

疫情短期冲击，无碍长期发展潜力

投资要点

- **2019年稳健经营，收入利润符合预期：**公司2019年全年实现营业收入2058.4亿元，同比增长17.7%；实现经调整净利润115.3亿元，同比增长34.8%；公司整体毛利率13.9%，同比提升1.2pp，符合我们前期的预期。2019年公司整体营业费用率10.2%，同比提升1.1pp，其中销售费用率5%，同比提升0.4pp，主要由于公司加大了宣传与广告开支，同时包装与运输开支也有所增加；管理费用率1.5%，同比提升0.2pp（18年剔除一次性股权激励费用）；研发费用74.9亿元（YoY+29.7%），研发费用率3.6%，同比提升0.3pp。
- **智能手机业务：疫情带来短期需求承压，长期看好公司5G时代向高端市场迈进。**2019年，公司智能手机业务实现收入1220.9亿元，同比增长7.3%；全年出货1.25亿部，同比微增5%；ASP达到979.9元，同比增长2.2%；智能手机业务毛利率达到7.2%，同比提升1pp。其中Q4单季度实现收入308亿元，同比增长22.8%；出货量3260万部，同比增长30.4%；ASP为945.1元，同比微跌5.9%，主要是由于公司在19Q4调整了海外市场的产品组合。2019年，公司坚持走“小米+Redmi”双品牌战略，并在4G向5G切换的关键期坚持稳健运营，保持了健康的经营现金流和库存水平。2020年，公司将继续坚定向高端市场迈进，2月份公司发布小米10系列5G旗舰手机，市场反馈良好。**疫情对于智能手机业务影响方面：**20Q1受国内疫情影响，国内智能手机市场整体需求下滑严重，但随着国内疫情逐步得到控制，公司手机出货量已于20年3月下旬快速反弹，反映了消费者对手机较强的刚性需求；产能方面，目前公司中国工厂产能已回升至正常水准的80%-90%。海外市场方面，随着疫情在海外持续蔓延，公司20Q2海外业务将面临较大压力，但我们认为海外需求会一定程度延迟至疫情结束以后，且公司19年加大在海外宣传推广力度，19Q4海外出货量同比高速增长50%以上，我们继续看好公司海外智能手机业务的增长。
- **AIoT业务：继续保持高速增长，平台开放释放积极信号。**2019年，公司IoT和生活消费品实现收入620.9亿元，同比增长41.7%，继续保持较高增长速度；实现毛利率11.2%，同比提升0.9pp，主要由于智能电视和笔记本电脑毛利率提升。19Q4单季度，公司IoT与生活消费品实现收入194.9亿元，同比增长30.7%；毛利率9.4%，同比下滑1.1pp，环比下滑3.4pp，主要由于公司在19Q4各种线上购物节期间增加了行销费用。**智能电视与笔电业务方面：**公司2019年实现智能电视与笔电收入242亿元，同比增长33%，其中智能电视全年出货1280万台，大陆地区年出货量超过1000万台，继续保持大陆市场份额第一。**AIoT核心指标方面：**截至19年末，公司IoT平台接入设备数（不包含智能手机和笔记本电脑）达到2.4亿台，同比增长55.6%；拥有超过5个小米IoT设备的用户超过410万，同比增长77.3%；小爱同学月活数达到6040万人，同比增长55.7%；米家APP月活数达到3680万，其中非小米手机用户占比超过三分之二，显示了小米AIoT业务在非小米手机用户中渗透率和认可度逐步提升，以及小米IoT生态开放、健康的发展态势。未来公司将坚持“手机+AIoT”双引擎战略，继续多品类、多地区推出IoT产品。
- **互联网服务：收入略超市场预期，多元化发展渐入佳境。**2019年，公司互联网

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
执业证号：S1250517070001
电话：010-57758600
邮箱：zhuz@swsc.com.cn
联系人：李少青
电话：021-68415309
邮箱：lisq@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)	8.35-13.9
3个月平均成交量(百万)	216.45
流通股数(亿)	240.39
市值(亿)	2,495.23

相关研究

1. 小米集团-W (1810.HK)：小米10系列旗舰发布，正式冲击高端手机市场 (2020-02-16)
2. 小米集团-W (1810.HK)：稳健经营，蓄力待发 (2019-11-28)
3. 小米集团-W (1810.HK)：逆风显初劲 (2019-08-21)
4. 小米集团-W (1810.HK)：连续回购彰显信心 (2019-07-02)
5. 小米集团-W (1810.HK)：从ROKU看小米TV (2019-06-22)
6. 小米集团-W (1810.HK)：小米挺进厨房 (2019-06-12)



服务实现收入 198.4 亿元，同比增长 24%；其中广告收入 107 亿元，同比增长 5.9%；互联网增值服务收入 91.4 亿元，同比增长 54.9%。互联网服务整体毛利率 64.7%，同比提升 0.5pp。19Q4 单季度来看，公司互联网服务收入 57 亿元，同比增长 41.1%；其中广告收入 30 亿元，同比增长 17.8%；互联网增值服务收入 27 亿元，同比增长 78.3%，其中游戏收入同比增长 44.4%，其他增值服务同比增长 93.4%。公司互联网服务收入单季度同比增长改善明显，主要得益于公司持续优化移动互联网产品，提高用户黏性。截至 19 年末，MIUI 月活数已达到 3.1 亿，同比增长 27.9%。**多元化变现方面：**19Q4，除中国大陆智能手机广告和游戏以外的互联网服务收入，包括有品电商平台、金融科技业务、智能电视互联网服务、海外互联网服务等，同比增长 112.6%，占互联网服务总收入比例达到 43%。智能电视和小米盒子月活数达到 2770 万，同比增长 49.1%，付费用户数超过 370 万，同比增长 62.9%；有品电商品牌 GMV 突破 100 亿元；海外互联网业务发展迅速。

- **盈利预测与评级：**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 0.51/0.60/0.70 元，对应的动态市盈率为 18/16/13 倍。持续看好公司在智能手机 5G 时代以及 AIoT 和互联网服务多元化发展方面的潜力，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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	205,839	243,925	288,702	338,467
增长率	17.7%	18.5%	18.4%	17.2%
归属母公司净利润(百万元人民币)	10,044	14,903	18,386	22,894
增长率	-25.9%	48.4%	23.4%	24.5%
Non-GAAP 净利润(百万元人民币)	11,532	12,196	14,435	16,923
每股收益 EPS	0.48	0.51	0.60	0.70
净资产收益率	12.3%	15.4%	16.0%	16.6%
PE	19	18	16	13

数据来源：公司资料，西南证券

关键假设：

假设 1：公司智能手机业务在维持现有市场份额的基础上，逐渐提升高端机出货量，未来三年毛利率稳定在 7%左右的水平；

假设 2：公司 AIoT 业务持续推出多品类产品，并加大在海外扩张力度，未来三年毛利率维持在 10%左右的水平；

假设 3：互联网服务多元化发展持续向好，未来三年保持稳定增长，毛利率稳定在 65%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
智能手机业务	收入	122094.90	134304.39	147734.83	162508.31
	增速	7.3%	10%	10%	10%
	毛利率	7.2%	7%	7%	7%
IoT 和生活消费产品	收入	62088.80	83818.80	108964.44	136205.55
	增速	41.7%	35%	30%	25%
	毛利率	11.2%	10%	10%	10%
互联网服务	收入	19841.60	24802.00	31002.50	38753.13
	增速	24.4%	25%	25%	25%
	毛利率	64.7%	65%	65%	65%
其他	收入	1814.20	1000	1000	1000
合计	收入	205838.70	243925.19	288701.77	338466.99
	增速	17.7%	18.5%	18.4%	17.2%
	毛利率	13.9%	13.9%	14.3%	14.8%

数据来源：公司公告，西南证券

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
收入	174,915	205,839	243,925	288,702	338,467	税前利润	13,927	12,163	17,533	21,888	27,254
毛利	22,192	28,554	33,904	41,390	50,186	税项	-158,724	-1,420	-4,763	-3,950	-2,615
EBIT	3,158	16,112	17,610	22,393	27,915	營運資本變動	275	748	700	1,000	1,000
財務收入(費用)	216	402	654	361	355	經營現金流量	615	672	732	866	1,015
聯營公司	-615	-672	-732	-866	-1,015	資本開支	-11,925	408	-5,486	-8,193	-2,762
非經常性項目	0	0	0	1	1	自由現金流量	-155,831	12,570	8,716	11,611	23,892
稅前利潤	13,927	12,163	17,533	21,889	27,255	股息	-3,613	-2,672	-2,439	-2,887	-341,852
稅項	-449	-2,060	-2,455	-3,283	-4,088	其他非流動資產變動	-159,443	9,898	6,276	8,724	-317,960
非控股權益	-76	59	-175	-219	-273	股本變動	670	4,632	-5,236	2,000	3,000
已终止经营业务利润							-7,610	-5,740	-6,000	-6,000	-6,000
淨利潤(歸屬母公司)	13,554	10,044	14,903	18,386	22,894	其他	0.2	0.0	0	0	0
						淨現金流量	184,831	422	-175	-219	-273
						期初淨現金 (負債)	18,448	9,213	-5,135	4,505	-321,232
						期終淨現金 (負債)	3,697	22,145	31,358	31,358	31,358
資產負債表						財務比率					
12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	12月31年结	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
現金及現金等價物	33,076	48,981	46,267	47,145	49,645	增長(%)					
應收賬款	15,892	19,672	21,897	28,507	31,726	收入	52.6	17.7	18.5	18.4	17.2
存貨	29,481	32,585	35,602	43,938	52,180	EBITDA	(58.9)	347.8	4.7	27.8	23.6
其他流動資產	27,563	36,300	23,068	37,058	-275,921	EBIT	(65.8)	410.2	9.3	27.2	24.7
物業、廠房及設備	5,068	6,992	8,732	10,619	351,470	淨利潤	(130.9)	(25.9)	48.4	23.4	24.5
無形資產	2,061	1,672	1,672	1,672	1,672	每股盈利	(101.3)	(27.4)	48.4	23.4	24.5
其他非流動資產	32,086	37,426	36,694	35,828	34,812	利潤率(%)					
總資產	145,228	183,629	173,932	204,768	245,584	毛利	12.7	13.9	13.9	14.3	14.8
應付賬款	46,287	59,528	48,909	58,271	68,714	EBITDA	2.2	8.5	7.5	8.1	8.5
短期借款	3,075	12,837	10,122	11,001	13,500	EBIT	1.8	7.8	7.2	7.8	8.2
其他流動負債	12,578	19,816	12,354	14,562	19,542	淨利潤	7.7	4.9	6.1	6.4	6.8
長期借款	7,856	4,787	4,787	4,787	4,787	其他比率					
遞延稅項負債	4,182	5,004	1,200	1,200	1,201	ROE(%)	19.0	12.3	15.4	16.0	16.6
其他非流動負債	0	0	0	0	0	ROA(%)	9.3	5.5	8.6	9.0	9.3
總負債	73,978	101,972	77,372	89,821	107,744	淨負債率	(31.1)	(38.4)	(32.5)	(27.3)	(22.7)
股本	0.38	0.39	0.39	0.39	0.39	利息覆蓋率(倍)	14.6	NA	218.6	219.7	238.7
儲備	71,323	81,330	96,233	114,619	137,513	應收賬款周轉天數	33.2	34.9	32.8	36.0	34.2
股東權益	71,323	81,331	96,233	114,620	137,514	應付賬款周轉天數	110.6	122.6	85.0	86.0	87.0
非控股權益	-73	327	327	327	327	存貨周轉天數	70.5	67.1	61.9	64.8	66.1
總權益	71,250	81,658	96,560	114,947	137,841	有效稅率(%)	3.2	16.9	14.0	15.0	15.0
淨現金 (負債)	22,145	31,358	31,358	31,358	31,358						

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
	持有：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介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn