

买入 (维持)

1810.HK 小米集团-W

港股

目标价: 37.3 港元

现价: 32.95 港元

小米 11 助力品牌高端化, 加速抢占 5G 市占

2020 年 12 月 31 日

预期升幅: 13.1%

## 市场数据

日期	2020-12-30
收盘价(港元)	32.95
总股本(亿股)	241
流通股本(亿股)	174
总市值(亿港元)	8,285
流通市值(亿港元)	6,739
净资产(百万元)	94,568
总资产(百万元)	211,605
每股净资产(元)	3.92

数据来源: Wind

## 相关报告

《把握时间窗口, 加码线下渠道, 自建高端产线》-

2020.12.02

《盈利大超预期, 手机加速驱动 AIoT》-2020.11.25

《立足全球市场, 放眼智能时代》-2020.08.27

《1Q20 逆风增长, 海外复苏迹象已现》-2020.05.21

《深度: 从 MUJI 品牌价值, 看小米智能家居 AIoT 发展潜力》-2020.03.06

《深度: 补渠道短板, 以智能家居拓展生态》-2020.02.01

## 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070139

## 主要财务指标 (Non-IFRS, 人民币)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	205,839	246,639	353,294	442,828
同比增长	17.7%	19.8%	43.2%	25.3%
调整后归母净利润(百万元)	11,473	13,006	19,292	26,363
同比增长	32.9%	13.4%	48.3%	36.7%
毛利率	13.9%	14.6%	15.0%	15.4%
调整后归母净利润率	5.6%	5.3%	5.5%	6.0%
净资产收益率	14.1%	11.0%	14.0%	16.1%
基本每股收益(元)	0.48	0.52	0.77	1.05
每股经营现金流(元)	1.00	0.72	0.98	1.11

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **小米 11 为 5G 旗舰机性价比之选, 销量有望接近千万, 产品组合优化有望提升公司硬件利润率。**小米 11 最低配置售价与小米 10 持平(3999 元), 较同样使用 5nm 工艺处理器的华为 Mate 40 (4999 元)及 iPhone 12 mini (5499 元) 售价低 1000-1500 元。据 Omdia, 20Q1-Q3 小米 10 系列销量已达 400 万部。我们判断, 新机较上一代性能全面提升, 且在 5G 高端机型的性价比优势显著, 预计整个生命周期销量有望接近千万。20Q3 公司智能手机 ASP 达 1022 元(+1.6%)。根据我们测算, 小米 11 单机毛利率预计达 20-25%, 有望提升整体 ASP 至 1100 元以上, 毛利率上探 9.5% (20Q3 8.4%)。
- **新机主打轻薄, 处理器、屏幕、充电等性能行业顶尖, 有望成为 21 年旗舰机标杆。**小米 11 主打轻薄理念 (小米三年内第二薄机型), 8 毫米厚度及 196 克的重量下仍保证了旗舰机型配置。**处理器:**采用 5nm 制程的骁龙 888, 跑分较麒麟 9000 (Mate40 Pro) 高 7%, 能效比提升 25% 以应对屏幕升级所带来的耗电增加, 并拥有近 2 个月的独占期。**屏幕:**采用全球首发的 E4 发光材料 (功耗较行业通用的 E3 降低 15%) 以及业内最高的 120Hz 刷新频率, 并用全球首发的康宁七代大猩猩玻璃保护。**充电:**电池容量、有线及无线功率优于同业, 业内首次在套装内包含氮化镓充电器。
- **发布会后反响热烈, 体现手机品牌力逐步提升, 看好公司未来手机高端市场份额的持续提升。**据我们统计, 小米 11 发布会发布后 1 天其在京东平台预售量即突破 70 万, 叠加其他平台预计预售量已突破 100 万。直播期间小米官方抽奖相关的微博转发数皆超过 1 万。新机计划 1 月 1 日 0 点开始首销, 我们认为发布会的高关注度及发布后的好评如潮反应了公司在高端旗舰机型上品牌力的提升, 我们持续看好公司在组织架构优化以及研发高投入 (15-19 年 CAGR 49%) 下高端市场的优异表现。
- **投资建议:**维持“买入”评级, 上调目标价 13% 至 37.3 港元。公司小米 11 的性能参数表现优异, 同时起售价低于市场预期, 预期销量有望上看千万台。我们看好公司在高端市场份额的持续提升, 并乐观预计 21 年公司全球手机出货量有望保三争二超 2 亿部, 品牌高端化亦有望加速小米服务生态的构建, 提振盈利水平。依照当前业绩增速, 我们上调目标价至 37.3 港元 (估值基于 2021 年利润的 35 倍 PE+投资账面价值 3 倍 PB)。

**风险提示:** 1) 疫情对全球需求影响的不确定性; 2) 手机市场竞争激烈; 3) 空/冰/洗能否成功有待观察。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

小米 11 为 5G 旗舰机性价比之选, 销量有望接近千万, 产品组合优化有望提升公司硬件利润率。小米 11 最低配置售价与小米 10 持平(3999 元), 较同样使用 5nm 工艺处理器的华为 Mate 40(4999 元)及 iPhone 12 mini(5499 元)售价低 1000-1500 元。据 Omida, 20Q1-Q3 小米 10 系列销量已达 400 万部。我们判断, 新机较上一代性能全面提升, 且在 5G 高端机型的性价比优势显著, 预计整个生命周期销量有望接近千万。20Q3 公司智能手机 ASP 达 1022 元(+1.6%)。根据我们测算, 小米 11 单机毛利率预计达 20-25%, 有望提升整体 ASP 至 1100 元以上, 毛利率上探 9.5% (20Q3 8.4%)。

图表1、小米手机业务预测更新

Revenue build (Rmb mn)	2019A Dec/19	2020E Dec/20	2021E(旧) Dec/21	2021E(新) Dec/21	2022E(旧) Dec/22	2022E(新) Dec/22
<b>Smartphone</b>						
<b>Revenue</b>	<b>122,095</b>	<b>152,085</b>	<b>214,950</b>	<b>233,024</b>	<b>252,117</b>	<b>279,206</b>
yoy	7.3%	24.6%	41.3%	53.2%	17.3%	19.8%
<b>Global shipment (mn)</b>	<b>125</b>	<b>147</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>223</b>	<b>234</b>
yoy	5.4%	17.5%	35.0%	39.9%	12.4%	13.7%
<b>ASP (Rmb)</b>	<b>976</b>	<b>1,035</b>	<b>1,083</b>	<b>1,133</b>	<b>1,130</b>	<b>1,194</b>
yoy	1.8%	6.0%	4.7%	9.5%	4.3%	5.4%
<b>Domestic revenue</b>	<b>50,282</b>	<b>49,958</b>	<b>70,815</b>	<b>76,729</b>	<b>78,073</b>	<b>87,027</b>
<b>Shipment (mn)</b>	<b>40</b>	<b>37.5</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>57</b>
yoy	-23.5%	-5.7%	35.0%	40.9%	5.0%	7.0%
<b>Product Mix</b>						
3000+shipment(mn)	6	8	11	13	13	15
ASP (Rmb)	3,300	3,300	3,400	3,450	3,450	3,500
Gross Margin	16.5%	17.0%	18.0%	19.0%	19.0%	20.0%
3000-shipment(mn)	34	30	40	40	40	42
ASP (Rmb)	850	780	800	805	815	830
Gross Margin	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>ASP (Rmb)</b>	<b>1,263</b>	<b>1,331</b>	<b>1,398</b>	<b>1,451</b>	<b>1,468</b>	<b>1,538</b>
yoy	11.7%	5.4%	5.0%	9.0%	5.0%	6.0%
<b>Gross Profit</b>	<b>4,704</b>	<b>5,640</b>	<b>8,319</b>	<b>10,127</b>	<b>10,160</b>	<b>12,226</b>
GP margin	9%	11%	12%	13.2%	13.0%	14.0%
yoy		1.9pps	0.5pps	1.9pps	1.3pps	0.9pps
<b>Overseas revenue</b>	<b>73,074</b>	<b>102,660</b>	<b>144,135</b>	<b>156,294</b>	<b>174,043</b>	<b>192,180</b>
<b>Shipment (mn)</b>	<b>85</b>	<b>109</b>	<b>148</b>	<b>153</b>	<b>170</b>	<b>177</b>
yoy	28.0%	28.3%	35.0%	39.5%	15.0%	16.0%
<b>Product Mix</b>						
3000+shipment(mn)	1	4	6	9	8	11
ASP (Rmb)	3,500	3,630	3,740	3,780	3,795	3,850
Gross Margin	17.5%	18.0%	19.0%	20.0%	20.0%	21.0%
3000-shipment(mn)	84	105	142	144	162	166
ASP (Rmb)	830	858	880	886	897	913
Gross Margin	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>ASP (Rmb)</b>	<b>857</b>	<b>938</b>	<b>975</b>	<b>1,023</b>	<b>1,024</b>	<b>1,085</b>
yoy	3.8%	9.5%	4.0%	9.1%	5.0%	6.0%
<b>Gross Profit</b>	<b>3,411</b>	<b>6,233</b>	<b>9,254</b>	<b>11,896</b>	<b>11,880</b>	<b>14,963</b>
GP margin	5%	6%	6%	7.6%	6.8%	7.8%
yoy		1.4pps	0.3pps	1.5pps	0.4pps	0.2pps
<b>Gross profit</b>	<b>8,759</b>	<b>12,131</b>	<b>19,345</b>	<b>22,137</b>	<b>22,690</b>	<b>27,083</b>
GP margin	7.2%	8.0%	9.0%	9.5%	9.2%	9.7%
yoy	1.1pps	0.8pps	1.0pps	1.5pps	0.2pps	0.2pps

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院测算

小米 11 系列配置顶尖，产品力突出。小米 11 全系标配骁龙 888、LPDDR5+UFS3.1、WiFi6 增强版等目前行业内最顶级的方案。在摄像头上，小米成功继续引领安卓系硬件配置参数，小米 11 全系后置配备主摄 1.08 亿像素的三摄方案。在屏幕上，小米 11 全系配备 120Hz 四档自适应高刷新率屏幕，达到全球领先。

图表2、小米 11 及 10 参数对比（红色为性能提升项）

		小米 10			小米 10 Pro			小米 11		
CPU		骁龙 865			骁龙 865			骁龙 888		
屏幕	材质	AMOLED			AMOLED			AMOLED		
	尺寸	6.67"			6.67"			6.81"		
	分辨率	2340 × 1080			2340 × 1080			3200 × 1440		
	刷新率	90Hz			90Hz			120Hz		
后置相机	镜头 1	108MP(主摄, 7P)			108MP(主摄, 8P)			108MP(主摄, 7P)		
	镜头 2	12MP(广角)			20MP(广角, 6P)			13MP(广角, 5P)		
	镜头 3	2MP(景深)			8MP(长焦, 5P)			5MP(微距, 4P)		
	镜头 4	2MP(微距)			12MP(人像, 6P)					
前置相机		20MP			20MP			20MP		
电池容量		4780mAh			4500mAh			4600mAh		
充电	有线	30W 快充			50W 快充			55W 快充		
	无线	30W 快充			30W 快充			50W 快充		
	无线反向	10W			10W			10W		
网络		5G 全网通			5G 全网通			5G 全网通		
WiFi		WiFi6			WiFi6			WiFi6 增强版		
NFC		支持			支持			支持		
重量		208g			208g			196g		
尺寸(高/宽/厚)		162.6 × 74.8 × 8.96mm			162.6 × 74.8 × 8.96mm			164.3 × 74.6 × 8.06mm		
生物识别		屏下指纹			屏下指纹			屏下指纹		
外观	外形	曲面+挖孔			曲面+挖孔			曲面+挖孔		
	颜色	钛银黑/蜜桃金/冰海蓝			星空蓝/珍珠白			黑/白/晨光蓝/烟紫/卡其		
内存/闪存类型		LPDDR5/UFS3.0			LPDDR5/UFS3.0			LPDDR5/UFS3.1		
内存+容量(GB)		8+128	8+256	12+256	8+256	12+256	12+512	8+128	8+256	12+256
定价(Rmb)		3999 元	4299 元	4699 元	4999 元	5499 元	5999 元	3999 元	4299 元	4699 元
评分	DxOMark 摄像	暂无			124			A+		
	DxOMark 音频	暂无			76			暂无		

资料来源：小米官网，兴业证券经济与金融研究院整理

发布小米有史以来最顶级屏幕。小米 11 采用 6.81 英寸+四曲面柔性 AMOLED 屏。采用三星全球首发的 E4 OLED 发光材料，功耗比 E3 下降 15%，峰值亮度提升至 1500nit。采用 2K 超视网膜屏，像素数提升 1.8 倍。屏幕具备 120HZ 4 档自适应变速高刷技术，可根据用户习惯自动调节。采用小米自研的屏幕校准算法，色准较上一代提升 13%。小米 11 使用新一代康宁大猩猩玻璃配合打造屏幕，具有 2 倍的抗刮擦性能，1.5 倍的防摔性能。屏幕荣获 DisplayMate A+ 顶级评价，更突破 13 项新纪录。

图表3、小米 11 配备有史以来最顶级屏幕



资料来源：小米官微，兴业证券经济与金融研究院整理

首发骁龙 888 处理器，5nm 制程，能效比提升 25%。骁龙 865 采用 1+3+4 八个核架构，1 个超级大核+3 个大核+4 个小核，超级大核是 Cortex-X 架构的 X1 处理器，大核是 A78，小核是 A55。Geekbench 5.0 测试出骁龙 888 单核性能高达 1135 分，比麒麟 9000 高 11%。骁龙 888 整体性能 3790 分，目前在排行榜上领先。骁龙 888 提供完全集成式的 5G 调制解调器，该调制解调器采用 5nm 工艺，以获得更好的功率效率，能效比提升 25%。另外，强劲的 AI 性能让小米 11 在视频虚化、图像识别、拍照及语音识别等场景有更出色的体验。

图表4、小米 11 首发性能领先的骁龙 888 处理器



资料来源：小米官微，兴业证券经济与金融研究院整理

**全系标配 LPDDR5 内存和 UFS3.1 闪存。**小米采用美光和三星供应的 LPDDR5 内存，在速率大幅提升的同时，功耗还有所降低。与上代 LPDDR4 相比，LPDDR5 的数据传输速率翻倍，由 5500Mbps 跃升至 6400Mbps，使小米 11 在内存性能方面有约 16% 的提升。小米 11 系列配备与 LPDDR5 性能相匹配的 UFS 3.1 闪存，这也是目前业界最快的闪存。UFS3.1 的写入速度提升至 700MB/s，较 UFS 3.0 提升 40%。

**全系标配 WiFi6 增强版。**小米 11 全系配备 WiFi6 技术，速度更快，更加省电，并且在拥堵区域性能更佳。WiFi6 增强版首次支持 4k QAM 编码，进一步压缩数据密度，让同一时间内传输的数据量相比于上一代 1024 QAM 增多 20%。支持 4x4 160MHz 高频宽，相比于目前主流的 WiFi6 4x4 80MHz 频宽网速提升一倍，网速高达 3.5Gbps。

图表5、小米 11 全系标配 LPDDR5 和 UFS3.1

图表6、小米 11 全系标配 WiFi6 增强版



资料来源：小米官微，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：小米官微，兴业证券经济与金融研究院整理

**小米 11 主打轻薄，处理器、屏幕、充电等性能行业顶尖，有望成为 21 年旗舰机标杆。**小米 11 主打轻薄理念（小米三年内第二薄机型），8 毫米厚度及 196 克的重量下仍保证了旗舰机型配置。**处理器：**采用 5nm 制程的骁龙 888，跑分较麒麟 9000（Mate40 Pro）高 7%，能效比提升 25% 以应对屏幕升级所带来的耗电增加，并拥有近 2 个月的独占期。**屏幕：**采用全球首发的 E4 发光材料（功耗较行业通用的 E3 降低 15%）以及业内最高的 120Hz 刷新频率，并用全球首发的康宁七代大猩猩玻璃保护。**充电：**电池容量、有线及无线功率优于同业，业内首次在套装内包含氮化镓充电器。

图表7、小米 11 参数对比

		小米10			小米11			华为Mate40 5G		iPhone 12		
发布时间		2020年2月13日			2020年12月28日			2020年10月22日		2020年10月14日		
CPU		骁龙865			骁龙888			麒麟9000E		A14		
屏幕	材质	AMOLED			AMOLED			OLED		OLED Super Retina HD		
	尺寸	6.67"			6.81"			6.5"		6.1"		
	分辨率	2340×1080			3200×1440			2376×1080		2532×1170		
	刷新率	90Hz			120Hz			90Hz		60Hz		
后置相机	镜头1	108MP(主摄, 7P)			108MP(主摄, 7P)			50MP(超感知)		12MP		
	镜头2	12MP(广角)			13MP(广角)			16MP(超广角)		12MP		
	镜头3	2MP(景深)			5MP(微距)			8MP(长焦)		不支持		
	镜头4	2MP(微距)										
前置相机		20MP			20MP			13MP		12MP		
电池容量		4780mAh			4600mAh			4200mAh		2,815mAh		
充电	有线	30W快充			55W快充			40W快充		20W快充		
	无线	30W快充			50W快充			40W快充		支持15W MagSafe 无线充电		
	无线反向	10W			10W			支持		支持7.5W Qi 无线充电		
网络		5G全网通			5G全网通			5G全网通		5G全网通		
WiFi		WiFi6			WiFi6增强版			WiFi6		WiFi 6		
NFC		支持			支持			支持		支持		
重量		208g			196g			188g		162g		
尺寸(高/宽/厚)		162.6×74.8×8.96mm			164.3×74.6×8.06mm			158.6×72.5×8.8mm		146.7×71.5×7.4mm		
生物识别		屏下指纹			屏下指纹			屏下指纹		ToF		
外观	外形	曲面+挖孔			曲面+挖孔			曲面+刘海		直面+刘海		
	颜色	钛银黑/蜜桃金/冰海蓝			黑/白/晨光蓝/烟紫/卡其			夏日胡杨/秋日胡杨/白/银/黑		红/黑/白/蓝/绿		
内存/闪存类型		LPDDR5/UFS3.0			LPDDR5/UFS3.1			LPDDR5/UFS3.1		LPDDR4/NVMe		
内存+容量(GB)		8+128	8+256	12+256	8+128	8+256	12+256	8+128	8+256	4+64	4+128	4+256
定价(Rmb)		3999元	4299元	4699元	3999元	4299元	4699元	4999元	5499元	6299元	6799元	7599元
评分	DisplayMate摄像	暂无			A+			暂无		暂无		
	DxOMark音频	暂无			暂无			暂无		暂无		
	DxOMark摄像	暂无			暂无			暂无		122		

资料来源：小米官网，苹果官网，华为官网，兴业证券经济与金融研究院整理

发布会后反响热烈，体现手机品牌力逐步提升，看好公司未来手机高端市场份额的持续提升。据我们统计，小米 11 发布会发布后 1 天其在京东平台预售量即突破 70 万，叠加其他平台预计预售量已突破 100 万。直播期间小米官方抽奖相关的微博转发数皆超过 1 万。新机计划 1 月 1 日 0 点开始首销，我们认为发布会的高关注度及发布后的好评如潮反应了公司在高端旗舰机型上品牌力的提升，我们持续看好公司在组织架构优化以及研发高投入（15-19 年 CAGR 49%）下高端市场的优异表现。

图表8、小米新增4位合伙人，布局手机×AIoT

姓名	职务	具体经历
雷军	集团董事长兼CEO	武汉大学计算机科学学士学位，公司创始人
林斌	集团副董事长、集团战略委员会副主席	执行董事、联合创始人、副董事长
洪锋	高级副总裁、小米金融董事长兼CEO	联合创始人、高级副总裁，小米金融董事长兼CEO
王川	高级副总裁、首席战略官、集团战略委员会副主席	联合创始人、小米电视掌舵人
刘德	高级副总裁、集团组织部长	先后负责工业设计、生态链和组织部，创造的生态链先后孵化近百家企业。
王翔	集团总裁、代理CFO	曾任美国高通公司前全球高级副总裁，小米公司高级副总裁。2015年6月加入小米集团，担任小米公司高级副总裁，负责战略合作与重要合作伙伴关系。
周受资	集团高级副总裁兼国际部总裁	伦敦大学学院经济系，并持有哈佛商学院MBA学位。前DST中国区合伙人，2020年4月起担任本公司执行董事、高级副总裁兼国际部总裁。
张峰	集团副总裁、集团采购委员会主席	2012年创办江苏紫米电子技术有限公司，并成为小米生态链企业。2016年正式进入小米，管理供应链，成为解决小米供应高元器件以及手机供应问题的主力。
卢伟冰	集团副总裁、中国区总裁、Redmi品牌总经理	曾任金立集团总裁，负责金立研发、生产、品牌营销、全球市场、电商、运营商等部门

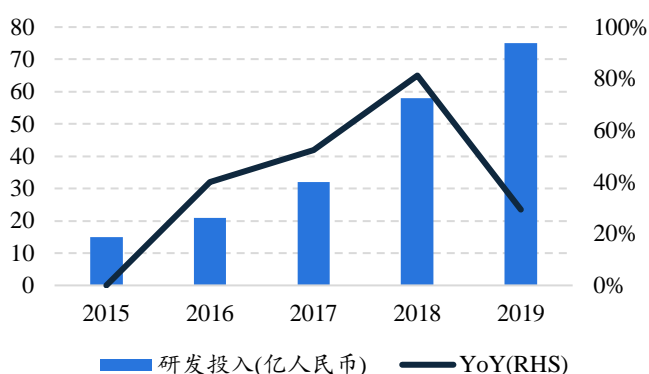
资料来源：小米官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表9、小米手机业务管理层

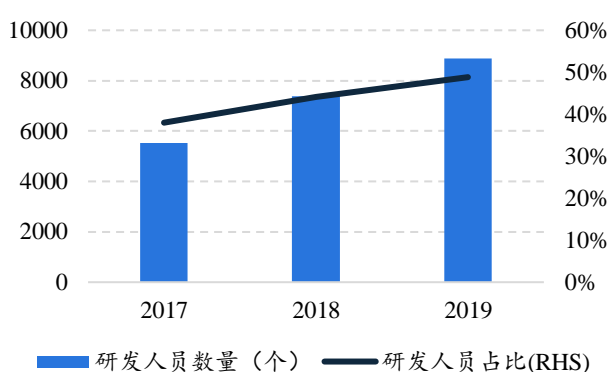
姓名	职务	具体经历
林斌	联合创始人、副董事长	毕业于中山大学电子工程学士学位，美国Drexel大学计算机科学硕士学位。1995年至2006年在微软，最高担任微软亚洲工程院工程总监等职务。2006年底加入谷歌，任谷歌中国工程院副院长、谷歌全球工程总监。
王翔	合伙人、总裁	毕业于北京工业大学电子工程学。在半导体和通信领域拥有20余年的丰富经验，在高通工作13年，官至高级副总裁兼大中华区总裁期间，加入高通之前，他曾任职于包括摩托罗拉、朗讯/Agere等公司，担任销售和市场营销方面的重要职位。
卢伟冰	合伙人、副总裁、中国区总裁、Redmi品牌总经理	毕业于清华大学化学专业，2019年1月加入小米，现负责中国区的销售管理工作，以及Redmi品牌业务。曾任金立集团总裁，诚查科技创始人兼CEO。
杨柘	副总裁 营销顾问	毕业于首都经济贸易大学，历任苹果、联盟、三星中国、RIM中国、TCL、魅族等公司的营销与品牌负责人，多次帮助终端品牌实现飞速增长和转型，代表作为打造华为P系列与Mate系列手机品牌。2020年6月，出任小米公司中国区CMO
常程	副总裁	本科毕业于北京师范大学数学系，拥有北京航空航天大学工程博士学位。加入小米之前曾任联想集团副总裁。2020年1月加入小米，现负责手机产品规划工作。
曾学忠	副总裁、手机部总裁	毕业于清华大学物理系，曾任中兴通讯高级副总裁兼中国区总裁、中兴通讯执行副总裁兼中兴终端CEO等职务，紫光集团全球执行副总裁，汇芯通信董事长兼总经理等高级管理岗位。2020年7月加入小米，负责手机产品的研发和生产工作。

资料来源：小米官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表10、小米研发投入及增速(亿人民币)



图表11、小米研发人员数量及占总员工数比(个)



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、投资建议

**投资建议：**维持“买入”评级，上调目标价13%至37.3港元。公司小米11的性能参数表现优异，同时起售价低于市场预期，预期销量有望上看千万台。我们看好公司在高端市场份额的持续提升，并乐观预计21年公司全球手机出货量有望保三争二超2亿部，品牌高端化亦有望加速小米服务生态的构建，提振盈利水平。依照当前业绩增速，我们上调目标价至37.3港元（估值基于2021年利润的35倍PE+投资账面价值3倍PB）。

图表12、小米集团的盈利预测

(Rmb mn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	1Q19A	2Q19A	3Q19E	4Q19E
P&L	Dec/18	Dec/19	Dec/20	Dec/21	Mar/19	Jun/19	Sep/19	Dec/19
Smartphone	122,095	152,085	233,024	279,206	30,325	31,628	47,604	42,528
IoT & lifestyle products	62,088	67,880	88,382	125,942	12,984	15,253	18,119	21,524
Internet service	19,842	23,995	28,032	32,819	5,901	5,908	5,772	6,415
Others	1,814	2,679	3,857	4,862	493	750	668	769
<b>Total revenue</b>	<b>205,839</b>	<b>246,639</b>	<b>353,294</b>	<b>442,828</b>	<b>49,702</b>	<b>53,539</b>	<b>72,163</b>	<b>71,235</b>
Cost of revenue	-177,285	-210,633	-300,254	-374,744	-42,144	-45,837	-61,996	-60,655
<b>Gross profit</b>	<b>28,554</b>	<b>36,006</b>	<b>53,040</b>	<b>68,084</b>	<b>7,558</b>	<b>7,702</b>	<b>10,167</b>	<b>10,580</b>
S&M	-10,378	-12,655	-15,545	-19,484	-2,625	-3,224	-3,601	-3,206
G&A	-3,104	-3,611	-4,593	-5,314	-782	-836	-853	-1,140
R&D	-7,493	-8,572	-12,012	-14,171	-1,871	-1,958	-2,321	-2,422
Others	4,181	5,895	1,578	1,571	42	2,366	3,305	182
<b>Operating profit</b>	<b>11,760</b>	<b>17,063</b>	<b>22,468</b>	<b>30,686</b>	<b>2,323</b>	<b>4,050</b>	<b>6,697</b>	<b>3,994</b>
Finance income	402	-884	-1,200	-1,200	131	131	-1,246	100
Others	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,163</b>	<b>16,179</b>	<b>21,268</b>	<b>29,486</b>	<b>2,454</b>	<b>4,181</b>	<b>5,451</b>	<b>4,094</b>
Tax	-2,060	-1,828	-2,978	-4,128	-294	-374	-586	-573
<b>Net profit</b>	<b>10,103</b>	<b>14,351</b>	<b>18,290</b>	<b>25,358</b>	<b>2,160</b>	<b>3,806</b>	<b>4,865</b>	<b>3,521</b>
Non-controlling interests	59	-29	-100	-100	-4	-5	-16	-5
<b>Net profit attr. to owners</b>	<b>10,044</b>	<b>14,381</b>	<b>18,390</b>	<b>25,458</b>	<b>2,164</b>	<b>3,811</b>	<b>4,881</b>	<b>3,526</b>
<b>Non-IFRS:</b>								
Non-IFRS adjustment	1,429	-1,374	901	905	141	-433	-737	-346
<b>Non-IFRS net profit to owners</b>	<b>11,473</b>	<b>13,006</b>	<b>19,292</b>	<b>26,363</b>	<b>2,304</b>	<b>3,378</b>	<b>4,144</b>	<b>3,181</b>
<b>Growth(YoY)</b>								
Smartphone	7.3%	24.6%	53.2%	19.8%	12.3%	-1.2%	47.5%	38.1%
IoT & lifestyle products	41.7%	9.3%	30.2%	42.5%	7.8%	2.1%	16.1%	10.4%
Internet service	24.4%	20.9%	16.8%	17.1%	38.6%	29.0%	8.7%	12.6%
Others	35.1%	47.7%	44.0%	26.1%	10.0%	85.1%	40.0%	58.9%
Total revenue	17.7%	19.8%	43.2%	25.3%	13.6%	3.1%	34.5%	26.1%
Non-IFRS net profit	32.9%	13.4%	48.3%	36.7%	14.4%	-7.0%	19.2%	35.4%
<b>Margin</b>								
GP Margin	13.9%	14.6%	15.0%	15.4%	15.2%	14.4%	14.1%	14.9%
OP Margin	5.7%	6.9%	6.4%	6.9%	4.7%	7.6%	9.3%	5.6%
Net Margin	4.9%	5.8%	5.2%	5.7%	4.3%	7.1%	6.7%	4.9%
Net profit attr. to owners margin	4.9%	5.8%	5.2%	5.7%	4.4%	7.1%	6.8%	5.0%
Non-IFRS net profit margin	5.6%	5.3%	5.5%	6.0%	4.6%	6.3%	5.7%	4.5%

资料来源：小米官网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4、风险提示

- 1) 疫情对全球需求影响的不确定性;
- 2) 手机市场竞争激烈;
- 3) 空/冰/洗能否成功有待观察。



## 附表

## 资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>137,539</b>	<b>180,571</b>	<b>221,711</b>	<b>258,863</b>
现金及其等价物	25,920	56,721	64,253	70,694
存货	32,585	39,006	55,603	69,397
应收账款	39,509	43,012	56,680	68,422
短期投资	37,986	39,063	40,193	41,379
其他	1,538	2,769	4,984	8,971
<b>非流动资产</b>	<b>46,090</b>	<b>58,746</b>	<b>73,884</b>	<b>94,407</b>
固定资产	6,992	9,214	11,441	13,627
无形资产	1,672	1,639	1,615	1,601
土地使用权	0	0	0	0
按公允价值计之长期投资	20,679	26,883	34,948	45,433
按权益法入账之投资	9,301	13,021	18,229	25,521
其他	7,446	7,990	7,651	8,227
<b>资产总计</b>	<b>183,629</b>	<b>239,317</b>	<b>295,596</b>	<b>353,271</b>
<b>流动负债</b>	<b>92,181</b>	<b>105,092</b>	<b>141,699</b>	<b>172,666</b>
短期借款	12,837	12,837	12,837	12,837
应付账款	68,629	80,678	112,121	138,757
客户预付款及其他	10,715	11,578	16,741	21,073
<b>非流动负债</b>	<b>9,791</b>	<b>15,331</b>	<b>15,911</b>	<b>16,461</b>
长期借款	4,787	4,930	5,078	5,231
递延所得税负债	580	366	596	826
可转换债券	0	5,838	5,838	5,838
其他	4,424	4,196	4,399	4,567
<b>负债合计</b>	<b>101,972</b>	<b>120,422</b>	<b>157,611</b>	<b>189,127</b>
股本	0.4	0.1	0.1	0.1
储备	81,330	118,597	137,787	164,045
少数股东权益	327	298	198	98
<b>股东权益合计</b>	<b>81,658</b>	<b>118,895</b>	<b>137,985</b>	<b>164,143</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>183,629</b>	<b>239,317</b>	<b>295,596</b>	<b>353,271</b>

## 现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前利润	12,163	16,867	21,268	29,486
折旧	324	285	354	421
无形资产摊销	3,889	182	179	178
已付所得税	-2,411	-2,846	-2,271	-4,335
其他	-5,059	1,862	800	800
营运资金的变动	14,906	1,789	4,193	1,472
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>23,810</b>	<b>18,139</b>	<b>24,524</b>	<b>28,022</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-31,570</b>	<b>-13,655</b>	<b>-17,141</b>	<b>-21,733</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>3,121</b>	<b>26,318</b>	<b>148</b>	<b>152</b>
现金净变动	18,667	-4,310	30,801	7,531
现金的期初余额	11,563	30,230	25,920	56,721
现金的期末余额	30,230	25,920	56,721	64,253

## 利润表

单位:百万人民币

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>205,839</b>	<b>246,639</b>	<b>353,294</b>	<b>442,828</b>
营业成本	-177,285	-210,633	-300,254	-374,744
<b>毛利</b>	<b>28,554</b>	<b>36,006</b>	<b>53,040</b>	<b>68,084</b>
销售费用	-10,378	-12,655	-15,545	-19,484
管理费用	-3,104	-3,611	-4,593	-5,314
研发支出	-7,493	-8,572	-12,012	-14,171
财务费用	402	-884	-1,200	-1,200
投资及其他	4,181	5,895	1,578	1,571
<b>税前利润</b>	<b>12,163</b>	<b>16,179</b>	<b>21,268</b>	<b>29,486</b>
所得税	-2,060	-1,828	-2,978	-4,128
<b>调整后净利润</b>	<b>11,532</b>	<b>12,977</b>	<b>19,192</b>	<b>26,263</b>
少数股东损益	59	-29	-100	-100
<b>调整后归母净利润</b>	<b>11,473</b>	<b>13,006</b>	<b>19,292</b>	<b>26,363</b>
<b>调整后 EPS (元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.52</b>	<b>0.77</b>	<b>1.05</b>

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.7%	19.8%	43.2%	25.3%
营业利润增长率	882.9%	56.7%	21.9%	36.6%
调整后归母净利润增长率	32.9%	13.4%	48.3%	36.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.9%	14.6%	15.0%	15.4%
调整后归母净利率	5.6%	5.3%	5.5%	6.0%
ROE	14.1%	11.0%	14.0%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.5%	50.3%	53.3%	53.5%
流动比率	1.5	1.7	1.6	1.5
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.3
贸易应收周转率	7.7	8.5	8.5	8.5
<b>每股资料(元)</b>				
调整后每股收益	0.48	0.52	0.77	1.05
每股经营现金	1.00	0.72	0.98	1.11
每股净资产	3.44	4.73	5.49	6.53
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	57.7	53.9	36.3	26.6
PB	8.1	5.9	5.1	4.3

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。