

香港股市 | TMT | 科技硬件及互联网

小米集团-W (1810 HK)

3Q20 业绩：智能手机竞争力增强，互联网服务短线放缓不影响未来增长

3Q20 业绩超预期

公司 3Q20 收入同比增长 34.5% 至人民币 721.6 亿；在海外疫情尚未受控下，境外收入增长逆势强劲；各业务分部均快速增长，智能手机亮眼，IoT（物联网）与生活消费产品分部增速回升；毛利率由于分部占比变化微降至 14.1%；经调整净利润同比增长 18.9% 至人民币 41.3 亿元。

智能手机出货量逆势大增，高端市场取得显著突破

智能手机收入同比大增 47.5%，出货量逆势增加 45.3%，排名升至全球第三，市占率升至 13.5%，于全球主要市场保持强势增长；受疫情影响较严重的印度市场亦有回升；更于中国市场量价齐升，为前五大厂商中出货量唯一取得正增长的企业，市占率大幅增至 12.7%，反映公司竞争力不断增强。预期中国智能手机市场有望在 5G 升级及疫情对经济影响减小的带动下复苏，美国对华为的限制将继续为公司带来扩大市场份额机遇。受中高端产品占比提升推动，3Q20 智能手机 ASP 同比提升 1.6%，部分高端机型广受欢迎，双品牌策略已见成效，预期中高端手机占比可继续增加，有助提高智能手机盈利能力及间接提升互联网服务人均收入。

IoT 与生活消费产品增速回升，境外市场空间被逐步打开

尽管海外疫情仍在持续，但 IoT 与生活消费产品收入增速已大幅回升至 16.1%，多个主要品类有良好表现，且境外市场增长强劲，部分产品在境外的收入规模已超中国大陆。公司于消费级 IoT 市场仍保持领先地位，IoT 相关经营数据持续向好。公司持续拓展 IoT 产品组合，将支持米粉数量增长，增强用户粘性，进一步巩固于消费级 IoT 市场的领先地位，为未来增加变现途径奠定基础。境外市场取得的良好成绩反映公司 IoT 与生活消费产品正逐步被境外市场认可，巨大的境外 IoT 市场空间正逐步被打开。

互联网服务用户规模持续扩大，短期增速放缓不必太过忧虑

互联网服务收入增速放缓至 8.7%，主要由于游戏业务收入受复工复产后用户使用时长缩短影响而同比略微下降及当前战略上更注重用户增长而非变现。20 年 9 月 MIUI 月活跃用户数同比增长 26.3% 至 3.68 亿，智能电视及小米盒子月活跃用户数同比增长 49.9%，境外尤其是欧洲等发达地区用户规模增长较快，预期可带动境外互联网人均收入增长。当前互联网用户主要来自智能手机及互联网电视销售，粘性较强，仍处于用户积累阶段，因此在用户规模仍快速增长的情况下，短期增速放缓不必太过担忧。

上调目标价至 31.5 港元，上调至“买入”评级

上调盈利预测，20-22E EPS 分别为 0.57/0.71/0.84 元人民币，预期智能手机、互联网及 IoT 将分别为短、中、长期提供增长动力，智能手机出货量高速增长还将助力互联网服务变现及 IoT 生态圈不断扩大，未来发展空间巨大，维持 39 倍 21E PE 估值，上调目标价至 31.5 港元，潜在升幅 20.5%，上调至“买入”评级。

风险提示：（一）全球疫情影响扩大；（二）市场竞争加剧

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2020 年 11 月 25 日）

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	174,915	205,839	245,444	317,896	392,874
增长率	52.6%	17.7%	19.2%	29.5%	23.6%
净利润	8,555	11,532	12,378	15,314	18,342
增长率	-130.9%	-25.9%	34.0%	24.9%	18.0%
每股基本盈利（人民币）	0.84	0.42	0.57	0.71	0.84
市盈率	13.6	22.8	40.5	32.4	27.5
市净率	3.8	2.1	5.6	4.7	4.0

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

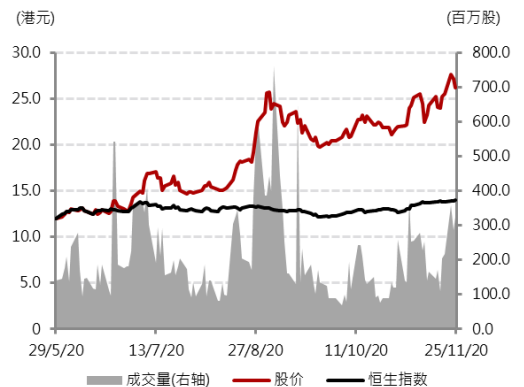
评级：买入

目标价：31.50 港元

股票资料（更新至 2020 年 11 月 25 日）

现价	26.15 港元
总市值	631,107.35 百万 港元
流通股比例	44.08%
已发行总股本	17,639.04 百万
52 周价格区间	8.28-28.40 港元
3 个月日均成交额	5,156.15 百万 港元
主要股东	Smart Mobile Holdings (65.1%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20200819 - 小米集团-W (1810 HK) 更新报告：战略再升级，品牌竞争力正增强，估值可续升

20200827 - 小米集团-W (1810 HK) 更新报告：2Q20 业绩：疫情下海外市场仍有突破，中国市场将迎机遇

分析师

秦越，CFA

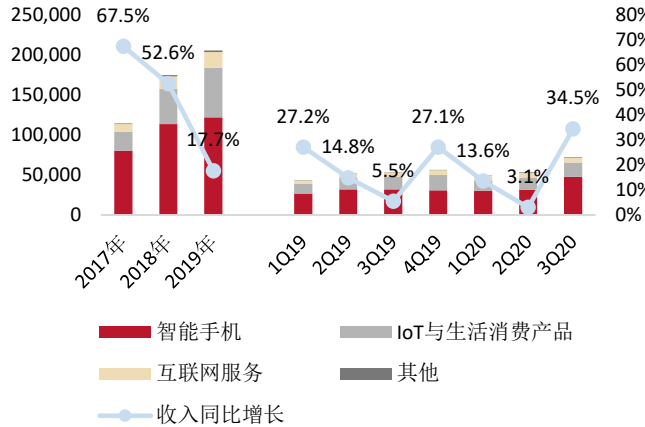
+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

3Q20 业绩超预期

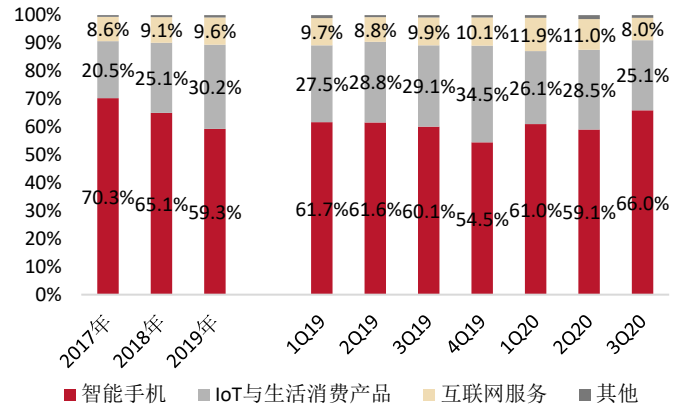
3Q20 收入同比增长 34.5%至人民币 721.6 亿，高于彭博一致市场预期；在海外疫情仍未得到控制的情况下，公司境外收入增长 52.1%，收入占比增至 55.1%，创历史新高；各项业务均保持快速增长，其中智能手机业务增长强劲，IoT 与生活消费产品增速回升，但互联网服务增长放缓。各项业务毛利率均较上季度有所提升，但由于毛利率相对较低的智能手机业务收入占比扩大，综合毛利率微降至 14.1%。3Q20 经调整净利润同比增长 18.9%至人民币 41.3 亿元，高于彭博一致市场预期。

图表 1：公司收入（人民币百万元）



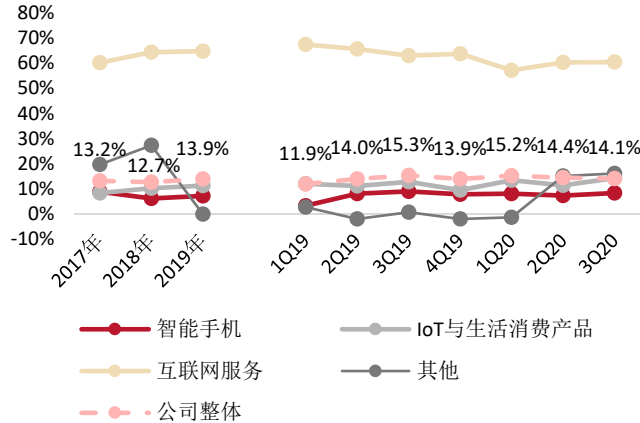
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：公司收入分布（按业务分部划分）



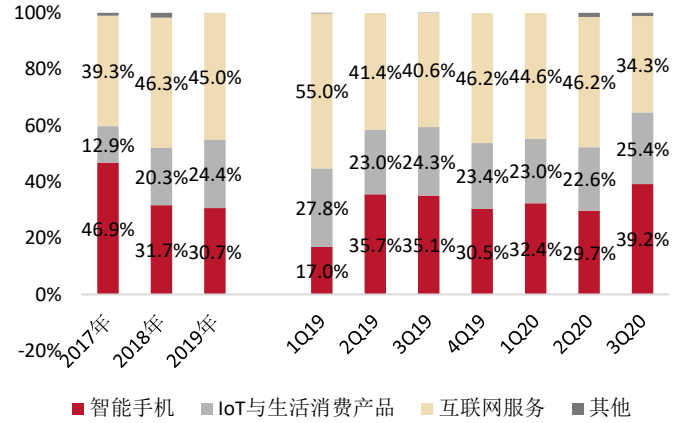
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：公司毛利率变化



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：公司毛利分布（按业务分部划分）



来源：公司资料，中泰国际研究部

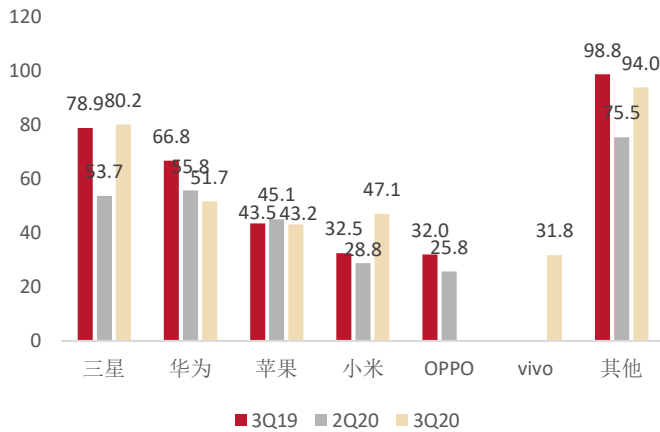
智能手机出货量逆势大增，高端市场取得显著突破

3Q20 智能手机收入同比大增 47.5%至人民币 476.0 亿元人民币。根据 Canalys，3Q20 全球智能手机出货量同比下降 1.2%至 3.48 亿部，但公司智能手机全球出货量逆势增加 45.3%至 4,660 万部，出货量排名升至第三，市场占有率同比大幅提升 4.3 个百分点至 13.5%。3Q20 海外疫情仍然持续，但公司于全球主要市场保持强势增长，于西欧地区的智能手机出货量同比增长 107.3%，市占率达 13.3%，在该地区的排名升至前三，其中法国、意大利、德国出货量增速均超 100%；于中东欧市场的智能手机出货量市占率达 26.9%，排名第二；于拉美地区、中东及非洲市场的出货量均有突破性增长。受疫情影响较为严重的印度市场智能手机出货量重回同比增长。值得注意的是，公司于此前表现较弱的中国市场智能手机出货量亦逆势同比增长 18.9%至 1,050 万部，为前五大厂商中唯一取得正增长的企业，市占率较上年同期大幅提升 3.7 个百分点至 12.7%，反映公司产品竞争力正不断增强，可以把握市场竞争环境变化带来的机遇。我们预期中

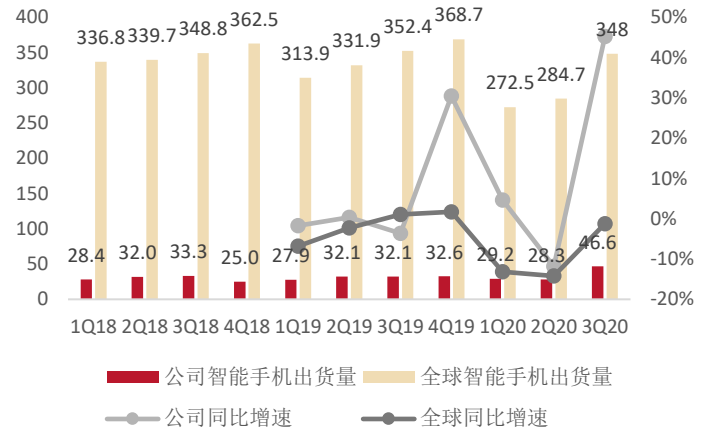
国智能手机市场销量有望在 5G 升级及疫情对经济影响减小的带动下复苏，美国对华为的限制将继续为公司带来扩大市场份额机遇。

受中高端产品占比提升推动，3Q20 智能手机平均售价（“ASP”）同比提升 1.6%至人民币 1,022.3 元，其中中国市场 ASP 同比增长 14.7%，境外市场 ASP 受产品发布节奏影响而略降 1.5%。2020 年前 10 个月内公司在中国市场定价在人民币 3,000 元以上及境外定价在 300 欧元以上的高端机型销量已超 800 万台，高端机型小米 10 至尊纪念版等备受市场欢迎，双品牌策略已见成效。预期随着公司品牌认可度持续提升，中高端手机占比可继续提升，将有助提高智能手机业务盈利能力及为互联网服务业务积累高质量客户从而带动互联网人均收入增长。

图表 5：全球智能手机出货量（百万部）



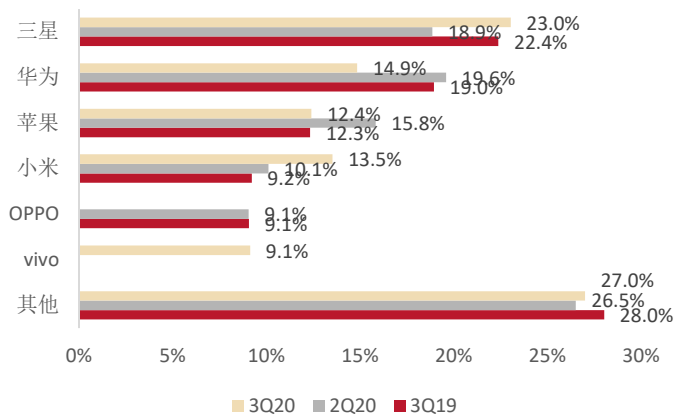
图表 6：公司 vs 全球智能手机出货量（百万部）



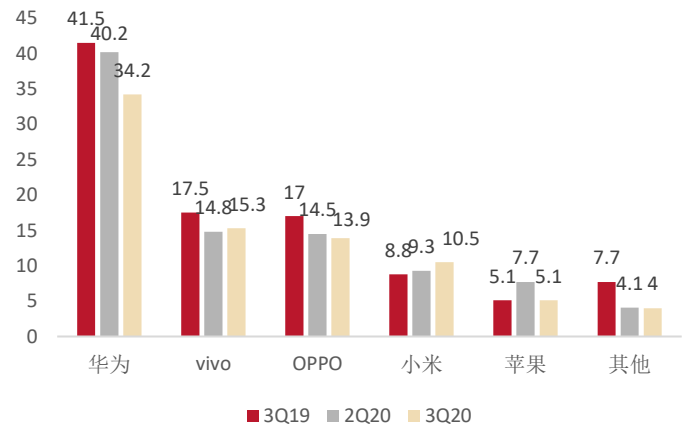
来源：Canalys，中泰国际研究部。注：vivo 于 3Q20 超过 OPPO 进入全球智能手机出货量前五；其他指除前五大手机厂商外的品牌

来源：公司资料，Canalys，中泰国际研究部

图表 7：全球智能手机市占率变化（按出货量计）



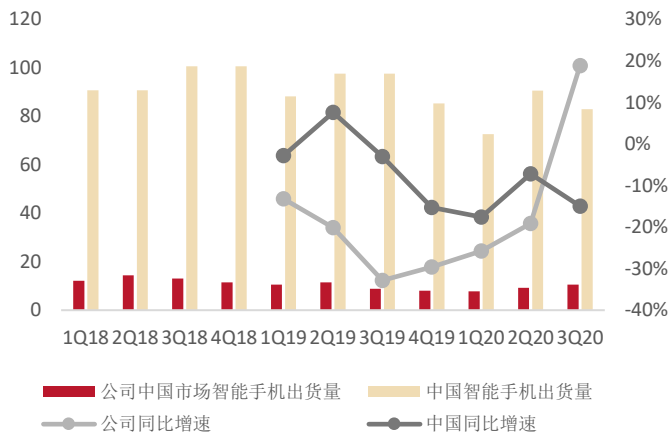
图表 8：中国智能手机出货量（百万部）



来源：Canalys，中泰国际研究部

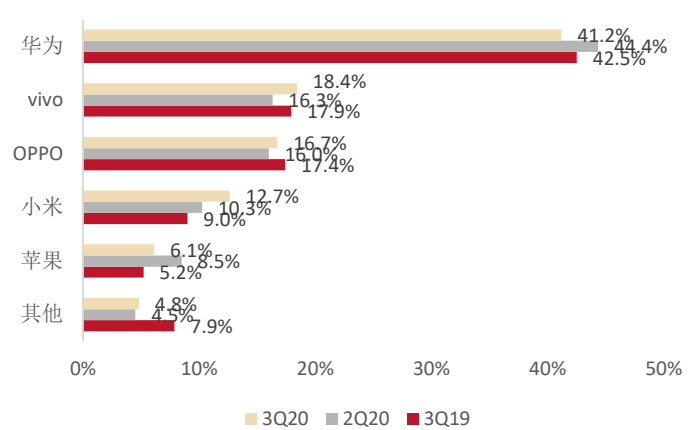
来源：Canalys，中泰国际研究部

图表 9: 公司中国市场 vs 中国智能手机出货量 (百万部)



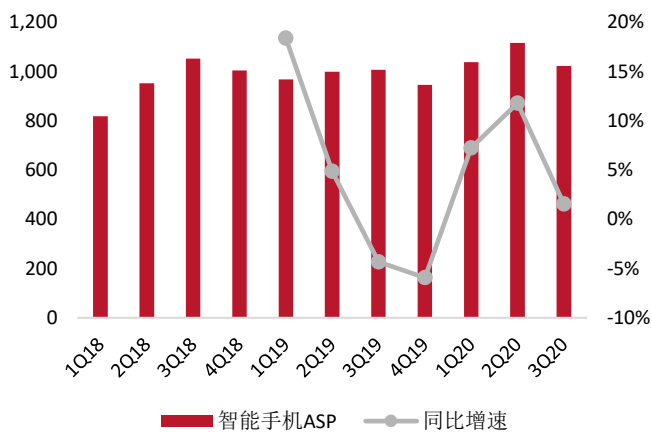
来源: Canalis, 中泰国际研究部

图表 10: 中国智能手机市占率变化 (按出货量计)



来源: Canalis, 中泰国际研究部

图表 11: 公司全球智能手机 ASP (人民币元)

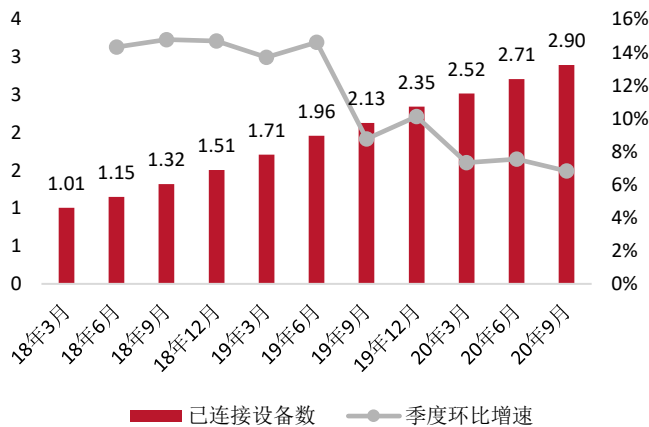


来源: 公司资料, 中泰国际研究部

IoT 与生活消费产品增速回升, 境外市场空间被逐步打开

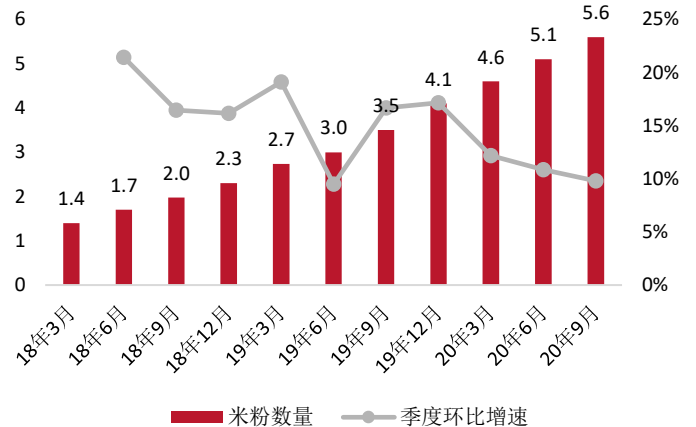
尽管海外疫情仍在持续, 但 3Q20 IoT 与生活消费产品收入增速已大幅回升, 同比增长 16.1% 至人民币 181 亿元, 于多个主要品类有良好表现, 小米电视在中国大陆出货量已连续七个季度稳居第一, 包括智能门锁、空气净化器、扫地机器人、TWS 耳机、手环在内的多个品类在中国大陆出货量居前三, 且境外市场增长强劲, 包括手环、滑板车、扫地机器人等在内的部分产品在境外的收入规模已超中国大陆。公司于消费级 IoT 市场仍保持领先地位, IoT 相关经营数据持续向好。截至 20 年 9 月, IoT 平台已连接的 IoT 设备数 (不包括智能手机及笔记本电脑) 同比增长 35.8% 至 2.9 亿; 拥有 5 件及以上链接小米 IoT 平台的设备 (不包括智能手机及笔记本电脑) 的用户 (“米粉”) 数同比增加 59.0% 至 560 万人; 人工智能助理 “小爱同学” 的月活跃用户数同比加速增长 35.5% 至 7,840 万; 米家 App 月活跃用户数同比增长 34.2% 至 4,310 万。公司持续拓展 IoT 产品组合, 于 3Q20 推出了搭载 WiFi 6 技术的 Redmi 路由器 AX6、小米曲面显示器 34 英寸、米家互联网直驱洗烘一体机 10kg、米家智能蒸烤箱、小米真无线蓝牙耳机 Air 2 Pro 等产品。我们认为持续快速拓展 IoT 产品组合将支持米粉数量增长, 增强用户粘性, 进一步巩固公司于消费级 IoT 市场的领先地位, 为未来增加变现途径奠定基础。境外市场取得的良好成绩反映公司 IoT 与生活消费产品正逐步被境外市场认可, 巨大的境外 IoT 市场空间正逐步被打开。

图表 12: IoT 平台已连接设备 (不含智能手机及笔记本电脑) 数 (亿)



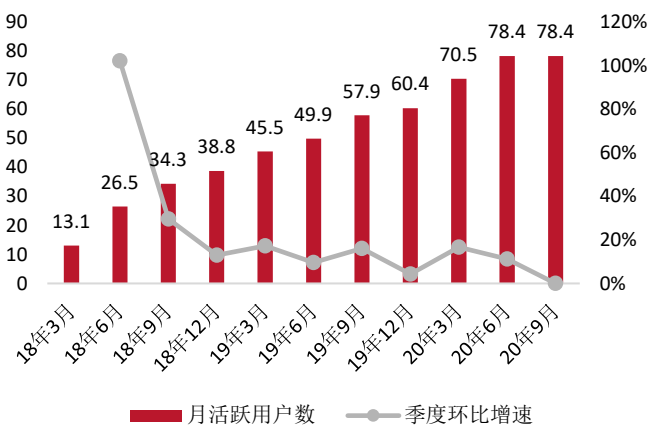
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 13: “米粉”数量 (百万)



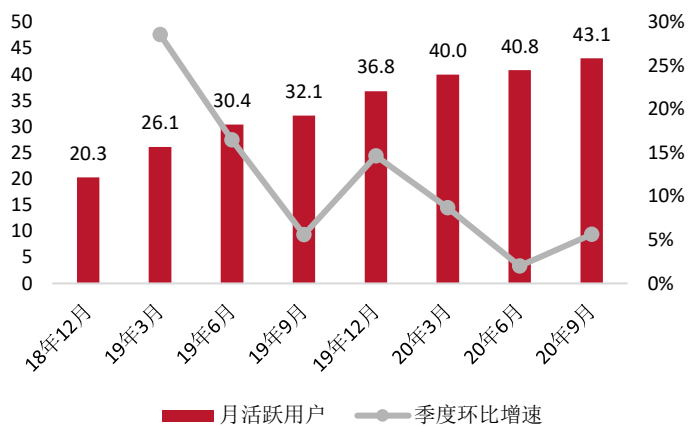
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 14: 小爱同学月活跃用户数 (百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 15: 米家 APP 月活跃用户数 (百万)

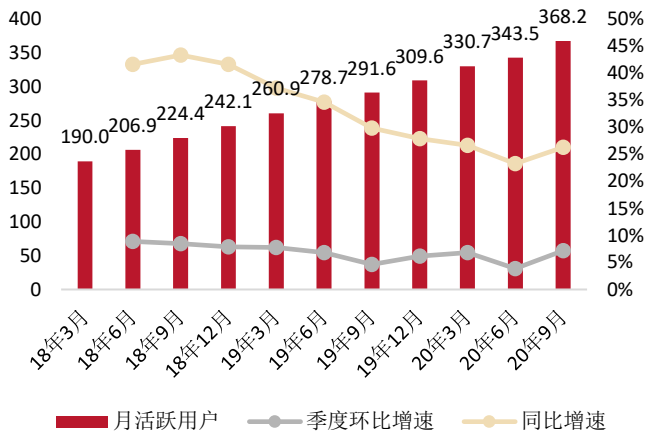


来源: 公司资料, 中泰国际研究部

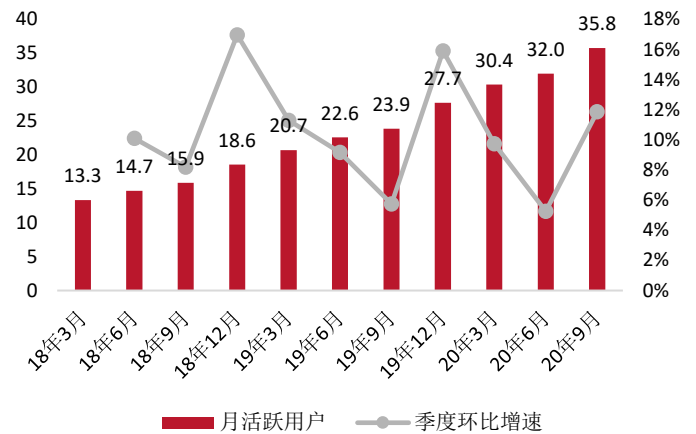
互联网服务用户规模持续扩大, 短期增速放缓不必太过忧虑

3Q20 互联网服务收入同比增长 8.7%至人民币 58 亿元, 增速放缓, 主要由于游戏业务收入受复工复产后用户使用时长缩短影响而同比略微下降 1.9%至人民币 8 亿元及当前战略上更注重用户增长而非变现。互联网服务业务最主要收入来源广告业务仍保持高速增长, 同比增长 13.7%至人民币 33 亿元, 境外互联网收入强劲增长 75.6%至人民币 7 亿元, 占互联网服务收入的比重大幅提升至 12%。20 年 9 月 MIUI 月活跃用户数同比增长 26.3%至 3.68 亿, 其中中国大陆地区 MIUI 月活跃用户数为 1.09 亿, 智能电视及小米盒子月活跃用户数同比增长 49.9%至 3,580 万, 用户规模持续快速扩张, 为未来变现奠定坚实基础, 境外用户尤其是欧洲等发达地区用户规模增长较快, 预期可带动境外互联网人均收入增长。公司当前互联网用户主要来自智能手机及互联网电视销售, 粘性相对较强, 目前仍处于积累用户阶段, 因此我们认为在用户规模仍快速增长及高速增长 of 智能手机出货量将转化为互联网用户的情况下, 对互联网服务收入增速短线放缓不必过于忧虑。

图表 16: MIUI 月活跃用户数 (百万)



图表 17: 智能电视及小米盒子的月活跃用户数 (百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

上调目标价至 31.5 港元, 上调至“买入”评级

我们上调盈利预测, 预计 20-22 年的每股基本盈利分别为 0.57/0.71/0.84 元人民币。我们预期在双品牌策略及研发投入持续增加的带动下, 公司产品市场竞争力可持续增强, 智能手机、互联网及 IoT 将分别为公司提供短、中、长期增长动力, 智能手机出货量高速增长还将助力互联网服务变现及 IoT 生态圈不断扩大, 未来发展空间巨大, 维持 39 倍 21 年预测市盈率估值, 相应上调目标价至 31.5 港元, 潜在升幅 20.5%, 上调至“买入”评级。

风险提示: (一) 全球疫情影响扩大; (二) 市场竞争加剧

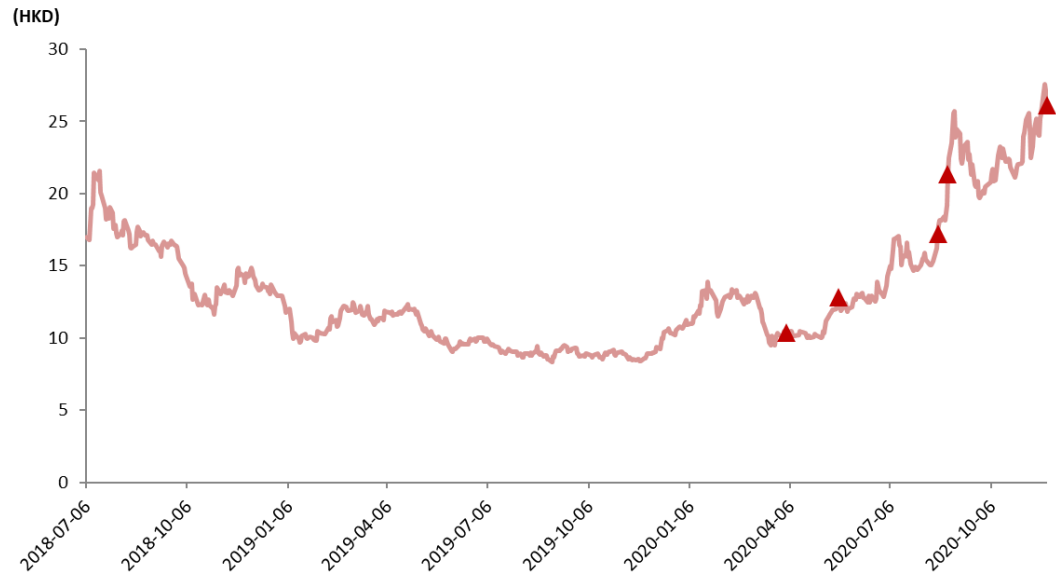
图表 18: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	174,915	205,839	245,444	317,896	392,874	除所得税前利润/(亏损)	13,927	12,163	15,184	18,952	22,354
销售成本	-152,723	-177,285	-213,042	-277,031	-342,448	物业及设备折旧	220	324	450	597	744
毛利	22,192	28,554	32,402	40,865	50,426	无形资产摊销	529	486	509	541	579
销售及推广开支	-7,993	-10,378	-11,290	-14,623	-18,072	其他	-1,157	2,856	-124	-481	-920
行政开支	-12,099	-3,104	-2,700	-3,179	-3,929	运营资金变动	-13,396	9,553	1,329	2,076	1,948
研发开支	-5,777	-7,493	-10,000	-11,444	-14,143	已付所得税	-1,537	-2,142	-1,670	-2,085	-2,459
其他	4,874	4,181	5,880	6,084	6,384	经营活动所得现金净额	-1,415	23,239	15,678	19,600	22,246
经营利润	1,196	11,760	14,292	17,703	20,666	资本开支	-3,785	-3,405	-3,322	-3,349	-3,400
财务(费用)/收入净额	216	402	892	1,249	1,688	其他	-3,723	-28,165	1,613	1,969	2,409
可转换可赎回优先股公允价值变动	12,514	0	0	0	0	投资活动所用现金净额	-7,508	-31,570	-1,709	-1,379	-991
除所得税前利润/(亏损)	13,927	12,163	15,184	18,952	22,354	普通股发行	23,249	0	0	0	0
所得税费用	-449	-2,060	-1,670	-2,085	-2,459	其他	3,326	3,121	198	-373	-373
年内利润/(亏损)	13,478	10,103	13,514	16,867	19,895	融资活动所得现金净额	26,574	3,121	198	-373	-373
净利润	13,554	10,044	13,455	16,808	19,836	年初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,349	39,516	57,363
经调整净利润	8,555	11,532	12,378	15,314	18,342	现金及现金等价物增加净额	17,652	-5,209	14,167	17,847	20,882
EBITDA	-2,084	9,655	9,766	14,028	17,176	汇率变动对现金及现金等价物的影响	1,015	328	0	0	0
经调整EBITDA	10,297	11,857	12,013	16,275	19,423	年末现金及现金等价物	30,230	25,349	39,516	57,363	78,245
每股基本盈利(人民币)	0.84	0.42	0.57	0.71	0.84						
每股摊薄盈利(人民币)	0.04	0.41	0.55	0.69	0.81						
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
资产总额	145,228	183,629	214,775	261,514	311,900	增长率					
流动资产	106,013	137,539	165,309	208,825	256,122	收入	52.6%	17.7%	19.2%	29.5%	23.6%
存货	29,481	32,585	39,158	50,919	62,943	毛利	46.4%	28.7%	13.5%	26.1%	23.4%
贸易应收款项	5,598	6,949	8,286	10,731	13,262	净利润	-130.9%	-25.9%	34.0%	24.9%	18.0%
应收贷款	10,294	12,724	15,172	19,650	24,285	经调整净利润	59.5%	34.8%	7.3%	23.7%	19.8%
预付款项及其他应收款项	20,915	19,837	23,654	30,636	37,862	EBITDA	盈转亏	亏转盈	1.2%	43.6%	22.4%
现金及现金等价物	30,230	25,920	39,516	57,363	78,245	经调整EBITDA	41.6%	15.2%	1.3%	35.5%	19.3%
其他流动资产	9,495	39,525	39,525	39,525	39,525	每股基本盈利	-49.9%	34.0%	24.9%	18.0%	
非流动资产	39,215	46,090	49,466	52,689	55,779	盈利能力					
土地使用权	3,403	0	0	0	0	毛利率	12.7%	13.9%	13.2%	12.9%	12.8%
物业及设备	5,068	6,992	9,675	12,211	14,599	净利润率	7.7%	4.9%	5.5%	5.3%	5.0%
无形资产	2,061	1,672	1,352	1,028	715	经调整净利润率	4.9%	5.6%	5.0%	4.8%	4.7%
按权益法入账之投资	8,639	9,301	10,313	11,326	12,339	经调整EBITDA利润率	5.9%	5.8%	4.9%	5.1%	4.9%
按公允价值计入损益之长期投资	18,636	20,679	20,679	20,679	20,679	资产回报率(ROA)	11.5%	6.1%	6.8%	7.1%	6.9%
其他非流动资产	1,408	7,446	7,446	7,446	7,446	股本回报率(ROE)	-48.4%	13.1%	15.0%	15.7%	15.6%
负债总额	73,978	101,972	117,475	145,219	173,582	债务偿还能力					
流动负债	61,940	92,181	107,684	135,428	163,792	负债股权比率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
贸易应付款项	46,287	59,528	71,535	93,020	114,986	权益乘数	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3
借款	3,075	12,837	12,837	12,837	12,837	利息覆盖率	-5.4	18.3	26.2	37.6	46.0
其他流动负债	12,578	19,816	23,313	29,571	35,969	流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
非流动负债	12,038	9,791	9,791	9,791	9,791	速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
借款	7,856	4,787	4,787	4,787	4,787	其他					
其他非流动负债	4,182	5,004	5,004	5,004	5,004	资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.4
权益总额	71,250	81,658	97,300	116,295	138,318						
本公司拥有人应占权益	71,323	81,331	96,914	115,849	137,814						
非控股权益	-73	327	386	445	504						
净现金/(负债)	23,376	32,531	46,126	63,974	84,856						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测。^现金不包含受限制银行存款

历史建议和目标价

小米集团-W (1810 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2020-04-03	HK\$10.26	买入（首次覆盖）	HK\$13.20
2	2020-05-21	HK\$12.70	买入	HK\$16.00
3	2020-08-19	HK\$17.24	买入	HK\$20.70
4	2020-08-27	HK\$21.35	买入→增持	HK\$23.00
5	2020-11-25	HK\$26.15	增持→买入	HK\$31.50

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805