

小米集团 (1810.HK) / 家电

从巨头环伺中突围的科技消费品旗舰

评级: 增持(首次)

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

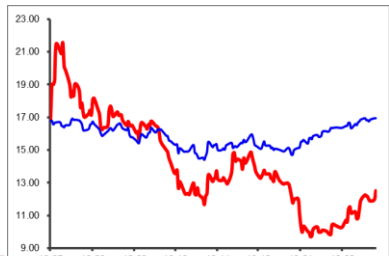
电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	240
流通股本(亿股)	173
市价(元)	11.62
市值(亿元)	2785
流通市值(亿元)	2008

股价与行业-市场走势对比



相关报告

年度策略:

《家电: 从“格局”之争到“渗透率”之争》2019.1.7

公司深度:

《科沃斯: 机器人时代有备而来的探路者》2018.8.1

《奥佳华: 按摩椅需求放缓了么》2019.1.20

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	114,625	174,988	234,185	303,683	379,619
增长率 yoy%			33.83%	29.68%	25.00%
归母净利润	-43,826	13,554	14,617	20,082	25,605
Non-GAAP 净利润	5,380	8,571	11,939	15,482	19,112
增长率 yoy%			39.30%	29.67%	23.45%
每股收益(元)	0.23	0.36	0.5	0.65	0.8
P/E	51.67	32.5	23.33	17.99	14.57
P/B	6	3.8	2.73	2.1	1.7

投资要点

我们认为,将小米视为一家“互联网公司”为时尚早,这一点从公司当前收入构成可见一斑。现阶段,小米更是一家深具“互联网思维的科技消费品公司”,从消费电子起家,快速发展成堪称“现象级的跨界企业”。称其现象级,是因为小米仅用7年的时间,就将营收规模从0开始跨入了千亿量级;称其跨界,是因为小米用一个与手机关联度不大的创业团队先后强势进入了移动互联网与物联网两大领域,并成功掀起了业界革命。

而我们深思小米之所以能成功进行角色转换的原因,就在于:它善于抓住产业中的低效环节加以创新、抓住用户的性价比诉求给予了消费者价值。

一、小米,靠什么发展?

小米发展的 point: 三级火箭。第一级,面向大众消费的性价比手机,用以吸引用户的引流产品;第二级,以智能硬件、生活耗材和生态链竹林形成多个圈层的产品,用以沉淀用户的消费场景;第三级,多元化的互联网服务,用以变现;形成由硬件贡献收入,由互联网服务贡献利润的盈利模式。

二、手机,发展迅猛、逆势而上

借助互联网时代利好,小米11年面向大众消费者推出智能手机,依靠成本定价策略、线上售卖模式和极致优化的供应链管理迅速崛起,14和15年国内销售额跃居第一。在手机用户渗透趋于饱和、海外新兴市场崛起的行业趋势下,在线下渠道重要性凸显的竞争环境下,小米提出多品牌策略,加速布局线下零售,积极发力新兴市场扩张,带动手机主业量价齐升,18年手机收入取得40%以上增长。

三、IOT,从封闭到开放

小米通过生态链模式运作IoT业务,以“参股不控股”方式投资智能硬件初创企业,小米IoT的扩张逻辑在于:提高频次、相互引流。在性价比优势、小米品牌背书和新零售渠道带动下,小米IoT三年内连接设备数量问鼎全球第一。步入前景广阔的蓝海市场,小米IoT平台18年末实现全面开放,关于小米的先发优势能否维系?本文认为,小米IoT“延展性”更优,而“防御性”有待加强,之于未来,AIoT将是小米下一阶段的接力棒。

四、互联网,最终的战局

小米能否成为一家互联网巨头?用户变现是关键。小米一半毛利源于互联网,为最大化用户价值,小米的互联网结构已日益多元并向海外渗透。类比美团、拼多多,小米的多元化布局将最大化发挥互联网流量的变现潜力,为未来盈利的重要发力点;而差距在于,小米的用户黏性及转化效率还有赖于进一步提升。着眼未来,变现力提升将有赖于数据助力广告价值、内部引流提升内容竞争力。

五、全文总结:小米的过人之处

一言以蔽之,“快”(高效):战略执行快、产业链效率高、用户获取快。

盈利预测

预计公司19-21年经调后净利润119、155、191亿元,对应EPS为0.5、0.65、0.8元,当前股价对应PE23、18、15X。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示 国内市场失速风险、海外拓展不力风险、竞争格局恶化风险

## 内容目录

前言 .....	- 4 -
探讨一、小米：靠什么发展？ .....	- 4 -
第 1 级：吸引用户的引流产品 .....	- 4 -
第 2 级：沉淀用户的消费场景 .....	- 5 -
第 3 级：用户变现 .....	- 5 -
探讨二、手机：发展迅猛，逆势而上 .....	- 6 -
小米对比 HOV（华为、OPPO、VIVO）？ .....	- 6 -
1、多品牌化，推动升级 .....	- 7 -
2、线下，低线布局加码 .....	- 8 -
3、海外，全球化“性价比” .....	- 8 -
探讨三、IoT：从封闭到开放 .....	- 9 -
小米的扩张逻辑 .....	- 9 -
小米 IoT 的先发优势能否维系？ .....	- 10 -
小米 vs 美的、格力 .....	- 10 -
小米 vs 华为、三星 .....	- 10 -
小米 vs BAT .....	- 10 -
小米 vs 网易严选 .....	- 11 -
探讨四、互联网：最终的战局 .....	- 11 -
1、以广告为主的互联网服务 .....	- 11 -
2、以游戏为主的增值服务 .....	- 12 -
3、其他增值服务发展迅速，结构日益多元 .....	- 13 -
小米能否成为一家互联网巨头？ .....	- 13 -
营收增速 .....	- 14 -
MAU .....	- 14 -
ARPU .....	- 14 -
获客成本 .....	- 14 -
探讨五、全文总结：小米的过人之处 .....	- 15 -
盈利预测与风险提示 .....	- 16 -
成长能力 .....	- 16 -
盈利能力 .....	- 16 -
营运能力 .....	- 17 -
盈利预测 .....	- 17 -
风险提示 .....	- 17 -

## 图表目录

图表 1: 小米集团发展历史 .....	- 4 -
图表 2: 小米手机销量及全球占比 .....	- 4 -
图表 3: 小米生态圈层 .....	- 5 -
图表 4: 小米收入结构 .....	- 5 -
图表 5: 小米毛利率结构 .....	- 5 -
图表 6: 小米手机收入规模及同比增速 .....	- 6 -
图表 7: 可比机型对比 .....	- 6 -
图表 8: 国内手机市场渗透率情况 .....	- 7 -
图表 9: 国内手机市场 CR5 .....	- 7 -
图表 10: 小米手机均价提升 .....	- 8 -
图表 11: 小米之家坪效居全球第二 .....	- 8 -
图表 12: 2015-2018 年小米境内外营收占比 .....	- 9 -
图表 13: IOT 市场份额: 按已连接设备数 .....	- 9 -
图表 14: 小米 IoT 业务收入规模及同比增速 .....	- 9 -
图表 15: 小米生态链部分产品市场份额 .....	- 10 -
图表 16: 15-18 年小米互联网服务收入及同比增速 .....	- 11 -
图表 17: 15-18 年小米互联网服务毛利及占比 .....	- 11 -
图表 18: 15-18 年小米广告收入及增速 .....	- 12 -
图表 19: 15-18 年小米广告收入占比 .....	- 12 -
图表 20: 15-18 年小米游戏收入及占互联网增值服务比重 .....	- 12 -
图表 21: 15-18 年小米其他增值收入及占互联网增值服务比重 .....	- 13 -
图表 22: 新经济互联网 MMP 营收增速比较 .....	- 14 -
图表 23: MMP 月活跃用户数 (亿人) .....	- 14 -
图表 24: 2018 年 MMP 每用户年收入及同比增速 .....	- 14 -
图表 25: 2018 年 MMP 获客成本及同比变化 .....	- 15 -
图表 26: 15-18 年小米营收及增速 .....	- 16 -
图表 27: 15-18 年小米经调整净利润及增速 .....	- 16 -
图表 28: 15-18 小米盈利能力逐渐提升 .....	- 16 -
图表 29: 16-18 年小米运营指标 .....	- 17 -
图表 30: 可比公司运营能力比较 .....	- 17 -
图表 31: 盈利预测与估值 .....	- 18 -

## 前言

我们认为，将小米视为一家“互联网公司”为时尚早，这一点从公司收入构成可见一斑。现阶段，小米更是一家深具“互联网思维的科技消费品公司”，从消费电子起家，快速发展成堪称“现象级的跨界企业”。称其现象级，是因为小米仅用 7 年的时间，就将营收规模从 0 开始跨入了千亿量级；称其跨界，是因为小米用一个与手机关联度不大的创业团队先后强势进入了移动互联网与物联网两大领域，并成功掀起了业界革命。

而我们深思小米之所以能成功进行角色转换的原因，就在于：它善于抓住产业中的低效环节加以创新、抓住用户的性价比诉求给予了消费者价值。

图表 1: 小米集团发展历史



来源：中泰证券研究所整理

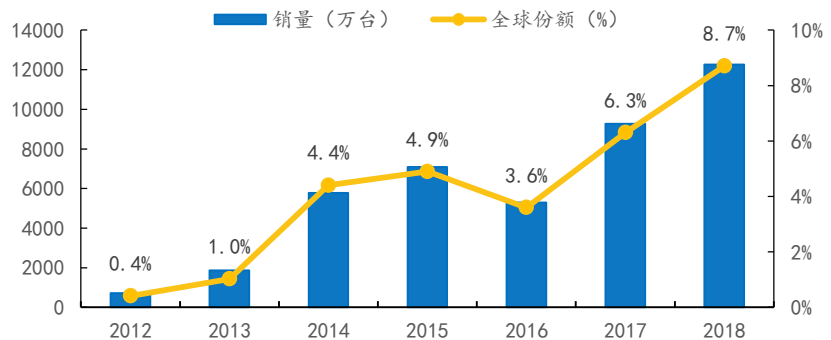
## 探讨一、小米：靠什么发展？

小米发展模式的 point 其实不难，三级火箭：

### 第 1 级：吸引用户的引流产品

2010 年，借助互联网时代利好，通过“用户深度参与，产品每周迭代”的独特方式，小米 MIUI 成功积累规模庞大的忠实客群。2011 年，小米进军智能手机市场，凭借成本定价策略、线上售卖模式、极致优化的供应链管理，迅速在智能手机行业占有一席之地，更在 2014 和 2015 年连续两年销售额高居国内第一。至 2018 年 12 月，MIUI 月活跃用户达到 2.4 亿，很好地为小米生态奠定引流基础。

图表 2: 小米手机销量及全球占比



来源：IDC，中泰证券研究所





但小米靠什么竞争？却是大家一直研究并众说纷纭的问题，本文认为：出于用户。

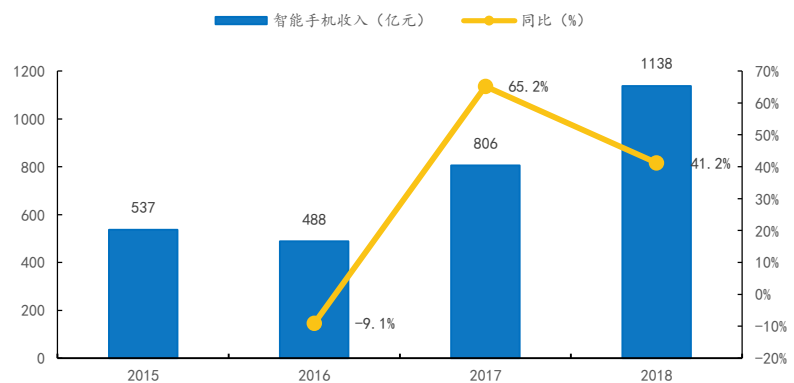
1. 相比其他制造型公司（手机、家电、消费品），小米提供了更具性价比的产品；
2. 相比其他互联网公司（电商、游戏、甚至 ofo），小米获得了更低成本的流量，并通过自建线下零售体系创造了更多沉淀用户的消费场景。

以下，我们逐一进行对比。

## 探讨二、手机：发展迅猛，逆势而上

小米手机业务起步于 2011 年，互联网流量红利下，依靠线上销售模式和性价比优势快速崛起，2015 年收入超 500 亿跃居国内市场第一，2016 年小米加速布局线下零售体系。从需求看，全球手机市场已进入存量替代阶段。在出货量缓步下降的情形之下，单机价值量提升是未来手机市场的趋势，小米近年凭借推动产品结构升级、加速拓展海外市场，维持手机业务较高增长。

图表 6：小米手机收入规模及同比增速



来源：公司年报，中泰证券研究所

### 小米对比 HOV（华为、OPPO、VIVO）？

小米的核心优势在于高性价比。小米手机相比性能接近的华为机型，价格更优；相比价位接近的 OPPO 机型，性能更优（参见可比机型对比）。

而劣势在于：相较之下，苹果、华为聚焦偏高端群体，以产品创新和技术领先为核心（反之，小米 OV 以精简 SKU 和打造特色为核心）；相比定价接近的 OV，小米的显著短板在于线下尤其低线城市布局相对薄弱（至 2017 年，OPPO 拥有线下店 30 万家，VIVO 拥有线下店 20 万家，华为 2000 家，小米则不足 1000 家）。

图表 7：可比机型对比

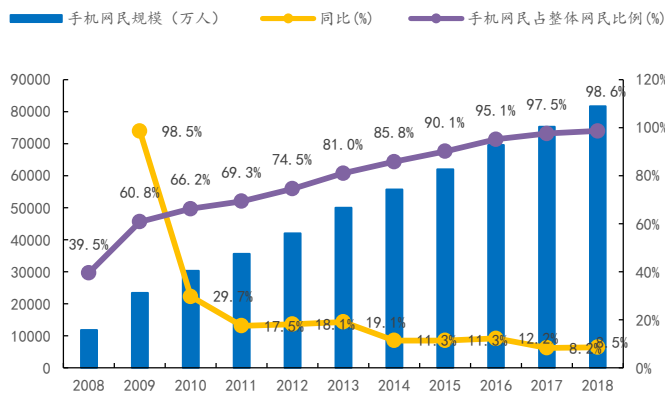
	小米 9	华为 P20 Pro	OPPO Reno
CPU	骁龙 855, Aututu 跑分: 387851	麒麟 970, Aututu 跑分: 298659	骁龙 710, Aututu 跑分: 167000
后置摄像头	4800 万像素	4000 万像素	4800 万像素

前置摄像头	2000 万像素	2400 万像素	1600 万像素
屏幕分辨率	FHD: 2340*1080	FHD: 2240*1080	FHD: 2340*1080
内存	6G+128G/8G+128G/ 12G+256G	6G+64G/8G+128G/ 8G+256G	6G+128G/6G+256G/ 8G+256G
规格	6.39 英寸, 173g	6.1 英寸, 180g	6.4 英寸, 185g
电池容量	3300mAh	4000mAh	3680mAh
充电方式	可无线快充	可快充	可快充
价格	¥2999/3299/3999	¥4488/4988/5788	¥2999/3299/3599

来源：公开资料，中泰证券研究所

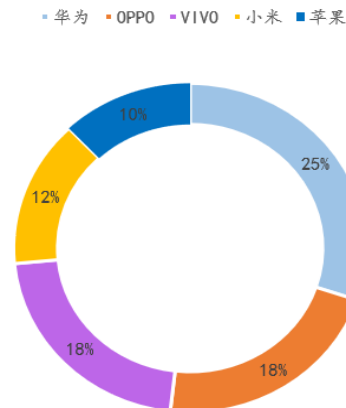
毫无疑问，在移动互联网渗透率近 98%、CR5 份额 85%且集中度越来越高的情况下，市场已演变为全方位竞争，无法容忍企业的短板，也不会给新进入者机会。未来手机企业的增长机会聚焦于国内市场的结构性升级+海外市场的扩张渗透。故小米上市后以极快的速度启动品牌的升级优化，并发力部署线下渠道、积极开拓海外新兴市场。

图表 8: 国内手机市场渗透率情况



来源：IDC，中泰证券研究所

图表 9: 国内手机市场 CR5



来源：IDC，中泰证券研究所

### 1、多品牌化，推动升级

2019 年 1 月，小米公司宣布将举行红米 Redmi 的全新独立品牌发布会。这意味着，小米+红米将形成类似华为+荣耀的双品牌格局，小米、红米各自按不同的方向发展：

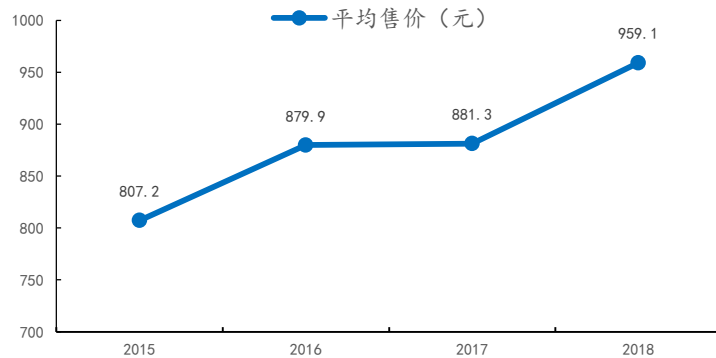
**小米品牌将专注中高端和新零售；红米将不再只是小米的低端产品线，而将像荣耀一样向中端扩展，死磕性价比和电商市场。**

2019 年 2 月，小米主品牌首次推出全新机型小米 9，在外观设计和内部配置上都进行了大幅度提升，此款定价 2999 元起步，冲刺高端市场。

**此外，公司还推出黑鲨、美图及 POCO 品牌**，分别面向游戏用户、女性用户及科技爱好者，有效服务更多用户的同时，产品价格相应提升。国内市场上，除原有巨头苹果、华为以外，vivo 创立的子品牌-IQOO 也加入中高端市场争夺大军，2019 年国内厂商在中高端市场的份额抢夺将更为激烈。**未来，致力于中高端和新零售**

的主品牌小米，还将进一步扩展定价区间。

**图表 10: 小米手机均价提升**

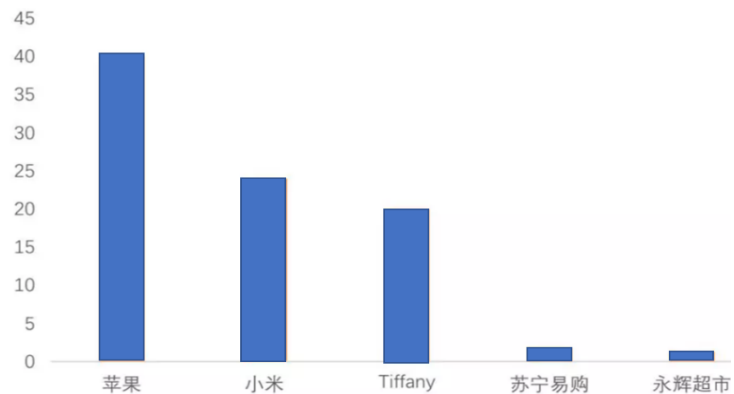


来源: wind, 中泰证券研究所

## 2、线下，低线布局加码

为提升渠道竞争力，小米加速布局线下网络，凭借小米之家覆盖经济水平较好的一二三线城市，借授权店布局低线城乡。2015年9月，第一家小米之家成立，2017年又开设授权店，至2018年，小米已在一线、二线和三线城市开设586个小米之家，在中小城市及乡镇市场建立1378个授权店。其线下零售体系运营高效，小米之家坪效高达27万元/平米，高居全球第二位。

**图表 11: 小米之家坪效居全球第二**



来源: 新京报财经, 公司年报, wind, 中泰证券研究所

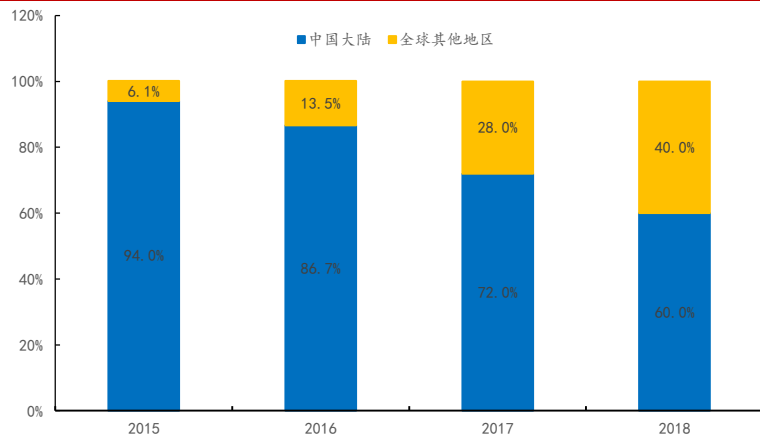
## 3、海外，全球化“性价比”

IDC 数据，2017 年中国境内智能手机渗透率 64.5%，其他国家地区渗透率 83.1%，而印度、南非、印尼等国渗透率仅 37.7%，新兴市场潜力巨大。

小米于 2014 年开始布局海外市场，近两年凭借性价比优势加速进行海外渗透，2018 年，小米手机在印度市场出货量排名第一，印尼市场排名第二，西欧市场排名第四。2018 年大陆以外市场收入占比已升至 40%。放眼未来，新兴市场特别是西欧和印尼市场的输出将是小米手机增长的新核心。



图表 12: 2015-2018 年小米境内外营收占比

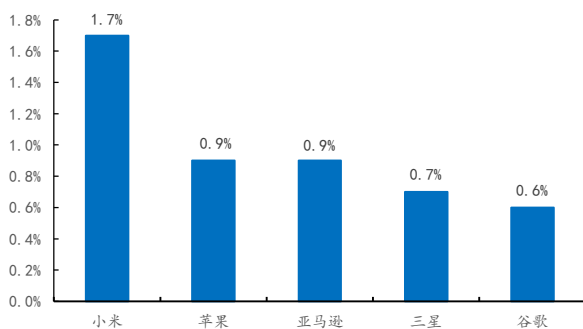


来源: wind, 中泰证券研究所

### 探讨三、IoT: 从封闭到开放

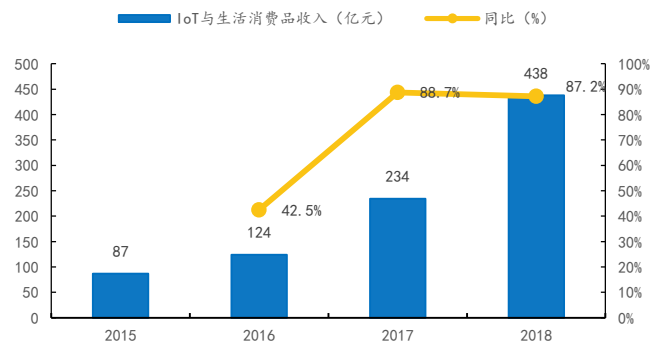
小米于 2015 年初正式启动 IoT 战略, 是较早布局 IoT 的巨头之一。小米消费级 IoT 全球份额达 1.7%, 领先苹果 0.9%。IoT 业务通过从封闭到开放的合作策略, 2017 年连接设备数量已问鼎全球第一, 2018 年末连接设备达 1.5 亿台 (不含智能手机和笔记本电脑), 同比增长 50%, 营业收入 438 亿, 同比增长 87%。作为小米下一阶段成长的接力棒, IoT 有望成为收入增长的新发动机。

图表 13: IoT 市场份额: 按已连接设备数



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 14: 小米 IoT 业务收入规模及同比增速



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

### 小米的扩张逻辑

米家产品涵盖生活日用的方方面面, 看似没边界, 实则背后蕴藏着紧密的逻辑: 提高频次, 相互引流.....

起初小米以“参股不控股”生态链模式快速布局。这一战略如今已交出如下答卷:

1. 上市之前, 小米通过投资超 100 家智能硬件及生活消费品企业打造出生态链竹林。其产品聚焦大众需求, 拥有小米品牌背书和渠道加持, 且小米对生态链公司

部分通用原材料集中采购，增加了供应链的议价权。因而产品性价比较高，容易形成爆款，高销量反过来又分摊了模具和研发的费用。经由这种高“效率”模式，很快诞生出一批竞争力较强的优势品类：空净、吸尘器、电饭煲、剃须刀。

2. 上市之后，智能电视跃居行业第一，18 年全年销售突破 900 万台。

3. 2018 年 11 月，小米 IoT 宣布开放，至此，小米 IoT 平台的接入者不再局限于前期投资的生态链初创企业。

4. 2018 年 12 月，小米自有品牌产品线除电视外，新增空调和洗衣机两个品类，同时发布首款命名中没有“互联网”字样的米家空调，直面美的海尔等家电巨头。

5. 新年之交，小米依然动作频频：2019 年 1 月，雷军提出 2019 年目标：启动“手机+AIoT”双引擎战略，5 年投入 100 亿支持 All in IOT 计划。

**图表 15：小米生态链部分产品市场份额**

产品	上市时间	零售份额	均价	排名
空净	2014	18.6%	921	1
那吸尘器	2016	6.1%	1579	3
么电饭煲	2016	3.2%	474	5
问电磁炉	2017	2.4%	288	5
题剃须刀	2018	2.1%	185	5
来煮水系列	2016	2.0%	132	11
子电风扇	2016	0.8%	480	16

来源：IDC, Strategy Analytics, 中泰证券研究所

## 那么问题来了，小米 IoT 的先发优势能否维系？

### 小米 vs 美的、格力

小米的优势在于价格。不同于赚取硬件利润的公司，小米把硬件产品用接近成本价的方式销售（不超过 5% 净利水平），旨在架构一个万物互联平台，未来靠提供平台增值服务获利。

劣势在于工匠精神和分销体系。相较于垂直领域的制造巨头，小米产品几乎都是代工生产，生产把控与售后体系二者都是需要大量时间成本或可解决的问题。

### 小米 vs 华为、三星

小米的优势在于：1. 爆款、2. 产品体系。不同于华为三星，小米通过股权投资建立了丰富的生活场景，且小米对创业企业的控制力相对较强，进而推爆品的能力，以及快速形成产品体系的效率都更为出色。

劣势在于芯片、系统方面竞争力不足。小米在某方面比不上华为、三星等更注重内生增长的公司；但华为、OPPO 也正因为此，失去了 IOT 先发优势。

### 小米 vs BAT

区别在于：BAT 更倾向于从“城市”的方方面面出发，将语言识别、图像交互落实到产品中，为更多像交通、政务等民生领域服务，酒店、旅行等出行领域服务。

而小米，则从“家庭”落脚点出发，逐渐完善基于智能家居的环境布局。

### 小米 vs 网易严选

区别在于：网易严选更偏向于买手模式，而小米对供应商体现出更强的包容性，允许生态企业使用自我品牌。

本文认为，相比竞争对手，小米的“延展性”更强。其前期沉淀的大量用户数据，链接囊括了海量的高性价比产品，新的智能硬件设备只有进入小米体系，才能与存量超过一亿的设备互联互通互动。由于小米控制了开发者平台、用户端管理硬件的 APP、零售渠道等标准化程度高、规模效应强且位于微笑曲线两端的环节，在未来的物联网发展中拥有更大的想象空间。

而小米有待解决的问题在于：

1. 智能硬件的创新有赖于研发支出以及供应链的比拼，小米需要加大研发和供应链投入；

2. 加强品控与售后服务。

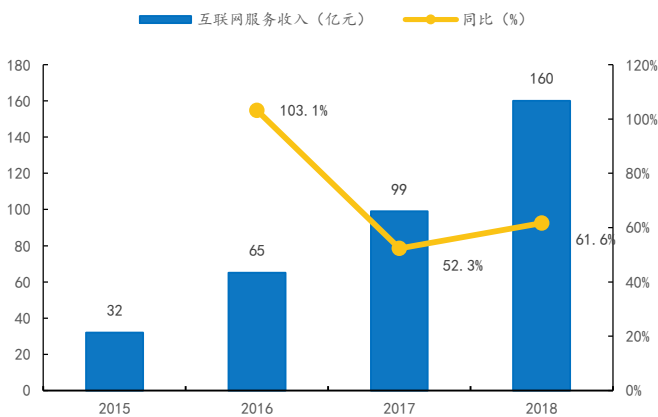
只有满足了这两点，才能进一步加强“防御性”，维系其先发优势。

我们预判，拉长至在 3-5 年的维度，IoT 将成为小米收入&用户的第一大来源。而在 2018 年第二、第三连续两个季度，IoT 已取代手机成为小米收入同比增长的最大驱动力。

## 探讨四、互联网：最终的战局

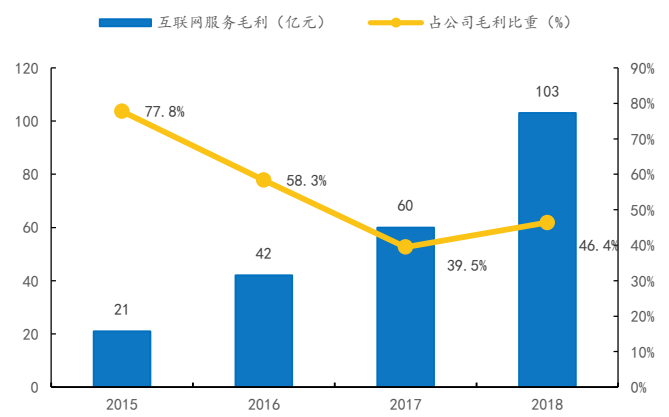
变现是互联网企业盈利的关键，小米互联网服务 2018 年收入 160 亿，同增 61.6%，毛利占比超 46%，目前主要由广告、游戏、互联网金融等增值服务构成。

图表 16: 15-18 年小米互联网服务收入及同比增速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 17: 15-18 年小米互联网服务毛利及占比

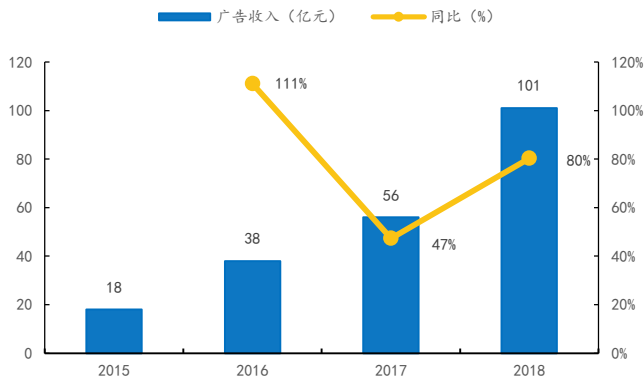


来源：wind，中泰证券研究所

### 1、以广告为主的互联网服务

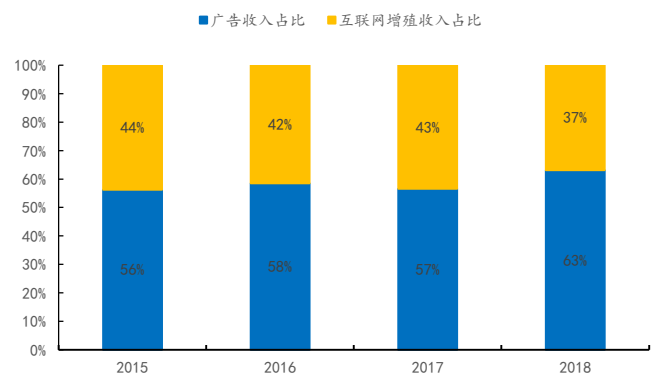
小米广告服务收入 2018 年 101 亿元，占互联网服务比例 63%，同比增速 80%。

图表 18: 15-18 年小米广告收入及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 15-18 年小米广告收入占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

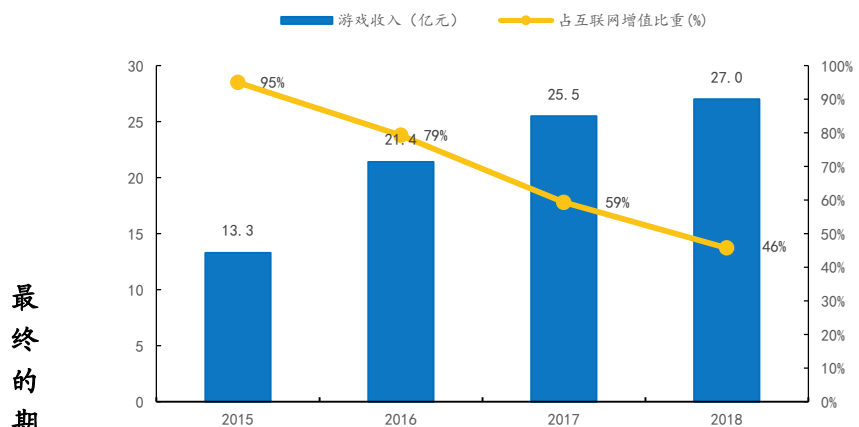
相较于把单一客户端 APP 作为广告投放平台的一般互联网公司,小米拥有集应用分发、信息流、视频贴片、开屏、横幅、OTT 开机六大媒体全打通的投放平台。基于 MIUI 系统数据+小米生态链数据(小米手机+电视+路由器+IoT 的海量设备数据)洞察用户主动行为,利用小米硬件设备刻画用户物理空间的数字化表现(如位置画像、状态画像、环境画像参数),小米能更准确揣测消费者需求,给广告主提供更具“品质”“效率”的服务,流量变现空间的深度和广度都更大。

## 2、以游戏为主的增值服务

公司的增值业务中游戏为最主要的内容变现形式,目前小米只进行产业链下游的游戏发行和运营,自身并不参与游戏研发。通过向第三方游戏开发商提供精简数字销售、分销及运营支持服务,共同提升用户参与度、增加盈利。目前已与包括西山居、菠萝互娱在内的众多游戏类生态链企业进行合作。

近几年,随着公司积极推动互联网增值多元化,游戏占比逐渐减少。尽管如此,2018 年游戏收入达 27 亿元,仍占增值服务 46%。

图表 20: 15-18 年小米游戏收入及占互联网增值服务比重



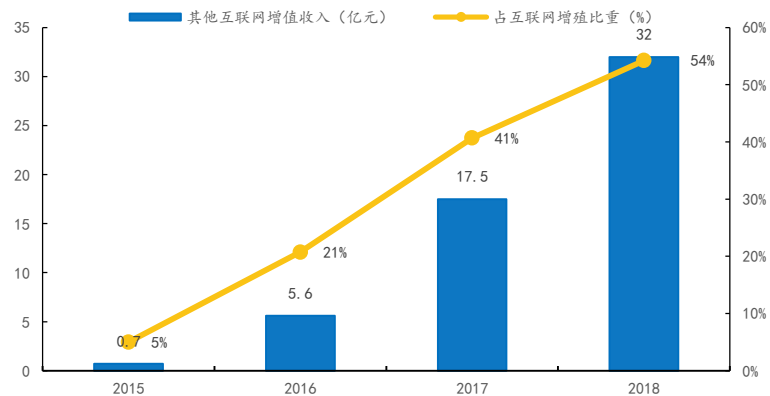
来源: 招股书, 公司年报, 中泰证券研究所

最终的期待

### 3、其他增值服务发展迅速，结构日益多元

为更好发挥平台价值，最大化流量变现潜力，公司积极推进互联网服务多元化，包括：作为渠道商进入视频、直播、阅读等领域；通过小米金融、小米钱包及小米贷款等 APP 分销贷款产品，提供互联网金融服务；围绕精品生活，打造新零售电商平台有品等。其他互联网增值收入增长迅速，至 2018 年，占比已达 54%。

**图表 21：15-18 年小米其他增值收入及占互联网增值服务比重**



来源：招股书，公司年报，中泰证券研究所

#### 最终的期待：小米能否成为一家互联网巨头？

须知，众多明星企业都在三级火箭的最后一环纷纷折戟。短期，本文更多从科技类消费品的视角看待小米，长期，我们认为小米有成为下一代互联网巨头的潜力，但也有现存的差距。

**潜力在于：在最后的战局中，用户价值多寡将决定企业价值。小米目前的互联网收入更多基于智能手机，而未来的互联网收入更多基于物联网平台带来大量高 ARPU 的 MAU。**

2018 年，通过销售更多手机、丰富产品内容、完善客户体验、持续优化算法等，MIUI 的 MAU 由 2017 年 12 月的 1.71 亿增至 2.42 亿，增长 42%；互联网服务 ARPU 由 2017 年的 57.9 元增至 2018 年的 65.9 元，增长 14%。此外，海外互联网变现初见成效，18Q4 海外占互联网服务总收入比重为 6.3%，同增 1296%。预计未来随着 MAU、ARPU 提升和海外拓展，小米互联网收入仍将快速增长。

如若置身新经济互联网领域，美团点评通过业务扩张不断提升边际效应，以高频、低毛利的外卖业务带动低频、高毛利的酒旅业务，不正恰似小米通过近乎成本的硬件撬动高 ARPU 的互联网服务么？近似点很多：差异化竞争、技术投入（用户黏性，研发支出）、运营能力（整合力，横向切入消费场景）；区别在于，美团以本地生活为入口、拼多多以社交流量为入口、小米则以科技消费品为入口。对\*\*新经济互联网公司而言，当下利润不是最重要的，而是发展趋势是否向好？

对标美团、拼多多等互联网，我们认为，小米的多元化布局将会最大化地发挥互联网服务业务流量变现的潜力，从而成为公司未来盈利的重要发力点。

## 营收增速

**图表 22: 新经济互联网 MMP 营收增速比较**

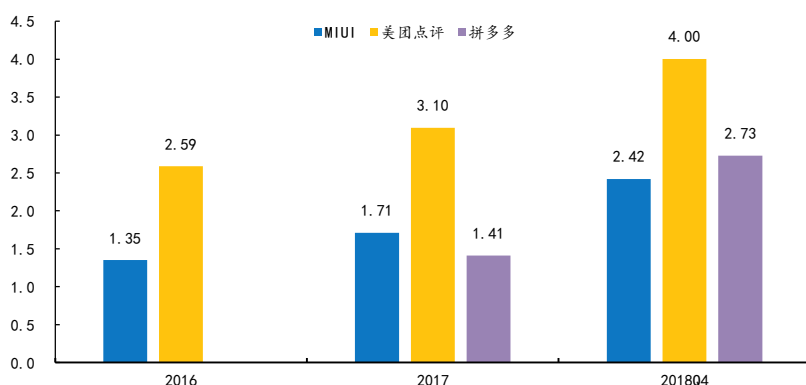
	2018H1	2018
MIUI	75.4%	61.6%
美团点评	55.7%	45.0%
拼多多	2790.0%	652.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

## MAU

2018Q4, MMP 的用户数均已超过 2 亿并保持高增长势头。其中, 小米 MIUI 的月活跃用户数超过 2.4 亿增长 42%, 该增速位于美团点评和拼多多之间。

**图表 23: MMP 月活跃用户数 (亿人)**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## ARPU

2018 年, 小米 ARPU 达到 65.9 元, 明显高于美团点评和拼多多, 且 14% 的增速快于美团点评。从 ARPU 绝对值看, 未来仍有很大的提升空间。

**图表 24: 2018 年 MMP 每用户年收入及同比增速**

	ARPU (元)	同比 (%)
小米集团 (互联网服务)	65.9	14%
美团点评 (到店、酒店及旅游)	39.5	12%
拼多多	48.1	299%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 获客成本

2018 年, 小米获客成本 112 元, 低于美团, 而高于拼多多; 同比去年, 小米集团的获客成本明显下降, 在用户稳定增长的同时, 小米通过多品类高频消费品沉淀用户消费场景的价值凸显, 成本控制能力提升。



**图表 25: 2018 年 MMP 获客成本及同比变化**

	2017	2018	同比 (%)
小米集团	145	112	-22.8%
美团点评	213	182	-14.6%
拼多多	18	102.0	466.5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

而

**差距在于: 相较于美团、拼多多, 小米的用户黏性以及转化效率还有赖于长期进一步的提升。**

由于美团以本地生活为入口, 拼多多以社交流量为入口, 小米以科技消费品为入口, 而科技品消费频次低于对外卖、社交, 可能导致小米粘性不如美团和拼多多。据估算, 2017 年小米 IOT 设备 (含手机和笔记本) 销量不足 3 亿台, 按一次一台设备来算, 小米用户年均交易不足 2 次 (未考虑互联网业务), 而美团用户年均交易次数 18.8 次, 拼多多年均购买次数 17.6 次; 美团拥有 3.8 亿活跃交易用户, 拼多多拥有 3.86 亿活跃买家, 小米与两者仍有一定差距。

**着眼未来, 小米的第三级火箭 (互联网变现) 将有赖于:**

1. 精准营销、数据营销, 数据助力广告价值快速增长;
2. 提高内容竞争力, 解决游戏、内容、互金短板。

从目前策略看, 公司依靠持续优化算法, 试图进一步提升用户数据的广告价值; 同时, 公司也在通过投资参股的方式, 进军上游内容端, 如成立小米影业、持股爱奇艺、领投喜马拉雅等。小米互联网收入已超越国内大多数互联网企业, 小米, 正在验证其互联网属性的道路上一路狂奔……

## 探讨五、全文总结: 小米的过人之处

一言以蔽之, 本文认为小米最强的过人之处在于它的“快”(高效):

### 1. 战略执行快: 仅 2018 下半年, 小米就快速进行了两次大规模的组织架构调整。

2018 年 12 月 13 日, 小米进行上市以来第二次组织架构调整, 首次成立中国区, 由原小米电视负责人王川兼任中国区总裁。这是小米在中国市场的最新举措, 作为小米的大本营和产品“试验田”, 中国市场重要性不言而喻, 在国内市场的成败紧密地关系到小米的营收和互联网服务用户规模。

### 2. 产业链效率高: 小米投资 TCL、长虹等, 频频加强对上游供应链、对产能代工的投资以及跨界合作。

跨界巨头掀起产业链效率的巨大革命。因为对于产业, 毛利率、费用率、加价率均存在大量的下行空间: 反观传统企业, 小米的互联网性反向输出效率与数据两大思维, 引发业界革命。本文认为, 小米终将取代大量既无技术优势, 亦无成本优势的中小生产厂商的生存空间。

### 3. 积累用户快: 小米产品考虑绝大部分人的需求, 用性价比消灭山寨机, 同时建立 IoT 消费平台用以沉淀用户场景, 每款产品都有米粉深度参与的痕迹, MIUI

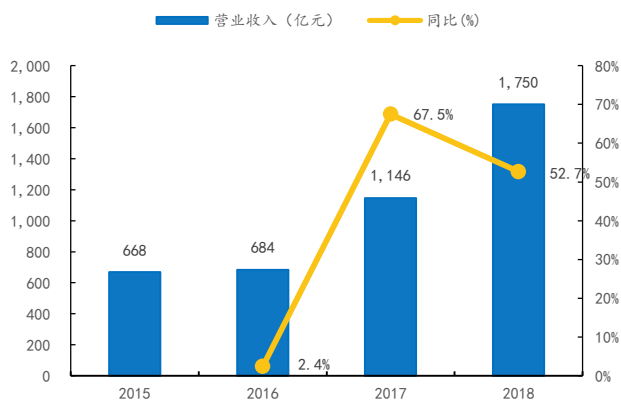
月活用户 18 年相比 16 年已近翻番, 达到 2.4 亿。理解最广大消费者的真实需求、五环之外的需求是小米迅速获取海量用户的关键。

## 盈利预测与风险提示

### 成长能力

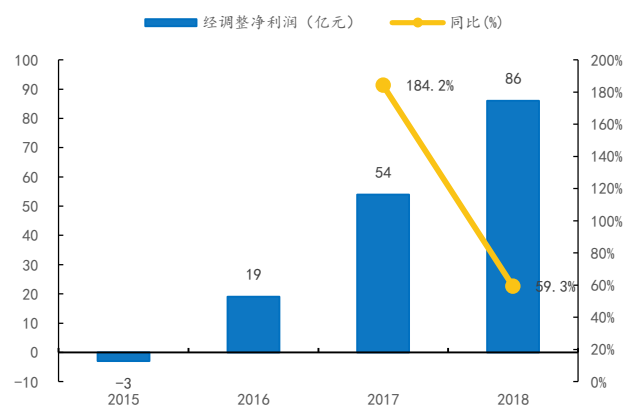
随着手机业务产品结构升级和海外新兴市场渗透、IoT 平台由封闭走向开放, 以及互联网服务收入结构日益多元化, 公司近两年收入和利润均增长迅速, 增速均在 50% 以上, 成长势头良好。

图表 26: 15-18 年小米营收及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 15-18 年小米经调整净利润及增速

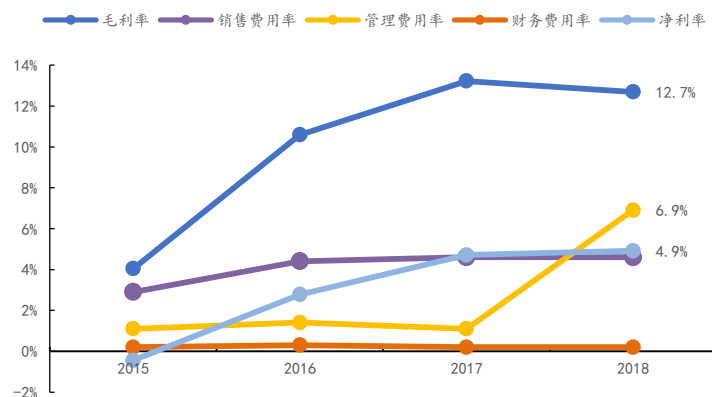


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 盈利能力

随着高毛利的互联网服务迅速增长带动整体盈利能力提升, 公司毛利率和净利率都有所提升, 销售费用率和管理费用率相对平稳, 财务费用率在 2018 年明显增加主要由于一次性股份为基础的薪酬所致。

图表 28: 15-18 小米盈利能力逐渐提升

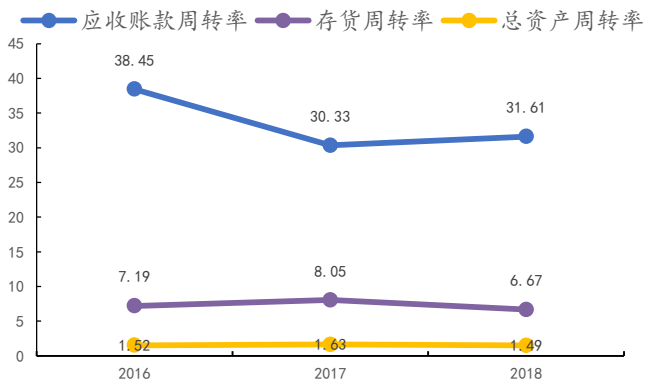


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 营运能力

从营运效率来看，公司在跨品类+跨区域、线上+线下快速扩张的同时仍保持了较高的效率。相比苹果、格力、美的、TCL 等公司，公司运营能力居于较高水平。2018 年公司加速线下布局，尤其授权店大量增加及海外渗透；加之开放 IoT，品类增加，运营能力略微下降；公司现金流良好，体现市场地位和对上下游的市场信誉。

图表 29: 16-18 年小米运营指标



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 30: 可比公司运营能力比较

	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
小米	30.33	8.05	1.63
苹果	12.94	37.17	0.72
格力	33.80	7.78	0.76
美的	15.54	8.01	1.16
TCL	7.80	6.88	0.73

来源: wind, 中泰证券研究所

### 盈利预测

假设 1: 随着多品牌运作效果、线下布局加快以及海外新兴市场持续渗透，小米智能手机出货量未来三年仍稳定增长、毛利率稳定；

假设 2: 随着 IOT 平台更加开放，运营模式更加成熟，未来三年 IoT 和生活消费产品业务保持高速增长，占比依次提升；

假设 3: 随着品类和产品更加丰富，互联网服务业务日益多元化，以及海外互联网服务渗透，未来三年 MAU、ARPU 逐步提升。

2019 年，预计智能手机行业仍会持续承压，苹果、三星均下调全年出货预期，但随着 5G 换机临近，手机销售有望触底；AIOT 是巨头的游戏，今天的竞争已日趋激烈，小米的未来，需要在手机、家电、互联网企业的环伺中取胜，小米的机遇威胁都已初露端倪；而未来走向何方，还需重点关注互联网变现……依据本文预测公司 19-21 年经调后净利润 119、155、191 亿元，对应 EPS 为 0.5、0.65、0.8 元，当前股价对应 PB23、18、15X。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

1. 国内市场失速风险
2. 海外拓展不力风险
3. 竞争格局恶化风险

图表 31: 盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)						比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>114,625</b>	<b>174,988</b>	<b>234,185</b>	<b>303,683</b>	<b>379,619</b>	<b>每股指标</b>					
增长率	67.5%	52.7%	33.8%	29.7%	25.0%	每股收益 (元)	-1.83	0.57	0.61	0.84	1.07
营业成本	-99,471	-152,723	-202,535	-261,664	-326,687	每股净资产 (元)	-5.31	2.97	1.61	2.45	3.52
%销售收入	86.8%	87.3%	86.5%	86.2%	86.1%	每股经营现金流 (元)	0.00	0.00	1.68	0.09	2.21
毛利	15,154	22,265	31,650	42,020	52,932	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
%销售收入	13.2%	12.7%	13.5%	13.8%	13.9%	<b>回报率</b>					
营业税金及附加	-250	0	0	0	0	净资产收益率	34.43%	19.00%	37.88%	34.23%	30.38%
%销售收入	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	总资产收益率	-48.84%	11.53%	10.48%	22.76%	11.77%
营业费用	-5,232	-7,993	-10,538	-13,666	-17,083	投入资本收益率	38.14%	-8.84%		-66.67%	-147.60%
%销售收入	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	<b>增长率</b>					
管理费用	-1,216	-12,099	-2,810	-3,644	-4,555	营业总收入增长率	67.48%	52.66%	33.83%	29.68%	25.00%
%销售收入	1.1%	6.9%	1.2%	1.2%	1.2%	EBIT增长率	215.05%	-72.33%	709.05%	37.18%	27.44%
息税前利润 (EBIT)	8,456	2,173	18,301	24,710	31,294	净利润增长率	-8021.56%	-130.93%	7.84%	37.38%	27.50%
%销售收入	7.4%	1.2%	7.8%	8.1%	8.2%	总资产增长率	77.03%	-100.00%	#DIV/0!	-36.72%	146.48%
财务费用	-216	-385	-468	-607	-759	<b>资产管理能力</b>					
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	应收账款周转天数	28.3	13.0	22.0	22.0	22.0
资产减值损失	928	0	722	595	561	存货周转天数	38.8	16.8	32.9	32.8	32.7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	92.2	39.3	75.0	75.0	75.0
投资收益	324	0	0	0	0	固定资产周转天数	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
%税前利润	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>偿债能力</b>					
营业利润	9,493	1,788	18,555	24,697	31,096	净负债 / 股东权益	-7.26%	#DIV/0!	-197.83%	-228.67%	-184.51%
营业利润率	8.3%	1.0%	7.9%	8.1%	8.2%	EBIT利息保障倍数	36.4	5.6	37.5	39.7	40.5
营业外收支	5	0	0	0	0	资产负债率	241.55%		72.24%	33.37%	61.19%
税前利润	<b>9,497</b>	<b>1,788</b>	<b>18,555</b>	<b>24,697</b>	<b>31,096</b>						
利润率	8.3%	1.0%	7.9%	8.1%	8.2%						
所得税	-2,060	-449	-2,567	-3,526	-4,496						
所得税率	21.7%	25.1%	13.8%	14.3%	14.5%						
净利润	-43,889	13,478	14,544	19,982	25,477						
少数股东损益	-63	-76	-73	-100	-127						
归属于母公司的净利润	<b>-43,826</b>	<b>13,554</b>	<b>14,617</b>	<b>20,082</b>	<b>25,605</b>						
Non-GAAP净利润	<b>5,380</b>	<b>8,571</b>	<b>11,939</b>	<b>15,482</b>	<b>19,112</b>						
净利率	2.8%	4.9%	5.1%	5.1%	5.1%						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。