



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

从入局到破局，小米汽车奋楫笃行

——小米产业链动态报告

2024年1月4日



分析师：倪昱婧（执业证书编号：S0930515090002）
联系人：孟祥庭



证券研究报告

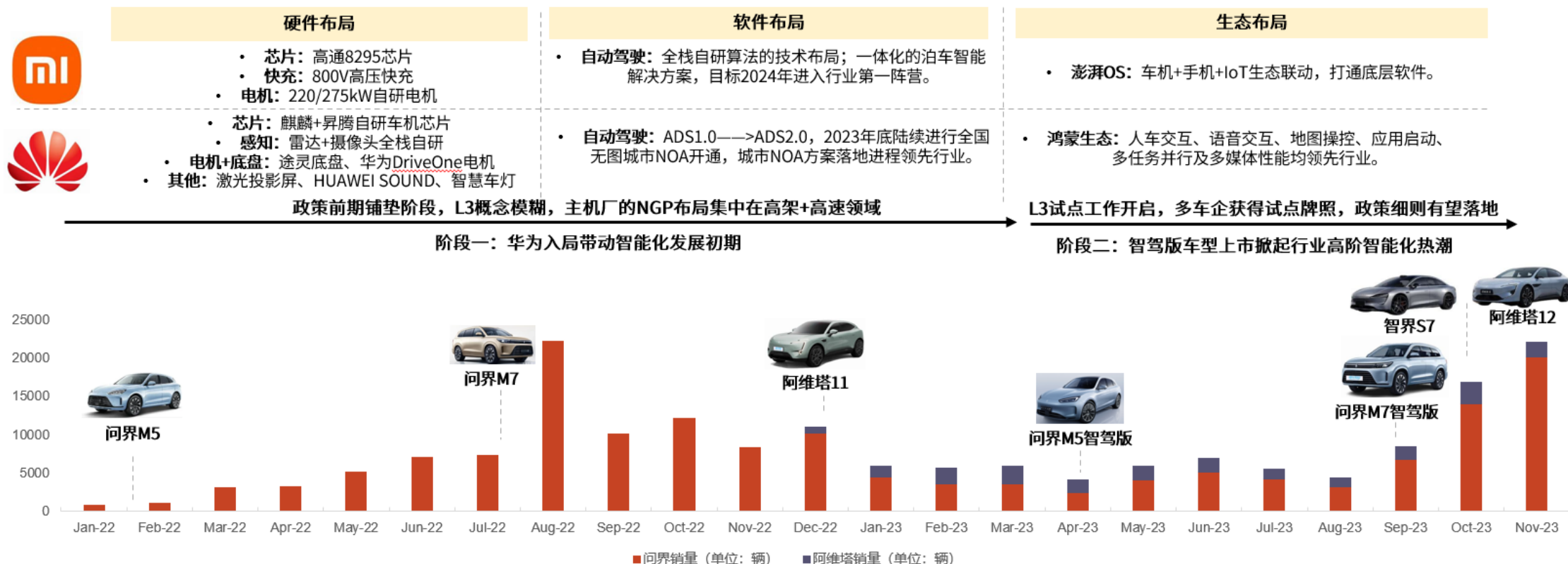
- **消费电子出身向汽车产业转型，转型效果取决于五大因素：**从华为到小米，消费电子厂商先后进军汽车市场；其中，华为率先发力，主力车型问界M7先后经历订单创新高但持续性偏弱（2022/7-2022/12）、订单与交付表现回落（2023/1-2023/8）、以及新款上市带动订单与交付回暖（2023/9-至今）这三个阶段。相较于华为，小米的优势在于，通过“平价智能化”的品牌形象积累了庞大粉丝群体，但中长期的汽车业务转型效果仍取决于五大关键因素，包括1) 管理层定位（战略+品牌+定价）、2) 市场竞争、3) 技术+资金储备、4) 整车供产销能力、5) 核心竞争力。
- **综合对比小米汽车竞争力，实际销量兑现仍待验证：**通过多维度综合对比小米汽车的行业竞争力，我们认为，1) 管理层：小米造车推进较快但落地较晚（错过了行业布局的最佳红利期），负责核心业务的部分管理层来自于传统车企（相对缺乏打造爆款新能源车的经验），实际的协作推进仍待验证。2) 竞争：首款车型为竞争激烈的B级纯电轿车，具有一定挑战性；看好小米贴合其高性价比品牌定位，价格下探至15-20万元通过智能纯电爆款车撬动市场需求的可能。3) 技术+资金：技术布局以投资并购为主；考虑到小米中长期对汽车业务的投资增加，资金也将成为推动小米汽车各项业务发展与兑现的关键。4) 整车供产销：小米首次涉及汽车生产制造领域、且汽车的生产制造环节更复杂，实际的交付能力有待验证。5) 核心竞争力：小米品牌亲民+年轻化的品牌形象带动并已形成良好的粉丝基础，前期有望通过粉丝实现变现。
- **小米汽车发布会公布核心技术进展：**12/28小米举办汽车技术发布会。1) 电机：V6/V6s可以量产上车转速达到21,000rpm，并计划在2025E将27,200rpm电机投入量产。2) 电池：强调真实高压技术+电池安全，电池电压最高可至871V并首创电芯倒置技术既保证了续航里程又可以降低热失控风险。3) 压铸：全栈自研9,100t的大压铸集群提升车身的强度。4) 智能驾驶：计划2024年底向全国100座城市推进城市无图NCA，目标进入行业第一梯队。5) 智能座舱：搭载8295芯片+自研澎湃OS系统，预计在人车交互方面有良好的用户体验。我们认为，小米多项技术参数已达到或者接近业内的领先水平；结合雷军出色的表达和共情能力，打造了小米汽车科技感属性，对目标用户有较强的宣传效果。
- **预计2024E小米首款汽车SU7销量5-10万辆：**小米前期或可依托于流量+渠道布局优势带动汽车销量爬坡，但长期销量稳定增长与车型的综合竞争力有关。我们判断，1) 综合考虑市场竞争、小米的品牌力与首款车型定位，我们预计2024E首款SU7销量5-10万辆；后续需聚焦15-20万元纯电车型的爬坡上量能力。2) 预计2024E小米汽车业务的毛利率约个位数，预计年销量30-40万辆以上+毛利率爬坡至15%左右或有机会实现盈亏平衡。建议关注已明确定点和潜在受益的零部件标的，建议关注博俊科技、常熟汽饰、金杨股份、无锡振华、美利信。
- **风险提示：**行业竞争风险加剧、交付节奏不及预期、生产牌照发放不及预期。

- 手机到汽车的突破重心在哪？
- 多维度看小米的竞争力
- 小米产业链标的梳理
- 风险分析

从手机延伸至汽车，小米造车重磅来袭

- 2023年智能化逐步接力电动化，华为问界新款M7（2023/9/12上市）凭借手机热点引流/较强用户基础+优势定位+较高性价比+智能化功能兑现，进一步提升市场对智能汽车的关注度。2023/11小米汽车进行了新产品公示，成为继华为之后又一迈入汽车领域的手机厂商。
- 我们综合对比华为与小米的汽车业务布局，1) 华为的优势在于软硬件全栈自研+生态布局、以及在汽车智能化的先发优势，但其整车供产销能力或相对偏弱；2) 小米或具备更强的整车供产销能力、生态布局也与华为相近，但其基于汽车智能化的软硬件全栈自研能力或相对偏弱（以收购为主）；3) 品牌定位差异性，手机市场的目标用户群体或延伸至汽车（华为中高端+智能vs. 小米中低端+性价比）成为品牌IP的主基调。

图1：华为与小米在汽车业务布局对比、以及2022/1-2023/11华为智能化车型销量对比

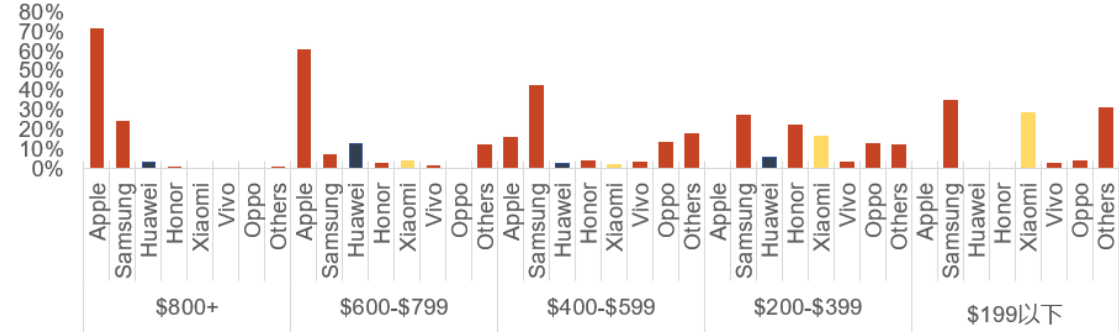


资料来源：车主之家、汽车之家、盖世汽车网、小米官网、智驾网等、光大证券研究所整理

用户画像：小米“平价智能化”已深入人心

- 从华为与小米手机客群的用户画像对比来看，华为与小米在手机价格带对应的目标群体等方面存在差异性，小米“平价智能化”已深入人心。
- 1) 华为在剥离荣耀产品线后主攻高端市场，机型集中在4,000元以上，近期Mate60的爆款打造有望进一步提升品牌在高端机型市场份额。3Q23华为在全球\$600-799区间的市场份额为12.5%，3Q23对应的单款Mate60+Mate60 Pro出货量接近200万台。
- 2) 小米主要覆盖4,000元以下市场，子品牌红米价格可下探至千元以内打造高性价比产品。3Q23小米在全球\$200-\$399、\$199元以下机型的销量市场份额分别为16.3%、28.3%，代表机型的单品类出货量接近500万部。

图2：3Q23分价格带统计代表机型全球市场份额（按销售量口径）



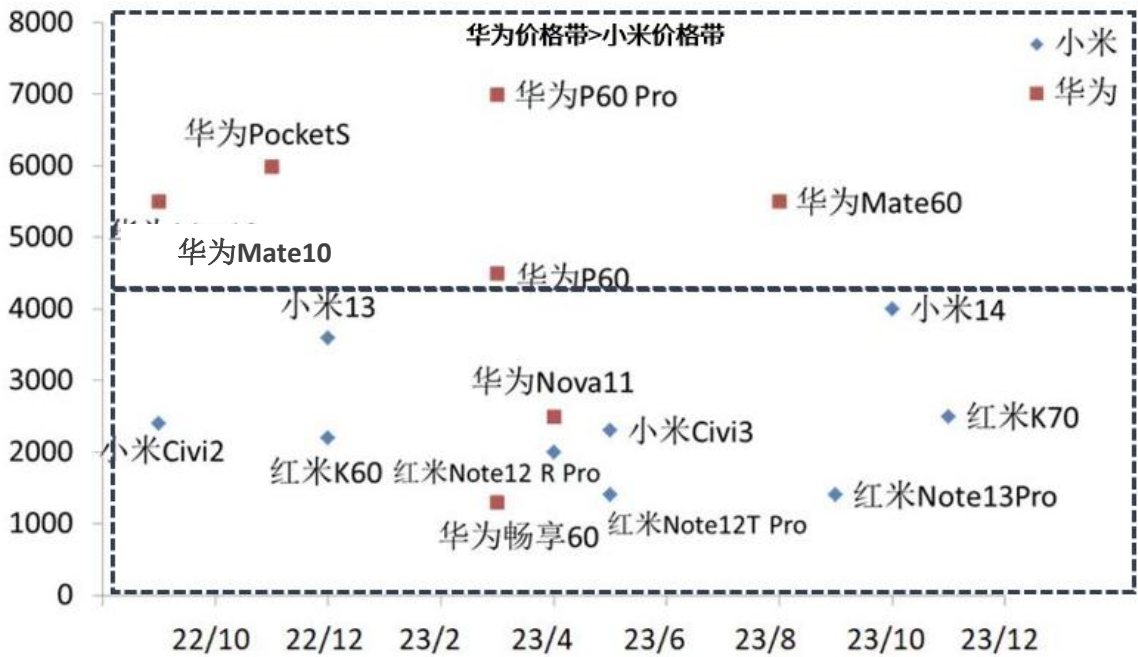
资料来源：潮电智库、光大证券研究所整理

表1：3Q23分价格带统计代表机型销量

价格段	华为机型	销量（万部）	小米机型	销量（万部）
800+美元	Mate60 Pro	147.0	NA	
	P60Pro	58.1		
600-799美元	P60	79.1	MI 13	43.3
	Mate60	51.0	MI 13T Pro	26.3
400-599美元	nova11Pro	43.6	MI 13T	30.8
200-399美元	nova11	133.7	红米Note12Pro	323.1
0-199美元	NA		红米K60 Ultra	101.7
			红米12C	481.5
			红米12	462.2
			红米Note12	428.9

资料来源：潮电智库、光大证券研究所整理

图3：小米与华为多机型上市时间及价格统计（单位：元）

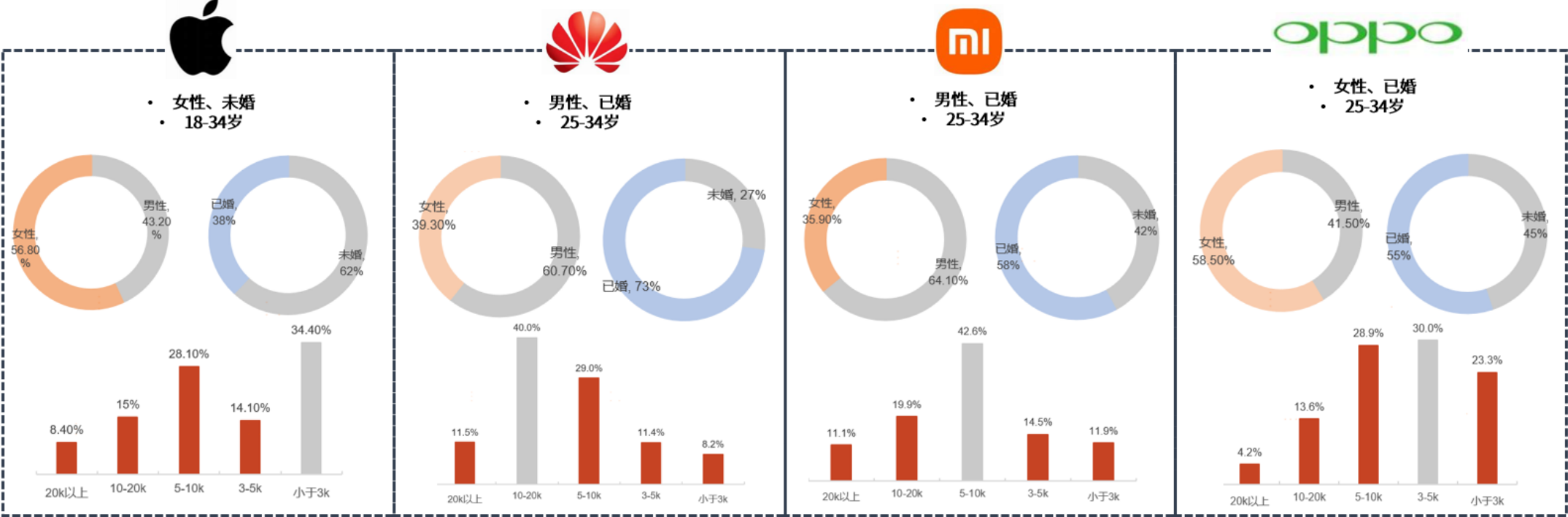


资料来源：小米官网、华为官网、光大证券研究所整理

用户画像：已婚中等收入男性为小米主要客群

- 根据MobData的统计，已婚男性为华为与小米手机的主要用户群体，但两者在收入方面有所分化；其中，1) 华为用户群体的平均月收入水平高于小米（华为主要集中在1.0-2.0万元 vs. 小米主要集中在0.5-1.0万元）；2) 华为与小米用户群体的平均月收入水平达2.0万元以上的占比均超过11%并高于其他品牌，预计两者均有相应的粉丝群体具备一定的购买力。
- 我们判断，1) 庞大粉丝基础是手机厂商的核心优势之一，也是奠定转型至汽车业务能否成功的基础；2) 华为具备较强的品牌认知度与客户基础，但其主力车型问界M7也先后经历订单创新高但持续性偏弱（2022/7-2022/12）、订单与交付表现回落（2023/1-2023/8）、以及新款上市带动订单与交付回暖（2023/9-至今）这三个阶段。鉴于定价区间、使用场景等方面的差异性，手机转型至汽车仍有较多领域需要突破。

图4：3Q18关于各手机品牌包括性别、婚姻情况、收入方面的用户画像对比

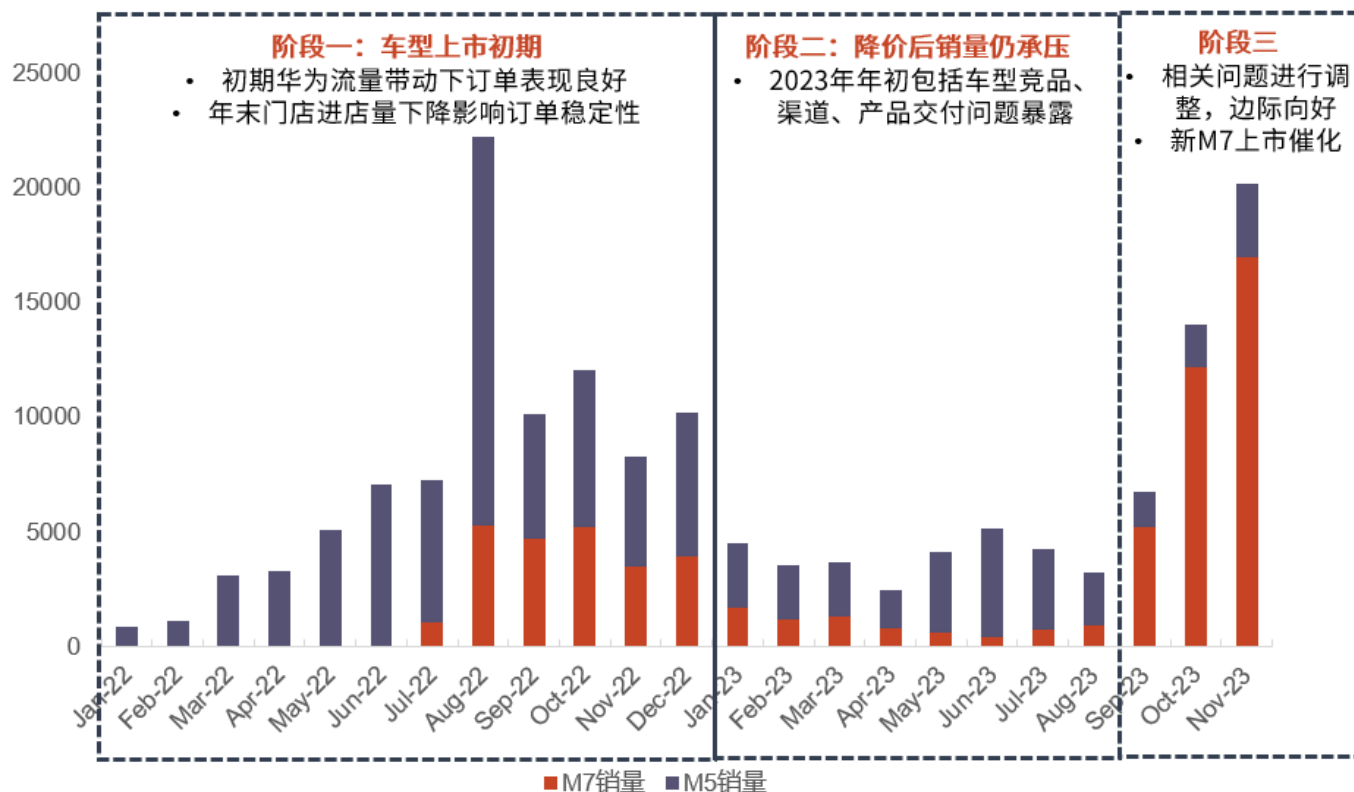


资料来源：MobData、光大证券研究所整理

手机到汽车，突破重心体现在哪？

- 我们复盘从上市交付至今的华为智选市场表现，1) 问界前期面临竞品力不足、渠道经营效率低、以及交付节奏慢等问题，导致销量下滑。2H23 华为与赛力斯进行了经营管理调整，在产品、渠道、交付方面均有了边际改善，打造出了爆款车型全新M7。2) 2023/11智界（奇瑞合作）上市后的订单与交付表现不及预期，我们判断双方合作或与赛力斯在前期面临的问题接近，出现了包括展车渠道铺开有限、交付进展偏慢等问题。
- 通过华为智选模式下的老品牌问界（与赛力斯合作）vs. 新品牌智界（与奇瑞合作）的市场表现对比，我们判断转型至汽车业务涉及五大决定性因素，包括1) 管理层定位（战略+品牌+定价）；2) 市场竞争；3) 技术+资金储备；4) 整车供产销能力；5) 核心竞争力。

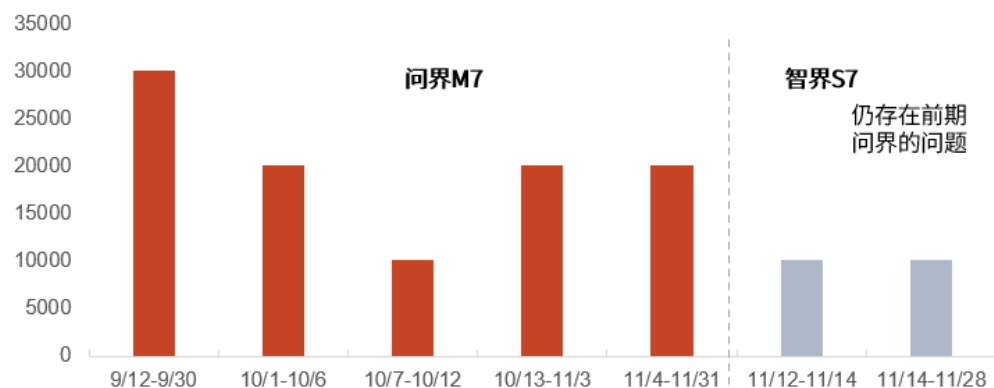
图5：2022/1-2023/11问界各车型销量（单位：辆）



资料来源：车主之家、光大证券研究所整理

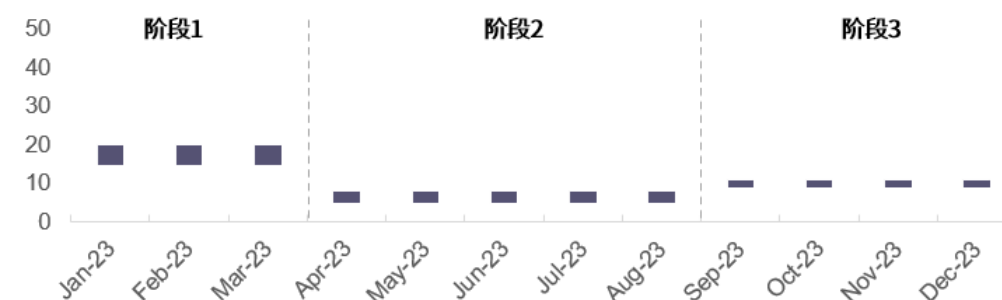
请务必参阅正文之后的重要声明

图6：问界M7与智界S7上市后的订单表现（单位：辆）



资料来源：问界官网、光大证券研究所整理

图7：对问界销量预期区间波动（单位：万辆）



资料来源：光大证券研究所预测

- 手机到汽车的突破重心在哪？
- 多维度看小米的竞争力
- 小米产业链标的梳理
- 风险分析

管理及战略：自主造车，两年推进量产计划，实际表现待验证

- 2H21小米完成了自动驾驶研发团队的收购、以及小米汽车商标注册，并在同期确立了相关的管理团队；2023/12小米汽车的首款车型外观及内饰曝光。小米用近2年左右的时间完成了造车基本架构的搭建（2021年-2023年前11月国内新能源车渗透率从15.5%快速爬坡至34.1%）。
- 我们判断，1) 小米造车推进较快但落地较晚，国内新能源汽车市场渗透率最快速爬坡期已过+主要赛道已有代表性品牌，2023年底-2024年小米汽车或已错过布局国内新能源车的最佳红利期。2) 小米汽车高层管理人员多数来自于小米创始团队，团队的协调配合、以及执行能力已在手机领域得到验证；但智能驾驶、以及平台/供应链/设计等团队负责人则来自于外部招聘并曾就职于深动科技等初创团队、以及吉利/北汽/宝马等传统车企（对于智能电动化爆款车型开发经验或相对有限），实际各环节开发与配合仍有待验证。3) 定价+量产+供应交付能力也尚待验证。

图8：小米汽车管理架构划分预测

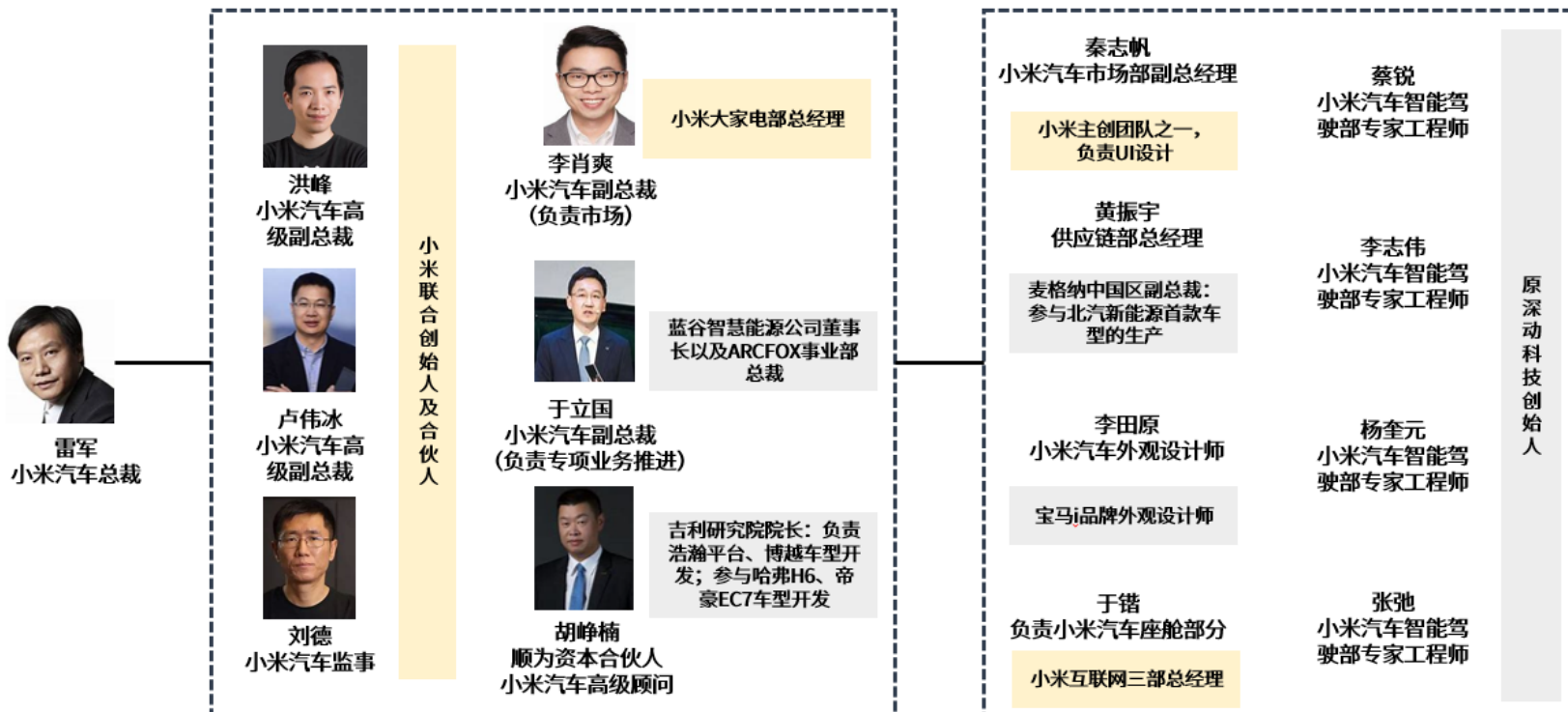
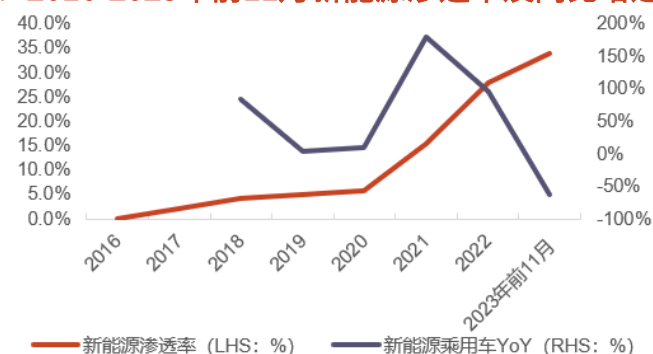


图9：小米汽车的车型周期



资料来源：界面新闻、中车评网、中国基金报、光大证券研究所整理

图10：2016-2023年前11月新能源渗透率及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

资料来源：电池工匠公众号、全球智能汽车供应链、光大证券研究所整理（注：黄色图标为小米内部员工，灰色图标为外部招聘员工）

管理及战略：自主造车，产能与牌照或为主要因素之一

- 我们判断，管理层战略定位于自主造车（产能与牌照因素）或是导致小米造车推进较快但落地较晚的主要因素之一。
- 我们梳理了获得造车资质的三种方式，1）申请资质：2018年以后除哪吒外无新品牌获得资质审批，2022/3发改委副主任公开表示在现有基地达到生产规模前不再新增产能布点；2）代工模式：2022年明确具有委托生产关系的双方都需有造车资质（即“双资质”）；3）代工收购模式：多数车企在创业初期采用委托代工模式，在现金流充沛后收购闲置产能以获得生产资质。
- 我们预计，1）转型至汽车业务的新参与者依然存在通过收购获得资质的机会（2022年工信部明确对承诺兼并重组的合作双方，可优先开展生产试点工作）。2）当前小米已有15万辆/年的产能规划，前期或暂用其他主机厂的生产资质；我们预计小米或已有资产兼并重组计划并进行相应的生产试点，公司在实现规模化量产后或可通过资产收购模式获得造车资质审批。

图11：小米造车资质与产能推进节奏

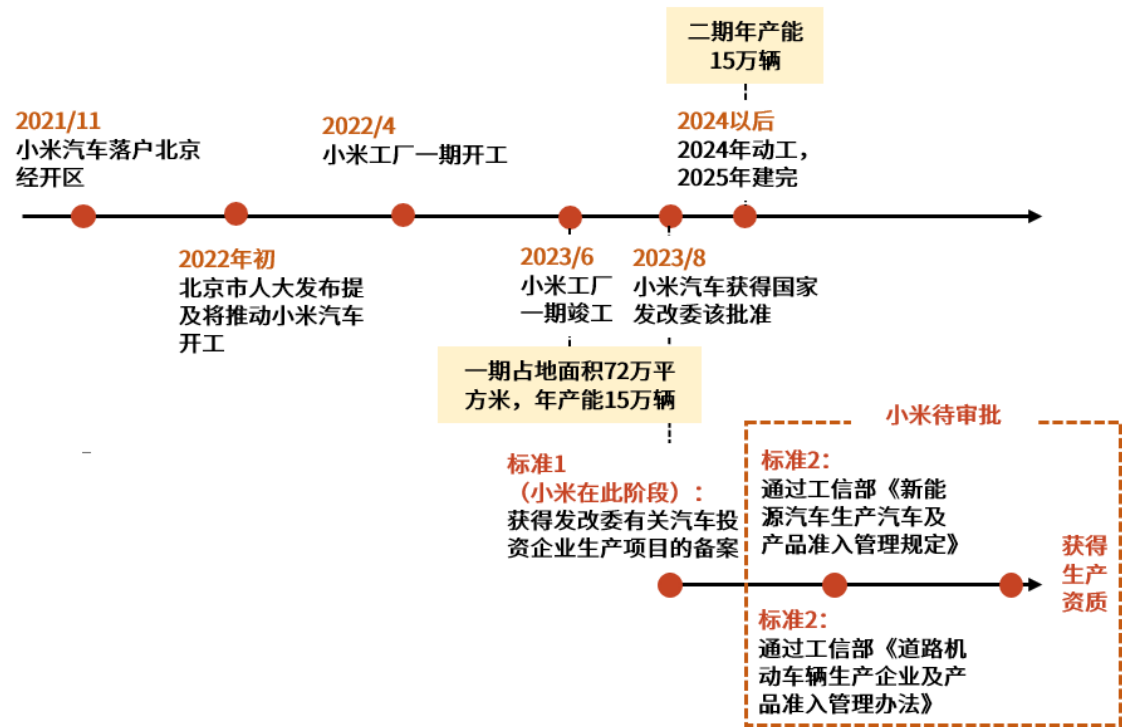


图12：新势力品牌造车资质获得方式及获得周期



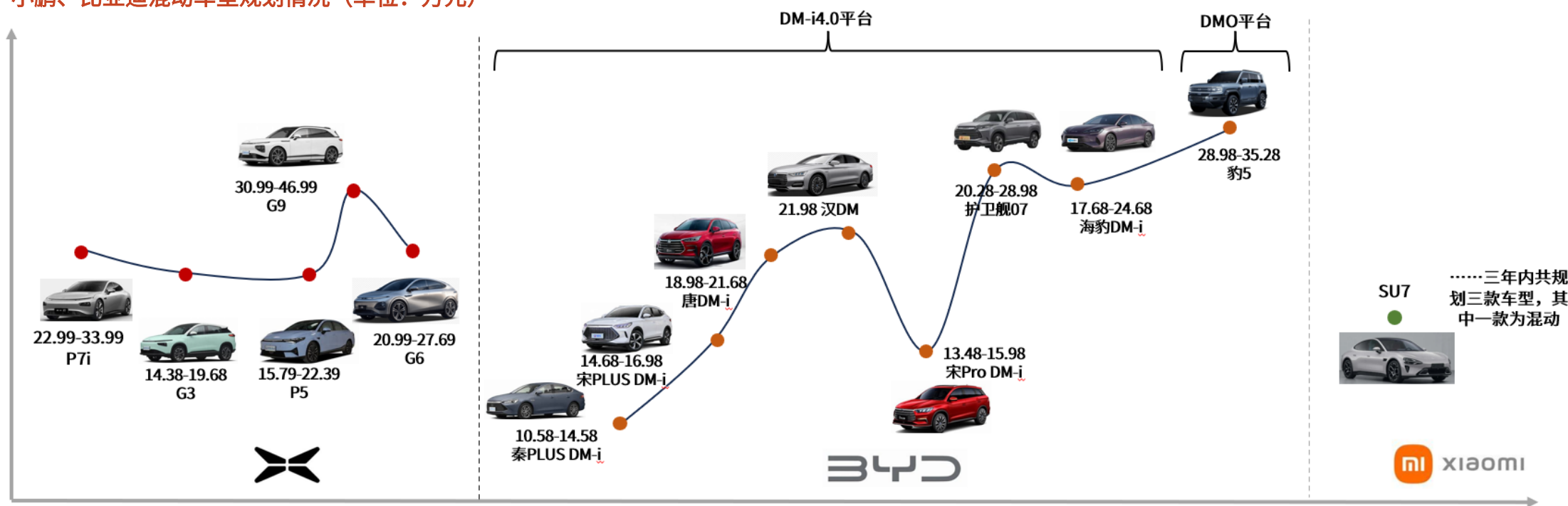
资料来源：第一财经、手机中国、光大证券研究所整理

资料来源：钛媒体、无敌电动网、车云公众号、36氪、光大证券研究所整理

管理及战略：高性价比定位，关键在于引爆用户需求

- 小米首款车型SU7定位纯电轿跑，尺寸及动力性能均优于同级别车型（长*宽*高为4,997*1,963*1,440mm，轴距3,000mm；车型配备后置单电机和双电机四驱两种版本，单电机版最大功率220kW，双电机版最大功率495kW）。预计后续三年内规划三款车型，其中一款为混动。
- 我们复盘代表性新能源车企在产品规划上的布局，1) 小鹏与比亚迪以布局大众经济型产品为主，逐步向中高端细分市场推进；但鉴于行业竞争加剧，主力车型出现价格带下移（小鹏G6、比亚迪冠军版）。2) 小米首款车型低配版或定价20万元以上，落在当前燃油+纯电竞争最为激烈的20-25万元细分价格带。我们判断小米粉丝以已婚中青年男性为主，存在一定的家庭用车需求但更强调性价比；基于当前国内市场的定价格局（缺少15-20万元的纯电爆款车）、以及小米高性价比的品牌定位，预计小米存在引爆15-20万元纯电用户需求的可能。

图13：小鹏、比亚迪混动车型规划情况（单位：万元）

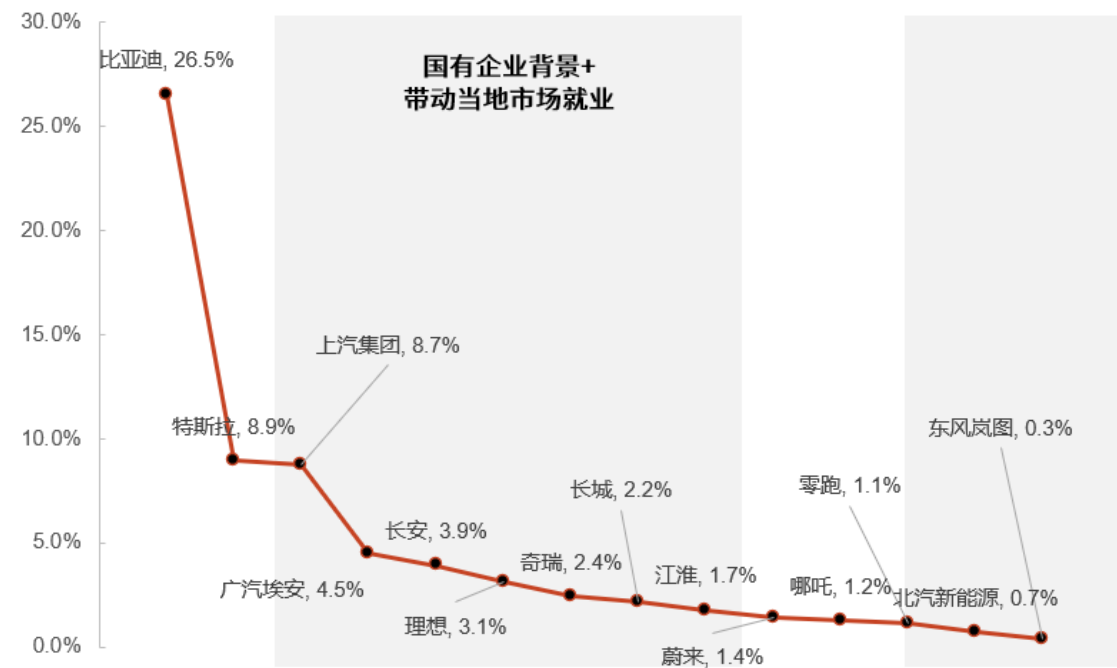


资料来源：EV世纪、汽车之家、小鹏官网、太平洋汽车、擎动、光大证券研究所整理（注：价格统计为车型首发的定价）

市场竞争：汽车行业竞争加剧，仍处于大浪淘沙阶段

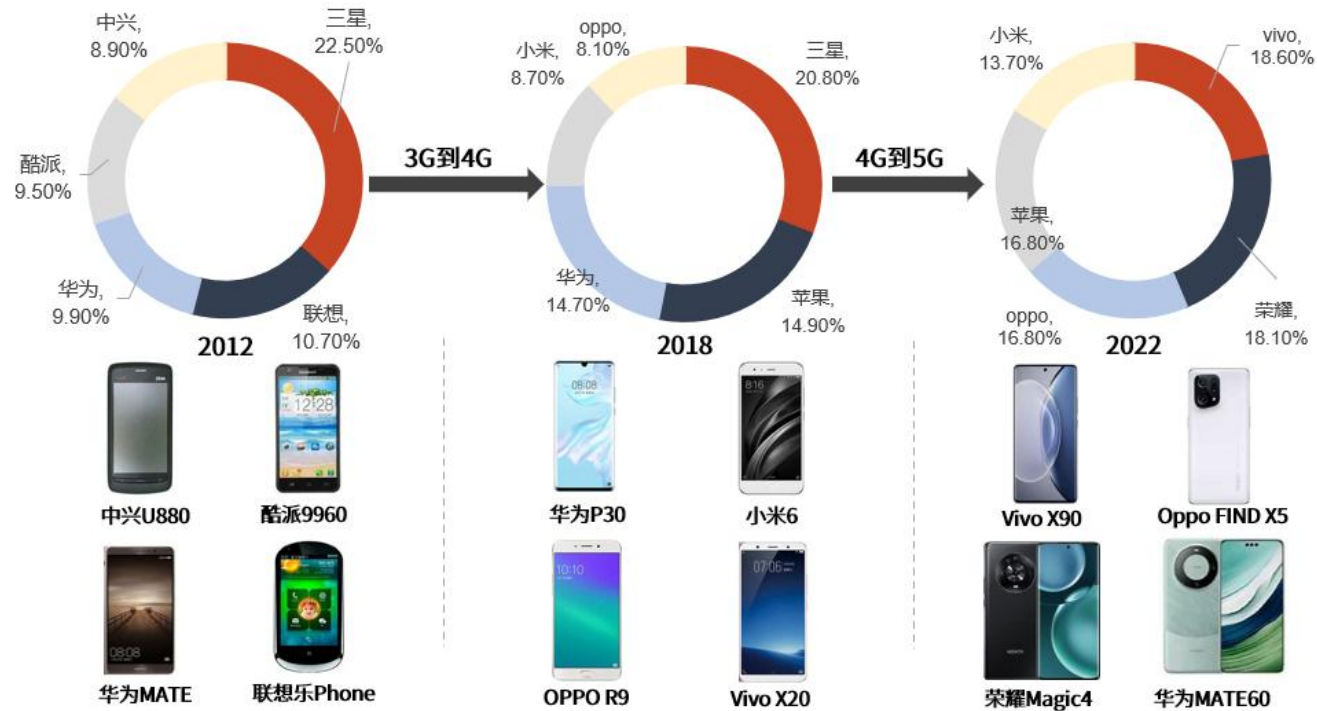
- 当前手机市场的各品牌份额已基本保持稳定（2022年前五大手机品牌市场份额占比84.0%）；与之相比，汽车仍处于大浪淘沙阶段（头部具备一定的领先优势但仍取决于行业景气度+车型周期，尾部市占率偏低但仍未涉及到行业出清）。
- 我们判断，汽车的发展历程或与手机相近（技术迭代伴随部分企业出清），但是1）汽车定价更高属于可选消费品，与经济周期+行业景气度关联性更强；2）参与者随着新势力/手机厂商转型而增多（汽车产业涉及就业及工业发展，地方国资背景车企或将长期存续）；3）汽车出行场景需求更多元化，对车型定位+用户画像匹配度+定价能力等要求更高。我们预计汽车行业竞争加剧趋势延续，但细分市场走量机会依然存在。

图14：2023年前9月中国各品牌新能源汽车市场份额（按批发销量口径）



资料来源：各公司公告、盖世汽车、光大证券研究所整理

图15：各时间阶段主要手机品牌市场份额（以出货量为统计口径）

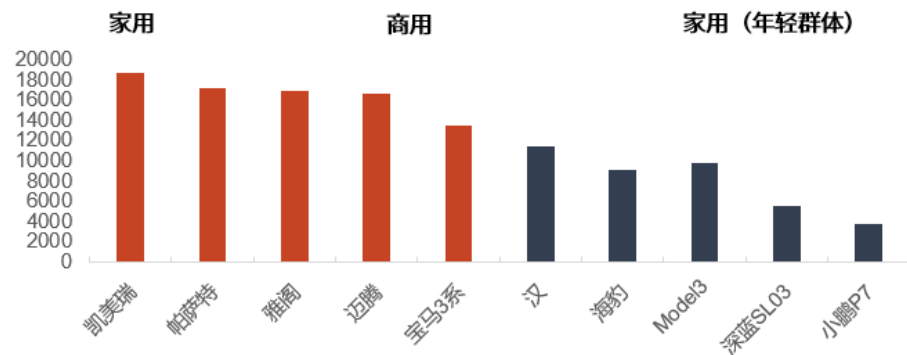


资料来源：前瞻产业研究院、Canalys、光大证券研究所整理

市场竞争：热销轿车定位家用+商用，以合资燃油车为主

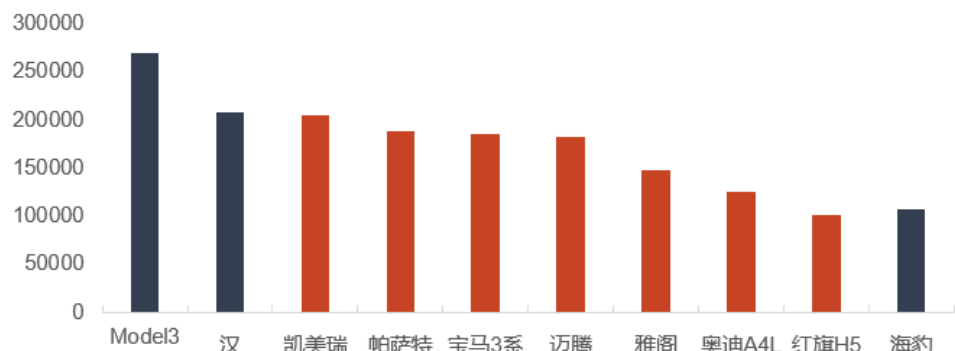
- 我们对市场热销的B级轿车市场特点与消费者购车需求进行分析，我们认为国内B级轿车：
 - 1) 定位家用+商用；2) 仍以合资燃油车为主（2023年前11月B级轿车合资燃油、纯电、插混的销量占比分别为70.5%、22.9%、6.6%）；3) B级纯电轿车占比高于插混或主要由于Model 3的贡献，对于同步推出纯电+混动版本的B级轿车（比如汉/海豹等）插混版本销量表现仍更优于纯电版本。我们判断90后与00后有望逐步成为消费主力；对于18-30岁首次购车群体，预计40%左右会选择10-20万元价格带车型，市场机会存在。

图16：2023年前11月B级轿车热销燃油与新能源车型月均销量（单位：辆）



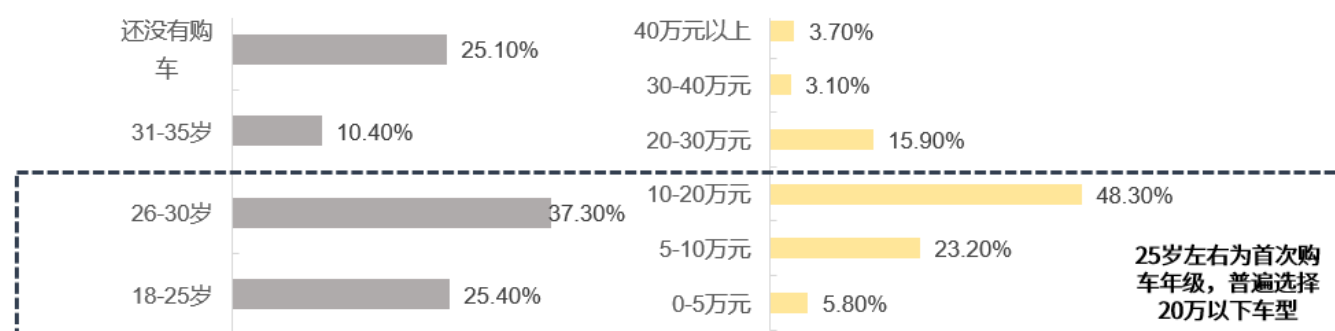
资料来源：中汽协数据库、光大证券研究所整理

图17：2023年前11月B级轿车前十热销车型（单位：辆）



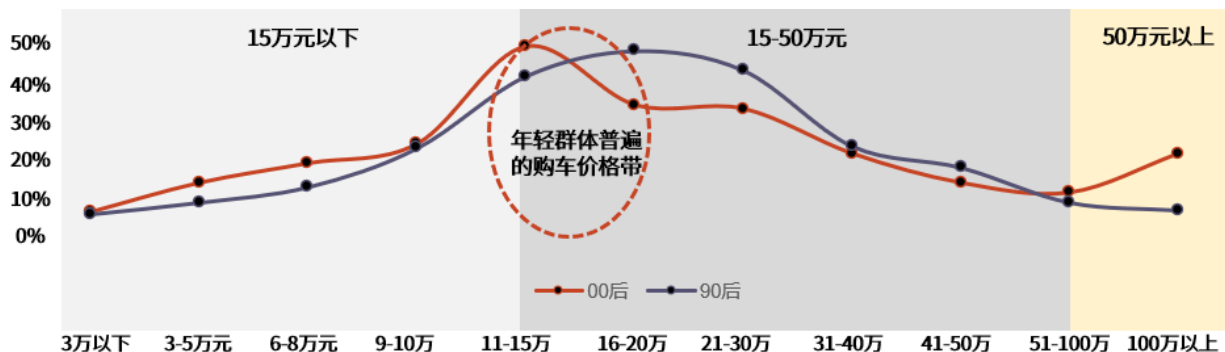
资料来源：中汽协数据库、光大证券研究所整理

图18：2022年4月关于年轻人的首次购车年龄、以及首次购车的价格带选择调查情况



资料来源：消费者报道《年轻人汽车消费调查问卷》、光大证券研究所整理（注：年轻人指18-35周岁受访者）

图19：不同年龄阶段选择价格带的占比



资料来源：《2022年轻用户汽车消费洞察报告》、光大证券研究所整理

市场竞争：实用性+功能性，为B级轿车核心需求

表2：B级车型的各维度指标情况

		纯电				插混/增程				燃油		
维度	指标	Model3	小鹏P7i	比亚迪汉	海豹	深蓝SL03	哪吒S	启源A07	凯美瑞	帕萨特	雅阁	迈腾
动力性	最高车速 (km/h)	200	200	185	180	170	185	185	205	210	188	210
	零百加速(s)	6.1	6.4	7.9	8.2	7.2	8.6	7.8	NA	9.1	NA	9.4
操控性	续航里程(km)	CLTC606	CLTC550	NEDC121	WLTC100	WLTC100	CLTC增程200	CLTC200	NA	NA	NA	NA
	打分	5	4	3	3	4	5	3	4	4	4	3
通过性	评价	操控性好	操控性较好	操控性一般	操控性一般	操控性较好	操控性好	操控性一般	操控性较好	操控性较好	操控性较好	操控性一般
	打分	2	3	3	3	2	2	3	3	3	2	3
安全性	评价	通过性较差	普通	普通	普通	通过性较差	通过性较差	普通	普通	普通	通过性较差	普通
	打分	3	3	3	4	3	4	3	3	3	3	4
舒适度	评价	车道、防撞、车速辅助；驾驶室摄像头	车道偏离，防撞，高刚性	车道偏离碰撞预警	安全性较好 CTB技术	主动刹车 车身高强度	车体框架 电芯电池安全	高刚性	TSS 3.0	碰撞测试有进步，A柱加强	前排中央安全气囊	预碰撞防护并线辅助
	打分	2	2	4	4	3	3	4	4	4	4	4
智能化	空间	前排充裕后排一般；纵向好；后备厢较好	前排尚可后排一般，后备箱开口小	一般；后排稍宽松，坐垫长	后排空间较大，后备箱较好	空间较宽敞	后排空间大	空间较大，后备箱深	后排空间大	空间宽敞	后排空间充裕；后备箱大	空间宽敞
	座椅	较硬，后排座椅舒适度较差	坐垫短，腿部空间窄	较好	较好，可调节	支撑性好，偏硬	较舒适	支撑性好	较舒适	较舒适，支撑性好	较舒适宽大	较硬
	底盘	硬，路感好，舒适性较差	较软，前后滤震不一致	适应性较好	底盘低，结构较舒适	运动型底盘，硬	底盘低	底盘较舒适	减震好，较平顺	平稳减震好	偏硬，减震较好	减震好
	智能驾驶	Autopilot	XPilot 3.0	DiPilot	DiPilot	NID3.0	TDA4	IACC辅助驾驶	L2级自动驾驶	自适应巡航	Honda SENSING360	IQ.DRIVE
	智能座舱	AMD芯片	高通8155	高通骁龙690	高通8155	高通8155	高通8155	高通8155	华为车机系统	智慧车联系统	Honda CONNECT4.0	CNS3.0

资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理（注：打分为光大证券结合汽车之家消费者体验，满分为5分；车型配置为低配版）

市场竞争：合资燃油优惠扩大，进一步加剧市场竞争

表3：2023年至今B级轿车的权益优惠

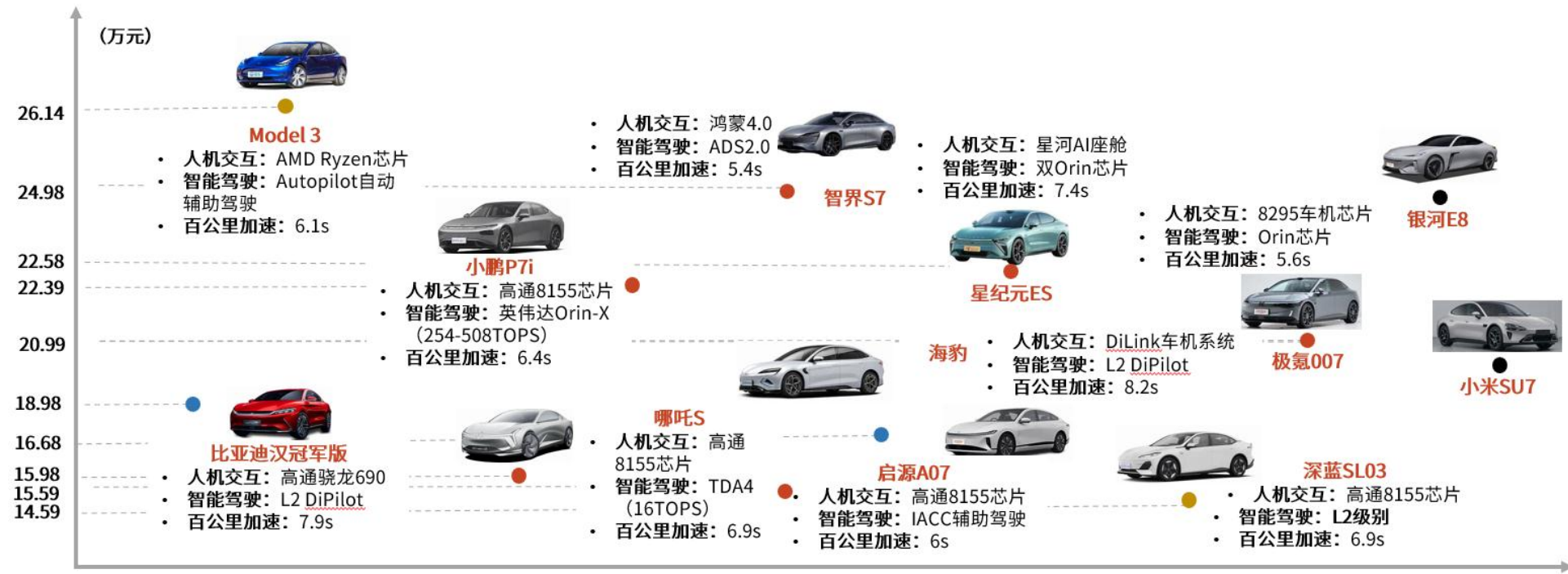
分类	车企	限时补贴时间	方案及设计车型	促销&降价&补贴方案	厂商指导价（万元）	权益补贴后价格（万元）	综合优惠幅度
新能源	特斯拉	2023/6/16-2023/6/30	Model 3后轮驱动版	8,000元保险补贴及优惠利率贷款方案	26.14	26.14	0.0%
		2023/7/7	Model 3	抵3500元尾款&EAP增强版自动辅助驾驶功能90天的免费试用权	26.14-29.74	25.79-29.39	1.3%
		2023/8/14-2023/9/30	Model 3后轮驱动版	8,000元保险补贴	26.14	26.14	0.0%
		2023/11/28-2023/12/31	Model 3后轮驱动版	可享8000元限时保险补贴&3年期、5年期优惠利率贷款方案年费率低至2.75%	26.14	26.14	0.0%
	比亚迪	2023/11/11-2023/11/30	汉EV冠军版	2000元订金抵10000元购车款	20.98-29.98	20.18-29.18	3.1%
		2023/12/1-2023/12/31	汉DM-i冠军版/汉DM-P战神版	10000元燃油转订基金	17.98-27.98	16.98-26.98	4.4%
		2023/12/1-2023/12/31	汉EV冠军版	20000元燃油转订基金	20.98-29.98	18.98-27.98	7.8%
		2023/11/11-2023/11/30	海豹冠军版	2000元订金抵9000元购车款	18.98-27.98	18.28-27.28	3.0%
		2023/12/1-2023/12/31	海豹DM-i	可享受2000元抵扣7000元&置换补贴5000元，3成首付，3年免息	18.68-23.68	18.18-23.18	2.4%
	小鹏	2023/3/10-2023/4/30	P7i	首任非营运车主4年免费充电额度权益(每年1500度)，并可免费升级价值6000元的丹拿原装音响	23.39-33.99	23.39-33.99	0.0%
		2023/6/1-2023/6/30	P7i(除610鹏翼型能版)	免费升级价值6000元的丹拿原装音响	23.39-33.99	23.39-33.99	0.0%
		2023/7/1-2023/7/31	P7i 702/610版	10000元尾款减免，免费升级价值6000元的丹拿原装音响（除610鹏翼型能版）	24.99-33.99	23.99-32.99	3.4%
		2023/9/1-2023/10/31	P7i 702/610版	10000元尾款减免	24.99-33.99	23.99-32.99	3.4%
		2023/11/1-2023/11/30	P7i 702/610版	10000元尾款减免	24.99-33.99	23.99-32.99	3.4%
		2023/11/1-2023/11/30	P7i 550版	免费升级价值6000元的丹拿原装音响	22.39-23.99	22.39-23.99	0.0%
		2023/12/1-2023/12/7	P7i 550版	免费升级价值6000元的丹拿原装音响	22.39-23.99	22.39-23.99	0.0%
		2023/12/8-2023/12/31	P7i 550版	5000元保险补贴	22.39-23.99	22.39-23.99	0.0%
		2023/12/8-2023/12/17	P7i	1元抵5000元现金补贴	23.39-33.99	22.89-33.49	1.7%
		2023/12/1-2023/12/31	P7i 702/610版	5000元保险补贴&10000元现金补贴或24期0息&免费升级价值6000元的丹拿原装音响	24.99-33.99	23.49-32.49	3.4%
	长安	2023/3/9-2023/3/31	深蓝SL03	20000元现金优惠&22000权益大礼包	14.59-19.19	12.59-17.19	11.8%
		2023/12/1-2023/12/17	深蓝SL03	可享受1999元抵8000元购车款	14.59-19.19	13.99-18.59	3.6%
		2023/12/12-2023/12/31	启源A07	1999 元抵扣车款 10000 元	15.59-17.99	14.79-17.19	4.8%
	合众	2023/2/3-2023/2/28	哪吒S	定金5000元抵扣车款20000元	15.98-34.18	14.48-32.68	6.0%
		2023/3/1-2023/4/30	哪吒S 1160增程小版	限时特惠价17.98万元	20.28	17.98	11.3%
		2023/12/16-2024/1/15	哪吒S	定金5000元抵扣车款20000元	15.98-34.18	14.48-32.68	6.0%
合资燃油	广汽丰田	2023/4/28-2023/4/30	凯美瑞	购置税补贴10000元	17.98-26.98	16.98-25.98	4.4%
	广汽本田	5/20-8/31	雅阁	至高30000元置换补贴	17.98-22.88	14.98-19.88	14.7%
		12/1-12/31	雅阁	至高10000元置换补贴	17.98-22.88	16.98-21.88	4.9%
	上汽大众	2023/12/5-2023/12/31	帕萨特	最高综合优惠40000元&5年0利率	18.19-25.29	14.19-21.29	18.4%

资料来源：各公司公告、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至2024/1/2）

市场竞争：新B级车型周期开启，缺少15-20万元纯电爆款车

- 通过对比B级轿车的综合性能、以及价格优惠方案，我们判断，1) 合资燃油车的空间/座椅/底盘的舒适度普遍高于新能源车（可满足家庭+商务需求）、叠加近期的综合优惠方案，合资燃油轿车的性价比优势凸显。2) 新能源车型主要在车身操控性能、智能化等领域有所提升。
- 综合来看，实用性+功能性、以及定价（性价比）为B级轿车的主要购车考虑因素。近期主机厂对B级新能源车的布局进一步增强，包括已上市的智界S7（2023/11上市，起售价24.98万元），星纪元ES（起售价22.58万元）、极氪007（起售价20.99万元起）、银河E8（预售价18.8万元起）、小米SU7等，行业竞争进一步加剧。我们判断，小米汽车具备高性价比的品牌定位与用户认知、叠加90后+00后消费主力的用户画像群体或与小米定位的重合度较高，预计小米造车能否破圈的关键在于15-20万元纯电市场的布局与销量爬坡能力。

图20：B级新能源轿车参数对比

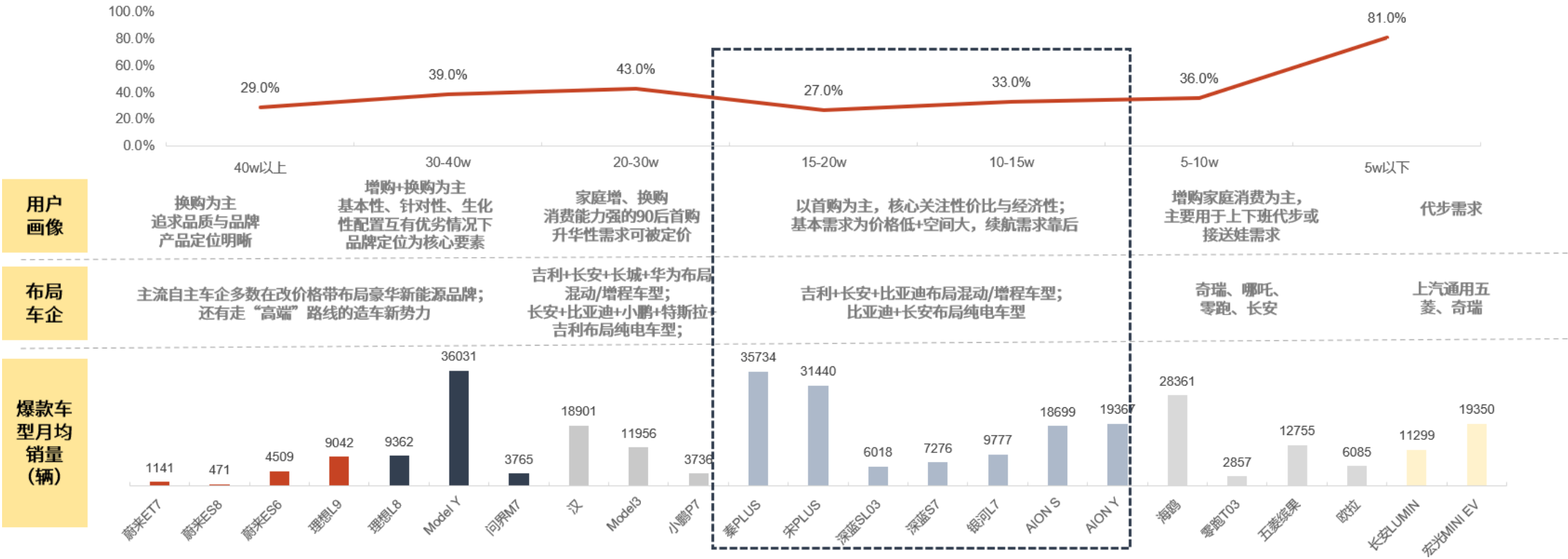


资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理（注：价格标注为低配版价格，蓝色月均销量10000，黄色月均销量5000+，橘色月均销量<5000或刚上市，黑色未上市）

市场竞争：15-20万元市场纯电销量如何突破？

- 当前国内15-20万元的纯电销量表现落后于其他价格带。根据乘联会数据统计，2023年前11月15-20万元的新能源车渗透率约27.0%、纯电销量在新能源车总销量占比约55.6%（2023年前11月国内新能源车的总渗透率约34.1%、纯电销量在新能源车销量的总占比约69.2%）。
- 我们判断，1) 15-20万元为合资品牌的重点布局市场，涵盖首购+部分增换购用户群体，对品牌+实用性/功能兑现等有较高的要求（新能源车或持续面临燃油车的阶段性冲量降价风险）；2) 考虑成本差异性，此价格带的新能源车仍以插混为主（主力纯电车型尚未充分下探）。

图21：2023年前11月对应不同价格带新能源汽车销量渗透率、对应价格带代表车型月均销量、以及用户画像区分



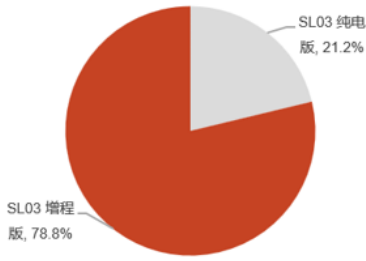
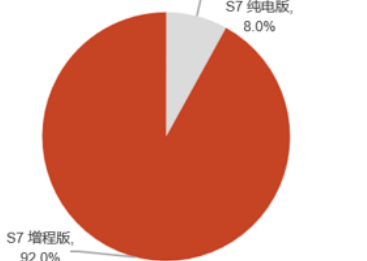
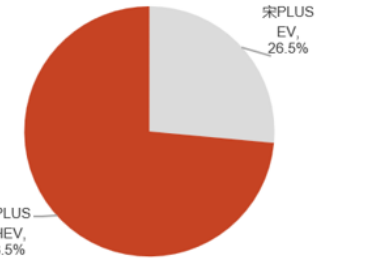
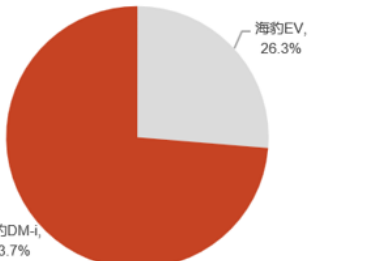
资料来源：红星资本局、中汽协数据库、乘联会、光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

市场竞争：15-20万元市场纯电销量如何突破？

- 对于15-20万元的插混 vs. 纯电车型：
- 1) 购买价格：同款插混版本车型的购买价格普遍比纯电版本低3-4万元。2) 使用成本：纯电车型的年使用成本超过1,000元，高于插混车型。
- 综合来看，1) 15-20万元价格带的市场空间较大、但纯电渗透率较低，纯电车型尚未起量或主要由于购买价格与使用成本偏高（在插混、纯电版本车型配置趋同的情况下，当前15-20万元插混相比于纯电仍存在性价比优势）；2) 预计随着上游原材料价格回落、产业链技术升级+降本，2025E 15-20万元存在智能纯电爆款车撬动市场需求的可能性；3) 小米或有望凭借“平价智能化”定位切入15-20万元市场，带动销量爬坡。

表4：12/18-12/24期间15-20万元新能源车型的纯电与增程销量占比、以及参数情况

纯电类型/类别	深蓝SL03		深蓝S7		宋PLUS		海豹	
	纯电版	增程版	纯电版	增程版	纯电版	插混版	纯电版	插混版
纯电/增程比例								
价格 (万元)	19.19	15.69	20.29	16.99	20.38	17.78	22.28	18.68
百公里电耗 (kWh/100km)	12.9	NA	14.4	NA	14.1	NA	13	NA
综合油耗 (L/100km)	NA	0.75	NA	0.86	NA	0.9	NA	1.08
年行驶里程 (km)	10000							
电价 (元/kWh)	1							
油价 (元/L)	8							
使用成本 (元)	1290	600	1440	688	1410	720	1300	864

资料来源：交强险、汽车之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至2024/1/2）

技术：小米汽车发布会技术进展更新

- 2023/12/28小米汽车发布会发布了关于电机、电池、大压铸、智能驾驶、智能座舱五大技术。我们认为，目前小米多项技术参数已达到或者接近业内的领先水平；同时结合雷军出色的表达和共情能力，打造出了小米造车的科技属性感。
- **电机：**本次小米共发布了三款电机V6、V6S和V8S。其中，V6和V6S的转速达到了21,000rpm并将在首款车型搭载；V8S电机最高转速27,200rpm，参数目前是全球转速最高的电机，预计在2025E实现量产。
- **电池：**小米800V电池包搭载了CTB一体化车身技术，最高电压可达到871V，拥有77.8%全球最高的电池包体积效率。电池还首创了“电芯倒置技术”，通过高压绝缘防护、水冷面积增加、以及隔热凝胶设计提升电池安全性能。
- **大压铸：**小米采用自主设计 9,100 吨一体化大压铸设备集群系统，同时自研高强高韧免热处理环保压铸材料“泰坦合金”提升车身的防撞能力。
- **自动驾驶：**搭载2 颗 Orin 芯片，508TOPS 。通过BEV变焦技术+自研道路大模型实时生成道路拓扑，小米规划其城区NCA 2024E将落地100城。
- **智能座舱：**由“中控生态屏”、“翻转式仪表屏”、“HUD”和“后排拓展屏”组成。采用高通骁龙8295芯片+澎湃OS支持车机生态系统。

图22：小米汽车五大技术布局参数对比



资料来源：小米官网、IT之家、光大证券研究所整理

技术：以投资+收购为主，切入汽车产业链

表5：小米在汽车产业链的投资标的

分类	投资企业	融资企业	投资时间	融资金额
整车投资				
整车	顺为资本	蔚来汽车	2015年6月	数亿元人民币
	顺为资本	小鹏汽车	2017年12月	未披露
	小米集团		2019年11月	4亿美元
核心零部件				
三电系统等	小米产业基金	珠海冠宇	2018年	未披露
		中航锂电	2020年12月	2.9亿元
		赣锋锂电	2021年7月	9.71亿元
	小米科技	蜂巢能源	2021年7月	102.8亿元
		酷科电子	2017年1月	数百万元
		奥易克斯	2019年9月	2亿元
	顺为资本	海之博电子	2021年6月	数千万元
	顺为资本和小米集团	爱磁科技	2021年8月	数千万元
	小米集团	孔辉汽车	2021年9月	未披露
	小米产业基金	诚瑞光学	2020年7月	11.5亿元
	小米产业基金	矽睿科技	2021年2月	未披露
	小米集团	普诺飞思	2021年7月	数千万美元
激光雷达	顺为资本	北醒光子	2016年11月	未披露
			2019年1月	未披露
	小米集团	禾赛科技	2021年6月	超3亿美元
	顺为资本	图通达	2021年8月	6600万美元
芯片	小米产业基金	比亚迪半导体	2020年6月	8亿元
			2020年8月	未披露
		思特威	2020年10月	近15亿元
	小米产业基金	灵明光子	2020年10月	数千万元
		晶视智能	2019年5月	未披露
		晶视智能	2021年1月	未披露
	小米集团	镭明激光	2020年9月	未披露
			2021年6月	数亿元
	小米产业基金	易兆微电子	2020年12月	未披露
			2021年6月	数亿元
		裕泰微电子	2021年8月	未披露
		云途半导体	2021年8月	未披露

分类	投资企业	融资企业	投资时间	融资额
自动驾驶解决方案	顺为资本	Momenta	2017年1月	1000万美元
			2017年7月	4600万美元
			2021年3月	5亿美元
	顺为资本	智行者	2017年6月	6000万美元
			2018年4月	1.5亿元
			2021年6月	1.9亿美元
			小米产业基金	纵目科技
小米集团	深动科技	2012年7月	未披露	
小米产业基金	几何伙伴	2012年7月	数亿元	
车载智能产品	小米集团	睿米	2016年5月	数百万元
	顺为资本		2017年9月	未披露
	顺为资本		2021年8月	1.72亿元
智能座舱	天津金星投资有限公司	凯立德	2014年1月	未披露
	顺为资本和小米集团		板牙科技	2016年3月
售后服务				
领域	投资企业	融资企业	投资时间	融资额
出行服务	雷军个人	哈哈拼车	2011年8月	数百万元
		麻瓜出行	2013年6月	数百万元
		雷军个人	木仓科技	2017年12月
汽车交易	顺为资本	人人车	2014年12月	2000万美元
			2015年8月	8500万美元
			2016年9月	1.5亿美元
	小米集团	买车网	2017年12月	未披露
		车财多	2017年12月	未披露
物流配送	顺为资本	同城必应	2017年6月	5000万美元
			2018年8月	6000万美元
			2021年3月	1.25亿美元
		货拉拉	2017年10月	1亿美元
			2019年2月	3亿元
车险维修	顺为资本	车与车	2020年12月	5.15亿元
			2016年11月	未披露
		好快省	2017年11月	未披露
			2013年10月	数千万美元
			弼马温养车网	

资料来源：投资界、光大证券研究所整理

技术：以投资入股形式，布局整车三电技术

- 小米对涉及汽车业务的关键环节以投资入股形式布局。一方面通过投资成长性企业实现稳定投资收益；另一方面以股东形式参与关于新能源汽车核心产业链的布局，提高供应链环节的议价能力。
- **电池领域：**主要投资了包括赣锋锂业、珠海冠宇、蜂巢能源、中航锂电四家企业，形成了对固态电池、锂电池的完整布局。
- **底盘领域：**投资同济大学孵化的创新企业同驭汽车，被投企业已有商业化量产产品。

图23：小米在电池、底盘领域的投资方向

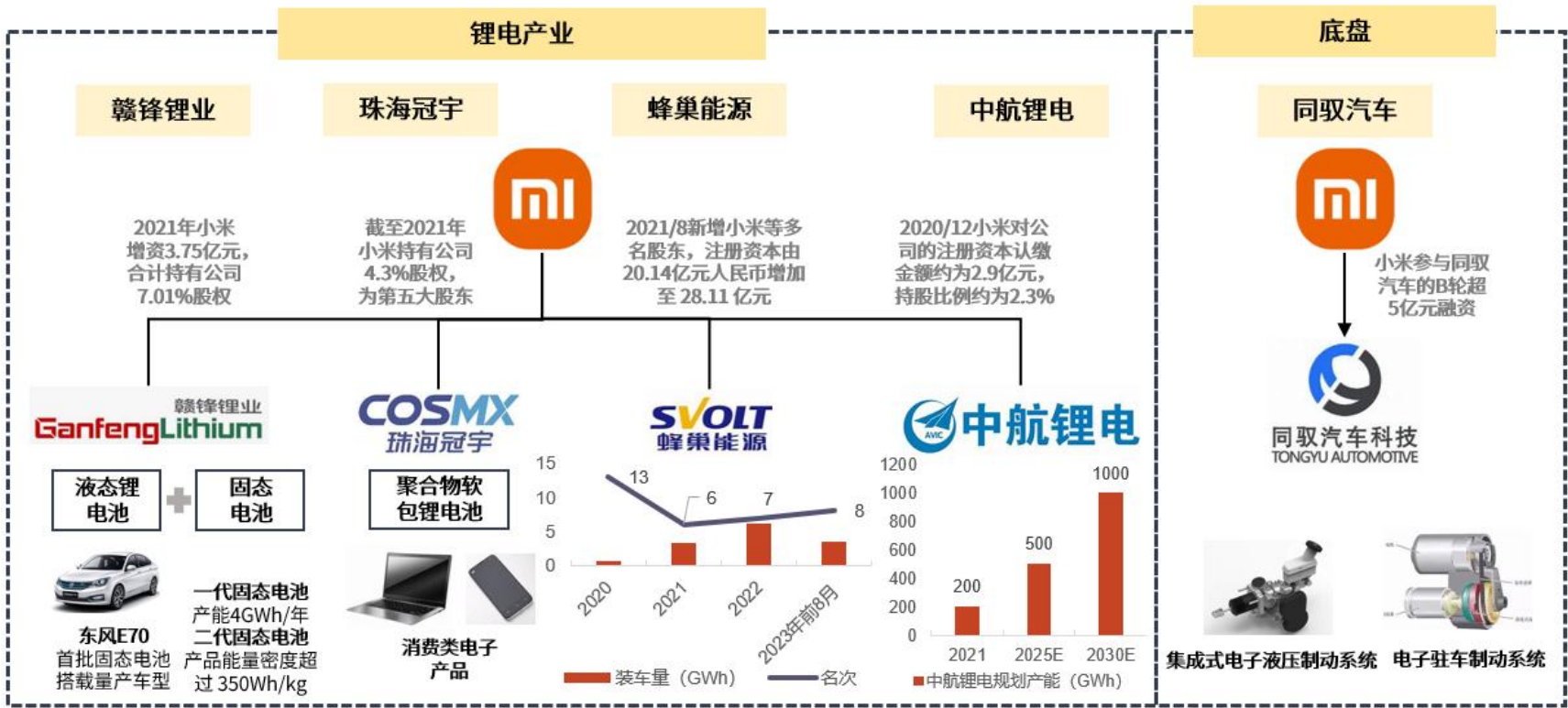


表6：小米汽车的百公里电耗对比

	续航里程 (km)	动力蓄电池 总能量 (kWh)	百公里平均电耗 (kWh/100km)
小米SU7 (四驱)	800	101	13.7
小米SU7 (两驱)	668	73.6	12.5
汉	506/605/715/610	60.48/72/85.44	13.2/13.5/14.9
海豹	550/700/650	61.4/82.5	12.6/13/14.6
小鹏P7	702/610	86.2	13.6/15.6
深蓝sl03	515/705	58.1/79.97	12.3/12.9

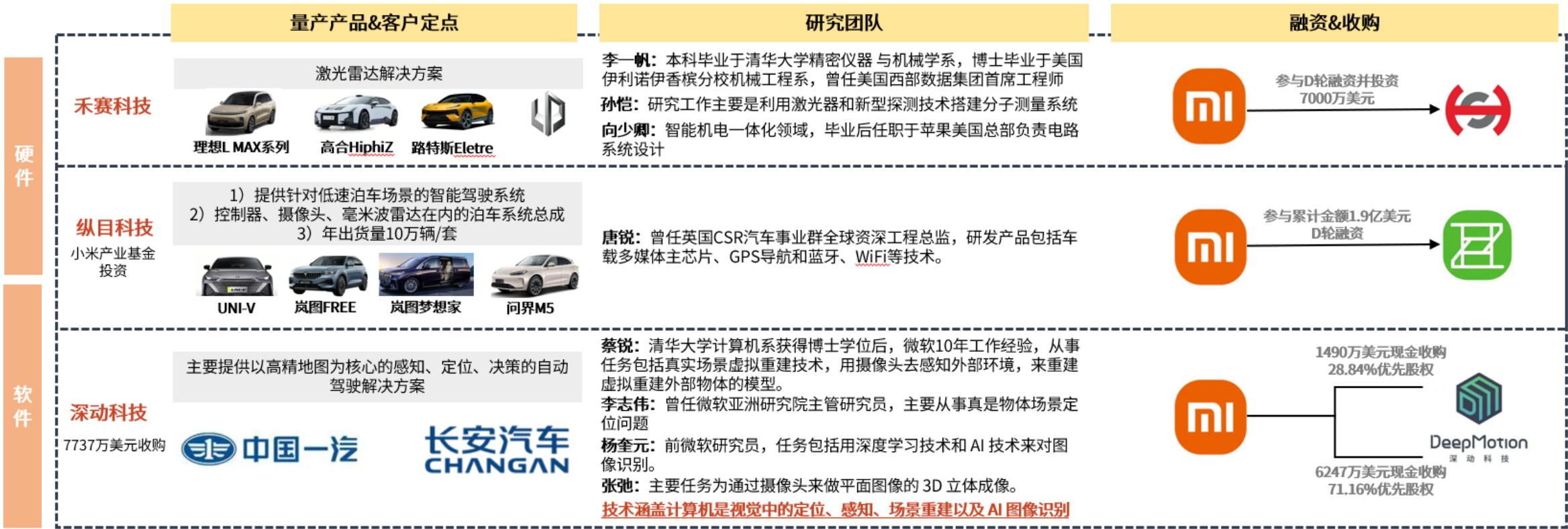
资料来源：维科网锂电、IT之家、电动汽车观察家、澎湃网、电动知未来、高工锂电、爱集微、光大证券研究所整理

资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理

技术：收购初创团队，补齐智能生态

- 小米以投资并购形式布局智能化领域，投资企业包括纵目科技（硬件+软件，主要应用为泊车场景）、禾赛科技（激光雷达硬件为主），2021年全资收购深动科技（软件为主提供高精地图为核心的智驾解决方案）并组成了小米智驾团队。
- 小米收购的深动科技团队创始人多为微软背景，分别负责包括虚拟场景重构、物体场景定位、图像识别、以及立体成像方向。我们判断，智驾方案对数据积累、以及算法+算力要求较高，核心仍在于更多数据积累（销量）并依托于高算力平台+自研算法方案实现智能化分场景的兑现。

图24：小米在智能驾驶领域投资方向

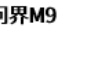
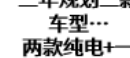


资料来源：太平洋号、直通IPO、36氪、汽车大事记、纵目科技招股说明书、光大证券研究所整理

资金：前期大量投入，奠定汽车行业壁垒

- 我们将互联网公司在汽车业务的布局分为三类，1) 软件系统布局：以滴滴、阿里巴巴、腾讯为代表，依托于云业务优势进行车机软件布局。2) 软硬件系统布局：以华为为代表定位软硬件集成供应商，对汽车进行较高研发投入并创新开发了“鸿蒙智行”生态模式与车企进行深度绑定。3) 造车布局：包括小米、百度；其中，百度受限于造车资质、以及技术壁垒等原因变更了实际控制人，将前期的“集度”更名为“极越”。
- 综合来看，鉴于资金与技术壁垒，多数互联网公司选择偏保守的非造车模式提供软硬件服务。小米是少数可推进至汽车量产交付并有望获得生产资质的手机厂商；其中，资金（主营业务盈利/现金流表现、汽车业务研发+资本开支+经营费用、外部融资等）也是决定性因素之一。

图25：互联网企业、手机厂商对汽车业务布局对比

	非造车模式				造车模式	
	滴滴	Alibaba Group 阿里巴巴集团	Tencent 腾讯	HUAWEI	小米	Baidu 百度
造车资质	无资质	无资质	无资质	无资质	无资质 (短期借用生产资质)	无资质
投资金额 (亿元)	至2022年自动驾驶 领域投入350亿元	与上汽合资10亿元 “互联网汽车基金”	NA	截至2022年投入约 200亿元 (30亿美元)	截至2023年三季度 研发投入73亿元	L4事业部每年研 发投入都不低于 100亿元
涉及领域	汽车智能化软硬 件方向的摸索	云计算&大数据 车机OS	聚焦人工智能的能力 和云基础设施建设	定位软硬件集成供应商，进行包 括云服务、智能互联、智能能源、 智能网联、智能驾驶布局	要完成生产模式打通， 围绕智能化相关布局	提供智能座舱、智能 驾驶和文心一言等AI 技术智能化解决方案
代工情况	无	无	无	赛力斯、江淮、北汽、奇瑞	北汽集团	吉利汽车 (极越属于吉利控股，百度参股)
进展情况及 车型量产	- 与小鹏联合开发NOMA 品牌打造15万A级车 - 与比亚迪联 合开发D1 	 	战略合作 自动驾驶 大模型	鸿蒙智行 Hi	  三年规划三款 车型... 两款纯电+一 款混动	 

资料来源：财经早餐、界面新闻、电科技、凤凰网、电动湃、节点经济、光大证券研究所整理

资金：研发投入将持续加码

- 小米2021年计划10年内在汽车领域投入研发费用100亿美元（对应每年约70+亿元），截至2023/12小米首款车的研发投入已超100亿元。
- 我们认为，1) 大部分新势力通过融资，推动研发+业务运营；预计车企研发投入或仍将保持较高水平。小米作为汽车领域的后入局者，汽车累计研发投入与已量产的新势力/头部自主车企仍有差距，不排除其研发投入随着后续新车+智能化布局而有所增加。2) 2022年小米经营净现金流由正转负，考虑到小米互联网服务增长放缓、以及对汽车业务的投资增加，资金也将成为推动小米汽车各项业务发展与兑现的关键。

图26：2022年小米及其他车企的现金情况（单位：亿元）

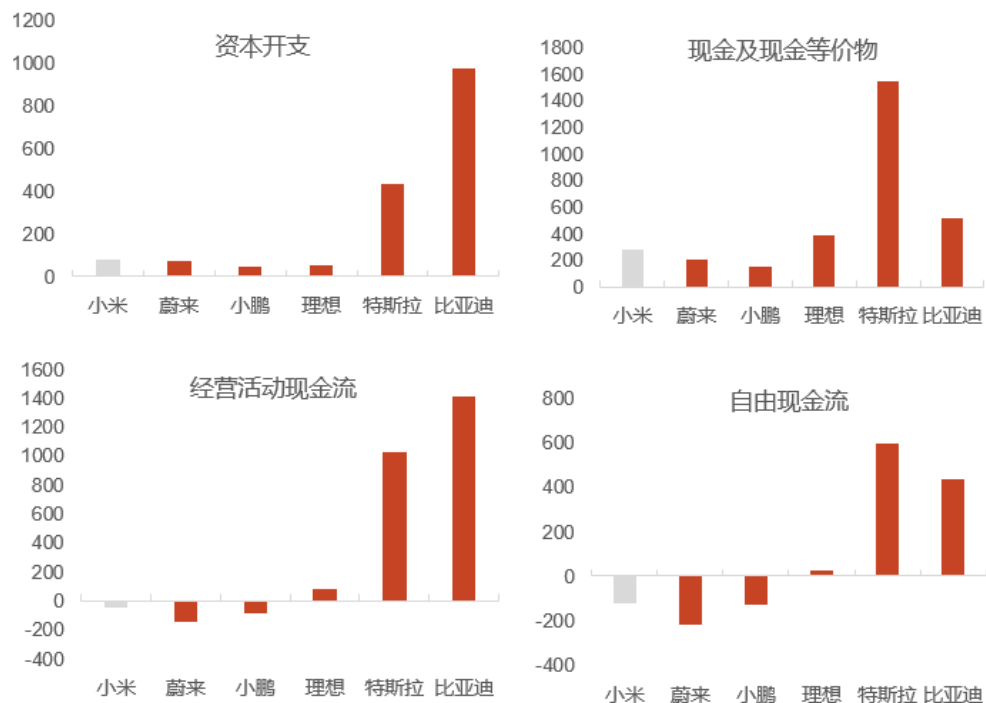
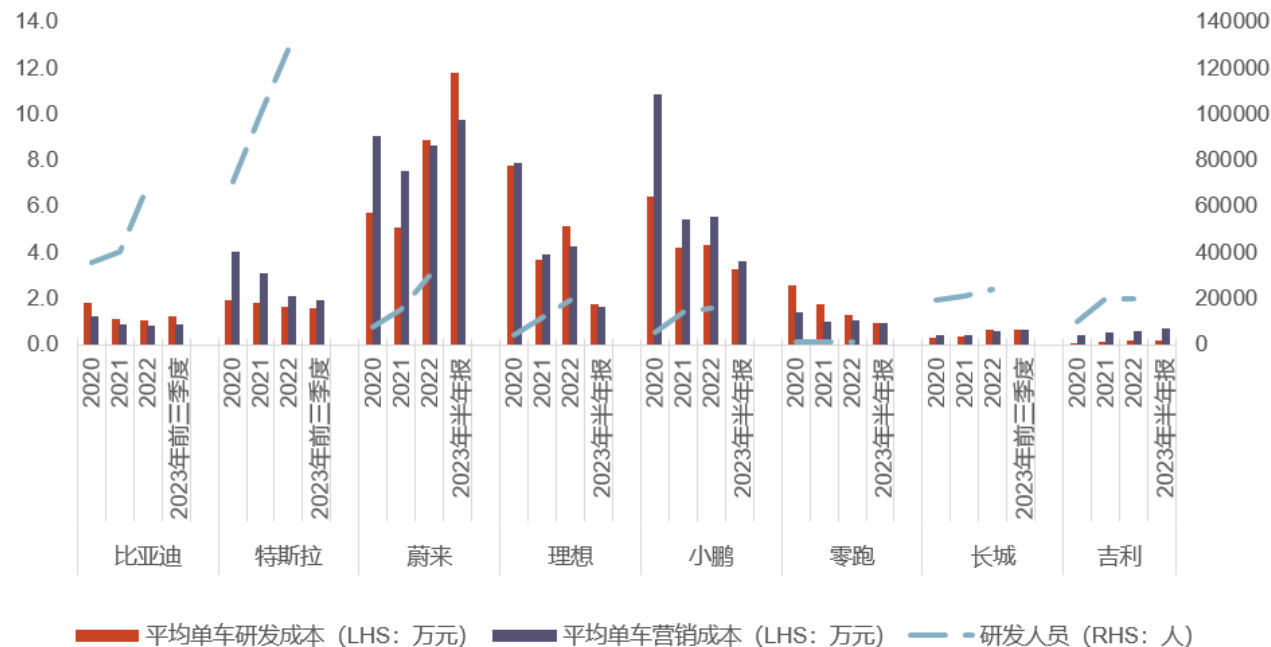


图27：2020-2023年半年报/前三季度平均单车研发/营销成本、以及研发人员数量



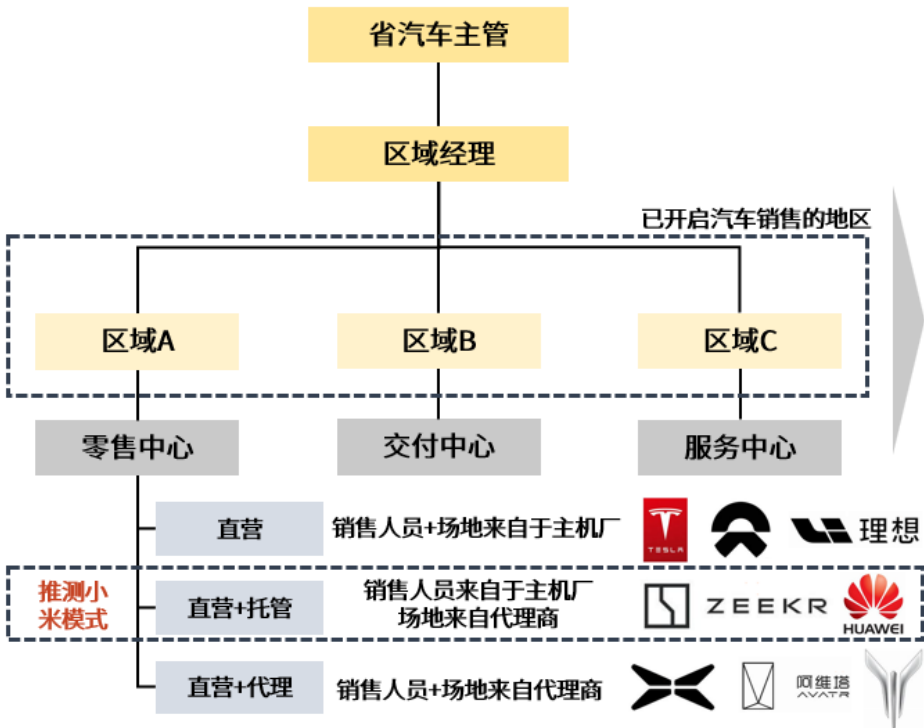
资料来源：Wind、各公司公告、光大证券研究所整理（注：自由现金流=经营活动现金流-资本开支）

资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：特斯拉、蔚小理为公司全部人员）

供产销：渠道健全+直营为主提升销售专业性

- 当前新能源汽车的门店销售模式包括直营、直营+托管、直营+代理这三类；其中，直营+托管的渠道拓展节奏更快，销售人员来自于主机厂可保证销售的专业性，场地来自于代理商可带动门店的灵活性。
- 我们统计小米之家的直营门店数量近300家，主要集中在二线城市，呈现出向中高收入城市渠道拓展的趋势。预计小米或也采用“直营+托管”模式，利用其覆盖广泛且深入的线下渠道快速提升消费者对品牌认知，并委派销售人员至线下渠道，带动单店效率提升。

图28：小米汽车渠道划分预测



资料来源：车安人安公众号、光大证券研究所整理

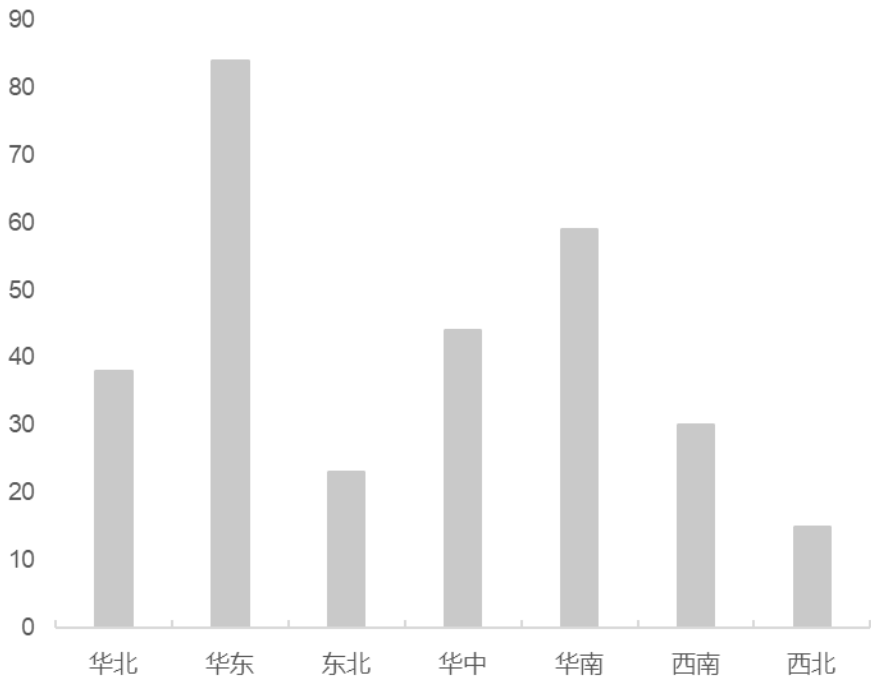
请务必参阅正文之后的重要声明

表7：已开始招聘小米汽车销售人员地区

省份	市	省份	市
直辖市	北京	福建	福州
	上海		厦门
	天津		成都
	重庆		西安
广东	广州	湖北	武汉
	深圳		长沙
	佛山		石家庄
	东莞		郑州
浙江	杭州	山东	青岛
	宁波		太原
	温州		南昌
	南京		合肥
江苏	苏州	安徽	昆明
			海口
			沈阳
	无锡		

资料来源：车安人安公众号、光大证券研究所整理

图29：小米之家直营门店数量（单位：个）



资料来源：小米官网、光大证券研究所整理（注：门店统计时间截至2024/1/2）

核心竞争力：粉丝生态流量变现，雷军率领团队兑现

- 小米致力于打造智能生态互联模式，截至2022年底小米已连接的IoT设备数量、MIUI的活跃人数均接近6亿人，用户技术保持稳定的增长。叠加雷军以微博互动+公开演讲等方式增加与用户之间的交流打造贴合小米品牌形象（亲民+年轻化）的个人IP，小米有望持续在粉丝身上进行变现。
- 整体来看，考虑到小米的庞大粉丝基数及粉丝购买力，不排除前期销量迅速抬升的可能，但长期销量稳定增长与车型的综合竞争力有关。我们认为，
1) 小米或已错过行业布局的最佳红利期，但细分市场依然存在机会；预计产品推进节奏与管理层协作能力高度相关（看好雷军率领的团队兑现）。
2) 首款车型进军竞争最为激烈的B级轿车市场，需要强产品力。3) 技术自研仍待推进，实际供应能力+生产+交付表现有待验证。

图30：小米的生态布局



资料来源：小米官网，光大证券研究所整理

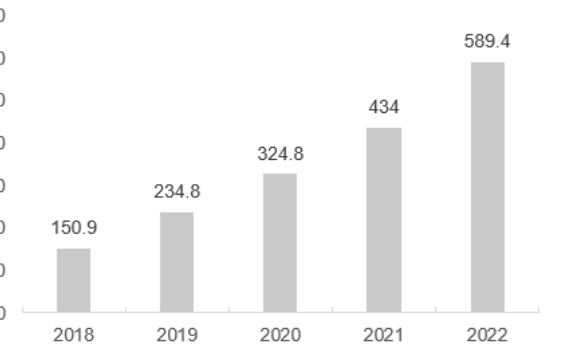
请务必参阅正文之后的重要声明

图31：2017-2023年9月小米MIUI月活跃用户人数（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图32：2018-2022年小米已连接的IoT设备（百万台）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表8：小米汽车的综合竞争力评价

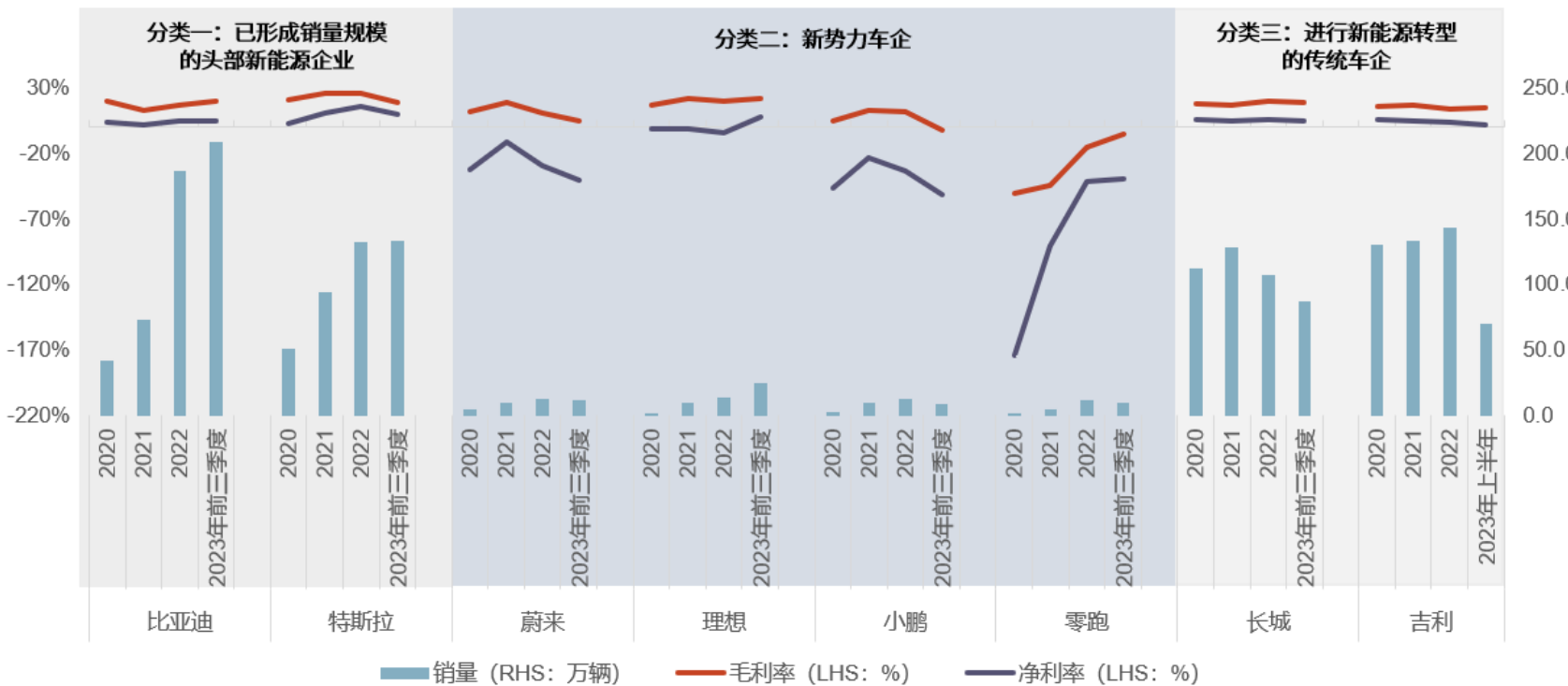
评价维度	具体情况	评分
布局	汽车布局错过行业红利期	5
人员	老员工+传统车企团队构成	5
竞争	B级车型竞争激烈缺乏爆款	8
技术	投资+并购为主以股东形式布局	6
资金	变现能力恶化+投入持续增加	5
核心竞争力	粉丝生态运营良好，具备前期销量基础	9
综合实力打分	前期销量可能迅速抬升，但综合竞争力有待验证	6

资料来源：光大证券研究所预测（注：打分满分为10分）

我们预计2024E小米首款汽车销量5-10万辆

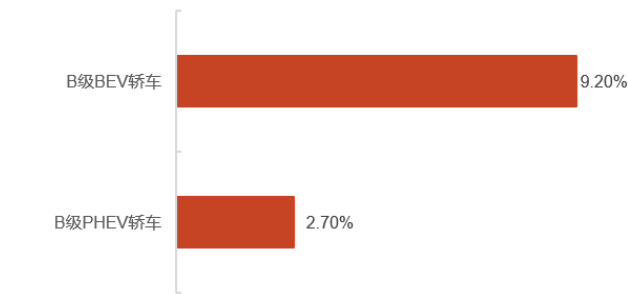
- 2023年前11月B级纯电轿车在新能源市场比例为9.2%，B级纯电轿车车型表现分化，特斯拉、汉EV、海豹在B级轿车新能源市场份额累计超过70%，其余热门车型P7、零跑C01的市场份额不足10%。
- 1) 综合考虑市场竞争、小米的品牌力与首款车型定位，我们预计2024E SU7销量5-10万辆；后续需聚焦15-20万元纯电车型的爬坡上量能力。
- 2) 我们预计2024E小米汽车业的毛利率约个位数，预计年销量30-40万辆以上+毛利率爬坡至15%左右或有机会实现盈亏平衡。

图33：2020-2023年前三季度各品牌的销量、毛利率、以及净利率



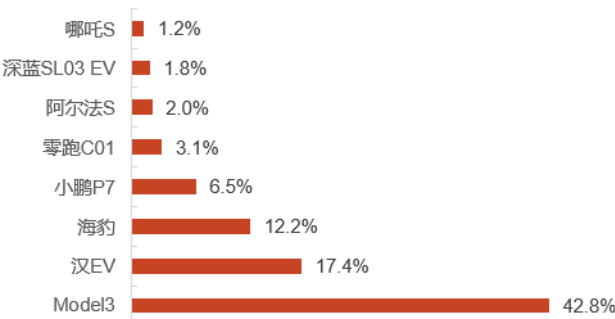
资料来源：Wind、各公司销量公告、光大证券研究所整理

图34：2023年前11月热销车型在B级轿车新能源市场份额（按销量口径）



资料来源：乘联会、中汽协、光大证券研究所整理

图35：2023年前11月B级轿车在新能源市场占比



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

- 手机到汽车的突破重心在哪？
- 多维度看小米的竞争力
- **小米产业链标的梳理**
- 风险分析

已确定供应小米汽车									
业务范围	代码	供应商	配套产品	2024E收入一致预期 (亿元)	2024E净利润一致预期 (亿元)	预计ASP (元)	市值 (亿元)	2024E PE	合作进度
车身&底盘	603037.SH	凯众股份	减震产品、线控制动	8.2	1.07	1,000	27	25	小米智造为控股子公司，有同步开发的减震产品
	300926.SZ	博俊科技	汽车精密零部件和精密模具	37.9	4.33	2,000	80	18	公司部分产品通过Tier1间接供货小米
	002937.SZ	兴瑞科技	镶嵌件与电控相关部件	27.1	3.66	1,000	79	21	已有间接获得小米定点
	001282.SZ	三联锻造	轮毂轴承	15.1	1.61	500	42	26	定点开发小米轮毂轴承
	601689.SH	拓普集团	减震、内饰、轻量化底盘、空悬	286.7	31.36	8,000	769	25	多个项目获得小米在内客户定点
	000559.SZ	万向钱潮	等速驱动轴	NA	NA	1,000	171	NA	等速驱动轴产品已供货给小米汽车
	300988.SZ	津荣天宇	底盘、被动安全精密器件、精密冲压模具	NA	NA	3,000	29	NA	与小米等新能源车型产品进行配套业务
	301007.SZ	德迈仕	方向丝杠	NA	NA	300	26	NA	1款方向丝杠最终用于小米汽车
	000030.SZ	富奥股份	紧固件与转向柱	NA	NA	1,500	94	NA	已获得紧固件与转向柱订单
热管理	300375.SZ	鹏翎股份	热管理管路供应商	19.5	0.97	800	41	42	公司与小米汽车有合作
	002239.SZ	奥特佳	空调系统供应商	89.7	2.59	3,500	103	40	根据定点预计向小米汽车提供空调系统产品
	002126.SZ	银轮股份	热管理前端模块	134.0	8.24	1,000	145	18	新拓展小米汽车等客户
内外饰	603035.SH	常熟汽饰	内饰板	55.9	7.60	2,000	70	9	公司获得小米项目定点
	600742.SH	一汽富维	座椅、仪表板、后视镜、车轮总成	254.7	8.07	7,000	70	9	多家分子公司已进入小米汽车采购组
	000700.SZ	模塑科技	保险杠及塑化汽车装饰	97.6	6.99	1,000	64	9	小米是公司的新能源客户
	300100.SZ	双林股份	座椅零部件	53.0	2.19	300	44	20	部分产品间接供货小米，未实现量产
	600741.SH	华域汽车	内外饰零部件、座椅、车灯	1,808.5	82.78	3,500	508	6	小米汽车等相关车型的部分配套供货
动力&电子	300585.SZ	奥联电子	车身电子控制	9.2	0.96	3,000	28	29	已进入供应商体系
	301398.SZ	星源卓镁	镁合金动总壳体	5.3	1.17	1,000	39	33	在研新能源汽车零部件项目包括小米汽车等
	301099.SZ	雅创电子	自研IC	28.8	1.90	500	40	21	间接开展业务合作
	300124.SZ	汇川技术	驱动电机	377.5	63.67	4,700	1,666	26	子公司汇川联合动力提供
	300697.SZ	电工合金	高压连接器	NA	NA	2,000	43	NA	间接供货小米汽车
	688113.SH	联测科技	动力系统测试解决方案	NA	NA	2,000	29	NA	小米汽车是公司客户

资料来源：各公司公告、互动易、证券之星等，光大证券研究所整理（注：股价时间截至2024/1/2）

小米汽车供应链梳理

未明确披露的潜在供应商

业务范围	代码	供应商	配套产品	2024E收入一致预期 (亿元)	2024E净利润一致预期 (亿元)	预计ASP (元)	市值 (亿元)	2024E PE	合作进度
车身&底盘	301210.SZ	金杨股份	方形电池精密结构件	21.1	2.86	3,000	37	13	小米制造为公司第六大股东
	605319.SH	无锡振华	汽车冲焊件和分拼总成	26.7	3.36	2,000	60	18	NA
	301307.SZ	美利信	三电类压铸件	46.6	3.59	3,000	72	20	NA
	002965.SZ	祥鑫科技	底盘件/精密模具及车载结构件	87.2	7.18	3,000	72	10	建立了合作关系
	300611.SZ	美力科技	高端弹簧产品及精密注塑件	18.0	1.13	450	25	22	业务正在推进
	603197.SH	保隆科技	储气罐及TPMS	79.4	5.74	1,500	118	21	建立了业务关系
内外饰	600703.SH	三安光电	车灯业务	132.7	11.09	4,000	242	22	子公司安瑞光电已与多家知名自主车企建立长期稳定的战略合作关系，并开始稳定供货
	603179.SH	新泉股份	门板	163.5	12.31	1,500	684	56	NA
智能化	301221.SZ	光庭信息	无人驾驶软件	9.6	1.24	4,000	52	42	签署保密协议，合作取得实质性突破
	002906.SZ	华阳集团	hud及仪表	86.1	6.45	2,500	179	28	NA
动力&电子	688800.SH	瑞可达	连接器	24.9	2.96	1,000	63	21	签署保密协议
	300258.SZ	精锻科技	差速器总成	27.1	3.43	200	62	18	签署保密协议

资料来源：各公司公告、互动易、证券之星等，光大证券研究所整理（注：股价时间截至2024/1/2）

- **前三季度业绩：**前三季度营业收入同比+103.1%至17.0亿元，归母净利润同比+125.2%至1.82亿元；其中，3Q23营业收入同比+83.7%/环比+11.7%至6.79亿元，归母净利润同比+111.6%/环比+41.0%至0.86亿元。
- **盈利能力持续上行：**前三季度公司毛利率同比+2.8pcts至24.2%，归母净利润率同比+1.1pcts至10.7%，其中，3Q23毛利率同比+2.3pcts/环比-3.1pcts至23.7%，归母净利润率同比+1.2pcts/环比+2.7pcts至12.7%。费用端前三季度销管研费用率同比-0.8pcts至7.5%。
- **冲压业务稳步增长，一体压铸开启第二成长曲线：**1) 传统冲压业务：公司客户资源丰富，1H23公司前五大客户中，理想/吉利/比亚迪分别贡献营收3.2/2.0/0.5亿元（营收占比分别为31.2%/19.9%/5.0%），当前在手订单也较为充足，截至2022/12/31公司2023-2025E在手订单合计共71.07亿元；2) 一体压铸：公司已购入多台配备大型压铸机（2,500吨、3,500吨、4,500吨和9,000吨），已完成一体压铸试模及制样，将于4Q24E开始量产，或有望开启公司第二成长曲线。此外，公司还在积极扩建产能保障新项目顺利推进，2023/9公司募资投建年产5,000万套汽车零部件、1,000套模具项目，常州、湖北、重庆等项目将于2024-2025E陆续投产。预计随在手订单+产能逐步释放，公司业绩有望持续向上。
- **风险提示：**新客户拓展不及预期、一体压铸推进速度不及预期、产能推进不及预期。

表8：公司盈利预测与核心估值表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	805.51	1,390.91	2,581.00	3,794.00	5,126.00
营业收入增长率	46.78%	72.68%	85.56%	47.00%	35.11%
净利润（百万元）	84.23	147.91	287.20	432.60	591.40
净利润增长率	25.15%	75.61%	94.17%	50.63%	36.71%
EPS（元）	0.59	0.95	1.03	1.55	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.90%	11.60%	18.71%	22.57%	24.25%
P/E	48	30	28	18	13

资料来源：Wind、光大证券研究所整理，盈利预测来自Wind一致预期，股价时间为2024/1/2；（注：博俊科技2021、2022、2023年股本分别为1.42、1.55、2.79亿股）

- **前三季度业绩：**前三季度营业收入同比+19.2%至30.8亿元，归母净利润同比+3.9%至3.8亿元；其中，3Q23营业收入同比+18.2%/环比+24.0%至12.3亿元，归母净利润同比-8.9%/环比+11.7%至1.5亿元。
- **毛利率和归母净利率略下滑：**前三季度公司毛利率同比-1.3pcts至20.3%，归母净利率同比-1.8pcts至12.5%，其中，3Q23毛利率同比-3.1pcts/环比-0.6pcts至19.6%，归母净利率同比-3.7pcts/环比-1.4pcts至12.5%。费用端前三季度销管研费用率同比+1.5pcts至10.8%。公司盈利能力下滑的主要原因为公司年降、以及原材料成本上涨。
- **优质内饰总成供应商，捕捉智能化时代机遇积极拓展新能源客户：**公司是国内汽车内饰行业主要供应商之一，主要产品线覆盖全面，拥有特斯拉、理想、小鹏、零跑等优质新能源客户。我们判断公司的核心竞争力体现在技术实力、客户拓展、以及产能释放三方面，1) 技术实力：在座舱智能化升级的趋势下，公司顺应行业发展，2021年与华为、一汽富晟形成战略合作推出了可对乘客进行健康指标检测的智能座舱解决方案。公司通过与华为等优质下游客户绑定有望在行业趋势中充分受益。2) 客户拓展：2023/10/28公司再次发布定点公告，获得某知名新能源汽车厂商为期5年、项目金额约30亿元的定点。3) 公司已有长春/常熟/沈阳/北京/天津等生产基地，可与主机厂生产基地配套进行信息实时反馈。
- **风险提示：**原材料价格波动、投资收益波动风险、新客户拓展不及预期。

表9：公司盈利预测与核心估值表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2662.72	3,665.67	4,512.00	5,592.50	6,765.22
营业收入增长率	20.06%	39.73%	23.09%	23.95%	20.97%
净利润（百万元）	420.27	511.72	614.70	760.01	947.30
净利润增长率	16.15%	21.76%	20.12%	23.64%	24.64%
EPS（元）	1.17	1.35	1.62	2.00	2.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.25%	11.05%	12.10%	13.22%	14.21%
P/E	16	14	11	9	7

资料来源：Wind、光大证券研究所整理，盈利预测来自Wind一致预期，股价时间为2024/1/2；（注：常熟汽饰2021、2022年股本分别为3.61、3.80亿股）

公司三：金杨股份（301210.SZ）



- **前三季度业绩：**前三季度营业收入同比-12.7%至8.2亿元，归母净利润同比-35.8%至0.5亿元；其中，3Q23营业收入同比+5.0%/环比+5.1%至3.1亿元，归母净利润同比-50.9%/环比-37.7%至0.1亿元。
- **三季度盈利承压：**前三季度公司毛利率同比-2.9pcts至16.1%，归母净利润率同比-2.2pcts至6.1%，其中，3Q23毛利率同比-3.3pcts/环比-4.3pcts至13.7%，归母净利润率同比-5.3pcts/环比-3.2pcts至4.6%。公司盈利能力同比下降主要原因为旗下产品销售价格下调影响。费用端前三季度销管研费用率同比+1.2pcts至8.4%，费用率增加主要由于公司加大市场拓展力度后招待费和差旅费有所增加。
- **下游客户拓展良好，小米入股进行战略投资：**公司作为国内领先的电池精密结构件及材料制造商之一，专注于为电池行业提供高精密度、高一致性、高安全性的电池精密结构件及材料。与公司形成合作关系的主要客户包括 LG 化学、松下、三星 SDI、比亚迪等全球知名电池级汽车企业。此外，公司与宁德时代、欣旺达建立了合作关系，相关产品已通过前期验证，已进入批量供应。公司通过较强的技术研发实力、以及多元化的产品体系，获得小米电池领域的战略投资并持股2.51%，预计小米汽车的产能释放带动公司向上的盈利弹性。
- **风险提示：**原材料价格波动、下游新能源汽车销量不及预期、产品及技术迭代风险。

表10：公司盈利预测与核心估值表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1182.53	1,229.41	1,377.00	2,108.00	2,751.00
营业收入增长率	56.90%	3.96%	12.00%	53.09%	30.50%
净利润（百万元）	151.64	108.45	97.00	286.00	333.00
净利润增长率	121.59%	-28.48%	-10.56%	194.85%	16.43%
EPS（元）	2.45	1.75	1.18	3.47	4.04
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.82%	15.98%	4.90%	12.70%	12.90%
P/E	18	26	38	13	11

资料来源：Wind、光大证券研究所整理，盈利预测来自Wind一致预期，股价时间为2024/1/2；（注：金杨股份2022、2023年股本分别为0.62、0.82亿股）

公司四：无锡振华（605319.SH）



- **前三季度业绩：**前三季度营业收入同比+19.9%至16.2亿元，归母净利润同比+55.9%至1.7亿元；其中，3Q23营业收入同比+18.4%/环比+18.5%至6.5亿元，归母净利润同比+38.9%/环比+44.9%至0.8亿元。
- **盈利能力持续上行：**前三季度公司毛利率同比+5.6pcts至24.6%，归母净利润率同比+2.4pcts至10.3%，其中，3Q23毛利率同比+5.3pcts/环比+1.5pcts至26.5%，归母净利润率同比+1.7pcts/环比+2.1pcts至11.8%。费用端前三季度销管研费用率同比-0.5pcts至7.4%。公司的盈利能力持续向好，主要原因为，1) 公司依托于主要客户上汽乘用车的出口业务高增，增量新能源车客户特斯拉、理想产业龙头地位强化。2) 公司新增的电镀业务核心客户为联合电子，1H23已有产能释放。
- **优质冲压焊接供应商，新拓展业务增长可期：**1) 冲压业务：公司进入包括上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、神龙汽车等传统汽车制造商的冲压件供应商体系。2) 分拼总成业务：公司2017年开始推进该业务，由整车公司负责原材料采购降低价格波动对企业的盈利影响。1H23公司分拼总成加工业务收入占营业收入比重提升至28%。3) 电镀业务：2022/12公司收购无锡开祥进军电镀业务，对应的盈利能力将进一步释放。公司在与上汽深度绑定的基础上，拓展了包括理想汽车、特斯拉、智己汽车等优质客户，叠加公司在新业务的持续开拓，业绩有望迎来加速增长。
- **风险提示：**主要客户海外市场销量不及预期、原材料价格上涨风险、产能爬坡不及预期。

表11：公司盈利预测与核心估值表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1581.77	1,746.67	2,116.00	2,671.00	3,188.00
营业收入增长率	11.64%	10.42%	21.14%	26.23%	19.36%
净利润（百万元）	91.00	80.91	243.33	335.67	404.50
净利润增长率	-13.69%	-11.08%	200.75%	37.95%	20.51%
EPS（元）	0.46	0.4	0.97	1.34	1.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.17%	4.47%	10.77%	12.83%	13.50%
P/E	52	60	25	18	15

资料来源：Wind、光大证券研究所整理，盈利预测来自Wind一致预期，股价时间为2024/1/2；（注：无锡振华2022、2023年股本分别为2.00、2.50亿股）

- **前三季度业绩：**前三季度营业收入同比+4.76%至23.61亿元，归母净利润同比+12.78%至1.40亿元；其中，3Q23营业收入同比-9.40%/环比-4.64%至7.51亿元，归母净利润同比-56.86%/环比-70.50%至0.2亿元。
- **短期盈利承压：**公司前三季度毛利率同比+1.5pcts至17.8%，其中3Q23毛利率同比+1.0pct/环比-1.9pcts至16.5%，毛利率主要受IPO募投项目转固拖累。费用端，前三季度销管研费用率同比+2.2pcts至10.7%，其中3Q23三费费用率同比+4.1pcts/环比+1.9pcts至12.7%，费用率增加主要由于公司研发投入加大+IPO费用增加。现金流方面，前三季度公司经营性现金流入同比+21.6%至26.9亿元。我们认为，公司短期盈利承压，但整体趋势向上。
- **绑定通信+汽车核心客户，技术实力保障业绩增长：**通信领域公司深度绑定爱立信、华为等头部企业，凭借先发优势+高薄散热片压铸的行业领先技术，公司在5G基站等高难度项目中竞争优势明显；汽车领域公司与特斯拉、比亚迪、长安等国内外知名主机厂达成合作，公司也较早介入了超大型一体压铸结构件的研发/生产，是目前为数不多的掌握一体压铸技术和拥有8,800吨压铸机的生产企业。我们认为，公司有望在通信+汽车双主业驱动下，持续保持业务的增长性。
- **风险提示：**下游乘用车需求不及预期、全球贸易摩擦、原材料价格波动。

表12：公司盈利预测与核心估值表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,281.05	3,170.04	3,816.00	4,660.50	5,771.00
营业收入增长率	24.35%	38.97%	17.82%	22.41%	22.08%
净利润（百万元）	99.33	223.92	262.62	358.54	471.20
净利润增长率	7.10%	125.44%	17.28%	36.53%	31.42%
EPS（元）	0.63	1.42	1.25	1.70	2.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.49%	14.45%	10.72%	12.27%	13.92%
P/E	54	24	27	20	15

资料来源：Wind、光大证券研究所整理，盈利预测来自Wind一致预期，股价时间为2024/1/2；（注：美利信2022、2023年股本分别为1.58、2.11亿股）

- 手机到汽车的突破重心在哪？
- 多维度看小米的竞争力
- 小米产业链标的梳理
- 风险分析

➤ 行业竞争风险加剧：

2023年年底行业持续推出了多款B级纯电轿车与小米首款车型定位接近，高性价比车型加速上市。小米汽车不排除因为定价偏高、以及技术搭载不及预期等情况影响市场表现。

➤ 交付节奏不及预期：

小米汽车预计在自建工厂进行生产，由于小米前期并无造车经验，并且汽车产业环节复杂，存在产业链供应、以及产能爬坡等环节出现问题而影响交付的风险。

➤ 生产牌照发放不及预期：

当前根据政策规定只有获得生产牌照才可以进行汽车生产或者委托代工方进行代工生产，小米汽车已通过国家发改委审批，但工信部仍在审批环节中，可能存在审批进度不及预期的风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



汽车与汽车零部件
研究团队

倪昱婧，CFA

-  执业证书编号：S0930515090002
-  电话：021-52523876
-  邮件：niyj@ebcn.com

孟祥庭

-  联系人
-  电话：021-52523685
-  邮件：mengxiangting@ebcn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。