

# 小米集团-W (01810)

证券研究报告  
2020年04月06日

## 疫情短期影响可控，持续投入 5G+AIoT

**小米集团四季度收入和经调整净利润均超市场预期。**4Q19 小米实现收入 RMB564.7 亿，同比增长 27.1%，超市场预期 2.9%；经调整净利润为 RMB23.4 亿，同比增长 26.5%，超市场预期 18.6%。2019 年小米总收入为 RMB2,058.4 亿，同比增长 17.7%；经调整净利润为 RMB115.3 亿，同比增长 34.8%，经调整净利率为 5.6%，同比提升 0.7 个百分点；硬件业务综合净利率为正，且低于 1.0%。

**智能手机：**4Q19 小米智能手机出货量达 3,260 万部，同比增长 30.5%，环比增加 1.6%，同比增速在全球 Top5 厂商中位列第一；2019 年智能手机出货量达到 1.25 亿部，在 45 个国家和地区位居 Top5。本季度智能手机 ASP 为 RMB945.1 元，同比下降 5.9%，环比下降 6.1%，主要是因为海外产品组合变化以及季节性销售活动；2019 年智能手机 ASP 同比提升 2.2% 至 RMB980 元，公司预计 2020 年在重点发展 5G 手机并持续发力高端手机的情况下（未来五年计划在 5G+AIoT 领域投入 RMB500 亿），ASP 将保持上升趋势。4Q19 小米智能手机收入同比增长 22.8% 至 RMB308.0 亿，环比减少 4.6%，占总收入的比例为 54.5%；毛利率为 7.8%，同比提升 1.7 个百分点，环比下降 1.2 个百分点。

**IoT 与生活消费产品：**4Q19 收入达到 RMB194.9 亿，同比增长 30.5%，环比增长 24.9%，占总收入的比例为 34.5%，主要受益于智能电视、家电和小米手环等产品需求快速增长；毛利率为 9.4%，同比和环比分别下降 1.2 个百分点和 3.4 个百分点。截至 2019 年末，小米 IoT 平台已连接设备数达 2.35 亿部，同比增长 55.6%，环比增长 10.1%，拥有 5 件及以上设备的用户数达到约 410 万，同比增长 77.3%。分产品看，小米电视 2019 年全球出货量达 1,280 万台，同比增长 51.9%，其中，中国内地出货量超过 1,000 万台，市场份额中国第一、全球第五，连续七个季度位居印度市场第一；2019 年小米位居全球可穿戴设备出货量第一；“小爱同学”2019 年 12 月 MAU 达到 6,040 万，同比增长 55.7%。

**互联网服务：**4Q19 小米互联网服务收入达到 RMB57.0 亿，同比增长 41.1%，环比增长 7.3%，占总收入的 10.1%。其中，广告业务收入为 RMB30 亿，同比增长 17.8%，环比增长约 3.4%，占互联网服务收入的约 52.7%；游戏业务收入为 RMB8.7 亿，同比增长 44.4%，环比增长约 6.3%，占互联网服务收入的 15.4%；有品电商、金融科技、电视及海外互联网服务等收入约 RMB24.5 亿，同比增长 112.6%，环比增长 24.0%，占互联网服务总收入的 43.0%，环比提升 5.8 个百分点。本季度互联网服务毛利润为 RMB36.3 亿，占小米集团总毛利的 46.2%，同比和环比分别提升 1.4 个百分点和 5.7 个百分点；毛利率为 63.7%，同比和环比均提升 0.7 个百分点。截至 2019 年 12 月，MIUI 月活跃用户同比增长 27.9% 至 3.1 亿，环比净增 1,800 万，其中中国内地 MAU 为 1.1 亿，占比为 35.2%；小米信息流服务 MAU 达到 7,870 万，同比增长 32.6%；2019 年有品电商 GMV 超过 RMB100 亿。

**疫情影响总体可控，手机供给与需求已逐步复苏，互联网受益流量增长。**受新冠疫情影响，小米供应链在 2020 年 2-3 月遇到暂时性的生产中断，但目前生产大部分已恢复，产能已回升到正常水平的 80%-90%。从需求端来看，3 月下旬小米手机国内出货量已出现快速反弹，预计 2Q20 海外需求将受到一定影响，但总体仍可控。另一方面，互联网业务受益于线上用户时长提升，视频、游戏等流量在疫情期间显著增长。

**投资建议：**我们预计小米集团 2020 年收入为 RMB2,555.3 亿元，同比增长 24%，经调整净利润为 RMB120.1 亿元，同比增长 4%。当前市值对应 FY2020 的市盈率为 19.2x。维持买入评级。

**风险提示：**疫情对消费影响大于预期，海外疫情对供应链持续产生影响，5G 建设不及预期，生态链变现不及预期，互联网变现不及预期

### 投资评级

行业	资讯科技业/资讯科技器材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.5 港元
目标价格	港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	24,038.85
港股总市值(百万港元)	252,407.88
每股净资产(港元)	3.43
资产负债率(%)	55.53
一年内最高/最低(港元)	14.00/8.28

### 作者

<b>文浩</b>	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516050002
wenhao@tfzq.com	
<b>潘暕</b>	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
<b>周奕纯</b>	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110519070005
zhouyichun@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

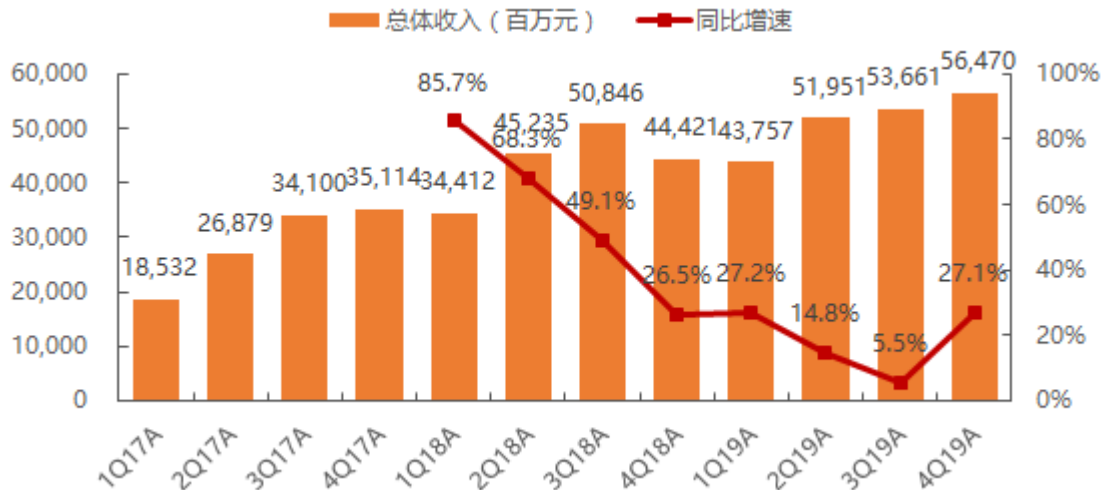
### 相关报告

- 1 《小米集团-W-公司深度研究:创新驱动的互联网公司，生态链变现显成效》  
2020-02-16

## 1. 财务数据分析

**收入：**4Q19 小米实现收入 RMB564.7 亿，同比增长 27.1%，环比增长 5.2%，超市场预期 2.9%；其中，主要来自印度、印尼及西欧的**海外收入**同比增长 40.7%至 RMB264 亿，海外收入占比为 46.8%，同比提升 4.5 个百分点，环比下降 1.9 个百分点。2019 年总收入为 RMB2,058.4 亿，同比增长 17.7%，其中海外收入为 RMB912 亿，同比增长 30.4%，占总收入的 44.3%，同比提升 4.3 个百分点。

图 1：小米总体收入及同比增速（1Q17A-4Q19A）

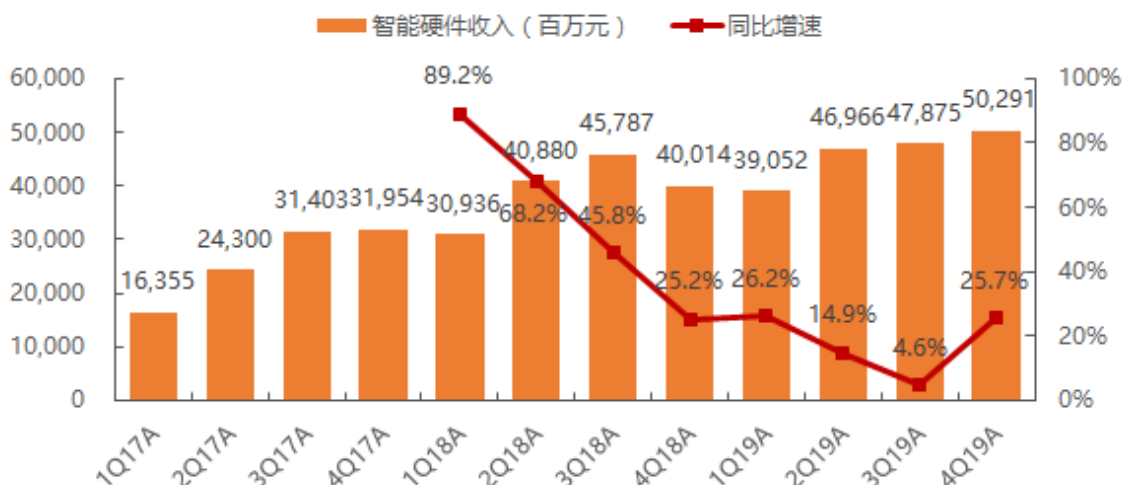


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**1) 硬件业务：**4Q19 收入为 RMB502.9 亿，同比增长 25.7%，环比增长 5.0%，占总收入的 89.1%，同比下降 1.0 个百分点，环比基本持平；

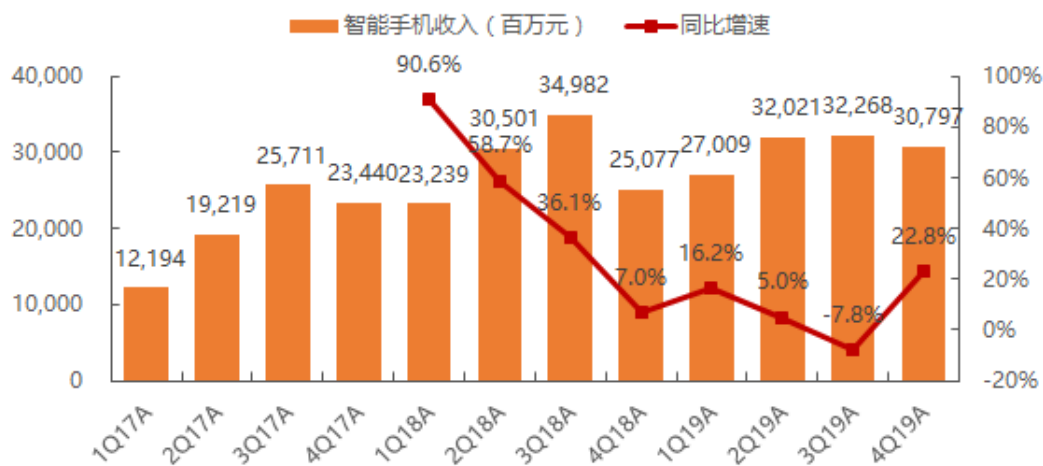
- 智能手机：**4Q19 收入同比增长 22.8%至 RMB308.0 亿，环比减少 4.6%，占总收入的比例为 54.5%，同比和环比分别下降 2.0 个百分点和 5.6 个百分点，主要是由于智能手机出货量增长，但 ASP 有所下降；
- IoT 与生活消费产品：**4Q19 收入达到 RMB194.9 亿，同比增长 30.5%，环比增长 24.9%，占总收入的比例为 34.5%，同比提升 0.9 个百分点，环比提升 5.4 个百分点，主要受益于智能电视、家电和小米手环等产品需求快速增长；**智能电视及笔记本电脑** 4Q19 收入为 RMB79 亿，同比增长 20.5%，环比增长 37.0%，占 IoT 产品收入的约 40.5%。

图 2：小米智能硬件业务收入及同比增速（1Q17A-4Q19A）



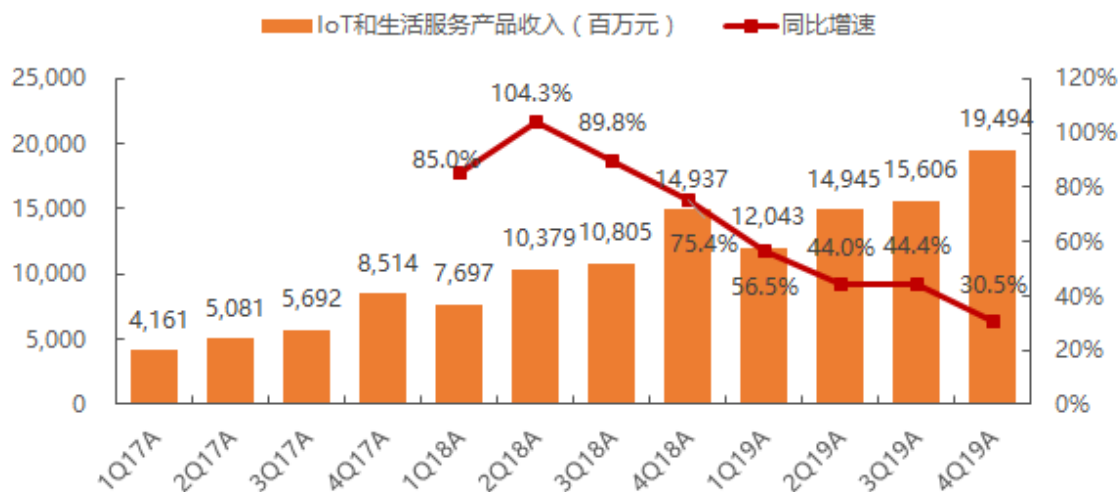
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：小米智能手机业务收入及同比增速（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：小米 IoT 与生活服务产品业务收入及同比增速（1Q17A-4Q19A）

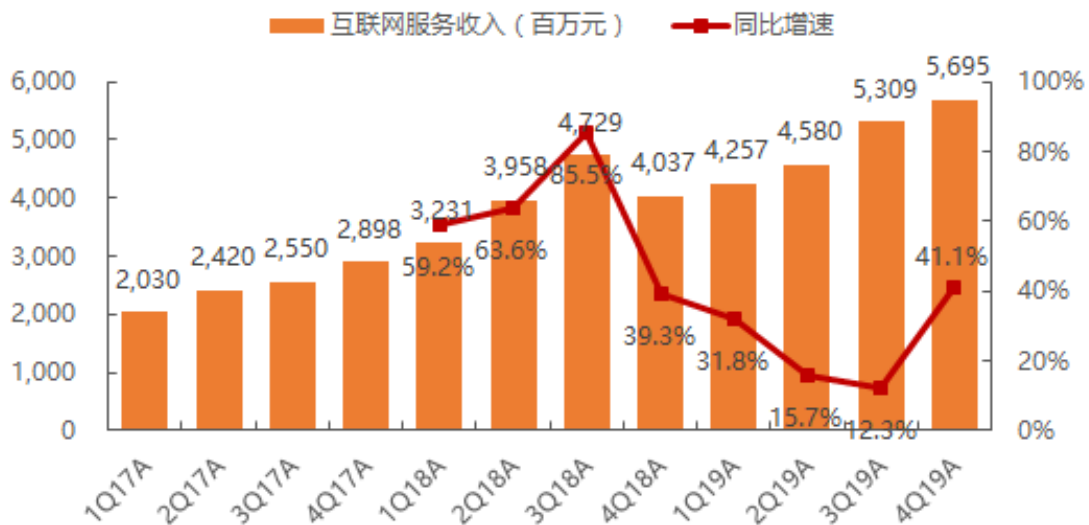


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) **互联网服务**: 4Q19 收入达到 RMB57.0 亿, 同比增长 41.1%, 环比增长 7.3%, 占总收入的 10.1%, 同比提升 1.0 百分点, 环比提升 0.2 百分点。

- **广告业务**: 4Q19 收入为 RMB30 亿, 同比增长 17.8%, 环比增长约 3.4%, 占互联网服务收入的约 52.7%, 环比下降 1.9 百分点;
- **游戏业务**: 4Q19 收入为 RMB8.7 亿, 同比增长 44.4%, 环比增长约 6.3%, 占互联网服务收入的 15.4%, 环比基本持平;
- **有品电商、金融科技、电视及海外互联网服务等**: 4Q19 收入约 RMB24.5 亿, 同比增长 112.6%, 环比增长 24.0%, 占互联网服务总收入的 43.0%, 环比提升 5.8 百分点。

图 5: 小米互联网服务收入及同比增速 (1Q17A-4Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

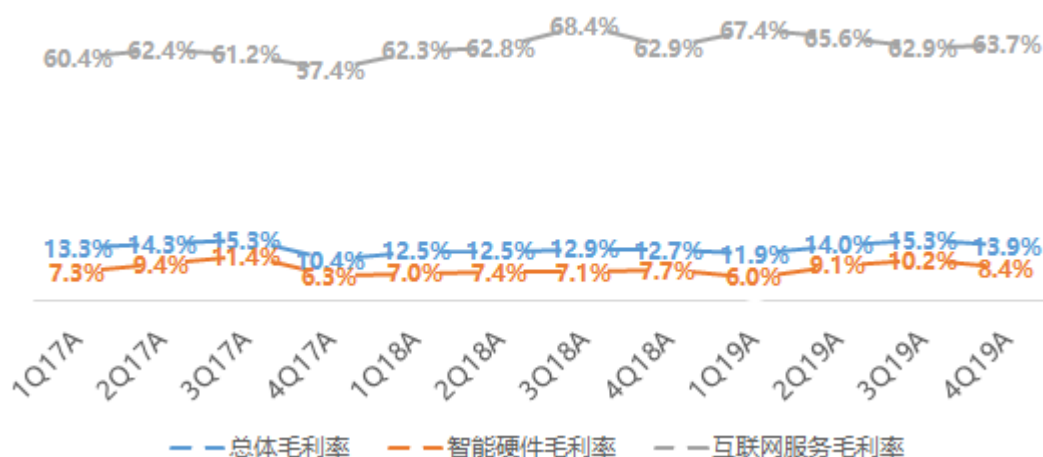
**毛利率**: 4Q19 总体毛利率为 13.9%, 同比提升 1.1 百分点, 环比下降 1.5 百分点;

1) **硬件业务**: 毛利率为 8.4%, 同比提升 0.7 百分点, 环比下降 1.8 百分点;

- **智能手机**毛利率为 7.8%, 同比提升 1.7 百分点, 环比下降 1.2 百分点, 同比提升主要是新推出的智能手机增长较好, 以及中国市场从 4G 到 5G 的技术转换时期稳健经营, 环比下降是由于季节性销售活动;
- **IoT 与生活消费产品**毛利率为 9.4%, 同比和环比分别下降 1.2 百分点和 3.4 百分点, 主要是四季度线上购物节加强行销;

2) **互联网服务**: 4Q19 互联网服务毛利润为 RMB36.3 亿, 占总毛利的 46.2%, 同比和环比分别提升 1.4 百分点和 5.7 百分点; 毛利率为 63.7%, 同比和环比均提升 0.7 百分点。

图 6：小米总体毛利率及分业务毛利率（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**研发投入：**4Q19 研发费用为 RMB22.5 亿，同比增长 26.9%，环比增长 10.8%，占总收入的 4.0%；2019 年研发投入达到 RMB74.9 亿，同比增长 29.7%。公司计划未来五年在 5G+AIoT 领域投入 RMB500 亿。

**经营利润：**4Q19 为 RMB27.0 亿，同比和环比分别减少 16.1%和 13.4%；经营利润率环比下降 1.0 个百分点至 4.8%，同比下降 2.5 百分点。

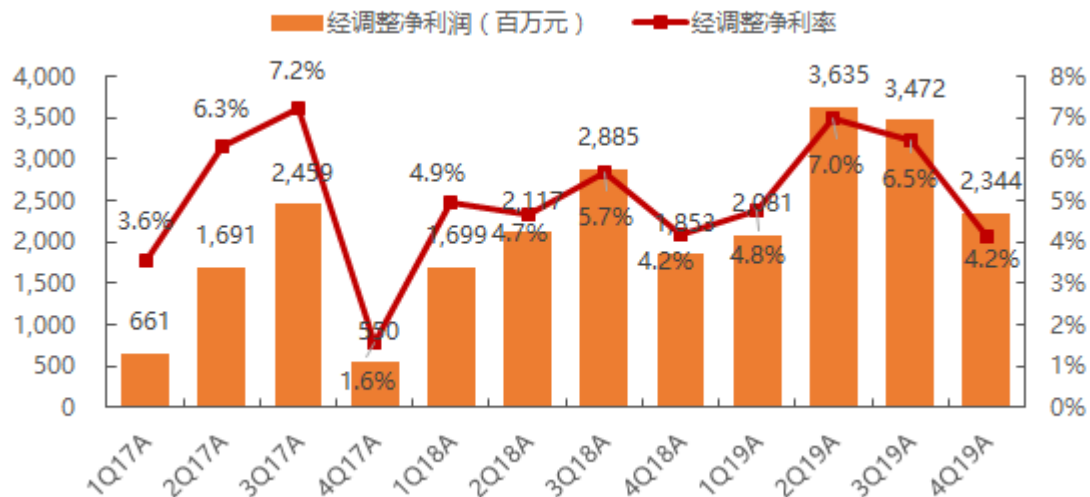
图 7：小米经营利润及经营利润率（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**经调整净利润：**4Q19 经调整净利润为 RMB23.4 亿，同比增长 26.5%，环比减少 32.5%，超一致预期 18.6%；经调整净利率为 4.2%，同比持平，环比下降 2.3 百分点。2019 年经调整净利润为 RMB115.3 亿，同比增长 34.8%；经调整净利率为 5.6%，同比提升 0.7 百分点；硬件业务综合净利率为正，且低于 1.0%。

图 8：小米经调整净利润及净利率（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**现金及现金等价物：**截至 2019 年 12 月 31 日，现金及现金等价物为 RMB259 亿。

图 9：小米业绩与一致预期对比表（4Q19）

in RMB mn	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	4Q19	
						Consensus 31 Mar	Actual vs. Consensus
<b>总收入</b>	<b>44,421</b>	<b>43,757</b>	<b>51,951</b>	<b>53,661</b>	<b>56,470</b>	54,878	2.9%
<i>QoQ % Change</i>	-12.6%	-1.5%	18.7%	3.3%	5.2%		
<i>YoY % Change</i>	26.5%	27.2%	14.8%	5.5%	27.1%		
<b>成本</b>	<b>38,760</b>	<b>38,541</b>	<b>44,692</b>	<b>45,425</b>	<b>48,626</b>		
<b>毛利</b>	<b>5,661</b>	<b>5,216</b>	<b>7,259</b>	<b>8,236</b>	<b>7,843</b>		
<i>QoQ % Change</i>	-13.9%	-7.9%	39.2%	13.5%	-4.8%		
<i>YoY % Change</i>	55.5%	21.3%	28.4%	25.2%	38.5%		
<b>毛利率</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>13.9%</b>	13.7%	0.2%
<b>经营利润</b>	<b>3,213</b>	<b>3,614</b>	<b>2,336</b>	<b>3,113</b>	<b>2,697</b>		
<i>QoQ % Change</i>	45.4%	12.5%	-35.4%	33.2%	-13.4%		
<i>YoY % Change</i>	6.6%	7.4%	0.0%	40.8%	-16.1%		
<b>经营利润率</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.8%</b>		
<b>经调整净利润</b>	<b>1,853</b>	<b>2,081</b>	<b>3,635</b>	<b>3,472</b>	<b>2,344</b>	1,977	18.6%
<i>QoQ % Change</i>	-35.8%	12.3%	74.7%	-4.5%	-32.5%		
<i>YoY % Change</i>	236.7%	22.4%	71.7%	20.3%	26.5%		
<b>经调整净利率</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.2%</b>	3.6%	0.5%

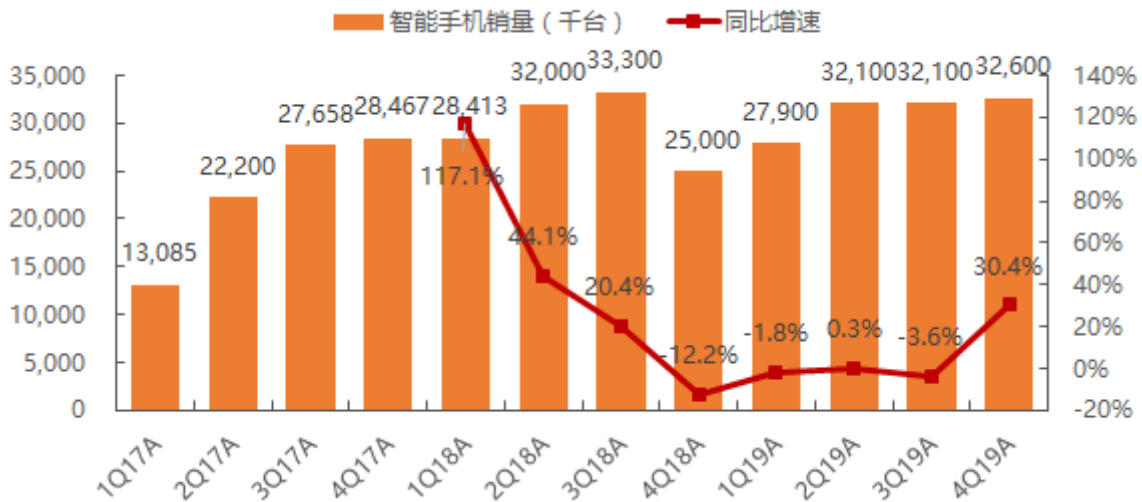
资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

## 2. 核心运营数据

**智能手机出货量：**本季度小米智能手机出货量达 3,260 万部，同比增长 30.5%，环比增加 1.6%，同比增速在全球 Top5 厂商中位列第一；**2019 年智能手机出货量达到 1.25 亿部**，在 45 个国家和地区位居 Top5。根据 Canalys 数据，Redmi Note 7 是 2019 年全球销量最高的中国品牌手机。

- **印度：**4Q19 智能手机出货量连续十个季度在印度市场位居第一，市场份额达到 28.7%；
- **西欧：**4Q19 智能手机出货量同比增长 115.4%。其中，西班牙市场出货量同比增长 65.7%，市场份额为 22.8%，排名第二；法国和意大利市场出货量分别同比增长 69.9%和 206.2%，均位居第四。

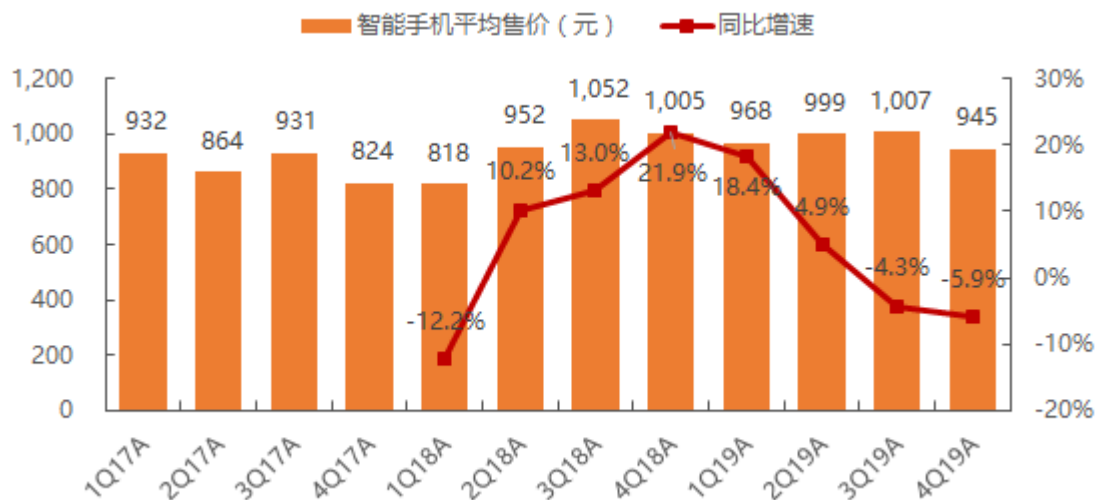
图 10：小米智能手机销量及同比增速（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**智能手机 ASP：**本季度智能手机 ASP 为 RMB945.1 元，同比下降 5.9%，环比下降 6.1%，主要是因为海外产品组合变化，以及中国及海外市场进行季节性销售活动；2019 年智能手机 ASP 同比提升 2.2%，公司预计 2020 年在重点发展 5G 手机并持续发力高端手机的情况下，ASP 将保持上升趋势。

图 11：小米智能手机 ASP 及同比增速（1Q17A-4Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**IoT:** 截至 2019 年末,小米 IoT 平台已连接设备数达 2.35 亿部 (不含智能手机和笔记本电脑), 同比增长 55.6%, 环比增长 10.1%, 拥有 5 件及以上设备的用户数达到约 410 万, 同比增长 77.3%。

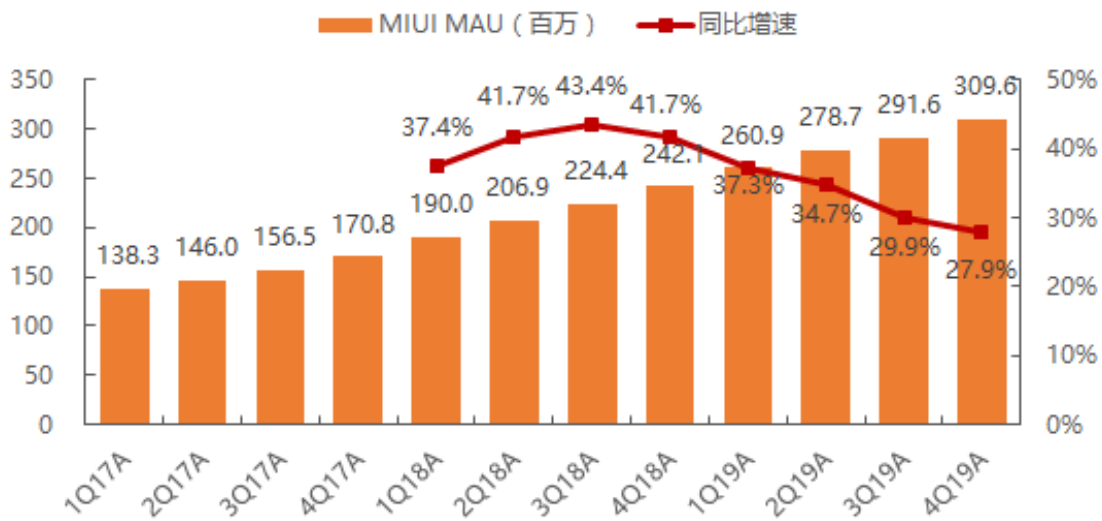
- **智能电视:** 2019 年小米电视全球出货量达到 1,280 万台, 同比增长 51.9%, 其中, 中国内地出货量超过 1,000 万台; 2019 年小米电视出货量位居中国内地市场第一, 全球第五, 连续七个季度位居印度市场第一; **智能电视及小米盒子** 2019 年 12 月 MAU 达到 2,770 万, 同比增长 49.1%, 截至 2019 年末付费用户数超过 370 万, 同比增长 62.9%;
- **可穿戴设备:** 包括智能手表和手环, 2019 年小米位居全球可穿戴设备出货量第一;
- **小米音箱:** 2019 年智能音响出货量在中国内地市场位居 Top 3;
- **AI 助理:** 内置于智能电视、小米手表、手环、耳机等, 支持“小爱同学”语音控制的智能设备约 800 款。2019 年 12 月“小爱同学”MAU 达到 6,040 万, 同比增长 55.7%;
- **米家 APP:** 2019 年 12 月 MAU 为 3,680 万, 其中约 2/3 为非小米手机用户。

**MIUI MAU:** 2019 年 12 月 MIUI 月活跃用户同比增长 27.9%至 3.1 亿, 环比净增 1,800 万; 中国内地 MAU 为 1.1 亿, 占比为 35.2%。

**信息流 MAU:** 2019 年 12 月小米信息流服务 MAU 达到 7,870 万, 同比增长 32.6%。

**有品电商 GMV:** 2019 年 GMV 超过 RMB100 亿, 其中 2H19 GMV 约为 RMB62 亿。

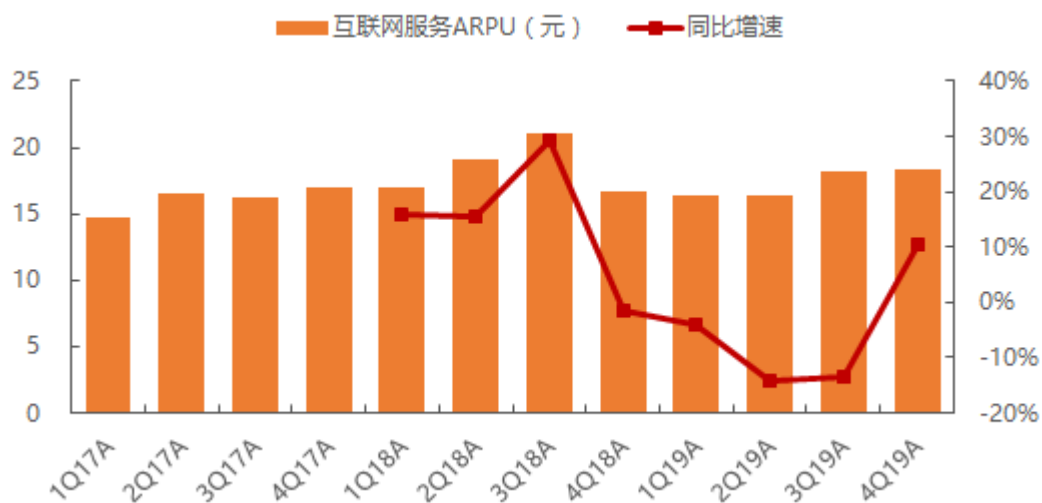
图 12: 小米 MIUI MAU 及同比增速 (1Q17A-4Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



图 13: 小米互联网服务 ARPU 及同比增速 (1Q17A-4Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**国际化:** 截至 2019 年, 小米产品销往全球超过 90 个国家和地区。2019 年 12 月小米在印度有 10 个 APP MAU 超过 5,000 万, 包括小米浏览器、小米视频和海外版小米应用商店等。

**投资:** 截至 2019 年末, 小米共投资超过 290 家公司, 总账面价值达到 RMB300 亿。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com