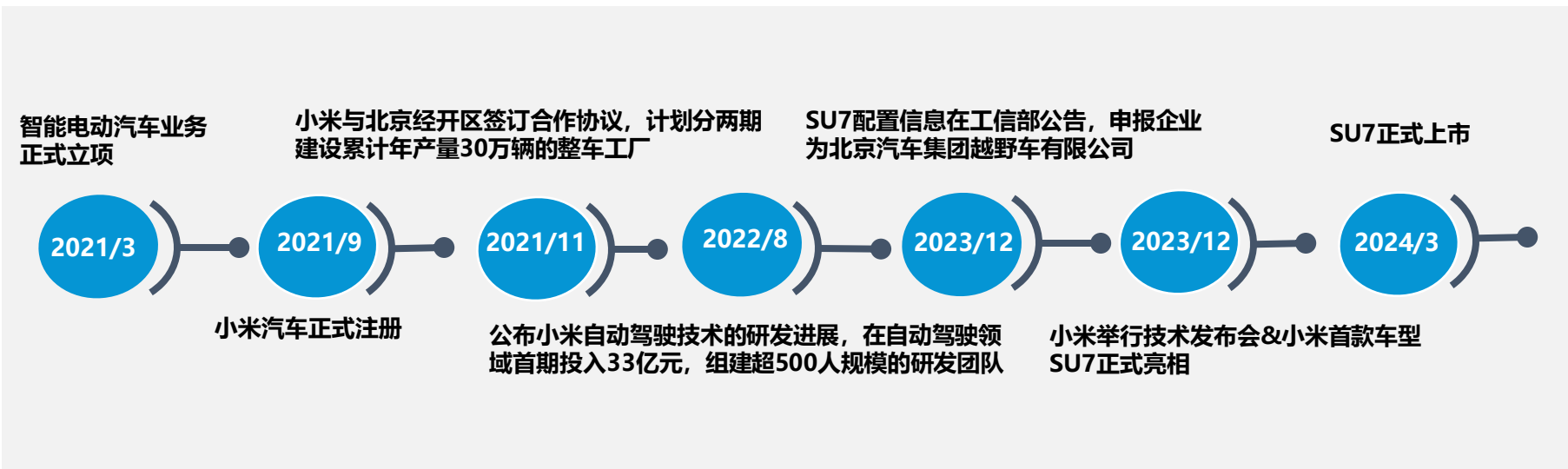
注：数据截至2024年4月9日；小米集团/德赛西威已发布2023年报，表中所示2023年数据为真实财务数据；其余数据均为东吴证券研究所预测数据，其中小米集团预测数据为东吴证券研究传媒互联网&海外研究团队预测

◆ **三年造车历程，首款车型即将正式上市。**在小米集团正式立项汽车业务前，雷军通过顺为资本参与投资蔚来/小鹏汽车。**2021年3月**小米集团正式公告智能电动汽车业务立项，首期投资金额为100亿元，公司预计至2031年累计投资额100亿美元。2021年9月小米汽车正式注册，11月落户北京经开区。2023年12月小米SU7正式登录工信部公告，同时小米汽车举行技术发布会，发布包括电驱、电池、大压铸、智能座舱和智能驾驶在内的核心技术底座。2024年3月首款车型SU7正式上市。

图：雷军造车演讲：最后一次创业，为小米汽车而战



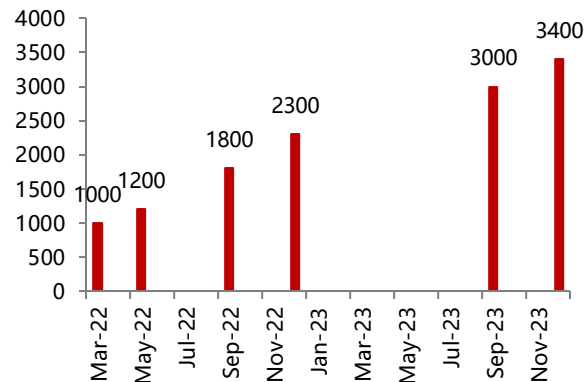
图：小米造车历程梳理



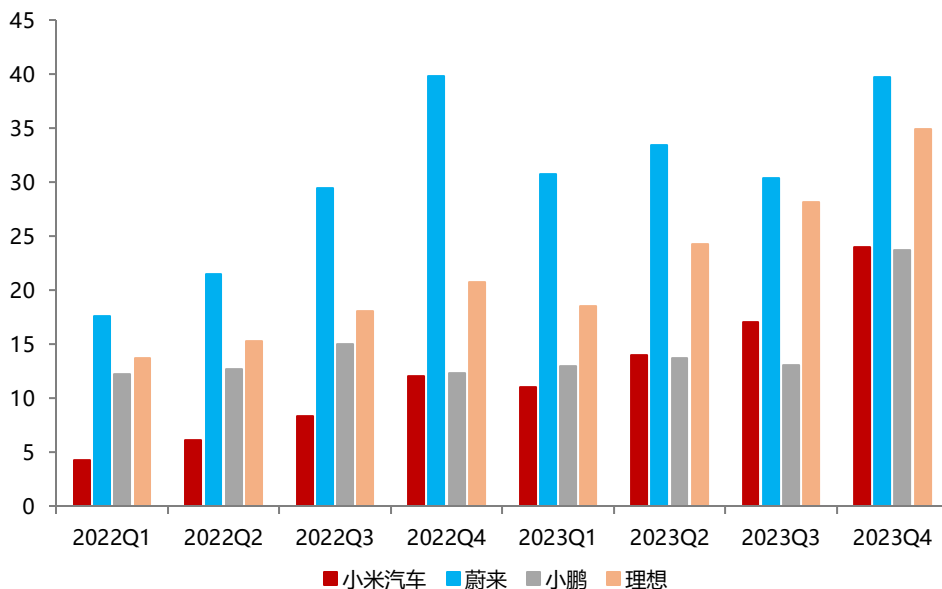
◆ **集团层面经营业绩良好，现金实力雄厚。** 2023年小米集团总营收达2709.7亿元，经调整净利润为193亿元，截至第三季度的现金储备为1363亿元，为包括汽车在内的创新业务研发提供坚实保障。

◆ **小米汽车研发投入规模逐季接近新势力车企。** 2021年3月小米宣布未来10年将投入100亿美元造车，其中首期投资100亿人民币。2023Q3单季度研发投入已超过小鹏汽车。**汽车相关研发人员处于快速扩张中，截至2023Q4小米汽车团队规模已增长至3400人。**

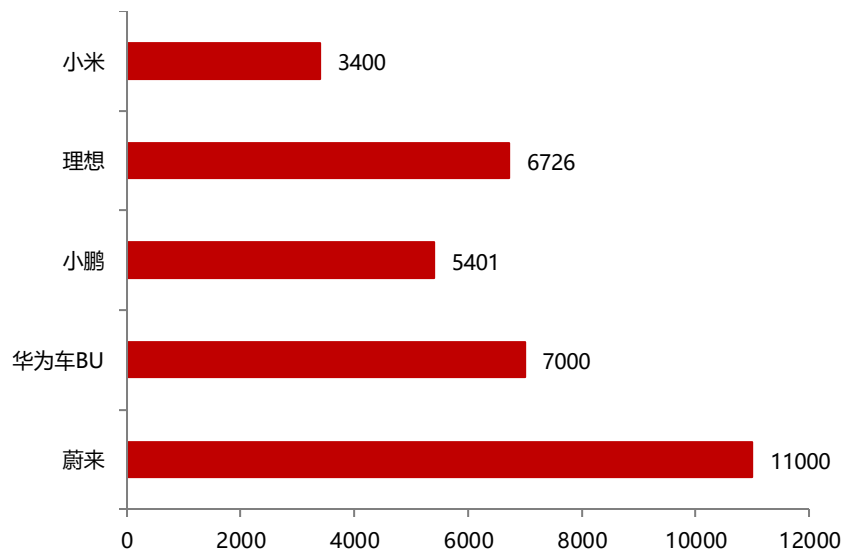
图：小米汽车研发人员规模变化情况/人



图：小米智能电动汽车等创新业务费用与新势力车企研发费用对比情况/亿元

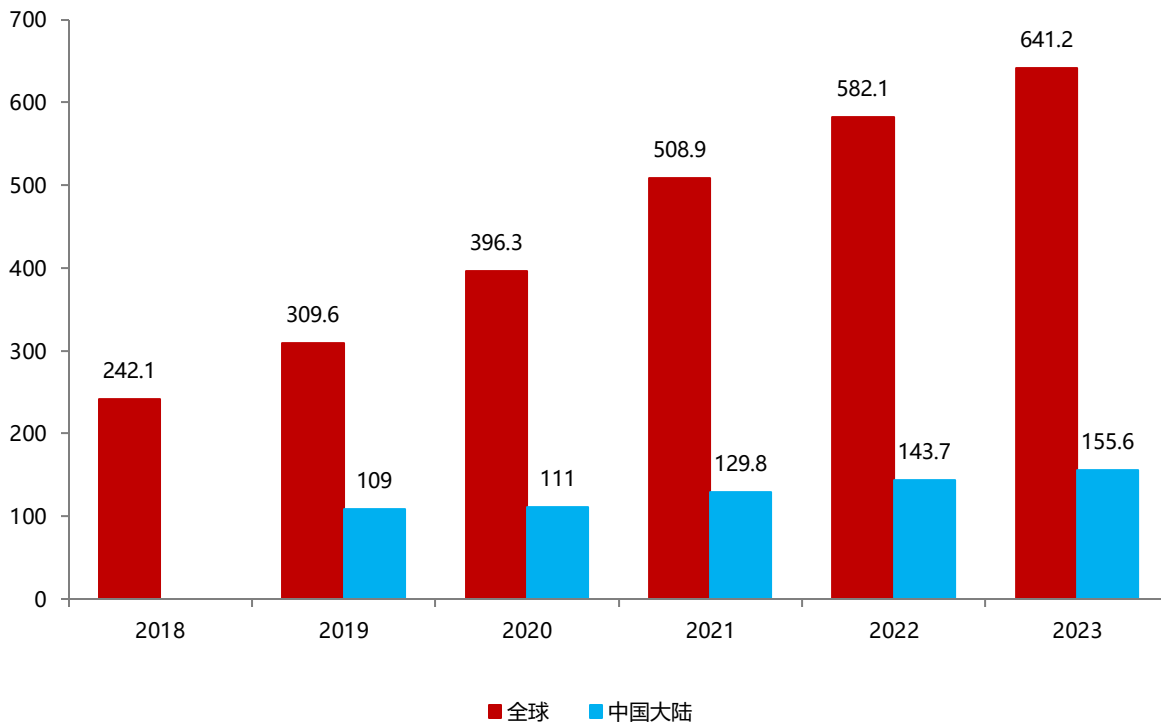


图：截至2023年底小米汽车团队与新势力车企研发人员规模对比情况/人



◆ **品牌认知度高，粉丝群体庞大。**小米创立之初通过社群营销等营销方式培养了一批粉丝群体，截至2023Q4全球MIUI月活用户达6.41亿，同时小米手机高端化能力也在稳步迭代中，2023年小米高端智能手机（3000元以上机型）出货量在小米集团整体智能手机出货量中占比超过20%，消费者购买力已形成一定规模。12月28日小米技术发布会当天微博热搜前十中与小米相关的话题有6个，受众群体庞大。

图：全球和中国大陆MIUI月活用户数/百万



图：12/28小米技术发布会微博热搜情况



◆小米汽车高管团队目前以小米系员工为主，传统车企人才为辅。2021年9月雷军公布小米汽车初创17人团队，除前宝马i品牌外观设计师李田原外，其他均为小米集团的高管和早期员工。后陆续引入传统车企的资深人才，包括原吉利研究院院长胡峥楠、原极狐汽车总裁于立国、前麦格纳中国区副总裁黄振宇等。

图：小米汽车初创团队



图：小米汽车团队部分人员背景梳理

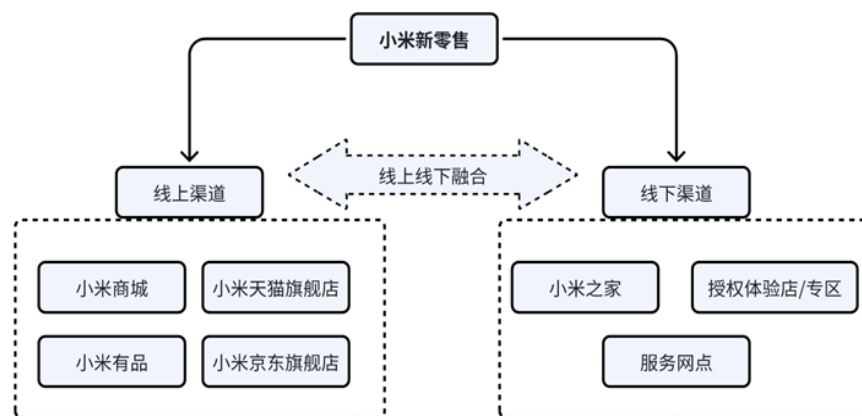
姓名	背景	履历	小米汽车相关
雷军	小米系	小米创始人，董事长兼CEO	小米汽车CEO
刘德		小米联合创始人、高级副总裁	小米汽车监事
洪峰		小米联合创始人、高级副总裁	小米汽车高级副总裁
卢伟冰		小米合伙人、高级副总裁	小米汽车高级副总裁
秦智帆		小米早期员工	小米汽车市场部副总经理
于锴		小米互联网三部总经理	小米汽车座舱部分
李肖爽		小米集团大家电部总经理	小米汽车副总裁兼市场部总经理
叶航军		技术委员会主席	造车筹备组成员，负责小米自动驾驶团队
于立国	汽车背景	前极狐汽车总裁	小米汽车副总裁兼北京总部政委
胡峥楠		前吉利研究院院长	小米汽车高级顾问
黄振宇		前麦格纳中国区副总裁	小米汽车供应链部总经理

- ◆ **小米集团新零售体系将为汽车销售服务赋能。**小米打造了线上与线下相融合的新零售模式，线上渠道主要有小米商城、小米有品（电商平台）、小米天猫旗舰店、小米京东旗舰店，线下渠道主要在城市核心商圈的小米之家（包括直营和授权）、郊区和乡镇的授权体验店/专区、服务网点（售后服务）。截至2024年4月，小米集团共有12060家线下门店，包括小米之家专卖店/授权店/专营店5993家+小米之家直营店281家+服务网点1595家+授权体验店/专区4472家，其中小米之家多数门店设立在核心商圈。
- ◆ **小米汽车渠道采用“1+N”模式。**1代表小米汽车自建自营的交付中心，功能以交付为主，覆盖“销售、售后服务”业务；N代表代理销售、用户服务触点。在主流汽车商圈，小米与百强汽车经销商集团或区域强商合作，建设汽车销服一体店，经营“代理销售+授权服务”；在核心商业广场（Mall），小米发挥既有的3C零售渠道优势，分批次在小米之家引入汽车业务。2023年12月29日，小米集团在北京总部与首批14家销服合作商签约。**截至2024年4月4日，小米汽车总共76个门店，覆盖30个城市。**

图：小米汽车首批经销商签约仪式

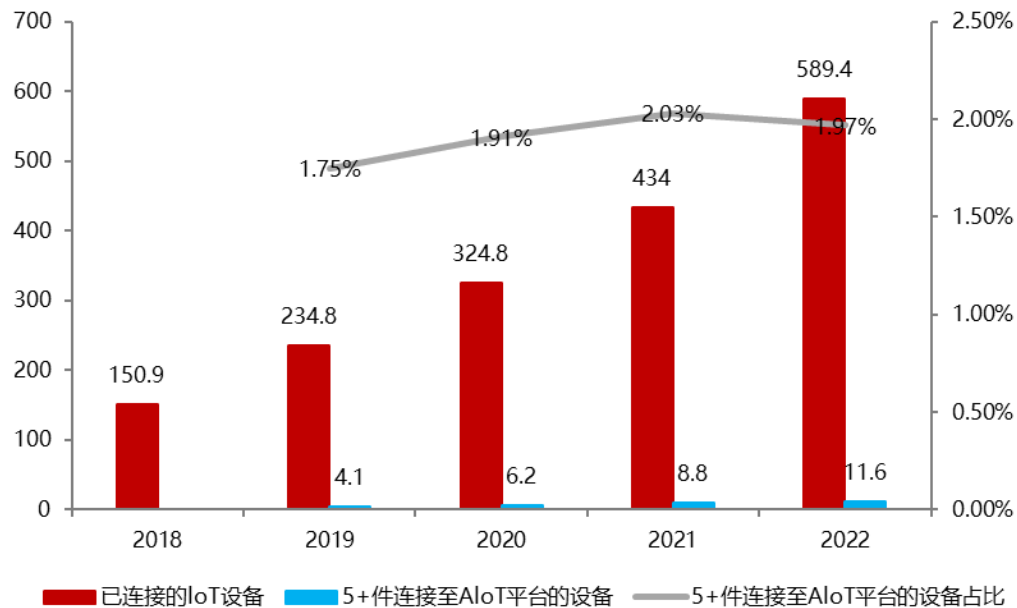


图：小米新零售



◆ **澎湃OS系统打通底层架构，为万物互联提供公有底座。** 2021年小米启动车机OS的研发。2022年小米决定统一MIUI、Vela、Mina、车机OS四个系统的软件架构。2023年10月小米官宣澎湃OS系统，该系统基于深度进化的Android以及自研的Vela系统融合，重写底层架构，可实现所有设备动态实时组网，带来全新的终端互联体验。公司战略升级为“人车家全生态”，助力智能座舱和终端生态互联。

图：IoT设备数量/百万台



图：小米澎湃OS系统



◆投资并购切入智驾领域

- 2017年顺为资本领投了智行者科技和Momenta两家自动驾驶公司A轮融资
- 2021年6月小米长江产业基金领投了ADAS供应商纵目科技D轮融资
- 2021年8月小米长江产业基金领投上海几何伙伴Pre-A2轮融资，该公司主要为车企提供L2-L4级自动驾驶“融合感知+智能决策”软硬件集成系统
- 2021年8月小米以5亿元全资收购了智驾公司Deep Motion（深动科技），该公司主要提供以高精地图为核心的感知、定位、决策自动驾驶解决方案，此次收购奠定了小米智驾团队的基础

◆组建自研团队，抓住自动驾驶关键点

- 2022年8月雷军在秋季新品发布会上公布小米已组建超500人规模的自动驾驶研发团队，由50位顶级专家组成骨干团队，博硕占比超过70%；2024年3月26日研发团队已超过1000人，预计年底突破1500人。首期投入33亿元研发费用，目标是2024年进入行业第一阵营。从功能落地节奏上来看，小米城市NOA将于4月开启用户测试，5月开通10城，8月全国开通。

图：小米智驾目标



◆小米坚实的底层核心研发技术为小米SU7提供坚实品质保障。

电驱

小米与业内顶级电机公司合作做出两款超级电机V6和V6s，转速达21000转，将搭载于小米SU7首批车型上。同时小米首款完全自研自产的V8s达到了27200转，为行业顶尖水平，提升车型动力性能。

电池

小米自研全新超级800V碳化硅高压平台，联合宁德时代共同研发小米800V高压电池包，采用自研CTB一体化电池技术，有效降低汽车的竖向高度。此外小米搭载先进的热管理系统，采用双模热泵和三热源逐级加热技术，解决低温续航痛点。

大压铸

全栈自研9100t大压铸集群，完成大压铸全套流程及标准以及兼顾强度、韧性和稳定性的小米泰坦合金自研。

智能座舱

小米澎湃OS提供完备流畅的生态体验，“人车家全生态”实现闭环

智能驾驶

智驾层面小米采用BEV+Transformer+占用网络的底层算法，并将大模型技术全面融入，目标为2024年进入行业第一梯队，覆盖全国主要城市。第一期总投资47亿，团队规模超过1000人，投入测试车辆超过200台。

◆小米SU7切入竞争激烈的20-30万元轿车市场，定位“C级高性能生态科技轿车”，于2023年12月28日正式亮相，于2024年3月正式上市，核心优势在于动力性能&座舱生态布局。1) 动力性能方面，SU7搭载V6/V6s超级电机，MAX版总功率达495kW，零百加速2.78秒；2) 智能座舱方面，SU7匹配骁龙8295座舱芯片以及小米澎湃OS操作系统，实现流畅的人车交互体验，构建人车家全生态闭环；3) 安全方面，配备铠甲笼式钢铝混合车身及CTB一体化电池技术。

图：小米SU7



图：小米SU7竞品分析

车型	小米SU7			小鹏P7i		极氪007		特斯拉Model 3	
	标准版	Pro版	MAX版	Pro版	Max版	后驱版	四驱版		
基本参数	参考价(万元)	21.59	24.59	29.99	22.39/24.99	23.99/26.99/28.99/33.99	20.99/22.99/23.99/25.99	22.99/25.99/28.99/29.99	24.59/28.59
	长*宽*高(mm)	4997*1963*1455			4888*1896*1450		4865*1900*1450		4720*1848*1442
	轴距(mm)	3000			2998		2928		2875
	CLTC纯电续航里程(km)	700	830	800	550/702	550/610/702	688/870	616/660/770	606/713
	高压快充	——	——	800V	——	——	800V	800V	——
	官方0-100km/h加速(s)	5.28	5.7	2.78	6.4	3.9/6.4	5.4/5.6	2.84/3.6/3.8	4.4/6.1
智能驾驶操控/硬件	辅助驾驶芯片	Orin-N	双Orin-X	双Orin-X	英伟达Orin-X	双英伟达Orin-X	英伟达Orin-X/双Orin-X		特斯拉FSD
	芯片总算力/TOPS	84	508	508	254 TOPS	508 TOPS	254 TOPS/508 TOPS		144 TOPS
	摄像头数量	11			12		12		8
	超声波雷达数量	12			12		12		——
	毫米波雷达数量	3			5		5		——
	激光雷达数量	0	1	1	0	2	1		——
辅助驾驶路段	高速选配	高速/城市选配	高速/城市选配	高速标配	高速标配/城市标配		高速标配/城市选配		高速/城市选配

- **东吴汽车团队重点覆盖标的的中弹性排序：**1) 智能化零部件【德赛西威】【经纬恒润】【华阳集团】弹性较大；2) 内外饰+底盘件【拓普集团】【新泉股份】弹性较大

表：小米汽车产业链受益标的测算

公司	市值/亿元	营收/亿元			归母净利润/亿元			PE		产品
		23E	24E	25E	23E	24E	25E	24E	25E	
德赛西威	713.5	219.1	285.1	369.4	15.5	22.9	30.8	31	23	高阶域控/座舱域控
经纬恒润	77.8	44.0	55.0	71.5	0.7	1.5	3.4	52	23	TBOX/区域控制器
拓普集团	693.2	199.3	281.8	386.0	21.7	30.0	40.5	23	17	底盘、空悬、减震
华阳集团	146.8	71.4	90.3	112.3	4.6	6.5	8.9	23	16	汽车电子产品
新泉股份	200.7	105.7	137.9	180.3	8.1	11.2	14.8	18	14	门板
常熟汽饰	57.4	45.6	56.0	68.4	6.2	7.9	10.0	7	6	立柱板
银轮股份	145.6	109.0	136.0	165.3	6.1	8.5	11.1	17	13	前端模块+水冷板
保隆科技	93.9	63.5	78.1	95.0	3.9	5.7	7.3	16	13	储气罐+TPMS
华域汽车	547.9	1,685.9	1805.1	1957.9	72.1	86.4	94.3	6	6	内外饰零部件、座椅、车灯

注：数据截至2024年4月10日；德赛西威/华阳集团/新泉股份/华域汽车已发布2023年报，表中所示2023年数据为真实财务数据；其余数据均为东吴证券研究所预测数据

- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园