



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  
S1010517080001



徐涛  
首席电子分析师  
S1010517080003



苗丰  
电子分析师  
S1010519120001

**公司 20Q3 业绩超预期，主要因为智能手机和海外业务推动收入大幅增长，以及经营杠杆提升带来费用率下降。展望未来，我们持续看好公司的手机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“买入”评级。**

**手机高增长，带动业绩超预期。**公司 20Q3 业绩超市场预期，实现调整后净利润 41.3 亿元（同比+18.9%），主要因为收入端同比+34.5%至 721.6 亿元，其中手机业务占比 66%、同比+47.5%，是主要的增长动力。公司 Q3 综合毛利率为 14.1%，比去年同期-1.3pcts、比上季度-0.3pct，各项业务毛利率均比上季度提升，综合毛利率环比略降主要是结构性的原因。销售、行政、研发三项合计费用率 9.4%，比去年同期-0.7pct、比上季度-1.9pcts，费用率下降主要因为经营杠杆的提升。

**智能手机：出货量大幅增长至全球第三，毛利率环比提升。**20Q3 智能手机收入 476.0 亿元（同比+47.5%），毛利率 8.4%，比去年同期-0.6pct、比上季度+1.1pcts。1) **出货量来看，公司 Q3 出货量 4660 万部（同比+45.3%），在各个区域均快速增长。**根据 Canalys，公司 20Q3 在全球市场份额提升至 13.5%、排名第三，在国内市场份额提升至 12.6%、稳居第四；在西欧出货量同比增长 107.3%，市场份额提升至 13.3%、排名第三；在中东欧市场份额提升至 26.9%、排名第二；在拉美、中东、非洲市场高速增长，市场份额分别提升至 9.0%、17.4%、10.7%，排名均在前四。2) **ASP 方面，国内提升，海外略降。**20Q3 公司国内 ASP 同比提升 14.7%，主要得益于国内中高端机型的较好表现，前 10 个月，定价高于 3000 元（中国大陆）或 300 欧元（海外）的智能手机全球销量超 800 万台，我们估测国内占一半以上。海外 APS 同比略下降 1.5%，主要是因为低价格的 Redmi 9 的销量超过 1400 万台，影响整体均价，且人民币升值或亦有一定的影响。3) **展望未来，基于供应链的高确定性、产品竞争力的提升和渠道的优化，预期公司手机全球市场份额将持续提升，而在开拓市场和 Q4 购物节促销的情况下，ASP 提升短期或受影响，但在中期来看 5G 换机周期、国内中高端占比提升料仍将带动公司 ASP 继续提升。**

**IoT：增速回升，毛利率整体提升。**20Q3 公司 IoT 收入 181.2 亿元（同比+16.1%），毛利率 14.2%，比去年同期+1.4pcts、比上季度+2.8pcts，主要由于毛利率较高的品类增长较快且智能电视的毛利率提高。1) **境外业务增长强劲。**20Q3 公司境外 IoT 业务同比增长 56.2%，收入创单季度历史新高，手环、滑板车、扫地机器人等产品的境外收入已经超过境内。2) **智能电视保持国内第一。**20Q3 公司智能电视全球出货量 310 万台，其中在中国大陆出货量保持连续 7 个季度第一，并推出了小米透明电视、小米电视大师 82 英寸等中高端产品。2020 年 9 月，公司智能电视以及小米盒子的 MAU 达到 3580 万（同比+49.9%），付费用户达到 420 万（同比增+28.2%），付费率 11.7%。3) **展望未来，在公司智能手机的海外拓展带动下，海外 IoT 收入料将持续快速增长，而国内随着经济和消费的恢复，IoT 业务的增速预期将持续回升。**

**小米集团-W 01810.HK**

当前价	27.15 港元
总股本	241 亿股
流通股本	176 亿股
近 52 周最高/最低价	28.40/8.35 港元
近 1 月绝对涨幅	24.26%
近 6 月绝对涨幅	128.92%
近 12 月绝对涨幅	223.60%

**互联网：20Q3 增速放缓，但在手机出货量快速增长带动下，互联网服务的增速将逐步提升。** 20Q3 公司互联网收入 57.7 亿元（同比+8.7%），毛利率 60.4%，比去年同期-2.5pcts、比上季度+0.2pct。1) **海外互联网收入强劲增长。** 20Q3 广告业务收入达到创新高的 33 亿元（同比+13.7%），主要得益于互联网商业化能力增强以及境外广告收入强劲增长。海外互联网服务收入 7 亿元，同比+75.6%，在互联网服务中占比 12.0%，主要原因是欧洲等地区用户增长较快带动。2) **游戏业务下降。** Q3 游戏业务收入 8 亿元（同比-1.9%、环比-20%），主要受到经济恢复后用户游戏时长减少、渠道分成比例下降等影响。3) **海外用户大幅增长，国内用户略降。** 2020 年 9 月，公司全球 MIUI MAU 达 3.68 亿（同比+26.3%），中国大陆地区 MIUI MAU 为 1.09 亿，略有下降。4) **展望未来，** 在欧洲等海外用户数和 ARPU 增长的情况下，海外互联网服务收入预计将持续快速增长；国内方面，随着公司手机市场份额和出货量的提升，料 MAU 将逐步企稳回升，进而推动互联网服务整体增速的提升。

**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等。

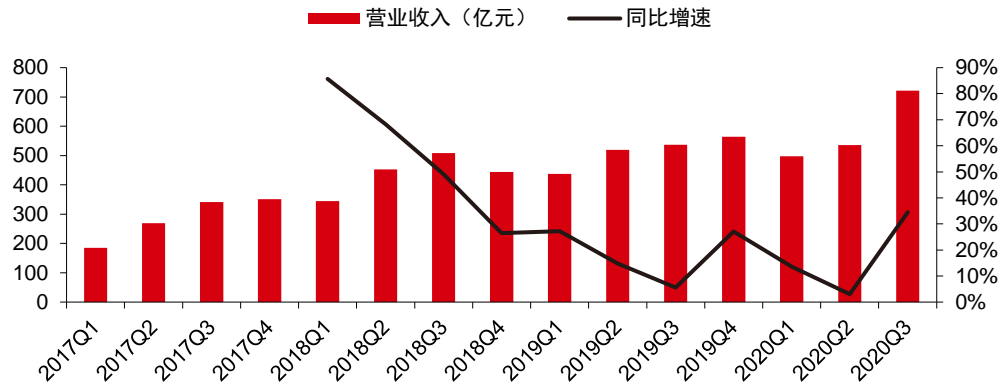
**投资建议：** 公司智能手机的全球销量和市场份额快速提升，海外 IoT 和互联网服务收入表现强劲，在经营杠杆的作用下费用率则有所下降。我们持续看好公司的手机竞争力和市场份额提升，亦长期看好公司 AIoT 业务的领先优势和平台价值，维持公司 2020-2022 年 Non-IFRS 净利润预测为 120/152/212 亿元，维持“买入”评级。公司当前市值 6552 亿港元（5563 亿人民币），对应 2020-2022 年 Non-IFRS 预测盈利的 PE 分别为 46X、37X、26X。

表 1：小米集团盈利预测表(百万元，人民币)

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	174,915	205,839	243,482	326,443	413,979
增长率 YoY	52.60%	17.70%	18.30%	34.10%	26.80%
归母净利润	13,554	10,162	11,868	13,782	19,499
增长率 YoY	--	-25.00%	16.80%	16.10%	41.50%
Non-IFRS 净利润	8,556	11,530	12,050	15,202	21,186
增长率 YoY	351.30%	34.80%	4.50%	26.20%	39.40%
毛利率	12.70%	13.90%	14.60%	14.70%	15.40%
净资产收益率 ROE	--	14.20%	12.60%	13.90%	16.30%
PE	65	48	46	37	26
PB	7.8	6.8	5.8	5.1	4.3

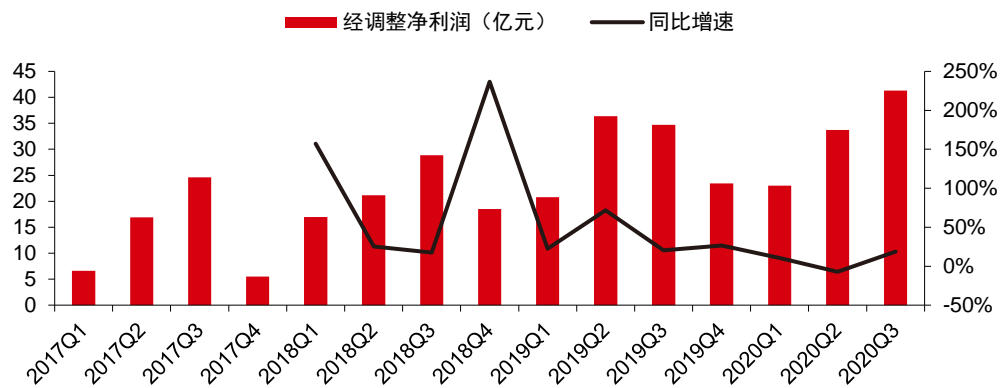
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：股价为 2020 年 11 月 24 日收盘价

图 1: 小米集团营业收入 (亿元)



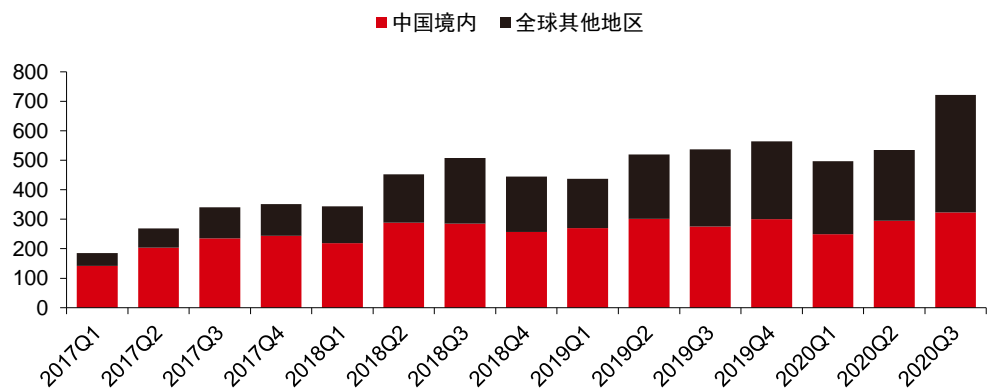
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 2: 小米集团经调整净利润 (亿元)



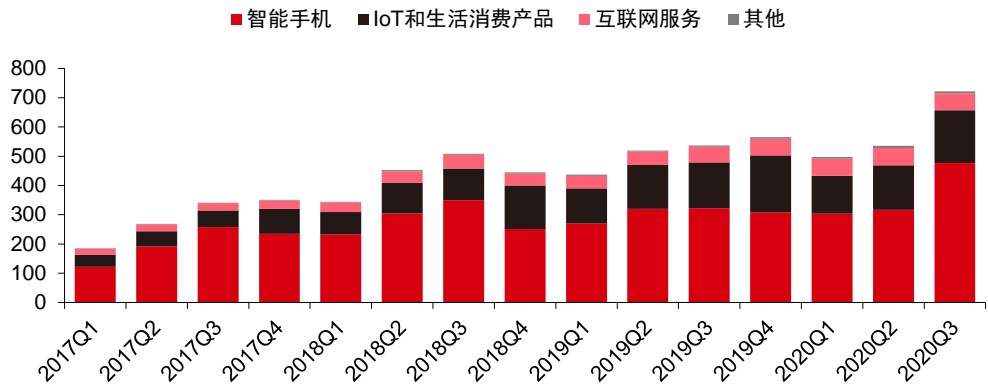
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 3: 小米集团收入拆分 (按地区) (亿元)



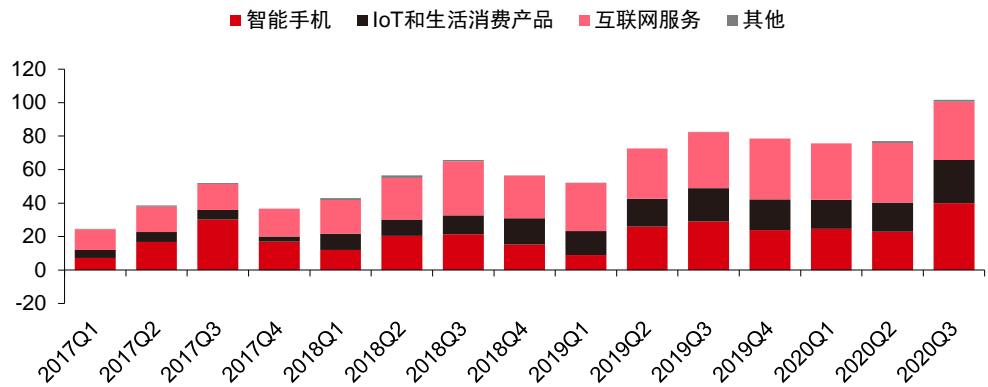
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 4：小米集团收入拆分（按分类）（亿元）



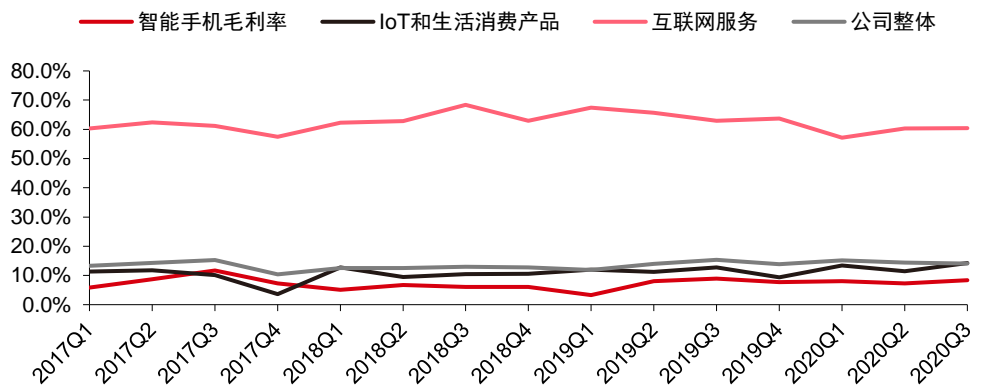
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 5：小米集团毛利拆分（按分类）（亿元）



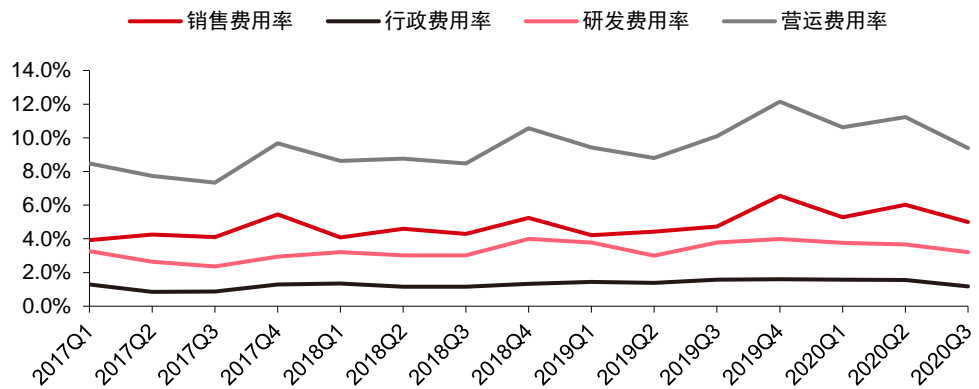
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 6：小米集团毛利率拆分（按分类）



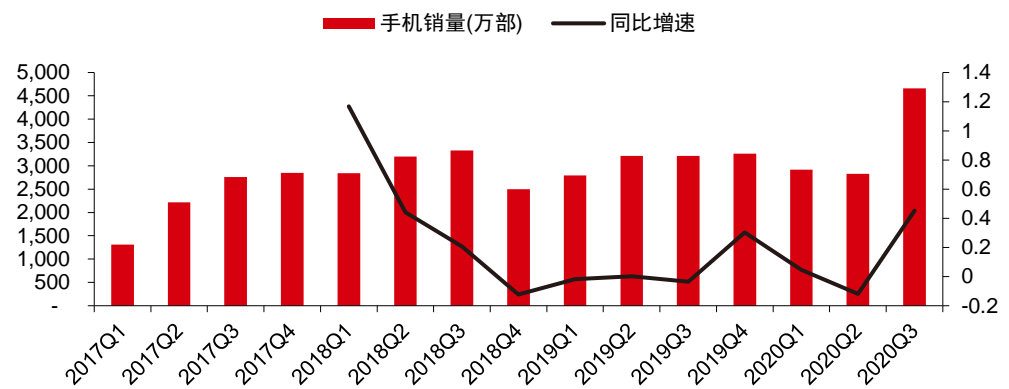
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 7: 小米集团费用率拆分



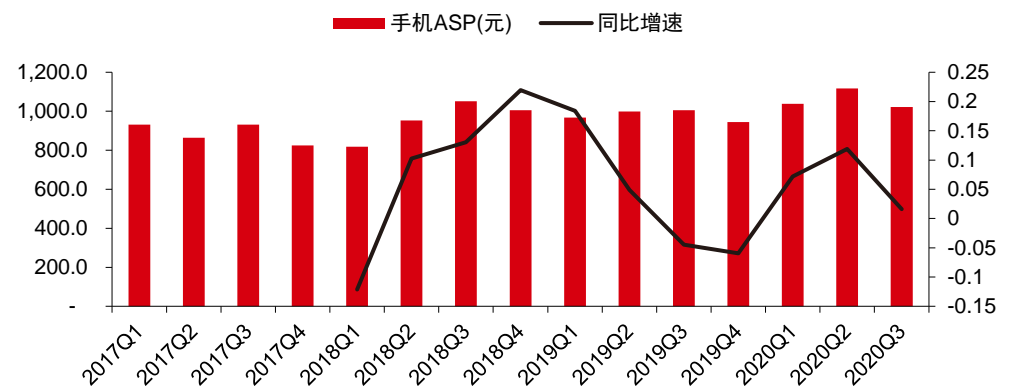
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部 注: 2018Q2 行政费用率剔除一次性以股份为基础的薪酬 99 亿元

图 8: 小米集团手机销量 (万部)



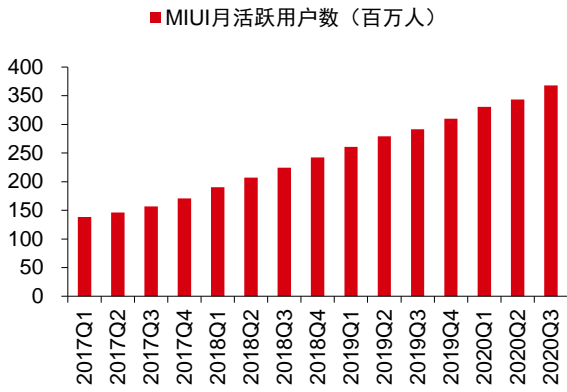
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 9: 小米集团手机均价 (元)



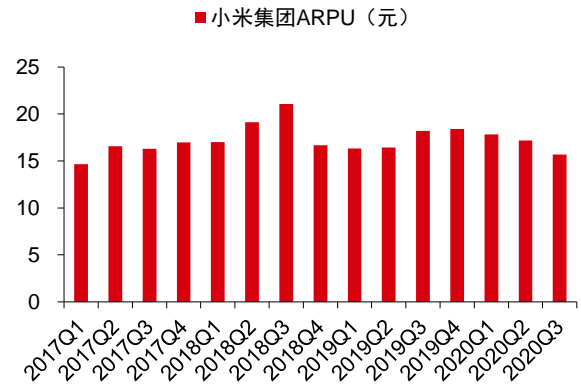
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 10: 小米集团 MIUI MAU (百万人)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 11: 小米集团 ARPU (元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

**利润表 (亿元)**

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%
公允价值变动净收益	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

**现金流量表 (亿元)**

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

**资产负债表 (亿元)**

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	438.51	813.30	813.30	813.30	813.30
归属于母公司所有者权益合计	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
股东权益合计	1,452.28	1,836.29	2,163.91	2,707.28	3,264.20
负债股东权益总计	330.76	489.81	579.49	776.93	985.27

**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。	股票评级	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
	行业评级	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INZ00001735，作为商人银行的INM00010619，作为研究分析商的INH00001113）；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）或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。