

小米集团-W (1810.HK) 公司深度报告： 人车家全生态发展，致力于成为新一代硬核科技引领者

评级：增持(首次覆盖)

陈梦竹(证券分析师)
S0350521090003
chenmz@ghzq.com.cn

陈重伊(证券分析师)
S0350525010002
chency@ghzq.com.cn

最近一年走势



市场数据

2025/02/18

当前价格 (港元)	48.40
52周价格区间 (港元)	12.56-48.40
总市值 (百万港元)	1,215,233.43
流通市值 (百万港元)	1,215,233.43
总股本 (万股)	2,510,812.86
流通股本 (万股)	2,510,812.86
日均成交额 (百万港元)	15,438.51
近一月换手 (%)	0.99

相对恒生指数表现

2025/02/18

表现	1M	3M	12M
小米集团-W	29.2%	61.2%	236.4%
恒生指数	15.5%	16.4%	38.4%

预测指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	2710	3541	4615	5436
YoY	-3%	31%	30%	18%
归母净利润 (亿元)	175	189	292	380
YoY	606%	8%	54%	30%
经调整净利润 (亿元)	193	242	430	524
YoY	127%	25%	78%	22%
EPS (经调整)	0.77	0.96	1.71	2.09
ROE(%)	11%	10%	14%	15%
P/E (经调整)	58.8	46.9	26.4	21.6
P/B	2.2	6.2	5.3	4.5
P/S	1.3	3.2	2.5	2.1

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所（2025年2月18日港元兑人民币汇率为0.9330）

本报告重点解决了以下几个核心问题：小米集团的核心成长优势到底在于什么？小米集团在AI布局中的优势是什么？小米集团如何利用AI赋能硬件产品？小米集团手机市场空间测算？如何看待小米集团汽车未来销量？

● 小米集团：AI加持人车家全生态发展，致力于成为新一代硬核科技引领者

小米集团是一家以智能手机、IoT平台为核心的消费电子及智能制造公司。基于“万物互联”的设想，小米集团持续推出多款AIoT产品，并于2024年拓展至新能源汽车领域。目前，小米集团正积极布局AI领域，小米集团大语言模型以轻量化和本地部署为突破口，通过云端结合，实现设备和场景之间的互联，为“人车家全生态”战略赋能。截至2024年底，小米集团大语言模型已实现云边端结合，参数尺寸最小为 0.3B，最大为 30B。我们认为，小米集团在C端硬件布局丰富，随着小米集团进入越来越多生活消费品的行业以及在AI方面的投入，小米集团相较同行或将有更大可能性触发刚性AI C端应用场景，看好小米集团后续AI相关业务发展。

● 手机业务：夯实基本盘，持续深化高端化战略

手机业务作为小米集团基本盘，整体业绩已伴随市场复苏而回暖。我们认为，全球手机市场出货量目前已基本进入稳定发展阶段，小米集团2023年市占率排名全球前三。从市场层面来看，中国占全球手机出货量份额有限，小米集团手机销量增长将更多依靠拓展海外市场。并且，由于小米集团当前在手机市场出货量靠前，后续成长或将更多依靠提高高端化产品占比，来拉动手机ASP与利润提升。2024Q3单季度，小米集团单季度智能手机收入约475亿元，同比增长14%，已是小米集团自2023Q4起连续第四个季度实现智能手机单季度收入同比正增长。同时，在高端化策略上，随着小米集团高端化方法论逐步迭代，高端化产品力的提升以及用户心智的积累，小米集团持续收获高端手机竞争态势的正向改变。我们预计2026年，小米集团手机收入约2078亿元。

● IoT与生活消费产品业务：线上更具竞争优势，2025年家电出口有望带动业绩进一步提升

小米集团产品布局广泛，覆盖可穿戴、平板/PC相关、大家电、各类小家电等。小米集团在手机周边产品中相对更具优势，已在可穿戴、平板等领域实现出货量全球领先。但在传统家电市场中，小米集团份额相较头部企业仍有差距，更多是在线上销量份额居前。我们认为，小米集团当前产品主要依靠在国内进行线上销售，后续在国内拓展份额将更多依靠线下渠道。并且，由于线下渠道相对线上更为高端，小米集团若在线下渠道成功拓展也可进一步优化产品盈利能力。此外，为扩大成长空间，小米集团正计划积极布局海外市场，预计部分产品将于2025年销往东南亚市场。我们预计2026年，公司AIoT收入约1162亿元。

- **汽车业务：SU 7系列预计2024年全年交付量13万余台，看好小米集团汽车后续成长**

新能源汽车在汽车市场的渗透率逐年提升，是汽车市场的未来发展趋势，并且，中国品牌认可度提升。我们认为，当前新能源汽车产品趋于同质化，产品定义与客户吸引力或成为决定最终格局的重要因素。小米集团已于2024年推出第一款新能源汽车SU 7，其第二款新能源汽车YU 7预计将于2025年上市。随着小米集团对于汽车产品线的丰富，小米集团有望更好地覆盖更多消费群体，带动小米集团汽车销量增长。2024年第三季度，小米集团智能电动汽车收入约95亿元，毛利率约17%，超过部分同行。2024年，小米集团全年交付超过13.5万辆，目标2025年交付30万辆。我们预计2026年小米集团汽车收入约1774亿元。

- **互联网业务：用户规模持续扩大，带动整体收入增长**

小米集团互联网收入主要依靠广告、游戏等收入。互联网作为小米集团利润的主要来源，受益于全球月活跃用户量的提升，2022年至2024年前三季度业务收入保持稳定增长的状态。我们认为，随着小米集团硬件产品的提升，叠加高端手机出货量的提升，小米集团互联网业绩有望进一步增长。2024年第三季度，小米集团互联网业务收入85亿元，创历史新高。在小米集团互联网收入中，广告是主要来源，自2021年起广告收入占比持续保持在60%+。目前，公司正持续推进全球化战略，在不断拓展商业合作伙伴的同时，持续提升内容自主分发能力与变现能力。2021年至2024年前三季度，小米集团在境外市场的互联网收入占比持续提升。我们预计2026年小米集团互联网收入约394亿元。

- **盈利预测和投资评级**

我们预计公司2024-2026年营收分别为3541/4615/5436亿元，经调整净利润为242/430/524亿元，对应P/E为46.9x/26.4x/21.6x。参考行业可比公司2024~2026年平均P/E为26.2x/22.1x/19.0x。我们认为，小米集团作为全球领先的手机厂商，具有较强的品牌影响力，可享有一定估值溢价，且公司积极推进人车家全生态战略，我们看好公司后续的出海与高端化发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示**

海外市场受宏观经济影响恢复缓慢风险；国际贸易形势波动变化风险；行业竞争加剧风险；汽车销量不及预期风险；技术应用效果不及预期风险；用户流失风险；估值存在回调可能性风险；统计测算及预测数据与实际情况可能存在一定偏差风险。

一、公司概况：人车家全生态发展，盈利能力稳健增长	8
小米集团：人车家全生态发展，致力于成为新一代全球硬核科技引领者	
小米集团：股价复盘	
小米集团：板块逻辑	
小米集团：AI加持人车家生态链，积极布局机器人，进一步拓展业务版图	
小米集团：管理层信息	
小米集团：股权结构	
小米集团：手机是主要收入来源，互联网是主要毛利润来源	
小米集团：注重科技领先，自研创新与共生长并进	
二、手机业务：全球领先企业，持续深入高端化策略	18
小米集团：公司收入基本盘，后续更多依靠出海+高端化	
市场：手机市场已逐渐进入复苏阶段，长期渗透率仍有较大提升空间	
市场：手机ASP自2020年起持续增长，创新瓶颈下二手手机关注度提升	
竞争格局：全球领先企业处于存量博弈阶段	
小米集团：持续丰富产品线以提升吸引力，高端机型占比逐步提升	
小米集团：距离全球第一仍有成长空间，看好公司后续成长	
小米集团手机空间测算：我们预计2027年公司全球市占率有望提升至15%	
三、IoT与生活消费产品业务：线上更具竞争优势，2025年家电出口有望带动业绩进一步提升	26
小米集团：可穿戴产品已实现全球份额领先，家电市场将依靠出口提份额	
市场：全球家电市场稳健增长，大家电市场规模在家电市场中占比较大	
小米集团：AIoT产品布局广泛，线上销量相对较高	
小米集团：中国品牌在海外市场份额持续增长，公司家电产品将有序出口	
四、汽车等创新业务：预计小米集团汽车2024年全年交付量超13.5万台，看好后续成长	31
小米集团：持续丰富产品线，覆盖更广消费群体，带动整体销量提升	
市场：国内新能源汽车渗透率逐年上升，本土品牌认可度持续提升	

市场：主销车辆集中在15~20万元区间，增程式销量增长较快

小米集团：车身尺寸/CLTC续航里程/百公里加速度等维度存在优势

小米集团：成本管控能力优秀，产能提升稳步推进，产品持续扩充

小米集团：2025年汽车销量测算

五、互联网业务：用户规模持续扩大，带动整体收入增长.....38

小米集团：用户规模持续扩大，带动互联网收入增长

小米集团：广告是互联网收入主要来源，境外收入占比逐渐扩大

六、财务分析：2024Q3收入创历史新高，盈利稳健增长.....41

整体：2024Q3单季度收入创历史新高，盈利实现稳健增长

手机：伴随市场复苏，收入连续4个季度实现同比增长

IoT与生活消费产品：2024Q3单季度毛利率创历史新高

汽车：交付量持续提升，带动收入增长

互联网：用户规模持续扩大，带动收入创历史新高

七、盈利预测及投资建议.....47

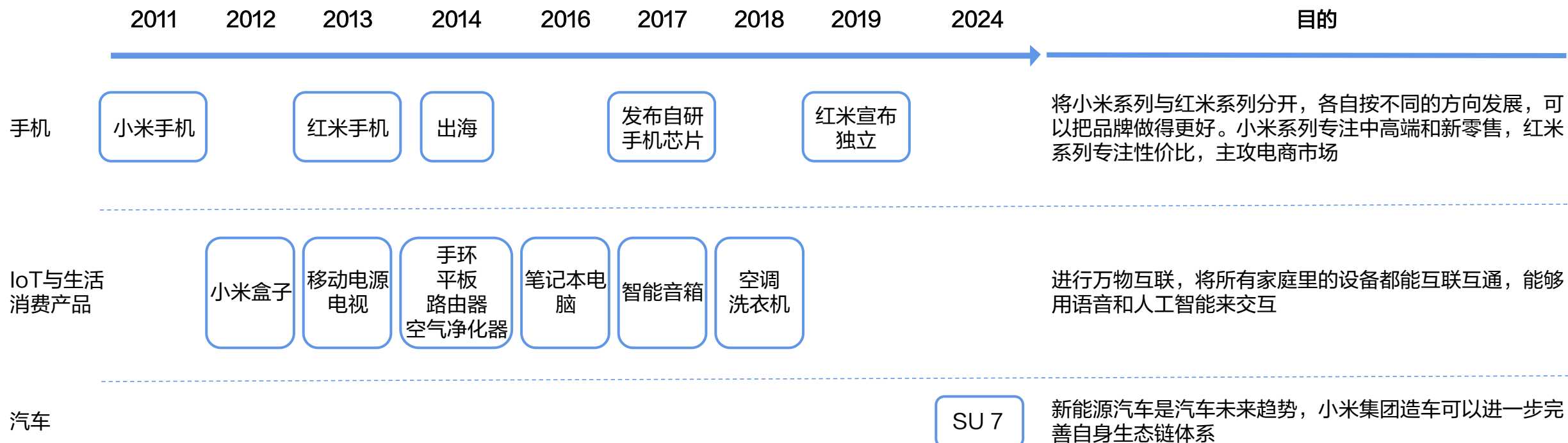
八、风险提示.....50

一、公司概况

人车家全生态发展，盈利能力稳健增长

● 以智能手机起家，基于“万物互联”设想，持续拓展多条成长曲线，有望更好感知消费者核心诉求：小米集团成立于2010年4月，是一家以智能手机、IoT平台为核心的消费电子及智能制造公司。小米集团基于“万物互联”的设想，持续推出多款AIoT产品，并于2024年拓展至新能源汽车领域。目前，小米集团正稳步推进集团的“新十年目标”：大规模投入底层核心技术，致力于成为新一代全球硬核科技引领者。我们认为，随着小米集团进入越来越多生活消费品的行业以及在AI方面的投入，小米集团有望更好地感知消费者核心诉求，并利用AI进行联动，促进公司整体业绩提升。

小米集团自成立以来，基于“万物互联”，持续拓宽产品线



小米集团：股价复盘

2018~2020:全球手机销量持续下滑

2021:全球手机销量回暖

2022~2023:全球手机销量持续下滑

2024:全球手机销量回暖

市场:

全球手机销量自2017Q4起整体呈下滑趋势

小米集团:

- ①发力海外市场，智能手机2018年出货量同比增长
- ②2019Q3业绩喜人，智能家居增速超过40%
- ③2020Q3，手机全球市占率时隔6年重回前三

— 收盘价(港元)

市场:

①消费电子需求疲软

小米集团:

- ①2022Q1-2022Q4连续4个季度营收同比下滑

市场:

①消费电子市场需求于2023H2开始恢复

小米集团:

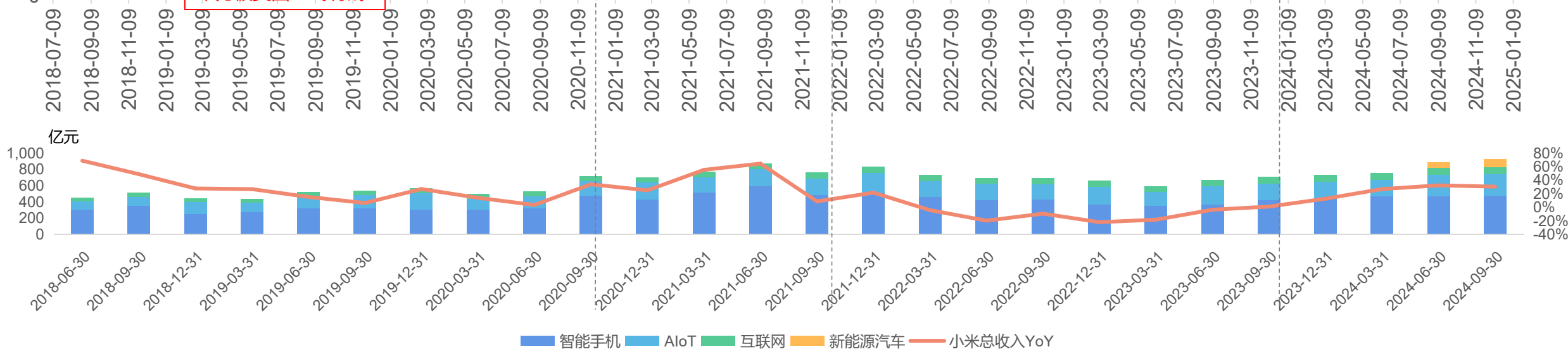
- ①2023Q2营收重回环比增长
- ②2024Q2汽车业务表现超预期

2019年5月15日，
华为被美国正式制裁

2021年1月14日，
小米集团被美国国防部拉入“涉军黑名单”

2021年5月25日，
小米集团宣布胜诉，被移出制裁清单

2021年3月11日，
小米集团抛出百亿港元股份回购计划



业务线	产品	板块逻辑	2023年收入规模 (亿元)	2023年收入增速
智能手机	小米系列	手机市场出货量目前已基本进入稳定阶段，小米集团2023年市占率排名全球前三。我们认为，从市场层面来看，中国占全球手机出货量份额有限，小米集团手机销量增长将更多依靠拓展海外市场。并且，由于小米集团在手机市场出货量靠前，后续成长或将更多依靠提高高端化产品占比，来拉动手机ASP与利润提升。	1575	-6%
	红米系列			
IoT与生活消费产品	可穿戴	小米集团在可穿戴市场市占率全球领先，我们认为，后续公司将继续保持产品优势。	801	0.4%
	大家电	小米集团当前家电产品销量较为领先的是电视，但在空调等领域主要依赖线上销售。我们认为，小米集团当前产品主要依靠在国内进行线上销售，后续在国内拓展份额将更多依靠线下渠道。并且，由于线下渠道相对线上更为高端，小米集团若在线下渠道成功拓展也可进一步优化产品盈利能力。此外，为扩大成长空间，小米集团正计划积极布局海外市场，预计部分产品将于2025年销往东南亚市场。		
	小家电等			
互联网服务	广告	小米集团互联网收入主要依靠广告、游戏等收入。互联网作为小米集团利润的主要来源，受益于全球月活跃用户量的提升，2022年至2024年前三季度业务收入保持稳定增长的状态。我们认为，随着小米集团硬件产品的提升，叠加小米集团高端手机出货量的提升，小米集团互联网业绩有望进一步增长。	301	6%
	游戏			
	其他			
智能电动汽车	SU7	新能源汽车在汽车市场的渗透率逐年提升，是汽车市场的未来发展趋势。小米集团已于2024年推出第一款新能源汽车SU 7，其第二款新能源汽车YU 7预计将于2025年上市。我们认为，随着小米集团对于汽车产品线的丰富，小米集团有望更好地覆盖更多消费群体，带动小米集团汽车销量增长。	--	--
	YU7			

小米集团：AI加持人车家生态链，积极布局机器人，进一步拓展业务版图

- **小米集团的集团战略是“人车家全生态”**：“人车家全生态”通过小米澎湃OS生态操作系统，全面打通人、车、家三大场景，实现硬件设备的无缝连接、实时协同，例如：
 - ① **小爱音箱轻松控车，提前打开空调**：出门前可以通过小爱音箱提前开启车内空调、座椅加热、除霜等，支持声纹认证。
 - ② **接近小区，回家场景自动激活**：提前设置“地理围栏”，接近小区，即可自动激活回家/离家场景。
 - ③ **在车里随时调用摄像头，查看家中情况**：在车中，不仅可以通过米家控制家里的智能设备，还能调起家中的摄像头，随时查看家里的情况。家里门铃响了，车里就能收到通知，一键即可对讲。
- **我们认为，小米集团在硬件布局上相对丰富，有望更快触发刚性AI C端应用场景**：小米集团大语言模型以轻量化和本地部署为突破口，通过云端结合，实现设备和场景之间的互联，为“人车家全生态”战略赋能。截至2024年底，小米集团大语言模型已实现云边端结合，参数尺寸最小为 0.3B，最大为 30B。我们认为，小米集团在C端硬件布局丰富，相较同行或将有更大可能性触发刚性AI C端应用场景，看好小米集团后续AI相关业务发展。
- **为进一步拓展业务版图，小米集团正积极布局人形机器人赛道**：小米集团首款全尺寸人形仿生机器人CyberOne已于2022年8月11日正式亮相，该款全栈自研人形仿生机器人结合AI交互算法，使其不仅拥有完整的三维空间感知能力，可感知人类情绪，辨别85种环境语义、45种人类语义情绪，主打“服务于人”的概念。我们认为，人形机器人的研发，有助于小米集团进一步拓展业务版图。尽管当前的人形机器人距离量产、商业化落地仍有一定距离，但拥有广阔的发展前景，随着技术的进步，人形机器人终将实现落地。届时，对人形机器人进行长期投资的小米集团，也有望抢占先机，进一步巩固自己在科技领域的地位。

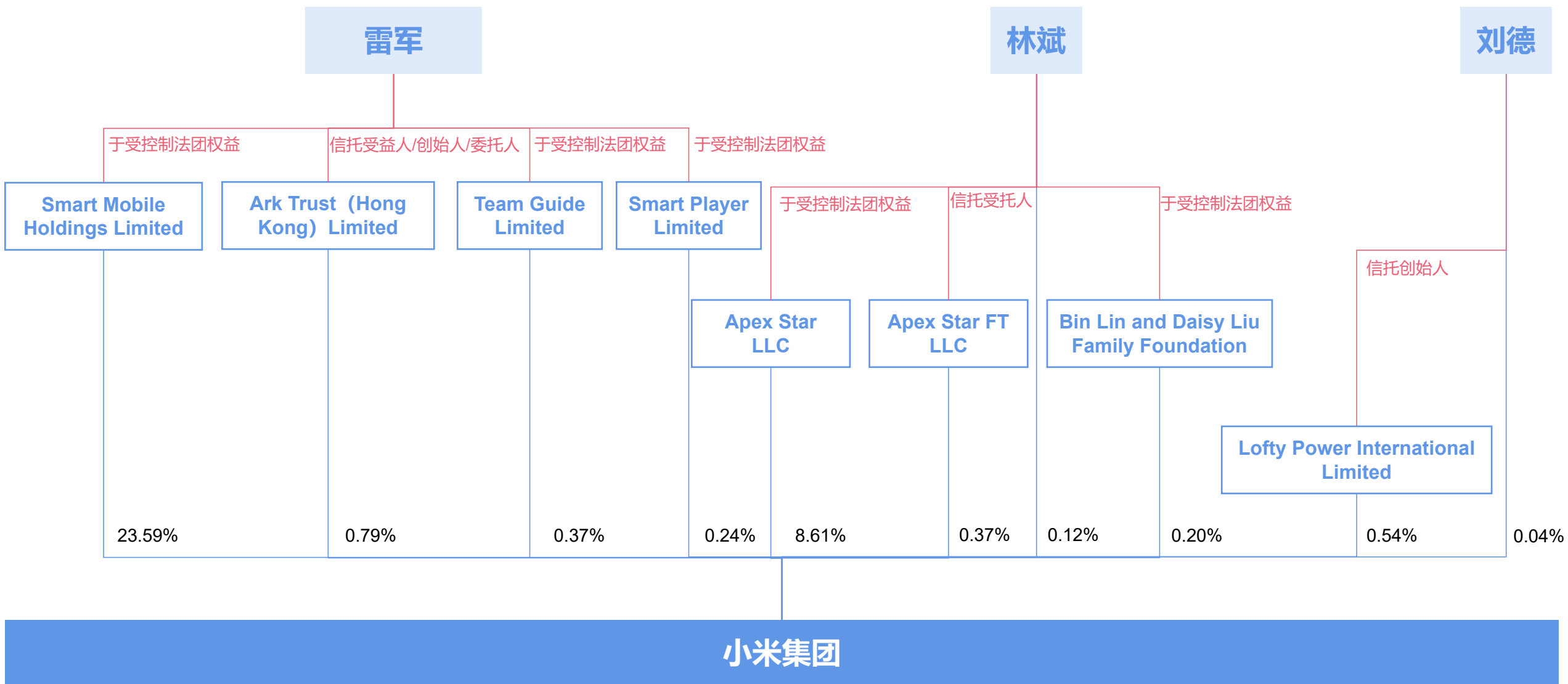
小米集团在C端硬件布局上较为丰富，有更大可能性在C端触发刚性AI应用场景

	大模型参数量级					C端应用					
	亿级	十亿级	百亿级	千亿级	万亿级	手机	可穿戴	平板	PC	家电	新能源汽车
苹果	√	√	√			√	√	√	√		
华为		√	√	√	√	√	√	√	√		
小米集团	√	√	√			√	√	√	√	√	√
vivo		√	√	√		√	√	√			
OPPO		√	√	√		√	√	√		√	

小米集团：管理层信息

姓名	职位	负责部门/职务	学历	加入小米集团前的从业经历
雷军	董事长、创始人 首席执行官 智能电动车业务首席执行官	负责小米集团战略、公司文化及关键产品，监管高级管理团队	武汉大学学士	于1992年加入金山软件有限公司，自1998年至2007年12月担任首席执行官，自2008年8月起担任非执行董事，自2011年7月起担任董事长，自2011年12月起担任北京金山办公软件股份有限公司董事，自2015年4月起担任金山云控股有限公司董事长。
林斌	执行董事 联合创始人 副董事长	在公司创立早期负责公司的招聘、人事、行政、法务、财务等日常运营工作，同时负责核心供应商战略合作以及包括印度印尼等国际业务拓展 后期还负责国内市场销售、售后服务、以及公司的手机业务	中山大学学士 Drexel University 硕士	于1993年5月起担任ADP公司网络工程师； 于1995年至2006年在微软公司任职，历任微软公司的软件设计工程师、软件设计工程师主管、软件设计工程经理、工程总监等职位； 于2006年至2010年在谷歌公司出任工程总监。
卢伟冰	合伙人、 集团总裁 手机部总裁	手机部、生态链部、大家电部 中国区、国际业务部、印度区	清华大学学士 长江商学院硕士	于1998年7月至2007年12月担任康佳通信科技有限公司销售总经理； 于2008年1月至2010年3月担任北京天宇朗通通信设备有限公司海外事业部总经理； 于2010年4月至2018年12月担任深圳市诚壹科技有限公司创始人兼CEO。
刘德	执行董事 联合创始人 高级副总裁 总干部部部长	负责集团中高层管理人员的招聘、晋升、培训及考评以及各部门的组织结构设计与审批程序	北京理工大学学士 北京理工大学硕士 美国Art Center College of Design 硕士	于2001年在北京科技大学创办了工业设计系，并担任工业设计系主任； 于2003年至2007年创办了北京新锋锐工业设计公司； 于2007年至2010年创立了Rethink Concept公司。
曾学忠	高级副总裁 国际业务部总裁	国际业务部 互联网业务部	清华大学学士&硕士	历任中兴通讯高级副总裁兼中国区总裁、中兴通讯执行副总裁兼中兴终端首席执行官，还曾担任紫光集团有限公司全球执行副总裁、紫光股份总裁，紫光展锐CEO、汇芯通信技术有限公司董事长兼总经理等高级管理职位。
林世伟	副总裁 首席财务官	财务	牛津大学工程学硕士	于1997年7月至2015年12月在摩根士丹利伦敦、纽约、门洛帕克及香港等多个办公室工作； 于2016年1月至2020年10月在瑞信香港担任董事总经理和亚洲科技、媒体与电信投行部主管。
朱丹	副总裁 手机部研发副总裁	手机部	北京理工大学硕士	于2003年10月至2008年5月在摩托罗拉北亚中心任职，任研发工程师； 于2008年5月至2010年10月在Firebrand 科技有限公司任职，任基带部研发总监，负责手机的研发和管理。
王晓雁	副总裁 中国区总裁	中国区	北京师范大学学士 中国人民大学硕士	于1999~2005年服务于中兴通讯（ZTE）； 于2006~2010年在北京天宇朗通通信设备有限公司担任销售高管； 于2010年~2019年创立小辣椒手机品牌。
屈恒	副总裁 集团技术委员会主席 集团信息安全与隐私委员会主席	负责集团质量委员会和集团采购委员会	哈尔滨工业大学硕士	于2005年4月至2010年4月在北京金山软件有限公司任职，担任工程师，开发经理，项目经理等职，在软件开发，项目等方面积累了丰富的实践经验。
许斐	副总裁 集团CMO 集团战略市场部总经理	战略市场部、中国区 负责集团品牌、公关、市场相关工作	清华大学学士&硕士	于2007年至2010年在谷歌担任产品经理，先后参与推出整合搜索、中文语音搜索、手机地图等知名产品，为移动互联网产品设计范式的奠定做出了贡献。
张剑慧	副总裁 集团采购委员会主席 集团资产与工程管理部总经理	负责集团行政、工程建设和资产管理等相关工作	中欧国际工商学院硕士	于2002年至2011年在北京金山软件有限公司任职，负责营销和渠道管理工作，在营销和管理方面积累了丰富的实践经验。

小米集团：股权结构



小米集团

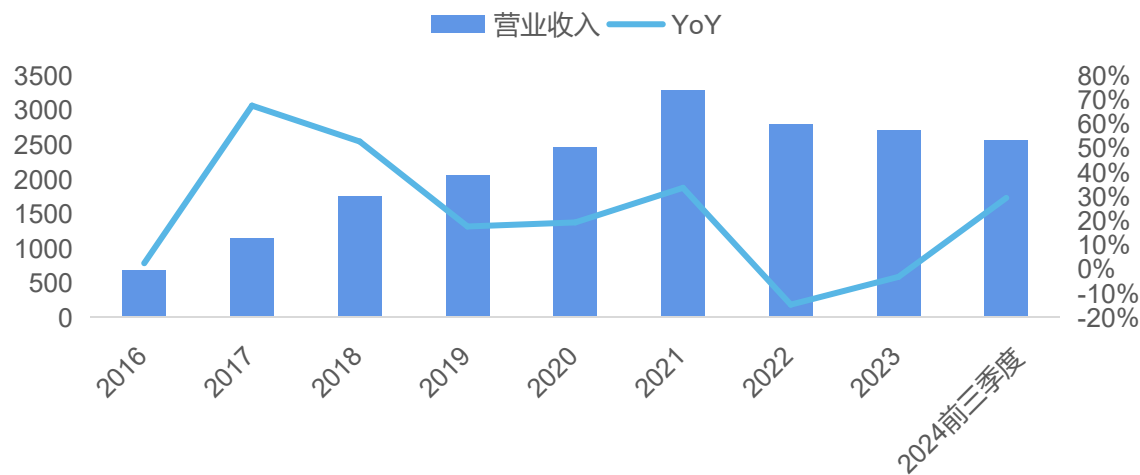
注：截至2024年6月30日

资料来源：Wind、小米集团公司公告，国海证券研究所

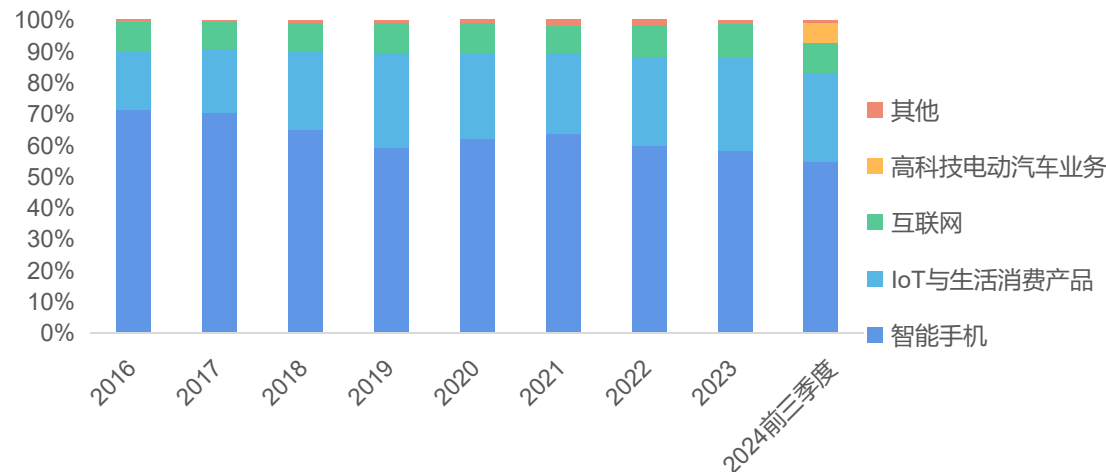
请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

小米集团：手机是主要收入来源，互联网是主要毛利润来源

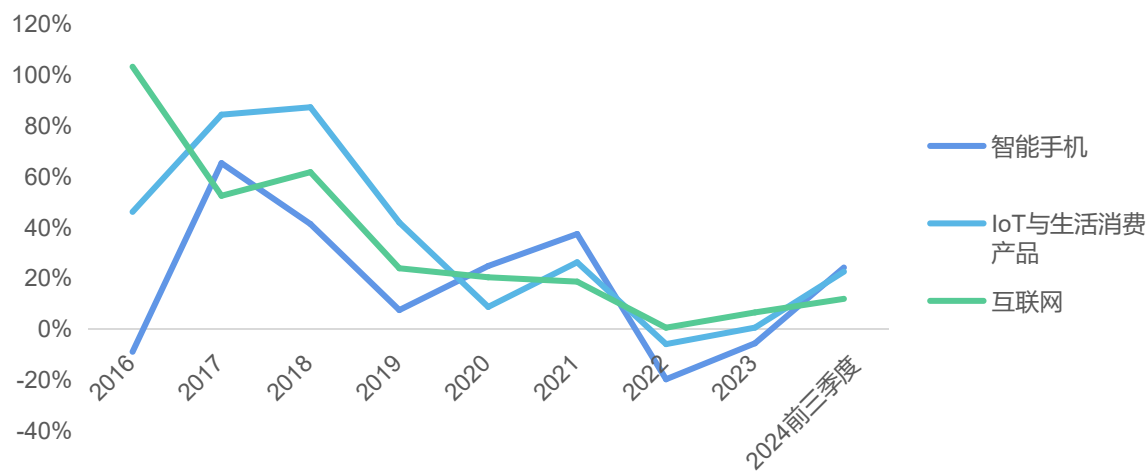
公司收入情况 (亿元)



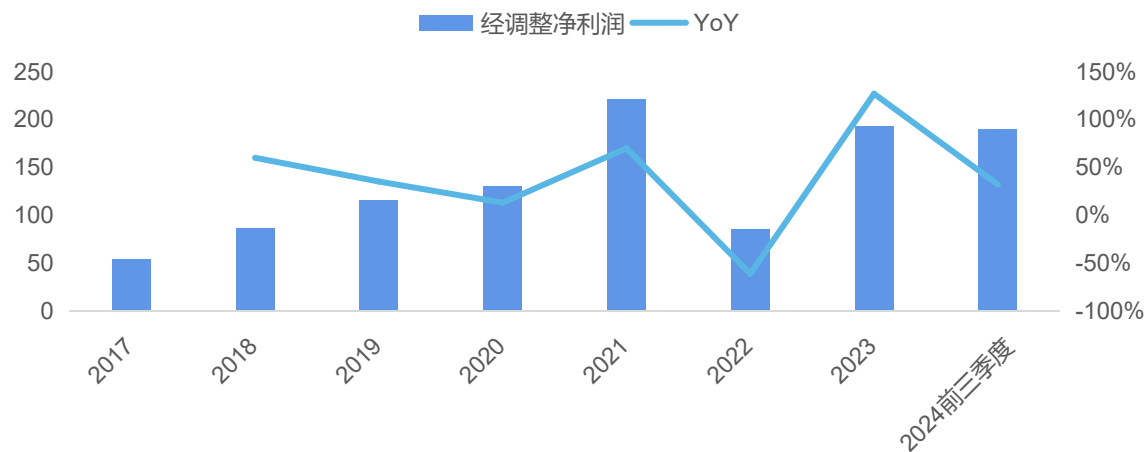
公司分业务收入情况 (亿元)



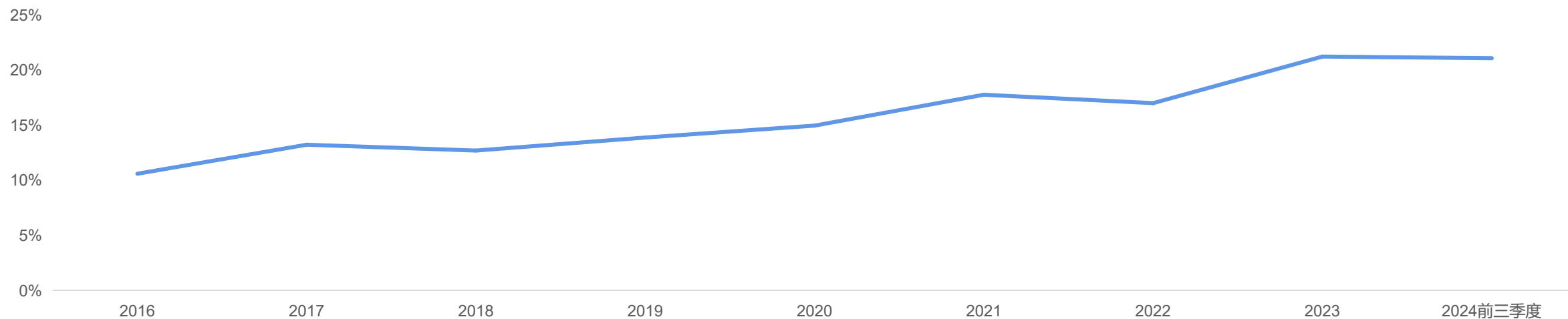
公司分业务收入YoY



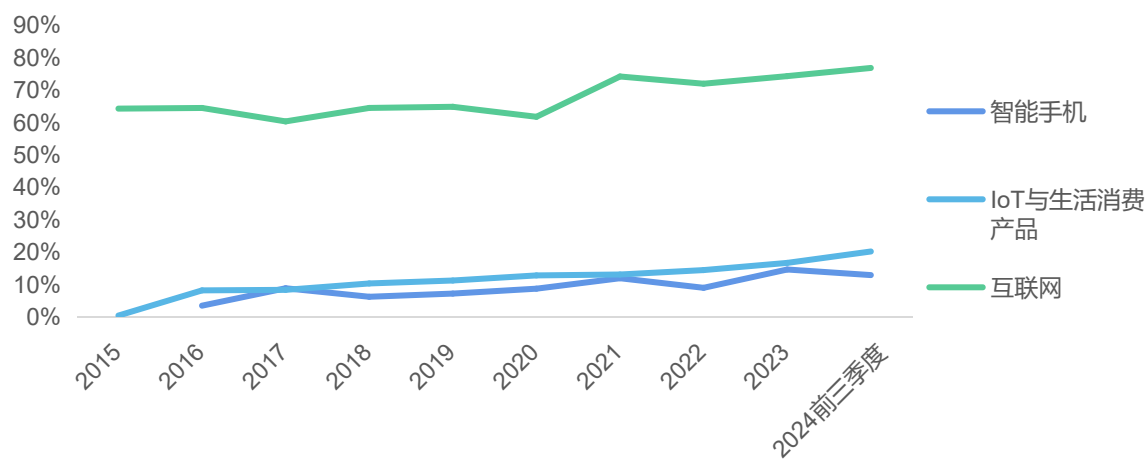
公司经调整净利润情况 (亿元)



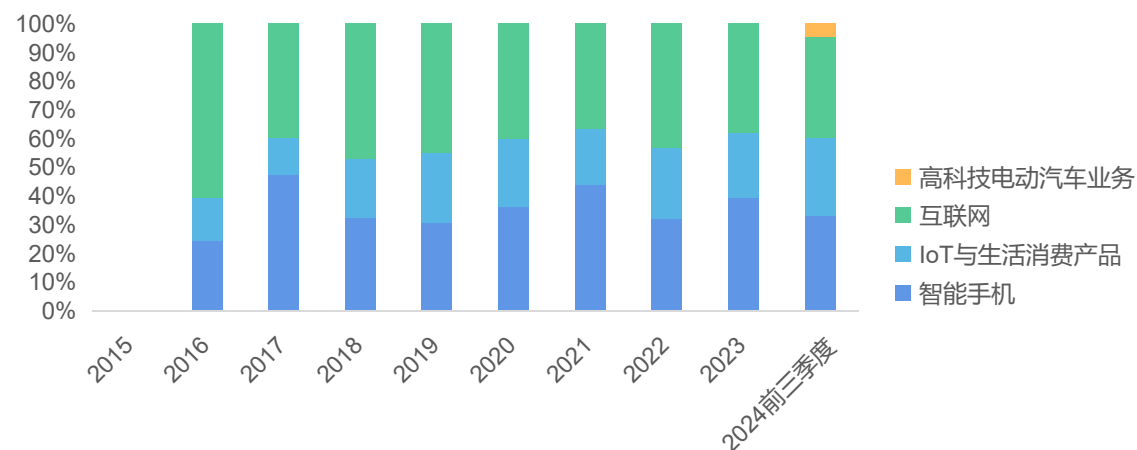
公司毛利率情况



公司分业务毛利率

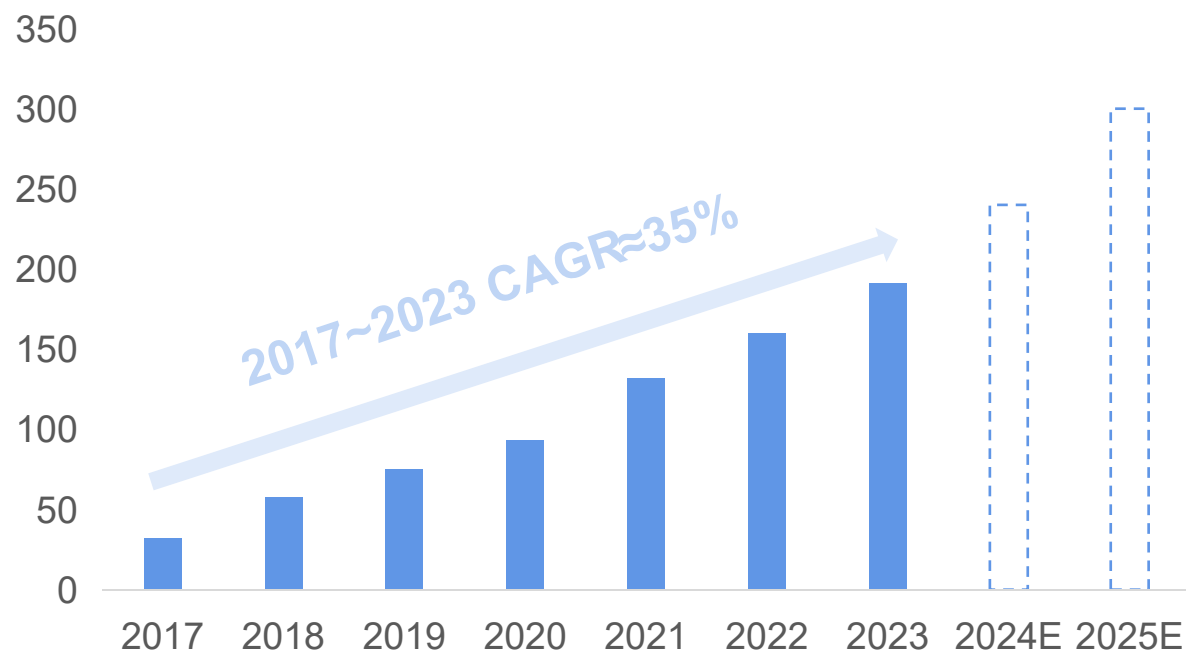


公司分业务毛利润 (亿元)

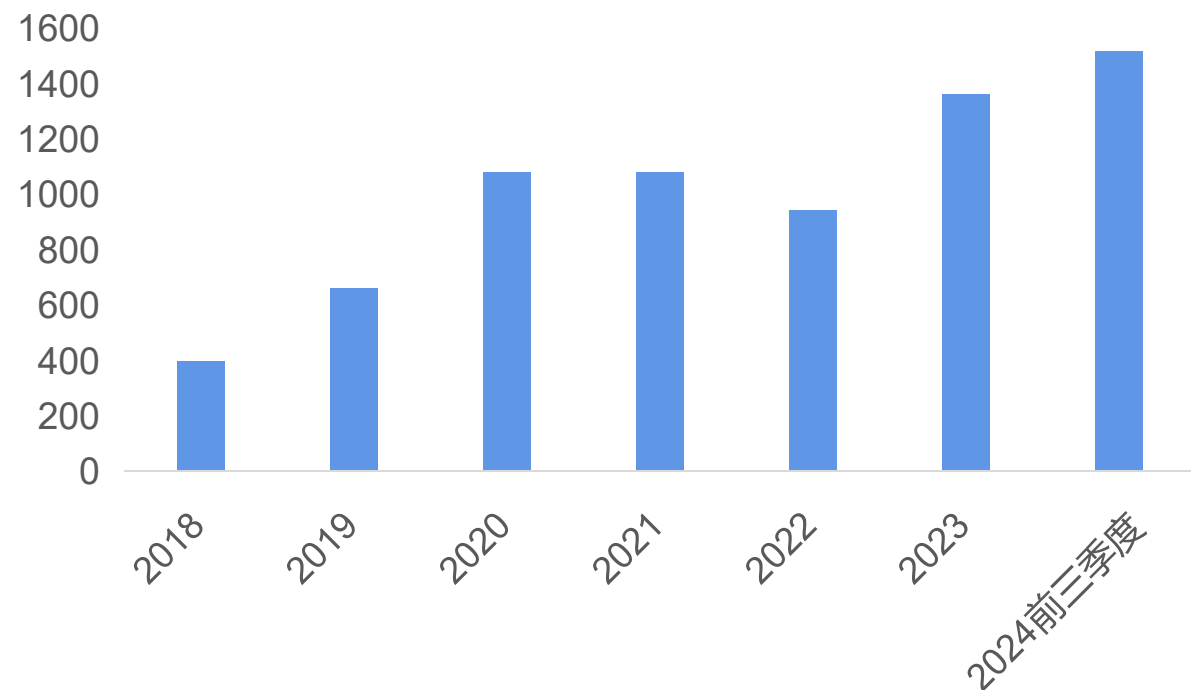


- **注重科技领先，持续扩大研发投入：**小米集团注重科技领先，2017~2023年，小米集团研发费用CAGR约35%。2021年12月28日，雷军宣布未来五年，小米集团研发投入提高到超1000亿元，彰显了小米集团对技术创新注重，与2023年8月提出的小米集团新科技理念“选择对人类文明有长期价值的技术领域，坚持长期持续投入”高度一致。小米集团始终坚持“技术为本”的铁律，不断加大研发投入，鼓励技术创新，为小米集团提供广阔的发展空间。
- **生态产业链布局抢占先机：**小米集团于2013年开启“生态链投资计划”，通过投资有潜力的企业，迅速扩充了公司产品矩阵，小米硬件产品的生态链模式以及新零售模式可以最大化地发挥规模优势、降低成本、提高效率、最后推出其一直主张的厚道价格。
- **现金储备充足：**2018年末~2023年末，小米集团现金储备从397亿元增长至1363亿元，CAGR约28%。2024年三季度末，小米集团现金储备约1516亿元，创历史新高。

研发费用投入力度加大 (亿元)



公司现金储备充足 (亿元)



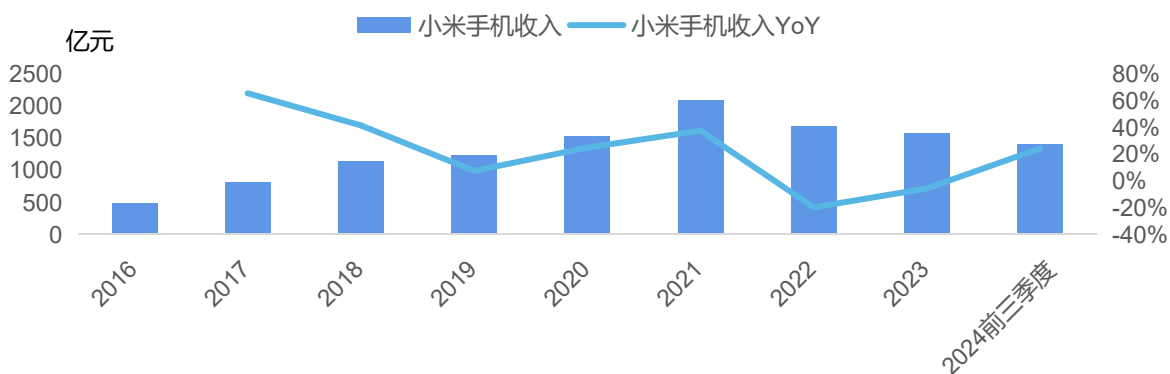
二、手机业务

全球领先企业，持续深入高端化策略

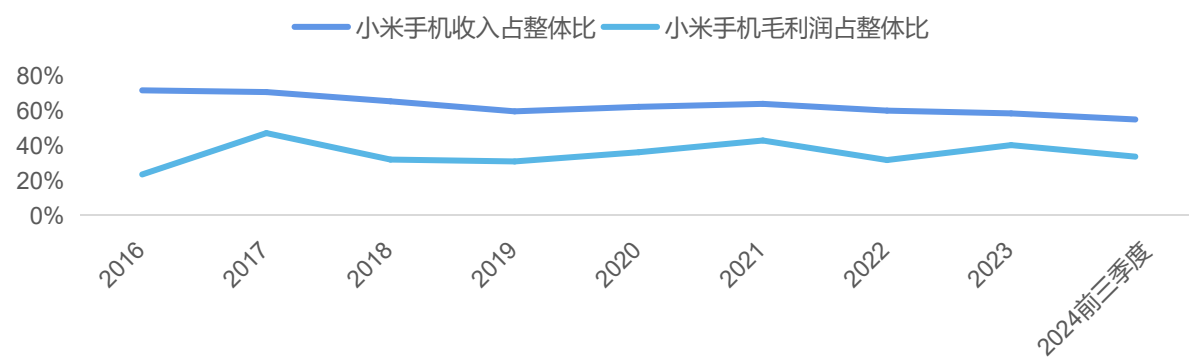
小米集团：公司收入基本盘，后续更多依靠出海+高端化

- 手机业务是小米集团收入的基本盘，但在利润端对公司贡献有限。2016年至2024年前三季度，手机业务在小米集团整体收入的占比持续保持在50%以上，但毛利润贡献大多低于40%。我们认为，手机市场出货量目前已基本进入稳定阶段，小米集团2023年市占率排名全球前三。从市场层面来看，中国占全球手机出货量份额有限，小米集团手机销量增长将更多依靠拓展海外市场。并且，由于小米集团在手机市场出货量靠前，后续成长或将更多依靠提高高端化产品占比，来拉动手机ASP与利润提升。

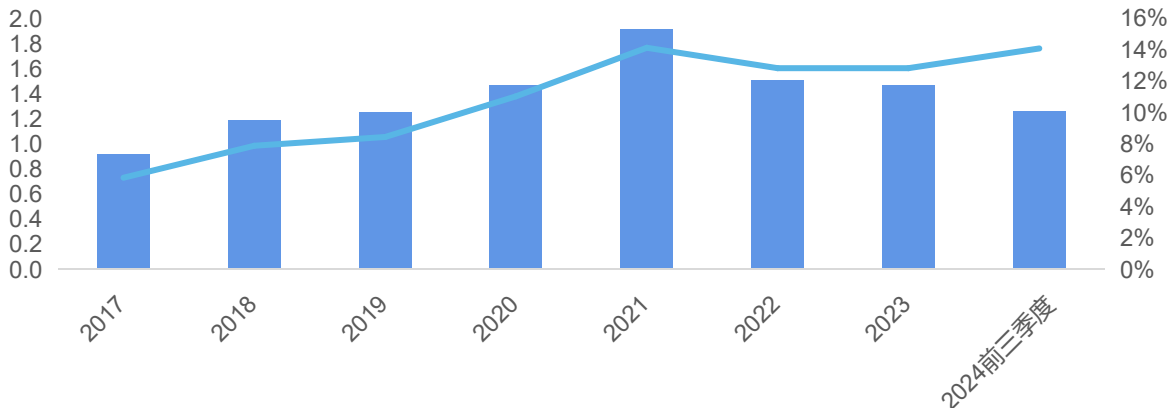
小米集团：手机销量提升带动收入上涨



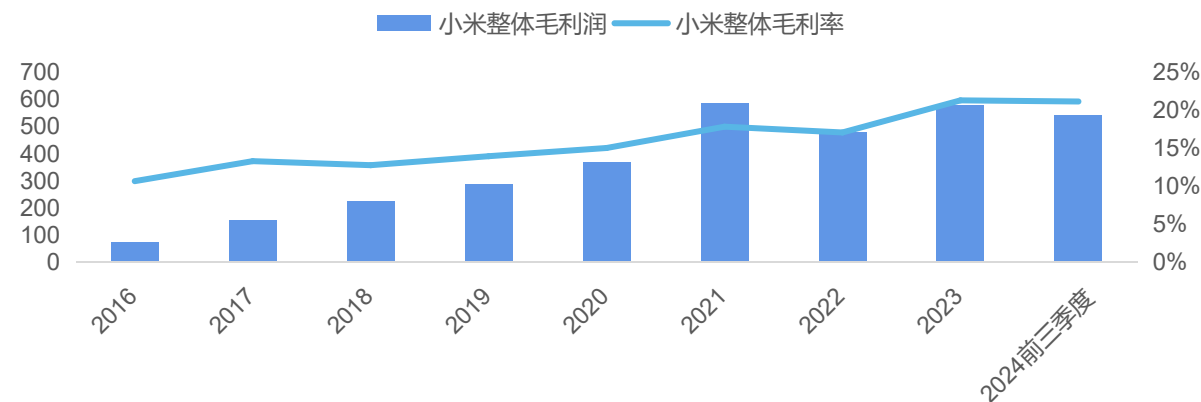
小米集团：手机收入占整体比例远高于手机毛利润占整体比例



小米集团：手机销量提升带动收入上涨



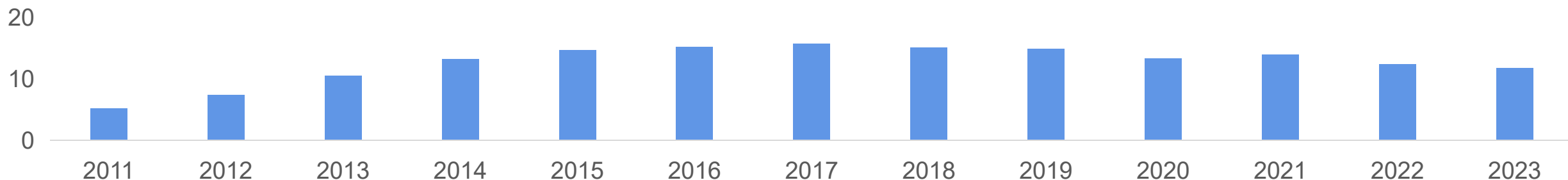
小米集团：手机毛利情况 (亿元)



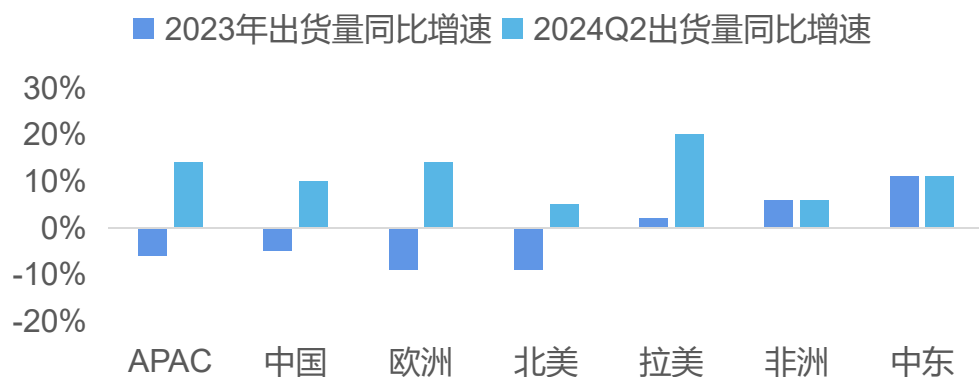
市场：手机市场已逐渐进入复苏阶段，长期渗透率仍有较大提升空间

- **手机市场已进入复苏阶段：**根据Canalys，2024年Q4全球手机市场出货量约3.3亿台，同比增长3%，已实现连续第五个季度增长。大宗市场产品的复苏是2024年全球智能手机增长的主要驱动力。2024Q2，不论是拉美、中东、非洲等新兴市场，还是中国大陆、欧洲、北美等成熟市场，均已实现手机出货量的同比增长。
- **长期来看，手机在新兴市场渗透率仍有提升空间：**根据我们测算，2023年全球智能手机综合渗透率约15%，但从细分市场来看，不同地区智能手机渗透率差异较大。印度、非洲、中东（不含土耳其）等地区的智能手机渗透率明显低于全球平均水平，仍有较大增长空间。我们认为，随着新兴市场的经济发展和消费者购买力的提升，以及AI、5G等新技术的应用进一步提升智能手机的用户体验，智能手机在这些地区的渗透率有望提高。

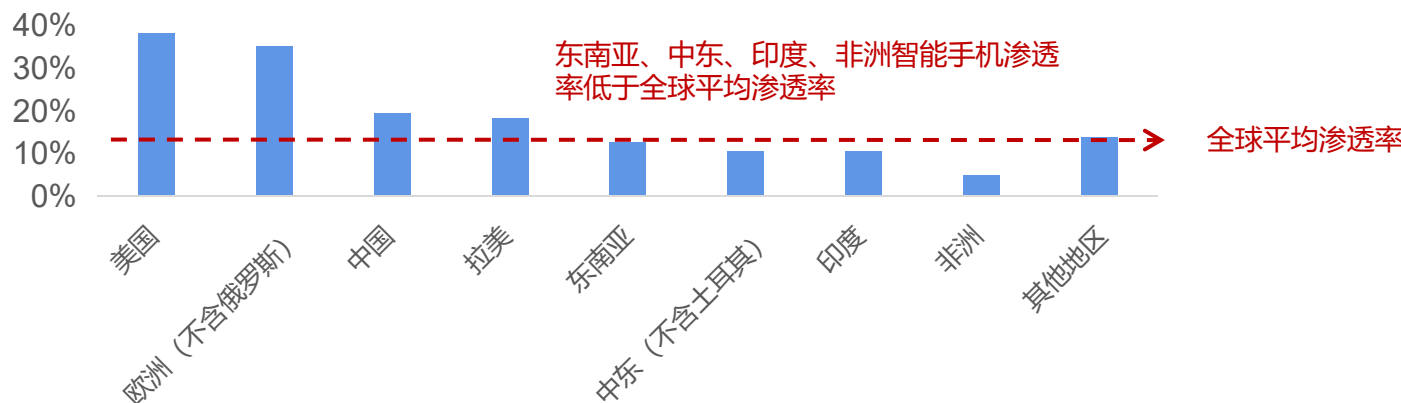
全球手机出货量（亿部）



各地区手机出货量已于2024Q2恢复增长



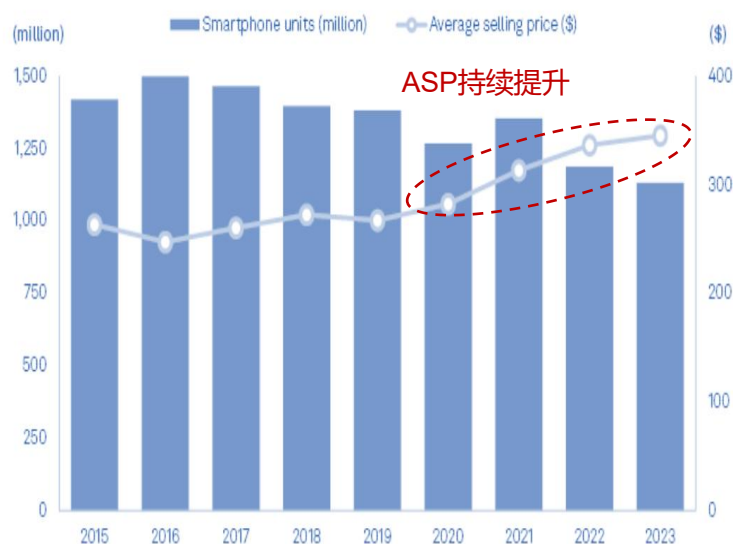
各地智能手机渗透率情况



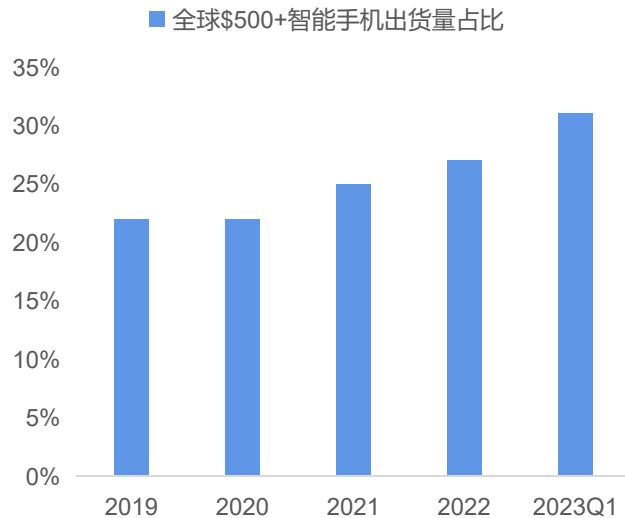
市场：手机ASP自2020年起持续增长，创新瓶颈下二手手机关注度提升

- 近年来，全球手机ASP（Average Selling Price）持续上涨：虽然手机出货量近年来略显下滑，但均价自2020年起出现明显上涨。我们认为，致使手机ASP上涨的主要原因包括：
 - ①手机厂商上调定价：自5G智能手机推出以来，5G已迅速成为一种常见功能，不同的5G频谱天线的加入，加上当时对5G的炒作，让供应商有理由提高价格，导致支持5G的手机零售价通常高于非5G手机；
 - ②高端手机出货量占比提升：根据Canalys，全球高端手机（售价在500美元以上）的出货量占比持续增长。例如：在2024年上半年，定价在1000美元以上的智能手机销量同比增长了18%。
- 二手手机关注度提升，但供应限制下，成长空间有限：近年来，智能手机的创新陷入了停滞阶段，除了每年固定更新的手机芯片，就是在进行屏幕和影像等硬件参数的刷新与堆砌。然而，挤牙膏式的创新往往难以打动消费者，叠加总体宏观经济环境影响，手机换新成了一个非必选项。二手手机通常能够以较低的价格提供与新机相似的功能，吸引了大量追求性价比的消费者。在2023年全球智能手机出货量同比下滑的情况下，二手手机市场2023Q2-2023Q4出货量仍实现了同比增长。

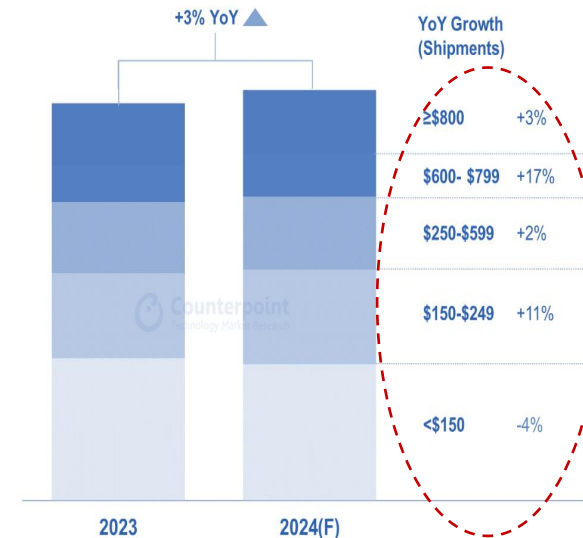
全球手机ASP自2020年起出现明显增长



全球500+美元手机出货占比持续提升



全球手机价格结构有望于2024年实现进一步优化



- **全球领先企业整体格局较为稳定，但具体名次仍然存在变化：**2021年起，小米集团手机份额成功挤入全球前3，并与三星、苹果持续保持年度前3位置。此外，苹果于2023年首次超过三星登顶智能手机年度销量冠军，而OPPO/vivo份额胶着。此外，2023年传音首次挤入全球前5。我们认为，出现这种现象的主要原因在于：
 - ① **高端设备的日益增长：**高端消费人群维持购买力，且更多中端用户开始升级选择旗舰机来延长换机周期。根据Canalys，2023Q4，高端手机占据了欧洲市场创纪录的份额（近40%的智能手机出货量价格为800美元以上）；
 - ② **安卓品牌的多元化加剧市场竞争：**厂商除了要不断增加产品力，针对消费者所提供的配套服务也将变得更加重要。
- **2023年全球各品牌手机出货量降幅中，三星&OPPO明显大于苹果&小米集团，而传音出货量逆势增长。**我们认为，主要原因在于：
 - 三星在新兴市场的份额被挤占较多：**2023年，三星在非洲、东南亚、中东、拉美等地区份额下滑明显，而该类地区份额出现明显增长的手机厂商为小米集团、传音。我们认为，这主要因为：这些地区的消费人群多为消费敏感性群体，小米集团、传音在手机价格定价上更具竞争力。

全球手机厂商市占率排名

	2021	2022	2023
第一名	三星	三星	苹果
第二名	苹果	苹果	三星
第三名	小米集团	小米集团	小米集团
第四名	OPPO	OPPO	OPPO
第五名	vivo	vivo	传音

→ 苹果首次成为全球市占率第一

→ 传音首次挤入全球市占率前五

2023年苹果/传音在多个地区市占率有所提升，三星份额出现明显下滑

	2023年市占率同比变化					
	苹果	三星	小米集团	OPPO	vivo	传音
中国	+1pct		0pct	-2pct	-2pct	
印度		0pct	-3pct	0pct	+1pct	
欧洲（不含俄罗斯）	+1pct	-1pct	-1pct	-2pct		
拉美	0pct	-6pct	+1pct			+4pct
东南亚		-3pct	0pct	-2pct	-2pct	+5pct
非洲		-5pct	+3pct	+1pct		+1pct
中东（不含土耳其）	0pct	-6pct	0pct			+5pct

注：灰色区域指公司市占率未进入该地区前5名
 注：小米集团数据含子品牌POCO和红米，传音含Tecno、Infinix和iTel

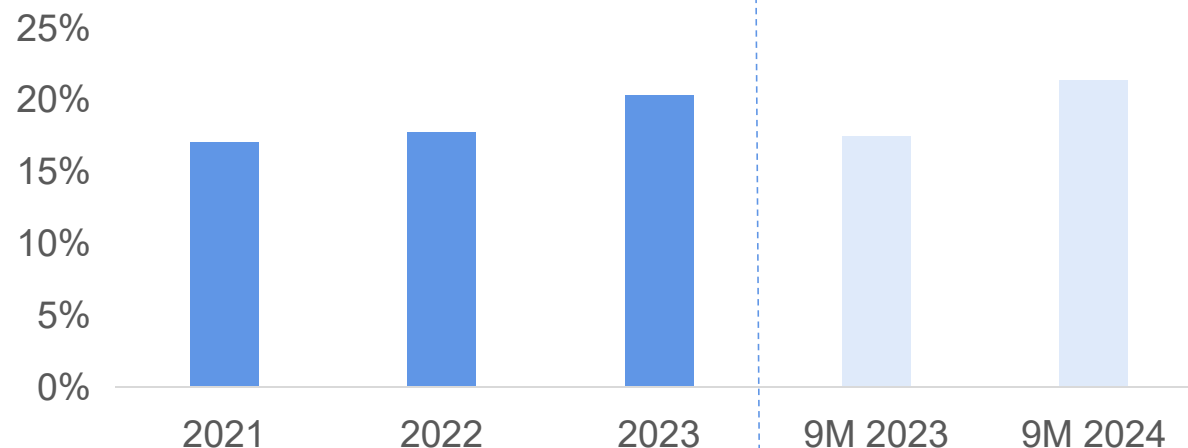
小米集团：持续丰富产品线以提升吸引力，高端机型占比逐步提升

- **机型布局上，小米集团产品已实现各类机型全覆盖。**除直板、大折叠外，小米集团已于2024年推出小折叠，进一步丰富了其产品矩阵。并且，小米14 Ultra还将AIGC技术首次应用在计算摄影领域，支持AI超级变焦。
- **价格布局上，红米系列稳抓中低端基本盘，小米系列产品定位持续丰富与升级**
 - ①对比小米集团2022年至今发布的产品机型售价，我们可以发现：
 - A) 小米系列发行产品价格正在逐渐向上探；
 - B) 小米系列在持续丰富折叠机品类以拓宽价格布局范围。例如，小米系列于2024年推出小折叠。
 - ②2024年已发布产品来看，同价格档位的定价出现进一步略微上调：以小米Civi为例，2022年价格为2299~2899元，2023年价格档位为2499~2999元，而2024年价格档位为2999~3599元。
- **“低端渗透高端”策略有序推进，高端智能手机出货量持续提升：**小米集团的高端化战略自启动以来，便以提升产品质量与用户体验为核心目标。根据小米集团公司公告，随着公司高端化方法论逐步迭代，高端化产品力的提升以及用户心智的积累，公司持续收获高端手机竞争态势的正向改变。2024年前三季度，公司在大陆地区3000~6000元价位段市占率同比均有所提升。

小米集团已实现直板、大/小折叠、AI功能手机全覆盖

		直板	大折叠	小折叠	AI功能手机
小米系列	2022	√	√		
	2023	√	√		
	2024	√	√	√	√
红米系列	2022	√			
	2023	√			
	2024	√			√

小米集团：中国大陆地区，高端智能手机占整体智能手机销量比例



小米集团：距离全球第一仍有成长空间，看好公司后续成长

● 目前，小米集团市占率距离全球第一仍有差距，拥有较大成长空间：

- ①从细分市场来看，小米集团主要在非洲、欧洲、中东、拉美均与地区市占率第一名有一定差距，拥有较大成长空间；
- ②长期来看，新兴市场的手机渗透率仍有较大提升空间，小米集团手机出货量有望随新兴市场需求的持续增长继续提升。

● 折叠机/AI手机等新品为市场竞争格局变化引入新活力，或将加速行业格局变化：我们认为，随着科技进步和消费者需求多样化，折叠机与AI手机作为新品类，在传统直板手机创新内容有限的衬托下，吸引了更多关注度，或将加速手机市场竞争格局变化。小米集团早在2016年就成立了小米AI实验室，并储备了多项AI技术能力，有望持续更好赋能自身手机产品。

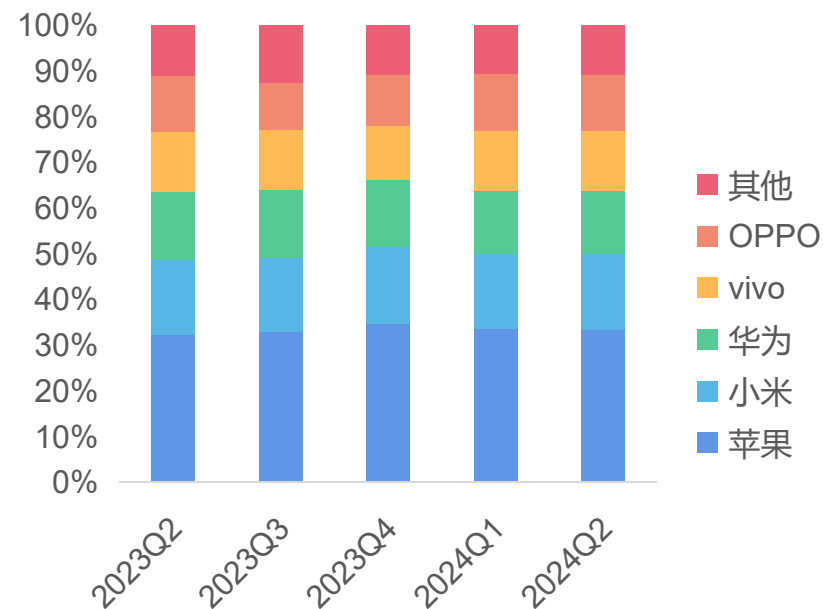
● 小米集团在安卓手机中具有较高的品牌吸引力和用户忠诚度，看好后续客户粘性：以二手市场为例，在二手手机市场中，以高端机型和高配机型更受欢迎，体现了新机市场持续高端化的趋势和二手高端产品高性价比的优势。在国内二手手机市场中，2023Q2-2024Q2小米集团在安卓系手机中份额第一，体现出了较强的客户忠诚度。

小米集团：市占率距离各地区第一名仍有差距，但在逐渐收窄

小米集团在国内二手市场份额高于其他安卓机

		2023	2024Q3
中国	第一名	19%	19%
	小米集团	13%	15%
欧洲（不含俄罗斯）	第一名	34%	
	小米集团	17%	
拉美	第一名	32%	32%
	小米集团	16%	16%

		2023	2024Q3
东南亚	第一名	21%	21%
	小米集团	14%	15%
非洲	第一名	50%	51%
	小米集团	9%	12%
中东（不含土耳其）	第一名	34%	35%
	小米集团	14%	14%



小米集团手机空间测算：我们预计2027年公司全球市占率有望提升至15%

● 我们对于不同区域销量与市占率分别进行假设，并假设小米集团手机销售均价相较2023年略有提升，预计2027年小米集团手机销量有望达到1.9亿部，收入约2121亿元

	全球出货量 (亿部)		小米集团市占率	
	2023	2027E	2023	2027E
中国	2.73 <i>CAGR=2.1%</i>	2.96	13%	15%
欧洲 (不含俄罗斯)	1.30 <i>CAGR=2.1%</i>	1.41	17%	18%
印度	1.49 <i>CAGR=2.3%</i>	1.63	17%	22%
拉美	1.19 <i>CAGR=3.2%</i>	1.35	16%	20%
东南亚	0.87 <i>CAGR=3.2%</i>	0.99	14%	18%
非洲	0.69 <i>CAGR=3.2%</i>	0.78	9%	15%
中东 (不含土耳其)	0.43 <i>CAGR=3.0%</i>	0.48	14%	24%
其他	2.74 <i>CAGR=2.1%</i>	2.97	7%	7%
整体	11.42 <i>CAGR=2.4%</i>	12.57	13%	15%

假设依据

2023年中国市场手机占率第一是苹果，份额为19%。考虑到华为回归带来的冲击，我们保守预计小米集团手机在中国市场市占率最高可达到第二名，假设2027年小米集团手机市占率15%

2023年欧洲（不含俄罗斯）手机市占率第一是三星，份额约34%，小米集团手机在欧洲（不含俄罗斯）份额与第一/第二名具有一定差距，假设2027年小米集团手机在欧洲的市占率略有增长

2023年小米集团手机在印度市占率约17%，历史小米集团市占率曾一度超越30%，假设小米集团手机2027年市占率22%

拉美市场主要由三星&摩托罗拉占据前2名，2023年三星、摩托罗拉市占率分别为32%、20%。小米集团手机2023年市占率约为16%，相对三星&摩托罗拉的市占率仍有提升空间，假设2027年小米集团市占率约20%

东南亚市场领先厂商市占率胶着，2024Q2小米集团手机市占率约17%，假设小米集团2027年市占率约18%

2023年非洲手机市占率第一是传音，份额约50%；第二是三星，份额约26%。小米集团手机2023年市占率约9%，距离传音/三星仍有较大差距，预计小米集团2027年在非洲市占率约15%

小米集团在中东份额提升较快（2023年小米集团市占率14%，2024Q2小米集团市占率20%），我们假设小米集团在中东长期市占率约24%

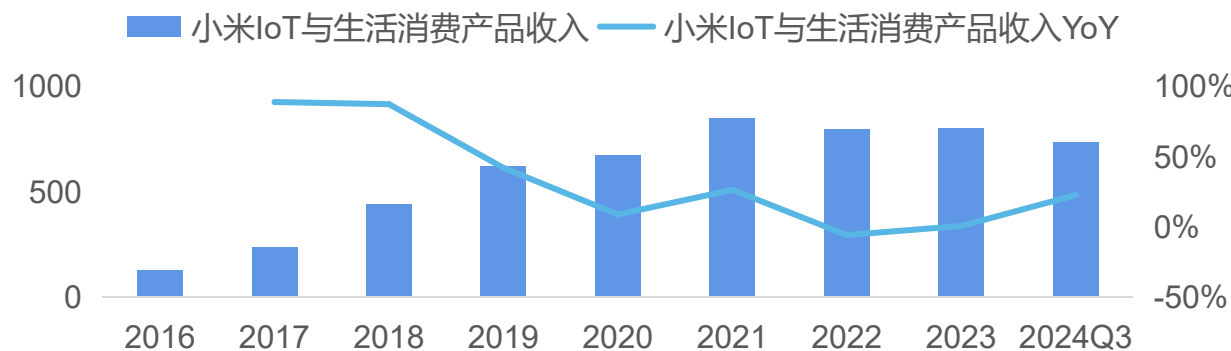
假设小米集团份额基本持平

三、IoT与生活消费产品业务 线上更具竞争优势，2025年家电出口有望带动业绩进一步提升

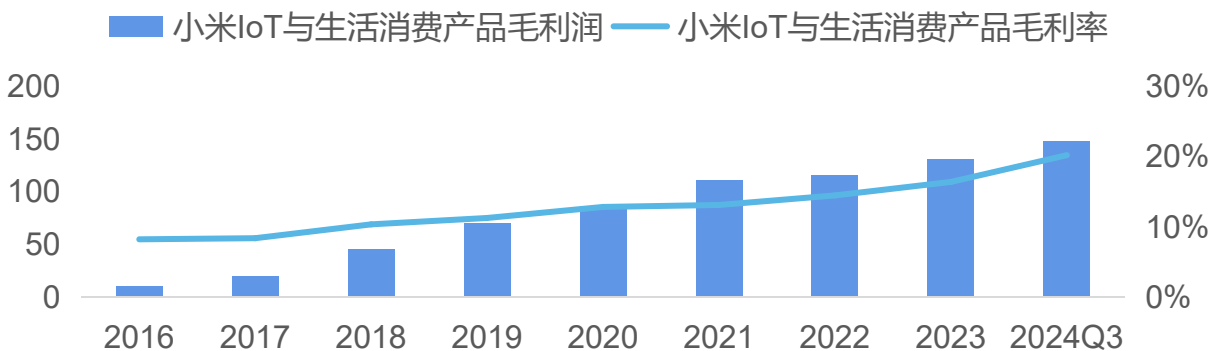
小米集团：可穿戴产品已实现全球份额领先，家电市场将依靠出口提份额

- 小米集团IoT与生活消费产品业务长期保持在稳定发展的状态：近年来，小米集团IoT与生活消费产品收入占整体比例与毛利润占整体比例逐渐接近。我们认为，在可穿戴市场，小米集团市占率已实现全球领先，后续将继续保持产品优势；在家电市场，小米集团当前家电产品销量较为领先的是电视，但在空调等领域主要依赖线上销售。我们认为，小米集团当前产品主要依靠在国内进行线上销售，后续在国内拓展份额将更多依靠线下渠道。并且，由于线下渠道相对线上更为高端，小米集团若在线下渠道成功拓展也可进一步优化产品盈利能力。此外，为扩大成长空间，小米集团正计划积极布局海外市场，预计部分产品将于2025年销往东南亚市场。

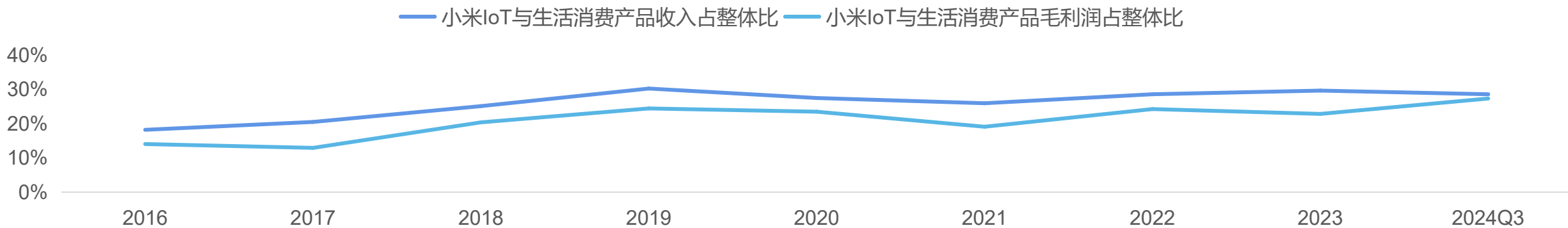
小米集团：IoT与生活消费产品收入情况（亿元）



小米集团：IoT与生活消费产品毛利润情况（亿元）



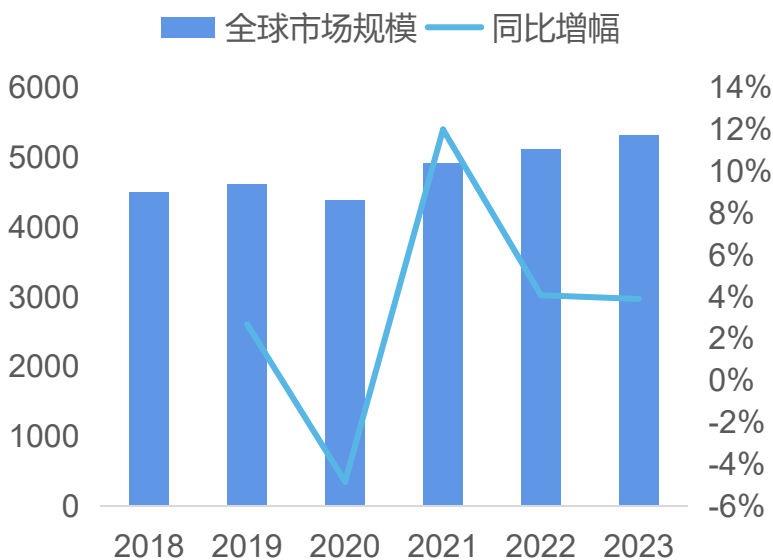
小米集团：IoT与生活消费产品收入占比与毛利润占比相对接近



市场：全球家电市场稳健增长，大家电市场规模在家电市场中占比较大

- **全球市场需求分化，发达国家受宏观经济影响持续承压，新兴市场保持较快增长：**根据海尔智家公司公告转引欧睿数据，2023年，全球家电零售市场规模约5301亿美元；其中核心家电产品零售额达到2870亿美元，同比持平；小家电产品零售额达到2431亿美元，同比增长3.3%。我们认为，这一数据表明，尽管整体市场增长较为缓慢，但小家电市场表现出了较强的活力。2024年上半年，海外不同市场需求分化，欧美日等发达国家核心家电市场需求受宏观经济影响持续承压；与发达国家市场形成鲜明对比的是，东南亚、南亚、中东非等新兴市场行业保持较快增长。但随着发达国家步入降息周期，整个地产市场有望逐步复苏，利于前期被抑制的家电需求释放，新兴市场国家也有望随着城市率的增加迎来家电普及率的提升。
- **以旧换新政策陆续落地，国内家电行业零售额已企稳回升：**目前，中国家电行业已经迈入更新需求为主导的新阶段。根据奥维云网的数据，随着以旧换新政策在全国的陆续实施，消费者换新需求逐步释放以及8月高温天气带动空调需求增长，家电行业零售额于2024Q3企稳回升。
- **家电市场中以大家电占比较大：**2023年国内家电市场规模合计7737亿元，其中大家电市场4619亿元，占比60%。

全球家电市场规模情况（亿美元）



注：市场规模基于汇率换算，截至2025年2月18日，美元兑人民币汇率为7.1706

大家电占据国内家电市场大部分份额

大家电	2023年国内市场规模（亿元）		发展趋势
	产品	规模	
大家电 4619亿元	彩电	1075	①大屏化趋势；②高刷新率渗透率持续增长；③Mini LED普及率不断增长 ①大匹数化；②大挂崛起；③柜机衰落 大容积（600L）占比提升 ①容量提升②风冷、电脑控温冷柜渗透率提升 ①波轮/滚筒单洗/洗烘一体是市场主流②大容量趋势 热泵式烘干占据主流
	空调	1634	
	冰箱	960	
	冰柜	111	
	洗衣机	661	
	干衣机	178	
厨卫电器 1872亿元	热水器	513	①电储热水器：容积向60升集中，扁桶薄款/双胆快速加热愈发受到青睐 ②燃气热水器：容积向16升集中，双循环恒温技术发展积极 近吸式、T型、顶侧双吸占据主流市场且份额持续扩大，隐藏式有望成为新增赛道 以通量迭代、净热一体为主，厂商也在逐步完善产品功能体验，例如加强智能龙头灵敏触控、结合热罐和即热方式提供更大热水流速等 蒸烤一体款占据主流市场 大火力、高热效率市占率逐步提升，大部分燃气灶继续以主打5.0kW以上火力值和70%以上热效率为卖点 更大容量、功能细化 微蒸烤三合一产品渗透率不断提升，抢占蒸烤复合机与单功能产品份额 大容量、嵌入式 -- 智能化、多功能化 对个性化功能、烹饪口感的需求在提升 -- -- -- -- 洗地机与扫地机器人功能特点最后将以某种形式融合 更高效、便携、智能化、并采用更多的过滤技术 暖风机是当前主流类型，且份额占比持续提升 --
	油烟机	313	
	净水器	261	
	集成灶	246	
	燃气灶	215	
	洗碗机	113	
	微蒸烤	81	
	消毒柜	32	
	其他	98	
	生活电器 1246亿元	电饭煲	
电压力锅		50	
搅拌机		65	
煮水系列		67	
美发系列		118	
扫地机器人		132	
洗地机		115	
空气净化器		46	
电暖器		76	
其他		454	

- 小米集团产品布局广泛，覆盖可穿戴、平板/PC相关、大家电、各类小家电等。
- 小米集团手机周边产品销量全球领先，大家电销售主要依靠线上：小米集团在手机周边产品中相对更具优势，已在可穿戴、平板等领域实现出货量全球领先。但在传统家电市场中，小米集团份额相较头部企业仍有差距，更多是在线上销量份额居前。我们认为，主要原因在于：小米集团通过线上渠道，快速触达消费者，为消费者提供便捷的购买渠道和丰富的促销活动，同时小米集团的产品具备性价比优势，因此在线上市场获得了较高的销量。

小米集团：IoT与生活消费产品产品布局广泛

可穿戴	平板/PC相关	大家电	其他
TWS耳机、智能手表、智能手环	平板、笔记本电脑、显示屏	电视、空调、冰箱、洗衣机	除湿机、洗地机、空气净化器、扫地机器人、微蒸烤、烟灶等

小米集团：手机手机周边产品销量全球领先

	全球排名				
	#1	#2	#3	#4	#5
TWS耳机	苹果	三星	小米集团	boAt	华为
智能手表手环	华为	小米集团	苹果	三星	步步高
平板	苹果	三星	华为	联想	小米集团
电视	三星	海信	TCL	LG	小米集团

注：TWS耳机与智能手表手环均取2024Q2数据；平板取2024Q1数据；电视取2023年数据

电视：小米集团产品售价均值低于市场平均水平

		线上销售均价 (元/台)
索尼		10399
海信		3464
TCL		3919
行业平均		2885
小米集团	小米系列	2345
	红米系列	2059

注：数据取2024年1月信息

小米集团：大家电产品线上销量领先

	小米在国内线上销售排名
空调	#3
冰箱	#4
洗衣机	#6

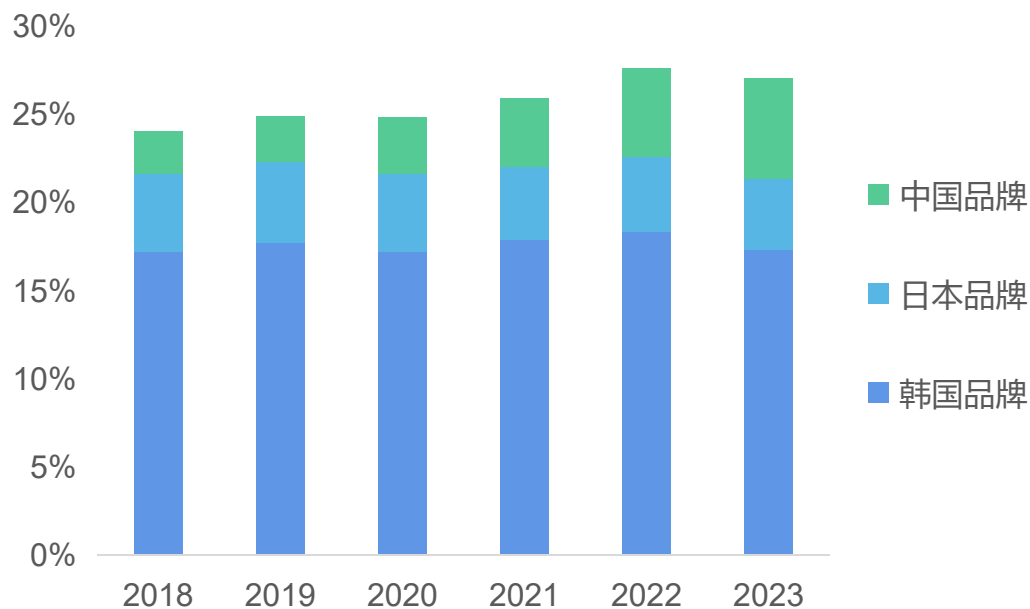
空调：小米集团产品线上均价在其线上市前10品牌中最低

	均价 (元/台)
美的	3608
格力	3845
小米集团	2229
华凌	2460
奥克斯	2444
海尔	3201
TCL	2400
海信	2949
统帅	2276
科龙	2246

注：数据取2024年前4月信息

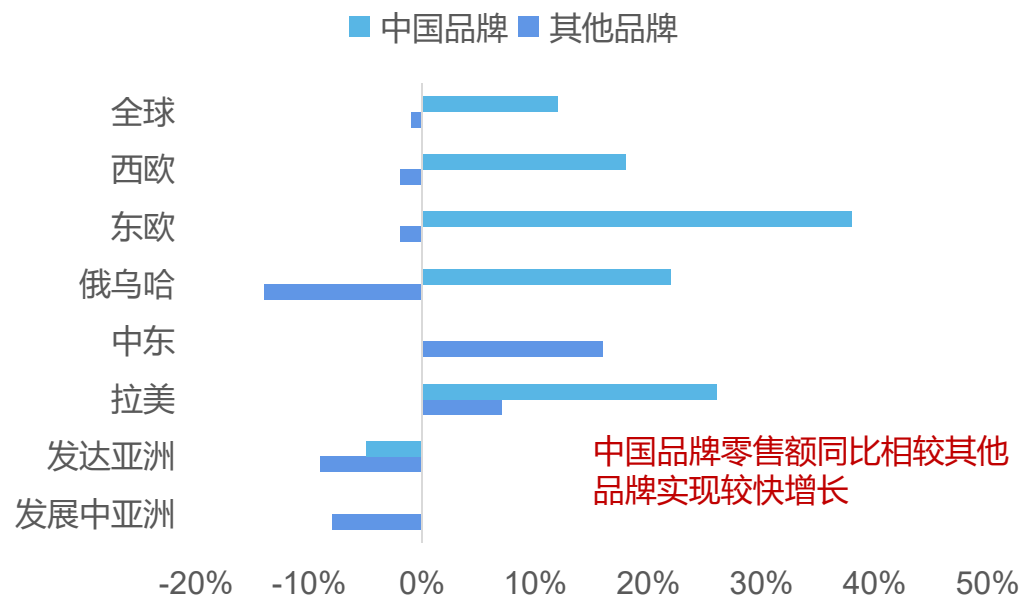
- **中国品牌在海外市场的份额呈持续增长态势：**中国家电品牌从最开始的代工、品牌并购、到自主品牌走出去，从未停止出海之路的探索。伴随着中国经济实力的不断发展，中国家电产品的实力越来越强，中国的品牌实力、品牌自信越来越强，自主品牌出海时机已经成熟。以大家电九大品类为例，海外市场（不包括北美、中国、韩国、日本）中国品牌的份额呈持续增长态势。据GFK数据，2023年中国品牌零售额份额已经达到5.7%，超过了日系品牌；零售额也同比增长12%。中国品牌2023年零售额在欧洲、俄乌哈、拉美同比都呈现大幅增长态势。
- **小米集团将以泰国、马来西亚等东南亚国家为起点，在全球推广家用电器产品：**小米集团预计2025年将在全球市场大幅扩展其物联网产品线，比如推出小米空调、小米冰箱、小米洗衣机等多种家电产品，将率先从泰国、马来西亚等东南亚市场进行家电产品的扩张。我们认为，小米集团的AIoT产品线拓展有望进一步提升其在东南亚市场的竞争力。

中国品牌在全球市场零售额份额持续提升



注：该份额为全球市场（除北美、中国、日本、韩国）品牌零售额份额

各品牌2023年零售额同比增速情况



中国品牌零售额同比相较其他品牌实现较快增长

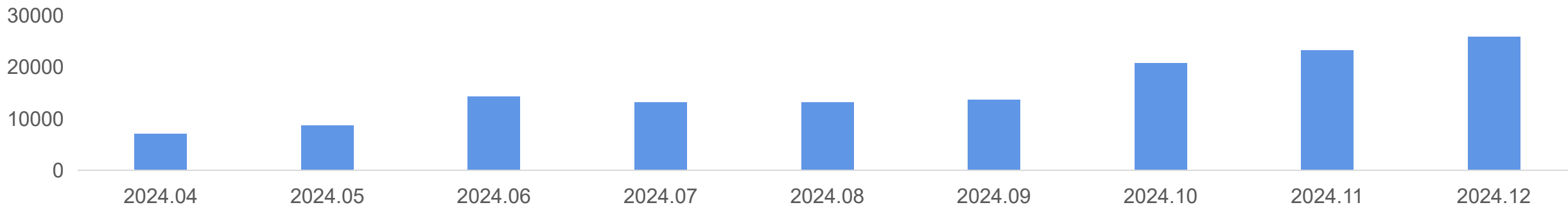
四、汽车等创新业务

预计小米集团汽车2024年全年交付量超13.5万台，看好后续成长

小米集团：持续丰富产品线，覆盖更广消费群体，带动整体销量提升

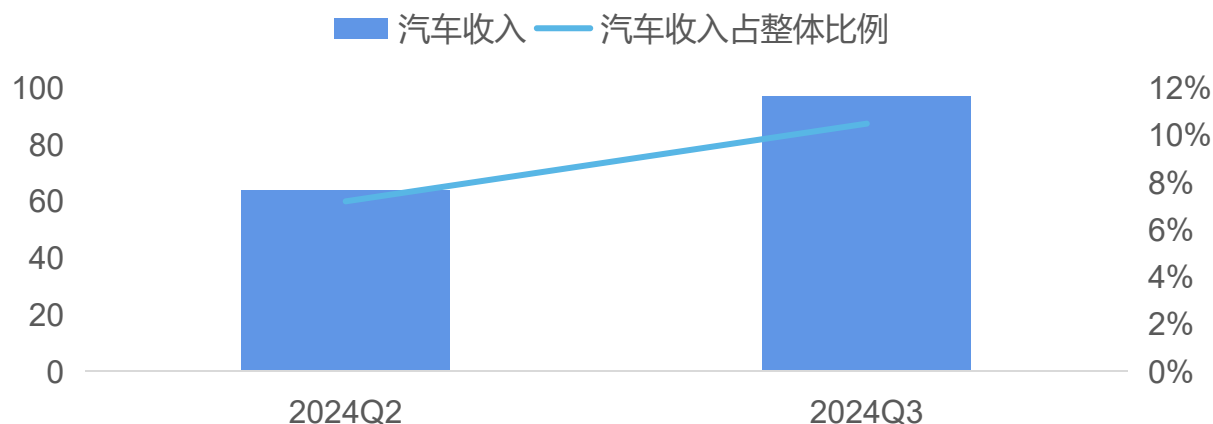
- 汽车作为小米集团在2024年新推出的业务，收入占整体比例与毛利润占整体比例均已于2024Q3接近10%。我们认为，新能源汽车在汽车市场的渗透率逐年提升，是汽车市场的未来发展趋势。小米集团已于2024年推出第一款新能源汽车SU 7，其第二款新能源汽车YU 7预计将于2025年上市。我们认为，随着在汽车产品线的布局变得逐步丰富，小米集团有望更好地覆盖更多消费群体，带动小米汽车销量增长。

小米集团：汽车月销量逐渐增长（辆）

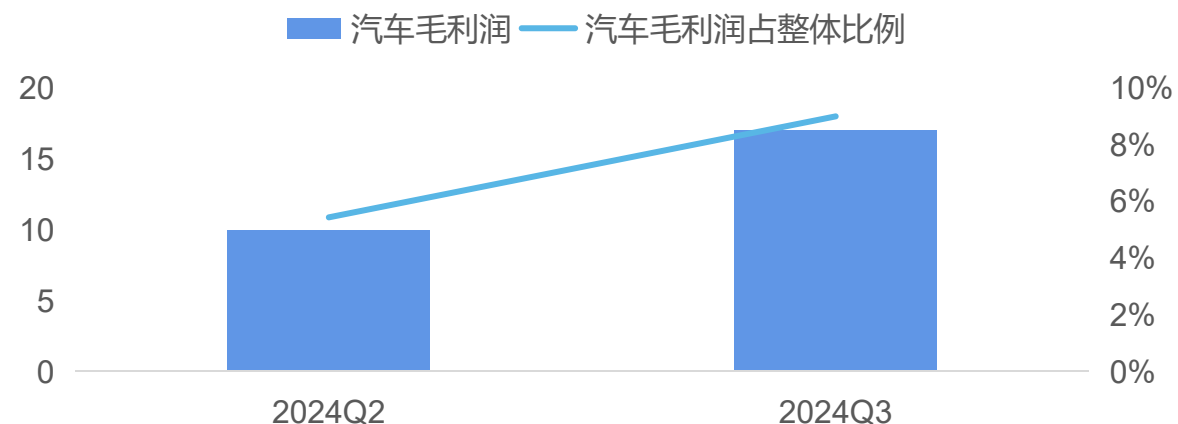


注：车主之家汽车销量排行榜数据来自网络，销量数据全部不包含进口车型，数据仅供参考，请以汽车厂商公布的销量数据为准。数据更新日期2025-01-10

小米集团：汽车单季度收入情况（亿元）



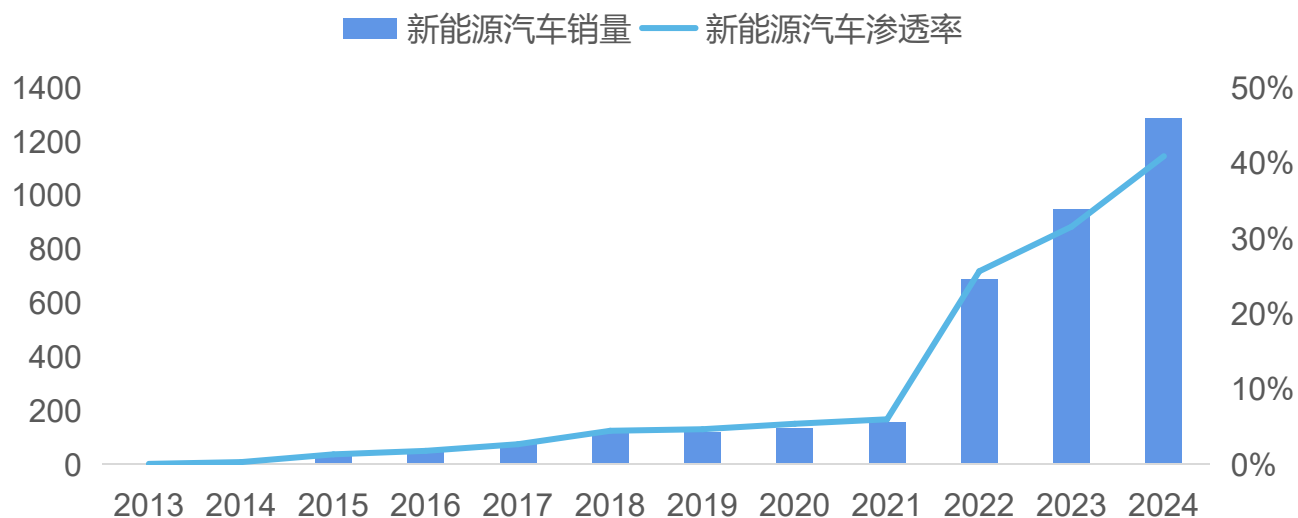
小米集团：汽车单季度利润情况（亿元）



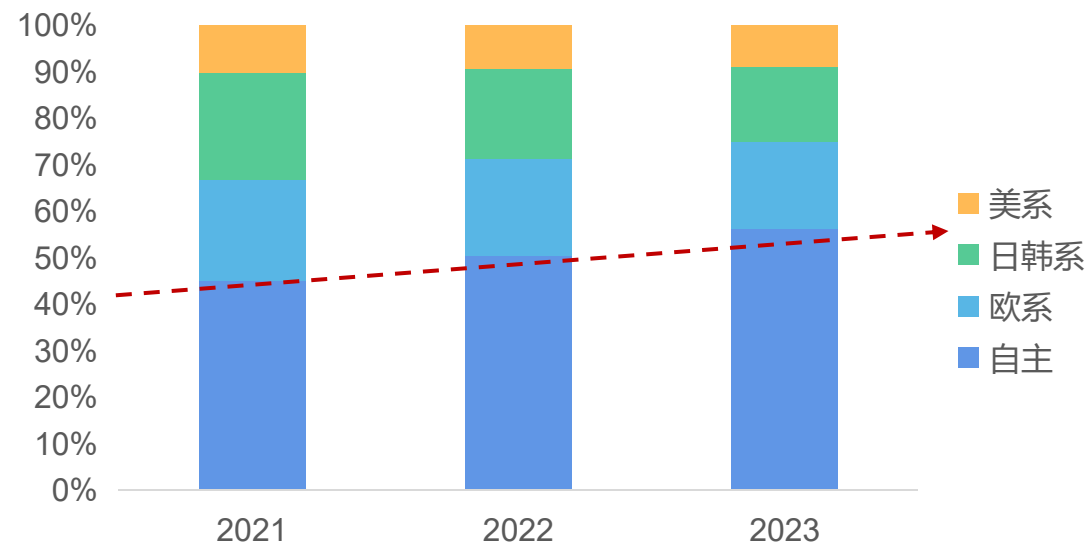
市场：国内新能源汽车渗透率逐年上升，本土品牌认可度持续提升

- **国内新能源汽车需求快速增长**：2024年，中国新能源汽车行业多项数据刷新纪录；2025年，中国汽车行业新能源化的浪潮依然澎湃。2025年1月3日，国家发展改革委表示，在以旧换新活动中，超过60%的消费者选择购买新能源车，推动新能源乘用车市场渗透率连续6个月超过50%。
- **新能源汽车市场渗透率逐年上升，且中国品牌认可度提升**：据中国电动汽车百人会与麦肯锡共同发布的联合研究报告《驶向2030：全球新能源汽车产业发展格局与展望》，全球新能源汽车正值高速增长阶段。在电动化方面，低成本和下一代电池技术创新将推动油电同价和新能源汽车的普及。源自中国的新能源车企正在重塑全球汽车工业格局。2030年，中国车企有望在全球销量前十大车企中占据多个席位。根据盖世汽车研究院，2023年，国内市场中，自主品牌市场份额已达56%。
- **当前新能源汽车产品趋于同质化，产品定义与客户吸引力成为决定最终格局的重要因素**：在燃油车时代，由于内燃机性能已经接近极限，提升起来相当困难，每向上提升一点就是明显的差异，容易让用户感到兴奋。而新能源汽车大容量电池与高效率电机的引入，轻松突破了性能瓶颈，导致了性能参数上的同质化。以加速性能为例，上至50万元以上的豪华车型，下至10万元出头的经济型轿车，在电机的加持下零百加速都能轻松达到5s以内。此外，新能源汽车在设计、三电、底盘等均出现同质化现象。因此，我们认为，产品定义与客户吸引力或将成为未来决定车企竞争格局的重要因素。

国内新能源汽车销量及渗透率情况（万辆）



自主品牌份额持续提升



市场：主销车辆集中在15~20万元区间，增程式销量增长较快

- **主销车型集中在15~20万元区间**：从价格维度来看，在新能源汽车市场中，主销车型依然集中在15~20万元区间，这一价格区间的产品涵盖了多种车型。2023年，8万元以下市场出现销量下滑，其他价格区间都出现了不同程度的增长，我们认为，主要原因是8万元以下价格区间的消费者对价格更为敏感，且市场竞争激烈，整体市场增长乏力。
- **细分车型中，纯电动销量占比相对较大，增程式增速较快**：根据中汽协数据，2023年，从车型来看，微型车市场出现销量下滑，小型车、紧凑型、中型、中大型都有不同程度的增长。在新能源车中，纯电动车型用车成本更低，驾驶体验更好，在市场上占比较大；增程式车型解决了纯电动车的续航焦虑问题，增速较快。

国内新能源汽车主销车型集中在15~20万元区间

	2023		2024年1~5月	
	销量结构占比	销量增速	销量结构占比	销量增速
8万以下	9%	-22%	6%	-8%
8~10万	5%	44%	7%	303%
10~15万	12%	36%	15%	56%
15~20万	31%	53%	28%	17%
20~25万	11%	55%	10%	9%
25~30万	5%	3%	7%	82%
30~35万	9%	48%	10%	49%
35~40万	12%	103%	12%	12%
40~50万	4%	33%	2%	-20%
50万以上	1%	59%	2%	297%

A型车和B型车销量占比相对较高

	2023		2024年1~5月	
	销量结构占比	销量增速	销量结构占比	销量增速
A00	7%	-50%	6%	-3%
A0	14%	115%	11%	21%
A	38%	46%	34%	14%
B	26%	57%	32%	51%
C	13%	73%	15%	65%
D	1%	161%	2%	140%

国内新能源汽车以纯电为主，增程式销量提升迅速

	2023			2024年1~8月		
	结构占比	销量同比增速	均价 (万元)	结构占比	销量同比增速	均价 (万元)
混合动力	10%	9%	20.4	8%	3%	20.7
狭义混插	22%	62%	15	27%	61%	15.2
增程式	8%	185%	23.7	11%	121%	29.7
纯电动	60%	21%	14.4	53%	16%	16.1

小米集团：车身尺寸/CLTC续航里程/百公里加速度等维度存在优势

- 小米SU7在车身尺寸/CLTC续航里程/百公里加速度等维度均存在一定优势：从整体纸面基本参数来看，小米SU7在车身尺寸、CLTC续航里程、百公里加速度等维度均存在一定竞争优势。其中，在续航方面，小米SU7全系续航里程700公里起，标准款产品续航即达到其他部分车型的长续航版；小米SU7的百公里加速度是50万元以内速度最快的量产车，小米SU7 Max性能版零至百公里加速度时间为2.78s，在动力性能方面也具有较大竞争力。

SU7在车身尺寸、CLTC续航里程、百公里加速度等维度存在优势

	小米SU7	特斯拉Model 3	智界S7	极氪007	小鹏P7i
官方售价 (万元)	21.59~29.99	24.59~30.79	24.98~34.98	20.99~29.99	22.39~33.99
尺寸 (mm)	4997*1963*1440	4720*1848*1442	4971*1963*1461	4865*1900*1450	4888*1896*1450
轴距 (mm)	3000	2875	3000	2928	2998
动力类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
CLTC续航里程 (km)	700/830	606/713	550/855	688/870	550/702
百公里加速 (s)	5.28/5.7/2.78	6.1/6.4	5.4/3.3	5.6/3.8/2.84 (不含起步时间)	6.4/3.9
驱动方式 (标配)	单电机后永磁/同步	单电机后驱	单电机后驱	单电机后驱	后中置电机后驱
电芯类型	磷酸铁锂/三元 (刀片型)	磷酸铁锂/三元 (圆柱型)	M3P 三元-磷酸锰铁锂	磷酸铁锂/三元 (刀片型)	磷酸铁锂/三元
电池容量 (kWh)	74/94/101	60/78.4	62/82/100	75/100	64.4
集成技术	CTB技术&电芯倒置	--	超薄集成技术	金砖电池集成技术	--
高压平台	800V架构	800V架构	800V架构	800V架构	400V架构; 800V (选配)
摄像头	12	8	10\11	12	12
激光雷达	0\1		0\1	0\1	0\2
毫米波雷达	3		3	4	5
超声波雷达	12		12	12	12

- **SU7市场反响热烈，交付量持续提升，小米集团2025年全年汽车交付量目标30万台：**小米SU7自2024年3月28日正式上市以来，便凭借其出色的性能、时尚的外观赢得了消费者的广泛好评。在上市后的72小时内，就有近5万用户完成了锁单购买。2024年第三季度，小米SU7交付量达39790辆。2024年，小米集团全年交付超过13.5万辆；2025年目标全年交付30万辆。
- **成本管控能力优秀，领先部分同行：**2024年第三季度，小米集团智能电动汽车等创新业务毛利率约17%，领先部分同行。我们认为，其主要原因系：小米集团秉承爆品车逻辑，实现规模经济，通过大规模生产和销售，进一步降低了成本，同时将手机产业积累的管理能力复用到汽车，通过优化供应链，降低了采购成本，使得毛利率表现良好。
- **持续扩充产品线，新款SUV YU7计划于2025年6/7月上市：**为进一步铺齐产品线，满足更多客户需求，小米集团正持续扩充车型，预计将于2025年六七月推出新款SUV YU7。我们认为，YU7的推出进一步丰富小米集团汽车的产品矩阵，不仅将满足消费者对高性能SUV的需求，还将提升小米集团汽车在汽车市场的竞争力。

小米SU7交付量持续提升 (辆)

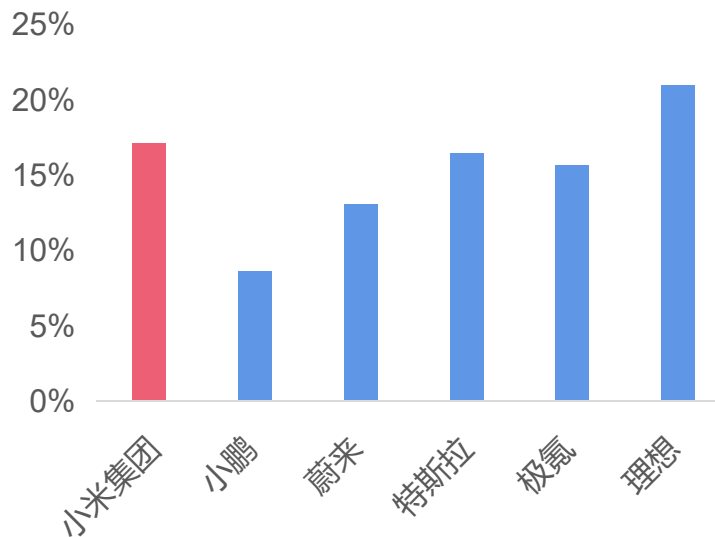
12月交付量突破**25000**台
小米汽车 25年全年交付目标**300000**台



XIAOMI SU7

* 数据来源于小米汽车数据中心，统计时间为2024年4月5日0点至12月31日24点，以整车实际交付为统计口径。

小米集团汽车毛利率超过部分同行 (2024Q3)



小米SU7与YU7外型对比



小米集团：2025年汽车销量测算

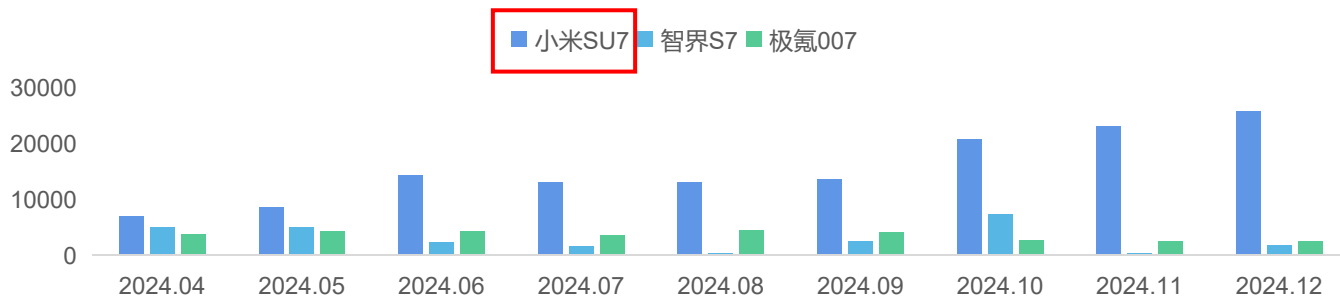
● 通过对比SU7与国内同类纯电汽车销量，我们可以发现，2024年4-12月SU7销量领先同行。考虑到SU7销量可能受到粉丝的加持，我们针对SU7销量进行假设，根据我们的测算，我们发现，即使粉丝销量占SU7销量的60%，SU7销量相较国内同类纯电汽车依旧领先。若YU7能同样在无粉丝加持的情况下实现销量在国内同类新能源汽车领先，则可以做出如下假设：

①若YU7定价范围在25~35万元，对应国内领先新能源SUV销量约23万辆，考虑到粉丝加持，YU7销量有望超过25万辆；

②若YU7定价范围在15~25万元，对应国内领先新能源SUV销量约7万辆，考虑到粉丝加持，YU7销量有望超过7万辆。

● 我们认为，假设SU7在2025年的销量与2024年基本持平，在不考虑产能限制的情况下，若YU7定价主要为25~35万元，则小米集团汽车2025年销量超过38万辆可能性较大，若YU7定价主要为15~25万元，则小米集团汽车2025年销量超过20万辆可能性较大。

SU7实际销量领先国内同行（辆）



国内领先SUV销量

	类型	单车售价	SUV 2024年6~12月销量（辆）
国内竞品A	纯电SUV	25~35万元	1.5+万
国内竞品B	增程式SUV		25+万
国内竞品C	纯电&增程式SUV	15~25万元	7+万

即使粉丝占比为60%，SU7去除粉丝后的销量较国内纯电汽车依旧领先（辆）



即使是SU7实际月销量的40%，也高于国内同行整体月销量

小米集团汽车2025年销量假设

假设：YU7销量与国内领先企业持平		
假设YU7定价	25~35万元	15~25万元
对应YU7销量	25+万辆	7+万辆
假设SU7 2025年交付量与24年基本持平		
SU7+YU7合计销量	38+万辆	20+万辆

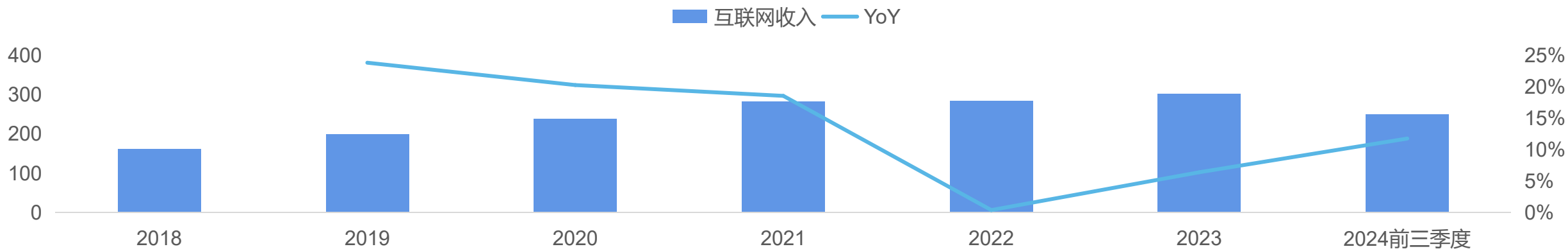
五、互联网业务

用户规模持续扩大，带动整体收入增长

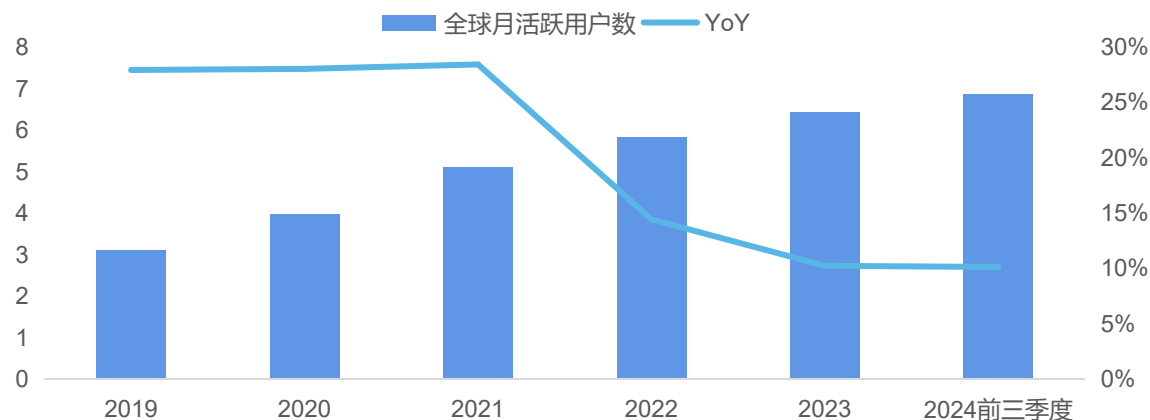
小米集团：用户规模持续扩大，带动互联网收入增长

- 小米集团互联网收入主要依靠手机、电视等硬件所带来的广告、游戏等收入。互联网作为小米集团利润的主要来源，受益于全球月活跃用户量的提升，2022年至2024年前三季度业务收入保持稳定增长的状态。我们认为，随着小米集团硬件产品的提升，叠加高端手机出货量的提升，小米集团互联网业绩有望进一步增长。

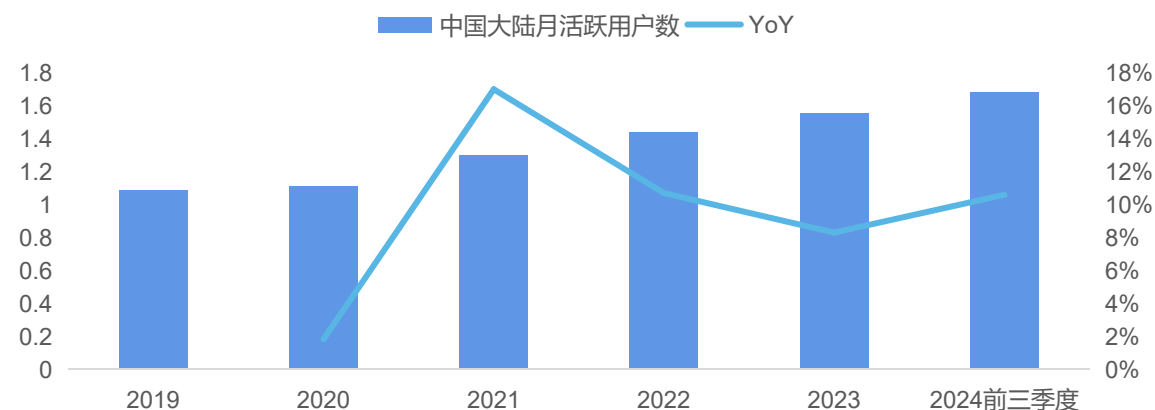
小米集团：互联网收入情况（亿元）



小米集团：全球月活跃用户持续增长（亿）



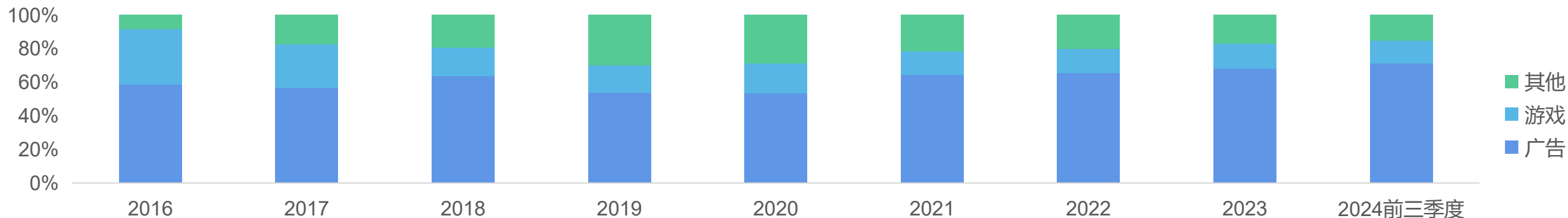
小米集团：中国大陆月活跃用户持续增长（亿）



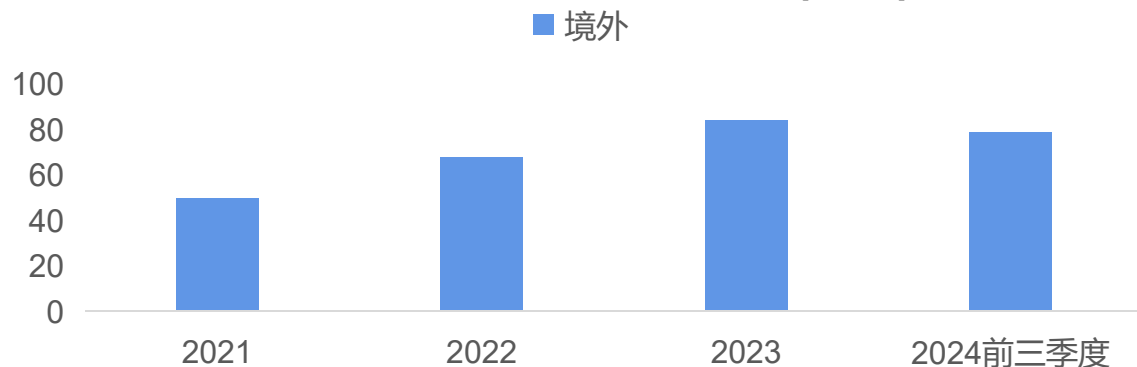
小米集团：广告是互联网收入主要来源，境外收入占比逐渐扩大

- **广告是互联网收入的主要来源：**小米集团互联网收入中，广告是主要来源，成为推动小米集团互联网收入增长的关键因素。2024年前三季度，小米集团广告收入约177亿元，占其互联网收入比约71%。
- **境外互联网收入占比在持续提升：**小米集团持续推进全球化战略，在不断拓展商业合作伙伴的同时，持续提升内容自主分发能力与变现能力。2021年至2024年前三季度，小米集团在境外市场的互联网收入占比持续提升，显示出其在全球市场的拓展取得了显著成效。

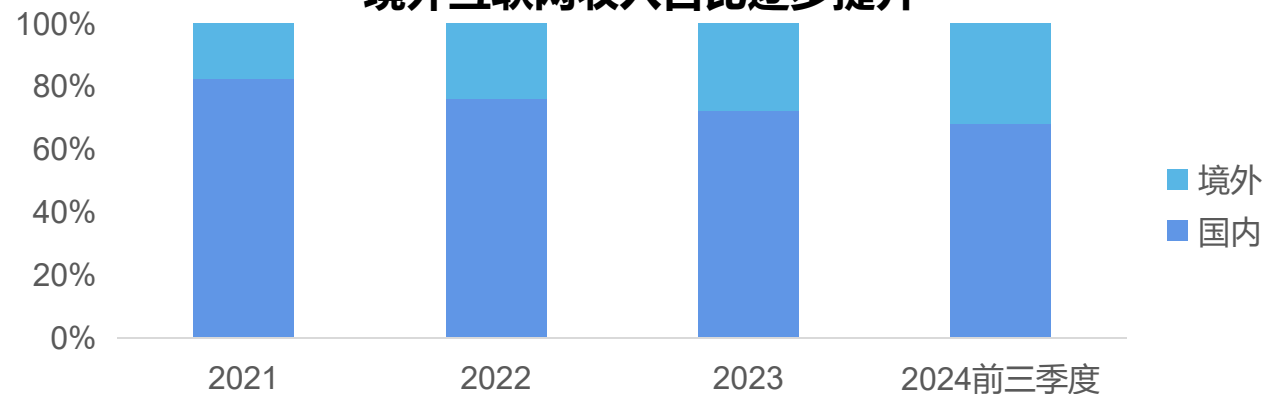
广告是小米集团互联网收入主要来源



境外互联网收入持续增长 (亿元)



境外互联网收入占比逐步提升



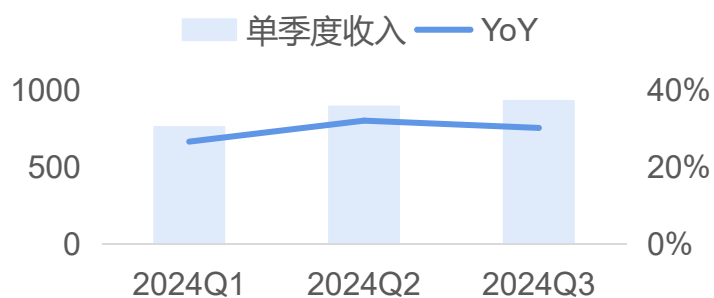
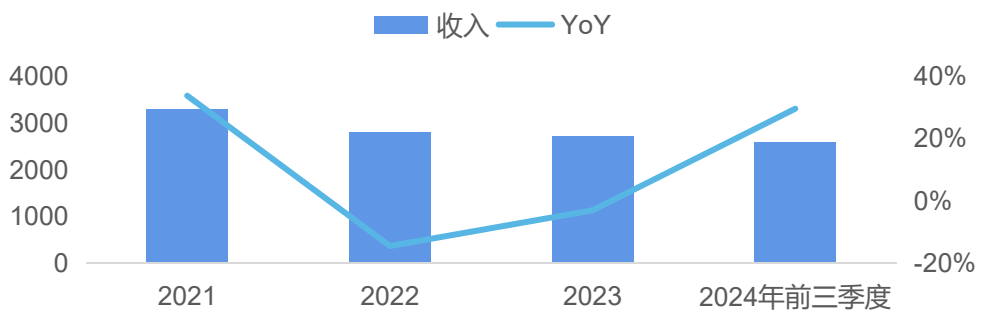
六、财务分析

2024Q3收入创历史新高，盈利稳健增长

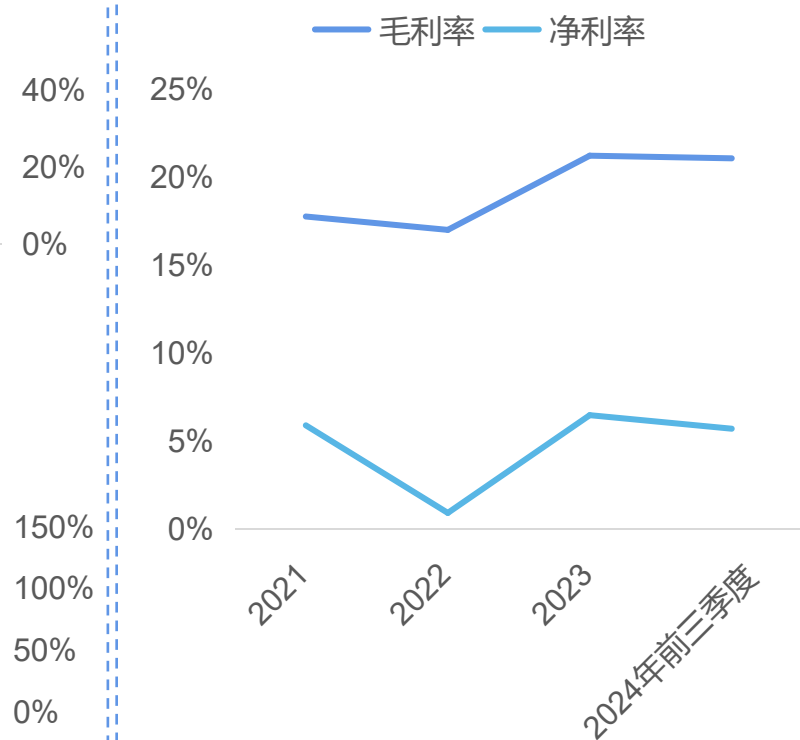
整体：2024Q3单季度收入创历史新高，盈利实现稳健增长

- **2024Q3单季度收入创历史新高，盈利实现稳健增长**：2021至2023年，公司收入从3286亿元下滑至2710亿元，2024前三季度，公司实现收入2569亿元，同比增长29.37%。2024Q3单季度，公司实现收入925亿元，同比增长30%，环比增长4%，创历史新高。在经调整净利润方面，2024Q3单季度，公司实现经调整净利润63亿元，同比增长4.4%，其中包括智能电动汽车等创新业务经调整净亏损15亿元。
- **高效执行集团“稳健进取”的核心经营战略，2024Q3毛利率维持在20%以上**：公司高效执行集团“稳健进取”的核心经营战略。2024Q3单季度，公司整体毛利率约20.4%，已为公司自2023Q2起连续第六个季度毛利率超过20%。净利率方面，公司2024Q3单季度净利率约5.77%，环比提升0.07pct。

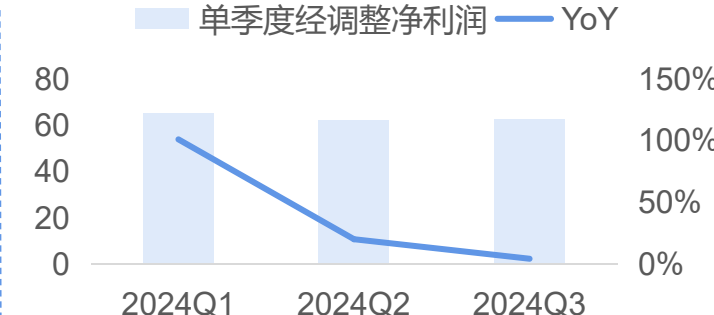
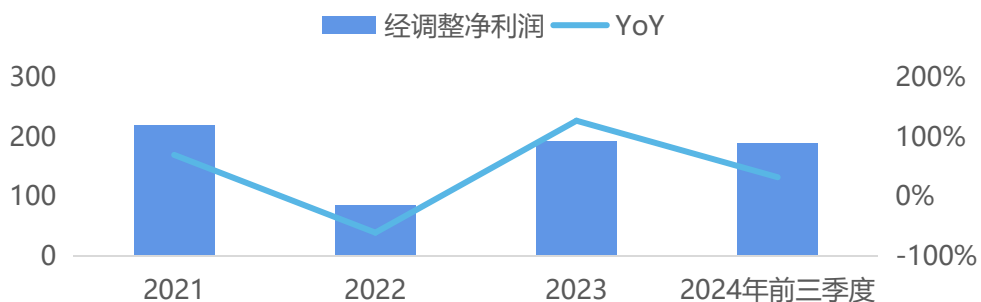
公司收入情况 (亿元)



公司毛利率与净利率情况



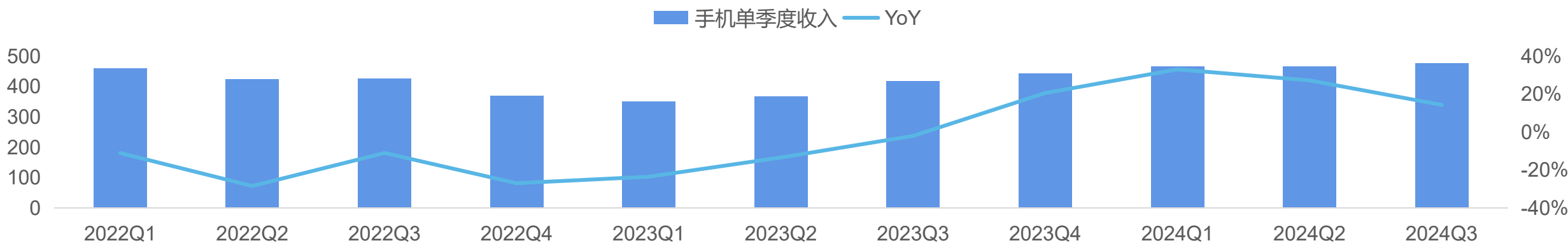
公司经调整净利润情况 (亿元)



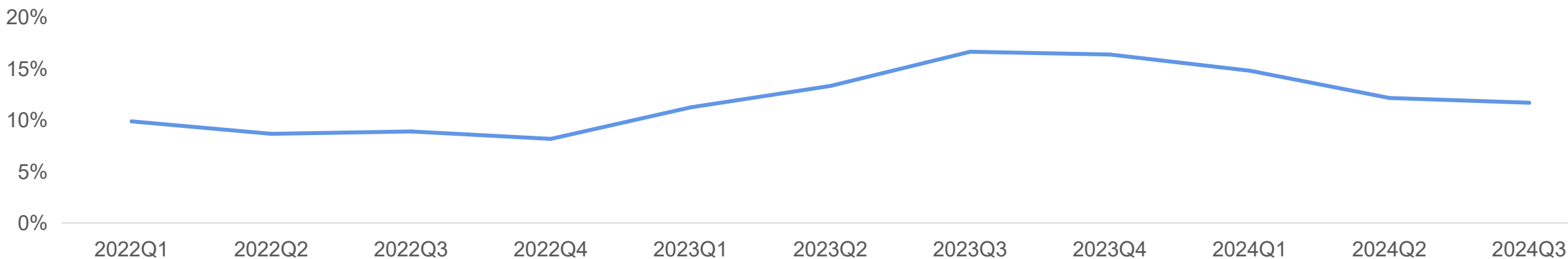
手机：伴随市场复苏，收入连续4个季度实现同比增长

- 伴随市场复苏，公司手机收入已连续4个季度实现收入同比增长：2024Q3，公司单季度智能手机收入约475亿元，同比增长14%，已是公司自2023Q4起连续第四个季度实现智能手机单季度收入同比正增长。这一增长主要得益于智能手机平均售价（ASP）和出货量的双重提升。根据Canalys，公司2024Q3单季度全球手机出货量约4280万台，同比增长3.2%。2024Q3，小米集团手机的平均售价（ASP）从2023Q3的每部1002元增加到1110元，同比增长11%。

公司手机单季度收入自2023Q4起连续4个季度实现同比正增长（亿元）



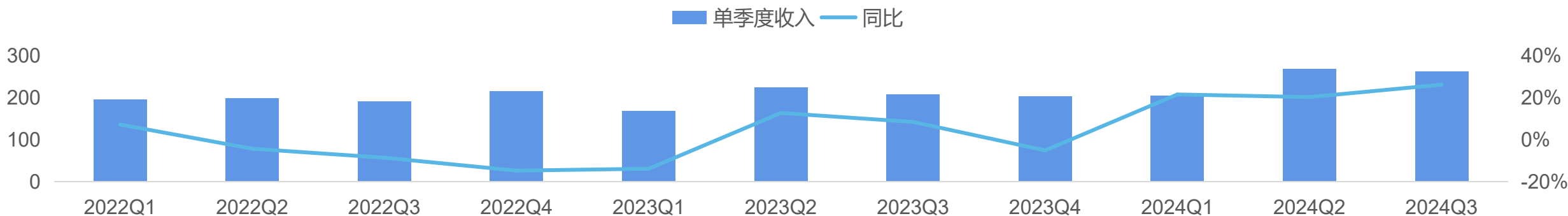
公司手机单季度毛利率情况



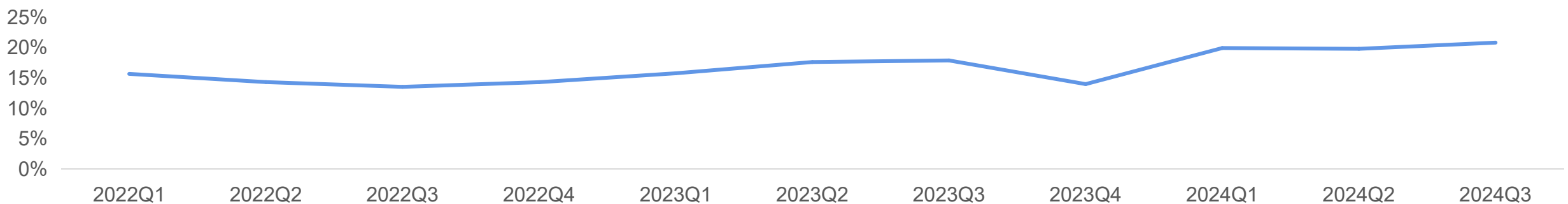
IoT与生活消费产品：2024Q3单季度毛利率创历史新高

- **收入持续增长，毛利率创历史新高：**公司凭借自研技术全力打造创新产品，并不断优化送装服务。2024年第三季度，公司IoT与生活消费产品业务收入约261亿元，同比增长26%。空调产品出货量超170万台，同比增长超过55%；冰箱产品出货量超过81万台，同比增长超过20%；洗衣机产品出货量超过48万台，同比增长超过50%；其中，冰箱与洗衣机出货量均创历史新高。此外，公司2024年第三季度毛利率约20.8%，创历史新高，同比提升2.9pct。
- **空调自建，保证供应稳定：**根据中国家电网，公司计划建设智能家电生产基地，实现年生产、加工空调600万套，年产值约110亿元。自建空调生产基地将使公司在供应链上掌握更强的议价能力。从而以更具竞争力的价格推出产品。我们认为，自建空调后，小米空调供应有望得到更高保障。

公司IoT与生活消费产品业务已于2024年恢复同比增长（亿元）



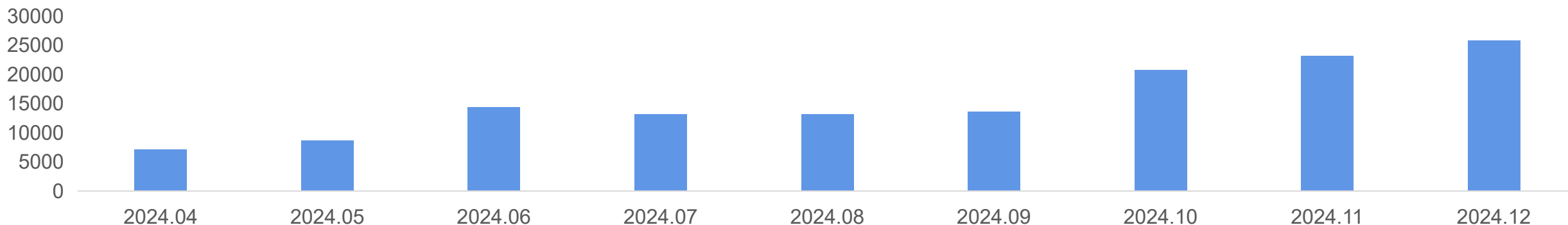
公司2024Q3单季度IoT与生活消费产品业务毛利率创历史新高



汽车：交付量持续提升，带动收入增长

- **交付量持续提升，带动收入增长：**小米SU7系列于2024年3月28日正式发布后，受到用户广泛好评，2024Q3单季度，公司SU7系列交付新车达39790辆，智能电动汽车收入约95亿元。毛利率方面，2024年第三季度，小米集团智能电动汽车等创新业务毛利率约17%，相较2024年第二季度有所提升。

公司汽车月销量情况（辆）

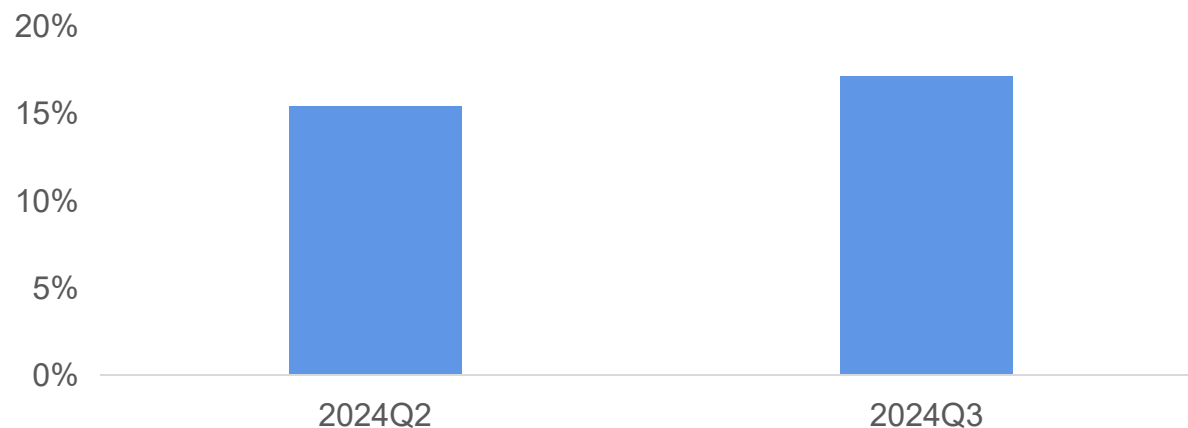


注：车主之家汽车销量排行榜数据来自网络，销量数据全部不包含进口车型，数据仅供参考，请以汽车厂商公布的销量数据为准。数据更新日期2025-01-10

公司汽车单季度收入情况（亿元）



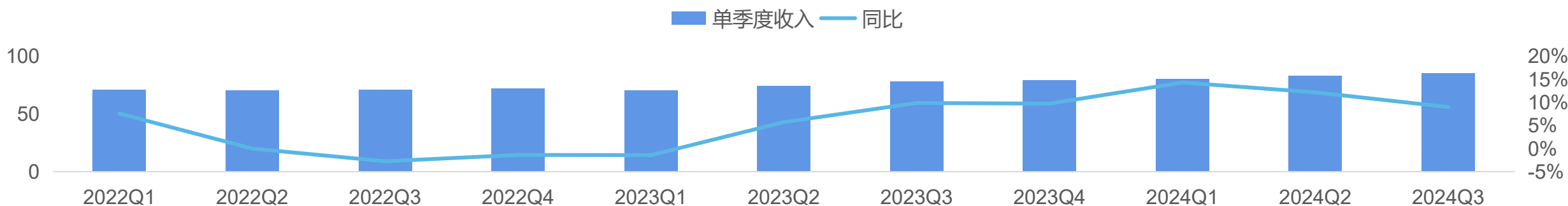
公司汽车单季度毛利率情况



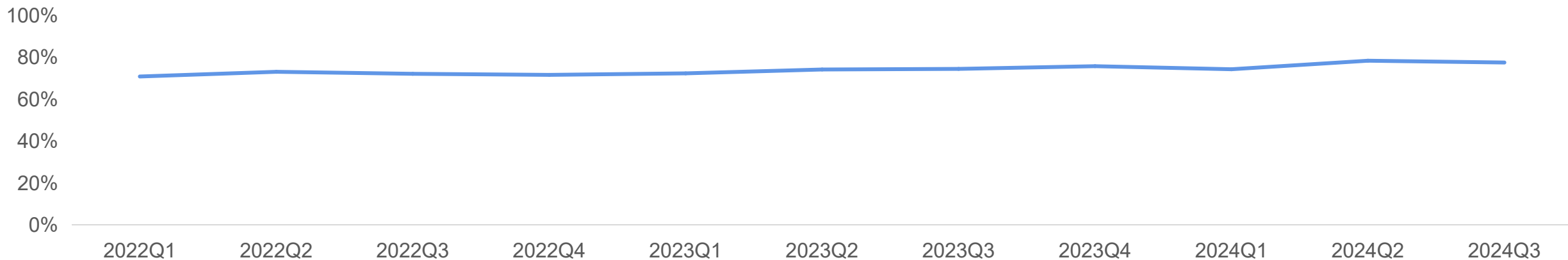
互联网：用户规模持续扩大，带动收入创历史新高

● 公司用户规模持续扩大，带动2024Q3单季度收入创历史新高：公司用户规模持续扩大，全球及中国大陆的月活跃用户数创历史新高。2024年9月，公司全球月活跃用户数达到6.86亿，同比增长10.1%。其中，中国大陆月活跃用户数达到1.68亿，同比增长10.6%。同时，公司2024年9月智能电视全球月活跃用户数达到0.69亿，同比增长7.3%。2024年第三季度，公司互联网业务收入约85亿元，创历史新高，同比增长9%，毛利率77.5%，同比提升3.1pct。

公司互联网单季度收入情况（亿元）



公司互联网单季度毛利率



七、盈利预测及投资建议

投资逻辑与盈利预测：

● 公司投资逻辑：

- ① **手机&IoT与生活消费产品业务：**我们认为，公司具有较强的品牌影响力，随着全球市场的复苏以及公司在海外渗透率的加强，叠加汽车业务的引流，公司手机业务和IoT与生活消费产品业务在全球市占率有望进一步提升，带动相关业绩增长。我们预计2024/2025/2026年公司有望实现手机收入1874/2010/2078亿元，实现IoT与生活消费产品收入961/1050/1162亿元。
- ② **互联网业务：**公司互联网收入以广告为主，我们认为，随着公司硬件销量的提升，有望带来更多广告收益；并且，随着公司高端手机渗透率的提升，公司在与广告商洽谈合作时也将更加具备议价权，有望带动公司整体互联网收入提升。我们预计2024/2025/2026年公司有望实现互联网收入334/364/394亿元。
- ③ **汽车业务：**2024年第三季度，SU7交付量达39790辆，产能持续爬坡，2024年全年交付量超13.5万辆。我们认为，SU7的销量已经彰显出小米集团品牌的号召力与吸引力，随着公司产品线的丰富，公司汽车销量有望进一步提升。我们预计2024/2025/2026年公司有望实现汽车收入337/1162/1774亿元。

● 盈利预测和投资评级：

我们预计公司2024-2026年营收分别为3541/4615/5436亿元，经调整净利润为242/430/524亿元，对应P/E为46.9x/26.4x/21.6x。参考行业可比公司2024~2026年平均P/E为26.2x/22.1x/19.0x。我们认为，小米集团作为全球领先的手机厂商，具有较强的品牌影响力，可享有一定估值溢价，且公司积极推进人车家全生态战略，我们看好公司后续的出海与高端化发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

小米集团营收拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
整体收入 (亿元)	2710	3541	4615	5436
YoY	-3%	31%	30%	18%
毛利率	21%	21%	21%	22%
毛利 (亿元)	579	746	980	1190
手机				
营业收入 (亿元)	1575	1874	2010	2078
YoY		19%	7%	3%
IoT与生活消费产品				
营业收入 (亿元)	801	961	1050	1162
YoY		20%	9%	11%
汽车				
营业收入 (亿元)		337	1162	1774
YoY			206%	82%
互联网				
营业收入 (亿元)	301	334	364	394
YoY		11%	9%	8%
其他				
营业收入 (亿元)	33	34	28	28
YoY		4%	-18%	0%

注：由于四舍五入，各分部收入拆分与整体收入可能无法完全一致

公司名称	股票代码	市值	PE		
			2024(E)	2025E	2026E
APPLE	APPL.O	36744亿美元	35.3	33.4	31.0
传音控股	688036.SH	1127亿元	20.7	17.4	14.7
理想汽车-W	2015.HK	2181亿港元	22.6	15.7	11.2
可比公司平均			26.2	22.1	19.0
小米集团-W	1018.HK	12152亿港元	46.9	26.4	21.6

注：APPLE/理想汽车-W取Bloomberg一致预期，传音控股取Wind一致预期，截至2025年2月18日

注：苹果2024财年截至2024年9月30日

注：截至2025年2月18日，美元兑港元汇率为7.7755；港元兑人民币汇率为0.9330

小米集团-W盈利预测表

证券代码: 1810.HK

股价: 48.40港元

投资评级: 增持(首次覆盖)

日期: 20250218

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	336	366	629	915	营业收入	2710	3541	4615	5436	每股指标				
应收款项	122	148	154	151	营业成本	2135	2794	3635	4246	EPS (经调整)	0.77	0.96	1.71	2.09
存货净额	444	489	505	531	营业税金及附加					BVPS	6.54	7.29	8.45	9.97
其他流动资产	1088	1039	1195	1327	销售费用	192	248	300	353	估值				
流动资产合计	1991	2041	2483	2923	管理费用	51	53	58	63	P/E (经调整)	58.8	46.9	26.4	21.6
固定资产	137	171	201	229	财务费用	-20	-43	-43	-55	P/B	2.2	6.2	5.3	4.5
在建工程					其他费用/(-收入)	0	0	0	0	P/S	1.3	3.2	2.5	2.1
无形资产及其他	186	191	196	200	营业利润	140	201	318	416	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	69	67	68	69	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	3242	3655	4273	4846	利润总额	220	248	365	475	ROE	11%	10%	14%	15%
短期借款	62	112	152	192	所得税费用	45	59	73	95	毛利率	21%	21%	21%	22%
应付款项	621	699	808	826	净利润	175	189	292	380	期间费率	16%	15%	14%	14%
预收帐款					少数股东损益	0	-1	0	0	销售净利率	6%	5%	6%	7%
其他流动负债	473	574	748	881	归属于母公司净利润	175	189	292	380	成长能力				
流动负债合计	1156	1384	1707	1898	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	-3%	31%	30%	18%
长期借款及应付债券	217	219	221	223	经营活动现金流	413	302	519	502	利润增长率	606%	8%	54%	30%
其他长期负债	227	221	221	221	净利润	175	189	292	380	营运能力				
长期负债合计	444	440	442	444	少数股东损益	0	-1	0	0	总资产周转率	0.91	1.03	1.16	1.19
负债合计	1600	1824	2149	2342	折旧摊销	48	36	40	43	应收账款周转率	22.63	26.32	30.63	35.67
股东权益	1643	1832	2124	2505	公允价值变动	17	10	11	12	存货周转率	4.50	5.99	7.31	8.20
负债和股东权益总计	3242	3655	4273	4846	营运资金变动	173	67	176	67	偿债能力				
					投资活动现金流	-352	-311	-283	-243	资产负债率	49%	50%	50%	48%
					资本支出	-63	-75	-75	-75	流动比	1.72	1.47	1.45	1.54
					长期投资	-328	-98	-212	-172	速动比	1.30	1.08	1.12	1.22
					其他	39	-138	4	4					
					筹资活动现金流	-5	39	27	26					
					债务融资	36	52	42	42					
					权益融资	-13	0	0	0					
					其它	-29	-13	-15	-16					
					现金净增加额	60	29	263	285					

八、风险提示

- ◆ **海外市场受宏观经济影响恢复缓慢风险：**受美联储高利率影响，海外市场复苏进程或放缓；
- ◆ **国际贸易形势波动变化风险：**全球经济发展不稳定、各国对本土企业的贸易保护等因素，可能会对国际贸易业务造成冲击；
- ◆ **行业竞争加剧风险：**AI成为新一轮的生产力革命，海内外巨头纷纷加速布局AI软件与硬件产品，行业竞争加剧；
- ◆ **汽车销量不及预期风险：**汽车行业的竞争愈发激烈，产品更加丰富，供给增加，获取用户心智认知将更具挑战，可能会对公司汽车销量造车冲击；
- ◆ **技术应用效果不及预期风险：**可能会出现市场对AI关注度和期望值过高而技术实际应用不及预期的风险；
- ◆ **用户流失风险：**应用创新力度不足可能会造成用户粘性的下降；
- ◆ **估值存在回调可能性风险：**当市场对公司的盈利预期发生变化，或者市场整体出现波动时，公司估值存在回调的可能性；
- ◆ **统计测算及预测数据与实际情况可能存在一定偏差风险：**统计测算及预测数据是对未来情况的估计值，与实际情况可能存在一定偏差。

海外研究团队介绍

陈梦竹，现任国海证券海外研究团队首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外研究团队分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外研究团队分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里巴巴、美团，主要覆盖生活互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究团队研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究团队分析师，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

陈重伊，现任国海证券海外研究团队分析师，主要覆盖科技互联网方向。

邱怡瑾，现任国海证券海外研究团队研究助理，主要覆盖科技互联网方向。

詹广鹏，现任国海证券海外研究团队分析师，侧重研究港美股等全球股市、全球宏观与全球产业。

分析师承诺

陈梦竹，陈重伊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597