

小米：定位年轻人，引爆物联网



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告起因

- 近期小米完成第五轮融资，估值 450 亿美元。小米 2014 年手机销量 6112 万部，较 2013 年增长 227%；含税销售额 743 亿元，较 2013 年增长 135%。小米将在 1 月 15 日发布下一代旗舰手机等新产品。
- 部分投资者认为小米缺乏创新能力，不具有持续发展的潜力。我们认为，创新不一定体现在技术层面，小米在营销战略和生态圈建设等方面都有很大的创新性，有望借助对中国互联网的深刻理解，成为苹果、谷歌之外的又一大科技生态系统。

投资要点

- **小米在营销战略积极创新**：小米定位于中国的年轻用户，网上虚拟消费意愿强的“互联网的原住民”用户群体保持小米产品的极高上网活跃度，也让小米成为少数能够持续收费的手机公司。MIUI 用户 ARPU 值仅为苹果的 1/8，但有望随着小米年轻的消费群体消费能力的提升而提高。小米也针对年轻用户采取相应的营销方式，为他们找到价值观定位。官网销售 7 成以上的产品，扁平渠道利于节省渠道费用、免去渠道存货和掌控产品价格。小米重构了手机产品生命周期的整个流程，用预售方式创造盈利空间。
- **小米布局平台硬件、MIUI 及移动互联网，投资生态圈**：小米自身布局手机、电视和路由器三大平台型硬件，掌握可穿戴和智能家居的生态圈核心。MIUI 构建类似于 iOS 的封闭系统，并有应用商店等移动互联网服务。MIUI 提供中国市场需求的功功能，更胜于美国人需求的苹果 iOS。MIUI 用户数已达到苹果的 1/6，小米应用商店累积下载量增长速度已接近苹果。小米计划 5 年内以 50 亿美元投资 100 家智能硬件公司，用小米模式复制 100 家小米。我们相信这 100 家小米中将成长出若干个新型智能硬件的巨头。新型智能硬件与小米三大平台型硬件形成互补，增强用户粘性、构建小米物联网生态圈。
- **三种类型的公司有望从小米模式中受益**：1) 现有小米供应商：虽然短期未必能够取得超额利润，但小米出货的高增长给相关公司带来高增长的契机，这对于公司整体分摊固定成本有很大的好处，并将落实到未来的业绩中。2) 小米将引爆可穿戴、智能家居、车联网等新型智能硬件市场，从而受益**新型智能硬件的核心元器件供应商**。3) 小米模式将带来硬件估值方法的变化。小米自身及华米等估值神话让用户基数与潜在 ARPU 值比短期利润更为重要，**采用硬件、软件和数据一体化商业模式的公司将享受高估值**。此外，小米在智能硬件行业的不断投资有望让投资者持续在**A 股市场寻找相关映射**，从而给智能硬件行业持续带来股价上涨的催化剂。

投资建议与投资标的

- 建议重点关注小米产业链长盈精密、欧菲光等，新型硬件元器件供应商立讯精密、环旭电子、长信科技等，以及东软载波、海康威视、英唐智控、安居宝等硬件、软件和数据一体化商业模式的公司。

风险提示

小米专利风险；小米新型智能硬件进展不达预期风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

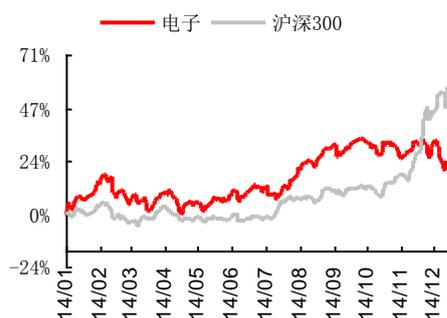
行业

电子

报告发布日期

2015 年 01 月 13 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

胡誉镜

021-63325888*7518

huyujing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514080001

联系人

王芳

021-63325888*6068

wangfang1@orientsec.com.cn

相关报告

小米高估值将带来新型智能硬件估值方法改变 2015-01-05

小米添力智能家居 继续看好半导体国产化 2014-12-22

2015 年度策略：国产化、物联网和国企改革 2014-12-16

电子行业研究方法论：主题、成长与周期共舞，渗透率是核心 2014-10-17

目录

1	最新估值 450 亿美元，业绩持续增长	4
2	小米在营销战略积极创新	6
2.1	定位中国年轻人，增长潜力大	6
2.2	迎合年轻人的营销方式，挤出利润空间	8
2.3	预售方式创造盈利空间	10
3	布局平台硬件、MIUI 及移动互联网，投资生态圈	11
3.1	小米自身布局手机、电视、路由器三大平台型硬件	11
3.2	MIUI 迎合中国需求，打造移动互联网生态圈	12
3.3	小米有望引爆新型硬件市场	16
4	小米产业链值得关注，新型硬件大发展	17
4.1	小米供应链迎来高增长契机	17
4.2	小米投资推动新型硬件爆发，并带来 A 股映射	17
4.3	小米模式重塑硬件估值体系	18
5	风险提示	19
	附件 1：小米的产品体系	20
	附件 2：小米移动互联、电商等生态圈企业	21

图表目录

图 1: 小米近年来收入快速增长	4
图 2: 小米近年来净利润快速增长	4
图 3: 小米手机出货金额	5
图 4: 小米手机出货量	5
图 5: 2014 上半年小米产品销量 (万)	5
图 6: 2014 上半年小米分类收入 (亿元)	5
图 5: 小米多款产品位居中国活跃安卓设备榜单	6
图 6: 小米应用商店界面	7
图 7: 小米变形金刚和动漫小希主题	7
图 11: 小米商城的米兔主题服装	8
图 12: 米兔玩偶	8
图 13: 小米同城会活动	9
图 14: 小米爆米花活动	9
图 15: 小米手机价格稳定	9
图 16: 三星旗舰机型持续降价	9
图 17: 小米重构产品生命周期流程	10
图 18: 推迟备货, 获得合理利润	10
图 19: 小米的三层生态系统	11
图 19: 小米 MIUI 直接整合小米黄页	12
图 20: 短信系统符合中国市场	12
图 21: 通讯录和拨号系统迎合中国市场需求	13
图 22: 利用小米 MIUI 自带的小米黄页方便实现快递状态查询	13
图 23: 利用小米 MIUI 自带的小米黄页方便实现手机充值	14
图 24: MIUI 用户数持续增长	15
图 25: 小米应用商店累积下载量增长速度已接近苹果	15
图 26: 小米产品针对年轻人	20
图 27: 小米的移动互联网生态圈企业	22
图 28: 小米的智能硬件生态圈企业	22
图 29: 小米的电商平台生态圈企业	23

1 最新估值 450 亿美元，业绩持续增长

近期雷军正式宣布小米完成新一轮融资，金额 11 亿美元，估值 450 亿美元，投资方包括业界一流的 All-stars、DST、GIC、厚朴投资、云峰基金等顶级投资机构。

回顾 2010 年雷军及团队、晨兴创投、启明创投投资创立小米至今，小米的历次融资，估值迅速增长，在 4 年内增长了 180 倍：2010 年底小米首轮融资，估值 2.5 亿美元；2011 年底小米第二轮融资，估值 10 亿美元；2012 年 6 月底，小米第三轮融资，估值 40 亿美元。2013 年 8 月第四轮融资，估值超过 100 亿美元。

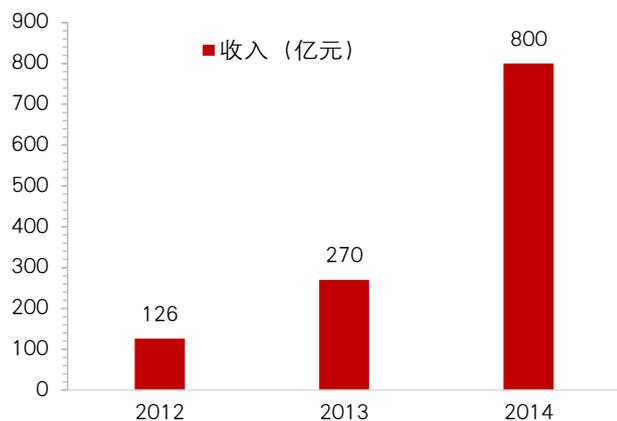
表 1：小米估值 4 年增长 180 倍

时间	估值	融资额	投资方
2010 年底	2.5 亿美元	4100 万美元	Morningside、启明和 IDG
2011 年底	10 亿美元	9100 万美元	启明、IDG、顺为基金、淡马锡、高通、Morningside
2012.6	40 亿美元	2.16 亿美元	GIC、DST 等
2013.8	超过 100 亿美元	-	DST 等
2014.12	450 亿美元	11 亿美元	All-stars、DST、GIV、厚朴投资、云峰基金

数据来源：PingWest、东方证券研究所

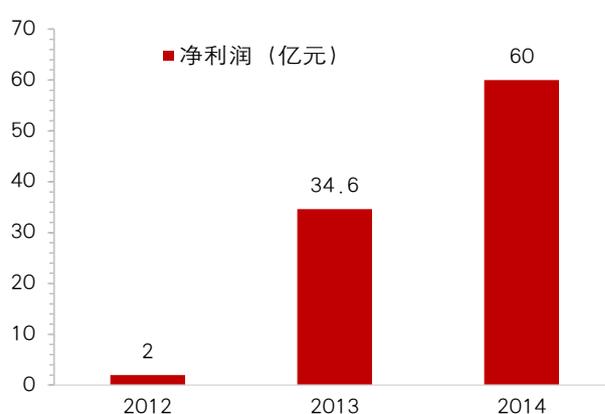
小米的估值也超越传统电子行业的 PE 等估值方法。小米在 2013 至 14 年的收入分别约为 270 和近 800 亿元，净利润分别为 34.6 和 60 亿元，450 亿美元的估值对应 2014 年 PE 为 47 倍，远超海康威视等 A 股公司 20 倍上下的 PE。

图 1：小米近年来收入快速增长



数据来源：雷锋网、东方证券研究所估算

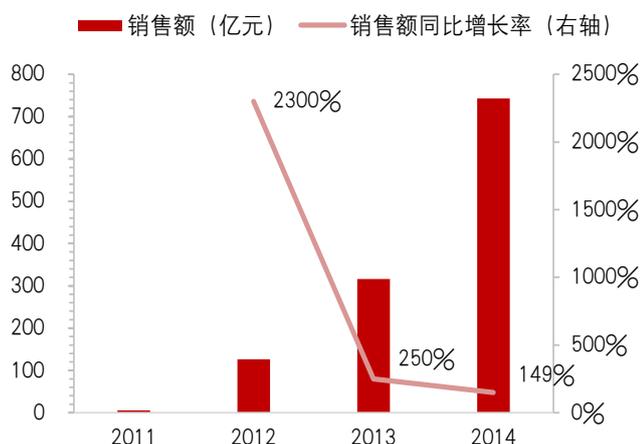
图 2：小米近年来净利润快速增长



数据来源：雷锋网、东方证券研究所估算

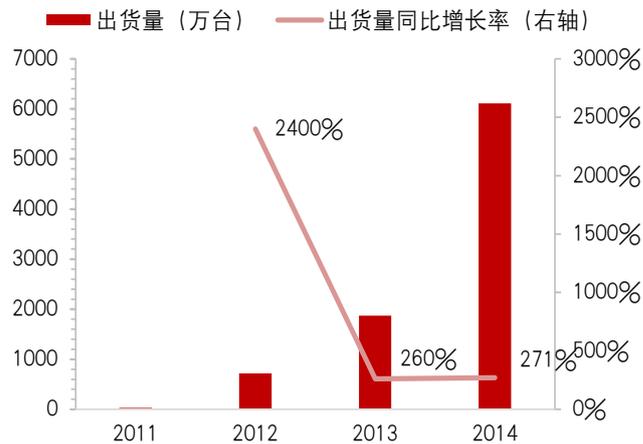
小米近年来出货飞速增长，自 14Q3 起成为全球第三大智能手机厂商。2014 年全年小米手机出货 6112 万部，较 2013 年增长 227%；含税销售额 743 亿元，较 2013 年增长 135%。

图 3：小米手机出货金额



数据来源：小米、东方证券研究所

图 4：小米手机出货量

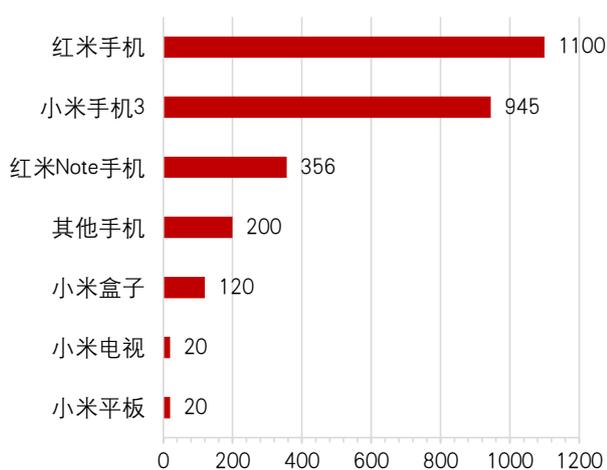


数据来源：小米、东方证券研究所

随着国内与三星等海外手机大厂的此消彼长，小米在 2015 年也可能将推出价格区间更大的更多机型，出货量有望达到 1.2 亿部，稳居全球出货量第三大手机厂商。

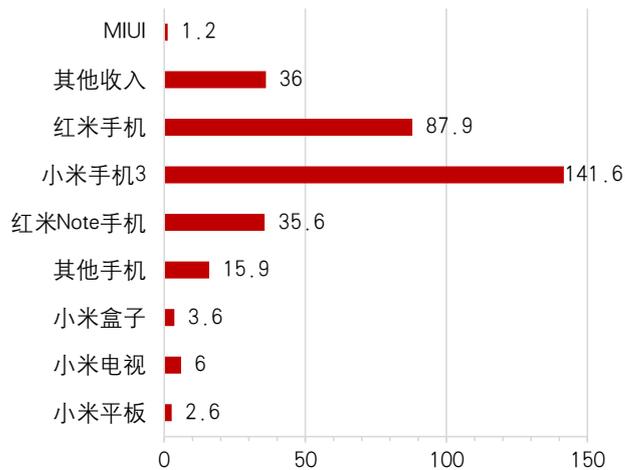
目前小米硬件产品仍占据营收的绝大多数，尤其是手机产品线，2014 年上半年的 330 亿元中，手机的收入占比 85.1%，其他智能硬件占比 3.7%，MIUI（应用商店、云服务、游戏中心等）占比 0.4%，其他收入占比 10.9%。

图 5：2014 上半年小米产品销量（万）



数据来源：PingWest、东方证券研究所估算

图 6：2014 上半年小米分类收入（亿元）



数据来源：PingWest、东方证券研究所

2 小米在营销战略积极创新

小米自 2010 年问世以来就充满争议。部分投资者认为小米缺乏创新能力，不具有持续发展的潜力。我们认为，创新不一定体现在技术层面，小米在营销战略和生态圈建设等方面都有很大的创新性。小米有望在借助对中国互联网的深刻理解，成为苹果、谷歌、亚马逊之外的又一大生态系统。

表 2：小米生态系统比肩苹果和谷歌

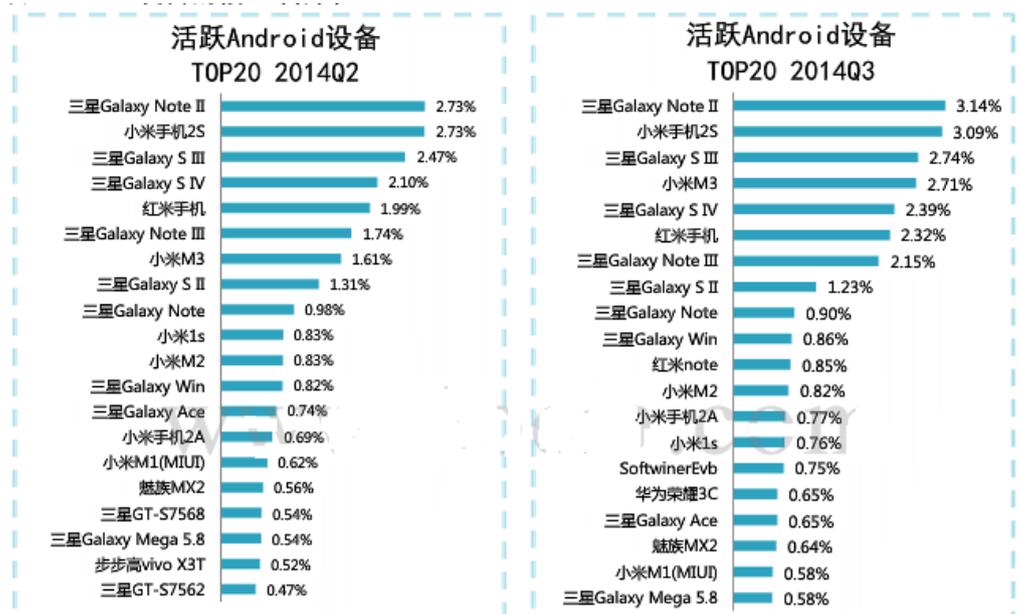
	小米	苹果	谷歌
硬件	手机、平板、电视、路由等	iPhone、iPad、Macbook、iPod、iTV、Apple Watch	谷歌眼镜、Nexus 手机、平板、Chromebook 电脑、Chromecast 电视棒
操作系统或界面	基于安卓的 MIUI 界面	iOS、Mac OS	Android
互联网服务	小米应用商店 主题、游戏、阅读、音乐	App store、iTunes 音乐、游戏、阅读、照片	Google Play 搜索、地图
活跃用户数	1 亿	6 亿	20 亿（搜索）
ARPU 值-年	24 元	30 美元	20 美元
市值	450 亿美元	6400 亿美元	3560 亿美元

数据来源：谷歌、苹果、小米、东方证券研究所

2.1 定位中国年轻人，增长潜力大

小米定位于中国的年轻用户，主流客户是 16-30 岁的年轻人，这一用户群体熟悉互联网，甚至依赖于互联网，有不少可以称为是“互联网的原住民”，上网活跃度很高，从而使得小米手机成为中国市场仅次于三星的活跃安卓设备。根据友盟的统计数据，三星和小米瓜分了活跃安卓设备的前十名榜单。

图 7：小米多款产品位居中国活跃安卓设备榜单



数据来源：友盟、东方证券研究所

年轻用户虽然消费能力有限，但愿意尝试新鲜事物，网上虚拟消费意愿强，也使得小米成为少数能够持续收费的手机公司。小米通过 MIUI 操作系统界面及其附属的应用商店等软件对用户销售游戏、主题和软件等。小米主题商店已经是全球最大手机主题库。

图 8：小米应用商店界面



数据来源：小米、东方证券研究所

图 9：小米变形金刚和动漫小希主题



数据来源：小米、东方证券研究所

小米持续收费能力相比苹果还有很大的提升空间。2014 年苹果 iTunes 及其它服务收入 181 亿美元（包括 iTunes 商店多媒体内容销售、应用商店下载、iBooks、iCloud、类似“Made for iPod”这样的授权项目和 AppleCare 等），按照苹果 iTunes 目前 6 亿多的活跃用户计算，苹果 ARPU 值高达 2.5 美元左右。根据小米联合创始人洪锋最近的说法，小米 MIUI 用户单月 ARPU 值大约在 2 元左右，仅为苹果的 1/8 左右。随着小米年轻的用户群体消费能力的逐步提升，以及小米移动互联网和新型智能硬件布局的完善，未来几年 ARPU 值提升可期。

表 3：小米持续收费能力提升空间大

	苹果	小米
活跃用户数	6 亿	近 1 亿
ARPU 值	2.5 美元	2 元

数据来源：雷锋网、Wind、东方证券研究所

在硬件、软件和服务（数据）一体化的大趋势下，用户基础和潜在 ARPU 值的重要性更加凸显。这给小米的长期竞争提供了保证。

2.2 迎合年轻人的营销方式，挤出利润空间

小米也针对这些年轻用户采取相应的营销方式，包括互联网营销、社会化营销、饥饿营销等，小米公司为他们找到价值观定位。“为发烧而生”、“做年轻人的第一台电视”等理念、产品高配低价和供不应求让年轻人获得产品信心，米兔、变形金刚配件等拉近了与年轻人的距离，论坛、微博、微电影等更是用年轻人的网络语言传递产品信息，同城活动、爆米花大会等更是让年轻用户在集体活动中增加对小米的认知。这些营销方式大大节省了传统模式下占售价 10%至 20%的营销成本。

图 10：小米商城的米兔主题服装



数据来源：小米、东方证券研究所

图 11：米兔玩偶



数据来源：小米、东方证券研究所

图 12：小米同城会活动


数据来源：小米、东方证券研究所

图 13：小米爆米花活动

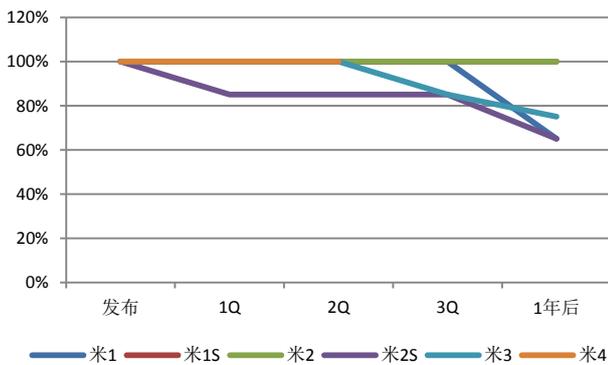

数据来源：小米、东方证券研究所

扁平的销售渠道也是小米的一大优势。 由于目标客户是熟悉互联网的年轻用户，官网销售 7 成以上的产品，我们认为小米的扁平渠道带来三个优势：

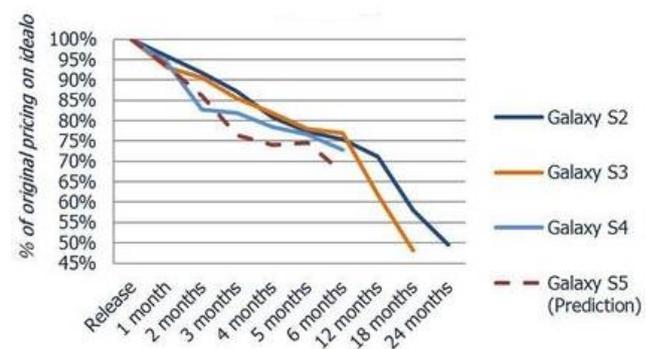
1) 省去了渠道的费用和利润；在传统模式下，手机厂商的渠道费用通常占到手机售价的 20% 至 30%。这意味着，与小米同价位 2000 元的手机中，400-600 元要支付给渠道。

2) 免去了渠道存货，有利于小米及时掌握市场需求，提升供应链管理效率。我们了解到，小米手机的库存周期仅为约 7 天，远低于竞争公司的 50-70 天。库存低一方面节省仓储成本，小米平均每部手机的仓储和运输费用是 20 元左右，另一方面极大地降低了产品降价带来的利润损失。

3) 对产品价格具有较好的掌控力，三星 Galaxy S 系列旗舰机型一般在上市后的半年内价格跌去 30%，而小米手机价格则相对稳定，在保证利润的同时，也提升消费者忠诚度。

图 14：小米手机价格稳定


数据来源：小米、东方证券研究所

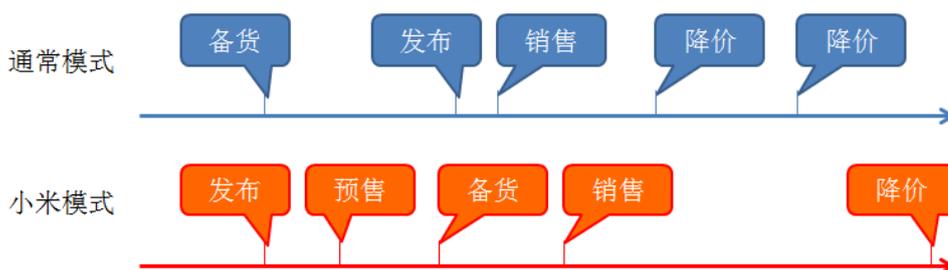
图 15：三星旗舰机型持续降价


数据来源：idealo、东方证券研究所

2.3 预售方式创造盈利空间

小米重构了手机产品生命周期的整个流程。不同于多数手机在发布前备货，发布后产品很快就上市，小米产品常常先发布，随后预售，然后根据预售的情况来决定备货量，从而能够更好的把握存货，提升供应链管理效率。

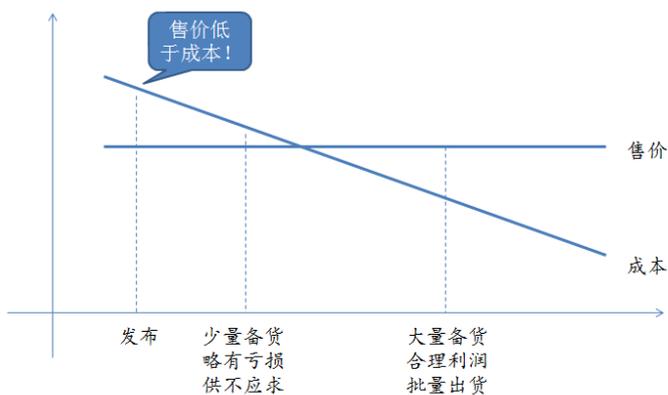
图 16：小米重构产品生命周期流程



数据来源：小米、ifanr、东方证券研究所

发布先于备货的另一大好处在于成本优势。大多数电子元器件的价格每个季度都有 2-5% 的降幅，推迟一个季度备货就能够增厚 2-5 个点的利润率。小米新品在发布至正式销售的时候，售价甚至可能低于成本，但这个阶段的备货量很低，加上其很高的性价比，常常是严重供不应求，初期抢到产品的消费者会给产品带来较好的口碑，从而让产品具有持续的需求，小米产品价格较为稳定，从而能够在后期带来合理的利润。

图 17：推迟备货，获得合理利润



数据来源：虎嗅、东方证券研究所

3 布局平台硬件、MIUI 及移动互联网，投资生态圈

雷军曾提出过硬件+软件+服务的铁人三项,但传统意义上的硬件仅限于智能手机、平板电脑、智能电视、路由器等,我们认为随着小米对外投资 100 家智能硬件公司,小米正在形成三个层次的生态系统——三大基础平台型硬件、MIUI 及移动互联网服务、新型智能硬件。

图 18: 小米的三层生态系统



数据来源：东方证券研究所、小米

3.1 小米自身布局手机、电视、路由器三大平台型硬件

小米手机（包括小米平板）、小米电视（包括小米盒子）、小米路由器是获取用户的杀手级硬件,也是小米的三大平台型硬件,三者分别对应用户自身(随身携带并控制)、家庭娱乐中心和智能控制(智能家居等)中心,因而也成为小米布局移动互联网服务和新型智能硬件的基础。

目前小米手机的收入占比约为 85%,除了小米手机(及平板)外,小米在电视(及盒子)、路由器的布局都可以作为新型智能硬件(智能家居等)的平台支撑。

2012年11月小米发布小米盒子，小米盒子是高清的互联网电视机顶盒，本质上是智能电视全面普及之前的过渡产品。小米盒子可以提供高清的网络电影、电视剧，与爱奇艺、优酷土豆等视频内容商合作提供正版资源，同时可以与小米手机进行 Airplay 互动。2013年9月小米发布小米电视，小米电视是小米巩固客厅地位的战略，也是小米智能家居的重要组成部分。大屏的智能电视是手机屏幕无法足够大的最佳解决方案，提供了更好的视频、游戏体验，将来也是重要的流量入口。

2014年4月小米发布小米路由器，小米路由是小米智能家居的核心产品。路由器可以打通底层网关，控制家中的智能硬件，成为未来一个家庭里的所有网络入口，并可以根据用户习惯定制智能场景。

3.2 MIUI 迎合中国需求，打造移动互联网生态圈

不同于大多数手机厂商从硬件开始布局，小米开始于操作系统界面 MIUI 和类似于微信的米聊，从而让小米高度重视软件和生态圈的布局，虽然硬件是当前的主要收入和利润来源。

通过三大基础硬件（目前仍主要是手机），小米获得了大量活跃的年轻用户。手机和电视通用的操作系统界面 MIUI 已不是单纯的“UI 用户界面”或简单的 ROM，完全不同于其它安卓界面的碎片化的情形，而更像是一个类似于 iOS 的封闭安卓操作系统，其黏性和价值更高于微信等超级应用。在 MIUI 的基础上，小米逐步完善了应用商店、游戏中心、多看阅读、主题、云服务等移动互联网服务生态体系。小米搭建了一个用户和第三方开发者的平台。

小米产品的生命周期较长，这给用户和开发者的软硬件和服务的适配提供便利。屏幕分辨率、比例等硬件参数也基本不变，包括小米平板与 iPad Mini 分辨率一致，也降低了第三方开发者开发成本。

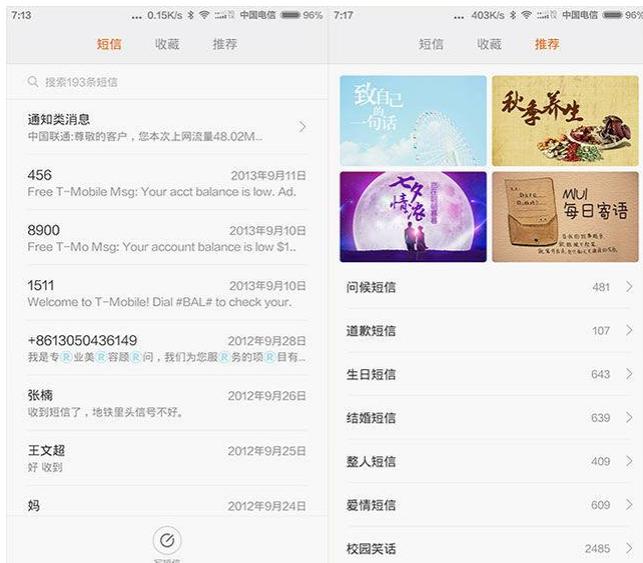
小米 MIUI 也提供不少迎合中国市场需求的 가능。针对中国骚扰电话较多的特点，小米 MIUI 的通讯录直接整合小米黄页，并具有智能识别陌生号码，甚至拦截骚扰电话的功能。针对中国垃圾短信较多的情况，小米短信系统直接汇集广告等至“通知类消息”大类，也针对中国人爱用短信的特点，小米短信系统收集了大量不同类别的推荐短信。而苹果 iPhone 由于底层操作系统的开发在不熟悉中国国情的美国完成，始终没有提供很好的防骚扰电话的解决方案。

图 19：小米 MIUI 直接整合小米黄页

图 20：短信系统符合中国市场



数据来源：小米、东方证券研究所



数据来源：小米、东方证券研究所

图 21：通讯录和拨号系统迎合中国市场需求



数据来源：小米、东方证券研究所

小米 MIUI 也从底层打通与顺丰、手机网络运营商等系统，让用户可以通过与通讯录整合的小米黄页来访问这些系统，实现查询快递状态、手机充值等功能。

图 22：利用小米 MIUI 自带的小米黄页方便实现快递状态查询



数据来源：小米、东方证券研究所

图 23：利用小米 MIUI 自带的小米黄页方便实现手机充值

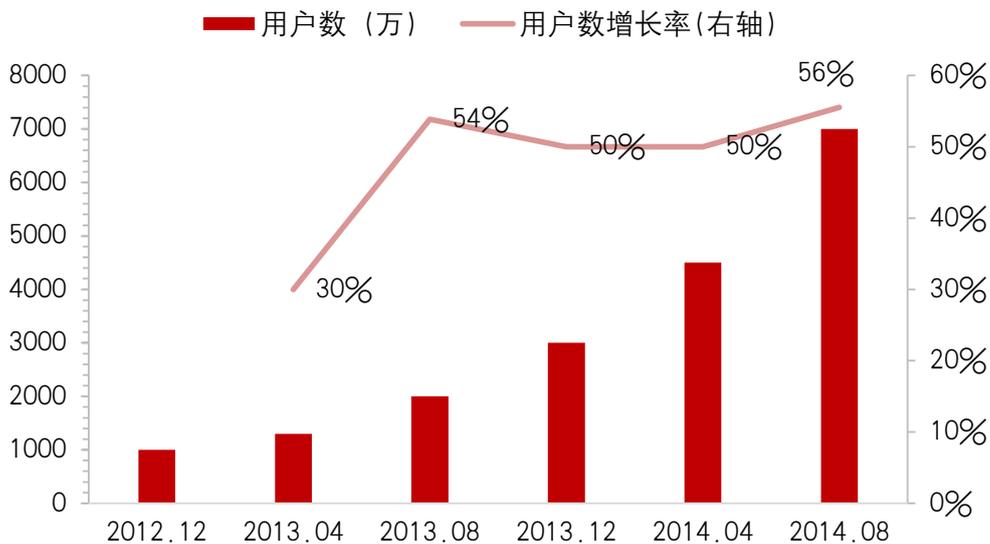


数据来源：小米、东方证券研究所

MIUI 平台活跃度高，2013 年就已经成为仅次于苹果和三星的第三大生态系统，截止到 2014 年 8 月份已达到 7000 万用户，并且以平均每天 20 万用户的速度增长。目前可能已经近亿，包括

上千万刷机的用户。按照 2015 年小米手机销量 1.2 亿只的测算，2015 年用户数有望翻番，达到苹果用户数量的 1/3。

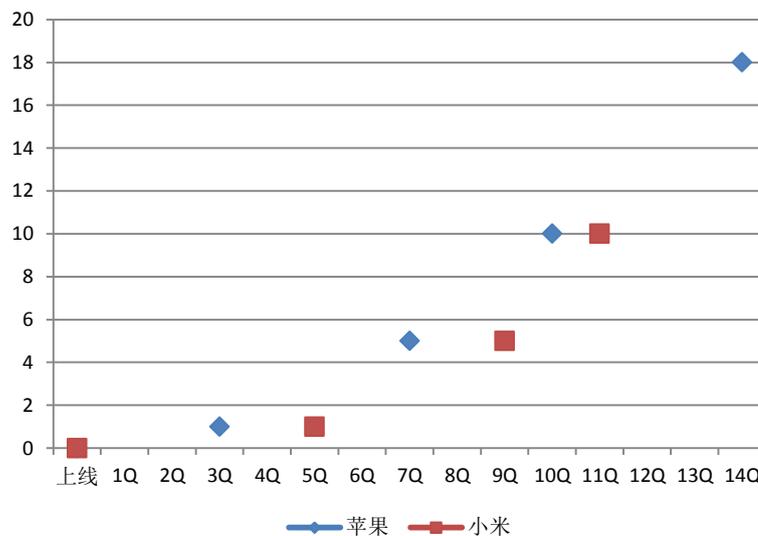
图 24: MIUI 用户数持续增长



数据来源: 小米、ifanr、东方证券研究所

用户数的积累使得小米得以在最擅长的移动互联网上长袖善舞。小米应用商店在 2012 年 5 月上线，2013 年 8 月突破 10 亿下载量，耗时 15 个月，落后于苹果 App Store 在 2008 年 7 月上线后 9 个月达到 10 亿的下载量，但小米与苹果的差距在逐步缩小，达到 50 亿和 100 亿下载量分别仅仅落后苹果 3 个月和 1 个月，我们相信小米后续的增长速度将超越苹果。

图 25: 小米应用商店累积下载量增长速度已接近苹果



数据来源: Annie Apps、苹果、小米、东方证券研究所

3.3 小米有望引爆新型硬件市场

小米通过强大的资本运作和资源整合能力，在过去几年间投资了 30 多家企业。2014 年下半年以来尤其重视智能硬件领域的布局，投资华米、Misfit、美的等可穿戴、智能家居厂商，并推出一系列产品，如：智能手环、智能灯泡、智能摄像头、智能插座、空气净化器等。小米的三大平台型硬件与小米投资公司的新型智能硬件构成完备的生态圈，小米手机（平板）、电视（盒子）和路由器则处在生态圈的核心位置。小米与被投资的企业构成产品线互补。

一方面，新型智能硬件能够使得小米三大平台型硬件发挥更大价值，并促进小米三大平台型硬件的用户粘性。未来手机等平台型硬件与周边智能硬件连接的程度将是一大竞争力。

另一方面，小米的知名度、电商能力等能够拉动新型硬件的销量。相当一部分新型硬件的用户处于对小米手机的信任和兴趣而购买这些产品。小米电商系统的理论承压能力是每分钟 30 万下单量，2014 年米粉节在 12 小时产生 130 万台手机订单和超 15 亿元交易额，单日售出超过 100 万部手机，刷新了业内纪录。小米已有 1500 多人的物流团队，建成 10 大内地仓储中心（北京、上海、深圳、成都、沈阳、武汉、天津、郑州、广州、南京）和两大海外仓储中心（深圳保税区和台湾）、5 万平米仓储面积，库存周转做到仅有 7 天。小米快递合作伙伴是顺丰、如风达和 EMS，在 22 个城市承诺 48 小时到货的“极速配”服务。

小米计划 5 年内以 50 亿美元投资 100 家智能硬件公司，用小米模式复制 100 家小米。我们相信这 100 家小米中将成长出若干个新型智能硬件的巨头。

表 4：小米近年来投资的智能硬件公司（列表可能不完全）

时间	投资标的	投资主体	投资金额	领域
2014 年 12 月	美的	小米科技	最高 12.66 亿元	智能家居
2014 年 12 月	Misfit	小米科技、京东、顺为资本等	4000 万美元	智能穿戴
2014 年 12 月	华米科技	小米科技、顺为资本	B 轮 3500 万美元	智能穿戴（小米手环）
2014 年	智米	—	—	空气净化器
2014 年 11 月	松果电子	小米科技、联芯科技	—	芯片
2014 年 9 月	丽维家	顺为资本	超过 1000 万元	智能家居
2014 年 9 月	九安医疗 iHealth	小米投资	2500 万美元	移动医疗
2013 年 8 月	紫米	小米科技、雷军	—	移动电源
—	加一联创	小米可能有投资	—	耳机
2014 年	You+	顺为基金	—	社交公寓，有望引入智能家居
2014 年	小蚁科技	—	—	家居摄像头
—	创米	—	—	智能插座
2014 年初	Yeelight	—	—	智能 LED 灯

数据来源：PingWest、雷锋网、Kr26、东方证券研究所

4 小米产业链值得关注，新型硬件大发展

小米凭借在营销战略、生态圈建设等方面的创新已实现了自身的高速增长，部分全球顶尖一级市场投资者肯定了小米模式，我们认为，二级市场还没有充分研究小米模式，并在智能手机渗透率超过 50%时开始看空电子行业的增长潜力。而小米已经给电子行业带来了新的发展模式，三种类型的公司有望从小米模式中受益：

4.1 小米供应链迎来高增长契机

现有小米产业链供应商：虽然短期未必能够取得超额利润，但小米出货量的高增长给相关公司带来高增长的契机，这对于公司整体分摊固定成本有很大的好处，并将落实到未来的业绩中。建议关注长盈精密(300115，买入)、劲胜精密(300083，未评级)、欧菲光(002456，未评级)等公司。

表 5：小米现有供应商

元器件	供应商
结构件	长盈精密、劲胜精密、通达（港股）
摄像头	欧菲光、舜宇（港股）
触摸屏	欧菲光
电池	欣旺达(300207，未评级)、德赛电池(000049，未评级)、飞毛腿（港股）
电感	顺络电子(002138，未评级)
移动电源	卓翼科技(002369，未评级)
电视音箱	奋达科技(002681，未评级)
MCU	东软载波（上海海尔）
手机主芯片	大唐电信(600198，未评级)（联芯）

数据来源：集微网、东方证券研究所

4.2 小米投资推动新型硬件爆发，并带来 A 股映射

小米将加速新型硬件生态圈建设：我们认为小米将成为推动可穿戴、智能家居、车联网等新型智能硬件的重要力量，小米深刻理解硬件创业的成功之道，这是 BAT 等其他巨头难以匹敌的，“小米模式”的复制更为直接有效，同时小米的用户基础，平台和产业链资源整合能力也将帮助硬件厂商创业成功率提升，让硬件厂商从一个好的 idea 到实现价值的过程大大缩短，这也将促进新型硬件（及其背后的软件和服务）的大爆发。

我们建议关注来自新型硬件的收入弹性较大的公司，比如：立讯精密(002475，买入)、环旭电子(601231，买入)、长信科技(300088，买入)、水晶光电(002273，买入)、北京君正(300223，未评级)等公司。

表 6：受益于新型硬件弹性大的元器件公司

公司	产品	单机价值量	毛利率
立讯精密	无线充电相关	80 元	20-30%
环旭电子	SiP 封装	300 元	6-10%
长信科技	车载触控显示屏	2000-3000 元	20%
水晶光电	眼镜光学模组	200 元	40%以上
北京君正	主芯片	30-50 元	50%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

4.3 小米模式重塑硬件估值体系

小米模式将带来硬件估值方法的变化。从诺基亚的纯硬件商业模式，到苹果的硬件+软件模式，再到现在的硬件+软件+数据的商业模式，小米自身以及小米投资的华米等公司的估值神话，可能带动硬件厂商估值体系的改变，传统 PE 估值方法呈现弊端，用户基数与潜在 ARPU 值比短期利润更为重要，采用硬件、软件和数据一体化商业模式的公司将享受高估值。我们建议关注东软载波(300183，买入)、海康威视(002415，未评级)、英唐智控(300131，未评级)、安居宝(300155，未评级)、和而泰(002402，未评级)、中京电子(002579，未评级)等公司。

此外，小米在智能硬件行业的不断投资有望让投资者持续在 A 股市场寻找相关映射，从而给智能硬件行业持续带来股价上涨的催化剂。

表 7：硬件、软件和数据一体化商业模式的公司

公司	硬件	软件	数据
东软载波	芯片、产品	智能家居解决方案	家居数据云平台
海康威视	存储、摄像头	视频算法等	安防视频云平台
英唐智控	家电控制器	智能家居解决方案	家居数据云平台
安居宝	楼宇对讲、停车场门禁	产品相关软件	可视云对讲、云停车场系统
和而泰	家电控制器	智能家居解决方案	家居数据云平台
中京电子	智能手表、腰带等可穿戴	产品相关软件	可穿戴数据云平台

数据来源：公司公告、东方证券研究所

5 风险提示

小米可能面临专利风险：做为问世不到 5 年的新兴企业，小米在专利布局方面有很大不足，如果不能通过自己研发、收购或战略合作顺利解决这一问题，小米可能面临着成长瓶颈，特别是在海外市场。

小米新型智能硬件进展不达预期。新型硬件技术难度大，用户认可度也存在较大的不确定性，如果小米生态圈公司在研发、供应链管理、市场营销等方面不能突破，新型智能硬件的进展可能会不达预期。

附件 1：小米的产品体系

图 26：小米产品针对年轻人



数据来源：小米、东方证券研究所

表 8：小米起源于 MIUI 操作系统界面和类似于微信的米聊

时间	事件
2010.04	小米公司正式成立
2010.08	MIUI 首个内测版推出
2010.12	米聊内测版正式发布
2011.08	小米手机 1 正式发布
2012.08	小米手机 2 发布
2012.10	小米 1s 青春版发布
2013.03	小米盒子发布
2013.07	千元智能机红米发布
2013.09	发布小米手机 3 和小米电视
2014.04	发布小米路由器和小米盒子增强版
2014.05	发布小米平板
2014.07	发布小米 4 和小米手环
2014.10	小米超过联想和 LG，成为全球第三大智能手机制造商，仅次于三星和苹果
2014.12	小米发布空气净化器
2015.1	小米 5、红米 2 等

数据来源：小米、东方证券研究所

附件 2：小米移动互联、电商等生态圈企业

表 9：小米近年来投资的部分公司

时间	投资标的	投资主体	投资金额	领域	类别
2014 年 12 月	美的	小米科技	最高 12.66 亿元	智能家居	
2014 年 12 月	Misfit	小米科技、京东、顺为资本等	4000 万美元	智能穿戴	
2014 年 12 月	华米科技	小米科技、顺为资本	B 轮 3500 万美元	智能穿戴 (小米手环)	
2014 年	智米	—	—	空气净化器	
2014 年 11 月	松果电子	小米科技、联芯科技		芯片	
2014 年 9 月	丽维家	顺为资本	超过 1000 万元	智能家居	
2014 年 9 月	九安医疗 iHealth	小米投资	2500 万美元	移动医疗	智能硬件
2013 年 8 月	紫米	小米科技、雷军	—	移动电源	
	加一联创	小米可能有投资	—	耳机	
2014 年	You+	顺为基金		社交公寓, 有望引入智能家居	
2014 年	小蚁科技	—	—	家居摄像头	
—	创米			智能插座	
2014 年初	Yeelight	—	—	智能 LED 灯	
2014 年 11 月	爱奇艺	小米科技、顺为资本	18 亿元	视频内容	
2014 年 11 月	优酷土豆	小米科技	1000 万美元	视频内容	
2014 年 10 月	凯立德定增	天津金星投资、顺米投资	8400 万元	电子地图导航	
2014 年 3 月、10 月	电话帮	金星、晨兴、龙腾、尤里·米尔纳、纪源、小米	—	电话号码数据	
2014 年 10 月	华策影视定增	北京瓦力	5000 万元	互联网电视	
2014 年 7 月	界面	小米	不详	新媒体	
2014 年 7 月	一起作业	顺为资本、老虎基金、H Capital	2000 万美元	在线教育	移动互联
2014 年 4 月	猎豹移动	小米投资	最高 2000 万美元	移动安全	网
2014 年 4 月	迅雷	小米科技、金山、晨星资本、IDG	2000 万美元	下载、云播、播放器	
2014 年 1 月	金山旗下游戏研发工作室西山居	小米投资	2000 万美元	手游	
2014 年 1 月	瓦力语聊	小米科技	不详	语音聊天	
2012 年 9 月	雷锋网	小米科技	不详	互联网科技媒体	
2012 年 5 月	多看科技	小米科技	1000 万美元	电子阅读	
2011 年 2 月	卡卡移动	雷军/顺为资本	数百万美元	汽车消费	
2014 年 9 月	积木盒子	小米科技、顺为资本领投	3719 万美元	P2P 平台	互联网金融

2014年2月	凡客诚品	雷军		电商	电商
2012年2月	耶客	顺为资本、IDG	近千万美元	移动电商服务	
2013年3月	智谷	顺为资本、小米科技、金山软件	1960万美元	产权管理和咨询公司	产权管理

数据来源：PingWest、雷锋网、Kr26、东方证券研究所

图 27：小米的移动互联网生态圈企业



数据来源：东方证券研究所

图 28：小米的智能硬件生态圈企业



数据来源：东方证券研究所

图 29：小米的电商平台生态圈企业



数据来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，自营业务持有 海康威视(002415, SZ)一定仓位！东证资管仍持有 海康威视(002415, SZ)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn