

小米集团-W (01810.HK)

小米三年展望：造车以外，利润更值得期待

三年后的小米：手机登顶、汽车下线。小米是国内智能硬件佼佼者：1) 手机：小米 2021Q2 以约 17% 的市占率成为全球手机出货第二名。2) 物联网：截至 2021Q2 小米 AIoT 平台已连接 IoT 设备数达 3.75 亿台。3) 智能汽车：小米启动造车项目，也启动了其第三增长引擎。我们预计至 2024 年左右，小米有望达成手机市占率全球第一，也将实现其智能汽车的量产下线。

手机：目标全球第一，背后是互联网出海的广阔利润前景。在达成全球出货第二后，小米目标三年做到全球第一。国内，虽然小米短期面临激烈竞争，但其通过高端化、线下战略，致力提升产品力和渠道力。国际，凭借超强性价比和渠道力，小米 Q2 在印度、欧洲、东南亚等 22 个国家和地区市占排名第一，持续领先。我们预计，1) 今年小米手机出货量超 1.9 亿台，2) 长期小米全球市占率望达 20%。

手机的国际突进，有望促进境外互联网收入的提升。我们测算，Q2 小米境外互联网 ARPU 仅为国内的 1/14。我们预计，随着欧洲等更多地区广告、增值服务开展，境外互联网 ARPU 有望保持 30% 同比增长，境外互联网收入 CAGR 将超 60%、显著高于手机境外增速。我们预测，随着小米全球手机用户增长，2024 年 MIUI 保有量望达 9 亿，互联网收入 CAGR 达 28%、突破 600 亿元。

AIoT：业务结构变迁，或推动利润率持续上行。小米距离真正的“物联网”最近：1) 硬件设备够多：小米 AIoT 平台连接 IoT 设备数达 3.75 亿台，2) 智能中枢够强：通过手机、电视、小爱音箱，MIUI 用户达 4.54 亿。

小米 AIoT 业务呈现 1) 产品高端化、2) 销售国际化的趋势，这都将推动该业务毛利率提升。我们预测，至 2024 年小米 AIoT 收入超 1700 亿，其中，国际市场占比近 50%，毛利率有望从 2020 年的 12.8% 提升至 16.5%。

小米汽车：预期 2024 年量产下线。汽车电动化智能化趋势快速推进，未来几年智能电动车销售规模将倍于手机。我们认为，小米造车从零开始不等于毫无准备：1) 技术端：在智能座舱、自动驾驶等领域，小米进行了大量投资，拥有数百项专利。2) 销售端：小米作为世界 500 强，品牌力广受认可，数千家门店更为汽车销售做好铺垫。如果小米汽车按预期 2024 年实现量产，则有望成为公司第三大硬件增长引擎。

三年之约的同时，小米的利润化更值得期待。我们期待 1) 境外互联网提速、2) AIoT 业务结构变化，将集团毛利率由 2020 年 14.9% 提至 2024 年 19.7%、non-GAAP 净利润率由 5.3% 提至 7.3%，2024 年 non-GAAP 净利达 400 亿。

我们预测公司 2021-2024 年总收入分别为 3245/4022/4799/5570 亿元，同增 32%/24%/19%/16%，non-GAAP 净利润分别为 210/262/332/406 亿元，同增 61%/25%/27%/22%，利润 CAGR 约 25%。基于整体业务 25x 2022e P/E、投资总价值 745 亿元，我们给予小米 36 港元目标价，首次覆盖给予“买入”评级。当前估值尚不包含对小米汽车的预期，待其量产后有望成为小米集团新的估值驱动引擎。

风险提示：国内智能手机竞争加剧、AIoT 进展不及预期、海外市场政策风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	205,839	245,866	324,498	402,191	479,915
增长率 yoy (%)	17.7	19.4	32.0	23.9	19.3
Non-gaap 归母净利 (百万元)	11,532	13,006	20,983	26,172	33,204
增长率 yoy (%)	34.8	12.8	61.3	24.7	26.9
Non-gaap EPS (元/股)	0.47	0.53	0.85	1.06	1.35
净资产收益率 (%)	12.3	16.5	20.0	19.7	18.7
P/E (倍)	37.1	33.1	20.5	16.4	13.0
P/B (倍)	5.12	3.37	2.70	2.17	1.76

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 11 月 15 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	互联网软件与服务
11月15日收盘价(港元)	21.30
总市值(百万港元)	532,133.60
总股本(百万股)	24,982.80
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	77.83

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruoifei@gszq.com

研究助理 刘澜

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 《百度：十年一刻终量产，智能驾驶闪耀时》2021-6-20
- 《快手：放任生长之后，快手开始体系再造》2021-02-05
- 《微信视频号，敢为天下后》2021-01-18
- 《京东集团：破局再造，让去中心化流量星火燎原》2020-07-19
- 《哔哩哔哩：成功破圈只是开始，商业化决定高度》2020-01-15
- 《阿里巴巴 (BABA.N)：阿里的变量：决战五环外、博弈直播间》2019-08-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	137,539	176,283	235,102	295,634	366,406
现金	48,981	75,977	94,907	149,961	181,172
应收账款	6,949	10,161	12,421	15,568	17,829
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	19,837	16,182	31,356	27,563	42,743
存货	32,585	41,671	53,399	63,410	74,802
其他流动资产	29,187	32,293	43,019	39,132	49,861
非流动资产	46,090	77,397	77,766	78,557	79,533
长期投资	29,980	47,997	47,997	47,997	47,997
固定资产	6,992	6,306	8,372	10,186	11,777
无形资产	1,672	4,266	2,568	1,546	930
其他非流动资产	7,446	18,828	18,828	18,828	18,828
资产总计	183,629	253,680	312,868	374,191	445,939
流动负债	92,181	107,927	136,238	159,667	187,188
短期借款	12,837	6,962	7,262	7,562	7,862
应付账款	59,528	72,199	96,450	110,763	134,418
其他流动负债	19,816	28,766	32,526	41,342	44,908
非流动负债	9,791	21,739	21,739	21,739	21,739
长期借款	4,787	10,635	10,635	10,635	10,635
其他非流动负债	5,004	11,105	11,105	11,105	11,105
负债合计	101,972	129,666	157,977	181,406	208,927
少数股东权益	327	322	303	280	252
股本	0	0	0	0	0
资本公积	81,330	123,691	154,587	192,505	236,760
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	81,331	123,692	154,587	192,505	236,760
负债和股东权益	183,629	253,680	312,868	374,191	445,939

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23,810	21,879	24,824	63,199	40,627
净利润	12,163	21,633	36,109	44,384	51,802
折旧摊销	1,381	1,708	2,657	2,234	2,050
财务费用	-402	2,401	3,168	5,420	6,691
投资损失	-1,347	-11,813	0	0	0
营运资金变动	9,553	4,320	-11,878	17,651	-12,341
其他经营现金流	2,464	3,628	-5,232	-6,490	-7,575
投资活动现金流	-31,570	-17,679	-3,026	-3,026	-3,026
资本支出	-3,405	-3,026	-3,026	-3,026	-3,026
长期投资	659	-4,212	0	0	0
其他投资现金流	-28,824	-10,441	0	0	0
筹资活动现金流	3,121	26,216	-2,868	-5,120	-6,391
短期借款	6,619	-2,004	300	300	300
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3,398	0	0	0
其他筹资现金流	-3,498	24,822	-3,168	-5,420	-6,691
现金净增加额	-4,639	30,415	18,931	55,054	31,210

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	205,839	245,866	324,498	402,191	479,915
营业成本	177,285	209,114	267,726	328,946	389,220
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	10,378	14,539	20,186	26,025	31,054
管理费用	10,596	13,003	15,887	19,308	23,039
财务费用	-402	2,401	3,168	5,420	6,691
资产减值损失	-226	-372	3,232	4,396	4,396
公允价值变动收益	3,813	13,173	14,559	16,662	16,662
投资净收益	-672	1,381	-70	-105	-105
营业利润	10,897	20,991	35,253	43,446	50,864
营业外收入	1,266	643	856	938	938
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	12,163	21,633	36,109	44,384	51,802
所得税	2,060	1,321	5,232	6,490	7,575
净利润	10,103	20,313	30,877	37,894	44,227
少数股东损益	59	-43	-18	-24	-28
归属母公司净利润	10,044	20,356	30,895	37,918	44,255
non-gaap 归母净利	11,532	13,006	20,983	26,172	33,204
EPS (元/股)	0.47	0.53	0.85	1.06	1.35

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	17.7	19.4	32.0	23.9	19.3
营业利润 (%)	-16.7	92.6	67.9	23.2	17.1
归属母公司净利润 (%)	34.8	12.8	61.3	24.7	26.9
获利能力					
毛利率 (%)	13.9	14.9	17.5	18.2	18.9
净利率 (%)	4.9	8.3	9.5	9.4	9.2
ROE (%)	12.3	16.5	20.0	19.7	18.7
ROIC (%)	9.8	15.9	19.4	20.2	19.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.5	51.1	50.5	48.5	46.9
净负债比率 (%)	45.9	44.2	44.8	43.6	42.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	32.8	28.7	28.7	28.7	28.7
应付账款周转率	3.9	3.7	3.8	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.53	0.85	1.06	1.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.99	0.91	1.04	2.64	1.69
每股净资产 (最新摊薄)	3.41	5.17	6.46	8.04	9.88
估值比率					
P/E	37.1	33.1	20.5	16.4	13.0
P/B	5.1	3.4	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	39.5	35.0	21.7	17.4	13.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 15 日发行价

内容目录

1. 小米：智能硬件之火，生生不息	6
2. 手机：国内激战国际红，互联网出海释放变现	9
2.1 国内：战高端，拓渠道	9
2.1.1 产品：2020，冲击高端	9
2.1.2 渠道：2021，线上线下争夺战	10
2.2 国际：中国智造的扩张之路	13
2.2.1 产品：用超强性价比，驰骋赛场	13
2.2.2 渠道：合作运营商，握紧渠道密码	14
2.2.3 从第二到第一，有多远？	15
2.3 互联网变现：境外互联网，迎接变现释放期	16
3. AIoT：高端化、国际化、利润化	20
3.1 模式竞争力：硬核设备孵化器	20
3.1.1 小米华为模式 vs. 百度阿里模式：硬件扩张、还是平台赋能	20
3.1.2 从“物联”到“联网”，谁距离 AIoT 最近？	21
3.2 业务结构变化，利润率有望持续提升	23
4. 智能汽车：生生不息，小米奔向下一站	26
4.1 造车新势力，如果剩五家	28
4.2 小米造车，凭什么	28
4.2.1 技术布局：从零开始不等于毫无准备	29
4.2.2 品牌渠道：坚定走品牌向上路线	31
5. 盈利预测与估值	34
附录	37
风险提示	43

图表目录

图表 1: 小米发展历程.....	6
图表 2: 小米集团组织架构一览.....	7
图表 3: 小米手机全球市占率: 截至 21Q2.....	7
图表 4: 小米 AIoT 业务设备数: 截至 21Q2.....	7
图表 5: 小米集团收入: 亿元.....	8
图表 6: 小米集团毛利率: 按业务.....	8
图表 7: 小米积累了充足的现金储备.....	8
图表 8: 小米手机主要产品矩阵.....	9
图表 9: 小米高端手机全球出货量及占比.....	10
图表 10: 小米手机 ASP.....	10
图表 11: 小米手机毛利率.....	10
图表 12: 小米之家零售渠道: 改革后.....	11
图表 13: 小米之家加速开店.....	11
图表 14: 中国智能手机市场份额: 截至 2021Q3.....	12
图表 15: 国内在售手机价位带对比.....	12
图表 16: 小米智能手机海外市场核心来源.....	13
图表 17: Redmi 多款型号成为全球畅销手机型号.....	13
图表 18: 小米欧洲部分市场渠道布局概况.....	14
图表 19: 小米与部分欧洲运营商合作情况.....	14
图表 20: 全球智能手机市场份额.....	15
图表 21: 小米手机全球市占率: 假设及测算.....	16
图表 22: 公司互联网服务收入及增速.....	16
图表 23: 小米营销资源情况.....	17
图表 24: 小米游戏收入模式.....	17
图表 25: 小米 MIUI MAU: 大陆及境外.....	18
图表 26: 小米互联网服务单季度 ARPU: 大陆及境外.....	18
图表 27: 小米 MIUI 用户数预测: 2021Q3-2024Q4.....	18
图表 28: 小米互联网单季度 ARPU 预测: 2021Q3-2024Q4.....	18
图表 29: 小米互联网收入预测: 2021Q3-2024Q4.....	19
图表 30: 物联网模式: 平台赋能型.....	20
图表 31: 物联网模式: 硬件扩张型.....	21
图表 32: 各平台物联网生态规模比较.....	22
图表 33: 小米"1+4+X"物联网生态.....	22
图表 34: 华为"1+8+N"物联网生态.....	22
图表 35: 小米 AIoT 收入构成.....	23
图表 36: 小米部分 IoT 品类售价举例: 高端化趋势明显.....	24
图表 37: 小米 AIoT 收入: 境外增长显著.....	25
图表 38: 小米生态链公司毛利率-以九号公司为例: 境外 vs.境内.....	25
图表 39: 小米生态链公司毛利率-以石头科技为例: 境外 vs.境内.....	25
图表 40: 小米 AIoT 毛利率: 2019Q4-2021Q2.....	25
图表 41: 小米 AIoT 毛利率预测: 2021Q3-2024Q4.....	25
图表 42: 雷军宣布小米进军智能电动汽车: 为小米汽车而战.....	26
图表 43: 汽车电动化趋势倍速提升.....	26
图表 44: 汽车智能化趋势: 2021 年, 智能驾驶进入大规模量产元年.....	27

图表 45: 庞大机遇: 未来, 智能汽车赛道规模数倍于手机.....	27
图表 46: 造车新势力月度销量一览: 截至 2021 年 9 月.....	28
图表 47: 小米智能座舱: 相关产品、投资、专利.....	29
图表 48: 小米自动驾驶: 相关投资、专利.....	30
图表 49: 雷军: 具有企业家号召力和极客气质.....	32
图表 50: 小米: 世界 500 强.....	32
图表 51: 小米之家门店.....	32
图表 52: 小米线下门店数.....	32
图表 53: 造车新势力量产大事记.....	32
图表 54: 小米集团财务预测: 年度.....	34
图表 55: 小米集团财务预测: 季度.....	35
图表 56: 重点可比公司估值表.....	36
图表 57: 手机产品线: 小米品牌.....	37
图表 58: 手机产品线: Redmi 品牌.....	38
图表 59: 小米长江产业基金主要对外投资企业一览.....	39
图表 60: 小米生态链主要公司相关信息.....	41
图表 61: 小米生态链: 以品牌、技术、渠道为核心, 为生态链企业提供多方位支持.....	42

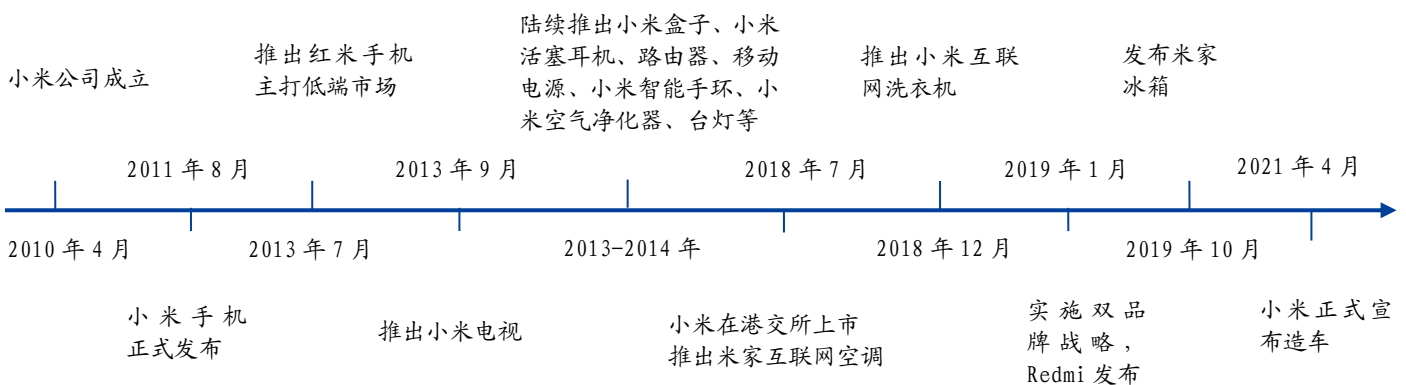
1. 小米：智能硬件之火，生生不息

2010年4月6日，一锅小米粥开启了小米的智能制造之路。2011年8月，小米正式发布第一款小米手机“小米1”，依靠当时顶级的处理器及内存配置和具性价比的价格风靡市场，2012年小米手机销量已达719万。2013年7月，公司推出红米手机主打低端市场。2014年，IDC数据显示公司在国内出货量份额12.5%位列第一，成为中国最大的智能手机厂商。截至目前，公司是全球第二大智能手机厂商，2021Q2的全球市场出货量份额达到17%。

2013年，小米开始布局物联网业务，产品延伸至智能硬件及生活消费领域，陆续推出小米盒子、小米活塞耳机、小米电视、路由器、移动电源等智能设备，开始布局扩张产品矩阵。2014年则陆续推出小米智能手环、小米空气净化器、台灯等产品。2018年以来，公司推出互联网空调、洗衣机等家电产品，逐步从黑电向白电领域扩张。2017年11月，公司成为全球最大的智能硬件AIoT平台；截至2021Q2，公司AIoT平台已连接的IoT设备（不包括智能手机及笔记本电脑）数达到3.75亿。

2021年，小米官宣进军造车领域，董事长雷军亲自带队，压上人生“所有积累的战绩和声誉，为小米汽车而战”。

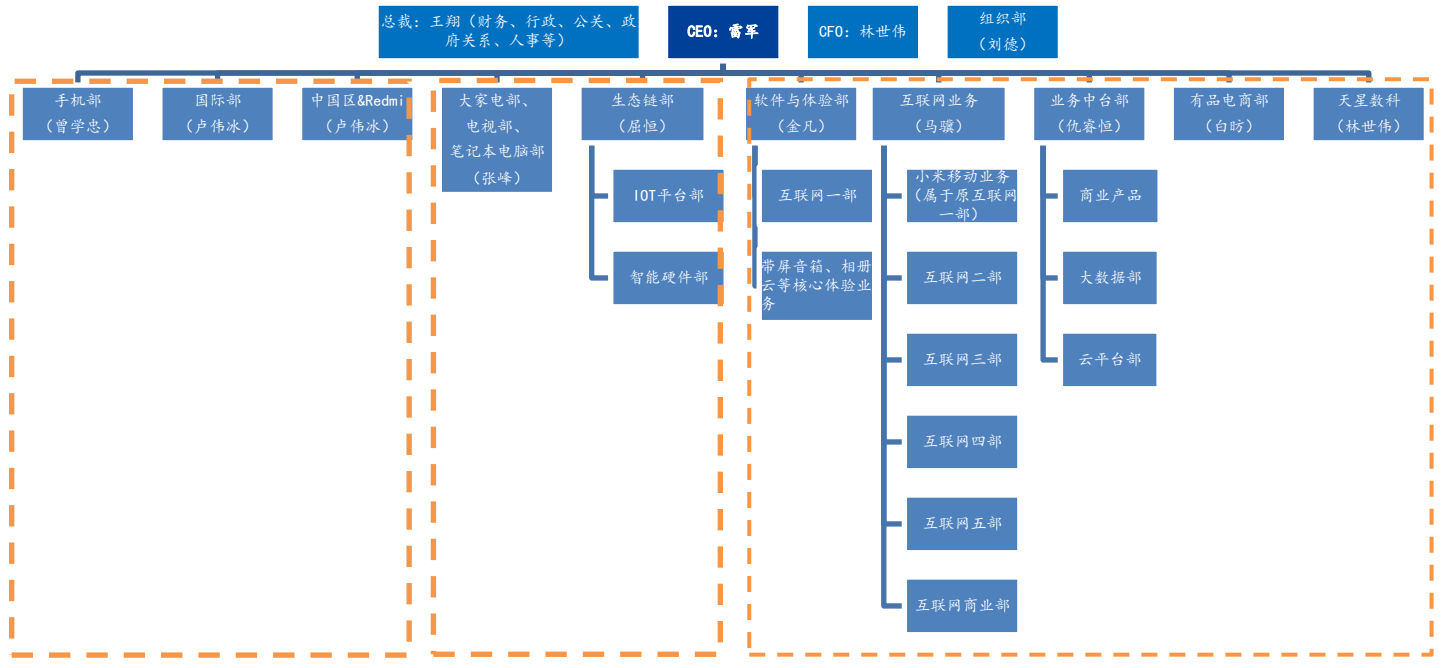
图表1：小米发展历程



资料来源：公司公告、官网、搜狐、新浪、36氪等，国盛证券研究所

小米强调“手机×AIoT”的智能硬件战略。2020年8月，在小米十周年之际，雷军将下一个十年小米的核心战略将升级为“手机×AIoT”。2020年12月，小米新成立三个互联网一级部门，分别为软件与体验部、互联网业务部、业务中台部，部门总经理分别是金凡、马骥、仇睿恒，均向CEO雷军汇报。其中软件与体验部为新设，希望能进一步提升手机及其他核心设备的互联互通能力及整体体验，完善长期可持续的高效商业模式，加强集团的数字化能力建设，加速“手机×AIoT”战略的推进。

图表 2: 小米集团组织架构一览

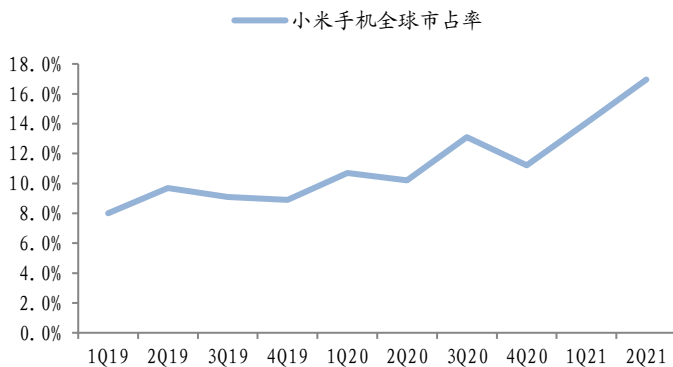


资料来源: 公司公告、搜狐、晚点等, 国盛证券研究所

围绕“手机 xAIoT”战略, 近年来的小米在手机、物联网及消费硬件领域进展迅速:

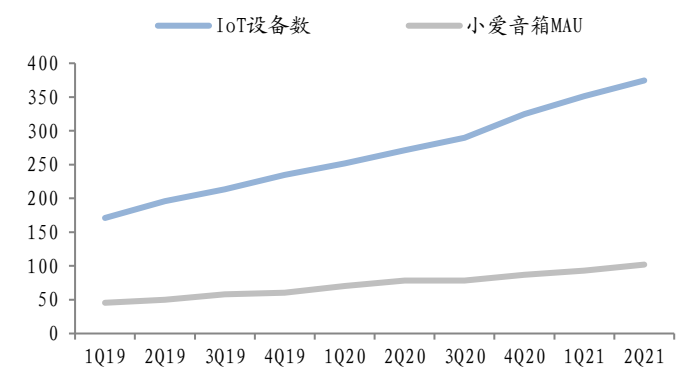
- 1) 手机: 小米 2021Q2 以 17% 的出货量市占率成为全球手机出货第二名, 并在欧洲、东南亚等多个地区登上第一。小米目标在三年左右时间实现全球市占率第一。
- 2) 物联网: 截至 2021Q2, 小米 AIoT 平台已连接的 IoT 设备数达 3.75 亿台, 语音智能助手“小爱同学”的 MAU 首次超过 1 亿至 1.02 亿。

图表 3: 小米手机全球市占率: 截至 21Q2



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

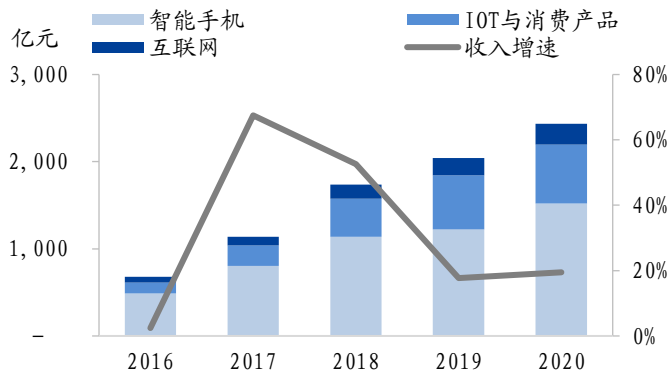
图表 4: 小米 AIoT 业务设备数: 截至 21Q2



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

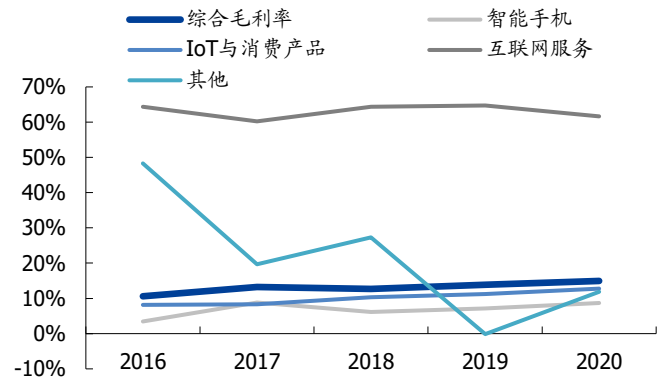
随着智能手机、IoT 及消费产品、互联网业务三大业务的高歌猛进, 小米财务收入和利润也实现了快速增长。公司收入规模从 2017 年的 1146 亿增长至 2020 年的 2459 亿, 其中智能手机、IoT 及消费产品、互联网三大业务收入 CAGR 各约 24%、42%、34%。公司调整后归母净利润从 2017 年的 54 亿增长至 2020 年的 130 亿, 三年复合增速达到 34%。

图表 5: 小米集团收入: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 小米集团毛利率: 按业务



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

小米在 2021 年 3 月提出造车时宣布, 未来 10 年会为小米汽车投入 100 亿美金。支撑这一底气的, 是小米多年积累的充足资金实力。截至 2020 年底, 小米账上现金余额约 1080 亿人民币。持续的迭代积累为小米的智能汽车之战提供了充足的子弹。雷军表示, 小米汽车预计在 2024 年上半年量产下线。

图表 7: 小米积累了充足的现金储备



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们认为, 未来三年将不仅是小米迎接智能汽车量产的三年, 更是小米在手机和 AIoT 业务逐渐成熟之后, 其互联网和生态链产品利润逐步释放的三年:

- 1) 互联网: 随着境外互联网业务扩张, 境外互联网 ARPU 及收入都有望显著提升,
- 2) AIoT: 随着 AIoT 业务的高端化和国际化, 该业务毛利率有望持续增长。

而这些有望共同推动小米集团未来几年利润显著释放。

2. 手机：国内激战国际红，互联网出海释放变现

2020年到2021年对于小米来说是重要的拐点。这不仅是小米从第一个十年到第二个十年的过渡，也是小米把握产业格局机会、冲击高端品牌、广铺线下渠道、迈向全球第二的拐点：













- 1) 格局端：华为在产业格局上为其他手机厂商留出了空间。
- 2) 产品端：小米通过高端产品发布，加速产品升级的征程。
- 3) 渠道端：小米在国内加强线下门店布局，在国际加强运营商渠道合作。

2.1 国内：战高端，拓渠道

2.1.1 产品：2020，冲击高端

2020年以来，小米集团旗下的小米品牌（包括数字系列、MIX系列、Civi系列）和Redmi品牌（包括Redmi数字系列、Note系列、K系列等）均加速了冲击高端之路。

图表8：小米手机主要产品矩阵

小米:	 Xiaomi Civi 2599元起	 Xiaomi MIX 4 4199元起	 Xiaomi MIX FOLD 7499元起	 Xiaomi 11 Ultra 5499元起	 Xiaomi 11 Pro 3999元起	 Xiaomi 11 青春版 1999元起
Redmi:	 Redmi Note 11 Pro系列 1799元起	 Redmi Note 11 5G 1199元起	 Redmi Note 10 Pro 1499元起	 Redmi Note 10 5G 1099元起	 K40 游戏增强版 1899元起	 K40 Pro 系列 2499元起

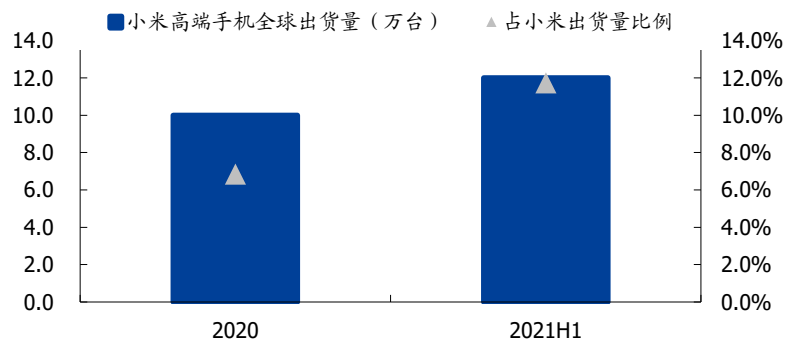
资料来源：小米商城，国盛证券研究所

2020年2月小米推出第一款高端手机小米10，定价3999元起。这是小米数字系列第一款基础定价超3000元的手机。2020年8月小米推出小米10至尊纪念版，小米10T系列9月起在海外发布，2021年3月推出小米10S。根据雷军2021年度演讲，截至2021年8月10日，小米10系列卖出577万台，小米10S还在持续热销中。2020年12月小米推出新款高端产品小米11，2021年3月推出小米11Pro、小米11Ultra、小米MIX FOLD，2021年8月推出小米MIX4，高端产品矩阵快速扩充。2021年9月，小米推出针对年轻人的全新潮流系列Civi系列。

同时，Redmi系列产品也开始崛起，2021年2月Redmi K40系列推出，售价1999元起，较Redmi K30系列1599元起实现提价。低端产品中，2020年11月Redmi Note9系列发布，2021年5月Redmi Note10系列发布，2021年10月Redmi Note11系列发布。

根据小米财报，小米大陆定价 3000 元以上或境外定价 300 欧元以上的高端手机，2020 年销售超过 1000 万台，2021H1 则超过 1200 万台，占小米手机出货量的比重由 6.8% 提升至 11.7%。

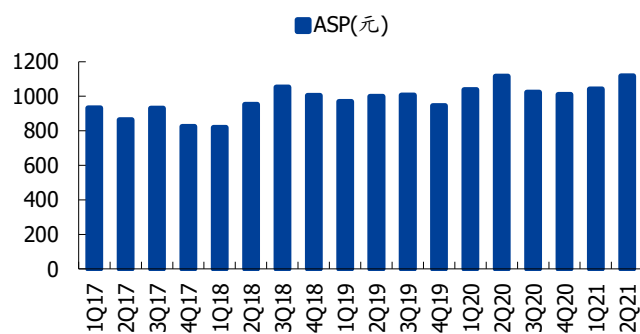
图表 9: 小米高端手机全球出货量及占比



资料来源: 公司公告, 小米高端手机指大陆定价 3000 元以上或境外定价 300 欧元以上, 国盛证券研究所

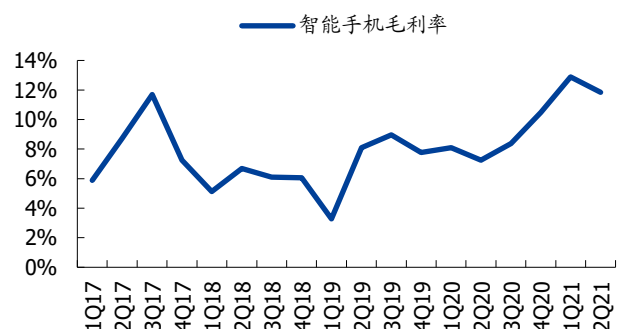
高端机型的销售增加推动了小米手机的 ASP 和毛利率提升。2021Q2 小米 ASP 为 1117 元, 环比增长 7%。Q2 产品结构升级推动手机毛利率由去年同期 7.2% 大幅提升至 11.8%。我们认为, 高端化战略的成功未来将持续有效提升手机业务利润率。

图表 10: 小米手机 ASP



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 小米手机毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1.2 渠道: 2021, 线上线下争夺战

线下是手机销售的重要渠道。根据小米中国区总裁卢伟冰介绍, 目前中国手机行业, 线上/线下销售分别占 30%/70%。其中, 线下市场中, 城市市场占比 55%、县乡市场占比 45%。

而目前, 小米销售结构约为线上、线下占 70%/30%, 在线上的市占率约为 38%、线下的市占率仅为 7%。相比之下, 竞品们在线下渠道的布局都显得尤为强势: 新荣耀在 2020 年 12 月线下经销商会议上提出, 2021 年将开 3 万家终端店。信息时报 2020 年 11 月报道, OPPO 国内已有 20 万售卖点, VIVO 也约在 20 万家左右。

2020 年 11 月起, 小米开始进行零售渠道改革, 将原来所有小米线下门店——小米之家 (直营店)、专卖店、授权店、专营店的统一均更名为小米之家, 新的体系由直营店和经销商合作门店 (专卖店、授权店) 组成。合作店中, 一二三线城市主要采取专卖店模式、县镇主要采取授权店模式, 形成“统一标识、统一设计、统一陈列和统一服务”, 保证

高效率 and 强管理。

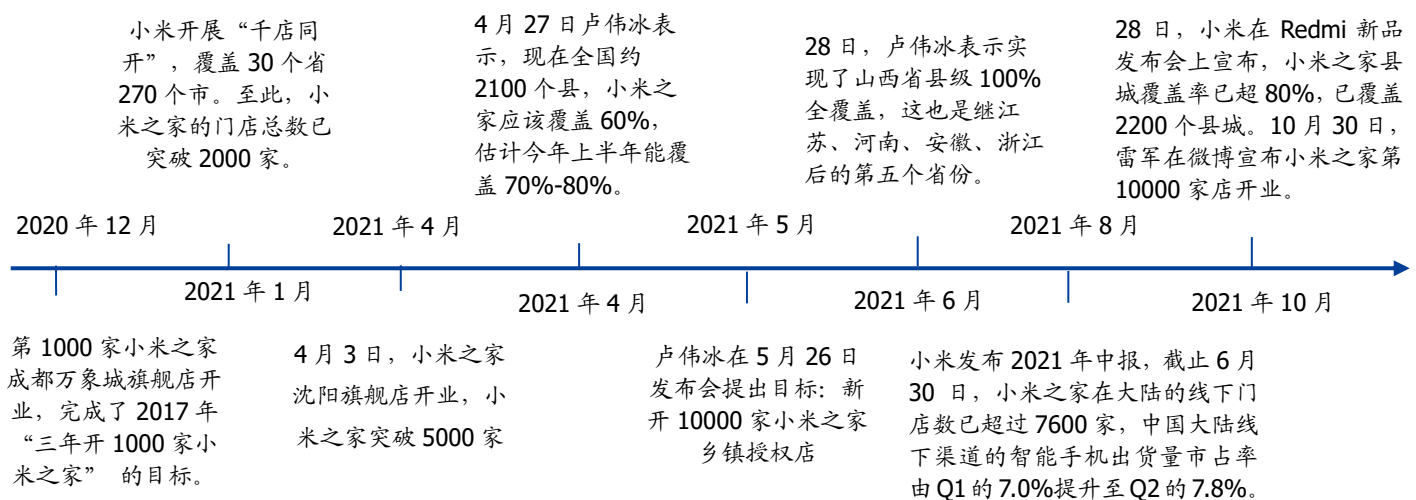
图表 12: 小米之家零售渠道: 改革后

改革后（所有小米线下门店均更名为小米之家）	
直营店	小米直营店
合作店	专卖店 一二三线城市主要采取专卖店模式
	授权店 县镇主要采取授权店模式

资料来源: 第一财经等, 国盛证券研究所

2021年1月, 小米开展“千店同开”, 覆盖30个省270个市。4月3日, 小米之家突破5000家。4月27日晚 Redmi 发布会后, 卢伟冰接受采访时表示“现在全国约2100个县, 小米之家覆盖了60%, 估计今年上半年能覆盖70%-80%。”卢伟冰在5月26日发布会提出新开10000家小米之家乡镇授权店的目标, 同时表示, 以线上线下融合模式, 让小米新零售下沉到乡镇市场, 在到店服务、购物便利和电商价格上全方位服务乡镇用户。6月28日, 卢伟冰表示已实现山西省县级100%全覆盖, 此前已实现江苏、河南、安徽、浙江省的全覆盖。小米2021年中报显示截止2021年6月30日, 小米之家在大陆的线下门店数已经超过7600家, 在中国大陆线下渠道的智能手机出货量市占率由2021Q1的7.0%提升至2021Q2的7.8%。10月28日, 小米集团在Redmi新品发布会上宣布, 小米之家县城覆盖率已超80%, 已覆盖2200个县城。10月30日, CEO雷军在微博宣布小米之家第10000家店开业。

图表 13: 小米之家加速开店



资料来源: 公司公告、公司官网等, 国盛证券研究所

在线下扩张中, 小米的优劣势很明显:

- 1) 劣势: 毛利不够高, 渠道商利润薄。
- 2) 优势: i) 生态链产品吸引客流, ii) 着力实现高周转, 帮渠道商舒缓库存压力。

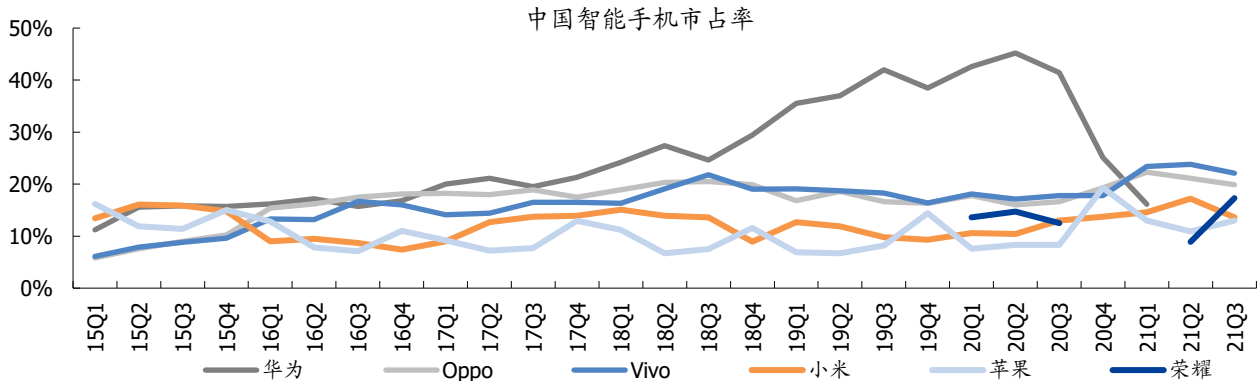
2020年9月, 小米推出零售管理系统“小米零售通”, 通过数字化管理线下门店货品的流动, 提高周转效率。商品直接由小米一方销售给消费者, 库存由小米承担, 直接降低了渠道商的资金周转压力, 大大提升了对渠道商的吸引力。

小米集团总裁王翔在2020年全年业绩汇报会上表示, 小米逐渐找到了在中国大陆拓展线下零售渠道最有效的方式, 即“以数字化经营、实时数据为基础”, “新的高效率的线上线下一体化的全数字化的门店模型得到了一定规模的验证”。根据卢伟冰, “友商20万家店只是小米5000家店三倍的销量, 这意味着效率的巨大差距”。小米中国区新零售业

务前负责人高自光曾表示，现在小米之家货品的平均周转期只有3周，最短甚至达到了1周，一年能周转17次，目前小米在销量、销售额上的单店产出，大约是竞争对手的3-5倍。

当然，国内手机市场竞争从未放缓。虽然小米手机在国内的市占率于2021Q2达到17.2%的高点，但2021Q3国内手机出货量座次又有新变化：荣耀手机凭借17.3%的市占率挤进前三，列于Vivo和Oppo之后。小米手机以13.6%的市占率位列第四。在2021Q4到来之际，苹果手机又推出iPhone 13系列，以加强版性价比获得了大量用户的认可。

图表 14: 中国智能手机市场份额: 截至 2021Q3



资料来源: IDC, 国盛证券研究所, *其中 19Q1、21Q1 数据来源于 Canalis

国内手机激战确无坦途。接下来，高端化市场，有荣耀60的预热布局，有iPhone系列的降价竞争。线下渠道，亦有OV的强势和荣耀的争夺。但我们相信，小米在高端化和渠道布局方面已经进行了长足的准备。我们预计，短期国内手机市占率座次尚有波动。长期，通过产品力的提升、渠道力的加强，小米有望获得市占率的巩固和提升。

图表 15: 国内在售手机价位带对比

价格带: 元	小米	荣耀	OPPO	Realme	OnePlus	VIVO	苹果
> 10000	小米 MIX Fold						iPhone 13 Pro Max
6000-10000	小米 11 Ultra	Magic3 Pro/至臻版	Find X3 Pro 火星探索版/摄影师版				iPhone 13 Pro/Pro Max、iPhone 13、iPhone 13 mini
5000-6000	小米 MIX 4、小米 11 Pro		Find X3 Pro		一加 9 Pro	NEX 3S、NEX 3、iQOO 8pro	iPhone 13 mini
4000-5000	小米 11	Magic3	Find X3、Ace2、Reno6 Pro+		一加 9	X70 pro、iQOO8	
3000-4000	小米 10S、Redmi K40 Pro	荣耀 50 Pro、荣耀 V40/轻奢版	Reno6 Pro		一加 9RT、一加 9	X70、S10 Pro、iQOO8	
2000-3000	小米 CiVi、小米 11 青春版、Redmi K40/游戏增强版	荣耀 50/50 SE、荣耀 X20、荣耀 play5	A95、K9、K9 Pro、Reno5、Reno6	真我 GT Neo2/2T/大师探索版/闪速版、真我 X7 Pro 至尊版、真我 X50	一加 9R	S10e、S10、T1、iQOO Z5、iQOO Neo5 活力版	
1000-2000	Redmi Note10/10 Pro、Redmi Note 11/11 Pro	荣耀 X20 SE、荣耀 X30i、荣耀 play 5T/pro/活力版、荣耀畅玩 20pro	A56、A93s、A11s、K9s、K7x	真我 Q3s/Q3 Pro、真我 V11s		T1X、Y71t、Y53s、iQOO Z5x	
< 1000	Redmi 9A	荣耀畅玩 20					

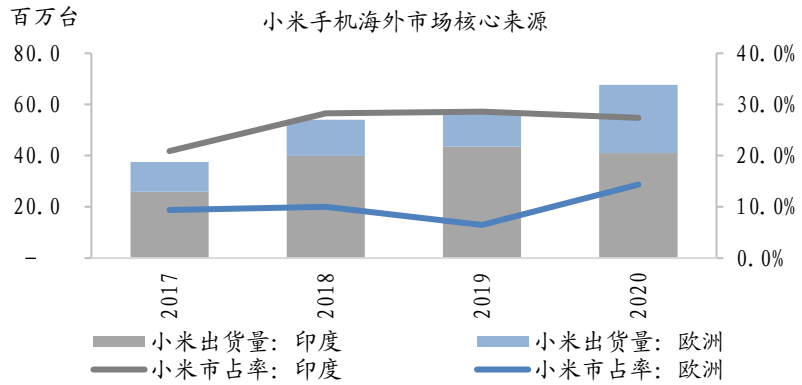
资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

2.2 国际：中国制造的扩张之路

2.2.1 产品：用超强性价比，驰骋赛场

小米手机境外销售核心来自印度、欧洲等市场。在2020年小米境外市场约1.08亿部手机出货量中，约4100万部来自印度、2670万部来自欧洲。

图表 16: 小米智能手机海外市场核心来源



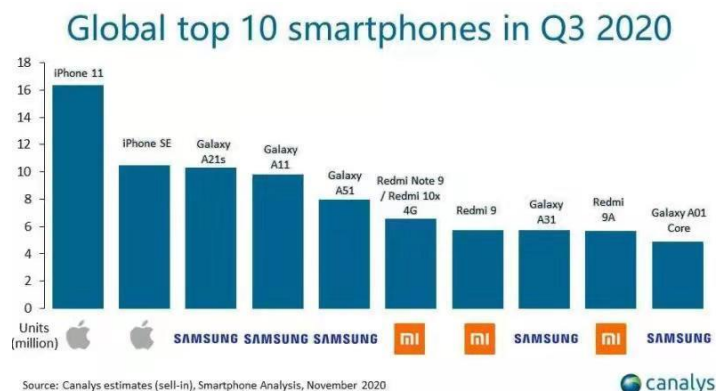
资料来源: IDC, Canalsy, Counterpoint, 国盛证券研究所

在印度市场，小米保持稳定的领先优势。小米于2014年7月进入印度市场，2017年Q3以来，小米连续16个季度保持印度市场出货量第一，其中2021Q2小米单季度实现出货量980万台，市场份额达到29%。性价比产品是小米在印度市场取得成功的重要原因：2016年红米3成为印度市场线上销售冠军，2017年红米Note 4占据印度手机榜首长达10个月。

在欧洲市场，小米市场份额实现了快速提升。小米自2017年11月起进军西班牙市场，并于2018年5月进入英国、法国、意大利等西欧市场。根据Canalsy，小米在欧洲市场的出货量由2019Q2的430万台增长到2020Q2的710万台，市占率从9.6%提升至17%。根据Strategy Analysis，2021Q2小米手机在欧洲的市占率则提升至25.3%，成为欧洲第一。

根据Canalsy统计，Redmi多款型号的手机成为全球前十的畅销款。优越的性价比成为小米手机在海外市场的产品密码。

图表 17: Redmi多款型号成为全球畅销手机型号



资料来源: Canalsy, 国盛证券研究所

2.2.2 渠道：合作运营商，握紧渠道密码

在小米上升最快的欧洲市场，根据《中国企业家》报道，运营商渠道占比为 50%，其他线下零售店占 40%，小米擅长的线上零售仅占 10%。因此，在渠道布局上，小米不仅 1) 线下渠道通过授权店以及当地零售商进行合作，2) 线上通过小米网、全球速卖通以及亚马逊等电商合作，更重要的是，3) 逐步与欧洲运营商加强合作。

图表 18: 小米欧洲部分市场渠道布局概况

国家	运营商渠道	线下渠道（公开市场）	线上渠道
西班牙	Telefonica	小米授权店、家乐福、MediaMarkt、Phone House	小米网、全球速卖通、亚马逊
英国	Three、Vodafone	小米授权店、屈臣氏、Argos、Carphone Warehouse、Currys PC World	小米网、亚马逊
法国	Orange、SFR、Bouygues、Free	小米授权店、FNAC、DARTY、家乐福、欧尚	小米网、亚马逊、Cdiscount、Boulanger
意大利	TIM	小米授权店	小米网
瑞士	Sunrise	-	-
德国	Vodafone	小米授权店	小米网、亚马逊

资料来源：搜狐、新浪、动点科技、小米官微等，国盛证券研究所

2018年5月，小米与英国电信服务运营商 Three 及法国四大电信运营商 Orange、SFR、Bouygues 和 Free 合作。2019年2月，小米公布的 5G 电信运营商合作伙伴包括英国电信运营商 Vodafone 和 3UK、法国电信运营商 Orange、瑞士电信运营商 Sunrise、西班牙电信运营商 Telefonica、意大利电信运营商 TIM 等。

截至 2021Q1，小米已与全球超过 150 个运营商渠道（包括运营商子网）建立合作。2021 年上半年，小米手机在除印度以外的境外运营商渠道出货量近 1200 万台、同比增长超 300%。根据 Canalys，小米在西欧地区运营商渠道市场份额由 2019Q3 的 2.3% 上升至 2021Q2 的 14.2%。我们预计，随着运营商渠道的布局加强，小米在欧洲市场仍有较大增长潜力。

图表 19: 小米与部分欧洲运营商合作情况

时间	国家	事件
2018年5月	英国	与英国电信服务运营商 Three 合作，在英国、爱尔兰、奥地利、丹麦以及瑞典的 Three 商店销售小米手机
2018年5月	法国	与法国四大电信运营商 Orange、SFR、Bouygues 和 Free 合作
2019年2月	英国	与英国电信运营商 Vodafone、3UK 开展 5G 合作
2019年2月	西班牙	与西班牙电信运营商 Telefonica 开展 5G 合作
2019年2月	意大利	与意大利电信运营商 TIM 开展 5G 合作
2019年5月	瑞士	通过瑞士运营商 Sunrise 推出小米 Mi MIX3 5G 手机

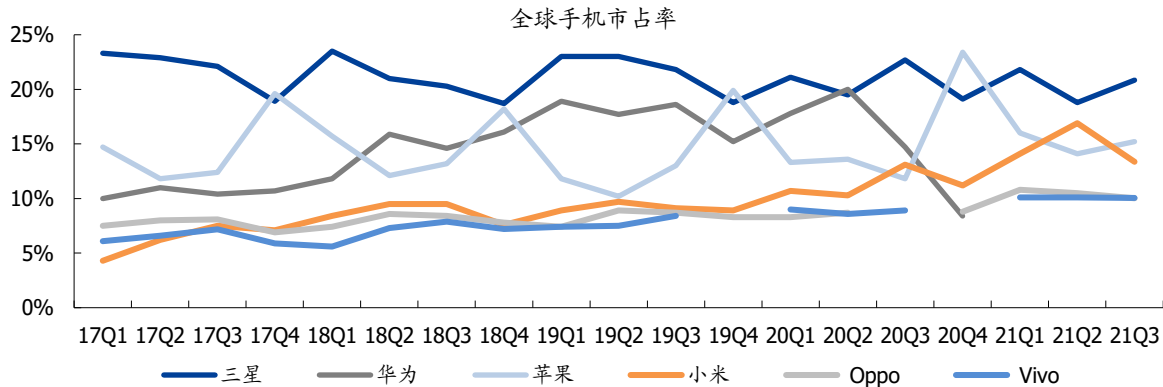
资料来源：Tech Radar、新浪科技、电子发烧友等，国盛证券研究所

随着小米手机在产品性价比优势上的保持、在渠道建设上的突飞猛进，小米手机在全球的市占率也持续提升。

根据 Canalys，2021Q2，小米在 65 个国家和地区智能手机市场占有率排名前五，在 22 个国家和地区智能手机市场占有率排名第一。其中，小米在印度市场继续保持第一，在欧洲智能手机市场占有率首次达到第一，市占率达 25.3%、同比增长 66%。小米在西班牙、法国、意大利的手机市场份额均达到了第一。与此同时，小米在 2021Q2 也跻身在

东南亚市场第一和拉美市场前三。根据 IDC，2021Q2，在全球范围内，小米智能手机业务首次跃升全球第二，市占率 17%。

图表 20: 全球智能手机市场份额



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

2.2.3 从第二到第一，有多远？

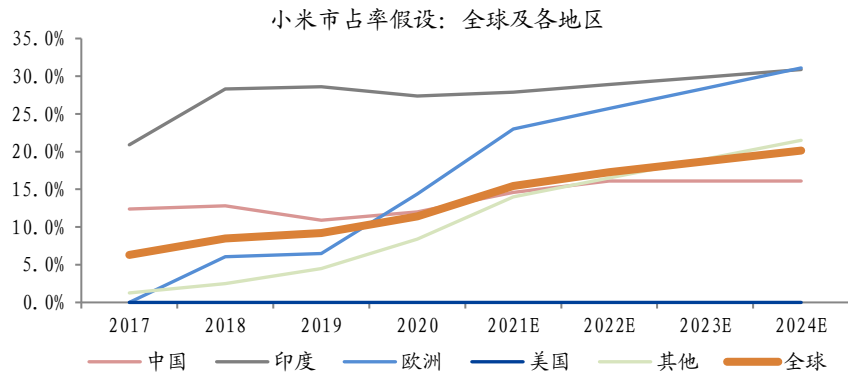
我们认为，在小米冲击三年目标全球第一的道路上虽然存在挑战，但小米已进行了全面的准备。我们认为，小米在国际市场、尤其是欧洲和拉美等地区的品牌打造、运营商合作、生态链布局，已经为小米的出货量提升打下了扎实基础。

我们粗略测算，未来几年，小米手机如果：

- 1) 在中国，平均市占率维持 15%左右水平，
- 2) 在印度，维持约 30%市占率，
- 3) 在欧洲，市占率由目前 25%提升至 30%，
- 4) 在拉美、东南亚、其他地区，平均市占率由当前不到 10%提升至 20%，
- 5) 在美国，出货量依然忽略不计，

那么，未来三年，小米手机年出货量可由 2020 年的 1.46 亿部、提升至三年后的接近 2.6 亿台，全球市占率由 2021Q2 的 17%提升至接近 20%，实现全球第一的愿景。

图表 21: 小米手机全球市占率: 假设及测算

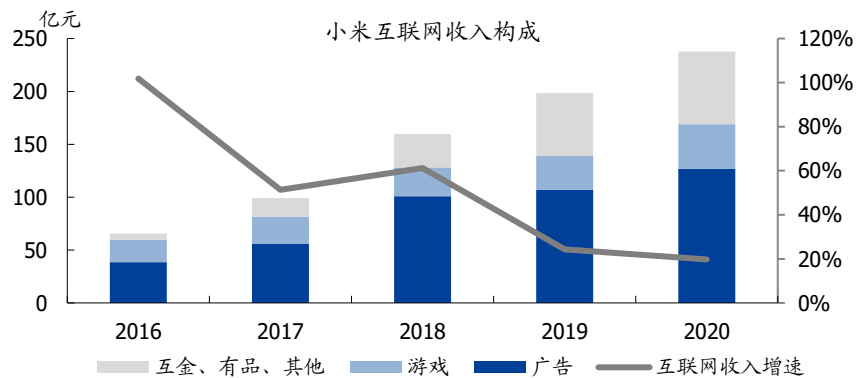


资料来源: 公司公告, IDC, Canalis, Counterpoint, 国盛证券研究所

2.3 互联网变现: 境外互联网, 迎接变现释放期

互联网服务是小米商业模式的盈利出口。小米的互联网服务收入来源于 1) 广告服务、2) 互联网增值服务, 其中互联网增值服务包括游戏、金融科技、有品电商等服务。2020 年小米互联网服务实现收入 237.6 亿元, 其中广告约 127 亿, 游戏约 42 亿, 金融科技及其他收入加总超 68 亿。

图表 22: 公司互联网服务收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

小米广告以效果广告为主, 兼具品牌广告、以及预装类广告。广告库存位包括应用商店、信息流媒体、小米视频、手机管家等。2021Q2, 随着小米手机用户数量迅速增长, 小米的广告业务收入 45 亿元、同比增长 45%, 再创单季度历史新高。

图表 23: 小米营销资源情况

平台资源	说明	特征	形式
应用商店	千亿级分发平台，多样广告资源触达用户，助力应用快速增长。	1) 分发渠道主力：小米最大的分发渠道，千万级日活，用户认可度高。2) 精准触达用户：精品、搜索等多种资源位，精准算法推荐触达用户，投放效果显著。3) 品效结合：商店首页、主题活动等资源强势曝光，提升应用影响力。	精品列表、搜索广告、搜索富媒体、应用相关推荐、首页焦点图、装机必备、排行榜、红包专场
信息流媒体	涵盖小米所有信息流媒体，包括浏览器，想看，内容中心等，拥有系统级入口、图文和视频内容生态和高时长的用户粘性，通过原生信息流广告多角度触达用户	1) 高活跃多类型用户集合地：集资讯、搜索、阅读、购物、激励资讯、小视频为一体的综合入口，原生信息流广告多角度触达用户。2) 系统级入口，内容中心：桌面任意一屏上滑，即可唤出桌面信息流，更自然、更便捷、更高频。3) 精准定位受众人群：基于小米大数据能力提供 18 种人群定向能力，供广告主精准定位受众人群。4) MIUI 外流量：想看 APP 作为外发资讯，与小米其他 MIUI 外媒体一起触达非 MIUI 人群	信息流大图、信息流小图、信息流组图、信息流视频
小米视频	MIUI 视频类应用排名第一，聚合全网热门视频，小米最天然的视频广告场景阵地。	1) 天然的视频营销场景：汇聚全网最具人气的热门视频，长短视频应有尽有，更生动更形象地传递品牌形象。2) 丰富多样的广告形式：品效覆盖、动静结合，丰富多样的广告形式，助力品牌价值全面提升。3) 精准多维的受众定向：多维度的受众定向，更精准的广告营销。直达目标用户，更快抢占市场。	Banner、视频前贴、视频暂停、视频角标
手机管家	MIUI 系统人手必备，每日必用软件	1) MIUI 系统必备应用：使用高频，超强用户粘性，应用分发高曝光；场景化推荐，塑造产品正面品牌形象。2) 高转化资源：算法推荐，精准投放；应用调性促使用户信任度高，助力下载激活增长	体检结果页信息流、安装器应用分发

资料来源：小米营销平台官网，国盛证券研究所

小米游戏收入核心来自 1) 公司作为移动游戏分发渠道进行的渠道抽成，2) 小米游戏中心的超级会员体系。近几个季度，小米游戏收入保持相对平稳：一方面游戏行业监管趋于严格带来游戏厂商业务节奏调整，另一方面个别强势游戏厂商开始争取“安卓税”的调整。

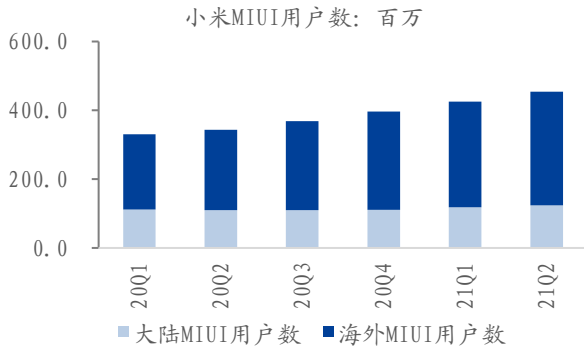
图表 24: 小米游戏收入模式

收入模式	规则
1 游戏分发	充值流水中，小米与第三方游戏开发商大部分按 5:5 分成，个别为 3:7。
2 游戏会员	小米游戏中心超级会员，原价 45 元/月，新用户和促销活动阶段价格优惠较多。

资料来源：公司公告、官网、腾讯新闻等，国盛证券研究所

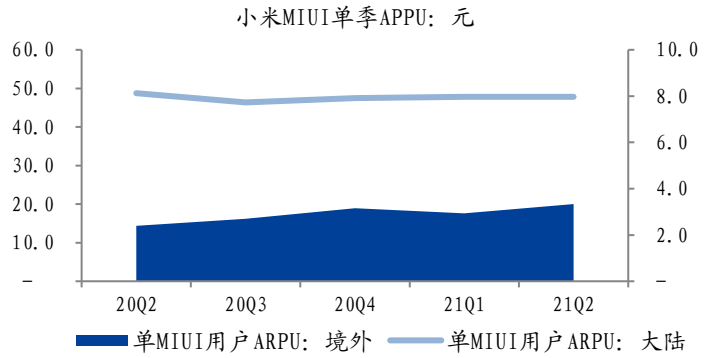
当前，小米绝大多数互联网收入来自国内。2021Q2，境外互联网收入仅占整体的 15.6%。这与小米当前境外的互联网业务布局有关：相较于在国内通过广告、游戏分发、金融、有品电商等大量变现，小米在境外仅在印度、印尼、俄罗斯等少数国家和地区，开展了预装、搜索及相关增值业务。根据我们测算，截至 2021Q2，小米境外的单 MIUI 用户季度 ARPU 仅 3.3 元，远远低于其大陆单 MIUI 用户季度 ARPU 的 47.9 元。

图表 25: 小米 MIUI MAU: 大陆及境外



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 小米互联网服务单季度 ARPU: 大陆及境外

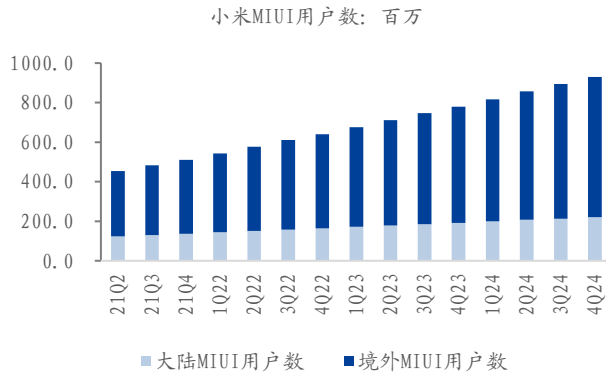


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

相较于手机业务在境外的顺利进展, 互联网在境外的业务步伐相对缓慢: 首先, 手机厂商需要在用户数先起量的基础上, 再与 Google、Facebook、及国内出海企业等第三方增值服务提供商进行合作商讨。其次, 在一些人均消费水平不高的地区, 互联网起量较慢。当前, 小米大力拓展手机业务的欧洲市场布局, 未来在欧洲这一品牌高地, 小米有望大力推动其互联网变现。

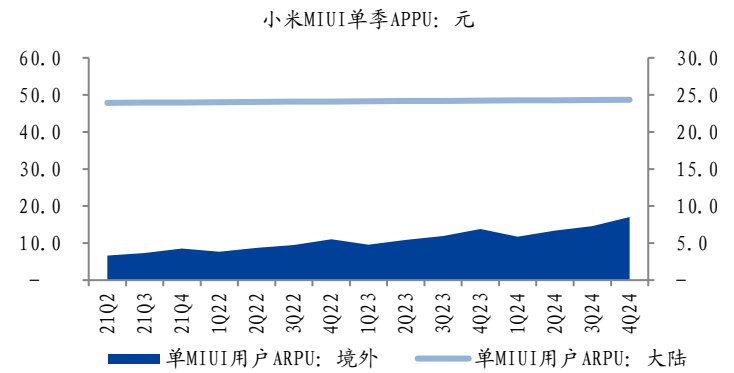
我们认为, 未来随着国际 MIUI 用户不断扩张、小米在欧洲等地互联网业务的逐渐开拓, 小米的境外互联网收入有望得到大幅提升, 从而推动互联网收入、以及集团利润率显著向上。

图表 27: 小米 MIUI 用户数预测: 2021Q3-2024Q4



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 小米互联网单季度 ARPU 预测: 2021Q3-2024Q4

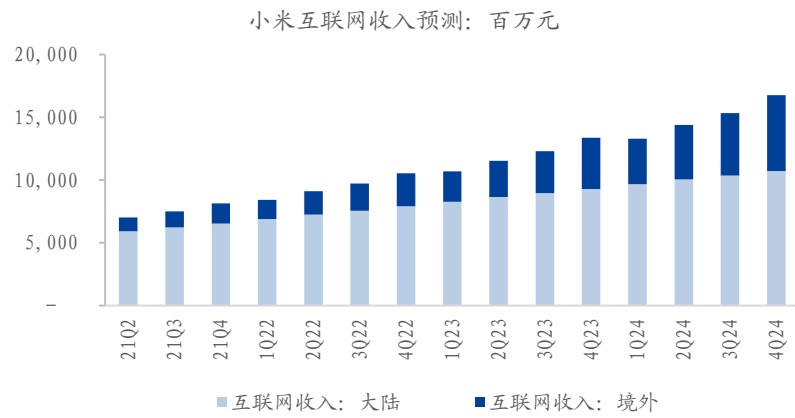


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

此前, 小米在境外的单 MIUI 用户季度 ARPU 已经从 18Q3 的 1.9 元提升至 20Q2 的 2.2 元、20Q3 的 2.7 元、21Q2 的 3.3 元。我们预计, 2024 年, 1) 小米全球 MIUI 月活数超 9 亿, 其中大陆 MIUI 超 2 亿、境外 MIUI 超 7 亿, 2) 年末小米大陆单用户季度 ARPU 约 49 元、境外单用户季度 ARPU 超 9 元, 则 2024 年小米大陆互联网收入可达 390 亿, 境外互联网收入可超 210 亿, 驱动小米互联网收入达到 600 亿。

由于小米的互联网业务毛利率高达 70% 左右, 因此境外互联网变现的潜在提升也有望对集团利润率形成有效拉动。

图表 29: 小米互联网收入预测: 2021Q3-2024Q4



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. AIoT: 高端化、国际化、利润化

3.1 模式竞争力: 硬核设备孵化器

小米从 2013 年开始布局物联网业务, 产品延伸至智能硬件及生活消费领域, 陆续推出小米盒子、小米活塞耳机、小米电视、路由器、移动电源等智能设备。2014 年则陆续推出小米智能手环、小米空气净化器等产品。2018 年以来, 公司推出互联网空调、洗衣机等家电产品, 逐步从黑电向白电领域扩张。

从业务模式上, 小米除了重要品类采取自产以外, 其他品类多采取生态链投资的模式, 投资主体主要为天津金星、天津金米、小米直投等, 投资标的主要为智能产品, 涉及领域包括手机相关硬件、智能家居、可穿戴设备等, 并在小米之家以及有品商城等渠道销售。截至 2021 年 Q2 小米共投资超 330 家公司, 其中多数为生态链企业。

3.1.1 小米华为模式 vs. 百度阿里模式: 硬件扩张、还是平台赋能

若以生态链主导方的形态划分, 目前中国智能家居 IoT 平台生态可分为两大类:

- 1) 平台赋能型: 此类生态以百度、阿里等互联网平台和 PaaS 平台为代表, 搭建终端入云接口, 靠服务第三方设备商扩大自有生态链。
- 2) 硬件扩张型: 此类生态以小米、华为等硬件巨头为代表, 以自身的手机、音箱等智能硬件为中枢, 打造包括自有品牌在内的 IoT 生态圈。

平台赋能型物联网模式, 以开放的平台技术流量吸引开发者与家用物联网终端厂商入驻, 通过为其提供多模块的技术解决方案获得相关的服务收益。该类生态以百度 IoT 平台、阿里 IoT 平台为代表: 不参与上游厂商硬件设备开发, 专注提供 PaaS 及 SaaS 层面服务。

图表 30: 物联网模式: 平台赋能型

	百度	阿里巴巴	京东
起始时间	2014 年	2014 年	2014 年
模式	开放式平台	开放式平台	开放式平台
销售渠道	线上: 小度智选商城、第三方电商平台 -	线上: 天猫、淘宝、天猫精灵 app 等 -	线上: 京东商城 线下: 京东之家、京东专卖店
生态规模	DuerOS 拥有 400+合作品牌, 1.1 亿接入家电数	飞燕平台拥有 500+合作品牌, 2000+SKU	小京鱼拥有 500+合作品牌, 2000+sku, 接入超 1000 万户家庭
重要生态链公司	平台合作生态: 包括 TCL、HTC、vivo、海尔、联想、哈曼、以及紫光展锐、ARM、汉枫等芯片厂商等	平台合作生态: 三万物联、阿达电子、顺舟智能、U-GEN、同舟、蘑菇物联、奇点云	平台合作生态: 海尔、九阳、美的、苏泊尔、长虹、格力、长安汽车、三星 TCL、康佳、奥克斯、飞利浦、霍尼韦尔等
重要产品	小度智能音箱、智能音箱灯、智能投影吸顶灯、蓝牙耳机、运动手环等	天猫精灵音箱、各类电工照明、家居安防、大家电、厨房电器等	叮咚音箱、智能洗衣机、智能空调、京选智能灯泡、智能插座、智能投影机等
中控硬件	智慧屏、音箱、车机	智慧屏、音箱	音箱
中控软件	小度在家 APP	天猫精灵 APP	小京鱼 APP
对合作伙伴开放程度	较高, 合作伙伴可以通过云对云接入	较高, 合作伙伴除天猫精灵外, 也支持海外 google home、Amazon Alexa 等	较高, 合作伙伴可以通过云对云接入
主要运营部门	智能生活事业群组	阿里云 IoT 事业部	智能产品业务集团

资料来源: 各公司官网、各公司公告、腾讯新闻等, 国盛证券研究所

以百度为例，百度 DuerOS 人工智能操作系统为百度 AI 云主要应用方向之一。基于百度本身的移动生态优势及超 3 万开发者，DuerOS 技能覆盖了从娱乐到生活，从信息到工具十大类，拥有超 2000 个优质技能。智能家居“小度”生态链可接入的品牌数量已超过 400 个，已接入 DuerOS 设备的家电数量超过 1.1 亿台。

图表 31: 物联网模式: 硬件扩张型

	小米	华为
起始时间	2013 年	2018 年
模式	硬件扩张型	硬件扩张型
销售渠道	线上: 小米商城、第三方电商平台 线下: 超 5000 家小米之家	线上: 华为商城、第三方电商平台 线下: 超 5000 家华为体验店
收入规模 (亿元)	2020 年实现收入 674 亿元 (包括生活消费产品)	-
利润规模	2020 年毛利为 86 亿元	-
生态规模	截止 2021Q1, IOT 平台接入超 3.25 亿台智能设备 (不包括智能手机及平板)	600+合作品牌、全球连接终端超过 3 亿台 (不包括智能手机)
生态链企业数量	320+	600+合作品牌
重要生态链公司	华米科技、云米科技、万魔声学、紫米电子、纳恩博、智米科技等	合作形式, 主要包括欧普照明、TCL、创维、美的、海信、海尔、长虹、华润集团、老板电器等
重要产品	小米手环、移动电源、智能平衡车、空气净化器、小米净水器、智能电视、智能插座等	AI 音箱、智能台灯、华为手环、智能手表、荣耀智慧屏、路由器、智能耳机等
中控硬件	1 (手机)+4 (平板、电视、音箱、笔记本)	1 (手机)+8 (平板、笔记本、音箱、车机、智慧屏、手表、VR 眼镜、耳机)
中控软件	米家 APP	华为智能家居 APP
对合作伙伴开放程度	较高, 生态链企业全开放, 非生态链企业可以通过云对云接入	较高, 合作伙伴可以通过云对云接入
主要运营部门	AIoT 战略委员会	Cloud BU

资料来源: 各公司官网、各公司公告、腾讯新闻等, 国盛证券研究所

硬件扩张型物联网平台, 其核心优势是具有自有的硬件中枢, 未来可以作为物联网的智能操控设备。小米及华为是该类生态典型代表。在核心控制硬件体系上, 小米推行“1+4+X”战略。“1”是中控系统——小米手机, “4”是指智能电视、智能音箱、智能路由器、笔记本电脑四个入口型产品, 小米通过设计和研发 1+4 部分的核心产品, 以投资、管理生态链企业以及第三方合作的形式共建 X 部分, 丰富扩大 IoT 产品线, 打造完整的物联网生态圈。

3.1.2 从“物联”到“联网”, 谁距离 AIoT 最近?

我们认为, 在物联网生态的演进中, 最重要的是“物联”和“联网”, 即:

- 1) 有足够数量的硬件设备,
- 2) 有足够强势的智能中枢, 如手机、音箱、电视等, 其中手机最为核心。

图表 32: 各平台物联网生态规模比较

	平台生态规模	中控设备种类	中控设备数量
小米	截止 2021H1, 已连接设备数达到 3.75 亿台 (不包括手机及笔记本电脑)	1 (手机) + 4 (平板、电视、音箱、笔记本)	2021H1 手机销量为一亿台 2020 年电视销量 1200 万台 2020 年小爱音箱销量约 1000 万台
华为	预计至 2021 年底, 搭载 Harmony OS 的智能产品数为 1 亿台, 手机平板数为 2 亿台	1 (手机) + 8 (平板、笔记本、音箱、车机、智慧屏、手表、VR 眼镜、耳机)	2021H1 手机销量为 2450 万台 HiCar 预计 2021 年装车 500 万台
百度	据官网数据, 现有内置 DuerOS 数量超 1.1 亿台	智慧屏、音箱、车机	2020 年智能音箱销量约 1230 万台
阿里巴巴	-	智慧屏、音箱	2020 年智能音箱销量约 1290 万台
京东	-	音箱	-

资料来源: 各公司官网、各公司公告、IDC、国盛证券研究所

从智能中枢的角度, 在核心物联网生态中具备足够强势的智能中枢的有小米和华为两家:

- i) 小米“1+4+X”模式: 其中“1”即是中控系统——小米手机, “4”是指智能电视、智能音箱、智能路由器、笔记本电脑四个入口型产品, “X”为各类生态链产品。
- ii) 华为“1+8+N”模式: 其中“1”即是指主入口手机, “8”指四大屏幕智能设备 (笔记本电脑、平板、智能电视、车机) 及四类小型智能设备 (音箱、手表、耳机、眼镜), “N”指 5 大场景衍生出的与合作伙伴共同打造的丰富产品。

图表 33: 小米“1+4+X”物联网生态



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 34: 华为“1+8+N”物联网生态



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

在小米和华为之间, 从生产端和用户端策略上, 华为与成熟品牌有着自由度较高的合作, 小米则对生态链企业的扶持介入更早、协同性更强:

- 1) 生产端:
 - i) 小米从初创企业的孵化做起, 对生态链企业提供融资、原材料采购、产品开发、销售渠道等全链路助力, 有助于提升生态链产品品质。
 - ii) 以华为智选为例, 其多与专业品牌保持较为灵活的合作关系, 合作环节通常

针对产品设计及后续销售。例如华为首批智选产品中的三思彩色球泡灯，上海三思电子工程成立于1993年，拥有丰富的LED照明生产经验和完善产品体系，合作之后三思与华为联合开发了可以通过Hilink进行开关和颜色转换的全彩灯泡。类似成熟合作伙伴还有360智能家居（华为智选360扫地机器人、智能门锁）、720健康科技（华为智选720空气净化器）等。

2) 用户端:

- i) 小米注重品牌的统一性，秉承从产品战略、定位、设计到品控、内测、定价的一系列产品方法论，把控产品品质，在外观风格上统一，利于打造品牌形象，降低消费者认知成本，实现不同商品之间的互相协同，彼此引流。
- ii) 华为的合作品牌拥有较大品牌自由度，例如华为智选欧普智能吸顶灯、华为智选360扫地机器人，均保留自身品牌形象。

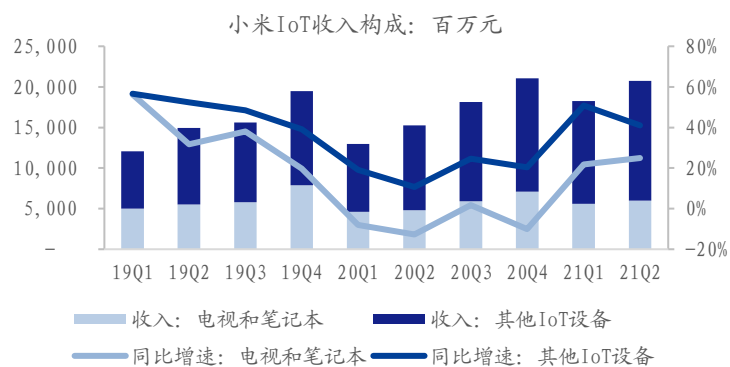
我们认为，从“物联”到“联网”，具有足够强势的手机及电视音箱等智能中枢的企业——即小米、华为，是距离AIoT最近的企业。其中，小米的生态链模式更多对初创品牌的合作扶持，其合作面更广、程度更深、品牌形象也更加统一。

据小米集团财报，截至2021Q2，全球MIUI月活跃用户数达到4.54亿，同比增长32.0%，小米AIoT平台以及连接的IoT设备达到3.75亿台，同比增长38.0%。米家APP月活人数超过5600万，同比增长38%。我们认为，如果有一天，物联网模式取得产品和变现上的突破，小米将是在规模和模式上距离AIoT最近的一个。

3.2 业务结构变化，利润率有望持续提升

过去几个季度，小米AIoT业务收入保持着不错的增长势头，其中21Q2智能电视和笔记本电脑类别同比增长25%，包含白电及生态链产品在内的其他AIoT设备同比增长41%。

图表 35: 小米 AIoT 收入构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

我们看到，小米AIoT业务结构呈现出两个明显的趋势：

- 1) 产品：高端化
- 2) 销售：国际化

产品端，我们看到小米 AIoT 业务在寻求爆款的同时，更在贴合用户需求的基础上积极探索高端化。小米一些核心 AIoT 产品的价格带变化充分体现了高端化的趋势，而这也对 AIoT 业务毛利率有着有效的拉动。

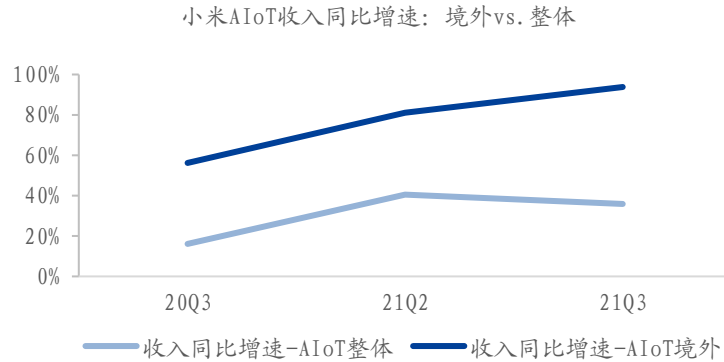
图表 36: 小米部分 IoT 品类售价举例：高端化趋势明显

产品类别	推出时间	型号	正式售价(元)
冰箱	2019年10月	米家两门冰箱 160L	1099
	2019年10月	米家风冷三门冰箱 210L	1699
	2019年10月	米家风冷对开门冰箱 483L	2499
	2019年10月	米家风冷十字四门冰箱 486L	3299
	2021年10月	米家十字四门尊享版冰箱 550L	5999
空调	2020年9月	巨省电 小米新 3 级空调 (大 1 匹、1.5 匹、2 匹、3 匹)	2099、2199、3699、4499
	2020年11月	巨省电 小米新 1 级空调 (大 1 匹、1.5 匹、2 匹、3 匹)	2199、2399、4299、5299
	2021年3月	新风 米家新风空调尊享版	3599
	2021年3月	自然风 米家空调 臻金版 (1.5 匹、2 匹)	2599、3299
小爱音箱	2019年9月	小爱音箱	249
	2019年9月	小爱音箱 Pro	299
	2019年12月	小米小爱触屏音箱 Pro 8	599
	2020年3月	Redmi 小爱触屏音箱 8	499
	2020年9月	Redmi 小爱触屏音箱 Pro	599
	2021年8月	Xiaomi Sound (旗下首款高端智能音箱)	499
空气净化器	2019年8月	米家空气净化器 3	899
	2019年11月	米家空气净化器 MAX 增强版	2199
	2020年3月	米家空气净化器 F1	1199
	2020年10月	米家空气净化器 X	1999
	2021年9月	米家空气净化器 4	999
	2021年9月	米家空气净化器 4 Pro	1499
	2021年9月	米家循环风空气净化器	2499
	2021年10月	米家空气净化器 4 Lite	599
扫地机器人	2019年4月	米家扫地机器人 1S	1399
	2020年11月	米家扫拖机器人 1T	1999
	2021年7月	米家扫拖机器人 2	1799
	2021年7月	米家集尘扫拖机器人	2999
	2021年10月	米家免洗扫拖机器人	2999
	2021年10月	米家免洗扫拖机器人 Pro	3499

资料来源：小米商城、搜狐、新浪等，国盛证券研究所

销售端，小米 AIoT 业务的出海布局持续推进，小米的 AIoT 产品也得到了国际用户的广泛认可。其中，扫地机器人、智能手环、滑板车等均是境外销售爆款。从收入增速角度也可看出，小米 AIoT 业务的境外增长显著快于整体。

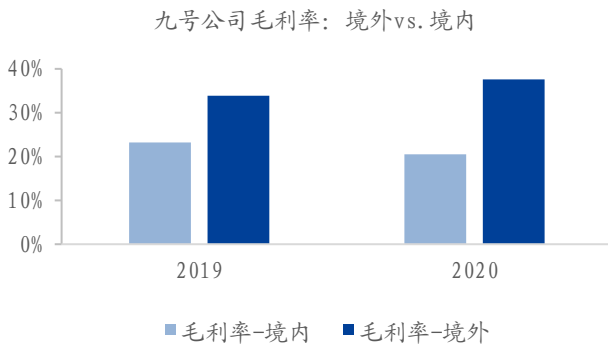
图表 37: 小米 AIoT 收入: 境外增长显著



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

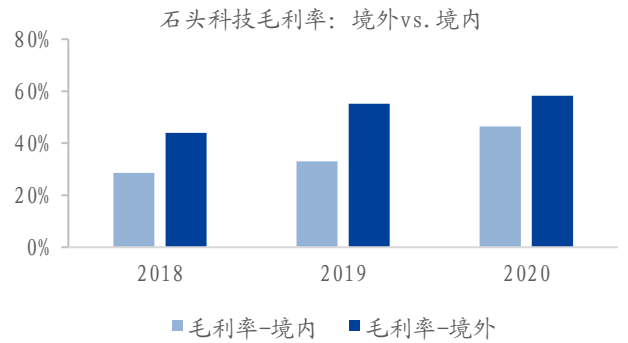
AIoT 业务的国际化提速也为毛利率的改善提供了基础。我们看到, 小米出海的爆款生态链产品, 如石头科技扫地机器人、九号公司电动滑板车等, 平均境外毛利率均显著高于境内。广受认可的产品力、温和的产品竞争格局, 都让小米 AIoT 产品在国际收获了良好的利润率。

图表 38: 小米生态链公司毛利率-以九号公司为例: 境外 vs. 境内



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

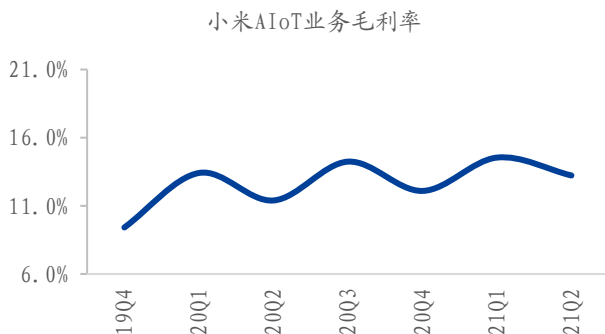
图表 39: 小米生态链公司毛利率-以石头科技为例: 境外 vs. 境内



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

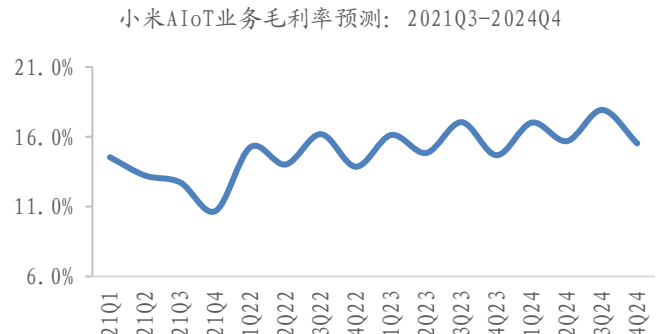
因此, 伴随着高端化、国际化的布局, 小米 AIoT 业务毛利率在过去几年呈现稳步上升的趋势。我们预计, 小米 AIoT 毛利率有望从 2020 年的 12.8% 提升至 2024 年的 16.5%。

图表 40: 小米 AIoT 毛利率: 2019Q4-2021Q2



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 小米 AIoT 毛利率预测: 2021Q3-2024Q4



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 智能汽车：生生不息，小米奔向下一站

2021年3月30日，雷军官宣造车：“这一回，我决定亲自带队，这将是人生最后一次重大的创业项目。我深知做出这个决定，对我来说意味着什么，我愿意压上我人生所有积累的战绩和声誉，为小米汽车而战。”

图表 42: 雷军宣布小米进军智能电动汽车：为小米汽车而战

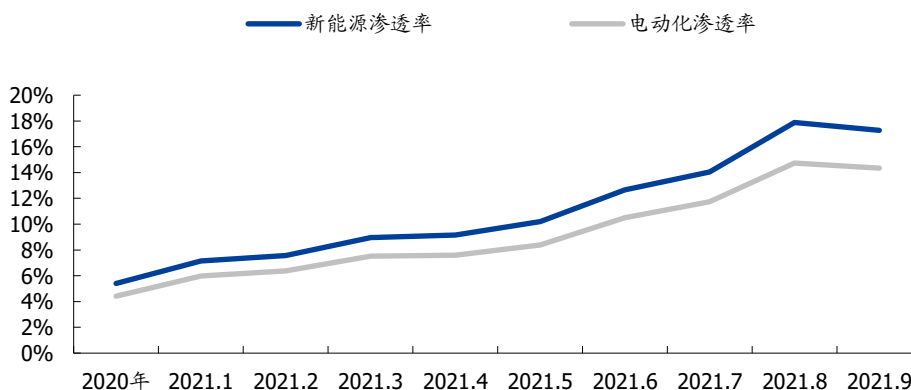


资料来源：小米，国盛证券研究所

让雷军下定决心进军智能电动车的，是汽车赛道浩浩荡荡的电动化和智能化的大趋势：

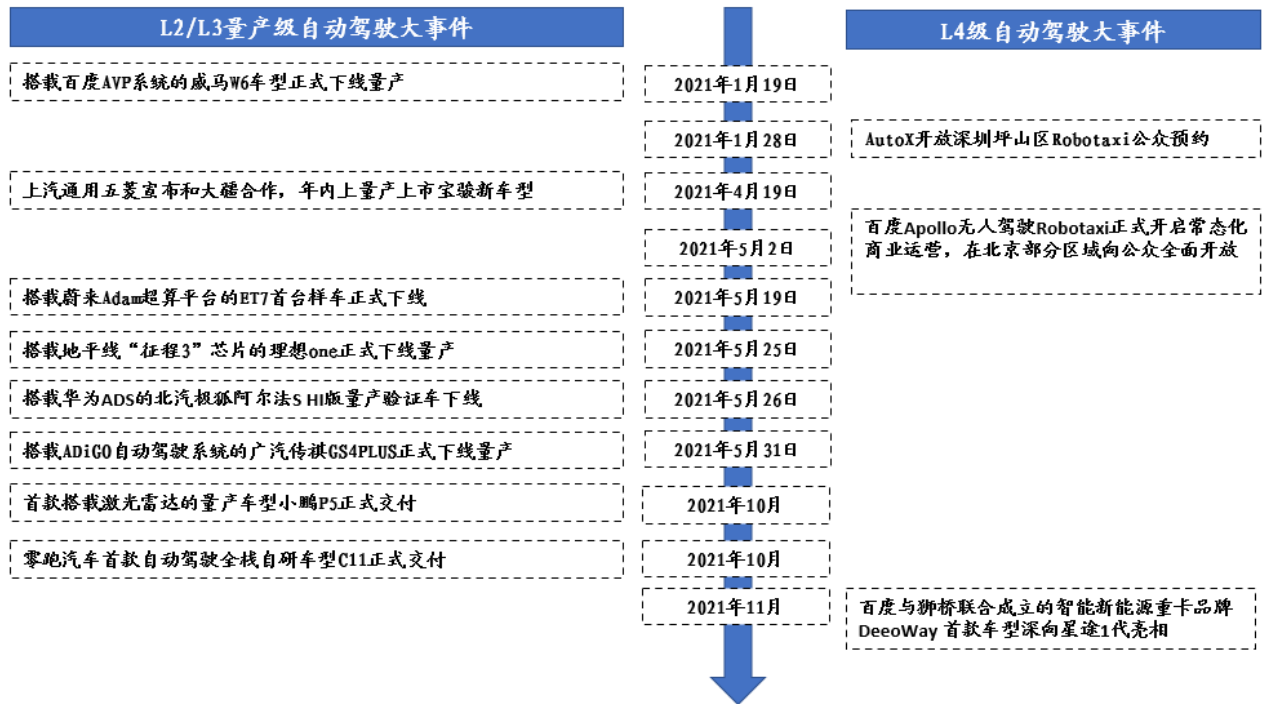
- 1) **电动化**：电动车正成为未来人们核心交通工具：从降成本、减少碳排放、智能化等角度，电动车的普及率正在快速提升。2020年，国内新能源车销量达137万辆，新能源渗透率约5.4%，其中纯电动车渗透率为4.4%。今年前三季度，国内新能源车销量已达213万辆。2021年9月，新能源渗透率约17.3%，其中纯电动车渗透率达14.3%。
- 2) **智能化**：智能驾驶成为未来车辆的核心技术：随着技术的迭代和成熟，智能驾驶技术的效率和体验逐渐开始提升。2021年，诸多全栈式方案如华为、百度等智能驾驶方案开始步入量产，造车新势力的软件业务开始产生收入，技术难度更大的robotaxi路线也有参与者如百度开始商业化试运营。

图表 43: 汽车电动化趋势倍速提升



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

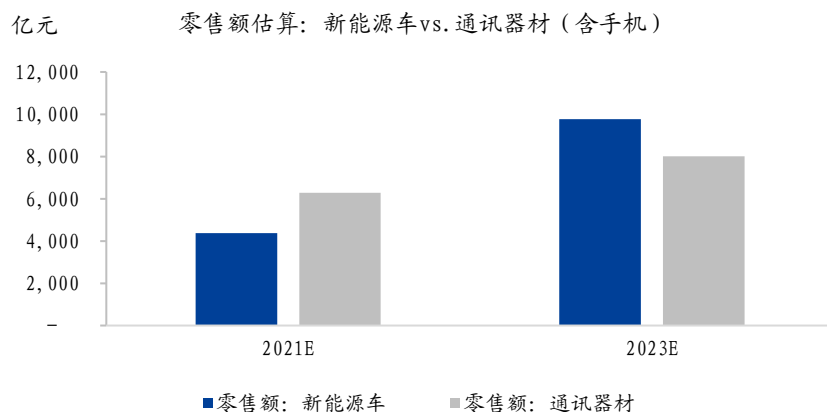
图表 44: 汽车智能化趋势: 2021 年, 智能驾驶进入大规模量产元年



资料来源: 各公司官网、腾讯新闻、新浪新闻, 国盛证券研究所

智能电动车时代的到来让造车企业迎来了更大的机遇和挑战, 也给了其他行业参与者一个介入和弯道超车的机会。根据中汽协和统计局, 手机行业是年销售额约四五千亿规模的赛道, 而汽车行业是年销售额四万亿规模的赛道。当前, 虽然智能电动车在汽车行业渗透率尚不高、但增速突飞猛进, 我们预计未来几年智能电动车销售规模将倍于手机。

图表 45: 庞大机遇: 未来, 智能汽车赛道规模数倍于手机



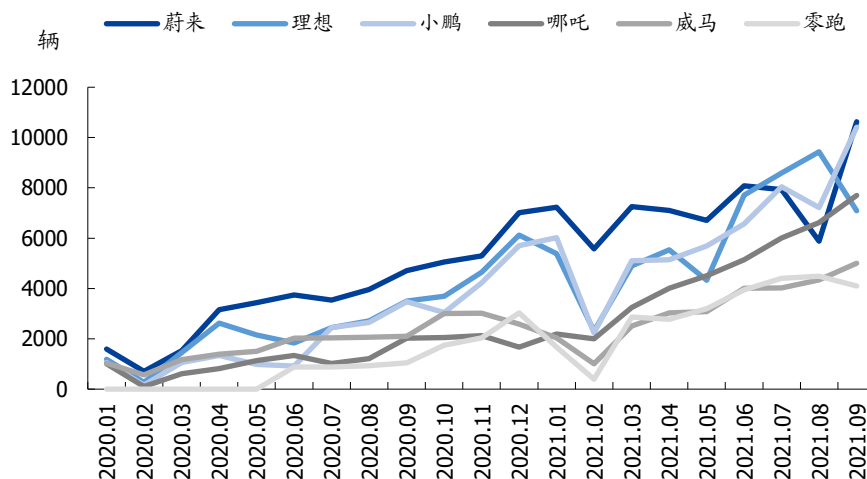
资料来源: 中汽协、统计局, 国盛证券研究所

4.1 造车新势力，如果剩五家

智能电动车如此多娇，引无数英雄竞折腰。智能电动车赛道的参与者，按照传统车企和造车新势力可以归为两类：

- 1) 传统车企：
 - i) 央企：如长安、东风、一汽，
 - ii) 国企：如上汽、广汽、北汽，
 - iii) 民企：如吉利、长城、比亚迪。
- 2) 造车新势力：
 - i) 头部三家：蔚来、小鹏、理想，
 - ii) 其他代表：哪吒、威马、零跑，
 - iii) 巨头造车，但尚未落地：百度、小米、华为。

图表 46: 造车新势力月度销量一览: 截至 2021 年 9 月



资料来源: 公司官网, 乘联会, 国盛证券研究所

智能电动车赛道强手如林。如果说将来国内造车新势力存在五家领军企业，那么除了已经领跑的蔚来、理想、小鹏汽车以外，我们认为，另外两家有望是华为和小米。

4.2 小米造车，凭什么

销量领先的三家造车新势力各有各的核心竞争力特色：蔚来的用户社区运营、理想的简洁产品力、小鹏的自动驾驶技术。华为虽然表达了三年不造车的意愿，但长期其拥有足够的造车动机和强势的软硬件能力，且其已经通过为车企提供 Huawei ADS 这一 tier-1 供应方案在积攒制造和技术经验。相比于蔚小理和华为，小米的造车经验值为零。

然而我们认为，从零开始不等于毫无准备。事实上，在制造端技术布局、销售端品牌渠

道方面，小米都具有相当的积淀。

4.2.1 技术布局：从零开始不等于毫无准备

我们按制造、交互、智能的角度，将小米汽车的制造端核心要素列为三类：

- 1) 三电系统：驱动电机、动力电池、整车电控。
- 2) 三智系统：智能座舱、智能网关、自动驾驶。

其中，小米在三电系统上并无积累，因此业内揣测小米或通过合作代工等方式进行汽车制造。而在智能座舱、自动驾驶等领域，小米则拥有不俗的基础。

图表 47: 小米智能座舱：相关产品、投资、专利

	名称	启动/投资时间	详情
自有	小爱语音助手	2017 年	小米智能语音助手产品，已探索车家互联：“小爱同学”于 2019 年 6 月和奔驰展开合作，驾驶员可在座舱中通过“小爱同学”远程控制智能家居产品。
投资	凯立德	2014.10	面向车联网、物联网、移动互联网，凯立德为广大政企用户提供地图、导航以及基础地理信息服务和解决方案
	睿米科技	2015 年	专注于打造车载智能硬件，产品包括车载充电器、车载空气净化器
	70 迈	2016 年	专注于智能车载和智能出行领域产品和服务，产品包括智能行车助手、记录仪、后视镜等
	喜马拉雅 FM、蜻蜓 FM、荔枝 FM	na	小米投资的喜马拉雅 FM、荔枝 FM、蜻蜓 FM，均是致力于提供音频和车载音频的服务
	博泰	2019 年	专注于提供智能车载信息服务系统，致力于打造互联、车载与手机三大项，在中国车联网市场拥有全套运营资质
	能链集团	2020.07.10	汽车后服务企业，旗下团油平台连接 2 万余座加油站，快电平台连接 40 余万根充电桩
专利	用于车载设备的位置信息显示方法、装置及车载设备	2014.9.24	在到获取到目的地相对于车辆当前位置的方向信息后，根据该方向信息在车载设备的显示区域上确定一显示位置，并在该显示位置处显示位置信息标识
	控制终端驾驶模式的方法和装置	2015.11.11	通过获取可穿戴设备的移动速度和摆动幅度，当确定该用户正在驾驶时，向与该可穿戴设备连接的终端发送控制信号，该控制信号用于终端启动驾驶模式
	车载智能设备和车辆	2016.01.13	通过人机交互、功能支持等车载设备，使用车载智能设备进行交互操作
	车载蓝牙播报方法和装置	2016.01.16	接收移动终端发送的来电指示信息，根据来电指示信息获取来电号码和来电号码属性，然后采用语音向用户播报来电号码和来电号码属性
	车辆安全系统、车载屏幕显示方法及装置	2016.03.16	通过包含前方摄像装置、后方摄像装置、左右两侧摄像装置和车载屏幕的车辆安全系统，确保驾驶者实时了解车辆周围的路况信息，提高车辆行驶的安全性
	车载音响控制方法、装置、终端设备及存储介质	2020.01.17	控制终端获取压力传感器监测到的信号，自动调节信号的音响工作模式
	导航方法、导航装置及存储介质	2020.05.15	启动导航应用程序并通过无线通信信号与车辆建立连接，按照匹配限行车辆限行信息的路线进行导航

资料来源：国家知识产权局、腾讯新闻、新浪科技等，国盛证券研究所

首先，在智能座舱领域，小米已拥有自有的小爱语音助手、一系列车载软硬件相关的投资、以及数百个技术专利：

- 1) 语音助手: 交互是智能座舱的核心功能。“小爱同学”是小米于2017年推出的AI语音助手, 通过与用户语音交互可以完成对设备的控制和使用。
 当前, 小爱同学更多的使用场景在智能家居领域, 但其功能完备、未来足以迁移到车载场景的使用。当前, 小爱同学在车载领域的应用包括: 与70迈等生态链产品合作推出行车助手、与奔驰等车企合作探索“车家互联”。
- 2) 生态投资: 小米在智能座舱领域投资了很多生态链企业, 包括:
 - i) 车载硬件领域: 睿米科技、70迈,
 - ii) 地图和导航领域: 凯立德,
 - iii) 车载内容领域: 音频赛道的喜马拉雅FM、蜻蜓FM、荔枝FM,
 - iv) 车联网系统: 博泰车联网, 等。
- 3) 相关技术专利: 除了投资以外, 小米亦有探索很多智能座舱相关的技术专利, 包括: 位置信息显示、车载设备交互、语音播报来电、开启导航, 等。

图表 48: 小米自动驾驶: 相关投资、专利

类别	名称	投资/启动时间	详情	
造车新势力	小鹏汽车	2019.11	国内造车新势力龙头之一	
	Tier-1 供应商	纵目科技	2021.06.03	国内领先的自动驾驶 (AD) 和高级辅助驾驶 (ADAS) 方案提供商
		几何伙伴	2021.08	基于机器感知和深度学习, 为 L2-L4 级自动驾驶提供“融合感知+智能决策”软硬件集成系统
	Tier-2 供应商	黑芝麻智能	2021.04	专注于视觉感知技术、自主 IP 芯片开发
		禾赛科技	2021.06.08	业内领先的激光雷达制造商
		Deepmotion	2021.07	公司利用 AI 技术, 提供基于视觉的安全、可靠、量产化的自动驾驶解决方案, 产品包括自主代客泊车、智能感知、高精定位、高精地图
专利	智能汽车行驶控制方法及装置	2016.06.01	智能汽车采集行人的形体信息、识别行人的行为目的、生成操作指令、控制智能汽车执行相应的行驶操作, 做出让行或先行的自主行驶控制	
	基于智能终端的行车安全提示方法及装置	2017.01.04	智能终端利用自身的摄像装置获取行驶车辆的车前视野图像, 如果与障碍物的距离小于或等于当前安全距离, 则向用户展示提示信息	
	用于在停车场内进行车辆定位的方法及装置	2017.08.04	根据预存场景图像和即时场景图像, 确定车辆当前在所述停车场中的实际位置	
	控制车辆的方法、装置及计算机存储介质	2020.02.11	获取智能穿戴设备相对于车辆的数据, 所述智能穿戴设备能够与所述车辆相连接; 基于所述数据来判断是否启动所述车辆	
	交通信号灯指示状态提示方法、装置及存储介质	2020.02.21	根据获取到的信号特征和目标交通信号灯数据库, 确定识别到的交通信号灯当前的指示状态	
	车库车辆定位方法、装置及存储介质	2020.09.11	至少一个 UWB 装置中的全部或部分反馈的与所述待定位车辆的位置关系信息, 确定所述待定位车辆在车库中的停放位置并反馈给终端	
	车辆功能控制方法、车辆功能控制装置及存储介质	2021.06.18	若低功耗蓝牙测距结果满足预设条件, 则控制所述车辆解锁门锁	

资料来源: 国家知识产权局、腾讯新闻、新浪科技等, 国盛证券研究所

其次, 在自动驾驶领域, 小米也进行了全面的投资布局和技术专利申请:

- 1) 投资：小米在自动驾驶技术的几个核心环节——传感、定位、芯片、算法均有投资布局。此外小米还投资了造车新势力中的小鹏汽车、后服务市场的能链集团等：
 - i) 造车新势力：小米于2019年和2020年参与了小鹏汽车的D轮和基石轮投资。
 - ii) 自动驾驶 Tier-1 方案提供商：小米生态链中的自动驾驶一级供应商包括纵目科技、几何伙伴等。

纵目科技的产品中既有 AVP、APA、环视 ADAS 等智能驾驶方案，也有无线充电系统、交通管理平台等智慧城市解决方案。

几何伙伴的核心产品是“融合感知+智能决策”的自动驾驶方案，其中核心技术是以毫米波雷达为核心的多传感融合方案。
 - iii) 自动驾驶 Tier-2 方案提供商：除了一级供应商以外，小米也投资了自动驾驶产业链中的芯片、激光雷达、高精定位领域的头部企业。

黑芝麻智能：国内车载芯片的领军企业包括：地平线、芯驰科技、黑芝麻智能，等。小米于2021年4月投资了黑芝麻智能。

禾赛科技：国内激光雷达的领军企业包括：禾赛科技、速腾聚创、大疆览沃，等。小米于2021年6月投资了禾赛科技。

DeepMotion：深动科技 DeepMotion 致力于提供安全、可靠、量产的环境感知、高精定位等解决方案。深动科技目前的产品包括 AVP、感知系统、高精度定位方案、高精地图自动化方案、高精地图众包系统，等。
- 2) 相关专利：小米在自动驾驶领域也探索了诸多技术专利，包括自主行驶控制、车辆位置定位，等。

由此可见，在造车业务上小米虽是从零开始，但并非毫无准备。虽然在三电系统上小米没有基础、大概率需要与其他企业合作，但在智能座舱、自动驾驶领域均有相应的投资和技术专利，可为公司未来的造车业务提供一定的技术经验和生态支持。

4.2.2 品牌渠道：坚定走品牌向上路线

除了制造端的积累外，小米更强势的是其销售端的品牌渠道竞争力。智能电动车要获得用户的认可，其品牌力、渠道竞争力不可忽略。我们认为，相对于多数的新造车品牌，小米均具有相当的品牌和渠道优势：

- 1) 品牌端：小米具有深入人心的品牌形象，在品牌营销、用户社区运营方面均有深厚的经验。
- 2) 渠道端：线上，小米的电商销售能力突出。线下，小米在全国拥有数千个小米之家门店，相比于三家新势力龙头线下渠道优势明显。

首先，在品牌端，小米作为世界 500 强企业，2021Q2 其智能手机出货量全球第二，超越了苹果仅次于三星。其扎实的品牌号召力、对用户体验的追求、对用户运营的理解，均处于行业领先地位。雷军更是一位具有巨大号召力和极客气质的企业家，其人格魅力和用户感染力极强，推出小米汽车的演讲更是收获了满满祝福。

图表 49: 雷军: 具有企业家号召力和极客气质



资料来源: 小米, 国盛证券研究所

图表 50: 小米: 世界 500 强



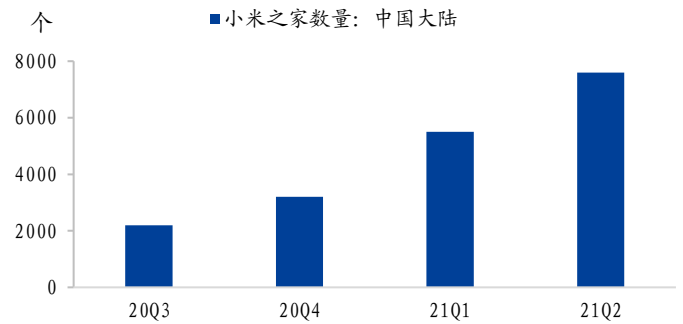
资料来源: 小米, 国盛证券研究所

图表 51: 小米之家门店



资料来源: 小米, 国盛证券研究所

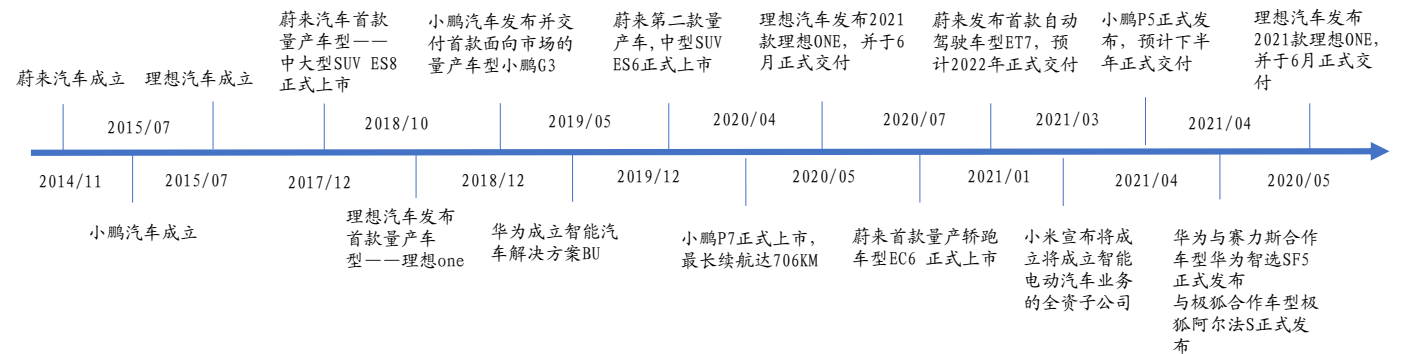
图表 52: 小米线下门店数



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

其次, 在渠道端, 小米具有强劲的线上线下销售能力。线上, 小米商城、小米有品、以及京东、天猫等电商平台旗舰店均是小米产品重要的销售渠道。线下, 小米在国内拥有 10000 个小米之家。成熟的线上和线下销售体系, 都为小米在未来智能车销售的环节提供了充足的经验。

图表 53: 造车新势力量产大事记



资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

2021年10月，雷军在小米投资者日宣布，小米汽车预计在2024年上半年量产下线。我们认为，基于其在智能制造领域数年积累的实力，小米凭借其技术布局、品牌渠道布局，有望实现智能汽车业务稳健量产销售。

当前，头部造车新势力如“蔚小理”三家，各自年销量近十万台，年收入达数百亿元。如若小米汽车量产及销售顺利，则造车业务有望成为小米一个快速增长引擎。

5. 盈利预测与估值

图表 54: 小米集团财务预测: 年度

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
收入: 亿元	1,749	2,058	2,459	3,245	4,022	4,799	5,570
智能手机	1,138	1,221	1,522	2,068	2,482	2,857	3,176
手机出货量: 百万台	119	125	146	194	227	244	261
其中: 大陆	51	40	39	50	50	52	52
境外	68	85	108	144	176	192	209
ASP: 元	959	980	1,040	1,068	1,096	1,172	1,216
IoT 与消费产品	438	621	674	854	1,125	1,415	1,734
境内				588	683	852	902
境外				266	442	564	832
互联网服务	160	198	238	293	377	483	609
MIUI MAU: 百万			396	506	637	778	930
年度 ARPU: 元			60	58	59	62	65
其他	13	18	25	31	37	44	51
收入增速	53%	18%	19%	32%	24%	19%	16%
智能手机	41%	7%	25%	36%	20%	15%	11%
IoT 与消费产品	87%	42%	9%	27%	32%	26%	23%
互联网服务	61%	24%	20%	23%	29%	28%	26%
其他	87%	35%	38%	22%	21%	18%	15%
毛利率	12.7%	13.9%	14.9%	17.5%	18.2%	18.9%	19.7%
智能手机	6.2%	7.2%	8.7%	12.1%	11.8%	11.8%	11.8%
IoT 与消费产品	10.3%	11.2%	12.8%	12.7%	14.8%	15.7%	16.5%
互联网服务	64.4%	64.7%	61.6%	69.4%	70.0%	70.0%	70.0%
其他	27.3%	-0.1%	11.9%	21.2%	21.3%	21.3%	21.3%
Non-GAAP 经调整净利 (亿元)	86	115	130	210	262	332	406
Non-GAAP 净利润率	4.9%	5.6%	5.3%	6.5%	6.5%	6.9%	7.3%
yoy	60%	35%	13%	61%	25%	27%	22%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

我们预测公司 2021-2023 年总收入分别为 3245/4022/4799/5570 亿元, 同比增长 32%/24%/19%/16%。2021-2024 年 Non-GAAP 净利润分别为 210/262/332/406 亿元, 同比增长 61%/25%/27%/22%。我们的预测基于:

- 1) 收入端:
 - i) 智能手机: 我们认为小米在国际市场的竞争格局好于国内: 相比于国内的群雄激战, 小米在国际市场对品牌力、渠道体系均进行了扎实的运营储备, 荣耀等竞品在国际市场的追赶尚需时间。

我们预测 2021-2024 年小米智能手机出货量分别为 1.94/2.27/2.44/2.61 亿台。其中，国际手机出货量持续高增，驱动公司有望达成 2024 年手机出货量全球第一的目标。我们预计公司 2021-2024 年智能手机业务收入分别为 2068/2482/2857/3176 亿元，同比增长 36%/20%/15%/11%。

ii) **AIoT**: 我们认为小米在 AIOT 领域的高端化、国际化布局，对其变现和利润提升均有显著拉动。

我们预测小米 AIoT 产品 2021-2024 年收入分别为 854/1125/1415/1734 亿元，同比增长 27%/32%/26%/23%。其中，到 2024 年，境外 IoT 销售收入有望接近国内销售规模。

iii) **互联网**: 手机出海带来的 MIUI 境外用户增长、互联网出海带来的境外 ARPU 提升，是小米互联网业务收入的重要驱动力。

我们预测 2021-2024 年末，小米 a) 大陆 MIUI MAU 分别达到 1.36/1.61/1.87/2.13 亿，大陆互联网年度 ARPU 达 179/181/183/186 元。b) 境外 MIUI MAU 达 3.71/4.76/5.92/7.17 亿，境外互联网年度 ARPU 达 13/18/24/30 元。我们预计公司 2021-2024 年互联网收入分别为 293/377/483/609 亿元，同比增长 23%/29%/28%/26%。

图表 55: 小米集团财务预测: 季度

	2021Q2	2021Q3e	2021Q4e	2022Q1e	2022Q2e	2022Q3e	2022Q4e
收入: 亿元	878	777	822	938	1,043	988	1,054
智能手机	591	474	488	593	669	596	624
智能手机出货量: 百万	52.9	44.4	46.9	55.4	58.4	54.2	58.6
其中: 国内	13.4	10.9	12.2	12.7	13.0	11.7	13.0
海外	39.5	33.5	34.8	42.7	45.4	42.5	45.5
ASP: 元	1,117	1,070	1,039	1,070	1,146	1,100	1,066
IoT 与消费产品	207	219	245	254	272	285	314
互联网服务	70	75	81	84	90	97	106
其他	9	8	7	7	11	10	9
收入增速	64%	0%	14%	15%	13%	26%	28%
智能手机	87%	0%	14%	15%	13%	26%	28%
IoT 与消费产品	36%	21%	16%	39%	31%	30%	28%
互联网服务	19%	30%	32%	28%	29%	29%	30%
其他	24%	24%	23%	22%	21%	21%	20%
毛利率	17%	17%	17%	18%	18%	19%	18%
智能手机	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
IoT 与消费产品	13%	12.7%	10.7%	15%	14%	16%	14%
互联网服务	74%	66%	66%	70%	70%	70%	70%
其他	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Non-GAAP 经调整净利 (亿元)	63	43	43	59	62	70	70
Non-GAAP 净利润率	7.2%	5.6%	5.2%	6.3%	6.0%	7.1%	6.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 利润端:

- i) **AIoT:** 产品高端化、销售国际化, 有望推动 AIoT 业务毛利率由 2020 年的 12.8% 提升至 2024 年的 16.5%。
- ii) **互联网:** 互联网境外收入快速提升有望进一步增加高毛利的互联网收入占比, 从而推动集团整体毛利率由 2020 年 14.9% 提升 2024 年的 19.7%。

我们认为, 小米集团未来三年值得期待的, 不仅有 1) 手机业务国际化扩张带来的出货量登项目标、2) 智能汽车项目量产下线目标, 还有 3) 由互联网出海、AIoT 高端化和国际化共同驱动的利润率改善。我们预计, 至 2024 年集团 non-GAAP 净利润有望达 406 亿元, 复合增长率约 25%, non-GAAP 净利润率由 2020 年的 5.3% 提升至 2024 年的 7.3%。

图表 56: 重点可比公司估值表

股票代码	公司简称	最新股价	货币	EPS			P/E			总市值 (亿)
				2021E /FY22E	2022E /FY23E	2023E /FY24E	2021E /FY22E	2022E /FY23E	2023E /FY24E	
智能手机及设备										
AAPL.O	苹果公司	149.99	USD	13.12	14.91	16.24	11.4	10.1	9.2	24,608
0992.HK	联想集团	8.15	HKD	0.133	0.149	0.168	7.9	7.0	6.2	981
688036.SH	传音控股	158.29	CNY	4.71	6.05	7.84	33.6	26.2	20.2	1,269
平均值							17.7	14.4	11.9	
消费电器										
603486.SH	科沃斯	169.31	CNY	3.57	4.82	6.27	47.5	35.1	27.0	968
689009.SH	九号公司	66.00	CNY	0.77	1.40	2.07	85.5	47.2	31.9	465
688169.SH	石头科技	867.50	CNY	23.62	31.13	39.56	36.7	27.9	21.9	579
平均值							56.6	36.7	26.9	
互联网公司										
9988.HK	阿里巴巴	162.40	HKD	8.19	7.76	9.08	16.5	17.4	14.9	35,220
0700.HK	腾讯控股	485.20	HKD	14.12	17.13	20.69	28.6	23.6	19.5	46,556
BIDU.O	百度	170.57	USD	57.48	69.02	86.11	19.2	16.0	12.8	589
平均值							21.5	19.0	15.8	

资料来源: Wind, Bloomberg, EPS 为 Bloomberg, Wind 一致预期, 国盛证券研究所, EPS 中苹果公司为美元, 其他公司均为人民币, 截至 2021 年 11 月 15 日收盘

基于小米整体业务约 25x2022e P/E、投资总价值 745 亿元, 我们给予小米 36 港元目标价, 首次覆盖给予“买入”评级。当前估值尚不包含对小米汽车的预期, 待其量产后有望成为小米集团新的估值驱动引擎。

附录

图表 57: 手机产品线: 小米品牌

手机型号	发布时间	价位	CPU	主屏尺寸 (英寸)	分辨率	电池容量 (mAh)	摄像头像素
小米 10	2020年2月13日	8GB 内存+128GB 存储: 3999 元	高通骁龙 865	6.67	2340 × 1080 像素	4780	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 4299 元					后置: 四摄, 一亿+200 万+200 万+1300 万
		12GB 内存+256GB 存储: 4699 元					
小米 10 Pro	2020年2月13日	8GB 内存+256GB 存储: 4999 元	高通骁龙 865	6.67	2340 × 1080 像素	4500	前置: 2000 万
		12GB 内存+256GB 存储: 5499 元					后置: 四摄, 一亿+800 万+1200 万+200 万
		12GB 内存+512GB 存储: 5999 元					
Mi 10 Lite 5G	2020年3月27日	349 欧元起	骁龙 765G	6.57		4160	前置: 1600 万 后置: 4800 万像素四摄系统
小米 10 青春版	2020年4月27日	6GB 内存+64GB 存储: 2099 元	骁龙 765G	6.57	2400 × 1080 像素	4160	前置: 1600 万
		6GB 内存+128GB 存储: 2399 元					后置: 四摄, 4800 万+800 万+800 万+200 万
		8GB 内存+128GB 存储: 2499 元					
		8GB 内存+256GB 存储: 2799 元					
小米 10 至尊纪念版	2020年8月11日	8GB 内存+128GB 存储: 5299 元	高通骁龙 865	6.67	2340 × 1080	4500	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 5599 元					后置: 四摄, 4800 万+4800 万+1200 万+2000 万
		12GB 内存+256GB 存储: 5999 元					
		12GB 内存+512GB 存储: 6999 元					
Mi 10T	2020年9月30日	6GB 内存+128GB 存储: 499 欧元	高通骁龙 865	6.67	2400 × 1080	5000	前置: 2000 万
		8GB 内存+128GB 存储: 549 欧元					后置: 三摄, 6400 万+1300 万+500 万
Mi 10T Pro	2020年9月30日	8GB 内存+128GB 存储: 599 欧元	高通骁龙 865	6.67	2400 × 1080	5000	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 649 欧元					后置: 三摄, 一亿+1300 万+500 万
Mi 10T Lite	2020年9月30日	6GB 内存+64GB 存储: 279 欧元	骁龙 750G	6.67	2400 × 1080	4820	前置: 1600 万
		6GB 内存+128GB 存储: 329 欧元					后置: 四摄, 6400 万+800 万+200 万+200 万
小米 11	2020年12月28日	8GB 内存+128GB 存储: 3999 元	高通骁龙 888	6.81	3200 × 1440	4600	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 4299 元					后置: 三摄, 一亿+1300 万+500 万
		12GB 内存+256GB 存储: 4699 元					
小米 10S	2021年3月10日	8GB 内存+128GB 存储: 3299 元	高通骁龙 870	6.67	2340 × 1080	4780	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 3499 元					后置: 四摄, 一亿+1300 万+200 万+200 万
		12GB 内存+256GB 存储: 3799 元					
小米 11 Pro	2021年3月29日	8GB 内存+128GB 存储: 4999 元	高通骁龙 888	6.81	3200 × 1440	5000	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 5299 元					后置: 三摄, 5000 万+800 万+500 万
		12GB 内存+256GB 存储: 5699 元					
小米 11 青春版	2021年3月29日	8GB 内存+128GB 存储: 2299 元	骁龙 780G	6.55	2400×1080	4250	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 2599 元					后置: 三摄, 6400 万+800 万+500 万
		8GB 内存+256GB 存储: 5999 元					
小米 11 Ultra	2021年3月29日	12GB 内存+256GB 存储: 6499 元	高通骁龙 888	6.81	3200 × 1440	5000	前置: 2000 万
		12GB 内存+512GB 存储: 6999 元					后置: 三摄, 5000 万+4800 万+4800 万
		12GB 内存+256GB 存储: 9999 元					
小米 MIX FOLD	2021年3月29日	12GB 内存+512GB 存储: 10999 元 16GB 内存+512GB 存储: 12999 元	高通骁龙 888	6.52	2520 × 840	5020	前置: 2000 万 后置: 三摄, 一亿+1300 万+800 万
小米 MIX 4	2021年8月10日	8GB 内存+128GB 存储: 4999 元	高通骁龙 888+	6.67	2400 × 1080	4500	前置: 2000 万
		8GB 内存+256GB 存储: 5299 元					后置: 三摄, 一亿+1300 万+800 万
		12GB 内存+256GB 存储: 5799 元					
小米 11T	2021年9月15日	8GB 内存+128GB 存储: 499 欧元	天玑 1200	6.67	2400 × 1080		前置: 1600 万
		8GB 内存+256GB 存储: 549 欧元					后置: 三摄, 6400 万+800 万+200 万
小米 11T Pro	2021年9月15日	8GB 内存+128GB 存储: 649 欧元	高通骁龙 888	6.67	2400 × 1080	5000mAh	前置: 1600 万
		8GB 内存+256GB 存储: 699 欧元					后置: 三摄, 一亿+1300 万+800 万
		12GB 内存+256GB 存储: 749 欧元					
小米 CIVI	2021年9月27日	8GB 内存+128GB 存储: 2599 元	高通骁龙 778G	6.55	2400 × 1080	4500	前置: 3200 万
		8GB 内存+256GB 存储: 2899 元					后置: 三摄, 6400 万+800 万+200 万
		12GB 内存+256GB 存储: 3199 元					

资料来源: 小米商城、36 氪等, 国盛证券研究所

图表 58: 手机产品线: Redmi 品牌

手机型号	发布时间	价位	CPU	主屏尺寸 (英寸)	分辨率	电池容量 (mAh)	摄像头像素
Redmi 8A Dual	2020年2月11日	2GB+32GB 版 6499 卢比 3GB+32GB 版 6999 卢比	高通骁龙 439	6.2	1520 × 720	5000	前置: 800 万 后置: 双摄, 1300 万+200 万
Redmi Note9 Pro	2020年3月12日	4GB+64GB 版 12999 卢比 6GB+128GB 版 15999 卢比	高通骁龙 720G	6.7	2400 × 1080	5020	前置: 1600 万 后置: 四摄, 4800 万+800 万+500 万+200 万
Redmi Note9 Pro Max	2020年3月12日	6GB+64GB 版 14999 卢比 6GB+128GB 版 16999 卢比 8GB+128GB 版 18999 卢比	高通骁龙 720G	6.7	2400 × 1080	5020	前置: 3200 万 后置: 四摄, 6400 万+800 万+500 万+200 万
Redmi K30 Pro	2020年3月24日	6GB+128GB 版售价 2999 元 8GB+128GB 版售价 3399 元 8GB+256GB 版售价 3699 元	高通骁龙 865	6.7	2400 × 1080	4700	前置: 2000 万 后置: 四摄, 6400 万+1300 万+500 万+200 万
Redmi K30 Pro 变焦版	2020年3月24日	8GB+128GB 版售价 3799 元 8GB+256GB 版售价 3999 元	高通骁龙 865	6.7	2400 × 1080	4700	前置: 2000 万 后置: 四摄, 6400 万+1300 万+800 万+200 万
Redmi 10X 4G	2020年5月26日	4GB+128GB 版售价 999 元 6GB+128GB 版售价 1199 元	MTK Helio G85	6.5	2340 × 1080	5020	前置: 1300 万 后置: 四摄, 4800 万+800 万+200 万+200 万
Redmi 10X Pro	2020年5月26日	8GB+128GB 版售价 2299 元 8GB+256GB 版售价 2599 元	MTK 天玑 820	6.6	2400 × 1080	4520	前置: 2000 万 后置: 四摄, 4800 万+800 万+800 万+500 万
Redmi 10X 5G	2020年5月26日	6GB 内存+64GB 存储: 1599 元 6GB 内存+128GB 存储: 1799 元 8GB 内存+128GB 存储: 2099 元 8GB 内存+256GB 存储: 2399 元	MTK 天玑 820	6.6	2400 × 1080	4520	前置: 1600 万 后置: 四摄, 4800 万+800 万+200 万
Redmi K30i 5G	2020年5月26日	6GB+128GB 版售价: 1499 元 8GB+128GB 版售价: 1799 元	高通骁龙 765G	6.7	2400 × 1080	4500	前置: 2000 万+200 万 后置: 四摄, 4800 万+800 万+500 万+200 万
Redmi 9	2020年6月24日	4GB 内存+64GB 存储: 799 元 4GB 内存+128GB 存储: 999 元 6GB 内存+128GB 存储: 1199 元	MTK Helio G80	6.5	2340 × 1080	5020	前置: 800 万 后置: 四摄, 1300 万+800 万+500 万+200 万
Redmi 9A	2020年7月28日	2GB 内存+32GB 存储: 499 元 4GB 内存+64GB 存储: 599 元 4GB 内存+128GB 存储: 799 元 6GB 内存+128GB 存储: 999 元	Helio G25	6.5	1600 × 720	5000	前置: 500 万 后置: 1300 万
Redmi K30 至尊纪念版	2020年8月11日	6GB 内存+128GB 存储: 1999 元 8GB 内存+128GB 存储: 2199 元 8GB 内存+256GB 存储: 2499 元	天玑 1000+	6.7	1080 × 2400	4500	前置: 2000 万 后置: 四摄, 6400 万+1300 万+500 万+200 万
Redmi K30 S 至尊纪念版	2020年10月27日	8GB 内存+128GB 存储: 2599 元 8GB 内存+256GB 存储: 2799 元	高通骁龙 865	6.7	2400 × 1080	5000	前置: 2000 万 后置: 三摄, 6400 万+1300 万+500 万
Redmi Note9 4G	2020年11月26日	4GB 内存+128GB 存储: 999 元 6GB 内存+128GB 存储: 1099 元 8GB 内存+128GB 存储: 1299 元 8GB 内存+256GB 存储: 1499 元	高通骁龙 662	6.5	2340 × 1080	6000	前置: 800 万 后置: 三摄, 4800 万+800 万+200 万
Redmi Note9 5G	2020年11月26日	6GB 内存+128GB 存储: 1299 元 6GB 内存+256GB 存储: 1599 元 8GB 内存+128GB 存储: 1499 元 8GB 内存+256GB 存储: 1699 元	天玑 800U	6.5	2340 × 1080	5000	前置: 1300 万 后置: 三摄, 4800 万+800 万+200 万
Redmi Note9 Pro	2020年11月26日	6GB 内存+128GB 存储: 1599 元 8GB 内存+128GB 存储: 1799 元 8GB 内存+256GB 存储: 1999 元	骁龙 750G	6.7	2400 × 1080	4820	前置: 1600 万 后置: 四摄, 一亿+800 万+200 万+200 万
Redmi K40	2021年2月25日	6GB 内存+128GB 存储: 1999 元 8GB 内存+128GB 存储: 2199 元 8GB 内存+256GB 存储: 2499 元 12GB 内存+256GB 存储: 2699 元	高通骁龙 870	6.7	2400 × 1080	4520	前置: 2000 万 后置: 三摄, 4800 万+800 万+500 万
Redmi K40 Pro	2021年2月25日	6GB 内存+128GB 存储: 2799 元 8GB 内存+128GB 存储: 2999 元 8GB 内存+256GB 存储: 3299 元	高通骁龙 888	6.7	2400 × 1080	4520	前置: 2000 万 后置: 三摄, 6400 万+800 万+500 万
Redmi K40 Pro+	2021年2月25日	12GB 内存+256GB 存储: 3699 元	高通骁龙 888	6.7	2400 × 1080	4520	前置: 2000 万 后置: 三摄, 1 亿+800 万+500 万
Redmi K40 游戏增强版	2021年4月27日	6GB 内存+128GB 存储: 1999 元 8GB 内存+128GB 存储: 2199 元 8GB 内存+256GB 存储: 2399 元	天玑 1200	6.7	2400 × 1080	5065	前置: 1600 万 后置: 三摄, 6400 万+800 万+200 万

Redmi Note10 5G	2021年5月26日	12GB 内存+128GB 存储: 2399 元	天玑 700	6.5	2400 x 1080	5000	前置: 800 万 后置: 双摄, 4800 万+200 万
		12GB 内存+256GB 存储: 2699 元					
		4GB 内存+128GB 存储: 1099 元					
		6GB 内存+128GB 存储: 1199 元					
		8GB 内存+128GB 存储: 1399 元					
8GB 内存+256GB 存储: 1599 元							
Redmi Note10 Pro	2021年5月26日	6GB 内存+128GB 存储: 1699 元	天玑 1100	6.6	2400 x 1080	5000	前置: 1600 万 后置: 三摄, 6400 万+800 万+200 万
		8GB 内存+128GB 存储: 1899 元					
		8GB 内存+256GB 存储: 2099 元					
Redmi Note 11	2021年10月28日	4GB 内存+128GB 存储: 1199 元	天玑 810	6.6	2400 x 1080	5000	前置: 1600 万 后置: 双摄, 5000 万+800 万
		6GB 内存+128GB 存储: 1299 元					
		8GB 内存+128GB 存储: 1499 元					
8GB 内存+256GB 存储: 1699 元							
Redmi Note 11 Pro	2021年10月28日	6GB 内存+128GB 存储: 1799 元	天玑 920	6.67	2400 x 1080	67W 快充, 5160mAh 电池	前置: 1600 万 后置: 三摄, 1 亿+800 万+200 万
		8GB 内存+128GB 存储: 1999 元					
		8GB 内存+256GB 存储: 2199 元					
Redmi Note 11 Pro+	2021年10月28日	6GB 内存+128GB 存储: 1999 元	天玑 920	6.67	2400 x 1080	120W 快 充, 4500mAh 电池	前置: 1600 万 后置: 三摄, 1 亿+800 万+200 万
		8GB 内存+128GB 存储: 2199 元					
		8GB 内存+256GB 存储: 2399 元					

资料来源: 小米商城、36 氪等, 国盛证券研究所

图表 59: 小米长江产业基金主要对外投资企业一览

行业分类	企业名称	投资比例	投资数额	成立日期	融资轮次
芯片/半导体	芯原微电子	5.55%	2718 万股	2001-08-21	科创板上市
	恒玄科技	3.49%	419 万股	2015-06-08	科创板上市
	速通半导体	10.53%	180 万元	2018-07-18	A+轮
	无锡瀚昕微电子	9.92%	30 万元	2019-12-17	战略投资
	芯来科技	8.59%	33 万元	2018-09-20	战略投资
	睿芯微电子	8.40%	55 万元	2014-07-02	战略投资
	智多晶	8.11%	227 万元	2012-11-12	战略投资
	帝奥微电子	7.50%	1419 万元	2010-02-05	战略投资
	双十科技	7.11%	100 万元	2014-01-17	-
	加速科技	6.71%	33 万元	2015-09-17	战略投资
	昂瑞微	4.82%	310 万元	2012-07-03	战略投资
	灿芯半导体	4.77%	429 万元	2008-07-17	D 轮
	OCS 灿瑞半导体	3.89%	225 万元	2005-09-13	-
	微容电子	3.83%	500 万元	2017-09-29	战略投资
	芯百特微电子	3.30%	56 万元	2018-10-09	-
	长晶科技	2.66%	950 万元	2018-11-29	战略投资
	南芯半导体	2.51%	13 万元	2015-08-04	战略投资
	芯迈半导体	2.27%	51 万元	2019-09-17	A 轮
	峰昭科技	2.03%	1,40 万股	2010-05-21	A 轮
	唯捷创芯	1.74%	6,26 万股	2010-06-02	战略投资
比亚迪半导体	1.72%	773 万股	2004-10-15	A+轮	
泰凌微电子	1.58%	284 万元	2010-06-30	战略投资	
睿力集成	0.28%	9521 万元	2016-06-13	战略投资	
一微半导体	7.69%	150 万元	2014-03-26	天使轮	
光电元器件	京滨光电	10.60%	9,32 万股	1994-06-03	Pre-IPO

	深浅优视	9.52%	25 万元	2019-01-25	天使+轮
	隔空科技	7.17%	54 万元	2017-12-13	B 轮
	矽睿科技	5.07%	8549 万元	2012-09-13	股权融资
	霖鼎光学	5.00%	63 万元	2019-12-24	战略投资
	诚瑞光学	4.00%	24070 万元	2008-12-31	战略投资
	皓泽电子	3.48%	245 万元	2012-06-08	B 轮
	翱捷科技	1.09%	410 万股	2015-04-30	D+轮
新能源/新材料	卢米蓝新材料	9.67%	220 万元	2017-02-10	B 轮
	勤邦新材料	9.24%	237 万元	2014-04-22	B+轮
	墨睿科技	8.43%	150 万元	2015-10-28	战略投资
	冠宇电池	3.70%	41,55 万股	2007-05-11	战略投资
	兴禾自动化	4.13%	14,87 万股	2006-02-20	-
	亚华电子材料	4.01%	573 万元	2012-02-16	天使轮
	中航锂电	2.28%	29146 万元	2015-12-08	-
激光	泰德激光	13.10%	266 万元	2001-12-12	A 轮
	镭明激光	10.00%	192 万元	2012-04-06	B 轮
	科韵激光	5.93%	920 万元	2018-12-20	战略投资
	创鑫激光	4.43%	3,26 万股	2004-01-01	战略投资
	纵慧芯光	4.00%	89 万元	2015-11-18	战略投资
视听设备	晶视科技	17.75%	295 万元	2019-05-07	战略投资
	华景传感	9.93%	291 万元	2010-04-09	战略投资
	灵明光子	6.64%	16 万元	2018-05-30	A+轮
	云英谷科技	4.72%	233 万元	2012-05-30	战略投资
	奕东集团	3.00%	525 万股	1997-05-14	-
	思特威	1.61%	579 万股	2017-04-13	战略投资
智能装备	鑫信腾科技	10.72%	896 万元	2014-09-18	C 轮
	好达电子	5.30%	4,04 万股	1999-06-14	战略投资
	天易合芯	4.46%	55 万元	2014-05-28	战略投资
	凌云光技术	1.13%	406 万股	2002-08-13	B+轮
工业机器人	隆深机器人	11.88%	200 万元	2013-09-03	战略投资
	景焱智能	10.00%	243 万元	2009-05-12	战略投资
	钛深科技	5.94%	110 万元	2018-02-07	A+轮
	高视科技	4.84%	145 万元	2015-03-25	战略投资
	安凯微电子	4.47%	1313 万元	2001-04-10	股权融资
	拓野机器人	4.06%	268 万元	2013-12-03	战略投资
	精测电子	1.52%	420 万股	2006-04-20	定向增发

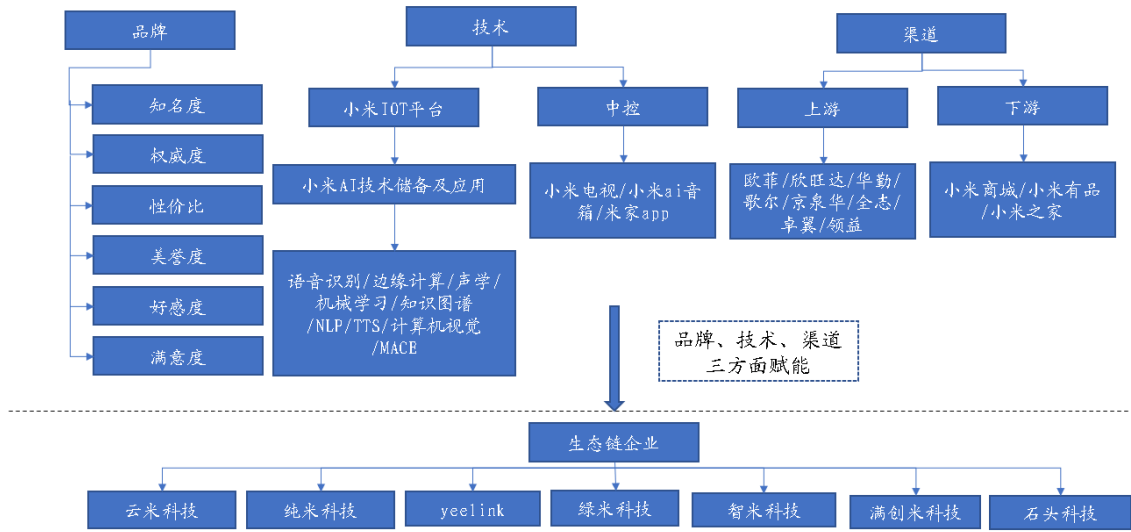
资料来源：企查查、各公司官网，国盛证券研究所

图表 60: 小米生态链主要公司相关信息

领域	公司名称	股票代码	参股比例	成立或收购日期	主营业务
手机周边	黑鲨科技		46.44%	2017年8月9日	游戏手机
	汉图科技		7.14%	2017年8月23日	手机打印机
	紫米电子		1.00%	2012年2月23日	移动电源
	硕米科技		5.00%	2015年3月11日	手机套、数据线等配件
	西安蜂语		8.29%	2015年7月15日	小米米家对讲机
出行	九号公司	689009.SH	9.22%	2014年12月10日	平衡车、电动滑板车
	速珂智能		9.16%	2015年6月10日	电动车
	深圳欧兔智能		5.93%	2016年6月27日	小白单车
	云造科技		na	2013年7月4日	云马智行车
	骑记科技		na	2016年6月8日	智能自行车
可穿戴设备	华米科技	ZEPP.N	14.34%	2014年1月及12月	小米生态链企业，聚焦智能可穿戴技术
	一数科技		3.60%	2015年3月18日	智能手表
智能家居	云米科技	VIOT.O	16.40%	2014年7月	小米生态链企业，全屋互联网家电的开创者。
	石头科技	688169.SH	6.88%	2014年7月4日	扫地机器人
	智米科技		na	2014年6月19日	智能空气净化器
	云丁网络技术		1.9%	2014年5月21日	智能门锁
	追觅科技		na	2014年7月16日	智能家居系列产品
	星月电器		na	2013年6月28日	智能空气净化器、恒氧净化机
	创米科技		8.53%	2014年4月10日	万能遥控器、智能插座、随身WiFi
	纯米科技		9.67%	2013年7月10日	米家压力电饭煲
	猎声电子		10.2%	2015年5月25日	智能家居无线音频设备
	趣睡科技		1.79%	2014年10月22日	乳胶弹簧床垫
笔记本	悦米科技		13.50%	2015年5月5日	机械键盘
	米物科技		10.00%	2015年12月14日	小米游戏鼠标、便携鼠标
	田米科技		70.00%	2015年7月28日	小米笔记本

资料来源: 企查查、各公司公告、国盛证券研究所 (持股比例数据截止 2021 年 11 月 10 日, 持股比例中仅含天津金米、天津金星、小米科技。小米通讯技术有限公司、People better limited、red better limited 机构持股, 不包括顺为资本持股)

图表 61: 小米生态链: 以品牌、技术、渠道为核心, 为生态链企业提供全方位支持



资料来源:《小米生态链战地笔记》、小米公司官网、国盛证券研究所

风险提示

国内智能手机业务竞争加剧。公司在国内智能手机市场面临激烈的竞争环境，若市场竞争加剧，公司在国内智能手机市场份额存在下滑的风险；若公司为获取市场份额进行促销，国内智能手机业务毛利率也存在下滑的风险。

IoT 业务进展不及预期。智能电视产品已获得初步成功，2021Q2 小米电视在中国大陆出货量连续十个季度第一、全球电视出货量稳居前五，空调、冰箱、洗衣机也成为公司的重要产品。若后续空冰洗产品以及其他小家电等 Iot 设备的市场推进不及预期，公司的 IoT 业务存在增长放缓的风险。

海外市场政策风险。海外市场逐渐成为公司收入的主要来源，尤其是印度、欧洲等市场，2020 年小米海外市场贡献接近 50% 的收入。近年来国际局势错综复杂，若海外政策出现变化，将会对公司的海外业务造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com