

# 小米集团-W (01810.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 新十年再升级，用户资产激发全生态

### 飞轮效应

#### 投资逻辑

小米成功的核心我们认为极致效率，即围绕“极致效率”选团队、选赛道、选制造、选用户触达方式，用极致效率的思维去洞察传统行业人货场的变迁。小米逐步构建了以深厚优质用户资产、可支撑并引领高端化的技术、人-车-家全生态产品和服务组成的三维壁垒，有望持续释放增长动能。

2024/25Q1 小米营收分别高增 35%/47.4%至 3659 亿/1113 亿元，经调净利同比高增 41.3%/64.5%至 272 亿/107 亿元，毛利率提升至 25Q1 的 22.8%，迈向高质量发展新阶段。

新十年战略锚定“全球新一代硬核科技引领者”，未来五年，我们看好：1)“用户+生态+爆品”三维壁垒发挥内生增长的乘数效应。7+亿 MAU 与 9+亿 AIoT 设备筑牢用户资产基础，汽车破圈升级品牌势能及用户资产，高净值及女性用户占比提升；2)五年再投 2000 亿元研发，一梯队技术实力为高端化横向拓品类、纵向拉价位提供支撑。3)汽车、大家电进入 1-10 增长阶段，汽车预计 25-27 年收入分别为 1096 亿/2211 亿/2912 亿元，空冰洗预计 25-27 年收入合计为 375 亿/522 亿/633 亿元，为后续业绩增长核心，二、三增长曲线贡献加快，利润结构由“单极”向“三极”裂变。

#### 盈利预测、估值和评级

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 5038 亿/6651 亿/7851 亿元，同比+37.7%/+32.0%/+18.0%；归母净利润 372 亿/519 亿/638 亿元，同比+57.3%/+39.6%/+22.9%；经调后归母净利润 410 亿/557 亿/676 亿元，同比+49.9%/+36.0%/+21.4%，对应 25-27 年 PE 为 33.8/24.9/20.5 倍。小米集团是用户共创的商业典范，短期无法复制的庞大用户资产有望持续在产品研发、消费者触达上发挥效率；手机业务在高端化战略带领下结构有望进一步改善，大家电、汽车业务正处爆发阶段，增量可观，我们给予公司 2026 年 30 XPE，目标价 64.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示

核心技术进展不及预期、竞争对手突破更高端技术或进行价格战、海外地缘政治风险、汽车行业舆论风险等。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张敏敏 (执业 S1130521080001)

zhangminmin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：54.550 元

目标价 (港币)：64.50 元



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	12/23	12/24	12/25E	12/26E	12/27E
营业收入(百万元)	270,970	365,906	503,783	665,122	785,079
营业收入增长率	-3.24%	35.04%	37.68%	32.03%	18.04%
归母净利润(百万元)	17,475	23,658	37,209	51,942	63,844
归母净利润增长率	606.34%	35.38%	57.28%	39.59%	22.92%
经调后归母净利润(百万元)	19,273	27,314	40,953	55,686	67,588
经调后归母净利润增长率	126.98%	41.72%	49.93%	35.97%	21.37%
经调后每股收益(元)	0.74	1.05	1.58	2.15	2.60
每股经营性现金流净额	1.65	1.57	0.93	2.43	2.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.66%	12.53%	16.47%	18.69%	18.68%
P/E	21.31	34.82	36.77	26.34	21.43
P/B	2.19	4.22	6.06	4.92	4.00

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、新消费 α 选股论探究小米成功的核心.....	6
1.1 自上而下具备互联网思维的管理团队.....	7
1.2 出色的战略定位能力，逐步构建“人-车-家”全域闭环.....	7
1.2.1 创立初期：选择手机切入移动互联网，筑牢移动设备入口主动权.....	8
1.2.2 2013 年启动生态链计划：投资孵化多点开花，切入智能音箱激活家庭互联.....	9
1.2.3 2021 年进军智能汽车，定义其移动智能空间拓展生态外延.....	10
1.2.4 “因地制宜”的全球化运营：产品出海-品牌出海-模式出海.....	11
1.3 极致效率洞察人-货-场变迁，打造新品牌、新产品、新渠道.....	12
1.3.1 极致效率洞察“人”的需求变化：以消费者为圆心打造新品牌.....	12
1.3.2 极致效率打造“货”的设计研发：软硬一体打造新产品.....	13
1.3.3 极致效率探索“场”的变化趋势：流量池找客户打造新渠道.....	14
二、当前小米的竞争地位及增长潜力.....	16
2.1 营收净利高增，经营质量持续提升，迈向高质量发展新阶段.....	16
2.2 手机：高端化产品提结构、精细化运营提份额.....	17
2.3 科技家电：大家电突围，IoT 海外发力.....	23
2.4 汽车：SU7、YU7 上市表现大超预期，汽车业务实质成为第三增长曲线.....	26
2.5 互联网业务：得益设备出货规模的增加，重要利润增长点.....	29
三、新十年目标下，未来五年，可以对小米有哪些期待？.....	30
3.1 新十年目标：致力成为新一代全球硬核科技引领者.....	30
3.2 用户资产升级，“用户+生态+爆品”三维壁垒发挥内生增长的乘数效应.....	31
3.2.1 庞大用户资产：7+亿全球月活跃用户数、9+亿 AIoT 连接设备数.....	31
3.2.2 汽车实现品牌扩圈，用户画像正在迁移.....	32
3.2.3 用户共创助力爆品模式持续展现互联网效率.....	32
3.2.4 “用户+生态+爆品”三维壁垒，全生态协同效应可期.....	33
3.3 汽车：后续公司增长的核心，有望持续贡献增量.....	33
3.4 技术为本，高端化横向拓品类，纵向拉价位.....	36
3.4.1 未来五年研发投入翻倍，硬核技术支持产品高端化与成本优化.....	36
3.4.2 手机：高端→超高端；IoT：拓高端品类.....	37
3.5 全球化：海外本地化精细化运营、新零售成功经验有望复制.....	39
四、盈利预测及估值.....	42
五、风险提示.....	44



## 图表目录

图表 1: 国金新消费投资方法论体系	6
图表 2: 小米集团发展历程	8
图表 3: 小米操作系统探索历程	9
图表 4: 小米全球/中国月活跃用户数	9
图表 5: 小米生态链投资情况	9
图表 6: 2025Q1 小米智能音箱市场销量份额达 45% (中国)	10
图表 7: 小米在智能驾驶行业领域布局已久	10
图表 8: 2021 年起中国新能源汽车 (辆) 及渗透率均处高速发展状态	11
图表 9: 小米 SU7 上市订单表现火爆	11
图表 10: 手机上的小红书一键 PIN 应用到汽车中控屏	11
图表 11: 小米汽车与智能家居联动	11
图表 12: 用户在 MIUI 论坛上投票决定产品方案	12
图表 13: 小米 3 年内发布 5 款爆品手机	12
图表 14: 小米汽车合理的收纳空间打开差异化	12
图表 15: 小米汽车防晒隔热性能广受好评	12
图表 16: 小米 SU7 外观 (璀璨洋红色)	13
图表 17: 小米 YU7 外观及其 9 种选配颜色	13
图表 18: 雷军 2023 年度演讲中开启小米 11 Ultra 高端化	13
图表 19: 雷军个人微博宣传小米 YU7 汽车配色	13
图表 20: 小米实验室已实现 35000rpm 电机	14
图表 21: 小米 SU7 Ultra 成纽北史上最速量产车	14
图表 22: 小米定价模式	14
图表 23: 小米新零售发展历程 (单位: 家)	15
图表 24: 小米日本首家直营店开业火爆场景	15
图表 25: 小米日本第二家直营店开业火爆场景	15
图表 26: 小米集团 2024-1Q25 营收同比大幅增长	16
图表 27: 小米集团 2024-1Q25 净利润同比大幅增长	16
图表 28: 小米集团分业务营业收入 (万元)	16
图表 29: 小米 IOT 与生活消费品、汽车业务营收占比提升 (%)	16
图表 30: IOT 与生活消费品营收同比大双位数增长	17
图表 31: 公司毛利率稳步提升, 家电/汽车等提升较快	17
图表 32: 小米集团营运效率提升 (天)	17
图表 33: 小米近年销售费用率与管理费用率下降	17



图表 34: 小米手机业务营收及同比	18
图表 35: 小米手机毛利率 (%)	18
图表 36: 小米手机 ASP 稳步提升	18
图表 37: 小米手机 2020 年以来持续推出高端化机型	18
图表 38: 25Q1 小米智能手机全球出货量份额升至 14%	19
图表 39: 全球 TOP3 智能手机品牌出货量增速	19
图表 40: 小米手机全球出货量连续 19 个季度份额前三	19
图表 41: 小米集团在中国大陆、中东、非洲、拉美等市场出货量增幅较大	20
图表 42: 小米中国区: ASP 提升, 份额增长, 高价格带销量占比提升	21
图表 43: 小米东南亚: 出货量增长, 多市场发力	22
图表 44: 小米中东和非洲: 人口增长国家/地区出货量快速增长	23
图表 45: 小米集团 AIoT 营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)	23
图表 46: 2023-2025Q1 空冰洗出货量同比增速 (%)	23
图表 47: 空调线上销售趋势、各品牌竞争格局	24
图表 48: 小米空调线上销额销量大幅增长	24
图表 49: 小米空调线上月度均价及均价增速	25
图表 50: 小米 AIoT 与生活消费产品与同行家电毛利率对比 (%)	25
图表 51: 家电业务企业 (小米、美的、海尔、格力、长虹美菱、海信视像、海信家电) 销售费用率对比 (%)	26
图表 52: 小米集团汽车业务季度业绩概览	26
图表 53: 小米汽车月销量 (辆)	27
图表 54: 小米 YU7 交付时间	27
图表 55: 23 年 11 月 20-30 万轿车销量排行榜	27
图表 56: 去除两厢车后, 23 年纯电轿车销量 (辆) 排名	28
图表 57: 小米 SU7 意向用户年龄分布、婚姻状况	29
图表 58: 问界新 M7 首批用户年龄分布、婚姻状况	29
图表 59: 小米互联网服务营收 (亿元) 及同比增速 (%)	29
图表 60: 小米互联网服务毛利率 (%)	29
图表 61: 全球月活跃用户数 (百万) 及同比增速 (%)	30
图表 62: AIoT 连接设备数量 (百万) 及同比增速 (%)	30
图表 63: 拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数 (百万) 及同比增速 (%)	30
图表 64: 小爱同学月活跃用户数 (百万) 及同比增速 (%)	30
图表 65: 小米集团新十年目标: 致力成为全球新一代硬核科技引领者	31
图表 66: 小米 su7 位新中产人群新能源汽车偏好榜第一	32
图表 67: 小米对比其他车企品牌用户基础雄厚	32



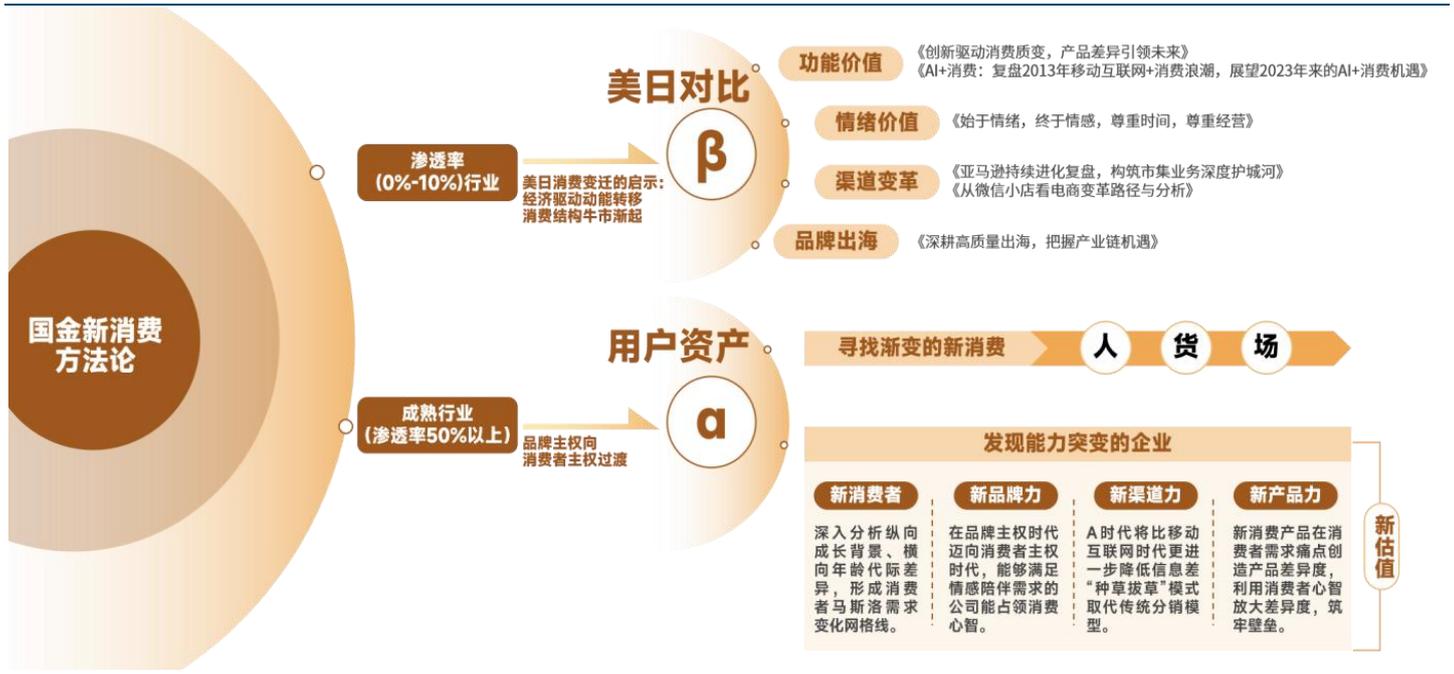
图表 68:	2025 年 5 月新能源汽车新中产人群画像.....	32
图表 69:	小米 YU7 发布前后网络用户数据.....	32
图表 70:	用户共创助力爆品引领行业.....	33
图表 71:	小米汽车的品牌影响力.....	34
图表 72:	小米汽车的产能规划.....	34
图表 73:	后续车型销量预测的参考-华为智选分车型月销量 (辆).....	35
图表 74:	2025 年分月份小米 SU7/YU7 销量预测 (辆).....	35
图表 75:	小米集团 2025-2027 年分车型销量预测 (辆).....	35
图表 76:	小米未来五年研发投入翻倍 (单位: 亿元).....	36
图表 77:	小米 2023-2025Q1 研发人员数占员工总数近半.....	36
图表 78:	小米玄戒 01 性能对标一梯队芯片.....	36
图表 79:	小米最新高端手机与竞品比较.....	37
图表 80:	小米 4k-5k、5k-6k 价位段市场占比提升.....	38
图表 81:	小米 3000 以上高端智能手机销量占比提升.....	38
图表 82:	TOP3 手机品牌全球出货量份额十年间提升约 10 个百分点, 主要来自小米.....	38
图表 83:	小米手机 500 美元以上出货量占比提升.....	38
图表 84:	小米 25Q1 大家电营收同比 113.8%、平板、可穿戴等亦表现不俗.....	39
图表 85:	小米海外业务收入情况.....	39
图表 86:	海外互联网服务收入情况.....	39
图表 87:	海外各细分市场, 小米手机在出货量份额、ASP 上仍有较大提升空间.....	40
图表 88:	海外线上小米品牌产品销量同比大幅增长.....	41
图表 89:	海外线上小米品牌产品销额同比大幅增长.....	41
图表 90:	今年来日本、英国、西班牙等小米产品线上销量同比大幅增加.....	42
图表 91:	今年来日本、美国、西班牙、英国等小米产品线上销额同比增加.....	42
图表 92:	小米各业务毛利占比: lot 与生活消费产品、汽车二三增长曲线贡献加快.....	42
图表 93:	盈利预测.....	43
图表 94:	可比公司估值.....	44



## 一、新消费 α 选股论探究小米成功的核心

品牌主权向消费者主权时代过渡，需求思维打造新消费龙头。国金新消费的长期投资方法论构建了“赛道 β + 突变 α”的投资方法论体系。其中，赛道 β 方法论于 2024 年底在报告《美日消费变迁的启示：经济驱动动能转移，消费结构牛市渐起》中阐述，明确了在城镇化率放缓的宏观背景下，如何精准捕捉消费行业崛起的机会，重点关注渗透率从 0 到 10%，乃至到 30%-50% 的行业提升机遇。突变 α 投资策略则关注渗透率 50% 以上的成熟行业，挖掘传统行业中体察“人-货-场”变迁，从而打造新品牌、新产品、新渠道的企业。

图表1：国金新消费投资方法论体系



来源：国金证券研究所

小米集团所涉足的手机、汽车、泛家居行业均处高度成熟的市场，在传统 β 行业中小米凭借自身的 α，实现破局。小米集团自 2010 年成立至今短短 15 年，已成长为市值过万亿、兼具规模与弹性的全球科技消费蓝筹。25Q1 再创历史新高，营收 1113 亿元人民币，同比增长 47.4%；经调整净利润 107 亿元人民币，同比增长 64.5%，毛利率 22.8%，同比提升 0.5%。同时释放亮眼成绩：

- 1、全球智能手机出货量连续 19 个季度排名前三，中国市场 25Q1 重回第一；
- 2、智能大家电收入同比增长 113.8%；
- 3、平板全球出货量排名首次进入前三；
- 4、可穿戴腕带设备全球出货量排名第一，TWS 耳机全球出货量排名第二
- 5、智能电动汽车 25Q1 交付量 75869 台，环比增长 8.9%；
- 6、全球月活跃用户数同比增长 9.2%至 7.19 亿，AIoT 连接设备数量同比增长 20.1%至 9.44 亿。

财务与运营双重高增一方面反映小米阶段性成功，同时也指向未来弹性。为何在全球经济增速放缓、逆全球化趋势不断显现的情况下，小米还能爆发出如此巨大的增长动能？我们认为，小米的成功是互联网思维、生态链模式、用户共创、技术积累等多维共振的，核心是一以贯之的“极致效率”。具体而言，是从极致效率出发，展现优秀战略定位能力和超强执行力：选择适配移动互联行业的合伙人及团队、在多个产业及自身发展关键节点精准卡位或快速纠错、在研发、制造、用户触达与反馈上寻找最优最快解。由此，小米逐步构建了一个以深厚优质用户资产为底座，以可支撑并引领高端化的一梯队技术为中坚，以人-车-家全场景生态的飞轮式互哺为放大器，以国内验证、海外复制的双循环商业范式为扩张引擎的体系，具备持续自我进化的长期生命力。



### 1.1 自上而下具备互联网思维的管理团队

卓越的战略定位能力和强大的执行力归根结底在于人。雷军将互联网思维总结为七字诀——“专注、极致、口碑、快”。小米集团以雷军为首的创始人团队和管理团队，凭借对行业趋势的深刻洞察、果敢的决策能力以及坚定的执行决心，引领小米在不同发展阶段做出正确战略选择，推动小米持续发展壮大。

#### ➤ 集团领军人——雷军

其职业生涯，涵盖程序员、创业者、投资人等多个角色，在技术、管理、销售、投资等多领域均有突出表现。1991年毕业于武汉大学计算机科学系，1992年加入金山软件，此后在金山担任多个重要职位。在金山期间，主导开发了WPS 97等多款核心产品，带领金山在香港联交所主板成功上市（2007年）。并在金山期间创办了卓越网，主营图书、音像等商品，引入“精选商品+低价策略”，打造了当时颇具影响力的B2C电子商务平台（2004年以7500万美元出售给亚马逊）。离开金山后，以天使投资人的身份活跃于创投圈，投资了YY、UC等多家创新型企业，积累了丰富的投资经验和行业资源。

2010年雷军创办小米，充分展现了互联网思维的效率，从产品开发、用户运营到商业模式构建，都深刻影响着小米及相关产业的发展。在产品打造上，他提出“极致性价比”策略，小米手机以“顶级配置+亲民价格”迅速打开市场。为了提升用户参与感，雷军借鉴互联网社区运营思路，打造了MIUI社区，让用户参与产品功能设计与改进建议，实现产品快速迭代。此外，雷军亲自参与产品宣传，通过极具感染力的发布会，用通俗易懂的语言讲解产品技术与优势，激发消费者购买欲望，也让小米品牌深入人心。

#### ➤ 匹配小米发展的管理团队

小米创始人团队来自各大科技公司，拥有丰富的软件背景及产业资源，在小米创始起步、供应商合作、产品研发设计、生态链构建等多方面奠定了强大的基础。创立初期，小米即选择了以人为核心的合伙人-总监-工程师三级模式。林斌、洪峰、黄江吉、周光平等来自Google、微软、摩托罗拉，黎万强等合伙人来自金山等本土创业公司，这样的组合使得小米既具备国际化标准与系统级工程思维，同时又有着中关村创业血脉与金山方法论。

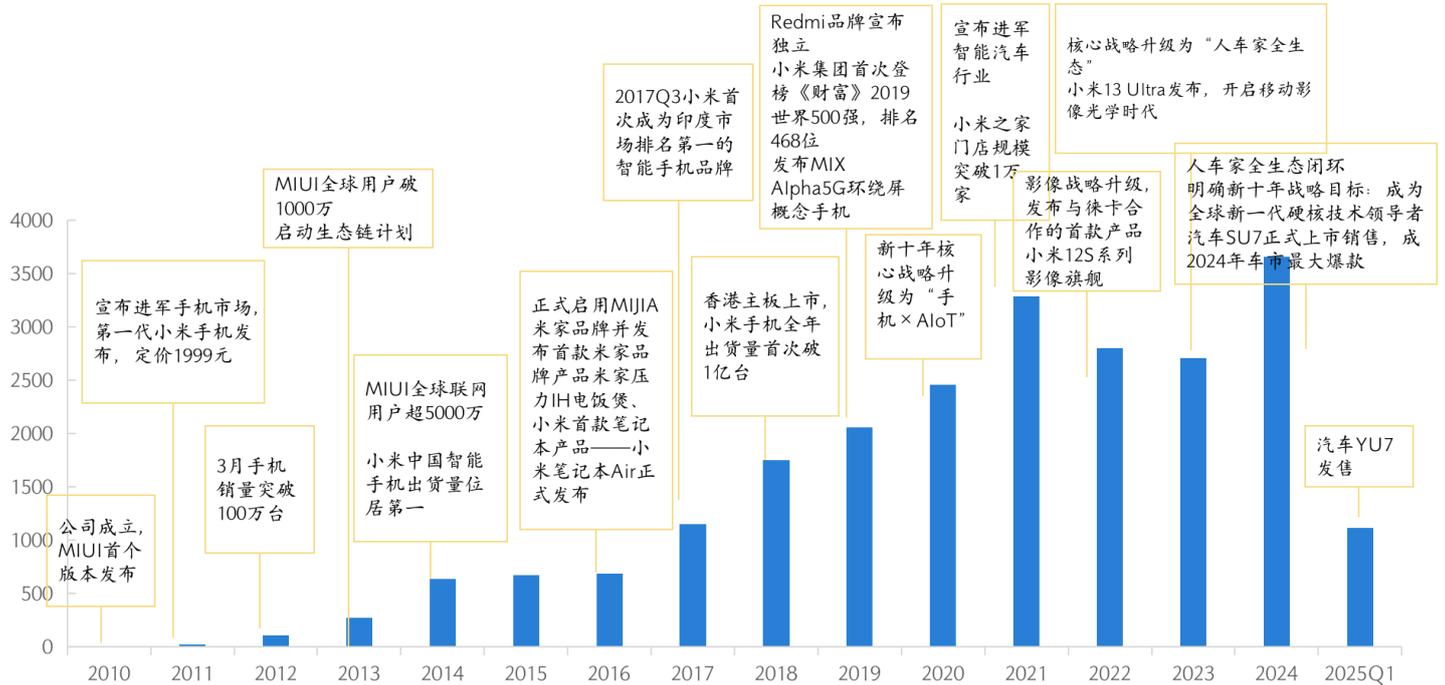
随着小米发展，管理层进入“空降+内生”双轮驱动模式，持续为公司注入新动能。外部，体系化引入行业顶级战将，金立前总裁卢伟冰、中兴前执行副总裁曾学忠、联想前副总裁常程、小辣椒创始人王晓雁、魅族前CMO杨柘等；内部，创始员工许斐升任集团副总裁兼CMO、张剑慧升任集团副总裁兼采购委员会主席，形成“外部经验×小米速度”的乘数效应。

### 1.2 出色的战略定位能力，逐步构建“人-车-家”全域闭环

当前，小米已布局完成人车家全生态闭环，为全球第一家布局完成的公司，且生态范围全球第一。小米创业之初正值移动互联网爆发，移动互联网本质是对用户触达权与生态渗透权的争夺，小米在多个产业拐点与自身跃迁的关键节点精准卡位，使得公司主业增长同时，不断有新的增长曲线出来。小米2011年切入手机，筑牢移动端设备用户基础；2014年进军IoT领域，凭手机与智能音箱切入智慧家庭中控；2021年宣布造车并在2024年正式销售，抢占移动出行场景。至此，手机-音箱-汽车三端联动，构建“人-车-家”全域闭环，完成对移动互联全场景入口的纵深卡位，既锁定用户全生命周期价值触点，亦为后续生态裂变与货币化构筑高壁垒护城河。



图表2：小米集团发展历程



来源：《小米创业思考》、同花顺、小米官网，国金证券研究所 注：柱状图为小米营收规模，单位：亿元人民币

### 1.2.1 创立初期：选择手机切入移动互联网，筑牢移动设备入口主动权

小米创立初期，正处移动互联网爆发。iPhone 的发布拉开智能手机时代帷幕、谷歌发布开源安卓系统并发布安卓手机 G1。彼时，全球经济高速增长，智能手机需求逐渐增大，中国智能手机市场由苹果、三星、诺基亚、摩托罗拉等国际品牌与中兴、华为、酷派、联想等本土巨头主导。但传统手机巨头智能化转型步伐相对迟缓，而国内手机系统又多为山寨版本，小米精准看到需求与供给的剪刀差。

小米洞察到行业机会，并以“用互联网模式来做手机”作为破局切口，软件、硬件和互联网融为一体，实现“做全球最好的手机，只卖一半的价钱，让每个人都能买得起”。软件维度，自研安卓 MIUI 操作系统，并招募 100 位“发烧友”作为志愿者内测刷机，最终 MIUI 在零预算、零曝光、纯口碑驱动下，一年内用户量超过 30 万。硬件维度：做顶级旗舰手机，锚定苹果供应链，初代机型以夏普定制屏、高通 1.5 GHz 双核 SoC 为核，辅以“BOM 成本定价”策略，1999 元档位预售 22 小时即锁定 30 万台，生命周期销量突破 790 万台。互联网思维：开发端，MIUI 社区以周频收集用户反馈，使核心团队事实上拥有一支 10 万人规模的产品开发团队，成就体验打磨最细、改进最快的手机操作系统。销售端，早期聚焦电商直链，借互联网营销与在线交易突破传统运营商与线下门店的固有渠道壁垒。

同时，小米视手机为移动互联核心入口，2014 年发布 IoT 连接协议，手机由单一终端升格为生态总线。2024 年小米 14 系列搭载澎湃 OS，实现 AIoT 设备丝滑转化，入口价值跃迁。截至 25Q1 小米互联网全球月活跃用户数达到 7.19 亿，同比增长 9.2%，其中大陆月活 1.81 亿。

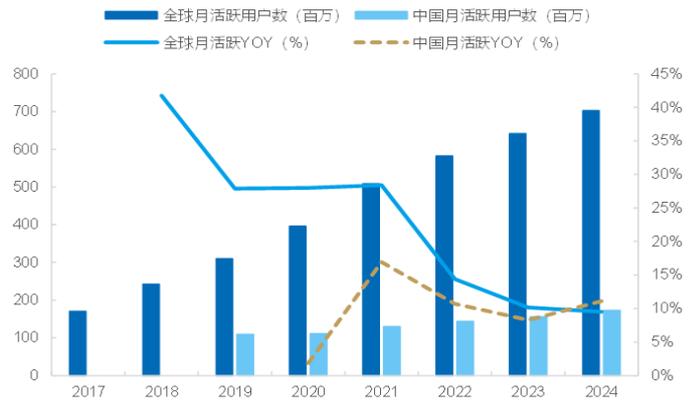


图表3: 小米操作系统探索历程

时间	手机操作系统	嵌入式操作系统	全自研操作系统	车机系统
2010	MIUI 诞生			
2014		IoT设备连接协议发布		
2016			研发跨端应用框架	
2017		自研XiaomiVelaOs		
2019			自研Xiaomi Mina OS	
2021				小米汽车OS启动
2022	统一软件架构, 操作系统底层合并完成			
2023	小米澎湃OS			

来源: 雷军微信公众号, 国金证券研究所

图表4: 小米全球/中国月活跃用户数



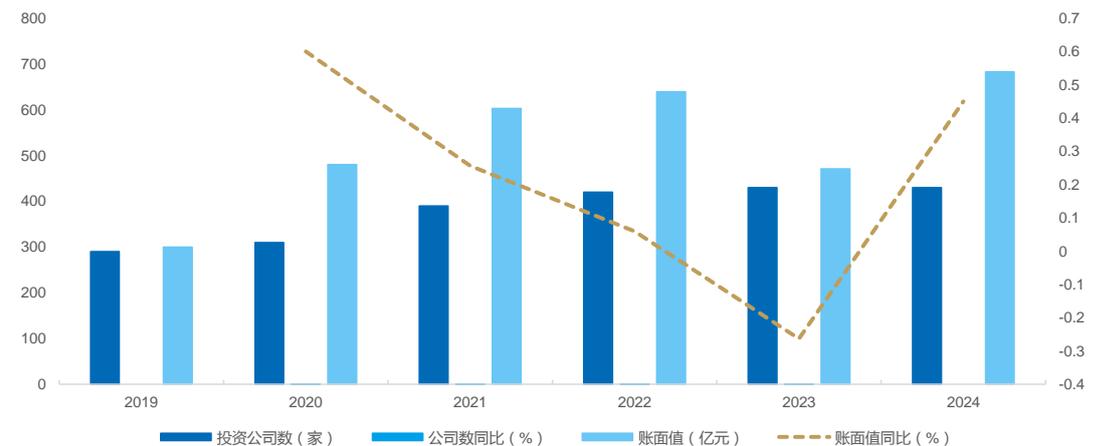
来源: 公司历年年报, 国金证券研究所 (注: 数据节点为每年12月, 中国数据自2019年起统计)

### 1.2.2 2013 年启动生态链计划: 投资孵化多点开花, 切入智能音箱激活家庭互联

2013 年小米敏锐捕捉到智能硬件和物联网商机, 以“投资+孵化”模式, 由小米输出做产品的价值观、方法论和已有的资源, 帮助生态链企业在细分领域脱颖而出。2014 年小米明确“1+4+X”智能互联业务策略, 以手机为唯一核心, 以智能电视、路由器、智能音箱、笔记本为四大枢纽, 其余海量 IoT 设备 X 则交由生态链与合作伙伴共同补位。截至 2024 年底, 小米投资的生态链企业为 430 家, 总帐面价值达 683 亿元。2024 年底 IoT 平台连接设备数 (不包括智能手机、平板、笔记本电脑) 为 9.05 亿, 同比增长 22.3%。

在投资节奏上, 小米提炼由近及远三大圈层: 1) 手机强相关产品, 包括耳机、移动电源、小爱音箱等。基于小米手机既有的规模红利与庞大活跃用户群, 具备先天市场优势。2011 年生态链第一家公司紫米科技打造了小米生态链第一款千万量级的爆品小米充电宝。2) 智能硬件。传统白电维度, 注资华米科技推出小米手环, 并携智米推出空气净化器, 同时推动净水器、电饭煲等完成“功能机→智能机”跃迁; 极客维度, 锁定无人机、平衡车、机器人等消费级硬件, 提前卡位未来场景入口。3) 生活耗材, 毛巾、牙刷等高频低价标品。

图表5: 小米生态链投资情况



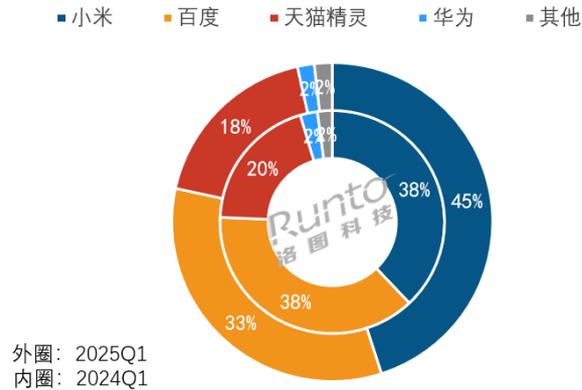
来源: 公司历年年报, 国金证券研究所

智能音箱作为 AIoT 的语音入口与场景联动枢纽, 是小米切入智能家居的重要抓手。依托小爱同学的语音识别技术, 小米智能音箱实现与 IoT 多设备协同响应, 截至 2024 年, 小爱同学月活跃用户数突破 4 亿, 成为家庭场景中最活跃的移动互联网入口之一。中国智能音箱自 2018 年以来形成小米、百度、天猫精灵三足鼎立的市场格局, TOP3 品牌份额始终维持在 90% 以上, 25Q1 更是增长至 96.5%, 处于极高的寡占水平。其中小米保持强势, 凭借其生态优势和新品“小米智能音箱 Pro”上市的推动, 25Q1 全渠道市场销量份额达 45.0%,



较去年同期大幅增长 7.1 个百分点。

图6: 2025Q1 小米智能音箱市场销量份额达 45% (中国)



来源: 洛图科技 (RUNTO), 国金证券研究所

### 1.2.3 2021 年进军智能汽车, 定义其移动智能空间拓展生态外延

造车宣布正值新能源行业气势期, 电车消费认知障碍已清除。2021 年起国内新能源汽车行业开始蓬勃发展: 乘联会口径, 2021 年全国新能源汽车批发销量 329.9 万辆, 同比 +182.4%, 渗透率 15.7%, 一举突破 10%, 较 20 年 +9.8pct; 并由此开启了 22-24 年国内新能源汽车快速增长的“黄金三年”, 电车发展拐点向上。经过 2021-2024 年 4 年的强势增长, 新能源车销量从 2020 年的 116.8 万辆提升至 2024 年的 1123.2 万辆, 渗透率从 2020 年的 5.9% 提升到 2024 年的 45%, 其中周度零售渗透率看已稳定在 50% 以上。

产业布局由来已久。在正式造车之前, 小米主要以雷军个人及旗下顺为资本对新能源汽车行业进行股权投资: 整车主机厂领域曾先后于 2015 年投资蔚来、2019 年投资小鹏等头部造车新势力企业; 智能驾驶板块 2017 年顺为资本领投智行者科技和 Momenta 两家自动驾驶公司的 A 轮融资、2021 年 6 月小米长江产业基金领投 ADAS 提供商纵目科技的 D 轮融资、2021 年 8 月小米集团以 5 亿元全资收购智驾公司 DeepMotion(深动科技)。据不完全统计, 至 2020 年小米系资金累计已投资超 20 家汽车产业链企业。

图7: 小米在智能驾驶行业领域布局已久

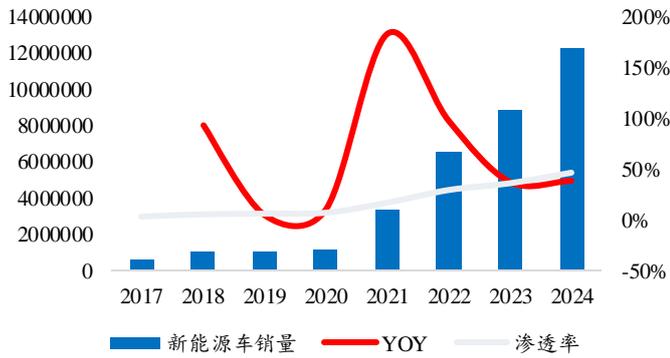


来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

超强效率 3 年实现汽车产品落地上市。2021 年小米宣布造车, 计划 10 年投资 100 亿美元。随后半年内组建团队超 1000 人, 3 年扩至 7000 人 (含 1000 名专家), 收购北京亦庄工业用地, 分两期建设北京亦庄工厂。2023 年 8 月, 首台试产车 SU7 下线; 2023 年 12 月, 小米召开发布会介绍其首款新车 SU7, 2024 年 3 月 28 日正式上市。新车发布后, 4 分钟大定破万, 7 分钟大定破 2 万, 27 分钟大定破 5 万, 大超预期, 成为 2024 年车市最大爆款。



图表8: 2021年起中国新能源汽车(辆)及渗透率均处高速增长状态



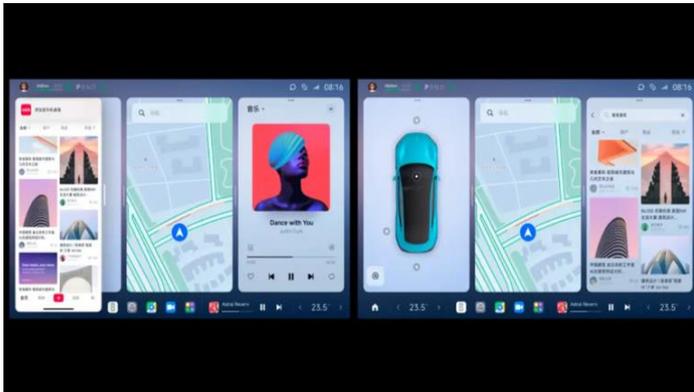
来源: 乘联会, 国金证券研究所



来源: 小米汽车官方微博, 国金证券研究所

小米以移动智能空间重新定义汽车价值。小米汽车落地代表人车家全生态正式闭环, Xiaomi Hyper Connect 协议覆盖用户 95%以上生活场景, 小米澎湃 OS 的诸多特性和完备流畅的生态体验, 将全部在小米汽车上实现。软件层面跨端智联, 小米澎湃智能座舱在设计之初就将手机、平板视为座舱的一部分, 实行多端一体化原生设计, 给予车机使用手机全部生态应用的潜力。硬件层面, 米家设备可在车上免密链接、直接使用, 同时 CarIoT 生态在汽车中控大屏、储物台、座椅后背等位置均支持硬件拓展, 即插即用, 生态扩张无需二次配对, 将汽车转化为可移动的 IoT 边缘节点。

图表10: 手机上的小红书一键PIN应用到汽车中控屏



来源: 小米官方搜狐, 国金证券研究所

图表11: 小米汽车与智能家居联动



来源: 小米汽车公众号, 国金证券研究所

### 1.2.4 “因地制宜”的全球化运营：产品出海-品牌出海-模式出海

在国际贸易保护主要不断抬头的当下, 小米很早就在其国际化战略中坚持“全球本土化”定位。

印度: 2014年小米布局印度市场, 初期和本土渠道 Flipkart 合作, 针对当地用户对价格敏感、网络环境复杂的特点, 推出小米 3/红米 1S/红米 Note 三款低端机型, 价格在 1000 人民币上下。2015年与富士康合作的首条印度产线投产, 开启印度产能布局。2017Q3 小米首次成为印度市场出货量排名第一的智能手机品牌。

东南亚: 2014年起小米进驻东南亚市场, 初期通过本地电商平台或小米网在印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡等国家销售中低端红米手机, 2018年起与东南亚跨境电商平台 Shopee 开展合作。2016年起, 小米陆续在各国转向线上下融合的销售模式, 开办小米授权店。2017年在印尼本土与当地企业 Erajaya、SAT Nusapersada 和 TSM Technologies 合作建厂, 开启东南亚产能布局。2024年小米在东南亚整体市场的市占率为 16.1%。

欧洲: 小米于 2017年以西班牙为切入点正式进军欧洲市场, 并逐步拓展至法国、意大利、德国等多国。高性价比与高端化产品并行的模式, 如小米 15 Ultra 以 11358 元人民币对标高端市场; 而红米系列则以约 2000 元人民币的亲民价格吸引中低端用户。“线上+线下+运营商”合作模式, 线上与沃达丰、德国电信等电信运营商以及 Ingram Micro、阿里巴



巴等大分销商等建立合作关系，线下开设小米之家和授权体验店，有效提升市场渗透率。截至 2025 年一季度，小米在欧洲市场的市占率达到 16%。

### 1.3 极致效率洞察人-货-场变迁，打造新品牌、新产品、新渠道

小米作为传统赛道中逆势崛起的新龙头，其核心竞争力在于把视角从“品牌主权”切换到“消费者主权”，以“人-货-场”三维坐标拆解行业趋势，以互联网思维下的极致效率打造自身新品牌、新产品、新渠道，占领消费者心智。

#### 1.3.1 极致效率洞察“人”的需求变化：以消费者为圆心打造新品牌

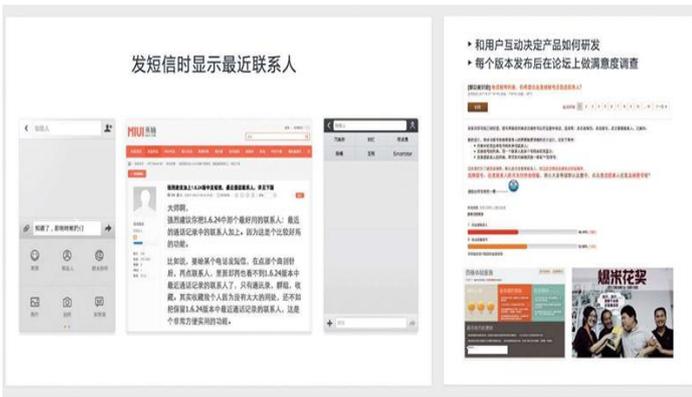
人：消费者需求洞察。传统以供给侧逻辑构筑品牌力的公司，注重“有什么优秀产品”，而小米更关注“消费者需要什么”。互联网思维下的产品逻辑，核心是“用户定义价值”。

产品触达方面，小米“爆品模式”前瞻性满足消费者需求。雷军将“爆品”定义为符合大众需求的超预期产品，在开发期间将“明天属性”融入产品设计，最终推出能为消费者带来人人向往、代表趋势的崭新体验的“爆品”，实现超预期满足。

手机：软件方面 MIUI 系统通过论坛让用户直接参与功能投票，每周根据反馈迭代版本，硬件层面社群反向定义成为产品基线。例如小米 13 系列的“小屏旗舰”定位，源自社群中“单手操作需求”的高频呼声。小米手机面世 3 年发布 5 款手机，款款爆品。

图表12：用户在 MIUI 论坛上投票决定产品方案

图表13：小米 3 年内发布 5 款爆品手机



来源：《小米创业思考》，国金证券研究所

来源：《小米创业思考》，国金证券研究所

汽车：传统车企偏向于宣传三电动力、底盘悬挂、平台架构等技术要素，小米更偏向于宣传产品的实用性小功能：在 SU7 上，在速度角度上的宣传更直观，同时着重宣传了其全景天幕的隔绝效果和储物空间，以及其汽车配件的延展性，如屏幕实体按键、屏幕小仪表、车用手机支架等，更贴近消费者需求；在 YU7 上，宣传重点则变为前排的双零重力座椅（适用于中午休息情形），并重点宣传高配配备的静谧隐私玻璃，强化小米 YU7 的家庭用车属性。此外，小米在外观颜色上参考传统超豪华车型，具备大量可选颜色，进一步发挥了其外观的优势作用和在消费者心中的情绪价值。

图表14：小米汽车合理的收纳空间打开差异化

图表15：小米汽车防晒隔热性能广受好评



XIAOMI SU7		Model 3 焕新版	
辐射照度	红外阻隔效率	辐射照度	红外阻隔效率
天幕	26.5 W/m <sup>2</sup> / 99.4%	天幕	425 W/m <sup>2</sup> / 89.8%
前风挡	43 W/m <sup>2</sup> / 99%	前风挡	630 W/m <sup>2</sup> / 84.9%
后侧窗	532 W/m <sup>2</sup> / 87.3%	后侧窗	1167 W/m <sup>2</sup> / 72%
前侧窗	1166 W/m <sup>2</sup> / 72.1%	前侧窗	1247 W/m <sup>2</sup> / 70.1%

来源：小米汽车官网，国金证券研究所

来源：小米汽车官方公众号，国金证券研究所



图表16: 小米 SU7 外观 (璀璨洋红色)



来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

图表17: 小米 YU7 外观及其 9 种选配颜色



来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

用户触达方面,小米“和用户交朋友”坚定群众路线,依托小米社区汇集用户反馈和诉求。同时雷军等管理层亲自运营个人微博,参与直播带货,并自 2020 年起连续举办年度演讲,直观且生动地传递产品功能价值与情感价值,成功塑造品牌。

图表18: 雷军 2023 年度演讲中开启小米 11 Ultra 高端化

图表19: 雷军在个人微博宣传小米 YU7 汽车配色



来源: 雷军公众号, 国金证券研究所



来源: 雷军微博, 国金证券研究所

### 1.3.2 极致效率打造“货的设计研发: 软硬一体打造新产品

货: 产品功能价值跨越式创新。传统  $\beta$  龙头惯于沿既有技术轨道微步迭代,  $\alpha$  玩家则以颠覆性技术、体验跃迁或性价比曲线的重构,放大产品功能价值,提供超预期的解决方案。

小米将自身定义为致力于研发、生产领先科技产品的科技公司,通过持续加大研发投入,提升自身技术实力,为用户提供性能体验的最优解。同时,小米发扬工程师文化,给予工程师团队最优的资源和充分的主动权,激励工程师自发创新,持续打造更具颠覆性的创新产品。

手机: 初创以 MIUI 系统开发电话、短信、通讯录、桌面四大核心模块为切口,凭极简而极致的体验在安卓红海中完成差异化突围。2019 年起,小米和 Redmi 品牌分拆,小米手机定位为追求极致技术和体验,把换机决策从“手机好不好”升级为“生活方不方便”,跳出纯硬件参数内卷。

家居生态:小米优先锁定用户痛点清晰、技术可标准化的品类,以单点突破撬动全局势能。如 2014 年北京雾霾高峰,小米推出设计、性能对标进口旗舰、售价仅 899 元的空气净化器,一举奠定行业领导地位;充电宝则直击“大容量、高可靠、低价格”核心诉求,上市即成为现象级爆款。小米 AI 眼镜则创造智能生活新场景,可代替手机成为“随身 AI 入口”,语音控制“超级小爱”完成录像、百科、翻译及即将上线的扫码支付功能,实现由“满足痛点”到“创造场景”的价值跃迁。

汽车: 精准定位运动属性,主打驾控加速技术。小米汽车的首款发布会着重介绍其 V6/V6s 和 V8s 三款电机,其中 V6/V6s 转速可达 21000rpm, V8s 可达 27200rpm。因而 SU7 MAX 版便拥有同级别最快的 2.78s 零百加速,将中大型轿车零百加速时间压缩至 3 秒内,价格下沉至 30 万以内。SU7 Ultra 采用三电机,系小米 V8s 电机首次搭载在量产车上,零百加速 1.98s,但售价仅为 52.99 万元。



图表20: 小米实验室已实现 35000rpm 电机



图表21: 小米 SU7 Ultra 成纽北史上最速量产车



来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

来源: 小米汽车官网, 国金证券研究所

“铁人三项”破解“不可能三角”。硬件上,小米凭借爆品的规模效应降低全链条的分摊成本,并做出“硬件综合净利率永远不超过 5%”的承诺。新零售上,小米通过自有电商渠道小米网、有品商城,京东、天猫等第三方电商平台旗舰店,及线下渠道小米之家,以最短的链条提升产品交付给用户的效率,降低渠道成本。互联网服务上,“小费模式”可在高性价比的硬件吸引客户之后,通过提供增值服务赚取利润,维持小米的持续健康经营。

图表22: 小米定价模式



来源:《小米创业思考》, 国金证券研究所

### 1.3.3 极致效率探索“场”的变化趋势: 流量池找客户打造新渠道

场: 作为人与货的匹配环境,当  $\alpha$  企业已完成对“人”与“货”的结构,洞察现有渠道在需求端与供给端动态错配的缺口,顺势挖掘并创造新的渠道机会。

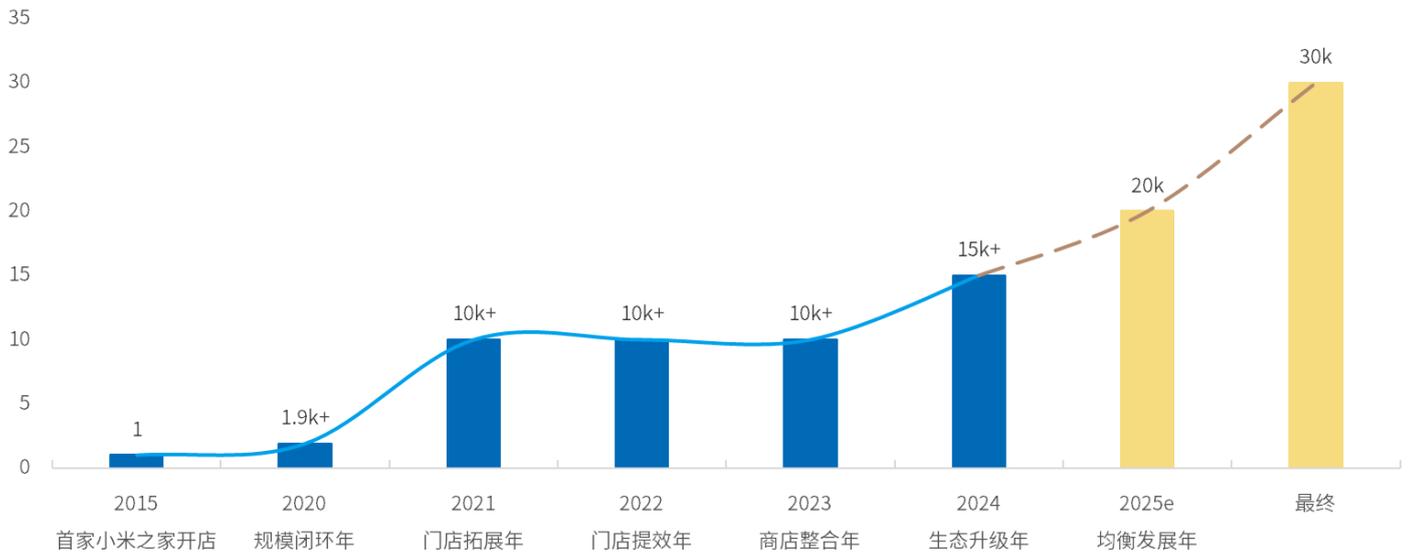
线上渠道三阶跃迁: 从“货架”到“社群”再到“社交裂变”。2012 年以前,PC 互联网红利仍处高斜率上行阶段,小米以“小米网”为销售核心,把传统线下预售搬到 PC 端,验证了线上直销的人货匹配模型在手机品类的适配度。2013-2018 年,移动互联网加速渗透,用户分层与场景碎片化同步加剧,小米依托自有平台 MIUI 全量数据及唯品会等第三方电商平台的 CRM 数据,分析用户行为轨迹,提取用户特征,再将品牌信息扩散到更多相似用户群体,实现目标用户分层与指数级精准扩充。2019 年至今,直播电商与私域流量共振,小米推出“有品有鱼”,以 S2B2C 架构将米粉升级为“小 b”分销节点,即用户将生态链产品以图文/短视频形式嵌入微信群、小红书笔记,平台以轻资产模式完成履约与售后,上线后单月 GMV 破亿元,完成“人找货”到“人带人”的指数级裂变。

线下渠道的“K 型”再造: 同时切折扣与高端体验。折扣端,小米凭高性价比锚定下沉市场消费者心智。小米之家采取“销服一体”策略,提供免费贴膜、消毒保养、超值维修等附加服务,提升智能设备消费性价比,迅速转化县域下沉市场潜在用户,2017 年单店年坪效已达 27 万元/平米,仅次于苹果专卖店。品质端,小米打造全场景模型,直击用户高端体验需求。小米“人车家体验馆”陆续在全国 10+城市的中心区落地,展厅产品涵盖小米汽车、电子设备、智能家居,可为用户提供沉浸式的全链条智能家庭生态体验、一站式



全屋全套产品购买服务，2025 年人车家体验馆单店客流量显著放大，到店富豪群体客流占比和线下家电产品均价双提升。

图表23：小米新零售发展历程（单位：家）



来源：小米集团 2024 年投资者日，国金证券研究所

小米新零售模式在经历国内 2017-2024 探索拓展提效升级后，迎来海外输出模式的可能。小米计划未来五年海外目标店铺一万家，致力于推动新零售模式的全球化发展，助力小米手机、家电、IoT 及车出海。小米将在海外拓展更多产品品类，智能大家电空调已在东南亚市场开售且销量良好，下半年开始出海欧洲，后续冰箱、洗衣机等大家电产品也将有序出海。IoT 方面，截至 2024 年 10 月，小米澎湃 OS 的跨端智联技术已经连接了全球 10 亿多台设备，有望带动其他品类销售。

以日本市场为例，小米今年 3 月 13 日在日本市场一次性发布了超过 10 款新品，包括小米 15、小米 15 Ultra、小米平板 7 系列、小米 Buds 5 Pro 等。除手机数码产品之外，还在日本推出无线吸尘器、小米智能摄像头、小米路由器、小米智能体重秤 S200、空气炸锅，产品阵容十分全面。小米今年已分别于 3 月 22 日、4 月 5 日开设两家直营店，均呈现火爆态势。日本小米之家与国内门店几乎没差别，售卖小米手机、小米电视、小米穿戴产品、小米充电宝以及米家生态链等产品。小米智能手机和智能电视的畅销，带动了扫地机器人、智能音箱和空气净化器等多种 IoT 设备的销售。

图表24：小米日本首家直营店开业火爆场景



Xiaomi Store日本上陸

イオンモール浦和美園

图表25：小米日本第二家直营店开业火爆场景



Xiaomi Store日本上陸

イオンモール川口

来源：小米总裁卢伟冰微博，国金证券研究所

来源：小米总裁卢伟冰微博，国金证券研究所



## 二、当前小米的竞争地位及增长潜力

### 2.1 营收净利高增，经营质量持续提升，迈向高质量发展新阶段

凭借稳健进取的经营策略和不断积累的自身能力，小米集团在 2024 年及 25Q1 各项业务均实现高速发展。2024 年，小米集团总收入 3659 亿元人民币，创历史新高，同比增长 35%，其中手机 xAIoT 分部收入 3332 亿元人民币，同比增长 22.9%，智能电动汽车等创新业务分部收入 328 亿元人民币；2024 年集团经调整净利润为人民币 272 亿元人民币，创历史新高，同比增长 41.3%。2025 年一季度，小米集团业绩持续亮眼，收入 1113 亿元人民币，同比增长 47.4%；毛利率提升 0.5%至 22.8%；净利润经调整 107 亿人民币，同比增长 64.5%。

分业务看，2024-25Q1 公司各板块营收同比均增长，其中智能手机量价齐升，25Q1 收入 506 亿，同比增长 8.9%，ASP 创历史新高（1211 元）同比增长 5.8%；IoT 与生活消费产品营收创历史新高，在 24 年 30.0%增长基础上，25Q1 更同比增长 58.7%，且毛利率从 23 年 16.3%持续大幅提升至 24 年的 20.3%、25Q1 的 25.2%；智能电动汽车为 24 年新增业务，贡献 9%左右营收，25Q1 扩大至 16.7%。

收入、利润同比大幅增长、各板块业务结构改善、毛利率水平持续提升、存货周转加快、销售费用率&管理费用率下降，显示小米集团进一步优化效率、提升经营质量、迈向新的高质量的发展新阶段。

图表26：小米集团 2024-1Q25 营收同比大幅增长

图表27：小米集团 2024-1Q25 净利润同比大幅增长

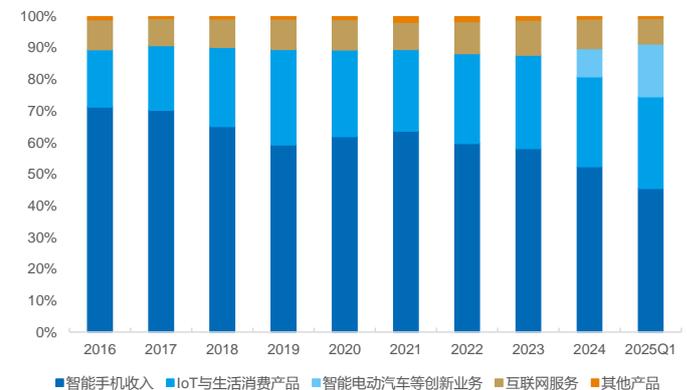
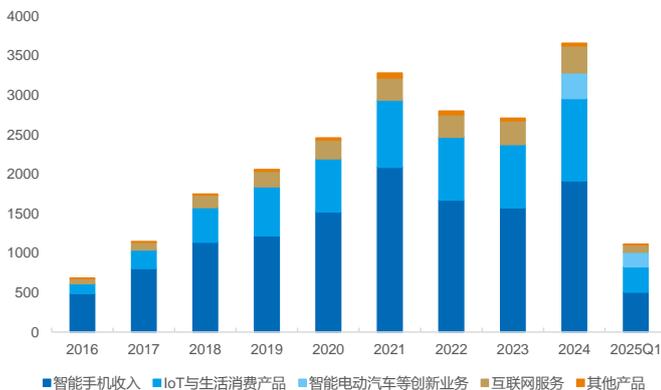


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表28：小米集团分业务营业收入 (万元)

图表29：小米 IoT 与生活消费品、汽车业务营收占比提升 (%)

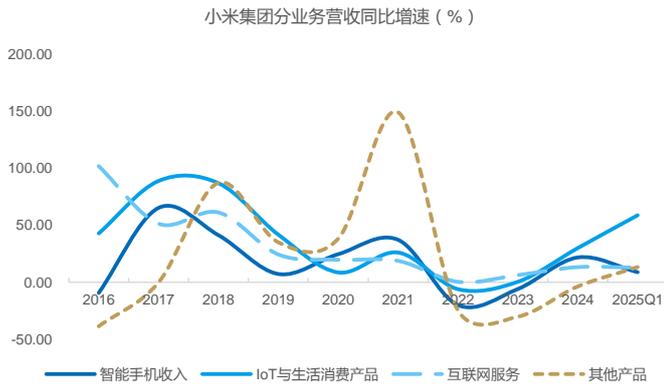


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

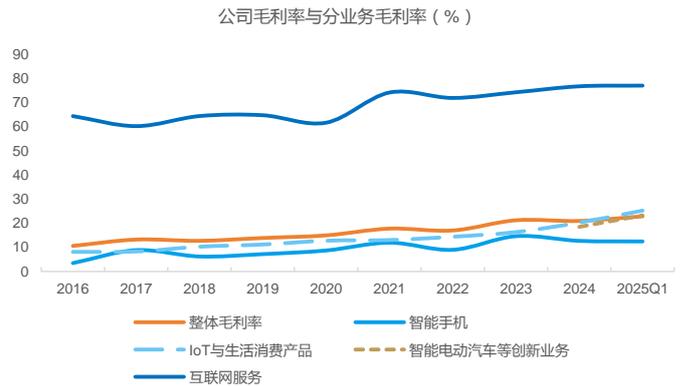


图表30: IoT与生活消费品营收同比大双位数增长



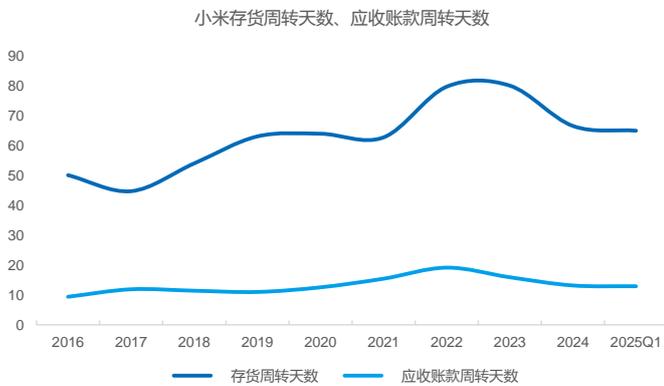
来源: wind, 国金证券研究所

图表31: 公司毛利率稳步提升, 家电/汽车等提升较快



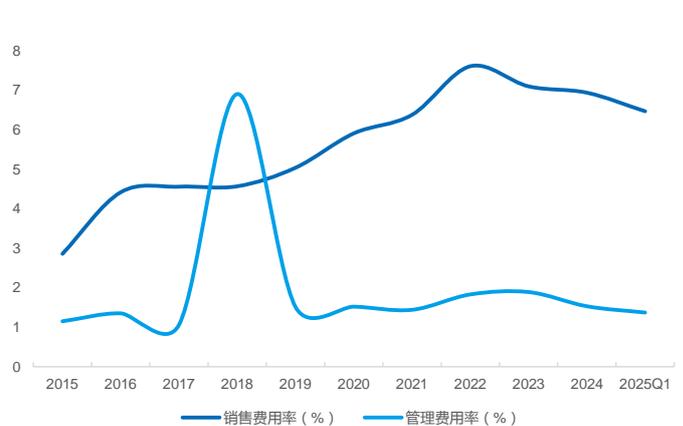
来源: wind, 国金证券研究所

图表32: 小米集团运营效率提升(天)



来源: wind, 国金证券研究所

图表33: 小米近年销售费用率与管理费用率下降



来源: wind, 国金证券研究所

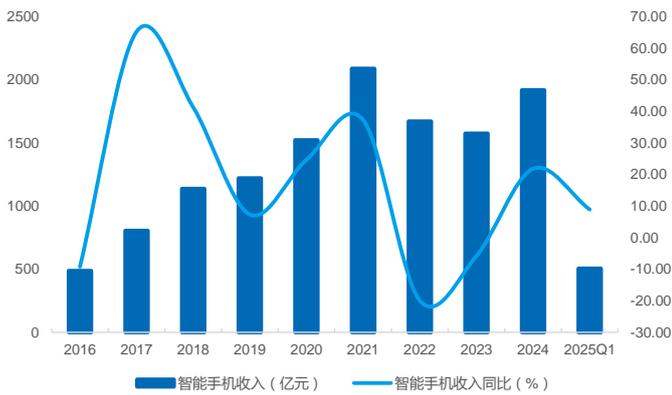
## 2.2 手机: 高端化产品提结构、精细化运营提份额

智能手机为小米核心产品, 是其实现人车家全生态的核心入口。2024 年小米智能手机市场份额达 13.8%, 成为全球前三厂商中唯一实现正增长的品牌, 持续缩小与苹果、三星的差距。2024 年小米智能手机收入同比增加 21.8% 至 1918 亿元, 量价齐升。出货量同比增长 15.7%, 同期全球智能手机出货量增长 7.1%, 大幅跑赢大盘, 主因其全球化的精细化运营; ASP 同比增长 5.2% 至 1138.2 元, 主因持续的技术投入和产品策略调整、全球市场高端智能手机出货量占比增加。

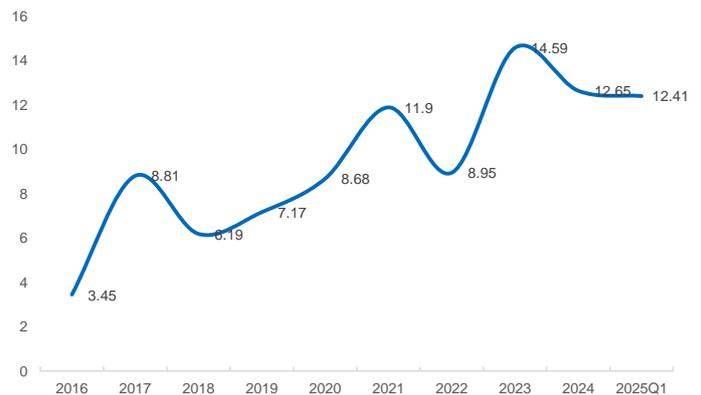
2025Q1 小米高端化+全球化深耕继续发挥作用, 小米全球智能手机出货量同比增长 39.9%, 市场份额提升至 14.1%, 连续 19 个季度稳居前三; 中国区市场出货量重回第一, 出货量达 1330 万台, 市场份额飙升至 18.6%。



图表34: 小米手机业务营收及同比



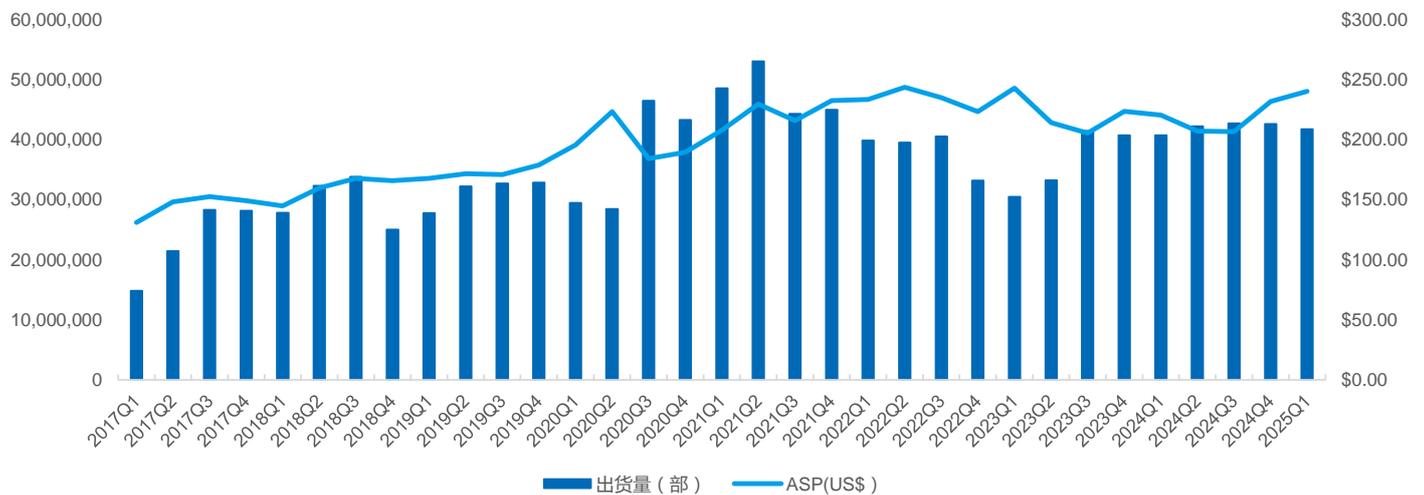
图表35: 小米手机毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表36: 小米手机 ASP 稳步提升



来源: IDC, 国金证券研究所

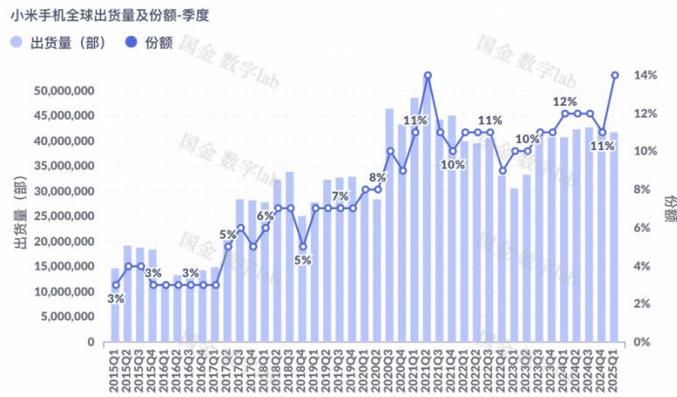
图表37: 小米手机 2020 年以来持续推出高端化机型

系列	小米10	小米11	小米12	小米13	小米14	小米15
机型	小米10 (12/256GB)	小米11 (12/256GB)	小米12 (12/256GB)	小米13 (12/256GB)	小米14 (16/512GB)	小米15 (16/512GB)
图片						
国内发布时间	2020年2月13日	2020年12月28日	2021年12月28日	2022年12月11日	2023年10月26日	2024年10月29日
首发价格 (元)	3248	3899	4399	4599	4599	4999

来源: ZOL 中关村在线, 国金证券研究所



图表38: 25Q1 小米智能手机全球出货量份额升至 14%



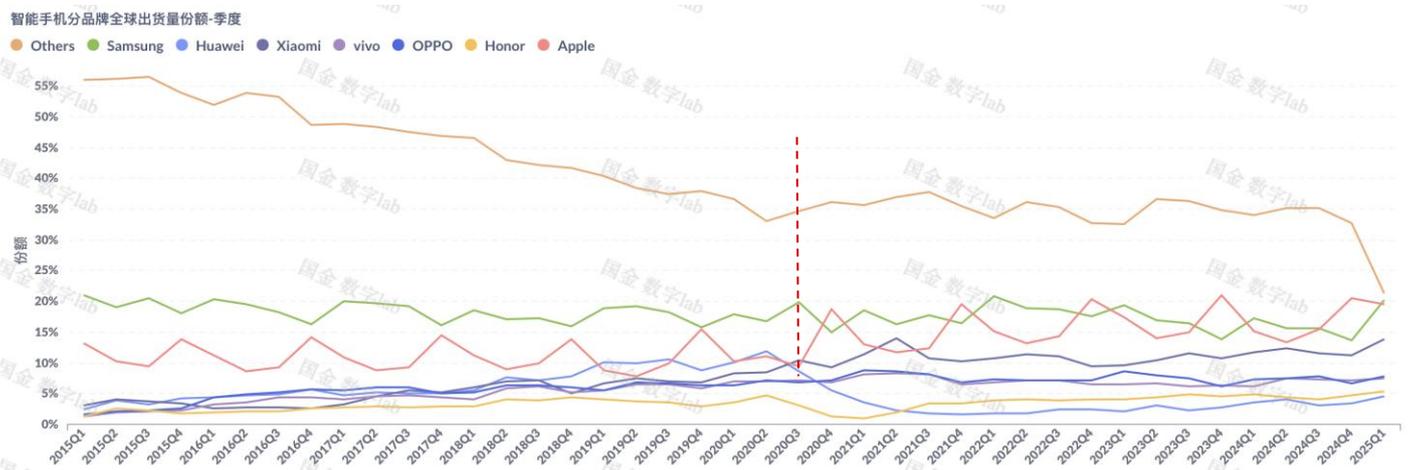
图表39: 全球 TOP3 智能手机品牌出货量增速



来源: IDC, 国金数字 LAB, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 3 月 31 日

来源: IDC, 国金数字 LAB, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 3 月 31 日

图表40: 小米手机全球出货量连续 19 个季度份额前三

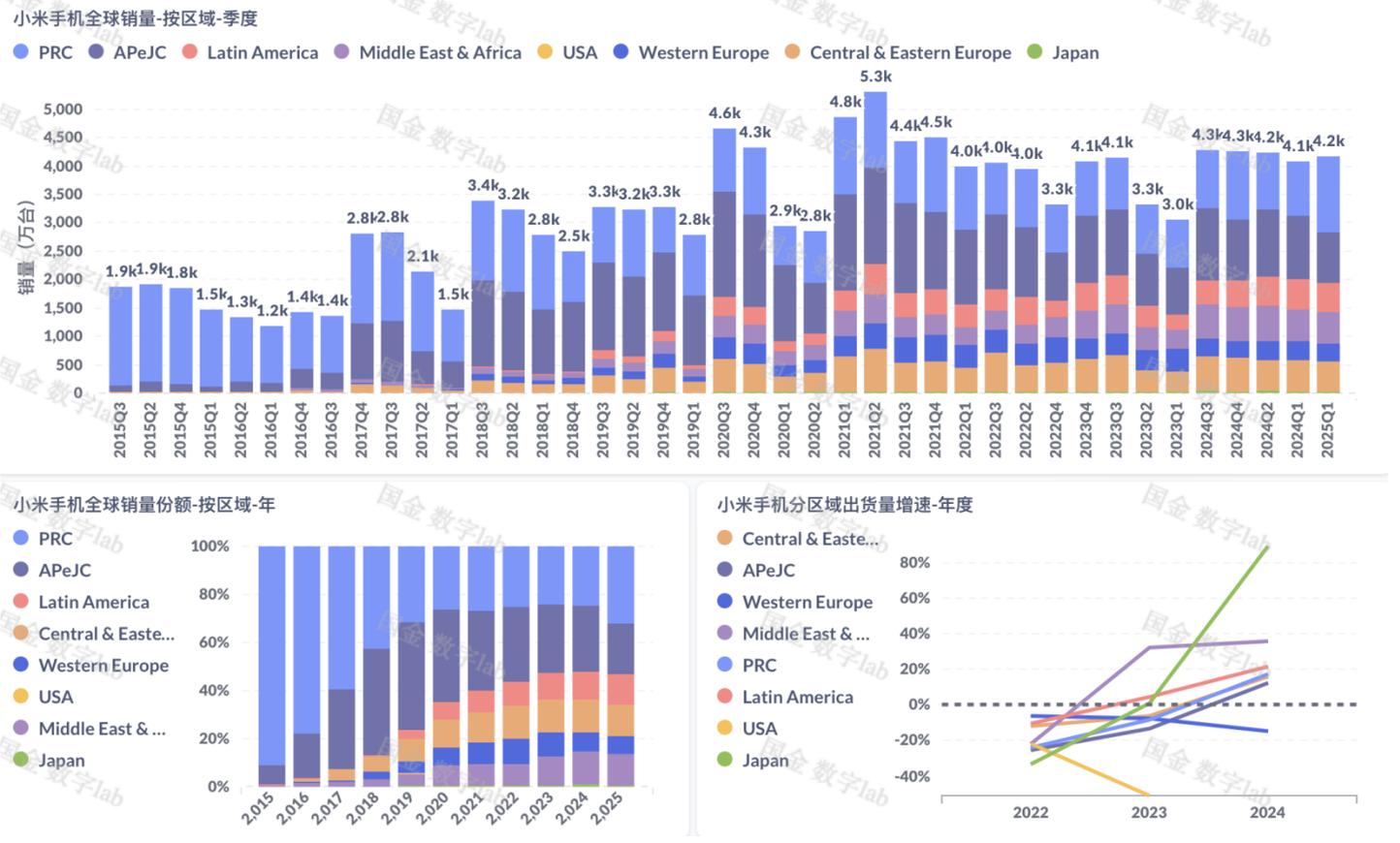


来源: IDC, 国金数字 LAB, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 3 月 31 日

分区域看, 小米在全球化布局的基础上继续深耕。2024 年公司境外收入 1533 亿元, 占总收入的 41.9%。根据 Canalys 数据, 2024 年公司在全球 56 个国家和地区的智能机出货量排名前三, 在 69 个国家和地区的智能机出货量排名第五。其中非洲 (+2.4%)、东南亚 (+2.0%) 和中东 (+1.5%) 均实现智能手机市场份额显著增长。



图表41：小米集团在中国大陆、中东、非洲、拉美等市场出货量增幅较大

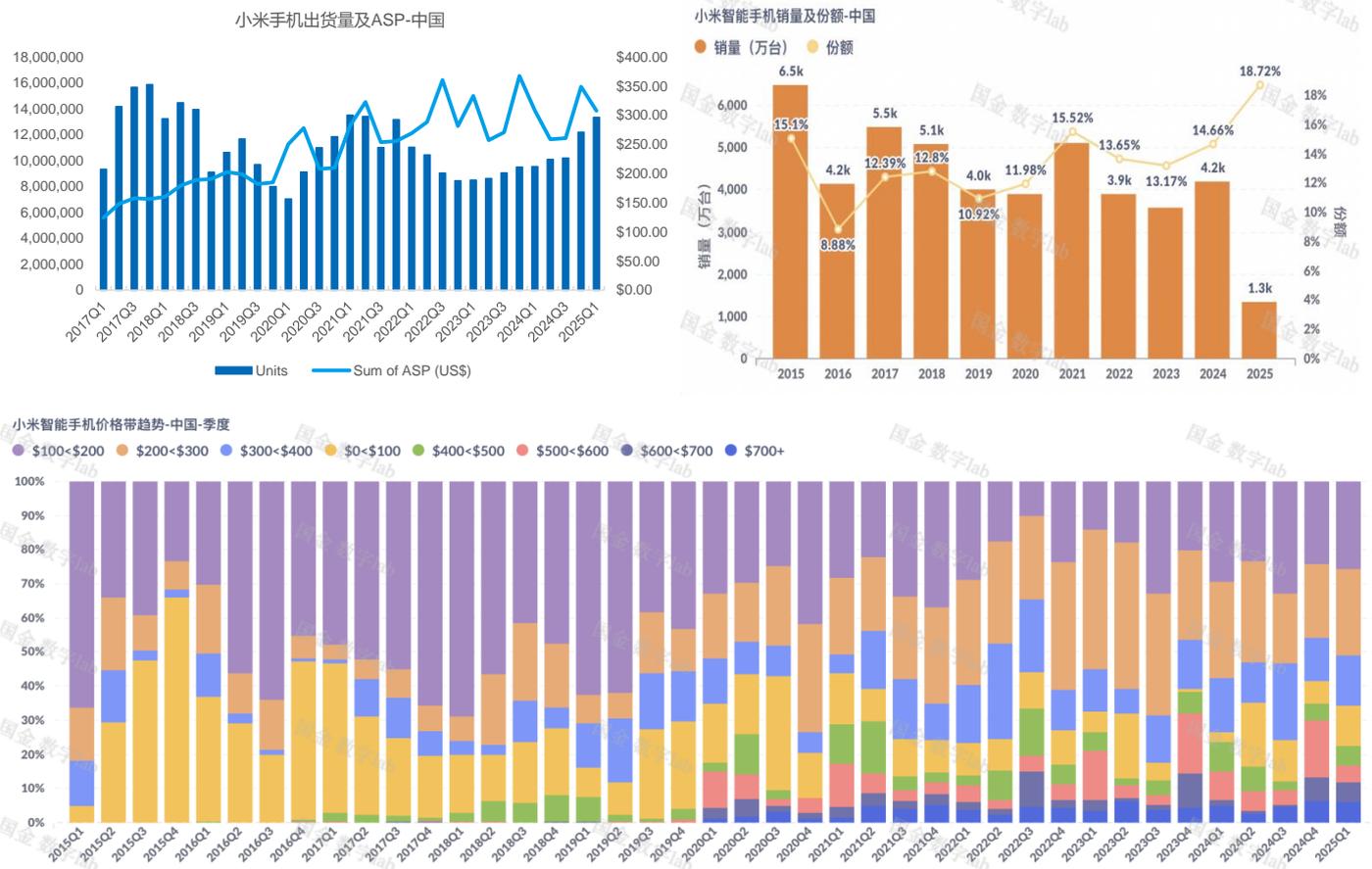


来源：IDC，国金数字 lab，国金证券研究所

中国区市场取得亮眼成绩：25Q1 出货量重回第一，出货量达 1330 万台，市场份额飙升至 18.8%。主要得益于高端化战略的再次突破、以及双品牌策略的持续推进。高端产品方面，公司于 2024 年 7 月发布 Xiaomi MIX Fold4 和小米首款小折叠 Xiaomi MIX flip，2024 年 10 月发布 Xiaomi 15 系列，2025 年 2 月发布 Xiaomi 15 Ultra (3 月海外市场发布)。系列高端产品在时尚科技、旗舰性能、影像、电池、屏幕、重量等全方位提升用户体验。高端智能手机使得公司产品结构优化，ASP 创历史新高，25Q1 达 1211 元；小米手机在中国大陆地区 3000 元以上机型出货量占比大幅提升，23 年-25Q1 分别为 20.3%、23.3%、25%；4000-5000 元智能机市场份额同比提升 4.6% 至 24.4%，排名第一。



图表42：小米中国区：ASP提升，份额增长，高价格带销量占比提升



来源：IDC，国金数字 lab，国金证券研究所

小米于 2014 年即启动海外业务，截至 2025Q1，小米智能手机份额在全球 58 个市场排名前三，在 68 个市场排名前五。

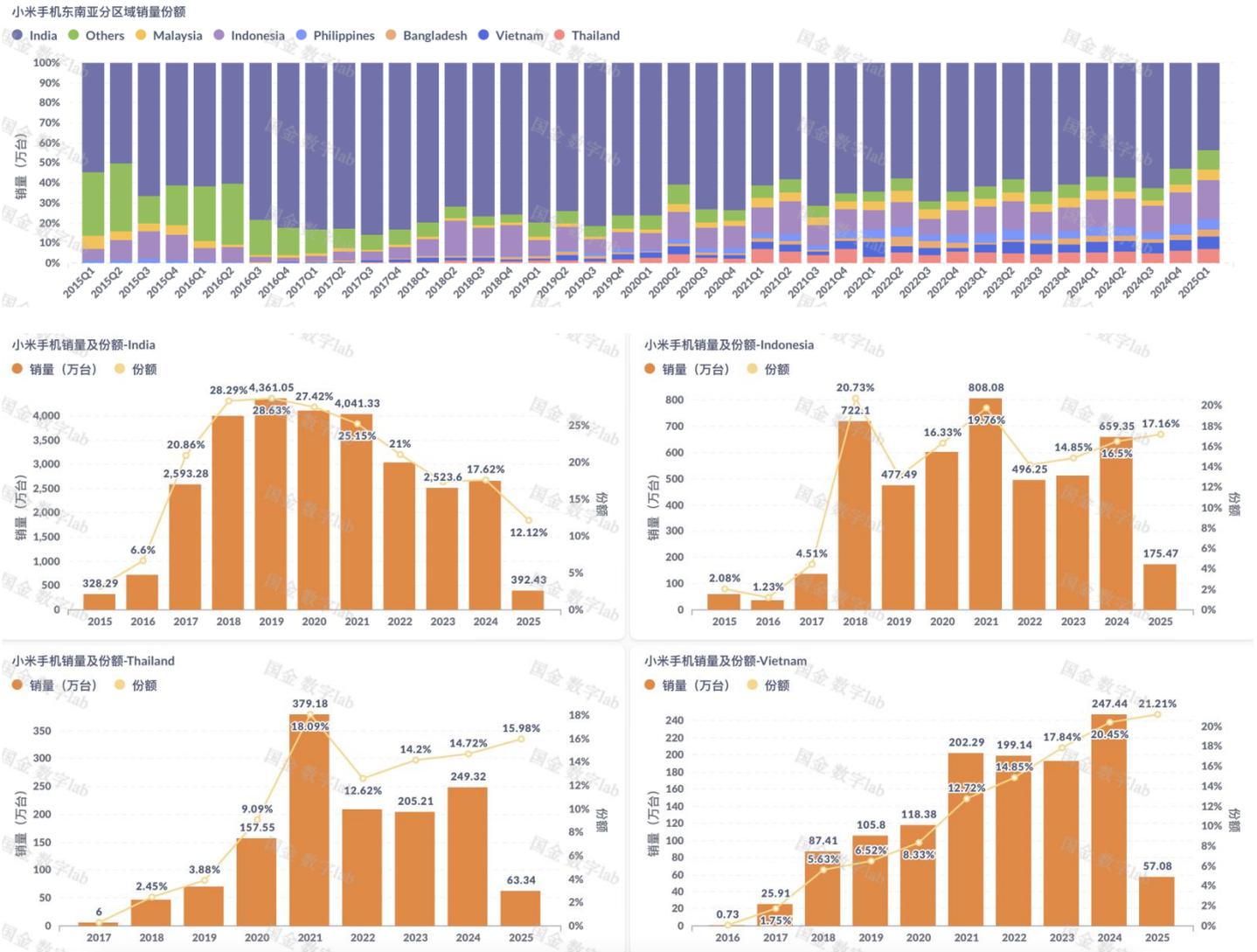
东南亚市场看，市场结构不断优化。从单一印度大市场，到印尼、马来西亚、泰国、越南等市场全面推进。25Q1 印尼手机份额增长至 17.16%，泰国 15.98%，越南 21.21%；出货量同比均有较大幅度增长。

中东和非洲市场亦有挖掘增长较快市场做区域调整。数据来看，人口持续增长的尼日利亚、巴基斯坦等市场小米手机出货量大幅增长。尼日利亚 23 年出货量 92.94 万台，同比增长 119.56%；24 年出货量 177.64 万台，同比增长 91.13%；23-25Q1 份额同比增长了 5.62 个百分点、6.86 个百分点、4.50 个百分点。巴基斯坦 24 年出货量 241.93 万台，同比增长 107.54%。

小米秉承的“感动人心，价格厚道”的好产品在全世界具有普适性，同样其在产品研发、用户洞察、渠道销售等方面的效率模式在全世界也具有普适性。未来，小米把在中国的成功经验往全球市场去深耕推广，去挖掘海外不同区域/城市间的增长潜力，海外市场份额增长、产品结构提升的逻辑有望持续演绎。



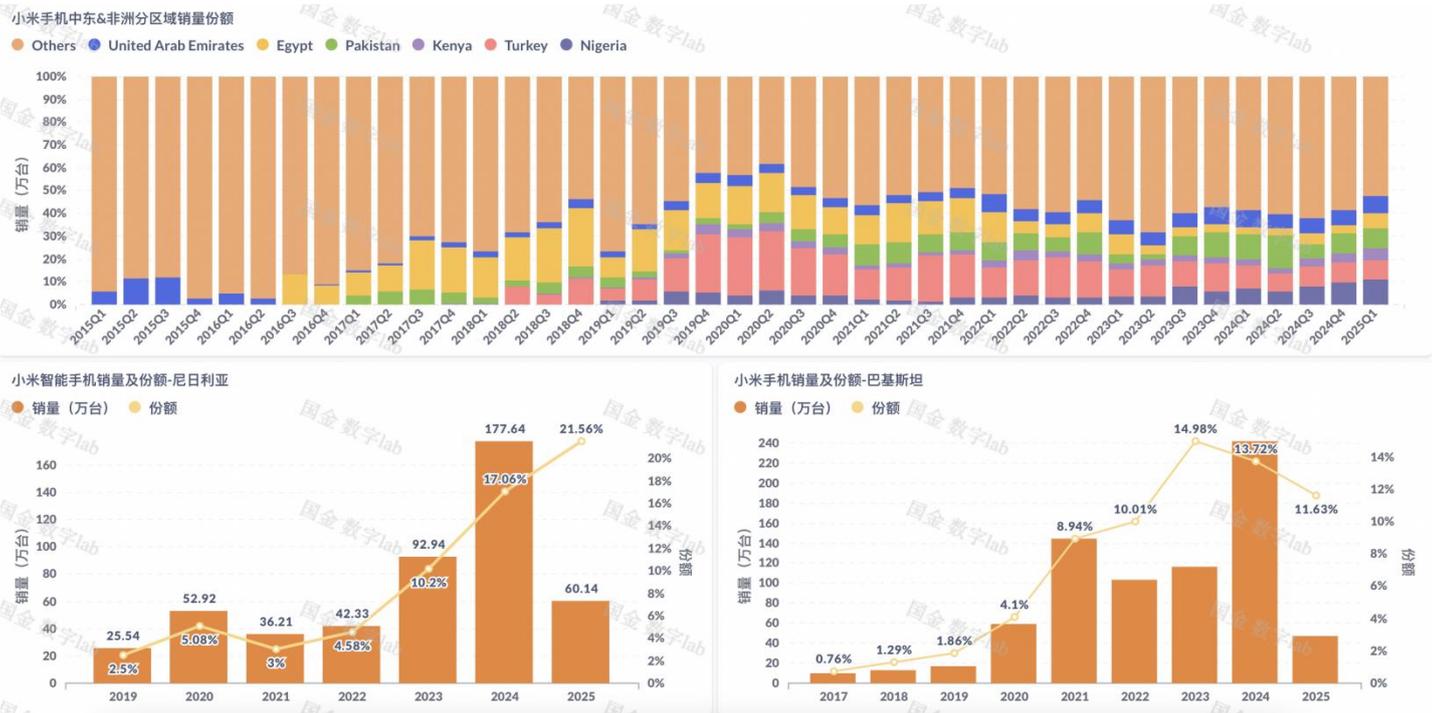
图表43: 小米东南亚: 出货量增长, 多市场发力



来源: IDC, 国金数字 lab, 国金证券研究所



图表44：小米中东和非洲：人口增长国家/地区出货量快速增长

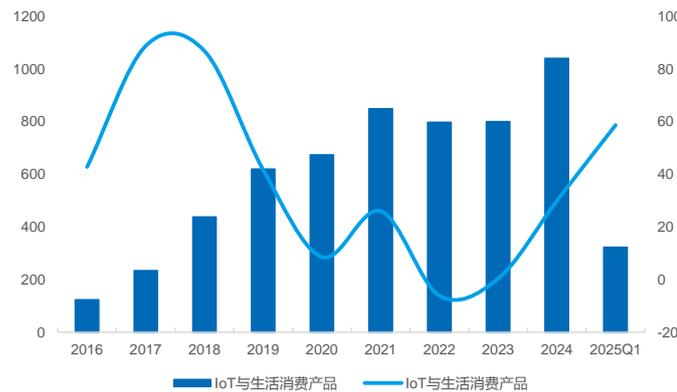


来源：IDC，国金数字 lab，国金证券研究所

### 2.3 科技家电：大家电突围，IoT 海外发力

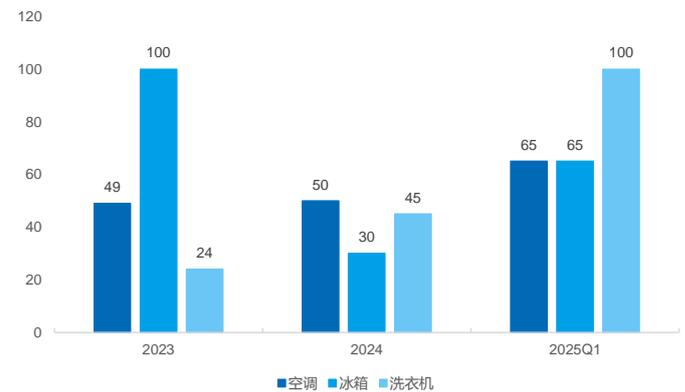
小米构建了全球最大的 AIoT 生态系统，截至 2024 年，AIoT 设备连接数近 9 亿台。2024 年该业务营收同比增长 30.0%，达 1041 亿元，首次突破千亿规模。其中智能大家电业务全面爆发，空调、冰箱与洗衣机出货量均创历史新高，空调出货量超 680 万台，同比增速超 50%；冰箱出货量超 270 万台，同比增速超 30%；洗衣机出货量超 190 万台，同比增速超 45%。2025Q1，IoT 与生活消费产品业务收入达 323 亿元，同比大涨 58.7%，再创历史新高。

图表45：小米集团 AIoT 营业收入 (亿元) 与同比增速 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表46：2023-2025Q1 空冰洗出货量同比增速 (%)



来源：wind，国金证券研究所

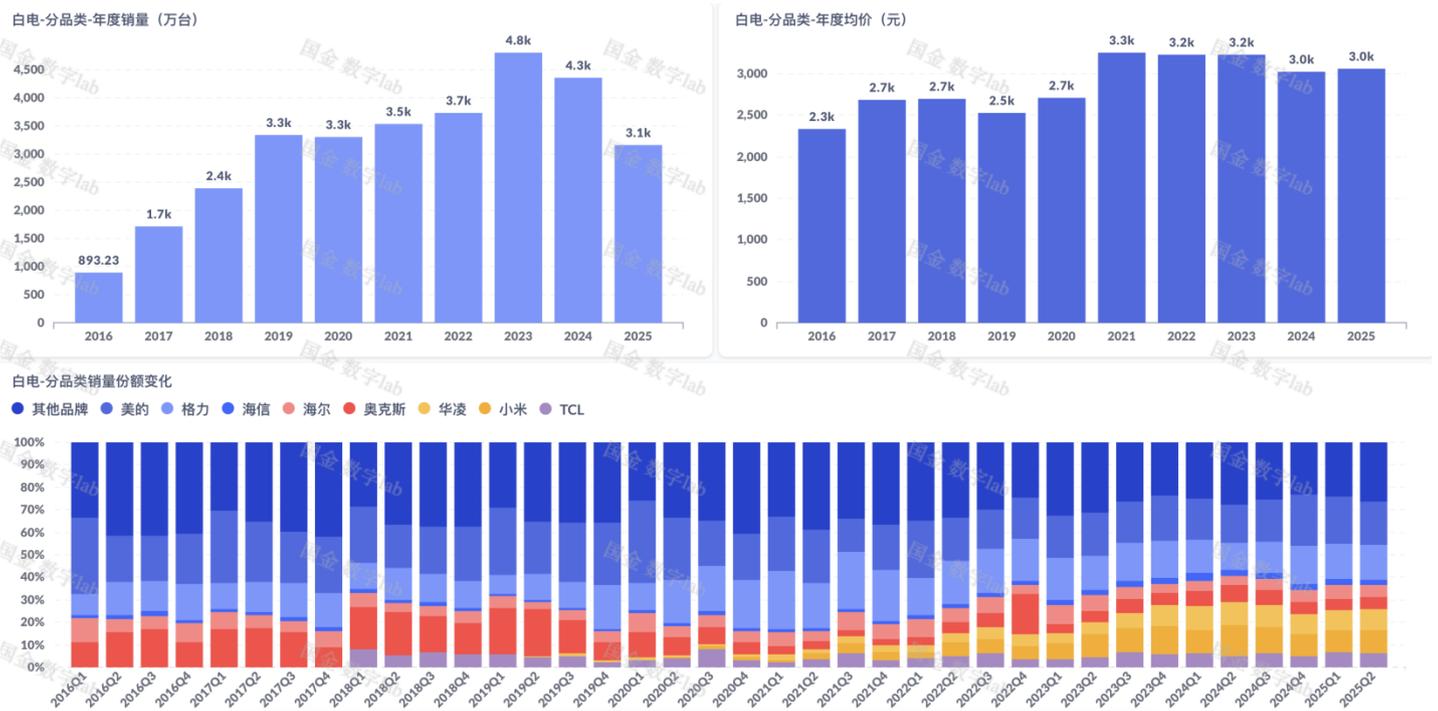
在大家电领域，小米凭借深刻用户洞察，实现弯道超车。1) 精准把握用户痛点并创新产品：小米通过与用户互动收集建议，针对用户需求推出创新产品。例如，米家空调创新性地采用上出风送风技术，重构了送风系统，避免了传统空调直吹人体的不适。同时，搭载双缸压缩机等优质硬件，在 AI 节能技术配合下，综合节能率高达 40%。米家双区洗烘洗衣机采用上下双筒设计，小筒洗内衣，大筒洗外衣，还有独立的上下水系统和洗涤剂独立投放路径，规避了传统分区洗可能存在的水路交叉隐患，通过高温蒸汽除菌，实现健康洗衣。2) 利用互联网思维与用户互动：将“与用户做朋友”的互联网思维深植家电基因。卢伟冰曾在微博发起产品建议征集，直接催生出双区洗烘洗衣机、上出风空调等创新



产品。这种互动方式使小米家电更契合现代年轻人的需求，在年轻消费群体中迅速建立了品牌认同感。3) 构建智能生态满足用户便捷需求：用户可通过小米手机一键控制全屋家电，实现设备间的智能互联，为用户提供便捷的智能家居体验，相比传统品牌单品优势，小米的系统级体验更具吸引力。4) 优化供应链和销售渠道降低成本：生产环节精简供应链，有效降低产品成本，销售环节通过线上渠道直销，实时收集和分析消费者订单数据，避免库存积压问题，线下依靠“小米之家”强化商业闭环，为用户提供更便捷的购物体验。

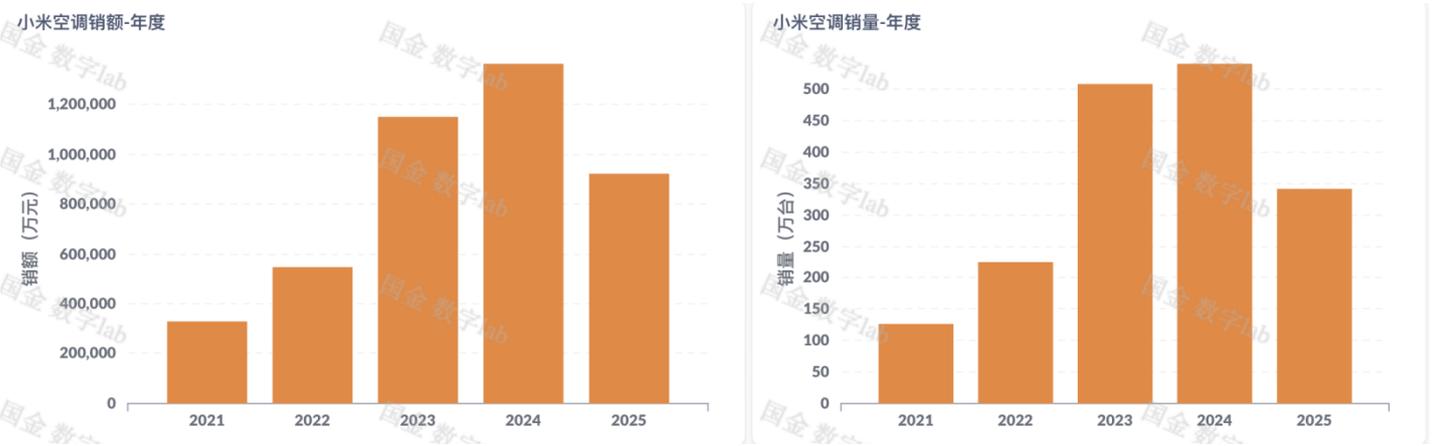
线上数据来看，小米空调在 2024 年全年空调品类销量下滑情况下，逆势增长，份额 2024 年至今维持 10 个点以上占比；价格来看，小米空调月均价格增速远高于同行水平，体现其产品力和消费者认可度。

图表47：空调线上销售趋势、各品牌竞争格局



来源：国金数字 lab，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 6 月 30 日

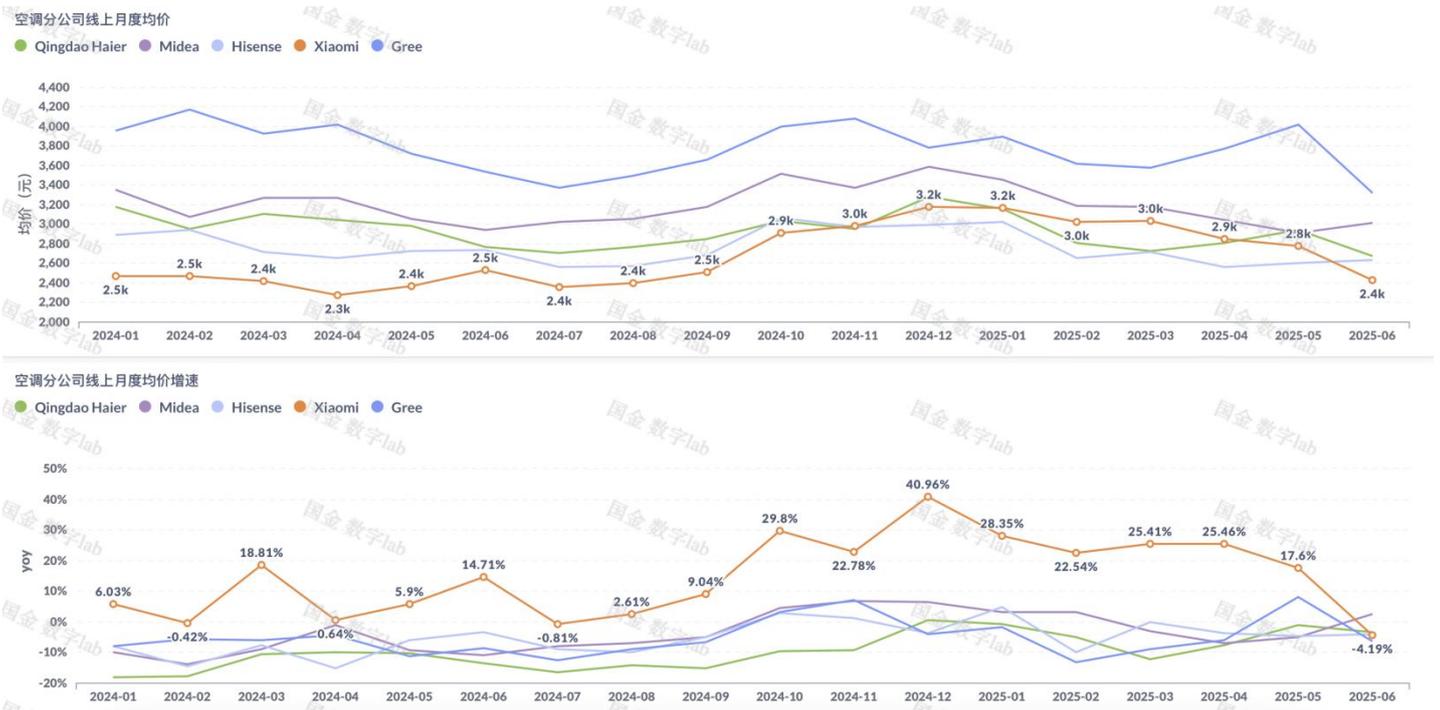
图表48：小米空调线上销额销量大幅增长



来源：国金数字 lab，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 6 月 30 日，且数据仅包括猫东抖拼四平台



图表49：小米空调线上月度均价及均价增速

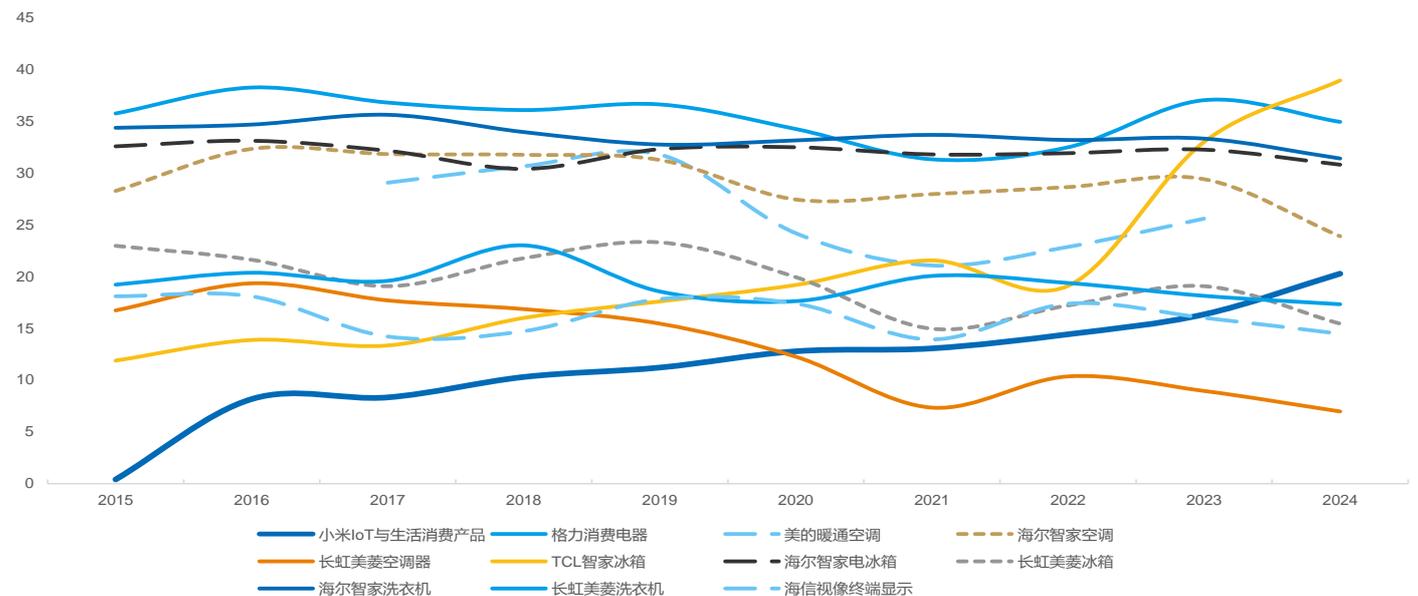


来源：国金数字 LAB, 国金证券研究所 注：数据仅包括猫东抖拼四平台

比较小米 IoT 与生活消费产品与家电类公司相关业务毛利率变化可以清晰看到，多数企业的家电类产品毛利率趋势向下，而小米 IoT 与生活消费产品的毛利率在稳步增长。9 年间小米 IoT 与生活消费产品的毛利率由 0.4% 增长到 20.26%，毛利率增长近 20 个百分点。而小米的销售费用率相比家电类企业处在较低的位置，并且在 24-25Q1 其他企业趋势向上的时候仍然保持销售费用率的持续下降。

大家电相关业务实际上竞争非常激烈，而小米能有稳步向上的毛利率、趋势向下的销售费用率，得益于其生态链的成熟，在此基础上全渠道能力、完善的供应链能力、用户洞察和售后等体现出系统的质变。

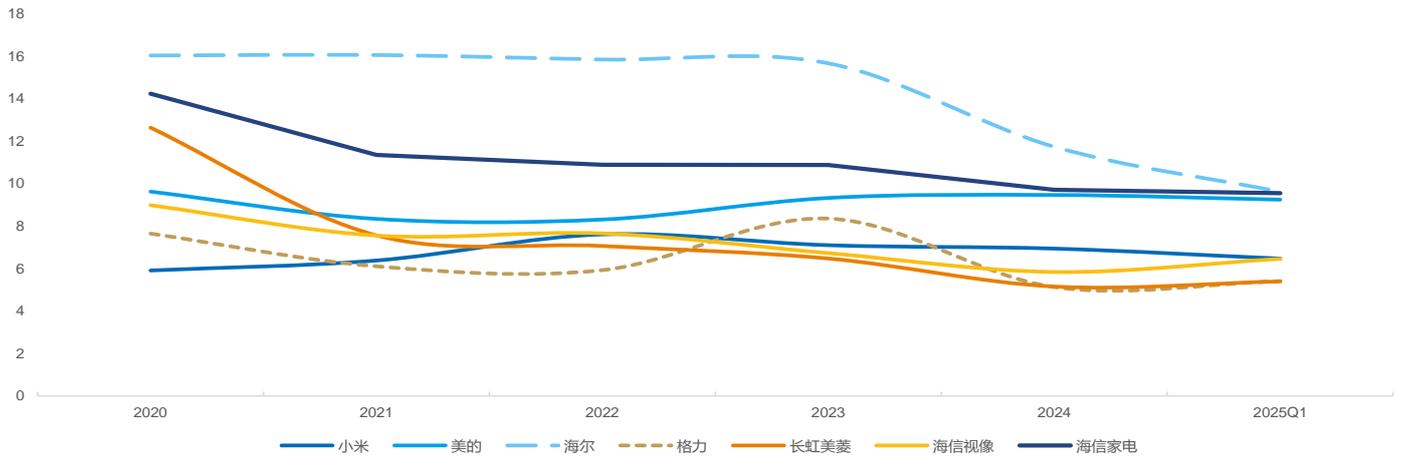
图表50：小米 AIoT 与生活消费产品与同行业家电毛利率对比 (%)



来源：wind, 国金证券研究所



图表51: 家电业务企业 (小米、美的、海尔、格力、长虹美菱、海信视像、海信家电) 销售费用率对比 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

### 2.4 汽车: SU7、YU7 上市表现大超预期, 汽车业务实质成为第三增长曲线

小米汽车业务表现突飞猛进: 25Q1 汽车业务营收 185.8 亿元, 环比+11.5%, 占集团总收入比例从 2024 全年的 8.8% 提升至 16.7%; Q1 交付新车 75869 辆, 环比+8.8%; 单车 ASP 23.9 万元, 环比+2.1%。

Q1 汽车业务毛利率 23.2%, 同/环比+10.9pct/+2.8pct; 其中汽车业务亏损 5 亿元, 我们计算公司 Q1 单车亏损 0.67 万元。主要来自于年降到位以及小米 SU7Ultra 的交付, 使销量结构性改善, 进一步扩大其毛利率水平。此外, 小米公司在汽车业务上具有很强的成本控制能力, 如 SU7 标准版与 Ultra 版共用产线等。但是由于公司汽车业务费用端仍在持续扩张, 本季度已经达到 48 亿元, 导致公司实际上汽车业务净利润仍未扭亏。但整体看, 公司汽车业务依旧实现了强势增长; 在后续 YU7 交付后上量的情形下, 汽车业务有望实现快速盈利。

图表52: 小米集团汽车业务季度业绩概览

季度	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	同比	环比
汽车及 AI 业务总营收 (亿元)	0.3	64.0	97.0	166.6	185.8	/	11.5%
其中: 智能汽车业务营收 (亿元)		62.0	95.0	163.0	181.0	/	11.0%
汽车业务营收占比	0.0%	7.2%	10.5%	15.3%	16.7%	16.7%	1.4%
毛利 (亿元)	0.0	9.9	16.6	34.0	43.1	/	26.8%
毛利率	12.3%	15.4%	17.1%	20.4%	23.2%	10.9%	2.8%
销量 (辆)	0	27307	39790	69757	75869	/	8.8%
其中: SU7 (辆)	0	27307	39790	69757	75869	/	8.8%
其中: 新 SUV (辆)							
其中: 增程式新车 (辆)							
OPEX/经营费用 (亿元)	22	29	33	44	48	/	9.1%
单车 OPEX (万元)		10.6	8.3	6.3	6.3	/	0.3%
OPEX 费用率		45.3%	34.0%	26.4%	25.8%	/	-2.2%
汽车业务经营利润 (亿元)		-19.1	-16.4	-10.0	-5.0	/	-50.0%
汽车业务净利润 (亿元)	-22.0	-18.0	-15.0	-7.0		/	/
单车 ASP (万元)	0	22.7	23.9	23.4	23.9	/	2.1%
单车净利润/经营利润 (万元)		-6.59	-3.77	-1.00	-0.66	/	-34.3%
门店总数 (家)		87	127	200	235	/	17.5%
覆盖城市 (个)		30	38	58	65	/	12.1%



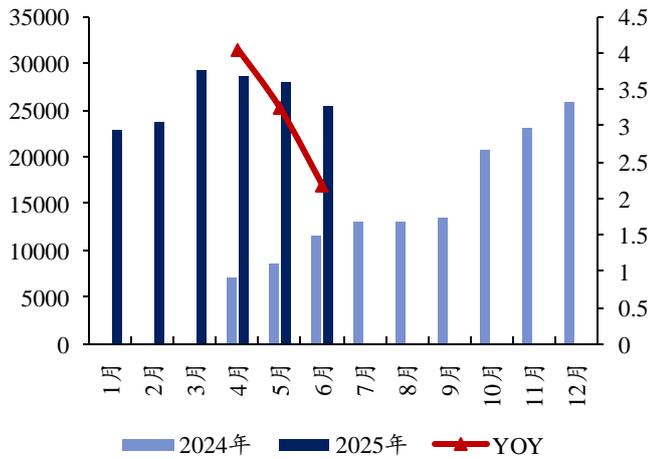
来源：乘联会，国金证券研究所

后续订单表现稳健，预计未来一年仍维持满产满销状态：

SU7 于 2024 年 3 月 28 日正式上市，定位 C 级纯电轿跑。新车发布后，4 分钟大定破万，7 分钟大定破 2 万，27 分钟大定破 5 万，大超预期，成为 2024 年车市最大爆款。25 年 6 月，共计销售汽车 25429 辆，同比+219.2%，环比-9.2%，环比下滑系二期工厂尚未投产，因而 SU7 部分产能用于 YU7 试生产，因而事实上仍然满产满销，24 年 3 月上市至 25 年 6 月，小米实现累计交付 29.5 万辆，表现极为强势。

YU7 上市依旧维持大爆：上市 3 分钟大定突破 20 万，上市 1 小时大定突破 28 万辆。流动订单看，目前每周订单约为 9000 台左右，YU7 上市后订单表现稳健。虽然北京工厂二期即将投产，但考虑到公司目前 YU7 交车周期已达 50 周以上，预计未来一年时间内仍维持满产满销状态。

图表53：小米汽车月销量（辆）



图表54：小米 YU7 交付时间



来源：乘联会，国金证券研究所

来源：小米汽车官网，国金证券研究所

复盘小米汽车的爆款之路，除开技术积累、智能制造外，车型市场选择、消费者洞察是其成功主要原因成因：

1) 车型市场选择：存在需求但缺乏优质产品供给的市场

SU7 上市前，市场对小米汽车曾有浓厚的悲观情绪。其悲观情绪主要来自于两个方面：一是市场空间较为狭小，纯电轿车赛道长期不被看好。尤其纯电车型自身需要将电池包铺设在底盘上，导致纯电轿车在产品力角度具有先天的不足。

纯电车在产品上的不足影响到了纯电轿车的普及。在小米 SU7 上市之前，20-30 万纯电轿车仅有特斯拉 Model 3 一款爆款，加剧了市场对纯电轿车市场空间的忧虑。23 年 11 月，纯电轿车国内总销量 5.0 万辆，渗透率 40%，其中特斯拉销售 2.4 万辆，占比 40%。曾被寄予厚望的比亚迪海豹、小鹏 P7 等表现均不佳，当月销量 7849/3106 辆，不得不采用降价手段维持销量稳定，而剩余车型销量均未超过 3000 辆。彼时市场仍以燃油车为主，宝马 3 系、凯迪拉克 CT5，大众 CC 等传统燃油车型占据了主流市场。

放大到纯电轿车整体，彼时销量能稳定破万的纯电三厢轿车，也只有比亚迪秦 EV 和埃安 S 两款主打网约车的车型。23 年销量前十中有五款为营运车型（网约车、出租车，主要来自补贴和纯电网约车拥有更高的经济性）。

图表55：23 年 11 月 20-30 万轿车销量排行榜

车型	厂商	动力形式	当月销量	市占率
Model 3	特斯拉	纯电	23999	19.3%
比亚迪汉	比亚迪	纯电/插混	20392	16.4%
雅阁	本田	燃油	17257	13.9%
宝马 3 系	宝马	燃油	13879	11.2%
凯迪拉克 CT5	通用	燃油	8982	7.2%



比亚迪海豹	比亚迪	纯电/插混	7849	6.3%
亚洲龙	丰田	燃油	5684	4.6%
奔驰 A 级	奔驰	燃油	5017	4.0%

来源：乘联会，国金证券研究所

但换一种角度考虑，中高端纯电轿车市场供给也是匮乏的，市场长期缺乏除特斯拉以外的爆款车型，电车车企为追求销量和营利性，多选择推出走量的 SUV 车型和增程式车型，导致市场纯电轿车车型供给水平低下、新车推出缓慢，长期缺乏有力的爆款大单品。事实上 20-30 万纯电轿车市场产品稀少，是绝对的空白市场，而特斯拉的持续大卖已证明市场是绝对存在需求的。

小米汽车采用跟随策略，选择了这个存在需求但缺乏优质产品供给的市场。其两款车型均对标特斯拉相应竞品，其中小米 SU7 对标特斯拉 Model 3，小米 YU7 对标特斯拉 Model Y，为其产品大爆打下了基础。

图表56：去除两厢车后，23 年纯电轿车销量（辆）排名

车型	2301	2302	2303	2304	2305	2306	2307	2308	2309	2310	2311	2312	备注
Model 3	25148	22990	27202	26783	27215	30637	20324	18843	20824	24951	23999	31981	
比亚迪秦 EV	9098	11540	10429	10917	13166	13573	13995	13850	13907	13877	13488	16934	营运
埃安 S	4091	16827	26392	19569	25233	22487	22437	22896	21546	11730	12195	15824	营运
比亚迪汉	5576	5701	6745	7756	10237	11033	11634	10405	10412	9290	9357	8356	
红旗 EQM5	1879	1900	4890	7375	7972	7261	4458	6710	8971	7932	8400	8791	营运
比亚迪海豹	6618	7754	6000	6212	8079	8134	5650	5700	6983	7308	7849	7990	
宝马 i3	4007	2652	4297	3434	3925	4237	2402	6262	5952	5511	6141	5151	
北汽 EU 系列	1725	2254	8135	2711	2585	9295	1821	5849	5320	3984	5741	12811	营运
风神 E70	282	1595	1905	2150	3001	3143	3209	4279	3304	3140	3865	2223	营运
蔚来 ET5T						1339	3662	4083	2593	3105	3248	3331	
小鹏 P7	1022	2294	3030	4064	4439	5196	4908	4400	5326	4288	3106	4302	

来源：乘联会，国金证券研究所

## 2) 消费者洞察：整车产品力不是产品性价比

我们认为产品力与产品性价比完全是两回事，否则汽车消费就将完全成为成本导向。整车作为耐用品，消费者在购车时还会从其他众多因素中考虑整车产品力：

从单一性价比角度来看，小米 SU7/YU7 表现并不出色，在市场中仅仅优于特斯拉，甚至从单纯部分参数对比来看还落后于如小鹏、极氪、智己、华为智界等竞争对手。在舒适性配置上，堆料也并不像其他自主品牌新势力一般用力，如无座椅按摩等。入门配置虽无明显缺陷，但也并未和竞争对手一样做到入门即满配。在其他自主品牌新势力配置上军备竞赛日趋激烈时，保持了难得的克制。

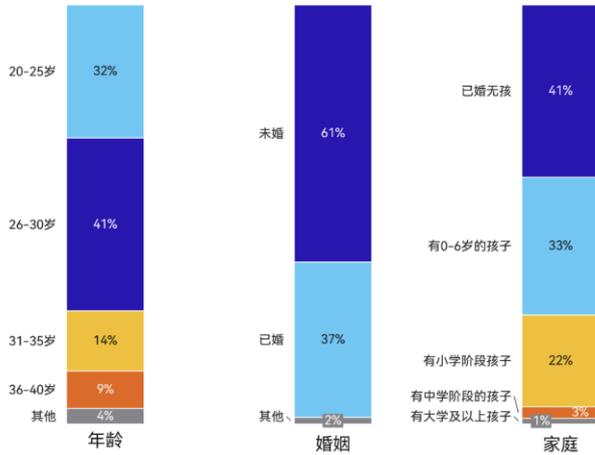
小米在产品精细化打造角度表现出色，并由此形成了典型的情绪消费：1) 小米汽车的外观设计远胜于市场其他竞争对手，接近市场广受好评的百万级豪车。根据杰兰路的统计信息，小米 SU7 意向购车的首选便是外观，50%的用户是基于外观要素进行购车的，其次为小米生态和小米品牌；作为对比，选择华为问界的核心购车因素则是智能座舱、智能驾驶和华为品牌。

小米在宣传中更直击消费者痛点。小米的消费者大多为年轻群体，未婚、已婚无孩用户，无家用属性的购车需求。20-30 岁用户占比 73%，未婚占比 61%，已婚无孩占比 41%。实际锁单用户略有差别，据电动汽车用户联盟 2024 年 8 月对其对小米 SU7 的 183 位锁单用户的调研，小米 SU7 实际锁单用户 81%为 90 后 31 岁未婚和已婚无孩占比 63%。这部分群体一方面更重视产品体验，另一方面消费情绪效应明显、且对汽车硬核技术、参数等信息并不敏感。

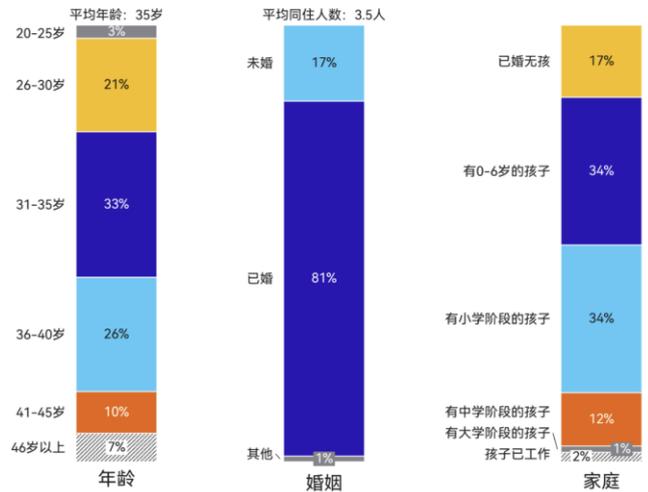


图表57: 小米 SU7 意向用户年龄分布、婚姻状况

小米SU7意向用户的年龄、婚姻与家庭情况  
样本量N=189



图表58: 问界新 M7 首批用户年龄分布、婚姻状况



来源: 杰兰路, 国金证券研究所

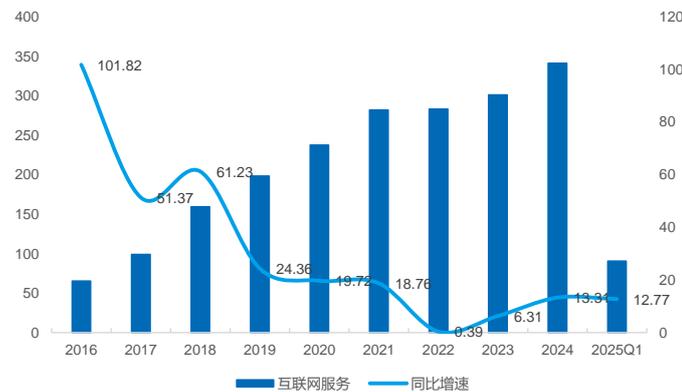
来源: 杰兰路, 国金证券研究所

## 2.5 互联网业务: 得益设备出货规模的增加, 重要利润增长点

2024 年小米互联网业务收入达 341 亿元, 同比增长 13.3%, 创历史新高。其中境外互联网服务收入同比增长 30.0%, 达 110 亿元, 在整体互联网服务收入中占比增至 32.2%。得益于小米手机的出货规模以及规模领先的消费级 IOT 平台。25Q1 小米全球月活跃用户数突破 7 亿大关, 设备连接数超 9 亿台, 为互联网业务提供了庞大的用户基础。

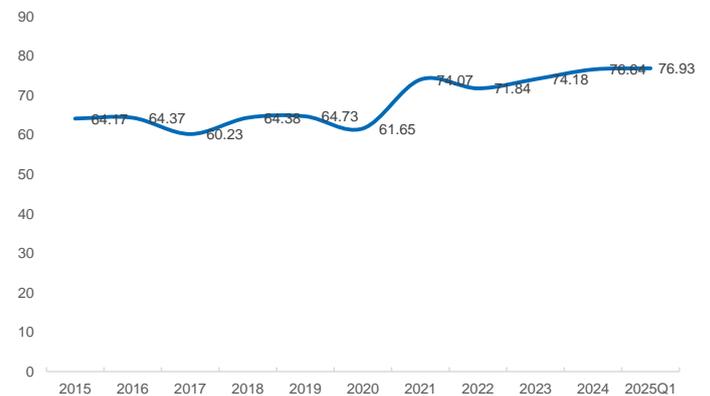
智能设备为各公司通向用户的渠道, 小米掌握移动互联的核心入口 (手机、音箱, 未来车也将占据重要位置), 在业务拓展上, 小米基于系统、小爱同学等平台, 手机、车等设备, 不断丰富互联网服务内容, 涵盖广告、游戏、金融、内容付费等多元领域。加之互联网服务毛利率高达 70% 以上, 是小米重要的利润增长点, 并依托庞大用户基数有望持续拓展业务边界与盈利空间。

图表59: 小米互联网服务营收 (亿元) 及同比增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表60: 小米互联网服务毛利率 (%)

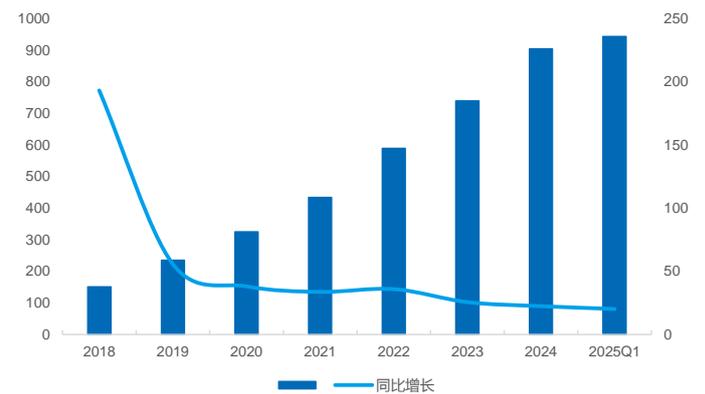
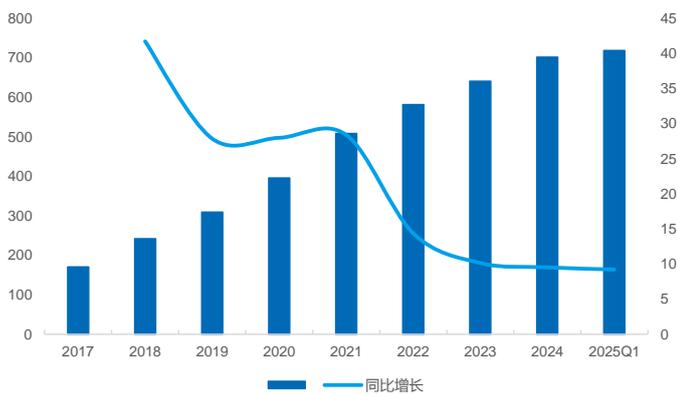


来源: wind, 国金证券研究所



图表61: 全球月活跃用户数 (百万) 及同比增速 (%)

图表62: AIoT 连接设备数量 (百万) 及同比增速 (%)

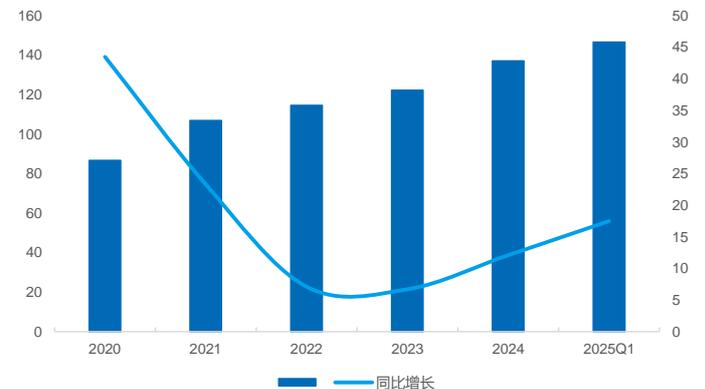
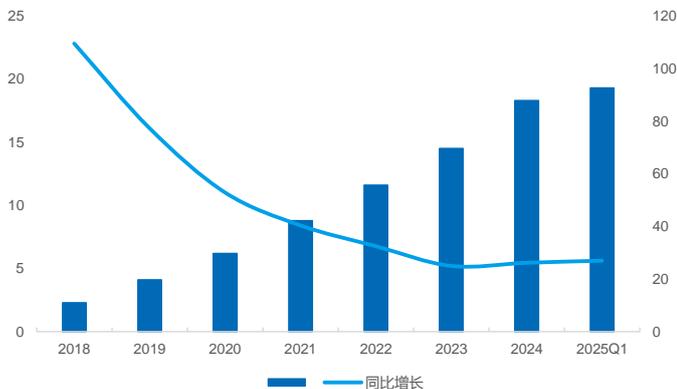


来源: 小米集团 2025 一季报, 国金证券研究所

来源: 小米集团 2025 一季报, 国金证券研究所 注: 不包括智能手机、平板和笔记本电脑

图表63: 拥有 5 个及以上连接至小米 AIoT 平台的设备用户数 (百万) 及同比增速 (%)

图表64: 小爱同学月活跃用户数 (百万) 及同比增速 (%)



来源: 小米集团 2025 一季报, 国金证券研究所

来源: 小米集团 2025 一季报, 国金证券研究所

### 三、新十年目标下, 未来五年, 可以对小米有哪些期待?

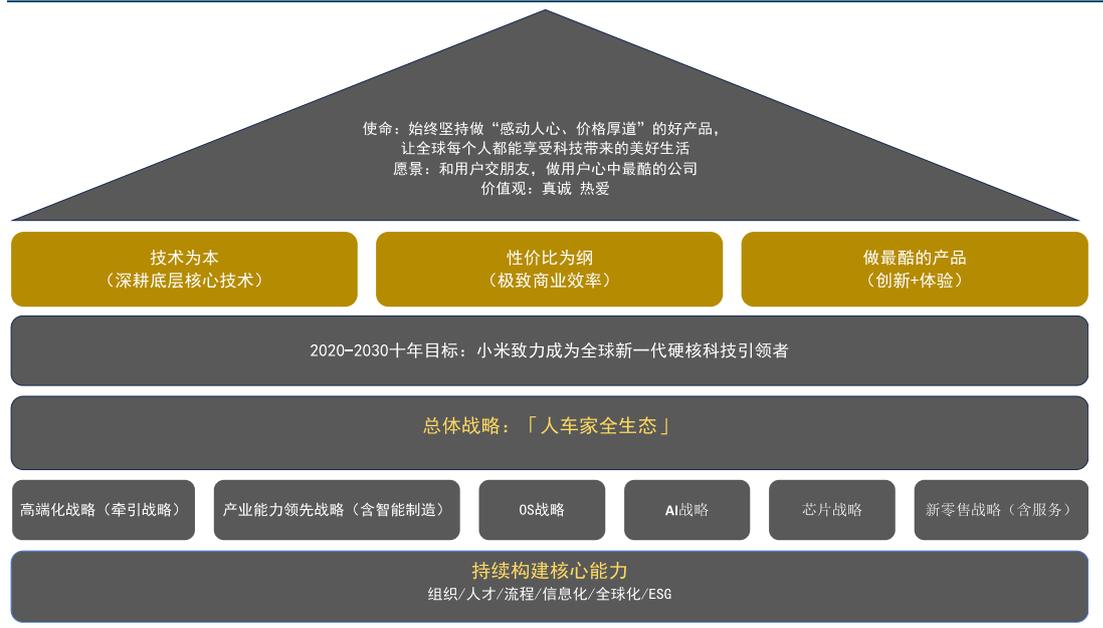
#### 3.1 新十年目标: 致力成为新一代全球硬核科技引领者

新十年新征程, 小米在 2020 年提出下一个十年, 核心战略将升级为“手机 X AIoT”, 重申永不更改的三大铁律——技术为本、性价比为纲、做最酷的产品, 以及新十年发展的三大策略: 重新创业、互联网+制造、行稳致远, 并在后续的财报、发布会及雷军公开信中进一步明确了方向。在战略规划层面, 小米在 2023 年将核心战略进一步升级为“人车家全生态”, 此后将总体战略的实现路径拆解为高端化战略、产业能力领先战略、AI 战略、OS 战略、新零售战略等六大子战略。2024 年, 小米明确了新十年的奋斗目标, 即成为全球新一代硬核科技引领者。

综上, 小米新十年的目标可概括为: “通过技术驱动 (芯片、OS、AI), 构建人车家全生态, 十年内成为全球顶级科技公司, 硬件规模与软件服务双增长, 同时履行绿色责任。” 核心衡量指标: 全球前三手机厂商、前五车企、10 亿设备互联、千亿研发投入。



图表65：小米集团新十年目标：致力成为全球新一代硬核科技引领者



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 用户资产升级，“用户+生态+爆品”三维壁垒发挥内生增长的乘数效应

前文复盘了小米的成功主要来自于互联网思维团队下，出色的战略定位和强大的执行落地能力，围绕效率、技术、用户洞察而展开的系统化运行。站在当下，小米有一个最突出的优势，就是用户资产。小米的用户资产在经过超级发烧友、米粉、准米粉的累积后，已经是一个相当大量级的群体，且在多年耕耘下，粘性高、互动高、满意度高、流量大，使得公司的产品开发创新效率保持领先、销售基本盘稳固增长、爆品不是偶而是更多确定。同时，基于如此庞大的生态用户，未来的生态互哺与服务增值充满想象。

鉴于越来越多的消费品带有科技成分，实际上小米集团已成为一家全生态的大众消费品公司，且有望成为全球家喻户晓的大众消费品公司。相比于盲人摸象式的“赌”爆品模式，小米基于其用户共创、确定性的能力边界，走上的是“爆品打造”模式，具备更成熟的打法 and 可持续性。成熟的用户资产运营经验及不断裂变的用户数量、中国品牌出海受欢迎的大趋势、硬核技术支持下的酷产品、智能电动汽车拉高的高端化形象，在未来目标海外新零售店开出来后，有望引领海外科技消费潮流，复制国内成功经验。

#### 3.2.1 庞大用户资产：7+亿全球月活跃用户数、9+亿 AIoT 连接设备数

成立 15 年，小米通过其独特的核心品类（手机）+生态圈（智能生活）的方式积累了大量活跃用户，又通过智能车的入口实现破圈，升级其用户资产。截至 2025 年 3 月，小米全球月活跃用户数达到 7.19 亿，同比增长 9.2%；中国大陆月活跃用户数达到 1.81 亿，同比增长 12.9%，均再创历史新高。根据公司年报，截至 2024 年 12 月 31 日，小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备数（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）增长至 9.046 亿，同比增长 22.3%；拥有五件及以上连接至小米 AIoT 平台的设备（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）用户数达到 1830 万，同比增长 26.1%。根据 QuestMobile 2024 年 2 月的数据，小米手机用户换机留存率达 43.8%，仅次于苹果，二者用户生态粘性较强。

自 2010 年 MIUI 论坛起步，15 年间小米积累了超 5 亿全球用户，其中中国核心用户超 2 亿。这些用户伴随小米共同成长：2010 年首批 MIUI 用户平均年龄 22 岁，如今已步入 35-45 岁黄金消费期，成为社会财富的主要创造者和消费决策者。

车业务上的成功即是很好的佐证。2021 年小米宣布造车，采用单一品牌策略，使其在消费电子领域的用户群体和累积的品牌声量为汽车产品赋能，并形成对其他车企的品牌力优势（华为/比亚迪/各新势力当前用户数为 7 亿/580 万/258 万）。

凭借 7 亿多全球月活跃用户数与近 9 亿 AIoT 连接设备数，小米坐拥庞大用户资产。未来五年，这一资产有望在人车家全生态的战略下，发挥协同作用，品类互相带动、人群破圈带来新粉裂变交易、持续口碑传播、反哺产业链与生态链发展。



图表66: 小米 su7 位新中产人群新能源汽车偏好榜第一

图表67: 小米对比其他车企品牌用户基础雄厚

新中产人群新能源汽车偏好榜

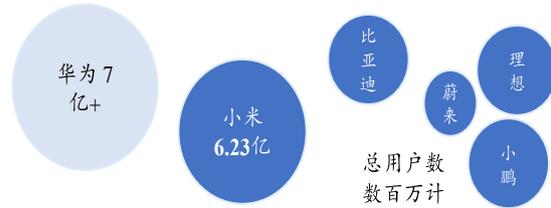
2025年5月中国新能源汽车价值榜

序号	车系名称	活跃渗透率TGI	2025年5月活跃量(辆)
1	小米SU7	172.7	148,330
2	smart精灵#1	159.5	37,123
3	ZEEKR 7X	155.4	31,197
4	智己LS6	155.2	31,345
5	ZEEKR 009	155.0	24,091
6	ZEEKR 001	153.0	126,516
7	蔚来EC6	150.5	47,362
8	ZEEKR 007	150.1	25,560
9	蔚来ES6	150.1	130,754
10	智己L6	149.8	12,383

来源: QuestAuto, 国金证券研究所



截至2023年9月, 小米全球MIUI月活用户达6.23亿, 中国大陆MIUI月活用户达1.52亿



来源: 各公司官网, 国金证券研究所

3.2.2 汽车实现品牌扩圈, 用户画像正在迁移

汽车业务发展, 正推动小米品牌形象向高端化、科技化转变, 实现品牌扩圈与用户画像迁移。过去, 小米品牌在年轻、性价比导向用户群体中影响力大, 此前小米的消费群体标签多为: 发烧友、线上销售、男性、中低价位。早期核心用户为20-35岁男性, 月收入3000-8000元的“参数极客”; 未来五年, 伴随小米汽车产品线丰富, 预计将增加高净值用户数, 提升用户中高收入群体比例, 进一步拓展高端市场份额, 带动AIoT产品向高端化进阶。

在小米汽车出圈前, 小米生态用户以男性为主。而小米汽车在女性群体中的爆火提升了小米生态中女性用户的比例, 有望反向拉动手机与IoT品类的消费。20多种颜色选择、各种女性化倾向搭配选择帮助小米在逐步扩大女性消费用户群体。未来, 在小米汽车品牌的带动下, 结合用户资产进行供给匹配, 不仅满足既有男性科技爱好者, 也能满足女性用户对手机、IoT产品的需求, 拉动手机与IoT品类的消费。

图表68: 2025年5月新能源汽车新中产人群画像

图表69: 小米 YU7 发布前后网络用户数据



来源: QuestAuto, 国金证券研究所



来源: QuestAuto, 国金证券研究所

3.2.3 用户共创助力爆品模式持续展现互联网效率

小米成功本质是“用户共创”的商业典范。在爆品打造上, 用户资产赋予小米更高确定性。依托海量用户行为数据, 通过大数据分析 with AI 算法、用户社区、线上调研等渠道, 收集超百万条用户反馈, 筛选出高频需求点融入产品设计, 实现产品研发从“经验驱动”向“数据驱动”转变, 从而缩短了新品研发周期。

例如小米第一代手机, 基于其 MIUI 论坛上 30 万核心用户, 首次开放预定, 22 小时内 30 万台手机就被订完, 最终小米第一代手机销售 790 多万台, 成为创业奇迹。又如去年推出



的小米双区洗烘洗衣机，源于网友留言催生的爆款。2024年，一位网友在雷军抖音评论区留言：“能不能出一款分区洗衣机，大筒洗外衣，小筒洗内衣？”小米迅速响应，仅数月后推出“米家双区洗双洗烘洗衣机”，满足用户细分需求。产品上市即成爆款，2024年小米洗衣机出货量超190万台，同比增长45%。小米正在构建的通过手机、汽车、家电等终端完成的“消费数据闭环”有望反哺产品研发和服务优化，“数据-产品-体验”的正向循环，正在形成难以复制的竞争优势。

图表70：用户共创助力爆品引领行业



来源：小米 2024 投资者日 PPT，国金证券研究所

### 3.2.4 “用户+生态+爆品”三维壁垒，全生态协同效应可期

2024年是小米“人车家全生态”战略的全面落地之年。小米通过构建“人车家全生态”，使智能手机、IoT设备与智能汽车三大业务形成场景闭环，深度挖掘用户生命周期价值。这种生态协同产生了强大的消费拉动效应：小米用户平均年消费额达1.2万元，是普通品牌用户的4倍。据小米2024年财报，IoT与生活消费产品营收同比增长30%，汽车相关业务收入占比快速提升至9%，形成“手机稳基本盘、汽车开新空间、生态链持续增收”的良性结构。

未来五年，小米IoT产品有望迎来高速增长。一是借助品牌影响力，小米可加速AIoT新品类拓展。凭借品牌信任度，快速切入智能厨房电器、智能卫浴等领域，参考空冰洗经营数据，上市一年有望占据5%-8%市场份额。二是通过品牌营销活动，将AIoT生态理念传递给更多潜在用户，提升品牌在IoT领域认知度，吸引新用户加入小米AIoT生态，实现生态规模与品牌价值相互促进、螺旋上升。例如未来所有发布会以人车家全生态为主题，将人车家的品牌资产联结在一起，用小米汽车这种高流量关注度的品类产品带动低关注度低流量的产品，在获取拓展客户后，再通过IoT产品的供应满足新获取的用户需求。三是产品定价从中低价位转向高端价位。小米汽车业务对品牌调性提升作用显著，为手机、AIoT等业务高端化奠定基础。小米汽车在性能、智能化配置上对标豪华品牌。这种高端形象反哺手机、AIoT业务，使消费者对小米品牌高端化认可度大幅提升。未来五年，预计小米手机4000元及以上价位段产品销量占比从当前25%提升至40%，AIoT高端产品（如智能空调旗舰款）市场份额提升10%-15%，实现全品类产品结构向高端化深度升级。四是女性用户快速增长，高消费高毛利人群快速增长。

纵观小米的产品所处行业，无论智能手机、AIoT及家电还是智能汽车，都不是渗透率起步的行业，而小米过去的IoT发展历程，更多是结合市场相对落后产能推出产品进行市场竞争，但受制于品控、质量、产品力等因素很难与市场头部品牌竞争。在小米坚定高端化战略后，投研发与硬核技术相互循环，小米IoT品类逐渐精简，产品矩阵愈发聚焦，与用户资产匹配形成相互循环。当生态成熟、软硬件渠道体系系统性建立，小米构建的“用户+生态+爆品”三维壁垒大大提高了消费者生态粘性。当用户拥有3件以上小米设备，更换品牌的成本将显著提升——需要重新适配智能家居系统、放弃数据互通便利、割舍使用习惯。这种“生态粘性”让小米用户留存率达82%，远超行业平均65%。小米汽车的成功，带来用户资产的提升，IoT各品类产品迎来更多市场机遇，消费者愿意为品牌买单而非拘泥于个别产品参数。

更长远来看，掌握了通向庞大全生态优质用户的渠道（设备）的小米，虽硬件净利润率不高于5%，但可通过互联网服务（广告、金融、云）、生态链产品及汽车的增值服务（如自动驾驶订阅）提升盈利能力。

### 3.3 汽车：后续公司增长的核心，有望持续贡献增量

#### 3.3.1 公司汽车爆款概率高，新车周期和产能建设将是汽车成长新引擎



公司目前在售车型有两款：1、纯电轿车 SU7，售价 21.59-29.99 万元，定位纯电轿跑；其中存在高性能版本小米 SU7 Ultra，售价 52.99 万元；2、纯电 SUV 小米 YU7，于 25 年 6 月 26 日上市，定位纯电轿跑 SUV，售价 25.35-32.99 万元。

公司品牌效应、营销能力卓越，爆款概率极高：1) 小米在汽车业务的核心竞争优势就是其强大的品牌效应和营销能力，由此带来了极高的热度和流量，品牌力远胜于一般车企，以电动汽车创新联盟的调研结果来看，67%的车主表示“若将小米品牌换成其他品牌，用户将不会购买”，并为雷军的真诚所打动。因而小米的汽车产品成为爆款的概率极高。2) 此外，小米汽车在外观、产品细节等方面具备设计优势，能更好的提供情绪价值，形成情绪消费效应。我们认为，在以上特质下，小米汽车后续新车的爆款概率仍极高，或仍存在供不应求的情况。

图表71：小米汽车的品牌影响力



来源：电动汽车用户联盟，国金证券研究所

由此，新车周期和产能建设将成为公司汽车业务向上增长的核心驱动力。小米 SU7/YU7 等车型的订单远大于产能，形成满产满销情况，销量长期维持平稳；25Q2 起小米 SU7 月销量虽有所下滑，但事实上来自新车小米 YU7 需提前生产，占有了原小米 SU7 的产能，整体看在手订单仍充盈。因而公司若销量向上，需要新车周期和产能建设形成共振：目前看，新 SUV 小米 YU7 将在北京工厂二期生产，新产能+新车型将为公司带来持续增量。同时，公司产品矩阵仍不完善，当前仅有两款纯电产品；后续公司若开拓增程市场，则将为公司汽车业务带来强大增量。

而在产能角度：1) 当前的北京工厂一期、二期均用于生产小米纯电两款产品，且均可共线生产。从此前的满产满销可以大概看出，小米北京工厂一期的极限月产能在 2.9 万辆左右，年化约为 35 万辆/年；二期产能与一期类似，且可以共线生产；由此，我们预计一期二期产能 60 万辆以上，用于生产 SU7 和 YU7。

2) 后续车型目前虽然暂无官方车辆信息，但小米已在北京拿下三期工厂用地，武汉工厂也在建设中，预计是为后续车型生产使用。在产能和车型持续扩张的情形下，我们预计小米汽车业务将持续向上，成为公司后续销量增长的新引擎。

图表72：小米汽车的产能规划

工厂名	地点	生产车型	设计产能	最高月产量
小米北京工厂一期	北京市	纯电 SU7/YU7	15 万	2.9 万辆
小米北京工厂二期	北京市	纯电 SU7/YU7	15 万	
小米北京工厂三期	北京市	/	/	
小米武汉工厂	武汉市	后续车型	100 万	/

来源：汽车网评，乘联会，国金证券研究所

### 3.3.2 销量预测：短期纯电矩阵将维持满产满销，销量将呈现爆发式增长

综上所述，我们可以对销量预测做出几点假设：1) 小米汽车后续新车虽然没有官方信息，但上市预计即为爆款，因此我们在对 26-27 年假定上市的新车预测中，按照市场已有的爆款车销量给定其月销量：考虑到双方在用户群体、跨界造车和流量上的共同性，我们以华为智选为例，根据乘联会口径的数据，目前问界 M8 目前月销量在 2 万辆左右，M7 等最高月销在 2-3 万辆，M9 稳态月销在 1.3-1.5 万辆之间；由此我们给定后续小米几款新车早期 2-3 万辆月销，稳态 1.5-2.5 万辆月销量的销量预期。



由此我们假定 26 年新车 A 在 26/27 年销量分别为 11/22 万辆；27 年新车 B 和 C 在当年销量分别为 22.5 和 9 万辆。

图表 73: 后续车型销量预测的参考-华为智选分车型月销量 (辆)

车型	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月	2025 年 1 月	2025 年 2 月	2025 年 3 月	2025 年 4 月	2025 年 5 月	2025 年 6 月
问界 M5	2288	2503	1800	1676	584	2657	5306	3718	4605
问界 M7	15132	13415	13447	11174	6397	5957	4024	4116	4418
问界 M8							4570	14471	22327
问界 M9	16638	16409	14963	19966	8042	5234	13148	14067	12004
智界 S7	7397	315	1833	2756	530	1137	402	592	556
享界 S9	1980	1058	257	2116	948	825	3380	3285	3192
智界 R7		11086	15903	23244	9474	8868	4059	4408	1903

来源: 乘联会, 国金证券研究所

2) 公司目前纯电两款车型预计满产满销: 在 2025 年, 我们需要考虑 YU7 产能提升情况, 我们假定北京二期工厂全年可生产 9.5 万辆 YU7; 同时, 受到 YU7 上市影响, SU7 储备订单预计会出现大幅下滑, 导致其或在年内继续压缩 SU7 交付量, 以加快 YU7 的累计订单交付, 由此我 2025 年 SU7 月销量逐渐下滑至 1.5 万辆。综上所述, 我们预计 25 年 SU7 交付 27.5 万辆, YU7 交付 15.8 万辆, 总计交付 43.3 万辆。

而鉴于目前 SU7 和 YU7 均有较长的等待周期, 考虑到当前小米每周锁单仍在 9000-10000 单之间, 预计每月新增订单为 4 万辆左右 (全年 48 万辆), 结合目前储备订单在 30 万辆以上, 预计 26 年流动订单仍可支撑 SU7+YU7 满产满销。在结构上, 目前 SU7 周度订单处于逐步下滑的状态, 我们预计 SU7 销量会进一步下滑, 最终缓慢下滑至月销量 1 万辆的水平, 全年预计总交付 14.5 万辆, SU7 的剩余产能全部为 YU7 交付, 预计为 55.5 万辆。

图表 74: 2025 年分月份小米 SU7/YU7 销量预测 (辆)

标准厂家	202501	202502	202503	202504	202505	202506	202507	202508	202509	202510	202511	202512
小米 SU7	22897	23728	29244	28585	28013	23225	23000	23000	23000	20000	15000	15000
小米 YU7						2234	7000	12000	22000	30000	40000	45000
假定北京 2 期爬产节奏								5000	15000	20000	25000	30000
小米汽车 汇总	22897	23728	29244	28585	28013	25459	30000	35000	45000	50000	55000	60000

来源: 乘联会, 国金证券研究所

3) 考虑到当前 SU7+YU7 月化大定为 4 万辆左右, 我们不考虑其后续衰退或出口等因素, 给定其全年销量 48 万辆, 其中 SU7/YU7 分别为 12/36 万辆。

综上所述, 我们将以上销量预测数据加总, 最终预计 25/26/27 年小米汽车销量分别为 43.3/81/101.5 万辆, 汽车业务伴随新车矩阵的持续完善将快速增长。

图表 75: 小米集团 2025-2027 年分车型销量预测 (辆)

销量	售价 (万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
小米 SU7	21.59-29.99 Ultra:52.99	136854	275000	145000	120000
小米 YU7	25.35-32.99		158000	555000	360000
小米新车 A	/		0	110000	220000
小米新车 B	/				225000
小米新车 C	/				90000
总销量	/	136854	433000	810000	1015000

来源: 乘联会, 国金证券研究所



### 3.4 技术为本，高端化横向拓品类，纵向拉价位

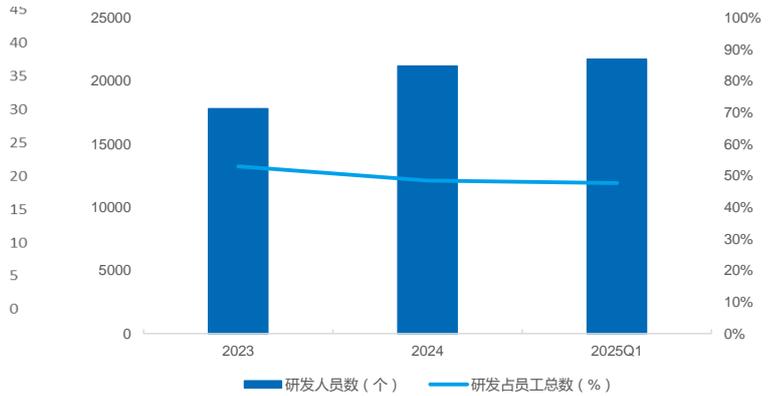
#### 3.4.1 未来五年研发投入翻倍，硬核技术支持产品高端化与成本优化

小米新十年战略中将大规模投入底层核心技术。第一个五年预计研发投入 1020 亿元，超额完成原定 1000 亿元目标；未来五年（2026-2030）研发投入将翻倍至 2000 亿元。重点投向：半导体芯片（如 3nm 玄戒芯片、5G 基带）、智能汽车（自动驾驶、三电系统）、AI 与机器人（小爱同学升级、仿生机器人）、操作系统（澎湃 OS 2.0 全终端覆盖）。

图表76：小米未来五年研发投入翻倍（单位：亿元）



图表77：小米 2023-2025Q1 研发人员数占员工总数近半



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

小米近年来在硬核技术领域的投入成果显著，尤其在芯片、智能汽车、AI、操作系统及智能制造等方面实现突破和展现强大技术实力。1) 芯片方面，2025 年小米玄戒 01 发布，正式跻身全球高端芯片设计梯队，玄戒 01 的成功量产，代表小米正式成为继苹果、高通、联发科之后，全球第四家拥有自主 3nm 制程手机 SoC (System on a Chip) 设计与商用能力的企业。2) 智能汽车方面，超级电机 V8s，转速达 27200rpm，全球量产电机第一，已用于 SU7 Ultra。3) 智能制造上，小米汽车工厂北京亦庄工厂实现 76 秒/台的生产效率，700+机器人全自动化生产，未来计划全球布局 20 座智能工厂。4) AI 与操作系统上，小米自主研发的跨设备操作系统澎湃 OS (HyperOS) 旨在构建“人车家全生态”智能互联体系，基于深度优化的 Android 底层（如 Android 15/16），融合小米自研的 HyperCore 内核，涵盖性能、图形、网络、安全四大核心技术，提供流畅、高效、低功耗的体验，支持手机、汽车、家电等设备无缝互联。2025 年将升级至澎湃 OS 3，优化 AI 交互与跨设备协同。

图表78：小米玄戒 01 性能对标一梯队芯片

	小米玄戒01	高通骁龙8 Elite	联发科天玑9400	联发科天玑9400+	苹果A18 Pro	高通骁龙8 Gen3
发布时间	2025年5月	2024年10月	2024年10月	2025年4月	2024年9月	2023年10月
制程 (nm)	台积电3nm (N3E)	台积电3nm (N3E)	台积电3nm (N3E)	台积电3nm (N3E)	台积电3nm (N3E)	台积电4nm (N4P)
晶体管数量 (亿)	190	-	291	-	200	-
NPU算力 (TOPS)	44	80	-	-	35	45
AI特性	全焦段夜景视频AI降噪	多模态生成式AI与更长token输入	端侧视频生成与LoRA训练功能	SpD+增强型推理解码技术	Apple Intelligence	生成式AI
<b>CPU架构</b>						
CPU超大核	2颗 Cortex X925 3.9Ghz	2颗 Oryon-L 4.32Ghz	1颗 Cortex X925 3.63Ghz	1颗 Cortex X925 3.73Ghz	-	1颗 Cortex x4 3.3Ghz
CPU大核	4颗 A725 3.4Ghz	-	3颗 X4 3.30Ghz	3颗 X4 3.30Ghz	2 性能核心	5颗 Cortex A720
CPU能效核	2颗 A725 1.89Ghz 2颗 A520 1.8Ghz	6颗 Oryon-M 3.53Ghz	4颗 A720 2.40Ghz	4颗 A720 2.4Ghz	4 效率核心	2颗 Cortex A520
<b>CPU跑分</b>						
Geekbench6 CPU单核跑分	2950	3200	3010	-	3600	2300
Geekbench6 CPU多核跑分	9560	10000	9317	-	10000	7100
CPU性能	110帧	129帧	132帧	-	129帧	-
<b>GPU性能</b>						
CPU中频功耗	4.4W	4.6W	4.8W	-	-	-
CPU高频功耗	10.2W	10.3W	14.2W	-	-	-
GPU中频功耗	5.1W	3.8W	4.0W	-	-	-
GPU高频功耗	12.4W	9.2W	10.5W	-	-	-
<b>基带</b>						
制程 (nm)	联发科 T800 4nm 工艺	骁龙 X80 3nm 工艺	3GPP R17 3nm 工艺	3GPP R17 5G	骁龙X75 5G	-
内置/外挂	外挂	内置	内置	内置	外挂	-
下行 (Gbps)	7.9	10	7	7	10	-
上行 (Gbps)	2.5	3.5	3.2	3.5	3.5	-
GPS/北斗	双频GPS+三频北斗	三频GPS+三频北斗 AI优化能效	三频GPS+四频北斗 AI优化能效	三频GPS+四频北斗 AI优化能效	-	-

来源：小伊评科技，IT之家等，国金证券研究所



图表79：小米最新高端手机与竞品比较

品牌	小米	小米	三星	华为	OPPO	VIYO
机型	15 S Pro (16/512GB)	15 Ultra (16/512GB)	S25 Ultra (12/512GB)	Pura 80 Ultra (16/512GB)	Find X8 Ultra (16/256GB)	X200 Ultra (16/512GB)
图片						
首发时间	2025.5.22	2025.2.27	2025.1.23	2025.6.11	2025.4.10	2025.4.21
首发价格(元)	5499	6999	11199	9999	6999	6999
长宽厚(mm)	161.3*75.3*8.33	161.3*75.3*9.35	162.8*77.6*8.2	163*76.1*8.3	163.09*76.8*8.78	163.14*76.76*8.69
重量(g)	216	226	218	233.5	226	232
<b>硬件</b>						
CPU型号	玄戒01	高通 骁龙 8Elite	高通 骁龙 8Elite	-	高通 骁龙 8Elite	高通 骁龙 8Elite
CPU频率(GHz)	最高3.9	最高4.32	最高4.47	-	最高4.32	4.32*2+3.53*6
CPU核心数	十核	八核	八核	-	八核	八核
RAM容量	16GB	16GB	12GB	16GB	16GB	16GB
ROM容量	512GB	512GB	512GB	512GB	512GB	512GB
<b>屏幕</b>						
尺寸(英寸)	6.73	6.73	6.9	6.8	6.82	6.82
分辨率	3200*1440px	3200*1440px	3120*1440px	2848*1276px	3168*1440px	3168*1440px
屏幕刷新率(Hz)	120	120	120(1-120)	120(1-120)	120	120
HDR技术	HDR 10+	HDR 10+	-	-	-	支持
<b>摄像头</b>						
总数	4(后3)	5(后4)	5(后4)	6(后5)	6(后5)	4(后3)
像素	后置1: 5000万 后置2: 5000万 后置3: 5000万 前置1: 3200万	后置1: 5000万 后置2: 5000万 后置3: 5000万 后置4: 2000万 前置1: 3200万	后置1: 2亿 后置2: 5000万 后置3: 5000万 后置4: 1000万 前置1: 1200万	后置1: 5000万 后置2: 5000万 后置3: 4800万 后置4: 1250万 后置5: 150万 前置1: 1300万	后置1: 5000万 后置2: 5000万 后置3: 5000万 后置4: 5000万 后置5: 200万 前置1: 3200万	后置1: 5000万 后置2: 5000万 后置3: 2亿 前置1: 5000万
光圈	后置1: f/1.44 后置2: f/2.5 后置3: f/2.2	后置1: f/1.63 后置2: f/1.8 后置3: f/2.2 后置4: f/2.6 前置1: f/2.0	后置1: f/1.7 后置2: f/3.4 后置3: f/1.9 后置4: f/2.4 前置1: f/2.2	后置1: f/1.6-4.0 后置2: f/2.4 后置3: f/2.2 后置4: f/3.6 前置1: f/2.0	后置1: f/2.0 后置2: f/1.8 后置3: f/2.1 后置4: f/3.1 后置5: f/2.5 前置1: f/2.4	后置1: f/1.699 后置2: f/2.0 后置3: f/2.27 前置1: f/2.45
<b>电池与续航</b>						
电池类型	小米金沙江电池	不可拆卸式电池	不可拆卸式电池	不可拆卸式电池	双芯电池(3050mAh*2)	不可拆卸式电池(单电芯)
电池容量(mAh)	6100	6000	5000	5700	6100	6000
有线充电	90W	90W	-	100W	100W	90
无线充电	50W	80W	-	80W	50W	40
续航时间	-	-	长约31h视频播放	-	最多连续视频播放27小时	-
<b>AI功能(部分)</b>						
AI功能	AI写作、AI列表总结、AI搜索	写作助手、翻译工具、AI备忘录记录功能、AI电影锁屏时钟、	生产力：跨应用执行链、即时简报、即圈即搜、笔记助手、转录助手；交流：同传、通话助手、写作助手；创造力：照片助手、绘图助手	AI辅助构图、AI连续翻译、AI智控键、AI超清增强、AI隔空传送、AI动态照片、AI去反光	AI一键闪记、DeepSeek多模态识图	AI修图：AI魔法移动、AI扩图、AI消除；AI帮手：作业助手、小V问屏、AI反诈盾牌

来源：ZOL 中关村在线，TGFC 科技生活等，国金证券研究所

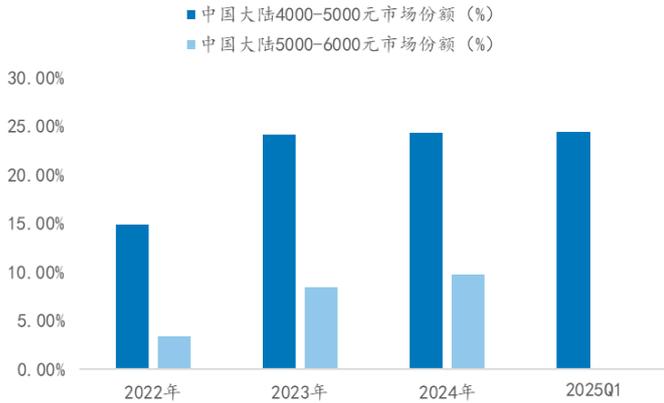
### 3.4.2 手机：高端→超高端拓高端品类

未来小米的目标是推进全品类高端化，将从手机和汽车领域拓展到全品类、全生态，从中国市场迈向全球市场。

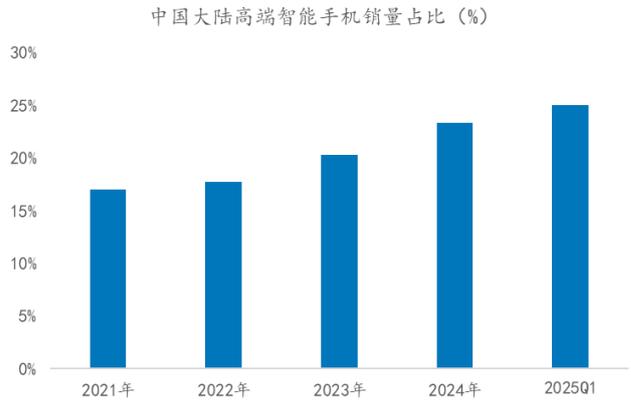
1) 手机：高端化与全球化持续推进。高端化方面，2023、2024、2025Q1 年小米手机 500 美金以上占比分别为 7.01%、7.22%、9.90，高端机型销量占比持续提升。随着公司全品类高端化的推进以及汽车带来品牌形象提升，未来手机高端化有望加速推进。预计 25、26、27 年公司手机产品 ASP 逐步提升至 1204、1249、1297 元。全球化方面，过去 10 年全球 TOP3 手机品牌全球出货量份额提升约 10 个百分点，主要来自小米贡献。随着公司全球化布局深入，手机出货份额有望持续提升。根据 IDC 最新预测，2025 年全球智能手机出货量预计同比增长 0.6%，达到 12.4 亿部（中国市场 3%），预计五年（2024-2029 年）复合年增长率为 1.4%。24 全年、25Q1 小米出货量同比增长分别为 15.7%、2.5%，远高于全行业增速，考虑到行业头部品牌份额呈集中趋势，小米份额增长加快（25Q2 达 14.4%），且公司目标在 27 年前出货量冲击 2 亿部，我们预计 25、26、27 年公司手机出货量达到 1.79、1.87、1.95 亿部。



图表80: 小米 4k-5k、5k-6k 价位段市场占比提升



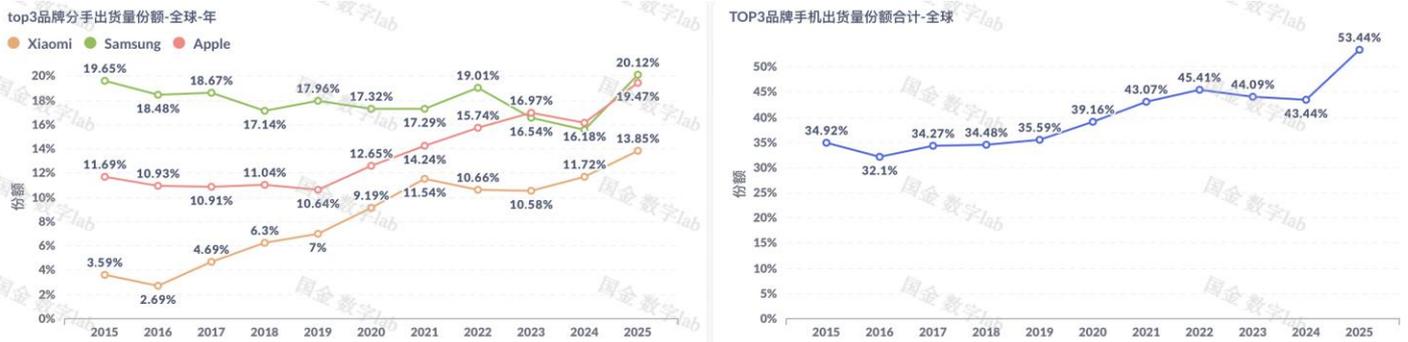
图表81: 小米 3000 以上高端智能手机销量占比提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

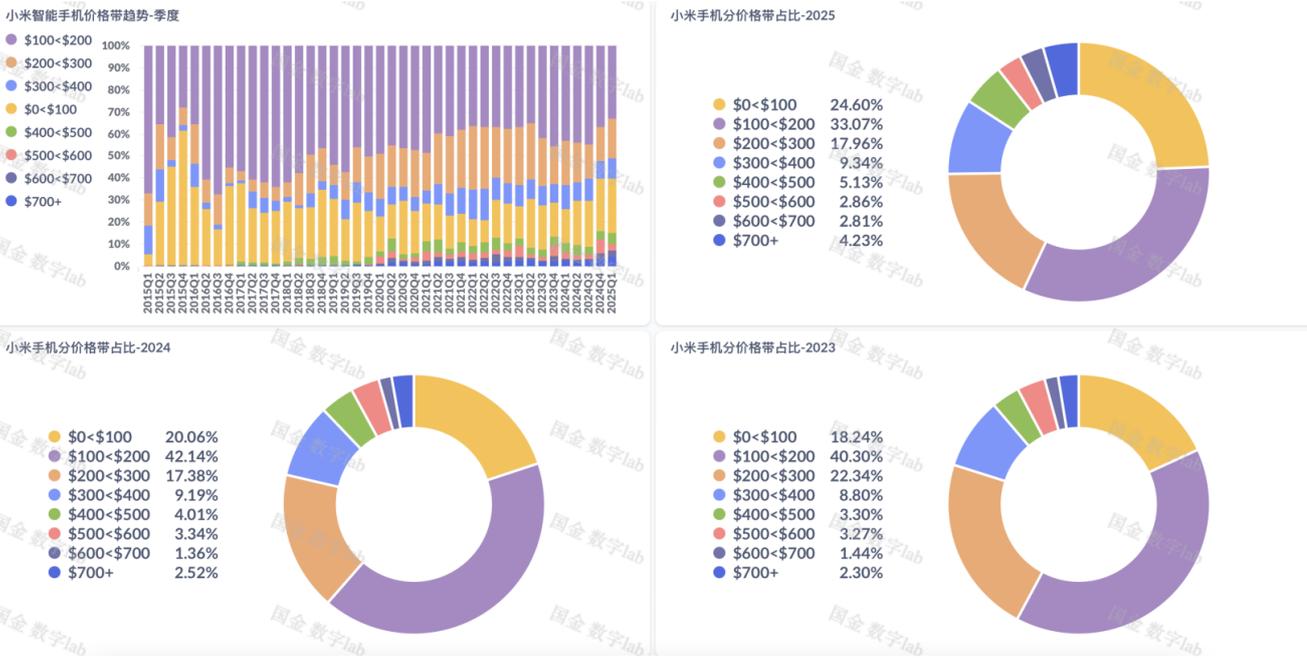
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表82: TOP3 手机品牌全球出货量份额十年间提升约 10 个百分点, 主要来自小米



来源: IDC, 国金数字 LAB, 国金证券研究所

图表83: 小米手机 500 美元以上出货量占比提升



来源: IDC, 国金数字 lab, 国金证券研究所

2) IOT: 大家电爆发, 长期端侧硬件深度受益于 AI。



25Q1 小米大家电营收同比 113.8%，出货量角度空调同比增长 65%+、洗衣机同比增长 100%+、冰箱同比增长 65%+，大家电板块量价齐升。小米经过核心零部件自研、产品自研、渠道效率提升、手机/车的高端化带来品牌力提升后，开始展现该业务板块的 alpha。目前小米大家电业务虽增速较高，但仍处于 1-10 阶段，随着公司高端品牌建设与自有产能投放，该业务有望实现持续高速增长。

AIOT 方面，小米的硬件生态使得公司在 AI 浪潮之下具备得天独厚的平台优势。随着 AI 对终端的影响逐步深入，“人车家”全生态的含金量有望持续提高，公司 AIOT 平台将深度受益。

图表84：小米 25Q1 大家电营收同比 113.8%、平板、可穿戴等亦表现不俗

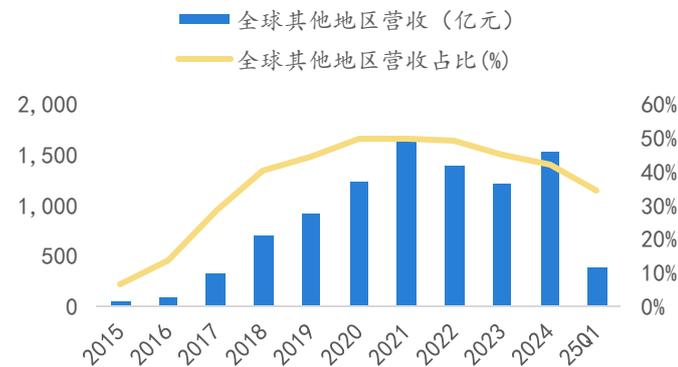


来源：小米 2025 一季报，国金证券研究所

### 3.5 全球化：海外本地化精细化运营、新零售成功经验有望复制

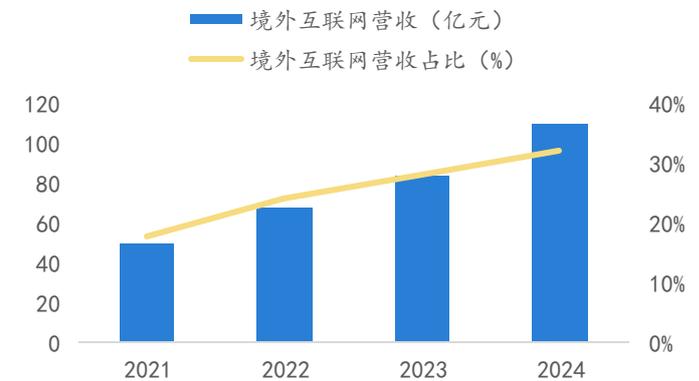
海外市场是小米集团重要的增长极。2024 年小米海外营收突破 1533.44 亿元，占总收入的 41.9%，其中境外海外手机×AIoT 占整体手机营收的 46.0%；境外互联网收入为 110 亿元，同比增长 30%，占整体互联网业务

图表85：小米海外业务收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表86：海外互联网服务收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

手机与 AIoT 是小米海外收入的主要来源。从品类上来看，小米海外销售产品以智能手机为主，同时涵盖平板、TWS 耳机、电视等大小家电产品以及开展互联网业务。在手机业务上，小米凭借高性价比与多样化产品线，已在全球多个地区站稳脚跟。

往后看，从整个中国消费制造来说，我们深切感受到今后几年是中国品牌全球化表现的时候，不同于此前的产品出海、海外品牌收购，是真正的中国消费品品牌出海的时代。这几



年中国的文化输出做的特别好，短视频平台、境内游的开放让更多外国消费者惊叹于中国消费品。超预期的产品、更感人的价格、新鲜/潮流，真正的开始引领风尚。

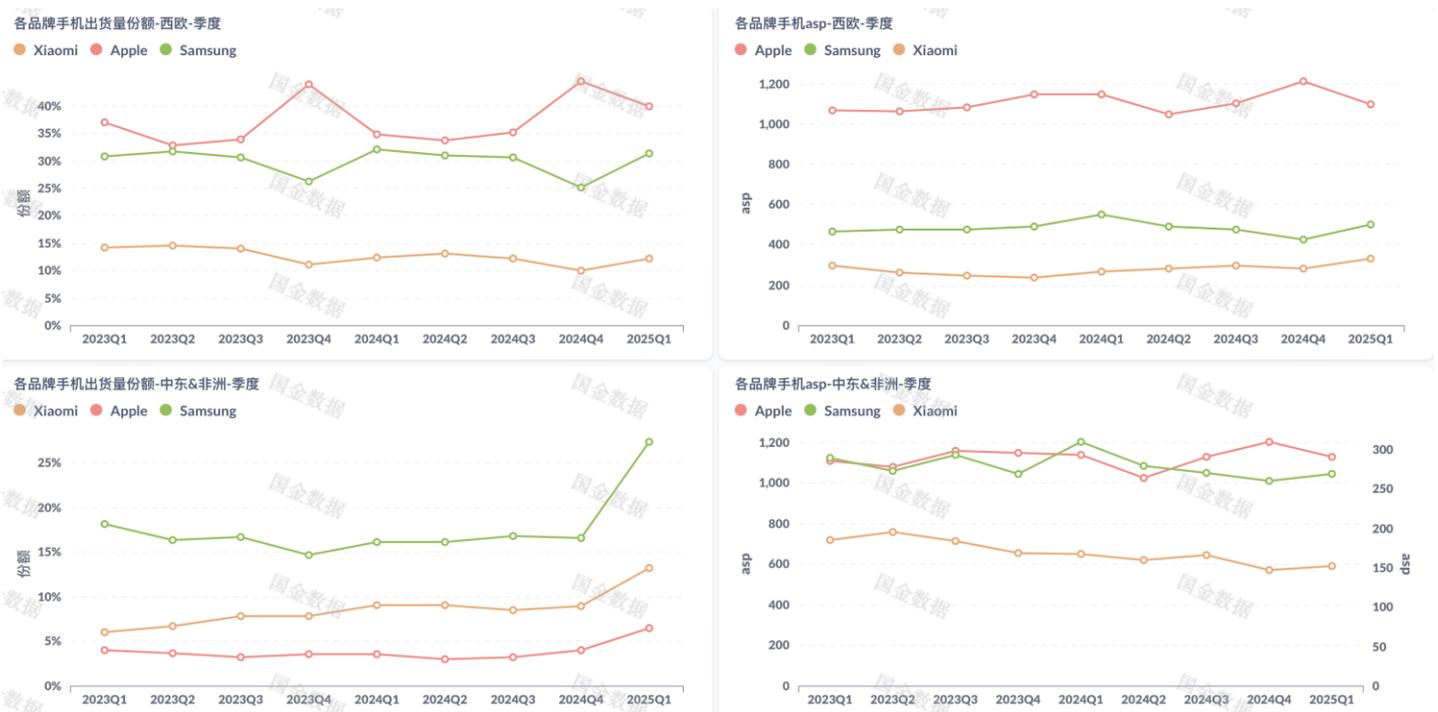
聚焦到公司，海外消费者对性价比的追求、对超越期待的产品的接受上与国内消费者一致，企业经营的极致效率带来业绩的增长这个逻辑一致，这使得小米能够将在中国市场上总结的经验和方法带到海外去，未来去击破海外更多非效率环节。小米多年海外深耕，成熟的用户资产运营经验及不断裂变的用户数量、中国品牌出海受欢迎的大趋势、硬核技术支持下的酷产品、车拉高的高端化形象，在未来目标海外新零售店开出来后，有望引领海外科技消费潮流，复制国内成功经验。

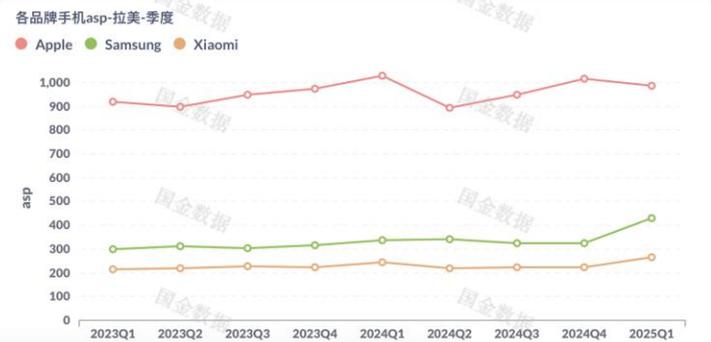
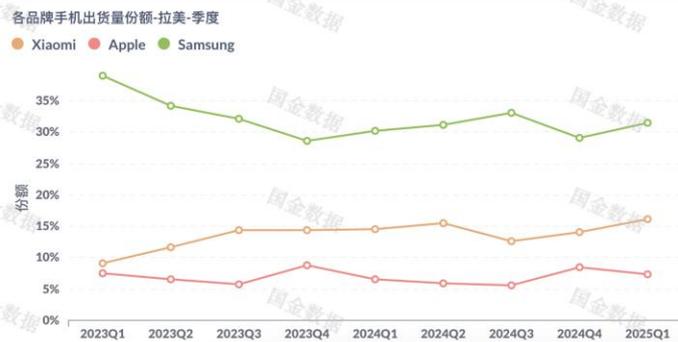
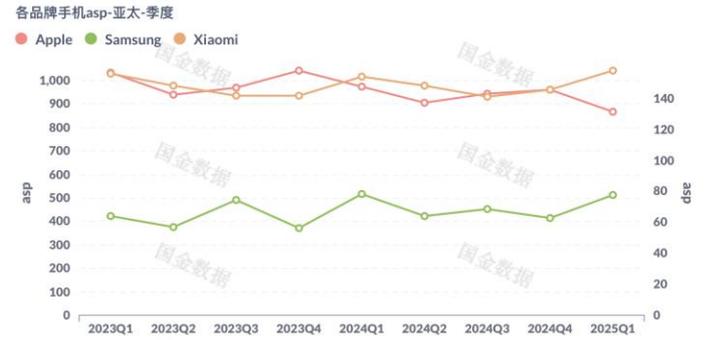
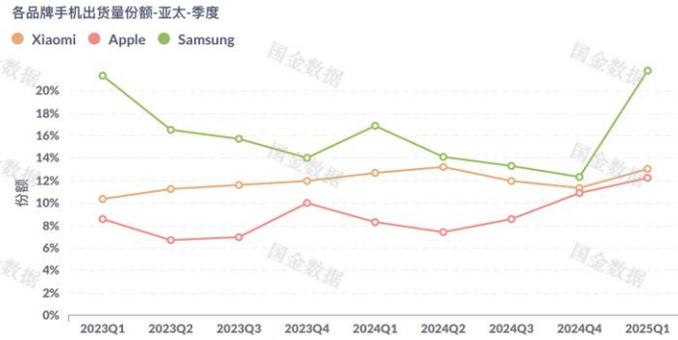
小米海外拓展区域广泛，涵盖东南亚、欧洲、中东、非洲、美洲等多个地区。细看小米在全球各地发展的变化趋势，可以看到不同市场间随时局、经济变化，公司亦有战略变化，小米在东南亚、非洲、拉美等新兴市场收入贡献占比逐渐提升。

1) 东南亚市场人口基数庞大、经济快速增长、互联网普及率提升，消费潜力巨大，有望持续保持高增长态势。近几年东南亚市场逐步优化结构，印度份额下降，泰国、马来西亚、越南等份额增长，使得 25Q1 在整体市场下降情况下，小米成东南亚市场 TOP5 品牌中唯一同比增长的品牌，出货量达 400 万部（同比增长 4%），市场份额 17%，位居第二，创 2019Q2 以来最佳排名。2) 非洲人口年轻化、智能手机普及率提升，市场空间大，小米针对当地网络差、供电不稳定等情况，推出长续航、大音量、强光下可拍照手机，契合当地需求，增长潜力十分巨大，2025Q1 小米在非洲市场份额涨至 13%，出货量同比增长 32%。拉美地区在通信基础设施逐步完善、居民消费能力提升背景下，也具备较强增长可能性。3) 同时，小米对欧洲、中东等成熟市场也积极拓展，加强本地化运营。

手机板块虽全球增速放缓，但行业仍有龙头份额集中度提升的逻辑。且通过分析海外各细分市场数据，小米在出货量份额、ASP 上仍有较大提升空间。

图表87：海外各细分市场，小米手机在出货量份额、ASP 上仍有较大提升空间





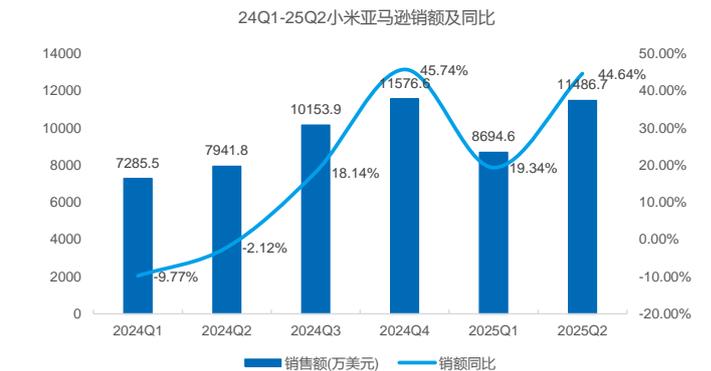
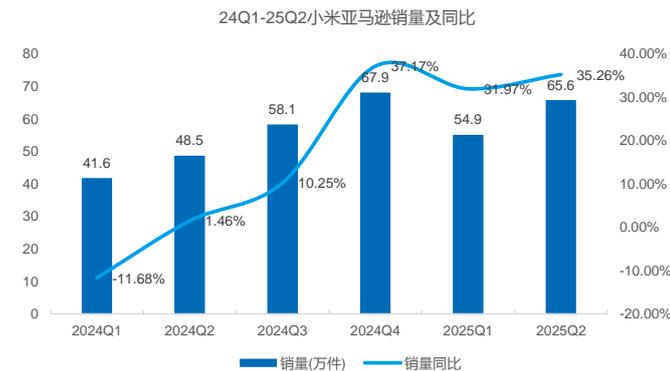
来源：IDC, 国金数字 LAB, 国金证券研究所

AIoT 方面，小米以智能手机为核心，搭建了庞大的消费级 AIoT 平台，产品销售至全球 100 多个国家和地区。2023 年 10 月，小米宣布集团战略升级为“人车家全生态”，其出海模式也随之跨入“模式出海”阶段，通过整合智能家居、智能出行和智能终端领域的产品线优势，利用小米澎湃 OS 等操作系统，实现跨端智联。

未来，小米计划在海外拓展更多产品品类。智能大家电已在东南亚市场开售且销量良好，下半年开始出海欧洲，后续冰箱、洗衣机等大家电产品也将有序出海。IoT 方面，截至 2024 年 10 月，小米澎湃 OS 的跨端智联技术已经连接了全球 10 亿多台设备，有望带动其他品类销售。以日本市场为例，小米智能手机和智能电视的畅销，带动了扫地机器人、智能音箱和空气净化器等多种 IoT 设备的销售。

图表88：海外线上小米品牌产品销量同比大幅增长

图表89：海外线上小米品牌产品销额同比大幅增长



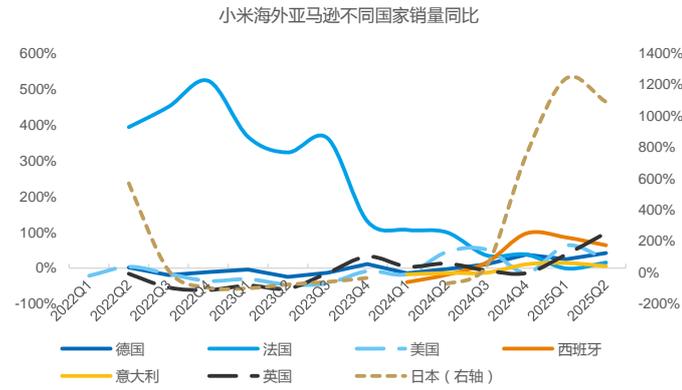
来源：久谦，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所



图表90：今年来日本、英国、西班牙等小米产品线上销量同比大幅增加

图表91：今年来日本、美国、西班牙、英国等小米产品线上销额同比增加



来源：久谦，国金证券研究所

来源：久谦，国金证券研究所

#### 四、盈利预测及估值

IoT与生活消费产品、汽车二三增长曲线贡献加快。小米25Q1智能手机毛利占比自2021年的43%下探至24%，同期IoT及生活消费品毛利占比由19%跃升至32%，第二曲线发力显现；汽车业务毛利率23%、毛利占比17%，第三曲线势头正盛，利润结构正由“单极”向“三极”裂变。

图表92：小米各业务毛利占比：IoT与生活消费产品、汽车二三增长曲线贡献加快

分业务	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	趋势线
智能手机	16.82	71.01	70.43	87.59	132.04	248.61	149.69	229.81	242.54	62.83	
毛利占比	23%	47%	32%	31%	36%	43%	31%	39%	31%	24%	
IoT与生活消费品	10.13	19.51	45.11	69.54	86.06	110.91	114.98	130.79	210.92	81.55	
毛利占比	14%	13%	20%	24%	23%	19%	24%	22%	27%	32%	
电动汽车业务									60.5	43.05	
毛利占比									8%	17%	
互联网服务	42.08	59.61	102.72	128.43	146.44	208.95	203.47	223.34	261.47	69.82	
毛利占比	58%	39%	46%	45%	40%	36%	43%	38%	34%	27%	
其他产品	3.46	1.41	3.66		2.98	14.13	7.63				
毛利占比	5%	1%	2%		1%	2%	2%				

来源：wind，国金证券研究所

营收方面，我们按照品类拆分：

智能手机：我们预计小米手机业务受益于中国市场国补、高端化及“人车家全生态”战略带动，销量增速好于行业，且ASP有望逐步提升。预计25-27年手机业务营收2156.3亿/2334.5亿/2531.9亿元。

AIOT业务：大家电全面发力，份额提升；端侧AIOT产品受益于AI趋势持续增长。预计25-27年收入分别为1383.8亿/1670.5亿/1934.7亿元，同比+32.9%/+20.7%/+15.8%。

汽车业务：公司后续业绩增长核心，新车周期和产能建设将是汽车成长新引擎。我们预计25-27年汽车业务营收1095.8亿/2210.9亿/2912.4亿元，同比+234.6%/+101.8%/+31.7%。

互联网服务：当前主要为类toB业务，预计25-27年收入分别为371.9亿/405.3亿/441.8亿元。



图表93: 盈利预测

业务板块	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
智能手机业务	营收	1574.6	1917.6	2156.3	2334.5	2531.9
	yoy	-5.8%	21.8%	12.5%	8.3%	8.5%
	出货量(百万台)	146.0	168.6	179.1	186.9	195.2
	ASP(元)	1078.9	1137.4	1204.1	1249.3	1296.9
	国内收入	637.5	767.0	982.8	1113.5	1261.6
	yoy	8.9%	20.3%	28.1%	13.3%	13.3%
	其他地区收入	937.1	1150.6	1173.6	1221.0	1270.3
	yoy	-13.8%	22.8%	2.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	14.6%	12.6%	12.5%	12.5%	12.5%
	毛利	229.8	242.5	269.5	291.8	316.5
IOT与生活消费品	营收	801.1	1041.0	1383.8	1670.5	1934.7
	yoy	0.4%	30.0%	32.9%	20.7%	15.8%
	电视	188.0	203.0	213.2	213.2	213.2
	yoy		8.0%	5.0%	0.0%	0.0%
	空调	94.6	141.9	227.0	329.2	411.5
	yoy		50.0%	60.0%	45.0%	25.0%
	冰箱	46.2	60.1	96.2	125.0	143.8
	yoy		30.0%	60.0%	30.0%	15.0%
	洗衣机	21.1	30.6	52.0	67.6	77.8
	yoy		45.0%	70.0%	30.0%	15.0%
	平板	79.9	138.3	207.5	249.0	286.3
	yoy		73.1%	50.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	16.3%	20.3%	23.0%	22.0%	22.0%
毛利	130.8	210.9	318.3	367.5	425.6	
互联网服务	营收	301.1	341.2	371.9	405.3	441.8
	yoy	6.3%	13.3%	9.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	74.2%	76.6%	77.0%	76.0%	76.0%
	毛利	223.3	261.5	286.3	308.0	335.8
智能汽车及创新AI业务	营收		327.5	1095.8	2210.9	2912.4
	YOY			234.6%	101.8%	31.7%
	总销量(辆)		136854	433000	810000	1015000
	YOY			216.4%	87.1%	25.3%
	毛利率		18.5%	25.2%	27.4%	28.0%
毛利		60.5	275.8	605.5	816.7	
营业总收入		2709.7	3659.1	5037.8	6651.2	7850.8
yoy		-3.2%	35.0%	37.7%	32.0%	18.0%
综合毛利率		21.2%	20.9%	22.7%	23.6%	24.1%

来源: wind, 国金证券研究所

费用率方面,我们预计公司在效率提升下销售费用率和管理费用率平稳略降,研发费用率因后续几年保持高投入而有所提升。我们预计公司 25-27 年销售费用率分别为 6.40%/6.50%/6.50% (24 年为 6.94%), 25-27 年管理费用率分别为 1.50%/1.50%/1.50% (24 年为 1.53%), 研发费用率分别为 6.60%/6.62%/6.65% (24 年为 6.57%)。

综上我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 5038 亿/6651 亿/7851 亿元,同比 +37.7%/+32.0%/+18.0%;归母净利润 372 亿/519 亿/638 亿元,同比+57.3%/+39.6%/+22.9%;经调整净利润 410 亿/557 亿/676 亿元,同比+49.9%/+36.0%/+21.4%,对应 25-27 年 PE 为 33.8/24.9/20.5 倍。

小米集团当前核心主业为手机 X AIoT (消费电子&科技家电)、智能电动汽车 (新能源汽车),我们分别选取泛消费电子行业里的苹果、传音控股、石头科技、海尔智家、美的集团,新能源汽车里的特斯拉、理想汽车作为可比公司。可比公司 25-27 年平均 PE 为 35.6、27.5、22.7 倍。

小米集团是用户共创的商业典范,短期内无法复制的庞大用户资产有望持续在产品研发、消费者触达上发挥效率;其手机业务全球份额前三,且在高端化战略引领下结构有望进一步改善,大家电、汽车业务正处爆发阶段,增量可观。我们给予公司 2026 年 30 XPE,目标价 64.5 元,首次覆盖,给予“买入”评级。



图表94：可比公司估值

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
AAPL.O	苹果(APPLE)	30067.03	202.38	7.29	8.01	8.57	27.77	25.28	23.62
688036.SH	传音控股	902.02	79.10	5.28	6.12	7.03	14.99	12.92	11.26
688169.SH	石头科技	446.66	172.40	7.76	9.84	12.02	22.21	17.52	14.34
600690.SH	海尔智家	2336.35	24.90	2.26	2.51	2.78	11.03	9.91	8.96
000333.SZ	美的集团	5432.77	70.79	5.64	6.16	6.71	12.55	11.49	10.55
2015.HK	理想汽车-W	2151.59	100.50	4.56	6.53	8.27	22.03	15.39	12.15
TSLA.O	特斯拉(TESLA)	9761.18	302.63	2.24	3.12	4.00	135.40	97.13	75.66
平均							35.14	27.09	22.36
1810.hk	小米集团-W	13858.84	53.40	1.58	2.15	2.60	33.84	24.89	20.50

来源：wind，国金证券研究所 注：所有货币为原始货币；收盘价为 2025 年 8 月 1 日数据

## 五、风险提示

**核心技术研发不及预期的风险。**公司 26-30 年计划投入研发费用 2000 亿，用于芯片、操作系统、AI 等方面，公司未来持续高端化的能力以及人车家全生态设备协同能力有赖于公司核心技术能力的突破与持续优化，若研发进展不及预期，将对公司高端化战略带来不利影响。

**海外地缘政治风险。**公司目前海外业务涉及近 60 个国家及地区，近年来海外地缘政治风险事件不断，若公司业务占比较大区域发生相关事件，可能对其海外业务造成不利影响。

**竞争对手突破更高端技术或进行价格战的风险。**公司当前业务涉及手机、AIOT 包括家电、汽车等，科技含量较高，当前 AI 等技术发展较快，若竞争对手突破更优路线带来产品性能提升且相比提高，将对公司业务带来不利影响。同时，公司所涉及的大家电业务当前行业巨头们有规模、渠道、品牌优势，若其发动价格战或将对公司业务带来不利影响。

**汽车业务舆论风险。**汽车行业舆论风险较高，若发生事故等相关方面负面事件，或将对公司业务造成不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	270,970	365,906	503,783	665,122	785,079
增长率	-3.2%	35.0%	37.7%		
主营业务成本	213,494	289,346	389,390	508,438	596,221
%销售收入	78.8%	79.1%	77.3%	76.4%	75.9%
毛利	57,476	76,560	114,393	156,684	188,858
%销售收入	21.2%	20.9%	22.7%	23.6%	24.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	19,227	25,390	32,242	43,233	51,030
%销售收入	7.1%	6.9%	6.4%	6.5%	6.5%
管理费用	5,127	5,601	7,557	9,977	11,776
%销售收入	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	19,098	24,050	33,250	44,031	52,208
%销售收入	7.0%	6.6%	6.6%	6.6%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	20,009	24,503	44,172	62,270	76,671
%销售收入	7.4%	6.7%	8.8%	9.4%	9.8%
财务费用	-2,002	-3,624	0	0	0
%销售收入	-0.7%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	38	277	0	0	0
%税前利润	0.2%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	14,025	21,519	41,344	59,443	73,844
营业利润率	5.2%	5.9%	8.2%	8.9%	9.4%
营业外收支					
税前利润	22,011	28,127	44,172	62,270	76,671
利润率	8.1%	7.7%	8.8%	9.4%	9.8%
所得税	4,537	4,548	6,962	10,329	12,827
所得税率	20.6%	16.2%	15.8%	16.6%	16.7%
净利润	17,474	23,578	37,209	51,942	63,844
少数股东损益	-1	-80	0	0	0
归属于母公司的净利润	17,475	23,658	37,209	51,942	63,844
净利率	6.4%	6.5%	7.4%	7.8%	8.1%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	33,631	33,661	40,070	100,683	171,710
应收款项	32,179	43,689	62,588	82,566	97,483
存货	44,423	62,510	80,355	106,966	125,368
其他流动资产	88,819	85,849	88,271	91,032	93,173
流动资产	199,053	225,709	271,284	381,246	487,734
%总资产	61.4%	56.0%	58.4%	66.4%	71.7%
长期投资	6,922	6,151	4,855	3,511	2,183
固定资产	13,721	18,088	18,885	19,557	20,444
%总资产	4.2%	4.5%	4.1%	3.4%	3.0%
无形资产	18,608	21,569	21,429	21,645	22,164
非流动资产	125,195	177,447	193,240	192,785	192,862
%总资产	38.6%	44.0%	41.6%	33.6%	28.3%
<b>资产总计</b>	<b>324,247</b>	<b>403,155</b>	<b>464,524</b>	<b>574,031</b>	<b>680,595</b>
短期借款	6,183	13,327	13,327	13,327	13,327
应付款项	62,099	98,281	103,275	134,849	158,131
其他流动负债	47,306	63,777	81,517	107,505	126,941
流动负债	115,588	175,385	198,119	255,682	298,399
长期贷款	21,674	17,276	18,231	18,231	18,231
其他长期负债	22,724	21,289	21,757	21,757	21,757
负债	159,986	213,950	238,106	295,670	338,387
<b>普通股股东权益</b>	<b>163,995</b>	<b>188,738</b>	<b>225,950</b>	<b>277,894</b>	<b>341,741</b>
其中：股本	0	0	0	0	0
未分配利润	163,000	186,476	223,688	275,632	339,479
少数股东权益	266	467	467	467	467
<b>负债股东权益合计</b>	<b>324,247</b>	<b>403,155</b>	<b>464,524</b>	<b>574,031</b>	<b>680,595</b>

比率分析					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标					
每股收益	0.70	0.95	1.43	2.00	2.46
每股净资产	6.54	7.52	8.71	10.71	13.17
每股经营现金净流	1.65	1.57	0.93	2.43	2.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	10.66%	12.53%	16.47%	18.69%	18.68%
总资产收益率	5.39%	5.87%	8.01%	9.05%	9.38%
投入资本收益率	8.27%	9.34%	14.42%	16.76%	17.08%
增长率					
主营业务收入增长率	-3.24%	35.04%	37.68%	32.03%	18.04%
EBIT 增长率	610.41%	22.46%	80.27%	40.97%	23.13%
净利润增长率	606.34%	35.38%	57.28%	39.59%	22.92%
总资产增长率	18.55%	24.34%	15.22%	23.57%	18.56%
资产管理能力					
应收账款周转天数	15.9	13.2	13.2	14.0	14.7
存货周转天数	80.0	66.5	66.0	66.3	70.1
应付账款周转天数	97.1	99.8	93.2	84.3	88.5
固定资产周转天数	15.2	15.6	13.2	10.4	9.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-2.41%	-6.78%	-8.02%	-28.42%	-43.97%
EBIT 利息保障倍数	12.9	115.3	—	—	—
资产负债率	49.34%	53.07%	51.26%	51.51%	49.72%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	17,475	23,658	37,209	51,942	63,844
少数股东损益	-1	-80	0	0	0
非现金支出	1,670	5,324	-2,827	-2,827	-2,827
非经营收益					
营运资金变动	17,319	3,995	-16,092	8,555	7,598
<b>经营活动现金净流</b>	<b>41,300</b>	<b>39,295</b>	<b>24,027</b>	<b>62,979</b>	<b>73,221</b>
资本开支	-6,269	-7,297	-6,394	-6,198	-6,011
投资	-32,784	-34,509	955	1,003	987
其他	3,884	6,420	-13,138	2,827	2,827
投资活动现金净流	-35,169	-35,386	-18,577	-2,368	-2,197
股权募资	-1,287	-3,964	0	0	0
债权募资	3,646	4,256	955	0	0
其他	-2,864	-4,291	0	0	0
筹资活动现金净流	-505	-3,999	955	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>6,024</b>	<b>30</b>	<b>6,408</b>	<b>60,614</b>	<b>71,027</b>

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	25	68	124
增持	0	0	0	4	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.06</b>	<b>1.02</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**