

爆款突围与生态扩张：
小米手机、可穿戴及汽车业务的协同效应
与产业重构启示录
——科技龙头专题巡礼（四）——

分析师

刘航

执业证书编号：S1480522060001

研究助理

李科融

执业证书编号：S1480124050020

手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力。2011~2014年，小米高性价比机型迅速圈地中低端市场，高效率商业模型助力销量称王。2015~2016年，小米内忧外患陷销量低谷，上下双探扩展产品线。2017~2020年，小米海外市场贡献新增量，AIoT成为第二引擎。2021~2024年，决胜“米冲高”，从“技术领先”到“体验领先”。

可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长。初代小米手环仍然依靠极致性价比打开市场。2015年，小米占全球可穿戴设备出货量15.4%的份额，居世界第二。此后小米手环坚持性价比路线，逐年迭代，稳固市场地位。2015~2023年，小米可穿戴设备市场份额连续九年位居全球前三。小米TWS耳机凭借与手机的协同效应取得优秀成绩，2024年Q1，小米TWS耳机国内出货量300万台，跃居国内第一。小米TWS耳机展现出较强的产品力。

汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域。小米汽车SU7仍主打“高性价比”标签，结合“五个核心技术”构成其核心竞争力。小米采取研发导向，自研关键技术，力求多、快、好地造车；市场定位：面向年轻消费者，强调性价比，是其成功的秘诀。小米集团通过早期投资方式布局新能源汽车产业链。2011~2020年，小米在汽车领域融资事件总计52起，金额累计超250亿元。融资涉及整车以及新能源细分领域，如三电系统、自动驾驶、智能座舱等；小米通过融资增强对产业链上下游的整合能力，埋下造车伏笔。

解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力。高性价比硬件是小米盈利模式的基石，延展双盈利路径。路径一：硬件本身物美价廉，虽毛利润率低然而销量庞大，薄利多销创造利润。路径二：部分硬件作为媒介触达用户，通过硬件提供利润率较高的互联网服务。互联网服务是小米盈利模式的内核，小米互联网服务业务低成本、高利润率，已体现规模效益，盈利高效。小米互联网服务由广告业务支撑，游戏和境外互联网业务做重要补充。

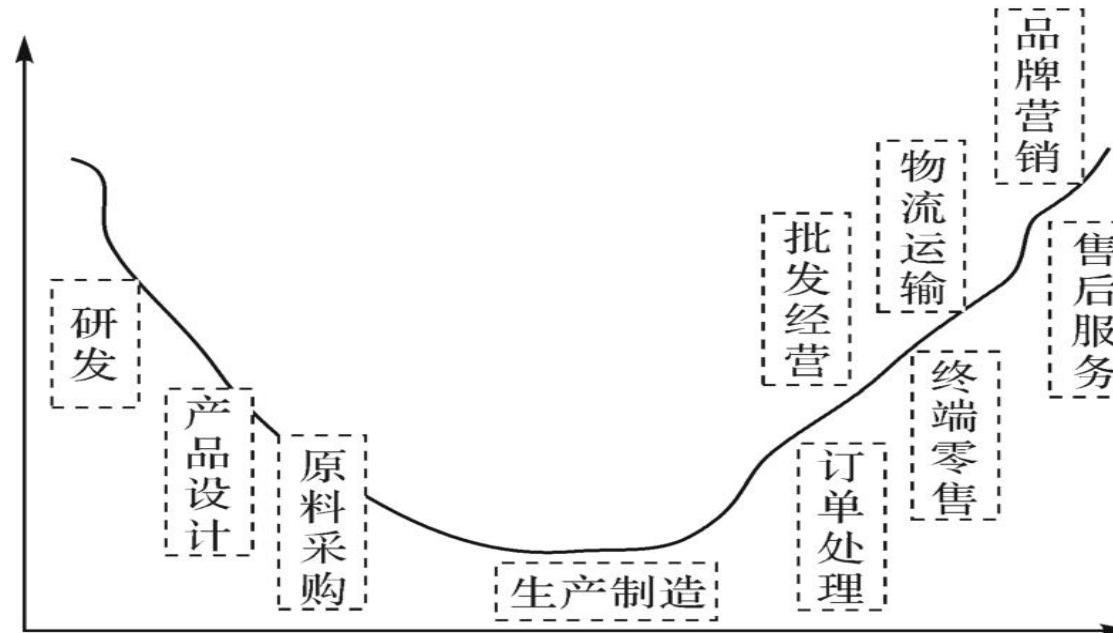
投资建议：随着小米“人车家全生态”战略的深化，其智能手机、智能可穿戴、智能汽车三大业务板块持续释放增长动能，带动产业链相关企业迎来结构性机遇，受益标的：小米集团-W（1810.HK）、闻泰科技、韦尔股份、蓝思科技、瑞芯微、兆易创新、长盈精密、泰凌微、翱捷科技、雅创电子、宁德时代、拓普集团、飞荣达、均胜电子、华阳集团、联创电子、德赛西威等。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、贸易摩擦加剧。

- ✿ 1. 手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力
- ✿ 2. 可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长
- ✿ 3. 汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域
- ✿ 4. 解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力
- ✿ 5. 投资建议与风险提示

小米创始之初即瞄准了中低端市场。2010年，中国制造业增加值首次超越美国，中国成为全球第二大经济体、第一制造业大国。然而，彼时国内产业多处于全球价值链底部，存在“量大于质”“大而不精”等问题，自主创新能力尚待提升。中国手机市场增长迅速，智能化、3G技术释放增量，但山寨问题突出。山寨手机具有低成本、低售价、快生产、高利润的特点，依靠完善的供应链迅速占领低端市场，2009年销售量高达1.45亿部。小米创始人雷军表示，创办小米的初心在于解决国内手机市场体量大但山寨横行，缺乏好产品的问题。小米尝试用压低利润、提高配置、不赚快钱的方法，攻入中低端市场，完成“良币驱逐劣币”的壮举。

图1：2010年国内产业处于全球价值链底部



资料来源：桂云帆，东兴证券研究所

1.1 2011~2014年：高性价比机型迅速圈地中低端市场，高效率商业模型助力销量称王

小米手机以极致性价比大获成功。2011年，第一代小米手机正式发布。配置方面，初代小米手机整体配置与当时旗舰手机相当，且搭载高通骁龙处理器，成为中国首款双核1.5G智能手机，比当时顶端智能手机（双核1.2G）快25%。价格方面，初代小米手机定价1999元，而同档配置的国际品牌售价多在3000~5000元。高配置加上低价格使其既能向上抢夺国品牌市场份额，又能向下驱逐山寨机，圈地中低端市场。初代小米一经发售即点燃市场，22小时内售出超30万台。2012~2014年，小米坚持性价比路线，逐年推出新机，进入高速发展的三年。小米手机出货量分别是719万台、1869万台和6107万台，2014年Q2，小米成为国内出货量第一的智能手机厂商。

小米手机高销量的背后是高效率的商业模型。这种商业模型以性价比为核心，具三大特点：（1）同价高配置，低硬件利润率。小米做出了“综合硬件毛利率低于5%”的承诺，初代小米手机的成本与售价相当，其零部件却对标苹果、三星等头部手机厂商。（2）除硬件外，其它投入低成本。通过做少做精SKU最大化研发投入的利用率；通过“前店后厂”的线上销售模式减少销售费用；不投入广告费用，通过互联网营销。（3）手机引流，服务盈利。不同于传统手机厂商，小米并不主要通过手机本身赚取利润，而是通过高性价比手机获得客流，再以高毛利率的互联网服务盈利。总体来看，这套商业模型打破了当时手机市场“赚快钱”的固有模式，助力小米快速扩张。



资料来源：搜狐，东兴证券研究所

1.2 2015~2016年：内忧外患陷销量低谷，上下双探扩展产品线



2015年，小米陷入内忧外患。首先是小米5延期；主要原因因为小米5搭载的骁龙820处理器需2015年底才能量产，再叠加调试时间，导致小米5最终于2016年2月正式发售。由于供应链问题，小米5在发售后两个月内产能不足，处于缺货状态，影响销量。而外部市场竞争激烈，OPPO、VIVO大举扩张，依靠相对较好的线下渠道提高市场知名度与渗透率，抢夺小米市场份额。2016年，小米市场份额下滑至第五，出货量下跌36%，小米陷入危机。

在危机中探索，上下双探产品线。但小米在危机中仍坚持开拓产品线。在高端市场，发布小米Note系列、MIX系列；其中小米MIX定位高端商务旗舰，搭载6.4英寸定制全面屏，拥有91.3%的屏占比，开启全面屏手机时代。在低端市场，红米2、红米3系列如期发布，价格进一步下探，其中红米2a发售价下探至499元，在超低端市场打开销量，基本摧毁山寨机生存土壤；发布红米Note系列，填充小米低端、中端市场之间空白。小米通过产品线的上下延展，在高端市场初有名声，在中低端市场牢牢扎根，支撑小米度过危机，并为业务拓展奠定基础。

图3：2016年小米市场份额、出货量下跌

| 2016年前五大智能手机厂商——出货量、市场份额、同期增幅（单位：百万台） | | | | | |
|---------------------------------------|----------|-----------|----------|-----------|--------|
| 厂商 | 2016年出货量 | 2016年市场份额 | 2015年出货量 | 2015年市场份额 | 同比增长 |
| OPPO | 78.4 | 16.8% | 35.3 | 8.2% | 122.2% |
| 华为 | 76.6 | 16.4% | 62.9 | 14.6% | 21.8% |
| vivo | 69.2 | 14.8% | 35.1 | 8.2% | 96.9% |
| 苹果 | 44.9 | 9.6% | 58.4 | 13.6% | -23.2% |
| 小米 | 41.5 | 8.9% | 64.9 | 15.1% | -36.0% |
| 其他 | 156.7 | 33.5% | 173.3 | 40.3% | -9.6% |
| 总计 | 467.3 | 100% | 429.9 | 100% | 8.7% |

资料来源：锋潮科技，东兴证券研究所

图4：2016年小米产品矩阵覆盖高中低端市场

| 市场定位 | 产品 | 起售价 | 主要创新点 |
|-------|-----------|------|-----------|
| 高端市场 | 小米MIX | 3499 | 全面屏 |
| 中高端市场 | 小米NOTE2 | 2799 | 曲面屏 |
| 中端市场 | 小米5s plus | 2299 | 超声波指纹识别 |
| | 小米5s | 1999 | |
| | 小米5 | 1999 | |
| 中低端市场 | 小米max | 1299 | 6.44英寸大屏 |
| | 红米note4 | 899 | 4100mAh电池 |
| 低端市场 | 红米4 | 699 | 4100mAh电池 |
| | 红米4a | 499 | 首发骁龙425 |

资料来源：小米，东兴证券研究所

1.3 2017~2020年：海外市场贡献新增量，AIoT成为第二引擎

国内市场地位稳固的同时，小米逐步布局海外市场。小米采取本土化、灵活定价、社交媒体营销的策略，在东南亚、非洲、拉丁美洲、欧洲快速渗透，整体表现出色。（1小米采用全方位本土化策略，在印度市场提出“Mi From India（印度之米）”口号，并宣称小米手机75%的零部件来自印度，树立本土品牌形象。（2小米在海外市场采取灵活定价策略，根据区域市场调性进行定价。在与中国类似的东南亚市场，小米采取高性价比策略；而在追求品质的拉美、欧洲市场，则选择相对较高的定价，突出产品的科技属性。（3营销方面，小米延续国内低广告费用的打法，重视在社交媒体与粉丝群体互动，达到宣传效果。策略成功引领业务成功。2020年，小米境外市场营收占比49.8%，在欧洲市场的出货量市占率为15.3%，连续三季度排名前三；在拉美、中东、非洲市场，小米手机出货量位居市场前四名，小米真正成为全球化手机公司。

图5：2017~2020年小米港澳台及海外地区营收

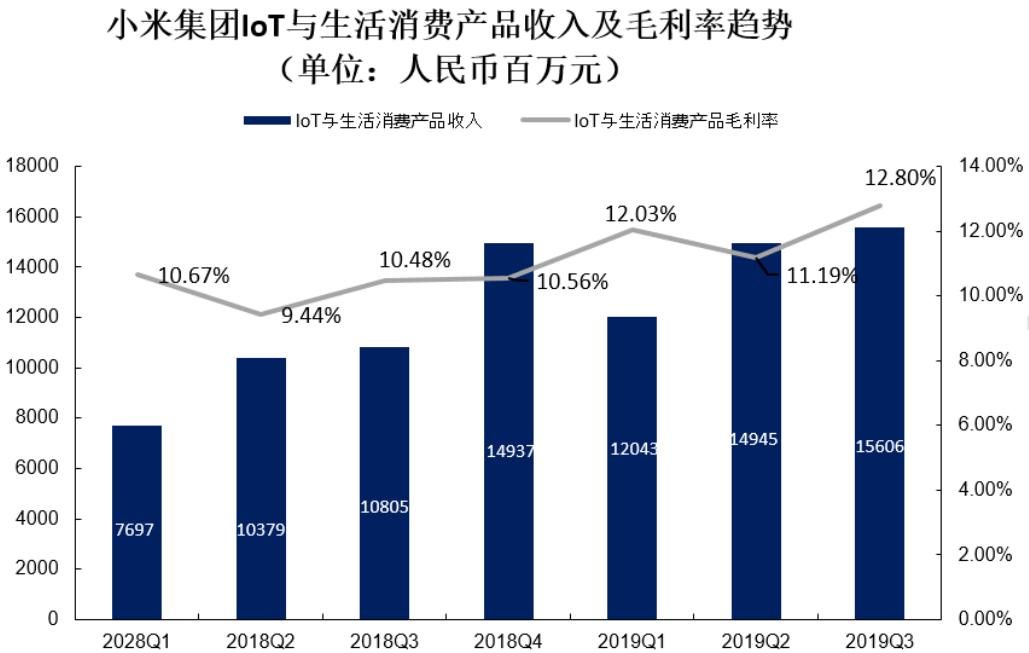


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.3 2017~2020年：海外市场贡献新增量，AIoT成为第二引擎

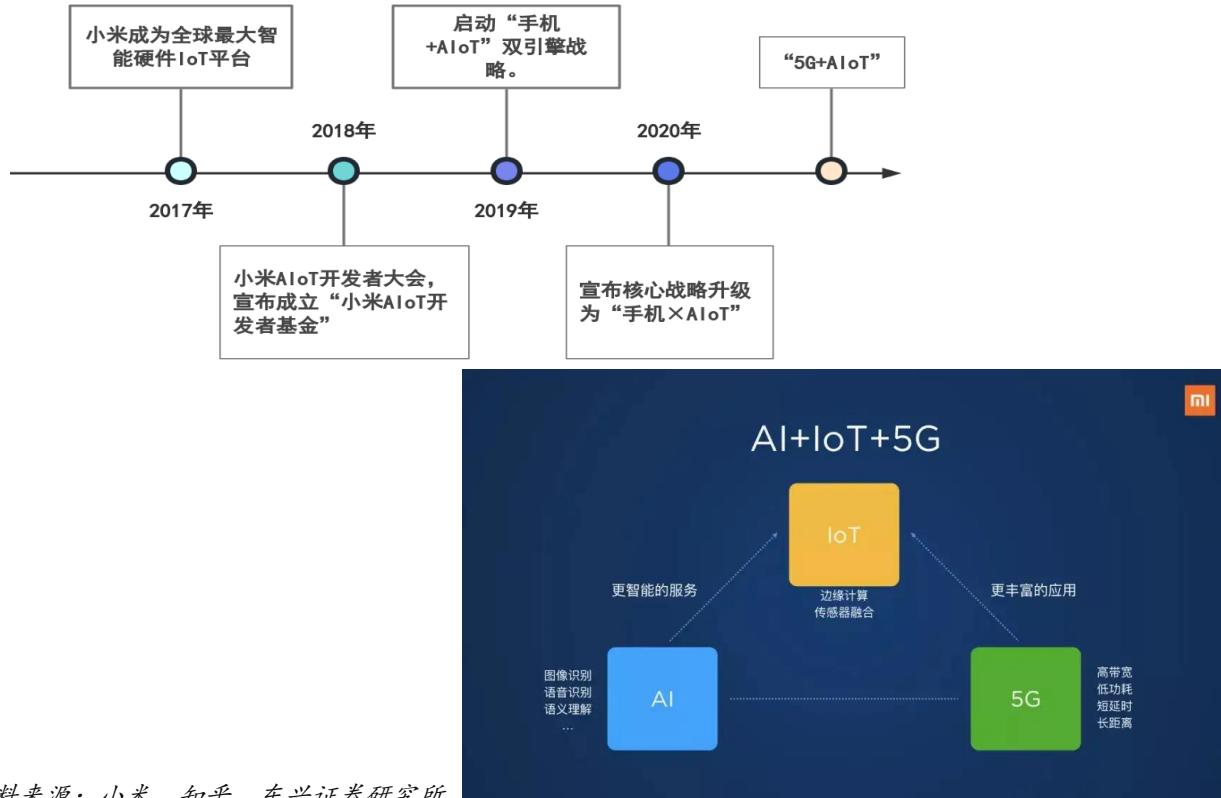
小米布局AIoT业务，打造第二增长引擎。AIoT融合AI技术和IoT技术，通过物联网产生、收集海量的数据存储于云端、边缘端，再通过大数据分析，以及更高形式的人工智能，实现万物数据化、万物智联化。2018年尚处于AI发展早期，小米超前地认识到AIoT是未来趋势，着力布局。2019年启动“手机+AIoT”双引擎战略，2020升级为“手机×AIoT”战略。小米凭借较早的布局、巨量的产品入口、数据的积淀与运用，实现手机与AIoT互通和AIoT业务的快速扩张。截至2019年9月30日，小米IoT平台已连接的设备数，在不包括智能手机及笔记本电脑的情况下，达2.1亿台，同比增长62.0%。

图6：小米集团IoT与生活消费产品收入及毛利率增长



资料来源：深响，东兴证券研究所

图7：小米AIoT布局时间线、小米AI+IoT+5G战略布局

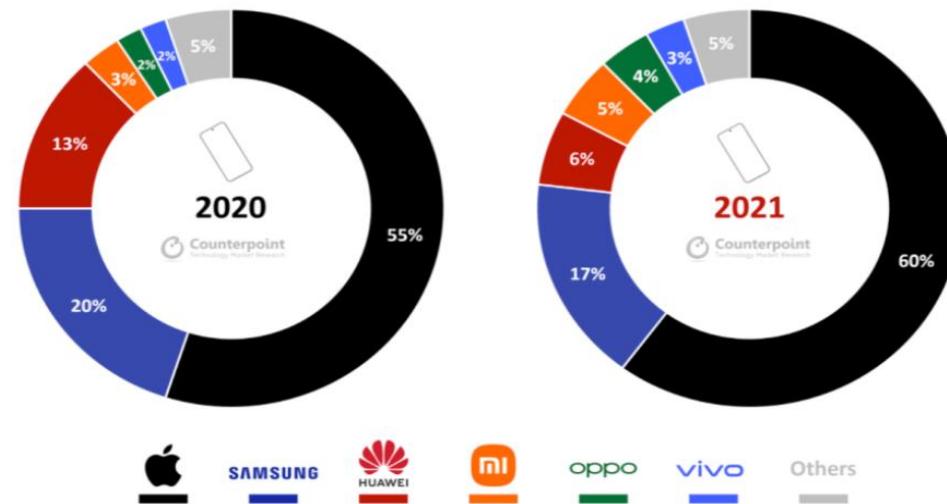


资料来源：小米，知乎，东兴证券研究所

冲击高端，是小米手机新的矛盾焦点。一方面，小米高端化面临诸多挑战：（1）小米品牌认知固化，走性价比路线、重中低端市场的形象根深蒂固，转型困难。（2）小米相对缺乏高端手机的研发与营销经验，在中低端产品上优先技术参数的策略在高端产品或难以奏效。（3）高端市场中，苹果、三星、华为占主导地位，且高端用户品牌粘性大，市场难以进入等。2020年，小米开辟Ultra线，推出首部数字其在全寿命周期中共取得了577万台的销量，系列高端机型——小米10 Ultra，首发价5299元，但硬件规格领先，仍可视作性价比路线的延续。小米10系列手机卖出577万台，为高端化打下良好开局。然而，次年发布的小米11 Ultra同样技术规格领先，但在高端市场份额上苹果三星份额占比进一步扩大，由2020年高端市场份额75%提升至77%，小米高端路线亟待调整。

图8：高端市场由苹果、三星、华为主导

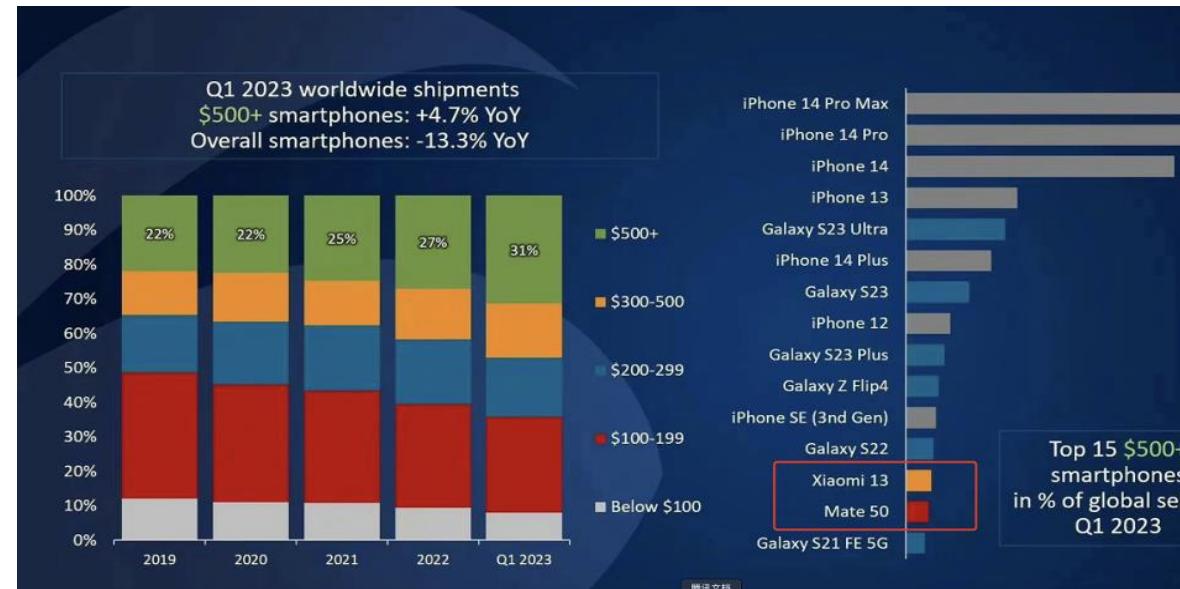
Global Premium (>\$400) Smartphone Sales Share by OEM, 2020 vs 2021



资料来源：Counterpoint, 东兴证券研究所

改变认知，影像引领，高端化路径聚焦“体验领先”。小米11Ultra的失利带来了小米对是否高端化、什么是高端化路径的反思。2022年初，小米召开高端化战略研讨会，组建高端化工作组，坚定了高端化决心；同时汲取教训调整路径，重视技术参数的同时以体验为先。小米瞄准高端手机影像差异化，2022年5月，小米与徕卡宣布建立战略合作关系。同年7月，小米发布12s Ultra，起售价5999元；影像方面采用突破性的一英寸大底传感器，同时装配徕卡光学镜片，提供领先影像体验。12s Ultra单平台首销2.79万台，产品口碑良好，成为小米高端化的里程碑。之后，小米整理数字系列产品矩阵，取消半代更新，采用“标准版+Pro版本+Ultra版本”的一代三机策略，Pro和Ultra版本定位中高端市场，做少做精SKU，助推品牌形象高端化。2022年底推出的小米13系列销量口碑双佳；据Canalys测算，小米13系列出货量在2023Q1位列国产高端手机第一名，巩固了高端化成果，是首次真正实现从“技术领先”到“体验领先”的代表作。

图9：小米13系列在高端手机出货量占比



资料来源：搜狐，东兴证券研究所

图10：小米手机经典产品

| 典型产品 | 小米1 | 小米2S | 小米4 | 小米mix | 小米6 | 小米10 | 小米12S Ultra |
|------|---|---|--|---|---|---|---|
| 图例 |  |  |  |  |  |  |  |
| 推出时间 | 2011 | 2013 | 2014 | 2016 | 2017 | 2020 | 2022 |
| 产品亮点 | 1999元定价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 | 运存升级到2G，搭载最新MIUI V5系统 | 不锈钢边框和铝镁合金设计，支持红外遥控 | 首个全面屏手机，全陶瓷机身设计 | 四曲面玻璃机身，配备光学变焦双摄相机，一体化设计手感和颜值俱佳 | 旗舰骁龙865处理器，全系采用LPDDR5内存、WiFi 6、UFS 3.0存储、1亿像素相机 | 一英寸超大底主摄，搭载骁龙8+Gen1处理器 |
| 售价 | ¥1999 (4GB) ¥2299 (32GB) | ¥1999 (16GB) ¥2299 (32GB) | ¥1999 (16GB) ¥2499 (64GB) | ¥3499 (128GB) ¥3999 (256GB) | ¥2499 (64GB) ¥2899 (128GB) | ¥3999 (128GB) ¥4299 (256GB) | ¥5999 (256GB) |

资料来源：小米官网，东兴证券研究所

- ✿ 1. 手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力
- ✿ 2. 可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长
- ✿ 3. 汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域
- ✿ 4. 解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力
- ✿ 5. 投资建议与风险提示

2.1 小米手环：性价比路线的再验证

初代小米手环仍然依靠极致性价比打开市场。2014年，智能手环市场已有雏形，头部智能穿戴企业Fitbit推出Flex手环，谷歌、百度等巨头跨界布局，Bong、乐跑等国产新势力涌现。此时智能手环仅有记录睡眠、运动等基本功能，售价集中在200~800元，性价比较低，国内大众接受度、购买意愿不高。初代小米手环在具备基本功能的基础上，定价79元，发售三个月内销量突破百万，一年内突破千万，成为现象级产品。初代小米手环还创造性地将手环待机时间延长到30天，基本解决了智能手环需频繁充电、使用不便的问题，进一步培养用户使用习惯。初代小米手环再次成功验证了性价比路线。

图11：初代小米手环



图12：历代小米手环创新点

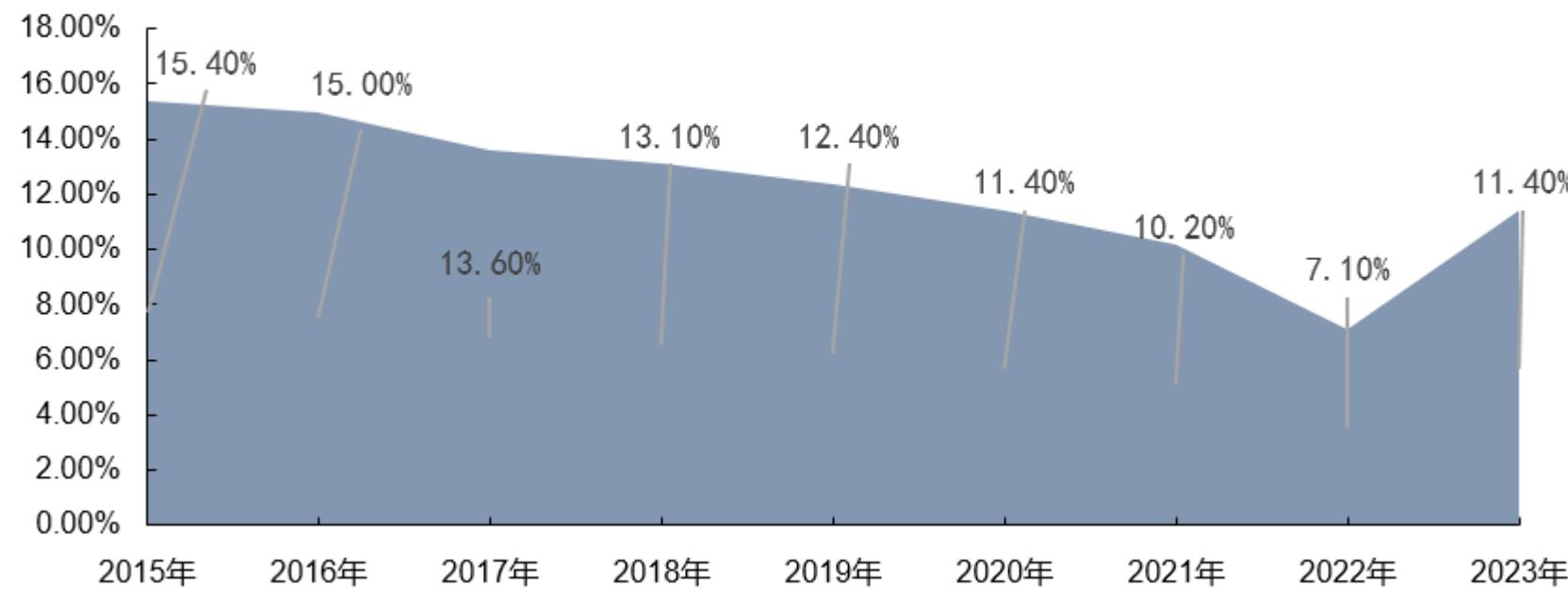
| 型号 | 发售时间 | 售价 | 主要创新点 |
|-------|-----------|----------------|------------------|
| 小米手环1 | 2014/7/22 | 79元 | 无屏幕设计，30天长续航 |
| 小米手环2 | 2016/6/2 | 149元 | OLED屏幕，可触控操作 |
| 小米手环3 | 2018/5/31 | 169元起，NFC版199元 | 新增NFC功能 |
| 小米手环4 | 2019/6/11 | 169元起，NFC版229元 | 彩色屏幕，支持小爱同学 |
| 小米手环5 | 2020/6/11 | 189元起，NFC版229元 | 增加更多健康功能 |
| 小米手环6 | 2021/3/29 | 229元起，NFC版279元 | 全面屏设计，支持血氧检测 |
| 小米手环7 | 2022/7/16 | 239元起，NFC版279元 | AOD息屏显示，百种运动模式 |
| 小米手环8 | 2023/4/18 | 239元起，NFC版279元 | 60Hz屏幕刷新率；三种佩戴模式 |
| 小米手环9 | 2024/7/19 | 249元起，NFC版299元 | 适配健身游戏“舞力全开” |

2.1 小米手环：性价比路线的再验证

坚持性价比，持续迭代，稳固市场地位。初代小米手环迅速打开可穿戴市场，2015年，全年出货量达到1200万个，占据15.4%市场份额，居世界第二。此后小米手环坚持性价比路线，在屏幕、功能、生态等方面打造创新点，逐年迭代，稳固了市场地位。2015-2023年，小米可穿戴设备市场份额连续九年位居全球前三。

图13：2015-2023年小米可穿戴设备市场份额

2015~2023年小米全球可穿戴市场份额（单位：%）

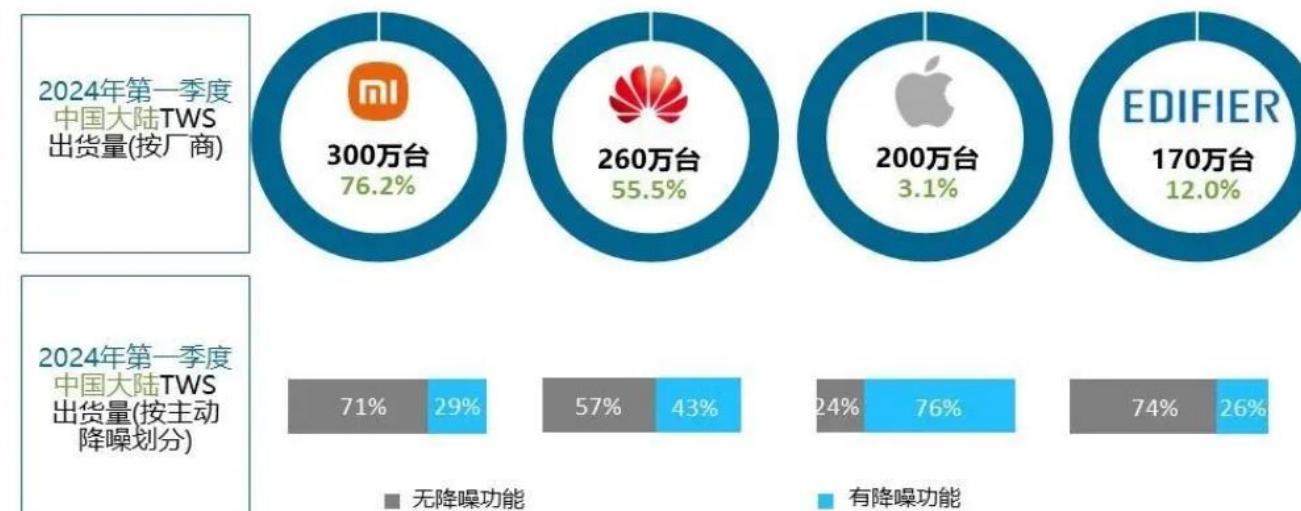


资料来源：IDC, IT之家, 36Kr, 搜狐, 艾邦智造资讯, 东兴证券研究所

小米TWS耳机凭借与手机的协同效应取得优秀成绩。2024年Q1，小米TWS耳机国内出货量300万台，力压华为、苹果，市场份额跃居国内第一。同季度，小米手机出货量约4000万部，同比增长33.7%。手机出货量猛增或与TWS耳机增长产生协同效应；小米TWS耳机针对小米手机做出专门适配，连接稳定性、产品功能、设备界面有所增益，使用体验更佳。同时，国内市场对设备生态链概念重视度提高，小米较为完善的生态系统增加用户黏性，进一步促进小米TWS耳机热销。

图14：2024Q1小米TWS出货量国内第一

小米超越苹果，跃居中国市场第一



Canalys个人音频设备含无线头戴式、无线颈挂式和TWS
来源: Canalys个人智能音频设备(出货量), 2024年5月

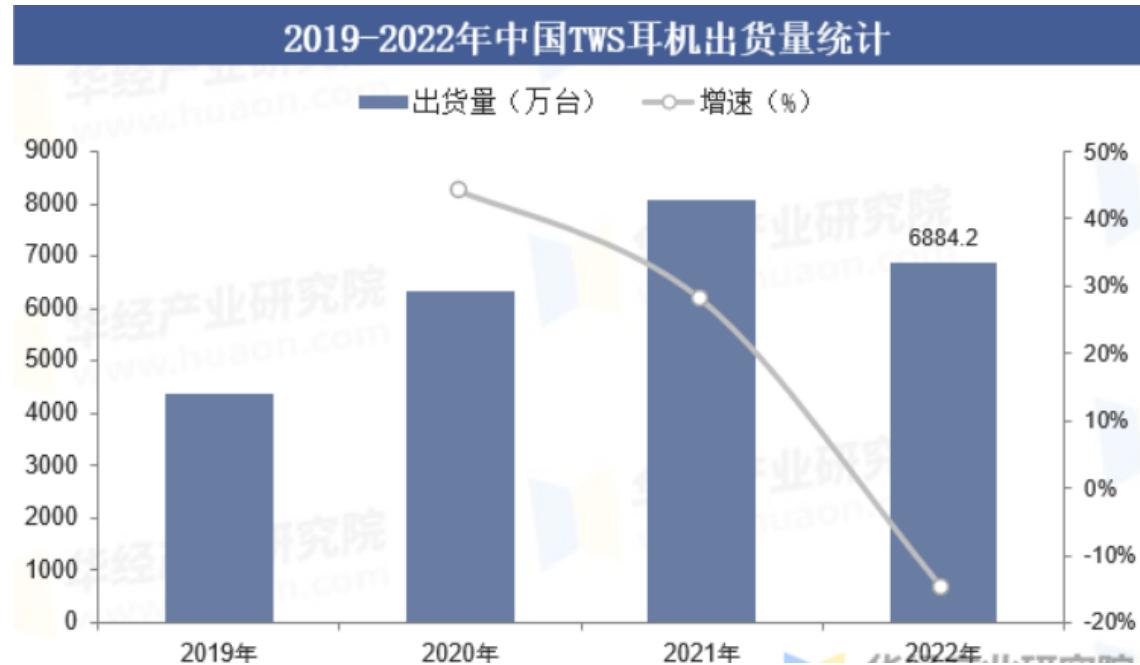
资料来源: Canalys, IT之家, 东兴证券研究所



2.2 TWS耳机生态协同效应与产品力凸显

小米TWS耳机展现出较强的产品力。2018年小米第一款TWS耳机Xiaomi AirDots 青春版发布，同价位首用Bluetooth5.0；次年发布Xiaomi Air 2，使用LHDC解码，着力音质提升。2020年后TWS耳机市场增速大幅放缓，小米内部采取差异化战略，将小米TWS耳机作为高端线，跟进最新技术、探索功能创新；而红米TWS耳机则更强调性价比，依靠低价抢占中低端市场份额。高端线技术（如主动降噪）成熟后下放红米，打造强产品力。

图15：2020年后TWS市场增速放缓



资料来源：华经产业研究院，东兴证券研究所

图16：小米、红米双产品线并行

| 时间 | 产品线 | 产品 | 定价 | 主动降噪 |
|-------|-----|---------------------|-----|------|
| 2020年 | 小米 | xiaomi air2 pro | 699 | 35dB |
| | 红米 | 未发布 | / | / |
| 2021年 | 小米 | xiaomi buds 3系列 | 499 | 40dB |
| | 红米 | redmi airdots 3 pro | 299 | 35dB |
| 2022年 | 小米 | xiaomi buds 4系列 | 699 | 48dB |
| | 红米 | redmi buds 4 pro | 399 | 43dB |
| 2023年 | 小米 | 未发布产品 | / | / |
| | 红米 | redmi buds 5 | 199 | 46dB |

资料来源：什么值得买，哔哩哔哩，百度，东兴证券研究所

- ✿ 1. 手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力
- ✿ 2. 可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长
- ✿ 3. **汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域**
- ✿ 4. 解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力
- ✿ 5. 投资建议与风险提示

小米汽车SU7仍主打“高性价比”标签，结合“五个核心技术”构成其核心竞争力。2024年3月28日晚，小米公布其第一款车SU7售价，标准版、Pro、Max三个版本，售价分别为21.59万元、24.59万元、29.99万元，而在小米SU7对标的中高端市场，特斯拉、问界、极氪等新能源车企的主力销售车型价格在20万—50万元之间。新能源汽车围绕价格展开的竞争，正式进入下半场。小米SU7对外宣传主打“五个核心技术”，包括V8s超级电机，转速达到业内最高的27200rpm；CTB一体化电池技术，体积效率达到全球最高的77.8%；9100t超级大压铸集群，降焊接点减少840处，重量减轻17%；全栈自研智能辅助驾驶，配备两颗NV DRIVE Orin芯片，综合算力达508TOPS；依托8295座舱芯片的智能座舱，以及禾赛AT 128激光雷达。这套配置参数的SU7在“高性价比”的标签下，拿下上市24小时大定数量高达88898台的数据。

图17：不同版本的小米SU7

| 车型 | SU7 | SU7 Pro | SU7 Max | SU7 Ultra |
|--------------------|---|------------------|------------------|--|
| 图例 |  | | |  |
| 发布时间 | | 2024年3月 | | 2025年3月 |
| 价格 | ¥215,900.00 | ¥245,900.00 | ¥299,900.00 | ¥814,900.00 |
| 0-100km/h 加速时间 (s) | 5.28 | 5.7 | 2.78 | 1.97 |
| 电池类型 | 磷酸铁锂电池 | 磷酸铁锂电池 | 三元锂电池 | 全球首发宁德时代麒麟II电池 |
| 最大马力 | 299 | 299 | 673 | 1548 |
| 智能驾驶芯片算力 (TOPS) | 84 | 508 | 508 | / |
| 智能驾驶操作系统 | Xiaomi Pilot Pro | Xiaomi Pilot Max | Xiaomi Pilot Max | / |

资料来源：小米官网，东兴证券研究所

图18：小米SU7与特斯拉Model 3焕新版参数对比



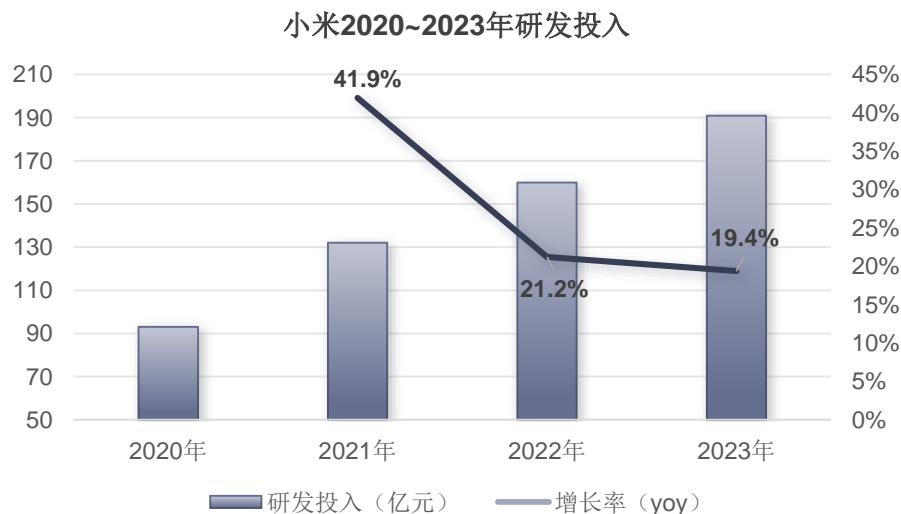
资料来源：彭拜新闻，东兴证券研究所

3.2 研发导向，十倍投入，面向年轻消费者，强调性价比是其成功之秘诀

小米采取研发导向，自研关键技术，力求多、快、好地造车。2021年，小米公告成立全资子公司造车，首期投资100亿元，预计未来十年投资100亿美元。自主创新，着力电驱、电池、大压铸、智能驾驶、智能座舱五大核心技术。宣布造车后小米研发投入增加迅速，2021~2023年研发开支分别达到132亿元、160亿元、191亿元，年度复合增长率达20.41%。其中汽车研发团队规模由2021年约1000人增长到2023年约3400人，汽车研发投入超100亿，约为一般车企每车型造车投入的十倍。高额研发投入支撑下的技术创新与整合，是产品性能与体验双优的底层逻辑。

市场定位：面向年轻消费者，强调性价比。小米SU7的市场定位明确，主要面向追求科技感和性价比的年轻消费者群体。小米汽车延续了其在消费电子领域的定价策略，通过优化成本结构和规模效应，为消费者提供了具有竞争力的价格。同时，小米还通过线上渠道和小米之家等线下体验店，建立了全方位的销售和服务网络。

图19：小米2020-2023年研发费用增长



资料来源：小米官网，东兴证券研究所

图20：小米汽车五大核心自研技术

| 领域 | 核心技术 | 亮点 |
|------|--------------------|---|
| 电驱 | Xiaomi HyperEngine | HyperEngine V8s功率密度达到10.14kW/kg，超Tesla当前最先进水平的60% |
| 电池 | 自研CTB一体化电池技术 | 地板上盖二合一、电芯倒置、多功能弹性夹层以及极简线束等设计 |
| 大压铸 | 自研9100t超级大压铸技术 | 整体重量减轻17%，且生产工时大幅减少45%。 |
| 智能驾驶 | 全栈自研智能驾驶技术 | 首创自适应变焦BEV技术 |
| 智能座舱 | “以人为中心”的交互架构 | 「人车家全生态」体验 |

资料来源：腾讯新闻，东兴证券研究所

小米集团通过早期投资方式布局新能源汽车产业链。2011~2020年，小米在汽车领域融资事件总计52起，金额累计超250亿元。融资涉及整车以及新能源细分领域，如三电系统、自动驾驶、智能座舱等；小米通过融资增强对产业链上下游的整合能力，埋下造车伏笔。（1整车方面聚焦造车新势力。小米通过顺为资本分别于2015、2017年参与蔚来汽车、小鹏汽车的早期融资，为小米造车提供技术合作与市场洞察。（2三电系统方面，小米着重布局动力电池，投资中航锂电、珠海冠宇等四家电池厂商。小米系向国内电控奥领先企业奥易克斯投资2亿元。（3自动驾驶方面布局精准，于2017年投资Momenta、智行者。（4智能座舱方面布局较早，2014年始对凯立德、板牙信息科技、博泰车联网等相关厂商密集融资，构建座舱生态。

图21：小米汽车领域融资整体情况



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图22：小米汽车领域早期融资覆盖面广

| 核心零部件 | 融资企业 | 投资时间 | 轮次 | 融资额 |
|-------|----------|-----------|---------|---------|
| 三电系统 | 珠海冠宇 | 2018年 | 入股 | 未披露 |
| | 中航锂电 | 2020/12/1 | Pre-A轮 | 2.9亿 |
| | 酷科电子 | 2017/1/1 | A轮 | 数百万元 |
| | 奥易克斯 | 2019/9/1 | B轮 | 2亿元 |
| 传感器 | 诚瑞光学 | 2020/7/1 | 战略融资 | 11.5亿元 |
| | 矽容科技 | 2021/2/1 | 股权融资 | 未披露 |
| | 北醒光子 | 2016/11/1 | Pre-B轮 | 未披露 |
| | 比亚迪半导体 | 2020/6/1 | A+轮 | 8亿元 |
| 激光雷达 | 2020/8/1 | 股权融资 | 未披露 | |
| | 思特威 | 2020/10/1 | 战略融资 | 近15亿元 |
| | 灵明光子 | 2020/10/1 | A+轮 | 数千万元 |
| | 晶视智能 | 2019/5/1 | 股权融资 | 未披露 |
| 芯片 | 2021/1/1 | 战略融资 | 未披露 | |
| | 镭明激光 | 2020/9/1 | 战略融资 | 未披露 |
| | 易兆微电子 | 2020/12/1 | 战略融资 | 未披露 |
| | Momenta | 2017/1/1 | A轮 | 1000万美元 |
| 自动驾驶 | 2017/7/1 | Pre-B轮 | 4600万美元 | |
| | 2021/3/1 | C轮 | 5亿美元 | |
| | 智行者 | 2017/6/1 | A轮 | 6000万元 |
| | 2018/4/1 | B轮 | 1.5亿元 | |
| 智能座舱 | 凯立德 | 2014/1/1 | 股权融资 | 未披露 |
| | 板牙科技 | 2016/3/1 | 天使轮 | 数千万元 |
| | 博泰车联网 | 2020/4/1 | B轮 | 未披露 |

资料来源：36Kr，东兴证券研究所

- ✿ 1. 手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力
- ✿ 2. 可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长
- ✿ 3. 汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域
- ✿ 4. **解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力**
- ✿ 5. 投资建议与风险提示

4.1 高性价比硬件为基础，延展双盈利路径

高性价比硬件是小米盈利模式的基石。硬件此处主要指小米智能手机与IoT及生活消费品。高性价比的硬件使小米能够迅速扩大客群和市场份额，而这主要从各具特色的两个路径促进小米盈利，构筑核心竞争力。

路径一：硬件本身物美价廉，虽毛利率低然而销量庞大，薄利多销创造利润。该路径体现为：小米硬件收入营收贡献率高，稳定在90%上下；硬件毛利率低，手机毛利率不超15%，而IoT及生活消费品毛利率不超17%；智能手机、IoT及生活消费品在主营业务中毛利润贡献率高，2023年约为40%。可见，该路径为小米创造了稳定且可观的利润。若小米持续推出高性价比硬件，则该路径具有较高的抗风险能力，从而构筑核心竞争力。

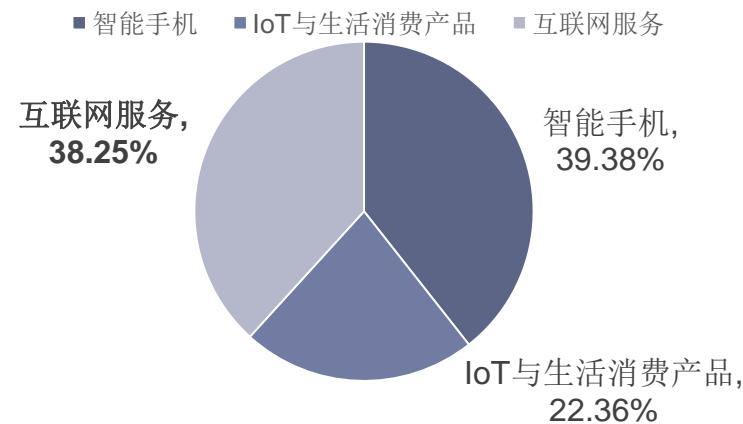
路径二：部分硬件作为媒介触达用户，通过硬件提供利润率较高的互联网服务。该路径是小米盈利模式的特色和精髓。部分硬件主要指小米手机、平板、笔记本、电视、小米盒子等，具有媒介功能，可以由此向用户提供互联网服务的硬件。如前文述，硬件的高性价比带动高销量，高销量迅速积累客群；而这部分客群体量庞大、可达性高，互联网服务的需求潜力巨大。该路径同时解决了互联网服务的渠道问题和获客问题，从而构筑核心竞争力。若互联网经济持续繁荣，则小米或将通过该路径获取持续高额利润。

图23：2018-2023年小米分业务营收情况（单位：亿）



资料来源：小米，东兴证券研究所

图24：2023年小米分业务毛利润贡献



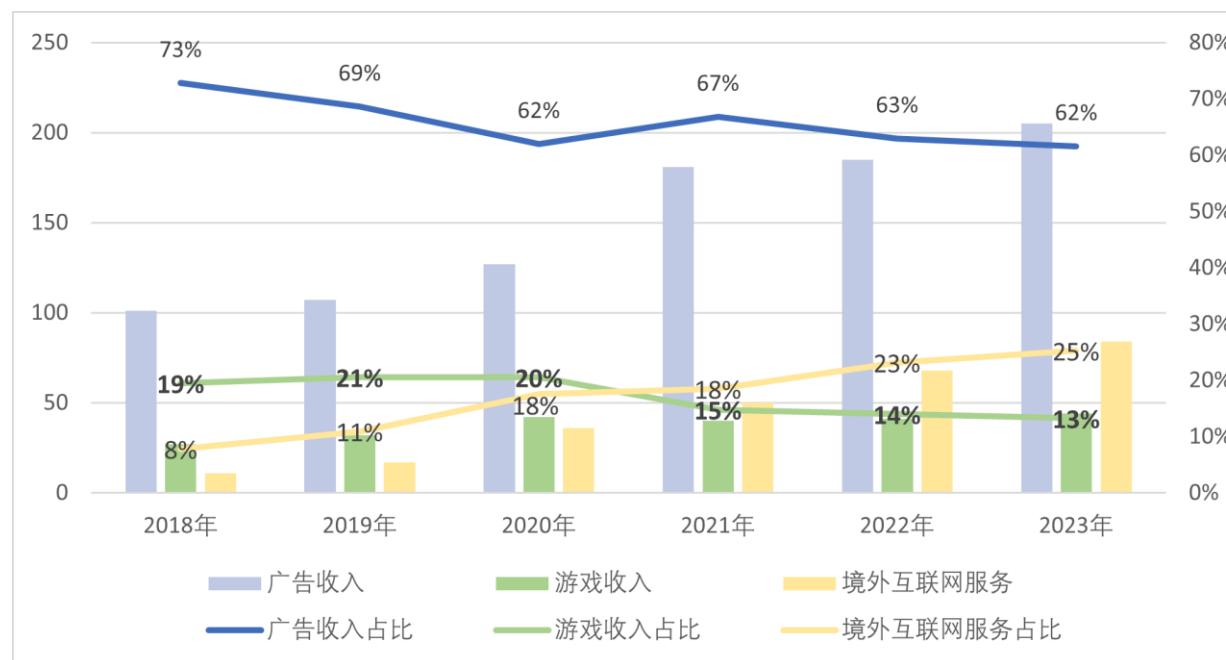
资料来源：小米，东兴证券研究所

4.2 互联网服务为内核，高效率商业模式带动盈利

互联网服务是小米盈利模式的内核。小米通过硬件实现规模获客后，以高毛利率的互联网服务获取超额利润。这决定了小米集团是一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司，而非传统的硬件产销商。

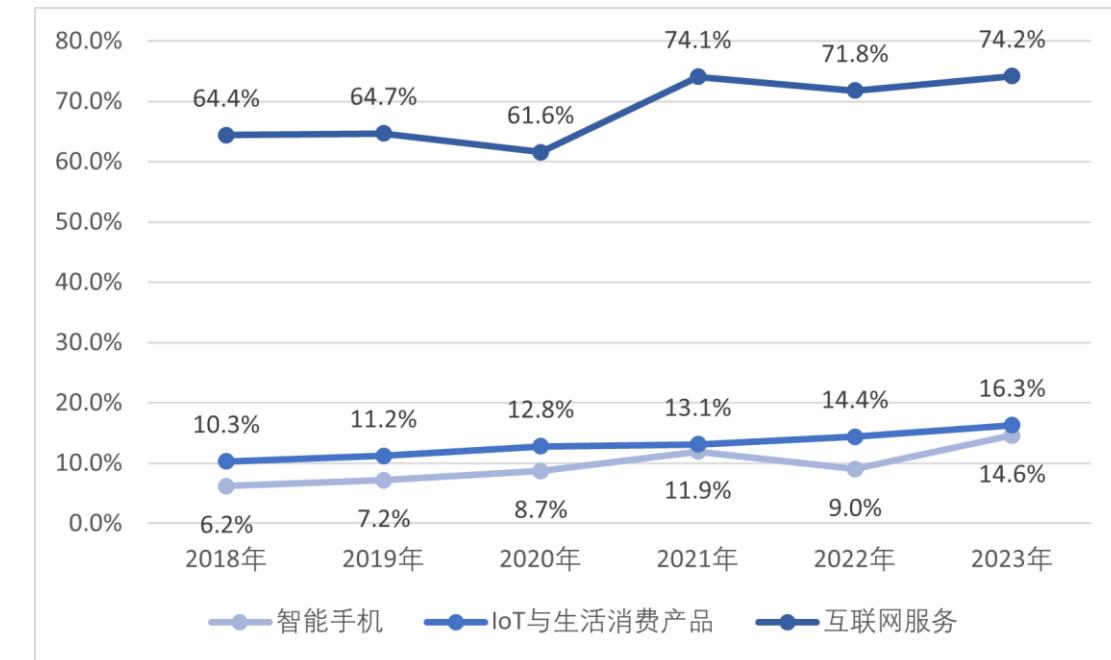
小米互联网服务业务低成本、高利润率，已体现规模效益，盈利高效。如前文所述，解决获客、渠道问题后，互联网服务的规模效益将带动强劲利润。2018~2020年，小米互联网服务毛利率均超60%，2021~2023年超70%；超高毛利率与大体量客群的乘数效应创造巨额利润。2023年小米互联网服务创造毛利润约223亿元，占主营业务比例约38.25%。相比硬件产销，互联网服务增长潜力、增长弹性更大，是小米盈利模式的关键驱动力。

图25：2018-2023年小米互联网服务营收情况



资料来源：小米，东兴证券研究所

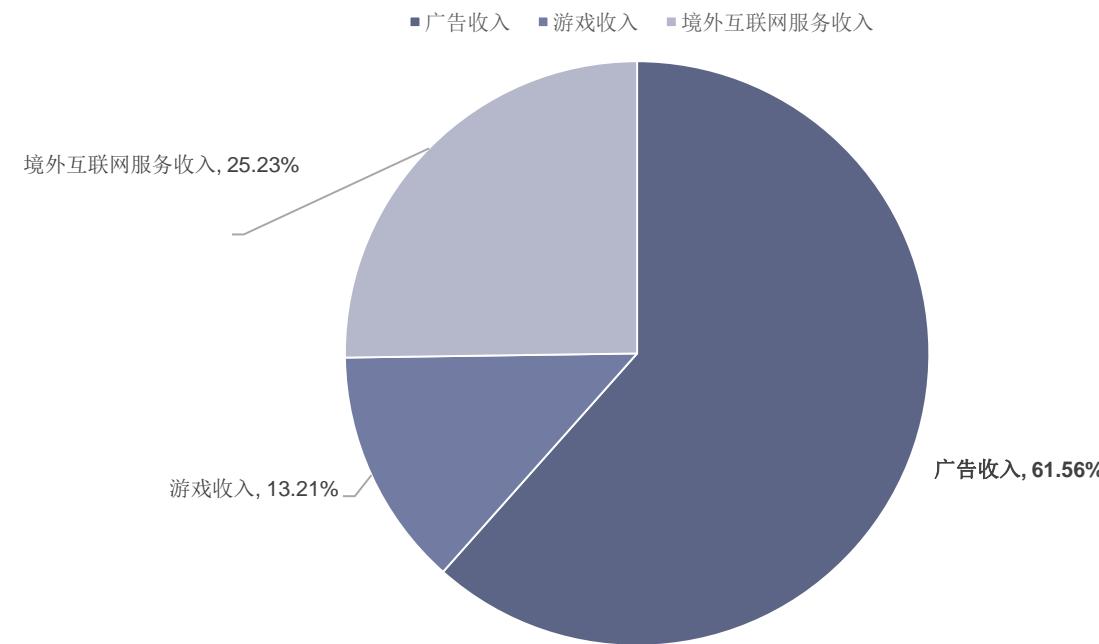
图26：2018-2023小米各业务毛利率



资料来源：小米，东兴证券研究所

小米互联网服务由广告业务支撑，游戏和境外互联网业务做重要补充。广告是小米互联网服务的营收大头，2018~2023年占比均超60%，且营收始终保持增长，2023年达到205亿元，CAGR达12.52%。游戏业务与境外互联网业务贡献营收占比在40%浮动，促进业务多元化以分散市场风险。时间视角下三类业务存在结构性变化。2018~2023年，广告业务营收占比从73%下降至62%，顺应需求端对广告敏感度提高、需要更优体验的趋势；游戏业务收入占比从19%下降到13%，而境外互联网服务收入占比逐年增长，从8%达25%，暗示小米海外市场展业迅速；随着全球新兴市场的发展，该业务模块或释放更多增长想象力。

图27：2023年小米互联网服务业务收入构成



资料来源：小米，东兴证券研究所

- ✿ 1. 手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力
- ✿ 2. 可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长
- ✿ 3. 汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域
- ✿ 4. 解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力
- ✿ **5. 投资建议与风险提示**

投资建议：随着小米“人车家全生态”战略的深化，其智能手机、智能可穿戴、智能汽车三大业务板块持续释放增长动能，带动产业链相关企业迎来结构性机遇，受益标的：小米集团-W（1810.HK）、闻泰科技、韦尔股份、蓝思科技、瑞芯微、兆易创新、长盈精密、泰凌微、翱捷科技、雅创电子、宁德时代、拓普集团、飞荣达、均胜电子、华阳集团、联创电子、德赛西威等。



- ✿ 下游需求放缓
- ✿ 技术导入不及预期
- ✿ 客户导入不及预期
- ✿ 贸易摩擦加剧

分析师简介

刘航

复旦大学工学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所，现任电子行业首席分析师。曾就职于Foundry厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号：S1480522060001。

研究助理简介

李科融

电子行业研究助理，曼彻斯特大学金融硕士，2024年加入东兴证券，主要覆盖OLED、消费电子防护、半导体检测设备、模拟芯片等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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關服務。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率15%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

感谢观看，欢迎交流

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526