

IoT 实力兑现、新型变现渠道发力，驱动整体业绩成长确定性增强

——小米集团-W (1810.HK) 2019 年 Q1 业绩点评

海外公司简报

◆营收快成长，毛利率下降且 OPEX 上升，非经营性收益致净利润超预期

2019Q1 实现营收 438 亿元人民币，同比增长 27%。毛利率同比下降 0.6 个百分点至 11.9%，主要由于智能手机业务毛利率下滑影响部分为 IoT 及互联网业务毛利率上升所抵消。销售、行政、研发三项费用率合计为 9.4%，同比上升 0.8 个百分点。受投资公允价值变动影响，Non-GAAP 净利率达 4.8%，同比下降 0.2 个百分点；实现 Non-GAAP 净利润 20.8 亿元，同比增长 22%。

◆手机 ASP 顺利向上突破，毛利率环比改善趋势确定

1Q19 手机出货同比下降 2%，ASP 同比上升 18% 驱动营收同比上升 16%。伴随新机型顺利放量，我们预计全年出货有望保持增长；产品结构优化、主力机型价格提升带动 ASP 上升，驱动手机业务营收维持双位数增长。1Q19 手机业务毛利率回落至 3.1%，伴随新机型在海外市场发展驱动海外市场毛利率反弹，叠加潜在增值税优惠，手机业务毛利率环比改善趋势确定。

◆IoT 业务增长动力依旧充足，毛利率超预期改善

1Q19 IoT 业务营收同比上升 56%，且毛利率同比上升 1.3 个百分点至 12.0%，主要由于智能电视竞争格局趋稳带来毛利率改善。IoT 业务延续先发优势，依托既有品类份额上升及 SKU 持续扩张，未来增长动力依旧充足。

◆传统变现渠道增长乏力，新型渠道发力驱动互联网业务维持快增长

1Q19 互联网业务整体维持较快增长，同比上升 32%；MAU 同比上升 37%，主要由于海外 MAU 受益硬件出货而继续快速上升以及国内 MAU 受益用户留存率上升而恢复增长；ARPU 同比下降 4%，主要由于低 ARPU 的海外 MAU 占比扩大。传统变现渠道即大陆手机广告及游戏收入增长乏力，同比上升 7%，占比降低至 68%。新型变现渠道包括电视、海外市场、有品电商及互联网金融分部增长相当强劲，同比上升 167%，占比迅速扩大至 32%。

◆估值与评级

综合 1Q 手机毛利率不及预期拖累 19 年表现以及 IoT 业务盈利超预期改善，我们分别上调 19-20 年 Non-GAAP 净利润预测 2%/9% 至 107/139 亿元人民币，新增 21 年预测为 165 亿元，对应 18-21E CAGR 为 24%。基于分部估值法，维持目标价 16 港元，对应 19/20 年 32x/24x PE；手机 ASP 上升趋势逐步确认、IoT 增长动力充足及新型变现渠道发力驱动互联网业务维持快速成长，公司整体业绩成长确定性增强，上调至“买入”评级。

◆风险提示：国内中高端手机未成功放量；海外手机市场开拓受阻；IoT 设备渗透进程放缓；互联网变现进程不及预期。

业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	114,625	174,915	228,681	284,129	342,876
Non-GAAP 净利润 (百万元)	5,361.9	8,554.5	10,738.7	13,929.6	16,469.7
Non-GAAP EPS (元)	0.22	0.36	0.45	0.58	0.69
调整后 P/E	39	24	19	15	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 20 日；按照 1 HKD=0.8813 CNY 换算

买入 (上调)

当前股价/目标价：10/16 港元

分析师

付天姿 (执业证书编号：S0930517040002)

CFA · FRM

021-52523692

futz@ebsec.com

联系人

吴柳燕

021-52523690

wuliuyan@ebsec.com

市场数据

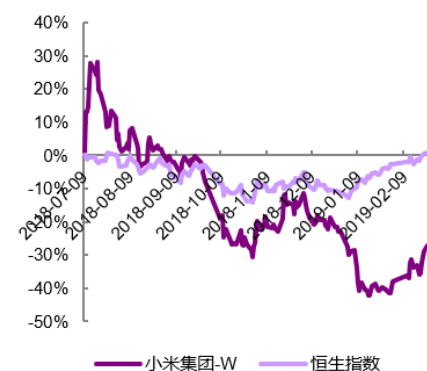
总股本(亿股)：239.93

总市值(亿元)：2,372.91

一年最低/最高(元)：9.44/22.2

近 3 月换手率：53.7%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.2	-39.3	-39.3
绝对	-15.5	-41.1	-41.1

资料来源：Wind

相关研报

IoT 驱动硬件销售维持快速成长，互联网变现瓶颈渐显亟待突破……2019-03-20
2019 年手机盈利或改善，IoT 接棒成核心成长引擎……2019-03-20

附录

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	114,625	174,915	228,681	284,129	342,876
营业成本	(99,471)	(152,723)	(198,277)	(245,600)	(296,280)
毛利	15,154	22,192	30,404	38,529	46,596
其它收入	(47,180)	18,003	3,950	4,200	3,950
营业开支	(9,599)	(25,869)	(19,667)	(24,730)	(29,842)
营业利润	(41,625)	14,326	14,687	17,998	20,704
财务成本净额	27	216	547	872	1,153
应占利润及亏损	(231)	(615)	(600)	(600)	(600)
税前利润	(41,829)	13,927	14,634	18,270	21,257
所得税开支	(2,060)	(449)	(2,195)	(2,741)	(3,189)
税后经营利润	(43,889)	13,478	12,439	15,530	18,069
少数股东权益	63	76	70	124	145
GAAP 净利润	(43,826)	13,554	12,509	15,654	18,213
Non-GAAP 净利润	5,362	8,555	10,739	13,930	16,470
息税折旧前利润	6,119	(2,494)	11,968	15,278	18,444
息税前利润	5,680	(3,320)	11,137	14,198	17,154
每股收益 (元)	(1.83)	0.56	0.52	0.65	0.76
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
调整后每股收益 (元)	0.22	0.36	0.45	0.58	0.69

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2：资产负债表

(单位：百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	89,870	145,228	173,809	208,628	247,890
流动资产	61,138	106,013	132,149	164,987	201,834
现金及短期投资	14,500	33,076	47,840	61,556	78,027
有价证券及短期投资	5,288	0	0	0	0
应收账款	5,470	5,598	9,102	11,308	13,646
存货	16,343	29,481	32,344	40,511	49,257
其它流动资产	19,538	37,857	42,864	51,612	60,904
非流动资产	28,731	39,215	41,660	43,641	46,056
长期投资	1,711	8,639	8,339	8,039	7,739
固定资产净额	257	525	4,067	6,750	8,648
其他非流动资产	26,763	30,051	29,254	28,852	29,669
总负债	217,080	73,978	90,120	109,410	130,603
流动负债	47,133	61,940	75,462	92,478	110,796
应付账款	34,003	46,287	61,612	76,317	92,065
短期借贷	3,551	3,075	0	0	0
其它流动负债	9,579	12,578	13,850	16,161	18,731
长期负债	169,948	12,038	14,658	16,932	19,807
长期债务	168,703	7,856	8,456	9,056	9,656
其它	1,245	4,182	6,202	7,876	10,151
股东权益合计	(127,211)	71,250	83,689	99,218	117,287
股东权益	(127,272)	71,323	83,832	99,486	117,699
少数股东权益	62	(73)	(143)	(267)	(412)
负债及股东权益总额	89,870	145,228	173,809	208,628	247,890
净现金/(负债)	(158,999)	17,963	33,182	44,624	58,220
营运资本	(12,191)	(11,208)	(20,167)	(24,498)	(29,162)
长期可运用资本	42,737	83,288	98,347	116,150	137,094
股东及少数股东权益	(127,211)	71,250	83,689	99,218	117,287

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(996)	(1,415)	15,744	10,358	13,078
净利润	(43,826)	13,554	12,509	15,654	18,213
折旧与摊销	439	826	831	1,079	1,289
营运资本变动	(426)	(434)	8,959	4,331	4,664
其它	42,817	(15,361)	(6,555)	(10,706)	(11,088)
投资活动现金流	(2,678)	(7,508)	(952)	212	(676)
资本性支出净额	(1,216)	(3,758)	(3,085)	(2,605)	(2,125)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	534	(6,928)	300	300	300
其它资产变化	(1,996)	3,178	1,833	2,517	1,149
自由现金流	(2,301)	(25,174)	6,720	2,563	5,484
融资活动现金流	6,215	26,574	(28)	3,146	4,068
股本变动	68	26,122	0	0	0
净债务变化	52,293	(161,322)	(2,475)	600	600
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	(46,145)	161,775	2,447	2,546	3,468
净现金流	2,542	17,652	14,764	13,716	16,471

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼