

## 从 ROKU 看小米 TV

### 投资要点

- **核心观点:** 小米电视作为小米大家电战略中的核心品种, 是小米率先取得成功的 IoT 爆品, 无论从对小米的盈利贡献, 还是从小米电视对后续 IoT 品类的借鉴意义, 小米电视都值得我们深入研究。本篇作为小米底部专题报告的第一篇, 着重分析了小米电视的战略意义和成长空间。
- **小米电视: 小米大家电战略核心品种。** 小米电视作为小米大家电战略的核心品种。从 2013 年 9 月首发至今已发布了四代产品, 涵盖从 32 英寸到 75 英寸、从 769 元到 9999 元的各个种类。2019Q1 小米电视出货量达到 260 万台, 同比保持翻倍高速增长, 连续两个季度出货量保持中国大陆市场份额第一。同时小米电视积极拓展海外市场, 先后进入印度、印尼、俄罗斯等市场, 并在不到两年内牢牢占据印度电视市场 Top 1。
- **小米电视天花板: 从硬件角度。** 第三方数据口径下小米电视 2018 年全球市占率约 3.7%, 2019Q1 市占率提升至 4.7%, 2019 年 4 月份市占率已提升至 5.9%, 挺进全球 Top 5 阵营。我们从产品力、品牌力和渠道力三方面总结了小米电视快速取得成功的原因, 并从硬件角度对小米电视未来在国内和国际市场的成长空间进行预测: 国内市场以保持份额优势为主, 国外市场以抢占市场份额为主, 综合预测小米电视未来五年销量增速由高速逐步趋稳至 20% 左右, 单价维持在 1700 元上下, 2023 年销售规模有望突破 500 亿。
- **小米电视的变现潜力: 从 ROKU 来看。** 在小米互联网服务收入多样化的确定趋势下, 小米电视的互联网服务将是未来小米互联网服务的核心增量之一。我们分析了小米电视互联网服务变现的主要方式 (广告收入和增值服务) 和核心变量 (MAU 和 ARPU), 并对小米电视的 MAU 和 ARPU 值进行合理预测: MAU 预测以 5 年换机期作为主要假设前提, ARPU 值则对标 ROKU 验证小米电视的成长空间。最后我们预计到 2023 年, 小米智能电视潜在出货空间 3000 万台, 对应小米电视的 MAU 值将超过 1 亿, ARPU 值达到约 95 元, 小米电视互联网服务潜在变现空间至少 100 亿 (2018 年智能电视互联网服务收入约 10 亿元)。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50 元、0.67 元、0.86 元, 对应当前股价动态 PE 分别为 17 倍、13 倍、10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 硬件销量或不及预期的风险; 互联网服务变现或不及预期的风险; 海外业务经营风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	174,915	235,945	318,532	412,096
增长率	52.6%	34.9%	35.0%	29.4%
归属母公司净利润(百万元人民币)	13,554	15,920	20,652	28,323
增长率	--	17.5%	29.7%	37.1%
Non-GAAP 净利润 (百万元人民币)	8,555	12,033	15,927	20,605
每股收益 EPS	0.36	0.50	0.67	0.86
净资产收益率	19.0%	19.9%	20.5%	21.9%
PE	24	17	13	10

数据来源: 公司资料, 西南证券

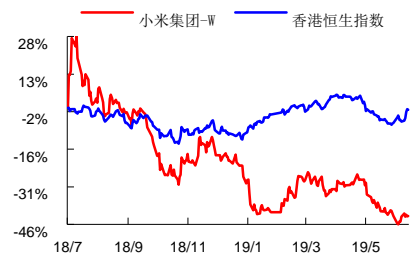
### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭  
电话: 021-68415309  
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青  
电话: 021-68415309  
邮箱: llsq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	9.02-21.55
3 个月平均成交量(百万)	68.41
流通股数(亿股)	240.29
市值(亿港元)	2,354.89

### 相关研究

1. 小米集团-W (1810.HK): 小米挺进厨房 (2019-06-12)
2. 小米集团-W (1810.HK): 小米集团一季报的秘密 (2019-05-21)
3. 小米集团-W (1810.HK): 不断进化, 持续增长 (2019-03-21)
4. 小米集团-W (1810.HK): 组织架构再进化, 持续强化技术基因 (2019-02-27)
5. 小米集团-W (1810.HK): 小米的进化力 (2019-02-21)
6. 小米集团-W (1810.HK): 从华米看小米的生态链赋能 (2018-12-03)

## 目 录

<b>1 小米电视：小米大家电战略核心品种</b> .....	<b>1</b>
1.1 小米智能电视的战略布局：AIoT 平台的枢纽产品 .....	1
1.2 小米电视阵容：4 代产品，32-75 英寸产品全覆盖 .....	1
1.3 国内市场：六年时间成长为中国大陆第一电视品牌.....	2
1.4 海外征程：印度—印尼—俄罗斯 .....	2
<b>2 小米电视的天花板：从硬件角度</b> .....	<b>4</b>
2.1 小米电视取得成功的三个因素 .....	4
2.2 小米电视市场空间测算 .....	4
<b>3 小米电视的变现潜力：从 ROKU 来看</b> .....	<b>5</b>
3.1 小米互联网服务收入多样化趋势确定 .....	5
3.2 小米智能电视互联网服务变现主要方式 .....	5
3.3 对标公司：ROKU.....	5
3.4 对标 ROKU，小米电视潜在百亿变现空间 .....	7
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图 目 录

图 1: 小米电视发展历史 .....	1
图 2: 小米在售电视所有型号及价格区间 .....	1
图 3: 小米智能电视季度出货数据及互联网核心数据 (含预测) .....	2
图 4: 2019 年 4 月全球电视品牌出货 .....	3
图 5: 2019Q1 印度电视市场 Top4 品牌出货份额 .....	3
图 6: 小米电视正式登陆俄罗斯市场 .....	3
图 7: 小米 PatchWall 拼图墙系统再度进化 .....	3
图 8: 小米电视销量、单价、营收数据 (含预测) .....	4
图 9: 小米 IoT 业务收入及主要 IoT 产品收入 (含预测) .....	4
图 10: 小米电视互联网服务变现主要方式及核心变量 .....	5
图 11: ROKU 的技术基础 .....	6
图 12: ROKU 收入构成及毛利率情况 (单位: 百万美元) .....	6
图 13: ROKU 活跃用户数、流媒体小时数及 ARPU 值 .....	6
图 14: 小米智能电视出货量及期末 MAU 数据 (含预测) .....	7
图 15: 小米电视互联网服务 ARPU 值和收入 (含预测) .....	7

## 表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率 .....	8
表 2: 可比公司估值情况 .....	8
附: 财务报表 .....	9

# 1 小米电视：小米大家电战略核心品种

## 1.1 小米智能电视的战略布局：AIoT 平台的枢纽产品

我们在小米的【互联网模型】中已经提出，电视作为“内容承载类”核心产品之一，具有内容承载和流量入口功能，未来极有可能作为智能家居的核心枢纽成为 IoT 流量入口，带来巨大附加值。雷军前瞻到电视在智能家居领域的重要作用，提出“电视作为家庭中屏幕最大、交互性最强的电器，是 AIoT 的一个枢纽产品。目前小米电视已具备控制 AIoT 电器，显示智能设备通知，和远场语音交互的功能，既是家里的 AIoT 智能控制中心，也是 AIoT 消息通知中心。未来，小米会把大家电作为未来 10 年持续发展蓝图的核心拼图之一。”

## 1.2 小米电视阵容：4 代产品，32-75 英寸产品全覆盖

从 2013 年 9 月首发初代小米电视，截至目前小米已发布了四代电视产品，从小米电视 1 代的强悍配置、11 键遥控器引领行业到小米电视 4 代的超薄 4.9mm，再到今年 4 月 23 日发布的小米全面屏电视和小米壁画电视，小米电视引领了电视行业和家庭物联网生态的发展。

图 1：小米电视发展历史



数据来源：西南证券

目前在售的小米电视主要为小米电视 4 代及小米在今年 4 月 23 日发布的小米全面屏电视和小米壁画电视，涵盖从 32 英寸到 75 英寸多个种类，价格涵盖从 769 元到 9999 元的各个区间。

图 2：小米在售电视所有型号及价格区间

小米激光投影电视 8399-9999元	小米电视4A 50英寸 1699元	小米电视4C 43英寸 1249元	小米电视4 55英寸 2999元
小米壁画电视 65英寸 6999元	小米电视4A 55英寸 1899元	小米电视4C 50英寸 1699元	小米电视4 65英寸旗舰版 5999元
小米全面屏电视 999-5999元	小米电视4A 58英寸 2190元	小米电视4C 55英寸 1849元	小米电视4 75英寸 8999元
小米电视4A 32英寸 769元	小米电视4A 65英寸 2699元	小米电视4X 43英寸 1249元	小米电视4S 999-6199元
小米电视4A 43英寸青春版 1249元	小米电视4C 32英寸 769元	小米电视4X 55英寸 1899元	小米电视 体育版 1899元
小米电视4A 49英寸 1499元	小米电视4C 40英寸 1049元	小米电视4X 65英寸 2699元	小米盒子 189-299元

数据来源：小米商城，西南证券整理

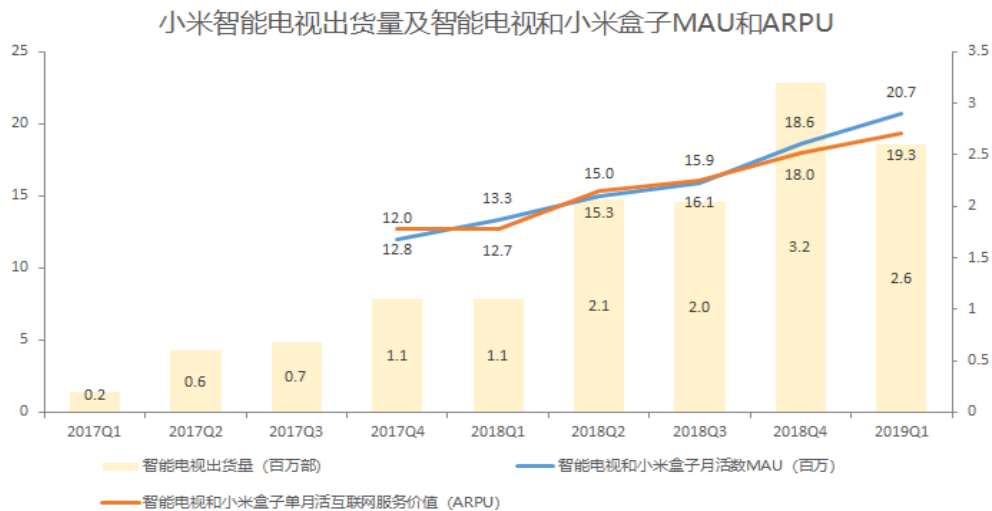
### 1.3 国内市场：六年时间成长为中国大陆第一电视品牌

在刚刚过去的“618”电商促销活动中，小米智能电视在京东、天猫和苏宁三大平台均斩获销量和销售额双冠军，其中在主战场京东，小米电视在 32 英寸、43 英寸、50 英寸、55 英寸、65 英寸和 75 英寸尺寸段全部销量第一；天猫和苏宁平台小米则分别占据电视单品销量 top 10 的 9 系和 5 系，表现十分亮眼。

小米电视从 2013 年首度亮相，经过短短六年时间发展，已经成为国内领先的智能电视品牌。2018 年，小米智能电视出货量 840 万部，同比增长 226%；2019 年一季度，小米智能电视出货量 260 万台，同比保持翻倍高速增长，也连续两个季度出货量保持中国大陆市场份额第一。

在互联网服务变现核心指标月活数（MAU）方面，2018 年底，小米电视和小米盒子月活数达到 1860 万；2019 年一季度末月活数达到 2070 万，ARPU 值约 19.3 元。

图 3：小米智能电视季度出货数据及互联网核心数据（含预测）



数据来源：公司公告，西南证券整理

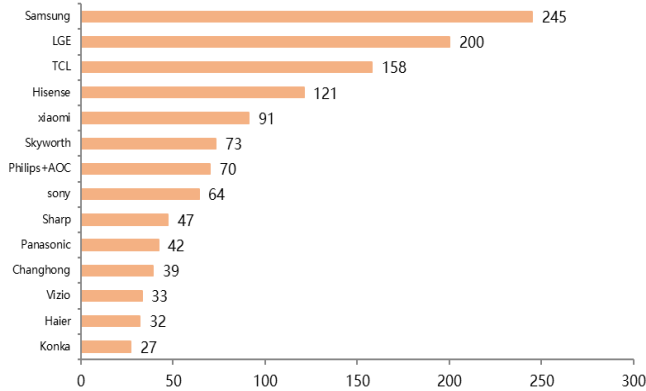
小米电视总经理李肖爽在年初表示，2019 年小米电视主要有两大战略目标：其一是冲击中国市场第一的宝座，2018 年 11 月至 2019 年 4 月，小米电视已连续 6 个月中国销量第一，为实现 2019 年的目标开了好头；其二是加速推进国际化。

### 1.4 海外征程：印度—印尼—俄罗斯

根据奥维云网数据，2019 年 1-4 月，小米电视全球出货量已超越索尼，排名全球前五。其中最新数据显示，2019 年 4 月全球电视品牌共出货 1555 万台，同比下降 5.9%，环比下降 4.9%。受备货节奏影响，中国区与海外出货同比分别下降 11.2% 和 4.1%。其中，北美出货同比增长 2.9%，增速减缓；亚太出货同比增长 0.5%，日本出货有所回升；其余区域出货均有较大幅度下降。

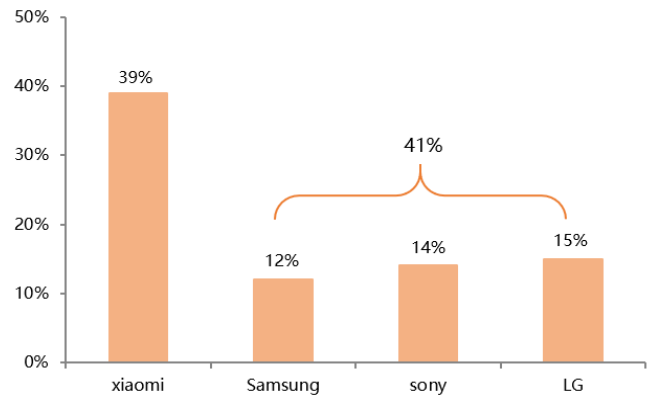
在全球 TV 市场进入存量市场的情况下，小米凭借极高的性价比和不断创新的产品，迅速成长为全球领先的智能电视品牌。在冲击中国大陆第一电视品牌的同时，小米电视也开启了其海外征程。

图 4：2019 年 4 月全球电视品牌出货



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 5：2019Q1 印度电视市场 Top4 品牌出货份额



数据来源：IDC，西南证券整理

**印度：**小米智能电视于 2018 年 2 月进入印度市场，仅用 14 个月在印度的出货量突破 200 万，成为印度领先的智能电视品牌。根据 IDC 数据，2019 年一季度小米电视在印度的市场份额接近 40%，约等于排名第二三四品牌市场份额的总和。

**印尼：**小米智能电视于 2018 年 9 月登录印度尼西亚，其折合人民币不足千元的定价直接推动当地智能电视进入百元时代。

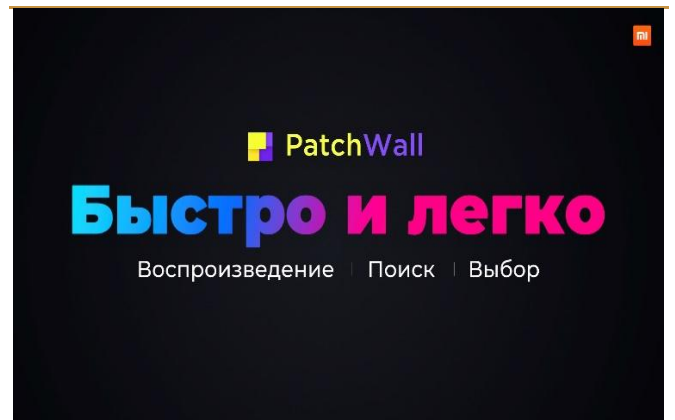
**俄罗斯：**2019 年 6 月 18 日，作为进军欧洲市场第一站，小米电视正式登陆俄罗斯市场，这是继印度和印度尼西亚之后，小米电视进入的第三个海外市场。小米电视针对俄罗斯市场共发布了 32 英寸、43 英寸和 55 英寸三款机型，首发 Android 9.0 电视系统，PatchWall 拼图墙系统再度进化，全系搭载蓝牙语音遥控器，前六周“首销优惠价”分别为 32 英寸售价 9999 卢比（折合人民币 1076 元）、43 英寸售价 19999 卢比（折合人民币 2153 元）、55 英寸售价 29999 卢比（折合人民币 3230 元）。

图 6：小米电视正式登陆俄罗斯市场



数据来源：小米，西南证券整理

图 7：小米 PatchWall 拼图墙系统再度进化



数据来源：小米，西南证券整理



## 2 小米电视的天花板：从硬件角度

小米电视从发布至今 6 年时间，2018 年小米电视出货量近千万台，第三方数据口径下全球市占率约 3.7%，2019 年一季度市占率提升至 4.7%，2019 年 4 月份市占率已提升至 5.9%，挺进全球 Top 5 阵营。在国内市场，小米电视 2018 年国内出货量超过 700 万台，截至 2019 年一季度已连续两个季度保持中国大陆市场份额第一。

在小米电视一路高歌的背后，我们总结了三点小米电视取得成功的原因，并从硬件角度对小米电视未来的成长空间进行预测。

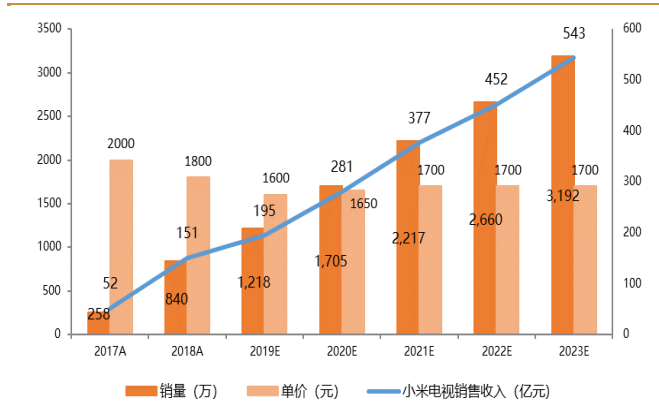
### 2.1 小米电视取得成功的三个因素

**产品力：**小米电视传承其智能手机的“极致性价比”价值观和产品设计，从内到外选择优秀的材料、工艺、电视技术和供应商，兼具颜值和智能，同时引入爱奇艺、优酷土豆、搜狐、迅雷等优秀的视频内容提供方，并不断推出如全面屏电视和壁画电视等创新产品；

**品牌力：**小米从成立之初便锁定购买力更强的年轻群体，积累了一大批忠实的用户群体，小米电视正是凭借其品牌影响力和小米在 IoT 领域尤其是智能家居领域的全面布局带来的影响力，快速打开市场；

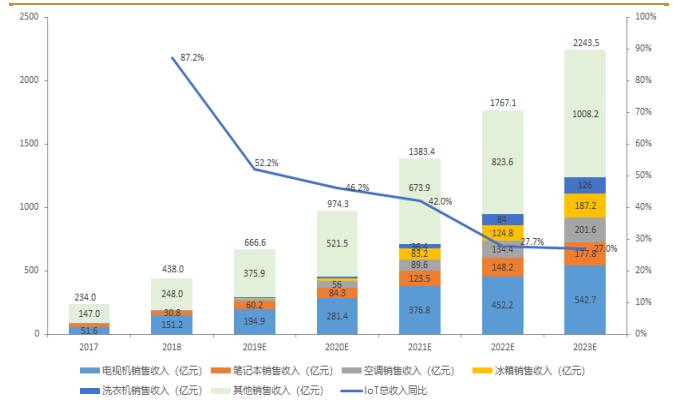
**渠道力：**小米电视最开始借鉴小米手机创新的互联网直销模式，最大程度节省费用开支让利消费者，近两年随着小米线下渠道铺展，小米电视也开始从线上和线下全渠道进行渗透，并借助“线上价=线下价≈成本价”定价策略，大大释放渠道势能。

图 8：小米电视销量、单价、营收数据（含预测）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：小米 IoT 业务收入及主要 IoT 产品收入（含预测）



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 2.2 小米电视市场空间测算

**国内市场：**在小米电视连续两个季度坐稳中国大陆市场份额第一的情况下，小米电视在国内市场的主要目标是继续保持份额优势，完成年度市场份额第一的目标，同时保持其在产品力、品牌力、渠道力等三个方面的竞争优势，尽可能多地抢占市场份额。

**国际市场：**目前小米电视已进入印度、印尼、俄罗斯三个国家的市场，其中印度市场份额接近 40%，提升空间有限，以保持优势为主；印尼市场进入时间未及一年，仍是抢占市场的关键时期；俄罗斯市场作为欧洲市场第一站，意义重大，应是小米未来突破的重点市场。

综合预测小米电视未来五年销量增速由高速逐步趋稳至 20%左右，单价维持在 1700 元上下，2023 年销售规模有望突破 500 亿。

### 3 小米电视的变现潜力：从 ROKU 来看

#### 3.1 小米互联网服务收入多样化趋势确定

2019 年一季度，中国大陆智能手机广告及游戏以外的互联网服务收入，包括电视互联网服务、海外互联网服务、有品电商及互联网金融业务所产生收入，对互联网服务收入的贡献占比达到 31.8%，同比增长 167.3%，成为驱动公司互联网服务收入增长的主要因素。

我们认为未来小米互联网服务变现的潜力将主要来自两个方面：一是以智能电视和小米盒子为代表的 IoT 产品带来的互联网服务变现潜力；二是小米海外互联网服务巨大的变现潜力。

#### 3.2 小米智能电视互联网服务变现主要方式

智能电视互联网服务变现方式方面，按大的类别区分主要分为广告收入和增值服务收入，其中广告收入主要包括开机广告、插播广告等，是小米电视互联网变现的主要方式和收入来源；增值服务则主要包括会员费等其他增值服务，目前在小米电视互联网变现中占比较小，仍有较大提升空间。

同传统互联网服务变现类似，小米电视互联网变现的模式可以分解为三个核心变量：活跃用户数、观看时长和 ARPU 值。所以对于小米电视互联网变现潜力预测的核心指标在于月活数，以及在月活数增长的同时，通过提高观看时长和丰富互联网服务内容带来的单用户贡献价值提升，最终带来互联网服整体收入的增长。

图 10：小米电视互联网服务变现主要方式及核心变量



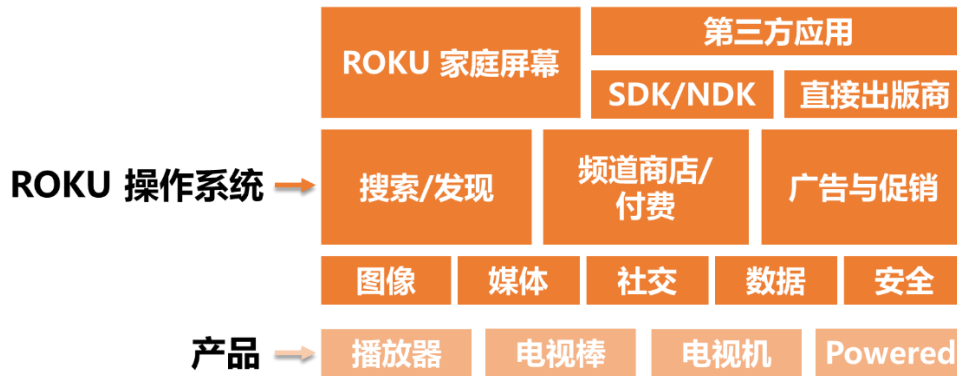
数据来源：西南证券

#### 3.3 对标公司：ROKU

ROKU 是美国的一家流媒体聚合平台，同时是一家电视机操作系统提供商，主要通过将所有流媒体频道（目前是 app 的形式）聚合供观众一站式观看，同时对电视机 OEM 公司提供流媒体操作系统授权。ROKU 在北美市场取得的成功值得小米电视和 OTT 小米盒子借鉴，是小米电视互联网业务部分的主要对标企业。



ROKU 目前的收入主要分为两个部分：平台收入（Platform）和播放器收入（Player），其中平台收入是主要收入部分且毛利率水平显著高于播放器收入。平台收入又主要来自两个方面：来自对电视机 OEM 公司的授权费，通过收取少量授权费推广其电视机操作系统（Roku-powered TV）；以及针对接入 ROKU 平台的消费者电视的平台收入，主要通过销售机顶盒或电视机棒将电视接入 ROKU 平台。

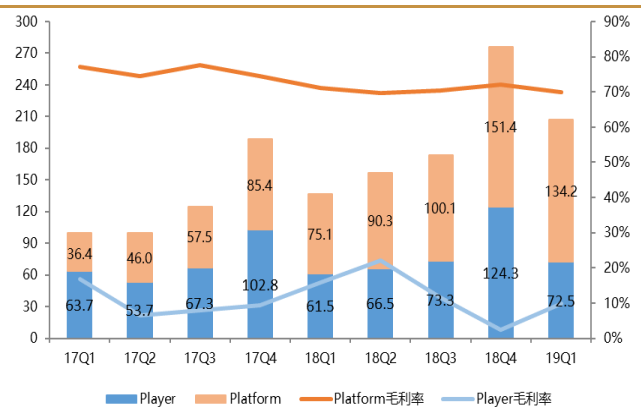
**图 11：ROKU 的技术基础**


数据来源：公司公告，西南证券整理

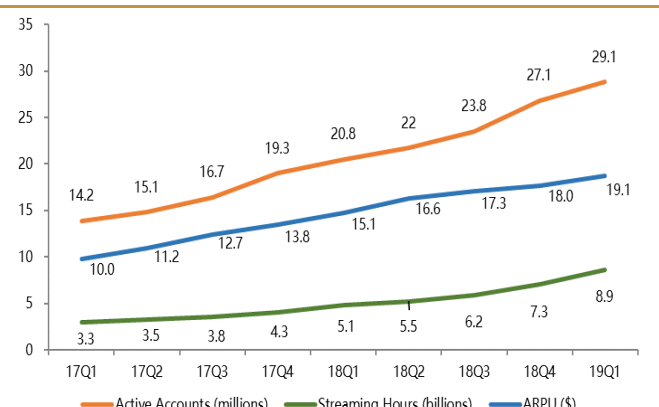
ROKU 公司与小米经营理念一致的地方在于，ROKU 不主要从硬件销售上获利，公司的电视棒或机顶盒的毛利率一般在个位数，只有 7% 左右；ROKU-powered TV 以推广为主，因此其授权费也不高，仅处于微利的状态。

ROKU 主要通过其平台收入盈利，其平台收入主要包括广告费（展示广告、推广广告等）、分发费、订阅分成以及购买分成等。目前 ROKU 平台收入的毛利率在 70% 左右，远期毛利率也在 60% 以上。

同样地，ROKU 的商业模式也可以分解为活跃用户数、观看时长和 ARPU 值三个核心变量。截至 2019 年一季度，ROKU 活跃用户数达到 2910 万，ARPU 值达到 19.1 美元，流媒体小时数达到 89 亿。

**图 12：ROKU 收入构成及毛利率情况（单位：百万美元）**


数据来源：ROKU 公告，西南证券整理

**图 13：ROKU 活跃用户数、流媒体小时数及 ARPU 值**


数据来源：ROKU 公告，西南证券整理

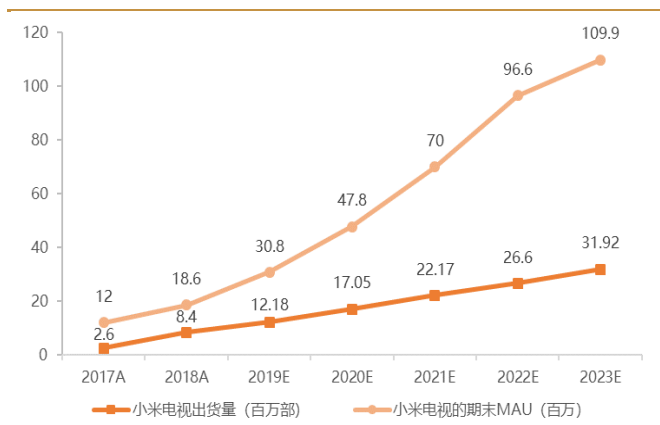
### 3.4 对标 ROKU，小米电视潜在百亿变现空间

前面已经提到，小米电视互联网服务收入的两个核心变量分别为 MAU 和 ARPU 值，我们预计到 2023 年，小米智能电视潜在出货空间 3000 万台，对应小米电视的 MAU 值将超过 1 亿，ARPU 值达到约 78 元，小米电视互联网服务潜在变现空间至少 80 亿（2018 年智能电视互联网服务收入约 10 亿元）。

**MAU:** 对于小米电视期末 MAU 的预测，我们作出如下推断：智能电视换机周期约 5 年，五年内期末 MAU 等于前一年期末 MAU 加上当年智能电视新增销量，超过五年后期末 MAU 等于前一年期末 MAU 加当年智能电视新增销量再减去五年前期末 MAU 值（五年前的智能电视进行淘汰换机）。

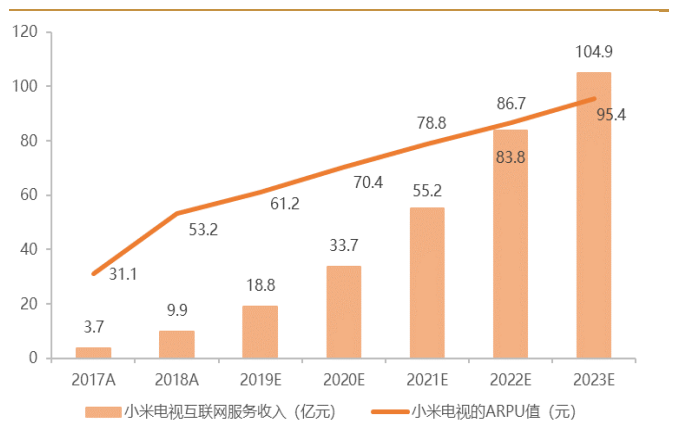
**ARPU 值及小米电视五年变现空间:** 参考对标公司 ROKU 的 ARPU 值，2019Q1 ROKU 的 ARPU 值约 19 美元，而根据我们测算，小米智能电视和小米盒子 2018 年的 ARPU 值约为 53 元人民币左右，小米智能电视和小米盒子的 ARPU 值存在至少一倍的增长空间。考虑小米电视海外互联网服务变现提速尚存在不确定性，我们谨慎预测小米电视互联网服务 ARPU 值未来 5 年 CAGR 约在 12% 左右，2023 年 ARPU 增长至 95 元左右，对应小米电视五年内潜在变现空间至少百亿。

图 14：小米智能电视出货量及期末 MAU 数据（含预测）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：小米电视互联网服务 ARPU 值和收入（含预测）



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：小米智能手机出货量未来三年增速分别为 14%、16%、13%，小米智能手机单价保持逐年上涨的趋势，未来三年涨幅分别达到 13%、12% 和 6%；

假设 2：随着小米生态链企业布局逐渐扩展，公司生态链模式日趋成熟，未来三年 IoT 和生活消费产品业务保持高速增长，2022 年在公司总营业收入中占比达到 40%，毛利率稳定在 10% 的水平；

假设 3：随着智能电视和小米盒子等 IoT 产品以及海外互联网服务变现潜力逐步释放，公司互联网变现方式日益多元化。假设公司未来三年综合 MAU（包含手机、电视、笔电等

所有内容承载产品) 分别达到 3 亿、4 亿、4.5 亿; 未来三年互联网服务业务毛利率分别为 64%、65%、65%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元人民币		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	174915.4	235,944.7	318,532.2	412,095.9
	增速	52.6%	34.9%	35.0%	29.4%
	毛利率	12.69%	13.86%	14.24%	14.86%
智能手机	收入	113,800.4	146,802.5	190,843.3	229,011.9
	增速	41.3%	29.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
IoT 和生活消费产品	收入	43,816.9	63,534.5	92,6125.0	133,581.3
	增速	86.9%	45.0%	45.0%	45.0%
	毛利率	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
互联网服务	收入	15,955.6	24,890.7	34,846.9	48,785.7
	增速	61.2%	56.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	64.4%	64%	65%	65%
其他	收入	1,342.6	717	717	717
	增速	87.3%	-46.6%	0.0%	0.0%
	毛利率	27.3%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预测公司 2019-2021 年经调整后的 EPS 分别为 0.50、0.67、0.86 元人民币, 对应 PE 分别为 17、13、10 倍。参考全球互联网巨头成长路径和市场表现, 考虑小米的业绩增长和科技互联网综合属性, 参考全球互联网巨头的估值水平, 维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值情况**

股票代码	证券简称	股价 (美元)	市值 (亿美元)	PE			PS		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
AAPL.O	苹果公司	199.46	9177	17.21	16.79	15.40	3.56	3.43	3.24
AMZN.O	亚马逊	1918.19	9444	63.07	43.63	32.95	3.43	2.91	2.45
GOOG.O	谷歌	1111.42	7716	26.57	22.21	19.59	4.85	4.20	3.73
BABA.N	阿里巴巴	168.25	4353	34.59	26.55	20.91	5.87	4.53	3.67
0700.HK	腾讯控股	45.32	4315	30.26	24.70	20.03	7.46	5.97	4.86

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

硬件销量或不及预期的风险; 互联网服务变现或不及预期的风险; 海外业务经营风险; 汇率波动风险。

**附：财务报表**

<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	114,625	174,915	235,945	318,532	412,096	税前利润	-41,829	13,927	18,363	24,296	33,717
毛利	15,154	22,192	32,703	45,365	61,243	税项	44,430	-158,724	-162,339	-3,932	-2,871
<b>EBIT</b>	9,227	3,158	18,358	24,087	34,127	營運資本變動	-7,534	-11,925	1,955	-11,752	-7,388
財務收入(費用)	27	216	359	1,164	827	<b>經營現金流量</b>	-4,521	-155,831	-141,167	10,268	25,695
聯營公司	-232	-615	-354	-956	-1,236	資本開支	-1,063	-3,613	-2,359	-3,185	-4,121
非經常性項目	0	0	0	0	1	<b>自由現金流量</b>	-5,584	-159,443	-143,527	7,082	21,574
<b>稅前利潤</b>	-41,829	13,927	18,363	24,296	33,718	股息	2,350	670	0	0	0
稅項	-2,060	-449	-2,387	-3,401	-5,058	其他非流動資產變動	-7,825	-7,610	0	-0	0
非控股權益	-63	-76	-55	-243	-337	股本變動	0.0	0.2	0.2	0	0
已终止经营业务利润	--	--	--	--	--	其他	8,610	184,831	191,297	-243	-337
<b>淨利潤(归屬母公司)</b>	-43,826	13,554	15,920	20,652	28,323	<b>淨現金流量</b>	-2,449	18,448	47,771	6,839	21,237
<b>資產負債表</b>						期初淨現金(負債)	5,954	5,954	3,697	100,986	110,250
12月31年结(百万 CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	期終淨現金(負債)	3,697	22,145	69,916	76,755	97,992
現金及現金等價物	14,500	33,076	83,934	94,543	116,609	<b>財務比率</b>					
應收賬款	13,614	15,892	15,429	26,191	36,804	<b>12月31年結</b>	<b>FY17A</b>	<b>FY18A</b>	<b>FY19E</b>	<b>FY20E</b>	<b>FY21E</b>
存貨	16,343	29,481	29,541	43,681	58,118	<b>增長(%)</b>					
其他流動資產	16,682	27,563	-8,286	-2,779	-928	收入	67.5	52.6	34.9	35.0	29.4
物業、廠房及設備	1,731	5,068	3,590	6,076	9,197	EBITDA	172.1	--	382.8	31.4	41.7
無形資產	2,274	2,061	2,274	2,274	2,274	EBIT	178.6	--	481.3	31.2	41.7
其他非流動資產	24,726	32,086	24,372	23,417	22,180	淨利潤	--	--	17.5	29.7	37.1
<b>總資產</b>	89,870	145,228	150,855	193,402	244,254	每股盈利	--	--	16.0	29.7	37.1
應付賬款	34,003	46,287	46,217	63,614	82,667	<b>利潤率(%)</b>					
短期借款	3,551	3,075	6,767	10,536	11,365	毛利	13.2	12.7	13.9	14.2	14.9
其他流動負債	9,579	12,578	9,358	10,087	12,734	EBITDA	8.3	2.2	8.0	7.8	8.5
長期借款	7,251	7,856	7,251	7,251	7,251	EBIT	8.0	1.8	7.8	7.6	8.3
遞延稅項負債	162,696	4,182	1,200	1,200	1,200	淨利潤	(38.2)	7.7	6.7	6.5	6.9
其他非流動負債	0	0	0	0	0	<b>其他比率</b>					
<b>總負債</b>	217,080	73,978	70,793	92,688	115,217	ROE(%)	34.5	19.0	19.9	20.5	21.9
股本	0.15	0.38	0.38	0.38	0.38	ROA(%)	(48.8)	9.3	10.6	10.7	11.6
儲備	-127,273	71,323	80,000	100,652	128,975	淨負債率	17.4	(98.1)	(87.3)	(76.2)	(75.9)
<b>股東權益</b>	-127,272	71,323	80,000	100,652	128,975	利息覆蓋率(倍)	42.8	14.6	241.3	253.7	287.0
非控股權益	62	-73	62	62	62	應收賬款周轉天數	43.4	33.2	23.9	30.0	32.6
<b>總權益</b>	-127,211	71,250	80,062	100,714	129,037	應付賬款周轉天數	124.8	110.6	83.0	85.0	86.0
淨現金(負債)	3,697	22,145	69,916	76,755	97,992	存貨周轉天數	60.0	70.5	53.1	58.4	60.5
						有效稅率(%)	(4.9)	3.2	13.0	14.0	15.0

数据来源：公司資料，西南證券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn