

2024 年 08 月 19 日
小米集团-W(01810.HK)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

电讯设备(HS)

人车家生态进入增长周期，占据产业链核心生态位

目“铁人三项”商业模式稳定，成就全球化科技公司。小米主要商业模式为硬件获客，新零售抓手市场及互联网变现。低盈利性智能手机、智能汽车、IoT 与生活消费品作为吸引用户的触达手段，以极简性价比的爆款产品为零售渠道带来更多客流量，随后通过互联网广告及应用商店加强变现，三者结合奠定了小米的盈利闭环。得益于成功的商业模式，2023 年小米在全球智能手机市场份额排名前三，海外收入占比达到 44.9%，已经成长为全球化国际公司。

目人车家三大终端进入增长周期，生态协同强化变现效率。公司三大硬件终端出货量快速增长：1) **智能手机**：在新换机周期临近叠加 AI 手机催化的背景下，得益于高端化、全球化的推进，手机出货量重回快速增长阶段，公司 2024Q1 在全球范围内智能手机出货量同增 33.44%；在中东、非洲、东南亚智能手机市场份额分别同比提升 7.1%、4.5%和 4.4%；2) **智能汽车**：公司首款车型 Su7 上市市场反馈积极，4 月首月锁单量达 8.81 万辆。随交付能力提升，小米汽车已经连续 2 个月单月交付量破万，预计 11 月能提前完成全年 10 万辆交付目标；3) **IoT 与生活消费品**：继智能电视之后，智能家电品类正在逐步获得市场认可，2023 年公司空调、冰箱、洗衣机等智能大家电出货量分别同增 49%、105%、24%，截至 2024Q1，小米 AIoT 平台已连接的设备(不包括智能手机及笔记本电脑)约 7.86 亿台。建立在大量硬件终端规模之上，公司推动澎湃 OS 升级及 AI 能力提升，以推动用户体验升级，从而增强互联网服务的商业化变现效率。

目技术-渠道-品牌三重助力，成功卡位硬件智能制造及销售的关键生态位。我们认为公司能在智能手机、IoT 及智能汽车等系列硬件中持续取得成功，其关键在于：1) **技术力**：自研与投资生态链并举，使公司在零部件供应体系及 AI 大模型能力上均具备强控制力，能够持续产出具有优质产品；2) **营销力**：创始人雷军已经作为公司 IP 资产自带流量，叠加因“感动人心、价格厚道”产品理念下驱动的米粉文化，对于小米而言，天然具备用户信任，能够降低营销难度与成本；3) **强渠道**：小米已经形成高效的全渠道新零售体系，采用“线上+线下+运营商合作”的销售方式全面触达消费者，截止 2024Q1 公司智能手机在中国大陆线下市占率提升至 9%。得益于三重合力，我们认为公司有望在硬件生态上持续复制前述产品的成功，能够成功卡位硬件智能制造及销售的关键生态位。

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价 20.57 港元
股价 (2024-08-16) 17.32 港元

交易数据

总市值(百万港元)	431,638.74
流通市值(百万港元)	353,390.13
总股本(百万股)	24,921.41
流通股本(百万股)	20,403.59
12 个月价格区间	11.32/19.98 港元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.4	-4.5	59.4
绝对收益	6.0	-12.6	47.0

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

王利慧 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120002

wanglh3@essence.com.cn

相关报告

投资建议：得益于智能手机进入新换机周期及 Su7 汽车积极的市场反馈，我们预计公司 2024-2026 年实现收入为 3296.57 亿、3753.11 亿、4242.40 亿，实现归母净利润为 140.85 亿、171.21 亿、190.24 亿。由于智能汽车仍处在投入及商业化早期，与原有业务所处阶段存在差异，因此我们采用分部估值法进行估值，综合考虑给予公司 2024 年估值为 5125.18 亿港元，对应 6 个月目标价为 20.57 港元（1 元=1.09 港币），首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧、智能汽车交付量不及预期、原材料等成本端上涨、投资形成大额亏损风险、计算及假设不及预期

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,800.4	2,709.7	3,296.6	3,753.1	4,242.4
净利润	24.7	174.8	140.8	171.2	190.2
每股收益(元)	0.10	0.70	0.56	0.68	0.76
每股净资产(元)	5.74	6.55	7.03	7.76	8.50

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	170.6	24.1	30.0	24.6	22.2
市净率(倍)	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
净利润率	0.9%	6.4%	4.3%	4.6%	4.5%
净资产收益率	1.7%	10.7%	8.0%	8.8%	8.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.4%	83.8%	136.6%	61.0%	6,299.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

内容目录

1. 小米集团：指向人车家全生态，有望迎来新一轮增长周期.....	5
1.1. 历史沿革：围绕“铁人三项”构筑壁垒，打造人车家全生态.....	5
1.2. 股权结构：同股不同权架构，核心管理层稳定有力.....	6
1.3. 财务状况：业务结构多元化，盈利能力改善.....	7
2. 人车家战略：硬件终端持续延伸，生态协同强化变现效率.....	9
2.1. 人车家终端：低成本获客，持续验证“感动人心、价格公道”的产品策略.....	9
2.1.1. 智能手机：全球 Top3 厂商，向高端化、全球化进阶.....	9
2.1.2. 智能汽车：Su7 交付有望突破 10 万，汽车或将成为第二大硬件支柱.....	11
2.1.3. IoT 智能硬件与生活消费品：丰富小米生态链版图.....	13
2.2. 人车家生态：HyperOS 与 AI 深度融合赋能，强化互联网变现效率.....	14
3. 技术-渠道-品牌三重合力，成就小米智能制造核心地位.....	16
3.1. 技术力：自研与生态链投资并举，兼具软硬件实力.....	16
3.2. 营销力：创始人自带流量价值，米粉文化转为生态粘性.....	17
3.3. 强渠道：“线上+线下+运营商合作”三位一体，全面触达终端用户.....	18
4. 投资建议.....	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 估值.....	21
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1. 小米商业模式：铁人三项.....	5
图 2. 小米集团历史沿革.....	5
图 3. 2023 年底公司股权结构.....	6
图 4. 2015-2023 年营业收入及同比增速.....	7
图 5. 2018-2023 年归母净利润及同比增速.....	7
图 6. 2015-2023 年分业务收入构成.....	8
图 7. 2021-2023 年各业务线收入（单位：亿）.....	8
图 8. 2018-2023 年综合毛利率及分业务毛利率变化.....	9
图 9. 2023 年各业务毛利润占比.....	9
图 10. 2015-2023 年三项费用率变化.....	9
图 11. 2021-2022 年小米智能手机系列及覆盖产品线.....	10
图 12. 小米中国大陆手机出货量及市场份额.....	10
图 13. 小米系中国大陆市场份额 TOP4 手机厂商.....	10
图 14. 小米全球手机出货量及市场份额.....	10
图 15. 小米系全球市场份额 TOP3 手机厂商.....	10
图 16. 2024Q1 智能手机出货量排名及市场份额.....	11
图 17. 公司在中国大陆高端智能手机销量占比.....	11
图 18. 公司在中国大陆 5000-6000 元智能手机份额变化.....	11
图 19. 2018-2023 年全球智能手机出货量及同比增速.....	12
图 20. 2018-2023 年全球电动汽车销量及同比增速.....	12
图 21. su7 交付周期达 25 周以上.....	13
图 22. Su7 连续两个月交付量破万.....	13
图 23. 小米 AIoT 已连接设备.....	13
图 24. 小米 IoT 平台接入示意图.....	14

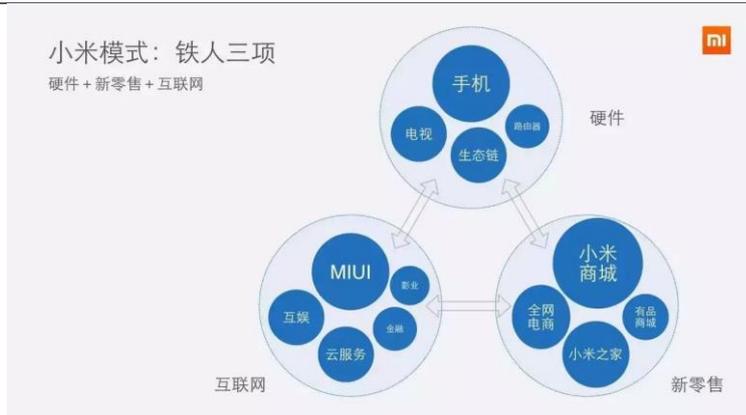
图 25. 小米互联网服务业务构成（单位：十亿）	15
图 26. 2020-2024Q1 MIUI 月活跃用户	15
图 27. 小米自研 HyperOS 实现跨终端协同	16
图 28. AI 赋能人车家生态提供更好体验	16
图 29. 小米自研超级电机进展	16
图 30. 小米智驾模型	16
图 31. 截止 2024 年 7 月小米投资并购公司数量	17
图 32. 截止 2024 年 7 月小米对外投资行业分布	17
图 33. 2011-2024 年小米在汽车细分领域投资占比	17
图 34. 小米粉丝文化形成过程	18
图 35. 小米智能手机线下市占率	19
表 1: 管理层介绍	7
表 2: 小米 Su7 核心参数	12
表 3: 小米 IoT 产品经营表现	14
表 4: 2024-2026 年各业务收入及毛利预测	20
表 5: 三项费用率变化	21
表 6: 智能手机行业可比公司估值	22
表 7: 智能汽车行业可比公司估值	22

1. 小米集团：指向人车家全生态，有望迎来新一轮增长周期

1.1. 历史沿革：围绕“铁人三项”构筑壁垒，打造人车家全生态

小米成立于 2010 年 4 月，是一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司，其主要商业模式为硬件获客，新零售抓手市场及互联网变现。智能手机和 IoT 产品作为吸引用户的最直接平台，其创新的设计以及高质量的品质使得小米在获取用户的同时获得互联网变现利润，硬件销售中的爆款产品也为零售渠道带来了更多客流量。小米的全零售渠道包括线上的小米商城、米家有品和线下的小米之家，能够深入城市低线市场，扩大销售范围，加大产品经销力度，随后通过提供互联网服务的广告平台和应用程序实现变现，三者结合的网络效应增强了小米用户的体验度、参与感及留存率。

图1. 小米商业模式：铁人三项



资料来源：小米公告、国投证券研究中心

我们认为公司的发展史是在持续夯实“铁人三项”的壁垒，通过不断拓展硬件产品体系，完善零售渠道，强化用户体验推动生态建设，帮助公司增强竞争力：

2011 年 8 月，小米第一款手机发布，打破定制机市场格局。2013 年 7 月末，小米正式带来首款红米手机，售价仅 799 元。在国内的千元机市场几乎全部被老牌国产厂商所囊括时，红米手机的出现给了定制机市场重重一击，凭借着低廉的价格和极高的性价比，在红米手机出现 2 年之后，“运营商定制”时代成为历史。2016 年 7 月，红米手机宣布总体出货量超过 1.1 亿台，平均每秒卖出 1.21 台，成为国内手机市场的一大创举。2018 年，小米赴港上市，成为港交所首个同股不同权的上市公司。

图2. 小米集团历史沿革



资料来源：公司官网、国投证券研究中心

互联网到新零售的成功转型。小米手机一代发布时，雷军就提出了硬件+软件+互联网服务的“铁人三项”商业模式，2017 年，雷军在对小米的商业模式进行了更新，用“新零售”替代“软件”，

2017年5月末，第100家小米之家正式开始运营；根据36Kr报道，截止2023年2月，小米之家总共有10600家；根据小米在2021年Redmi新品发布会上宣布，小米之家县城覆盖率已超80%，已覆盖2200个县城。小米以线上+线下的商业模式，短时间内产生了极大的粘合效应。

IoT平台高速发展，打造生态链。根据公司公告及投资者公开电话会议，2017年11月，小米成为全球最大智能硬件AIoT平台，截至2024Q1，平台已连接IoT设备超7.86亿台（不含智能手机及笔记本电脑），主要包括智能手环、智能电视、智能门锁、AI音箱、扫地机器人等各类型智能设备。其明星产品小爱同学凭借出色的性价比以及优秀的设计使得小米的生态链产品备受好评。

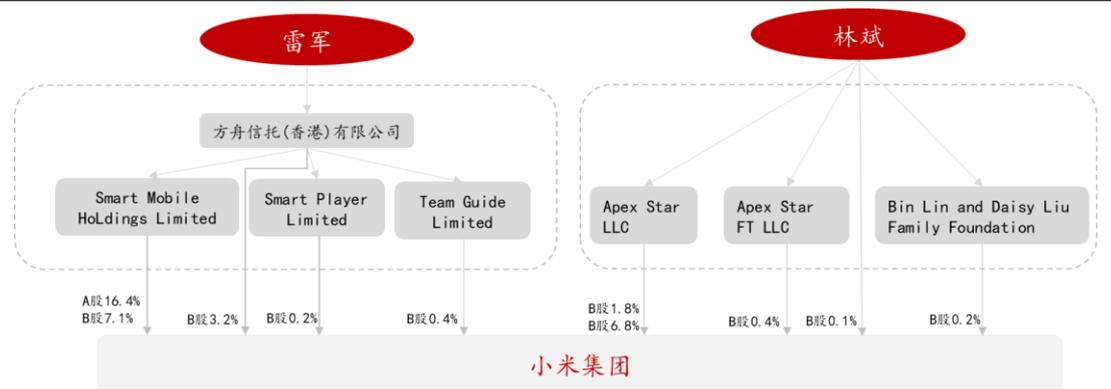
硬件终端向电动车延伸，Su7年内交付订单有望破10万辆。公司2021年宣布计划在未来10年累计投资100亿美元进入汽车领域，2024年3月28日正式推出首款电动车Su7，售价21.59万元起。根据公司公告，截至2024年4月30日，公司已收到8.81万份Su7确认订单。截止2024年7月，公司已经连续2个月单月交付量超1万台，预计11月提前完成全年10万辆交付目标。

面向新十年大规模投入核心技术，打造人车家全生态。2023年8月，公司明确新十年（2020-2030年）的目标：大规模投入底层核心技术，致力于成为新一代全球硬核科技引领者。2023年10月，小米集团战略升级为“人车家全生态”，通过小米澎湃OS操作系统，全面打通人、车、家三大场景，实现硬件设备的无缝连接、实时协同。同时，带动产业链合作伙伴，共创以人为中心、主动服务于人的超级智能生态。

1.2. 股权结构：同股不同权架构，核心管理层稳定有力

采用同股不同权架构，雷军投票权占比达66.3%。截止2023年底，创始人雷军通过方舟信托及相关持股平台合计持有27.3%股份，联合创始人林斌通过直接持股及间接持股合计持有9.3%股份，两位创始人共持股36.68%。由于公司同股不同权的设置，每份A类股份享有10票投票权，每份B类股份享有1票投票权，因此雷军投票权占比达66.3%，联合创始人林斌投票权占比为9.71%，雷军对公司的管理具有绝对控制权。

图3. 2023年底公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind、国投证券研究中心

稳定而强有力的管理团队，保证公司战略高效落地。公司核心管理团队成员大多于小米集团创始早期（2010-2013年）加入，现已成长为各业务条线核心负责人，经营团队整体较为稳定，保证了公司战略的一以贯之。从高管履历来，均具有良好的学术背景，且同时在相关领域具备丰富的项目经验，多为行业内老兵，具备足够能力能带领业务高效落地。

表1：管理层介绍

姓名	年龄	加入小米时间	职位及背景
雷军	54岁	2010年	小米集团执行董事、创始人、董事长及首席执行官、智能电动车业务首席执行官、薪酬委员会成员。武汉大学计算机科学学士。全面负责集团策略、公司文化及关键产品，监管高级管理团队。金山软件高级职位，北京金山办公软件和金山云控股有限公司董事，卓越网创办人。
林斌	56岁	2010年	小米集团执行董事、联合创始人、副董事长、提名委员会成员。中山大学无线电电子工程学士、Drexel University 理学硕士。共同创办小米，曾任总裁，负责招聘、人事、行政、法务、财务等运营工作。
卢伟冰	48岁	2019年	小米集团合伙人、集团总裁、国际业务部总裁。清华大学化学学士、长江商学院高级工商管理硕士。负责手机部、生态链部、大家电部、中国区及印度区。曾担任深圳市诚壹科技有限公司 CEO 等职位。
曾学忠	50岁	2020年	小米集团高级副总裁、手机部总裁。清华大学物理学士、高级工商管理硕士。负责手机产品研发和生产。曾任中兴通讯高级副总裁、紫光集团全球执行副总裁等。
颜克胜	53岁	2010年	小米集团副总裁、智能制造部总经理。合肥工业大学农业机械设计与制造学士。负责智能制造系统级解决方案，曾任手机硬件研发部，组建核心器件部等。
林世伟	50岁	2020年	小米集团副总裁、首席财务官、天星数科董事长。牛津大学工程学硕士。曾在瑞信香港和摩根士丹利工作，负责执行金山云、小鹏汽车等 IPO 项目。
朱丹	46岁	2010年	小米集团副总裁、手机部研发副总裁。北京理工大学自动控制系硕士。负责过手机基带部、产品部、相机部等工作，领导相机部取得 DXO 第一名。
屈恒	42岁	2010年	小米集团副总裁、技术委员会主席、信息安全与隐私委员会主席。北京航空航天大学计算机科学与工程专业学士、哈尔滨工业大学计算机科学与工程硕士。小米初创团队成员，负责 MIUI 及米聊开发。
马骥	45岁	2013年	小米集团副总裁、中国区新零售部总经理。浙江大学计算机科学与工程硕士。负责 MIUI 安全中心、产品、国际互联网业务等，开拓国际化进程。
许斐	42岁	2010年	小米集团副总裁、CMO、战略市场部总经理、中国区市场部总经理。清华大学自动化学士、计算机科学与技术工学硕士。早期团队成员，负责 MIUI 产品团队。
张剑慧	45岁	2011年	小米集团副总裁、采购委员会主席、资产与工程管理部总经理。河南农业大学毕业、中欧国际工商学院工商管理硕士。搭建售后服务及新零售体系，曾任 CEO 特别助理。

资料来源：公司官网、国投证券研究中心

1.3. 财务状况：业务结构多元化，盈利能力改善

受智能手机市场影响，前期收入端承压。得益于全球智能手机出货量增加，公司收入从 2018 年的 1749.2 亿增长至 2021 年 3283.1 亿，期间 CAGR 为 23.35%。但随着全球智能手机换机周期拉长影响出货量，公司收入规模有所下滑，2022-2023 年收入分别为 2800.4 亿、2709.7 亿，同比下滑 14.7%、3.2%。从利润端来看，2021-2023 年归母净利润依次为 193.4 亿、24.7 亿、174.8 亿，分别同比-5.0%、-87.2%、606.3%。2022 年受到投资收益拖累，利润呈现较大波动，2023 年有所恢复。

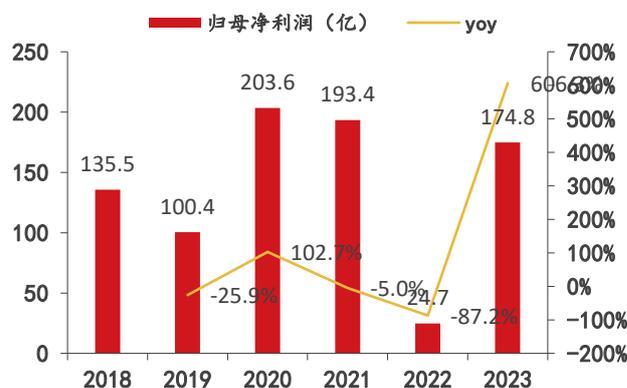
2024Q1 经营改善，重回增长态势。2024Q1 公司实现收入 755.07 亿，同增 26.95%；实现归母净利润为 41.82 亿，同减 0.52%；经调整净利润为 65 亿，同增 100.8%，达到历史新高。

图4. 2015-2023 年营业收入及同比增速



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图5. 2018-2023 年归母净利润及同比增速



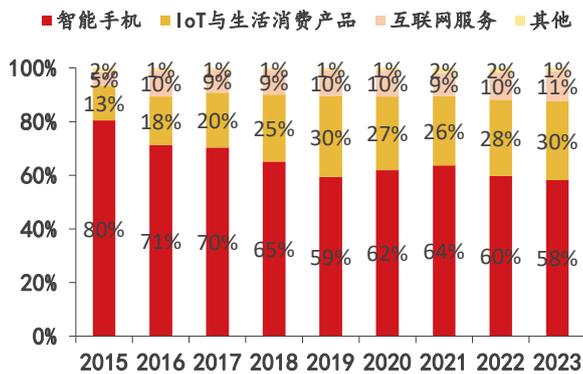
资料来源：Wind、国投证券研究中心

业务结构呈现多元化。2023 年智能手机、IoT 与生活消费产、互联网服务收入占比分别为 58%、30%、11%，智能手机仍为公司第一大收入来源。但从趋势观察，随 AIoT 产品矩阵及生态持续完善，公司对智能手机依赖度正在逐步降低，智能手机收入占比在 2015-2023 年间下降 22pct，IoT 与生活消费品收入贡献在 2015-2023 年期间提升 17pct，整体业务结构呈现多元化分布。

智能手机业务止跌，连续 2 个季度高增。受全球手机出货量下滑影响，2021-2023 年智能手机收入分别为 2088.7 亿、1672.2 亿、1574.6 亿，显著下滑，同时对公司整体收入形成一定拖累。但近期受到全球化进程推进及高端手机 Xiaomi14 等产品的发布，智能手机业务已经连续 2 个季度快速增长，2023Q4、2024Q1 智能手机业务收入分别为 442.32 亿、464.79 亿，分别同增 20.62%、32.86%。

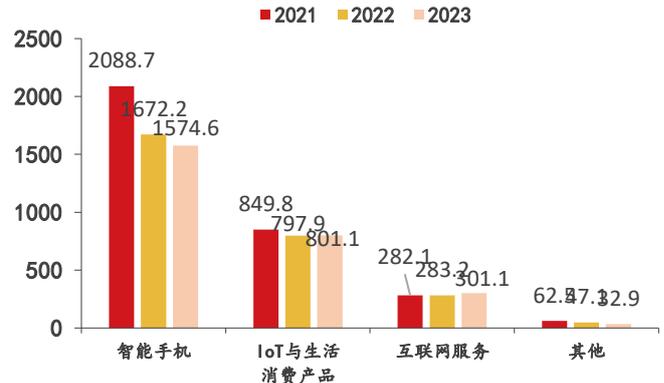
2024Q1 IoT 与生活消费产品、互联网服务增长加速。IoT 与生活消费产品 2021-2023 年收入分别为 849.8 亿、797.9 亿、801.1 亿，小幅微增；互联网服务 2021-2023 年收入分别为 282.1 亿、283.2 亿、301.1 亿，2023 年收入同增 6.31%，主要受益于广告及游戏业务增长。从季度来看，2024Q1 IoT 与生活消费产品、互联网服务收入分别为 203.74 亿、80.48 亿，分别同增 21.03%、14.52%，增长趋势加速。

图6. 2015-2023 年分业务收入构成



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图7. 2021-2023 年各业务线收入（单位：亿）

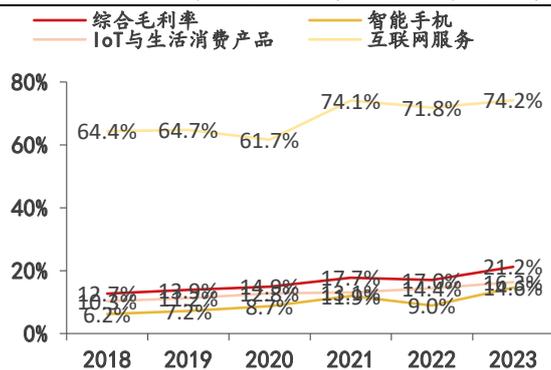


资料来源：wind、国投证券研究中心

综合毛利率稳中有升，各业务线盈利能力改善。2021-2023 年公司综合毛利率依次为 17.7%、17.0%、21.2%，毛利率逐步提升，推动盈利能力改善。分业务来看，2023 年智能手机毛利率为 14.6%，同增 5.6pct，主要系零部件成本下降及海外市场存货减值拨备减少；IoT 与消费生活产品毛利率为 16.3%，同增 1.9pct，主要系平板、智能大家电等高毛利率产品销量提升；互联网服务毛利率为 74.2%，同增 2.4pct，主要系广告业务收入占比提升。

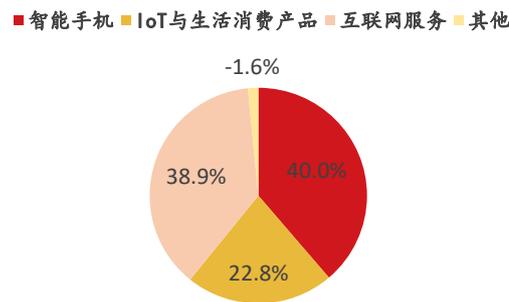
互联网服务是主要的变现来源。在“铁人三项”的商业模式下，公司主要以低毛利率的硬件产品体系作为获客手段，最终实现在互联网服务层面的高效变现，而互联网业务具有高毛利率的特点。得益于此，从毛利角度来看，互联网服务毛利占比达到 38.9%，几乎与智能手机业务 40%的毛利占比接近，也是公司重要的利润来源。

图8. 2018-2023 年综合毛利率及分业务毛利率变化



资料来源: Wind、国投证券研究中心

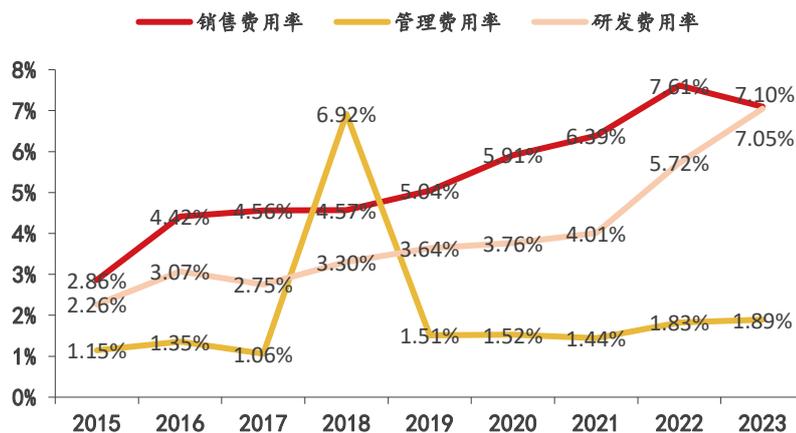
图9. 2023 年各业务毛利润占比



资料来源: Wind、国投证券研究中心

汽车业务对费用端影响先行，研发支出增长尤为显著。2023 年公司销售费用率为 7.1%、管理费用率为 1.89%、研发费用率为 7.05%，分别变动-0.51pct、+0.06pct、+1.33pct，其中销售费用减少主要由物流及推广开支减少所致，管理费用率微增及研发费用率增长均与智能电动汽车业务及其他创新业务增加开支有关。根据公司 2023 年 8 月提出的新战略目标——大规模投入底层核心技术，致力于成为新一代全球硬核科技引领者，我们预计公司将在未来一段时间仍保持较高的研发投入。

图10. 2015-2023 年三项费用率变化



资料来源: wind、国投证券研究中心

2. 人车家战略：硬件终端持续延伸，生态协同强化变现效率

2.1. 人车家终端：低成本获客，持续验证“感动人心、价格公道”的产品策略

2.1.1. 智能手机：全球 Top3 厂商，向高端化、全球化进阶

小米硬件产品承诺恪守两大原则，一是极致性价比，硬件利润不超过 5%，二是卓越的用户体验，以创新和高质量的精心设计，让所有用户都能以低成本享受科技的乐趣。从小米智能手机核心机型来看，其成功践行了将手机利润率控制在 5% 以内的承诺，同时通过外包生产、提高效率等一系列措施将成本压缩到极致，在性价比做到极致的情况下，小米手机的操作性能、设计外观、CPU 性能、相机像素等客户满意度均列行业前列。

拥有“小米、红米”双品牌，提供丰富价位可选机型。公司坚持小米、红米双品牌系列，针对不同的消费者画像推出多种型号，目前包括高端手机小米 MIX 系列（大折叠屏 MIX Fold 系列、小折叠屏 MIX Flip 系列）、数字旗舰小米 14 系列、潮流系列 Xiaomi Civi、RedMi K 系列、RedMi turbo 系列、RedMi Note 系列、RedMi 数字系列。小米手机型号丰富，能够满足不同消费能力层级的用户需求，在利润率压缩到最低的同时，确保用户体验。

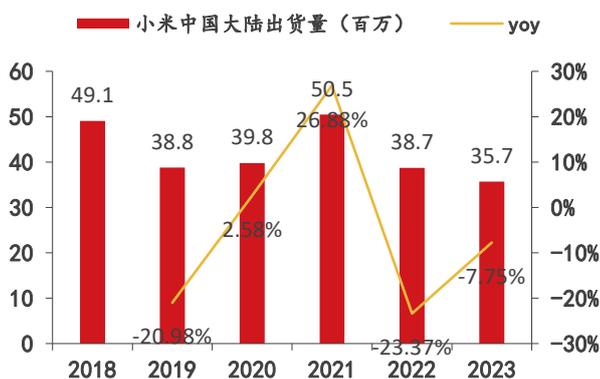
图11. 2021-2022 年小米智能手机系列及覆盖产品线



资料来源：小米业绩简报、国投证券研究中心

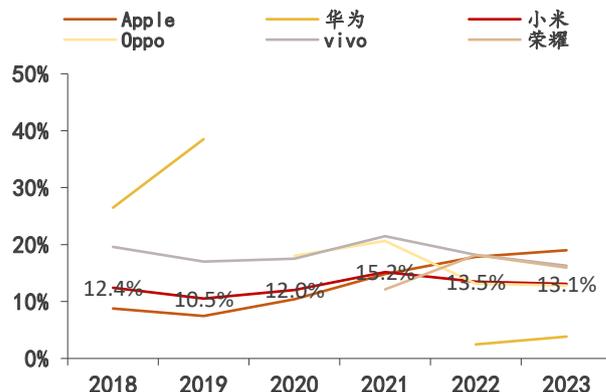
背靠中国大陆市场，2023 年中国大陆市场市占率达 13.1%。得益于快速迭代能力及极致的产品体验，小米抓住 5G、折叠屏等不同阶段的产品卖点，2021-2023 年小米在中国大陆出货量分别为 5050 万、3870 万、3570 万台，对应市场份额分别为 15.2%、13.5%、13.1%，在中国大陆市场的份额始终处于 TOP4 中。

图12. 小米中国大陆手机出货量及市场份额



资料来源：Canalys、国投证券研究中心

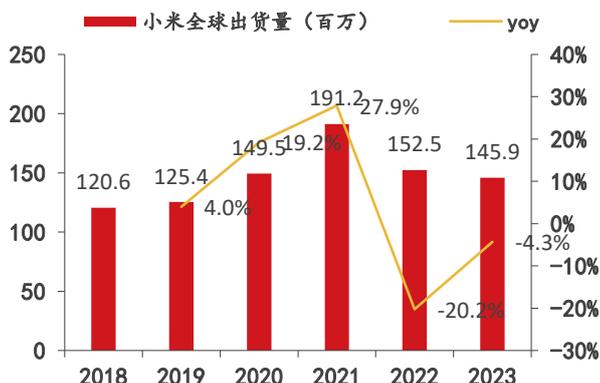
图13. 小米系中国大陆市场份额 TOP4 手机厂商



资料来源：Canalys、国投证券研究中心

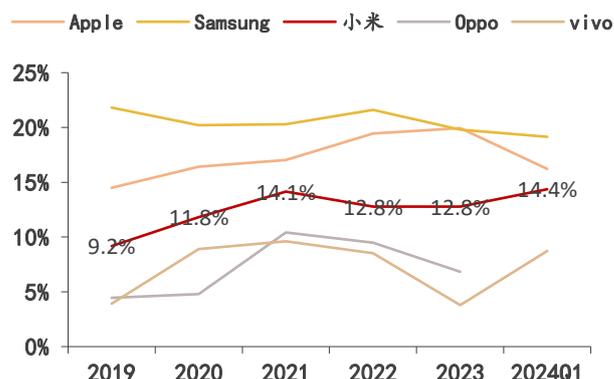
征服国际市场，成长为全球 TOP3 智能手机厂商。小米在国内市场取得显著成绩后，2014 年开启国际化征程，首站选择印度市场为主的东南亚市场；2017 年 11 月进军西班牙，正式发力欧洲市场。截止目前，小米智能手机业务在欧洲、拉美、中东、非洲、东南亚等市场均有覆盖，2023 年小米智能手机全球出货量达到 1.46 亿台，其中海外市场出货量占比 75.5%，公司在全球智能手机市场份额达到 14.4%，排名前三。

图14. 小米全球手机出货量及市场份额



资料来源：Canalys、国投证券研究中心

图15. 小米系全球市场份额 TOP3 手机厂商

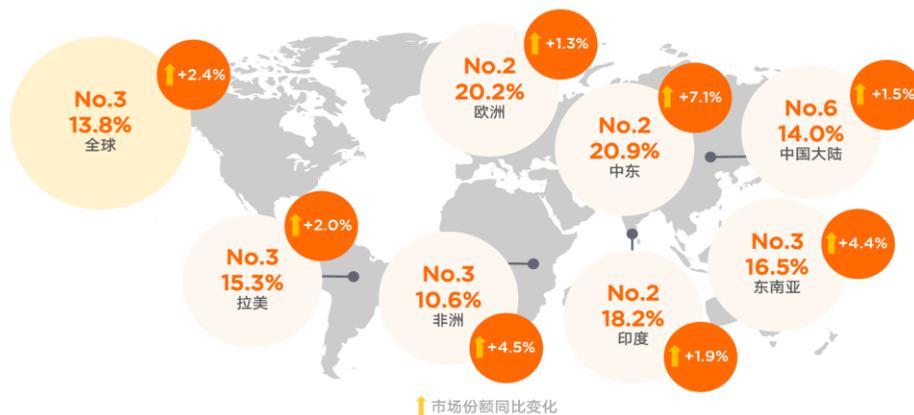


资料来源：Canalys、国投证券研究中心

根据 Canalsys 数据，2023 年小米在全球 51 个国家和地区的智能手机出货量排名前三，在 65 个国家和地区的智能手机出货量排名前五。2024Q1 公司在中东、非洲、东南亚均实现智能手机市场份额显著增长，市占率分别同比提升 7.1%、4.5%和 4.4%。

图16. 2024Q1 智能手机出货量排名及市场份额

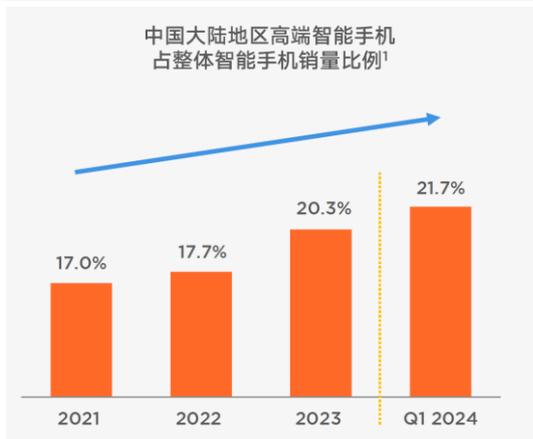
2024年第一季度智能手机出货量排名及市场份额



资料来源：小米业绩简报、国投证券研究中心

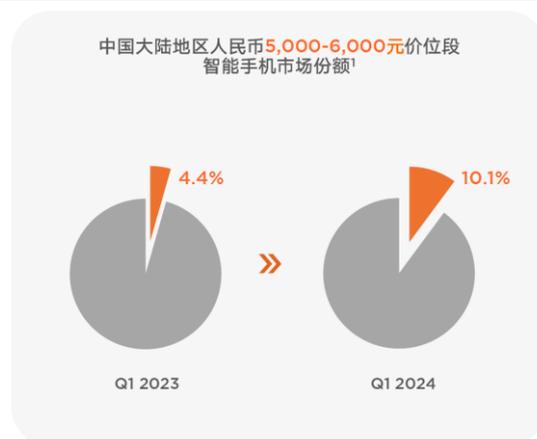
进阶高端市场，中国大陆市场已成效显著。在全球手机出货量下行的背景下，公司积极推动高端化路线，重点发力旗舰机型如 Xiaomi 数字旗舰系列以及 XiaoMi Mix 系列折叠屏等，提高在高端手机的市场份额，如 Xiaomi 14 推出后，带动中国大陆手机的 ASP 同比提升超过 19%。根据公司 2024Q1 业绩简报，2024Q1 中国大陆高端智能手机占整体智能手机销量比例为 21.7%，相较于 2021 年已经提升 4.7pct；2024Q1 公司在 5000-6000 元价位段智能手机市场份额提升至 10.1%，同比提升 5.7pct。

图17. 公司在中国大陆高端智能手机销量占比



资料来源：小米 2024Q1 业绩简报、国投证券研究中心

图18. 公司在中国大陆 5000-6000 元智能手机份额变化



资料来源：小米 2024Q1 业绩简报、国投证券研究中心

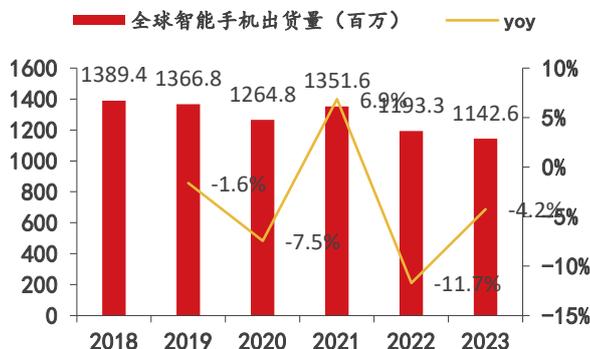
2.1.2. 智能汽车：Su7 交付有望突破 10 万，汽车或将成为第二大硬件支柱

布局智能电动汽车，打造新业务增长点。2021 年公司官宣切入智能电动汽车市场，恰巧处于全球电动汽车迈入高速增长阶段，因此综合产业周期及公司资源禀赋，我们认为电动汽车业务有望成为小米新的业绩增长点：

- 近年智能手机市场较为疲软，2023 年全球智能手机出货量为 11.43 亿，同比下降 4.2%，较 2018 年相比减少 246.8 万部。而与此同时，电动汽车行业正处于快速发展阶段，2021 年-2023 年全球电动汽车销量分别为 649.5 万、1009.1 万、1368.9 万辆，同比增长 107.85%、55.37%、35.66%。结合电动汽车、智能手机售价差异考虑，电动汽车产业有望复制移动互联网时期智能手机出货量增长所带动的市场增量机会。

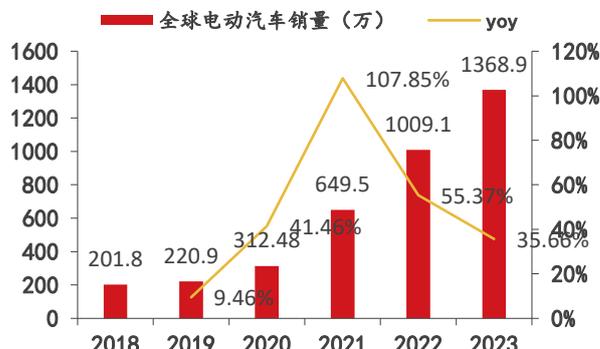
➤ 参考小米智能手机发家史，其擅长在新产品实现从 1-10 放量阶段，整合产业链推出具备极致用户体验的产品，

图19. 2018-2023 年全球智能手机出货量及同比增速



资料来源: Canalys、国投证券研究中心

图20. 2018-2023 年全球电动汽车销量及同比增速



资料来源: 盖世汽车、国投证券研究中心

首款纯电动车 Su7 上市，延续小米硬件定价逻辑，且产品性能具有市场竞争力。公司 2021 年宣布造车，历时 3 年于 2024 年 3 月 28 日发布首款智能电车小米 Su7，从售价方面，延续了小米硬件体系的产品逻辑——“感动人心、价格公道”，起售价为 21.59 万起，提供了超值的配置，包括采用宁德时代电池，能够达到 700-830Km 的续航能力，支持快充功能；配备智能座舱系统、智能驾驶功能，支持城市领航、高速领航、代客泊车等。

表2: 小米 Su7 核心参数

	Su7	Su7 Pro	Su7 Max
售价	21.59 万起	24.59 万起	29.99 万起
续航/电池	700km 73.6kwh 宁德时代磷酸铁锂电池	830km 94.3kWh 宁德时代磷酸铁锂电池	800km 101Kmh 宁德时代三元锂电池
快充功率/时间	25min	30min	19min
电机	单电机:后永磁/同步 220kW 功率 400N·m 扭矩	单电机:后永磁/同步 220kW 功率 400N·m 扭矩	双电机:前感应/异步+后永磁/同步 495kW 功率 838N·m 扭矩
零百加速	5.28s 210km/h	5.7s 210km/h	2.78s 265km/h
车身尺寸	4997 x 1963 x 1455mm 轴距 3000mm	4997 x 1963 x 1455mm 轴距 3000mm	4997 x 1963 x 1440mm 轴距 3000mm
外观/内饰	蓝/灰/蓝/白+绿/橙/灰/紫/黑(金属漆) 灰/红/黑/紫	蓝/灰/蓝/白+绿/橙/灰/紫/黑(金属漆) 灰/红/黑/紫	蓝/灰/蓝/白+绿/橙/灰/紫/黑(金属漆) 灰/红/黑/紫
悬架类型	前双叉臂+后五连杆	前双叉臂+后五连杆	前双叉臂+后五连杆
轮毂/轮胎	标配 19 英寸低风阻轮毂 前后 245/45 R19 轮胎	标配 19 英寸低风阻轮毂 前后 245/45 R19 轮胎	标配 19 英寸运动轮毂 前后 245/45 R19 轮胎
智能座舱系统	小米澎湃 OS+高通骁龙 8295	小米澎湃 OS+高通骁龙 8295	小米澎湃 OS+高通骁龙 8295
智驾软硬件平台	小米 Pilot Pro 英伟达 DRIVE Orin 芯片 车外摄像头 x11 毫米波 x1+超声波 x12	小米 Pilot Max 英伟达 DRIVE Orin 芯片 x2 车外摄像头 x11 激光雷达 x1+毫米波 x3+超声波 x12	小米 Pilot Max 英伟达 DRIVE Orin 芯片 x2 车外摄像头 x11 激光雷达 x1+毫米波 x3+超声波 x12
智驾功能	高速领航+代客泊车	城市领航+高速领航+代客泊车	城市领航+高速领航+代客泊车
多屏显示	7.1 英寸仪表/16.1 英寸 3K LCD 中控屏 人车家互联全生态	7.1 英寸仪表/16.1 英寸 3K LCD 中控屏 人车家互联全生态	7.1 英寸仪表/16.1 英寸 3K LCD 中控屏 +56 英寸抬头显示系统 人车家互联全生态
音响/语音	10 个扬声器 小爱大模型智能语音	10 个扬声器 小爱大模型智能语音	25 个扬声器 小爱大模型智能语音
座椅配置	前排座椅加热/通风/记忆 后排加热	前排座椅加热/通风/记忆 后排加热	前排座椅加热/通风/记忆 后排加热、主驾座椅主动侧翼
车门配置	电动后尾门(位置记忆)	电动后尾门(位置记忆)	电动后尾门(位置记忆)+电动吸合门

资料来源: 小米官网、什么值得买、国投证券研究中心

Su7 市场反馈热烈，全年有望完成 10 万辆交付。作为小米汽车业务推出的首款产品，Su7 具有较高的产品完成度，上市取得非常积极的市场反馈，小米 SU7 开售后 4 分钟大定突破了 1 万个，开售后 7 分钟大定突破了 2 万个，开售后 27 分钟大定突破了 5 万个。根据公司公告，截止 4 月 30 日 Su7 首月锁单量达 88063 辆，小米汽车销售超预期，从小米汽车 App 来看，以基本款 Su7 为例，交付周期约为 25-28 周，因此产能成为当前制约销售的主要瓶颈。随着产能爬坡带来的交付能力提升，小米汽车在 6-7 月交付量均破万，根据公司官方微博披露，预计 11 月能提前完成全年 10 万辆交付目标。

图21. su7 交付周期达 25 周以上



资料来源：小米汽车 App、国投证券研究中心

图22. Su7 连续两个月交付量破万



资料来源：小米汽车官方微博、国投证券研究中心

2.1.3. IoT 智能硬件与生活消费品：丰富小米生态链版图

除智能手机、智能电动汽车之外，IoT 平台帮助公司拓展到更多中长尾的硬件品类中，IoT 平台作为小米面向消费类智能硬件领域的开放合作平台，开发者借助小米 IoT 平台开放的资源、能力和产品智能化解决方案，能够以极低的成本快速提升产品的智能化水平，满足不同用户对智能产品的使用需求和体验要求。以小米 IoT 平台为基础，目前已经形成了以电视、智能家电、手机配件及生活消费产品等丰富的产品矩阵，截至 2024Q1，小米 AIoT 平台已连接的设备(不包括智能手机及笔记本电脑)约 7.86 亿台，同比增长 27.2%。

图23. 小米 AIoT 已连接设备



资料来源：小米业绩简报、国投证券研究中心

小米在智能电视、平板、可穿戴设备、智能大家电等品类上表现突出。以 2023 年出货量做参考，小米目前在智能电视、平板、智能手表三个品类上均进入全球前五，在空调、冰箱、洗衣机等智能大家电领域实现快速增长，分别同增 49%、105%、24%。

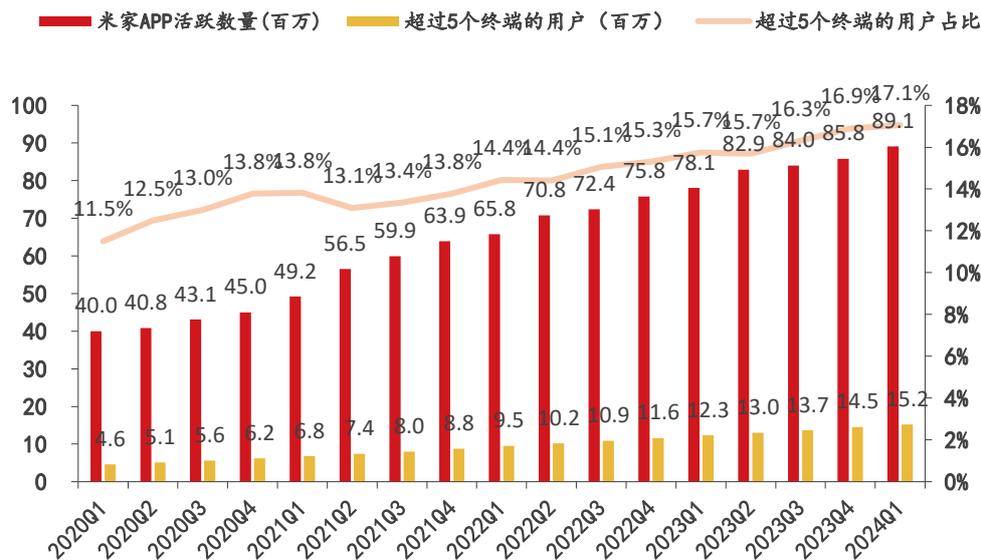
表3: 小米 IoT 产品经营表现

品类	产品	2023 年经营表现
	智能电视	2023 年全球智能电视出货量达到 1070 万，居全球 Top5
	平板	2023 年全球出货量同增 50%+，海外市场出货量同增 100%+，中国大陆市场份额 Top3，全球市场 Top5
可穿戴设备	智能手表	2023 年全球出货量 TOP2，中国大陆市场出货量 TOP2
	TWS	2023 年中国大陆市场出货量 TOP2
	空调	2023 年空调出货量超过 440 万，同增 49%，达到历史新高
智能大家电	冰箱	2023 年冰箱出货量超过 200 万，同增 105%，达到历史新高
	洗衣机	2023 年洗衣机出货量达到 130 万，同增 24%，达到历史新高

资料来源：小米 2023Q4 业绩简报、国投证券研究中心

围绕小米生态的用户黏性正在形成，IoT 终端有望持续放量。截止 2024Q1 米家应用程序的月活跃用户数达 8910 万人，拥有超过 5 个终端的用户规模已经达到 1520 万，假设超过 5 个终端的用户也是米家 APP 的月活跃用户，其在活跃用户中的占比正在显著提升，2024Q1 该占比达到 17.1%，较 2020Q1 提升 5.6pct。我们认为小米的 IoT 消费品以其性价比优势、极致用户体验等在逐步获得用户的认可，正在形成品牌价值，使其能够逐步迁移至同类消费产品，且得益于软件生态的连接能力，其产品影响力正在逐步释放，有望进一步推动 IoT 终端放量。

图24. 小米 IoT 平台接入示意图

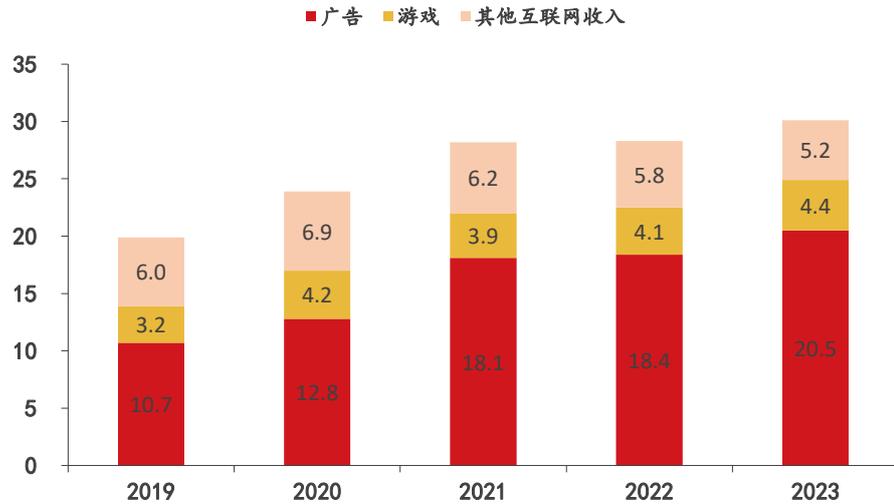


资料来源：小米业绩简报、国投证券研究中心

2.2. 人车家生态：HyperOS 与 AI 深度融合赋能，强化互联网变现效率

互联网服务围绕着硬件终端进行商业化变现，变现模式包括广告、游戏、影视等。在广告方面，主要基于公司独立开发的操作系统及应用内广告位变现，包括品牌广告、搜索广告以及预装等；游戏方面，小米推出了 MOBA 类手游《小米超神》、吃鸡类手游《小米枪战》，以及《剑侠世界》等；此外还包括其他互联网服务收入，如互联网金融方面则有小米支付、小米金融以及新网银行作为后起之秀，电商及 TV 端付费会员收入等。根据公司公告，2023 年互联网服务收入为 301 亿，其中广告、游戏、其他互联网服务收入分别为 205 亿、44 亿、52 亿，分别占比为 68.1%、14.6%、17.3%，广告为最主要的变现模式。

图25. 小米互联网服务业务构成 (单位: 十亿)

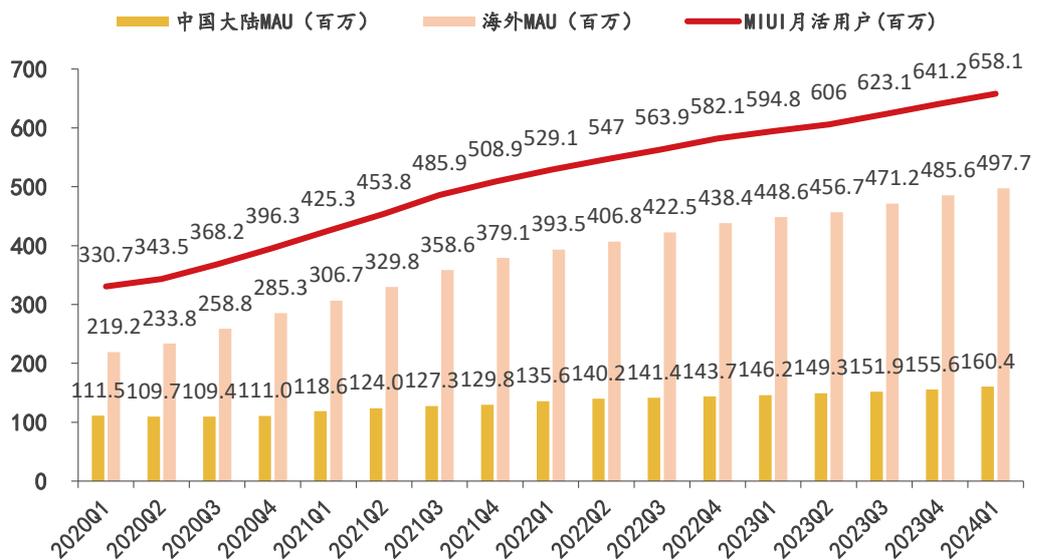


资料来源: 小米业绩简报、国投证券研究中心

互联网服务变现收入取决于两个维度,一方面在于智能手机、智能汽车及 IoT 硬件出货量增长所推动的小米用户规模增长,另一方面在于用户黏性增长推动单用户价值提升。我们认为公司目前在人车家生态上的布局正在通过上述两个维度提升变现效率。

从用户量方面,随着小米的全球化进程推进,目前已覆盖超过 100 个国家和地区,在全球主要市场上的市占率都在提升,进一步拉动月活跃用户规模增长。截止 2024Q1, MIUI 月活跃用户为 6.58 亿,与 2020Q1 相比增长 99%,其中 2024Q1 中国大陆月活跃用户为 1.60 亿;海外 MIUI 月活跃用户达到 4.98 亿。我们认为智能手机进入新换机周期、Su7 强劲的销售表现及 IoT 生态下智能大家电业务的拓展等都将带动 MIUI 用户数进一步增长。

图26. 2020-2024Q1 MIUI 月活跃用户



资料来源: 小米业绩简报、国投证券研究中心

从用户黏性方面,在 2023 年 10 月小米澎湃 OS 发布会上,雷军表示,预计未来 5 年公司的研发总投入将超过 1000 亿,推动公司成为一家科技驱动的公司。通过小米澎湃 OS(HyperOS)与 AI 深度融合,将帮助小米实现用户体验的优化与升级,同时能强化用户黏性。

小米澎湃 OS (HyperOS) 操作系统打通人、车、家三大场景，实现硬件设备的无缝连接、实时协同。在硬件体系基础上，2022-2023 年小米对原有手机系统 MIUI 及 IoT 系统进行了前所未有的底层重构，融合了自主研发的 Vela 系统内核与深度修改的 Linux 系统内核，形成了统一融合的操作系统架构。目前澎湃 OS 的底层架构支撑超过 200 种处理器平台和 20 多种常见文件系统，兼容范围广泛，涵盖了数百种设备品类和数千 SKU(库存量单位)。

AI 技术全面赋能，提升人车家生态用户体验。在澎湃 OS 实现终端连接的基础上，公司积极拥抱 AI，为用户带来更好的体验：1) 在家庭场景，成为智能终端的管控中枢，发挥调度及等功能；2) 在智能汽车方面，持续优化 AI 智驾模型，提高驾驶安全性；同时通过 AI 支持智能座舱功能，为用户提供更好的乘车体验；3) 围绕手机、平板等个人终端，为用户提供从简化工作流程到 AI 辅助的图片创作的系列功能，帮助提高工作效率。

图27. 小米自研 HyperOS 实现跨终端协同



资料来源：小米 2023Q3 业绩简报、国投证券研究中心

图28. AI 赋能人车家生态提供更好体验



资料来源：小米 2024Q1 业绩简报、国投证券研究中心

3. 技术-渠道-品牌三重合力，成就小米智能制造核心地位

3.1. 技术力：自研与生态链投资并举，兼具软硬件实力

核心零部件及技术自研，展现强大智能制造实力。2023 年 12 月，小米召开汽车技术发布会，介绍了五大核心自研技术，包括电池、电驱、大压铸、智能座舱以及智能驾驶，体现出强大的智能制造实力。小米自研了 CTB 一体化电池技术，并全球首发电芯倒置技术，实现了目前 CTB 电池全球最高的 77.8% 电池集成效率；在电机方面，小米自主研发和生产的超级电机 HyperEngine V8s，转速达到 27200rpm，刷新全球电机转速天花板。

在座舱及智驾等软件能力上，小米基于小米澎湃 OS，对智能座舱实现了底层重构、为车进化，打造先进的智能移动空间；在智能驾驶领域，小米行业首发自适应变焦 BEV 技术、道路大模型、超分辨率占用网络技术等三项关键技术，顶级配置、全栈自研的小米智能自动驾驶，将在 2024 年跻身行业第一梯队。

图29. 小米自研超级电机进展



资料来源：雷军公众号、国投证券研究中心

图30. 小米智驾模型



资料来源：雷军公众号、国投证券研究中心

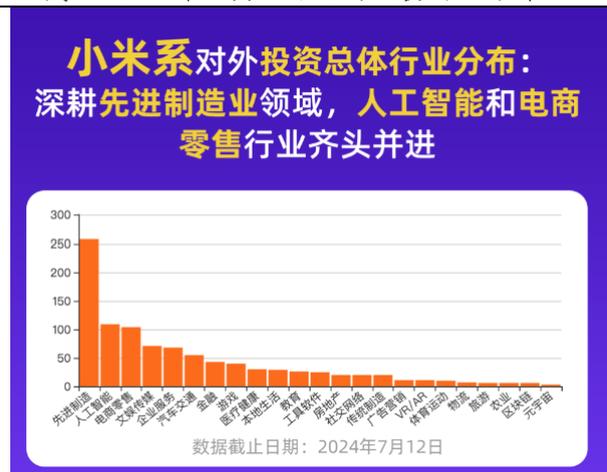
参股不控股布局生态链公司，投资+孵化提高生产效率。布局 IoT 生态链，需要大量的硬件产品做支撑。以小米自身状态，无法以一己之力布局 IoT，因此采用“投资+孵化”模式，寻找该行业内的专业公司和顶级人才，以最高的质量和最快的效率抢占市场。小米以“参股不控股”的方式入局生态链公司初创阶段，小米持有 10%左右的股权，通过公司内测的产品，开放“米家”和“小米”两种品牌，并开放小米官网和米家商城以及线下小米之家三大渠道供其销售。随着公司成长，小米也支持其独立品牌的问世。根据 IT 桔子数据，截止 2024 年 7 月，小米投资并购公司达到 977 家，主要分布在先进制造、人工智能、电商零售等行业。

图31. 截止 2024 年 7 月小米投资并购公司数量



资料来源：IT 桔子、国投证券研究中心

图32. 截止 2024 年 7 月小米对外投资行业分布



资料来源：IT 桔子、国投证券研究中心

在车业务方面，小米通过其投资主体，如小米长江产业基金、顺为资本等，在汽车领域进行了广泛的投资，涵盖了从零部件、智能驾驶、汽车服务等多个方面，构建了一个强大的汽车产业链生态系统。

图33. 2011-2024 年小米在汽车细分领域投资占比



资料来源：前瞻产业研究院、国投证券研究中心

3.2. 营销力：创始人自带流量价值，米粉文化转为生态粘性

创始人具备用户影响力，天然强化品牌影响力。创始人雷军具有超级学霸、带领金山上市的核心管理层、小米创始人等诸多身份加持，在小米手机上主导了“感动人心、价格厚道”的产品理念获得用户信任，再加之其自身的演讲能力及个人营销能力，雷军已经成为自带流量的 IP 资产。

米粉文化不断正循环反馈形成粉丝信仰，最终转化为生态粘性。小米是国内少有的具备粉丝文化的企业，成立初期小米基于 MIUI 体系，开放小米论坛，积累了大量忠诚“米粉”，成功实现低成本引流。“和用户做朋友”是米粉文化中至关重要的一环，在论坛上，小米针对用户需求，开创“橙色星期五”开发模式，这一模式核心在于，用户能够深度参与小米的开发，加深对小米文化的认同感；同时小米能够与用户建立良好的反馈机制，并进行系统更新和迭代，以更好满足用户需求。伴随小米丰富的产品体系持续性及反复性的满足粉丝需求，粉丝文化逐步形成粉丝信仰，最终转化为生态粘性。

图34. 小米粉丝文化形成过程



资料来源：小米论坛、国投证券研究中心

在创始人影响力及粉丝文化加持下，对于小米而言，在开展新业务时，其产品以及服务更容易获得市场关注，天然产生用户信任，从而降低营销难度与成本，小米汽车发布会就是最佳体现。

3.3. 强渠道：“线上+线下+运营商合作”三位一体，全面触达终端用户

小米已经形成高效的全渠道新零售体系，采用“线上+线下+运营商合作”的销售方式全面触达消费者：

1) 线上：进入精品电商领域，构建生态闭环。

2017 年米家商城独立 APP“米家有品”上线，将原先的电商引流做成一个独立的家庭精品生活电商。米家商城聚集了生态链公司研发的所有智能硬件和生活消费产品，除了为小米生态链代言外，米家有品 APP 是小米生态链产品的控制中枢和电商平台，集设备操控、电商营销、众筹平台、场景分享于一体，涵盖硬件及家庭服务产品的用户智能生活整体解决方案。米家 App 不仅连接米家旗下的生态链公司，与所有小米及生态链的智能产品实现互联互通，同时开放接入第三方的产品，致力于构建从产品智能化接入、众筹孵化、电商接入，到触达用户、控制分享的完整生态闭环。自此，小米线上销售渠道从单纯的官方直销平台变成官方+品质电商的扩展，从封闭平台变成开放电商平台。

2) 线下：“小米之家”强化商业闭环，坪效居世界前列

2016 年起小米正式进军线下零售市场，根据 36Kr 报道，截止 2023 年 2 月，小米之家总共有 10600 家；根据小米在 2021 年 Redmi 新品发布会上宣布，小米之家县城覆盖率已超 80%，已覆盖 2200 个县城。

精选爆款 SKU，提高线下门店坪效。小米之家门店设计均为 200-300 平米的小型业态，以手机销售为主，但并非传统手机卖场，而是类似于无印良品的百货零售商店。店内陈列 300 多个精选 SKU 商品，均是小米生态链中的明星产品，例如小米手环、移动电源等手机周边配件和小米笔记本、空气净化器等智能家居硬件。以小米智能手机、智能家电等核心产品吸引用户到店，搭配生态链产品提高购买频次，通过多元化精选 SKU 放大线下成交转化效率，帮助门店坪效提升。

选址均在核心商圈，渗透农村等低线城市。一二线城市中，小米采取对标优衣库、星巴克、无印良品的选址策略。一方面，选在核心商圈位置开店能提升品牌调性；另一方面，同一商圈中，优衣库、星巴克、无印良品等品牌的前期入驻，确保了密集人流，为高坪效提供基础支撑。农村地区中，由于互联网普及率较低，线下零售的模式仍受消费者欢迎，因此小米除了在一二线城市布局小米之家，也进军低线城市，通过门店获取互联网无法触达的用户群。

根据公司业绩简报，得益于线下门店的布局，2024Q1 公司在大陆市场智能手机线下市占率达到 9.0%，相较于 2019 年提升 4.1pct。

图35. 小米智能手机线下市占率



资料来源：小米 2024Q1 业绩简报

3) 运营商合作：在海外市场与运营商建立深度合作，全面覆盖用户群

在欧洲市场，小米基本上延续了“线上+线下+运营商合作”的销售模式，特别与本地电信运营商进行了深度合作，例如沃达丰、德国电信、西班牙电信等，同时与大零售商和代理商都建立了良好的合作关系。这就使得小米在运营商、电商以及零售商渠道等都实现了全面覆盖，形成三位一体的完整销售渠道。

4. 投资建议

4.1. 盈利预测

1) 收入假设

公司业务将主要包括四大部分，分别为智能手机、IoT 与生活消费品、智能汽车及互联网服务：

- **智能手机：**参考 Counterpoint Research 发布《全球智能手机出货量报告》，全球智能手机市场已经连续 3 个季度实现同比增长，在高端化、AI 手机等驱动下，预计全球智能手机将有望迈入新一轮换机周期。小米 2024 年已经发布 Mix Flip 等高端产品，并积极拥抱 AI，我们预计智能手机出货量增加的同时也将带动 ASP 抬升，从而推动智能手机业务重回增长趋势，预计 2024-2026 年收入为 1828.91 亿、2089.35 亿、2324.19 亿；
- **IoT 与生活消费品：**该业务包含硬件种类较多，如平板、笔记本、可穿戴设备、空调、洗衣机等，目前平板及笔记本增长相对缓慢，主要依靠智能家电等产品拉动增长。参考家电相关产品行业出货量增速及 ASP 趋势（资料来源：奥维云网、产业在线），我们判断 IoT 与生活消费品收入将实现小幅增长，预计 2024-2026 年收入为 865.16 亿、934.38 亿、1027.81 亿；
- **智能汽车：**2024 年 Su7 发布后获得大量订单，根据公司官方数据，目前单月交付量已达 1 万台，截止 11 月有望提前实现 10 万台交付，因此我们预计 2024 年有望完成 11 万台交付量，2025-2026 年随产能爬坡，我们预计交付量有望继续增加。结合 Su7 售价体系，

我们预计智能汽车业务收入将实现快速增长，预计 2024-2026 年收入为 248.49 亿、355.79 亿、498.11 亿；

- **互联网服务：**随着智能手机重回增长趋势以及智能汽车 Su7 的成功发布，将推动终端数量规模增长，从而带动 MIUI 活跃用户数增加，进而推动广告、游戏等业务收入提升，预计 2024-2026 年收入为 316.13 亿、331.94 亿、348.53 亿；
- **其他：**预计 2024-2026 年实现其他收入为 37.88 亿、41.66 亿、43.75 亿。

综合来看，预计 2024-2026 年公司收入合计为 3296.57 亿、3753.12 亿、4242.40 亿，依次同比增速为 23.28%、13.99%、13.17%。

2) 毛利率假设：

- **智能手机：**考虑存储成本上升以及拉美等地增速较快，我们预计短期内智能手机业务成本将有所下降，后随着高端化、AI 手机的推出将推动毛利率回升，预计 2024-2026 年其毛利率为 14%、14.5%、14.5%；
- **IoT 与生活消费品：**成本主要包括相关原材料及加工成本，我们预计短期内变化不大，假设 2024-2026 年其毛利率基本与 2023 年持平；
- **智能汽车：**当前仍处于产能爬坡期，存在新厂房投资等前置成本摊销，因此我们 2024 年该业务毛利率处于较低点，随着产出增加其将逐步提升，预计 2024-2026 年其毛利率为 10%、12%、15%；
- **互联网服务：**随用户数增加有望带动广告等收入提升，从而进一步推动毛利率增长，我们预计 2024-2026 年该业务毛利率小幅增长至 75%、75%、75%。

表4：2024-2026 年各业务收入及毛利预测

单位：亿	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能手机收入							
收入	1,521.91	2,088.69	1,672.17	1,574.61	1,828.91	2,089.35	2,324.19
yoy	24.6%	37.2%	-19.9%	-5.8%	16.2%	14.2%	11.2%
业务收入比例(%)	61.9%	63.6%	59.7%	58.1%	55.5%	55.7%	54.8%
成本	1389.87	1840.08	1522.48	1344.81	1572.87	1786.39	1987.19
毛利	132.04	248.61	149.69	229.81	256.05	302.96	337.01
毛利占比	35.93%	42.67%	31.46%	39.98%	38.53%	40.24%	39.78%
毛利率(%)	8.7%	11.9%	9.0%	14.6%	14.0%	14.5%	14.5%
IoT 与生活消费产品							
收入	674.11	849.80	797.95	801.08	865.16	934.38	1027.81
yoy	8.6%	26.1%	-6.1%	0.4%	8.0%	8.0%	10.0%
业务收入比例(%)	27.4%	25.9%	28.5%	29.6%	26.2%	24.9%	24.2%
成本	588.05	738.89	682.96	670.29	722.41	780.20	858.22
毛利	86.06	110.92	114.99	130.79	142.75	154.17	169.59
毛利占比	23.42%	19.04%	24.17%	22.75%	22.09%	20.48%	20.02%
毛利率(%)	12.8%	13.1%	14.4%	16.3%	16.5%	16.5%	16.5%
智能汽车							
收入					248.49	355.79	498.11
yoy						43.2%	40.0%
业务收入比例(%)					7.5%	9.5%	11.7%

成本					223.64	313.10	423.39
毛利					24.85	42.70	74.72
毛利占比					3.85%	5.67%	8.82%
毛利率(%)					10.0%	12.0%	15.0%
互联网服务							
收入	237.55	282.12	283.21	301.08	316.13	331.94	348.53
yoy	19.7%	18.8%	0.4%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
业务收入比例(%)	9.7%	8.6%	10.1%	11.1%	9.6%	8.8%	8.2%
成本	91.11	73.17	79.74	77.74	79.03	82.98	87.13
毛利	146.44	208.95	203.47	223.34	237.10	248.95	261.40
毛利占比	39.85%	35.86%	42.77%	38.86%	36.69%	33.06%	30.86%
毛利率(%)	61.7%	74.1%	71.8%	74.2%	75.0%	75.0%	75.0%
其他产品							
收入	25.09	62.48	47.11	32.94	37.88	41.66	43.75
yoy	38.3%	149.0%	-24.6%	-30.1%	-30.1%	15.0%	10.0%
业务收入比例(%)	1.0%	1.9%	1.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
成本	22.11	48.35	39.48	42.11	34.09	37.50	39.37
毛利	2.98	14.13	7.63	-9.17	3.79	4.17	4.37
毛利占比	0.81%	2.43%	1.60%	-1.60%	-1.60%	0.59%	0.55%
毛利率(%)	11.9%	22.6%	16.2%	-27.8%	-27.8%	10.0%	10.0%

资料来源: Wind、国投证券研究中心

3) 三项费用假设:

因智能汽车处于投入早期毛利率相对较低, 随其收入占比提升, 公司综合毛利率预计将略有下滑; 公司具有强大的控费能力, 因此我们预计销售费用率、管理费用率随收入规模效应体现将逐步下滑; 因为汽车仍处于投入早期, 叠加对澎湃系统 OS、AI 能力的迭代升级, 预计研发费用率仍将维持在较高水平。

表5: 三项费用率变化

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	15.00%	17.82%	16.99%	21.21%	20.16%	20.06%	19.97%
销售费用率	5.91%	6.38%	7.61%	7.10%	6.75%	6.66%	6.53%
管理费用率	1.52%	1.44%	1.83%	1.89%	1.67%	1.71%	1.77%
研发费用率	3.76%	4.01%	5.72%	7.05%	7.09%	7.02%	7.05%

资料来源: Wind、国投证券研究中心

基于以上核心假设, 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 140.85 亿、171.21 亿、190.24 亿。

4.2. 估值

由于智能汽车仍处在投入及商业化早期, 与原有业务所处阶段存在差异, 因此我们采用分部估值法分别对其进行估值:

➤ 智能手机、IoT 与生活消费品、互联网服务等原有业务

根据我们前述测算, 2024-2026 年原有主业(含智能手机、IoT 与生活消费品、互联网服务及其他)收入为 3058.08 亿、3797.33 亿、3744.28 亿; 参考 2019-2023 年公司的平均归母净利润率为 5.28%。由于 2024 年公司智能手机出货量体现出较强的增长趋势, 我们认为将推动利

润率有望改善，因此假设原有主业 2024 年归母净利润率为 5.5%，则 2024 年原有主业对应归母净利润为 3058.08 亿*5.5%=168.2 亿。

我们采用 PE 估值法，参考 Apple、传音控股两家公司 2024 年平均 PE 估值为 23.43 倍，2024 年以来公司智能手机出货量快速增长，具备一定的估值溢价，给予公司原有业务 2024 年 25 倍估值，对应估值为 4205 亿元。

表6：智能手机行业可比公司估值

	证券代码	市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE
			2024E	2025E	2026E	2024E
苹果 (APPLE)	AAPL.O	34,368.95	1,028.26	1,116.01	1,240.93	33.42
传音控股	688036.SH	875.57	65.13	77.33	90.72	13.44
平均						23.43

资料来源：Wind、国投证券研究中心（基于 Wind 一致预期，统计时间为 2024.8.16，其中 Apple 数据单位为亿美元、传音控股数据单位为亿元）

► 智能汽车

公司智能汽车正处于商业化起步阶段，我们采用 PS 估值法，参考蔚来、理想、小鹏 3 家公司平均 PS 水平为 0.96 倍，公司首款车型 Su7 销售远超预期，后续增长可期，我们给予公司一定的估值溢价，2024 年 PS 为 2 倍，2024 年智能汽车业务营业收入为 248.5 亿，对应估值为 248.5 亿*2=497 亿元。

表7：智能汽车行业可比公司估值

	证券代码	市值 (亿)	营业收入 (亿)			PS
			2024E	2025E	2026E	2024E
蔚来-SW	9866.HK	631.39	696.65	1,037.03	1,280.60	0.91
理想汽车-W	2015.HK	1,625.47	1,595.90	2,248.31	2,729.74	1.02
小鹏汽车-W	9868.HK	504.64	487.42	772.45	962.88	1.04
平均						0.96

资料来源：Wind、国投证券研究中心（基于 Wind 一致预期，统计时间为 2024.8.13）

综合原有业务及智能汽车，给予公司 2024 年估值为 5125.18 亿港元，对应 6 个月目标价为 20.57 港元（1 元=1.09 港币），首次覆盖给予“买入-A”评级。

5. 风险提示

行业竞争加剧：

在智能手机领域，目前现存厂商均具有相当竞争力，各厂商间差距在缩小，产品具备一定的同质化，如若短期内没有新的增量市场，可能会面临行业竞争加剧，引发价格战等现象，影响智能手机业务收入及毛利率。

智能汽车交付量不及预期：

目前汽车下单量较大，面临产能不足的挑战，如若后续无法及时完成订单交付，可能会影响品牌形象及收入确认节奏。

原材料等成本端上涨：

公司目前主要的收入贡献依赖于智能手机、IoT 硬件及智能汽车，均需大量采购原材料及零部件进行组装，相关成本上升可能会给公司带来一定的压力。

投资形成大额亏损风险：

公司通过投资形成生态链体系，包括上市公司及未上市公司，其经营一旦出现大额亏损，可能会通过投资收益等科目影响公司业绩。

计算及假设不及预期：

盈利预测及估值数据均基于当前可得信息给予预测，可能因信息获取不足、业务发生变化等因素导致假设不及预期，从而与实际结果产生偏差。

公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮编： 200082

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034