

中信证券研究部

核心观点



许英博
科技产业首席分析师
S1010510120041



黄亚元
前瞻研究分析师
S1010520040001



陈俊云
前瞻研究分析师
S1010510780001



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



苗丰
电子分析师
S1010519120001

小米集团公告通过配股和可转债募资约 40 亿美元。我们认为，此次募资在手机行业竞争格局变化的机遇期，有助于公司加大在供应链保障、智能制造、渠道优化、产品升级等方面的投入，从而进一步提升中长期竞争力。我们持续看好公司智能手机市场份额提升的趋势以及 AIoT 业务的长期前景，维持“买入”评级。

■ **公司通过配股和可转债，募资约 40 亿美元。**2020 年 12 月 2 日，小米集团发布公告，通过先旧后新方式配股、发行可转债合计募资约 40 亿美元。其中，公司通过先旧后新方式配售 10 亿股，配售价 23.70 港元（较 12 月 1 日收盘价折价 9.4%），占配股前总股本的 4.1%，募资净额约 31 亿美元。同时，公司发行 7 年期零息可转债，募资净额约 9 亿美元，初步换股价为 36.74 港元（较 12 月 1 日收盘价溢价 40.5%），若全部转换则对应 1.80 亿股，占发行前总股本的 0.7%。公司公告募资的主要用途为：1) 增加营运资金以扩大业务，2) 投资以增加主要市场的份额，3) 投资战略生态系统等。

■ **财务层面，公司经营稳健、现金流情况较好。**经营效率方面，2018Q2 以来，公司的现金循环周期一直为负，处于-40 到-20 的区间，其中应收账款周转天数为 12~14，存货周转天数为 40~72，应付账款周转天数为 85~121。2020Q3，公司存货周转天数从上半年的 70 余天降至 54 天，现金循环周期为-22。现金流方面，公司 2019 年、2020 前 3 季度经营活动所得现金净额分别为 238 亿元、84 亿元，2020Q3 末的现金储备为 755 亿元，其中包含现金及现金等价物 303 亿元，资产负债率为 55%、剔除应付和客户预付的资产负债率为 15%，自身现金实力较强。

■ **智能手机方面，行业处于竞争格局变化的机遇期，募资有助于公司中长期竞争力提升。**我们认为，目前智能手机行业正处于竞争格局变化的关键时期，公司作为上市平台，相比于竞争对手有资本运作方面的显著优势。2020Q3 公司智能手机的全球出货量达到 4660 万台（同比+45.3%），根据 IDC 其全球市场份额提升至 13.1%、排名第三，在西欧、中东欧、拉美、中东和北非、中国大陆等多个区域市场的份额季度环比均提升。资本实力的增强，将有助于公司进一步提升供应链和核心零部件的保障，加快海外市场拓展和国内线下渠道建设，加强高端产品的研发与突破，推动智能工厂扩产，从而实现在供应链、渠道、产品各方面的中长期竞争力提升。

■ **AIoT 方面，公司为全球最大的智能家居平台，在“手机×AIoT”战略下长期趋势向好。**小米从硬件、连接到软件和平台，具备全产业链能力，AIoT 平台全球领先。截至 2019 年小米 AIoT 平台已接入超 2200 款产品，截至 20Q3 小米 AIoT 平台连接数 2.90 亿（同比+35.8%），米家 App 月活达 4310 万（同比+34.2%）。在“手机×AIoT”战略之下，小米手机能为 AIoT 带来品牌优势、渠道优势、用户基础和协同效应，加速 AIoT 业务出海。在小米 AIoT 用户中，20Q3 拥有 5 件及以上接入小米 AIoT 平台的设备（不含手机和笔记本）的用户超 560 万，同比+59.0%，远高于米家 App 月活跃用户 34.2% 的增速，在米家 App 用户中的占比提升至 13.0%。核心用户的价值量远高于一般用户，将推动 AIoT 用户平均价值的提升。此外，公司在电视互联网代表的 AIoT 的互联网变现方面亦有望不断拓展。

- **风险因素：**智能手机市场竞争加剧的风险；国内线下渠道拓展不达预期的风险；大家电业务进展不达预期风险；进入海外多地区面临的政策监管等风险；智能家居渗透率提升不达预期的风险；广告业务受经济不确定性影响的风险；金融科技业务恢复不达预期的风险；公司持续融资导致市场情绪波动的风险；新进入股东以及原有股东减持带来市场波动的风险等。
- **投资策略：**我们持续看好公司手机的中长期竞争力和市场份额提升，亦长期看好公司 AIoT 业务的领先优势和平台价值，维持公司 2020-2022 年 Non-IFRS 净利润预测为 120/152/212 亿元，维持“买入”评级。公司当前市值 5867 亿港元（4966 亿人民币），对应 2020-2022 年 Non-IFRS 预测盈利的 PE 分别为 41X、33X、23X。

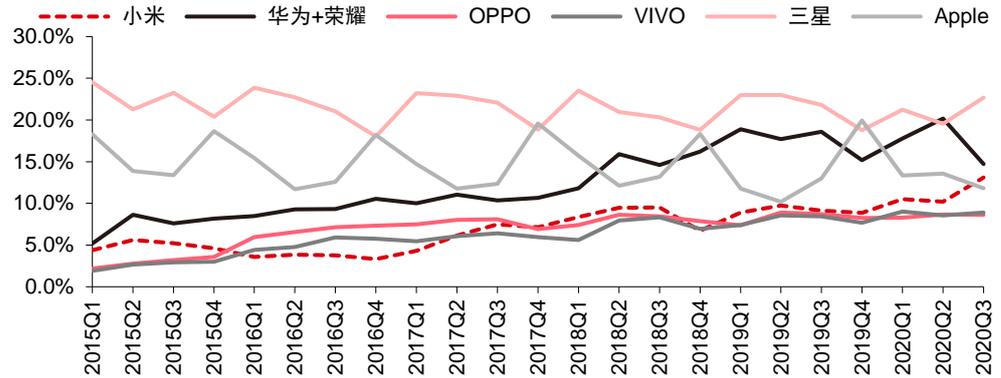
小米集团盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	174,915	205,839	243,482	326,443	413,979
增长率 YoY	52.6%	17.7%	18.3%	34.1%	26.8%
归母净利润(百万元)	13,554	10,162	11,868	13,782	19,499
增长率 YoY	--	-25.0%	16.8%	16.1%	41.5%
Non-IFRS 净利润(百万元)	8,556	11,530	12,050	15,202	21,186
增长率 YoY	351.3%	34.8%	4.5%	26.2%	39.4%
毛利率	12.7%	13.9%	14.6%	14.7%	15.4%
净资产收益率 ROE	--	14.2%	12.6%	13.9%	16.3%
PE	58	43	41	33	23
PB	7.0	6.1	5.2	4.5	3.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

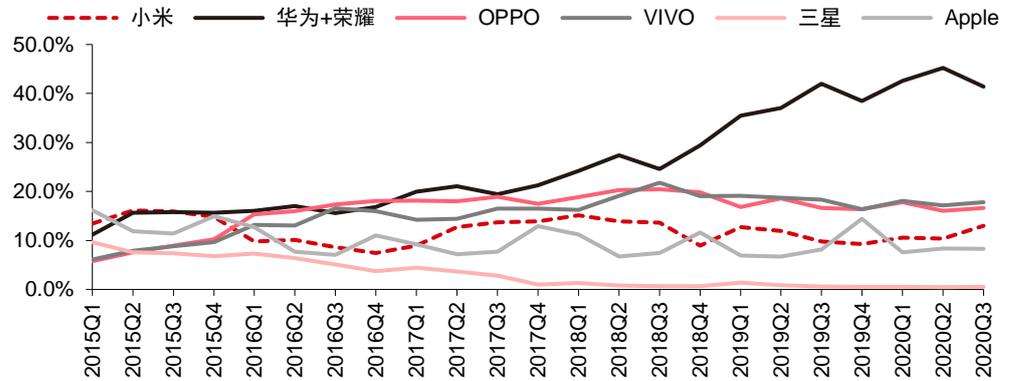
注：股价为 2020 年 12 月 2 日收盘价

图 1: 全球智能手机市场份额情况



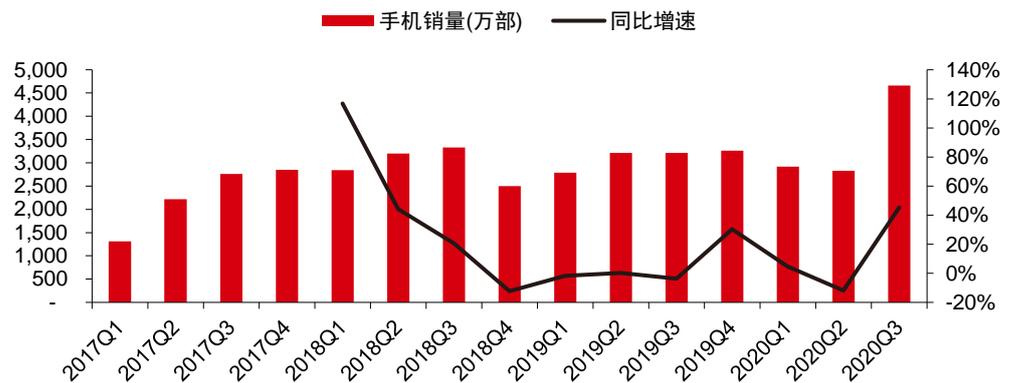
资料来源: IDC, 中信证券研究部

图 2: 中国大陆智能手机市场份额情况



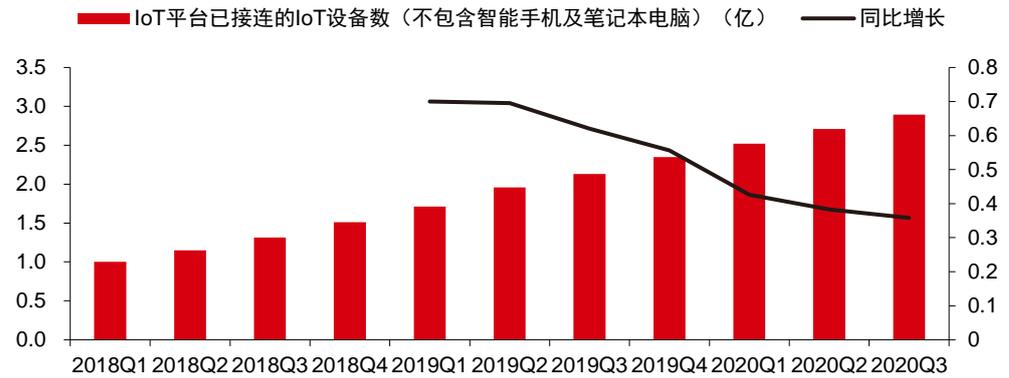
资料来源: IDC, 中信证券研究部

图 3: 小米集团手机销量情况 (万部)



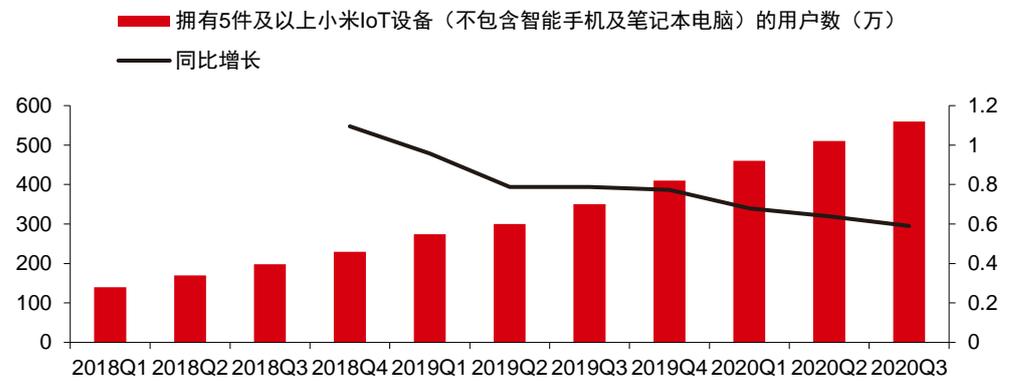
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4: 公司 AIoT 平台连接的智能设备数量情况



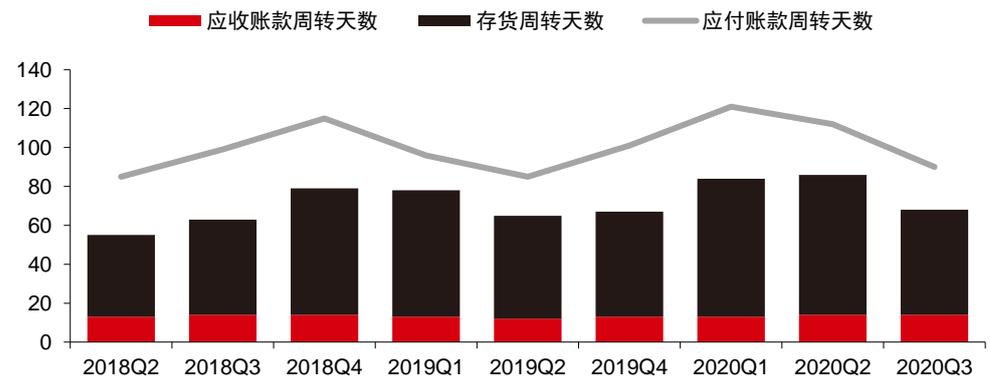
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: 公司 AIoT 的核心用户情况



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 公司的现金循环周期的情况



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,749.15	2,058.39	2,434.82	3,264.43	4,139.79
营业成本	1,527.23	1,772.85	2,080.34	2,784.76	3,503.01
毛利率	12.69%	13.87%	14.56%	14.69%	15.38%
营业税金及附加	-	-	-	-	-
销售费用	79.93	103.78	133.92	163.22	206.99
营业费用率	4.57%	5.04%	5.50%	5.00%	5.00%
管理费用	178.76	105.96	129.05	173.01	219.41
管理费用率	10.22%	5.15%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用	-2.16	-4.02	-2.65	-2.68	-3.97
财务费用率	-0.12%	-0.20%	-0.11%	-0.08%	-0.10%
公允价值变动收益	169.45	38.13	35.00	20.00	20.00
投资收益	-6.15	-6.72	-	-	-
营业利润	128.69	111.23	133.82	156.20	223.07
营业利润率	7.36%	5.40%	5.50%	4.79%	5.39%
营业外收入	10.58	10.40	5.00	5.00	5.00
营业外支出	-	-	-	-	-
利润总额	139.27	121.63	138.82	161.20	228.07
所得税	4.49	20.60	20.82	24.18	34.21
所得税率	3.23%	16.93%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	-0.76	-0.59	-0.69	-0.80	-1.13
归属于母公司股东的净利润	135.54	101.62	118.68	137.82	194.99
净利率	7.75%	4.94%	4.87%	4.22%	4.71%
调整后净利润	85.56	115.30	120.50	152.02	211.86

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	139.27	121.63	138.82	161.20	228.07
所得税支出	-4.49	-20.60	-20.82	-24.18	-34.21
折旧和摊销	7.48	13.81	10.47	12.86	14.38
营运资金的变化	27.19	165.17	17.99	25.65	38.63
其他经营现金流	-183.59	-41.91	-44.68	-17.34	-15.57
经营现金流合计	-14.15	238.10	101.78	158.20	231.30
资本支出	-37.85	-34.05	-65.00	-40.00	-30.00
投资收益	-6.15	-6.72	-	-	-
其他投资现金流	-31.08	-274.93	-8.42	-34.39	-45.32
投资现金流合计	-75.08	-315.70	-73.42	-74.39	-75.32
发行股票	261.22	-	-	-	-
负债变化	-2.36	170.37	36.07	107.15	38.11
股息支出	-	-	-	-	-
其他融资现金流	6.89	-149.15	25.24	6.49	14.24
融资现金流合计	265.74	21.21	61.32	113.64	52.35
现金及现金等价物净增加额	176.52	-56.39	89.68	197.45	208.34

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	330.76	489.81	579.49	776.93	985.27
存货	294.81	325.85	391.58	521.66	653.15
应收账款	55.98	69.49	82.25	110.22	139.79
其他流动资产	378.57	490.24	592.36	749.87	919.86
流动资产	1,060.13	1,375.39	1,645.69	2,158.68	2,698.07
固定资产	50.68	69.92	85.91	94.99	97.65
长期股权投资	86.39	93.01	93.01	93.01	93.01
无形资产	54.64	16.72	5.26	8.32	11.29
其他长期资产	200.44	281.25	334.04	352.28	364.19
非流动资产	392.15	460.90	518.22	548.60	566.13
资产总计	1,452.28	1,836.29	2,163.91	2,707.28	3,264.20
短期借款	30.75	128.37	195.13	332.97	401.77
应付账款	462.87	595.28	698.53	935.06	1,176.23
其他流动负债	125.78	198.16	243.57	301.54	374.29
流动负债	619.40	921.81	1,137.23	1,569.57	1,952.29
长期借款	78.56	47.87	17.18	-13.52	-44.21
其他长期负债	41.82	50.04	52.33	53.22	53.99
非流动性负债	120.38	97.91	69.51	39.70	9.77
负债合计	739.78	1,019.72	1,206.74	1,609.27	1,962.06
股本	241	241	241	241	241
资本公积	438.51	813.30	813.30	813.30	813.30
股东权益合计	713.23	813.31	954.58	1,096.22	1,301.48
少数股东权益	-0.73	3.27	2.58	1.79	0.66
负债股东权益总计	1,452.28	1,836.29	2,163.91	2,707.28	3,264.20

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	52.60%	17.68%	18.29%	34.07%	26.82%
营业利润	N/A	-13.57%	20.31%	16.73%	42.81%
净利润	N/A	-25.03%	16.79%	16.12%	41.48%
利润率 (%)					
毛利率	12.69%	13.87%	14.56%	14.69%	15.38%
EBITDA Margin	8.31%	5.74%	6.05%	5.27%	5.79%
净利率	7.75%	4.94%	4.87%	4.22%	4.71%
回报率 (%)					
净资产收益率	12.00%	14.18%	12.62%	13.87%	16.28%
总资产收益率	5.89%	6.28%	5.57%	5.62%	6.49%
其他 (%)					
资产负债率	50.94%	55.53%	55.77%	59.44%	60.11%
所得税率	3.23%	16.93%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。