

## 小米集团-W (01810) 公司深度报告

## 小米集团：生态共赢，模式可期

方正证券研究所证券研究报告

## 分析师

郝艳辉 登记编号：S1220524050002

康百川 登记编号：S1220524060001

张丰淇 登记编号：S1220524070002

联系人 朱壹

## 推荐（首次）

## 公司信息

行业	品牌消费电子
最新收盘价(港元)	24.45
总市值(亿)(港元)	6,101.94
52周最高/最低价(港元)	25.85/12.12

## 历史表现



数据来源：wind 方正证券研究所

## 相关研究

**底层认知：从商品流通角度理解小米前端渠道品牌+后端规模优势的核心壁垒。**任何商品的定价都由生产成本、研发成本、市场推广及广告成本、销售及渠道成本和利润五部分组成，我们把其中市场推广及广告成本、销售及渠道成本总结为流通成本，并进一步分为交易撮合的信息成本和后续的履约成本，而“小米模式”即采用性价比模型，尽可能压缩商业流通领域的中间环节，通过爆品+互联网营销降低流通成本，同时通过多年的高性价比手机和IoT硬件产品，已逐步积累了用户信任和口碑，形成了“闭着眼睛买”的渠道品牌，进一步用品牌积累的忠实用户，从供应链端通过规模效益提升产业链话语权和进一步降低生产成本，小米SU7的成功便是这一模式的结果体现。

**手机业务：新兴市场表现出色，SU7有望推动手机高端化破局。**小米手机在全球市场中稳居前三，尤其在新兴市场实现了显著增长，24Q2全球市场份额达14.6%。公司通过新零售战略进行全渠道建设，逐步提升线下市占率，并在高端化道路上初见成效。小米的高端机型在配置端已无差距，占比和市场份额也有所提升，但在ASP端仍有较大提升空间。我们认为小米SU7成功把握了用户的心智，有望成为推动小米手机高端化破局的重要驱动力。

**IoT与生活消费品：生态链投资扩充产品品类，短期硬件收入增长确定性高，长期看点在于服务赋能。**公司以自研核心智能硬件为切入点布局物联网(IoT)，借助投资+孵化生态链企业迅速扩充产品品类。生态链投资由近及远已覆盖手机周边、智能硬件、生活耗材三大圈层，丰富产品品类推动IoT业务收入16-23年CAGR达到32%，24Q2平台接入设备数达到8.2亿台(YoY+25.6%)；以截止23M11的接入设备数计算，小米已成为全球最大的消费级IoT平台。我们认为，消费物联网的发展路径为“扩大连接-平台搭建-流量变现”，在单机智能向互联智能过渡的现阶段，具备硬件开发和生产实力的应用层企业以及接入设备数量大的平台层企业有望率先受益。小米短期由硬件扩充贡献的收入增长确定性高，长期能否渗透互联互通后的软件收费为关键拐点。

**互联网业务：11%收入贡献39%毛利，手机高端化有望带动ARPU值持续提升。**小米通过高性价比的硬件产品吸引用户后通过互联网等业务进行商业化变现，我们认为小米互联网业务的收入空间和估值取决于小米能为用户提供的服务和产生的价值。将互联网平台分为供给和履约在线上与线下两种，并通过用户对于信息、内容、商品、服务等不同的需求进一步细分，我们认为信息、内容的分发相对更符合小米的运营逻辑。目前小米主要以广告和游戏为主，23年收入占比分别为68%和15%。从用户ARPU值和游戏收入对比可以发现其商业化效率仍有较大提升空间，我们认为背后核心原因在于小米目前用户相对低端，随着小米高端手机业务持续推进，带动ARPU值提升，从而推动公司互联网业务增长。

**汽车：产品守正+品牌出奇，紧握车手互联流量入口。**智能汽车为物联网重要流量入口，手机与车机的互联已进入操作系统打通的阶段，手机厂商在统一车手生态方面更具优势。小米通过投资、自研与合作三条路径跨界入局造车，并于24M3发布首款新能源轿车Su7。Su7参数对比20-30万元区间内新能源汽车没有明显优劣，凭借产品生态与市场营销转化消费者，实

实现发售后 4 个月销量均处于 7000+辆高位，并于 7 月进入 20 万以上新能源汽车销量排行前五。展望业务空间，按 24 年全年交付目标 13 万台计算，有望带来约 308 亿元收入；远期等待自动驾驶、智能座舱兴起后互联网业务带来的利润回报。

**盈利预测与估值分析：**我们预计 2024-2026 年 NON-IFRS 归属母公司净利润各增 9.9%、42.5%和 26.4%，分别为 212 亿元、302 亿元和 381 亿元。当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别为 28X/19X/15X，考虑到公司多元化业务布局和“人车家”生态所带来的强大市场潜力，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**智能手机市场竞争激烈；海外市场政策监管收紧；核心供应链依赖；SU7 订单交付不及预期；宏观经济波动。

盈 利 预 测 （人民币）

单位/百万	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	270970	350342	462085	557111
(+/-)%	-3.24	29.29	31.90	20.56
归母净利润	17475	14523	24357	31322
(+/-)%	606.34	-16.89	67.71	28.60
经调整归母净利润	19273	21179	30175	38133
(+/-)%	126.26	9.89	42.48	26.37
EPS（元）	0.77	0.85	1.21	1.53
ROE（%）	11.75	11.86	14.87	16.28
PE	18.67	27.70	19.44	15.38
PB	2.19	3.29	2.89	2.50

数据来源：wind 方正证券研究所      注：EPS 预测值按照最新股本摊薄，EPS、ROE、PE 均按经调整归母净利润计算

## 正文目录

1 底层认知：从商品流通角度理解小米模式 .....	6
2 公司概况：全球第三大手机厂商，进军汽车业务打造人车家生态 .....	8
3 手机业务：份额稳中有升，看好电动车及线下零售对高端化的助力 .....	11
3.1 全球手机市场：高端机引领成熟市场，中低端机激活新兴市场 .....	11
3.2 小米手机：海外征程稳健前行，新兴市场销量引擎全速运转 .....	14
3.3 高端化：已布局多年，电动车及线下零售扩张助力用户扩圈 .....	16
4 IOT 与生活消费品：短期硬件收入增长确定性高，长期看服务赋能 .....	20
4.1 业务概况：借智能硬件切入消费物联网，生态链模式扩张品类 .....	20
4.2 行业概况：消费物联网处于单机智能向互联智能的过渡阶段，硬件及平台企业有望依次受益 .....	25
4.3 竞争格局与定位分析：参与者众多，竞争格局尚未明确；小米 IOT 短期看管理红利和出海带来的硬件增长，长期服务赋能打开空间 .....	27
5 互联网：高毛利业务，变现率和 ARPU 仍有提升空间 .....	27
6 汽车：产品守正+品牌出奇，紧握车手互联流量入口 .....	30
6.1 业务概况：从投资到制造，首车迎爆单 .....	30
6.2 造车动机：紧握车手互联流量入口，打通人车家生态闭环 .....	31
6.3 造车基础：造车门槛降低，公司资金与供应链储备充裕 .....	34
6.4 造车定位：产品守正叠加品牌出奇进行差异化竞争 .....	35
7 盈利预测与估值分析 .....	36
8 风险提示 .....	38

## 图表目录

图表 1: 商品流通成本分类 .....	6
图表 2: 一瓶矿泉水的价格构成 (%) .....	6
图表 3: 小米定价模型 .....	6
图表 4: 2023 年科技行业各公司毛利率对比 (%) .....	7
图表 5: 2023 年科技行业各公司 OPEX 对比 (%) .....	7
图表 6: 小米“铁人三项”模型 .....	7
图表 7: 小米部分产品与竞争对手价格对比.....	8
图表 8: 2024 年 4 月小米 SU7 锁单用户调研信息 .....	8
图表 9: 小米公司概况 .....	9
图表 10: 小米公司发展历程 .....	10
图表 11: 2023 年小米公司收入构成 (亿元) .....	10
图表 12: 2023 年小米公司毛利构成 (亿元) .....	10
图表 13: 小米公司股权结构 .....	11
图表 14: 全球智能手机出货量 (按年度) .....	12
图表 15: 全球智能手机出货量 (按季度) .....	12
图表 16: 2023 年各地区智能手机出货量 (亿部) .....	12
图表 17: 近几季度各类市场同比增速 (%) .....	12
图表 18: 印度高端机型市占率 24Q1 同比收窄.....	13
图表 19: 全球高端智能手机市场的销量占比不断提升.....	13
图表 20: 新兴市场与成熟市场特征对比.....	13
图表 21: 中国各价格区间手机市场份额情况 (%) .....	14
图表 22: 小米全球出货量 (按季度) .....	14
图表 23: 24Q2 小米各地区出货量分布 (单位: 百万) .....	15
图表 24: 24Q2 小米在各地区出货量显著增长.....	15
图表 25: 2024Q2 小米手机在全球各地份额名列前茅, 尤其在新兴市场增长显著。.....	15
图表 26: 小米线下零售模式 .....	16
图表 27: 24Q2 中国大陆小米之家门店达 12,000 多家.....	16
图表 28: 小米智能手机线下市占率已达 10.4% .....	16
图表 29: 小米手机实施双品牌战略.....	17
图表 30: 小米的高端化之路 .....	17
图表 31: 小米手机 ASP 有所提升 .....	18
图表 32: 小米手机与同业竞对相比仍有差距.....	18
图表 33: 中国大陆地区小米高端智能手机占比 (%) .....	18
图表 34: 小米中国大陆各价格段高端市场份额 (单位:RMB) .....	18
图表 35: 小米手机在配置端已无差距.....	19
图表 36: SU7 用户米家生态产品数量统计.....	20
图表 37: SU7 用户小米产品种类分布 (N=169) .....	20
图表 38: 小米智能手机毛利率 2024Q2 达 12.1% .....	20
图表 39: 物联网与互联网定义 .....	21
图表 40: 消费级、工业级及公用级物联网特征.....	21
图表 41: 小米 IoT 业务发展历程.....	21
图表 42: IoT 平台已定义的产品品类.....	22
图表 43: 小米生态链 SAN 分级管理策略 .....	22
图表 44: 小米与生态链企业的合作模式.....	23
图表 45: 小米生态链投资圈层 .....	24

图表 46: 以插线板和手环为例看小米选品逻辑.....	24
图表 47: 部分生态链企业及主要产品.....	24
图表 48: IoT 及生活消费品业务收入及同比增速.....	25
图表 49: IoT 平台接入设备数及同比增速.....	25
图表 50: 拥有 5 个及以上连接设备的用户量及同比增速 .....	25
图表 51: 米家 MAU 及同比增速 .....	25
图表 52: 物联网产业链主要环节及价值分布.....	26
图表 53: 我国智能硬件市场产品结构占比 (2023 年) .....	26
图表 54: 我国智能家居设备出货量及渗透率表现.....	26
图表 55: 主要参与者发展路径 .....	27
图表 56: 互联网业务分类 .....	28
图表 57: 2023 年各平台内容付费业务对比 .....	28
图表 58: 小米互联网业务收入、毛利占比及毛利率.....	28
图表 59: 小米互联网业务分拆 .....	28
图表 60: 小米游戏收入占中国手游市场比例.....	29
图表 61: 国内各机型活跃用户占比 (24M7) .....	29
图表 62: 2023 年广告业务单用户变现收入对比 (元/年) .....	29
图表 63: 苹果软件服务业务收入、毛利占比及毛利率.....	30
图表 64: 苹果软件服务业务分拆 .....	30
图表 65: 小米互联网业务收入空间测算.....	30
图表 66: 小米在汽车领域的投资情况.....	31
图表 67: 公司在汽车领域的三条发展路径.....	31
图表 68: SU7 产品图 .....	31
图表 69: SU7 零售销量 (辆) 及排名 (名) .....	31
图表 70: 车手互联发展历程 .....	32
图表 71: 手机厂在车手互联领域的布局情况.....	33
图表 72: OEM 在车手互联领域的布局情况 .....	33
图表 73: 汽车与出行行业收入结构变化展望 (万亿美元) .....	34
图表 74: 2011-2024 年公司在汽车细分领域投资情况 .....	34
图表 75: 智能汽车研发投入情况 .....	34
图表 76: 主要车型参数对比 .....	35
图表 77: 米家与小米汽车 APP 使用高峰重合.....	36
图表 78: 小米部分终端活跃量 (万; 24M7) .....	36
图表 79: 公司各主营业务收入及预测 (人民币亿元, 2022-2026E) .....	37
图表 80: 消费电子可比公司盈利预测及估值表.....	38
图表 81: 互联网业务可比公司盈利预测及估值表.....	38
图表 82: 汽车业务可比公司盈利预测及估值表.....	38

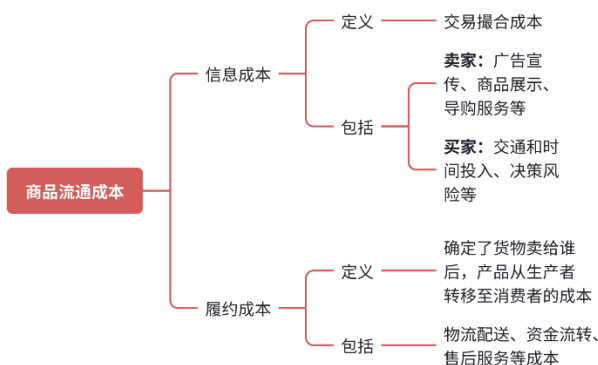


## 1 底层认知：从商品流通角度理解小米模式

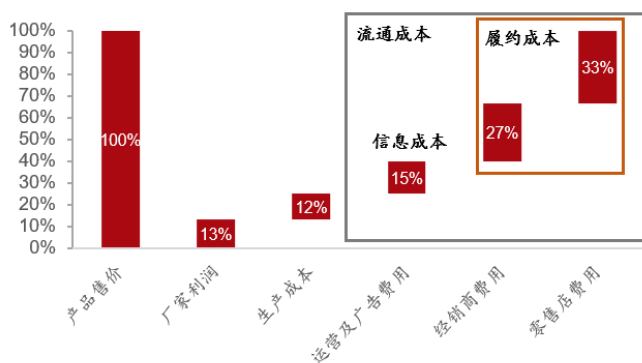
**任何商品的流通成本=信息成本+履约成本。**任何商品的定价都是由制造和服务成本、研发成本、市场推广及广告成本、销售及渠道成本和利润五部分组成，我们认为，除了生产成本与厂商利润外，其他环节产生的成本和利润都可以归为流通成本，例如一瓶矿泉水售价中的 75%都为流通成本。

而流通成本又可以进一步细分为信息成本和履约成本，其中**信息成本**涵盖了从卖家吸引买家到双方达成交易的全过程，包括卖家的广告宣传、商品展示、导购服务，买家的交通和时间投入、决策风险及谈判过程、合同制定、交易手续费以及建立信任等方面的成本。**履约成本**则为在确定了货物卖给谁后，产品从生产者转移至消费者的成本，包括物流配送、资金流转、售后服务等成本。

图表1: 商品流通成本分类



图表2: 一瓶矿泉水的价格构成 (%)



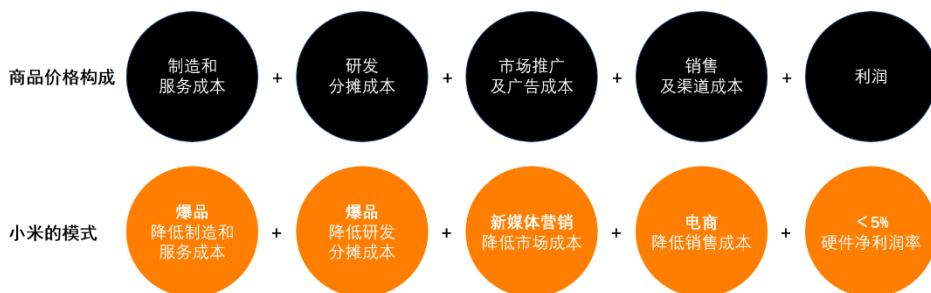
资料来源：方正证券研究所

资料来源：网易商业，方正证券研究所

**小米通过爆品+互联网营销降低流通成本。**小米的做法便是采用性价比模型，尽可能压缩商业流通领域的中间环节，通过降低流通成本，将更多的成本投入到产品的研发和生产，再按照成本定价，只赚一点点利润。但性价比模型不是简单的定价策略，而是一种系统性的能力，需要精密的制度设计，因为公司需要有合理的利润和保持健康的成长，需要通过效率优化节省运营费用来保证研发和生产费用，这比高毛利定价难度更大。

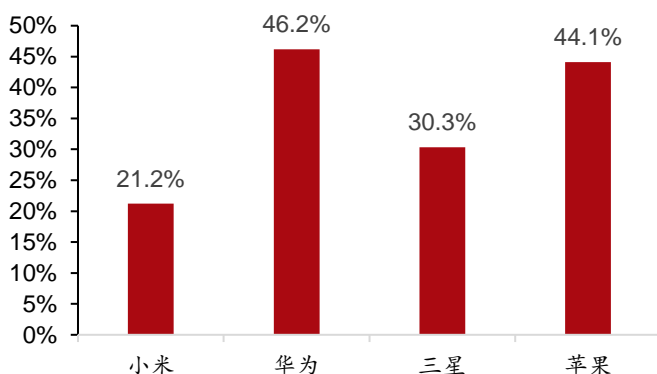
考虑到每件商品对于各产品的分摊作用，销量足够大便能将分摊成本尽量摊薄，因此小米模式的核心便是“爆品”，并通过高效率的互联网工具，以新媒体营销为主，加上爆品自带流量（高质量和性价比），市场推广及广告分摊成本亦变得很低。

图表3: 小米定价模型



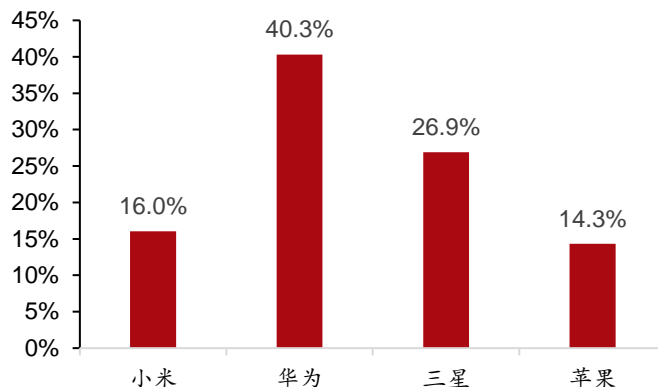
资料来源：《小米创业思考》，方正证券研究所

图表4:2023 年科技行业各公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华为官网, 方正证券研究所

图表5:2023 年科技行业各公司 OPEX 对比 (%)

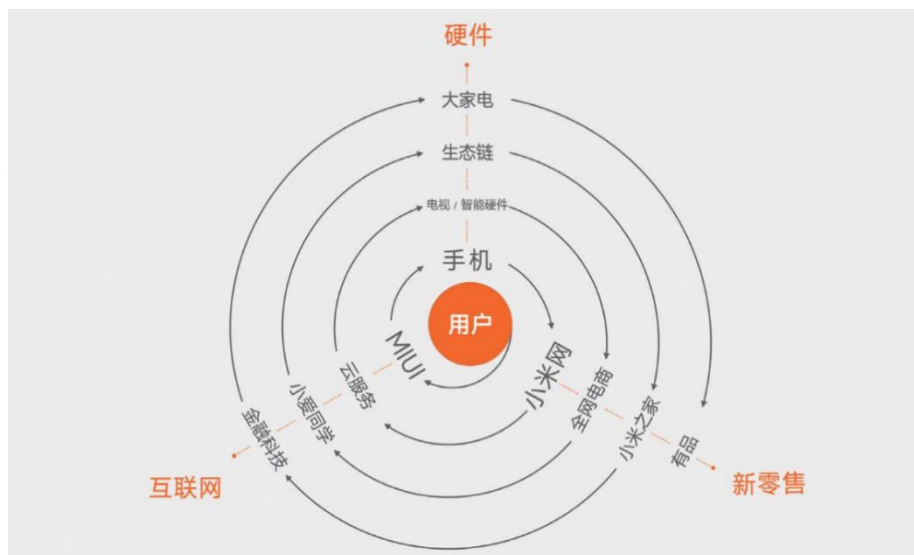


资料来源: Wind, Bloomberg, 华为官网, 方正证券研究所

**高性价比硬件引流，互联网服务变现。**小米在招股说明书中业务介绍章节中第一句话便为“小米是一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司”，落脚点仍为互联网公司，而典型的互联网商业模式就是将吸引用户和获得利润分成两步，小米通过高性价比的硬件（小米承诺硬件综合净利润率永远不超过 5%）吸引用户，然后通过给用户提供各种互联网增值服务（应用分发、游戏、阅读、云服务）变现。

因此“小米模式”可以总结为：打造爆品实现各类固定成本的分摊降低，使用新媒体和新零售渠道降低推广、销售成本，紧密围绕用户布局公司产品/服务，促成用户高频互动和使用，形成能够互相引流/转化用户、交叉补贴的商业闭环。

图表6:小米“铁人三项”模型



资料来源:《小米创业思考》，方正证券研究所

**小米已形成前端渠道品牌+后端规模优势的核心壁垒。**前文所述的成本节约更多的是履约成本，而我们认为小米目前已经逐步形成了“闭着眼睛买”的渠道品牌心智，有望降低流通成本中的信息成本。银泰百货 CEO 曾经说过，“零售的本质是**好东西不贵，而零售要给消费者提供的是什么呢？一是初选，二是背书**”，即帮消费者筛选商品并对产品的生产、供应链背书。而小米的筛选标准为高品质、高颜值、高性价比，经过从手机到智能硬件产品等诸多产品多年的累积，已逐步

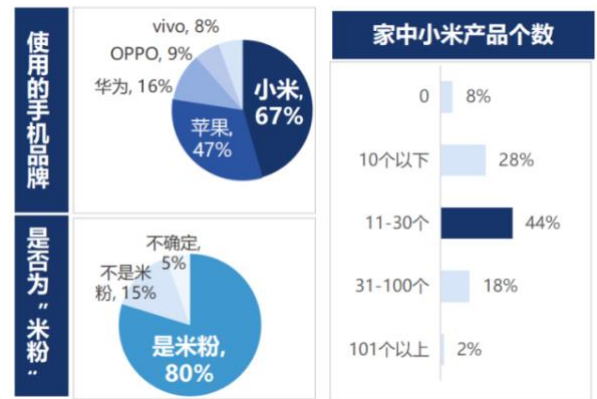
让消费者相信可以不用关心价格和担心品质，只要小米之家有合适的产品，就可以“闭着眼睛买”。而这种品牌积累的忠实用户，又可以从供应链端通过规模效益提升产业链话语权和进一步降低生产成本。因此，我们认为小米已形成前端渠道品牌+后端规模优势的核心壁垒，对于后续新品类的扩张均可借助此模型顺利切入，小米 SU7 汽车上市没有线下体验在 24 小时内即“大定”突破 88898 台便是很好的例证，根据电动汽车用户联盟于 4 月 11 日-4 月 15 日展开了对小米 SU7 锁单用户的调研数据，小米 SU7 首批用户中国 80% 的锁单用户认为自己是米粉，64% 的用户拥有 10 个以上米家生态产品，使用小米手机的比例为 67%。

图表7:小米部分产品与竞争对手价格对比

特定产品	建议价格范围 (人民币元)	主要竞争对手的指标 价格范围 (人民币元)
空气净化器	379-1999	2000-10000
小米手环2	149	299-699
扫地机器人	1699	3000-8000
净水器	1499-1999	3000-4000
行李箱	299-1999	299-5000
电磁加热电饭煲	399-999	3000-6000
激光投影仪	9999	29999-132000
可折叠电动自行车	2999	6999-8999
无人机	2999	4000-7000

资料来源：小米招股说明书，方正证券研究所

图表8:2024 年 4 月小米 SU7 锁单用户调研信息



资料来源：电动汽车用户联盟，方正证券研究所

**2 公司概况：**全球第三大手机厂商，进军汽车业务打造人车家生态  
小米集团成立于 2010 年 4 月，2018 年 7 月 9 日在香港交易所主板挂牌上市，是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司。公司的产品按照产品功能、形态及模式，大体上可以划分为智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务产品。2024 年 3 月 28 日，小米汽车的首款产品小米 SU7 正式上市，开启小米布局新能源汽车市场的新篇章。  
小米以“始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活”为公司使命，在众多领域坚持以一流的品质、紧贴成本的定价使用户以优惠的价格体验到极致的产品，凭借良好的用户体验为公司打下坚实的用户基础。



图表9:小米公司概况



资料来源: 公司财报, 公司官网, 方正证券研究所

公司发展历程: 从手机到 IoT 到电动车, 打造“人车家”全生态闭环

#### (1) 高速成长期 (2010 年-2014 年)

2010 年, 小米以一款 MIUI 操作系统起家, 迅速吸引了一群忠实用户。2011 年, 小米推出了首款智能手机, 以其高性能和亲民价格迅速获得市场认可。小米的互联网营销模式和口碑传播战略, 使其在短时间内积累了大量的用户基础。2013 年, 小米开始拓展其生态链, 投资了一系列智能硬件公司, 为其后续的多元化发展奠定了基础。到 2014 年, 小米已经形成了包括智能手机、智能电视、路由器等在内的多元化产品线, 确立了其在科技行业的领导地位。

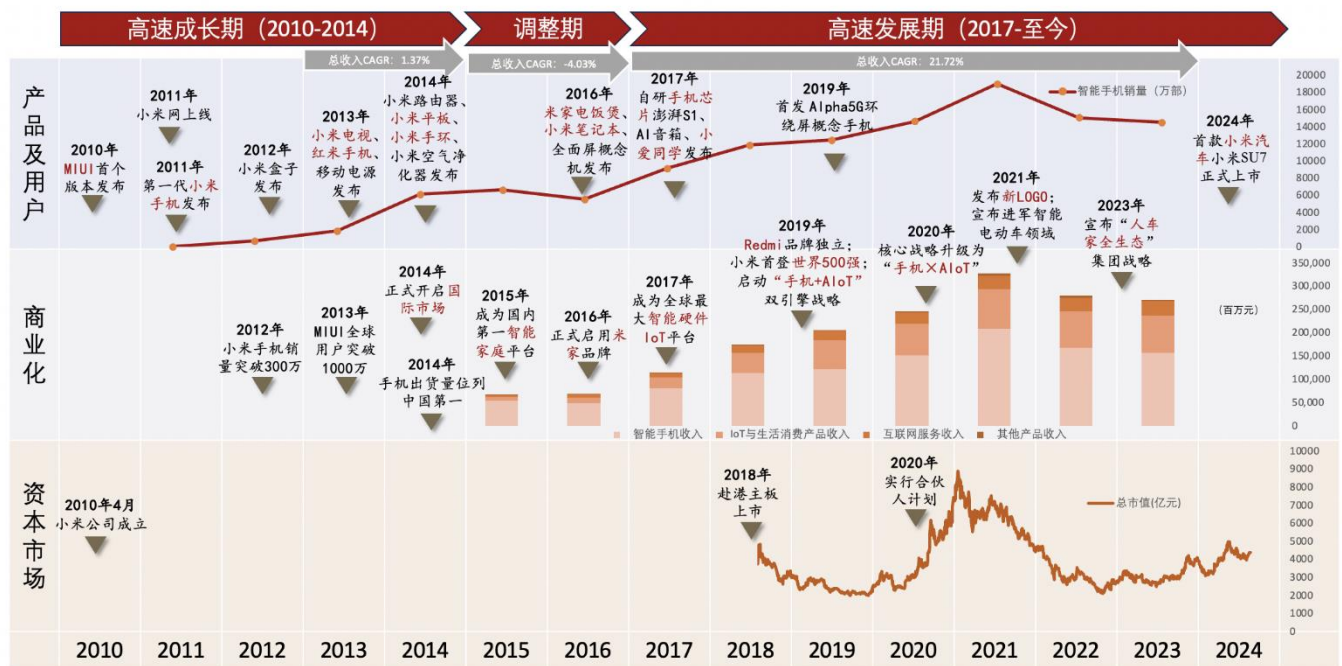
#### (2) 调整期 (2015 年-2016 年)

在经历了初期的快速增长后, 小米进入了调整期。2015 年, 尽管小米推出了新产品, 但市场竞争日益加剧, 小米开始面临增长放缓的挑战。2016 年, 小米的销量出现了首次下滑, 这迫使公司进行了一系列战略调整, 包括优化供应链管理、加强产品质量控制和改进营销策略。在这一年, 小米也开始重新审视其市场定位, 为下一阶段的增长做准备。

#### (3) 高速发展期 (2017 年-至今)

自 2017 年起, 小米集团进入了新一轮的高速成长期。公司进行了组织架构调整, 强化了全球市场扩张策略, 并在产品创新上持续发力。小米成功地将产品线扩展到了更多智能硬件领域, 如智能家居、可穿戴设备等, 并在全球多个市场取得了显著的增长。2018 年, 小米在香港交易所成功上市。随后, 小米继续推进其智能手机的高端化战略, 并通过 Redmi 品牌的独立运营, 进一步巩固了其在中低端市场的地位。此外, 小米还宣布进军智能电动汽车行业, 展现了其向更广阔领域拓展的决心。2024 年 3 月, 小米汽车的首款产品小米 SU7 正式上市, 小米的市场进一步扩张、品牌影响力提升。

图表10:小米公司发展历程

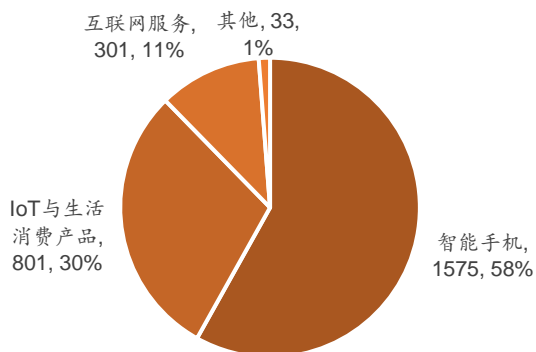


资料来源：公司官网，Wind，方正证券研究所

**智能手机和互联网服务是主要盈利来源。**小米公司2023年的主要收入来源是智能手机，其次是IoT与生活消费产品和互联网服务。智能手机业务作为公司最早推出的业务之一，始终是公司重要的主营板块，充当着公司发展的核心驱动力。小米不仅依赖智能手机销售，还通过IoT与生活消费产品、互联网服务实现了收入的多元化，形成了结构完整、发展均衡的小米生态链。

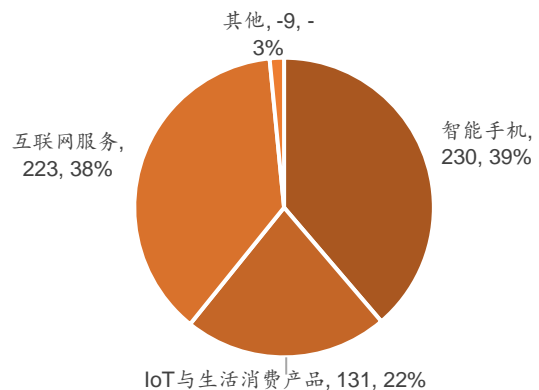
小米集团2023年的毛利构成中，智能手机业务贡献了最多的毛利，其次是互联网服务和IoT与生活消费产品。值得注意的是，虽然互联网服务在总收入中占比不高，但在毛利中占据了相当的比例，表明这一板块的盈利能力较强，是小米生态链流量变现的核心，是公司利润的重要来源。与之形成对照的是，智能手机和IoT与生活消费产品的毛利率并不高，这也印证了小米“高性价比硬件吸引用户，互联网增值服务变现”的互联网商业模式。

图表11:2023年小米公司收入构成（亿元）



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表12:2023年小米公司毛利构成（亿元）

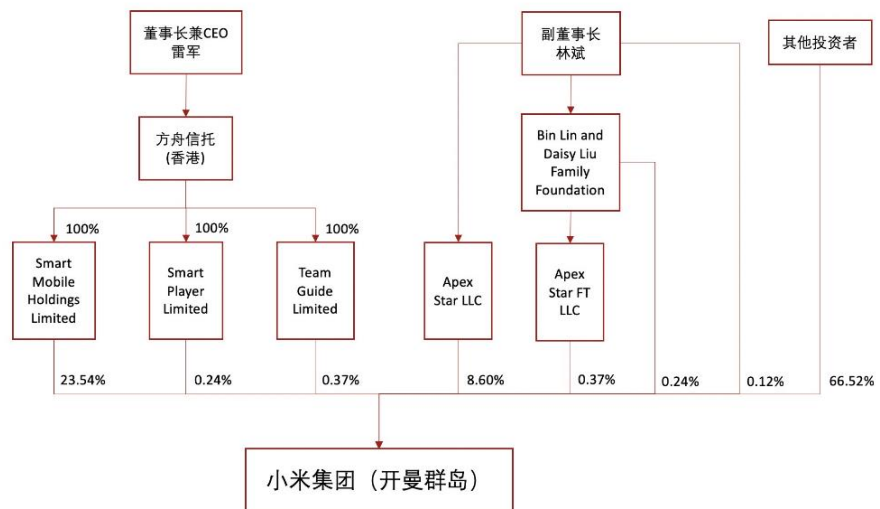


资料来源：公司财报，方正证券研究所

**双层股权设计下，创始团队掌握决策主导权。**小米集团采用了“同股不同权”的双层股权设计，也称为AB股结构，其中A类股每股有10个投票权，B类股每

股有 1 个投票权。这种设计允许公司创始人、管理层或其他大股东在持股比例较低的情况下，保持对公司的控制权。截至 2023 年底，总股份中，雷军持股比例达 24.15%，林斌持股比例达 9.33%。在 AB 股结构下，雷军拥有 65% 的表决权，林斌拥有 10% 的表决权，雷军对公司有着实际的控制权。

图表13: 小米公司股权结构



资料来源：公司年报，Wind，方正证券研究所

### 3 手机业务：份额稳中有升，看好电动车及线下零售对高端化的助力

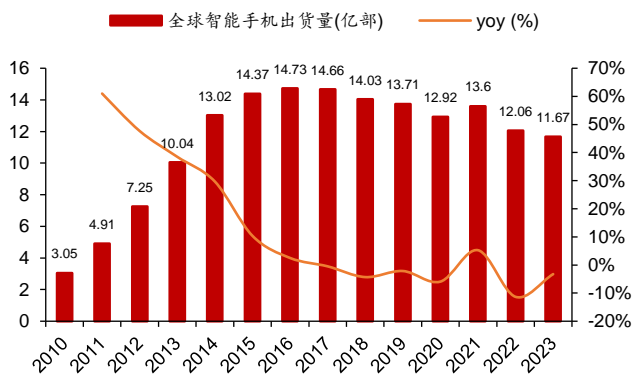
#### 3.1 全球手机市场：高端机引领成熟市场，中低端机激活新兴市场

**全球智能手机市场：短期增长看新兴市场，长期增量望高端机型。**根据 IDC 数据，近十年全球智能手机出货量在 2016 年触及 14.7 亿部后停滞，原因有三：1) 市场饱和，新采购需求下降。2) 中低端市场承压，全球经济条件恶化限制消费支出。3) 高端市场换机周期延长：用户倾向高质量设备，延长了换机时间。

23Q4 全球智能手机出货量达到 3.2 亿部，同比增长 7.5%，结束了之前连续七个月的同比下滑，并且增长势头愈加强劲，24H1 全球智能手机出货量连续两个季度实现双位数同比增长。这三个季度的复苏主要源于中东、非洲、亚太和拉丁美洲等新兴市场经济体的通货膨胀缓解，刺激中低端机型需求反弹，并且小米和传音等厂商通过更新产品组合抓住机会。

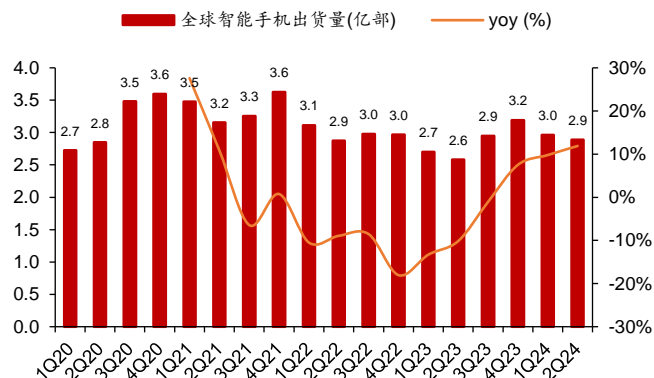
展望未来，受益于生成式人工智能技术创新及大众市场需求回暖，全球智能手机市场乐观情绪升温。再加上智能手机出货量的季节性特点，H2 需求更为显著（H2 为新品发布高峰、电商促销及年终购物旺季）。我们认为 2024 年在 H1 已实现高位数增长的基础上，全年市场有望持续复苏并实现正增长。

图表14:全球智能手机出货量(按年度)



资料来源: IDC, 方正证券研究所

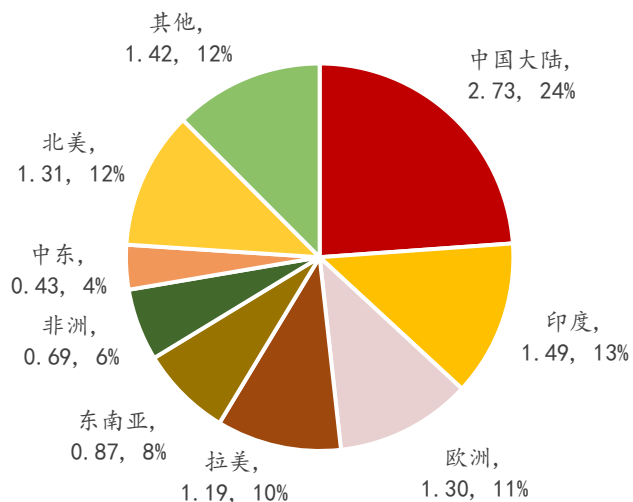
图表15:全球智能手机出货量(按季度)



资料来源: Canalys, 方正证券研究所

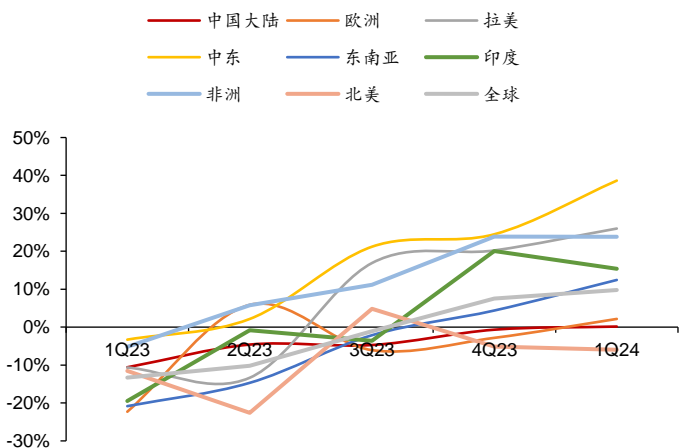
**中国占全球智能手机市场主导地位, 新兴市场增长强劲。**1) 格局方面, 2023 年中国大陆为全球智能手机的核心市场, 出货量达 2.7 亿台, 占全球总销售量的 23.9%。其次, 印度、北美、欧洲和拉美也占据重要位置, 分别出货量为 1.49 亿台、1.31 亿台、1.30 亿台和 1.19 亿万台, 占比分别为 13.0%、11.5%、11.4% 和 10.4%。2) 增速方面, 新兴市场是推动全球手机增长复苏的主要动力。拉丁美洲、中东、非洲和印度在 2023H2 及 2024Q1 表现出强劲的增长势头。其中, 拉美市场在 2024Q1 同比增长 26.0%, 中东市场则同比增长 38.6%, 非洲和印度市场也分别取得 23.8%和 15.4%的增长率。

图表16:2023 年各地区智能手机出货量(亿部)



资料来源: Canalys, 方正证券研究所

图表17:近几季度各类市场同比增速(%)



资料来源: Canalys, 方正证券研究所

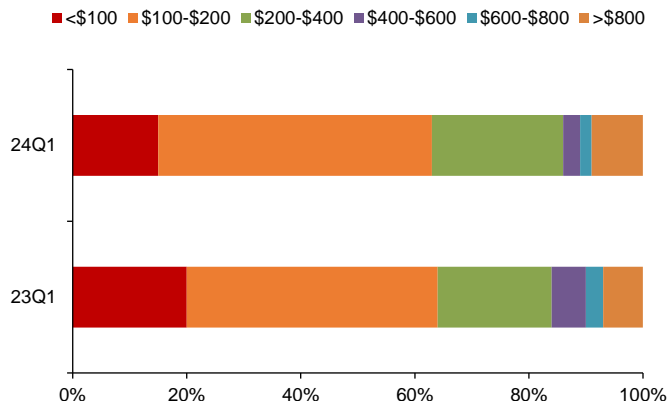
**智能手机市场主要可以分为新兴市场和成熟市场。**新兴市场饱和度较低, 市场对中低端机型需求高、增长动力主要来源于首次购机用户和从功能手机到智能手机的用户转化。成熟市场饱和度较高, 市场对高端机型需求高, 增长动力主要依赖于设备升级周期、新技术创新以及服务生态系统的整合。

新兴市场主要包括拉丁美洲、中东、东南亚、印度和非洲, 其中拉丁美洲 24Q1 智能手机市场中 82%的价格在 400 美元以下, 印度 24Q1 智能手机市场中 86%的价格在 400 美元以下。成熟市场则涵盖欧洲和北美, 根据 Canalys,欧洲市场 23Q4 的高端智能手机(价格 $\geq 600$  美元)出货量占比为 45%, 北美市场 23Q2



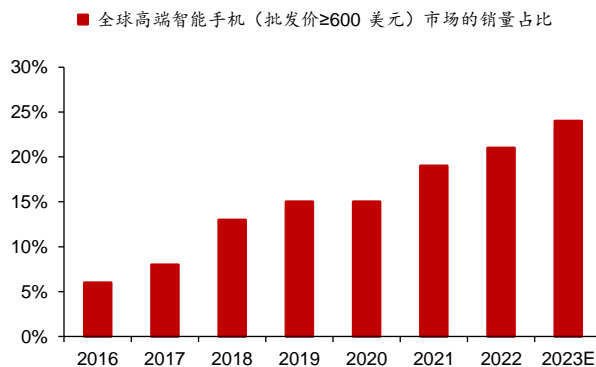
的高端智能手机（价格 $\geq 600$  美元）出货量占比约为 60%；从全球范围来看，Counterpoint 估计全球高端智能手机市场 2023 年约占全球市场销量 1/4，并且我们认为全球高端智能手机市场的增量主要由成熟市场拉动。

图表18: 印度高端机型市占率 24Q1 同比收窄



资料来源: IDC, 方正证券研究所

图表19: 全球高端智能手机市场的销量占比不断提升



资料来源: Counterpoint, 方正证券研究所

图表20: 新兴市场与成熟市场特征对比

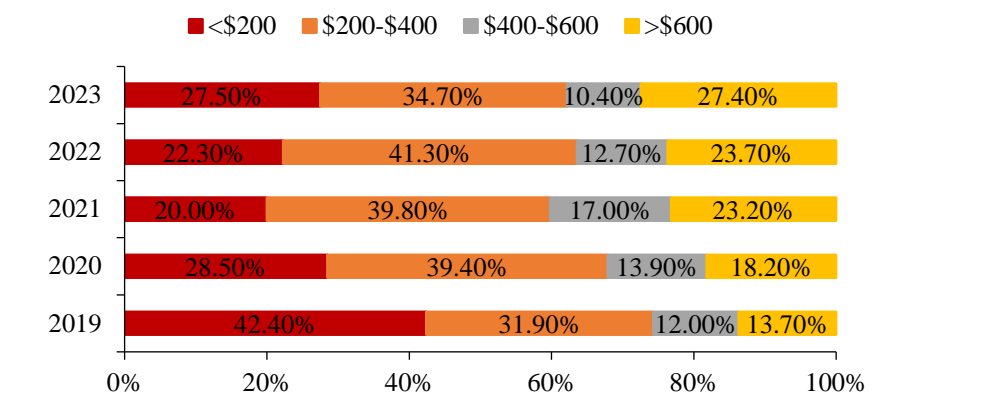
类别	新兴市场	成熟市场
市场饱和度	饱和度较低，市场有较大增长空间	饱和度较高，市场基本已趋于饱和
消费者购买力	购买力较弱，价格敏感度高	购买力较强，更愿意为高端产品支付溢价
市场需求	对中低端机型需求高，更注重基本功能、耐用性和长续航能力	对高端机型需求高，更注重创新、功能性和体验，品牌忠诚度和技术规格（如摄像头质量、处理器速度等）对购买决策有较大影响
增长动力	主要来自于首次购机用户和从功能手机到智能手机的用户转化	主要依赖于设备升级周期、技术创新以及服务生态系统的整合（如生成式 AI、5G、物联网设备等）
销售渠道	传统线下零售渠道占主导	在线销售渠道成熟，电子商务平台占据重要地位

资料来源: Toppan, 方正证券研究所

中国智能手机市场处于从新兴市场至成熟市场的过渡阶段。根据 IDC 数据，2023 年中国智能手机市场的价格段延续了 K 形分化的趋势。600 美元以上的高端市场份额达到了 27.4%，同比增长 3.7 个百分点；同时，200 美元以下的低端市场份额恢复至 27.5%，同比增长 5.2 个百分点。中国大陆的高端用户保持了强劲的购买力，同时越来越多的中端用户开始升级至旗舰产品，以延长换机周期。低端市场的趋势为打造千元级的 5G 精品手机，注重外观设计，并确保在社交、购物和短视频这三大应用场景中的流畅体验，将吸引更多线下的低端消费用户。



图表21: 中国各价格区间手机市场份额情况 (%)



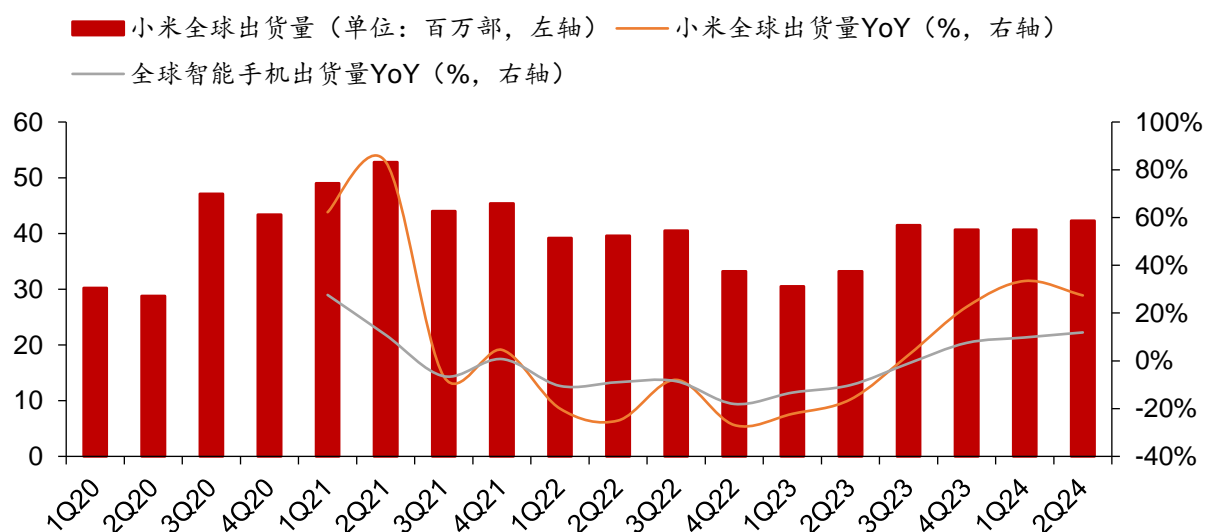
资料来源: IDC, 方正证券研究所

### 3.2 小米手机: 海外征程稳健前行, 新兴市场销量引擎全速运转

小米稳居全球智能手机出货量前三, 24Q2 全球份额达 14.6%。小米在新兴市场的显著表现使其 24Q1 与 24Q2 的出货量增速分别为 33%与 27%, 显著超过了行业 10%与 12%的复苏水平。据 Canalys, 公司在 24Q2 占据了全球的 14.6% 的市场份额, 并且公司的智能手机出货量在全球 58 个国家和地区中排名前三, 在 70 个国家和地区中排名前五。小米主要聚焦于中国大陆、印度、欧洲及拉美市场, 这四个区域共同支撑起小米全球出货量的主要份额。尤其是中国大陆和印度市场, 2024Q2 分别占出货量的 23.6%和 15.8%。

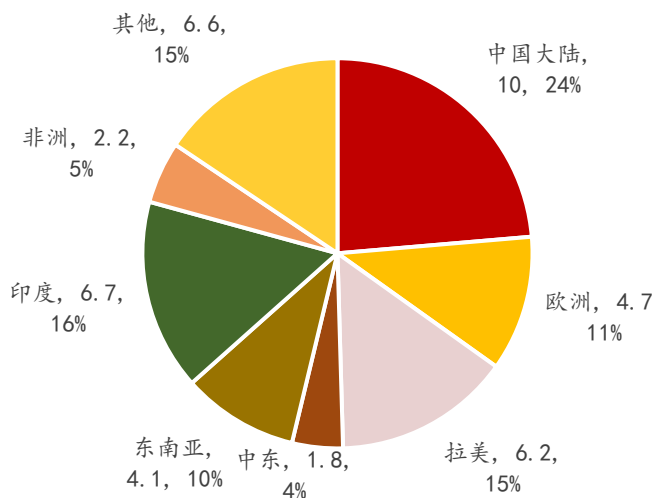
**2024Q2 小米在新兴市场增速显著。**具体来说, 24Q2 小米手机出货量在印度排名第一, 市占率达 18.4%, 同比+3.4pct; 小米在中东, 拉美和东南亚均排名第二, 市占率分别达 21.2%、18.6%、17.2%, 同比分别增加 4.1pct、2.1pct、3.1pct; 小米在非洲市场排名第三, 市占率达 11.7%, 同比+3.1pct。根据 2024Q1 业绩会, 小米在中东、拉丁美洲、非洲还有较大发展空间, 公司指引小米在非洲市场市占率可达 20%。

图表22: 小米全球出货量 (按季度)



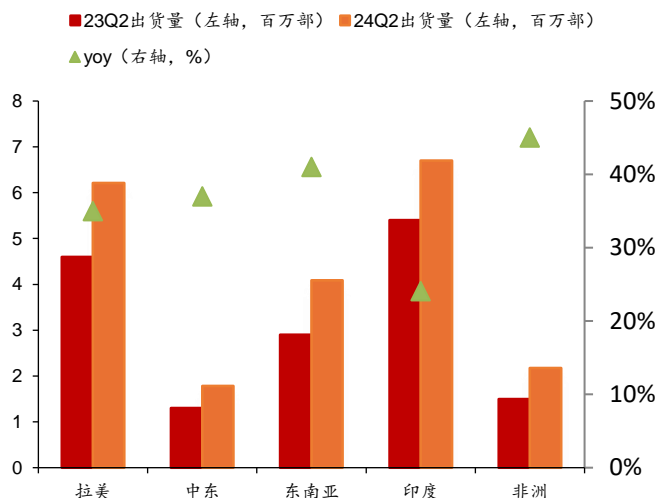
资料来源: 公司公告, Canalys, 方正证券研究所

图表23:24Q2 小米各地区出货量分布（单位：百万）



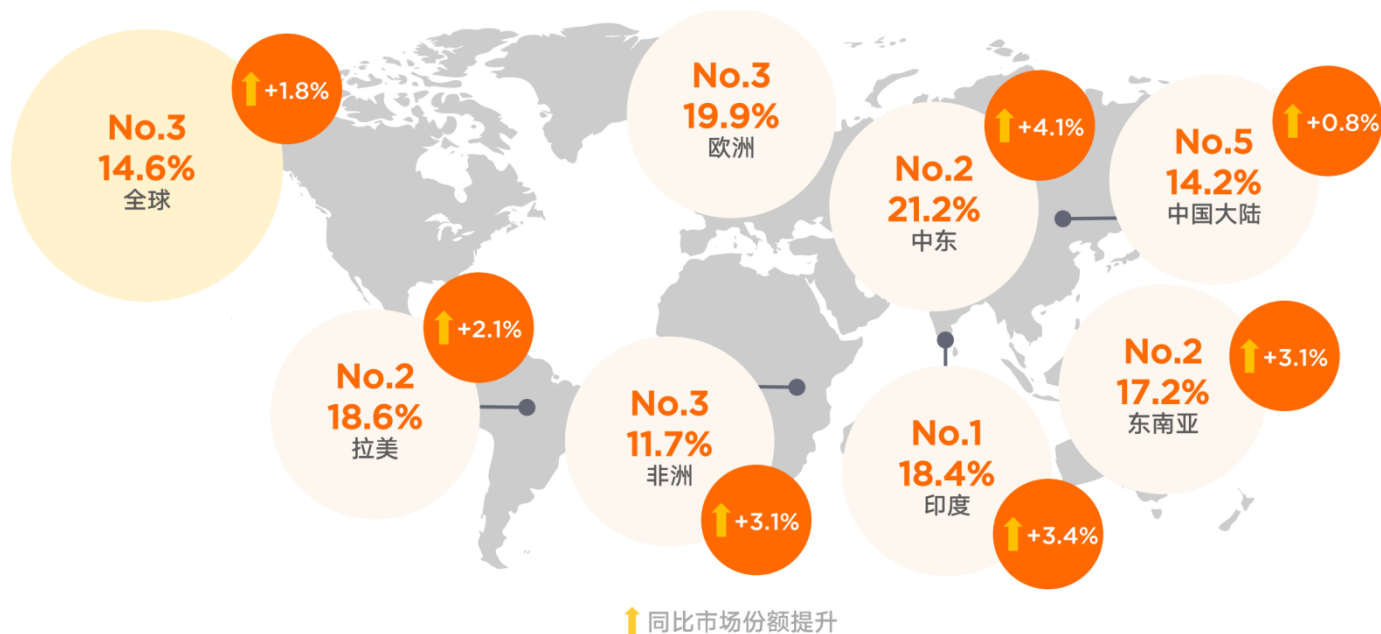
资料来源: Canalys, 方正证券研究所

图表24:24Q2 小米在各地区出货量显著增长



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表25:2024Q2 小米手机在全球各地份额名列前茅，尤其在新兴市场增长显著。



资料来源: 公司公告, Canalys, 方正证券研究所

**通过新零售战略，实现全渠道建设。**1) 线上渠道:小米线上直营主要包括小米有品和小米商城，同时进行电商平台建设，与京东、苏宁、天猫、亚马逊等合作。2) 线下布局:以小米之家为主，通过 DTC（直达消费者）模式扁平化渠道，提升利润空间。此外，小米还灵活运用专卖店（他建自营）与授权店（他建他营，小米指导）两种模式，前者在城市市场占据主导地位，后者则深入县镇级市场，借助合作伙伴的力量快速扩张，并适应下沉市场的熟人经济特征，赋予合作伙伴更多灵活性和自主权。3) 提升运营效率:在全渠道建设中，小米通过数字化和标准化，提升线下运营效率，同时实现线上线下同货同价同促，库存周转高效，这让其线下效率接近电商水平。此外，这样的全渠道布局让消费者线上线下购物体验流畅统一，实现无缝对接与高度一致性。

4)购物体验+社交属性构建全方位消费生态：小米之家将粉丝从线上引流线下体验，深度联结粉丝群体，集展示、体验、销售、社交于一体，提升品牌忠诚度与用户体验，从而实现线上流量有效转化与聚合。

图表26:小米线下零售模式

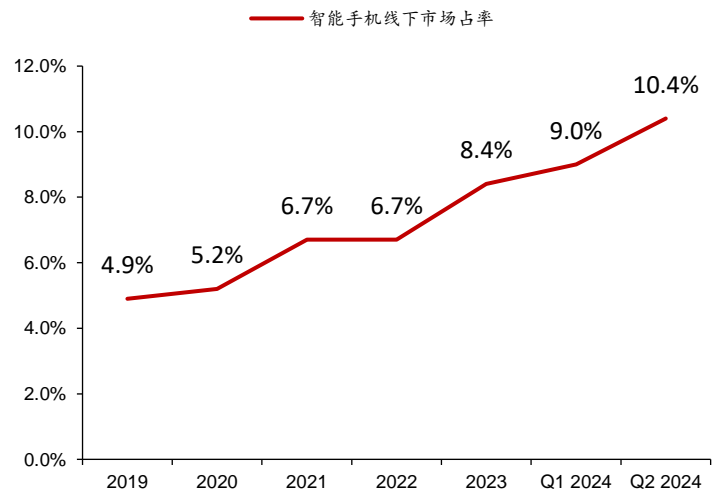
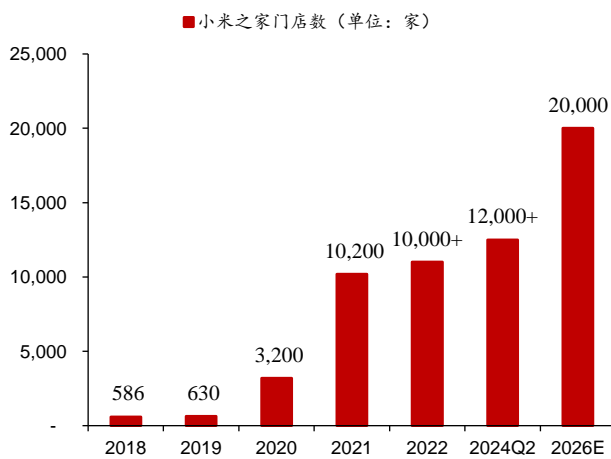


资料来源：《小米创业思考》，方正证券研究所

小米的新零售战略已步入拓展和生态升级阶段。根据公司 24Q2 业绩会，过去四五年，小米新零售战略推动线下市场份额从 2019 年的 4.9% 增至 2024Q2 的约 10.4%。2021 年 10 月底，小米之家门店数量突破 1 万家。2024 年，小米聚焦拓展与生态升级，目标至 2026 年在中国开设 2 万家小米之家，并引入小米汽车，实现门店全面升级。新战略包括迁址至黄金地段、扩大面积、控制成本，并重塑店内生态体验，打造“人车家”全方位生态，加速新零售布局。

图表27:24Q2 中国大陆小米之家门店达 12,000 多家

图表28:小米智能手机线下市占率已达 10.4%



资料来源：公司公告，方正证券研究所

资料来源：公司公告，方正证券研究所

### 3.3 高端化：已布局多年，电动车及线下零售扩张助力用户扩圈

小米于 2019 年提出手机双品牌的发展策略，其中 Redmi 品牌主打大众市场，坚守基本盘；Xiaomi 品牌冲刺高端市场。Xiaomi 品牌下的 Mix 系列和数字系列定位于科技高端和主流旗舰，主要面向追求创新科技和多元用户群体，代表机型包括 Xiaomi MIX Fold 4 和 Xiaomi 14/14Pro。而 CIVI 系列则以颜值标杆为卖点，针对潮流年轻人和女性用户，代表机型为 Xiaomi Civi 4 Pro。Redmi 品牌则覆盖

从中端用户到性价比用户，K 系列、Turbo 系列、Note 系列和数字系列各有侧重，提供从中端到入门级的多种选择。

图表29:小米手机实施双品牌战略

	名称	定位	目标用户群体	代表机型	系列价格
Xiaomi	Mix 系列	科技高端	追求创新和高端体验的用户	Xiaomi MIX Fold 4	8999 元起
	数字系列	主流旗舰	多元用户群体	Xiaomi 14/14Pro	3999 元起
	CIVI 系列	颜值外观	潮流年轻人及女性用户	Xiaomi Civi 4 Pro	2999 元起
Redmi	K 系列	主流旗舰	中端用户	Redmi K70/K70 Pro	2499 元起
	Turbo 系列	高性能、低外观	重性能轻外观的性价比追求用户	Redmi Turbo 3	1999 元起
	Note 系列	高外观，低性能	重外观轻性能的性价比追求用户	Redmi Note 13/13Pro/13pro+	1099 元起
	数字系列	超低价、老年入门机	入门级消费者	Redmi 13C	599 元起

资料来源：小米官网，方正证券研究所

**小米的高端化之路：进展坎坷，近期迎来曙光。**2019 年，小米提出手机双品牌的发展策略。2020 年，小米推出首个高端产品小米 10，在市场上取得成功。2021 年小米 11 和 12 因追求 DXOMark 排名(由领先的质量测评机构 DXOMark 发布，基于大量测量和测试来评估智能手机的性能)未能满足用户需求。2022 年 5 月，小米与徕卡达成战略合作，推出小米 12 Ultra 和小米 13，巩固了高端市场地位。小米总结出高端产品的三个设计原则：无短板、体验优先、软硬件深度融合，实现了从技术领先到体验优先的转变。2023 年 10 月，小米 14 系列发布，首销 4 小时打破天猫、京东、抖音、快手这四大平台近一年所有国产手机的首销全天销量以及销售额记录。

图表30:小米的高端化之路

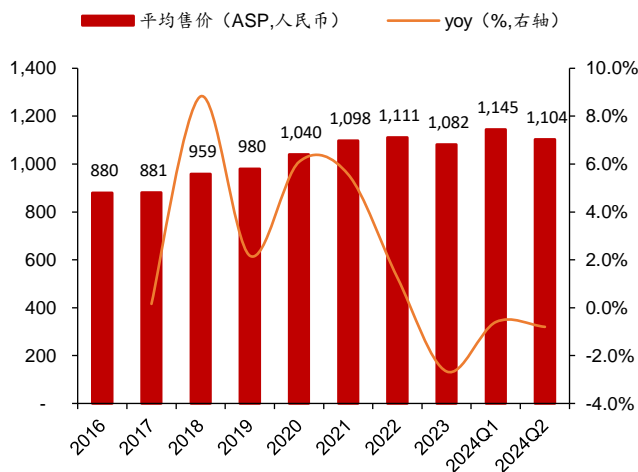


资料来源：澎湃新闻，方正证券研究所

**小米手机高端化：初步取得进展，ASP 端仍有较大提升空间：**1)ASP 方面，2023 年，公司在中国大陆地区智能手机 ASP 同比提升超过 19%，创历史新高。此外，2024Q2 公司智能手机的 ASP 为每部 1,103.5 元人民币，同比降低 0.8%，主要原因是公司在 ASP 较低的新兴市场销量增加，以及中国大陆市场竞争加剧，尤

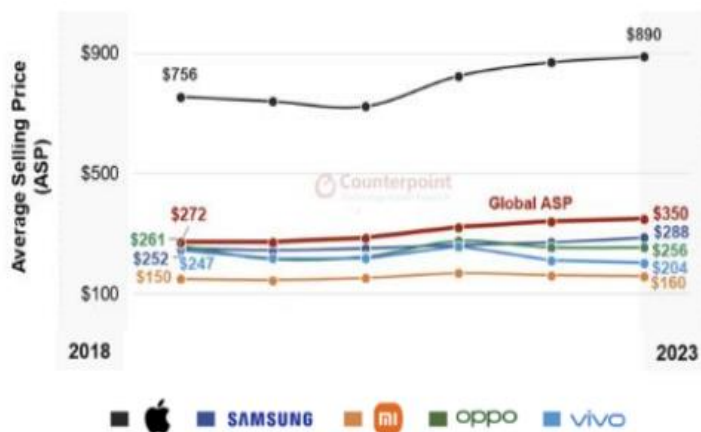
其是在 618 电商购物节期间，公司加大了促销力度。尽管小米智能手机 ASP 有所提升，但与同业竞对相比仍有差距。根据 Counterpoint Research 的数据，2023 年苹果和三星的 ASP 分别达到 890 美元和 350 美元，其他国产品牌如 Oppo 和 vivo 的 ASP 也持续高于小米。

图表31: 小米手机 ASP 有所提升



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表32: 小米手机与同业竞对相比仍有差距

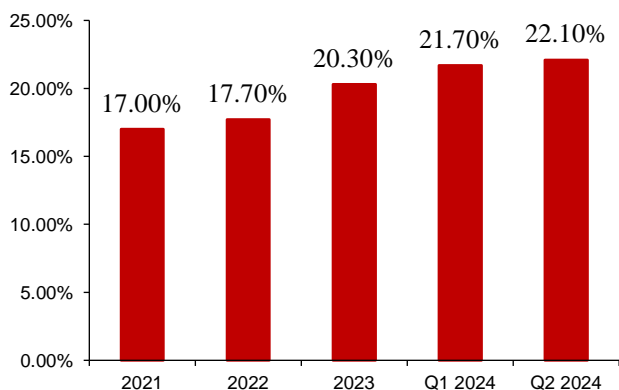


资料来源：Counterpoint Research，方正证券研究所

2) 高端机型占比方面，2024Q2，中国大陆地区小米智能手机出货量中，高端手机（价格 $\geq 3000$  人民币）的比例占总出货量的 22.1%。

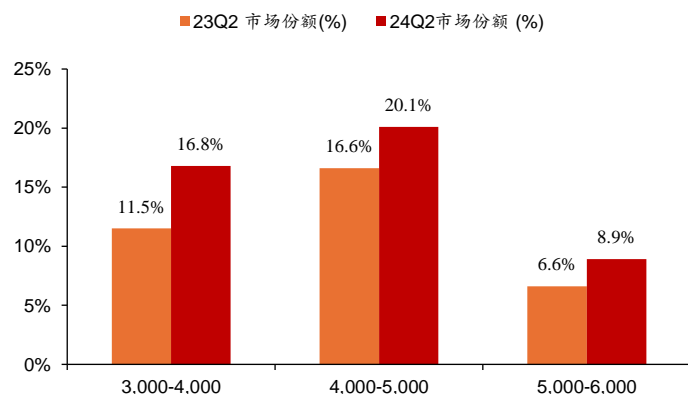
3) 市占率方面，2024Q2, 公司在中国大陆地区人民币 3000~4000 元价位段, 4000~5000 元价位段, 5000~6000 元价位段的智能手机市占率均实现同比提升，其中人民币 3000~4000 元价位段市占率为 16.8%，同比提升 5.4pct；人民币 4000~5000 元价位段市占率为 20.1%，同比提升 3.5pct；人民币 5000~6000 元价位段市占率为 8.9%，同比提升 2.3pct。

图表33: 中国大陆地区小米高端智能手机占比 (%)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表34: 小米中国大陆各价格段高端市场份额 (单位:RMB)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

怎么看待小米手机高端化：配置端已无差距。1) 操作系统：小米于 2023 年 10 月公布其自研操作系统澎湃 OS，致力于实现单端性能表现最强、AI 赋能、更加便捷高效的“人车家”的全生态连接以及全端隐私安全坚固防护。我们认为澎湃 OS 的构建进一步加强了小米“人车家”全生态的闭环。



**2) 相机：**与徕卡的合作让小米的影像功能成为其差异化的竞争优势。小米 14 系列相机以徕卡 Summilux 镜头为核心，配备了多级可变光圈、专业级三/四摄系统、高性能传感器。

**3) 电池：**小米推出自研金沙江电池，容量提升到了 5300mAh（上一代为 5000mAh），续航提升 17%，超越目前苹果、三星、华为高端机型。它使用最新一代硅碳负极技术，含硅量至高达 6%，以达到小体积内存储大电量的目的。

**4) SoC：**目前小米在高端市场的竞争对手均配备自研 SoC，而小米仍配备高通的 8 Gen 3（4 nm）芯片，我们认为在高端化竞争中，自研 SoC 能在差异化竞争中为手机厂商带来成本控制、能效优化、软硬件结合等方面的优势。自研 SoC 是小米高端化战略中亟待解决的关键挑战。

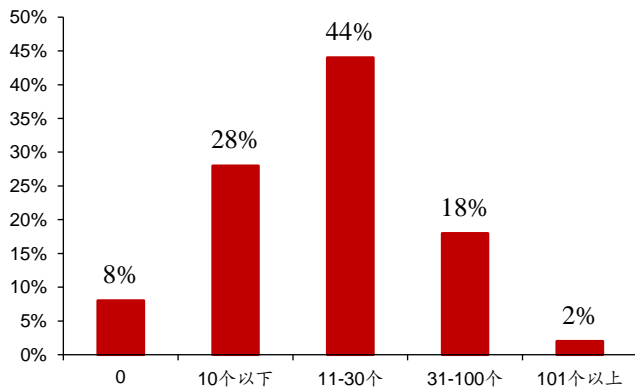
图表35: 小米手机在配置端已无差距

品牌	小米		华为		三星	苹果
款式	小米 14 Ultra	小米 14	Mate 60 Pro	Pura 70 Pro	Galaxy S24+	iPhone 15 Pro
发布时间	2024.02	2023.10	2023.08	2024.04	2024.01	2023.09
起售价(人民币)	6499	3999	6499	6499	5999	7999
操作系统	小米 HyperOS (基于安卓)	小米 HyperOS (基于安卓)	Harmony OS	Harmony OS/EMUI	安卓	iOS
主摄像头 (百万像素)	50	50	50	50	50	48
屏幕	AMOLED	OLED	OLED	OLED	动态 AMOLED 2X	超视网膜 XDR OLED
芯片	高通骁龙 8 Gen 3 (4 nm)	高通骁龙 8 Gen 3 (4 nm)	华为麒麟 9000s (7nm)	华为麒麟 9010 (7nm)	高通骁龙 8 Gen 3 (4nm) 和 三星 Exynos (4nm)	苹果 A17 Pro (3nm)
GPU	高通 Adreno 750	高通 Adreno 750	华为 Maleoon 910	华为 Maleoon 910	高通 Adreno 750	苹果 GPU
内存 (GB)	高达 1TB	高达 1TB	高达 1TB	高达 1TB	高达 512	高达 1TB
电池容量 (mAh)	5300	4610	5000	5050	4900	3274

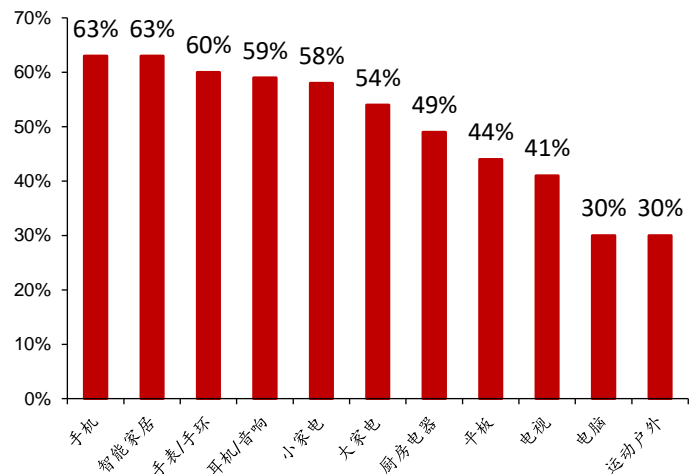
资料来源：各公司官网，方正证券研究所

小米手机高端化的核心在于用户心智，小米 SU7 成功有望助力手机业务高端化破局。根据远瞻慧库，小米 SU7 的用户多为年轻、高收入且热衷于小米生态链产品的群体。81%的用户为 90 后，家庭平均年收入高达 43.5 万元，并且 80% 的锁单用户自诩为米粉，64% 的用户拥有 10 个以上的米家生态产品。此外，根据雷军访谈，SU7 成功实现女性化扩圈，女性用户占比超 30%。购车决策因素方面，生态互联和品牌是用户选择小米 SU7 的主要因素。再者，小米用户的品牌忠诚度极高，近七成用户表示若非小米出品则不会选择 SU7。最后，63% 的 SU7 用户手机品牌为小米，手机将成为小米 SU7 对生态贡献的首要受益者。我们认为小米 SU7 成功把握了用户的心智，有望成为推动小米手机高端化破局的重要驱动力。

图表36: SU7 用户米家生态产品数量统计



图表37: SU7 用户小米产品种类分布 (N=169)

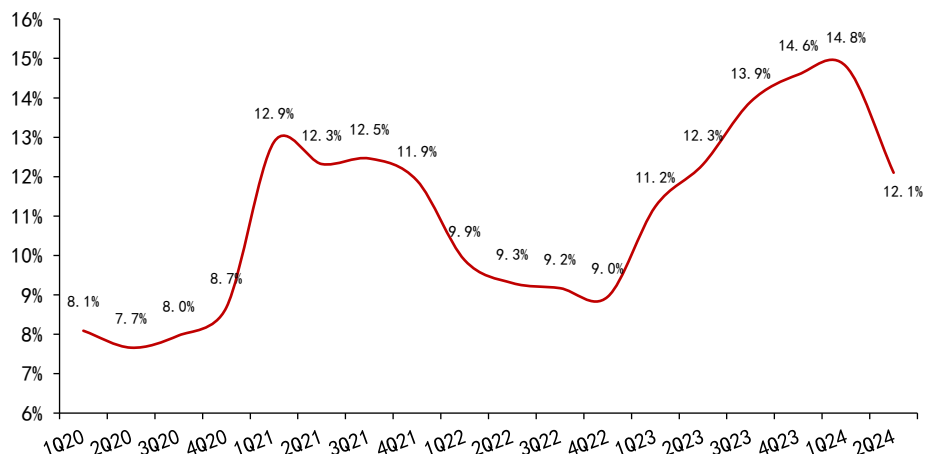


资料来源: 远瞻慧库, 方正证券研究所

资料来源: 远瞻慧库, 方正证券研究所

**“精准预测”+“规模效应”+“结构优化”，稳控元器件成本压力。**24Q2 公司智能手机毛利率为 12.1%，同比下降 0.21pct，环比下降 2.7pct，主要是由于公司在中国大陆的 618 电商购物节期间增强了促销力度以及核心零部件价格上升所致。根据公司 24Q1 业绩会，核心元器件成本（尤其是内存）从 23Q3 开始上涨，并且 23Q4 和 24Q1 涨幅较大，但是小米毛利率趋势向好，主要原因有三：1) 精准预测内存价格，进行战略储备。由于内存元器件的价格波动较大，小米通过对市场趋势的精准预测，提前做好储备工作，确保在价格上涨时依然能维持合理成本。2) 规模效应逐步显现，采购优势助力降本。与国内同行相比，小米在核心元器件的采购上具备规模优势，若把一系列核心元器件，如 SoC、内存、屏幕、相机模组算在一起，这种优势被进一步放大，显著降低采购成本。3) 产品结构优化，缓解毛利压力。通过高端化的推进，小米逐步改善用户和产品结构，抵消部分元器件成本上涨带来的压力。

图表38: 小米智能手机毛利率 2024Q2 达 12.1%



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

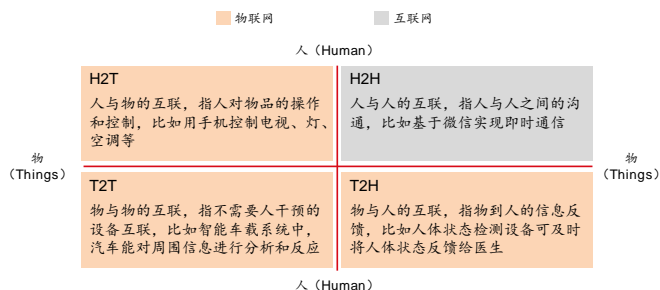
**4 IOT 与生活消费品：短期硬件收入增长确定性高，长期看服务赋能**

**4.1 业务概况：借智能硬件切入消费物联网，生态链模式扩张品类**

**物联网 (Internet of Things, IoT)** 指通过信息传感设备，按照约定的协议，把任何物品与互联网连接起来，以实现对物品的智能化识别、定位、跟踪和管理。

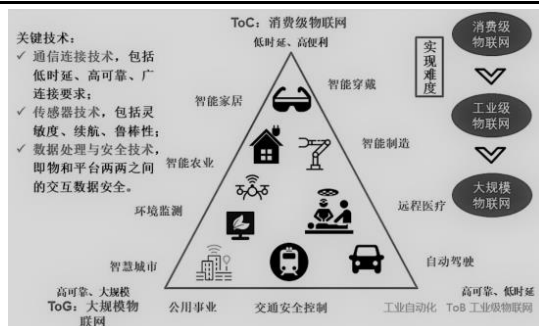
与互联网解决人与人互联的区别在于，物联网主要解决物品与物品、人与物品、物与人之间的互联。按应用场景划分，物联网包括 2G（公用级物联网）、2B（工业级物联网）、2C（消费级物联网）三类，技术实现难度依序递增。

图表39:物联网与互联网定义



资料来源：华为官网，方正证券研究所

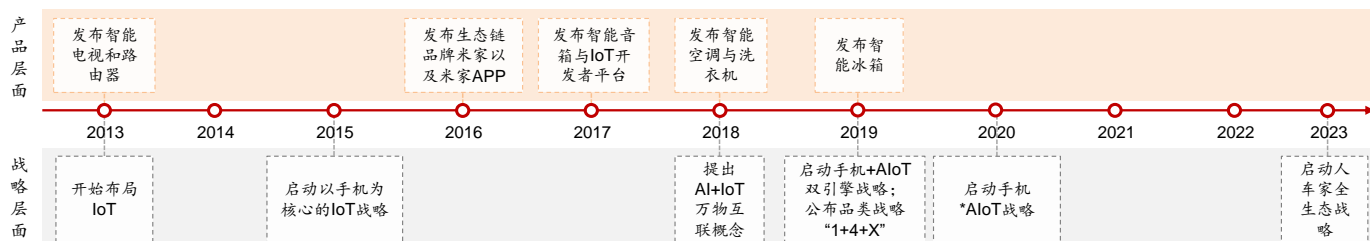
图表40:消费级、工业级及公用级物联网特征



资料来源：CNblogs，方正证券研究所

小米以智能硬件为切入点布局消费级物联网，IoT 与生活消费品业务战略地位逐步提升。小米于 2013 年以智能电视与路由器为起点布局 IoT 业务，2017 年推出开发者平台并对外开放连接，将 IoT 业务从硬件层拓展至平台层；2018 年起，公司陆续推出空调、洗衣机与冰箱，开始进军白电市场。根据小米 IoT 开发者平台信息，现有硬件覆盖家居安防、摄像机、电源开关、娱乐影视等 11 个品类。公司自今年起对 IoT 生态链采取“SAN 分级管理策略”，其中 S 类/A 类/N 类分别为规模在 50-100 亿/突破 10 亿/10 亿以下的品类，强调资源向大规模品类倾斜。在 IoT 品类扩张的过程中，其业务地位逐步上升到公司战略层面：小米于 2019 年启动“以手机为核心的 IoT 战略”；2019 年升级为“手机+AIoT”双引擎并驱战略；2021 年升级为“手机\*AIoT”，跳出手机与 IoT 业务之间的单一加法思维和并列关系，强调 AIoT 生态将作为手机业务催化剂，渗透进更多场景，目标成为小米商业模式的护城河。2023 年，随汽车业务展开，公司重构以人为中心的“人车家全生态”。

图表41:小米 IoT 业务发展历程



资料来源：亿欧智库，人民日报，上海证券报，方正证券研究所

图表42:IoT 平台已定义的产品品类

品类	包含产品
家居安防	红外遥控器、窗帘电机、路由器、Wi-Fi 信号放大器、控制面板、遥控器、报警器、门锁、动静传感器、可视门铃、调光控制器、继电器控制模块、门铃、开窗器
摄像机	摄像机
电源开关	插座/插排、开关
娱乐影音	电视、电视盒子、故事机、音箱、时钟、打印机、投影仪、分体电视、IPTV 顶盒
运动健康	牙刷、睡眠监测、走步机、按摩器、按摩椅、跑步机、艾灸器、足浴器、智能枕、暖宫带
照明	灯（其中包含风扇灯）
环境电器	空调、风扇、温控器、加湿器、电暖器、新风机、香薰机、除湿机、空气检测仪、空气净化器
生活电器	智能种植器、马桶（盖）、植物监测仪、洗衣机、驱蚊器、扫地机器人、热水器、智能镜、晾衣架、擦地机、宠物饮水机、智能桌、垃圾桶、浴霸、电热毯、智能床、宠物喂食器、干衣/鞋机、智能鱼缸、毛巾架、杀菌灯、烘干机、电子阀门、水杯、沙发
出行车载	平视显示器
厨房电器	冰箱、微波炉、电热水壶、净水机、电饭煲、抽油烟机、电磁炉、压力锅、洗碗机、榨汁机、蒸烤箱、消毒柜、养生壶、集成灶、凉霸、果蔬净化机、软水机、电饼铛、饮水机、空气炸锅、储酒罐、多功能料理锅
传感器	温湿度传感器、烟雾传感器、燃气传感器、有人无人传感器、窗磁/门磁、人体传感器、水浸传感器、光照度传感器、气象传感器

资料来源：小米 IoT 开发者平台，方正证券研究所

图表43:小米生态链 SAN 分级管理策略

分类	S类	A类	N类
市场空间	50-100亿元	超过10亿元	10亿元以下
品类示例	音箱、路由器、门锁、摄像头	空气炸锅、电饭煲、净水器、厨电、空气净化器等	\

“重的变重，轻的变轻”

资料来源：腾讯新闻，方正证券研究所

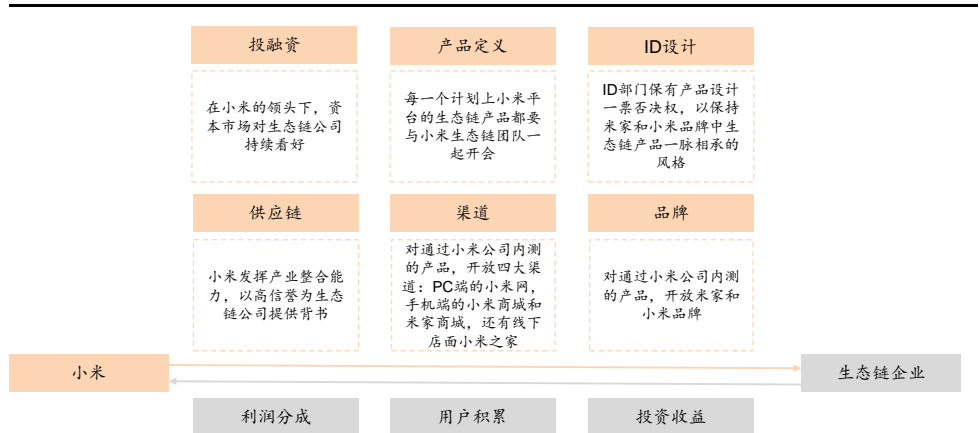
**IoT 与生活消费品业务采取自研核心产品+培育生态链企业的商业模式。**公司以互联网思维做零售的模式已在手机业务上得到初步验证：先借助互联网砍掉线下渠道和中间商，凭借低毛利收获“米粉”，形成流量池后，通过互联网增值业务盈利。在此基础上开展 IoT 与生活消费品业务是为了以手机为核心打造一个覆盖家居、出行等万物互联的生态产品圈，扩大公司业务的可触达市场；如果完全依靠自研，存在战线过长、资源不足等问题，因此培育生态链企业成为公司的必然选择。根据《小米生态链战地笔记》信息，公司内部部门研发设计的硬件终端只有手机、电视、平板、路由器（包括盒子）；其他小米品牌的产品均由生态链企业代工生产。

**1) 自研产品卡位 IoT 关键流量入口：**手机是移动互联网时代的操纵中心，小米要围绕手机发展硬件生态，还需要一个将所有设备接入互联网的数据吞吐枢纽，即路由器。而电视和平板作为家庭娱乐的重要流量入口，能够协同手机（个人娱乐流量入口）业务，加速小米分发平台的普及。

**2) “投资+孵化”生态链企业，迅速扩张产品品类：**

小米投资生态链企业并为其提供全方位的支持。小米秉持“投资但不控股”的准则，一般持股 15%-20%，旨在保证生态链企业的积极性和灵活性。为保证企业理念和产品风格的一致性，小米会参与定义产品、主导设计、协助研发、背书供应链，最后对通过小米内测后的产品，按类别开放米家和小米两个品牌，并提供渠道与营销支持，负责销售与售后。小米生态链团队现已形成 ID 设计、集中采购、品质控制等按功能划分的平行支撑部门，每个部门对应若干生态链公司的若干产品。生态链公司在成熟后会反哺小米，一方面直接提供销售流水的支持，另一方面间接为小米带来新用户，保持品牌热度。以九号公司为例，九号与小米的合作以利润分成模式为主，按照成本价格将定制产品销售给小米通讯，在全球范围内只通过小米集团或其授权的相关渠道进行分销，小米通讯再将产生的净利润按照约定好的 50% 分成。

图表44: 小米与生态链企业的合作模式



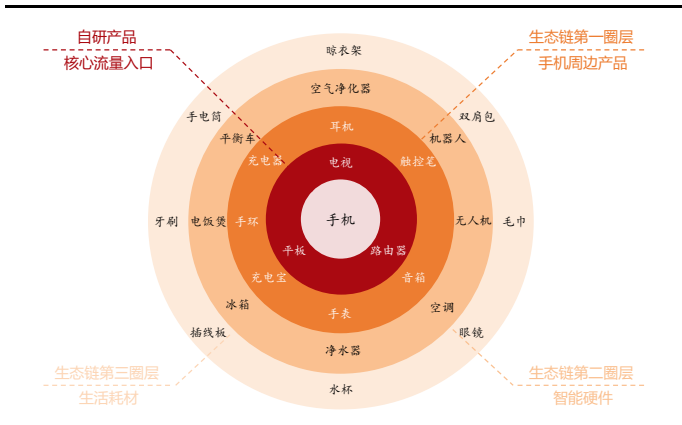
资料来源：《小米生态链战地笔记》，方正证券研究所

小米生态链覆盖手机周边、智能硬件、生活耗材三大圈层，选品坚持“大众产品高质化”及“小众产品大众化”。生态链投资圈层由近及远展开：首先基于小米手机已取得的市占率和活跃用户群，投资手机周边产品，比如耳机、音箱和移动电源。其次，考虑到硬件智能化是必然趋势，公司投资多个领域的智能硬件，包括空气净化器、净水器、电饭煲等白电，以及无人机、平衡车、机器人等智能玩具。最后第三圈层是生活耗材，比如毛巾和牙刷，以挖掘潜在的个人和家庭生活品质升级带动的消费需求，减少科技产品带来的不确定性。

公司选品走大众路线，一方面关注没有标准与品牌、没有绝对领先企业的大众市场（公司将其称为“蚂蚁市场”），该市场的特点是门槛低且低价竞争激烈，容易出现“要么贵、要么差”的两级分化现象，比如插线板和充电宝。在这方面，公司目标做满足 80% 用户 80% 需求的爆款产品；另一方面是切入小众的新兴热门产品市场，该市场的特点是竞争品牌多、用户量少且产品价格偏高，比如手环和扫地机器人。其中，公司的目标是让大众用户能以较低的成本、便捷的方式获得这个产品。



图表45:小米生态链投资圈层



资料来源:《小米生态链战地笔记》,小米商城,方正证券研究所

图表46:以插线板和手环为例看小米选品逻辑

选品逻辑	代表产品	市场特征	解决方式	产品表现
大众产品 高端化	插线板	1) 市占前二分别为公牛(30%)/突破电器(不到3%),剩下都是小企业; 2) 传统产品能够满足基本需求,但是结构设计不紧凑导致长度普遍超过50厘米	做出符合国际标准基础上最薄、最轻、最小的产品	小米插线板一年卖出几百万个,单一SKU销量破领域记录
小众产品 大众化	手环	1) 定位高科技时尚单品,但价格门槛高导致很多年轻消费者放弃尝鲜机会; 2) 80%的功能较为边缘,且待机时间短,导致用户体验不好	保留计步、睡眠检测等刚需功能,新增手机解锁功能创造用户粘性,并且打出79元低价	小米手环上市两年卖出2000万个

资料来源:《小米生态链战地笔记》,方正证券研究所

手机周边产品和生活耗材大多属于生活消费品,间接推动以智能硬件为核心的IoT产品发展。小米早期推出的拖线板、移动电源等高频次产品,虽不直接归属于IoT硬件,但有助于降低消费者认知和信任的门槛,无形之间提升了用户对小米空调、洗衣机等大家电以及对小米手环等新兴产品的接受度,推进公司在智能家居与智能穿戴等核心IoT领域的生态建设。

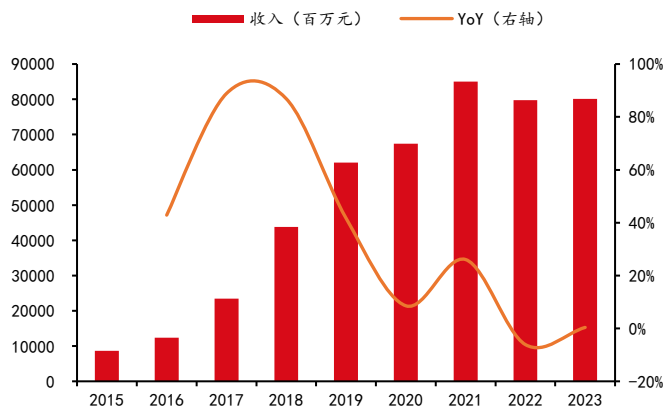
小米生态链频出爆款单品,流水支持与用户积累成效显著。小米模式成功复制到多个生态链产品上,紫米移动电源、华米智能手环、青米插线板、九号平衡车等爆品在各自细分领域掀起浪潮;生态链企业中华米科技、动力未来(青米母公司)、开润(润米母公司)、石头科技、九号公司均成功上市。生态链产品的成功推动公司IoT业务收入迅速增长,对应2016-2023年CAGR为32%。截止2024Q2,公司IoT平台接入设备8.2亿台(YoY+25.6%);拥有5个及以上连接平台设备的用户量达到1610万人(YoY+23.9%)。据23年11月小米IoT生态伙伴大会,小米已成为全球最大的消费级IoT平台。

图表47:部分生态链企业及主要产品

企业	领域	爆品	产品表现
华米	可穿戴设备	手环	上市一年后销量超1000万台,助力华米销售额突破10亿元;华米科技后赴美上市
智米	环境电器	空调	截至2024年六月中旬,小米空调线上累计销量同比增长68.8%,市场份额达14.2%,位列第三
青米	电源开关	插线板	上市3个月销量突破100万只;母公司动力未来后挂牌新三板
九号公司	智能玩具	平衡车	上市2个月销量突破10万台,打破平衡车销量行业记录;九号公司后在科创板上市
石头科技	生活电器	扫地机器人	石头科技后在科创板上市

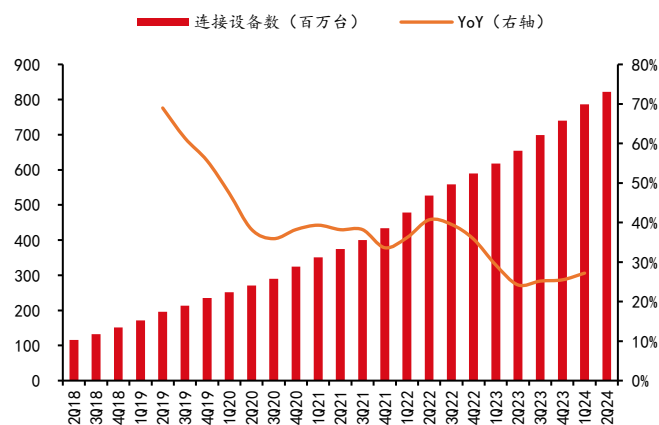
资料来源:搜狐新闻,36kr,充电头网,艾瑞网,九号公司官网,搜狐新闻,新浪新闻,方正证券研究所

图表48:IoT 及生活消费品业务收入及同比增速



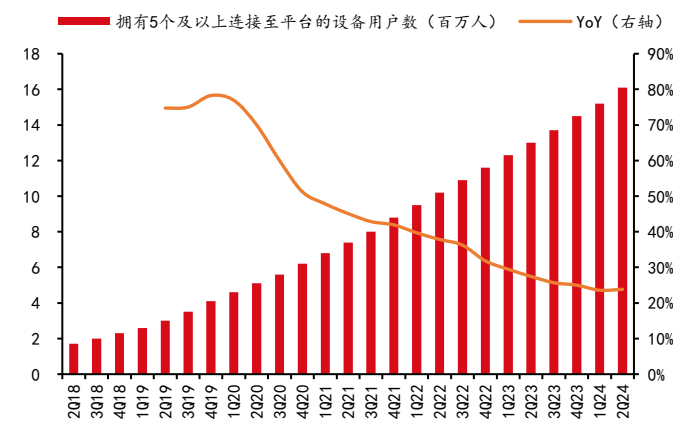
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表49:IoT 平台接入设备数及同比增速



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

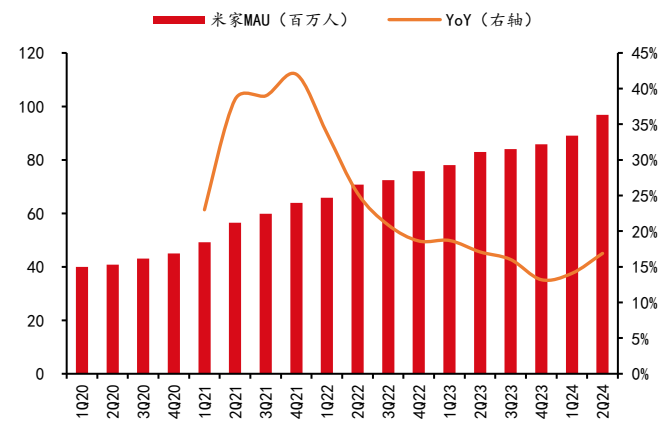
图表50:拥有 5 个及以上连接设备的用户量及同比增速



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

注: 设备不包括智能手机、平板和笔记本电脑

图表51:米家 MAU 及同比增速



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

4.2 行业概况: 消费物联网处于单机智能向互联智能的过渡阶段, 硬件及平台企业有望依次受益

物联网可以划分为四个层次: 1) **感知层**: 通过传感器等工具来获取现实世界的信息; 2) **网络层**: 把感知层收集识别的信息传送到平台层, 涉及通信模组与网络等产品; 3) **平台层**: 负责数据的处理和分析, 包括云平台以及操作系统开发服务; 4) **应用层**: 以平台层数据为基础, 提供智能硬件和相关应用服务, 以解决特定垂直领域的问题, 比如智慧出行、智能穿戴、智慧物流等。根据亿欧智库数据, 物联网网络层和应用层分别在行业中占据 25%-35%/30%-40%的价值量。

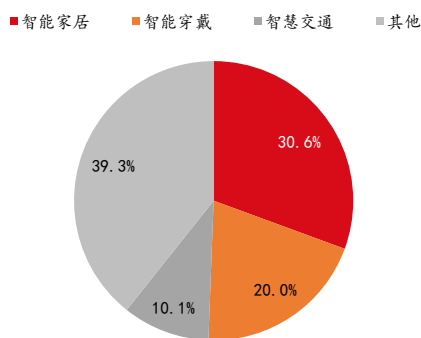
图表52:物联网产业链主要环节及价值分布

分层	感知层	网络层		平台层	应用层
环节	传感器	通信模组	通信网络	物联网平台	智能硬件
	物理传感器	蜂窝通信模组	蜂窝网络	连接管理	2C
	化学传感器	5G/NB-IoT/eMTC		设备管理	可穿戴设备、家电
	生物传感器	非蜂窝通信模组	非蜂窝网络	操作系统	2B
		Zigbee/LoRa/WiFi/蓝牙			表计、监控
	芯片				应用服务
	系统级/传感器/定位芯片	通信芯片			智能家居/车联网/智慧城市/智能制造
价值	10%-15%	20%-25%	5%-10%	20%	30%-40%

资料来源：亿欧智库，方正证券研究所

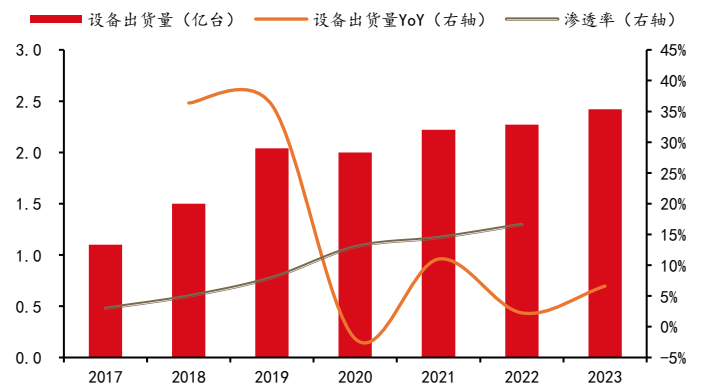
消费物联网处于单机智能向互联智能的过渡阶段。物联网发展的第一阶段是单机智能，即在传统硬件的基础上，加入最基本的感知、识别、理解和反馈功能；第二阶段是互联智能，一个云端或者中控连接多个终端，形成智能化体验场景；第三阶段是主动智能，在互联的基础上利用云计算、大数据等工具对用户行为进行分析，并主动提供适用于用户的服务。随着通信技术迭代发展，单机智能以及单平台下的互联智能已逐步实现，现阶段的发展重点为跨平台、跨生态、跨终端的互联互通——发展瓶颈在于网络层的通信协议尚未统一、平台层众多参与者各自为政。供给侧的高度碎片化导致用户无法实现无感、稳定、傻瓜式的连接，因此难以培育消费者使用物联网产品的习惯。以消费物联网的主要品类智能家居为例，近年在中国市场的渗透率提高陷入瓶颈，2022 年仅提高 2.1pct 至 16.6%；同时，设备出货量基本持平，2021-2023 年分别出货 2.2/2.3/2.4 亿台。

图表53:我国智能硬件市场产品结构占比（2023 年）



资料来源：观研报告网，方正证券研究所

图表54:我国智能家居设备出货量及渗透率表现



资料来源：挚物产业研究院，前瞻产业研究院，观研报告网，方正证券研究所

消费物联网产业的发展路径为“扩大连接-平台搭建-流量变现”。我们认为，在单机智能和单平台互联智能阶段，具备硬件开发和生产实力的应用层企业具备较好的发展潜力。企业聚焦重点领域发展自有品牌的核心产品，以智能硬件销售获得用户和营收。随着智能硬件品类的丰富，连接的设备数量增多，设备之间的连接与交互需求也在提升，建设提供设备连接与管理功能的平台是支撑消费物联网业务持续扩展的基础。随着互联智能渗透深化，具有接入设备数量大、类型全、应

用开发简化、应用开源等特点的平台生态有望通过 PaaS/SaaS 等模式受益。长期看，获取用户数据并实现流量变现是物联网业务未来发展的重要方向。

**4.3 竞争格局与定位分析：**参与者众多，竞争格局尚未明确；小米 IoT 短期看管理红利和出海带来的硬件增长，长期服务赋能打开空间

**目前物联网行业的主要参与者包括通信企业、互联网企业、IT 服务企业和垂直领域的供应商。**其中，通信企业（如华为、中国移动）掌握芯片及通信技术，大多直接切入网络层，提供通信模块及网络，再往下游操作系统及云平台衍生；IT 服务企业（如亚马逊、微软）基于自身公有云业务积累的优势，发展物联网云平台，提供设备连接上云、管理、数据存储与分析等能力；互联网科技企业（如小米、苹果）具备用户群优势，结合外延的硬件制造及云计算技术，围绕原有核心产品，丰富智能硬件品类，并构建连接智能硬件的开放平台；垂直领域供应商（如智能家居领域的海尔、美的，以及车联网领域的特斯拉）主攻原有产品的智能化，以提振在细分领域中的份额。

图表55: 主要参与者发展路径



资料来源：亿欧智库，方正证券研究所

**IoT 行业竞争格局尚未明确，现阶段参与者均以消费者心智培育为首要目标。**小米 IoT 目前正受益于硬件智能化的替代过程，收入增长确定性较高，长期能否渗透软件收费为关键拐点。短期看，公司一方面希望做好品控，另一方面在大家电和海外市场发力。该增长逻辑在以空调为核心的白电上已得到初步验证：截止 2024 年 6 月，小米空调累积销量同比增长 68.83%，市场份额达到 14.18%（YoY+5.21pct），同期格力及美的空调销量市占分别下滑 3.38%/0.48%。长期看，互联互通后的软件收费有望拉高收入增长的天花板。

## 5 互联网：高毛利业务，变现率和 ARPU 仍有提升空间

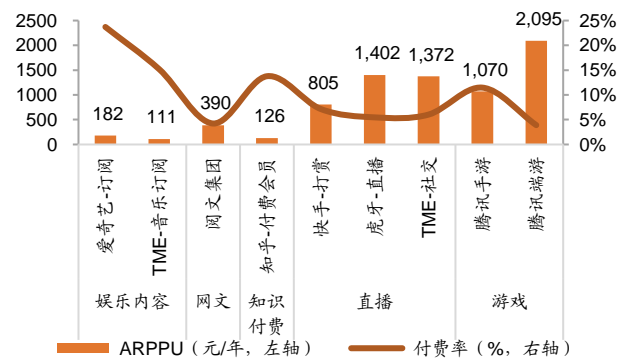
**互联网商业模式中，信息、内容分发等轻资产业务更适合小米。**小米通过高性价比的硬件产品吸引用户后通过互联网等业务进行商业化变现，而手机作为移动互联网时代最重要的流量入口，小米手机用户的使用时长是所有 APP 的时长总和，而互联网的商业化手段均基于用户及其使用时长的变现，我们认为小米互联网业务的收入空间和估值取决于小米能为用户提供的服务和产生的价值。我们将互联网平台分为供给和履约在线上与线下两种，并通过用户对于信息、内容、商品、服务等不同的需求进一步细分，我们认为不同定位的平台对应着不同的用户需求，因此对平台经营者的核心能力要求不同，相较于电商、本地生活等涉及线下履约的商业模式，信息、内容的分发相对更符合小米的运营逻辑。其中增值服务、视频、游戏等方面，用户直接为平台提供的服务和内容付费，ARPPU 相对较高，但需要通过优质内容提升用户付费率。

图表56: 互联网业务分类

平台分类		核心能力	细分
互联网平台分类	供给和履约在线上	基础应用	产品设计, 用户理解
		网络内容	内容把握, 生产
	供给和履约在线下	基础设施	网络支付
		以SKU为中心的供给	对品类、供应链和定价的理解
		以Location为中心的服务	履约
			网上外卖 网约车 在线旅游

资料来源: 方正证券研究所

图表57: 2023 年各平台内容付费业务对比

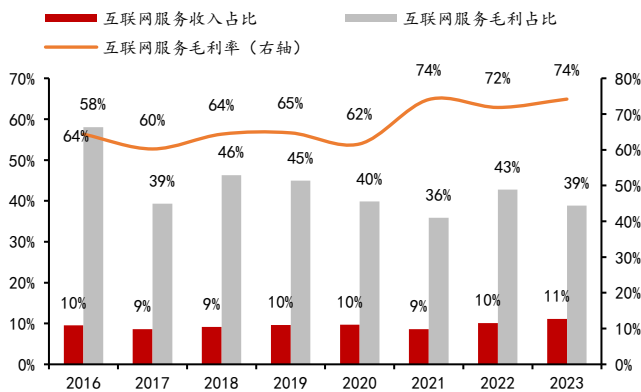


资料来源: 各公司财报, 方正证券研究所

**高毛利业务, 11%收入贡献 39%毛利。按产品拆分:**1) 广告收入 (占 23 年互联网收入约 68%), 包括手机 APP 预装、视频广告、APP 开屏广告、横幅广告、应用商店分发等, 2) 游戏收入 (占 23 年互联网收入约 15%), 主要来自游戏分发分成, 3) 其他增值服务 (占 23 年互联网收入 17%)。

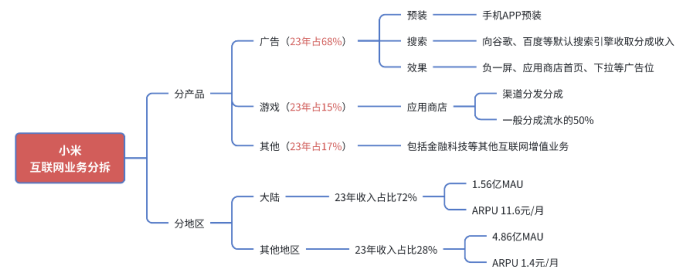
**按海内外拆分:**从收入看, 7 成收入来自国内, 3 成来自海外。国内 ARPU 相对较高, 海外由于谷歌占主导地位, ARPU 较低, 但谷歌会对高端手机发展向好的手机品牌奖励性提高分成比例, 2H23 公司海外分成比例提高带来互联网收入的改善。

图表58: 小米互联网业务收入、毛利占比及毛利率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表59: 小米互联网业务分拆

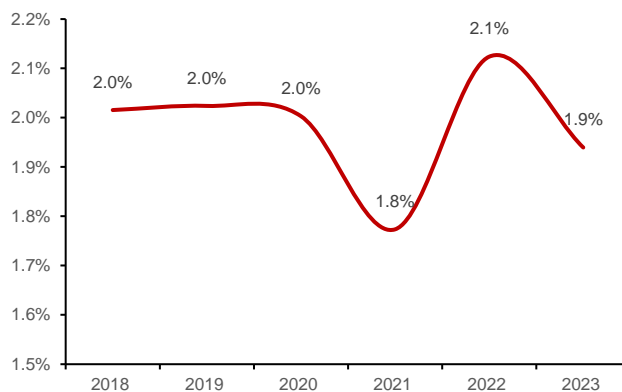


资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

**商业化能力取决于用户质量, 关注小米高端化进展。**公司通过手机、TV 等硬件低价销售占领用户流量入口, 通过广告、游戏等业务分成对用户流量进行变现。每年收入由存量用户数量与客单价(取决于用户质量、广告主付费意愿、游戏及系统厂商分成话语权)决定。考虑到安卓 50%的流水分成, 目前小米游戏分发收入仅占中国手游收入 2%左右, 与其 8.5%的活跃用户占比相比相对较低, 广告业务变现效率亦有提升空间(手机的使用时长理论上为所有 APP 使用时长的总和), 我们认为背后核心原因在于小米目前用户相对低端, 随着小米高端手机业务发展渐入佳境, 带动 ARPU 值提升, 从而推动公司互联网业务增长。

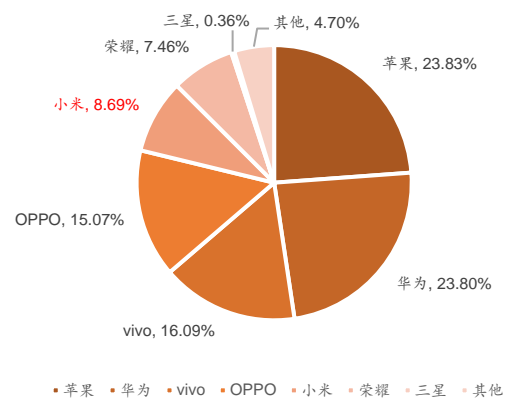


图表60: 小米游戏收入占中国手游市场比例



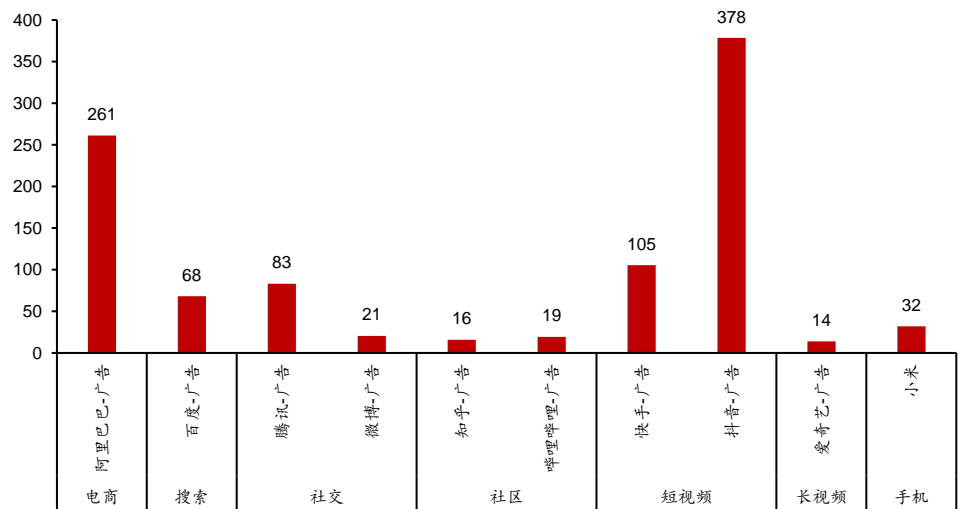
资料来源: 观研报告网, 中国证券报, 公司官网, 方正证券研究所

图表61: 国内各机型活跃用户占比 (24M7)



资料来源: 艾瑞咨询, 方正证券研究所

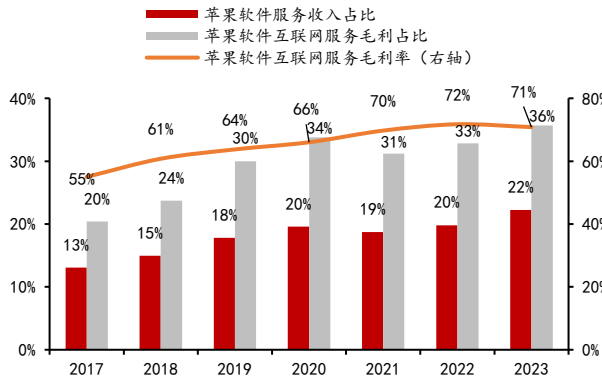
图表62: 2023 年广告业务单用户变现收入对比 (元/年)



资料来源: Marketing, QuestMobile, 各公司公告, 方正证券研究所

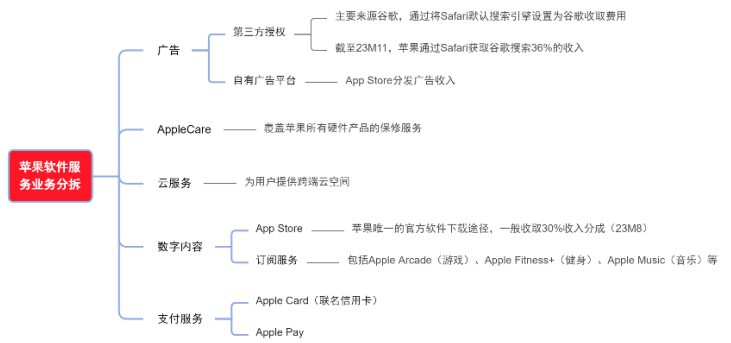
对比苹果, 小米互联网业务 ARPU 值仍有较大提升空间。手机作为 C 端最重要的流量聚合入口, 随着公司硬件品类不断实现突破, 苹果也开始探索其在软件领域的货币化可能。软件服务业务已经成为苹果公司的仅次于 iPhone 的第二大收入来源 (23 年占 22%), 过去五年收入复合增速达 10%, 毛利润贡献亦提升至 36%, 盈利能力 2 倍于整体硬件产品。我们梳理下来小米与苹果在互联网及软件方面商业化模式基本一致, 只是目前小米在音乐、视频等订阅服务体量相对较小。以 FY24Q1 (对应 CY23Q4) 苹果披露的 22 亿台全球活跃设备计算, 2023 年苹果软件服务 ARPU 约为 39 美元/年, 约为小米的 6 倍 (小米 2023 年互联网业务 ARPU 为 47 元/年)。

图表63: 苹果软件服务业务收入、毛利占比及毛利率



资料来源: Wind, Bloomberg, 方正证券研究所

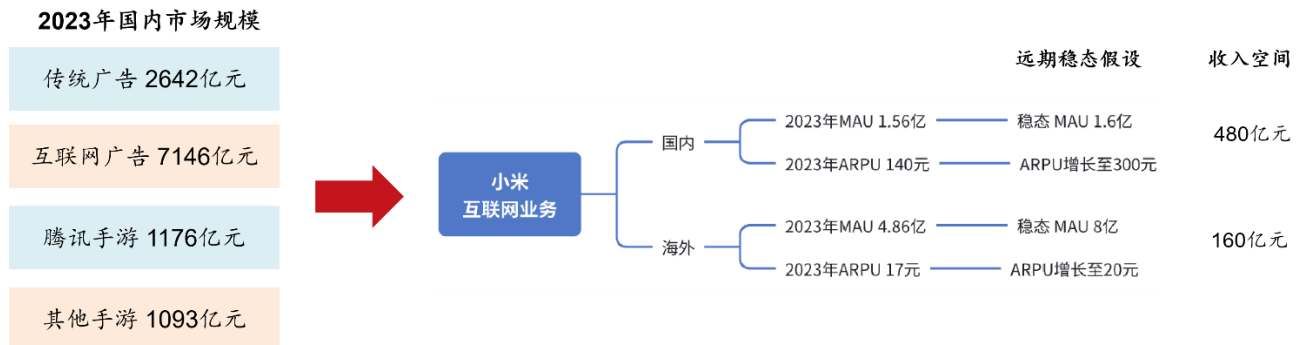
图表64: 苹果软件服务业务分拆



资料来源: 苹果公告, CNBC, Statista, 方正证券研究所

**互联网业务收入空间测算:** 国内业务中, 手游市场规模约 2300 亿元, 考虑到腾讯手游分发渠道有微信、手机 QQ、应用宝, 未来这部分空间可能逐步收窄, 因此小米游戏业务的空间约为 1100 亿元, 此外中国互联网广告市场规模约为 7100 亿元, 海外因为 Google Play, 暂不考虑海外游戏变现, 海外广告空间更为广阔, 因此小米手机互联网业务变现仅国内部分即有超 8000 亿的市场空间。假设公司稳态手机用户大陆 1.6 亿人, ARPU 300 元, 海外 8 亿, ARPU 20 元, 对应收入约 640 亿元人民币。

图表65: 小米互联网业务收入空间测算



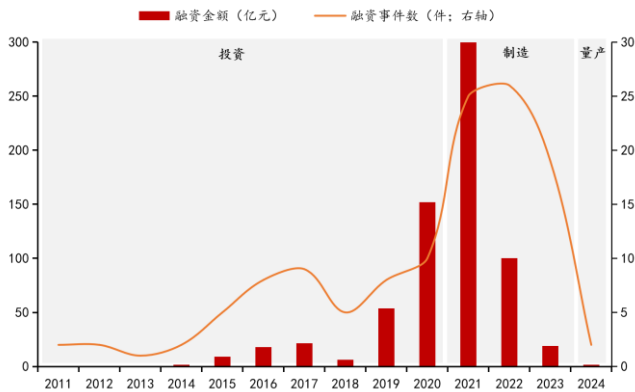
资料来源: QuestMobile, 公司官网, 中国证券报, 方正证券研究所

## 6 汽车: 产品守正+品牌出奇, 紧握车手互联流量入口

### 6.1 业务概况: 从投资到制造, 首车迎爆单

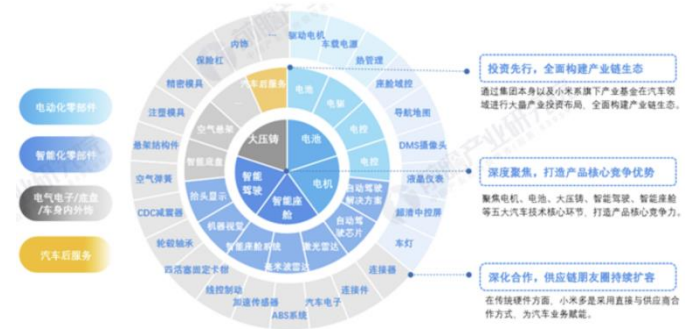
**跨界入局造车, 投资先行推动产品快速落地。**公司自 2021 年 3 月正式宣布造车, 进入市场时间相对较晚。为快速发展造车技术能力并推进产品上市, 公司主要采取三条发展路径: **1) 投资补足基础。**公司自 2011 年起布局汽车领域, 在 2021 年前已完成汽车相关投资 52 件, 累计投资金额达 262 亿元。2021 年宣布造车后, 投资金额及事件数创新高; **2) 自研核心技术,**切入电机、电池、大压铸、智能驾驶、智能座舱五大环节; **3) 合作完善产业生态。**分环节来看, 公司投资及自研主要集中在电动化、智能化等核心环节, 而在电子电气、底盘、车身内外饰等传统汽车零部件方面以合作为主。

图表66:小米在汽车领域的投资情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

图表67:公司在汽车领域的三条发展路径



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

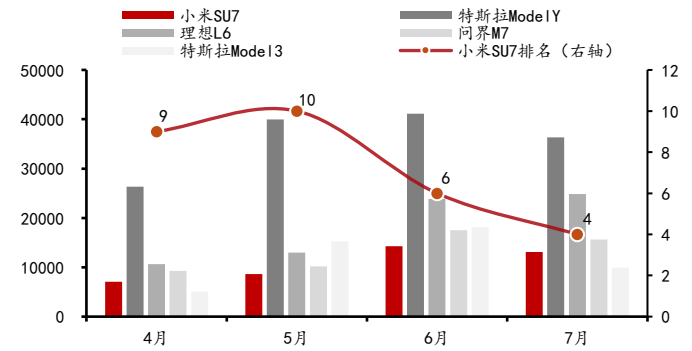
**首车迎爆单，产能处于爬坡阶段。**2024年3月，小米首款车SU7正式发售，新车共推出5款车型，售价21.59-29.99万元；SU7发售后一直处于爆单状态，截止4月底锁单量达8.8万辆。订单超预期意味着工厂产能无法与市场需求匹配，产能瓶颈可能会导致消费者分流。小米汽车工厂一期满产年产能可为15万辆，现处于爬坡期：3月/4月产能原计划目标分别为3000/4000-5000辆，现公司为避免交付周期过长，通过双班生产等手段将产能提升至月产1-2万辆。产能限制尚未对销量造成明显的负面影响，SU7 4-7月销量分别为7058/8648/14296/13120辆，至7月已进入20万以上新能源汽车销量排行前五。

图表68:SU7产品图



资料来源: 小米汽车官网, 方正证券研究所

图表69:SU7零售销量(辆)及排名(名)



资料来源: 懂车帝, 方正证券研究所

注: 排名范围为20万元以上新能源汽车

## 6.2 造车动机: 紧握车手互联流量入口, 打通人车家生态闭环

行业层面看, 智能汽车为物联网下一个流量入口, 车手生态的布局快慢将直接影响厂商在智能座舱方面的话语权。“车手互联”即智能手机与汽车座舱的互联, 是一种实现手机与车机信息互通与功能共享的技术, 其发展可以分为三个阶段:

- **手机投屏到汽车上, 使用户能够在车机上实现手机操作。**2013年, 苹果发布IOS in the Car, 次年取名CarPlay发布, 允许用户将自己的iOS设备连接到汽车的中控显示屏, 在汽车显示屏上使用苹果地图、阅读邮件、拨打电话和控制音乐等。随后, 谷歌Android Auto及百度CarLife发布。车联网被视为ICT企业通向汽车业的捷径, 并且二者在这一阶段保持和平合作关系。

- **车机智能化升级，手机互联作为补充。**2012 年，特斯拉 Model S 引入大屏，使用户能够直接在车机上搜索导航，车载网络音乐、视频以及智能车控；2016 年起，以蔚小理为代表的车企推进智能车机，并且推出汽车 APP，使用户能够通过手机远程控制车辆。车企抢回车手互联生态主导权，Caplay 不再是人车智能交互的唯一选择。
- **从系统层面打通车机和手机。**2019 年，华为发布 HiCar，用户可以直接在车机桌面直接点开流转的应用，而非像过去那样在手机投射的桌面上操作。2023 年，魅族发布 Flyme AUTO、OPPO 发布智能跨端系统潘塔纳尔，均基于自研 OS 打通车机和手机。手机厂商基本都有自己的操作系统，比较容易实现将汽车接入 OS；反之，考虑到手机是比汽车使用时间更长、粘性更强的移动终端，OEM 虽然可以自己建 OS，但更多是服务品牌的封闭生态，用户不具备可迁移性。

图表70: 车手互联发展历程



资料来源：新出行，搜狐新闻，TOM 新闻，方正证券研究所

随着车手互联深化，手机厂商跨界汽车行业的商业模式主要分裂为提供模块化零部件/提供解决方案/直接造车三种，在汽车产业链的参与程度与风险系数依次提升。手机厂商大多停留于自己有优势的智能座舱业务，提供以车载生态系统为核心的智能零部件，包括上文提及的 VIVO 和 OPPO 等。华为布局更为深化，于 21 年成立车 BU 后提出三种盈利模式——1) Tier1: 提供智能化增量零部件，2) HI (Huawei Inside): 提供全栈集成解决方案，3) 智选: 提供产品开发与渠道解决方案，均不涉及整车制造。苹果和小米则直接入场整合供应链造车，但苹果 Titan 造车计划于 24M2 取消，或因颠覆性的自动驾驶技术开发难度大，且资源需倾斜至于公司而言更具备投资前景的 AI 方向。

图表71:手机厂在车手互联领域的布局情况

手机厂	产品	合作方	进展	特征
OPPO	基于智慧跨端系统潘塔纳尔的系统解决方案 OPPO CarLink	上汽	22M8 发布	完全开放生态
VIVO	Jovi 智能车载功能	比亚迪、斑马等	20M11 发布	
魅族	智能座舱系统 Flyme Auto	吉利	23M3 发布	赋能吉利体系车型
华为	零部件供应	长城、埃安、长安、比亚迪等	-	为 OEM 提供下到零部件,上到深度定制产品的弹性合作范围;虽公司多次声称无造车计划,但车厂仍会担忧华为话语权过大,若未来进入整车领域会形成直接竞争关系
	HI (HuaweiInside) 解决方案	长安	20M4 发布	
	智选车模式	赛力斯、江淮、奇瑞、北汽等	23M11 发布	
苹果	Carplay	22 年在美国的车型渗透率为 98%	14 年发布	完全开放生态
	Titan 造车计划	-	14 年成立, 24M2 取消	-
小米	新能源轿车 MU7	-	24M3 发布	放弃与车企合作或是贴牌代工的轻资产运转模式,坚持把握汽车流量入口

资料来源:太平洋网络, 搜狐新闻, 腾讯新闻, 36kr, 观察者网, 21 经济网, OFweek, 汽车之家, 方正证券研究所

OEM 也开始跨界做手机,但是和手机厂以公域流量为目标的攻击形态不同,其主要是为了保护私域流量。考虑到手机制造门槛相对汽车较低,蔚来选择自研手机,并于 23M9 推出 NIO Phone。而吉利则采取合作路线,收购魅族后推出魅族 20 Pro (领克 08 定制版)以及 Polestar Phone 分别适配旗下领克以及极星新车型。我们认为,手机厂商在统一车手生态方面更具优势,车企的反击相对被动。互联不具备需求刚性,消费者没有购买车企品牌手机的动力;即使买车附赠手机,更多也是充当备用机的角色,无法达到替换原有手机、抢占 OS 高地的效果。

图表72:OEM 在车手互联领域的布局情况

车企	合作方	产品	价格	进展
蔚来	-	NIO Phone	6499-7499 元	23M9 发布
吉利	魅族	魅族 20 Pro (领克 08 定制版)	4088 元;购买领克 08 EM-P 时间限量版随车附送手机	24M4 发布
极星 (吉利旗下)		Polestar Phone	7388 元;购买 Polestar 4 双星互联版随车附送手机	23M8 发布
中国一汽	亿咖通科技	-	-	24M4 签署智能座舱战略合作协议,计划打造红旗智能座舱、红旗 OS 以及红旗高端手机

资料来源:投资界新闻, 魅族官网, 搜狐新闻, 网通社, 中国一汽官网, 方正证券研究所

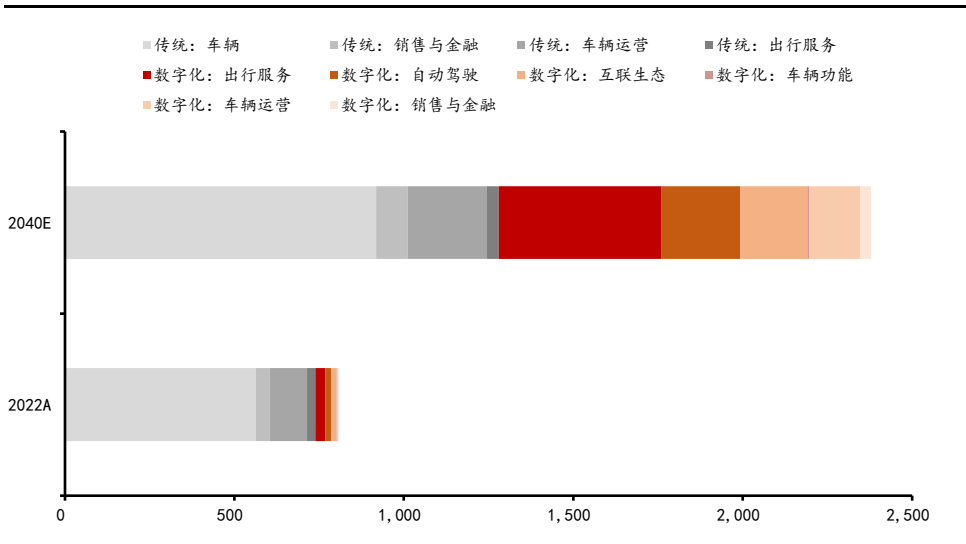
公司层面看,小米做汽车是为了打通人车家生态闭环,巩固 IoT 领域地位。对于已经有手机+IOT 业务的小米来说,智能汽车是不可错过的新场景和新流量入口。车机生态是手机生态的范式转移,预计公司会延续原有业务的打法,核心依旧是占领硬件流量入口——打造生态圈——强化粘性——转化付费。展望业务空间,假设公司汽车销量平均单价 23 万元,按 24 年全年交付目标 13 万台计算,可带来 308 亿元收入。中期看,公司希望通过多款车型迭代,抢占各个车型、价格段市场,再利用手机业务积攒下的渠道资源逐渐出海,成为全球前五的汽车品牌厂商。远期等待自动驾驶、智能座舱兴起后互联网业务带来的利润回报。



### 6.3 造车基础：造车门槛降低，公司资金与供应链储备充裕

**汽车电动化与智能化趋势深化，准入门槛下降。**新能源车相对传统燃油汽车的不同之处在于：引擎替换为三电（电池、电机、电控）系统，动力系统技术门槛降低，相关供应链成熟；同时智能网联等软件技术成为新的竞争点。汽车生态系统面临由“硬件主导”向“软件定义”的转型，具备智能化技术优势的科技公司获得入局汽车市场的机会。

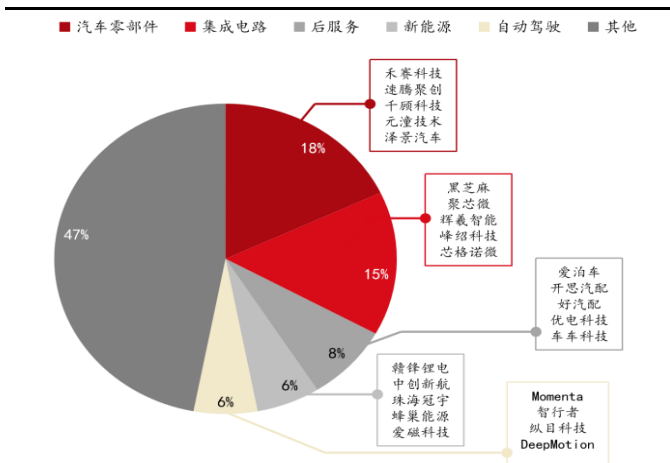
图表73: 汽车与出行行业收入结构变化展望（万亿美元）



资料来源：埃森哲，方正证券研究所

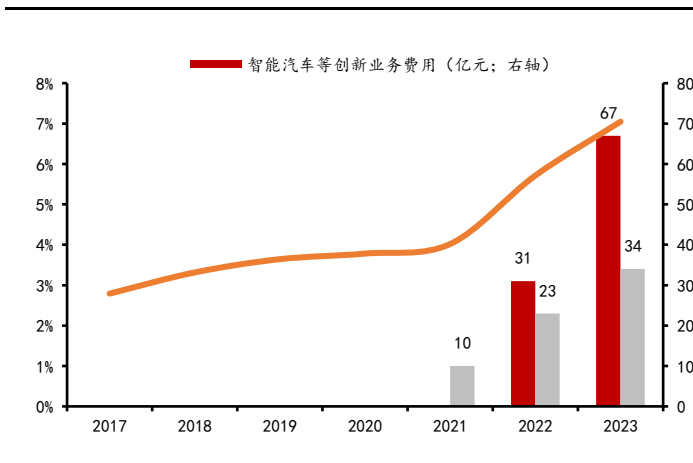
**小米提前投资补足硬件供应链，自有现金充裕。**供应链方面，过去投资的汽车上下游公司将会与小米汽车实现业务协同、资源互补，同时现有消费电子供应链伙伴也将有部分供小米造车复用。现金方面，公司20年底现金流储备达到548亿元，首期向智能电动汽车全资子公司投资100亿元，计划10年投资100亿美元。

图表74: 2011-2024 年公司在汽车细分领域投资情况



资料来源：前瞻产业研究院，澎湃新闻，36kr，方正证券研究所

图表75: 智能汽车研发投入情况



资料来源：Wind，新浪新闻，方正证券研究所

#### 6.4 造车定位：产品守正叠加品牌出奇进行差异化竞争

**产品守正：**纸面参数和竞争产品没有很大差异。SU7 的竞争对手主要是 20-30 万元区间内的新能源汽车，产品参数整体看没有明显优劣。SU7 在动力性能和座舱配置等维度存在一定优势，但智能驾驶水平和竞品相比尚存差异。

图表76: 主要车型参数对比

车型	小米 SU7	特斯拉 Model3	极氪 001	小鹏 P7	蔚来 ET5	比亚迪汉 EV	
售价（万元）	21.59-29.99	24.59-28.59	26.90-32.90	22.39-33.99	29.8	17.98-24.98	
基础参数	4997*1963*1455/	4720*1848*1442	4977*1999*1545	4888*1896*1450	4790*1960*1499	4995*1910*1495	
	车身尺寸（mm）						
	4997*1963*1440	轴距（mm）	3000	2875	3005	2998	2688
定位	中大型	中型	中大型	中型	中型	中大型	
最大功率（kw）	220/495	194/331	310/580	203/348	360	150/168/180	
百公里加速时间（s）	5.28/5.70/2.78	6.1/4.4	5.9/3.5/3.3	6.4/3.9	4	3.9/7.9	
电池类型	磷酸铁锂/三元	磷酸铁锂/三元	磷酸铁锂/三元	磷酸铁锂/三元	三元	磷酸铁锂	
续航里程（km）	700/830/800	606/713	675/705/750	550/610/702	500-560	506/605/610/715	
动力电压平台（V）	400/800	400	800	400	400	400/800	
性能电池容量(kwh)	73.6/94.3/101	60/78.4	95/100	86.2	75	150	
快充能力							
（充到 10-80% 所需时间；分钟）	19-30	15	15	29	27	30	
辅助驾驶芯片	英伟达 Drive Orin-X *2	特斯拉 FSD 2.0 *2	Mobileye EyeQSH *2	英伟达 Drive Orin-X *2	英伟达 Drive Orin-X *4	地平线征程 5	
智驾算力（TOPS）	508	720	48	508	1016	128	
配置摄像头（颗）	11	7	11	12	11	11	
激光雷达品牌	禾赛科技 *1	/	速腾聚创 *1	速腾聚创 *2	图达通 *1	/	
辅助驾驶系统	Xiaomi Pilot Max	Autopilot	ZEEKRAD	XPILOT XNGP	Auila 蔚来超感系统	DiPilot	
车机芯片	高通骁龙 8295	AMD Ruzen	高通骁龙 8295	高通骁龙 8155	高通骁龙 8295	高通 SM7325	
智舱配置	16.1"中控屏		15.05"中控屏	14.96"中控屏	12.8"中控屏	15.6"中控屏	
座舱显示屏	7.1"仪表屏	15.4"中控屏	11.02"仪表屏	10.25"仪表屏	10.2"仪表屏	12.3"仪表屏	

资料来源：盖世汽车网，方正证券研究所

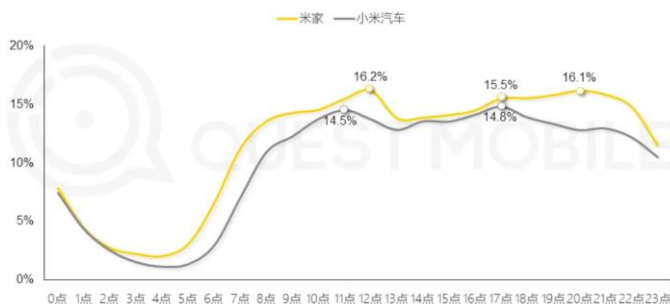
品牌出奇：差异化优势是品牌力，品牌力背后是产品生态与文化营销。

1) **产品生态：**人车家全生态完善，协同效应强。公司于 2023 年 10 月提出“人车家全生态”概念，基于澎湃 OS 全面打通人、车、家场景，实现硬件设备无缝连接与实时协同。从用户角度看，澎湃 OS 基于 HyperConnect 跨端互联框架，打通了包括小米手机、智能电动车、AIoT 在内的 200 多个品类，连接全球超 6 亿设备，覆盖用户 95% 以上的生活场景，有助于培养消费者心智与习惯。从产品迭代角度看，生态为人提供智能服务，人再把智能带给生态，让生态变得更聪明，加速智能思考中枢 Xiaomi HperMind 的迭代。

2) **文化营销：**高性价比战略持续，“米粉”用户粘性高。消费品最难以被推翻的壁垒在于品牌文化。如果品牌文化与大众消费文化发展趋势一致，则更容易借“社

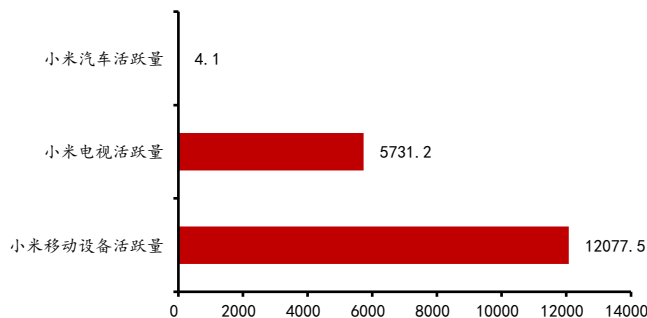
会标签”提高知名度并增加持久消费；典型的成功案例包括 Lululemon&健康休闲潮流、茅台&高端礼赠文化、小牛电动&自由出行生活方式等。小米自成立起始终坚持高性价比路线，凭借“科技平权”的圈层文化以及社区运营成为少数拥有粉丝文化的高科技公司。截止 2024 年 8 月 26 日，小米社区圈子有 46.4 万+ 用户关注。同时，创始人雷军“真诚接地气”的人设形象与公司品牌文化一脉相承，借助社媒发言与年度演讲强化个人 IP 影响力。高粘性的米粉用户有望成为小米汽车的第一批消费者。

图表 77: 米家与小米汽车 APP 使用高峰重合



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

图表 78: 小米部分终端活跃量 (万; 24M7)



资料来源: QuestMobile, 方正证券研究所

## 7 盈利预测与估值分析

综合上文分析，我们对公司各业务收入、成本等情况做如下假设：

- 手机业务：**手机是公司的核心业务，2021-2023 年智能手机业务收入占比公司总收入均在 60%左右。我们认为 2024 年在 H1 已实现高位数增长的基础上，全年手机市场有望持续复苏并实现正增长。小米在新兴市场的显著表现使其 24Q1 与 24Q2 的出货量增速分别为 33%与 27%，显著超过了行业 10%与 12%的复苏水平。此外，我们认为随着小米的新零售战略步入拓展和生态升级阶段以及小米 SU7 成功把握用户心智，小米未来有望在成熟市场实现高端化破局。结合小米在新兴市场和成熟市场的表现，我们认为小米在 2024 年有望重回增长态势。
- IoT 与生活消费品：**2021-2023 年 IoT 与生活消费品收入占公司总收入比重均在 28%左右。生态链投资由近及远已覆盖手机周边，智能硬件，生活耗材三大圈层，丰富产品品类推动物联网业务收入 16-23 年 CAGR 达到 32%，24Q2 平台接入设备数达 8.2 到亿台(同比增长 25.6%)。我们认为，消费物联网的发展路径为“扩大连接-平台搭建-流量变现”，在单机智能向互联智能过渡的现阶段，具备硬件开发和生产实力的应用层企业以及接入设备数量大的平台层企业有望率先受益。我们预计小米短期由硬件扩充贡献的收入增长确定性高，24H1 该业务实现 21%的同比增速，有望在 2024 年实现同比 23.4%的增长。
- 互联网服务：**2021-2023 年互联网服务收入占比公司总收入均在 10%左右。小米通过高性价比的硬件产品吸引用户后通过互联网等业务进行商业化变现，我们认为小米互联网业务的收入空间取决于小米能为用户提供的服务和产生的价值。随着小米高端手机业务持续推进，带动 ARPU 值提升。24H1 该业务实现 13%的同比增速，我们预计 24 全年增速达 11.9%。
- 汽车：**SU7 实现发售后 4 个月销量均处于 7000+辆高位，并于 7 月进入 20 万以上新能源汽车销量排行前五。展望业务空间，假设公司 24 年全年交付目标 13 万台计算，有望带来约 308 亿元收入。

5) **营业成本**: 公司整体毛利率 2024-2026 稳定在 21% 左右。手机业务方面, 考虑到核心元器件成本波动, 我们预计 2024 年毛利率有所下滑, 但随着小米手机高端化的逐步推进, 毛利率有望逐步回升。IoT 与生活消费产品业务方面, 考虑到受益于硬件智能化替代过程逐步产生规模效应以及海外市场的发力, 毛利率有望实现增长。长期来看, 随着设备之间的互联互通可能带来软件收费, 这将进一步提升毛利率。互联网业务为公司的高毛利业务, 随着小米高端手机业务的发展带来 ARPU 的提升, 广告业务变现效率的改善以及海外分成比例的提高, 该部分毛利率有望在 2024 年进一步提升。汽车业务方面, 随着小米汽车产能的逐步爬坡和销量的持续增长, 有望实现供应链协同效应以及规模效应, 我们预计 2024-2026 年该业务毛利率逐步增长。

综上所述, 我们预计公司 2024-2026 年 NON-IFRS 归属母公司净利润各增 9.9%、42.5% 和 26.4%, 分别为 212 亿元、302 亿元和 381 亿元, 当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别为 28X/19X/15X。

我们预计公司 2024-2026 年剔除汽车及新业务亏损后经调整净利润各增 16.3%、13.6% 和 11.6%, 分别为 301 亿元、342 亿元和 381 亿元, 当前股价对应 2024~2026 年 PE 分别为 19X/17X/15X。考虑到公司多元化业务布局和“人车家”生态所带来的强大市场潜力, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 79: 公司各主营业务收入及预测 (人民币亿元, 2022-2026E)

人民币亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	23~26 CAGR
<b>总营收</b>	<b>2,800</b>	<b>2,710</b>	<b>3,503</b>	<b>4,621</b>	<b>5,571</b>	<b>27.16%</b>
yoy	-14.7%	-3.2%	29.3%	31.9%	20.6%	
智能手机	1,672	1,575	1,832	2,080	2,402	15.12%
yoy	-19.9%	-5.8%	16.4%	13.5%	15.5%	
IoT 与生活消费产品	798	801	988	1,186	1,399	20.43%
yoy	-6.1%	0.4%	23.4%	20.0%	18.0%	
互联网服务	283	301	337	381	432	12.75%
yoy	0.4%	6.3%	11.9%	13.1%	13.2%	
其他手机 X AIoT 业务	47	33	32	32	32	-0.84%
yoy	0.0%	-30.1%	-2.5%	0.0%	0.0%	
电动车及创新业务			314	942	1,306	
yoy				200.2%	38.6%	
<b>毛利</b>	<b>476</b>	<b>575</b>	<b>733</b>	<b>985</b>	<b>1,214</b>	<b>28.30%</b>
yoy %	-18.3%	20.8%	27.6%	34.3%	23.2%	
<b>毛利率(%)</b>	<b>17.0%</b>	<b>21.2%</b>	<b>20.9%</b>	<b>21.3%</b>	<b>21.8%</b>	
yoy pct	-0.8%	4.2%	-0.3%	0.4%	0.5%	
智能手机	9.0%	14.6%	12.6%	13.8%	14.0%	
IoT 与生活消费产品	14.4%	16.3%	19.8%	20.0%	20.0%	
互联网服务	71.8%	74.2%	77.2%	78.0%	78.0%	
其他	16.2%	-27.8%	-9.6%	0.0%	0.0%	
电动车			15.9%	17.5%	20.0%	
<b>Non-IFRS 归母净利润</b>	<b>85</b>	<b>193</b>	<b>212</b>	<b>302</b>	<b>381</b>	<b>25.54%</b>
yoy	-61.4%	126.3%	9.9%	42.5%	26.4%	
<b>Non-IFRS 归母净利润 %</b>	<b>3.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.8%</b>	
yoy pct	-3.67%	4.07%	-1.07%	0.49%	0.31%	

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表80:消费电子可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	市值(亿元	归母净利润(亿元人民币)			同比增速			市盈率(X)		
		人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
瑞声科技	2018.HK	360.13	16.6	21.8	26.2	123.8%	31.5%	20.3%	22	17	14
舜宇光学科技	2382.HK	501.99	23.0	28.3	33.9	109.1%	23.3%	19.6%	22	18	15
比亚迪电子	0285.HK	689.44	46.4	59.3	70.9	14.9%	27.8%	19.5%	15	12	10
立讯精密	002475.SZ	3327.67	137.3	173.2	209.0	25.4%	26.1%	20.7%	24	19	16
传音控股	688036.SH	1062.24	58.6	70.2	82.1	5.8%	19.7%	17.1%	18	15	13
歌尔股份	002241.SZ	835.83	25.7	35.6	43.7	136.0%	38.5%	22.8%	33	23	19
可比公司平均									22	17	14

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 股价取自 2024 年 10 月 22 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期, 市值货币调整为与财报本位币对应

图表81:互联网业务可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	市值(亿元	归母净利润(亿元人民币)			同比增速			市盈率(X)		
		人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
腾讯控股	0700.HK	35841.24	1,783.3	2,019.0	2,247.4	54.8%	13.2%	11.3%	20	18	16
百度集团-SW	9888.HK	2270.52	205.0	225.0	254.8	0.9%	9.8%	13.2%	11	10	9
微博-SW	9898.HK	160.27	3.2	3.5	3.6	-86.9%	10.9%	3.4%	50	45	44
可比公司平均									27	24	23

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 股价取自 2024 年 10 月 22 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期, 市值货币调整为与财报本位币对应

图表82:汽车业务可比公司盈利预测及估值表

简称	代码	市值(亿元	营业收入(亿元)			同比增速			市销率(X)		
		人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
小鹏汽车-W	9868.HK	737	434	710	913	41.6%	63.6%	28.5%	1.7	1.0	0.8
蔚来-SW	9866.HK	771	1,065	1,316	/	91.4%	23.6%	/	0.7	0.6	/
理想汽车-W	2015.HK	1,963	1,999	2,497	/	61.4%	24.9%	/	1.0	0.8	/
可比公司平均									1.1	0.8	0.8

资料来源: Wind, 方正证券研究所 注: 股价取自 2024 年 10 月 22 日收盘价, 盈利预测来自 wind 一致预期, 市值货币调整为与财报本位币对应

## 8 风险提示

智能手机市场竞争激烈; 海外市场政策监管收紧; 核心供应链依赖; SU7 订单交付不及预期; 宏观经济波动。



附录：公司财务预测表

单位：百万元(人民币)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	199053	242413	320974	393072	营业总收入	270970	350342	462085	557111
现金	33631	43268	72966	103333	营业成本	213494	277005	362959	435712
应收账款	12151	15392	20441	24589	销售费用	19227	24329	31358	37326
存货	44423	58459	76240	91665	管理费用	5127	5978	7855	9471
其他	108848	125294	151327	173485	财务费用	-2002	-2890	-3000	-4000
非流动资产	125195	117636	111772	106655	营业利润	14025	18520	26643	34490
固定资产	13721	10977	8781	7025	利润总额	22011	19498	30541	39388
无形资产	18608	15816	13444	11427	所得税	4537	4996	6209	8098
其他	92866	90843	89547	88203	净利润	17474	14502	24332	31290
资产总计	324247	360049	432746	499727	少数股东损益	-1	-21	-25	-32
流动负债	115588	137663	186018	221699	归属母公司净利润	17475	14523	24357	31322
短期借款	6183	7746	10133	12244	EBITDA	24845	22143	32108	39161
应付账款	62099	74803	100534	119677	EPS (元)	0.70	0.58	0.98	1.26
其他	47306	55113	75351	89778	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债	44398	43613	43613	43613	成长能力(同比增长率%)				
长期借款	21674	21674	21674	21674	营业收入	-3.24	29.29	31.90	20.56
其他	22724	21939	21939	21939	营业利润	176.88	32.05	43.86	29.45
负债合计	159986	181276	229631	265313	归属母公司净利润	606.34	-16.89	67.71	28.60
股本	0	0	0	0	获利能力(%)				
储备	163000	177533	201900	233231	毛利率	21.21	20.93	21.45	21.79
归属母公司股东权益	163995	178528	202895	234226	净利率	6.45	4.15	5.27	5.62
少数股东权益	266	245	220	188	ROE	10.66	8.13	12.00	13.37
股东权益合计	164262	178773	203115	234414	ROIC	8.27	5.93	9.34	10.48
负债和股东权益	324247	360049	432746	499727	偿债能力				
					资产负债率(%)	49.34	50.35	53.06	53.09
					净负债比率(%)	-3.52	-7.75	-20.26	-29.61
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.72	1.76	1.73	1.77
经营活动现金流	41300	19734	40747	39922	速动比率	1.30	1.29	1.27	1.32
净利润	17475	14523	24357	31322	营运能力				
折旧摊销	4836	5535	4568	3773	总资产周转率	0.91	1.02	1.17	1.19
少数股东权益	-1	-21	-25	-32	应收账款周转率	22.63	25.44	25.79	24.74
营运资金变动及其他	18990	-303	11848	4860	应付账款周转率	3.71	4.05	4.14	3.96
投资活动现金流	-35169	-11150	-13445	-11677	每股指标(元)				
资本支出	-6269	0	0	0	每股收益	0.70	0.58	0.98	1.26
其他投资	-28900	-11150	-13445	-11677	每股经营现金	1.65	0.79	1.63	1.60
筹资活动现金流	-505	1043	2386	2112	每股净资产	6.54	7.15	8.13	9.39
借款增加	3646	1563	2386	2112	估值比率				
普通股增加	-1287	0	0	0	P/E	20.50	40.39	24.08	18.73
其他	-2864	-520	0	0	P/B	2.19	3.29	2.89	2.50
现金净增加额	6024	9636	29698	30367	EV/EBITDA	14.25	25.87	16.99	13.21

数据来源：wind，方正证券研究所，EPS、ROE、P/E 均按归属母公司净利润计算

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com