

电子

2024 年 11 月 16 日

小米集团-W (01810)

——高端化突破，背后的商业模式与管理进阶（智联汽车系列深度之 37 暨 AIPC 系列 9）

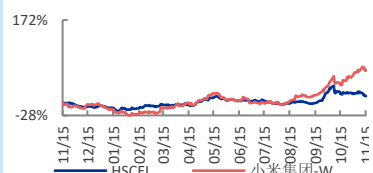
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2024 年 11 月 15 日

收盘价（港币）	28.00
恒生中国企业指数	6980.06
52 周最高/最低（港币）	29.70/11.84
H 股市值（亿港元）	6,989.52
流通 H 股（百万股）	20,445.05
汇率（人民币/港币）	1.0811

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

杨海晏 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

杨海晏
(8621)23297818x
yanghy@swsresearch.com

- 本篇小米集团深度报告预期差在于剖析小米集团战略、商业模式、组织架构调整与成效。
- 高端化探索，背后的商业模型与治理管理变化。1) 小米近年过程可大致划为几大阶段，2010-2014、2015-2016、2017-2021H1、2021H2-2023Q3、2023Q4 至今。2) 一些重点背景环境、标志性产品，都是支撑上述划分的关键。例如 2014 年前互联网和智能手机渗透率高增、之后线下渠道是关键。再例如第一阶段智能手机渗透率情况和红米的出现、第二阶段建立小米之家和雷军亲自管供应链、第三阶段成立中国区渠道下沉、第五阶段小米 SU7 成功和集团总裁卢伟冰兼任手机部总裁等。3) 小米发展的核心思路应当是：同样是发展爆品，第一阶段低价、性价比，第二阶段高端化。为了支持这个转变，管理治理、零售渠道都要有匹配性变化，投资者也看到较多波折。4) 支持管理治理进步的事件包括合伙人制度、新增金字塔架构、高端化战略工作组、设立关键委员会等。支持零售渠道的重要事件包括建立小米之家与专卖店、2016 年雷军亲自管供应链、2018 年线下渠道下沉且 12 月成立中国区、2021 年 10 月线下店突破 1 万家、2022-2023 门店提效整合、2024 年线下重新扩张且 10 月汽车销交服并入中国区。5) 投资者应当从产业与管理的角度理解和预测上述过程。若转型基本完成，小米后续高端爆品成功率会增加，增速、利润率、研发、估值倍数等财务参数也会匹配性变化。
- 小米 3C 业务迎正循环。2023 小米手机出货量 1.46 亿部，全球第三；在手机业务带动下，平板、空冰洗出货量均创历史新高，2023 年大家电业务收入增长 40%。
- 从 MIUI 到 Hyper OS，坚持软硬件耦合发展，与人车家战略生态相协同。2023 将操作系统底层合并为 Hyper OS，注入关键技术 Xiaomi HyperMind、大模型、运行框架。
- 小米 SU7 十倍投入，加速端到端智驾等前沿研发，打造全球前五车厂的底气。小米通过十亿级 3C 用户底座和营销漏斗改变着汽车行业营销模型，SU7 销量连续 5 个月销量过万台，2024 年交付目标 12 万台。汽车工厂打造六大核心车间，我们估算一期工厂产能约 19 万台，远超设计产能。
- 首次覆盖，给予买入评级。我们预计小米集团整体 2024-2026 营业收入分别为 3,474/4,137/4,556 亿元，同比 +28%/+19%/+10%；调整后归母净利润分别为 243/262/284 亿元，同比 +26%/+8%/+9%。我们对小米集团采用 SOTP 分部估值法。“智能手机 x AIoT”分部已处于稳定经营期，基于 2025E 除 EV 业务外调整后净利润 332 亿元，给予 22x 目标 PE，目标估值 7,165 亿元。智能电动汽车等创新业务分部仍处于持续投入与高速成长期，基于智能电动汽车等创新业务 2025E 收入 728 亿元，给予 0.9x 目标 PS，目标估值 674 亿元。2025E 目标市值 7,839 亿人民币（8,475 亿港元），对应目标价 33.9 港元/股，上行空间 21%。
- 风险：1) 市场竞争风险；2) 新产品口碑低于预期

财务数据及盈利预测

币种：人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	280,044	270,970	347,375	413,746	455,644
同比增长率（%）	-15	-3	28	19	10
归母净利润（百万元）	8,490	19,274	24,253	26,159	28,398
同比增长率（%）	-62	127	26	8	9
每股收益（元/股）					
净资产收益率（%）					
市盈率	76	34	27	25	23
市净率	4.50	3.94	3.54	3.16	2.84

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本；净利润、每股收益口径为 Non-IFRS



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。我们对小米集团采用 SOTP 分部估值法。“智能手机 x AIoT” 分部已处于稳定经营期，基于 2025E 除 EV 业务外调整后净利润 332 亿元，给予 22x 目标 PE，目标估值 7,165 亿元。智能电动汽车等创新业务分部仍处于持续投入与高速成长期，基于智能电动汽车等创新业务 2025E 收入 728 亿元，给予 0.9x 目标 PS，目标估值 674 亿元。2025E 目标市值 7,839 亿人民币 (8,475 亿港元)，对应目标价 33.9 港元/股，上行空间 21%。

关键假设点

1) 智能手机业务：预计智能手机业务 2024-2026 营业收入分别为 1,873/1,986/2,061 亿元，同比+19%/+6%/+4%；毛利率 12.5%/12.2%/13.0%。

2) IoT 与生活消费产品业务：预计 IoT 与生活消费产品业务 2024-2026 营业收入分别为 943/1,047/1,120 亿元，同比 +18%/+11%/+7%；毛利率 19.4%/18.3%/17.3%。

3) 互联网服务业务：预计互联网服务业务 2024-2026 营业收入分别 339/377/419 亿元，同比+12%/+11%/+11%；毛利率 75.9%/75.5%/75.5%。

4) 智能电动汽车等创新业务：我们预计小米汽车 2024-2026 交付 12.96/30.00/37.50 万台，单车价格 22.97/ 23.79/ 25.00 万元，规模效应释放下毛利率有望上行。预计智能电动汽车等创新业务 2024-2026 营业收入分别 304/728/956 亿元，2025-2026 同比+140%/+31%；毛利率 16.4%/17.8%/18.8%。

5) 运营费用率：预计 2024-2026 销售费用率分别为 7.0%/7.0%/7.2%；管理费用率分别为 1.7%/1.7%/1.8%；研发费用率 5.9%/5.7%/6.1%。

有别于大众的认识

市场认为小米集团的营收或利润应当是线性式增长，因此在增速放低时会降低其估值。我们认为企业价值不应唯成长论，小米集团的商业模型更加凸显韧性以及新业务拓展能力，具有在任何增量 2C 市场的复制能力。从消费电子拓展至白电、汽车的过程，已证明其管理架构、营销、销售、技术团队的迭代能力。

市场认为小米集团的主要优势在于互联网营销，本文也较大篇幅分析了小米基于互联网搭建的商业模式优势，但我们发现小米集团的竞争力底色在变化，2023 年 8 月，小米明确了“新十年目标”：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。

股价表现的催化剂

1) 智能手机高端化超预期；2) 汽车销量超预期；3) 互联网业务盈利提升。

核心假设风险

1) 市场竞争风险 2) 新产品口碑低于预期

目录

1. 小米：高端化探索，背后的商业模式与治理管理	6
1.1 小米效率模型演进：从“互联网+”到“互联网+制造”	6
1.2 公司治理：从合伙人制度到设立关键委员会	10
1.3 新零售战略：整合后再加速	13
1.4 小结	16
2. 小米手机：高端化探索，做对了什么？	17
2.1 小米手机高端化之路	17
2.2 补齐零售：手机业务带动全品类 SKU	18
2.3 升级 OS 与 AI：全生态底座澎湃 OS 与原创架构	19
3. 小米汽车：高端化里程碑，SU7 首发告捷	21
3.1 硬件能打、流量添翼，小米 SU7 首发告捷	21
3.2 智驾：十倍投入，蕴含五大技术特色	24
4. 高端化的接力：后续空间、服务与研发投入	26
4.1 小米互联网服务增长空间 2 倍	26
4.2 增加研发投入，严控运营费用	27
5. 盈利预测与估值	29
5.1 分业务盈利预测	29
5.2 投资意见分析	30
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：小米定价模式.....	8
图 2：小米效率模型的演进的横纵轴示意图	9
图 3：小米集团早期的组织架构（2018 年上市前）	10
图 4：小米集团 2023 年的组织架构.....	10
图 5：小米新零售体系	13
图 6：中国大陆区小米零售店数量（家）	13
图 7：手机线下渠道模式对比.....	14
图 8：小米之家的 ROI	15
图 9：一图小结小米第一阶段与当前商业模式的对照图.....	16
图 10：小米手机出货量（百万部）	17
图 11：小米手机系列分布.....	17
图 12：2Q24 小米高端产品占比提升至 22.1%.....	18
图 13：2020-2024 年小米新零售的年度策略.....	18
图 14：中国大陆区小米零售店数量（家）	18
图 15：2023 年 GMV 修复，2024 盘整后再出发	19
图 16：小米手机境内线下市场份额提升至 10.4%.....	19
图 17：小米澎湃 OS 技术架构	19
图 18：HyperOS 固件精简	20
图 19：小米澎湃 OS 的 AI 服务框架技术架构	20
图 20：小米首款电动车 Xiaomi SU7	21
图 21：小米汽车产品路线图	21
图 22：小米 SU7 连续 5 个月销售量破万台	22
图 23：小米位列 10 月新势力轿车销量第一.....	22
图 24：2024 年底小米汽车计划开设 219 家销售门店.....	23
图 25：小米汽车工厂核心六大车间关键工艺 100%自动化.....	23
图 26：小米汽车智驾技术位列第一梯队.....	24
图 27：小米智能驾驶.....	24
图 28：小米端到端感知决策大模型.....	25
图：小米汽车业务费用前置投入（亿元）	

图 30：小米汽车的自研五大核心技术	25
图 31：小米与苹果的软件/硬件收入比.....	26
图 32：小米互联网服务构成（亿元）	26
图 33：小米高端机 LTV 是普通机型的 2 倍.....	26
图 34：小米互联网服务海外收入占比逾 30%	27
图 35：2018 年以来小米营收已充分国际化（亿元）	27
图 36：2Q2024 研发费用达 55 亿，全年预计 240 亿	27
图 37：小米营业费用率拆分	28
表 1：小米发展历程复盘.....	7
表 2：小米合伙人（2020 年）	11
表 3：2023 年新组建集团经营管理委员会成员、人力资源委员会成员	11
表 4：小米集团当前高管团队.....	11
表 5：小米汽车部分关键人物.....	12
表 6：小米集团盈利预测与关键假设	30
表 7：小米集团分部估值.....	31
表 8：小米集团可比估值表	31

1. 小米：高端化探索，背后的商业模式与治理管理

1.1 小米效率模型演进：从“互联网”到“互联网+制造”

小米发展历程复盘，大致经历以下数个阶段。每个阶段都映射了外部科技趋势、商业模式、渠道、管理等因素，体现了小米的效率模型演进历程。

1) 2010-2014 初步形成了小米的效率模型，硬件+软件+服务的铁人三项。2010 推出 MIUI，再以性价比品牌手机抢占硬件市场，2013 开始拓展 IOT（路由器、电视等），软硬一体雏形具备，并开始出海，2014 年开始布局印度市场。这一时期的爆品特征追求性价比，硬件以产品设计和贴牌代工合作及生态链投资孵化模式，产品以低价和硬件的低利润率为特征，营销以线上为主。与之配套，这一时期是扁平的合伙人制度。

2) 2015-2016 手机业务调整期：智能手机行业红利期仍在但小米供应链能力跟不上业务的发展，线下渠道空白导致在竞争中处于不利地位。雷军亲自管供应链，优化供应链管理、加强产品质量控制，并改进营销策略，开始建线下渠道。

3) 2017-2021H1，高速发展期，发力线下。效率模型最大的变化是渠道开始做重，小米坚持低溢价和 DTC 基础上，发力线下，县乡下沉为主要目标。爆品策略调整，区分了红米（性价比）和小米（中高端）两个品牌，IOT 延展到客单价更高、制造研发难度更高的空调洗衣机冰箱等白电领域。18 年上市后组织架构调整，提拔年轻高管；20 年 8 月启动合伙人计划并引入 4 位新进合伙人。

4) 2021H2-23Q3 高端化和汽车蓄力：21 年 12 月 28 日雷军宣布未来五年，小米研发投入提高到超 1000 亿元。手机高端化探索受挫，同时瞄准下一个重要硬件方向-汽车。线下渠道高速扩张，21 年底突破 1 万家门店但疫情反复叠加下沉扩张太快未能充分体现成果。印度市场下滑但不改全球化策略。23 年组织架构变革设立集团经营管理委员会和人力资源委员会。

5) 23Q4 以来高端化和汽车初收获：小米 14 和汽车 SU7 获得成功、小米空调成为白电黑马。23 年 10 月雷军表示，小米新十年（2020-2030）的战略目标是，持续投入底层核心技术，致力成为新一代全球硬核科技引领者。操作系统、芯片、AI 等底层技术是主要发力方向，深入到上游制造环节，落成昌平手机工厂和亦庄汽车工厂。24 年线下零售重启扩张，以支持高端化、出海、汽车战略。

下表中，一些重点背景环境、标志性产品，都是支撑上述划分的关键。例如第一阶段智能手机渗透率情况和红米的出现、第二阶段建立小米之家和雷军亲自管供应链、第三阶段成立中国区渠道下沉、第五阶段小米 SU7 成功和集团总裁卢伟冰兼任手机部总裁等。

表 1：小米发展历程复盘

	2010—2014 高速增长，效率模型初成	2015-2016 手机调整及 IOT 布局	2017-2021H1 重回增长，发力线下	2021H2-23Q3 高端化和汽车蓄力	23Q4 以来 高端化和汽车初收获
产业背景	互联网高速发展 全球智能手机渗透率提升	国内手机市场下沉；线下零售 成为手机主要出货渠道	国内手机逐渐饱和但高 端机有结构机会。 华为手机受阻一度让出 份额后逐步回归，聚焦中 高端；荣耀独立后，中低 端市场更激烈。	互联网进入低速增长长期。 疫情反复冲击手机市场和线下 零售，23 年复苏。 手机出海浪潮但地缘因素更复 杂。 汽车电动化、智能化，国产自 主品牌崛起	端侧 AI 带来硬件智能化 创新机遇 汽车智能化，国产自主品 牌崛起
核心产品	手机：小米 1-小米 4、红米 IOT：路由器、盒子、电视、 平板、手环、空气净化器	IOT：电饭煲、笔记本	17.7 小米 AI 音箱 2018 智能空调和洗衣机 2019 年智能冰箱 2020 小米 10 探索中高 端	21 年 3 月宣布储备造车 22.12 小米 13	23.10 小米 14 24.10 小米 15 24.3 汽车 SU7 小米空调
硬件	性价比手机为核心 2014 发布 IoT 模组，正式启 动 IoT 平台业务	16.3 发布米家品牌	17.12 自研手机芯片澎湃 S1 19.1 手机+AIoT 19.1 小米/Redmi 双品牌 20.8 手机×AIoT	加大底层技术研发投入 发力互联网+制造 自研高端装备和手机生产线 小米产业基金投资半导体和智 能制造	2023 年人车家全生态 2023 年重组大家电部 落成汽车手机智能工厂， 拟建立智能家电创新生产 基地
软件	10.8 小米 MIUI 操作系统。 10.12 米聊 2013 年小米游戏	16.3 米家 APP	17.7 小米同学 17.11 宣布对外开放 IOT 平台 20.11 Xiaomi Vela 物联 网嵌入式操作系统	21.12 MIUI Watch、MIUI Home、MIUI TV、小米妙享 覆盖个人、家庭、企业三大场 景。	23.10 自研操作系统澎湃 OS
营销和渠道	电商自有平台+第三方电商 销售、社交媒体社区运营	建立小米之家和小米专卖店	发力线下渠道下沉 18.12 成立中国区 20 年底小米之家 1000 家	加速开店到整合提效 21 年 10 月线下店突破 1 万家， 22-23 门店提效整合	线下重新扩张，汽车协同、 出海是 24.10 汽车销交服并入中 国区
市场策略	发烧友米粉； 出海：印度，后拓展东南亚	一二线城市和三四线城市	国内县乡下沉 国际化从新兴市场再到 成熟市场，进入中东、拉 美、非洲、欧洲市场	22-23 印度市场下滑 但全球化继续推进	高端化、全球化
组织和管理变 革	扁平的合伙人制度	16 年雷军亲自管供应链	18.9 新设集团参谋部和 组织部；将四个业务部改 组成十个新的业务部，一 大批 80 后年轻高管走上 前台 18.12 将销售与服务部改 组为中国区 20.8，小米推出新的合伙 人制度	21.7 向技术人员、新十年创业 者计划首批入选者、中高层管 理者等 122 人，奖励 119,65 万股小米股票，向 3904 名员 工授予约 7000 万股股票 21.9 成立小米汽车公司，雷军 任 CEO 22.2 建高端化战略工作组 23.1 设立集团经营管理委员 会和集团人力资源委员会	24.9 集团总裁卢伟冰兼 任手机部总裁，集团高级 副总裁曾学忠兼任国际业 务部总裁。 24.10 小米汽车销售、交 付及服务部门并入中国区

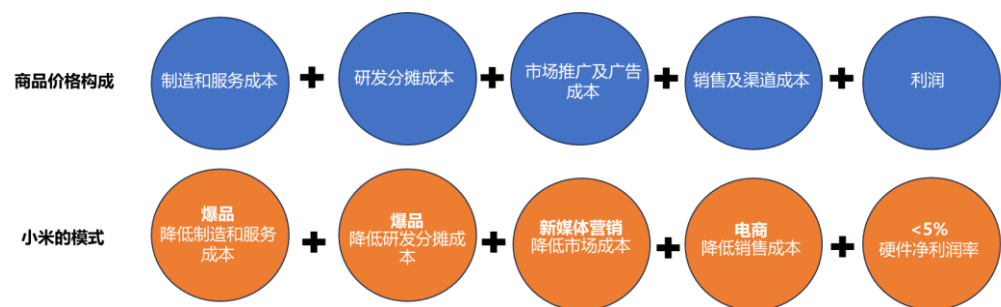
资料来源：小米官网，申万宏源研究

小米效率模型贯穿始终。小米的初衷是做“感动人心、价格厚道”的好产品，消除制造业和零售业不合理的成本和溢价。

根据《小米创业思考》：“纵观消费电子行业的综合定价逻辑，其实可以近似地视为BOM(物料及制造成本)乘以2,如果来实现小米模式的终极理想——成本1000元的BOM只卖1000元，那就只有一个可能：所有费用为0。这是一个非常理想的模型，由于研发、运营、仓储、运输、获客流量等各类硬成本的存在，我们无法真正做到所有费用为0，但小米模式是要通过高效率的运营，把各类费用都努力做到无限趋近0。”

- 1) **生产环节**：核心是“爆品”，通过商品的规模效应降低制造、服务、研发成本。
- 2) **流通环节**：核心是降低流通损耗，降低市场推广和渠道销售成本费用，直接触达消费者。
- 3) **利润率环节**：企业硬件利润率<5%，将高性价比的硬件当作获客成本，通过操作系统+互联网应用的软件生态来变现。

图 1：小米定价模式



资料来源：《小米创业思考》，申万宏源研究

效率带来性价比，小米性价比模型的核心是：1) 直达用户；2) 硬件“爆品”的规模效应降低制造研发分摊成本（量）；3) 互联网增值服务提升单用户 ARPU（价）。

爆品的特点是标准化、少量 SKU、大规模、长生命周期。复盘小米发展历程，不难发现为顺应消费电子产业的变化，定价模型的落地执行切入点发生变化。下面分两个阶段，分别论述这个观点：

第一阶段即早期“爆品”，核心是性价比导向。

面向中低端市场，制造研发（自主品牌设计但生产制造外包或投资孵化生态链）和营销销售模式（线上直达用户）偏轻，低价导向虽使公司及产业上下游合作伙伴没有足够的利润率空间，但可通过互联网变现。小米的前十年（2010-2020）也正是互联网的黄金十年，国内智能机还在增长期，互联网流量红利明显。初代小米效率模型积累了第一批米粉用户，奠定了软硬一体的产品雏形，然而这一模式的难点：1) 随着手机+IOT 竞争激烈，仅靠营销低价和贴牌生产难以成为爆品。2) 中低端市场互联网服务消费力不足。3) 线上流量红利消退。

第二阶段即当前“爆品”，核心是高端化。小米新十年更强调高端化战略，产品品类的选择延展用户生活多场景（人车家战略），制造（自主研发底层核心技术、建设智能工厂）和营销销售（线上流量+线下零售店）模式都在变重。

1) “爆品”定位转变，产品策略有多个具体变化，包括手机/IOT/汽车/AI/OS。从性价比导向抢占中低端市场向高端化转变。硬件上，手机致力于底层技术自研以实现产品差异化，服务高端化战略；IOT 发力空冰洗等白电，向米家自营品牌倾斜，加强生态链的品牌授权管理；小米汽车自研五大核心技术电驱、电池、大压铸、智能驾驶以及智能座舱；自建智能工厂、投资智能制造。软件上，投资人工智能和操作系统，期待实现跨人车家多场景的软件生态，在 AIGC 时代抢占物联网入口。

2) 销售策略需与时俱进，因为高端化爆品销售方式不同。融合线上线下的新零售，线下零售门店提升品牌形象和消费体验，加强手机+IOT+汽车销售连带，并向全球复制。

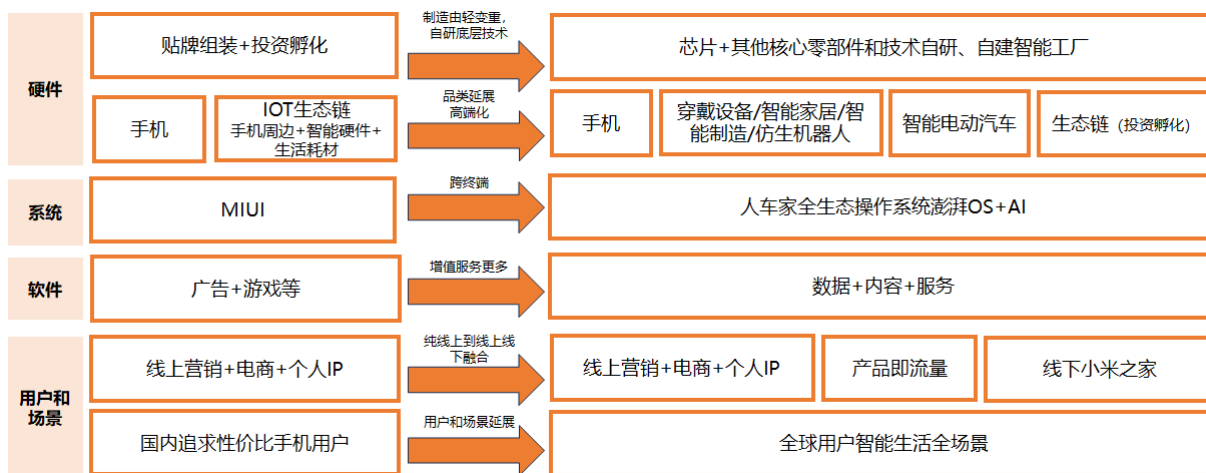
3) 市场策略也要更新。从面向早期的手机发烧友到面向全球用户跨终端的大众消费品，实现中国品牌和制造输出，同时可进一步提升规模效应。

4) 组织架构调整，核心原因是高端化爆品需要的经营要素更丰富、要求更高。松散的合伙人模式迭代为灵魂领袖+职业经理人的现代化企业管理模式，以适应多个产品线并进、多个市场（国内外）并进的战略。

5) 爆品成功率也会变化。投资者还应当理解的一点是，性价比爆品，主要比拼效率与成本，相对简单；而高端化爆品，强者众多，单品成功率会下降。过去几年线上线下、供应链、制造、产品线拓展的诸多反复与挫折，正是与高端化爆品竞争激烈、成功率不高匹配的。

归纳起来：小米在以性价比为纲的同时，横坐标拓展品类和目标市场，即手机、汽车和 IoT 全渠道、全球市场发力；纵坐标则是在每个品类都要在软件、硬件上夯实能力。目前小米渠道和智能制造均有不错的基本盘积累，底层核心技术研发是通向未来关键：操作系统 OS 正持续迭代和优化，未来自研芯片的突破、大模型时代端侧 AI 模型能力的进步及与硬件生态的打通是未来跟踪的重点。

图 2：小米效率模型的演进的横纵轴示意图



资料来源：小米历年年报，申万宏源研究

下面的章节分别论述模型演进中，治理以及新零售的匹配性变化。

1.2 公司治理：从合伙人制度到设立关键委员会

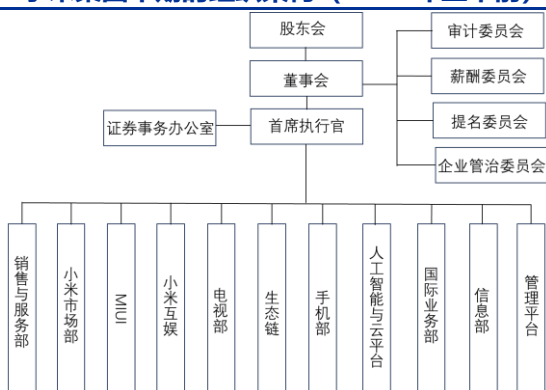
小米在上市之后，随着业务拓展与生态繁荣，公司对管理进行了变革。

一方面，组织架构上：从以业务为核心的横向合伙人组织架构转变为纵向的金字塔结构。早期的小米业务组织结构层级少、管理扁平，仅有合伙人-总监-工程师三个层级，每个合伙人对各自业务范畴有较大决策权。扁平结构有助于聚焦核心问题，提升组织灵活性和沟通效率，业务部门直面用户，加快产品迭代速度。但是随着产品品类和目标市场拓展、产品制造生产从轻到重，小米多次横向增加业务部门、重要部门纵向增加层级，并分离独立决策结构以横向加强业务协同形成集体决策。其中较大的两次变革：

1) 2018 年 9 月小米新设集团参谋部和集团组织部，进一步增强总部管理职能，将原四个业务部重组为十个新的业务部，一大批 80 后年轻高管走到台前。

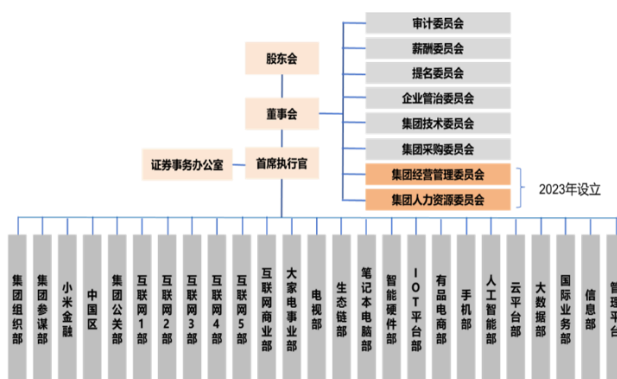
2) 2023 年，小米组织架构调整，设立两个关键委员会——集团经营管理委员会和人力资源委员会，公司创始人团队成员、外部引入高管、内部提拔年轻高级干部结合的班底，有望提升决策的质量和效率。

图 3：小米集团早期的组织架构（2018 年上市前）



资料来源：小米集团，申万宏源研究

图 4：小米集团 2023 年的组织架构



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

另一方面，内部培养+外部引进实现创始合伙人以及新管理层的更迭。

1) 合伙人制度变化：早期小米创始合伙人有 8 位，雷军外各自负责业务。2020 年 8 月，小米推出新的合伙人制度，并加入四名非创始合伙人高管，以形成激励。2019 年加入小米的卢伟冰凭借手机业务出色表现快速晋升为合伙人。

2) 在最新的 13 人高管名单中，颜克胜、朱丹、屈恒、马骥、许斐和张剑慧为内部晋升（在小米任职超过 10 年），卢伟冰、曾学忠、林世伟和王晓雁均为 2019-2020 年外部引入的高管。

3) 集团重要决策部门经营管理委员会和人力资源委员会由各业务和职能部门高管组成，雷军任两个委员会主任，卢伟冰任副主任。

4) 2024 年 9 月，卢伟冰担任集团总裁并兼任手机部总裁，直接向雷军汇报；曾学忠担任集团副总裁兼任国际业务部总裁，继续分管互联网业务部，向卢伟冰汇报。此次调整后预计将进一步推动手机业务的高端化；同时董事长雷军可以在小米汽车业务投入更多精力。

表 2：小米合伙人（2020 年）

姓名	小米经历
雷军	创始人、董事长兼 CEO。
林斌	联合创始人，执行董事。
刘德	联合创始人，曾经负责工业设计；高级副总裁及集团总干部部长。
洪锋	联合创始人，曾经负责 MIUI 业务；现任小米金融董事长。
王川	2012 年加入小米，2018 年成为联合创始人；曾经负责小米电视、小米盒子业务。
王翔	2015 年加入小米，2020 年成为合伙人，现为公司顾问；曾经负责战略合作与重要合作伙伴关系。
周受资	2015 年加入小米，2020 年成为合伙人；曾经任 CFO 和国际部总裁，2021 年离职。
张峰	2016 年加入小米，2020 年成为合伙人，现为公司顾问；曾经负责供应链，2023 年卸任总裁。
卢伟冰	2019 年加入小米，2020 年成为合伙人；现任公司集团总裁。

资料来源：公司官网，iFind，界面新闻，申万宏源研究

表 3：2023 年新组建集团经营管理委员会成员、人力资源委员会成员

2023 年新组建集团经营管理委员会成员		2023 年新组建集团人力资源委员会成员	
姓名	时任职务	姓名	时任职务
雷军	董事长，经管会主任	雷军	董事长，人力资源委员会主任
卢伟冰	总裁，经管会副主任	卢伟冰	总裁，人力资源委员会副主任
曾学忠	手机部总裁	刘德	总干部部长，人力资源委员会副主任
张峰	大家电部总裁	刘伟	总办主任，人力资源委员会秘书长
陈波	生态链部总经理	金玲	总干部副部长，人力资源委员会副秘书长
马骥	互联网部总经理	王栋	人力资源部总经理，人力资源委员会副秘书长
朱丹	新业务部总裁	朱磊	中国区政委
王晓雁	中国区总裁		
向征	国际部副总裁		
谢子阳	国际部副总裁		
林世伟	CFO		
潘九堂	参谋长，经管会秘书长		

资料来源：小米集团，申万宏源研究

表 4：小米集团当前高管团队

序号	姓名	加入小米时间	职位
1	雷军	创始人	执行董事、董事长及首席执行官，全面负责本集团策略、公司文化及关键产品，并监管高级管理团队。
2	林斌	联合创始人	执行董事、联合创始人、副董事长。
3	卢伟冰	2019	集团总裁、并兼任手机部总裁，分管生态链部、大家电部、中国区、国际业务部、印度区。
4	刘德	联合创始人	执行董事、联合创始人、高级副总裁及集团总干部部长。
5	曾学忠	2020	高级副总裁兼国际业务部总裁，分管互联网业务部。
6	颜克胜	2010	副总裁兼智能制造部总经理
7	林世伟	2020	副总裁兼首席财务官、天星数科董事长。
	朱丹		副总裁，兼任手机部研发副总裁。

序号	姓名	加入小米时间	职位
9	王晓雁	2019	副总裁，兼任中国区总裁。
10	屈恒	2010	副总裁、集团技术委员会主席，同时分管集团质量委员会、集团采购委员会。
11	马骥	2013	副总裁、兼中国区新零售部总经理
12	许斐	2010	副总裁，集团 CMO，兼任集团战略市场部总经理、中国区市场部总经理，负责集团品牌、公关、市场相关工作
13	张剑慧	2011	副总裁，集团采购委员会主席，兼任集团资产与工程管理部总经理，并分管集团行政部。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2021 年官宣造车，三年磨一剑，成功背后离不开超强的组织力。小米汽车在团队扩充方面采用三管齐下的策略：从小米集团内部转岗、招聘汽车行业专长人员，以及收购愿景匹配的创业团队。

SU7 的顺利，不仅仅是产品线的一次里程碑事件，或表明小米近年的管理治理摸索，取得成效。按照经典的企业成长理论，企业发展过程可能经过人才的“高低配置”、“低高配置”、“高高配置”、“低低配置”四个阶段¹。

1) 小米汽车筹备初期以小米集团的高管平移为基础，雷军亲自挂帅，战略执行和资源调配得到充分保障，同时得以贯彻小米原有方法论在汽车业务的执行（与上述第一、第二阶段匹配）。

2) 后续管理的摸索，实际是为了匹配高端爆品。典型事件包括 2018 年 9 月四个业务部重组成十个新的业务部，2022 年建高端化战略工作组、2023 年设立两个关键委员会（即上述第三阶段的探索、反复与升级）。

3) 2023 年随着造车业务发展，小米汽车也引进了于立国、黄振宇、李田原等外部人才。根据雷军 24 年 7 月的年度演讲，小米决定造车时，半年时间组建了 1000 人团队，截止目前团队已有 7000 人，其中有 1000 位技术专长人员（标志着准备进入上述第四阶段）。

表 5：小米汽车部分关键人物

姓名	职位	负责业务
雷军	小米汽车 CEO	全面负责小米汽车业务
洪锋	小米联合创始人，小米汽车高级副总裁	主要负责金融业务
卢伟冰	小米集团总裁，小米汽车高级副总裁	战略规划
于立国	2022 年 1 月任小米汽车副总裁（原北汽极狐总裁）	产品设计
李肖爽	2012 年加入小米（曾任大家电部总经理）	市场
黄振宇	小米汽车副总裁（原麦格纳中国区副总裁）	供应链管理
叶航军	小米技术委员会主席	智能驾驶
于锴	小米早期员工，曾任互联网三部总经理	智能座舱
李田原	首席设计师	汽车设计
胡峥楠	顺为资本投资合伙人	高级顾问

资料来源：智能车参考，申万宏源研究

根据赵民《决战：中国企业家十年创业的反省和顿悟》，普华文化出版社。类似的公开出版物还包括《企业生命周期各阶段的人力资源管理特征分析》，张芳芳，中国市场，2011

1.3 新零售战略：整合后再加速

上述爆品的升级（从性价比到高端化），不仅离不开组织结构和公司治理的变化，还离不开上游供应链和下游新零售战略。投资者普遍观察到：2014 年之前强调线上互联网、2014 年之后强调线下新零售，但未必深究其原因。在小米更强调线上、互联网属性的 2010-2014 年，产业背景是互联网高增、全球智能手机渗透率激增。而小米后续强调线下、强调新零售，很明显是在线上流量放缓之后选择的线下加速策略（例如建立小米之家和小米专卖店、2016 年雷军亲自管供应链、2018 年发力线下渠道下沉且 12 月成立中国区、21 年 10 月线下店突破 1 万家，22-23 门店提效整合、2024 年线下重新扩张且 10 月汽车销交服并入中国区）。线下的整合后加速，为当前 SU7 等爆品高端产品的发展，埋下了伏笔。

小米线下布局意在提升品牌助力高端化以及下沉保销量份额；小米线下拓展的关键在于如何保证零售效率降低定倍率，同时又要在低利润率的情况下保证渠道合作商的积极性。

2015-2017 年小米线下初步探索：在一二线城市开设自营的小米之米和加盟的专卖店。

2017 年下半年-2019 年小米抢占下沉市场：除一二线城市的小米之家自营店和专卖店外，又拓展了面向乡镇市场的小米小店、小米直供点、小米专营店以及面向县城的小米授权店。但下沉市场扩张过快难以保证门店经营质量。2018 年小米中国区成立统管线上线销售；并停止扩张授权店、直供点、专营店。

2020 年底-2021 年新零售模式形成，高速扩张：当时小米开启开端化战略，而疫情冲击下优质商圈出现了不少低价店面。卢伟冰 2019 年 11 月底任中国区总裁。2020 年小米将所有线下门店（直营店、专卖店、授权店）统一为“小米之家”，用小米自研的零售系统管理配货；面向经销商以多种产品组合的整体资金回报率代替单机毛利率提升激励。2021 年 11 月，中国大陆区零售门店数逾 10,000 家。

2022-2023 年门店整合提效，高端化初显成效：提升店效举措包括：加强运营商合作、扩大销服一体门店覆盖率、提高店员专业度、优化线下门店产品销售结构提高 IOT 产品的销售连带率、优化小米之家选址、鼓励小米之家门店兼并等。2023 小米高端智能手机出货量在智能手机出货量中占比超过 20%，大陆地区智能手机 ASP 同比提升超过 19%。

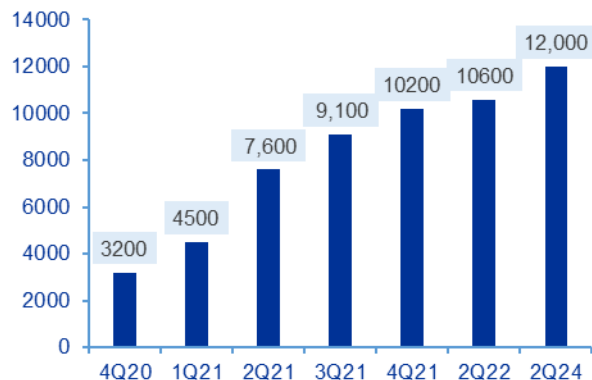
2024 年新零售的再拓展和生态升级年：扩店、汽车、海外。1) 预计 24-26 年每年新开 3000+门店，3 年后，门店数量有望突破 2 万家。2) 将新零售经验延伸到汽车业务。2024 年 10 月，小米宣布汽车部销交服部并入中国区，汽车部销交服部总经理张健向集团副总裁、中国区总裁王晓雁汇报，以加强汽车手机销售渠道的协同效应。汽车与小米之家销售网络协同，有助于小米汽车进一步破圈并触达三四线城市，也有助于提升小米之家客流和品牌形象。3) 小米新零售模式有潜力在海外市场复制。

图 5：小米新零售体系

图 6：中国大陆区小米零售店数量（家）



资料来源：申万宏源研究



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

小米新零售模型的三个核心：

1) 渠道扁平化的同时提升周转以激励合作方。

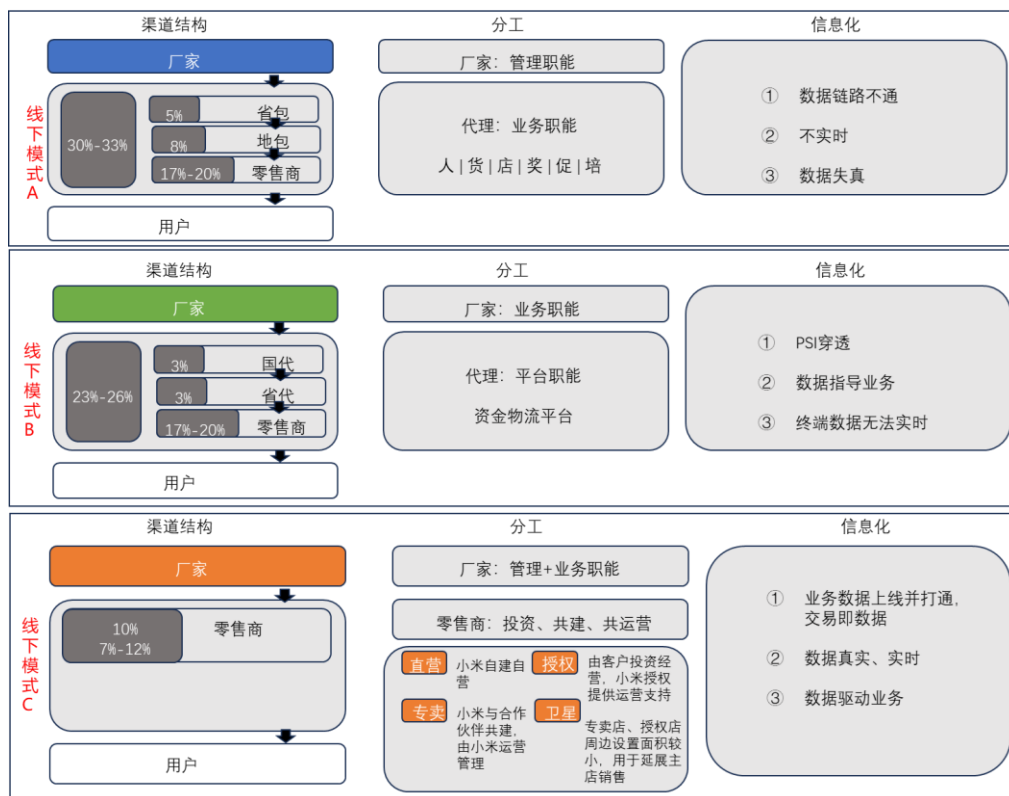
渠道扁平化：小米放弃手机厂商常用的省代制/国包商的模式，而采取 DTC 模式，制造端工厂直接触达消费者，以降低渠道加价率，保证线上线下同价。

周转取代毛利：渠道商毛利率低容易激励不足，小米用“资金回报率”代替直接的加价率， $\text{资金回报率} = (\text{毛利率} - \text{费用率}) \times \text{年周转次数} \times \text{杠杆率}$ 。小米专卖店合作商支付店、人员费用，但是小米将货权收归己有，解决了渠道商压货难题，减轻资金周转压力，渠道商有更多余力投入开新店。

2) 大单品做引爆同时以多品类（手机+IOT+车）组合提升销售连带率。爆品具有单一款式、销量庞大、长周期等特性，自带流量，典型如爆款手机大单品试机体验会为线下带来丰富的客流。叠加小米成熟的线上用户社群运营、高管个人 IP 为门店导流。但手机消费偏低频，小米之家电视、空气净化器、充电宝和平衡车等 IOT 设备，通过单品爆款+高利润 SKU 组合，提高客人进店频率并分摊线下门店成本。

3) 数字化管理掌握实时数据：零售通+POS 机+私域流量。零售通：2020 年 9 月上线，小米自主研发的零售数字化运营系统，可通过移动 APP 实现门店经营管理，合作商家可实时察看门店“进销存”等数据，小米总部的零售政策也可通过零售通直接触达门店；运营数据实时可见有助于降低运营损耗。POS 系统：零售商进行进销存管理以及门店运营管理的 PC 端系统。私域流量运营提升用户粘性和复购率。

图 7：手机线下渠道模式对比



资料来源:《小米创业思考》, 申万宏源研究

图 8: 小米之家的 ROI

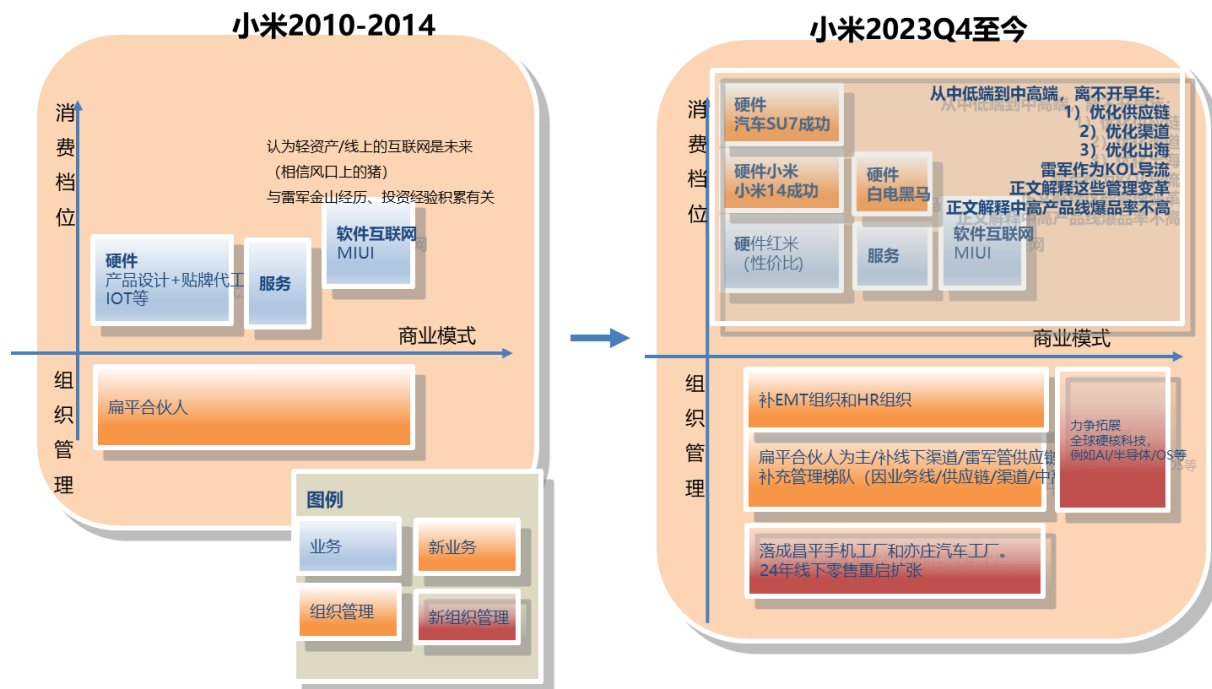
$$\begin{aligned}
 ROI &= \text{年利润} \div \text{年投资额} \\
 &= (\text{利润率} \times \text{年收入}) \div \text{年投资额} \\
 &= \text{利润率} \times \text{年周转次数} \\
 &= (\text{毛利率} - \text{费用率}) \times \text{年周转次数} \times \text{杠杆率}
 \end{aligned}$$

资料来源:《小米创业思考》, 申万宏源研究

1.4 小结

2010-2014、2015-2016、2017-2021H1、2021H2-2022Q3、2022Q4 至今，每个阶段背后的外部科技趋势、商业模式、渠道、管理等因素，之前已经叙述。为了便于投资者理解，绘制第一阶段和当前的对照图，如下。

图 9：一图小结小米第一阶段与当前商业模式的对照图



资料来源：《小米创业思考》，小米官网，申万宏源研究

2. 小米手机：高端化探索，做对了什么？

2.1 小米手机高端化之路

小米手机出货量位列全球前三。小米集团 2011 年进军手机市场，2014 年成为中国大陆市场出货量排名第一的智能手机。2021 年出货量 1.91 亿部，创历史新高。2022Q1-2023Q3 小米手机出货量连续下滑，在手机市场规模下降的背景下，小米手机自 2023Q4 起出货量恢复增长，2023 年出货量 1.46 亿部，市场份额 12.8%，全球排名第三。**2024Q1/Q2 小米手机出货量 40.6/42.2kk，同比增长 33.7%/28.1%。**

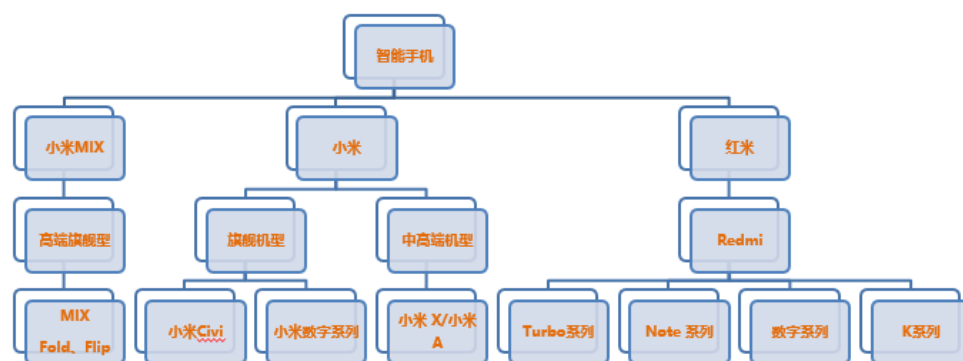
图 10：小米手机出货量（百万部）



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

小米旗下子品牌系列差异定位：小米系列是最早的机型系列，定位为旗舰机和中高端机型；红米系列起始于 2015 年，定位为千元神器，2019 年初将 Redmi 品牌独立运营；小米 MIX 系列首发于 2017 年，为公司智能手机的高端旗舰机型。

图 11：小米手机系列分布



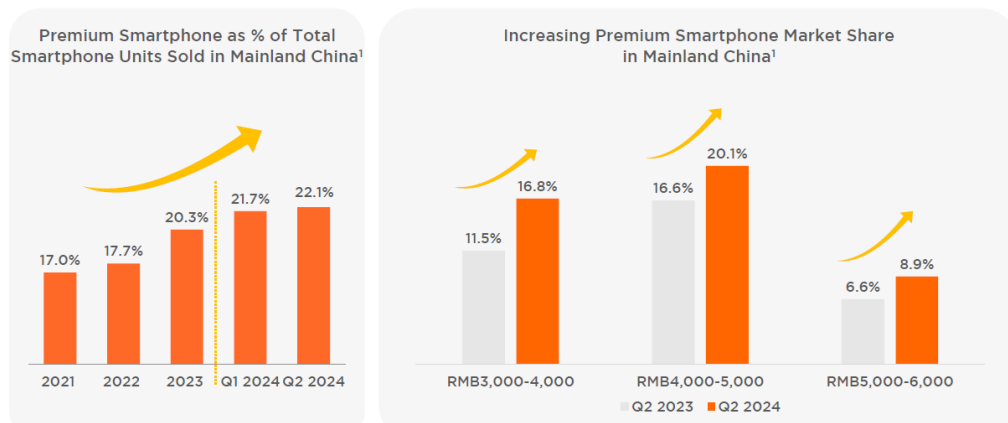
资料来源：小米集团，申万宏源研究

高端化战略地位凸显。雷军在 2023 年度演讲中表示：“高端不是我们想做还是不想做的问题，而是小米发展的必由之路，更是生死之战。”

高端机型占比提升至 22.1%：2020 年，小米高端手机（中国大陆地区 3000 元以上及境外定价 300 欧元以上）出货量约 1000 万台（年报数据）；2021-2023 年，中国大陆地区高端机型出货量占比分别为 .% 、.% 、.% ，Q-Q 分别为 .% 、.% 。

高端化策略下，2022-23 年手机 ASP、毛利率陆续创新高：2022 年，智能手机 ASP 1,111 元，创了历史新高；2023 年中国大陆区 ASP 同比提升超 19%，创了历史新高；2023 年智能手机业务毛利率 14.6%，创历史新高。

图 12：2Q24 小米高端产品占比提升至 22.1%



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

2.2 补齐零售：手机业务带动全品类 SKU

曾经擅长线上，线下销售曾是短板：小米在初创期充分利用了互联网渠道（第一章已论述原因），因此小米品牌在中国市场销售具有路径依赖，线上销售占比多年占据绝对主导。在中国市场，2020、2021 年小米手机线上市占率 23.4%、33.6%，同期线下市占率仅有 5.2%、6.7%。

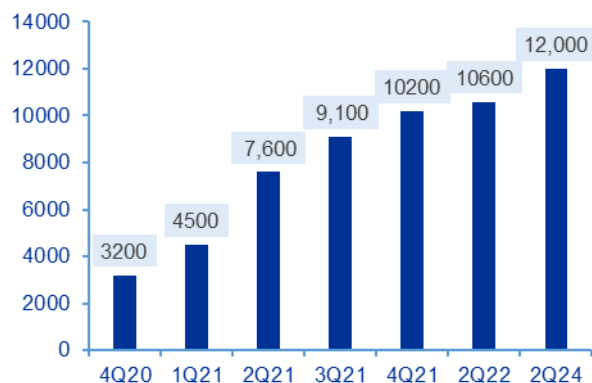
2020 年开始加速发展“新零售”，建设中国大陆线下门店，手机业务是关键。2016 年 12 月，门店数达 50 家；2018 年底，中国大陆有 586 个小米之家；2021 年 12 月，中国大陆线下零售店数量已经超过 10,200 家；2022Q2 末零售店数 10,600 家。截至 2024 中报，小米门店数逾 12,000 家。

图 13：2020-2024 年小米新零售的年度策略



资料来源：小米集团 2024 一季报，申万宏源研究

图 14：中国大陆区小米零售店数量（家）



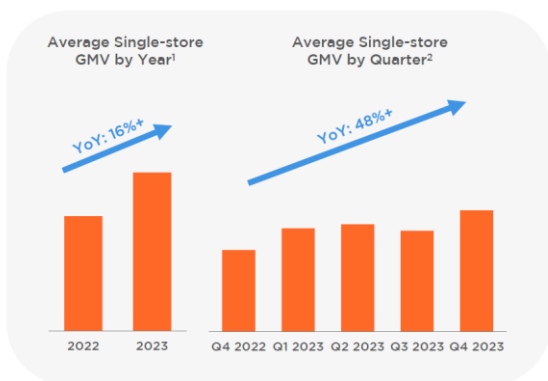
资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

2022-2023 年线下零售盘整，2024 年生态升级，未来 3 年扩至 2 万门店。2022-2023 年店铺数增长放缓，主要由于 2022 年连续四季面临 GMV 下滑压力，因此 2023 年推出「**商店整合年**」的运营战略，门店推陈出新、盘整优化。自 Q 起 GMV 恢复增长，

年小米单店 GMV 同比增长 16%+，2024 年小米新零售盘整后再出发。小米集团总裁卢伟冰宣布，2024 年为小米「生态升级年」，计划三年内在中国大陆市场扩张至 2 万家门店。

在手机业务带动下，平板、大家电业务也创下新高：小米平板产品在 2023 年位列大陆第三，在 3Q2023 首次进入全球前 5 名；2023 年大家电业务收入增长 40%，空冰洗出货量均创历史新高。

图 15：2023 年 GMV 修复，2024 盘整后再出发



资料来源：小米集团 2023 财报，申万宏源研究

图 16：小米手机境内线下市场份额提升至 10.4%

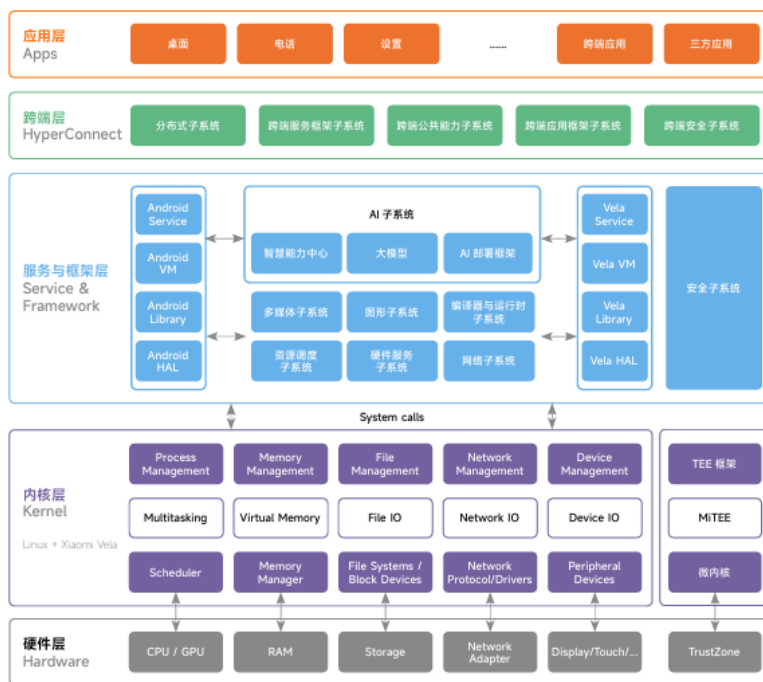


资料来源：小米公司财报，申万宏源研究

2.3 升级 OS 与 AI：全生态底座澎湃 OS 与原创架构

从 MIUI 到 Hyper OS，坚持软硬件耦合发展。小米公司成立于 2010 年 4 月，同年，小米率先推出 MIUI 操作系统，从 100 名原始用户开始建立小米生态。随后推出小米手机与 MIUI 操作系统协同迭代。2017 年，小米发布自研的 Vela OS，逐步统一 IoT 设备生态。2019 年，小米开始研发纯自研通用系统 Mina OS，此即 Hyper OS 的预研系统。2021 年，小米车机 OS 启动研发。2022 年初，小米统一 MIUI、Vela、Mina、车机 OS 四个系统的软件架构，自此小米的操作系统底层合并完成。

图 17：小米澎湃 OS 技术架构

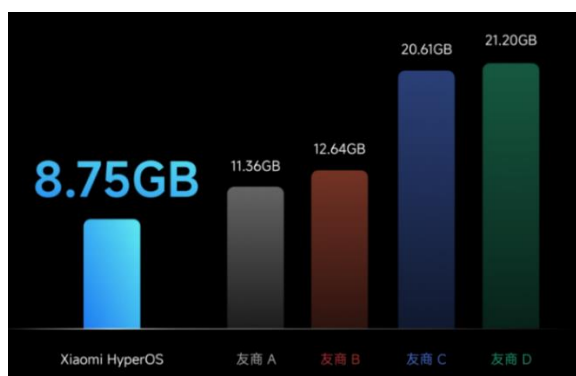


资料来源：小米澎湃 OS，申万宏源研究

2023 年发布 Hyper OS，万物互联的共有底座。2023 年 10 月 17 日，小米发布全新操作系统澎湃 OS。这是小米系统史上最大规模的一次“底层重构”，澎湃 OS 的内核层 Kernel 融合了 Linux 和 Xiaomi Vela，重建内核基础模块。小米澎湃 OS 可以搭载在手机、智能电动车、AIoT 等 200 多个品类上，打破了个人移动场景、智能家居场景、智能出行场景之间的界限，最终构建「人车家全生态」。

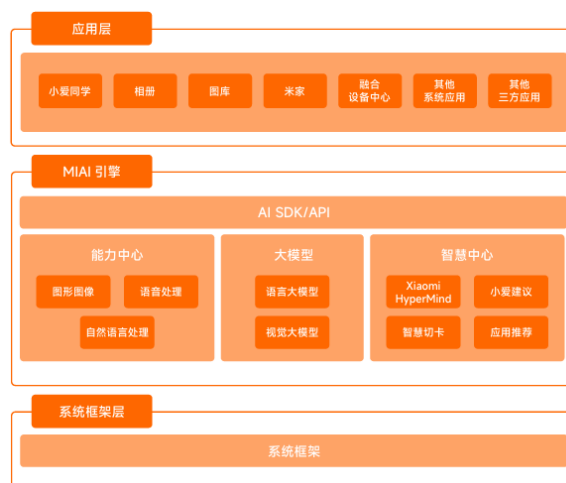
小米关键技术注入澎湃 OS：Xiaomi HyperMind、大模型、运行框架。小米自研大模型 NPU 部署技术，运行效率大幅提升。澎湃 OS 整合了小米视觉大模型和语言大模型，能够将用户输入的图片、视频、文字等信息进行精细化理解和整合。

图 18：HyperOS 固件精简



资料来源：小米集团官网，申万宏源研究

图 19：小米澎湃 OS 的 AI 服务框架技术架构



资料来源：小米集团官网，申万宏源研究

3. 小米汽车：高端化里程碑，SU7 首发告捷

本章承接第一章，解释小米新的高端大爆品汽车。高端爆品是近年小米重点，投入机器人业务是另一个证据。此外，汽车业务商业模式、治理管理的变化，也与上一章手机业务的升级，有类似之处。

3.1 硬件能打、流量添翼，小米 SU7 首发告捷

“小米的目标是通过 15 年到 20 年的努力，成为全球前五的车厂。”

——雷军

小米汽车三年打磨，首款车型小米 SU7 主打高端市场。2021 年 3 月，雷军宣布成立子公司负责小米智能电动汽车业务。三年后，2024 年 3 月 28 日小米发布了首款纯电动轿车 XIAOMI SU7，小米 SU7 车身长 4997mm，定位 C 级，价格区间 21.59 万元至 29.99 万元。2024 年 4 月 21 日投资者大会上，雷军表示：“截至 4 月 20 日，小米汽车锁单量超过 7 万台。”

图 20：小米首款电动车 Xiaomi SU7



资料来源：小米汽车，申万宏源研究

根据小米供应链招标文件，小米汽车规划了**三年三款**车型——纯电轿车小米 SU7（2024 年）、纯电 SUV（2025 年）和增程 SUV（2026 年）。2025 年，小米汽车将推出小米 SU7 Ultra 量产版和 MX11 纯电 SUV；2026 年，小米汽车将推出一款 N3 增程 SUV。

图 21：小米汽车产品路线图

1.5. Xiaomi Vehicle Roadmap

Vehicle model year(SOP)		2024	2025	2026	2027
Xiaomi	MS11 (Sedan)	BEV 2e electric machines dTC5 w/ DMC in VCU YDC 2.0 frames CSDS	-P/N: -Layout: ED0000.10 EV8210.31 -SWDB: 85333 85332		
	MS11-P (Sedan)	BEV 3e electric machines MAX speed 300+ CSDS	Nur Racing Test -P/N: -Layout: ED0000.10 EV8210.31 -SWDB: B86533 B88963		
	MX11 (SUV)	BEV 2e electric machines RWS 后轮转向 CSDS	-P/N: -Layout: ED0000.10 EV8210.31 -SWDB: B86533 B88963		
	N3 (SUV)	REEV 增程式 RWS 后轮转向 ROPP41		-P/N: -Layout: EP -SWDB:	

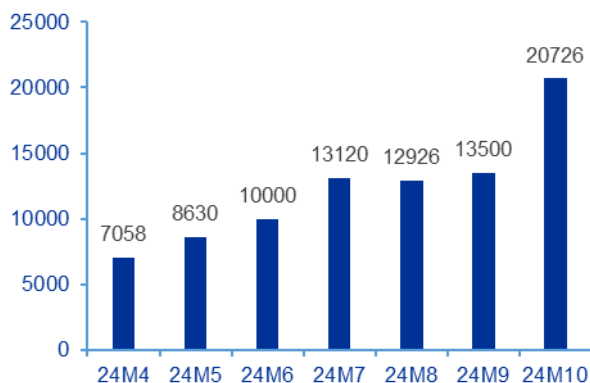
DPB+ESP10CB IPB2 w/ROPP41

资料来源：车东西，申万宏源研究

小米 SU7 首发告捷，连续 3 个月交付量过万台，2024 年交付量目标上调至 12 万辆。

2024 年 4 月 29 日，雷军表示，小米量产的第 10000 辆整车正式下线；2Q2024 小米交付 27,307 台 SU7。2024 年 6 月，小米汽车挤进“万辆梯队”，并连续 3 个月销售量破万，在 20 万元以上车型中优势明显，位列 7 月纯电动轿车（≥20 万）销量第一。据小米集团中报法说会，小米预期将 2024 年 11 月交付 10 万辆车，并将 2024 年交付目标从 10 万台提升至 12 万台。

图 22：小米 SU7 连续 5 个月销售量破万台



资料来源：小米汽车、中汽数研、乘联会，申万宏源研究

图 23：小米位列 10 月新势力轿车销量第一



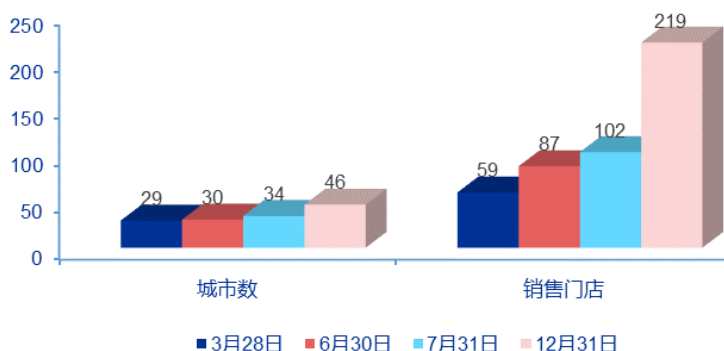
资料来源：易车，申万宏源研究

小米通过十亿级 3C 用户底座和“营销漏斗”改变汽车行业营销模型，车企寻求流量成为 2024 新趋势。小米汽车充分发挥了高用户基数优势，利用品牌影响力做营销漏斗，被称为“流量收割”，实际为经典的营销漏斗模型。2024 年，李斌开创了老板直播之先河，雷军逛 2024 北京车展成为“移动流量站”。在线下营销衰退的时代，车企寻求线上流量关注，小米营销模式可以从手机 AIOT 无缝迁移至小米汽车。

小米汽车与小米手机用户画像差异较大，说明小米汽车产品实现出圈。印证了高端化策略取得了里程碑事件，即营销漏斗、治理管理、零售渠道、供应链管理等改变，取得了成效。2024 年北京车展上，雷军公布了一组小米用户的画像数据：其女性购车者用户预估可达到 40-50%，BBA 等外资豪华品牌用户比例达 29%，苹果手机用户占 51.9%。

至 2024 年底，小米汽车门店计划覆盖 46 个城市，开设 219 家销售门店。据汽车之家报道²，为了提升交付速度和质量，小米汽车正全面加速选址开店，预计 2024 年底，小米汽车销售服务网点将覆盖全国所有省级行政区，计划在 46 城开设 219 家销售门店，在 82 城开设 139 家服务中心。

图 24：2024 年底小米汽车计划开设 219 家销售门店



资料来源：小米集团 2024 中报法说会，汽车之家，申万宏源研究

小米汽车以高自动化为起点，一期二期产能有序落地。小米汽车工厂位于北京市经济技术开发区亦庄新城，设计产能合计 30 万辆，一期二期平均分配。小米汽车工厂一期面积 71.8 万 m²，包括研发试验基地，新能源车专属打造的六大车间，长 2.5km 的测试跑道，还有小米汽车工厂店，是集研发、生产、销售、体验为一体的智造园区。二期工厂 2024 年已进入施工阶段（财联社 9 月 24 日报道）。

小米汽车工厂打造六大核心车间，实现一体化压铸后地板+CTB 电池等关键器件自主生产。一期工厂引入超过 700 个机器人，以先进的自动化生产实现高品质交付超 700 个机器人，压铸、冲压、车身、涂装、电池、总装六大车间，关键工艺 100% 自动化。二期工厂产。小米工厂产能爬坡达到满产后，每 76 秒就将有一台新车下线³，即每小时可生产约 40 辆小米 SU7。

小米汽车工厂一期年产能估算：16H × 252 天 / 76S = 19.10 万辆/年

图 25：小米汽车工厂核心六大车间关键工艺 100% 自动化



北京车展：小米汽车公布新计划，汽车之家 --

³ 资料来源：小米官网 2024 年 10 月数据。

资料来源：小米集团官网，申万宏源研究

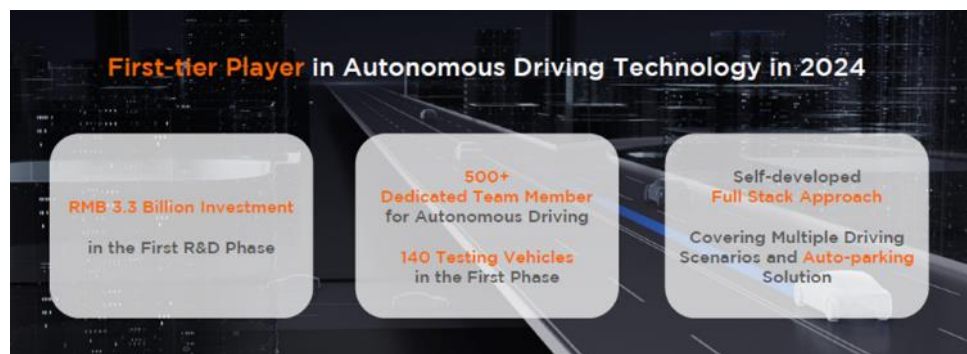
3.2 智驾：十倍投入，蕴含五大技术特色

“被历史所记住的大部分名车都是轿车，所以坚定的选择做轿车。从技术的角度来说，做轿车难度更大，小米在所有技术决策里面，选择了最难也是最远的道路。”

——雷军

小米汽车智驾团队 500 多人，首期研发投入 33 亿。小米科技 2021 年以 7737 万美元收购自动驾驶技术公司深动科技（Deepmotion Tech），并整合成立智能驾驶科研团队，2021 年底智驾团队超过 500 人，包含超 50 位智驾硬件、算法、高精地图等领域顶级专长人员。

图 26：小米汽车智驾技术位列第一梯队



资料来源：小米汽车官网，申万宏源研究

小米智能驾驶 Pilot Max 配备两颗 NVIDIA DRIVE Orin 高算力芯片，综合算力达到 508 TOPS。感知硬件配备激光雷达、高清摄像头等，自适应变焦 BEV 技术动态调节网格特征的细粒度及算法的感知范围，「超分辨率」占用网络识别异形障碍物种类无上限。

图 27：小米智能驾驶

Xiaomi Pilot Pro 小米智驾 Pro	Xiaomi Pilot Max 小米智驾 Max
前视摄像头 8MP × 2 侧视摄像头 3MP × 4 环视摄像头 3MP × 4 后视摄像头 3MP × 1	前视摄像头 8MP × 2 侧视摄像头 3MP × 4 环视摄像头 3MP × 4 后视摄像头 3MP × 1
超声波雷达 × 12	超声波雷达 × 12
前向毫米波雷达 × 1	前向毫米波雷达 × 1 后向角毫米波雷达 × 2
激光雷达 × 1	激光雷达 × 1
NVIDIA DRIVE Orin × 1 84Tops	NVIDIA DRIVE Orin × 2 508Tops

资料来源：小米汽车官网，申万宏源研究

小米宣布自研全球首批可量产端到端大模型。2023 年 12 月 28 日，小米技术发布会首次发布可量产的机械库位泊车场景。据小米官网，小米端到端大模型是迄今类人思考程度最深的智驾算法：已实现 **5cm 精度的极窄库位泊入和 23km/h 巡航的代客泊车**；转弯视野更开阔，两侧识别距离达到 160 米，最宽可实现双向 10 车道无保护左转；高速场景看更远：**前后识别距离高达 250 米，最远可实现前方 150 米突发事故减速变道。**

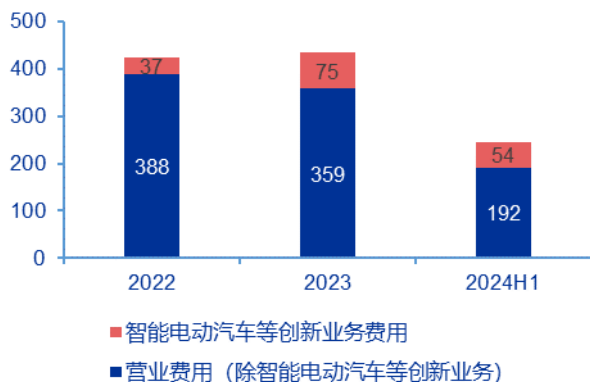
图 28：小米端到端感知决策大模型



资料来源：小米汽车官网，申万宏源研究

小米汽车坚持“十倍投入”策略，力保首款车型产品力。2021 年底，小米汽车研发人员突破 1000 人，2022 年底研发人员超 2300 人⁴，至 2023 年已投入 3400 名工程师。2023 年财报显示：智能电动汽车等创新业务费用 67 亿元，与智能电动汽车等创新业务相关的股票薪酬费用人民币 8 亿元，合计 75 亿元。**小米第一辆车，投入了 3400 名工程师，研发费用超 100 亿元⁵，人员和研发投入均是一般车企项目的 10 倍。**尽管对于这种做法会毁誉参半，但既是高端化探索的里程碑事件，又预示着公司希望销量高增摊薄边际成本。**根据小米发布会披露，其五大核心技术：超级电机、高压平台、超级大压铸、智能驾驶、智能座舱。**

图 29：小米汽车业务费用前置投入（亿元）



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

图 30：小米汽车的自研五大核心技术



资料来源：小米集团 2024 中报法说会，申万宏源研究

小米汽车业务解读与战略预测：十年磨剑，谋而后动》，聚汽观察，--

⁵ 央视新闻《面对面》节目，雷军，2023-12-17

4. 高端化的接力：后续空间、服务与研发投入

除了手机与汽车的进阶，后续的因素，在本章讨论。包括互联网服务空间与研发投入等。

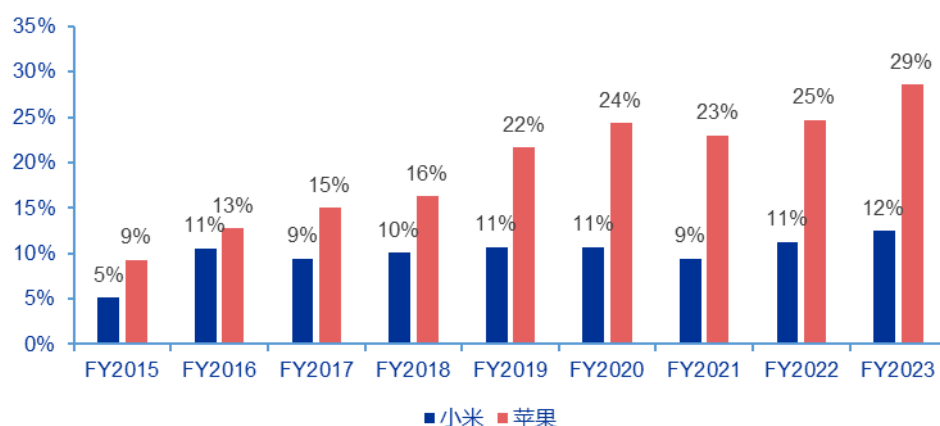
4.1 小米互联网服务增长空间 2 倍

小米互联网服务营收 301 亿元，毛利率 74%，且运营成本较低，因此互联网业务的边际利润弹性最大。

不考虑硬件产品规模增长情形下，小米的互联网服务或具备 2 倍增长空间：

- 1) 现在用户的互联网服务业务成长空间近 2 倍。**苹果和小米的软件收入均基于其硬件产品，我们对比同一品牌下“软件/硬件收入比”：2015-2023 年，苹果软件/硬件收入比从 9%提升至 29%，增长了 2.07 倍；小米的软件/硬件收入比从 5%提升至 12%，2016-2023 年位于 9-12%区间。
- 2) 高端机型市场份额提升，带动互联网业务 ASP 提升。**2023 年，中国大陆区高端智能手机占比 20.3%，小米高端机 LTV 是普通机型的 2 倍。
- 3) 区域分布不均衡，小米整体海外营收占比近 50%，互联网服务海外占比约 30%，仍有较大提升空间。**2018 年以来，小米海外营收占比达 40%，2020 年以来海外营收占比 45-50%高位；而利润占比较高的互联网业务占比自 2020 年 11%提升至 2023 年 28%，2024 前 2 季占比逾 30%。若未来境外互联网服务收入与境内接近，则互联网服务增长空间约 40%。

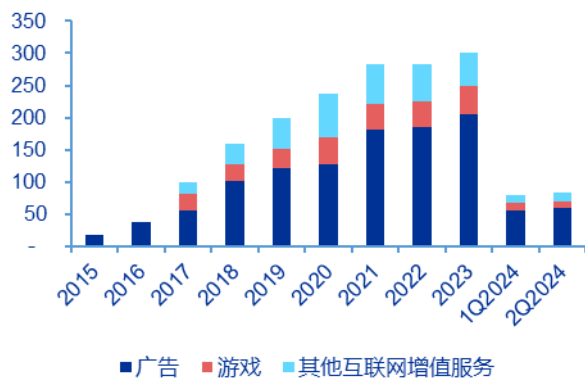
图 31：小米与苹果的软件/硬件收入比



资料来源：小米集团、苹果公司财报，申万宏源研究

图 32：小米互联网服务构成（亿元）

图 33：小米高端机 LTV 是普通机型的 2 倍



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

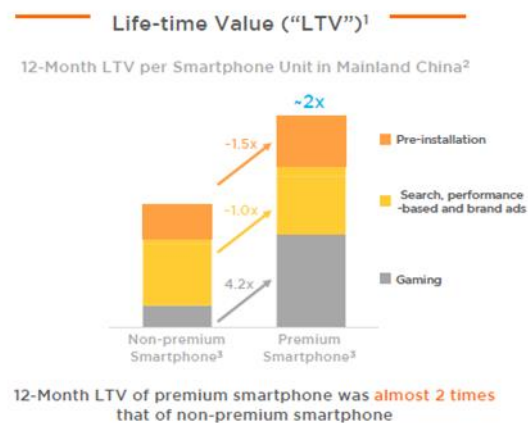


图 34：小米互联网服务海外收入占比逾 30%

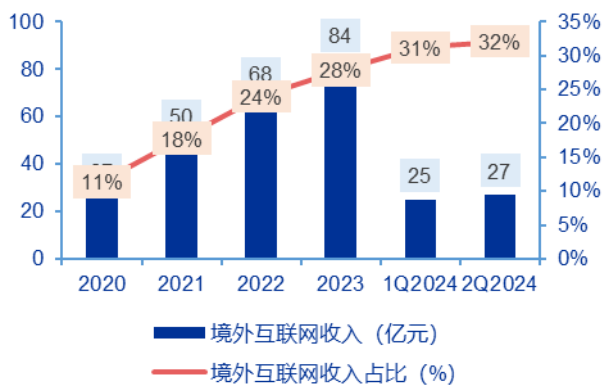
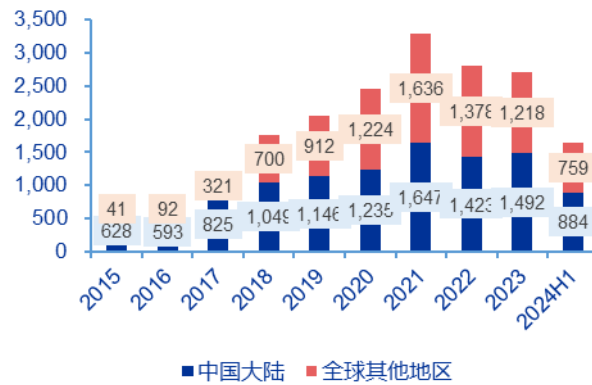


图 35：2018 年以来小米营收已充分国际化 (亿元)



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

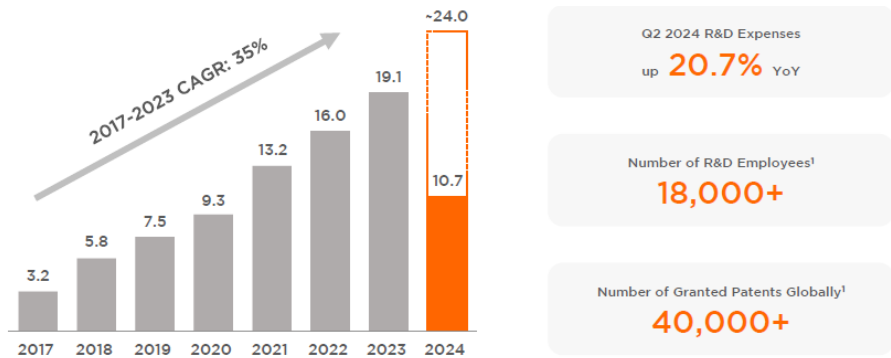
资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

4.2 增加研发投入，严控运营费用

高端化还有一个较大的杠杆效应，即相对丰厚的盈利，不仅支持下一轮投入，还可以内部说服战略与产品部门，肯定成绩。

2017-2023 年研发费用 CAGR 35%，从 32 亿增至 191 亿。2Q2024 研发费用达 55 亿，2024 全年预计 240 亿。截至 2024 年中，R&D 员工人数 1.8 万人，全球专利逾 4 万项。

图 36：2Q2024 研发费用达 55 亿，全年预计 240 亿



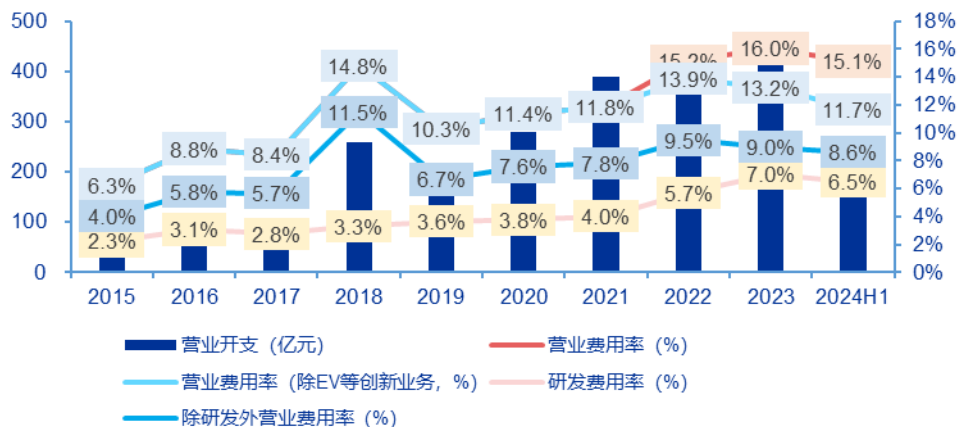
资料来源：小米集团 2024Q2 法说会，申万宏源研究

2022 年以来控费用率卓有成效。2015-2022 年营业费用跟随营收增长，营业费用率从 6.3%提升至 15.2%，2021 年起投入 EV 等创新业务，营业费用率继续提升至 2023 年 16.0%。2024H1 主业营收恢复增长、汽车形成销售，营业费用率下降至 15.1%。

手机和 IoT 业务营业费用率于 2022 年见顶后下调。扣除 EV 等创新业务的营业费用 2021-2024H1 分别为 389/388/359/192 亿元，扣除 EV 的营业费用率分别为 11.8%/13.9%/13.2%/11.7%。

除研发费用在增量投入外，其他类别的营业费用得到有效控制。扣除研发费用后的营业费用率 2015 年 4.0%增至 2022 年 9.5%，2023-2024H1 回调至 9.0%、8.6%。

图 37：小米营业费用率拆分



资料来源：小米集团财报，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 分业务盈利预测

小米集团业务分部架构清晰。根据小米集团 2024 年中期报告，公司的分部报告自 2024 年第二季度以来已更新为 1) “智能手机 x AIoT” 分部，包括智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务及其他相关业务；2) 智能电动汽车等创新业务分部，包括智能电动汽车业务及其他相关业务；以反映公司的“人车家全生态”战略。

我们预计小米集团整体 2024-2026 营业收入分别为 3,474/4,137/4,556 亿元，同比 +28%/+19%/+10%；调整后归母净利润分别为 243/262/284 亿元，同比 +26%/+8%/+9%。

关键假设如下：

1) 智能手机业务：随着端侧 AI 持续渗透，我们认为小米在持续投入 HyperOS、端侧模型、软硬一体化等底层技术能力后，硬件产品力有效增强，有望凭借小米 15-17 系列、折叠屏 Mix/Flip 系列在高端领域实现份额扩张。预计智能手机业务 2024-2026 营业收入分别为 1,873/1,986/2,061 亿元，同比+19%/+6%/+4%；毛利率 12.5%/12.2%/13.0%。

2) IoT 与生活消费产品业务：作为“人车家全生态”战略的支点，基于小米的 IoT 生态布局、营销及渠道优势和产品丰富度，我们认为该业务有望在可穿戴、空冰洗等大家电品类的驱动下稳健增长。预计 IoT 与生活消费产品业务 2024-2026 营业收入分别为 943/1,047/1,120 亿元，同比+18%/+11%/+7%；毛利率 19.4%/18.3%/17.3%。

3) 互联网服务业务：互联网服务边际利润弹性大，高端手机基数增长有望带动 ARPU 提升，海外收入有望持续增长。预计互联网服务业务 2024-2026 营业收入分别 339/377/419 亿元，同比+12%/+11%/+11%；毛利率 75.9%/75.5%/75.5%。

4) 智能电动汽车等创新业务：小米汽车车型矩阵规划在途，包括 SU7 纯电轿车小米 SU7（2024 年）、纯电 SUV（2025 年）和增程 SUV（2026 年）。当前矛盾在于供给紧缺，而产能正有序落地。我们预计小米汽车 2024-2026 交付 12.96/30.00/37.50 万台，单车价格 22.97/ 23.79/ 25.00 万元，规模效应释放下毛利率有望上行。预计智能电动汽车等创新业务 2024-2026 营业收入分别 304/728/956 亿元，2025-2026 同比+140%/+31%；毛利率 16.4%/17.8%/18.8%。

5) 运营费用率：小米的新零售战略经过整合再次步入扩张期，叠加电动汽车业务仍处于战略投入期；预计短期会增加运营费用。我们预计 2024-2026 销售费用率分别为 7.0%/7.0%/7.2%；管理费用率分别为 1.7%/1.7%/1.8%；研发费用率 5.9%/5.7%/6.1%；期间费用率 14.6%/14.5%/15.1%。

表 6：小米集团盈利预测与关键假设

单位：百万元人民币	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	328,309	280,044	270,970	347,375	413,746	455,644
yoy(%)	34%	-15%	-3%	28%	19%	10%
毛利率	17.7%	17.0%	21.2%	20.8%	20.5%	21.0%
智能手机收入	208,869	167,217	157,461	187,262	198,597	206,086
yoy(%)	37%	-20%	-6%	19%	6%	4%
出货量 (百万部)	190	151	146	173	184	189
单价 (元/部)	1,098	1,111	1,082	1,080	1,079	1,090
毛利率	11.9%	9.0%	14.6%	12.5%	12.2%	13.0%
IoT 与生活消费产品收入	84,980	79,795	80,108	94,307	104,680	112,017
yoy(%)	26%	-6%	0%	18%	11%	7%
毛利率	13.1%	14.4%	16.3%	19.4%	18.3%	17.3%
互联网服务收入	28,212	28,321	30,107	33,857	37,662	41,911
yoy(%)	19%	0%	6%	12%	11%	11%
MAU (百万单位)	509	582	641	705	762	815
ARPU (元/单位)	55	49	47	48	49	51
毛利率	74.1%	71.8%	74.2%	75.9%	75.5%	75.5%
智能电动汽车等创新业务收入				30,367	72,807	95,630
yoy(%)					140%	31%
交付量 (万台)				12.96	30.00	37.50
单价 (万元/台)				22.97	23.79	25.00
毛利率				16.4%	17.8%	18.8%
销售费用	20,981	21,323	19,227	24,317	29,087	32,741
费用率 (%)	6.4%	7.6%	7.1%	7.0%	7.0%	7.2%
管理费用	4,739	5,114	5,127	5,886	7,109	8,130
费用率 (%)	1.4%	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	1.8%
研发费用	13,167	16,028	19,098	20,665	23,594	27,883
费用率 (%)	4.0%	5.7%	7.0%	5.9%	5.7%	6.1%
整体调整后归母净利润	22,096	8,490	19,274	24,253	26,159	28,398
yoy(%)	69%	-62%	127%	26%	8%	9%
整体调整后归母净利润 (除 EV 业务)	22,096	11,555	25,874	32,633	33,182	32,383
yoy(%)	69%	-48%	124%	26%	2%	-2%

资料来源：小米集团，申万宏源研究

5.2 投资意见分析

首次覆盖, 给予买入评级。我们对小米集团采用 SOTP 分部估值法。“智能手机 x AIoT”分部已处于稳定经营期, 基于 2025E 除 EV 业务外调整后净利润 332 亿元, 给予 22x 目标 PE, 目标估值 7,165 亿元。智能电动汽车等创新业务分部仍处于持续投入与高速成长期, 基于智能电动汽车等创新业务 2025E 收入 728 亿元, 给予 0.9x 目标 PS, 目标估值 674 亿元。2025E 目标市值 7,839 亿人民币 (8,475 亿港元), 对应目标价 33.9 港元/股, 上行空间 21%。

表 7：小米集团分部估值

分部业务	估值倍数	目标估值（亿元）
手机 x AIoT 业务	PE 22x FY25E	7,165
智能电动汽车等创新业务	PS 0.9x FY25E	674
合计		7,839

资料来源：申万宏源研究；汇率 CNY/HKD = 1.0811

1) “智能手机 x AIoT”分部已处于稳定经营期，对其采用 P/E 倍数估值。我们预计“智能手机 x AIoT”分部 2024-2026 年实现收入 3,170/3,409/3,600 亿元，同比 +17%/+8%/+6%，除 EV 业务外调整后净利润 326/332/324 亿元，同比增长 +26%/+2%/-2%。基于开展业务类型、业绩驱动因素、全球化经营的高度相似性，选择传音控股、安克创新、苹果公司作为“智能手机 x AIoT”分部的可比公司。基于 2025E 除 EV 业务外调整后净利润 332 亿元，给予 22x 目标 PE，对应目标估值 7,165 亿元。

2) 智能电动汽车等创新业务分部仍处于持续投入与高速成长期，对其采用 P/S 倍数估值。我们预计智能电动汽车等创新业务 2024-2026 年实现收入分别 304/728/956 亿元，2025-2026 同比+140%/+31%。基于业务规模和盈利能力的可比性，我们选择赛力斯、蔚来-SW、小鹏-W、理想汽车-W 作为智能电动汽车业务的可比公司。基于智能电动汽车等创新业务 2025E 收入 728 亿元，给予 0.9x 目标 PS，对应目标估值 674 亿元。

表 8：小米集团可比估值表

分部业务	公司名称	证券代码	总市值 (亿元 当地货 币)	营业收入 (亿元当地货币)			PS			净利润 (亿元当地货币)			PE		
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
智能手机 x AIoT	苹果	AAPLO	34,497	3,910	4,158	4,480	8.8	8.3	7.7	1,040	1,108	1,190	33	31	29
	传音控股	688036.SH	1,079	712	820	938	1.5	1.3	1.2	57	68	78	19	16	14
	安克创新	300866.SZ	442	236	288	342	1.9	1.5	1.3	20	25	30	22	18	15
	平均 PE												25	22	19
智能电动汽车等 创新业务	赛力斯	601127.SH	1,985	1,424	1,782	2,068	1.4	1.1	1.0	57	93	120	35	21	16
	理想汽车-W	2015.HK	1,718	1,488	2,035	2,542	1.2	0.8	0.7	85	138	198	20	12	9
	小鹏汽车-W	9868.HK	871	440	771	1,014	2.0	1.1	0.9	-62	-23	15	-	-	57
	蔚来-SW	9866.HK	678	714	1,106	1,387	1.0	0.6	0.5	-194	-127	-72	-	-	-
	平均 PS						1.4	0.9	0.7						

资料来源：同花顺 iFind，彭博，申万宏源研究；苹果公司为彭博预期，其余公司为 iFind 预期；
交易数据截止 2024 年 11 月 15 日

6. 风险提示

1) **市场竞争风险。**公司核心业务所处的智能手机与电动汽车行业竞争激烈，若公司无法以有效的产品和市场策略应对，可能面临市场份额下滑的风险。

2) **新产品口碑低于预期。**公司所处的消费电子行业、电动汽车行业产品迭代快速，若公司推出的产品性价比不符合消费者取向，可能面临业绩下滑的风险。

合并损益表

单位：百万元人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	347,375	413,746	455,644
营业成本	232,467	213,494	275,020	329,016	359,936
销售费用	21,323	19,227	24,317	29,087	32,741
管理费用	5,114	5,127	5,886	7,109	8,130
研发费用	9,256	13,167	16,028	19,098	20,665
公允价值变动收益	-1,662	3,501	-2,076	-	-
投资收益	-400	46	242	-	-
其他收入	1,136	740	445	-	-
其他损益	-1,369	1,697	480	-	-
营业利润	2,817	20,009	20,578	24,941	26,954
财务费用	1,118	2,002	3,245	2,069	2,278
利润总额	3,934	22,011	23,823	27,009	29,232
所得税	1,431	4,537	5,043	5,402	5,846
净利润	2,503	17,474	18,780	21,607	23,386
少数股东损益	29	-1	-37	-	-
Non-IFRS 归母净利润	8,490	19,274	24,253	26,159	28,398

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

单位：百万元人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	27,607	33,631	48,592	67,595	88,372
应收款项	11,795	12,151	16,082	19,155	21,095
存货净额	50,438	44,423	56,165	67,192	73,506
其他流动资产	70,575	108,848	108,848	108,848	108,848
流动资产	160,415	199,053	229,687	262,790	291,821
固定资产	9,138	13,721	17,665	21,464	24,576
无形资产	4,630	8,629	8,629	8,629	8,629
其他非流动资产	99,325	102,845	102,845	102,845	102,845
非流动资产	113,092	125,195	129,139	132,938	136,050
资产总计	273,507	324,247	358,826	395,728	427,871
短期借款	2,151	6,183	6,183	6,183	6,183
应付款项	53,094	62,099	77,897	93,191	101,949
其它流动负债	34,383	47,306	47,306	47,306	47,306
流动负债	89,628	115,588	131,386	146,680	155,438
非流动负债	39,957	44,398	44,398	44,398	44,398
负债合计	129,584	159,986	175,785	191,078	199,836
股本	0.406	0.407	0.407	0.407	0.407
储备	143,658	163,995	182,812	204,420	227,806
少数股东权益	265	266	229	229	229
股东权益	143,923	164,262	183,042	204,649	228,035
负债和股东权益合计	273,507	324,247	358,826	395,728	427,871

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

单位：百万元人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,503	17,474	18,780	21,607	23,386
加：折旧减值	2,311	2,402	3,003	3,649	4,178
营运资本变动	-13,399	14,664	125	1,194	504
其它	4,196	6,760	-	-	-
经营活动现金流	-4,390	41,300	21,909	26,450	28,068
资本开支	-5,800	-6,269	-6,947	-7,447	-7,290
其它投资现金流	21,348	-28,900	-	-	-
投资活动现金流	15,549	-35,169	-6,947	-7,447	-7,290
融资活动现金流	-7,855	-505	-	-	-
净现金流	4,096	6,024	14,961	19,003	20,777

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分

发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。