

悦己消费高景气，GenAI开启新增长

2025年港股互联网投资策略

2024.12.12

- **港股互联网分红回购提升，关注竞合关系变化和AI增量。** 2024年港股互联网反弹驱动：互联网公司利润率好转（反内卷、降本增效等）以及提高回购分红，叠加美联储降息开启、中国9月货币和财政策重大转变。跑赢个股：出海、AI、回购分红。展望2025年：1) 互联网大厂积极投入AI有望带来新的增量；2) 互联互通加速；字节国内增长降速，抖音聚焦海外，布局AI，国内大厂竞争缓和预计持续。
- **互联网平台：竞争缓和，汽车和AI酝酿第二曲线。** 1) 腾讯本土游戏如期提速，全球化仍有较大空间。2025年Pipeline关注《王者荣耀：世界》《星之破晓》等，25年增长确定性仍高。腾讯在AI上有数据和场景优势，AI对广告、云的拉动已开始体现；2) 阿里巴巴聚焦电商整合国内外资源，淘天集团多项改革，跟踪消费承压下，头部电商份额和利润率变化。阿里大模型能力全球靠前，AI拉动收入增速、利润率向上；3) 小米集团高端化和汽车、大家电突破背后，是新零售推进、组织架构完善、加大研发和制造投入的成果；4) 本地生活竞争边际改善，拼团、拼好饭等形式提升到家业务经营利润率，抖音生活服务调整策略打持久战，组织架构调整，到店业务按区划分，到家外卖暂时收缩，竞争边际趋缓。
- **4亿+泛年轻人精神消费高景气，关注Z潮玩、谷子等新机会。** 潮玩是IP塑造、运营和变现的完整过程，而卡牌、谷子等不参与IP塑造，是对成熟IP的变现和渠道销售。泡泡玛特已经实现从渠道向品牌产品转化，业绩增长的持续性来自实现IP平台化，多品类扩张+出海，未来北美欧洲市场的扩张是海外市场打开空间的关键。卡牌的代表卡游强于庞大经销商网络+产品运营+外购IP，利润率更高但收入有所波动，爆款产品的持续接力以及面向未成年人经营的合规风险控制是重点，已开始自建IP和渠道。有IP优势的阅文集团也开启了卡牌等衍生品的布局。
- **娱乐内容：挖掘细分市场机会。** 云音乐：高景气，格局好，年轻用户长期商业化空间大；哔哩哔哩：用户健康增长，广告仍有空间，关注游戏Pipeline；网易：业绩触底、回购加速，拐点临近；心动公司：Taptap受益行业供给扩张，自研游戏带动业绩成长；金山软件：24年老游戏盘活，25年新品周期驱动；猫眼娱乐：电影的smart β+演出第二成长曲线；快手：关注国内份额变化，海外商业化和AI落地。
- **风险提示：** 行业监管政策边际变化风险，项目延期/表现不及预期风险，竞争加剧影响利润率风险，内容公司无法及时适应 AI 时代变革，在竞争中处于不利地位的风险

主要内容

1. 股东回报提升，新的竞合关系形成，AI初露锋芒
2. 互联网平台：竞争缓和，汽车和AI酝酿第二曲线
3. 潮玩谷子：Z世代的悦己消费
4. 娱乐内容：挖掘细分市场机会
5. 重点公司估值表和风险提示

1.1 港股互联网：漫长调整后2024年迎来反弹

- **21-23年低谷：流动性危机、地缘政治担忧、平台监管、宏观担忧和互联网渗透率提升尾声。** 其中23年1月疫情后、平台经济常态化监管后出现一轮强劲的反弹，但由于对宏观压力、流动性危机的担心，指数于24年2月见底。
- **24年2月后迎来反弹：**宏观承压担忧仍在，但互联网平台韧性明显：收入增速略好于宏观大盘+利润率好转（竞争格局改善、反内卷、降本增效等）以及提高回购分红，叠加美联储降息开启、中国9月货币和财政策重大转变。

图：2016年末至今-港股互联网及恒生指数走势对比



注：指数采用2026年12月31日为基准日，基点均为1000点。

1.2 港股互联网2024年跑赢个股

- **格局优化：美团、腾讯音乐、云音乐**
- **全球化：携程、小米集团、腾讯音乐**
- **AI和汽车等新的增长曲线：汇量科技、小米集团、金山云**
- **回购分红：腾讯控股、京东集团-SW、天鸽互动、新华文轩**

表：2024港股互联网涨幅靠前个股

证券简称	24年内涨幅(%)	原因
汇量科技	175.86	业绩改善，AI广告Applovin映射
心动公司	134.31	游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》超预期，Taptap用户重回增长
美团-W	105.98	运营提效，抖音竞争冲击减弱，新业务减亏，外卖拼好饭等拉动增长
携程集团-S	83.18	免签等入境政策红利，海外扩张，国际业务高增
金山云	80.60	AI拉动收入增长，25-27年为金山软件和小米集团提供云服务
小米集团-W	77.88	手机高端化取得成效、汽车新业务拓展超预期
数字王国	60.00	云锋基金联合创始人蔡朝晖入股，成立国际研发中心投入AI
哔哩哔哩-W	59.19	《三国谋定天下》游戏超预期，广告变现增长，扭亏为盈
新华文轩	49.46	高股息出版
天鸽互动	40.42	宣布回购计划
腾讯控股	36.73	提高股东回报，微信视频号变现拉动广告增长，游戏DNF强劲，利润率提升
阜博集团	34.85	业务稳健增长，AIGC时代 保护需求提升
同程旅行	32.69	降本增效，利润率提升，海外业务发力
网易云音乐	31.48	音乐格局稳定，付费提升
京东集团-SW	31.42	提高股东回报，受益于以旧换新消费政策
金山软件	31.01	《剑网3》带动游戏增长，办公和云改善均受益于AI。
腾讯音乐-SW	30.17	音乐格局稳定，付费提升

注：涨幅区间选取2024年1月1日至2024年11月29日

1.2 港股互联网股东回报改善，分红/回购比例提升

- 回购分红仍是互联网价值投资的基石。
- 股东回报一梯队：阿里、京东。
- 股东回报超过4%：腾讯、网易。
- 关注美团、快手未来是否提升股东回报。
- 展望25年股东回报可持续。

表：重点互联网公司回购梳理（信息及计算截止12月11日美股收盘）

单位：亿人民币	腾讯控股	美团	阿里巴巴	拼多多	京东集团
24E收入	6,579	3,368	10,012	3,957	11,339
25E收入	7,234	3,804	10,754	4,926	11,752
24E收入yoy	8.0%	21.7%	6.4%	59.8%	4.5%
25E收入yoy	10.0%	12.9%	7.4%	24.5%	3.6%
24E nonGAAP利润	2,247	415	1,513	1,235	428
25E nonGAAP利润	2,451	491	1,649	1,374	462
24E nonGAAP利润yoy	42.5%	78.4%	-4.5%	81.9%	21.5%
25E nonGAAP利润yoy	9.1%	18.4%	9.0%	11.3%	8.1%
分红比例（23A，常规+特别）	19%	-	18%	-	25%
回购金额（24E）	1,161	291	1,440	-	349
24年前三季已回购金额（亿人民币）	925	263	1069	-	262
已公布回购计划	24年计划回购超1000亿港元。24年年初至12月2日已回购990亿港元。	24年截至7.26回购233亿港元，用完先前回购额度。24年8月公告不超过10亿美元回购计划。24Q3以来回购18.2亿美元，9月公告发行25亿美元可转债支持海外扩张和未来股东回报计划。	24年2月董事会批准回购计划增加250亿美元；截至9月底，仍有220亿美元回购额度，有效期至27年3月。	-	24年3月批准的30亿美元回购计划，已于8月使用完额度。24年8月批准不超过50亿美元回购计划，24年9月起生效，有效期至27年8月。
回购金额占市值比（24E）	3.3%	3.1%	9.5%	-	8.0%
综合股东回报率（24E）	4.5%	3.1%	10.6%	-	10.4%
24E PE	16	23	10	8	10
25E PE	14	19	9	8	9
24E PS	5	3	2	3	0
24E EV/FCF	19	26	12	8	13
25E EV/FCF	16	18	8	7	11

注1：腾讯24年明确回购额度，其余根据回购计划推算。

注2：假设分红比例不变且不考虑特殊分红。

注3：阿里巴巴使用FY25E数据，以此类推

1.3 展望25年利润率继续上行，收入主要靠宏观改善

- **在宏观下行周期中，互联网公司横向对比优势突出。** 收入方面整体增速稳健，各类消费（广告电商云支付强周期，娱乐消费相对弱相关）的增速放缓、线上化渗透率20年后提升缓慢。（1）部分赛道线上渗透率还有提升空间，如本地生活、短视频。（2）作为衣食住行基础设施，需求高频刚性。（3）电商短视频游戏等出海带来增长。24Q3收入增速仍超20%-拼多多、哔哩哔哩、美团。
- **展望25年，利润率方面具备较大弹性：** 降本增效（收缩非核心业务、解决冗员）、抖音等外部竞争趋缓。利润率还有提升趋势-腾讯、阿里、京东、美团、哔哩哔哩。

表：重点互联网公司收入增速

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
腾讯控股	25%	20%	13%	8%	0%	-3%	-2%	1%	11%	11%	10%	7%	6%	8%	8%
网易	20%	13%	19%	23%	15%	13%	10%	4%	6%	4%	12%	7%	7%	6%	-4%
阿里巴巴	64%	34%	29%	10%	9%	0%	3%	2%	2%	14%	9%	5%	7%	4%	5%
京东	39%	26%	26%	23%	18%	5%	11%	7%	1%	8%	2%	4%	7%	1%	5%
拼多多	239%	89%	51%	3%	7%	36%	65%	46%	58%	66%	94%	123%	131%	86%	44%
美团	121%	77%	38%	31%	25%	16%	28%	21%	27%	33%	22%	23%	25%	21%	22%
腾讯音乐	24%	16%	3%	-9%	-15%	-14%	-6%	-2%	5%	6%	-11%	-7%	-3%	-2%	7%
快手	37%	49%	33%	35%	24%	13%	13%	16%	20%	28%	21%	15%	17%	12%	11%
哔哩哔哩	68%	72%	61%	51%	30%	9%	11%	6%	0%	8%	0%	3%	12%	16%	26%

表：重点互联网公司利润率

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
腾讯控股	24%	25%	22%	17%	19%	21%	23%	20%	22%	25%	29%	28%	32%	36%	36%
网易	25%	21%	17%	27%	22%	23%	31%	19%	30%	38%	32%	27%	32%	31%	29%
阿里巴巴	15%	22%	15%	19%	11%	15%	17%	20%	13%	19%	18%	19%	11%	17%	15%
京东	1%	1%	1%	1%	2%	2%	4%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	5%	5%
拼多多	-9%	18%	15%	31%	18%	34%	35%	30%	27%	29%	25%	29%	35%	35%	28%
美团	-11%	-5%	-11%	-8%	-8%	4%	6%	1%	9%	11%	7%	6%	10%	17%	14%
腾讯音乐	15%	14%	13%	11%	14%	15%	19%	19%	20%	21%	21%	23%	25%	26%	26%
快手	-29%	-25%	-24%	-15%	-18%	-6%	-3%	0%	0%	10%	11%	13%	15%	15%	13%
哔哩哔哩	-23%	-25%	-51%	-29%	-33%	-40%	-30%	-21%	-20%	-18%	-15%	-9%	-8%	-4%	3%

1.4 2025展望：新竞合关系-大厂互联互通，抖音聚焦海外和AI



- 2024年，大厂拆墙互联互通，封闭的流量生态不再是最明显的竞争优势，内需承压下，大厂通过精细化运营深挖用户价值，提升平台运营效率，新的竞合关系正在酝酿。
- 字节国内增长降速，抖音聚焦海外，布局AI。2024年，TikTok加速美国电商业务布局，与亚马逊等平台合作。字节在海外推出社交应用软件Lemon8，排名美国App Store前列。**字节加速布局AI，快速推出包括豆包、即梦Dreamina、扣子（Coze）、猫箱等AI产品矩阵，在模型层，应用层（包括聊天、社交、图像视频、办公教育、电商、音乐等方向）均有布局。**

表：字节跳动海内外AI布局梳理

表：大厂互联互通举措

流通要素	互联互通举措
物流	淘天集团正式接入京东物流
	京东接入阿里旗下的菜鸟速递和菜鸟驿站
流量	淘宝商品在微信生态面临的阻力减少，用户可以直接点击微信里的淘宝链接，完成下单支付，全程无需跳转回淘宝APP，并且微信端也可以访问淘宝首页。
支付	9月，淘宝天猫接入微信支付；支付宝接入美团酒店小程序，美团外卖小程序
	10月，京东接入支付宝支付
	美团外卖接入支付宝支付

资料：深响公众号，申万宏源研究

	团队	产品	类型	上线时间	
模型层	大模型团队 (负责人：朱文佳)	豆包大模型（语言）	模型	/	
		BuboGPT（多模态）		/	
		Boximator（视频编辑）		/	
		PixelDance（文生视频）		/	
		MagicVideo（文生视频）		/	
		AnimateDiff-Lightning（文生视频）		/	
		ResAdapter（文生图）		/	
		SDXL-Lightning（文生图）		/	
		Coze（海外，基于GPT）		Agent定制	2023年12月
		扣子（国内，基于豆包）			2024年2月
应用层	Flow 业务带头人：朱文佳 技术负责人：洪定坤 产品负责人：朱骏 社交PC产品负责人：齐俊元	豆包（国内，基于豆包）	聊天	2023年8月	
		Cici（海外，基于GPT）	聊天	2023年8月	
		猫箱（国内）	社交	2024年3月	
		BagelBel（海外）		/	
		星绘（国内）	图像	2024年5月	
		PicPic（海外）		2024年4月	
		剪映	即梦（Dreamina）/剪映（Capcut）	图像/视频	/
		今日头条	小悟空（国内，基于云雀）	办公	2023年9月更新、更名
			ChitChop（海外，基于GPT）		2023年9月
		大力教育	河马爱学（国内）	教育	/
Gauth（海外）	/				
巨量引擎	即创（国内）	电商内容创作	2023年10月		
其他	海绵乐队（国内）	音乐	/		
	识典古籍（国内）	教育	/		
	CodeGen	代码生成	/		

资料：极客公园，申万宏源研究

1.4 2025展望：AI或成新增长点



表：国内互联网公司各季度财报、业绩会对于AI效果的表态

公司	业务	进展
腾讯	广告	<p>23Q2：广告业务实现了显著快速增长，得益于在广告平台上应用了机器学习能力以及视频号的商业化。</p> <p>23Q4：升级了AI驱动的广告技术平台，显著提升了精准投放效果，从而增加了广告收入。</p> <p>24Q1：网络广告……乃受微信视频号、小程序、公号及搜一搜的增长拉动，乃由用户参与度的提升以及我们不断升级的AI驱动的广告技术平台所推动。</p> <p>24Q2：视频号总用户使用时长同比显著增长，得益于推荐算法的增强和更多本地化内容。</p> <p>24Q3：持续在营销服务和云服务中部署AI；微信搜一搜利用大语言模型加强了其对复杂检索及内容的理解，提升了搜索结果的相关性，检索量与点击率均同比增长；QQ推广腾讯频道以及AI妙绘和相册回忆等新功能，推动移动端月活同比转正。</p>
阿里巴巴	云业务	<p>24Q1：AI相关收入增长加快，并持续录得三位数的同比增长。AI相关收入来自基础模型公司、互联网公司，以及如金融服务、汽车等不同行业客户。</p> <p>24Q2：AI相关产品收入持续录得三位数同比增长。使用阿里云AI平台（百炼）的付费用户数量季度环比增长超过200%。</p> <p>24Q3：AI相关产品收入第五个季度实现三位数同比增长。</p>
	淘天集团	<p>24Q2：通过在例如推荐和匹配算法等技术上的投入，以及通过由多元化供应商提供更多有价格竞争力的供给，改善了产品与用户需求的匹配度，提升了用户流量转化为购买力。今年4月，我们推出一款新的AI驱动的全平台市场营销工具“全站推广”，看到使用此产品的商家数稳步提升。</p> <p>24Q3：AI驱动的全平台营销工具“全站推广”的商户渗透率稳步上升。提高商家ROI，有望增加商家的营销支出。</p>
百度	云业务	<p>23Q4：生成式AI和大模型相关的收入在智能云的收入占比4.8%。</p> <p>24Q1：生成式AI和大模型相关的收入在智能云的收入占比6.9%。</p> <p>24Q2：生成式AI和大模型相关的收入在智能云的收入占比9%。</p> <p>24Q3：生成式AI和大模型相关的收入在智能云的收入占比11%。</p>
哔哩哔哩	广告	<p>24Q1：哔哩哔哩创意中心上线，通过AIGC技术实现广告素材的批量化处理，提高效率。与AI相关的日常活跃内容创作者和视频浏览量分别同比增长了60%和80%，推动AI相关广告激增。</p> <p>24Q2：新推出的创意中心和积极应用AIGC技术帮助我们的广告商在优化后诊断和改进他们的广告材料，CVR实现了超过30%的同比增长。</p> <p>24Q3：9月推出自研大语言模型“index”，并将其应用于AI字幕翻译服务。目前该模型已具备中、英、韩、日、泰语等近10种语言的实时翻译能力，且准确度接近90%。</p>
字节跳动	内容制作	<p>24Q1：丰富AI工具赋能内容从策划到宣发全流程。IP评估，阅读效率增9倍；声音修复，改善声音效果；营销助力，丰富宣发物料；智能搜索，内容推荐更精准。</p> <p>24Q2：AI助力项目评估、创意、营销和分发方面的使用范围进一步扩大，有效提升内容生产和运营效率。例如，AI在项目立项初期即可辅助收入预测。</p> <p>24Q3：目前AI在助力快速生成剧情标签方面，已为超过1.2万部电影产出剧情标签，准确率超过92%。</p>
	广告	<p>24Q1：生成式AI赋能素材制作，提升广告主效率及投资回报率，游戏、短剧等行业广告主投资回报率提升超50%。</p> <p>24Q2：AI赋能的效果广告收入环比增长150%。</p> <p>24Q3：AI推动了公司效果广告业绩增长，AI赋能的效果广告素材相比普通素材的CPM（千次曝光成本）提高超20%。</p>

主要内容

1. 股东回报提升，新的竞合关系形成，AI初露锋芒
2. 互联网平台：竞争缓和，汽车和AI酝酿第二曲线
3. 潮玩谷子：Z世代的悦己消费
4. 娱乐内容：挖掘细分市场机会
5. 重点公司估值表和风险提示

2.1 腾讯控股：游戏、视频号持续体现α

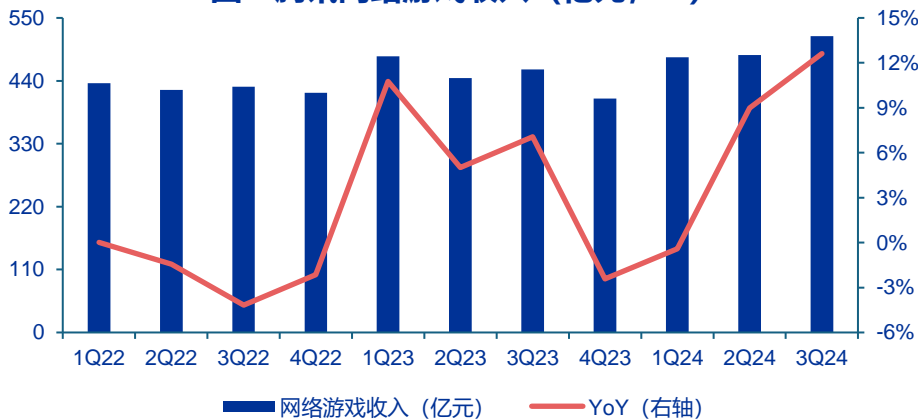
■ 本土游戏如期提速，全球化仍有较大空间：

- 回顾24年，核心旗舰《王者》《和平》构筑基本盘，《DNFM》《荒野乱斗》贡献较大增量。后续Pipeline关注《王者荣耀：世界》《星之破晓》《无畏契约手游》《NIKKE：胜利女神》以及全球化IP改编的《刺客信条》《彩虹六号》手游等产品。25年增长确定性仍高。
- 我们参考建构腾讯游戏新金字塔体系：基石大DAU+中层垂类+潜力爆款，测算游戏长期空间470亿美金。（详细分析测算请见240925深度报告《游戏全球化，以腾讯为例—游戏深度之七》）。

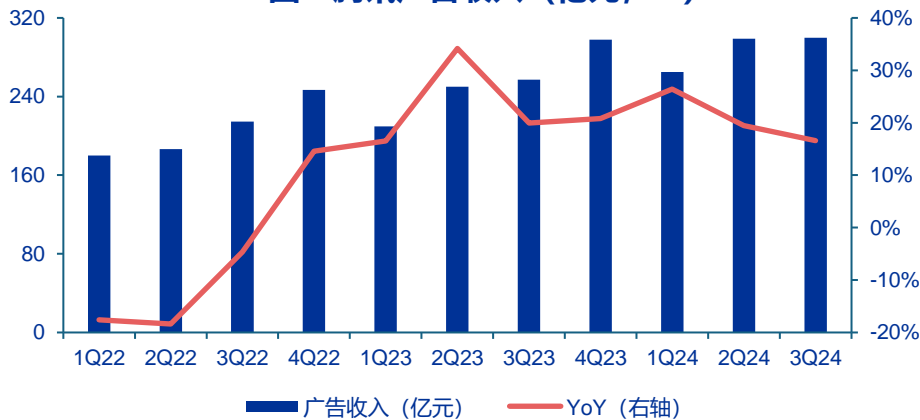
■ 视频号广告持续增长，电商生态起步中：

- 视频号仍是腾讯广告业务核心增长驱动，根据腾讯财报及业绩电话会，24Q3腾讯广告收入同比增长17%，其中视频号广告收入同比增长超60%。流量仍在增长，商业化能力仍有提升空间。
- 24年8月底，视频号小店升级为微信小店，进一步简化商家入驻流程，升级品牌认证和店铺命名体系，降低入驻门槛及保证金，并支持店铺及商品信息在公众号、视频号、小程序、搜一搜、企微客户群或单聊等多个微信场景内流转。

图：腾讯网络游戏收入（亿元，%）



图：腾讯广告收入（亿元，%）



2.1 腾讯控股：AI对广告、云业务的拉动已开始体现

■ **腾讯在AI积极投入，优势主要为1) 数据**，文字视频有独特资源；**2) 场景**，toC社交娱乐+toB办公均可结合AI。

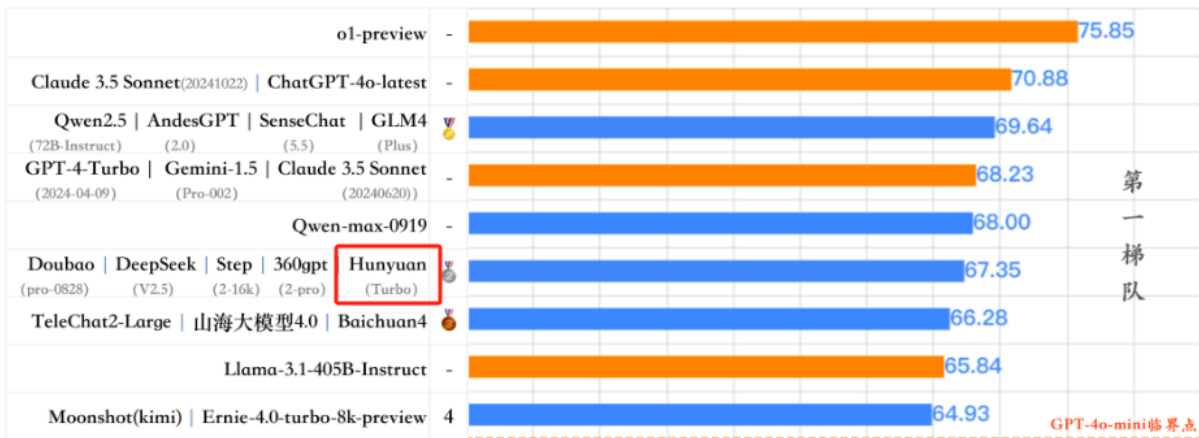
■ AI模型、产品持续迭代：

- 23年9月发布混元大模型；24年5月全面升级，9月发布混元大模型Turbo，12月正式上线视频生成能力。
- 24年5月推出AI助手APP腾讯元宝，提供AI搜索、AI总结、AI写作、创建个人智能体等功能，亮点在于能够检索微信公众号的文章，11月推出2.0版本；11月推出AI智能工作台ima.copilot的Mac版和Windows版。

■ 广告、云已体现AI拉动效果：

- 腾讯24Q3财报表述“我们持续在产品运营中部署AI，包括营销服务和云服务，所带来的切实可见效益也愈加显现”。
- **广告：1) 量**：推荐算法增强带动视频号总用户时长；**2) 价**：广告技术平台升级推荐更精准；AI提升创意客服环节效率。
- **云**：根据腾讯24Q3业绩电话会，当前AI算力对腾讯IaaS收入贡献已超过10%。

图：SuperCLUE中文大模型基准测评 (2024年11月8日)



图：腾讯新广告投放 (3.0)

- **唯一广告ID**：过去分散的数据被集中到一条广告上，让模型可以通过充分的数据积累获得更为正向的建模成果。
- **AI创意生成平台腾讯广告妙思**：生成能力向多模态演进；向一站式工作流转变；和腾讯广告系统集成，从技术底层跟随混元大模型做长期能力提升，更多的实现自动化、实时化和智能化。
- **AI客服腾讯广告妙问**：针对广告主和代理商的AI客服，帮助客户快速上手。

资料：SuperCLUE, 申万宏源研究

资料：腾讯广告服务号, 申万宏源研究

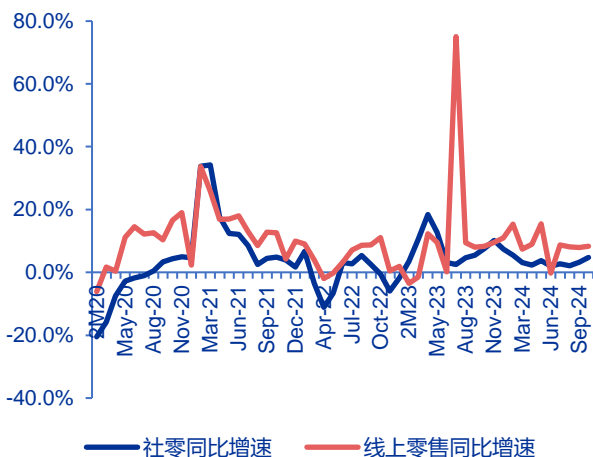
2.2 阿里巴巴：电商竞争中求变，国内整合海外，关注AI提效 SWS RESEARCH

■ 2023年阿里聚焦电商，淘天集团多项改革，跟踪消费承压下，头部电商份额和利润率变化。

- 大盘承压，传统货架电商和短视频电商GMV降速，头部电商平台从补贴用户扩充到补贴商家，利润率整体承压。
- 淘天集团改革重点是：1) 满足不同用户的性价比消费需求；2) 优化互联互通后流量分配；3) 提升商品和用户匹配效率，提升商家长期ROI，重点观察全站等新工具落地后，CMR增速和电商份额变化。

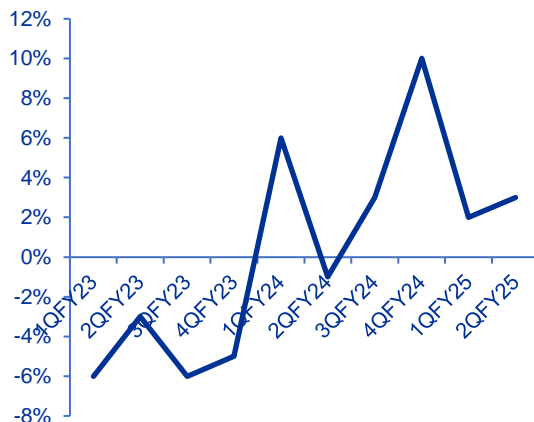
■ 成立阿里电商事业群，蒋凡任CEO，打通供应链、物流、数据。关注AI技术的规模化应用可能对阿里好价、好服务、好产品体验的提升。

图：社零增速及实物网上商品零售增速 (%)



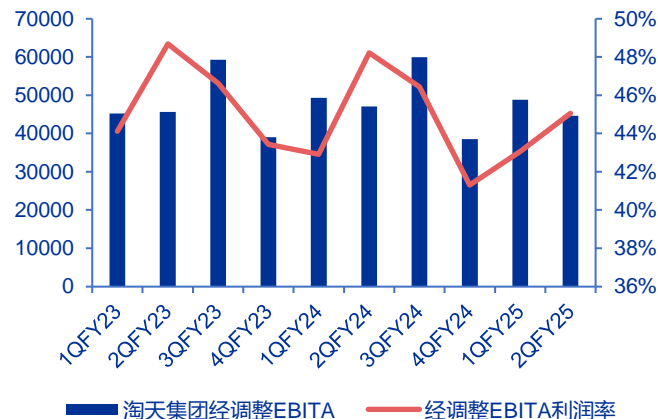
资料：Wind, 申万宏源研究

图：淘天集团GMV增速 (%)



资料：申万宏源研究测算

图：淘天经调整EBITA及利润率 (百万元, %)

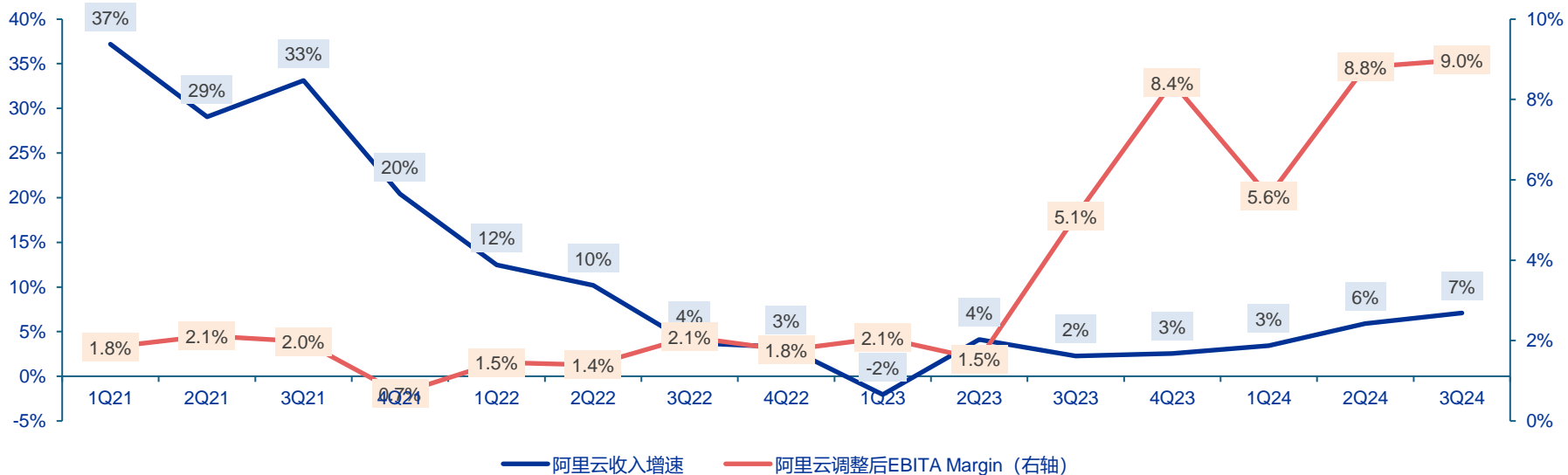


资料：Wind, 申万宏源研究

2.2 阿里云：AI拉动收入增速、利润率向上

- 吴泳铭在23年底接管阿里云后，确定新战略为“AI 驱动，公共云优先”，回归技术驱动，回归竞争优势。
- 阿里云AI的核心竞争力：1) 自研芯片，全资自研芯片主体平头哥；2) 模型能力，国内海外第三方榜单靠前。此外，互联网云厂领军，传统云客户都是AI云潜客。
- 收入端展望：负面因素基本消化（国内云计算减速、阿里云存量客户流失），新战略起效（AI相关产品收入连续五个季度实现三位数同比增长）；我们判断AI将带动阿里云业务收入增速进一步上行。
- 利润率展望：国内云厂价格战或持续；但阿里云聚焦公有云，且有一定自研硬件成本优势；利润率仍将上行。

图：阿里云收入同口径YoY，调整后EBITA Margin



资料：阿里巴巴财报，申万宏源研究
 注1：21Q2-23Q2，收入口径包含钉钉；23Q2起不再进行集团内合并抵消。
 注2：收入YoY增速使用同口径进行计算。

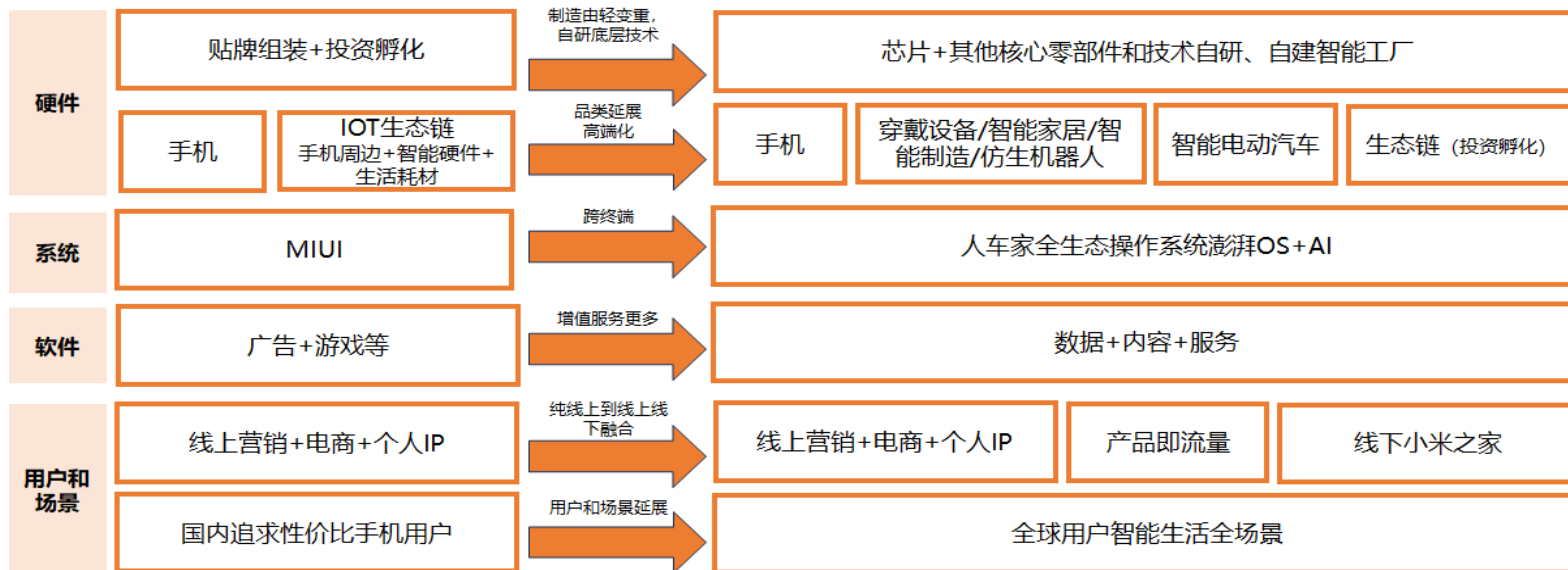
2.3 小米集团：24Q3汽车交付目标上调，线下扩张加速

- **新零售战略扩张加速：24Q3末小米之家门店数超1.3万家，同比净增3000+家。** 规划2024/2025年扩张至1.5万家/2万家（此前计划2026年扩张至2万家）。
 - 线下目标意在高端化和下沉市场抢份额，难点在于平衡低定倍率及渠道商利益。“周转换毛利+产品组合连带销售+数字化”模式基本跑通。2024重启扩张，且将在海外市场和汽车业务复制。
- **24Q3上调小米汽车全年交付目标由12万台至13万台，毛利率再提升（环比提升1.7pcts至17.1%）。**
- **24Q3手机高端化轨迹验证、小米15销量突破100万台速度超14。** 中国份额14.7%，yoy+1.2pcts，连续3个季度环比提升。中国大陆高端智能手机3000-4000元/4000-5000元/5000-6000元价格带的份额提升至18.1%/22.6%/6.9%。
- **IoT收入&毛利率均新高、核心产品全线高增。** 24Q3空调、冰箱、洗衣机出货量分别yoy55+%、yoy20+%、yoy50+%。总投资人民币1.2亿元的智能家电实验中心于10月启动运营。随着“以旧换新”等补贴的加码，公司四季度的IoT业务有望继续实现高增长。

2.3 小米集团：效率模型的变化，从互联网到互联网制造

- **第一阶段：早期“爆品”，核心是性价比，生产和营销模式均较低**
 - 低价，以研发门槛相对低的中低端手机+IOT生态链产品为主，营销销售聚焦线上，制造设计组装+ODM
- **早期效率模型遭遇的困难：随着智能机渗透率提升、线上化的红利消失**
 - 营销低价和贴牌生产难以成为爆品，中低端市场难以提高互联网服务ARPU，线上流量红利变弱
- **第二阶段：当前“爆品”，核心是高端化，制造和渠道均在变重**
 - 高端，发力中高端手机+大家电+汽车，发力线下渠道，生产环节自研核心技术和零部件+自建智能工厂
- **高端化爆品需要的经营要素更丰富、要求更高，松散的合伙人模式迭代为灵魂领袖+职业经理人的现代化企业管理模式**

图：小米效率模型的演进



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/925221300320012011>