

买入

2024 年 7 月 26 日

“人车家全生态”构建者

- **传统核心业务稳中有进：**（1）智能手机业务：手机行业竞争格局相对稳定，小米手机连续多个季度稳居全球出货量前三，截至 2024 年第一季度，它的市场份额达到 13.8%。展望未来，我们预期新兴市场 5G 设备更新周期与人工智能驱动的创新将共同推动出货量增长；同时鉴于全球范围内对高端手机的需求持续高涨，以及高端定位对品牌形象的积极影响，小米正通过品牌细分、丰富产品线、优化用户体验等策略在高端细分市场开辟新的增长点。（2）IoT 与生活消费品业务：公司是世界领先的消费级 AIoT 平台，国内市场是主要经营市场。管理层现已启动海外调研，瞄准海外市场试点。随着 IoT 业务的合作深化、管理精进，核心产品自研自制，加之海外疆域的拓展，我们对 IoT 未来潜力寄予厚望。（3）互联网服务业务：互联网服务作为公司核心盈利业务，依靠的是硬件带来的用户流量。我们预计随着高端市场挺进与海外用户群扩增，互联网服务变现能力将进一步提升。
- **“人车家生态”闭环，汽车将带动第二成长曲线：**24 年 3 月，在配置、智能化等方面都极具性价比的小米 SU7 正式发布。小米再次打造爆品，获得超预期的订单量，并实现了上市即交付。公司产能在持续爬坡中，我们预计公司能实现约 12 万台的交付目标；同时公司将进一步延展销售网络，我们预计公司能完成 24 年预期的开店计划：销售门店覆盖 46 城市，共 219 家；服务中心覆盖 86 城，共 143 家。未来，小米将持续在汽车研发上投入，随着产能和渠道进一步拓展，我们看好汽车的后续发展。
- **看好公司未来发展，目标价 21.38 港元，首次覆盖给予买入评级：**我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 3328.6 亿元、3865.5 亿元和 4302.8 亿元，净利润分别为 143.1 亿元、165.6 亿元和 237.3 亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 21.38 港元，相当于 2025 年传统核心业务 15xPE，汽车业务 2xPS，目标价分别对应 2025 年/2026 年的 30x/21xPE，较现价有 31.98% 的上涨空间，故给予买入评级。
- **风险因素：**宏观经济不及预期、高端化战略不及预期、海外业务不及预期、原材料成本上涨、研发不及预期、汽车交付不及预期

陈晓霞

+ 852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

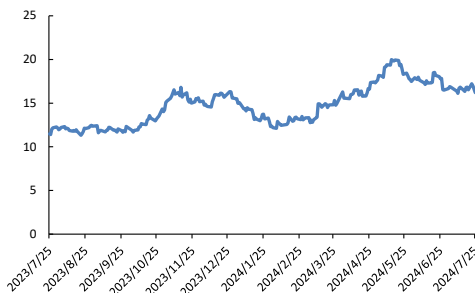
行业	TMT
股价	16.20 港元
目标价	21.38 港元 (+31.98%)
股票代码	1810
已发行股本	250.30 亿股
总市值	4054.86 亿港元
52 周高/低	20.35 港元/10.94 港元
每股净资产	7.37 港元
主要股东	Smart Mobile Holdings Limited 23.54%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入（人民币百万元）	280,044	270,970	332,855	386,554	430,284
变动	-14.70%	-3.24%	22.84%	16.13%	11.31%
净利润	2,503	17,474	14,309	16,558	23,726
变动	-88.65%	598.25%	-18.12%	15.72%	43.29%
每股盈利（人民币元）	0.10	0.69	0.57	0.66	0.95
变动	-88.68%	605.57%	-17.16%	15.72%	43.29%
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率@16.2港元（估）	154.8	21.9	26.5	22.9	16.0

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



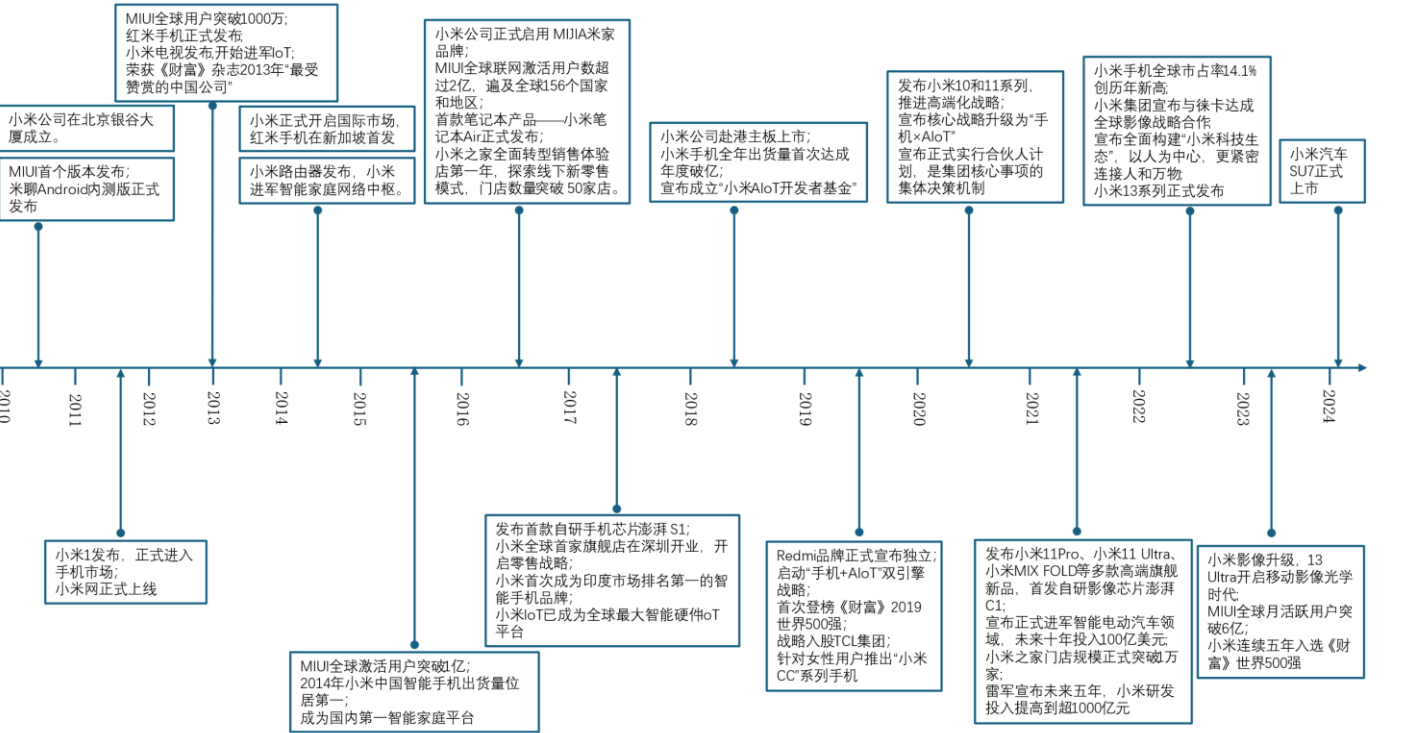
资料来源：彭博

“人车家全生态”构建者

小米集团（以下简称“公司”或“小米”）正式成立于 2010 年 4 月,并于 2018 年 7 月 9 日在香港联交所主板上市（股票代码：1810）。小米公司是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的消费电子及智能制造公司。2024 年 3 月，小米汽车正式落地，公司正式进入整车市场，实现“人车家生态”正式闭环。创新与品质并重，小米不断追求极致的用户体验和运营效率。

小米是全球领先的智能手机公司之一。根据 Canalys 数据，2023 年在全球范围内手机出货量排名第三。小米还建立了世界领先的消费级 AIoT（AI+IoT）平台，产品遍布全球 100 多个国家和地区。2023 年 8 月，小米连续 5 年上榜《财富》全球 500 强。

图表 1: 公司业务发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

小米集团近几年来战略变化显著，从最初的“极致性价比”到高端化战略，体现了公司对市场的深入洞察和对用户体验的持续关注。最新的战略中，小米集团明确提出了“全面开启高端化战略”，旨在提升品牌的高端形象，并逐步从中端市场扩展到中高端市场。随之对应的经营策略也从以规模为主转变成了“规模与利润并重”。在战略执行上，小米集团通过自营新零售平台、加大研发投入等方式，提升产品力和品牌力，以更好地满足用户的需求和期待。

图表 2:战略变化

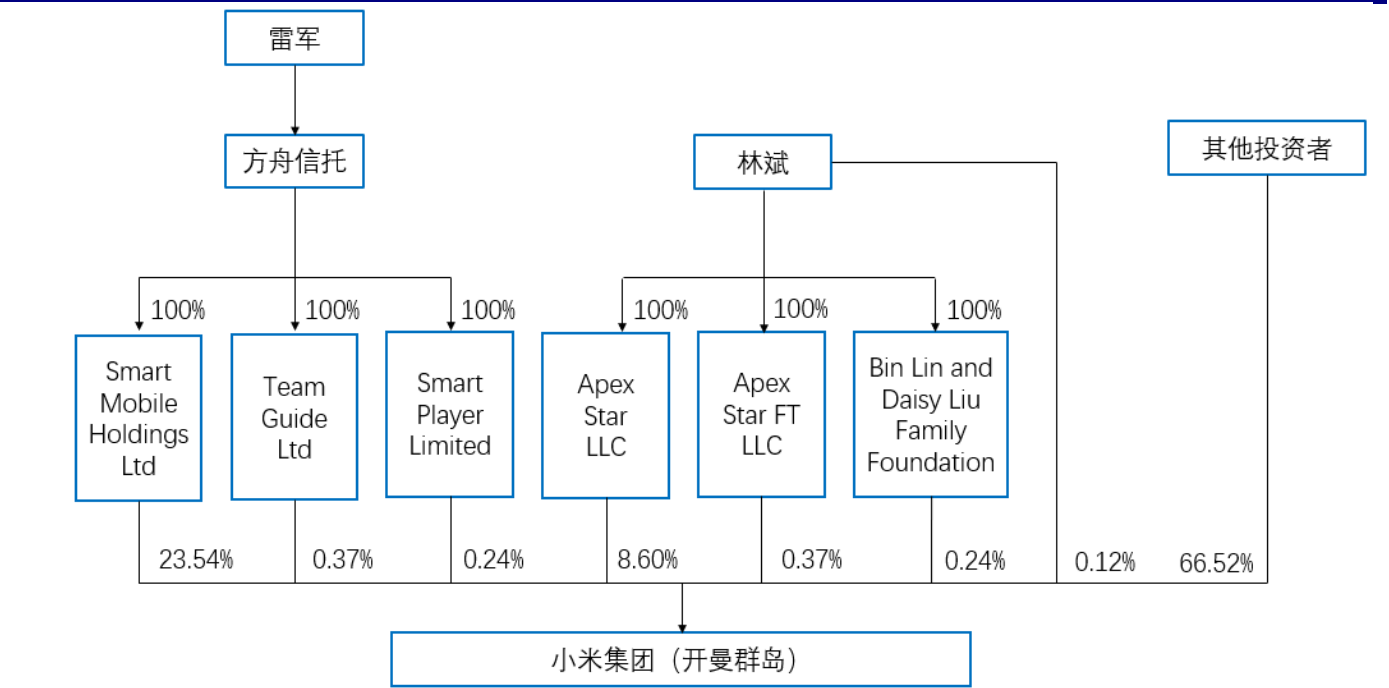
		2010-2013	2014-2018	2019-2023
战略规划	使命	始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活	始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活	始终坚持做感动人心、价格厚道的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活
	愿景	让每个人都能享受科技带来的乐趣	和用户交朋友，做用户心中最酷的公司	和用户交朋友，做用户心中最酷的公司
	战略目标			大规模投入底层核心技术，成为全球新一代硬核科技引领者
战略决策	业务战略	旧铁人三项：软件+硬件+互联网服务	新铁人三项：硬件+互联网+新零售	先是：“手机+AIoT”，后升级：“手机xAIoT”，最后“人车家全生态”
	目标客户	手机发烧友，男性为主	拓展到女性群体和中产阶级	逐渐扩大到中产阶级及商务人群
	价值定位	中端价格，极致性价比路线	提升品牌高端形象，逐渐拓展高端市场	小米全面开启高端化战略
	营销模式	互联网营销+粉丝经济	全网营销+自建新零售平台	全网营销+自建新零售平台
各执行	经营策略	走量，实现规模效应	走量，实现规模效应	2023年明确“规模与利润并重”

资料来源：公司资料，第一上海

创始人雷军是小米最大的股东，合计持有约 24.15%。他的股份通过不同的实体持有，包括通过信托和其他投资工具间接持股。

近期股权结构稍有改变，股东林斌因做公益减持股份。港交所披露易显示，林斌在 6 月 4 日、6 月 5 日、6 月 6 日三个交易日内，合计减持小米集团 1000 万股股份，均为 Bin Lin and Daisy Liu Family Foundation 账户减持，在减持完毕后，截至 6 月 6 日，该账户还持有约 5069 万股股份。

图表 3:2023 年底股权结构



资料来源：iFinD，第一上海

雷军作为现任首席执行官全面负责小米集团策略、公司文化及关键产品，并监管高级管理团队。雷军是中国著名科技创业者，在消费电子和互联网行业具有多年经验

和投资背景。1992 年加入金山软件，历任高管，包括 2008 年非执行董事、1998–2007 年 CEO 及 2011 年起董事长。他也是北京金山办公软件董事和金山云控股董事长。此外，雷军 2000 年创立卓越网后于 2004 年出售给亚马逊，并作为天使投资人投资了 YY、UC 等企业。

图表 4:管理层团队

管理层姓名	职位
雷军	创始人、首席执行官、董事长兼执行董事、智能电动汽车业务的首席执行官
林斌	联合创始人、副董事长及执行董事
卢伟冰	合伙人、公司总裁兼国际业务部总裁
刘德	联合创始人、高级副总裁、总干部部部长兼执行董事
曾学忠	高级副总裁兼手机部总裁
颜可胜	副总裁、智能制造部总经理
林世伟	副总裁兼本集团首席财务官
朱丹	副总裁，兼任手机部研发总裁
王晓雁	副总裁兼本集团中国区总裁
屈恒	副总裁、本集团技术委员会主席兼信息安全与隐私委员会主席
马骥	副总裁兼本中国区新零售部总经理

来源：公司资料，第一上海

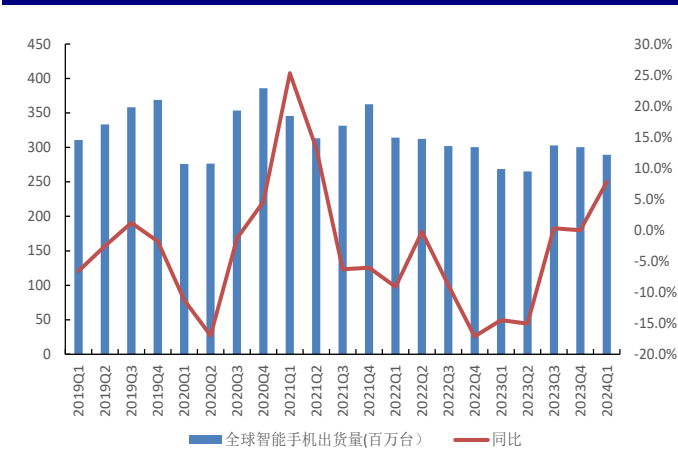
公司业务

智能手机业务

智能手机业务为小米营收的支柱业务，2024 年第一季度，小米手机业务营收占总营收比重为 61.6%，同比提升了 2.8 个百分点。

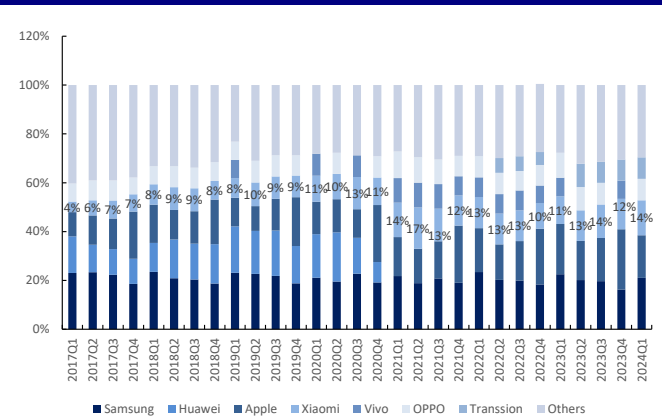
手机行业竞争格局相对稳定，小米手机在全球智能手机市场占有重要地位，连续多个季度稳居全球出货量前三，根据 IDC 数据，截至 2024 年第一季度，它的市场份额达到 14%。

图表 5:全球智能手机出货量（百万台）



资料来源：IDC，第一上海

图表 6:全球智能手机出货前五厂商份额占比



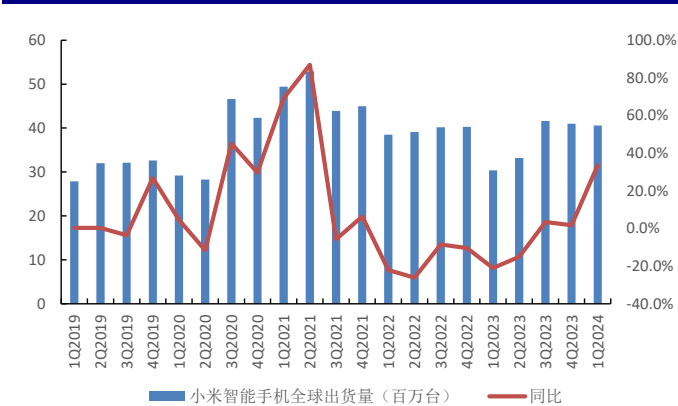
资料来源：IDC，第一上海

出货量恢复增长态势

2019 年至 2023 年期间，小米手机的出货量经历了一些显著变化。2020Q2-2021Q1 出货增长迅猛，主要是受益于行业的换机周期，竞争对手遭遇黑天鹅事件退出国内外市场，叠加公司欧洲、印度等重点地区渠道建设逐渐完善；但在 2020Q2-2022Q4 出货量持续下跌，主要是受到地缘政治、手机大盘低迷以及芯片供应等问题的影响，公司不断减少出货而在进行存货出清；2023Q1-2024Q1，公司出货量逐渐复苏，截至 24 年 Q1，出货量为 4060 万台，同比提升 33.7%。

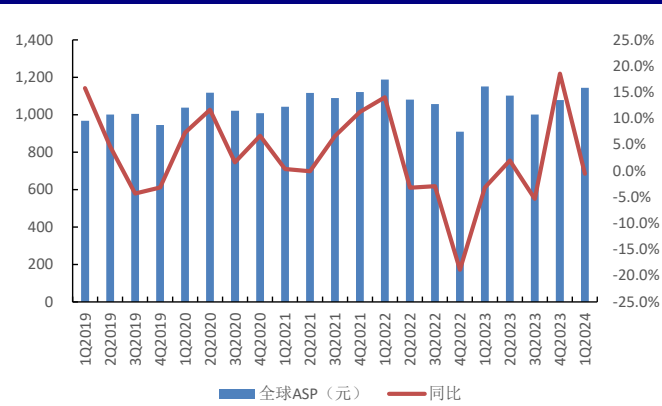
小米智能手机的平均单价（ASP）突破 1000 元。截至 2024 年第一季度，ASP 为 1144.7 元，同比几乎持平。

图表 7:小米智能手机全球季度出货量与同比

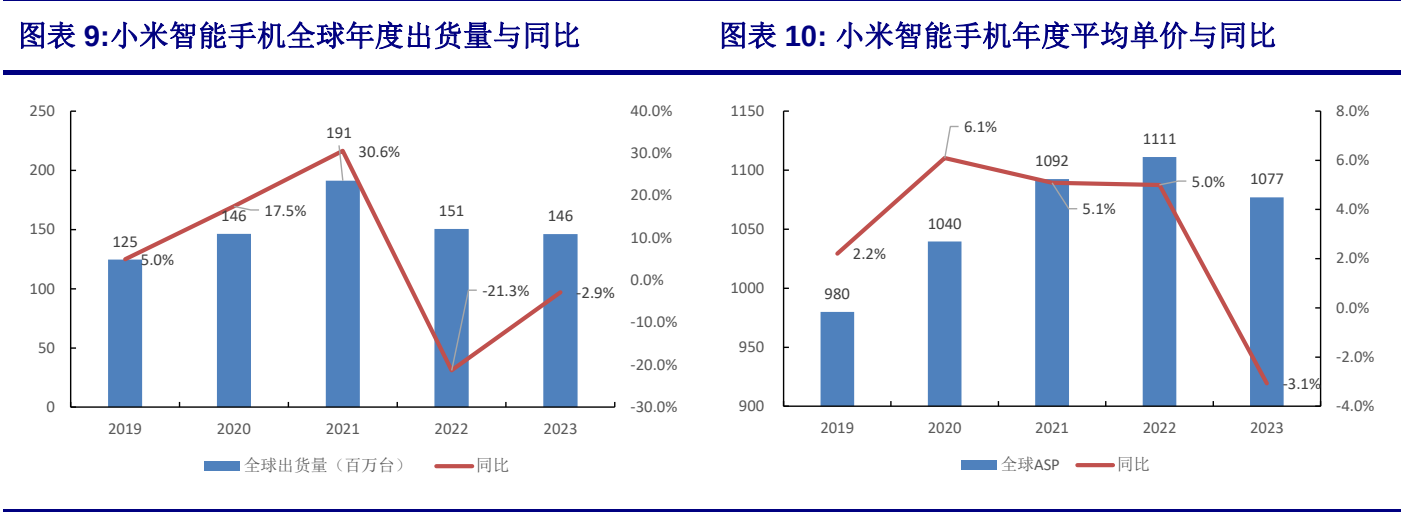


资料来源：公司财报，第一上海

图表 8: 小米智能手机季度平均单价与同比



资料来源：公司财报，第一上海



资料来源：公司财报，第一上海

资料来源：公司财报，第一上海

我们预计新兴市场和 AI 手机的发展会促进手机出货量的增加

积极拓展新兴市场

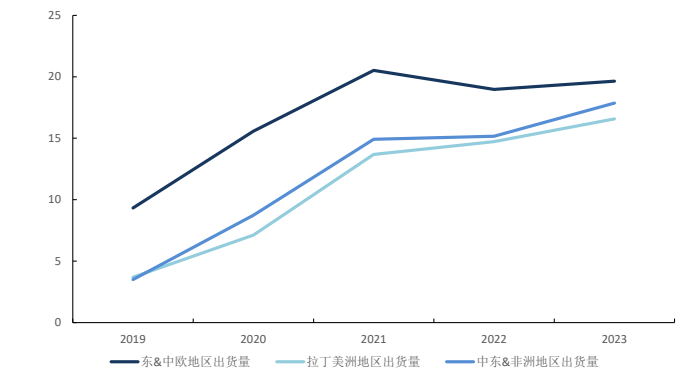
Canalys 预测 2024 年的全球智能手机市场将全面反弹，出货量将达到 11.7 亿台，较 2023 年上涨 4%。进入 2024 年，手机行业的复苏态势似乎已经明确，低位增长意味着今年的整体手机行业竞争环境依然面临挑战，但值得注意的是部分区域对手机需求依旧旺盛。

根据 Canalys 报告，在北美、大中华地区和大部分欧洲市场，5G 智能手机的出货量已达到较高水平，而拉丁美洲和非洲仍主要使用 4G。亚太地区也展现出显著差异：东亚、东南亚和印度的 5G 智能手机市场发展迅速，而南亚大部分地区的 5G 市场潜力仍然有限。由此可见，一些新兴国家对智能手机市场还是很旺盛的。

部分新兴国家的 5G 手机换机需求旺盛，小米在相关地区已有一定的市场份额

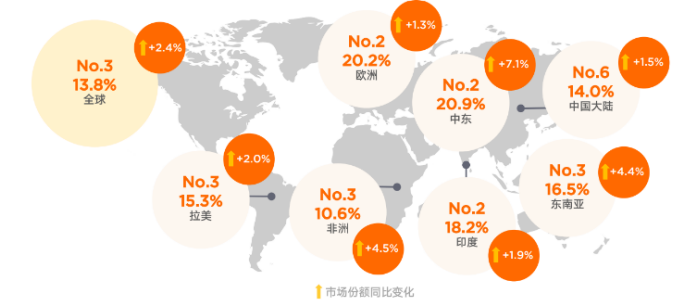
目前小米在部分手机市场出货稳定攀升，并取得一定的市场份额。我们认为新兴国家的换机新潮会拉动小米手机的出货量。根据 Canalys 数据看，2024 年第一季度小米在全球 56 个国家和地区智能手机出货量排名前三，在 67 个国家核心区智能手机出货量排名前五。全球市占率同比也提升了 2.4 个百分点，达到了 13.8%，国际主要市场占有率全部实现了增长，其中在新兴市场尤其亮眼。在中东地区出货量同比增长了 96%，份额增长了 7.1 个百分点，达到了 20.9%；非洲地区，出货量同比增长了 115%，份额增长了 4.5 个百分点，市占率达到 10.6%；东南亚地区出货量同比增长 56%，份额增长 4.4 个百分点，市占率达到 16.5%；拉美地区手机出货量同比增长 45%，份额增长了两个百分点，市占率达到 15.3%。手机份额的持续提升也带动了全球存量用户数的在创新高。

图表 11: 部分区域出货量（百万台）



资料来源: Counterpoint, 第一上海

图表 12: 小米 24Q1 出货量排名及市场份额



资料来源: 公司资料, 第一上海

坚定不移发展 AI

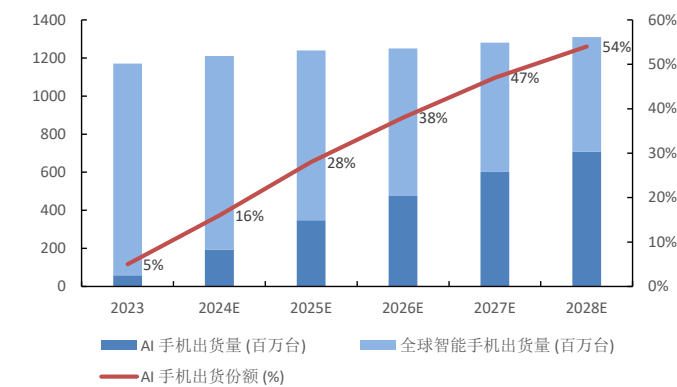
大众普遍认为 AI 手机能带动整个行业换机新周期，就像是从小灵通过渡到智能手机的阶段。为了避免诺基亚事件发生，各大手机厂商“ALL IN AI”，大力投资发展 AI 手机。随着 ChatGPT 的横空出世以及大模型不断发展，今年不少手机厂商如 OPPO、魅族等宣布“All In AI”，发展 AI 功能应用如 AI 一键消除等，不过目前 AI 手机仍处于初级阶段，根据研究机构 Canalys 披露报告显示，生成式人工智能（GenAI）智能手机出货量将在 2023-2028 年迅速增长，预计 2024 年出货量占比为 16%，到 2028 年，这一比例将激增至 54%，2023 年至 2028 年间，AI 手机市场以 63%的年均复合增长率 (CAGR) 增长。

AI 手机作为手机行业发展的新拐点将带动新需求

小米是“All In AI”，不仅仅在手机上，是在“人车家全生态”上。在大模型上，小米早在 2023 年 4 月就组建了自己的 AI 大模型团队，主要方向是“轻量化、本地部署”，并且是发展端侧，这不仅能更有效地保护客户隐私，还能帮助客户在本地实现千人千面的个性化定制。2024 年 5 月，小米大语言模型 MiLM 通过大模型备案，这表明了对小米在 AI 研发成果上的认可，更是为小米将 AI 应用在“人车家生态”中铺平道路。

小米在端侧模型均有投资

图表 13: AI 手机出货量与市场份额预测



资料来源: Canalys, 第一上海

图表 14: 小米 “All in AI”



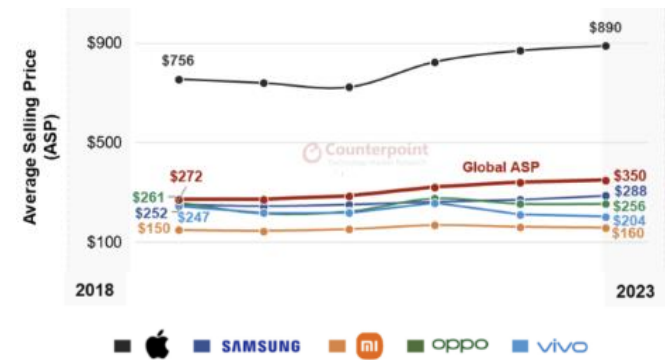
资料来源: 公司资料, 第一上海

高端化战略促进 ASP 提升

持续推进高端化

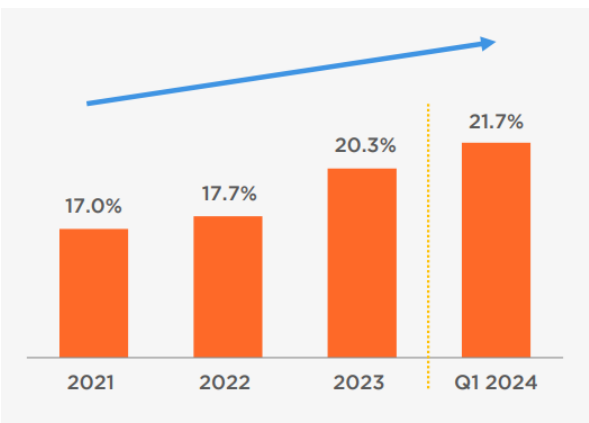
手机发展高端化是提价的关键，目前公司手机 ASP 与全球 ASP 相比还有向上提升的机会与空间，ASP 的提高对手机板块营收增长有促进作用。小米高端手机（小米官方定义国内 3000 元及以上的手机为高端机）出货比例持续攀升，2023 年小米国内高端手机出货占比超过 20%。

图表 15:智能手机厂商 ASP（美元/台）



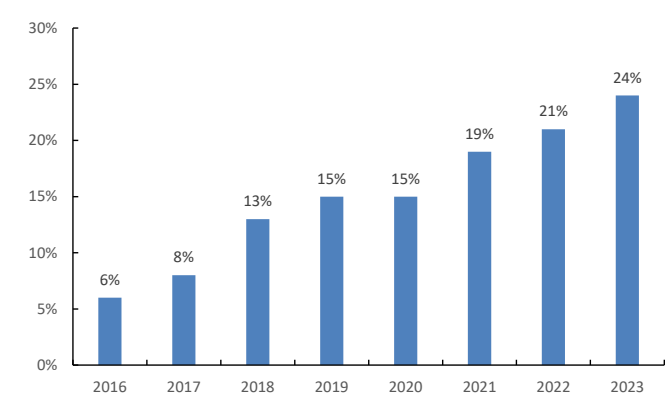
资料来源：Counterpoint，第一上海

图表 16:小米国内高端智能手机出货占比（3000 元以上）



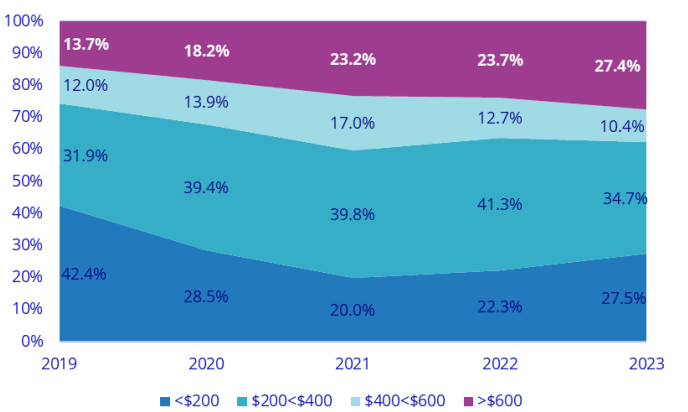
资料来源：公司资料，第一上海

图表 17:全球高端手机份额占比（600 美元以上）



资料来源：Counterpoint，第一上海

图表 18:中国智能手机各价格段市场份额（美元/台）



资料来源：IDC，第一上海

国内外高端智能手机销量整体成上涨态势

近年来，纵使市场总体呈下滑态势，高端智能手机销量却异军突起，逆势上扬，其市场份额连年攀升。至 2023 年度，全球高端手机销量份额已达 24%，而中国市场更甚，高端手机销量占比跃升至 27.4%。国内高端智能手机用户在升级产品时，相比过往，有更强的意愿购买规格、性能更加强悍的大旗舰，这无论在 iOS 还是安卓用户中均有所体现。

在发展高端化路程中，小米主要是通过分拆品牌、丰富产品线、提升用户体验感等方面进行。

分拆品牌

小米在入局手机市场的时候，打出“性价比之王”，借其令人瞩目的配置、精良的设计和强大的性能快速获取了市场份额，与此同时，小米“性价比高”也在众人心中留有深刻印象。对此，小米在走向手机高端化时，做出的决策是将“小米”和“红米”业务分拆出来，单独经营。小米走高端化，推动 ASP 的提升；红米继续走性价比路线，保证出货量，因为中低端手机仍是市场主流机型，占据超过 5 成份额。

图表 19: 小米与红米机型定位、价格

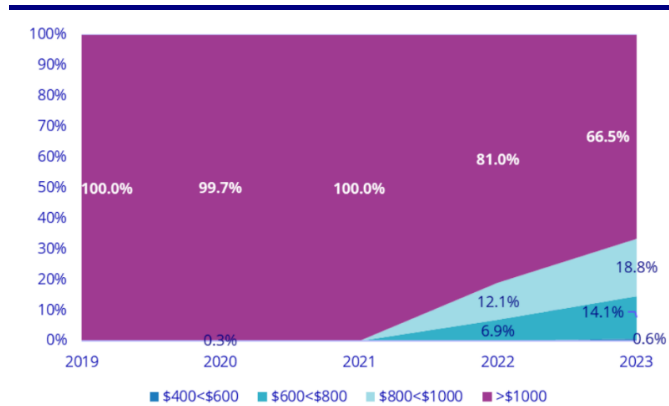
品牌	名称	定位	代表机型	系列起售价
Xiaomi	Mix系列	科技高端旗舰	Xiaomi MixFold 3	7999元起
	数字系列	主流高端旗舰	Xiaomi 14/14Pro	3999元起
	CIVI系列	多彩潮流旗舰	Xiaomi Civi 4 Pro	2999元起
Redmi	K系列	主流旗舰	Redmi K70/K70Pro	2499元起
	Turbo系列	新生代性能旗舰	Redmi Turbo 3	1999元起
	Note系列	高性价比	Redmi Note 13/13Pro+	1399元起
	数字系列	入门级	Redmi 13C	749元起

资料来源：公司资料，第一上海

丰富产品线

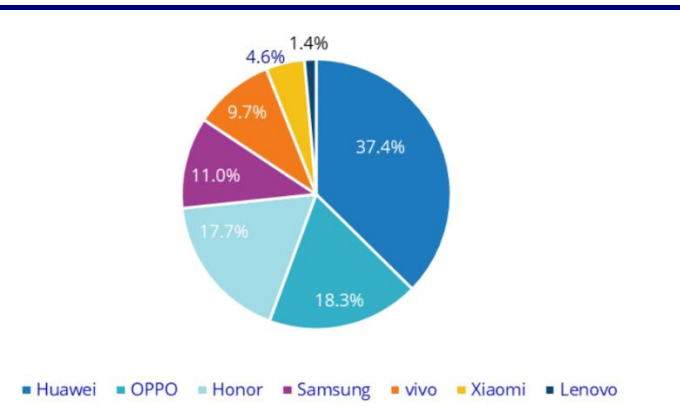
以折叠机为例。在高端手机市场几乎是绕不过苹果这一竞争对手，占据高端手机市场的半壁江山。为了扭转苹果一家独大的局面，部分手机厂商会选择从折叠机入手，确立了直屏旗舰+折叠屏旗舰的双旗舰策略，在极大丰富自身产品组合的同时，为市场注入了新活力。中国是最大的折叠屏手机市场，根据 IDC 报告，2023 年全年中国折叠屏手机市场出货量约 700.7 万台，同比增长 114.5%。自 2019 年首款产品上市以来，中国折叠屏手机市场连续 4 年同比增速超过 100%，预计中国折叠机市场规模将在 2027 年接近 1,500 万台，年复合增长率高达 37.8%。当下主流折叠手机机型价格均在 600 美元以上，随着技术的升级，成本、价格稍微下探，这会促进更多消费者愿意尝鲜使用折叠屏手机。小米 2023 年的份额为 4.6%，比 2022 年下降 1.8 个百分点。我们预计今年 MIX Fold 4 和 MIX Flip 的发售会增加小米在折叠屏市场的竞争力。

图表 20:中国折叠机价格段趋势



资料来源：IDC，第一上海

图表 21:中国折叠机 2023 年市场份额



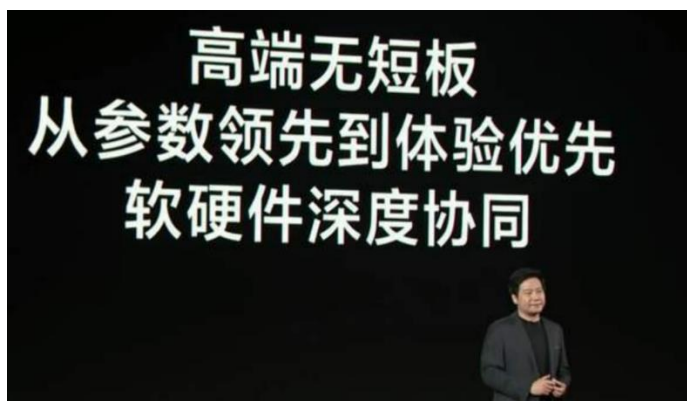
资料来源：IDC，第一上海

体验感优先

只关注参数领先也不一定能够做到真正意义上的高端化，让客户真正体验到手机性能才是真。小米曾陷入堆参数误区，大众不买账，如今小米已经不再追求参数的绝对领先，而是综合体验的优化，让小米高端机在很多方面的核心体验上领先友商，如温度控制、综合续航、握持手感等核心体验，这些方面的领先，和参数相比，更能代表用户的直观感受。

此外，小米致力于通过建立无人智能工厂等的方式，减少对外部产业链及代工环节的依赖，从而确保产品体验的全面优化与无明显短板，将用户体验置于首位。近期，小米昌平智能手机工厂正式启用，负责制造旗舰手机，投产后大部分工作将由智能机器人自主完成，实现 24 小时不同运转，日均产量可达 3 万台，全部达产后年产能预计可达 1000 万台智能手机。

图表 22: 体验优先策略



资料来源：微博，第一上海

图表 23: 小米手机智能工厂



资料来源：微博，第一上海

IoT 与生活消费品业务

小米 IoT 与生活消费品业务的产品品种广泛且多样化，具体包括智能电视、平板、智能大家电、可穿戴设备等。其 IoT 平台覆盖了 200 多个大类的智能家电，实现了 95% 以上的生活场景的智能化，为全球用户提供了极致的智能生活体验。目前，小米 AIoT 平台是全球最大的消费级 IoT 平台，平台连接设备数（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）已达 7.86 亿台，其中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 1520 万。

IoT 产品丰富，平台连接设备数和米粉数量持续增加

图表 24:IoT 与生活消费类产品（部分）



资料来源：小米官网，第一上海

图表 25:平台连接设备数



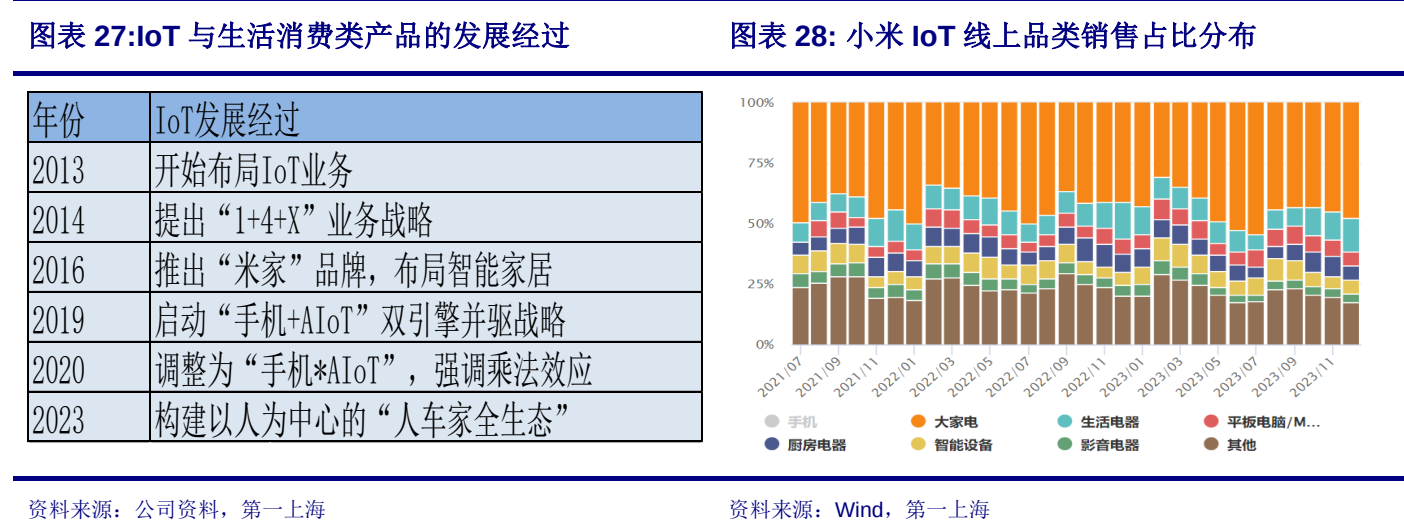
资料来源：公司财报，第一上海

图表 26:有五件及以上连接至 AIoT 平台的用户数



资料来源：公司财报，第一上海

发展 IoT 的十余年间，它的种类不断扩充，战略和布局也在不断随着市场和公司的发展更新迭代。小米自 2013 年前瞻布局 IoT 战略，深耕智能生活领域。随着生态链壮大，2016 年推出“米家”品牌，统一生态链产品。2019 年，小米实施“手机+AIoT”双引擎战略，以手机为核心，融合 AIoT，推动智能家居、穿戴、出行等全面发展。2020 年，战略升级为“手机×AIoT”，深化手机与 AIoT 融合。2023 年，小米提出“人车家全生态”战略，将智能汽车纳入版图，打造全方位智能生活体验，让智能科技惠及万家。



部分产品出货同比大幅提升

小米 AIoT 重点品类延续健康增长趋势，持续渗透市场。

电视：目前市场格局和份额较稳定。根据奥维睿沃，小米电视 2023 年出货量为 1130 万台，全球排名第五。

平板：根据 IDC 数据，2024 年第一季度，平板产品在全球出货量同比增长 93%，全球排名第五，中国大陆地区排名第三。

智能大家电：在智能大家电产品矩阵上，小米持续完善三大品类并延续高增长态势，出货创历史新高。2024 年第一季度，大家电业务收入同比增长超过 46%。其中，本季度空调产品出货量超 69 万台，同比增长 63%；冰箱产品出货量超 53 万台，同比增长 52%；洗衣机产品出货量超 36 万台，同比增长 47%。

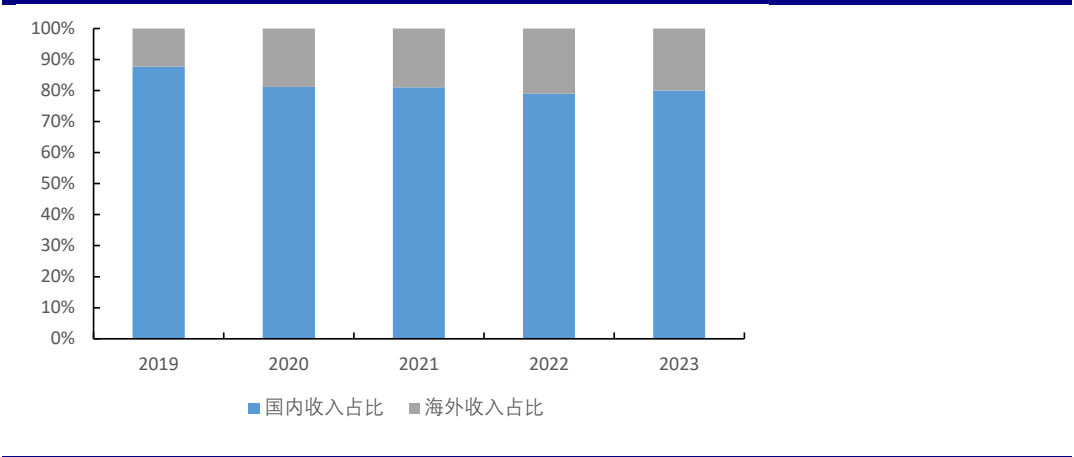
可穿戴设备：根据 Canalys 数据，2024 年第一季度，小米 TWS 耳机的全球出货量排名升至第二，中国大陆地区出货量排名升至第一；可穿戴产品在中国大陆地区出货量同比增长 70%。

拓展海外市场利于提高出货量

国际市场有较大空间

IoT 业务收入主要来自国内，经过我们测算海外收入占比预计不到 30%，产品种类较少。这是受到疫情因素影响海外新零售渠道布局以及出海 IoT 产品合规等问题。目前，公司相关管理层到海外进行调研考察，这表明小米开始在 IoT 海外业务上开始发力。我们相信随着 IoT 海外业务的进一步拓展，该业务收入能有一个较大的提升空间。

图表 29: IoT 海内外业务收入占比



资料来源：第一上海预测

从生态链到“生态链+自研”的模式转变，确保核心产品质量

新合作、管理模式以提质和增加客户粘性

小米先前通过投资与培育外部生态链企业，巧妙拓展了其 IoT 产品矩阵。在运作链条中，小米聚焦于产品概念、设计与营销等关键协同环节，而将研发投入与制造任务交由生态链伙伴及上游 OEM 厂商负责。此策略在控制人力与资金成本的前提下，显著加速了小米 IoT 产品线的扩充速度。依托其品牌号召力与广布的分销网络，小米携手生态链企业迅速渗透家电市场。这一模式令小米得以轻装进入那些需高额初始投资与深厚制造经验的领域，同时规避了高昂的风险。对小米而言，借由生态链协作，从资本结构角度切入市场，开辟新战场变得游刃有余。对于初创企业，小米的品牌背书、供应链优势及成熟渠道，有效降低了运营风险，加速市场开拓，带动营收与利润的双线增长。在制造环节，生态链企业多采用外包加工模式，依据小米订单组织生产，成品经第三方物流送达指定仓库，完成交付。双方合作中，小米与生态链企业普遍采用成本价采购加毛利率平均分配的机制，实现双赢。

产品规划调整为“自制产品+SAN 分级产品”

然而，非直接管控生产导致部分产品质量波动，影响了小米品牌声誉。为此，小米调整了 IoT 项目产品策略，将笔记本、平板、可穿戴设备等核心产品纳入手机部门自研自产，大家电如冰箱、空调、洗衣机则归大家电部门，确保品质与技术创新，推高产品均价。其他 IoT 产品按“SAN 分级”分类：“S”级产品，如扫地机器人、智能门锁、音箱，与“人车家”生态紧密相关，亦由小米自主开发制造；“A”级产品，如净水器，市场潜力较大，采取小米与生态链企业联合开发模式；“N”级产品，如插线板，作为生态链的补充，主要由生态链公司负责。

自研提高核心竞争力以提高产品平均售价和毛利率

我们认为通过新的划分和规划，小米将能够更好地整合资源、优化结构、提升效率，推动整个生态链的持续发展。

行业发展增速和政策向好

根据 mordor intelligence，2024 年消费者物联网市场规模预计为 1395.1 亿美元，预计到 2029 年将达到 2066 亿美元，在预测期内（2024-2029 年）复合年增长率为 8.17%，其中增长最快的市场是亚太地区，这表明消费者物联网市场在未来几年内仍然保持着稳健的增长态势，市场潜力巨大。

家电行业：

全球家电（空调、洗衣机、冰箱、厨电及其他家电）市场规模庞大，根据中国家用电器协会、弗若斯特沙利文报告显示，2023 年销售额达人民币 37,557 亿元，预计 2027 年销售额将达到人民币 44,237 亿元，2023 年至 2027 年 CAGR 为 4.2%。全球家电市场竞争格局相对分散，按销量计，五大市场参与者合计约占总市场份额的 20.8%。其中，中国是全球家电销售量最高的国家。2023 年，我国冰箱、洗衣机、空调等主要家电保有量已超 30 亿台，标志着家电行业从“增量时代”步入“增量与存量并重”的新阶段。中国家用电器研究院的田晖表示，激活庞大的存量市场将为行业带来更多商业空间与发展机遇，推动消费需求从“无”到“有”向“优”的全面升级。根据中国家用电器协会的标准，许多家庭正在使用的家电已接近或达到更新换代的年限，这将释放巨大的市场消费潜力。中国社科院工业经济研究所的秦宇指出，新消费场景和市场需求正推动家电行业向智能化、数字化转型，满足消费者对美好生活的向往。

政策端上，以旧换新政策促进用户更换 IoT 产品。2024 年初，国家发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其中商务部表示将打通家电以旧换新全链条堵点，统筹推进健全废旧家电回收体系和家电以旧换新工作。当前，我国已进入第五轮大型设备更新阶段，新一轮以旧换新战略不仅有助于拉动投资和消费，更是推动家电产业高质量发展的重要措施，这会刺激消费者进行更换相关家电产品。

可穿戴设备行业：

根据前瞻产业研究院，我国可穿戴设备行业在“十四五”时期将不断增长，2029 年中国可穿戴设备出货量有望超过 2.7 亿台，2024-2029 年的 CAGR 约为 13.8%。从竞争格局来看，根据 IDC 报告，2024 年第一季度中国可穿戴设备前五大厂商为苹果、小米、华为、三星、Imagine Marketing，合计市场份额超 50%，集中度较高。可穿戴市场整体增速稳健，小米在该市场占据一定的份额，我们预计公司会巩固并扩大市场份额，迎来更多增长机会。

互联网服务

硬件引流，服务变现

小米的互联网业务是其变现和盈利的核心关键。通过手机、AIoT 等硬件终端的销售，小米获取用户流量，并引入广告、游戏、金融等服务，构建起全终端覆盖、全生态构建、全球化布局的新零售平台，这三大特点是小米跳出国内移动互联网的关键。在这一超级生态中，开发者能够一次性接入多个终端，触达更多用户场景，从而提高用户粘性和商业机会转化率。生态也意味着跨终端的协作、联动和资源共享，为开发者后续的业务拓展和创新提供持续支持。

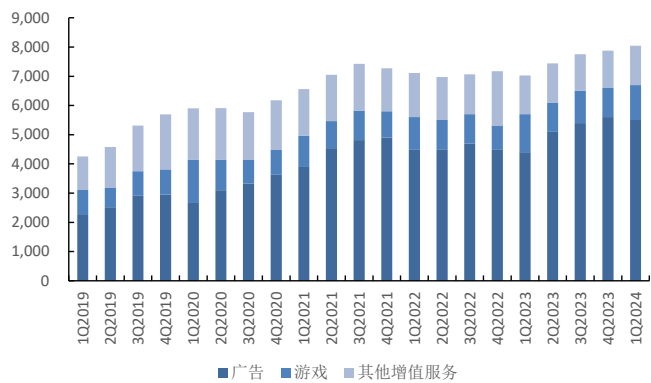
预计新业务会带来新的流量

目前，小米通过应用和游戏、内容和服务两大互联网产品矩阵，全面覆盖了数亿的月活用户，无论是下载应用、玩游戏还是使用浏览器等，用户都在这一生态中。在每个产品应用中，小米与用户保持互动和深度连接，通过一站式激活用户，全面提升用户黏性和忠诚度，提高脱离生态的成本，实现用户全生命周期的贯穿。随着“人车家全生态”的闭环，我们预计车带来的流量和用户会进一步增加米粉的数量，生态的规模逐渐扩大，小米互联网服务变现的能力将提高。

小米的互联网服务收入主要来自于广告、手机游戏运营等服务产品。

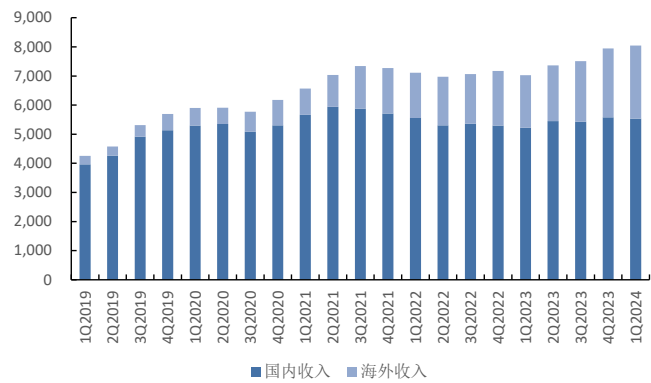
分产品看，小米的互联网服务大部分收入来自于广告。截至 2024 年第一季度，小米广告业务收入为 55 亿元，同比增长 25%，占收入比 68%，游戏和其他增值服务收入分别为 12 亿元和 13 亿元，分别占收入比为 15%和 17%。

图表 30: 互联网服务营收及各业务占比



资料来源：公司财报，第一上海

图表 31: 互联网服务海内外收入占比



资料来源：公司财报，第一上海

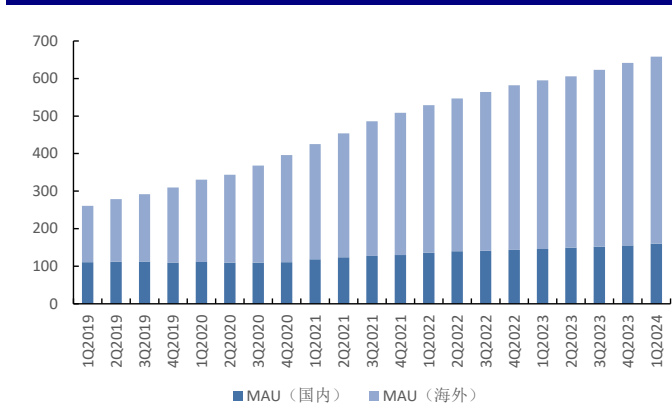
用户规模和 **APRU** 逐步增长

分地区看，主要是来自于国内市场。截至 2024 年第一季度，国内市场收入 55 亿元，同比增长 6%，占收入比 68.8%；海外市场收入 25 亿元，同比增长 39%，占收入比 31.2%。

小米用户规模持续扩大，海外用户占规模比重大。2024 年 3 月，全球及中国大陆的月活跃用户数创历史新高，月活跃（MAU）用户数达到 6.58 亿，同比增长 10.6%。其中，中国大陆月活跃用户数达到 1.60 亿，同比增长 9.7%，占比 24.3%；在海外，小米也已形成广阔的布局，海外 MIUI 月活持续增长，已达到 4.98 亿，同比增长 10.9%，占比 75.7%。

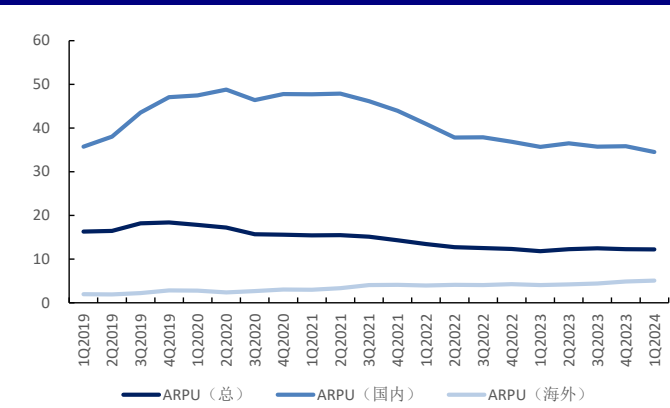
在用户规模不断扩大的同时，ARPU（每用户平均收入）值在逐步提高。2024 年第一季度小米互联网服务 ARPU 值为 12.2 元，同比增长 3.4%。分地区看，国内 ARPU 值为 34.5 元，而海外 ARPU 仅为 5 元。国内 ARPU 值趋于平稳，我们预计随着高端化的顺利发展，公司将会获得价值量更高的高端广告投放，有利于国内互联网业务收入的增长；海外 ARPU 较低，这主要是因为海外业务起步较晚，而且受到海外应用商店以 Google Play 等第三方平台等影响。不过近几年，海外 ARPU 值已有小幅上涨，从 2019Q1 的 1.9 元上涨到 2024Q1 的 5 元。随着占据超过 3/4 用户规模的海外市场用户变现能力提升，公司未来海外互联网业务收入有望继续提升。

图表 32: 互联网服务 MAU



资料来源: 公司财报, 第一上海

图表 33: 互联网服务 ARPU



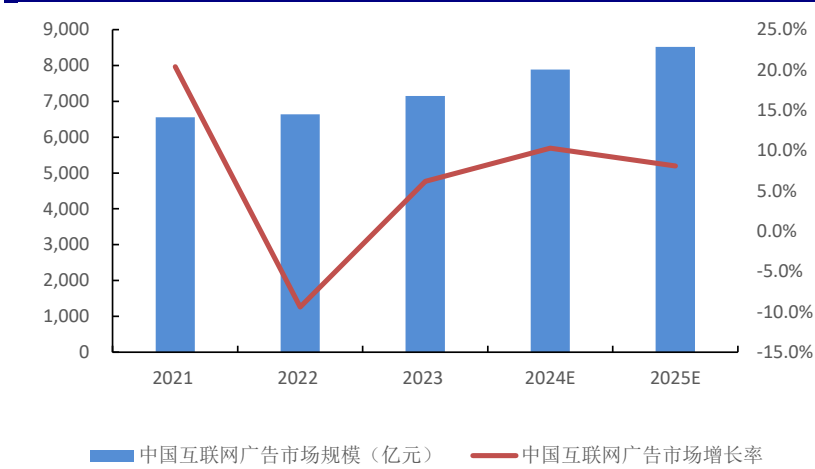
资料来源: 公司财报, 第一上海

行业增速稳健，线上消费增长利于网络营销变现

中国互联网广告行业增速稳健

根据 QuestMobile 研究院的预测，随着消费提振、线上消费稳步增长，过去一年，数字营销快速发展，2023 年国内互联网广告的市场规模达到 7146.1 亿元，同比增长 7.6%，预计到 2024 年这一数字将进一步提升至 7883.6 亿元，增速也将提升至 10%以上。

图表 34: 中国广告互联网广告行业规模及增速



资料来源: QuestMobile, 第一上海

新能源汽车业务：公司增长的第二曲线

“人车家生态”正式实现闭环

2021 年 3 月 30 日，小米集团发布公告称拟成立一家全资子公司，负责智能电动汽车业务。首期投入 100 亿元人民币，预计未来 10 年投资 100 亿美元。小米集团董事长兼首席执行官雷军兼任智能电动汽车业务的首席执行官。小米在 2021 年才公开宣布要造车，公司用三年的时间成功打造并在 2024 年推出第一款爆品车——“SU7”，其实从战略布局，到产业投资、官宣造车、投建工厂上看，小米早已开始筹谋并长期布局。

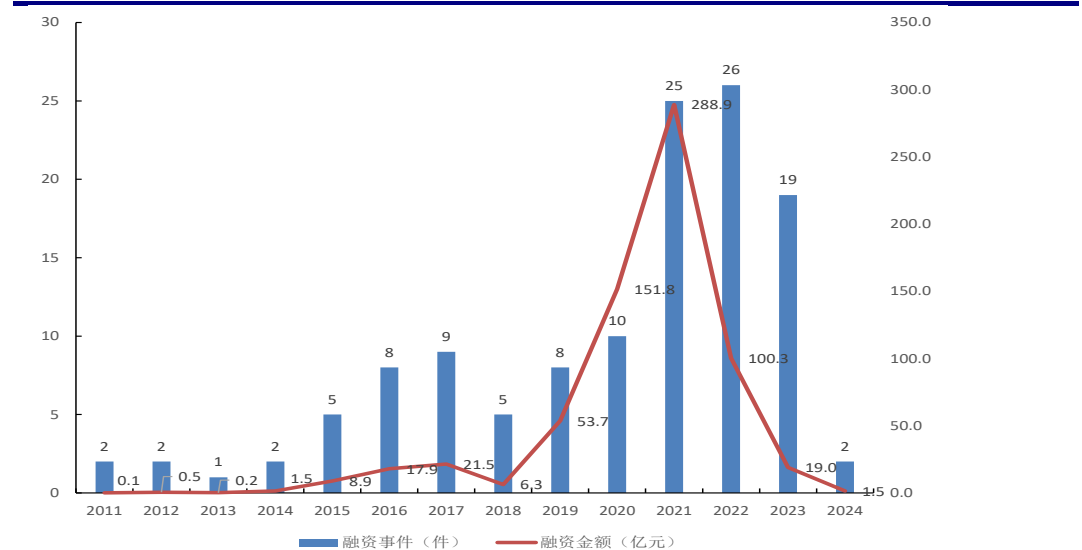
小米造车发展史：

第一阶段-关注、投资汽车行业（2011-2021 年）：雷军自小米成立之初即关注非手机行业，特别是汽车行业，并投资了一些汽车后市场企业。2013 年，他两次会晤特斯拉 CEO 埃隆·马斯克，并成为特斯拉车主，显示出对智能电动汽车的浓厚兴趣。随后，在 2015 至 2017 年间，雷军通过其创立的顺为资本投资了蔚来、小鹏和 Momenta 等新能源造车公司，这标志着小米正式涉足智能汽车领域。

第二个阶段-明确造车，全面布局并整合汽车产业链（2021-2023）：2021 年 3 月，雷军在小米发布会上宣布小米将正式进军汽车制造行业，并于 4 月申请了小米汽车商标。之后，小米投资了自动驾驶和电池能源等领域，成立了小米汽车公司，并在北京建设了总部和年产量 30 万辆的整车工厂。到 2023 年，小米在汽车零部件、自动驾驶、机器人及传感设备等领域进行了持续布局，并获得了工信部批文，计划于 2024 年上半年推出首款汽车。

第三个阶段-汽车落地（2024 年）：2024 年 3 月 28 日，小米正式发布了汽车 SU7，定位为“C 级高性能，生态科技轿车”。2024 年 7 月，小米正式发布巅峰性能纯电动车——Xiaomi SU7 Ultra Prototype，该车将于 2024 年 10 月正式征战纽北，挑战十年之内成为纽北最快四门电车。

图表 35:小米 2011 年-2024 年汽车投资事件与金额



资料来源：前瞻研究院，第一上海

车型定义利于高端化

首车定位和外观设计：新车企的首款车型会直接对未来的品牌形象起到定调效应。小米 SU7 定位是中高端轿跑电车，与目前主流造车企业首车有一定差异化，贴合小

米年轻化的用户群体。未来小米汽车无论是向上拓展更高端的价格区间市场，还是向下拓展平价大众车型区间的利基市场，都会有很大的战略延展性。

外观凝聚轿跑精髓

小米 SU7 外观凝聚了轿跑车型精髓。在前端设计上，小米 SU7 采纳了当下备受推崇的封闭式前脸设计，结合精致立体的低趴式车头，展现出简约而优雅的外观美感。独特的水滴造型矩阵式前照灯系统，辅以立体导风槽设计，为车头注入了浓厚的运动气质。车身侧面，小米 SU7 采用了隐藏式门把手设计，使车身线条更显修长流畅。17 度大溜背设计、梅花造型轮毂以及高性能轮胎和刹车卡钳的配备，进一步强化了整车的运动风格。全车拥有 17 个通风口、8 组风道以及 28 度前风挡等设计，风阻系数低至 0.195Cd，彰显出卓越的空气动力学性能。车尾部分，贯穿式尾灯设计搭配“xiaomi”字母标识，以及电动扰流板功能，使车尾既时尚又个性。特别地，小米 SU7 Max 车型尾部还镶嵌有红色“Max”标识，彰显其独特。

图表 36:小米 SU7 外观



资料来源：小米官网，第一上海

目前，小米 SU7 在售系列有三个版本：SU7、SU7 Pro 和 SU7 Max。在竞争较为激烈的 20 万元-30 万元的纯电市场中，小米 SU7 系列有着较高的性价比，在续航、智驾等方面具备竞争力。

SU7 定位后驱长续航智驾版轿车，定价 21.59 万元。三电性能方面，零百加速 5.28s，最高时速 210km/h；搭载 73.6kWh 刀片电池，CLTC 续航达 700km，15 分钟补能 350km；智能驾驶搭载 Xiaomi Pilot Pro。

SU7 Pro 定位后驱超长续航高阶智驾版轿车，定价 24.59 万元。三电性能方面，零百加速 5.7s，最高时速 210km/h；搭载 94.3kWh 宁德时代神行电池，CLTC 续航 830km，15 分钟补能 350km；智能驾驶搭载 Xiaomi Pilot Max。

SU7 Max 定位高性能四驱超长续航高阶智驾版，定价 29.99 万元。三电性能方面，双电机四驱零百加速 2.78s，最高时速 265km/h；搭载 101kWh 宁德时代麒麟电池，CLTC 续航 800km，15 分钟补能 510km，智能驾驶搭载 Xiaomi Pilot Max。

图表 37:小米 SU7 性能、价格与竞品对比

	小米SU7	特斯拉Model 3	极氪007	小鹏P7i	智界S7
					
官网指导价	21.59-29.99万元	24.59-28.59万元	20.99-29.99万元	20.39-28.99万元	24.98-34.98万元
类型	纯电中大型车	纯电中型车	纯电中型车	纯电中型车	纯电中大型车
长*宽*高 (mm)	4997*1848*1442	4720*1848*1442	4865*1900*1450	4865*1896*1450	4971*1963*1477
轴距	3000	2875	2928	2998	2950
辅助驾驶系统	Xiaomi Pilot Pro/Max	FSD	ZEEKR AD	XNGP	HUAWEI ADS 进阶/高阶
驱动电机	后单电机/前后双电机	后单电机/前后双电机	单电机/双电机	后中置电机后驱/全中置双电机	单电机后驱/双电机四驱
CLTC续航里程	700-830	567-713	616-688	550-702	550-855
电池容量 (KWh)	73.6-101	60-78.4	75-100	64.4-86.2	62-100
快充时间 (小时)	0.32-0.42		0.25	0.48	0.25
电压平台 (V)	400/800	400	800	400	800
最大功率 (kW)	495 (673Ps)	331 (450Ps)	475(646Ps)	203(276Ps)	365(496Ps)
最大扭矩 (N·m)	400-838	340-559	440-710	440	679
最高车速 (km/h)	210-265	200	210	200	210
百公里加速时间 (s)	2.78-5.28	4.4-6.1	2.84-5.6	6.4	3.3-5.4
风阻系数 (Cd)	0.195	0.22			0.203

资料来源：汽车之家，第一上海

自研核心技术

在电机方面，小米全自研超级电机 V8s。该电机不仅拥有目前量产电机中最高的 27200rpm 转速，还具有 425kW（578Ps）的高功率，效率达 98.11%，功率密度为 10.14kW/kg，发动机的散热等也有提升，单台性能媲美燃油车 V8 发动机。V8s 首次在 Xiaomi SU7 Ultra Prototype 上搭载，将随之进军纽北，这展示了小米在电机技术方面的领先地位，特别是在高转速、高功率和高效率等方面的突破。

在电池方面，小米自研的 CTB 一体化电池技术以其高达 77.8%的超高体积效率、远超行业的热失效安全标准、双大面冷却、14 层硬核物理防护等优异设计在性能、安全方面备受好评。在 Xiaomi SU7 Ultra Prototype 上，全球首次搭载宁德时代第二代“麒麟”电池，并结合小米 CTB 一体化电池技术，双方联合研发赛道专用高性能电池包。该电池包满足三电机系统的高功率需求，支持 1330kW 最大放电功率、897V 峰值电压和 3075W/kg 功率密度，20%低电量下仍可输出超过 800kW。电池包还支持最高 5.2C 的充电倍率，10%充至 80%仅需 12 分钟，随时极速补能。

智能化：智能座舱、智能底盘及智能驾驶

将用户体验视为是首要目标，智能化是小米将要发力的方向和获取市场份额的关键，包括智能座舱、智能座舱和智能驾驶等。

在智能座舱方面，小米作为资深的手机厂商能将多年应用在手机的 UI、交互和底层的软件工程能力和经验转移到车上，以提升用户的人机互动体验，对其他车企简直是降维打击，尤其是现在大多只有一个显示屏控制整辆车。小米 SU7 搭载 16.1 英寸 3K 超清中控屏，超大 56 英寸 HUD，翻转式仪表屏，还可外接小米平板，作为生

智能化是小米将要发力的方向和获取市场份额的关键

态拓展屏，打造车内五屏联动空间。搭载骁龙 8295 座舱芯片，使用体验流畅。目前，汽车的智能化还处于早期，仅是手机在上车或者是启动车时互联与使用，之后还需要继续提升并延伸用户的体验边际。小米作为在手机、智能家电和汽车皆有布局的企业，用户在“人车家”场景穿梭的时候，我们认为小米是有机会和能力给用户带来一个极致丝滑体验。

图表 38:小米 SU7 智能座舱与竞品对比

	小米SU7	特斯拉Model 3	极氪007	小鹏P7i	智界S7
					
智能座舱系统	小米澎湃OS	Hardware 4.0	极氪自研OS 6.0	XOS天玑	鸿蒙OS4
智驾芯片 中控屏幕	NVIDIA DRIVE Orin*2 16.1英寸3K中控屏	AMD Ryzen 15.4 英寸触控屏	高通骁龙8295 15.6英寸中控屏	高通骁龙SA8155 15.05英寸 2.5KOLED中控屏	麒麟 14.96英寸悬浮触 模式中控屏
音乐体验	10个扬声器	17个扬声器，2个 功放	21个扬声器	20个扬声器，独 立功放，杜比全 景声	17单元声学设计、 7.1环绕声场
交互体验	小爱大模型智能语音	/	AI Mate智能助理	AI小P全时理解 语音系统	车载小艺

资料来源：汽车之家，各汽车品牌官网，第一上海

在智能底盘方面，小米 SU7 包含前双叉臂后五连杆悬架，空气弹簧和 CDC 阻尼可变减震器，实现自研算法支持路面状态和运动状态自适应。当车辆在中高速变道时，系统能够马上响应。此外，小米 SU7 作为 C 级车，转弯半径同级领先，仅需 5.7m。

图表 39:小米 SU7 智能驾驶与竞品对比

	小米SU7	特斯拉Model 3	极氪007	小鹏P7i	智界S7
					
辅助驾驶系统	Xiaomi Pilot Pro/Max 智能驾驶操作系统	FSD	ZEEKR AD专业智能驾驶辅助系统	XNGP 智能辅助驾驶系统	HUAWEI ADS 进阶版/ 高阶版
智驾芯片	NVIDIA DRIVE Orin*2	FSD*2	NVIDIA DRIVE Orin*2	NVIDIA DRIVE Orin*2	MDC 810*2
平台算力 算法	508 TOPS BEV+Transformer+Occupancy Network	/ BEV+Transformer	508 TOPS BEV+Transformer	508 TOPS BEV+Transformer	400TOPS BEV+Transformer+Occupancy Network
感知硬件					
摄像头	12	8	12	12	12
激光雷达	0/1	/	0/1	0/2	0/1
毫米波雷达	3	/	4	12	3
超声波雷达	12	/	12	12	12

资料来源：汽车之家，各汽车品牌官网，第一上海

在智能驾驶方面，小米智驾采用底层算法：BEV+Transformer+Occupancy Network，并将大模型技术全面融入。硬件层面，以小米 SU7Max 为例，它搭载了两颗 NVIDIA DRIVE Orin 高算力芯片，综合算力达到 508TOPS，感知硬件包括 1 颗激光雷达、11 颗高清摄像头、3 颗毫米波雷达和 12 颗超声波雷达。

公司 6 月在 10 个城市开通城市 NOA，并计划在 8 月份全国在中国大陆地区全面开通，具体功能包括自动驶入/驶出匝道，主动超车，无保护场景自动掉头/右转，自动绕行，斑马线礼让行人，自主代客泊车，机械臂自动充电等。近期，管理层雷军和卢伟冰在上海进行直播城市和高速 NOA，直播反馈积极正面。

小米将在智驾持续投入

小米会持续不断在智能驾驶方面投入，智驾团队 2024 年预算大约在 15 亿人民币，其中一期的总投资均量到 47 亿。目前智家团队超过了 1,000 名工程师。在 2024 年底，计划扩充到 1,500 人，并在 2025 年扩充到 2,000 人。前图森未来中国的首席技术官王乃岩即将加入小米汽车，他在此前的职业生涯中在图森 L2 级辅助驾驶和 L4 级自动驾驶方案的开发与实施上发挥了关键作用。王乃岩在智能驾驶领域展现出了全面的技术能力和深刻的理解，他既精通感知技术，又擅长规划控制，对智能驾驶的全链条有着充分的认知，特别是在当前热门的端到端技术方案上。他的加入无疑将为小米汽车在智能驾驶领域的发展注入新的活力和动力。

图表 40:小米智能驾驶系统



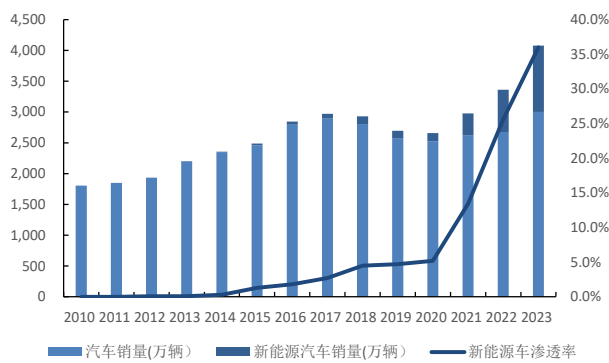
资料来源：公司资料，第一上海

注重性能和“软件定义汽车”将成为行业新趋势，利于小米汽车发展

新能源渗透率不断提升

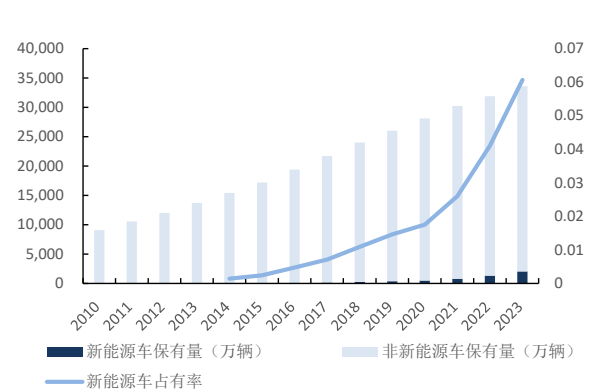
2023 年中国汽车整体销量突破 3000 万辆，新能源车增长趋势将会延续并迈进千万量级时代。2023 全年新能源汽车销量（含出口）949.5 万辆左右，同比增长 37.9%。2019 至 2023 这 5 年间，新能源车销量不断增加，整体渗透率持续上升。截至 2023 年，新能源车渗透率已达 36%，电动化趋势显著。预计 2024 年中国新能源汽车产销规模有望达到 1300 万辆，增速约 40%，整体渗透率超过 40%，乘用车领域单月渗透率有望超过 50%，迎来产业发展重要里程碑。

图表 41:乘用车和新能源汽车销量



资料来源：乘联会，第一上海

图表 42: 新能源汽车及非新能源汽车保有量



资料来源：iFinD，第一上海

新能源汽车保有量小

截至 2023 年底，全国汽车保有量 3.36 亿辆，其中新能源汽车 2041 万辆，占比 6.07%；新能源汽车中纯电动 1552 万辆，占比 76.04%。2023 年新注册登记新能源汽车 743 万辆，占新注册登记汽车数量的 30.25%，比 2022 年增加 207 万辆，增长 38.76%。目前，产业竞争格局进入深度重塑期，2023CR10 为 77.9%，新能源乘用车销量超过 30 万的企业由 2022 年 4 家变为 2023 年 7 家，市场集中度进一步提高，部分造车新势力企业相继因经营等问题退出市场。

行业竞争激烈，小米在重塑期入场

购车观念改变，关注性能与智能化

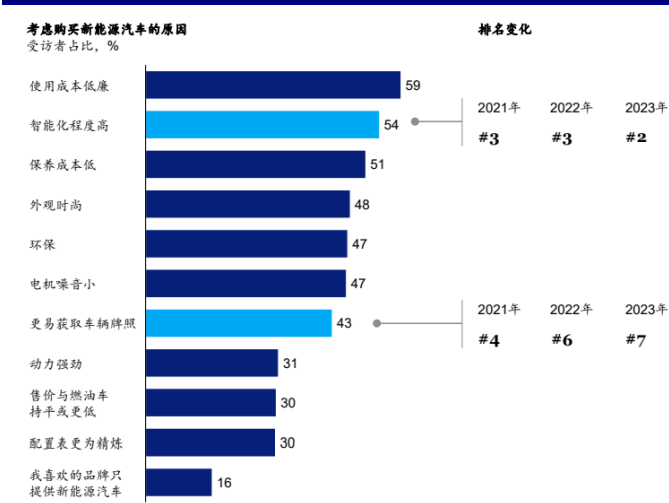
中国新能源汽车消费者的购车观念正发生显著变化，他们更加看重车辆的性能而非仅依赖牌照政策。根据《2024 麦肯锡中国汽车消费者洞察报告》调查显示，使用成本和智能化技术已成为购车决策的关键因素，远超过传统的牌照获取。智能化技术的重要性不断提升，从 2021 年的第三位跃升至 2023 年的第二位，而牌照获取难度则显著下降。随着高级自动驾驶功能的普及，消费者对自动驾驶技术的付费意愿明显增强，尤其体现在高端品牌车主中。这一转变也反映了消费者需求的演变，从出行刚需逐渐转向个性化消费。消费者越来越愿意为符合自己个性化需求的车型和配置买单，不再单纯追求性价比。乘用车市场价格结构的变化也印证了这一点，低价车型占比下降，而中高端车型占比上升，显示出消费者对高配置和品牌溢价的认可。特别是新能源乘用车市场，中高端价格区间的渗透率较高，反映出高消费群体对新能源车的青睐。

高端车的渗透率提升

“软件定义汽车”利于小米汽车发展

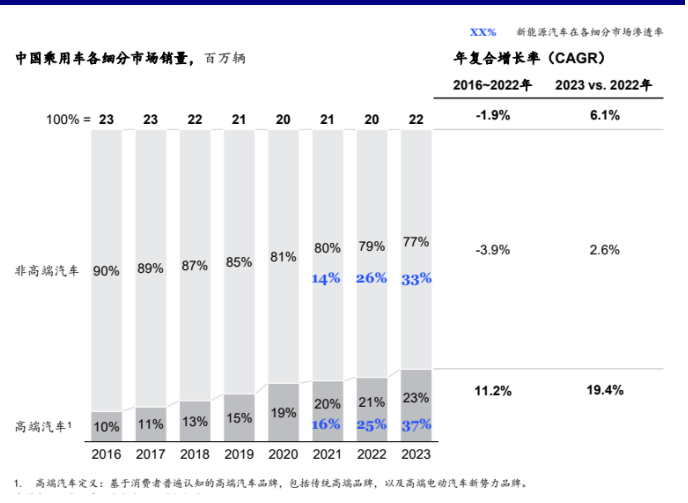
“软件定义汽车”正成为新能源汽车行业的新趋势，预示着未来汽车将在先进技术的推动下实现全面升级。这些变革不仅涉及功能性的提升，更在智能化、情感化、安全性、应用导向以及能源网络参与等方面展现出全新面貌。未来的新能源汽车将更智能、更懂驾乘者需求，驾驶方式也将逐步向“智驾”转变，提供更加安全可靠的出行环境。同时，它们将更加注重消费者应用场景的导向，为乘客创造更为灵活舒适的移动空间，并作为新型能源网络的关键参与者，推动能源网络的持续发展。

图表 43: 购买新能源汽车的原因



资料来源：麦肯锡，第一上海

图表 44: 乘用车市场价格结构



资料来源：麦肯锡，第一上海

订单远超预期，加速产能释放

在车型选购方面，用户倾向于购买高配版。截至 2024 年四月底，车型占比 Max 为 43.16%，Pro 占比 28.27%，标准版 28.57%。

订单数量远超现有产能，公司正在加速产能释放。截至 2024 年 7 月，SU7 各版本预计交付时间在 25 周左右。目前 SU7 小米汽车工厂正在全力扩产，6 月开启“双班模式”，日生产时间从 8 小时增至 16 小时，届时有望增产至每月 2 万台。6 月已经实现当月交付超一万，自交付以来累计交付超过 2.5 万台车。今年的实际产能大约在 12 万台左右，第二期工厂的建设计划将使小米汽车的总年产能达到 30 万辆。

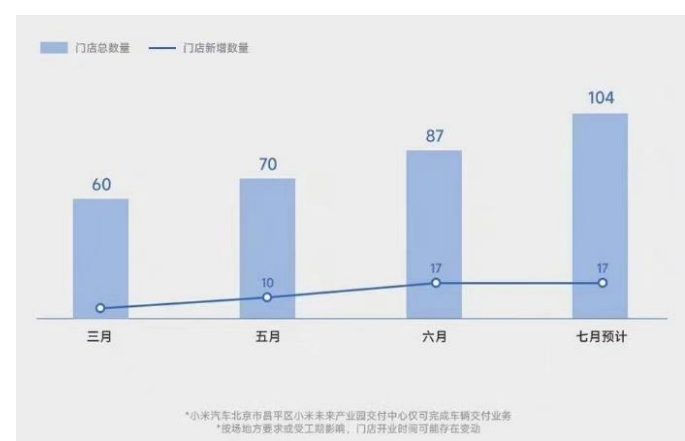
销售交付渠道积极建设

我们预计小米汽车可能会通过丰富产品线，如在现有车型的基础上，增加一款主流 SUV 车型，以提高市场竞争力，并争取实现盈亏平衡。我们考虑 SU7 交付的节奏以及行业规律，下一款车可能在 1-2 年内发布。

汽车销售平台采用“1+N”模式，传统新零售为汽车赋能。其中，“1”代表小米汽车自建自营的交付中心，功能以交付为主，覆盖“销售、售后服务”业务；“N”代表代理销售、用户服务触点，这主要有两种形式，一种是在主流汽车商圈，小米与百强汽车经销商集团或区域强商合作，建设汽车销服一体店，经营“代理销售+授权服务”，第二种是在核心商业广场(Mall)，小米发挥既有的 3C 传统零售渠道优势，分批次在小米之家引入汽车业务，打造小米科技生态融合店。

渠道建设面临着挑战。截至 2024 年 6 月 30 日，小米汽车总共 87 个门店，覆盖 30 个城市。不过与汽车热度高和带来的流量相比，以及大部分的传统零售店受限于场地，渠道数量还是有限的汽车上市初期存在销售网点不足、试驾排队时间长等。对此，小米在积极建设销售服务网点，计划七月新增 17 家门店，并预计 2024 年年底销售门店覆盖 46 城市，共 219 家；服务中心覆盖 86 城，共 143 家，这也为之后的汽车新品做铺垫。

图表 45: 小米汽车门店数



资料来源：小米，第一上海

图表 46: 2024 年汽车门店计划



资料来源：小米，第一上海

竞争优势

销售渠道：高效率的新零售平台

直面消费者（D2C）模式：整合线上电商与线下门店，提供无缝购物体验。线下通过小米之家直接面对用户，减少了中间环节，使渠道更加扁平化，提高了效率。这种模式让小米能够直接触达消费者，减少了“中间商赚差价”，从而降低了成本，提高了利润空间。

广泛的渠道覆盖与快速扩展：小米新零售在城市和县镇市场均实现了高质量的渠道布局，门店普遍选址于当地较好的商场，确保了品牌的高曝光度和良好的消费体验。同时，小米制定了门店扩展计划，目标在未来 2-3 年内达到 2 万家门店，进一步增强其线下渠道优势。

全链路数字化解决方案：小米通过一套数字化及标准化的解决方案“零售通”，让线下门店的效率无限逼近电商，实现了线上线下融合的高效运营。具体来说，“零售通”的核心在于全面数字化人、货、场三大要素，它构建起全国范围内“一盘货”的高效流通体系。这一体系不仅实现了库存、商品与销售渠道的全国联网与统一管理，还通过先进的数字技术对人、货、场进行精准匹配，以达到最优化的资源配置。

体验性和即得性：通过线下门店的实物展示和试用体验，消费者可以更加直观地了解产品性能和设计质感，也满足了消费者的即时需求。

销服一体的服务模式：小米新零售强调销售和服务的一体化，提出“销售渗透下去了，服务也一定要跟上”的理念，这提升消费者的购物体验，增强品牌忠诚度。

底层架构：澎湃 os-实现“人车家全生态”高效互联

统一生态体验：澎湃 OS 是统一 MIUI、Vela、Mina、车机 OS 四个系统的软件架构、进行操作系统底层合并的产物。通过澎湃 OS，小米能够打造完整的硬件和软件生态系统，实现设备间的无缝连接和协同工作。

底层重构、优化：澎湃 OS 能够针对小米硬件进行深度优化，提升系统性能和电池续航能力。

获得技术自主权：澎湃 OS 是小米自主研发的操作系统，减少对第三方操作系统的依赖，增强技术自主权。同时，还通过 AI 赋能，让智能系统拥有了统一的 AI 大脑，为人车家全生态提供了坚实的技术基建。

提供创新平台：面向所有 IoT 开发者开源 Xiaomi Vela，降低了开发的复杂度，提升了开发效率，可以更快地推出新功能和技术，提高市场竞争力。

数据隐私安全：自主操作系统可以更好地控制和保护用户数据，增强隐私安全。

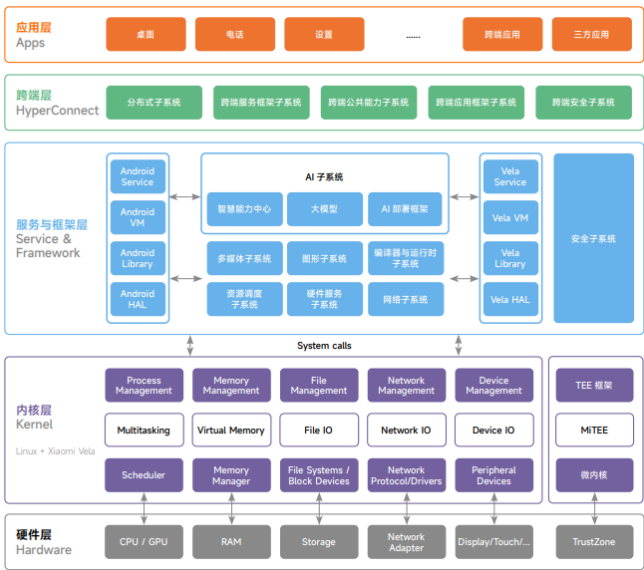
用户体验提升：实现小米手机、平板、智能家居等设备的无缝连接，提供更流畅、更稳定的使用体验，提升用户满意度。

图表 47:澎湃 OS 发展历程



资料来源：小米，第一上海

图表 48: 澎湃 OS 技术架构



资料来源：小米，第一上海

营销方法：高效率低成本的互联网式营销

爆品引领与价值创新：小米以“技术为本、性价比为纲、打造最酷产品”为爆品要点，凭借这一策略的强大竞争力，不仅显著提升了品牌影响力，还高效实现了规模效应，并灵活选择自有渠道销售以降低成本。在定价策略上，小米更是独树一帜，通过制造预期与现实的反差，巧妙运用管理层公开表态与市场预期管理，提升消费者对产品价值的认知。当市场普遍预期高价时，小米却以远低于预期的价格发布产

品，这一惊喜效应极大地增强了产品的性价比感知，进一步巩固了小米在消费者心中的高性价比品牌形象。

多渠道内容营销：小米充分利用互联网渠道进行营销，通过社交媒体、论坛等平台与用户互动，提供有趣、有价值的内容，吸引用户主动传播，形成强大的口碑效应。。在 SU7 发布会上，小米在内容营销上下足了功夫，无论是发布会的精心策划，如邀请“蔚小理”创始人来参加发布会、SU7 定价猜测，还是社交媒体上的互动，如小米汽车分批发布“小米 SU7 答网友问”。每一次互动都能加强用户参与度，不断发布，不断辟谣能巧妙地控制舆论方向，保持自己的热度不减，同时还能通过用户反馈和数据分析，迅速调整产品策略和营销手段，以应对市场变化和用户需求。

管理层个人 IP 影响力：以创始人雷军为例，从 2011 年小米手机的诞生，到 2024 年小米汽车的上市，雷军的个人品牌历经多年打磨，已然成为了一个具有鲜明特色的商业符号。他为品牌增添了信任和亲和力，将复杂的技术通俗化，有效地塑造了产品的价值，并通过其个人形象和沟通技巧，加强了消费者与品牌之间的情感连接。从“雷粉”到“米粉”，消费者对于雷军的信任已经转化为了对小米品牌的忠诚度和购买意愿。小米手机的热销、小米汽车的上市，都充分证明了雷军 IP 影响力的强大和有效。不仅如此，除了雷军之外，小米的数名高管如小米集团合伙人卢伟冰开通自己的社交平台，力推当下主流产品，目前全平台粉丝总数高达上百万。

图表 49:小米线上互动

图表 50: 小米汽车发布会图片



资料来源：微博，第一上海

资料来源：小米，第一上海

供应链：极致高效的整合能力

高效的资源整合

自建工厂，垂直整合：在关键领域如手机和汽车，小米投资建立了自有工厂，如昌平手机工厂和亦庄汽车工厂，强化了生产效率和质量控制，增强了供应链关键环节的掌控力。

全栈自研，深度布局：小米在各业务领域全面布局，通过战略投资、合作基金等手段，与上下游企业紧密合作，截至 2023 年 7 月底，累计投资超 400 家企业，投入逾两百亿。这种深度自研与广泛合作，使小米掌握供应链核心技术，保持市场领先地位。

生态链协同，赋能汽车：小米采用“投资+孵化”模式，赋能生态链企业，推动设

全面布局、深度整合

计、研发、制造等环节的协同创新。这一布局巩固了小米在科技领域的地位，并为其在汽车供应链的管理和成本管控上提供了有力支持。

灵活的供应链策略

小米采用了 C2B 预售等先进的供应链管理新模式。C2B 预售模式使得小米在供应链的资金流上得到保障，可以集约化客户需求，最大程度降低产品需求的不确定性。同时，拉动式生产模式根据客户需求拉动生产，减少库存积压，提高资金周转率。这种灵活的供应链策略使得小米能够更好地应对市场变化，降低运营风险。

强大的供应链响应能力

小米建立数字化技术建立供应链服务平台，这种数字化平台提升供应链的透明度和效率，使得小米能够实时监控供应链各个环节的运作情况，及时调整策略以应对市场变化。此外，小米还积极寻找替代供应商，降低对单一供应商的依赖，提高供应链的灵活性和抗风险能力。

较成熟的风险管理体系

小米不断优化供应链管理体系，引入 ESG（环境、社会及治理）指标，提升供应链的承压韧性和稳定性。同时，小米还通过监督、协助、沟通等方式与供应商开展合作，促进供应商实施有效的管理方案，降低供应链风险。

图表 51:小米投资合作领域、公司（部分）

投资领域	企业
物联网	赛恩领动、时创意、智微电子、赛恩领动、能斯达电子、慷智集成、纽迪瑞、蓝湾博阅、泰睿思、上海航芯、携客云、灿芯半导体、博泰车联网、昂瑞微、芯百特微电子、安凯微、好易点、国人无线、心想科技、未来居科技
机器人	速腾聚创、小雨智造、智同精密、斯坦德机器人、赫特智慧、力策科技、鳍源科技、顺造科技、星曼科技、六十六号互动科技、隆深机器人、怪兽充电、大象声科
软件工具	支出宝、电话邦、蓝湾博阅、DeepMotion、YAHABA、指南猫、安心记加班、华来科技、蜂语科技、乐米彩票、搜库集团、LBE 安全大师、猎豹移动、绝对表现科技
VR/AR	大象声科、埃舍尔科技、火花幻境、摩象科技、疯景科技、尼卡光学、至格科技、当红齐天、华景传感
先进制造	睿芯微电子、中科银河芯、新宸新材料、维发科技、众山精密、公大激光、赛恩领动、时创意、探维科技、林众电子、元潼技术、速腾聚创、小雨智造、杰平方半导体、凯尔博、赛恩领动、鸿翼芯、大族精密动、智同精密、斯坦德机器人
软件工具	电话邦、蓝湾博阅、支出宝、DeepMotion、YAHABA、指南猫、安心记加班、华来科技、蜂语科技、乐米彩票、搜库集团、LBE 安全大师、猎豹移动、绝对表现科技
消费	澄一科技、有家代播、妖舞、橙色星球、力策科技、inFace、转转 APP、ACC 超级饰、速网电商、紫米、聚匠星辰、多普文化
大数据	百川智能、智谱 AI、速腾聚创、瀚星科技、速网电商、携客云、加速科技
体育	之乐科技、YESOUL 野小兽、爱动健身、云麦科技、蛙赛 live、速型互动、柒小佰、南昌黑鲨科技、悦动圈
房地产	澄一科技、晶合光电、板陶速配、大白卫浴、样子生活、新趋势地产、酒哇地味、小卫科技
旅游	尚美生活、指南猫、骑记、创米科技、搜车吧
企业服务	固极智能、ReaVis、一心向上、胜马优创、中诺数科、数说故事 DataStory、佰思杰科技、电话邦、奇树有鱼、支出宝、市值风云、优粉吧、速网电商
电子商务	板陶速配、妖舞、完型、优粉吧、速网电商、慧算账、太火鸟、朗菲电器、如山、KACO 中国、慧算账、闪回收、TS 眼镜
金融	市值风云、大鱼科技、PasarPolis、深蓝保、太火鸟、Thunes、熵简科技、ZestMoney、薪资通、KrazyBee、KreditBee、耘财科技、捷付睿通、老虎金服
人工智能	智谱 AI、泰睿思、深纳普思、禾赛科技、坦途智能、几何伙伴、ReaVis、同驭汽车科技、百川智能、探维科技、智谱 AI、速腾聚创、斯坦德机器人、同驭汽车科技、可以科技、赫特智慧、慷智集成、京微齐力、蔚领时代
社交	蓝湾博阅、ShareChat（印度社交）、伊对 APP、亲邻科技、最右
医疗	瀚星科技、iHealth、秒秒测科技、医杰影像、米么金服、瓦力网络、CosBeauty 可思美、九安医疗

资料来源：企查查，第一上海

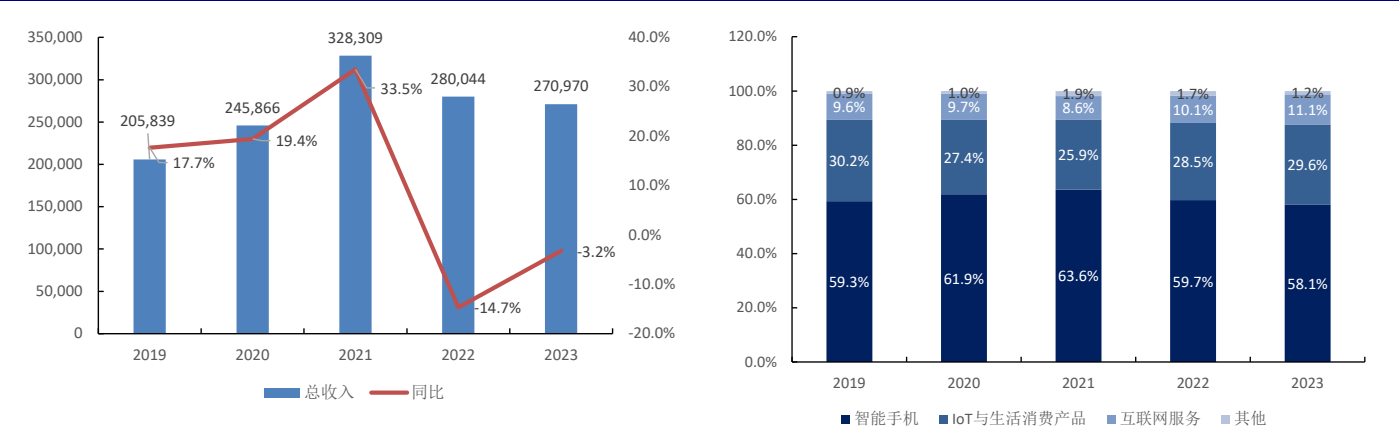
财务分析

收入降幅缩窄

从收入看，收入整体是呈现增长态势。具体来看，因竞争对手退出市场以及换机高峰，2021 年达到收入高峰，而 2022 年受到疫情以及宏观环境的影响，收入同比有较大降幅，不过 2023 年收入的降幅逐渐缩窄。随着整体市场弱复苏以及第二增长曲线的拉动，我们预计 2024 年的收入同比能恢复正增长。

图表 52:2019 年-2023 年收入水平变化（百万元）

图表 53: 2019 年-2023 年收入结构组成



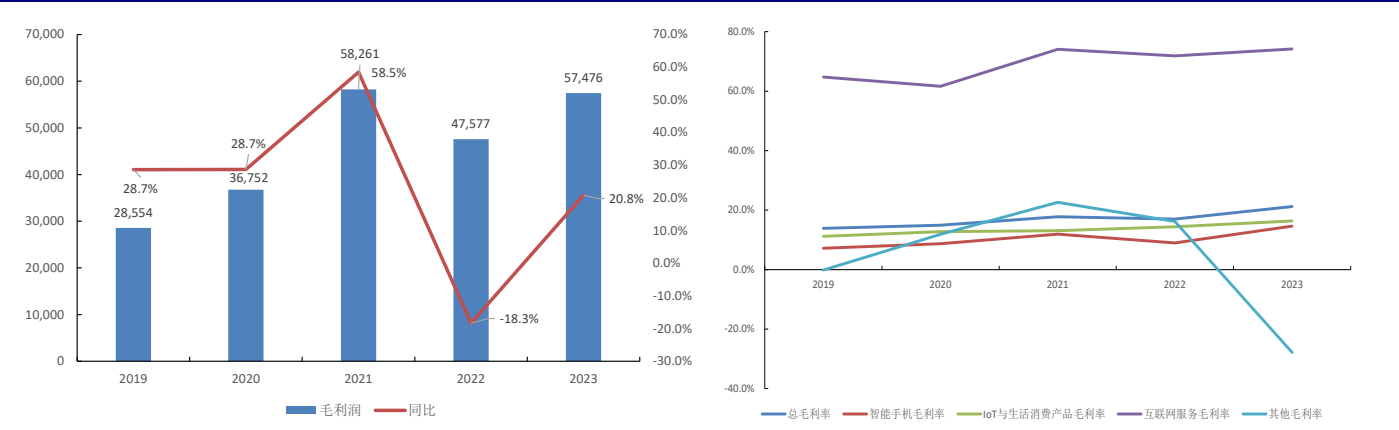
资料来源：公司财报，第一上海

资料来源：公司财报，第一上海

从收入结构上看，硬件销售占公司收入的绝对重要部分，在 2023 年达到 87.7%。其中智能手机的销售为主要部分，占到整体收入的 58.1%，但比重呈现逐渐下降的趋势，IoT 设备销售比重在 30%左右浮动。与此同时，2019 年-2023 年互联网收入比重稳步提升，从 9.6%提升至 11.1%。

图表 54:2019 年-2023 年毛利水平（百万元）

图表 55: 2019 年-2023 年整体及各业务毛利率



资料来源：公司财报，第一上海

资料来源：公司财报，第一上海

图表 56:2019 年-2023 年各业务收入（百万元）



资料来源：公司财报，第一上海

图表 57: 2019 年-2023 年各业务毛利（百万元）



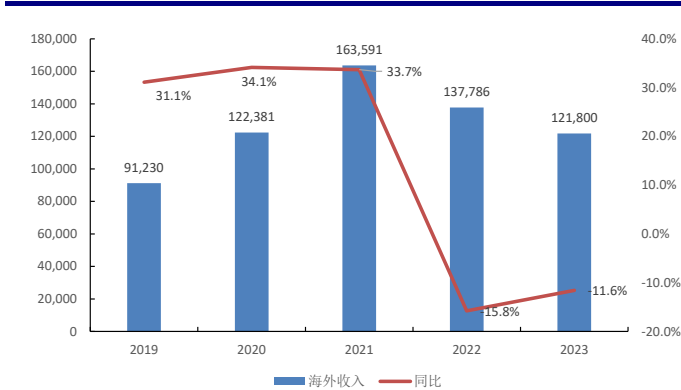
资料来源：公司财报，第一上海

毛利持续改善

从毛利水平上看，公司总毛利率稳定提升，从 2019 年的 13.9%到 2023 年的 21.2%，创历史新高。这主要是受到 2023 年收入结构改善以及新经营策略“规模与利润并重”的影响。分业务板块看，硬件毛利是较低的，主要是因为公司“硬件部分的综合利润率不超过 5%”的硬件引流的商业模式。智能手机的毛利率在 10%左右，IoT 设备毛利率略高，大约在 13%左右。我们预计随着 IoT 产品种类和业务市场的拓展，该板块的业务毛利会持续提升。互联网服务业务的毛利率持续提高，2023 年达到 74.2%，可以说它是公司利润的主要支撑来源，即低毛利的硬件引来的用户流量在高毛利的服务中变现。

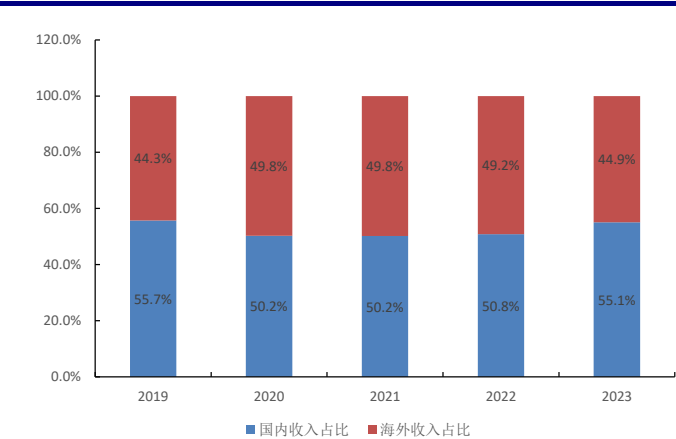
从收入和毛利的图表中可以观察得出，在收入端，智能手机的销售收入一直占据这家公司收入总额的绝对地位。但在毛利部分，收入占比 10%左右的互联网业务在毛利总额的贡献上一直占主要地位。

图表 58:2019 年-2023 年海外收入（百万元）



资料来源：公司财报，第一上海

图表 59: 2019 年-2023 年整体及各业务毛利率



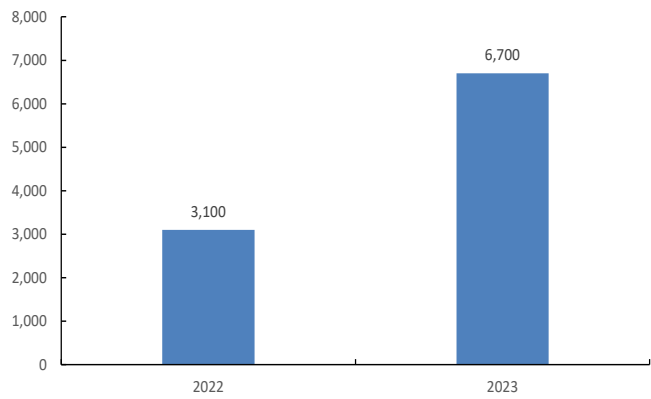
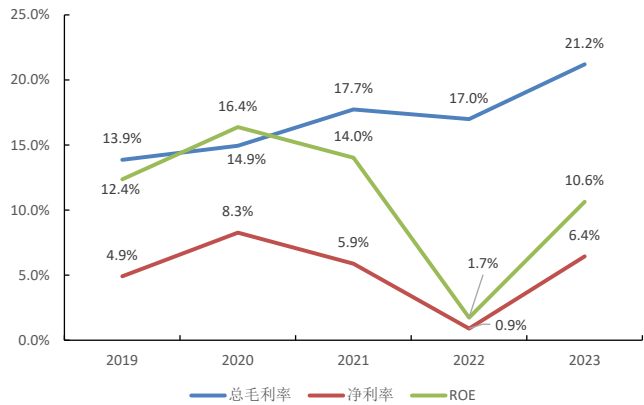
资料来源：公司财报，第一上海

2021 年受到宏观因素如地缘政治影响，之后海外一直在渠道去库存管理，这一定程度上影响海外收入及增速，不过 2023 年海外收入降幅收紧，并已经恢复到 2020 年

收入水平。在国内外收入占比中，海外占比一直维持在 50%左右。我们预计随着海外手机和 IoT 业务的拓展，海外收入占比将会逐渐提高。

图表 60:2019 年-2023 年毛利率、净利率与 ROE

图表 61: 2022 年-2023 年汽车等创新业务费用（百万元）

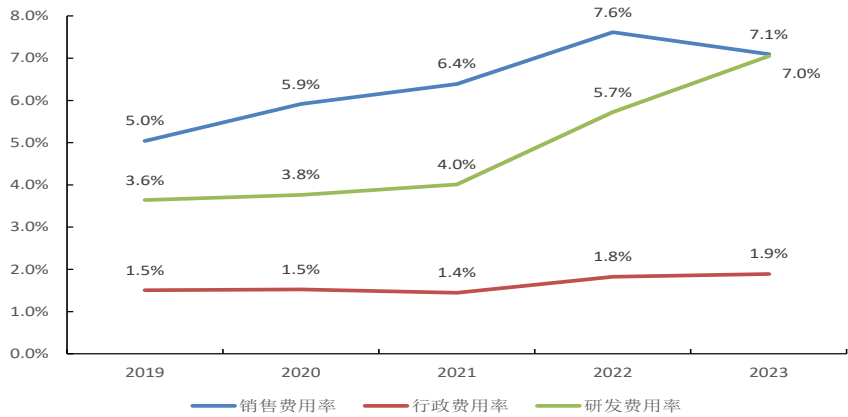


资料来源：公司财报，第一上海

资料来源：公司财报，第一上海

排除汽车等创新业务带来的费用影响，公司毛利率、净利率和 ROE 向好。

图表 62:2019 年-2023 年营运费用率

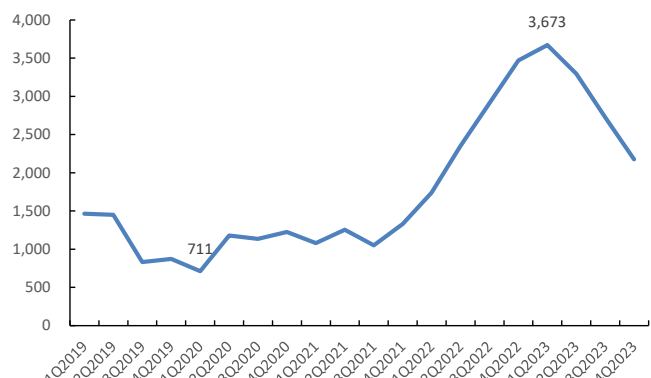
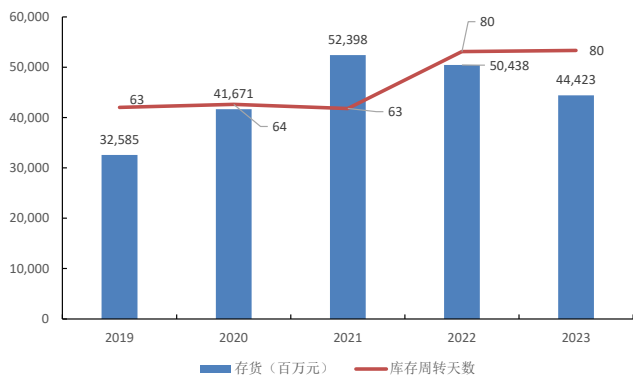


资料来源：公司财报，第一上海

费用端，销售费用和研发费用呈增长态势，而行政费用率基本维持在 1.5%左右。销售费用和研发费用的增长均符合公司的经营策略，具体来说，小米在 2020 年重新调整了新零售战略并注重线下渠道，以及布局汽车相关门店，这些会导致销售费用的增长；在研发上提高手机等重要技术的自研，并包含了汽车等新业务的费用。我们预计公司未来在销售和研发费用上会小幅增长，而行政费用继续维持之前的水平。

图表 63: 2019 年-2023 年存货以及周转天数

图表 64: 2019 年-2023 年季度存货减值 (百万元)



资料来源: 公司财报, 第一上海

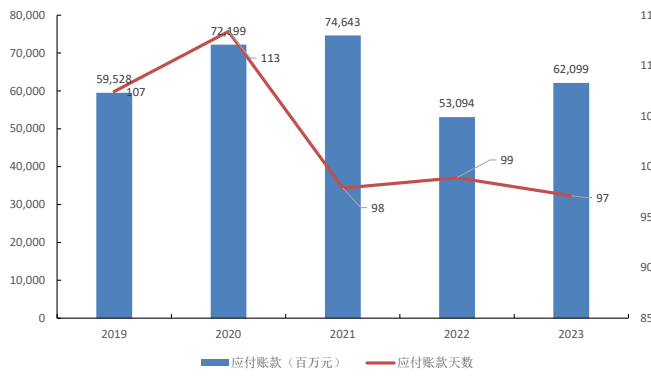
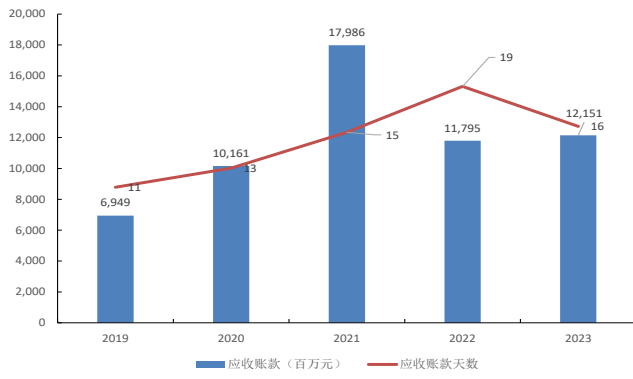
资料来源: 公司财报, 第一上海

存货恢复到健康水平

受到海外宏观环境、上游供应等问题, 公司的存货在 2021 年达到高峰。在之后的几年, 公司通过活动促销等方式持续在渠道出清, 到 2023 年库存恢复到 2020 年的水平。从近年各季度的存货减值来看, 在 2023Q2 出现拐点, 库存减值开始减少, 我们预计库存减值下降的态势将持续, 直到恢复到健康水平。

图表 65: 2019 年-2023 年应收账款及周转天数

图表 66: 2019 年-2023 年应付账款及周转天数

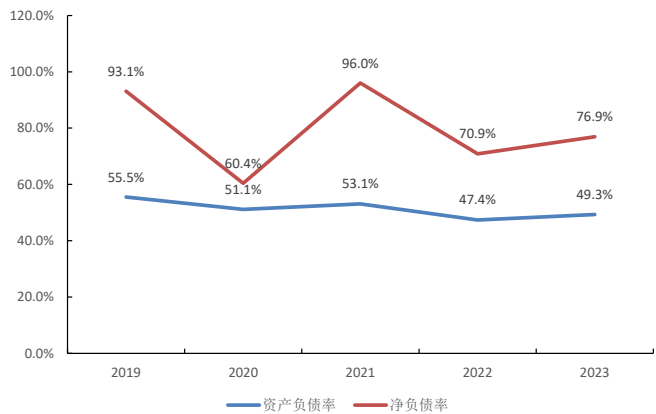


资料来源: 公司财报, 第一上海

资料来源: 公司财报, 第一上海

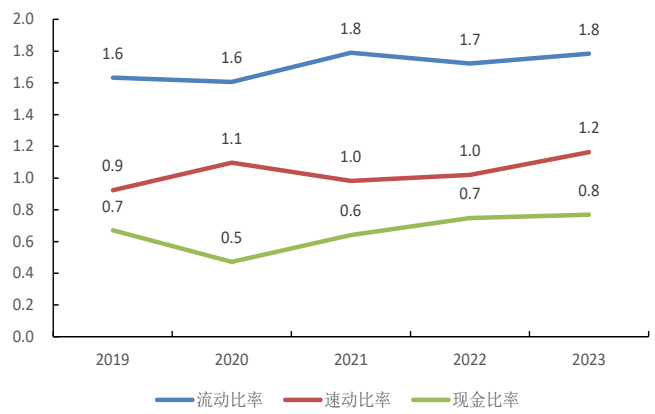
应收账款周转天数和应付账款周转天数相对稳定。2023 年财年, 应收账款周转天数为 16 天, 应付账款周转天数为 97 天。

图表 67:2019 年-2023 年资产负债率与净负债率



资料来源：公司财报，第一上海

图表 68: 2019 年-2023 年流动性指标



资料来源：公司财报，第一上海

截至 2023 财年，公司的资本负债率为 49.3%，净负债率为 76.9%，负债率良好；流动比率 1.8，速动比率 1.2，现金比率 0.8，较优于同行。

盈利预测

根据目前公司的产品线和发展战略，我们认为未来公司将受益于高端化、出海以及新业务：

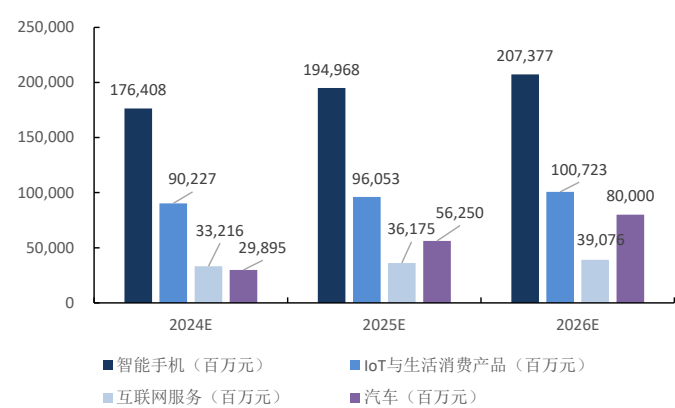
基于我们对手机业务板块的分析，出货量上，考虑到 AI、新兴国家换机潮和目前市场环境的影响，智能手机出货量增速将得到一定的修复。作为在全球市场已经达到一定份额的手机品牌，我们认为小米手机仍拥有自己在定价、用户群体、技术方面的竞争优势，因此在整体市场弱复苏的情况下，公司仍能够保持高于整体市场增速，我们预计 2024-2026 年的该业务收入分别为 1764.1 元、1950.0 亿元和 2073.8 亿元。

在 IoT 与生活消费品方面，小米自主研发的核心产品以及生态链产品销售良好。并且随着品类的持续拓宽，“人车家全生态”的整体概念将进一步加强，协同效应开始发挥，用户粘性和产品销售优势得到不断巩固。因此，我们认为得益于市场环境、IoT 平台优势，以及核心产品的强劲销量，预计 2024-2026 年的该业务收入分别为 902.3 亿元、960.5 亿元和 1007.2 亿元。

在互联网业务方面，作为利润贡献主要的力量，互联网的收入增长直接决定公司利润端在未来的增长。在互联网，广告、游戏业务在未来的增长潜力是利润增速的主要动力，我们预计 2024-2026 年的该业务收入分别为 332.2 亿元、361.8 亿元和 390.8 亿元。

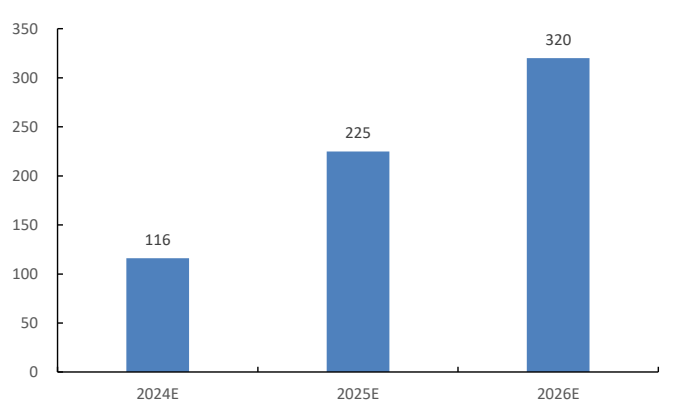
在汽车业务方面，结合现有订单、产能爬坡和后续车型预期等，我们预计 2024-2026 年的该业务销量分别为 11.6 万辆、22.5 万辆和 32 万辆，实现收入分别为 299.0 亿元、562.5 亿元和 800 亿元。

图表 69:小米各业务收入预测



资料来源：第一上海预测

图表 70: 小米汽车销量预测



资料来源：第一上海预测

投资建议

结合小米汽车业务处于早期亏损阶段、传统业务板块清晰稳定的现状，以及公司整体战略规划与目标，我们决定采用分部估值法，将公司业务明确划分为核心传统业务与汽车业务两大板块，进行独立且精准的估值。

给予公司未来 12 个月的目标价为 21.38 港元

我们预测公司 2024-2026 年的收入分别为 3328.6 亿元、3865.5 亿元和 4302.8 亿元，净利润分别为 143.1 亿元、165.6 亿元和 237.3 亿元。根据同类公司的估值情况，我们给予公司未来 12 个月的目标价为 21.38 港元，相当于 2025 年传统核心业务 15xPE，汽车业务 2xPS，目标价分别对应 2025 年/2026 年的 30x/21xPE，较现价有 31.98% 的上涨空间，故给予买入评级。

图表 71: 同类公司估值情况

公司简称	代码	货币	股价	市值 (百万港币)	EPS				PE				PB			
核心业务					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
苹果公司	AAPL US Equity	HKD	1697.9	26,036,400	48.2	51.6	57.1	61.0	27.9	33.9	30.7	28.7	49.8	49.8	46.8	26.8
诺基亚	NOK US Equity	HKD	29.9	167,848	-	2.9	2.7	3.0	-	10.0	10.4	9.4	0.9	0.9	0.8	0.8
三星电子有限公司	005930 KS Equity	HKD	454.0	2,710,400	12.8	32.2	47.0	52.4	36.8	14.6	10.0	8.9	1.4	1.4	1.3	1.1
深圳传音控股股份有限公司	688036 CH Equity	HKD	85.2	96,151	5.4	6.1	7.0	8.2	20.1	14.2	12.3	10.4	4.0	4.0	3.3	2.6
Ave				7,252,700	22.1	23.2	28.4	31.2	28.3	18.2	15.9	14.4	14.0	14.0	13.0	7.8
公司简称	代码	货币	股价	市值 (百万港币)	EPS				PS				PB			
汽车					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
蔚来集团	NIO US Equity	HKD	33.3	69,573	-13.8	-9.5	-7.0	-3.3	1.1	1.1	0.7	1.1	5.3	5.3	15.9	86.7
小鹏汽车有限公司	9868 HK Equity	HKD	31.7	59,898	-6.6	-3.5	-2.1	-0.3	1.8	1.3	0.8	1.8	2.6	2.6	2.5	2.0
理想汽车	LI US Equity	HKD	149.9	159,039	13.2	7.9	12.1	16.7	1.2	1.0	0.7	1.2	2.7	2.7	2.3	1.9
ZEEKR Intelligent Technol	ZK US Equity	HKD	134.8	33,381	-	-40.1	-34.1	-13.8	0.6	2.6	0.3	0.2	-	-	-	-
比亚迪股份有限公司	1211 HK Equity	HKD	234.2	746,104	11.4	12.7	16.0	19.4	1.1	1.1	0.8	1.1	4.0	4.0	3.2	2.7
Ave				213,599	1.1	-6.5	-3.0	3.7	1.2	1.4	0.7	1.1	3.7	3.7	6.0	23.3

资料来源：彭博，第一上海预测

风险因素

- 宏观经济不及预期

宏观经济波动将波及市场，影响终端需求。这些变化将对公司业绩造成不利影响。
- 高端化战略不及预期

公司在国内外市场继续推进高端化进程时遭遇不及预期的挑战，可能会对手机和IoT业务的出货和平均售价产生负面影响，可能会造成库存承压。
- 海外业务不及预期

手机未能向新兴市场大量出货，IoT业务海外拓展受阻，互联网海外月活用户变现困难，将对公司未来业绩及战略推进造成影响。
- 原材料价格不及预期

上游供应链中核心原材料价格持续攀升，将直接对公司业务的盈利能力构成挑战，可能导致毛利率承压。
- 研发不及预期

人工智能等软件服务研发落后，竞争厂商出现爆品分割流量。
- 汽车交付不及预期

交付时间过久将会影响到潜在消费者以及后续新车发布。

主要财务报表

财务报表摘要

损益表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	280,044	270,970	332,855	386,554	430,284
毛利	47,577	57,476	65,919	77,045	89,551
销售及推广开支	-21,323	-19,227	-25,039	-27,461	-28,918
行政开支	-5,114	-5,127	-6,155	-6,532	-6,934
研发开支	-16,028	-19,098	-24,203	-27,033	-29,222
经营利润	2,816	20,009	15,576	21,787	30,898
财务净额	1,117	2,002	2,379	2,126	2,001
税前盈利	3,934	22,011	17,955	20,778	29,772
所得税	-1,431	-4,537	-3,647	-4,220	-6,047
净利润	2,503	17,474	14,309	16,558	23,726
少数股东应占利润	29	-1	-1	-1	-1
本公司股东应占溢利	2,474	17,475	14,310	16,559	23,727
折旧及摊销	-3,707	-4,836	-6,079	-6,351	-6,736
EBITDA	6,524	24,845	21,654	25,003	34,507
增长					
总收入 (%)	-14.7%	-3.2%	22.8%	16.1%	11.3%
EBITDA (%)	-78.5%	280.8%	-12.8%	15.5%	38.0%
资产负债表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	27,607	33,631	42,889	58,642	82,085
应收账款	11,795	12,151	16,861	19,147	20,934
存货	50,438	44,423	55,581	66,142	72,814
其他流动资产	70,575	108,848	111,461	114,354	117,541
总流动资产	160,415	199,053	226,792	258,284	293,374
有形资产	9,138	13,721	15,835	17,674	19,273
无形资产	4,630	8,629	8,149	7,671	7,048
长期投资	55,980	60,200	60,200	60,200	60,200
其他	43,345	42,645	42,451	42,303	42,203
总资产	273,507	324,247	353,427	386,132	422,098
应付帐款	53,094	62,099	73,133	87,341	98,019
短期银行贷款	2,151	6,183	6,183	6,183	6,183
其他流动负债	34,383	47,306	47,306	47,306	47,306
总流动负债	89,628	115,588	126,622	140,830	151,508
长期银行贷款	21,493	21,674	25,510	27,449	29,012
其他负债	18,463	22,724	22,724	22,724	22,724
总负债	129,584	159,986	174,857	191,003	203,244
少数股东权益	265	266	265	265	263
股东权益	143,923	164,262	178,570	195,129	218,854

财务分析					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	16.99%	21.21%	19.80%	19.93%	20.81%
EBITDA 利率 (%)	2.33%	9.17%	6.51%	6.47%	8.02%
净利率 (%)	0.89%	6.45%	4.30%	4.28%	5.51%
营运表现					
研发费用/收入 (%)	5.72%	7.05%	7.27%	6.99%	6.79%
实际税率 (%)	36.39%	20.61%	20.31%	20.31%	20.31%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
库存周转	79.6	80.0	76.0	78.0	78.0
应付账款天数	98.9	97.1	100.0	103.0	105.0
应收账款天数	19.1	15.9	15.9	17.0	17.0
财务状况					
总负债/总资产	0.47	0.49	0.49	0.49	0.48
收入/净资产	1.95	1.65	1.86	1.98	1.97
经营性现金流/收入	-0.02	0.15	0.04	0.06	0.07
税前盈利对利息倍数	-3.52	-10.99	-7.55	-9.77	-14.88
现金流量表					
<百万人民币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	6,524	24,845	21,654	25,003	34,507
净融资成本	-1,020	-758	-980	-1,009	-1,126
营运资金变化	-4,386	41,304	13,204	22,028	30,408
所得税	-3,420	-3,012	-3,647	-4,220	-6,047
其他	-2,087	-21,078	-17,031	-19,779	-27,340
营运现金流	-4,390	41,300	13,201	22,023	30,402
资本开支	-5,800	-6,269	-6,500	-6,500	-6,500
其他投资活动	21,348	-28,900	-299	-701	-895
投资活动现金流	15,549	-35,169	-6,799	-7,201	-7,395
负债变化	-3,812	4,086	2,856	930	436
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-4	-5	0	0	0
融资活动现金流	-7,855	-505	2,856	930	436
现金变化	3,304	5,626	9,258	15,752	23,443
期初持有现金	23,512	27,607	33,631	42,889	58,642
汇兑变化	791	398	0	0	0
期末持有现金	27,607	33,631	42,889	58,642	82,085

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。