

小米集团-W (01810.HK)

智能电动汽车拓展业务新版图，实现人车家全生态布局

优于大市

核心观点

布局人车家全生态，目标成为新一代全球硬核科技引领者。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，2021年公司开始布局智能电动车业务，2024上半年公司智能电动车开始交付，人车家全生态战略逐步完成。2023年公司总营收2710亿元，其中智能手机营收1575亿元，占总营收的58.1%；IoT与生活消费产品营收801亿元，占总营收的29.6%；互联网服务总营收301亿元，占总营收的11.1%。

智能手机市场温和复苏，AI浪潮以及高端化策略带动ASP提升。受益于AI手机换机潮，IDC预计2024年全球智能手机出货量将同比增长4%至12.11亿部，2025-2028年全球智能手机出货量将温和增长。据Canalys，2023年公司智能手机出货量1.46亿部，占据12.8%的市场份额，公司出货量位于全球第三位。公司智能手机业务坚定执行双品牌策略，Xiaomi品牌推出折叠机、高端旗舰机型，持续推进智能手机高端化策略，有望带动公司智能手机的ASP提升。据IDC数据，1-3Q24公司智能手机出货量1.26亿部，同比增长19.57%。

2024上半年开始交付智能汽车，实现人车家全生态布局。公司智能电动汽车业务于2021年开始立项，公司成立全资子公司负责智能电动汽车业务，投资建设小米汽车超级工厂，针对新能源汽车打造六大车间，在核心技术方面申请多项专利。公司智能电动汽车自2024年开始交付，在同价位段车型中较有竞争力，10月实现单月新车交付量突破2万辆，11月13日实现累计生产10万辆新车目标，2024全年目标交付13万辆。随着公司智能电动汽车顺利发布交付，公司业务拓展新版图，逐步完善人车家全生态布局，为公司业绩增长提供新动能。

AIoT及互联网业务用户规模不断扩大，3Q24互联网营收规模创历史新高。公司在2013年开始布局AIoT业务，2016年推出米家品牌布局智能家居市场，公司AIoT平台连接设备数量持续增长，米家及小爱同学月活跃用户数持续增长。3Q24公司互联网业务营收创历史新高，公司AIoT平台及互联网业务的发展为公司人车家全生态布局打造良好基础。

盈利预测与估值：我们看好公司智能手机业务受益AI换机潮以及高端化带来的盈利能力增强，看好公司智能电动汽车业务交付顺利，新业务板块进展顺利带来的业绩增长，同时公司AIoT及互联网业务呈现增长趋势，预计2024-2026年公司归母净利润187/235/280亿元（+7.2%/25.7%/18.9%），PE分别为36.3/28.9/24.3倍，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；汇率波动风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	280,044	270,970	354,297	417,951	484,050
(+/-%)	-14.7%	-3.2%	30.8%	18.0%	15.8%
归母净利润(百万元)	2474	17475	18728	23536	27986
(+/-%)	-87.2%	606.3%	7.2%	25.7%	18.9%
每股收益(元)	0.10	0.70	0.75	0.94	1.12
EBIT Margin	1.3%	4.3%	4.9%	5.8%	6.3%
净资产收益率(ROE)	1.7%	10.7%	10.2%	11.4%	11.9%
市盈率(PE)	274.9	38.9	36.3	28.9	24.3
EV/EBITDA	115.3	54.0	38.0	29.8	25.1
市净率(PB)	4.73	4.15	3.72	3.30	2.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·海外公司深度报告

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：张大为

021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

联系人：连欣然

010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

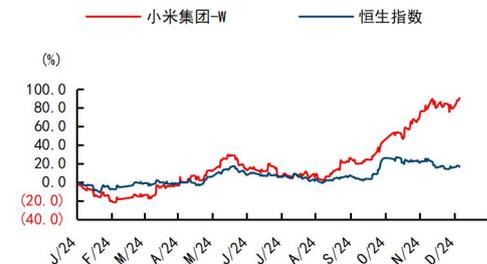
证券分析师：李书颖

0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	35.00 - 36.41 港元
收盘价	29.45 港元
总市值/流通市值	735147/602107 百万港元
52周最高价/最低价	29.85/11.84 港元
近3个月日均成交额	4245.87 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

创新型科技企业，布局人车家全生态	5
以智能手机业务起家，布局人车家全生态	5
业务多元化发展，盈利能力持续提升	7
推进智能手机高端化策略，AIoT 平台持续拓展	9
智能手机双品牌策略，持续推进产品高端化	9
广泛覆盖智能家居产品，AIoT 平台连接设备数量持续增长	13
互联网业务用户规模稳定增长	16
五大核心技术加持，电动汽车成为公司增长新动能	17
2021 年电动汽车业务立项，打造汽车超级工厂	17
核心技术加持下 Xiaomi SU7 展现不凡性能	19
智驾搭配高算力芯片，软硬件深度协同	22
新能源汽车渗透率不断提升，小米汽车出货顺利	24
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	27
盈利预测情景分析	28
估值与投资建议	29
投资建议	30
风险提示	31
附表：财务预测与估值	33

图表目录

图 1: 公司业务布局	5
图 2: AI 业务布局	6
图 3: 公司股权情况 (截至 1H24)	6
图 4: 公司营收及同比增速	7
图 5: 公司归母净利润及同比增速	7
图 6: 公司分产品营收占比	7
图 7: 公司各业务毛利率	7
图 8: 公司毛利率及净利率	8
图 9: 公司期间费用	8
图 10: 公司对外投资模式概况	8
图 11: 2014-2022 公司不同领域投资情况 (披露投资案例数, 起)	8
图 12: 小米手机出货量及出货机型	9
图 13: 小米智能手机分区域占比	9
图 14: 中国各品牌智能手机份额	10
图 15: 中国市场各品牌智能手机 ASP (美元)	10
图 16: 中国除港澳台地区高端智能手机在整体手机销量的占比	10
图 17: 分价格段手机出货量占比 (中国除港澳台地区)	10
图 18: 小米手机销量分价格段占比	11
图 19: 小米折叠机出货量 (万部)	11
图 20: 小米智能手机及折叠机 ASP (美元)	11
图 21: 小米手机 AI 布局	12
图 22: 全球智能手机出货量 (亿部)	12
图 23: 全球智能手机 ASP (美元)	12
图 24: 小米 IoT 与生活消费产品	13
图 25: 小米 AIoT 平台连接设备数量 (百万)	13
图 26: 五件及以上连接至 AIoT 平台的设备用户数 (百万)	13
图 27: 全球 TWS 耳机出货量、市场份额及小米 TWS 耳机出货量	14
图 28: 全球智能手环出货量及市场份额、小米智能手环出货量	14
图 29: 公司 IoT 与生活消费品营收 (亿元)	15
图 30: 公司互联网业务营收 (十亿元)	16
图 31: 公司境外互联网业务占比	16
图 32: 全球月活跃用户数 (百万)	16
图 33: 中国 (除港澳台地区) 月活跃用户数 (百万)	16
图 34: 小米汽车超级工厂	17
图 35: 小米汽车工厂六大车间	17
图 36: 小米 SU7 Ultra	18
图 37: 小米超级电机	19

图 38: 小米碳化硅高压平台	19
图 39: 小米汽车电池结构	20
图 40: 小米智能驾驶	22
图 41: 小米智能座舱	22
图 42: 2020-2024 年全国新能源汽车产销量情况 (万辆)	24
图 43: 全国新能源汽车市场销量 (按动力, 万辆)	24
图 44: 23-24 年新能源上险乘用车 800V 车型 SiC MOSFET 模块渗透率 (%)	24
图 45: 2024 年 1-9 月我国新能源上险乘用车碳化硅车型车企分布 (%)	24
图 46: 小米汽车出货量 (万台)	25
图 47: 9 月纯电动车车型销量前十	25
图 48: 3Q24 新能源车企毛利率	25
表 1: 小米车型参数对比	18
表 2: 小米汽车热失效参数	20
表 3: 电动汽车电池、性能对比	21
表 4: 智能座舱及智能驾驶车型对比	23
表 5: 公司业务拆分	27
表 6: 未来 3 年盈利预测表 (亿元)	27
表 7: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	28
表 8: 可比公司估值比较 (股价截至 2024 年 12 月 3 日)	30
表 9: 可比公司估值比较 (股价截至 2024 年 12 月 3 日)	30

创新型科技企业，布局人车家全生态

以智能手机业务起家，布局人车家全生态

公司核心业务是智能手机、智能硬件及 IoT 平台，2024 年智能电动车开始交付。公司于 2010 年 4 月成立，于 2018 年 7 月在香港联交所主板上市，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。公司建立了世界领先的消费级 AIoT (AI+IoT) 平台，截至 2023 年底，AIoT 平台已连接的 IoT 设备数（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）已达到 7.40 亿。公司产品遍布全球 100 多个国家和地区。2023 年 10 月集团最新战略升级为“人车家全生态”，同时发布小米澎湃 OS (Xiaomi HyperOS)，2023 年 12 月公司首款汽车产品 Xiaomi SU7 系列首次亮相，2024 年 3 月 Xiaomi SU7 系列正式发布，2024 年二季度 Xiaomi SU7 系列开始交付。

图1：公司业务布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

紧跟 AI 潮流，以澎湃 OS 为基础打造“人车家全生态”。公司持续拓展 AI 全面赋能，致力于用 AI 增强产品能力和用户体验，2024 年 7 月公司首次发布声音大模型并搭载在 Xiaomi SU7 上。公司升级了智能音箱小爱同学的多模态识别和理解能力，为用户提供 AI 文档问答、AI 智能成片等功能。公司将对手机、平板、电视、音箱等产品进行大模型小爱的全量升级。小米“人车家全生态”通过小米澎湃 OS 生态操作系统，打通人、车、家三大场景，实现硬件设备的无缝衔接以及实时协同。

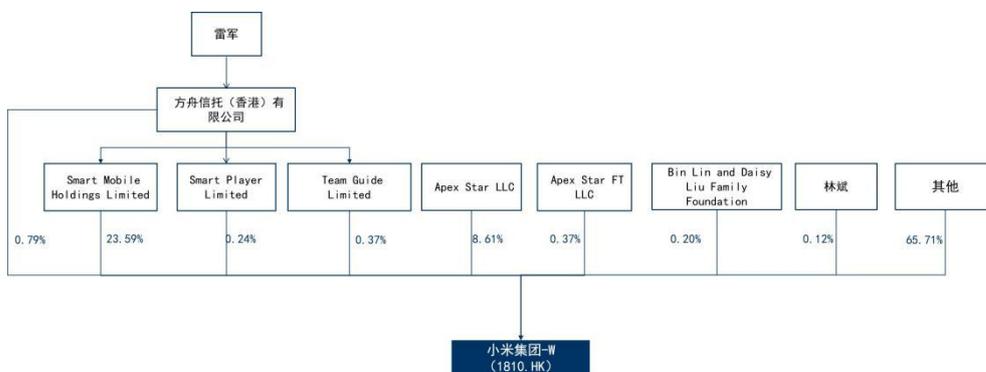
图2: AI 业务布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司董事长雷军持有公司 25% 的股份。据公司公告，Smart Mobile Holdings Limited、Smart Player Limited 及 Team Guide Limited 的全部权益由方舟信托（香港）有限公司以受托人身份代表由雷军（作为委托人）成立并以雷军及其家族为受益人的信托持有。截至 2024 年 6 月 30 日，公司董事长雷军通过方舟信托（香港）有限公司合计持有公司 24.99% 的股份。

图3: 公司股权情况（截至 1H24）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

业务多元化发展，盈利能力持续提升

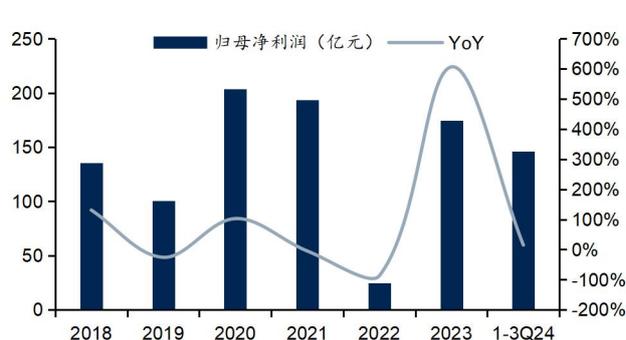
1-3Q24 营收及归母净利润实现显著增长。公司营收在 2018-2021 年持续增长，由 2018 年的 1749.88 亿元增长至 2021 年的 3286.15 亿元，2022 年受全球宏观经济环境及地缘政治等因素影响，公司智能手机业务营收同比下滑 19.9%，公司整体营收同比下滑 14.7%至 2800.44 亿元。公司归母净利润近几年呈现波动趋势，2020 年达到近几年的高点 203.56 亿元，2022 年公司增强了清理存货的力度，叠加美元升值及存货减值拨备增加导致公司归母净利润同比下滑 87.21%至 24.74 亿元，2023 年由于零部件价格下降以及公司高端化战略带来的产品结构优化，公司智能手机业务毛利率同比提升 5.6pct，公司归母净利润恢复至 174.75 亿元。1-3Q24 公司总收入 2569 亿元，同比增长 29.4%，归母净利润 146 亿元，同比增长 14.79%。

图4：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

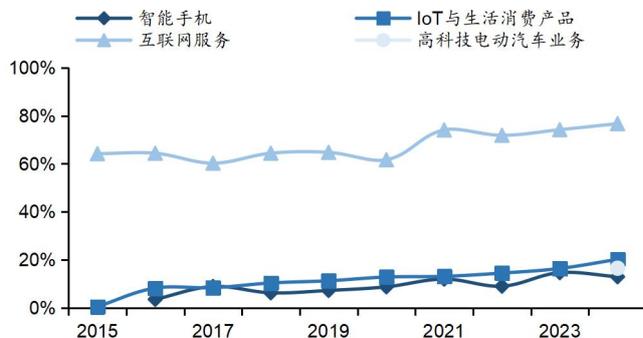
以消费电子为基础，公司业务多元化发展。公司成立之初主要业务是智能手机，2015 年智能手机业务营收占公司总营收 80%。2015-2023 年公司 IoT 与生活消费产品营收占比逐步增加，由 2015 年的 13.0%扩大至 2023 年的 29.6%。2024 年上半年公司新增智能电动车业务，1-3Q24 智能电动车业务营收占总营收的 6.3%。从盈利能力看，公司各项业务毛利率呈现上升趋势，公司互联网服务业务盈利能力较强，毛利率维持在 60%以上。智能手机业务毛利率由 2016 年的 3.45%增长至 2023 年的 14.59%，IoT 与生活消费产品毛利率由 2016 年的 8.16%增长至 2023 年的 16.33%。1-3Q24 智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务以及智能电动汽车业务的毛利率分别为 12.9%、20.1%、76.7%、16.4%。

图6：公司分产品营收占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司各业务毛利率

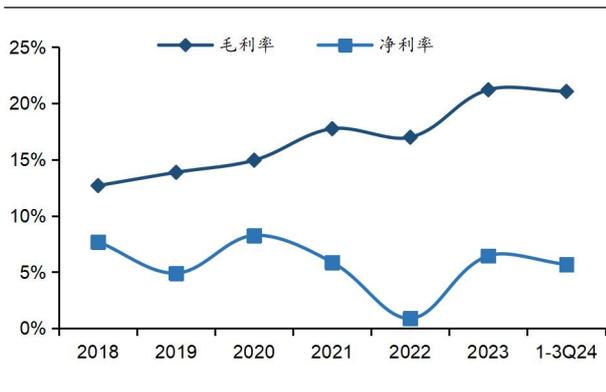


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率稳中有升，研发费用占比提升。从公司整体盈利能力看，公司近五年毛利

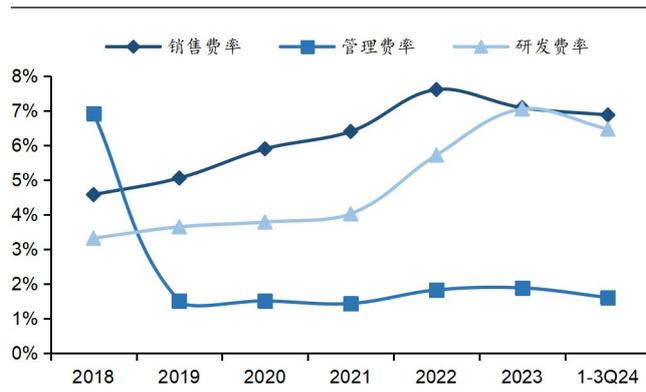
率呈现上升趋势,由 2018 年的 12.69%增长至 2023 年的 21.21%。净利率波动较大,2022 年公司净利率下滑至 0.89%,2023 年公司净利率回升至 6.45%。公司重视研发,2023 年研发费用率同比提升 1.33pct 至 7.05%。1-3Q24 公司研发支出 166 亿元,同比增长 21.9%。截至 2024 年 9 月 30 日,公司研发人员 20436 人,占员工总数的 48.6%。2018 年公司管理费用出现大幅增长,主要由于一次性的以股份为基础的薪酬以及行政部门扩张所致。

图8: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

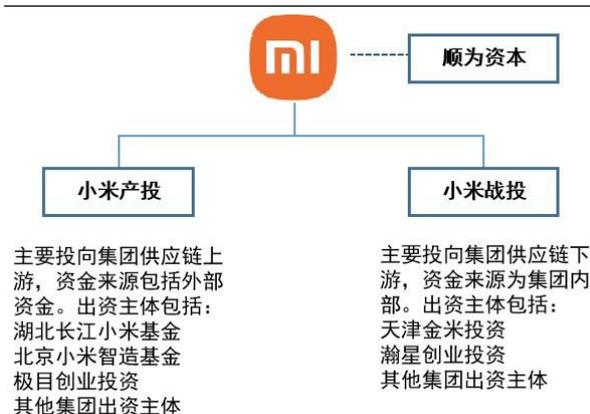
图9: 公司期间费用



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

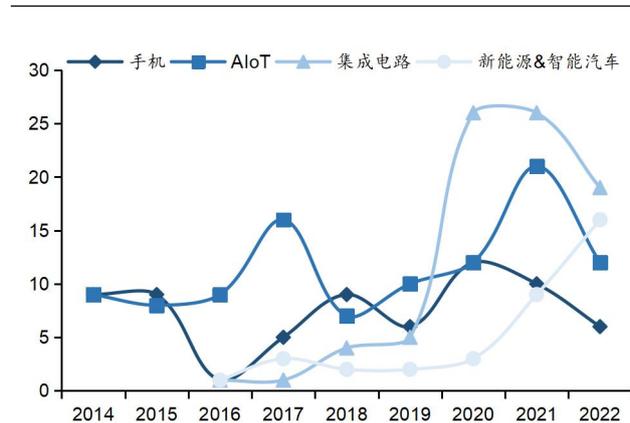
公司在对外投资方面聚焦智能电动汽车及集成电路方向。在投资方面,小米集团对外投资主要通过小米产投以及小米战投两个平台,其中小米产投主要投向集团供应链上游,小米战投主要投向集团供应链下游。据清科研究中心,2021-2022 年公司投资聚焦集成电路、新能源&智能汽车领域。在所持投资方面,截至 2024 年 9 月 30 日,公司共投资 430 家公司,总帐面价值 649 亿元,3Q24 公司自处置投资税后净收益 3 亿元。

图10: 公司对外投资模式概况



资料来源: 清科研究中心, 国信证券经济研究所整理

图11: 2014-2022 公司不同领域投资情况(披露投资案例数,起)



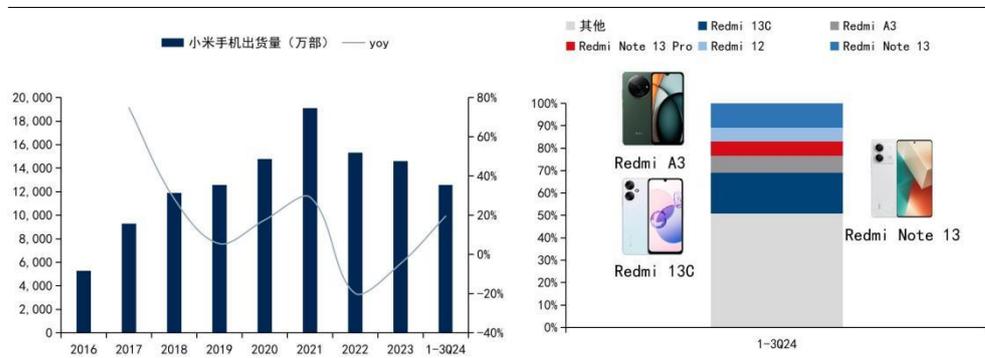
资料来源: 清科研究中心, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

推进智能手机高端化策略，AIoT 平台持续拓展

智能手机双品牌策略，持续推进产品高端化

智能手机业务是公司营收贡献最大的业务，近几年占公司总营收的 55% 以上。2011 年小米推出首款手机，目前小米已成为全球领先的智能手机品牌，智能手机出货量稳居全球前三位。公司在智能手机业务方面坚定执行双品牌策略，通过 Xiaomi 以及 Redmi 两个品牌推出智能手机产品。据 IDC 数据，1-3Q24 小米智能手机出货 1.26 亿部，同比增长 19.57%，分机型看 Redmi 13C、Redmi Note 13 以及 Redmi A3 是小米出货量前三位的机型，分别出货 2302、1357、948 万部。1-3Q24 公司智能手机业务营收 1404 亿元，同比增长 24.0%，占总营收的 54.7%。

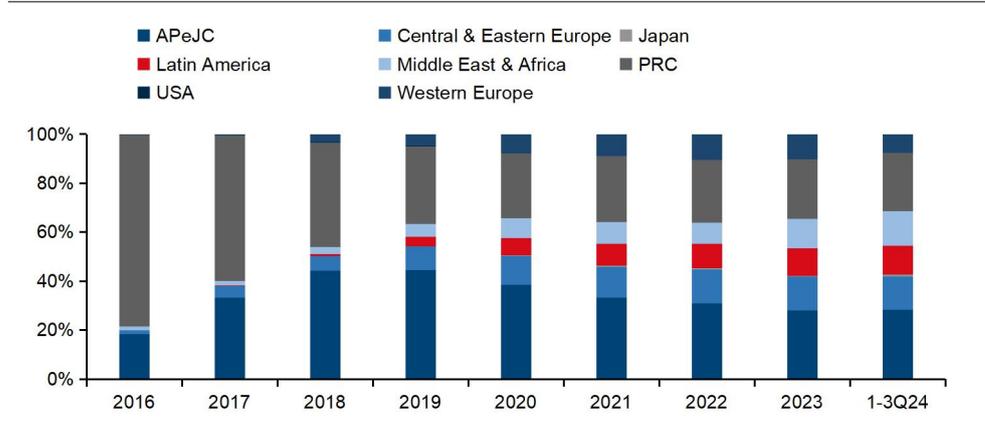
图12: 小米手机出货量及出货机型



资料来源：IDC、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司智能手机业务全球化发展。分地区看，公司销售区域逐步扩大，据 IDC 数据，2016 年小米智能手机主要销售地区为中国 78.27%、亚太地区（不包括日本和中国）18.43%，随着公司销售区域的拓展，目前公司在主要地区都有覆盖，1-3Q24 分地区占比前三位为亚太地区 28.22%、中国 23.66%、中东及非洲 14.15%。公司新兴国家市场份额持续增长，据 Canalsys 数据，3Q24 小米智能手机在全球市场份额达到 13.8%，位于第三位，公司智能手机市场份额在全球 52 个市场排名前三，在 69 个市场排名前五。

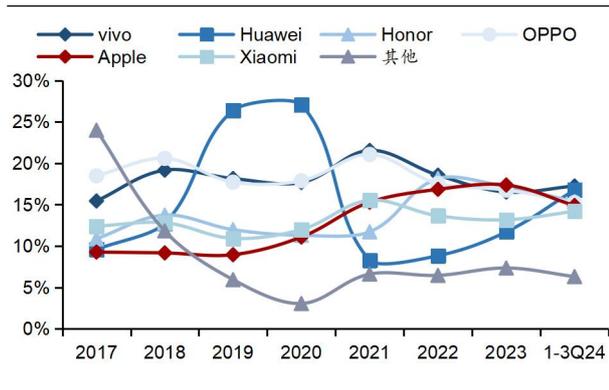
图13: 小米智能手机分区域占比



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

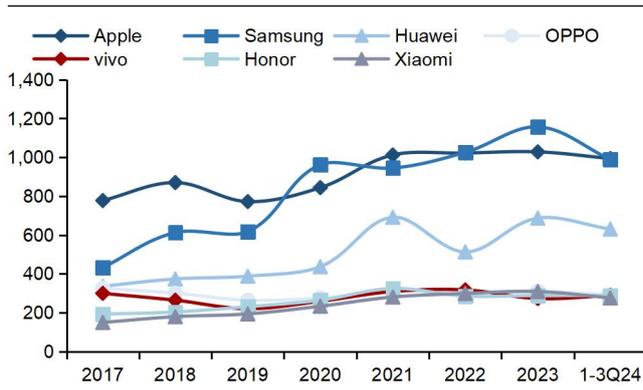
中国智能手机品牌市场份额趋于稳定，前五大品牌市场份额位于 14-18% 之间。据 IDC 数据，中国智能手机市场品牌的市场份额自 2022 年开始逐步趋于稳定，前六大品牌市场份额较为接近，1-3Q24 中国智能手机品牌市场份额前五名分别为 vivo、Huawei、Honor、OPPO、Apple，市场份额分别为 17.2%、16.8%、15.4%、15.3%、14.9%。其中小米市场份额由 2017 年的 12.4% 提升至 1-3Q24 的 14.2%。从中国市场智能手机 ASP 来看，公司手机仍有较大提价空间，苹果及三星的均价较高，1-3Q24 分别为 994、989 美元/部，Huawei 均价 630 美元/部，vivo、OPPO、Honor、Xiaomi 的均价接近，大致为 275-291 美元/部。

图14: 中国各品牌智能手机份额



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

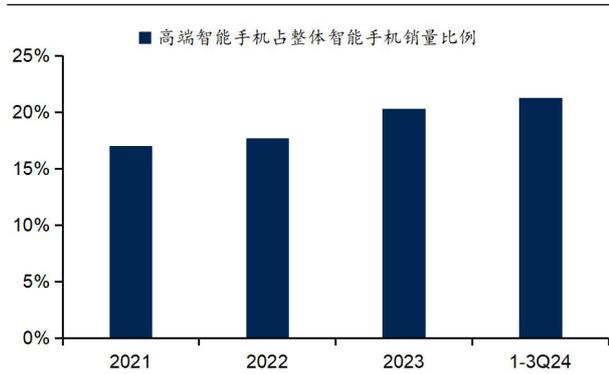
图15: 中国市场各品牌智能手机 ASP (美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

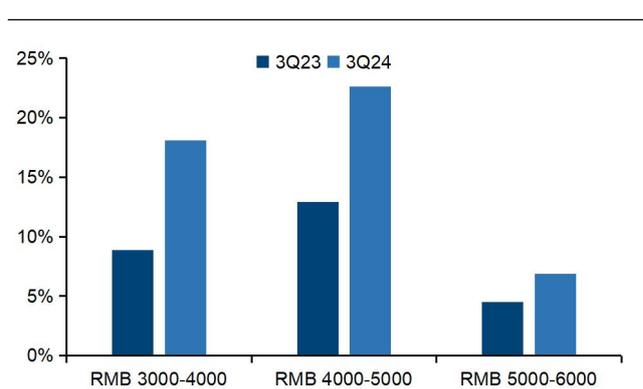
智能手机方面公司持续推进高端化策略。公司持续提升高端手机市场份额，在中国除港澳台地区高端智能手机占整体智能手机销量比例持续提升，由 2021 年的 17% 提升至 1-3Q24 的 21.3%。分价位段看，1-3Q24 3000-4000 元的手机占比同比提升 9.2pct 至 18.1%，4000-5000 元的手机占比同比提升 9.7pct 至 22.6%，5000-6000 元的手机占比同比提升 2.4pct 至 6.9%。

图16: 中国除港澳台地区高端智能手机在整体手机销量的占比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

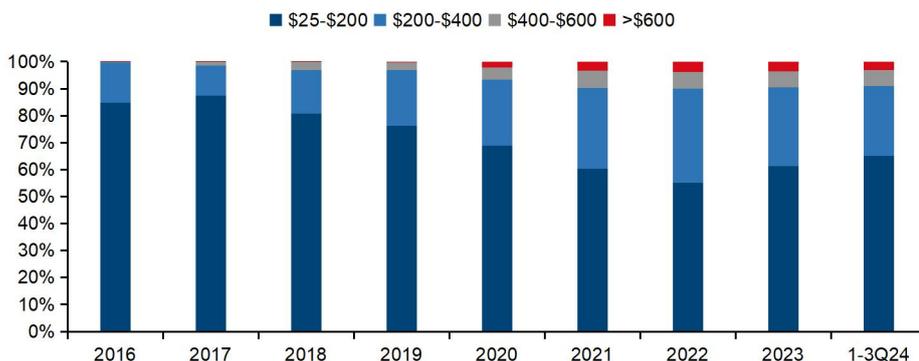
图17: 分价格段手机出货量占比 (中国除港澳台地区)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

注: 高端智能手机为零售价人民币 3000 元以上机型

图18: 小米手机销量分价格段占比



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

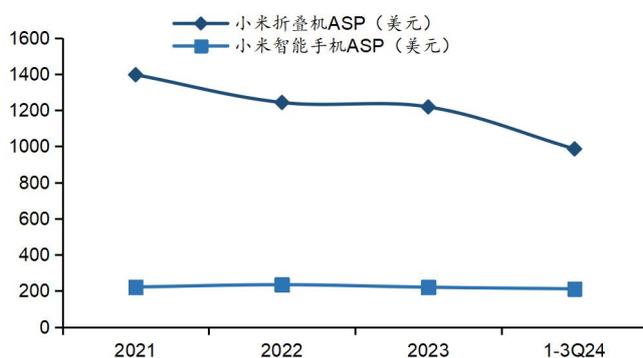
折叠、旗舰机型带动公司智能手机ASP提升。2021年小米发布首款折叠机型Xiaomi MIX FOLD, 采用内折设计和侧边指纹方案, 内屏尺寸8.01英寸。2024年7月小米发布新一代折叠机MIX FOLD 4以及首款小折叠屏手机Xiaomi MIX Flip, 小折叠屏手机采用翻盖设计, 据IDC数据, 1-3Q24小米MIX Flip、MIX Fold 4出货量分别为32.71、11.05万部, 1-3Q24小米折叠机型平均单价986美元/部, 显著高于小米智能手机平均单价212美元/部。

图19: 小米折叠机出货量 (万部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图20: 小米智能手机及折叠机ASP (美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

AI手机创新有望带来智能手机换机潮, 公司聚焦AI端侧大模型。AI浪潮下, 各品牌厂商开始陆续推出AI功能的高端手机, 支持生成式AI的手机对芯片算力及内存等元件的要求更高, 有望带动高端机市场的增长。IDC预计2024年AI智能手机将同比增长344%, 占整体手机市场18%的份额。公司持续发力端侧大模型, 聚焦大模型轻量化部署, 推进端云结合。在手机方面, 公司将AI大模型与小米澎湃OS深度融合, 提供实时字幕、文生图、AI写真等功能。

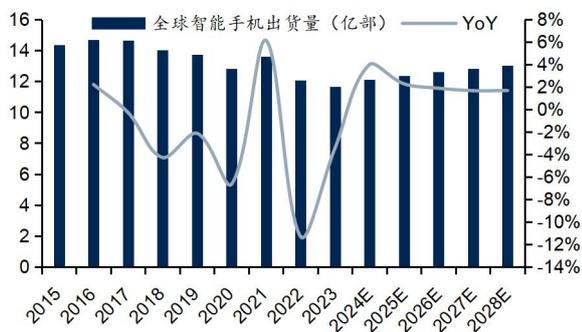
图21: 小米手机 AI 布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

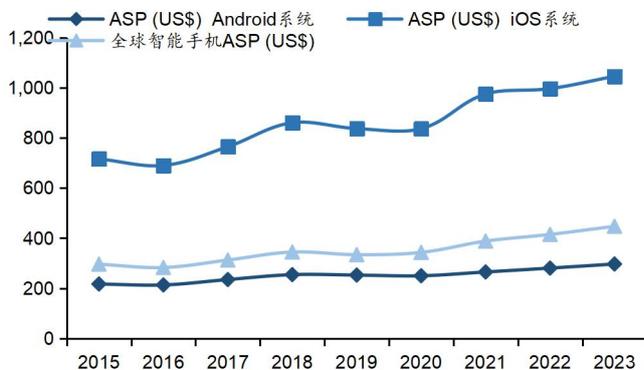
2024 年全球智能手机市场温和复苏。据 IDC, 2023 年全球智能手机出货量 11.64 亿部, 同比下滑 3.4%, 2024 年在 AI 手机换机潮带动下全球智能手机出货量将同比增长 4.0%至 12.11 亿部, 预计智能手机市场在 2024-2028 年保持温和增长。

图22: 全球智能手机出货量 (亿部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图23: 全球智能手机 ASP (美元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

广泛覆盖智能家居产品，AIoT 平台连接设备数量持续增长

小米集团自 2013 年开始布局 AIoT 的布局，最初的产品包括小米盒子、小米电视、路由器、移动电源等，2014 年推出小米智能手环和小米空气净化器。2016 年推出米家品牌，布局智能家居市场。2019 年小米应用手机+AIoT 双引擎战略，确立“1+4+N”业务布局，其中 1 是手机，4 是电视、笔记本电脑、智能家居、穿戴设备，N 是智能硬件产品。

图24: 小米 IoT 与生活消费产品



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

小米 AIoT 平台连接设备数量持续增长。3Q24 小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备（不包括智能手机、平板及笔记本电脑）数量达到 8.61 亿，同比增长 23.2%，拥有五件及以上连接至 AIoT 平台的设备用户数达到 1710 万，同比增长 24.9%。9 月米家 APP 月活跃用户数同比增长 19.2%至 1.0 亿，小爱同学的月活跃用户数同比增长 8.5%至 1.35 亿。

图25: 小米 AIoT 平台连接设备数量（百万）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

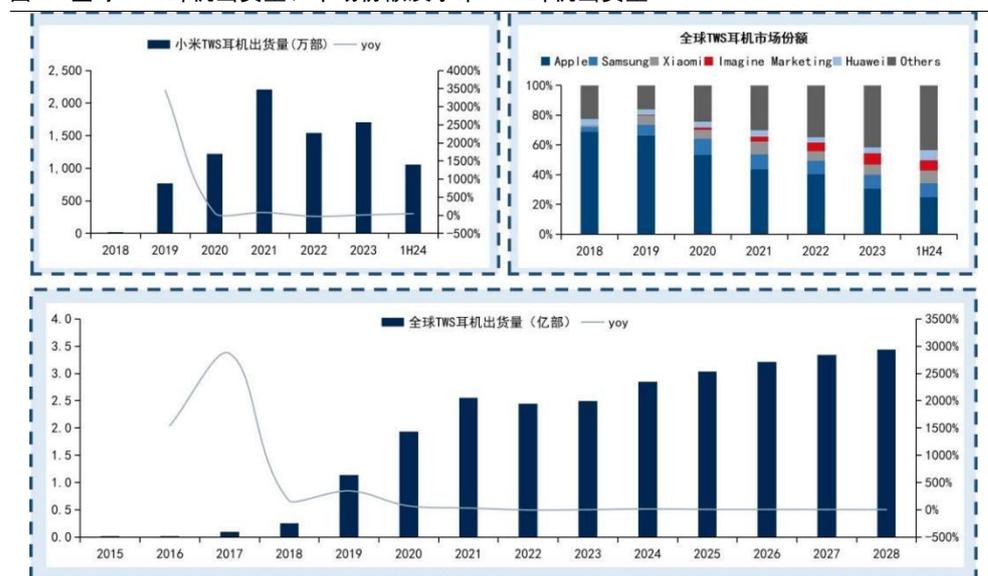
图26: 五件及以上连接至 AIoT 平台的设备用户数（百万）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司 TWS 耳机出货量位于全球第三位，1H24 公司 TWS 耳机出货量同比增长 47%。据 IDC 数据，1H24 公司 TWS 耳机出货量 1054 万部，同比增长 46.99%，公司在 TWS 耳机的市占率逐步提升，1H24 公司位于全球 TWS 耳机出货量第三位，市占率由 2018 年的 0.85% 提升至 1H24 的 8.51%。IDC 预计 2024-2028 年全球 TWS 耳机市场温和增长，CAGR 4.84%。

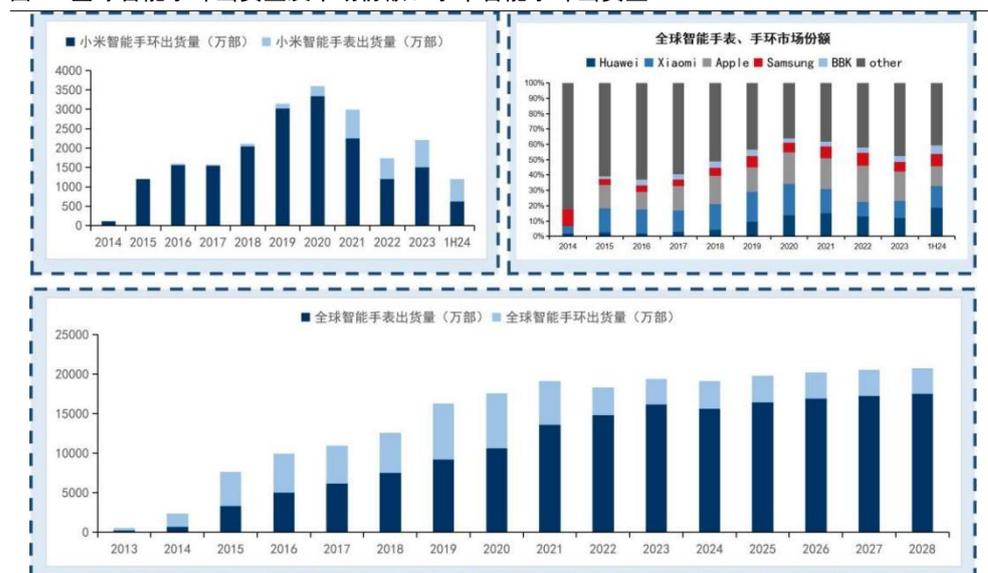
图27: 全球 TWS 耳机出货量、市场份额及小米 TWS 耳机出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

1H24 公司智能手表及智能手环总出货量同比增长，智能手表出货量增速较快。据 IDC 数据，1H24 公司智能手环及智能手表出货量 1197 万部，同比增长 26.8%；其中，公司 1H24 智能手环出货量 617 万部，同比下滑 6.86%，智能手表出货量 580 万部，同比增长 105.7%。IDC 预计 2024 年全球智能手环及智能手表市场出货量同比下滑 1.21% 至 1.91 亿部，整体市场在 2024-2028 年保持稳定。

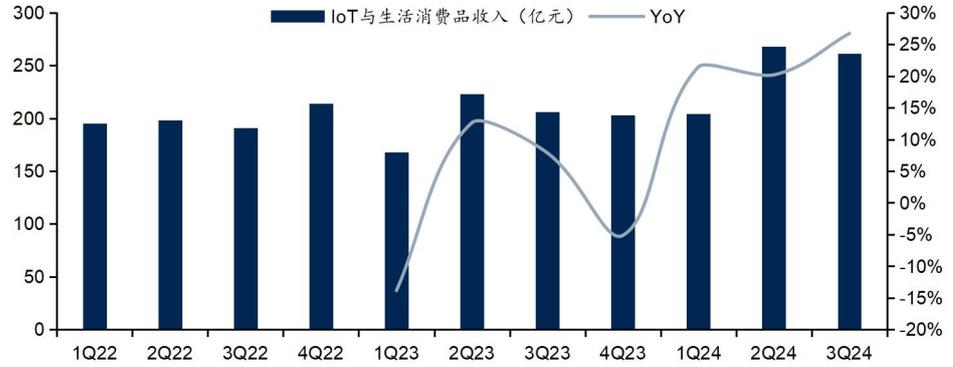
图28: 全球智能手环出货量及市场份额、小米智能手环出货量



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

公司 IoT 与生活消费品营收持续增长，毛利率逐步提升。3Q24 公司 IoT 与生活消费品营收 261 亿元，同比增长 26.3%；毛利率 20.8%，同比提升 2.9pct，创历史新高。3Q24 智能大家电强劲增长，空调出货量 170 万台，同比增长超 55%；冰箱出货量超 81 万台，同比增长超 20%；洗衣机出货量超 48 万台，同比增长超 50%。

图29: 公司 IoT 与生活消费品营收（亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

互联网业务用户规模稳定增长

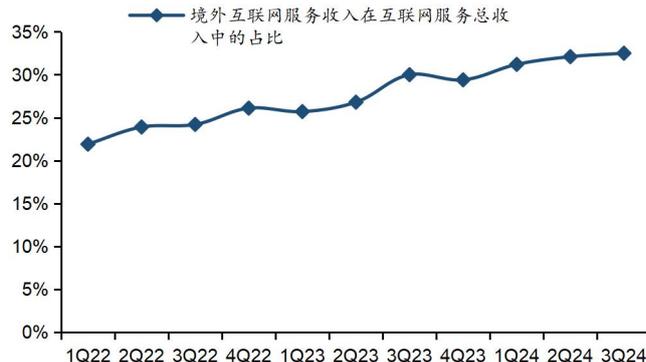
公司互联网业务分为广告、游戏、其他服务等，广告的收入占比最高。3Q24 公司互联网业务营收同比增长 9.1%至 85 亿元，创历史新高，毛利率同比提升 3.1pct 至 77.5%。其中，广告营收 62 亿元，同比增长 14.4%；游戏营收 11 亿元。境外互联网业务占比逐步提高，3Q24 境外互联网业务营收 27 亿元，同比增长 18.3%，创历史新高，占互联网服务总营收的 32.5%，同比提升 2.5pct。

图30: 公司互联网业务营收（十亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图31: 公司境外互联网业务占比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

用户规模持续扩大，全球及中国（除港澳台地区）月活跃用户数创历史新高。公司互联网业务月活跃用户（包含智能手机和平板）持续增长，3Q24 全球月活跃用户数 6.86 亿，同比增长 10.1%，中国除港澳台地区月活跃用户数 1.68 亿，同比增长 10.6%。

图32: 全球月活跃用户数（百万）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图33: 中国（除港澳台地区）月活跃用户数（百万）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

五大核心技术加持，电动汽车成为公司增长新动能

2021 年电动汽车业务立项，打造汽车超级工厂

2021 年公司董事会正式批准电动汽车业务立项，成立全资子公司负责智能电动汽车业务，首期投资 100 亿人民币，预计未来 10 年投资额 100 亿美元。小米汽车超级工厂位于北京经济技术开发区，占地面积 71.8 万平方米，包括研发试验基地、新能源车专属打造的六大车间、总长 2.5km 的测试跑道、小米汽车工厂店，集研发、生产、销售、体验于一体。公司持续扩张汽车销售网络，截至 2024 年 10 月 31 日，公司汽车销售门店 138 家，全国覆盖 38 个城市。

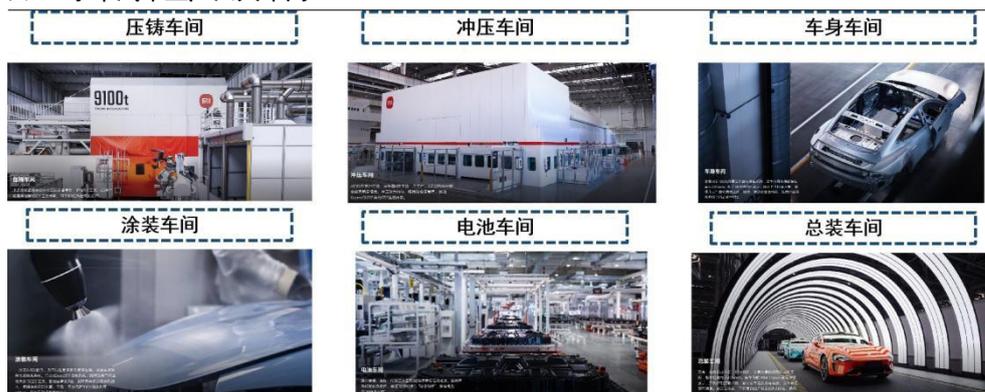
图 34: 小米汽车超级工厂



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

小米汽车工厂针对新能源领域专属打造六大车间，实现一体化压铸后地板+CTB 电池等关键器件自主生产。公司汽车工厂六大车间分别为压铸、冲压、车身、涂装、电池、总装车间。同时引入超过 700 个机器人，以先进的自动化生产实现高品质交付。

图 35: 小米汽车工厂六大车间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

五大核心技术支撑，Xiaomi SU7 展现不凡性能。公司电动车拥有五大核心技术，分别为超级电机、高压平台、超级大压铸、智能驾驶以及智能座舱。小米新能源汽车共三种车型，分别是 Xiaomi SU7、SU7 Pro、SU7 Max，售价分别为 21.59、24.59、29.99 万元。

表1: 小米车型参数对比

车型	SU7	SU7 Pro	SU7 Max
统一零售价 (元)	215900	245900	299900
CLTC 续航里程	700km	830km	800km
驱动模式	单电机后驱 5.28s 零百加速 峰值功率 220kw 峰值扭矩 400N·m	单电机后驱 5.7s 零百加速 峰值功率 220kw 峰值扭矩 400N·m	双电机四驱 2.78s 零百加速 峰值功率 495kw 峰值扭矩 838N·m
智能座舱	澎湃智能座舱 全车五屏联动 手车、车家互联 小爱语音大模型	澎湃智能座舱 全车五屏联动 手车、车家互联 小爱语音大模型	小米澎湃智能座舱 全车五屏联动 手车、车家互联 小爱语音大模型
智能驾驶	Xiaomi Pilot Pro 自适应巡航 车道居中 拨杆变道 智能泊车 高速领航 代客泊车	Xiaomi Pilot Max 自适应巡航 车道居中 拨杆变道 智能泊车 城市领航 高速领航 代客泊车	Xiaomi Pilot Max 自适应巡航 车道居中 拨杆变道 智能泊车 城市领航 高速领航 代客泊车
其他配置	10 扬声器豪华音响 19 英寸低风阻轮毂 前排座椅通风 全车座椅加热 前后通风盘刹车	10 扬声器豪华音响 19 英寸低风阻轮毂 前排座椅通风 全车座椅加热 前后通风盘刹车	25 扬声器豪华音响 19 英寸低风阻轮毂 前排座椅通风 全车座椅加热 主驾座椅主动侧翼支撑 前 Brembo 四活塞固定卡钳+通风 打孔盘刹车 后通风盘刹车 空气弹簧+CDC 可变阻尼悬架 电动尾翼 电动吸合门

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理和预测

公司最新发布会推出小米 SU7 Ultra 量产版, 是全球最快的四门量产车之一。2024 年 10 月小米 SU7 Ultra 量产版正式发布, 该车型集成小米巅峰性能、巅峰科技、巅峰驾驶于一身, 最大马力达到 1548 匹, 0-100km/h 加速为 1.98s, 设计最高时速 350km/h, 为全球四门量产车第一。预定开启 10 分钟该车型小订突破 3680 台。

图36: 小米 SU7 Ultra



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

核心技术加持下 Xiaomi SU7 展现不凡性能

电机是电动汽车的心脏，公司在电机电控领域已申请上百项专利。小米汽车搭载小米超级电机 V6，采用全新开发高强度硅钢材料。目前公司研发的小米超级电机 V6/V6s 实现 21000rpm 转速，小米超级电机 V8s 实现 27200rpm 转速，预计 2025 年上车；超级电机转子预研技术实验室预研实现 35000rpm。自 2021 年电动汽车立项以来，小米在电机电控领域不断研发创新，截至 2023 年底已申请 132 项专利，已授权 44 项，同时获得中国电工技术学会与国家新能源汽车创新中心颁布的国际领先认证。与行业内同价位段电动汽车对比，Xiaomi SU7 Max 电机功率为 495kW，特斯拉 Model 3 电机功率为 331kW，智界 S7 Max RS 电机功率为 365kW，处于行业领先水平。

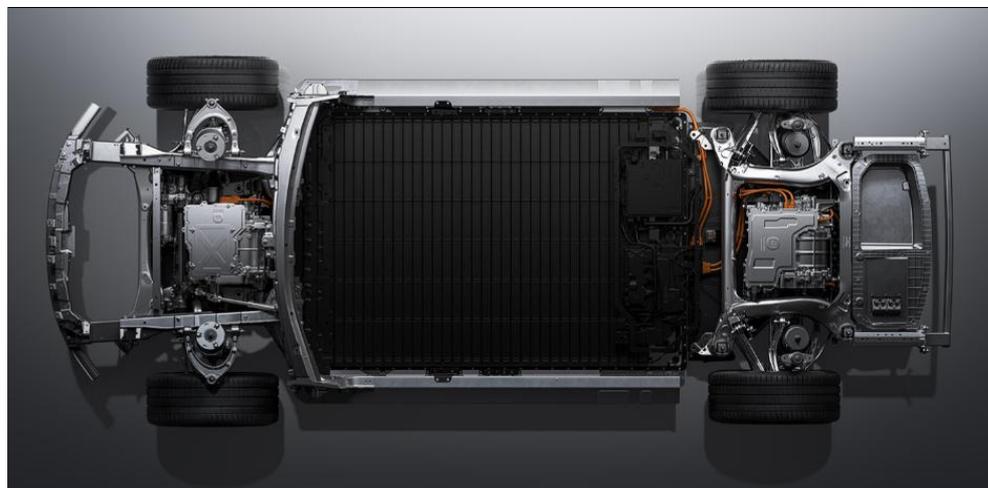
图37: 小米超级电机



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

在汽车电池方面公司采用碳化硅高压平台，自建电池包工厂保证性能及品质。小米汽车采用碳化硅高压平台，CTB 一体化电池技术，将电池上盖与车身地板合二为一，使得整车的安全结构更加完整，提升整车强度。其中，全域碳化硅超级 400V 高压平台 5 分钟充电 138km 续航，15 分钟充电 350km 续航，800V 高压平台 5 分钟充电 220km 续航，15 分钟充电 510km 续航。公司持续深耕电池技术研发，截至 2023 年底已申请 132 项自主专利，获得授权 65 项，同时自建电池包工厂，从源头保证电池性能及品质。

图38: 小米碳化硅高压平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

电动汽车注重电池安全，公司电池经过严格电池测试。据公司官网，公司在行业内首创电芯倒置技术（采用电芯倒置的首个量产车），泄压阀朝下，极端情况下快速向下释放能量，最大程度保证乘员舱安全。电池结构安全方面，公司采用三层顶部支撑、三层侧碰撞防护和 8 层底部结构防护。同时，公司电动汽车热失效安全标准超过行业平均水平，实现 55°C 高温，即使水冷系统不工作，也能确保无明火、无热蔓延发生。公司电池测试覆盖碰撞、挤压、火烧、水泡、过充等场景，超过 1050 项安全测试。

图39: 小米汽车电池结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表2: 小米汽车热失效参数

小米 CTB 一体化电池	55°C	水冷系统不工作	无明火、无热蔓延
行业标准	25°C 高温	水冷系统正常工作	无明火
国家标准	25°C 高温	水冷系统正常工作	5 分钟内无明火

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

与同价位段车型相比，Xiaomi SU7 Max 的 CLTC 续航里程为 800km，特斯拉 Model 3 全轮驱动版的 CLTC 续航里程为 713km，智界 S7 Max RS 的 CLTC 续航里程为 630km。在同价位段车型中处于领先地位。

表3: 电动汽车电池、性能对比

价格、尺寸、性能			
车型	小米 SU7 Max	Model 3 全轮驱动版	智界 S7 Max RS
指导价 (万元)	29.9	28.59	34.98
级别	中大型车	中大型车	中大型车
长宽高 (mm)	4997/1963/1440	4720/1848/1442	4971/1963/1461
轴距 (mm)	3000	2875	2950
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
电机功率 (kW)	495	331	365
最高车速 (km/h)	265	200	210
0-100km/h 加速 (s)	2.78	4.4	3.3
电池底盘			
车型	小米 SU7 Max	Model 3 全轮驱动版	智界 S7 Max RS
CLTC 续航里程 (km)	800	713	630
电池容量 (kWh)	101	78.4	82
充电架构	800V 快充	400V 快充	800V 快充
电池类型	三元锂	三元锂	三元锂+磷酸铁锂
电芯品牌	宁德时代	LG	宁德时代
驱动方式	双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱

资料来源:第一电动网、公司官网, 国信证券经济研究所整理

智驾搭配高算力芯片，软硬件深度协同

小米智能驾驶配备高算力芯片，软硬件深度协同。小米新能源汽车搭载全栈自研智能驾驶技术，分为 Xiaomi Pilot Pro 以及 Xiaomi Pilot Max。配置上 Xiaomi Pilot Max 比 Xiaomi Pilot Pro 多两颗后向角毫米波雷达，一颗激光雷达，同时将 Xiaomi Pilot Pro 的一颗 84TOPS 的 NVIDIA DRIVE Orin 芯片升级为两颗 508TOPS 的 NVIDIA DRIVE Orin 芯片。感知硬件方面配备激光雷达、高清摄像头等。小米智能辅助驾驶可实现自适应巡航、智能泊车辅助、遥控泊车辅助、车道居中辅助等，智驾增强功能可实现高速领航辅助、代客泊车以及城市领航。

图40: 小米智能驾驶



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

基于澎湃 OS 的智能座舱实现流畅的人车家生态座舱体验。小米汽车的智能座舱基于小米澎湃 OS，致力于打造以人为中心的人车家全生态座舱体验，实现中控屏、仪表屏、HUD 抬头显示、后排拓展屏五屏联动。车家互联可以实现在家中通过小爱音箱提前开启车内空调、座椅加热、除霜等，同时支持声纹认证，仅车主及授权用车人可以应用家中音箱控车；回家前接近小区时，回家场景也将自动激活；在车里也可以通过米家控制家中的智能设备，调用家中门铃等查看情况。

图41: 小米智能座舱



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司电动汽车在智能座舱及智能驾驶方面能力达到同价位段车型同等水平。公司推出的 Xiaomi SU7 Max 车型拥有较大的 16.1 英寸中控屏幕，搭配高通骁龙 8295 车机芯片，辅助驾驶级别达到 L2+，辅助驾驶芯片算力低于特斯拉 Model 3 的 720 TOPS，高于智界 S7 Max RS 的 200 TOPS。

表4: 智能座舱及智能驾驶车型对比

智能座舱、智能驾驶			
车型	小米 SU7 Max	Model 3 全轮驱动版	智界 S7 Max RS
中控屏尺寸	16.1 英寸	15.4 英寸	15.6 英寸
车机芯片	高通骁龙 8295	AMD Ryzen	未知
车机系统	澎湃 OS	特斯拉车载系统	鸿蒙 OS
辅助驾驶级别	L2+	L2+	L2+
辅助驾驶芯片	2 颗英伟达 Orin-X	HW4.0	华为 MDC
智驾芯片算力	508 TOPS	720 TOPS	200 TOPS
摄像头数量	11	7	11
毫米波雷达数量	3	无	3
激光雷达数量	1	无	1
智驾系统	Xiaomi Pilot	Autopilot	HUAWEI ADS

资料来源: 第一电动网、公司官网, 国信证券经济研究所整理和预测

新能源汽车渗透率不断提升，小米汽车出货顺利

全国新能源汽车持续渗透，2024年9月新能源汽车渗透率达到46%。据中汽协数据，2023年我国新能源汽车出货量949.5万辆，同比增长37.9%。根据中汽协数据，我国9月新能源汽车单月销量129万辆(YoY+42.3%, MoM+17.0%)，产量130.75万辆(YoY+48.7%, MoM+19.7%)，单月新能源车渗透率为45.8%。9月纯电动车销量77.54万辆(YoY+23.7%, MoM+20.0%)；插电混动销量51.16万辆(YoY+84.7%, MoM+12.9%)，占比为39.8%。

图42: 2020-2024年全国新能源汽车产销量情况(万辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图43: 全国新能源汽车市场销量(按动力, 万辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

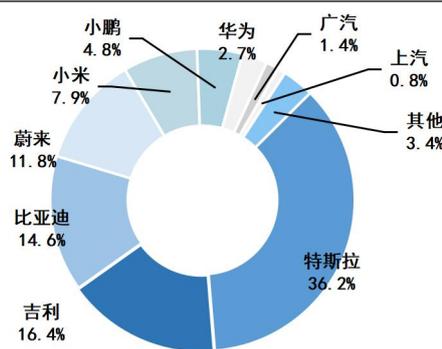
国内新能源汽车碳化硅车型占比持续提升。据NE时代数据，1-9月我国新能源上险乘用车中800V车型渗透率约9.61%，800V车型中碳化硅车型渗透率约为65%。9月单月800V车型的渗透率为9.42%，800V车型中碳化硅车型占比达74%，碳化硅车型数量持续增加，渗透率逐步提升。公司在2024年1-9月国内新能源上险乘用车的碳化硅车型市场中占有7.9%的份额。

图44: 23-24年新能源上险乘用车800V车型SiC MOSFET模块渗透率(%)



资料来源: NE时代, 国信证券经济研究所整理

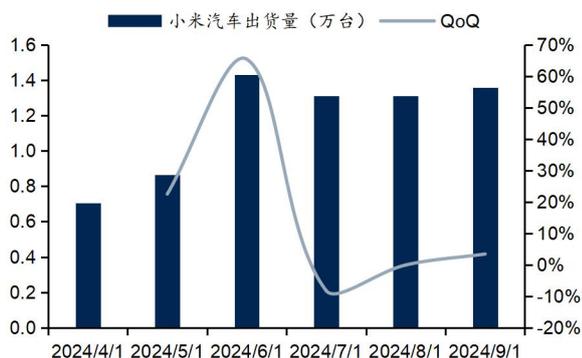
图45: 2024年1-9月我国新能源上险乘用车碳化硅车型车企分布(%)



资料来源: NE时代, 国信证券经济研究所整理

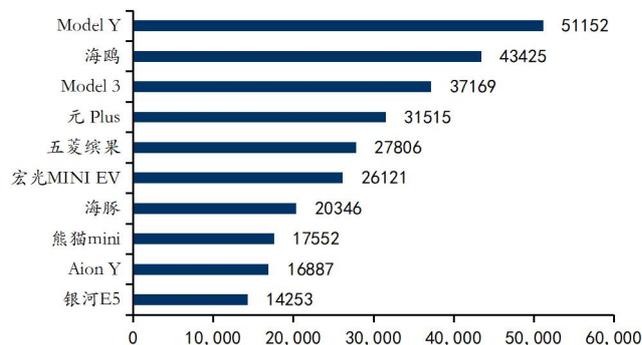
根据盖世汽车数据，小米汽车销量在2024年4-9月分别为0.71/0.86/1.43/1.31/1.31/1.36万辆。从车型销量看，特斯拉Model Y在9月销量5.1万辆位于第一位，海鸥销量4.3万辆位于第二位，特斯拉Model 3销量3.7万辆位于第三位。其中，小米SU7车型在9月出货量位于纯电动汽车出货量第十二位。

图46: 小米汽车出货量 (万台)



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

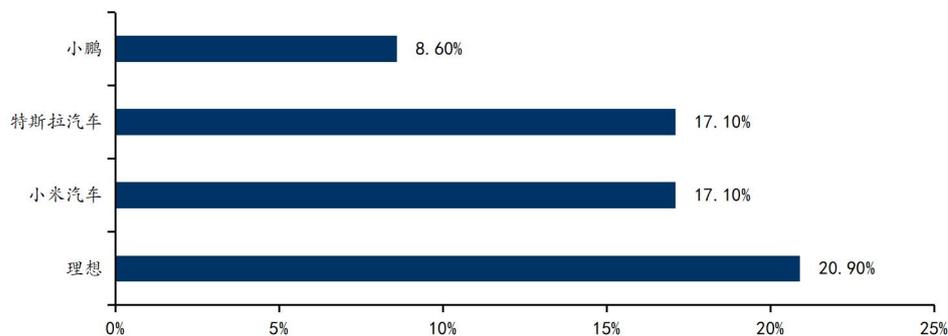
图47: 9月纯电动车车型销量前十



资料来源: 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理

公司智能汽车毛利率水平为行业中等偏上位置, 2024 全年出货量目标为 13 万辆。公司于 2024 正式开始交付小米 SU7, 产能持续爬坡, 第二季度共交付 27307 辆, 3Q24 共交付 39790 辆, 10 月公司单月新车交付量突破 2 万辆, 2024 年 11 月 13 日公司实现累计生产 10 万辆新车目标, 公司目标 2024 全年交付 13 万辆。3Q24 公司智能电动车等创新业务营收 97 亿元, 毛利率 17.1%, 智能电动车等创新业务经调整净亏损 15 亿元。对比同行业新能源汽车毛利率水平, 公司处于中等偏上水平。

图48: 3Q24 新能源车企毛利率



资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

智能手机业务：公司作为智能手机知名品牌，2023 年智能手机出货量位于全球第三位。随着 AI 应用带来的手机换机周期，以及高端化带动公司智能手机 ASP 逐步提升，预计公司 2024-2026 年智能手机业务营收为 1901/2099/2273 亿元，同比增长 20.74%/10.40%/8.30%；2024 年由于核心零部件价格上升以及竞争加剧导致公司智能手机业务毛利率在 2-3Q24 出现同比下滑，未来看好公司手机高端化带来的 ASP 提升，因此预计公司 2024-2026 年毛利率为 13.28%/13.81%/14.08%。

IoT 与生活消费产品业务：公司 AIoT 业务通过米家品牌布局智能家居市场，整体 AIoT 平台连接设备数量持续增长，米家 APP、小爱同学月活跃用户持续增加，智能大家电出货量强劲增长，预计公司 2024-2026 年 IoT 与生活消费产品业务营收为 976/1089/1176 亿元，同比增长 21.90%/11.50%/8.00%，毛利率为 19.92%/20.92%/22.38%。

互联网业务：公司互联网业务分为广告、游戏等，主要收入来自广告。3Q24 公司互联网业务营收同比增长 9.1%，创历史新高，同时境外互联网业务营收的占比逐步提高，用户规模持续扩大，预计公司 2024-2026 年互联网业务营收为 332/363/391 亿元，同比增长 10.35%/9.34%/7.67%，毛利率为 76.41%/76.41%/76.41%。

高科技电动汽车业务：公司自 2021 年对智能电动车项目立项，通过高强度研发投入，在五大核心技术加持下公司电动汽车在同价位段取得较好的性能优势，销售方面公司持续扩张汽车销售网络，截至 2024 年 10 月覆盖 38 个城市。同时新能源汽车市场不断扩大，新能源汽车渗透率逐步提升。预计公司 2024-2026 年高科技电动汽车业务营收为 296/589/956 亿元，2025-2026 年同比增长 98.32%/62.50%，毛利率为 16.50%/16.80%/17.00%。

表5: 公司业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能手机						
收入 (亿元)	2088.69	1672.17	1574.61	1901.23	2099.04	2273.25
增速	37.24%	-19.94%	-5.83%	20.74%	10.40%	8.30%
毛利率	11.90%	8.95%	14.59%	13.28%	13.81%	14.08%
IoT与生活消费产品						
收入 (亿元)	849.80	797.95	801.08	976.52	1088.82	1175.93
增速	26.06%	-6.10%	0.39%	21.90%	11.50%	8.00%
毛利率	13.05%	14.41%	16.33%	19.92%	20.92%	22.38%
互联网服务						
收入 (亿元)	282.12	283.21	301.07	332.23	363.26	391.13
增速	18.76%	0.39%	6.31%	10.35%	9.34%	7.67%
毛利率	74.07%	71.84%	74.18%	76.41%	76.41%	76.41%
智能电动汽车						
收入 (亿元)				296.76	588.53	956.36
增速					98.32%	62.50%
毛利率				16.50%	16.80%	17.00%
其他业务						
收入 (亿元)	62.48	47.11	32.94	36.23	39.85	43.84
增速	149.04%	-24.61%	-30.08%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.62%	16.19%	-27.82%	10.00%	10.00%	10.00%
合计						
总营收 (亿元)	3283.09	2800.44	2709.70	3542.97	4179.51	4840.50
增速	33.53%	-14.70%	-3.24%	30.75%	17.97%	15.82%
毛利率	17.75%	16.99%	21.21%	21.26%	21.49%	21.68%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2024-2026 年营收为 3543/4180/4841 亿元, 同比增长 30.75%/17.97%/15.82%, 毛利率为 21.26%/21.49%/21.68%。

未来 3 年业绩预测

表6: 未来 3 年盈利预测表 (亿元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2709.70	3542.97	4179.51	4840.50
营业成本	2134.94	2789.57	3281.49	3791.32
销售费用	192.27	244.06	269.05	305.34
管理费用及研发费用	242.49	336.50	386.58	438.81
财务费用	20.02	22.95	26.43	31.82
营业利润	164.91	210.93	279.04	339.14
利润总额	220.11	238.61	299.92	356.62
归属于母公司净利润	174.75	187.32	235.45	279.96
EPS	0.70	0.75	0.94	1.12
ROE	10.7%	10.3%	11.4%	12.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

由于公司智能电动汽车等创新业务相关的销售及推广开支以及公司与手机、AIoT 业务相关海外物流开支增加, 公司销售费用同比增长, 预计公司 2024-2026 年销售费用分别为 244/269/305 亿元; 由于智能电动汽车等创新业务相关研发开支增加, 预计公司 2024-2026 年管理费用及研发费用分别为 336/386/438 亿元。

按上述假设条件,我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 3543、4180、4841 亿元,归母净利润为 187/235/280 亿元,利润年增速分别为 7.2%/25.7%/18.9%。每股收益分别为 0.75/0.94/1.12 元。

盈利预测情景分析

表7: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	280,044	270,970	355,964	421,196	489,141
(+/-%)	-14.7%	-3.2%	31.4%	18.3%	16.1%
净利润(百万元)	2474	17475	24144	29893	35324
(+/-%)	-87.2%	606.3%	38.2%	23.8%	18.2%
摊薄 EPS	0.10	0.70	0.97	1.20	1.42
中性预测					
营业收入(百万元)	280,044	270,970	354,297	417,951	484,050
(+/-%)	-14.7%	-3.2%	30.8%	18.0%	15.8%
净利润(百万元)	2474	17475	18732	23545	27996
(+/-%)	-87.2%	606.3%	7.2%	25.7%	18.9%
摊薄 EPS(元)	0.10	0.70	0.75	0.94	1.12
悲观的预测					
营业收入(百万元)	280,044	270,970	352,631	414,718	478,994
(+/-%)	-14.7%	-3.2%	30.1%	17.6%	15.5%
净利润(百万元)	2474	17475	13426	17356	20889
(+/-%)	-87.2%	606.3%	-23.2%	29.3%	20.4%
摊薄 EPS	0.10	0.70	0.54	0.70	0.84
总股本(百万股)	24,963	24,963	24,963	24,963	24,963

资料来源:国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

相对估值：35.00–36.41 港币/股

由于公司当前业务主要分为消费电子类以及智能电动车类，因此我们采取分部估值的方法。我们选取同样从事消费电子、智能手机行业的苹果、传音控股，以及从事智能电动汽车业务的理想汽车、蔚来、小鹏汽车作为可比公司。

消费电子业务

苹果：公司主要从事智能手机、个人电脑、平板电脑、可穿戴设备及配件的设计、制造及销售。2023 年公司智能手机出货量 2.3 亿部，位于全球第一位。公司是智能手机行业的引领者，2024 年 6 月公司发布 Apple Intelligence 布局智能手机 AI 功能。

传音控股：公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营。主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机，包括功能机和智能机。销售区域主要集中在非洲、南亚、东南亚、中东和拉美等全球新兴市场国家。2023 年公司手机整体出货量约 1.94 亿部，在全球手机市场的占有率 14.0%，在全球手机品牌厂商中排名第三。

智能电动汽车业务

理想汽车：公司主要从事智能电动车的设计、研发、制造和销售。理想汽车于 2019 年 11 月开始量产。公司自主研发工作主要集中在其特有的增程系统，下一代电动汽车技术以及智能汽车解决方案，同时推出更多纯电动车和增程式电动车以扩展产品线，进而拓宽用户群体。2023 年公司获得中国市场 30 万元以上 SUV 销量冠军以及 30 万元以上的新能源汽车销量冠军。

蔚来：公司于 2014 年成立，主要从事智能电动汽车的设计、开发、制造和销售，推动辅助和智能驾驶、数字技术、电动动力系统和电池等下一代技术的创新。公司通过持续的技术突破及创新脱颖而出，如领先行业的换电技术、电池订阅服务（BaaS）以及自研的蔚来智能驾驶及订阅服务。2023 年公司共交付新能源汽车 16 万辆。

小鹏汽车：公司于 2015 年成立，主要从事智能电动汽车的设计、研发、生产和销售。公司以领先的软件和技术为核心，为智能辅助驾驶、智能互联、核心车辆系统带来创新。公司主要瞄准国内乘用车市场 15–40 万元的中高端市场。2023 年公司共交付汽车 14.2 万辆。

参考消费电子行业可比公司 Wind 一致预期下 2024 年平均 PE 27.67 倍，考虑到公司主营业务为智能手机，市场份额位于全球前列，参考智能手机头部厂商苹果以及重点聚焦非洲、南亚等新兴市场国家的手机品牌厂商传音控股，我们认为公司按 PE 26-27 倍来估值较合理，对应市值区间 7763 至 8062 亿元。

参考智能电动汽车可比公司 Wind 一致预期下 2024 年 PS 均值为 1.48 倍，考虑到公司 2024 年智能电动汽车业务开始交付，全年出货量目标为 13 万辆，参考新势力新能源汽车厂商理想汽车、蔚来、小鹏汽车，我们给予公司智能电动汽车 1.4-1.5 倍预期 PS，对应合理市值区间为 415-445 亿元。综合两个部分的估值，我们最终认为公司合理市值区间为 8179-8507 亿元，对应目标价 35.00-36.41 港币/股。

表8: 可比公司估值比较 (股价截至 2024 年 12 月 3 日)

代码	简称	股价 (原始货币)	EPS(原始货币)				CAGR (23-26E)	PE(倍)				PEG (2024E)	总市值 (亿原始货币)
			2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		
消费电子													
AAPL.O	苹果 (APPLE)	242.65	6.16	6.73	7.34	8.19	10.0%	39.39	36.04	36.04	29.62	3.61	36679
688036	传音控股	92.63	6.88	4.80	5.71	6.72	-0.8%	13.46	19.31	16.23	13.78	-25.03	1056
	平均		6.52	5.77	6.52	7.46	4.6%	26.43	27.67	26.13	21.70	-10.71	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司估值使用 Wind 一致预期

表9: 可比公司估值比较 (股价截至 2024 年 12 月 3 日)

代码	简称	市值 (亿原始货币)	营业收入(原始货币)				PS(倍)				股价 (原始货币)
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
智能电动汽车											
9866.HK	蔚来-SW	736.10	556.18	701.94	1,049.42	1,305.36	1.32	1.05	1.05	0.56	35.50
2015.HK	理想汽车-W	1,868.44	1,238.51	1,472.88	1,996.57	2,494.00	1.51	1.27	0.94	0.75	88.05
9868.HK	小鹏汽车-W	925.85	306.76	433.35	808.25	1,079.18	3.02	2.14	1.15	0.86	48.75
	平均		700.48	869.39	1,284.75	1,626.18	1.95	1.48	1.04	0.72	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司估值使用 Wind 一致预期

投资建议

我们看好公司在智能手机市场份额稳定, 在 AI 应用推动的换机潮下带来的出货量增长; 看好持续推进智能手机高端化带来的盈利能力提升; 看好公司 AIoT 智能家居领域布局全面, 用户数量持续提升; 看好公司智能电动汽车在同价位段拥有较好性能, 销售网点持续增加, 汽车交付顺利, 逐步完成公司人车家全生态布局带来的业绩增长。综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 35.00-36.41 港币/股之间, 相对于公司目前股价有 20%-25%溢价空间, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取相对估值方法得出公司的合理估值在 35.00-36.41 港币之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，加入了很多主观的判断：
- ◆ 1、可能由于对公司未来三年收入和利润增长估计偏乐观，导致未来三年 EPS 值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 2、我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE、PS 估值的方式得到公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。盈利预测的风险

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在智能手机市场份额稳定，在 AI 应用推动的换机潮下带来的出货量增长；看好持续推进智能手机高端化带来的盈利能力提升；看好公司 AIoT 智能家居领域布局全面，用户数量持续提升；看好公司智能电动汽车在同价位段拥有较好性能，销售网点持续增加，汽车交付顺利，逐步完成公司人车家全生态布局带来的业绩增长。预计 2024-2026 年公司归母净利润 187/235/280 亿元，同比增速分别为 7.2%/25.7%/18.9%。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

宏观经济波动风险。电子产品行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区经济发生衰退或宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响公司产品的需求，导致公司的营业收入等降低。

下游需求不及预期的风险：公司业务涉及智能手机、新能源汽车、可穿戴设备等领域，其中消费电子、新能源汽车等对公司业绩增长有较明显的拉动，存在相关市场需求不及预期导致公司盈利不及预期的风险。

行业竞争加剧：公司智能手机业务市场份额位于全球前列，布局全球市场，如果未来全球智能手机业务竞争加剧，公司将面临市场地位下滑，毛利率水平下降的风险。公司作为新能源汽车的新进入者，在核心技术以及品牌加持下取得较好的销售成绩，若未来新能源汽车行业竞争加剧，存在公司新能源汽车销量不及预期以及盈利水平下降的风险。

财务风险

汇率波动风险：公司的交易以功能货币美元计值及结算，公司集团附属公司主要在中国及印度等其他地区运营，面对若干货币敞口（主要与美元有关）引致的外汇风险。汇率大幅波动将会对公司经营业绩产生一定影响，存在对公司经营业绩造成不利影响的风险。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，公司产品主要为智能手机、智能电动汽车、可穿戴设备等，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。截至 2024 年 9 月 30 日，公司研发人员 20436 人，占员工总数的 48.6%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27607	33631	46428	64925	89033	营业收入	280044	270970	354297	417951	484050
应收款项	30372	32179	40431	49930	59692	营业成本	232467	213494	278957	328149	379132
存货净额	50438	44423	57229	67331	77786	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3957	4794	4781	5619	6409	销售费用	21323	19227	24406	26905	30534
流动资产合计	160415	199053	215486	255755	302229	管理费用及研发费用	22538	26659	33650	38658	43881
固定资产	9138	13721	18681	23758	28886	财务费用	1117	2002	2301	2654	3195
无形资产及其他	14995	18608	13956	9304	4652	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	4990	4799	4799	4799	4799	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	83970	88068	92211	96331	100463	其他收入	2159	6902	6104	6309	6594
资产总计	273507	324247	345132	389946	441028	营业利润	4757	16491	21088	27892	33901
短期借款及交易性金融负债	2151	6183	4620	4318	5041	营业外净收支	(823)	5520	2768	2088	1748
应付款项	55364	65585	70112	82489	95298	利润总额	3934	22011	23856	29980	35649
其他流动负债	32113	43819	39178	45867	52918	所得税费用	1431	4537	5129	6446	7665
流动负债合计	89628	115588	113911	132674	153256	少数股东损益	29	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	21493	21674	21674	21674	21674	归属于母公司净利润	2474	17475	18728	23536	27986
其他长期负债	18463	22724	26559	29074	31590	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	39957	44398	48233	50748	53264	净利润	2474	17475	18728	23536	27986
负债合计	129584	159986	162144	183423	206520	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	265	266	265	264	262	折旧摊销	3707	4836	6104	6309	6594
股东权益	143658	163995	182723	206259	234245	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	273507	324247	345132	389946	441028	财务费用	1117	2002	2301	2654	3195
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(13052)	29749	(17323)	1142	1368
每股收益	0.10	0.70	0.75	0.94	1.12	其它	29	(1)	(1)	(1)	(2)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(6842)	52060	7508	30985	35946
每股净资产	5.75	6.57	7.32	8.26	9.38	资本开支	0	(6985)	(6413)	(6733)	(7070)
ROIC	13%	40%	58%	57%	69%	其它投资现金流	19745	(35984)	17408	(1332)	(1359)
ROE	2%	11%	10%	11%	12%	投资活动现金流	15557	(47066)	6852	(12186)	(12561)
毛利率	17%	21%	21%	21%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	4%	5%	6%	6%	负债净变化	773	181	0	0	0
EBITDA Margin	3%	6%	7%	7%	8%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-15%	-3%	31%	18%	16%	其它融资现金流	(6167)	669	(1563)	(302)	722
净利润增长率	-87%	606%	7%	26%	19%	融资活动现金流	(4620)	1031	(1563)	(302)	722
资产负债率	47%	49%	47%	47%	47%	现金净变动	4096	6024	12797	18497	24108
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	23512	27607	33631	46428	64925
P/E	274.9	38.9	36.3	28.9	24.3	货币资金的期末余额	27607	33631	46428	64925	89033
P/B	4.7	4.1	3.7	3.3	2.9	企业自由现金流	0	36803	(4063)	19744	24836
EV/EBITDA	115	54	38	30	25	权益自由现金流	0	36063	(7432)	17358	23050

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032