



从 Costco 看小米

投资要点

- **主要逻辑: 对标好市多, 探究发展之道。**小米的商业模式看似庞杂, 其实可以抽象为三个层次理解。最浅层的理解可以把小米对标苹果, 商业逻辑即简单的硬件+内容变现; 再深层次的理解可以把小米对标 Costco, 商业逻辑就是用低价来形成强护城河, 从而通过用户忠诚度来收取会员费; 最深层次的理解可以把小米对标亚马逊, 商业逻辑即一切以用户体验和增长为飞轮的核心。目前是小米第二增长曲线(生态链)的加速期, 其基础设施就是新零售, 本篇以此为基础, 重点讨论小米和 Costco 商业模式的异同, 探究小米未来的发展之路。
- **超低毛利的效率革命践行者: Costco 和小米的低毛利率生存之道。**好市多的主要销售策略是以始终低于其他地方的价格为其会员提供各种优质商品, 以获取更多消费者进入其会员体系, 好市多的毛利率常年维持在 13% 左右的水平, 约为沃尔玛 25% 毛利率水平的一半。好市多以仓储门店为流量入口, 小米则以智能硬件为流量入口, 二者都不以追求利润为目标, 而以获取更大的规模优势为主要目标。
- **超高周转率的经营之道。**好市多应收账款周转率常年维持在 95, 领先沃尔玛, 是优衣库的两倍; 其存货周转率为 12 次, 是沃尔玛的 1.5 倍左右, 普通快销商店的 2-3 倍。坪效 FY2017 高达 12538 美元/平米, 且近六年基本维持在 12000-13000 的水平区间。好市多以精简的 SKU 为效率突破口, 小米则是以线上直销和线下新零售提升效率, 线上直销形成了强大的三方销售网络, 线下小米之家坪效可达 24 万元/平米。
- **另辟蹊径, 差异化盈利模式。**好市多 2017 年会员总人数超过 9000 万, 会员续费率高达 90%, 近五年会员费占营业利润比例维持在 70%。小米则通过供应链管控造就的低价、无与伦比的性价比、自有品牌的运营能力和优质的用户体验来实现引流, 并最终通过互联网收入变现为收入。2018 一季度 MIUI 月活跃用户已超过 1.9 亿, 互联网服务以不到 10% 的营收占比, 营业利润占比高达 35%。
- **估值与评级:**对标 Costco 上市以来的估值区间, 考虑小米零售哲学下的科技互联网属性, 给予小米 2019 年 30 倍估值, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:**零售和系统用户体验下降, 导致用户流失或活跃度下降的风险; AI 高端技术的普及速度低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	114,625	172,379	248,696	361,721
增长率	67.5%	50.4%	44.3%	45.4%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-43,826	8,556	12,874	17,564
增长率	--	--	50.5%	36.4%
每股收益 EPS	--	0.38	0.58	0.78
净资产收益率	34.5%	6.6%	9.0%	10.9%
PE	--	42	27	20

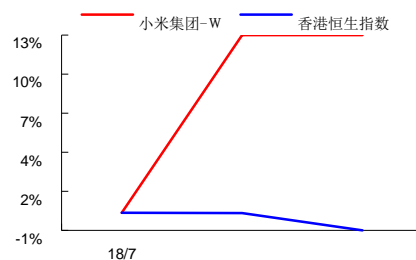
数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	16.8-19.0
3 个月平均成交量(百万)	498.13
流通股数(亿)	223.76
市值(亿)	4,251.46

相关研究

目 录

1 好市多概况	1
2 传统行业的革命者：低毛利率的生存之道	5
2.1 好市多：“不赚钱”的零售超市.....	5
2.2 小米的“好市多之道”：感动人心，价格厚道.....	9
3 零售之道，效率为王	14
3.1 好市多的高效之路.....	14
3.2 小米的“好市多之道”：全渠道新零售.....	16
4 另辟蹊径，差异化盈利模式	19
4.1 好市多的盈利模式：会员变现.....	19
4.2 小米的“好市多之道”：生态帝国，服务变现.....	22
5 盈利预测与估值	24
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 美国加州一家 costco.....	1
图 2: costco 精英卡.....	1
图 3: 2017 年 Costco 全球门店分布.....	2
图 4: 好市多会员卡类型.....	2
图 5: 好市多 2005 年以来的营收增长情况.....	3
图 6: 好市多 2005 年以来的净利润增长情况.....	3
图 7: 好市多和沃尔玛股价图.....	3
图 8: 好市多会员费收入及占营业利润比例情况 (亿美元).....	4
图 9: 好市多会员费收入及利润情况 (单位: 亿美元).....	4
图 10: 好市多及同行业毛利率对比 (%).....	5
图 11: Costco 近十年毛利率.....	6
图 12: 沃尔玛近十年毛利率情况.....	6
图 13: 好市多和沃尔玛历史 SKU 情况.....	6
图 14: 好市多近三年销售产品品类构成.....	7
图 15: Costco 自有品牌 KIRKLAND SIGNATURE.....	7
图 16: 好市多的仓储式超市.....	8
图 17: 好市多的大包装模式.....	8
图 18: 好市多历年门店数量及所有权情况.....	8
图 19: 好市多历年职工人数及构成.....	9
图 20: 好市多平均每个员工每年创造营业收入 (万美元).....	9
图 21: 好市多历年运营费用及费用率情况.....	9
图 22: 好市多和沃尔玛历年运营费用对比情况.....	9
图 23: 公司 2018 年一季度主营业务结构情况.....	10
图 24: 公司 2017 年主营业务毛利情况.....	10
图 25: 小米不同业务毛利率.....	10
图 26: 小米智能手机业务毛利率同行对比.....	10
图 27: 小米 IoT 业务毛利率及同行对比.....	11
图 28: 小米智能手机出货量.....	11
图 29: 2018 年一季度全球智能手机出货量格局.....	11
图 30: 小米智能手机产品系列.....	12
图 31: 小米不同价位智能手机销量占比.....	12
图 32: 小米经营利润及经营利润率.....	13
图 33: 小米和好市多近三年的经营利润率.....	13
图 34: 好市多及同行企业应收账款周转率.....	14
图 35: 好市多及同行企业存货周转率.....	15
图 36: 好市多及同行企业坪效 (美元/平米).....	15
图 37: 好市多和沃尔玛单店平均销售额 (百万美元).....	16
图 38: 好市多历年不同年份所开门店单店平均销售额.....	16
图 39: 应付账款周转天数.....	16

图 40: 应收账款周转天数.....	16
图 41: 存货周转天数.....	17
图 42: 现金周转天数.....	17
图 43: 小米线上和线下销售占比.....	17
图 44: 小米直销线上和直销 Store 占比.....	17
图 45: 小米之家门店数量.....	18
图 46: 小米之家坪效对比.....	18
图 47: 好市多加油站.....	19
图 48: 好市多美食广场.....	19
图 49: 纽约地区高级汽油价格.....	19
图 50: 公司 2010 年以来会员人数增长情况.....	20
图 51: 公司 2008 年以来平均单店覆盖会员数及增长.....	21
图 52: 公司 2008 年以来单个会员年销售额.....	21
图 53: 公司 2010 年以来会员费及增长.....	21
图 54: 好市多 2010 年以来会员费营收与利润占比.....	21
图 55: 小米近三年 MIUI 月活增长情况.....	22
图 56: 小米 2015 年互联网收入及增长.....	23
图 57: 小米 2015 年以来互联网服务营收与毛利占比.....	23
图 58: Costco 的 PE band.....	25

表 目 录

表 1: 小米生态链部分产品价格与主要竞争对手价格对比.....	12
表 2: 传统零售商及好市多的盈利模式.....	21
表 3: 分业务收入及毛利率.....	24

1 好市多概况

好市多(Costco Wholesale)是全球第二大零售商,美国第一大会员制仓储超市,其开创的连锁会员制仓储超市(membership warehouse club)模式,引领了零售业的新业态。好市多前身是1993年由The Price Company和Costco公司合并的PriceCostco公司。1976年,Sol Price及其儿子Robert Price在圣迭戈共同创立的Price Club是全球第一家会员制仓储批发卖场,开启了“warehouse store”的零售模式。1983年9月,杰弗里·布罗特曼在美国西北部的华盛顿州西雅图市创办了第一家好市多(Costco)。1993年,The Price Company和Costco公司合并成为PriceCostco公司,拥有206家卖场,全年营业额约160亿美元。1997年,PriceCostco更名为Costco Companies, Inc.。1999年,公司正式更名为Costco Wholesale Corporation。

图 1: 美国加州一家 costco



数据来源: Bing, 西南证券整理

图 2: costco 精英卡



数据来源: Bing, 西南证券整理

好市多的连锁会员制仓储量贩店模式

好市多作为全球会员制仓储超市模式(membership warehouse club)的创始者,其零售商业模式取得了巨大的成功,公司FY2017实现营业收入1290亿美元,同比增长8.7%。截至2017年12月31日,好市多已在美国、波多黎各、加拿大、英国、墨西哥、日本、澳大利亚、西班牙、法国、冰岛以及台湾和韩国等12个国家或地区开设了共746家门店,平均单店经营面积约为1.35万平方米。

图 3: 2017 年 Costco 全球门店分布



数据来源: 西南证券整理

好市多的主要销售策略是以始终低于其他地方的价格为其会员提供各种优质商品。正如 Price Club 的创始人 Sol Price 在 1985 年说的“我尽我所能地以便宜的价格卖商品”。好市多力求将物品限制在快速销售的型号、尺寸以及颜色上, FY2017 其核心仓库平均每个仓库拥有约 3800 个有效库存单位 (SKU), 远低于其他宽线零售商。好市多会员制仓储超市的主要运营理念是向会员以低价格提供多商品类别中有限选择的国家品牌和自有品牌产品, 同时保证商品的高销量和快速库存周转率。结合大批量采购、高效配送、减少处理商品以及自助仓库设施, 高销量和库存周转率使公司能够以大幅低于其他零售商的毛利率实现盈利。

收费会员制是这种的模式核心要点之一, 会员费则通常是这种模式的核心盈利来源。截至 FY2017, 好市多已经拥有 9030 万持卡会员, 其中付费会员 4940 万, 免费家庭卡会员 4090 万, 共贡献会员费收入 29 亿美元。公司的会员体系分为执行会员和非执行会员, 非执行会员包括金星会员和商业会员, 其中金星会员可供个人使用, 商业会员仅限于企业, 包括拥有营业执照、零售许可证或类似证据的个体。非执行会员除了可以进场消费还可以额外带人进入, 其会员费为 60 美元/年; 执行会员行政会员费为 120 美元, 可以享受最高年度 2% 奖励。所有付费会员资格包括免费的家庭卡。

图 4: 好市多会员卡类型

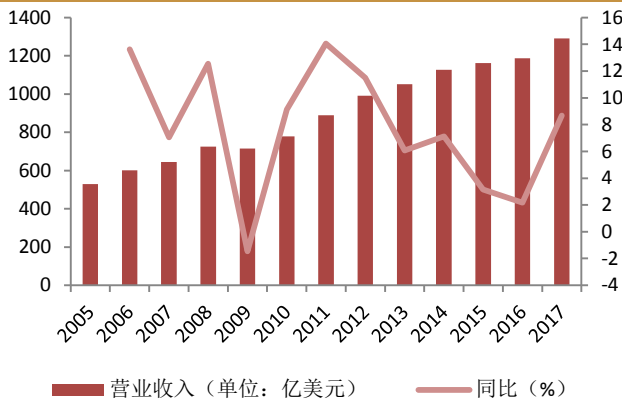


数据来源: Costco 官网, 西南证券整理

好市多业绩概况

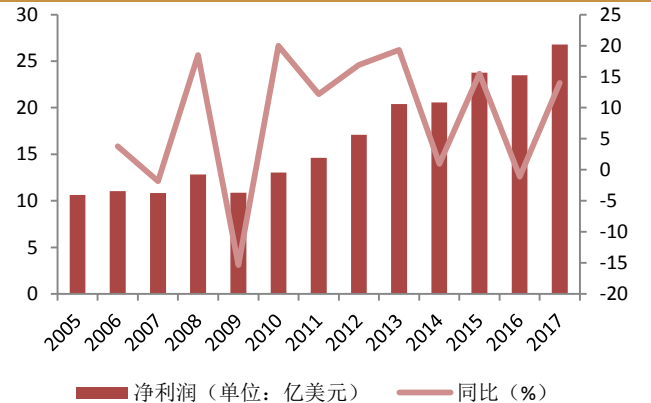
好市多自上市以来的市场表现保持了与营业收入一致的稳步增长，其营业收入从 1993 年合并之初的 160 亿美元增长至 FY2005 的 529 亿美元，再至 FY2017 的 1290 亿美元，近五年年均复合增长率达到 5%；净利润则从 2005 年的 10 亿美元增长至 2017 年的 27 亿美元，近五年年均复合增长率达到 7.1%。

图 5：好市多 2005 年以来的营收增长情况



数据来源：wind，西南证券整理

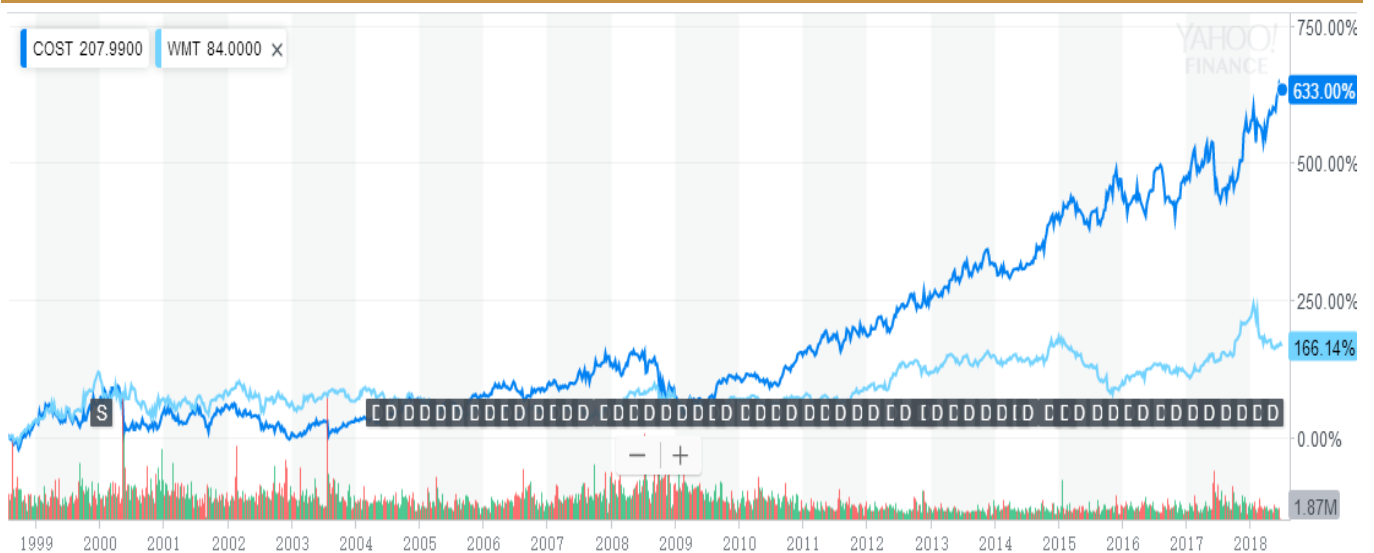
图 6：好市多 2005 年以来的净利润增长情况



数据来源：wind，西南证券整理

公司股价也随着公司业绩的稳步提升而一路上涨，公司股价自上市以来涨幅超过 30 倍，最新收盘价已达到 207.99 美元（截止到 2018 年 7 月 3 日），市值达到 912 亿美元。即便在 2008 年全球金融危机中，公司股价也保持了较小幅度的回调，表现出极强的成长性。

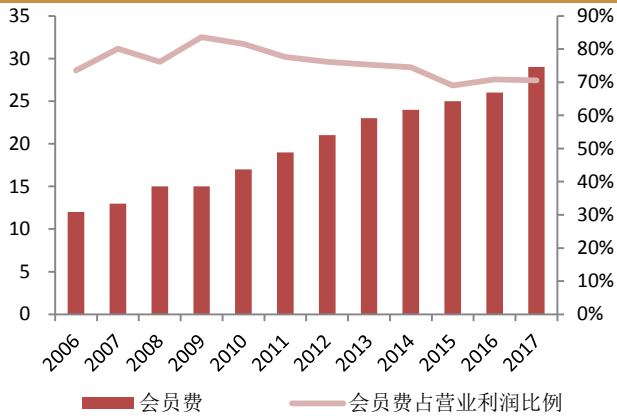
图 7：好市多和沃尔玛股价图



数据来源：Yahoo，西南证券整理

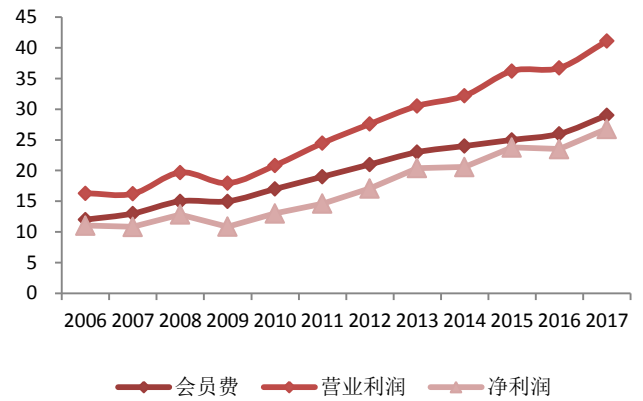
公司营业收入主要由仓储量贩店销售收入和会员费收入构成，其中会员费收入每年虽然只占了约 2% 的比例，但贡献了公司 70% 左右的营业利润，是公司盈利增长的主要来源。公司的盈利模式主要是通过压缩经营性活动的利润，最大程度让利给消费者，从而吸引更多消费者进入其会员体系，带来会员费与净利润的增长。

图 8: 好市多会员费收入及占营业利润比例情况 (亿美元)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 9: 好市多会员费收入及利润情况 (单位: 亿美元)



数据来源: wind, 西南证券整理

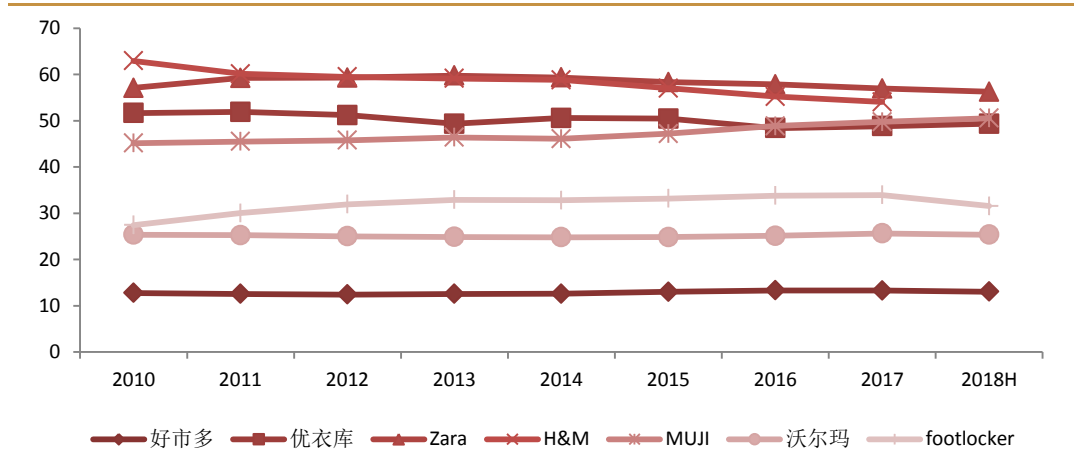
2 传统行业的革命者：低毛利率的生存之道

一般零售企业的传统盈利模式是通过所售商品的零售价与进货价之差获取利润。传统智能手机或者电子产品行业的盈利模式是通过降低生产成本和提高售价获取更高的毛利率从而获得更高的利润。好市多的诞生是对传统零售行业的一次革命，好市多主动将销售商品的毛利率压低至 14% 以下，远低于传统零售行业的 25%-30%，更低于快销行业的 30% 以上的毛利率，开创了以刚性会员费收入作为主要盈利来源的商业模式。而小米在一定程度上可以称为是智能手机和更多智能硬件行业中的好市多，小米以“感动人心，价格厚道”的使命感努力将产品的价格降至最低，最大化产品的性价比，获取硬件规模优势，以硬件作为流量入口获取更多的服务收入作为主要盈利来源。

2.1 好市多：“不赚钱”的零售超市

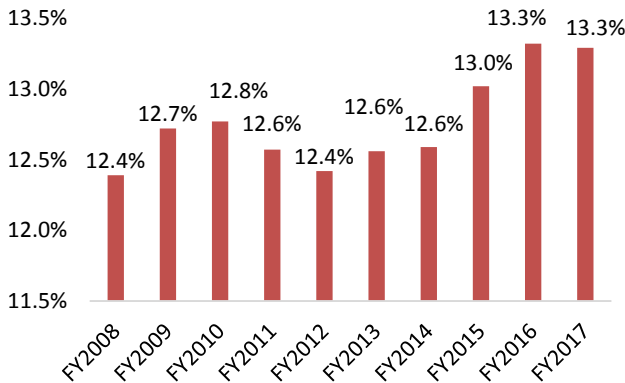
好市多会员制仓储量贩店模式的主要特点之一是低毛利率。沃尔玛曾经将整个美国零售行业的毛利率从 45% 拉低到 22.5%；好市多诞生后甚至将其毛利率降低到 6.5%。作为零售企业，好市多设立了任何一种商品毛利率不高于 14% 的目标，保证了公司毛利率远低于零售同行业企业。低毛利率使得公司的仓储门店不以盈利为主要目的，而是充当零售商和消费者之间的“中介”，公司为消费者提供精选的优质低价的商品，消费者为此向公司支付刚性会员费，公司与消费者之间形成稳定的关系。

图 10：好市多及同行业毛利率对比 (%)

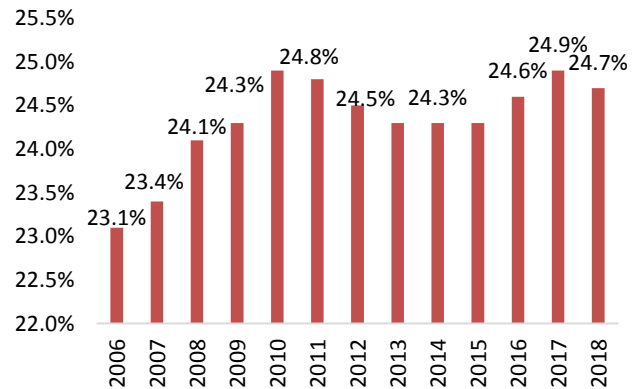


数据来源：相关公司年报，西南证券整理

好市多秉承着不赚差价的原则，致力于为消费者提供优质且低价商品，商品毛利率一旦高于 14% 就必须汇报 CEO。如果商品在其他零售商有低于好市多的价格就会被下架。在 FY2008-2017 的十个报告期内，好市多的平均综合毛利率、商品销售毛利率只有 12.8%、10.8%，远远低于一般零售企业 15%-25% 的毛利率水平。相较之下，沃尔玛的平均综合毛利率达到了好市多的两倍，为 24.3%。

图 11: Costco 近十年毛利率


数据来源: wind, 西南证券整理

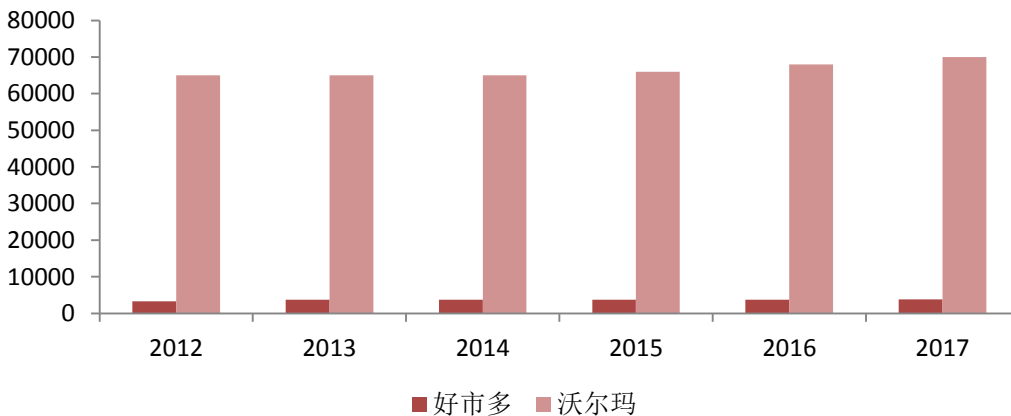
图 12: 沃尔玛近十年毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

公司保持低毛利率有两个主要关键点: 一是薄利多销, 既保证所有产品的市场最低价, 也通过严格筛选控制产品的高品质; 二是降低运营成本, 从土地成本到日常运营成本都保持了较低的水平。

超低 SKU、优质、单 SKU 高销量

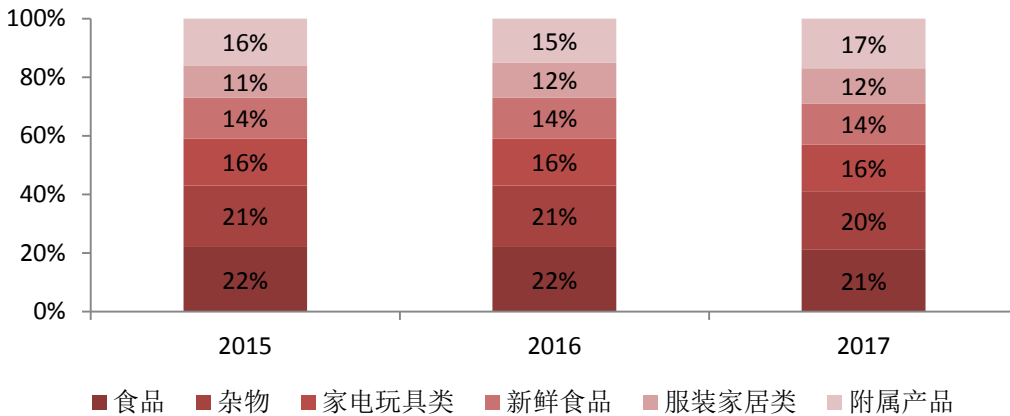
超低 SKU: 薄利多销是商家的共识, 但真正做到极致并不容易, 超低 SKU 是好市多保持低毛利的第一要义。好市多力求将销售商品限制在能快速销售的型号、尺寸以及颜色上, FY2017 其核心仓库平均每个仓库拥有约 3800 个有效库存单位 (SKU), 远低于一般低价购物广场平均存放的 100000 种商品。

图 13: 好市多和沃尔玛历史 SKU 情况


数据来源: 相关公司年报, 西南证券整理

严格控制品质: 好市多在保持低毛利的同时保证了商品的高品质, 好市多给所有商品都制定了详细的标准, 从卫生纸的厚度、强度和柔软度到床单的织线数, 以保证其所售商品是市场上最受欢迎的产品。随着公司规模不断扩大, 好市多也在不断扩大其产品种类和服务, 逐渐从过去只偏向贩售盒装或箱装的产品, 到现在贩卖其他不好处理的产品, 如蔬果、肉类、乳制品、海鲜、烘焙食物、花、珠宝、艺术、酒类和家具等。目前在好市多六大销售商品品类中, 干食品、包装食品和新鲜食品等占比 35%, 包含休闲食品等在内的杂物占比 20%, 家电玩具和服装家居分别占比 16%和 12%。

图 14: 好市多近三年销售产品品类构成



数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

好市多销售商品中包含第三方品牌产品和自有品牌产品。从 1995 年开始, 好市多推出了自有品牌科克兰(Kirkland Signature)。目前 Kirkland 已成为“健康、优质、低价”的象征, 其保健品、坚果等已经成为全美销售排名第一和第二的品牌, 占据好市多总销售额的 20% 以上。Kirkland 一般采用 OEM 供应模式, 向每个商品领域中最具实力的公司定制其最有优势、最高质量的产品, 商品从设计、制造、出货再到卖场销售可以在一周内完成, 还可以根据市场需求或个性化述求进行改变。到目前为止, 包括生鲜、生活用品、服装服饰、体育用品等贴有 Kirkland Signature 的产品涵盖了衣、食、住、行的上百种门类。

图 15: Costco 自有品牌 KIRKLAND SIGNATURE



数据来源: Costco 官网, 西南证券整理

大包装销售: 作为零售企业, 低 SKU 对好市多单品的销售能力提出了更高的要求。除了靠低价和品质的保证, 大包装销售也是好市多的销售策略之一。好市多销售商品的份额通常很大, 一般是一个家庭的量, 但平均价格要低于市场中其他卖家。

图 16: 好市多的仓储式超市



数据来源: Bing, 西南证券整理

图 17: 好市多的大包装模式

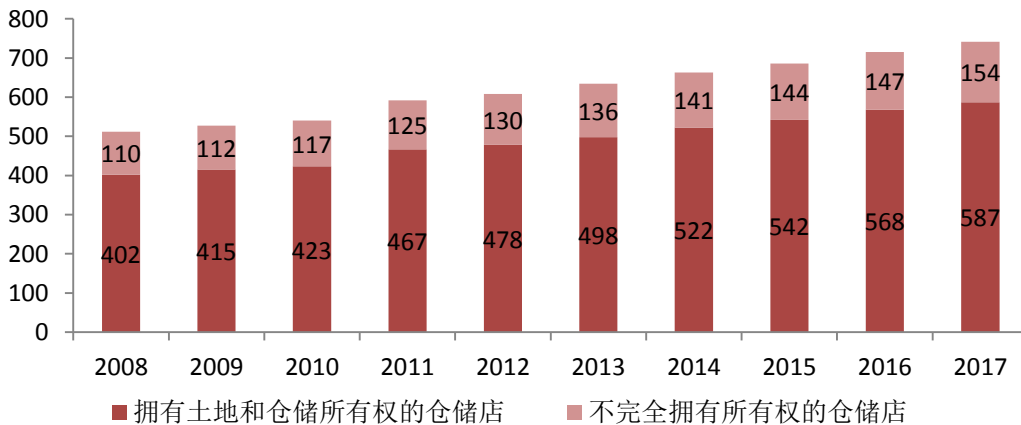


数据来源: 知乎, 西南证券整理

严格控制成本，最小化运营费用率

选址偏远，装修从简，节省土地成本和装修费用：好市多仓储式门店选址通常位于价格较为便宜的郊区或未开发地区，一方面满足了仓储式门店对大面积的需求，另一方面降低了土地成本，并通过建立自己专门的物流中枢货运系统降低物流成本、加速周转。而且好市多的门店中近 80% 拥有土地和存储所有权，只有约 20% 是租赁土地。好市多仓储式门店还通过省略豪华装修精简成本。

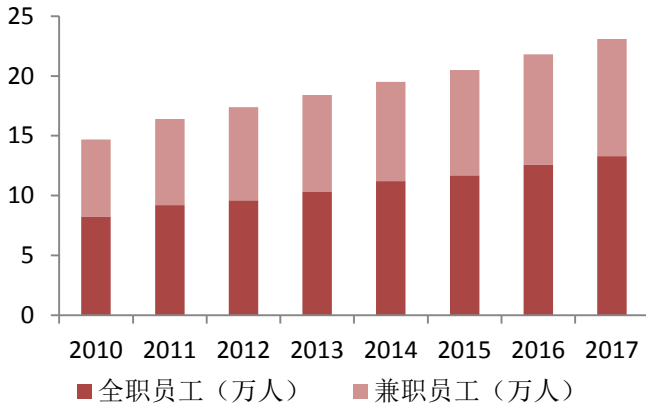
图 18: 好市多历年门店数量及所有权情况



数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

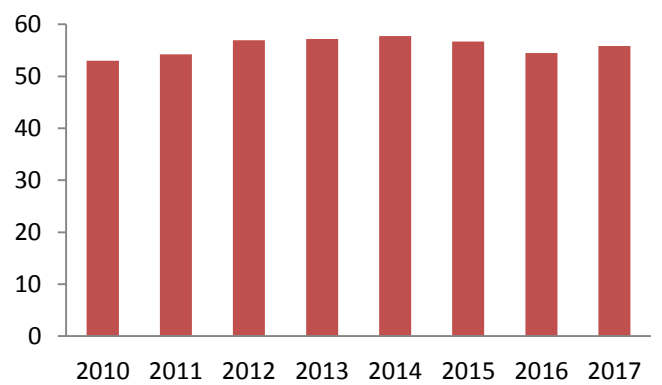
高员工时薪，通过高效率和高保有率弥补工资高的弱势：好市多在员工管理上主要有以下特点：(1) 高时薪。好市多员工的时薪基本上比同行高出 50%。目前好市多的员工时薪是 \$20.89，而沃尔玛仅仅只有 \$11.83。(2) 员工平均创收能力高。根据好市多最新年报，FY2017 其全职员工为 13.3 万，兼职员工 9.8 万，合计 23.1 万，按照好市多 FY2017 门店数和营收计算，好市多单店平均员工数为 312 人，单店平均营业收入为 1.7 亿美元，平均每个员工创造营业收入 55.8 万美元，远高于同行业沃尔玛平均每人创造营收的 22 万美元；(3) 员工保有率高。好市多员工的满意度高达 80%，员工首年跳槽率仅仅只有 17%，远低于行业平均值 44%，入职一年以上员工的离职率为 5%，管理层离职率不到 1%。高员工保有率带来的好处主要是降低公司每年的招聘新员工费用和培训费用，对人工成本实际起到降低的作用。

图 19: 好市多历年职工人数及构成



数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

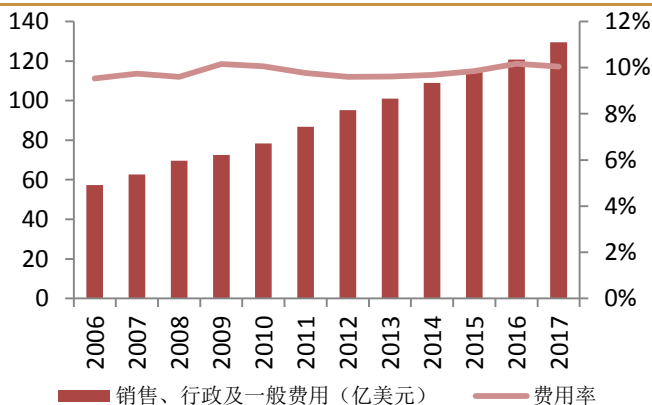
图 20: 好市多平均每个员工每年创造营业收入 (万美元)



数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

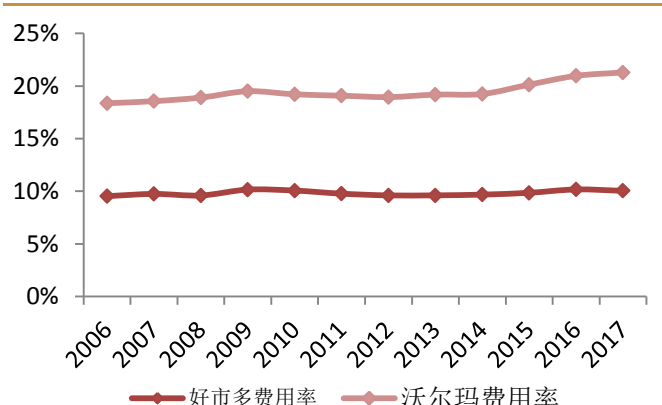
口碑营销, 不投放广告, 保持低运营费用率: 好市多采取多种措施最小化运营费用, 在好市多的商业价值观里, 广告就是成本, 好市多没有公关部, 基本不做广告, 好市多坚持口碑传播就是最好的广告。好市多削减仓储商店内的导购员, 员工用叉车运送商品而不是一个一个往货架上摆放, 因而大大提高了劳动效率。好市多还充分利用店里的土地, 把货车当临时库房、研制特殊型号的冰柜储存奶制品以节省冷库面积等。因而好市多的运营费用率常年维持在 10% 左右的水平, 约相当于沃尔玛的一半。

图 21: 好市多历年运营费用及费用率情况



数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

图 22: 好市多和沃尔玛历年运营费用对比情况



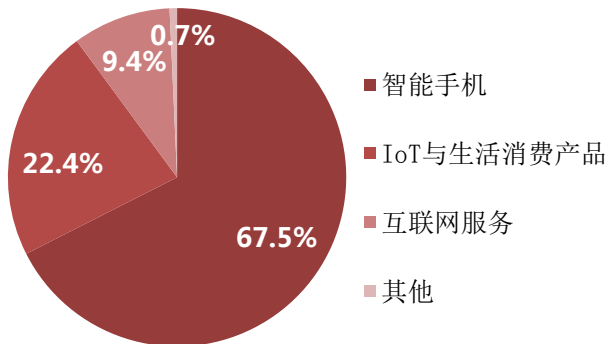
数据来源: Costco 年报, 西南证券整理

2.2 小米的“好市多之道”: 感动人心, 价格厚道

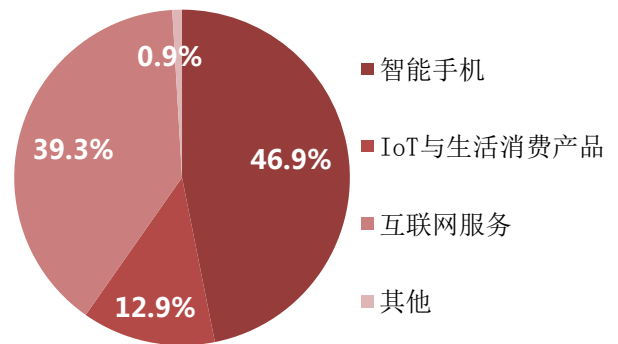
2.2.1 流量入口的低毛利率和规模优势

好市多以仓储门店为流量入口, 小米以硬件为流量入口, 二者都不以追求利润为目标, 而以获取更大的规模优势为主要目标。好市多主要通过不赚差价, 超低 SKU、精选商品品质等扩大和巩固规模优势。而小米的流量入口是以智能手机为核心的硬件产品, 这也是将小米和传统互联网企业区分开的重要一点, 但小米又是传统智能手机甚至更多智能硬件行业的革命者, 小米身上表现出了类似好市多的零售商的思维。

小米的主营产品按照产品功能、形态及模式，大体上可以划分为智能手机、IoT 和生活消费产品、互联网服务产品。其中智能手机、IoT 和生活消费产品等都是小米主要的硬件主导产品，但由于公司硬件产品毛利率较低，因而虽然硬件产品贡献了公司 90%左右的营业收入，但贡献的毛利却只有 60%左右。根据公司 2018 年一季度的财务情况，公司收入主要来自智能手机，占比 67.5%；IoT 与生活消费产品收入占比 22.4%；互联网服务收入占比 9.4%。由于硬件类产品毛利率相对较低而互联网服务毛利率较高，因此智能手机和 IoT 与生活消费产品分别贡献了公司 46.9%和 12.9%的毛利，而互联网服务则贡献了公司 39.3%的毛利，远超其收入占比。

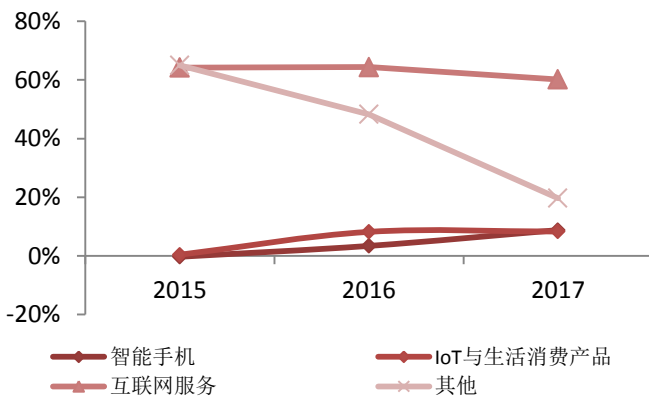
图 23：公司 2018 年一季度主营业务结构情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

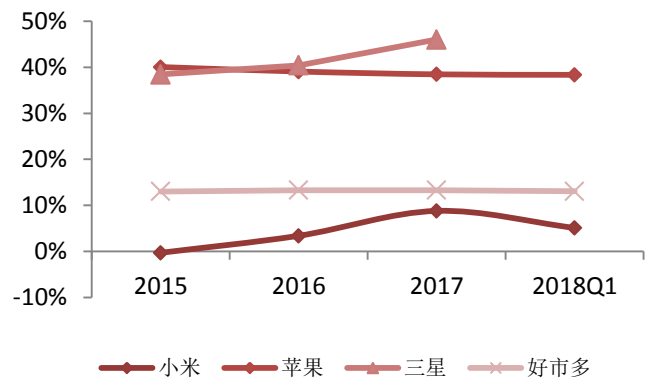
图 24：公司 2017 年主营业务毛利情况


数据来源：招股说明书，西南证券整理

由于不同系列智能手机的价格和销量变动，2015-2017 年小米智能手机业务的毛利率分别为-0.3%、3.4%和 8.8%，平均单价分别为 807.2 元、879.9 元和 881.3 元，在同等配置的智能手机中保持了低于竞争对手的销售价格，也保持了远低于主要竞争对手的毛利率。在与国际主要竞争对手苹果和三星的对比中，小米的智能手机毛利率远低于苹果和三星 40%的毛利率。

图 25：小米不同业务毛利率


数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

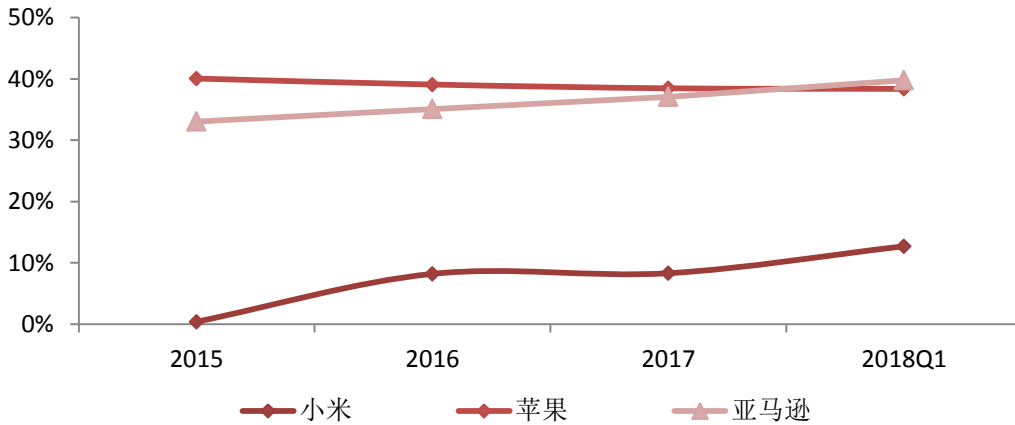
图 26：小米智能手机业务毛利率同行对比


数据来源：相关公司年报，西南证券整理

智能手机之外，小米也在打造自己的生态帝国。小米通过自主或与生态链企业共同开发硬件产品，截至 2018 年 3 月 31 日，公司通过投资和管理建立了由超过 210 家公司组成的生态系统，其中超过 90 家公司专注于开发智能硬件和生活消费产品，公司已通过 IoT 平台

连接了超过了1亿台设备（不包括智能手机和笔记本电脑）。2018年一季度，公司产品组合中有约1600种产品的SKU在中国大陆销售，均为自主研发或与生态链企业合作研发。小米的IoT和生活消费产品也奉行低毛利率的政策，2015-2017年其毛利率分别只0.4%、8.2%、8.3%。相比同样有物联网生态链布局的苹果、亚马逊等竞争对手，公司的毛利率也只有竞争对手的约1/4水平。

图 27：小米 IoT 业务毛利率及同行对比

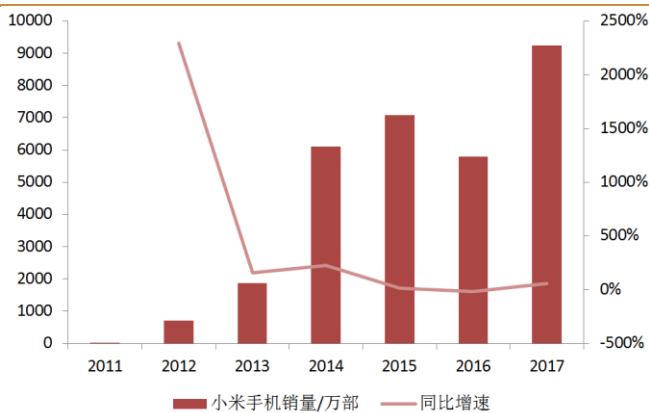


数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

不论是公司的核心智能手机业务还是公司的IoT和其他生活消费产品硬件，小米始终坚持在保证产品性能和质量的前提下合理控制产品的利润空间，因此都保持了相对较低的毛利率水平。小米更是做出“整体硬件业务的综合净利率不超过5%，超出部分都将回馈给用户”的承诺，旨在充分让利消费者，不断扩大公司在物联网时代的规模优势。

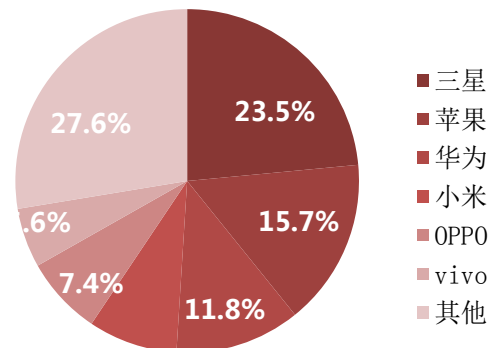
根据2018年一季度最新统计数据，小米智能手机全球出货量2808万部，占全球智能手机出货量的8.4%，排在智能手机供应商的第四位；中国大陆出货量1320万部，同样排在第四位；小米在以印度为代表的新兴市场和欧洲市场同样表现亮眼，稳坐印度智能手机出货量第一宝座，欧洲市场出货量增长超过999%。在缔造了2016年销量下滑又触底反弹的业界神话之后，小米的智能手机表现出了新的成长力，全球规模优势正在逐渐凸显。

图 28：小米智能手机出货量



数据来源：IDC，西南证券整理

图 29：2018 年一季度全球智能手机出货量格局



数据来源：IDC，西南证券整理

2.2.2 性价比的极致追求

小米手机发行之初便主打高性价比消费理念，例如专为发烧友级手机控打造的高品质智能手机小米 1 代，被媒体称为“性能之王”、“性能怪兽”的小米 2 代，2013 年 9 月小米推出的小米 3 代手机依然遵循高性能、低价位的模式。小米的生态链产品也以性价比著称，小米以竞争对手价格的几分之一甚至几十分之一提供给消费者高性能和高科技的生态链产品，是对传统行业的一次彻底分流和颠覆。

表 1：小米生态链部分产品价格与主要竞争对手价格对比

特定产品	建议价格范围 (人民币)	主要竞争对手的指标价格范围 (人民币)
空气净化器	379-1999	2000-10000
小米手环 2	149	299-699
扫地机器人	1699	3000-8000
净水器	1499-1999	3000-4000
行李箱	299-1999	3000-6000
电磁加热电饭煲	399-999	3000-6000
激光投影仪	9999	29999-132000
可折叠电动自行车	2999	6999-8999
无人机	2999	4000-7000

数据来源：西南证券整理

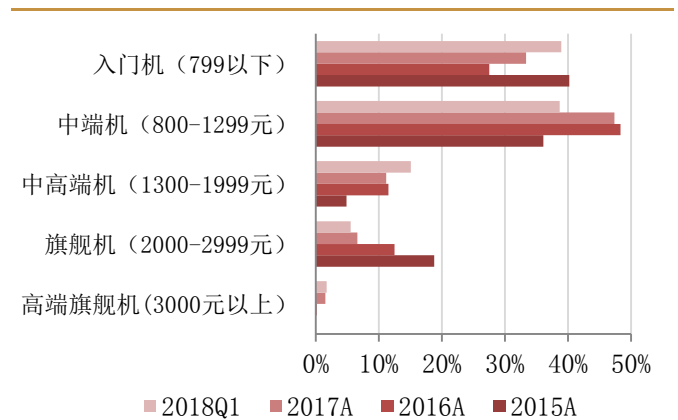
除了价格优势，小米已经逐渐从智能手机的跟随者成为国内智能手机的先行者，通过加强自主研发、外观设计、用户体验等提高产品质量，打造核心竞争力。从 2014 年下半年开始，小米通过提升外观设计、用户体验等软实力，推出不锈钢金属边框的小米 4，极大提升手机质感和使用品质；从 2015 年开始，小米又推出了 Note 系列，定位为与当时最顶级手机进行竞争的产品，成功打入中高端手机市场。2016 年推出的 MIX 系列，是业界首家推出全面屏手机，再次引发市场的购机高潮。2017 年 2 月，小米更是推出了搭载自研芯片澎湃 S1 的小米 5C，这在长期完全依赖国外巨头供应核心芯片的国产智能手机历史上是一次新的突破。但定位不同价位区间的小米智能手机始终保持了相同的优于竞争对手的性价比优势。

图 30：小米智能手机产品系列

高端旗舰机 (ASP≥3000元)	小米MIX 2S	小米MIX 2	
旗舰机 (2000≤ASP≤2999元)	小米6	小米Note 3	
中高端机 (1300≤ASP≤1999元)	小米Max 2	小米5C	小米5X/A1
中端机 (800≤ASP≤1299元)	小米Note 5/5 Pro	小米5 Plus	
入门机 (ASP≤799元)	小米5/5A	小米Note 5A/红米 Y1	

数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

图 31：小米不同价位智能手机销量占比



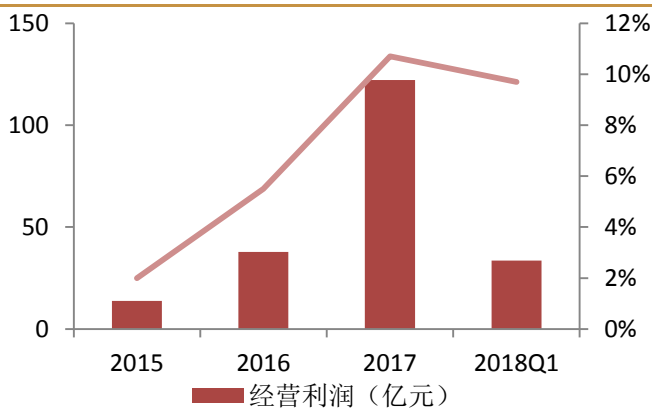
数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

2.2.3 控制成本，最小化运营费用率的共同价值观

控制成本和提高周转速度是零售企业的第一要务，好市多是在这方面做到极致的企业之一，小米也在努力通过控制成本和降低运营费用率提高管理效率和盈利能力。对于自主研发产品，小米通常采用合约外包形式组装自主研发产品，小米主要通过严格控制采购、生产及质量来保证流程，严格控制生产成本。对于非自主研发产品，向自合作伙伴采购生态链产品的成本是公司销售成本的最大组成部分，对此小米主要通过与生态链企业维持互惠关系主动管理合作伙伴的生态链产品成本，严格控制生态链产品的成本。

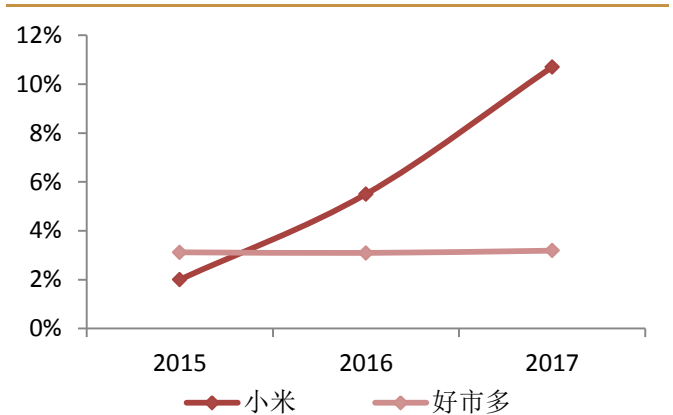
在最小化运营费用率方面，小米采用了与好市多相同的营销策略。小米将提高品牌认知度以吸引新用户作为长期增长策略。小米通过不断推出热门产品及服务（对标好市多的爆款商品），依靠口碑营销，而非花费大额广告费用进行推广销售。如小米从推出第一款产品开始即打出“为发烧而生”的口号，依靠亮点营销快速积累了大量忠实的米粉用户。截至2018年3月，拥有5个以上非智能手机或笔记本电脑的“米粉”数已超过140万，MIUI月活跃用户已达到约1.9亿。自2016年起，小米为扩大发烧友以外的用户群，通过准备各类销售活动和推广活动及邀请知名人士宣传品牌等使得推广及品牌宣传开支有所增加，但整体来说，小米费用控制得当，经营利润率成长较快，2017年度和2018年一季度分别达到了11%和10%。

图 32：小米经营利润及经营利润率



数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

图 33：小米和好市多近三年的经营利润率



数据来源：小米招股说明书，西南证券整理

3 零售之道，效率为王

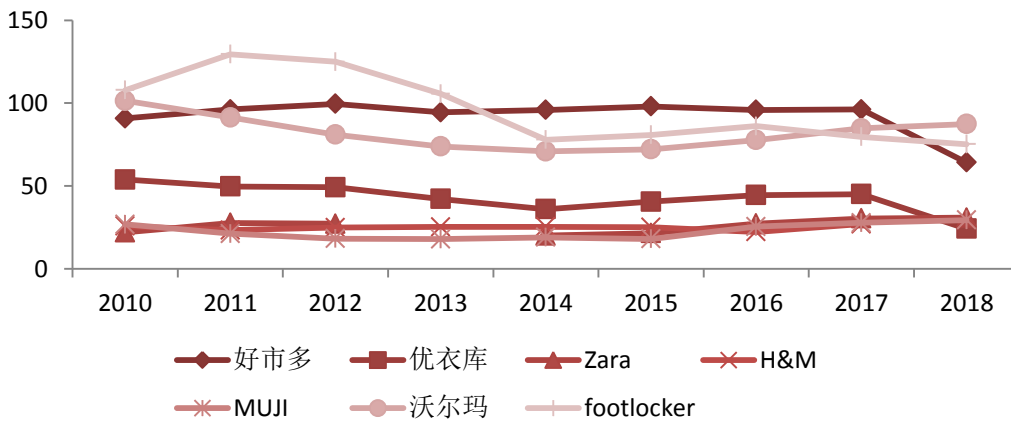
3.1 好市多的高效之路

控制成本和提高周转速度是零售行业的第一要务，上一章主要分析好市多如何通过控制成本达到超低毛利率，本章主要分析好市多如何在自身仓储门店和大包装销售策略的基础上达到超高周转速度和运营效率。

高议价能力，高周转

好市多由于超低 SKU，因而在对供应商的选择上更加严格，而且凭借巨量销售能力，具备较强的供应商议价能力，不但可以压低进货价格，还可以在供应商的生产标准上具备更大的话语权。如果一家供应商在别的地方定价比在 Costco 还低，那么它的商品将永远不会再出现在 Costco 的货架上；如果一家供应商的商品质量出现问题，它也将面临取消供应商资格的威胁。

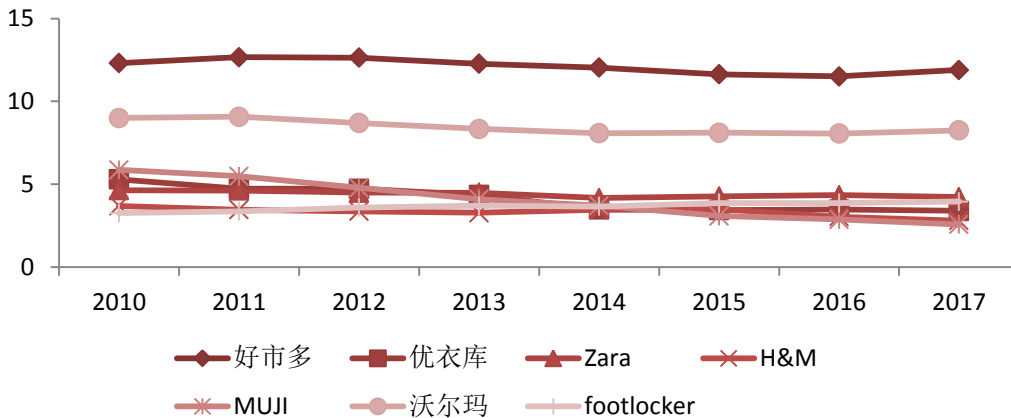
图 34：好市多及同行企业应收账款周转率



数据来源：相关公司年报，西南证券整理

超高存货周转率：存货周转率是零售企业非常重要的指标。存货周转率越高，代表企业销售的速度越快，资产利用的效率越高。好市多针对每种需求通常只精选出来 2 至 3 种热销产品，并将产品销售品项 (SKU) 控制在 4000 以下，而一般的零售商通常会在卖场中尽可能的陈列出来成千上万种货品以满足绝大多数消费者的需求。低 SKU 不仅能帮助会员们快速且精准的找到所需产品，更容易做出购买选择，而且大幅降低了库存周转天数。这样可以有效的降低库存成本，舍弃掉销售不佳的产品而省下管理费用和存货费用。好市多的存货周转率是沃尔玛的 1.5 倍左右，是普通快销商店的 2-3 倍。

图 35: 好市多及同行企业存货周转率

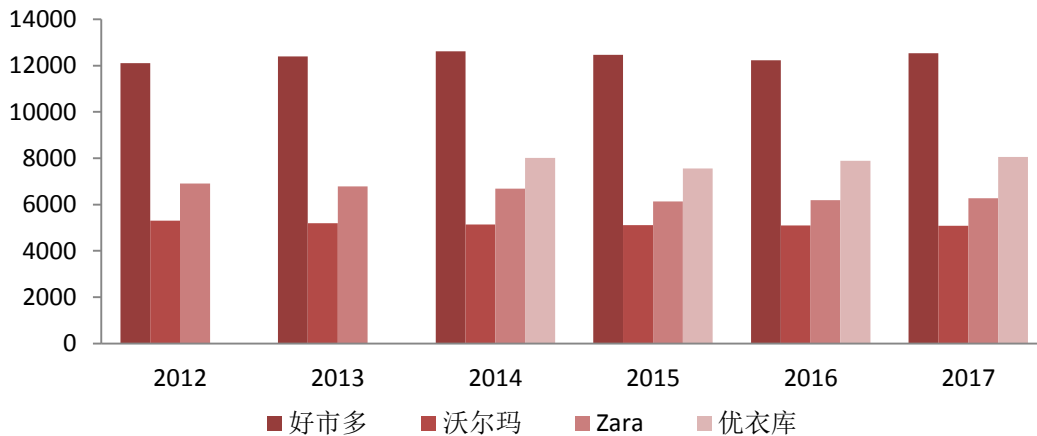


数据来源: 相关公司年报, 西南证券整理

高坪效, 高单店销售额

截至 FY2018Q3, 好市多在全球店面数为 746 家, 数量只有沃尔玛旗下山姆会员店的六成不到, 但是整体营收却高出 5%, 同时单店平均营收比山姆会员店高一倍还多。根据我们统计, 好市多的坪效 FY2017 达到 12538 美元/平米, 且近六年基本维持在 12000-13000 的水平区间, 而为零售商超的沃尔玛的坪效只有 5078 美元/平米, 不到好市多坪效水平的一半。快销品牌 Zara 和优衣库的坪效也只能达到 6000 和 8000 美元/平米的水平。

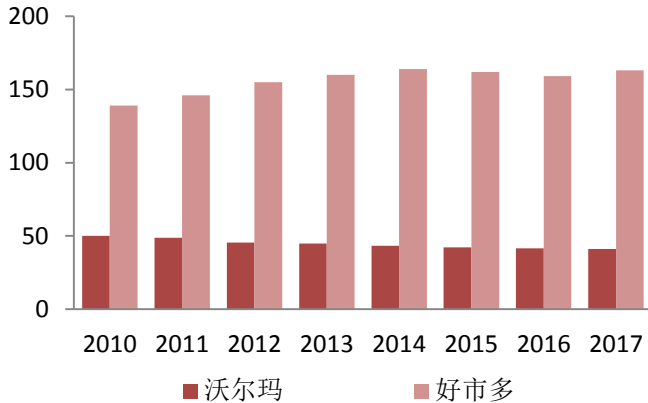
图 36: 好市多及同行企业坪效 (美元/平米)



数据来源: 相关公司年报, 西南证券整理

除了在零售行业内相对较高的坪效水平, 好市多不断吸引会员加入并保持较高利润增长的原因在于好市多也具备高同店水平。好市多同店增速 FY2014-FY2016 达到 6%、7%、4%, 远高于同行业水平。好市多的单店平均销售额 FY2017 达到 1.6 亿美元, 基本保持稳中有升的态势。而且通过分析好市多不同开店年份的单店平均销售额可以发现, 老店的单店平均销售额远高于新开单店的平均销售额, 且每家门店的单店销售额呈逐年上升的趋势, 这也从侧面反映出好市多的会员粘性较高, 成长性较强。

图 37: 好市多和沃尔玛单店平均销售额 (百万美元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 好市多历年不同年份所开门店单店平均销售额

Year Opened	# of Whses	Average Sales Per Warehouse* (Sales In Millions)																				
2017	26												\$121									
2016	29												\$87	97								
2015	23												\$83	85	94							
2014	30												\$108	109	115	125						
2013	26												\$99	109	113	116	124					
2012	15												\$105	115	124	128	130	139				
2011	21												\$103	120	130	136	139	148				
2010	13												\$94	106	122	135	144	148	151	155		
2009	20												\$100	107	130	146	155	157	158	155	162	
2008 & Before	538												\$137	132	141	149	159	167	173	174	173	178
Totals	741												\$137	\$131	\$139	\$146	\$155	\$160	\$164	\$162	\$159	\$163
													2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017

*First year sales annualized.
2012 - 2017 results include Mexico

数据来源: 好市多年报, 西南证券整理

3.2 小米的“好市多之道”: 全渠道新零售

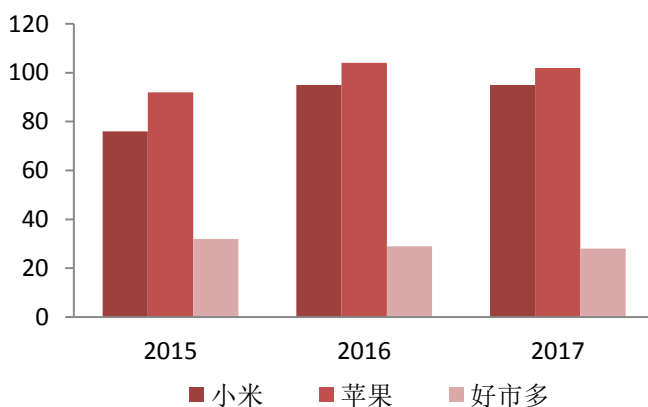
电商渠道为始, 小米开启高效之路

小米提高周转速度主要通过增加产业链议价能力以及优化销售渠道。

应付账款周转天数高, 上游议价能力强。最直观反映企业对上游供应商的议价能力, 2015-2017 年小米的应付账款周转天数分别为 76 天、95 天、95 天, 远高于好市多 30 天左右的应付账款周转天数, 略低于苹果的 92 天、104 天、102 天。反映了小米对于上游供应商较强的议价能力和对生态链企业较强的把控能力。

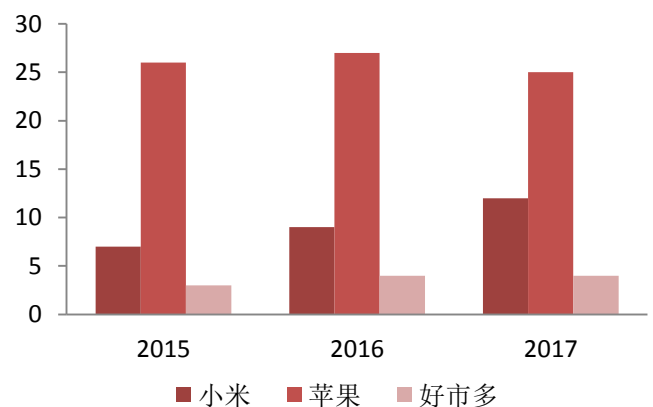
应收账款周转天数低, 回款能力强。应收账款周转天数反映公司回收应收账款的能力, 小米 2015-2017 年的应收账款周转天数分别为 7 天、9 天、12 天, 远低于苹果的 25 天左右的水平, 接近好市多 3-4 天的水平, 反映了小米具有极高的流动资金使用效率。

图 39: 应付账款周转天数



数据来源: wind, 西南证券整理

图 40: 应收账款周转天数

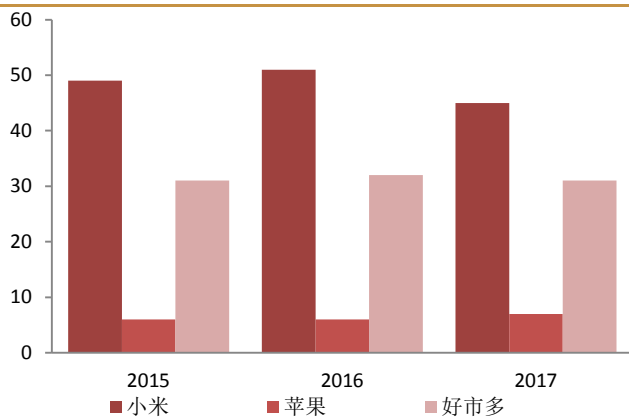


数据来源: wind, 西南证券整理

存货周转天数：仍有提升空间。2017年，小米的存货周转天数下降了6天，缩小了与Costco和苹果的差距。但与好市多仍有一定差距，与苹果等消费电子厂商差距比较明显。小米作为一家掌控从原材料采购到成品出售的全供应链企业，未来可以在更大程度上做到以销定产，提升存货的周转效率。

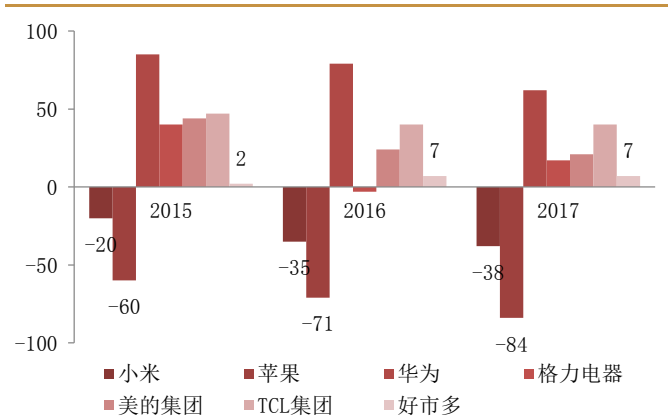
现金周转天数：表现出色，优于好市多。现金周转天数是影响自有现金流的一个很重要的因素，现金周转天数越低，消化库存的速度越快，从客户处收取的款项才可以及时向供应商支付货款。小米和苹果的现金周转天数均为负值，说明二者商品销售快、回款快，且上游又有极强的议价能力，这一点从应付账款周转天数也可以看出。在与小米的主要生态链产品进行比较时，可以看出传统电器厂商的现金周转天数通常为正值，且数值远大于零售企业好市多，这再一次证明了小米在构建物联网生态系统中的效率优势。

图 41：存货周转天数



数据来源：wind，西南证券整理

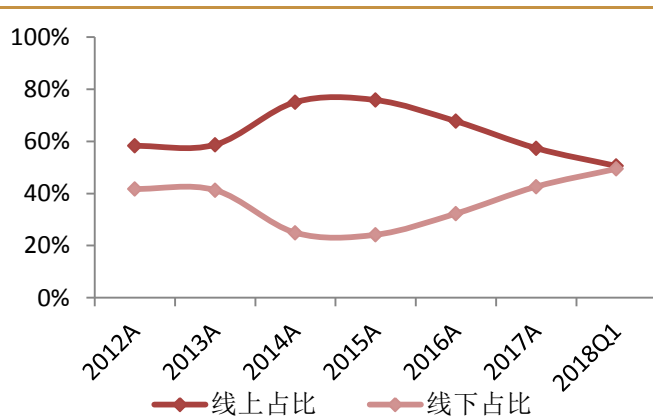
图 42：现金周转天数



数据来源：wind，西南证券整理

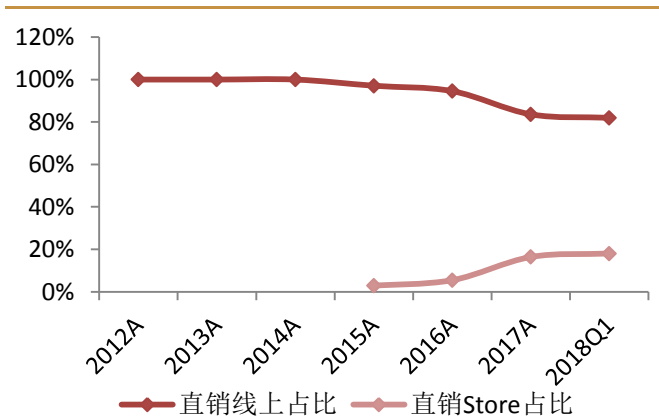
小米自成立以来，起初一直专注于产品在线直销以达到最大效率，小米拥有小米商城、有品商城等自有线上直销平台，同时还加强与京东、苏宁等第三方线上经销商的合作，形成了强大的线上销售网络。通过分析小米历年来的销售渠道可以看出，小米成立初期以在线直销为主，2016年小米开设线下小米之家后线下直销和各种分销渠道铺设加速，对于零售渠道和渠道扩张时机的把握也是小米实现高周转效率的原因之一。

图 43：小米线上和线下销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：小米直销线上和直销 Store 占比



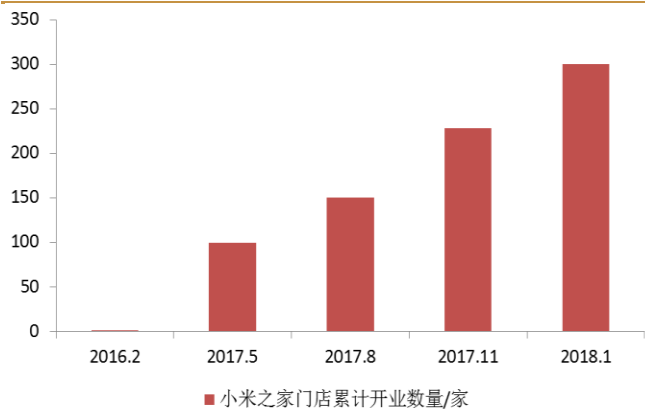
数据来源：招股说明书，西南证券整理

扩展线下渠道，“新零售”战略开启

除了线上渠道，小米开始建立与之互补的线下零售网络，小米持续加大与第三方线下零售合作伙伴的合作力度，并自 2016 年以来大力发展小米之家零售门店来扩大直接线下零售分销网络。截至 2018 年 3 月 31 日，小米在国内拥有的小米之家零售门店数量达到 331 家，且计划 3 年内开到 1000 家。小米高效的线上+线下渠道布局使得其“新零售”战略得以落实，扩展了用户覆盖范围同时增强了用户体验，促进公司收入规模快速增长。

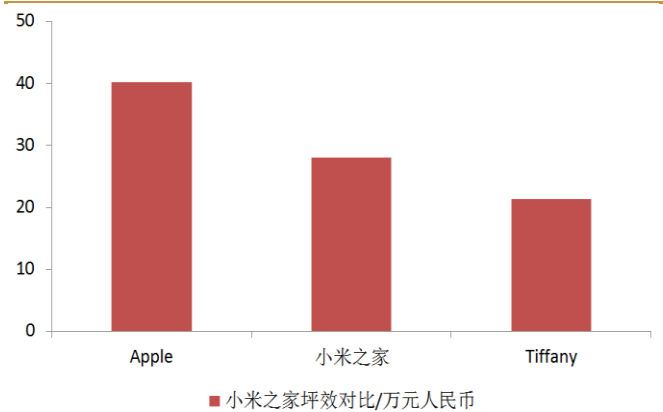
小米之家目前坪效约 24 万元/平米，在全球的消费电子门店范围内仅次于苹果的每平方米约 40 万元，是传统零售店坪效的 20 倍以上。小米之家门店 SKU 平均约 300 余个，涉及手机、PC、智能家居、智能穿戴、数码配件及日用品等小米旗下产品。2017 年 7 月小米之家月销售额开始超过 5 亿元，2017 年全年来自小米之家的营收超过 60 亿元。小米之家最终可能会在全国开 1000-2000 家，销售额预计超过 100 亿美元，这将再造一个小米。

图 45: 小米之家门店数量



数据来源：小米，西南证券整理

图 46: 小米之家坪效对比



数据来源：36 氪，西南证券整理

4 另辟蹊径，差异化盈利模式

任何企业都以营利为目的。无论是低毛利率的生存之道，还是对效率的极致追求，都是为使公司获得持续增长的利润。好市多不断降低商品销售的毛利率是为了吸引更多的客户成为其会员，并以会员支付的刚性会员费作为主要盈利来源。类似地，小米综合了零售和互联网的思维，借鉴好市多的“另类”盈利模式建立了自己独特的盈利模式。

4.1 好市多的盈利模式：会员变现

Costco 通过四大差异化服务提高用户粘性，强化引流能力。

第一，生活配套服务设施。好市多已不仅仅只是商业超市，在传统零售商品的销售之外，围绕其仓储零售店的消费场景衍生出其他生活服务配套设施，包括加油站、美食广场、配镜中心、照片冲洗店、药店、助听器中心、打印复印店和洗车中心等等，为其会员提供各种高附加值服务。

图 47：好市多加油站



数据来源：Bing，西南证券整理

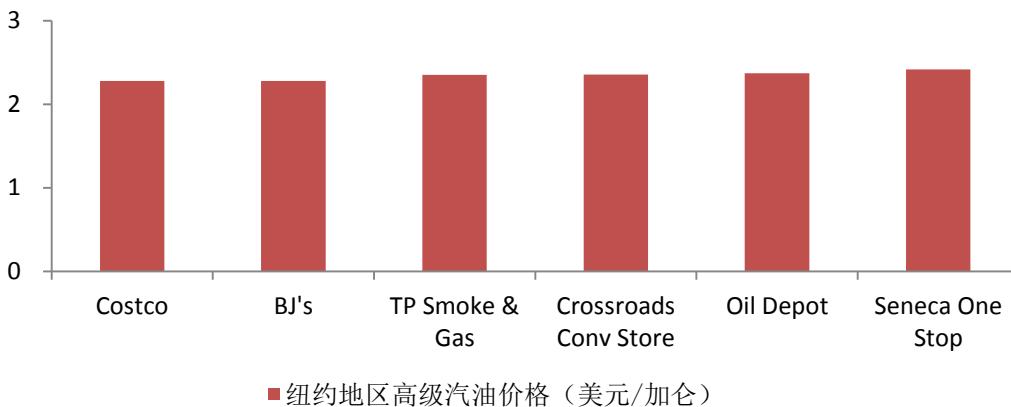
图 48：好市多美食广场



数据来源：Bing，西南证券整理

根据年报披露，好市多为了吸引客流至零售店，其汽油价格几乎是所有竞争者中最低的。但和店内商品一样，只有会员才有资格购买好市多的汽油。

图 49：纽约地区高级汽油价格



数据来源：Costco，西南证券整理

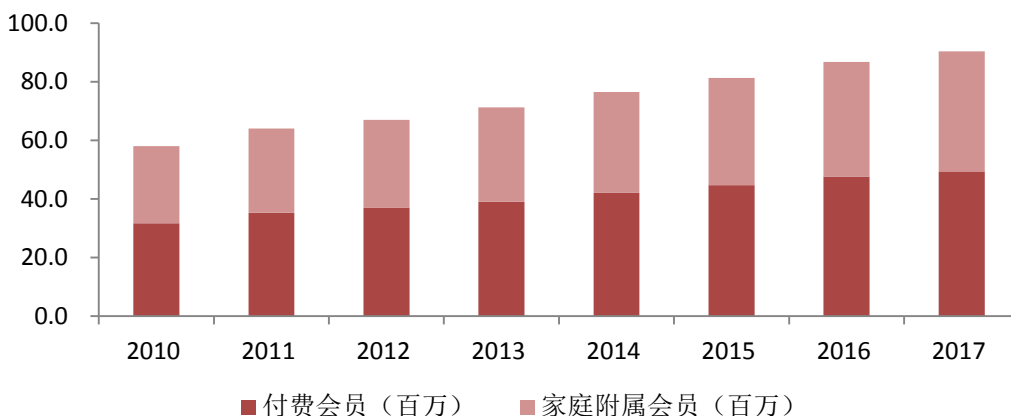
第二，Costco 多次开展试吃活动，并且规定试吃的分量足够大，努力提升消费体验，坚持口碑营销。好市多美食区提供免费的酸黄瓜或者洋葱，坚持让消费者占便宜，配套的美食广场还提供低价美味的烤鸡和碳酸饮料，通过大量体验式消费，提升消费体验，大大降低了消费者投诉。好市多规定，试吃的分量要够大，不怕客人吃，因此试吃经常要排很长的队。只要举办试吃活动，当天商品的销售额能大幅增长 2 到 3 倍。

第三，无理由不限时退换货，Costco 提供无忧购物服务。当客户买到不满意的商品时，无论是因为价钱不合理或者其他原因，都可以无需说明任何理由、无需任何费用退货。甚至连是吃一半的饼干，用过的电器，Costco 这样全球罕见的退换货让消费者放开手脚消费作为 Costco 的会员，甚至可以在任何时候申请无条件退会员卡并得到全额退款。

第四，引入自有品牌，进一步加大高品质产品的低价优势。品牌代表着稳定的预期，稳定的预期必然包含着相应的溢价，好市多通过自有品牌降低了客户承担的这部分品牌溢价。自有品牌是 Costco 进一步为会员争取利益，而不是为自己牟取利润的有力措施。Costco 的自有品牌 Kirkland Signature 是全美销量第一的健康品牌。多年来 Kirkland Signature 的产品以其可靠的产品质量和良好的信誉，在北美众多的保健品品牌中备受关注，拥有极佳的口碑。

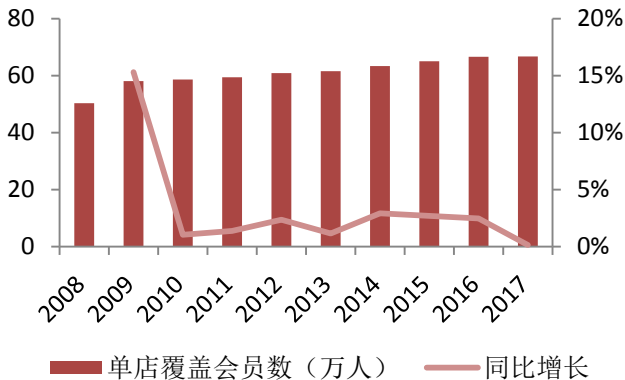
好市多以店内零售为主，其他商业服务配套为辅，相互引流，协同打造成为综合型零售巨头，打造自身具有核心竞争力的商业生态圈，实现了 Costco 会员的稳定增长。FY2017，好市多会员总数达到 9030 万，成为全球零售商中会员数最多的企业。

图 50：公司 2010 年以来会员人数增长情况

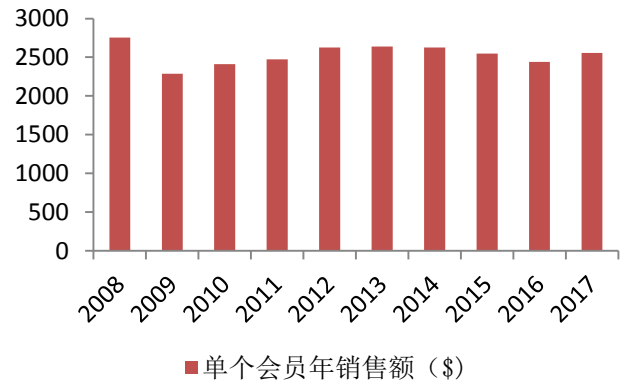


数据来源：公司年报，西南证券整理

在好市多四大差异化服务发力之下，Costco 会员人数不仅实现 7 年 7% 的稳定复合增长，同时形成了强大客户粘性。截至 FY2017，美国和加拿大区域会员续费率达到 90%，全球范围的会员续费率达到 87%。Costco 单店覆盖会员数在总会员数增长的前提下保持稳定增长，而单个会员年销售额几乎保持不变，这说明 Costco 的新增会员和老会员的购买力保持在同一水平，再一次体现了 Costco 的商品及差异化服务的强大吸引力。

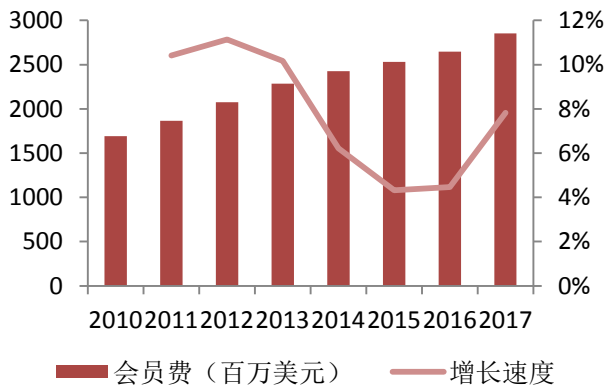
图 51: 公司 2008 年以来平均单店覆盖会员数及增长


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

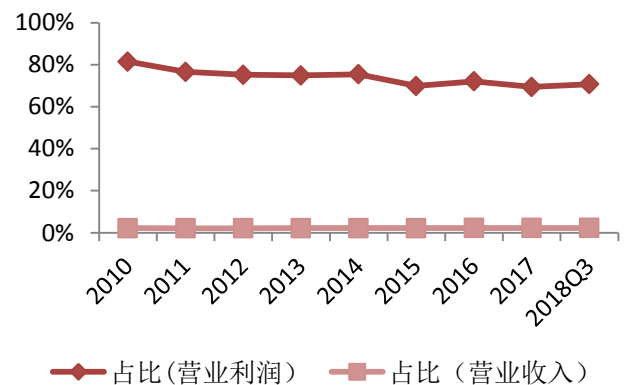
图 52: 公司 2008 年以来单个会员年销售额


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

随着会员人数的稳定增长, 五年一提的会员费使得好市多总会员费保持周期性增长。

图 53: 公司 2010 年以来会员费及增长


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 54: 好市多 2010 年以来会员费营收与利润占比


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

在 Costco 利润体系中, 会员费以平均 2.3% 的营收占比却支撑了高达 70% 营业利润, 这充分说明了, 无论相比较于传统零售, 还是服务中介, Costco 更加纯粹, 不关乎商品进货价、销售量, 他的利润额只与会员人数直接相关。会员制的本质, 就是服务契约。当会员付费之后, 商家与会员成为一致利益共同体。此时的商家, 就不应再考虑如何赚“差价”, 而应将用户和自己绑在同一链条中, 思考如何给用户最好的东西, 最好的体验。踏踏实实, 积累付费用户, 虽然看似漫长, 但这才是稳定的、可持续的。Costco 正是如此, 通过为客户提供高品、低价的商品以及高附加值服务, 建立忠诚度极高、数量庞大的会员体系, 最后通过配套生活服务设施引流变现及会员费获利。

表 2: 传统零售商及好市多的盈利模式

类型	获利模式
传统零售行业	利润=商品价格-成本-费用
服务中介	利润=商品价格×服务费用-服务成本
Costco	利润=会员人数×会员费单价

数据来源: 西南证券

4.2 小米的“好市多之道”：生态帝国，服务变现

与好市多通过仓储门店吸引客户一样，小米通过提供创新、高质量、精心设计、用户体验卓越的智能硬件产品，积累了庞大且持续增长的忠实用户群体。2018年3月，小米MIUI操作系统拥有约1.9亿月活跃用户。此外，公司搭建的智能硬件IoT平台也成为用户流量资源的重要入口，截至2018年3月底连接设备（不包括智能手机和笔记本电脑）数量已达到1亿台。海量用户规模是互联网商业化变现的基础，随着小米用户规模持续不断增长，小米的互联网服务业务也呈现加速变现趋势，带动小米的互联网服务收入持续增长。

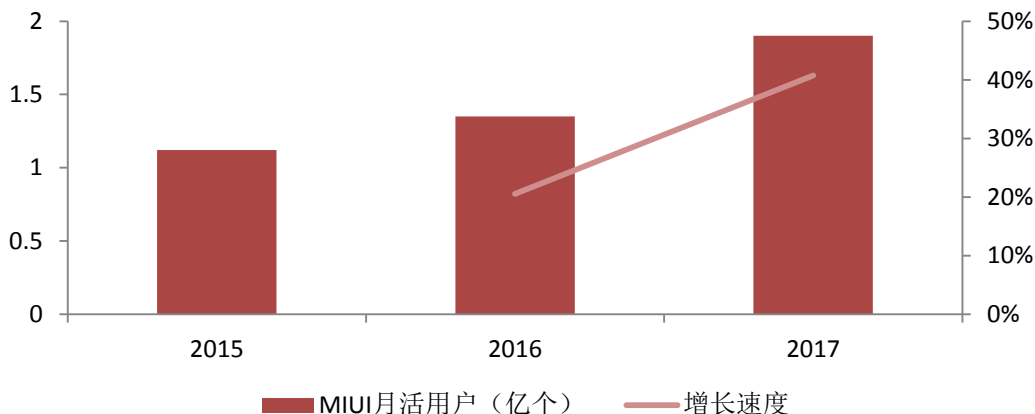
小米的互联网服务主要是基于硬件的配套软件服务，如小米音乐、应用商城、小米视频等。除了依靠低毛利的硬件圈定用户引流之外，小米在提供互联网服务之时仍然坚持差异化战略，增强品牌竞争力。

第一，改造系统，推出轻应用。小米通过改造系统和推出轻应用等举措努力将更多用户流量截留到系统层，而未来AI+智能硬件的模式有望让越来越多用户跳过UI和APP直接抵达服务。通过AI可以分析用户真正需求，解决流量分配不均的问题，并通过语音识别这种最自然的交互形式完成高效搜索。生态搭建是庞大的业务体系具象化的过程，概念到项目实施是个漫长的过程。小米直达服务是MIUI的一个亮点，拥有颠覆应用生态的潜力。系统级别的自由度，提供给开发者的可想象空间便是直达服务不同于其他服务的长板。

第二，增强互动、提高收集数据能力。在用户数据的深度挖掘与利用方面，小米不仅有消费类的数据，还可以通过智能终端记录用户的设备使用数据，在用户需求深度挖掘方面有了更多的可能性。除了客户的消费类数据外，小米还可通过智能终端记录客户的设备使用数据，从而对用户需求进行深度管理。

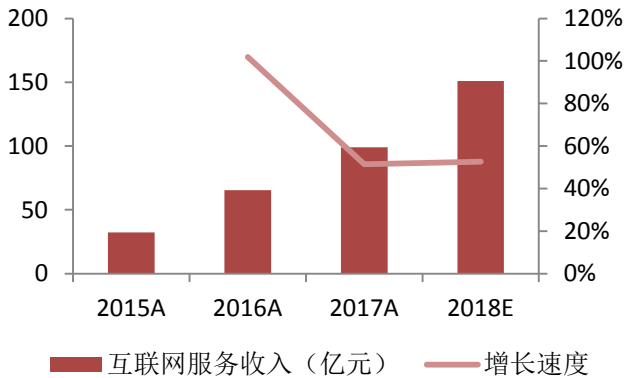
以用户为导向，小米持续投入研发创新，践行大规模、高效率的新零售创新，积累了基数庞大、高度忠诚、高度活跃的粉丝用户。小米是少有具备狂热粉丝文化的企业。MIUI体系内的月活用户超1.9亿，每用户每日使用小米手机的时长达4.5小时，拥有5个以上小米产品的米粉超过1400万，MIUI论坛粉丝数量超900万，成为小米通过互联网服务变现的良好基础。

图 55：小米近三年 MIUI 月活增长情况

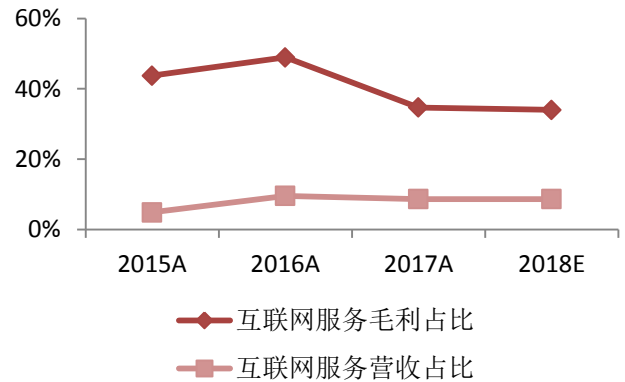


数据来源：招股说明书，西南证券整理

不难发现, 尽管小米的互联网服务收入规模不算大, 但毛利率远远高于其他业务。小米 2017 互联网服务贡献收入 99 亿, 毛利率 60%, 以不到 10% 的营收占比支撑了高达 35% 毛利来源。其中单月活用户转化的互联网服务收入仅为 9 美元, 而国际互联网巨头公司基本在 13 美元以上。小米当前的互联网服务收入主要由广告、游戏构成, 变现的路径还非常简单(稳定性也较强)。此外, 广告和游戏均是互联网中增速最快的细分板块(增速高于电商、互联网金融), 加上小米高质量的用户群体, 未来互联网服务变现的潜力仍有巨大的挖掘空间。

图 56: 小米 2015 年互联网收入及增长


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 57: 小米 2015 年以来互联网服务营收与毛利占比


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 全球智能手机出货量未来两年保持 2% 左右的增长率, 小米出货量全球占比 2019 和 2020 年分别达到 9.9% 和 11.6%, 小米销售手机单价保持每年 4.5% 左右的微小涨幅, 智能手机业务毛利率稳定在 9% 的水平;

假设 2: 随着小米生态链企业布局逐渐扩展, 公司生态链模式日趋成熟, 未来三年 IoT 和生活消费产品业务保持高速增长, 2022 年在公司总营业收入中占比达到 50%, 毛利率稳定在 8.5% 的水平;

假设 3: 公司 MIUI 月活跃用户数 2018 年达到 2 亿, 并保持每年至少 2000 万的增长速度, 每用户平均互联网服务收入 2019 和 2020 年分别达到 106 元和 140 元, 互联网服务业务毛利率维持在 65% 的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表:

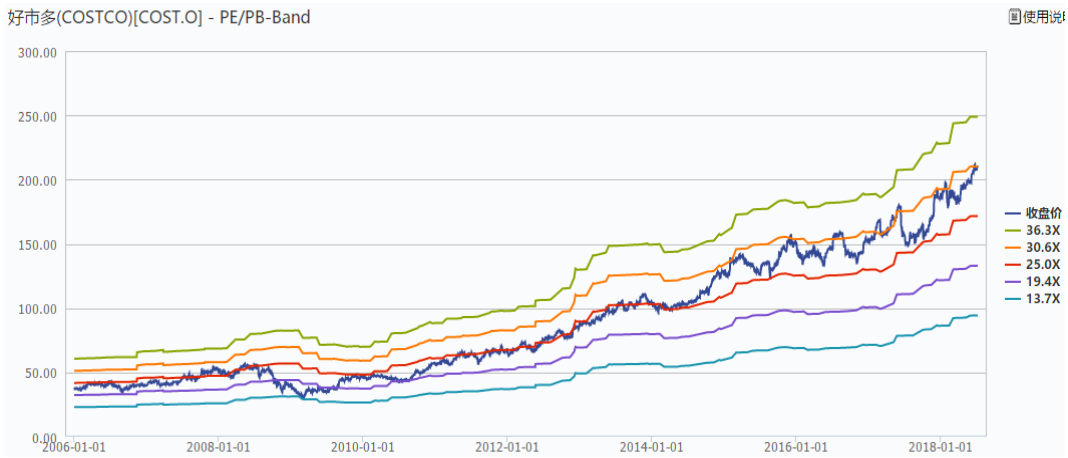
表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	114,625.0	172,378.7	248,696.0	361,720.9
	增速	67.5%	50.4%	44.3%	45.4%
	毛利率	13.22%	13.75%	14.11%	14.01%
智能手机	收入	80,564.0	111,984.0	139,980.0	174,974.9
	增速	65.2%	39.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
IoT 和生活消费产品	收入	23,448.0	44,551.2	84,647.3	152,365.1
	增速	88.9%	90.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
互联网服务	收入	9,896.0	15,140.9	23,317.0	33,576.4
	增速	51.4%	53.0%	54.0%	44.0%
	毛利率	60.2%	64%	65%	65%
其他	收入	717.0	702.7	751.8	804.5
	增速	0	-2.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.38、0.58、0.78 元人民币, 对应 PE 分别为 40、27、20 倍。参考好市多成长路径和市场表现, 好市多的 PE 中枢随着公司业绩的稳步成长表现出明显的上移趋势, 从最初的 25x 附近提升至近三年的 30x 附近。考虑小米的业绩增长和科技互联网综合属性, 参考好市多近三年的平均估值水平, 给予小米 2019 年 30 倍估值, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图 58: Costco 的 PE band



数据来源: wind, 西南证券整理

6 风险提示

零售和系统用户体验下降, 导致用户流失或活跃度下降的风险; AI 高端技术的普及速度低于预期的风险。

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	68,434	114,625	172,379	248,696	361,721	税前利润	1,176	-41,829	10,222	15,418	21,288
毛利	7,249	15,154	23,696	35,100	50,684	税项	9,779	54,893	-162,339	-2,429	-2,042
EBIT	3,312	9,227	10,113	14,557	21,240	營運資本變動	-626	-7,534	1,635	-3,862	-5,057
財務收入(費用)	-86	27	368	1,607	1,133	經營現金流量	10,626	6,089	-149,723	10,573	16,274
聯營公司	-150	-232	-259	-746	-1,085	資本開支	-706	-1,769	-1,724	-2,487	-3,617
非經常性項目	0	0	0	0	1	自由現金流量	10,626	6,089	-149,723	10,573	16,274
稅前利潤	1,176	-41,829	10,222	15,418	21,289	股息	-706	-1,769	-1,724	-2,487	-3,617
稅項	-684	-2,060	-1,636	-2,236	-3,087	其他非流動資產變動	-5,538	-13,338	0	0	0
非控股權益	-62	-63	-31	-308	-639	股本變動	0	0	0.2	0	0
已终止经营业务利润	--	--	--	--	--	其他	-6,034	3,191	248,686	-308	-639
淨利潤(归属母公司)	553	-43,826	8,556	12,874	17,564	淨現金流量	69	-1,756	97,239	7,778	12,018
資產負債表						期初淨現金(負債)	5,954	5,954	3,697	100,937	108,715
12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	期終淨現金(負債)	6,023	4,198	100,937	108,715	120,733
現金及現金等價物	10,304	14,500	113,132	125,477	139,789	財務比率					
應收賬款	3,688	13,614	11,272	19,734	31,772	12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
存貨	8,378	16,343	21,611	31,796	47,538	增長(%)					
其他流動資產	8,266	16,682	10,162	11,703	12,850	收入	2.4	67.5	50.4	44.3	45.4
物業、廠房及設備	848	1,731	2,955	4,742	7,359	EBITDA	1019.4	172.1	11.7	43.8	45.8
無形資產	1,120	2,274	2,274	2,274	2,274	EBIT	1920.8	178.6	9.6	44.0	45.9
其他非流動資產	18,161	24,726	24,468	23,721	22,636	淨利潤	--	--	--	50.5	36.4
總資產	50,766	89,870	185,874	219,447	264,218	每股盈利	--	--	--	50.5	36.4
應付賬款	17,578	34,003	33,810	49,742	73,285	利潤率(%)					
短期借款	3,769	3,551	4,944	9,511	11,804	毛利	10.6	13.2	13.7	14.1	14.0
其他流動負債	4,717	9,579	8,606	8,808	10,178	EBITDA	5.1	8.3	6.2	6.1	6.1
長期借款	390	7,251	7,251	7,251	7,251	EBIT	4.8	8.0	5.9	5.9	5.9
遞延稅項負債	116,370	162,696	1,200	1,200	1,200	淨利潤	0.8	--	5.0	5.2	4.9
其他非流動負債	0	0	0	0	0	其他比率					
總負債	142,823	217,080	55,812	76,511	103,719	ROE(%)	(0.6)	34.5	6.6	9.0	10.9
股本	0.15	0.15	0.36	0.36	0.36	ROA(%)	1.1	--	4.6	5.9	6.6
儲備	-92,192	-127,273	130,000	142,874	160,438	淨負債率	6.5	3.3	(77.6)	(76.1)	(75.2)
股東權益	-92,192	-127,272	130,000	142,875	160,438	利息覆蓋率(倍)	18.9	42.8	151.0	162.1	174.8
非控股權益	134	62	62	62	62	應收賬款周轉天數	19.7	43.4	23.9	29.0	32.1
總權益	-92,058	-127,211	130,062	142,936	160,500	應付賬款周轉天數	104.9	124.8	83.0	85.0	86.0
淨現金(負債)	6,146	3,697	100,937	108,715	120,733	存貨周轉天數	50.0	60.0	53.1	54.3	55.8
						有效稅率(%)	58.2	(4.9)	16.0	14.5	14.5

数据来源：公司資料，西南證券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn