

“人车家全生态”谱曲新十年

➤ **一往无前，“人车家全生态”战略升级。**作为以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司，2023 年公司战略升级为“人车家全生态”，进入智能电动汽车领域开疆拓土。小米集团 18-23 年收入 CAGR 达 9.15%，经调整净利润 CAGR 达 17.64%。2Q24 小米整体发展势头稳定，集团收入及盈利均再次实现显著增长，2Q24 营收 889 亿元，创历史新高，同比+32.0%；经调整净利润达 62 亿元，同比+20.1%。**分业务看**，2Q24 智能手机业务收入为 465 亿元，YOY+27.1%，毛利率 12.1%；IoT 与生活消费产品收入为 268 亿元，YOY+20.3%，创历史新高，毛利率为 19.7%，YOY+2.2pct；互联网服务收入 83 亿元，YOY+11.0%，毛利率达 78.3%，YOY+4.2pct。**智能电动汽车研发持续加码。**2Q24 公司研发投入达 55 亿元，同比增长 20.7%。

➤ **手机品牌力持续提升，AI 构筑全新增长点。**小米 24Q2 全球智能手机出货量为 42.2 百万台，YOY+28.1%，排名前三，市占率为 14.6%。**2024 年小米集团贯彻规模与利润并重，推动智能手机高端化战略**，其中 2Q24 中国大陆高端智能手机出货量在整体智能手机出货量中的占比达 22.1%，YOY+2.0pct。此外，2Q24 小米在中国地区价位段 5000-6000 元的智能机市占率同比提升 2.3pct 至 8.9%。**端侧 AI 时代加速，将带动智能手机行业持续增长。**从“量”的角度，AI 手机渗透率将不断提升；从“价”的角度，AI 手机创新功能拉动终端售价，厂商将获得更多增量。

➤ **AIoT 丰富品类，万物互联平台领先。**过去 5 年，IoT 与生活消费产品的收入呈整体上升趋势，2019-2023 年营收由 621 亿元上升至 801 亿元，年复合增长率为 6.6%，毛利率 2019-2023 年由 11.2% 上升至 16.3%。**24Q2，小米的 IoT 业务实现收入和毛利率的同比双增长，收入为 268 亿人民币，同比增长 20.3%，毛利率达到 19.7%，创历史新高。**

➤ **新十年新征程，进军造车全面布局。**21 年 3 月，小米官宣造车计划，正式进军新能源车领域。23 年 12 月，小米 SU7 正式亮相。2Q24，智能电动汽车等创新业务实现收入 64 亿元，毛利率达 15.4%，其中，智能电动汽车收入 62 亿元，Xiaomi SU7 系列交付新车达 27,307 辆。**公司预计将于 2024 年 11 月提前完成 Xiaomi SU7 系列累计交付新车 10 万辆的目标，2024 年全年 SU7 系列累计交付新车冲刺 12 万辆的新目标，“人车家全生态”谱曲小米新十年。**

➤ **投资建议：**我们预计公司 24-26 年将实现营收 3422.35/3745.29/4393.95 亿元，归母净利润 196.75/221.17/257.84 亿元，对应现价 PE 分别为 22/20/17 倍。我们看好公司“人车家全生态”的发展战略，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；市场竞争加剧；造车等新业务不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270,970	342,235	374,529	439,395
增长率 (%)	-3.2	26.3	9.4	17.3
归母净利润	17,475	19,675	22,117	25,784
增长率 (%)	606.3	12.6	12.4	16.6
EPS	0.70	0.79	0.89	1.03
P/E	25	22	20	17
P/B	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 9 月 17 日收盘价, 汇率 1HKD=0.91RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

19.52 港元



分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

相关研究

1.小米集团-W (1810.HK) 2024 年中报点评: 业绩超预期, 人车家全生态谱曲新十年-2024/08/22

2.小米集团-W (1810.HK) 事件点评: 小米汽车 SU7 重磅发布, 人车家全生态版图完善-2024/03/29

3.小米集团-W (1810.HK) 2023 年年报点评: 规模与利润并重, 人车家全生态路径清晰-2024/03/20

4.小米集团-W (1810.HK) 2023 年三季度点评: Q3 盈利能力显著提升, 汽车研发持续加速-2023/11/22

5.小米集团-W (1810.HK) 事件点评: 全能旗舰小米 14 跨越升级, 澎湃 OS 打造人车家全生态-2023/10/31

目录

1 一往无前,“人车家全生态”战略升级	3
1.1 领军企业全球布局,四大业务协同发展	3
1.2 规模与利润并重,“人车家”齐头并进	5
2 手机品牌力持续提升, AI 构筑全新增长点	7
2.1 智能手机市场转暖,小米保持同比高增	7
2.2 高端化成效显著,全球化市场发力	8
2.3 端侧 AI 时代加速,引领量价齐升	9
3 AIoT 丰富品类,万物互联平台领先	12
3.1 IoT 重点品类健康增长,打造广阔产品线	12
3.2 互联网服务类型多元化,用户群体持续扩大	15
4 新十年新征程,进军造车全面布局	18
5 盈利预测与投资建议	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分	22
5.2 费用率预测	23
5.3 估值分析与投资建议	24
6 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

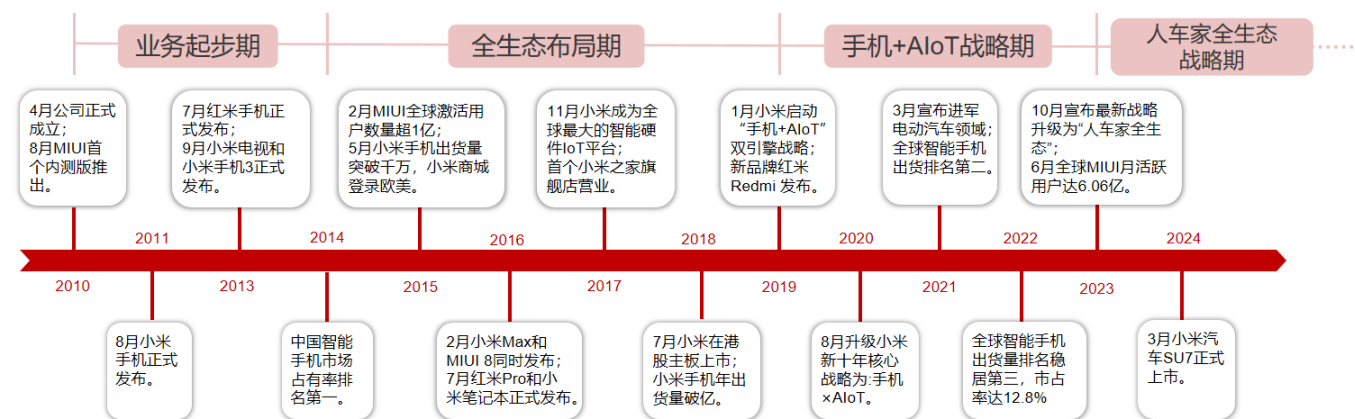
1 一往无前，“人车家全生态”战略升级

1.1 领军企业全球布局，四大业务协同发展

小米集团是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司。2010 年 4 月在北京正式成立，2018 年 7 月于港交所挂牌上市。公司发展主要经历四阶段，分别为 2010-2013 年、2014-2018 年、2019-2022 年、2023 年至今。

- **阶段一：业务起步期 (2010-2013 年)**，2010 年 4 月公司在北京银谷大厦成立。初期小米作为软件公司，凭借 MIUI 良好的用户体验收获了第一批“发烧友”用户。2012 年 7 月小米宣布进军手机市场，揭秘旗下 3 款产品：MIUI、米聊、小米手机。次月第一代小米手机发布，1999 元定价也成为手机行业的图腾之一，中国移动互联网的飞跃发展拉开大幕。
- **阶段二：全生态布局期 (2014-2018 年)**，小米生态链从最初对“小米模式”的自证转变为小米商业模式的重要组成部分。2014 年小米空气净化器正式发布，成为“现象级爆品”。2016 年小米公司正式启用 MIJIA 米家品牌，专注于智能家庭和提升用户生活品质，并发布首款米家品牌产品——米家压力 IH 电饭煲。2017 年小米成为全球最大智能硬件 IoT 平台。
- **阶段三：手机+AIoT 战略期 (2019-2022 年)**，2019 年 1 月 11 日，小米启动“手机+AIoT”双引擎战略。2020 年核心战略升级为“手机×AIoT”，坚决攻下智能手机主战场，AIoT 围绕手机核心业务构建智能生活，做小米价值的放大器。2021 年小米宣布正式进军智能电动汽车领域，预计未来十年投入 100 亿美元。
- **阶段四：人车家全生态战略期 (2023 年至今)**，2023 年 10 月小米宣布最新战略升级为“人车家全生态”。2024 年 3 月小米汽车 SU7 正式上市，“人车家全生态”最后拼图完成。

图1：小米集团发展历程



资料来源：小米官网，民生证券研究院

四大业务协同，推动业绩新跨越。智能手机方面，据 Canalsys，2023 年小米全球智能手机出货 1.46 亿台，2024 年二季度市占率 14.6%，连续十六个季度排名稳居全球前三。**IoT 与生活消费产品方面**，截至 2024 年 6 月 30 日，平台已连接 IoT 设备数增长至 8.22 亿台，重点品类在全球和中国大陆市场均表现突出。**互联网服务方面**，互联网用户规模持续扩大，2024 年 6 月，米家 APP 的月活跃用户数同比增长 16.8%至 96.9 百万。**汽车业务方面**，24 年 3 月，小米首款汽车 Xiaomi SU7 正式发布，完成“人车家全生态”最后拼图。

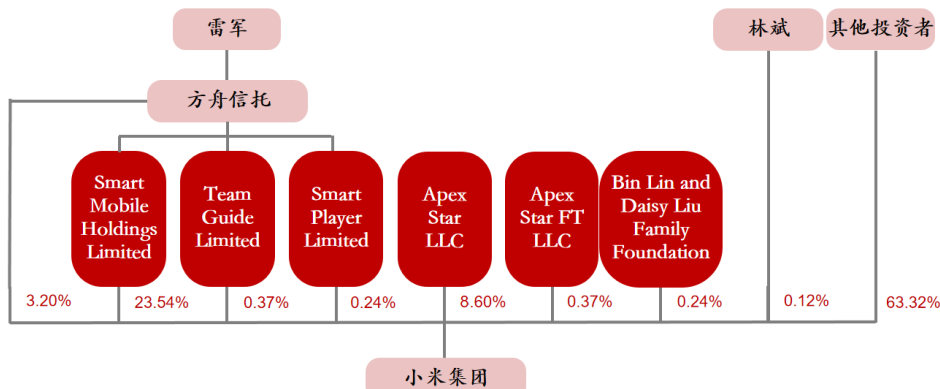
图2：小米业务布局



资料来源：小米官网，民生证券研究院

公司股权结构较为集中。目前小米集团第一大股东为 Smart Mobile Holdings Limited，Smart Mobile Holdings Limited、Smart Player Limited 及 Team Guide Limited 权益由方舟信托（中国香港）有限公司持有，以受托人身份代表由雷军成立并以雷军及其家族为受益人的信托持有。截至 2023 年 12 月 31 日，雷军实际持股比例为 27.35%，为公司实际控制人，决策权相对集中。

图3：2023 年 12 月 31 日公司股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至 2023 年 12 月 31 日）

围绕生态链与供应链，小米持续对外投资。小米集团旗下有湖北小米长江产业基金合伙企业、海南极目创业投资有限公司、瀚星创业投资有限公司和天津金米投资合伙企业等多个投资机构，领域涵盖文娱社交、生产制造、企业服务、人工智能、房产生活、健身户外等。

表1：小米各领域投资公司（部分）

投资领域	投资公司（部分）
文娱社交	幻次方工作室，艾飞文化，有家代播，蔚领时代，蜻蜓 FM，伊对，最右，ShareChat
生产制造	泰科贝尔，昉擎科技，尼卡光学，之乐科技，云鹿智能门，中驱电机，芯耀环保，纽迪瑞，新帕元科技
硬件	元潼技术，中科银河芯，尧乐科技，可以科技，妖舞，深纳普斯，追觅科技，摩尔芯光，Inface 茵菲斯
企业服务	一心向上，携客云，边塞科技，佰思杰科技，优矩控股，支出宝，新核云，优粉吧
汽车交通	时代动力电池，域磐科技，华申瑞利，同驭汽车，探维科技，睿维视，千顾科技，宝沃汽车，快卜新能源
游戏	加米时代，游奇网络，河马游戏，队友游戏，东品游戏，菠萝游戏
金融	中诺数科，利翎金融，晶算师，老虎证券，朴道征信，高登世德，深蓝保，Thunes，米筹金服
人工智能	智谱 AI，百川智能，小雨智造，格物世纪，斯坦德机器人，普诺飞思 Prophesee，飞象智能，安声科技
电子商务	嘉树电商，转转，帕拓逊，粉象生活
工具软件	泰迪熊移动，Bobble AI，轻芒，安心记加班，UI 中国，金山软件
物联网	微纳核芯，禾赛科技，猎声，亲邻科技，树米科技，鹿客科技
先进制造	胜马优创，辉羲智能，Industrial Next，赫特智慧，鳍源科技
VR/AR	当红齐天，动三帝，临奇智能，埃舍尔，火花幻境
房产生活	Atma，HITH，怪兽充电，小卫生物科技，闪回科技，美高厨具，澄一科技，轻美电器，桐木家具，东易日盛
健身户外	Yesoul 野小兽，e 健身，爱动健身，云麦科技，尚美生活，55 公里
服装纺织	诗与万花镜，多普文化，七面服饰，最生活

资料来源：企名片，民生证券研究院整理

1.2 规模与利润并重，“人车家”齐头并进

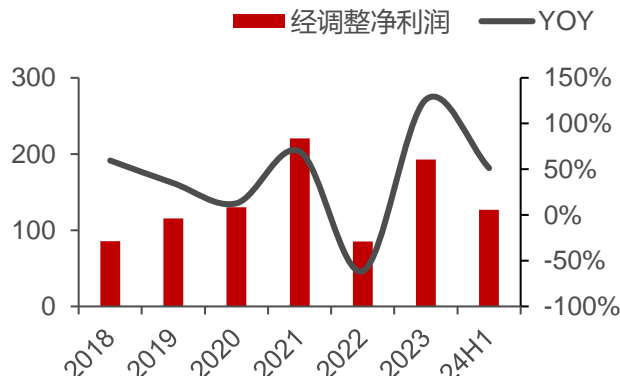
小米集团 18-23 年收入 CAGR 达 9.15%，经调整净利润 CAGR 达 17.64%。2Q24 小米整体发展势头稳定，集团收入及盈利均再次实现显著增长，2Q24 营收 888.88 亿元，创历史新高，同比+32.0%；经调整净利润达 61.75 亿元，同比+20.1%。

图4：公司营收情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

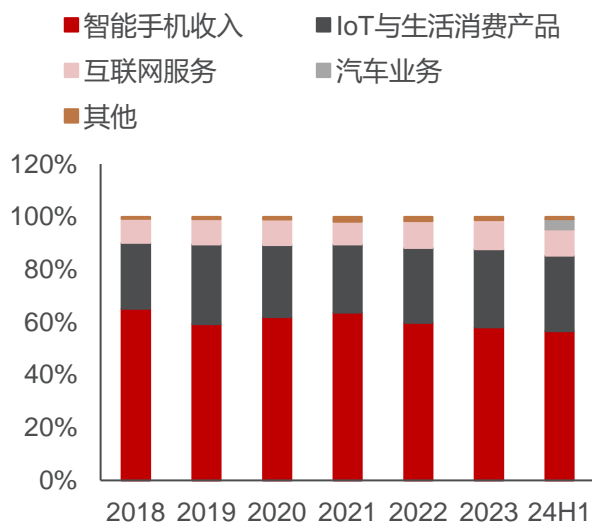
图5：公司经调整净利润情况（亿元）



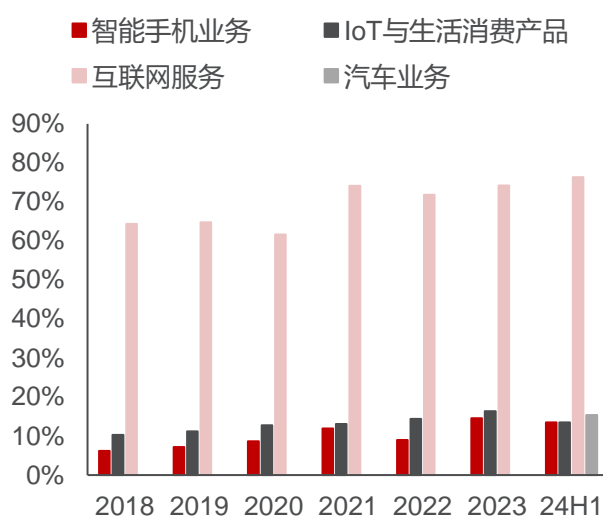
资料来源：wind，民生证券研究院

分业务看，2Q24 手机×AIoT 业务收入为 825 亿元，YOY+22.5%，毛利率达 21.1%，其中，智能手机业务收入为 465 亿元，YOY+27.1%，毛利率 12.1%。小米智能手机全球出货量 42.2 百万台，YOY+28.1%，全球智能手机出货量排名稳居全球前三，全球市占率 14.6%；IoT 与生活消费产品收入为 268 亿元，YOY+20.3%，创历史新高，毛利率为 19.7%，YOY+2.2pct，其中大家电业务收入同比增长 38.7%；互联网服务收入 83 亿元，YOY+11.0%，毛利率达 78.3%，YOY+4.2pct，小米全球及中国大陆的月活跃用户数创历史新高。

汽车业务毛利率亮眼，人车家全生态路径清晰。2Q24 公司研发投入达 55 亿元，同比增长 20.7%。智能电动汽车等创新业务方面，2Q24 实现收入 64 亿元，毛利率达 15.4%，Xiaomi SU7 系列交付新车达 27,307 辆。公司预计将于 2024 年 11 月提前完成 Xiaomi SU7 系列累计交付新车 10 万辆的目标，2024 年全年 Xiaomi SU7 系列累计交付新车冲刺 12 万辆的新目标。截至 2024 年 6 月 30 日，小米在中国大陆 30 个城市开业了 87 家汽车销售门店。智能驾驶方面，小米于 2024 年 6 月 6 日在中国大陆地区 10 个城市开通城市领航辅助功能(城市 NOA)，2024 年 8 月 30 日，小米 SU7 城市领航辅助先锋版开始推送，小米智能驾驶再度升级，实现城市 NOA “全国都能开”。

图6：公司主要业务营收占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司主要业务毛利率情况


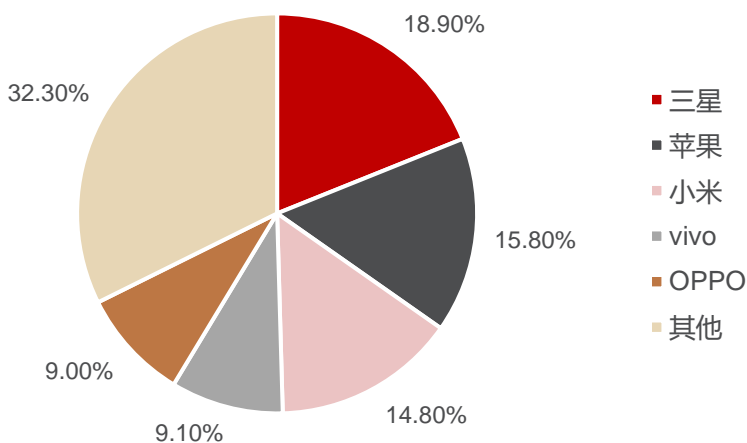
资料来源：wind，民生证券研究院

2 手机品牌力持续提升，AI 构筑全新增长点

2.1 智能手机市场转暖，小米保持同比高增

全球智能手机市场回暖。据 IDC 数据，随着全球宏观经济的复苏，以及消费需求回升，24Q2 全球智能手机出货量同比增长 6.5%至 2.85 亿部。在 AI 战略的积极推动下，三星以 19%的市场份额重归榜首。苹果位居第二，市场份额 16%，出货量在中国和其他关键地区的表现有所改善。由于小米在中国和新兴市场的表现强劲，以 15%的市场份额位居第三。vivo 和 OPPO 分别以 9.1% 和 9.0% 的市场份额并列第四。而在排名前五的手机厂商中，小米出货量增长最快，达到同比 27.4%。

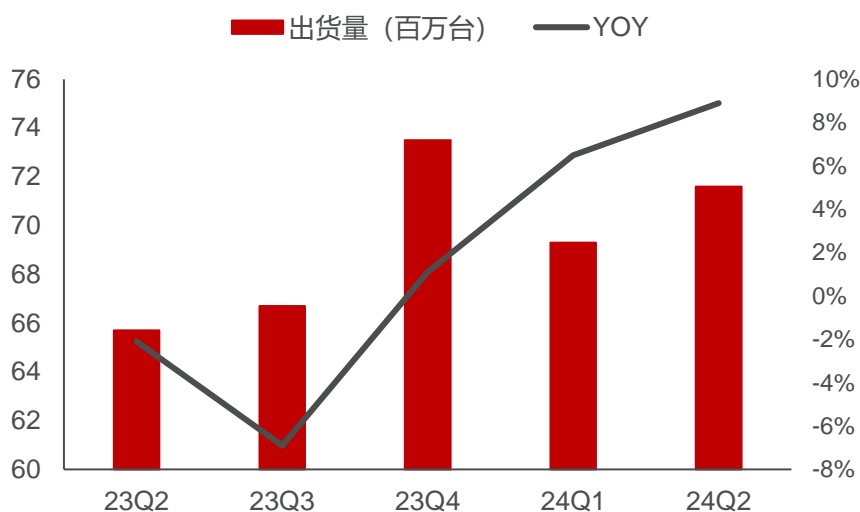
图8：2Q24 全球智能手机出货量市场份额



资料来源：IDC，民生证券研究院

国内智能手机市场呈复苏态势。据 IDC 数据，24Q2，中国智能手机市场延续增长势头，出货量与去年同期相比增长 8.9%，达 7158 万台。其中，在 vivo、华为和小米等厂商的推动下，Android 市场同比增长 11.1%。据 IDC，24Q2 小米国内市场出货量继续稳步提升，出货量同比增长 16.5%。

图9：2Q23-2Q24 中国市场智能手机销量（百万台）及同比增速



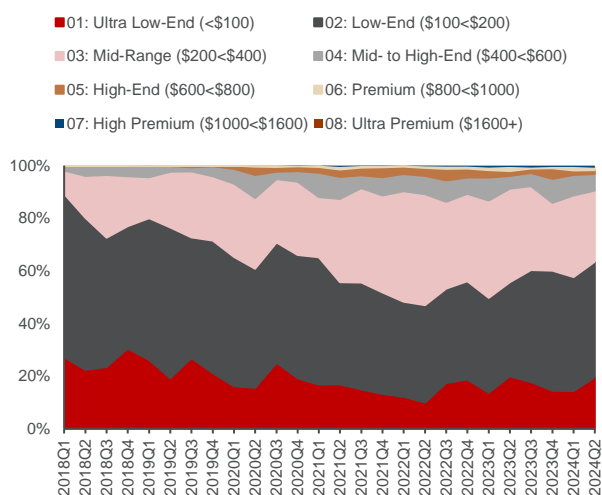
资料来源：IDC，民生证券研究院

2.2 高端化成效显著，全球化市场发力

小米智能手机出货量排名稳居全球第三。小米 24Q2 全球智能手机出货量为 42.2 百万台，YOY+28.1%。据 Canalis, 24Q2 小米全球智能手机出货量排名前三，市占率为 14.6%，是前五名中出货量同比增速最快的品牌，其全球智能手机出货量也连续十六个季度排名全球前三。

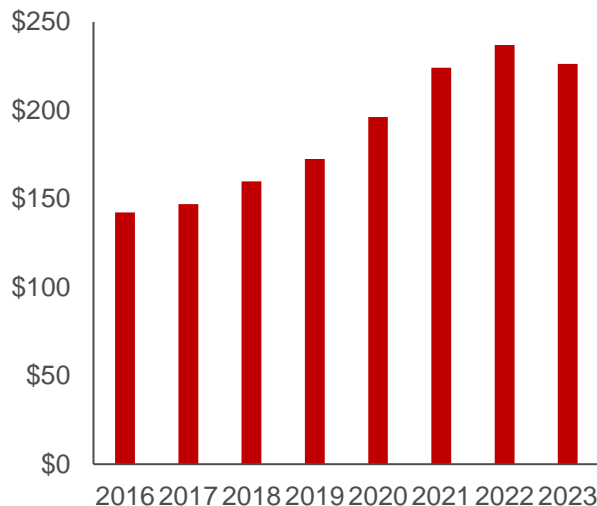
高端化稳步推进。2024 年小米集团贯彻规模与利润并重，推动智能手机高端化战略，其中 2Q24 中国大陆高端智能手机出货量在整体智能手机出货量中的占比达 22.1%，YOY+2.0pct。此外，2Q24 小米在中国大陆地区价位段 5000-6000 元的智能机市占率同比提升 2.3pct 至 8.9%。

图10：小米智能手机价位段分布



资料来源：IDC，民生证券研究院

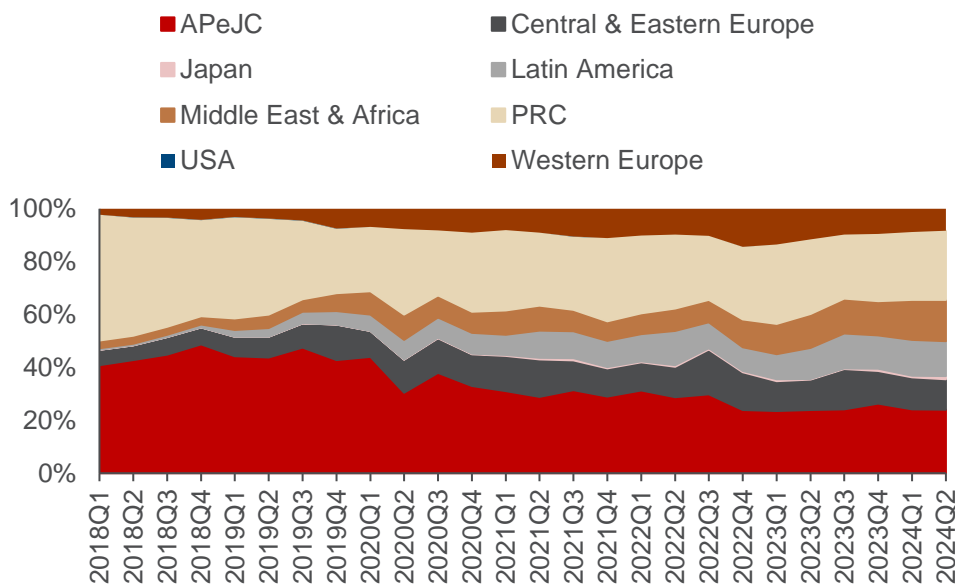
图11：小米智能手机 ASP (美元)



资料来源：IDC，民生证券研究院

深耕全球布局，聚焦新兴市场。公司深耕全球布局，24Q2 境外市场收入达 381 亿元，占比 43%。在全球 58 个国家和地区的智能手机出货量排名前三，在 70 个国家和地区的出货量排名前五。公司积极开拓新兴市场，2Q24 首次在拉美地区智能手机出货量排名前二，境外 AIoT 业务也在稳步增长。

图12：小米智能手机各区域分布



资料来源：IDC，民生证券研究院

2.3 端侧 AI 时代加速，引领量价齐升

大厂入局 AI 手机，端侧 AI 时代加速。2023 下半年起，以谷歌、三星、OPPO 等为代表的厂商将大模型内置于智能手机中，完成从云端 AI 向终端 AI 的转变，“AI 手机”浪潮开启。目前除苹果外其他主流手机厂商均有搭载 AI 大模型的机型，苹果也在加速研发中。

表2：全球主流端侧 AI 设备梳理

厂商	机型	发布时间	定价	大模型	AI 功能
谷歌	Pixel 8	2023 年 10 月 4 日	699 美元起	Gemini Nano	照片编辑、优化影音录制、即时翻译
三星	Galaxy S24	2024 年 1 月 18 日	799 美元起	云侧 Gemini pr、端侧 Gemini Nano	图片即圈即搜、实时双向翻译、智能图片编辑
华为	Mate 60	2023 年 9 月 4 日	5499 元起	盘古大模型	AI 云增强等功能
小米	14 Ultra	2024 年 2 月 22 日	6499 元起	LiLM-6B	AI 大模型计算摄影平台 Xiaomi AISP，具有文生图、AI 扩图等功能
VIVO	X100	2023 年 11 月 16 日	3999 元起	蓝心大模型	AI 拍照、Jovi AI 助理等
OPPO	AI 尝鲜计划支持 OPPO Find X7 等一系列机型，可以使用 AI 图像消除、AI 通话摘要，小布助手等功能				
苹果	研发中，代号 Ajax，iPhone16 有望成为首款 AI 手机				

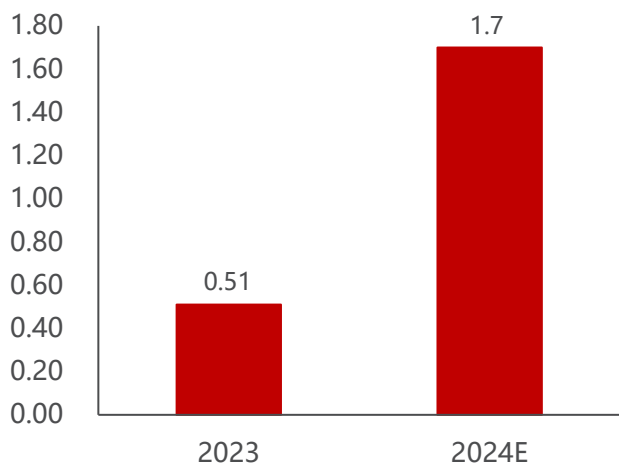
资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

从“量”的角度，AI 手机渗透率将不断提升。根据 Counterpoint Research，

2024 年第一季度具备 GenAI (生成式人工智能) 功能的智能手机对全球智能手机销量贡献率达到 6%，较上一季度的 1.3% 有显著增长。IDC 预计 2024 年全球新一代 AI 手机的出货量将达到 1.7 亿部，约占智能手机整体出货量的 15%。随着新的芯片和用户使用场景的快速迭代，IDC 预计中国市场新一代 AI 手机份额将在 2024 年后迅速攀升并于 2027 年达到 1.5 亿台，以超 50% 的市场份额成为主流手机产品。人工智能的引入不仅为智能手机品牌开辟了新的市场机遇，而且有望在未来几年内推动整个行业的持续增长。

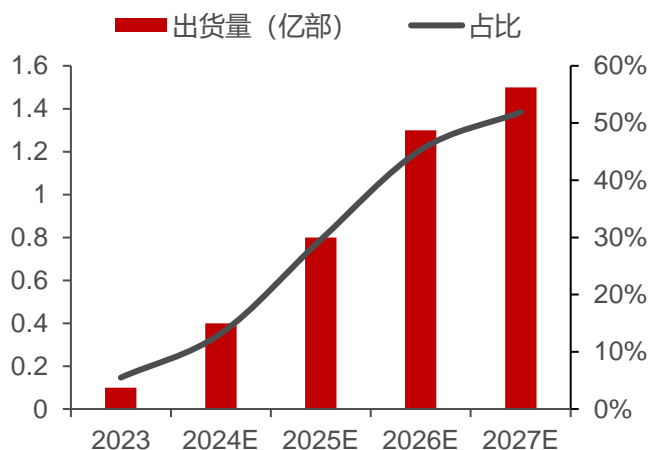
从“价”的角度，AI 手机新一代升级了存储、屏幕和影像设备，将带来硬件升级和成本提升。终端厂商及应用生态合作伙伴可以通过科技创新和其他功能卖点撬动终端价格，获得更多增量。在批发价格超过 600 美元的高端智能手机市场，支持 GenAI 的设备在 2024 年第一季度销量中占比超过 70%。

图13: 全球新一代 AI 手机出货量预测 (亿部)



资料来源: IDC, 民生证券研究院

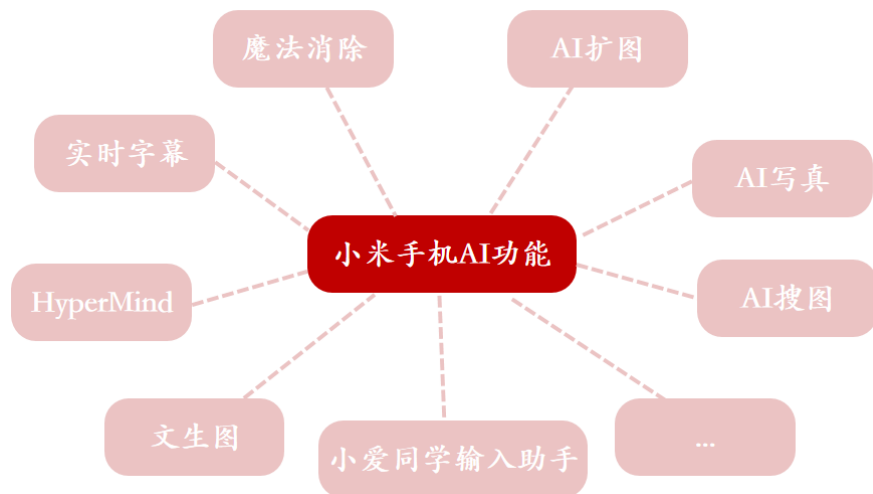
图14: 中国新一代 AI 手机出货量预测



资料来源: IDC, 民生证券研究院

小米 14 系列是国内首款能够在端侧运行 AI 大模型的人工智能手机。搭载了小米自研的 60 亿参数级大模型，能够在手机上实现文生图、智能对话、AI 去除路人等功能。而小米 14 Ultra 由此前的影像大脑升级成为首个 AI 大模型计算摄影平台 Xiaomi AISP，通过全面整合 CPU、GPU、NPU 和 ISP 算力实现可 60TOPS 的计算能力，提供“超级抓拍”和“超级底片”功能。小米中国区副总裁许斐表示：“小米 14 Ultra 还将 AIGC 技术首次应用在计算摄影领域，支持 AI 超级变焦。该功能在用户前期拍摄时介入，直接拍摄出 AI 处理后的 100 倍数码变焦照片。”

图15：小米手机 AI 功能



资料来源：民生证券研究院绘制

3 AIoT 丰富品类，万物互联平台领先

小米 IoT 与互联网融合，智能生态系统不断优化。小米的 IoT 与生活消费品业务涵盖电子产品，出行穿戴类设备，耳机音箱、箱包、配件以及智能家电等，如小米电视、小米手环、小爱音箱、小米摄像头和米家扫地机器人等，通过 AI 和云技术提供智能化体验。互联网业务则包括小米商城、小米云服务、米家、小米音乐和小米游戏中心等，提供电商、数据存储和多媒体内容服务。小米通过其 IoT 平台（米家）连接各种智能家居设备，这些设备产生的海量数据通过小米的云服务进行存储和分析，进而优化用户体验。同时，小米的互联网服务，如 MIUI 系统中的广告、智能推荐和语音助手等，借助 IoT 设备的数据进一步提升了服务的精准性和用户粘性，形成了一个互相促进、不断增强的生态系统。

图16：小米 IoT 与互联网服务布局



资料来源：小米官网，民生证券研究院

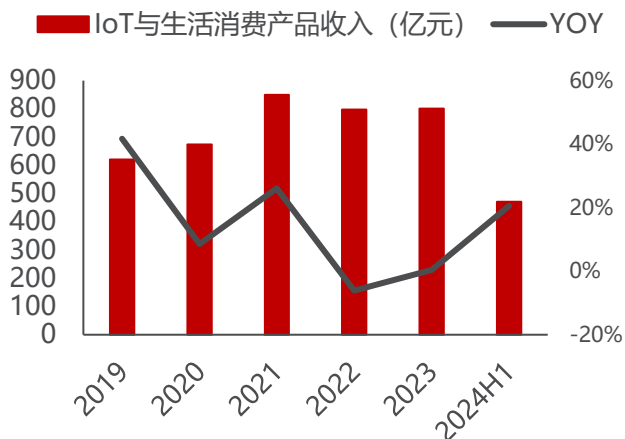
3.1 IoT 重点品类健康增长，打造广阔产品线

小米的 IoT 与生活消费品涵盖了智能手机、智能家居设备、穿戴设备等多种类别。通过自主研发和生态链合作，小米已成为全球领先的 IoT 平台之一，用户可以通过米家 App 一站式管理和控制各类智能设备。

IoT 营收稳健，毛利率创新高。过去 5 年，IoT 与生活消费产品的收入呈整体上升趋势，2019-2023 年营收由 621 亿元上升至 801 亿元，年复合增长率为 6.6%，毛利率 2019-2023 年由 11.2% 上升至 16.3%。24Q2，小米的 IoT 业务实现收入和毛利率的同比双增长，收入为 268 亿人民币，同比增长 20.3%，毛利率达到

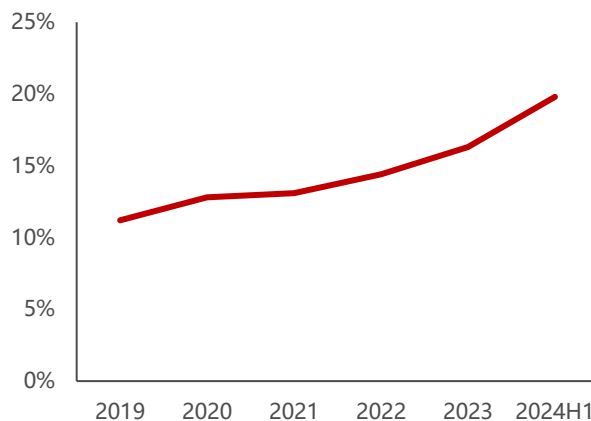
19.7%，创历史新高。

图17: 2019-2024H1 小米 IoT 与生活消费产品收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

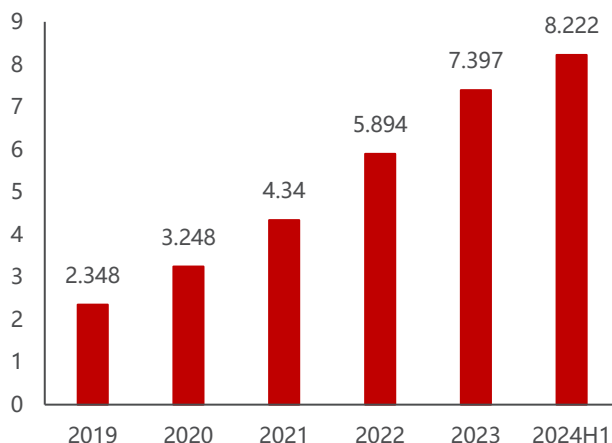
图18: 2019-2024H1 小米 IoT 与生活消费产品毛利率 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

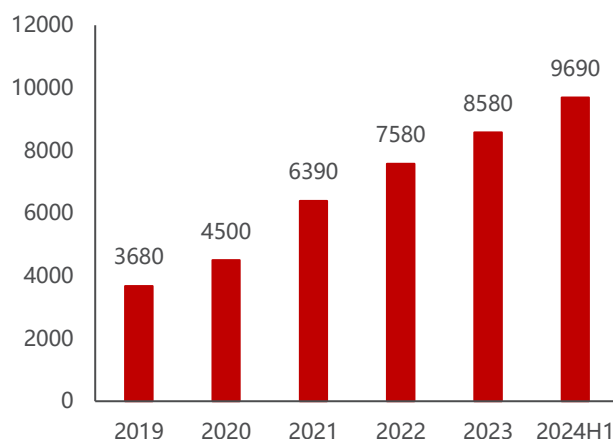
用户增长显著, 业务活力凸显。2019-2023 年小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备 (不包括智能手机、平板及笔记本电脑) 数由 2.348 亿增长至 7.397 亿台, 年复合增长率为 33.2%; 米家 app 月活跃用户由 2019 年的 3680 万人增长至 2023 年的 8580 万人, 年复合增长率为 23.6%。24Q2 小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备数量达到了 8.222 亿台, 同比增长 25.6%, 截止至 2024 年 6 月, 米家 app 月活跃用户已达到 9690 万人, 同比增长 16.8%, 显示了小米 IoT 业务蓬勃发展的潜力。

图19: 2019-2024H1 小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备数量 (亿台)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

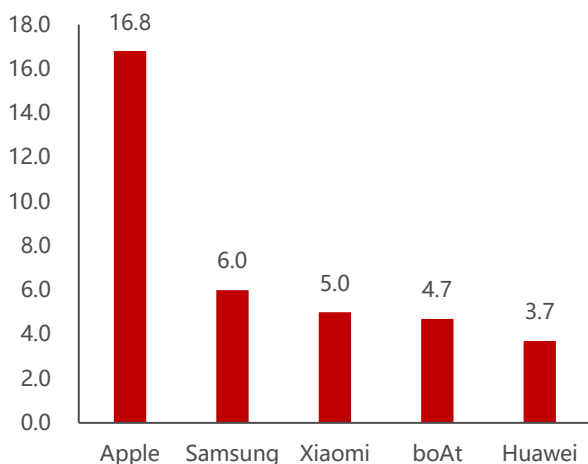
图20: 2019-2024H1 米家 app 月活跃用户 (万人)



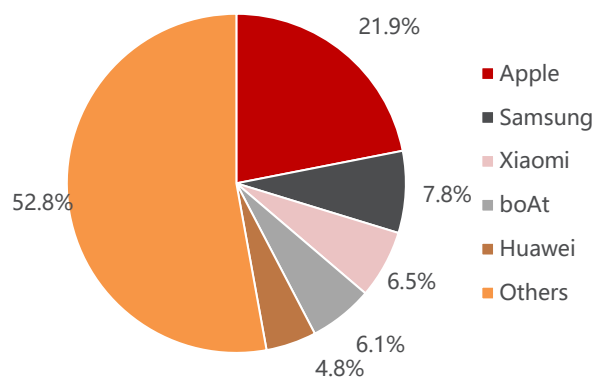
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

重点品类持续健康增长, TWS 出货量排名靠前。根据 Canalsy 数据, 24Q2 小米的可穿戴腕带设备全球出货量排名第三, 中国大陆地区出货量第二; 小米的 TWS 耳机的全球出货量排名第三, 中国大陆地区出货量排名第一。小米在可穿戴

产品领域的领先优势体现了小米在智能硬件领域的持续创新与市场份额的稳步提升，同时也凸显了其在 AIoT 生态系统中强大的竞争优势。通过持续优化产品性能和用户体验，小米的 TWS 耳机和可穿戴产品在全球及中国大陆市场上都取得了显著的市场份额和用户认可。这一趋势预计将进一步推动小米在智能设备领域的市场地位，并为其整体业务发展注入新的活力。

图21：24Q2 TWS 设备全球出货量(百万台)


资料来源：Canalys，民生证券研究院

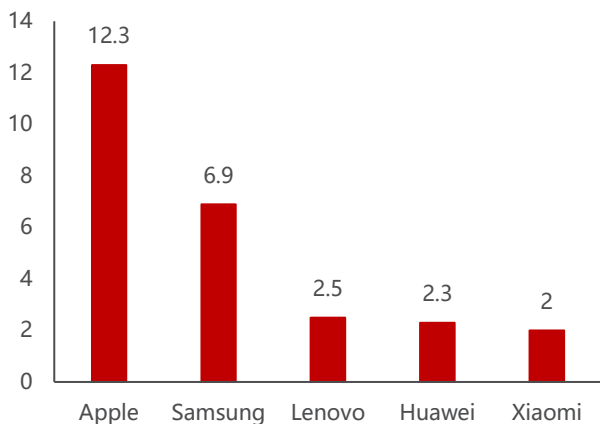
图22：24Q2 TWS 设备全球出货量占比(%)


资料来源：Canalys，民生证券研究院

小米智能大家电业务延续高增长态势。2023 年全年大家电业务收入同比增长近 40%。空调产品出货量超过 440 万台，同比增长 49%；冰箱产品出货量超过 200 万台，同比实现翻倍增长；洗衣机产品出货量突破 130 万台，同比增长 24%。小米继续优化智能大家电产品组合，在三个类别中保持高增长势头。24Q2 大家电业务收入同比增长 38.7%。其中，空调出货量超 330 万台，同比增长超过 40%；冰箱出货量超 60 万台，同比增长超过 25%；洗衣机出货量超 40 万台，同比增长超过 30%。

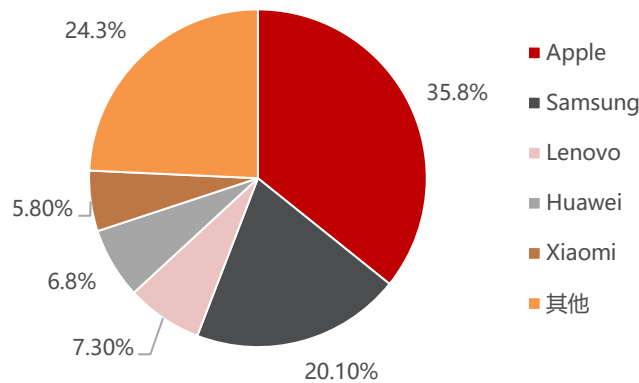
小米平板品类取得突破式增长。2023 年全球小米平板产品出货量突破 500 万台，同比增速超 50%，其中在境外地区平板产品出货量实现翻番增长。根据 Canalys 数据，2023 年，小米的平板产品中国大陆出货量排名升至第三。2024 年 2 月，小米发布了首款出厂即搭载小米澎湃 OS 的平板产品 Xiaomi Pad 6S Pro 12.4，搭载了第二代骁龙 8 旗舰处理器，配备 12.4 英寸 3K 超清护眼屏，并支持小米生态多屏同色，同时实现平板产品首发 Wi-Fi 7 高速连接技术，120W 小米澎湃秒充可实现 10000mAh 大电池在 35 分钟内充电至 100%。根据 Canalys 的数据，24Q2 小米平板电脑全球出货量同比增长 106%，全球排名前五，且在前五名中出货量同比增速最快，中国大陆排名前三。

图23: 24Q2 全球平板电脑出货量 (百万台)



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图24: 24Q2 全球平板电脑出货量占比(%)



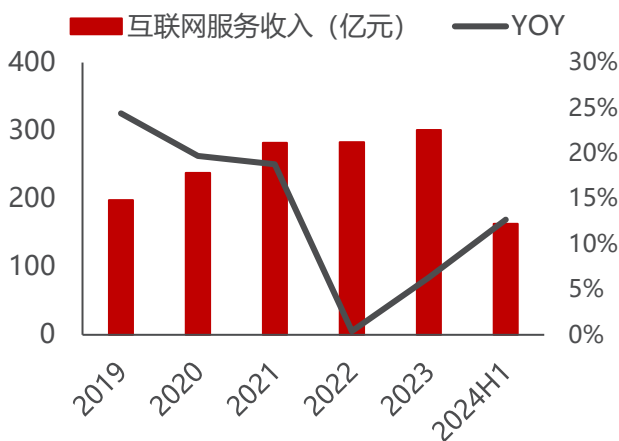
资料来源: IDC, 民生证券研究院

3.2 互联网服务类型多元化, 用户群体持续扩大

小米互联网服务业务涵盖一系列丰富的在线服务, 包括广告、游戏、电视互联网以及增值服务等。依托其庞大的智能设备用户群体和强大的生态系统, 小米互联网服务通过精准广告投放、多样化的游戏内容和丰富的电视互联网功能, 为用户提供高效便捷的数字体验, 并成为公司重要的收入增长点。

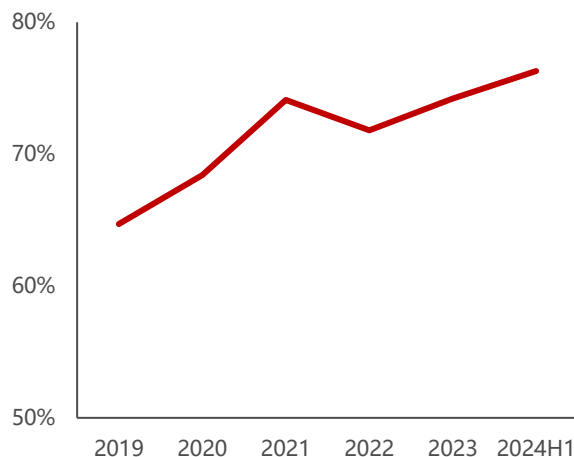
互联网服务营收、毛利保持增长。2019-2023 年, 小米互联网服务收入从 198 亿元增长至 301 亿元, 年复合增长率为 11%。互联网服务业务毛利率由 2019 年的 64.7% 上升至 2023 年的 74.2%, 年复合增长率为 3.5%。24Q2 小米互联网服务业务收入达 83 亿元, 创历史新高, 同比增长 11.0%, 毛利率达到 78.3%。

图25: 2019-2024H1 小米互联网服务收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图26: 2019-2024H1 小米互联网服务毛利率 (%)

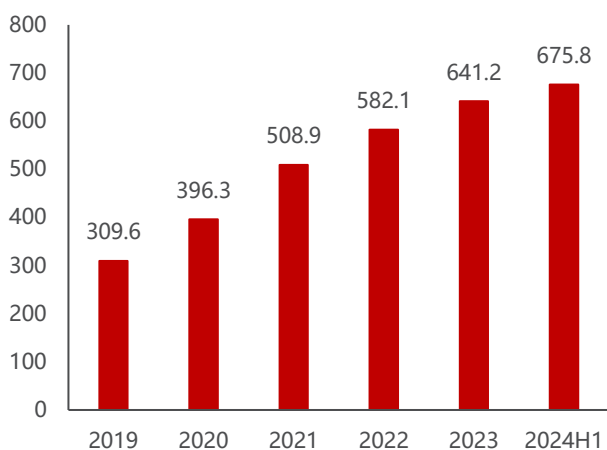


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

互联网用户规模持续扩大, 月活跃用户数屡创新高。2019 年-2023 年, 小米

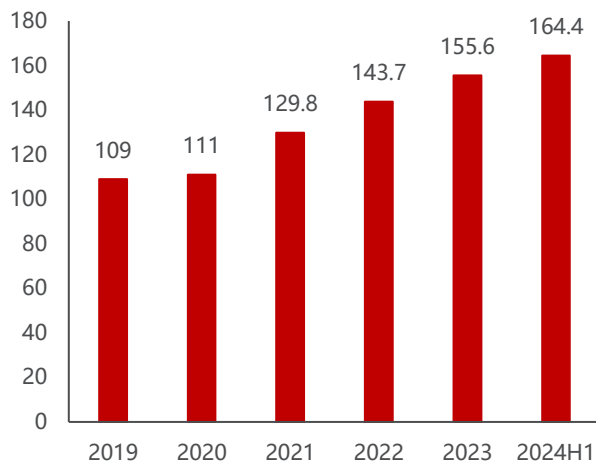
全球互联网月活跃用户数由 309.6 百万增长至 641.2 百万,年复合增长率为 20%,中国大陆月活跃用户数由 109 百万上升至 155.6 百万,年复合增长率为 9.3%。24Q2 小米全球互联网月活跃用户数达到 675.8 百万,同比增长 11.5%,新增用户数近 1770 万。其中,中国大陆月活跃用户数达到 164.4 百万,同比增长 10.1%,新增用户近 400 万。

图27: 2019-2024H1 小米全球 MIUI 月活跃用户数量 (百万)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

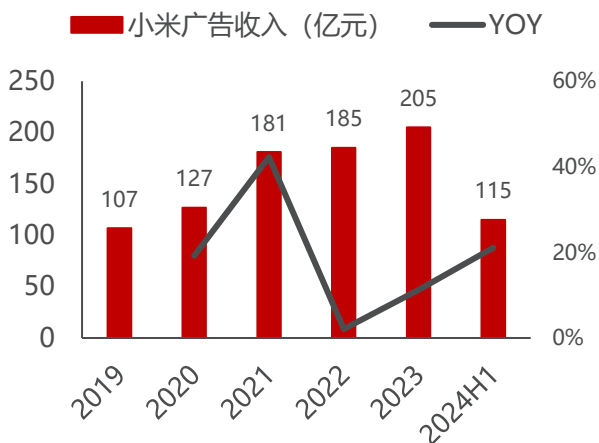
图28: 2019-2024H1 小米中国大陆 MIUI 月活跃用户数量 (百万)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

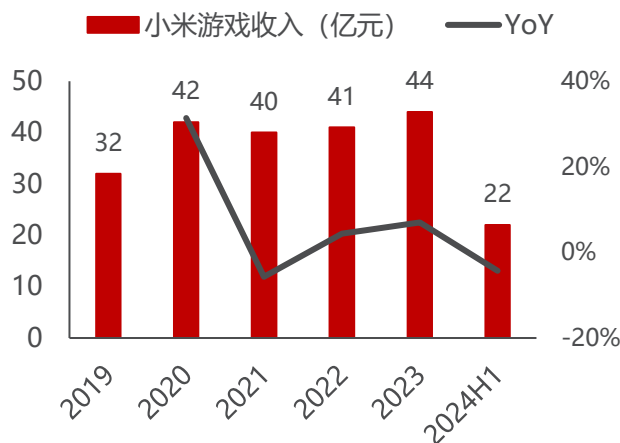
广告与游戏业务收入稳定增长。2019 年-2023 年,小米广告业务收入从 107 亿元升至 205 亿元,年复合增长率为 17.7%,小米游戏业务收入由 32 亿元升至 44 亿元,年复合增长率为 8.3%。此外,24Q2 小米广告收入达 60 亿元,同比增长 16.9%,小米游戏业务收入达 10 亿元。

图29: 2019-2024H1 小米广告收入 (亿元)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图30: 2019-2024H1 小米游戏收入 (亿元)



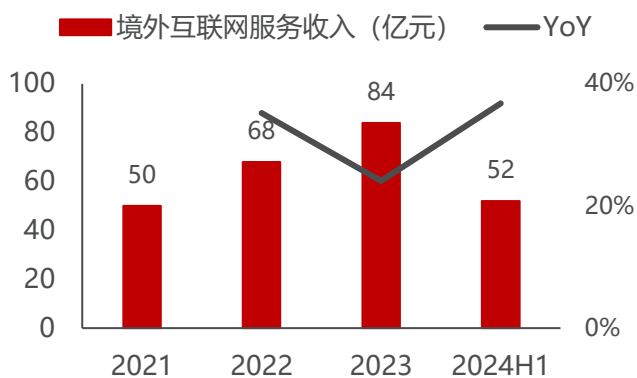
资料来源: iFind, 民生证券研究院

电视互联网业务用户规模保持增长势头。2019 年-2023 年,小米智能电视(包括小米盒子、小米遥控器)全球月活跃用户数由 2770 万增加到 6600 万,年复合增长率为 24.2%。24Q2 小米智能电视(包括小米盒子和小米遥控器)全球月活跃

用户达 6880 万，同比增长 10.0%。

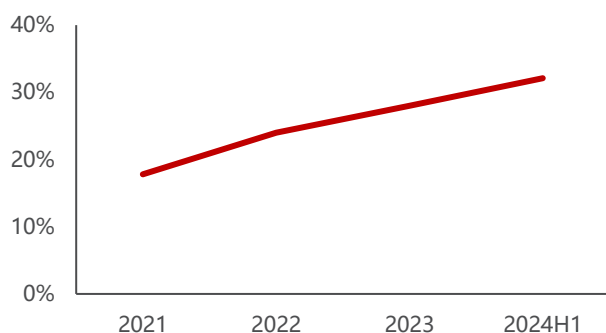
持续推进全球化，境外互联网服务收入比重逐年升高。2021 年-2023 年，小米境外互联网服务收入由 50 亿元增长至 84 亿元，在整体互联网服务收入中占比由 17.8% 升至 28%。24Q2 小米境外互联网服务收入为 27 亿元，同比增长 32.9%，延续健康增长趋势，境外互联网服务收入在整体互联网服务收入中的占比为 32.1%。

图31： 2021-2024H1 小米境外互联网服务收入（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图32： 2021-2024H1 小米境外互联网服务收入在互联网服务收入中占比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

4 新十年新征程，进军造车全面布局

十年磨一剑，今朝试锋芒。小米汽车潜心布局十余年，全方位稳步推进，其发展主要经历四个阶段，分别为 2013-2018 年、2018-2021 年、2021-2024 年，2024 年至今。

- **阶段一：战略布局阶段 (2013-2018 年)**，2015 至 2016 年，小米旗下顺为资本先后参与蔚来 A、B 轮融资。2017 年，顺为资本参与小鹏汽车 A+轮融资，并在 2019 年，小米集团再次参与小鹏汽车 C 轮融资。与此同时，小米在三电系统、激光雷达、自动驾驶、新能源驱动、智能座舱等领域全方位布局，为后续智能汽车发展奠定基础。
- **阶段二：业务奠基阶段 (2018-2021 年)**，2018 年，小米科技有限责任公司先后注册“米车”、“小米车生活”、“米车生活”、“小米车联”等商标。2019 年，小米通讯技术有限公司经营范围变更，增加“销售汽车零配件”。2020 年，北京小米移动软件有限公司申请一种锂电池电极及锂电池专利，并将其用于新能源汽车。由点到面，小米稳步推进汽车发展。
- **阶段三：正式造车阶段 (2021-2024 年)**，2021 年 3 月，小米新品发布会官宣造车计划，正式进军新能源车领域；成立全资子公司，首期投入 100 亿人民币，并计划在未来十年投入 100 亿美元，由雷军带队，全力支持造车计划。2021 年 8 月，小米集团与自动驾驶技术公司 Deep Motion（深动科技）签订协议，以约 7737 万美元收购深动科技。2021 年 9 月，小米汽车有限公司注册成立，注册资金 100 亿人民币，由雷军出任法定代表人。与此同时，小米在智能驾驶、三电系统、视觉传感器、芯片等领域高频投资，核心技术布局更为精确。
- **阶段四：业务落地阶段 (2024 年至今)**，2024 年 3 月，小米汽车发布会官宣首款汽车 SU7 正式上市，27 分钟预定超 5 万台。首批销售网点覆盖 29 座城市，预计年底销售网络覆盖 39 座城市、服务网络覆盖 56 座城市。创始版 4 月 3 日开始交付，标准版与 MAX 版提前到 4 月 18 日交付，Pro 版 5 月 18 日开启交付。小米用三年时间成功交出满意的答卷，小米汽车首战告捷。

图33：小米汽车发展历程



资料来源：小米官网，搜狐、爱企查等，民生证券研究院整理

五大核心技术赛道持续深耕。2023年12月28日，小米汽车技术发布会首次公布“摩德纳”架构五大核心自研技术：**1) 超级电机**：小米此次自研HyperEngine V8s、HyperEngine V6/V6s三款超级电机，采用多项创新技术。转速位居行业前端；强度、散热、做功效率达到国际领先水平。**2) 自研CTB一体化电池技术**：小米自研全球首个倒置电芯的CTB一体化电池，多项申请电池领域专利。搭载ASIL-D最高功能安全等级的全栈自研电池管理系统，全面提升电池的集成效率、安全和散热性能。**3) 超级大压铸**：小米自研“9100t超级大压铸集群”和压铸合金材料“泰坦合金”，成为国内唯一同时自主研发“大压铸”和“压铸材料”的汽车厂商。除此之外，小米汽车采用三段式可维修设计：一体压铸后地板 + 中高速溃缩区 + 低速溃缩区，克服传统大压铸弊端。**4) 全栈自研智能驾驶技术**：小米全栈自研的智能驾驶技术助力小米跻身行业前列，首发自适应变焦BEV技术、道路大模型及超分辨率占用网络技术。从技术创新到硬件升级实现更灵敏、安全的辅助驾驶能力。**5) 智能座舱**：小米构建一个统一的视觉交互体系，实现从软件到硬件的全面共享生态。采用“以人为中心”的交互架构，拥有强大的生态应用拓展能力，为用户带来全新“人车家”全生态体验。

表3：小米汽车性能介绍

	SU7	SU7 Pro	SU7 Max
0-100km/h 加速时间 (s)	5.28	5.7	2.78
最高时速 (km/h)	210		265
电机类型	后永磁/同步		前感应/异步 + 后永磁/同步
最大功率 (kW)	220		495
电池容量 (kWh)	73.6	94.3	101
电池特色技术	CTB 一体化电池技术		
智能驾驶操作系统	Xiaomi Pilot Pro	Xiaomi Pilot Max	Xiaomi Pilot Max
智能驾驶芯片	NVIDIA DRIVE Orin	NVIDIA DRIVE Orin*2	NVIDIA DRIVE Orin*2
智能驾驶芯片算力	84	508	508
智能座舱系统	Xiaomi HyperOS	Xiaomi HyperOS	Xiaomi HyperOS
智能座舱芯片	骁龙 8295	骁龙 8295	骁龙 8295

资料来源：小米官网，民生证券研究院整理

掌握核心竞争优势，做行业的领头人。相比于其他同级竞争对手，小米 SU7 的核心优势主要体现在以下几个方面：

1、续航能力：小米 SU7 搭载宁德时代的麒麟电池，最高达到了 800km (CLTC) 续航和更快的充电速度。

2、极致性能：小米 SU7 的发动机性能最大化，最大功率可达 495 (kw)，最大扭矩 838 (N*M)，总马力最大 673 (Ps)，百公里加速最快仅需 2.78s，在同价位对标车型中达到最高水平。

3、外观新颖：独特的外观设计和颜色吸引消费者的关注，流线型外观将风阻降低到 0.195，同时也保留了足够的空间设计，使其拥有 105L 的前备箱和 517L 的后备箱。

4、智能化系统：搭载独家 Xiaomi Pilot 辅助驾驶系统，以及小米全生态车机系统，驾驶更智能，出行更方便。

表4: 小米 SU7 竞品对标

	小米 SU7	特斯拉 model3	极氪 007	智界 S7	蔚来 ET5	小鹏 P7i
指导价 (万元)	21.59-29.99	23.19-27.19	24.99-29.99	24.98-29.98	29.8-35.6	20.39-24.99
纯电续航里程 (km)	700/830/800	606/713	870/770/660	705/855	560/710/1055	550/702
最大功率(kw)	220/495	194/331	310/475	215	360	203
最大扭矩(N^m)	400/838	340/559	440/710	679	700	440
长宽高(mm)	4997*1963*1455 /1440	4720*1848*1442	4865*1900*1450 /4880*1900*1448	4971*1963*1474 /1472	4790*1960*1499	4888*1896*1450
轴距(mm)	3000	2875	2928	2950	2888	2998
百公里加速	5.28/5.7/2.78	6.1/4/4	5.4/3.5/2.84	5.4	4	6.4
前备箱容积(L)	105	88	31	-	-	-
后备箱容积(L)	517	594	462	420	380	440
风阻系数(Cd)	0.195	0.22	0.197	0.203	0.24	0.236
电机品牌	联合电子	特斯拉	衢州极电	华为数字	蔚来动力	浙江方正
总马力(Ps)	299/673	264/450	422/646	292	490	276
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池/三元锂电池	三元锂电池	三元锂+磷酸铁锂/三元锂电池	三元锂+磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂电池/三元锂电池
电芯品牌	弗迪/宁德时代	四川时代/爱尔集	时代吉利	江苏时代	江苏时代	亿维动力
辅助驾驶芯片	英伟达 Drive Orin/ 英伟达 Drive Orin*2	HW4.0 *2	NIVDA Drive Orin /NIVDA Drive Orin *2	NIVDA Drive Orin-X	4 颗 NIVDA Drive Orin-X	1 颗英伟达 Drive Orin-X/2 颗英伟达 Drive Orin-X
摄像头数量	11	7	12	10/11	11	12
辅助驾驶系统	Xiaomi Pilot Pro	Autopilot	ZEEKR AD	HUAWEI ADS	Aquila 蔚来超感系统	XPILOT/XPILOT XNGP
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2	L2	L2
中控屏幕尺寸	16.1	15.4	15.05	15.6	12.8	10.25

资料来源: 汽车之家, 各公司官网, 民生证券研究院整理

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2024-2026 年整体营收分别为 3422.35 亿元、3745.29 亿元和 4393.95 亿元,同比增速分别为 26.3%、9.4%和 17.3%,毛利率分别 21.69%、21.80%和 21.71%。分业务来看:

智能手机: 该产品为公司主要收入来源。24H1, 智能手机业务实现收入 930 亿元,同比增长 29.9%, 毛利率为 13.5%。据 IDC, 24Q2 全球智能手机出货量同比增长 6.5%至 2.85 亿部, 全球智能手机出货量已连续四个季度实现增长, 为今年预期的复苏积聚了动力。端侧 AI 加速为手机行业开辟新成长机遇, 有望未来几年推动行业持续增长。随着消费需求复苏, 以及 AI 新产品拓展与高端化持续推进, 预计收入和毛利率都将持续增长, 预计 2024-2026 年公司智能手机业务收入将保持 15.0%/10.0%/12.0%增长, 毛利率分别为 13.5%/14.0%/14.5%。

IoT 与生活消费产品: 通过自主研发和生态链合作, 小米已成为全球领先的 IoT 平台之一。24H1, IoT 与生活消费产品业务实现收入 471 亿元, 同比增长 20.6%, 毛利率为 19.8%。各重点品类持续健康增长, 公司不断完善平板产品矩阵, 继续优化智能大家电产品组合, 空调、冰箱、洗衣机保持增长势头。考虑到“人车家全生态”战略对 IoT 业务的带动及产品品类的丰富, 预计 2024-2026 年 IoT 与生活消费品收入同比增速分别为 20.0%/5.0%/2.5%, 规模效应有望推动毛利率稳步提升, 我们预计 24~26 年的毛利率分别为 19.8%/20.0%/20.2%。

互联网服务: 互联网已成为公司重要的收入增长点。24H1, 互联网服务业务收入 163 亿元, 同比增长 12.7%, 毛利率为 76.3%。依托庞大的智能设备用户群体和强大的生态系统, 互联网服务不断变现流量。伴随手机高端化带来的付费用户数增长叠加境外互联网收入的提升, 预计 2024-2026 年互联网服务收入同比增速分别为 12.5%/5.0%/7.0%, 我们认为随着用户规模的不断扩大、高端机型的持续热销以及海外市场收入的进一步增长, 毛利率有望继续稳步提升, 预计 24~26 年毛利率分别为 76.3%/76.6%/77.0%。

智能电动汽车: 小米汽车布局十余年稳步推进, 2024 年 3 月发布会官宣首款汽车 SU7 正式上市, 27 分钟预定超 5 万台。4 月正式开启交付 Xiaomi SU7 和 Xiaomi SU7 Max, 并于 2024 年 5 月正式开启交付 Xiaomi SU7 Pro。小米汽车自发布便受市场广泛关注, 订单需求强劲。据小米汽车官微报道, 2024 年 7 月小米 SU7 交付量超 10000 辆, 8 月交付量将持续破万, 预计 11 月提前完成全年 10 万辆交付目标。24H1, 公司交付汽车 27307 辆, 实现总收入 64 亿元, 毛利率为 15.4%。我们假设 24~26 年每辆汽车创收水平同 24H1, 同时考虑到产能爬坡, 预计 2025-2026 年公司智能电动汽车产品营收增速分别为 25.0%/100.0%, 24 年全年毛利率水平同 24H1, 25~26 年毛利率水平因规模效应有望稳步提升, 预

计 2024-2026 年毛利率分别为 15.4%/16.0%/17.0%。

表5：公司分业务销售收入预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	270,970.14	342,235.49	374,528.83	439,395.50
智能手机	157,461.31	181,080.51	199,188.56	223,091.18
IoT与生活消费产品	80,107.74	96,129.29	100,935.75	103,459.15
互联网服务	30,107.49	33,870.93	35,564.47	38,053.99
智能电动汽车		28,124.66	35,155.82	70,311.64
其他业务	3,293.60	3,030.11	3,684.22	4,479.54
营收增长率	-3.24%	26.30%	9.44%	17.32%
智能手机	-5.83%	15.00%	10.00%	12.00%
IoT与生活消费产品	0.39%	20.00%	5.00%	2.50%
互联网服务	6.31%	12.50%	5.00%	7.00%
智能电动汽车			25.00%	100.00%
其他业务	-30.08%	-8.00%	21.59%	21.59%
毛利率	21.21%	21.69%	21.80%	21.71%
智能手机	14.59%	13.50%	14.00%	14.50%
IoT与生活消费产品	16.33%	19.80%	20.00%	20.20%
互联网服务	74.18%	76.30%	76.60%	77.00%
智能电动汽车		15.37%	16.00%	17.00%
其他业务		19.41%	19.41%	19.41%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 费用率预测

随着公司销售模式和管理模式趋于成熟，预计未来公司各费用率水平随着收入规模增长而逐步摊薄，同时参考 2023 年公司各项费用率水平，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 7.00%、6.90%、6.80%。后续随公司产品线布局逐步完善，人员配置逐步齐全，同时伴随公司经营规模的扩大，预计 2024-2026 年管理费用率逐步摊薄，管理费用率分别为 1.85%、1.80%、1.75%，研发费用率伴随造车业务开拓，24 年小幅提升，25-26 年逐年缓降，研发费用率分别为 7.20%、7.10%、7.00%。

表6：费用率预测

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.10%	7.00%	6.90%	6.80%
管理费用率	1.89%	1.85%	1.80%	1.75%
研发费用率	7.05%	7.20%	7.10%	7.00%
财务费用率	-0.74%	-0.57%	-0.57%	-0.60%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.3 估值分析与投资建议

我们预计公司 24-26 年将实现营收人民币 3422.35/3745.29/4393.95 亿元，归母净利润人民币 196.75/221.17/257.84 亿元，对应现价 PE 分别为 22/20/17 倍，对应现价 PS 分别为 1.5/1.4/1.2 倍。

我们采用分部估值法对公司进行估值：**非汽车业务方面**，选择全球领先的手机品牌且同样提供一系列在线及增值服务的苹果和国内手机品牌厂商传音控股作为可比公司，小米的品牌力和软硬一体化能力不及苹果，但产品丰富度和生态建设优于传音控股，因此参考两个可比公司 PE 的平均值给予小米非汽车业务 24 年 23.6 倍的 PE (基于经调整净利润)，对应市值 5670.11 亿元。**汽车业务方面**，由于尚未开始盈利，因此采用 PS 估值法。我们选择理想汽车、蔚来、小鹏汽车作为可比公司，尽管公司在造车领域处于起步阶段，但未来三年收入有望保持高速增长，具备一定的成长性，因此基于三个可比公司 PS 的平均值向下调整后给予小米汽车业务 24 年 1.0 倍的 PS 估值，对应市值 281.25 亿元。两分部相加可得 24 年小米集团目标市值 5951.36 亿元。随着智能手机行业回暖和产品结构改善，以及汽车业务逐渐成熟，公司业绩或将持续改善，并在行业格局的变化中进一步成长，维持“推荐”评级。

表7：非汽车业务可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元) /亿美元)	归母净利润/经调整净利润 (亿元/亿美元)			PE (X)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
AAPLO	苹果	33,870.00	969.95	1,029.20	1,120.87	34.9	32.9	30.2
688036.SH	传音控股	861.00	55.37	60.54	72.55	15.5	14.2	11.9
	平均值						23.6	
	小米集团非汽车业务	5,670.11	192.73	240.61	261.32	29.4	23.6	21.7

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价为 2024 年 9 月 17 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB，苹果对应单位为亿美元，传音控股对应单位为亿元）

表8：汽车业务可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收入 (亿元)			PS (X)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
2015.HK	理想汽车-W	1,432.00	1,238.51	1,473.96	2,020.18	1.2	1.0	0.7
9866.HK	蔚来-SW	783.00	556.18	702.73	1,044.38	1.4	1.1	0.7
9868.HK	小鹏汽车-W	590.00	306.76	439.67	714.22	1.9	1.3	0.8
							1.1	
	小米集团汽车业务	281.25	-	281.25	351.56	-	1.0	0.8

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价为 2024 年 9 月 17 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

6 风险提示

1) **下游需求不及预期。**宏观经济若出现波动可能导致消费电子及汽车下游需求疲软，影响公司业绩表现。

2) **市场竞争加剧。**行业全球化竞争，若公司所处手机与汽车行业的海内外竞争者采取激进竞争策略，则将影响公司市场拓展，业务发展受限。

3) **造车等新业务不及预期。**造车研发费用呈上升态势，对利润形成压力。若研发进展不及预期，将直接影响公司的收入增长。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	199,053	229,404	264,538	315,214
现金及现金等价物	33,631	61,058	93,373	132,103
应收账款及票据	12,151	11,408	12,484	14,647
存货	44,423	52,111	56,948	66,894
其他	108,848	104,826	101,733	101,571
非流动资产合计	125,195	129,433	130,768	131,948
固定资产	13,721	15,825	16,226	16,567
商誉及无形资产	18,608	20,441	21,075	21,614
其他	92,866	93,166	93,466	93,766
资产合计	324,247	358,837	395,306	447,162
流动负债合计	115,588	129,257	142,577	167,614
短期借贷	6,183	8,183	10,183	12,183
应付账款及票据	62,099	67,000	73,218	86,006
其他	47,306	54,073	59,176	69,424
非流动负债合计	44,398	45,613	46,613	47,613
长期借贷	21,674	23,674	24,674	25,674
其他	22,724	21,939	21,939	21,939
负债合计	159,986	174,870	189,191	215,227
普通股股本	0.41	0.41	0.41	0.41
储备	163,995	183,680	205,806	231,600
归属母公司股东权益	163,995	183,680	205,807	231,600
少数股东权益	266	286	308	334
股东权益合计	164,262	183,966	206,115	231,934
负债和股东权益合计	324,247	358,837	395,306	447,162

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	41,300	23,086	29,766	36,187
净利润	17,475	19,675	22,117	25,784
少数股东权益	-1	20	22	26
折旧摊销	4,836	5,562	5,965	6,120
营运资金变动及其他	18,990	-2,171	1,662	4,257
投资活动现金流	-35,169	1,986	1,323	1,426
资本支出	-6,269	-9,500	-7,000	-7,000
其他投资	-28,900	11,486	8,323	8,426
筹资活动现金流	-505	2,345	1,216	1,107
借款增加	3,646	4,000	3,000	3,000
普通股增加	-1,287	0	0	0
已付股利	-2,884	0	0	0
其他	20	-1,655	-1,784	-1,893
现金净增加额	6,024	27,427	32,315	38,730

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270,970	342,235	374,529	439,395
其他收入	0	0	0	0
营业成本	213,494	268,002	292,873	344,025
销售费用	19,227	23,956	25,842	29,879
管理费用	5,127	6,331	6,742	7,689
研发费用	19,098	24,641	26,592	30,758
财务费用	-2,002	-2,934	-2,785	-2,741
权益性投资损益	38	34	35	36
其他损益	5,945	2,536	2,587	2,688
除税前利润	22,011	24,809	27,887	32,511
所得税	4,537	5,113	5,748	6,701
净利润	17,474	19,695	22,139	25,810
少数股东损益	-1	20	22	26
归属母公司净利润	17,475	19,675	22,117	25,784
EBIT	20,009	21,875	25,102	29,770
EBITDA	24,845	27,437	31,067	35,890
EPS (元)	0.70	0.79	0.89	1.03

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-3.24	26.30	9.44	17.32
归属母公司净利润	606.34	12.59	12.41	16.58
盈利能力(%)				
毛利率	21.21	21.69	21.80	21.71
净利率	6.45	5.75	5.91	5.87
ROE	10.66	10.71	10.75	11.13
ROIC	8.27	8.05	8.27	8.76
偿债能力				
资产负债率(%)	49.34	48.73	47.86	48.13
净负债比率(%)	-3.52	-15.87	-28.39	-40.63
流动比率	1.72	1.77	1.86	1.88
速动比率	0.75	0.87	1.00	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.00	0.99	1.04
应收账款周转率	22.63	29.05	31.35	32.39
应付账款周转率	3.71	4.15	4.18	4.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	0.79	0.89	1.03
每股经营现金流	1.66	0.93	1.19	1.45
每股净资产	6.57	7.36	8.25	9.28
估值比率				
P/E	25	22	20	17
P/B	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.43	15.78	13.94	12.07

插图目录

图 1: 小米集团发展历程.....	3
图 2: 小米业务布局.....	4
图 3: 2023 年 12 月 31 日公司股权结构.....	4
图 4: 公司营收情况 (亿元)	5
图 5: 公司经调整净利润情况 (亿元)	5
图 6: 公司主要业务营收占比.....	6
图 7: 公司主要业务毛利率情况.....	6
图 8: 2Q24 全球智能手机出货量市场份额.....	7
图 9: 2Q23-2Q24 中国市场智能手机销量 (百万台) 及同比增速.....	8
图 10: 小米智能手机价位段分布.....	8
图 11: 小米智能手机 ASP (美元)	8
图 12: 小米智能手机各区域分布.....	9
图 13: 全球新一代 AI 手机出货量预测 (亿部)	10
图 14: 中国新一代 AI 手机出货量预测.....	10
图 15: 小米手机 AI 功能.....	11
图 16: 小米 IoT 与互联网服务布局.....	12
图 17: 2019-2024H1 小米 IoT 与生活消费产品收入 (亿元)	13
图 18: 2019-2024H1 小米 IoT 与生活消费产品毛利率 (%)	13
图 19: 2019-2024H1 小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备数量 (亿台)	13
图 20: 2019-2024H1 米家 app 月活跃用户 (万人)	13
图 21: 24Q2 TWS 设备全球出货量(百万台).....	14
图 22: 24Q2 TWS 设备全球出货量占比(%).....	14
图 23: 24Q2 全球平板电脑出货量 (百万台)	15
图 24: 24Q2 全球平板电脑出货量占比(%).....	15
图 25: 2019-2024H1 小米互联网服务收入 (亿元)	15
图 26: 2019-2024H1 小米互联网服务毛利率 (%)	15
图 27: 2019-2024H1 小米全球 MIUI 月活跃用户数量 (百万)	16
图 28: 2019-2024H1 小米中国大陆 MIUI 月活跃用户数量 (百万)	16
图 29: 2019-2024H1 小米广告收入 (亿元)	16
图 30: 2019-2024H1 小米游戏收入 (亿元)	16
图 31: 2021-2024H1 小米境外互联网服务收入 (亿元)	17
图 32: 2021-2024H1 小米境外互联网服务收入在互联网服务收入中占比 (%)	17
图 33: 小米汽车发展历程.....	19

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 小米各领域投资公司 (部分)	5
表 2: 全球主流端侧 AI 设备梳理.....	9
表 3: 小米汽车性能介绍.....	20
表 4: 小米 SU7 竞品对标.....	21
表 5: 公司分业务销售收入预测.....	23
表 6: 费用率预测.....	23
表 7: 非汽车业务可比公司估值.....	24
表 8: 汽车业务可比公司估值.....	24
公司财务报表数据预测汇总.....	26

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026