

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

小米集团-W (1810.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

方竞 电子行业分析师

执业编号: S1500520030001

联系电话: +86 15618995441

邮箱: fangjing@cindasc.com

李少青 电子行业分析师

执业编号: S1500520080004

联系电话: +86 18616987704

邮箱: lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《小米集团: 一往无前, “手机×AIoT”谱写小米新十年》2020.12.29

《小米集团: 小米 11 发布, 旗舰配置领衔 2021》2020.12.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

小米之家千店同开, 新零售开启新征程

2021年1月10日

事件: 1月9日, 小米集团宣布, 共计 1003 家小米之家同时开业, 新开门店遍及全国 30 个省, 覆盖 270 个县市, 创造了单日门店新增数量的新纪录。

点评:

小米新零售开启新征程。小米零售门店共有小米之家、小米之家专卖店和小米授权店三种模式, 随着 1月9日千店同开, 小米之家已经突破 2000 家, 线下门店总数超过 3300 家, 证实了小米新零售模式已经突破规模瓶颈取得阶段性成功。

小米新零售是其电商模式的成功经验在实体零售中的复刻。为了提升线下零售渠道效率, 小米新零售促进线上和线下融合, 坚持同货、同价、同促, 并借鉴电商模式的交易数据化, 实时监控门店销售情况, 实现精准货物调配, 以 sale out 牵引 sale in, 降低渠道库存和费用率, 提高资金周转率。此外, “手机×AIoT”战略下, 丰富的产品线亦使得小米之家成为多品类综合型购物平台, 进一步使门店效率向线上看齐, 是解决线下零售毛利率问题的关键。

深入下沉市场, Mall 化大趋势下的受益者。不同于其他友商的线下销售模式, 小米之家门店皆选址于各地购物中心, 这不仅为小米之家带来了更高的销售平效, 也利于其实现销服一体的多重职能。

随着我国城镇化的发展, 线下购物场所的 Mall 化已经渗透至各低线城市, 小米之家亦追随着这些购物中心的建设深入下沉市场。此次小米之家千店同开, 覆盖全国 30 个省, 270 个县市, 从最初的省会城市、地级市深入覆盖到县级市和重点城镇, 小米在拓宽渠道广度的同时不断增加渠道渗透的深度。据公司公告, 2016 年小米之家建设之初中国零售业单店最高平效约为 1.2 万元, 而小米之家平效高达 25 万元, 远高于友商, 小米将是国内城镇 Mall 化趋势中的绝对受益者。

渠道建设加速, 线下市场大有可为。2020 年小米是国内手机市场份额增速最快的品牌, 据产业链调研, 11 月小米在国内市场市占率达 11.7%, 较 1 月增长 3.3 个百分点。据公司公告, 2020 年 Q3 小米在国内线上市场以 25.7% 的市占率引领行业, 然而同期国内线下市场小米手机市占率仅为 6%。我们认为, 相较于线上市场的领先地位, 线下市场份额增长空间更为广阔。

小米加速实体零售门店建设正是反应了公司大举进军线下市场的决心。随着门店数量的爆发式增长, 对下沉市场的覆盖不断深入, 我们相信小米将在保持线上基本盘的基础上持续抢占线下市场, 看好其份额增长的确性。

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 2531.46 亿元、3405.51 亿元和 4342.14 亿元, 经调整净利润分别为 139.23 亿元、187.30 亿元和 238.82 亿元, 对应当前 PE 分别为 48 倍、36 倍和 28 倍。考虑到公司在国内手机和 IoT 行业的龙头地位, 未来业绩的高成长性和业务扩张性, 公司有望在行业格局的变化中进一步成长, 维持公司 2021 年 8428.5 亿元 (约 10000 亿港元) 的市值目标, 维持“买入”评级。

风险因素: 海外疫情反复, 影响手机销量; 竞争格局变化, 利润不及预期; 中美贸易摩擦加剧, 影响供应链安全。

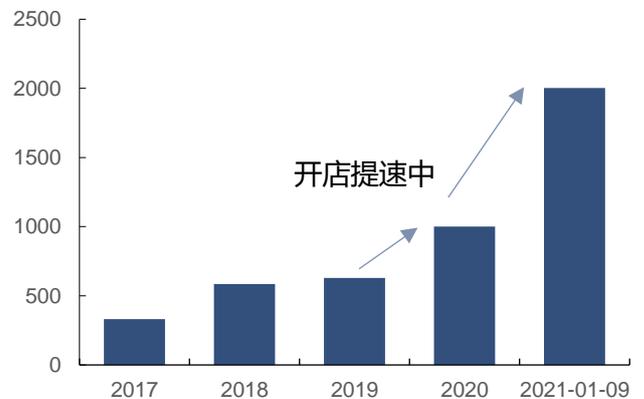
主要财务及估值数据 (亿元)

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	174915.43	205838.68	253146.13	340551.27	434213.55
增长率(%)	52.60%	17.68%	22.98%	34.53%	27.50%
归属于母公司股东利润	13553.89	10044.15	10909.30	14766.88	19171.58
增长率(%)	130.93%	-25.89%	8.61%	35.36%	29.83%
经调整净利润	85.55	115.32	139.23	187.30	238.82
净资产收益率(ROE)	19.00%	12.35%	11.83%	13.80%	15.19%
每股收益 EPS(美元)	0.34	0.46	0.55	0.75	0.95
市盈率(P/E)	78.27	58.06	48.09	35.75	28.04

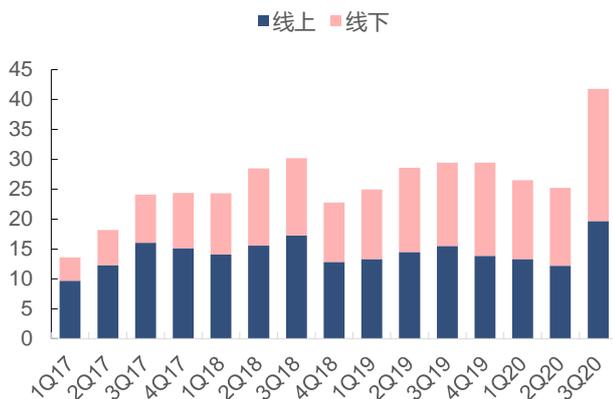
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2020年1月8日收盘价

图 1: 小米新零售战略

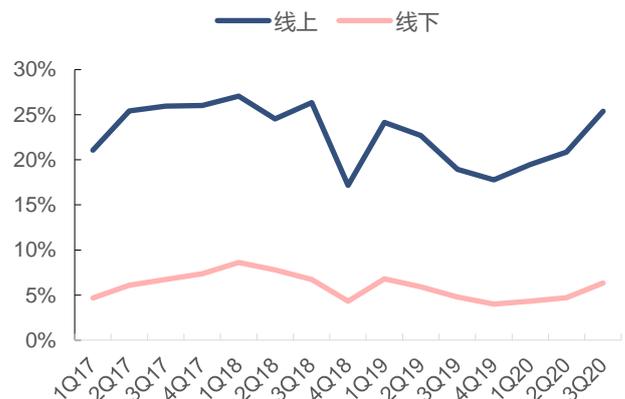

资料来源: 小米, 信达证券研发中心

图 2: 2017-2021 年小米之家数量


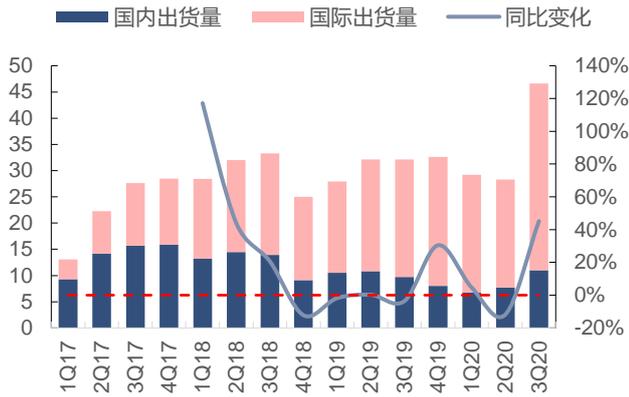
资料来源: 小米, 信达证券研发中心

图 3: 2017-2020 年 Q3 小米线上线下出货量 (百万台)


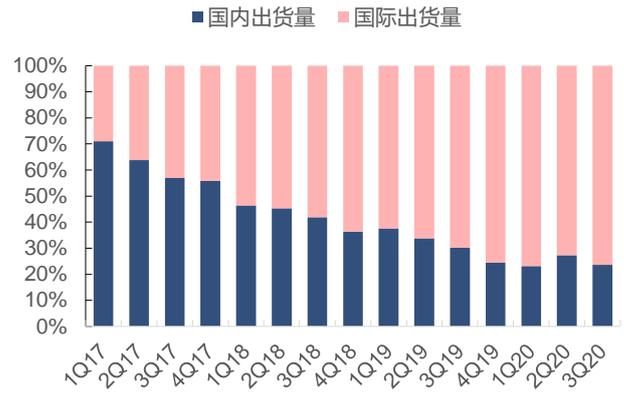
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 4: 2017-2020 年小米国内市场市占率


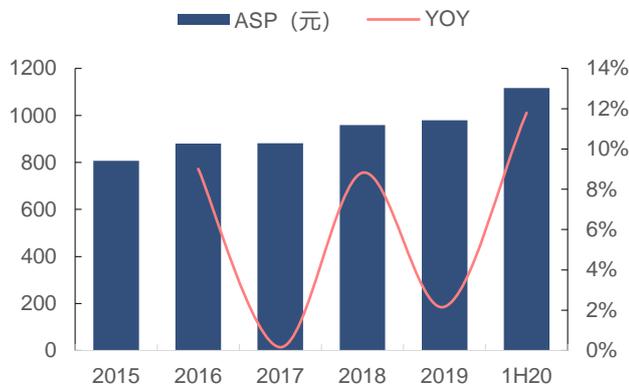
资料来源: IDC, 信达证券研发中心

图 5：2017-2020 年 Q3 小米智能手机出货量（百万台）


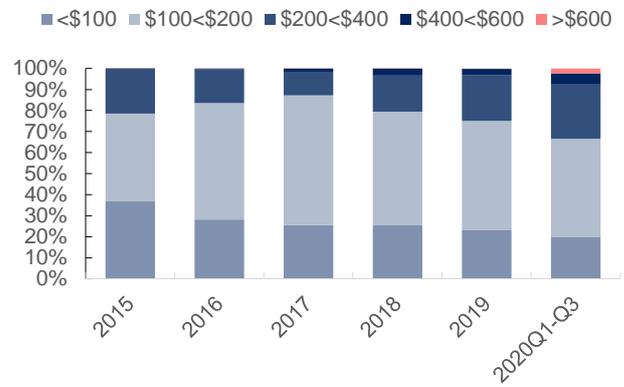
资料来源：小米，IDC，信达证券研发中心

图 6：2017-2020 年 Q3 小米智能手机海内外出货占比


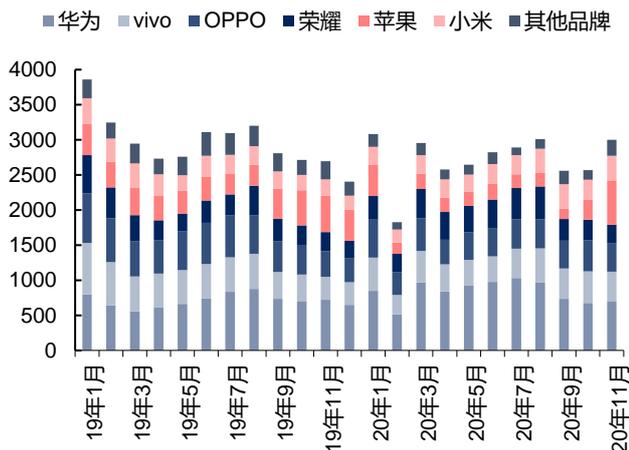
资料来源：小米，IDC，信达证券研发中心

图 7：2015-2020H1 小米手机 ASP


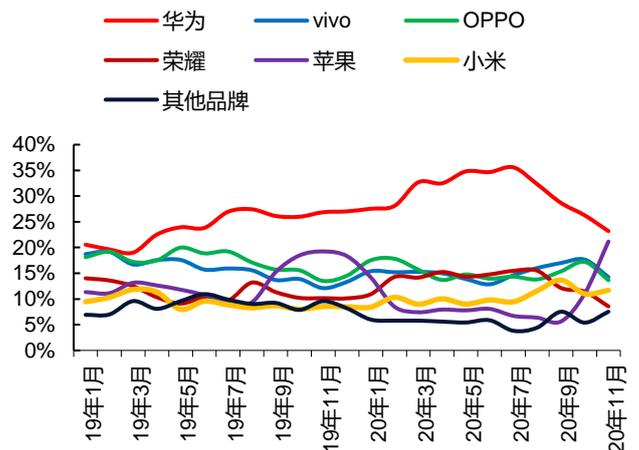
资料来源：小米，信达证券研发中心

图 8：2015-2020 小米手机价位段分布


资料来源：IDC，信达证券研发中心

图 9：2019-2020 年 11 月国内市场各品牌销量（万台）


资料来源：产业链调研，信达证券研发中心

图 10：2019-2020 年 11 月国内市场各品牌市占率


资料来源：产业链调研，信达证券研发中心

图 11: 2015-2020Q3 小米营业收入 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 2015-2020Q3 小米利润 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产总计	106012.56	137539.09	156548.98	203946.82	263279.21	
货币资金	31710.33	27458.13	29830.36	37549.47	43421.35	
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收账款	5598.44	6948.57	9114.14	12726.74	15103.94	
预付款项、按金及其他	23397.43	32560.52	36524.95	49519.89	64825.14	
存货	29480.6	32585.4	39057.28	54087.31	67914.22	
其他流动资产	15825.68	37986.43	42022.26	50063.40	72014.55	
非流动资产合计	39215.39	46090.12	40037.77	40411.30	41900.06	
长期投资	8639.24	9300.51	9300.51	9300.51	9300.51	
固定资产	5068.05	6992.33	6198.34	5573.01	4747.68	
无形资产	5182.07	1672.00	741.66	144.64	77.98	
其他	20333.2	28132.1	23797.27	25393.14	27773.89	
资产总计	145227.95	183629.21	196586.75	244358.12	305179.27	
流动负债合计	61940.16	92180.71	89856.21	122981.24	161801.86	
短期借款	3075.19	12836.56	0	0	6862.97	
应付账款	46287.27	59527.94	68639.19	94472.81	118584.04	
其他	12581.87	19817.40	21217.02	28508.43	36354.84	
非流动负债	12037.6	9790.83	14157.72	14033.7	16820.45	
长期借款	7856.14	4786.86	8899	8899	11623.74	
其他	4181.53	5003.97	5258.72	5134.7	5196.71	
负债合计	73977.82	101971.53	104013.93	137014.94	178622.31	
股本	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	
归属于母公司股东权益	71322.99	81330.57	92239.87	107006.76	126178.33	
少数股东权益	-72.86	327.10	332.95	336.42	378.63	
负债和权益合计	145227.95	183629.21	196586.75	244358.12	305179.27	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	174915.43	205838.68	253146.13	340551.27	434213.55	
同比	52.60%	17.68%	22.98%	34.53%	27.50%	
归属母公司净利润	13553.89	10044.15	10909.30	14766.88	19171.58	
同比	130.93%	-25.89%	8.61%	35.36%	29.83%	
毛利率(%)	12.69%	13.87%	14.46%	14.49%	14.67%	
ROE%	19.00%	12.35%	11.83%	13.80%	15.19%	
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.46	0.55	0.75	0.95	
P/E	78.27	58.06	48.09	35.75	28.04	
P/S	3.84	3.26	2.65	1.97	1.55	
EV/EBITDA	-0.23	0.94	0.31	0.29	0.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	174915.43	205838.68	253146.13	340551.27	434213.55	
营业成本	152723.49	177284.65	216529.67	291201.92	370495.41	
销售费用	7993.07	10378.07	13923.04	17708.67	21710.68	
管理费用	12099.07	9103.91	3817.27	5135.29	6547.65	
研发费用	5776.83	7492.55	9214.55	12396.10	15805.42	
财务费用	-216.37	-402.43	510.82	313.69	505.25	
营业利润	-3460.66	7981.93	9150.78	13795.61	19149.14	
投资收益	-614.92	0.00	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非经营损益	18002.71	4180.71	4000.00	4000.00	4000.00	
税前利润总额	13927.13	12162.64	13150.78	17795.61	23149.14	
所得税	449.38	2059.70	2235.63	3025.25	3935.35	
净利润	13477.75	10102.94	10915.15	14770.36	19213.79	
少数股东损益	-76.14	58.79	5.85	3.47	42.21	
归属于母公司股东净利润扣非后净利润	13553.89	10044.15	10909.30	14766.88	19171.58	
EBITDA	14458.98	11760.21	15385.95	19932.59	24546.38	
EPS(元)	0.34	0.46	0.55	0.75	0.95	
经调整净利	85.55	115.32	139.23	187.30	238.82	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	-1414.57	23810.35	3702.57	7033.90	-4212.30	
净利润	-3349.00	6630.22	7595.15	11450.35	15893.78	
折旧摊销	360.96	748.22	0.00	1724.34	1823.29	
营运资金变动	-4810.81	5986.40	-6127.75	-6553.43	-21503.33	
其它	-5571.59	5810.96	12106.98	313.69	505.25	
投资活动现金流	-7508.04	-3157.014	7904.90	998.90	1001.72	
资本支出	3785.26	0.00	1200.00	1200.00	1200.00	
固定资产出	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	
现金收购	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	0.19	0.12	0.12	0.14	0.15	
筹资活动现金流	26574.17	3121.24	-9235.24	-313.69	9082.47	
股本及优先	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
借款	-475.61	9761.37	-12836.56	0.00	6862.97	
支付股息	0.00	0.00	-510.82	-313.69	-505.25	
其他筹资活动	27049.78	-6640.13	4112.14	0.00	2724.74	
现金净增加额	18666.86	-4310.29	2372.23	7719.12	5871.88	

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，熟悉消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。