

买入
5G 推动手机与 IoT 外延发展，品牌与生态打造内生动力
小米集团-W (1810.HK)

2020-07-03 星期五

投资要点

目标价:	16.58 港元
现价:	13.60 港元
预计升幅:	21.91%

重要数据

日期	2020-07-02
收盘价 (港元)	13.60
总股本 (亿股)	240.80
总市值 (亿港元)	3274.30
净资产 (百万元)	81,658
总资产 (百万元)	183,629
52 周高低 (港元)	14.00/8.28
每股净资产 (元)	0.48

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

雷军 (27.74%)

相关报告
研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gzyq.com.hk

➤ **智能手机业务全球市场份额稳步提升，夯实 IoT 及互联网业务发展基石**
 得益于公司深化国际扩张，持续增强海外本土化能力，出海收效显著。1Q20 全球智能手机出货量市占率为 10.7%，yoy+1.8ppts，位列第四，并于 45 个国家和地区排名前五。其中 1Q20 公司海外手机销量 yoy+28%；欧洲 yoy+58.3%，市占率同比上升 8.6ppts 至 14%，逆势录得高正增长。随着公司出海战略持续推进，看好其在海外市场持续发力。

公司率先推出千元 5G 手机，受益于 5G 普及红利，有望拔得中低端 5G 手机市场先机。加之，考虑到我国手机客户需求呈高端化趋势，公司推出“双品牌”战略优化产品结构，扩大目标客户群体，有望在高端手机市场实现突破。

➤ **IoT 与生活消费品业务赋予公司增长新动能**

公司当前为全球最大的消费物联网平台，截至 1Q20，IoT 智能物联网设备连接超过 2.52 亿台，2015-2019 年收入 CAGR 为 63.49%。预测我国物联网连接量未来五年 CAGR 为 27.8% 达 199 亿。预计未来公司 IoT 与生活消费产品业务，将由智能电视和智能个人音频设备以及其他产品类推动高速增长。

➤ **凭借高效的销售和生态链商业模式，具备持续推出高产品力“爆款”实力**
 公司凭借全渠道销售策略，供应链优势显著。并且建立起规模超 290 家的生态链体系，形成了“前店后场”的商业模式：统一品牌、销售渠道、供应链，以 OEM 模式快速扩充品类并在全球范围以零售店形式扩张。因此小米系企业能够以集成化成本优势，建立价格护城河，快速推出爆品，其产品的高产品力可以通过比较同类竞品参数配置和价格差异得以验证。

➤ **以智能硬件为依托，互联网业务变现渠道和规模增量空间广阔**

随着公司智能手机及电视等核心智能设备销量及份额的上升、高端化战略的推进以及海外用户规模不断壮大，公司变现能力有望逐渐提高。并且随着公司变现渠道多样化发展，互联网收入被赋予新的增长驱动力。

➤ **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.58 港元：**

我们预测 20/21 年公司实现营业收入分别为 2461.3/3130.3 亿，yoy+19.6%/+27.2%；归母净利润分别为 108.3/153.5 亿，yoy+7.8%/+41.8%。基于相对估值和分部加总估值综合计算，公司合理股价为 16.58 港元/股，对应 2020 年 27 倍 PE，离现价有 21.91% 涨幅空间。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	174,915	205,839	246,135	313,026	389,083
同比增长(%)	52.6%	17.7%	19.6%	27.2%	24.3%
归母净利润	13,554	10,044	10,828	15,349	19,759
同比增长(%)	130.9%	-25.9%	7.8%	41.8%	28.7%
归母净利润率	7.7%	4.9%	4.4%	4.9%	5.1%
每股盈利 (元)	0.84	0.42	0.45	0.61	0.75
PE@13.6HKD	14.70	29.30	30.48	20.34	16.59

数据来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

目录

目录.....	2
1.以智能硬件为核心，独具新零售思维和投资基因的硬件巨头.....	6
1.1 公司简介.....	6
1.2 发展历程.....	7
1.3 股权结构.....	7
1.4 硬件贡献七成营收，互联网服务贡献五成毛利.....	8
2.智能手机业务全球市场份额稳步提升，夯实 IOT 及互联网业务发展基石.....	9
2.1 全球化成果显著，看好公司在海外市场持续发力.....	9
2.2 抢占 5G 普及红利，静待 5G 手机放量.....	14
2.3 “小米+红米”双品牌战略，有望在高端市场实现突破.....	16
3. IOT 与生活消费品业务赋予公司增长新动能.....	18
3.1 IoT 市场前景可期，需求具有确定性.....	18
3.2 业务体量初具规模，未来有望保持高增长.....	20
3.3 独具投资眼光，建立起庞大生态链体系.....	25
4. 凭借高效的销售和生态链商业模式，具备持续推出高产品力“爆款”产品的实力.....	27
4.1 线上、线下销售渠道紧密结合，提升供应链效率.....	27
4.2 公司与其生态链体系形成了“前店后场”的高效低成本商业模式.....	30
5. 以智能硬件为依托，互联网业务变现渠道和规模增量空间广阔.....	32
6.财务分析.....	33
7.盈利预测与投资建议.....	35
7.1 关键假设.....	35
7.2 行业估值及目标价.....	37
风险提示.....	38

图目录

目录.....	2
图 1: 公司“手机+AIOT”战略主要产品概览.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2019 年 12 月 31 日)	8
图 3: 营收稳健提升.....	8
图 4: 毛利高速增长.....	8
图 5: 智能手机收入占比逐年下降, 2019 年为 59.32%.....	9
图 6: 互联网服务业务毛利占比最高, 2019 年为 44.98%.....	9
图 7: 海外收入高速增长.....	9
图 8: 海外收入占比情况.....	9
图 9: 手机业务收入稳健增长.....	10
图 10: 全球手机市占率-分品牌.....	10
图 11: 公司海外手机销量增速快于总销量.....	10
图 12: 公司海外市场出货量逐年提升.....	10
图 13: 小米于 2017 年成为印度手机市场销量第一, 并连续十一个季度位列第一.....	12
图 14: 欧洲手机市场销量市占率-分品牌.....	13
图 15: 欧洲手机市场销售渠道占比.....	13
图 16: 小米欧洲发布会.....	14
图 17: 小米之家巴塞罗那店开业火爆.....	14
图 18: 2019.7-2020.4 我国 5G 手机出货量及环比增速.....	14
图 19: 2019.8-2020.4 我国 5G 手机销量占比.....	14
图 20: 1Q20 我国 5G 手机平均单价下探至 557 美元.....	14
图 21: 我国安卓手机分价格段销量份额情况.....	16
图 22: 2019 年公司在国内的手机市场份额有所下滑.....	16
图 23: 1Q19 我国 TOP5 手机品牌分价格段销量份额.....	16
图 24: 公司手机分价格段销量份额趋势.....	18
图 25: 2015-2019 年公司手机 ASP.....	18
图 26: 2025 年我国物联网连接量将接近 200 亿.....	19
图 27: 2022 年我国 AIOT 总产值预计超 7500 亿元.....	19
图 28: 按已连接设备数量计算的消费级 IOT 市场份额, 公司位列第一.....	19

图 29: 全球 TOP6 智能设备供应商.....	19
图 30: 公司 AIOT 智能硬件开放生态 (1+4+X)	20
图 31: 公司 IOT 与生活消费产品收入保持高增长.....	21
图 32: 我国智能电视占彩电出货量比例稳步提升.....	21
图 33: 2020.03 公司推出巨幕 REDMI 智能电视 MAX98".....	22
图 34: 大中华地区推动 2020 年物联网市场增长.....	22
图 35: 每 100 台智能手机出货 27 台个人智能音频设备产品.....	23
图 36: 3Q19 TWS 耳机出货 4300 万台, 成为个人智能音频设备的最大产品类别.....	23
图 37: 我国 51% 的市占率超越美国成为最大的智能音箱市场.....	23
图 38: 2019 年公司 TWS 耳机市场份额全球第二, 占比 8.5%.....	24
图 39: 全球智能音箱市场份额.....	24
图 40: 我国智能音箱市场份额.....	24
图 41: 2019 年公司可穿戴设备市场份额全球第一, 占比 21.2%.....	25
图 42: 1Q20 年公司路由器、电动踏板车和扫地机器人营收高速增长.....	25
图 43: 公司生态链.....	26
图 44: 1Q20 年公司权益性投资首次转正, 为 1.31 亿元.....	27
图 45: 公司智能手机线上销售占比为 56%, 比例位居全球主要手机品牌第一.....	27
图 46: “线上”+“线下”融合的新零售模式.....	28
图 47: 小米之家最新数量为 637 家 (截至 2020.1.15)	28
图 48: 小米之家开店分布图 (截至 2020.1.15)	28
图 49: 小米新零售八大战略 (坪效公式)	29
图 50: 小米之家门店图示.....	29
图 51: 小米之家在全球各类线下门店排名.....	29
图 52: 石头科技和科沃斯以及主要家电公司毛利率、销售费用率、净利率比较.....	32
图 53: 公司互联网收入高速增长.....	32
图 54: 公司主要手机应用及智能设备月活越用户趋势.....	33
图 55: 公司毛利率情况-分业务.....	34
图 56: 公司毛利率处于行业较低水平.....	34
图 57: 公司销售费用率处于行业较低水平.....	34
图 58: 公司研发费用率处于行业中低水平.....	34
图 59: 公司研发费用率处于行业中低水平.....	35

图 60: 公司流动比率、速动比率情况.....	35
图 61: 公司资产负债率适中.....	35
财务报表摘要.....	39

表目录

目录.....	2
表 1: 公司发展历程.....	7
表 2: 全球、中国、印度、欧洲手机市场销量增速-分品牌.....	11
表 3: 小米系(包括顺为资本)在印度的投资战略.....	12
表 4: 主要品牌 5G 手机及价格 (截至 2020.6)	15
表 5: 1Q20 全球及我国 5G 手机品牌出货量占比情况.....	16
表 6: 近两年小米和红米机型梳理 (截至 2020.06)	17
表 7: 2019 年我国线上渠道 LCD 彩电销售情况.....	22
表 8: 公司直销比例占比高达 34.4%.....	28
表 9: 小米之家与苹果专门店的对比.....	30
表 10: 小米手机竞品比较-分价格段.....	31
表 11: 小米手机竞品比较-分价格段.....	31
表 12: 小米扫地机器人竞品比较.....	31
表 13: 小米 TWS 耳机竞品比较.....	31
表 14: 智能手机业务关键假设及预测.....	36
表 15: IOT 与生活消费产品业务关键假设及预测.....	36
表 16: 互联网服务业务关键假设及预测.....	37
表 17: 净利润关键假设及预测.....	37
表 18: 分部加总估值.....	37
表 19: 行业可比公司估值.....	38

1.以智能硬件为核心，独具新零售思维和投资基因的硬件巨头

1.1 公司简介

小米成立于2010年，是一家以手机、智能硬件和IoT平台为核心的公司。公司主营业务包括智能手机、IoT与生活消费产品、互联网服务以及其他业务。其中，智能手机业务采取“双品牌”战略，两大品牌分别为小米和红米；IoT与生活消费产品主要包含智能电视、可穿戴设备、智能音箱等在智能生活领域扮演控制中枢角色的重要IoT产品；互联网服务收入主要源于广告服务以及线上游戏、电视互联网、互联网金融、有品电商等互联网增值服务；其他收入主要为硬件相关的维修。

公司使命是始终坚持做“感动人心，价格厚道”的好产品，让全球每个人都能享受科技带来的美好生活。公司拥有独特的“铁人三项”商业模式，包括：1) 创新、高质量、精心设计且专注于卓越用户体验的硬件，2) 使公司能够以厚道价格销售产品的高效新零售和 3) 丰富的互联网服务。并于2019年启动“手机+AIoT”双引擎战略。

截止2019年底，公司的业务遍及全球90多个国家和地区。当前，公司是全球第四大智能手机制造商，手机出货量在45个国家和地区位居Top5。公司亦为全球第一大消费物联网平台。

图 1：公司“手机+AIoT”战略主要产品概览



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

1.2 发展历程

公司自 2010 年创立以来，业务持续高速发展，于成立两年后实现年销售额突破 10 亿美元，四年后实现年销售额突破 1000 亿美元并于当年成为大陆市场出货量排名第一的智能手机公司。随后小米以物联网为战略导向基准，打造全方位小米生态链，于 2017 年成为全球最大智能 IoT 平台。

表 1：公司发展历程

年份	事件
2010	小米公司成立； 发布 MIUI 系统和米聊 APP
2011	发布首款小米 1 手机，进入智能手机市场； 米聊用户超 700 万
2012	举办第一届“米粉节”； 年销售额突破 10 亿美元
2013	推出小米 3 和红米系列千元机； 推出小米随声 Wifi，小米移动电源、小米路由器
2014	年销售额突破 100 亿美元； 小米进军印度市场
2015	小米金融 APP 上线； 小米商城登录欧美，MIUI 系统月活跃用户超 1 亿
2016	米家品牌发布
2017	首款自主研发芯片澎湃 S1 发布； 成为全球最大智能硬件 IoT 平台； 2017 年第四季度成为印度市场出货量排名第一的智能手机公司
2018	发布小米 6X 和小米 8 等； 香港主板上市
2019	全面推动“手机+AIoT”双引擎战略； 首次进入《财富》世界 500 强，成为榜单中最年轻的 500 强公司

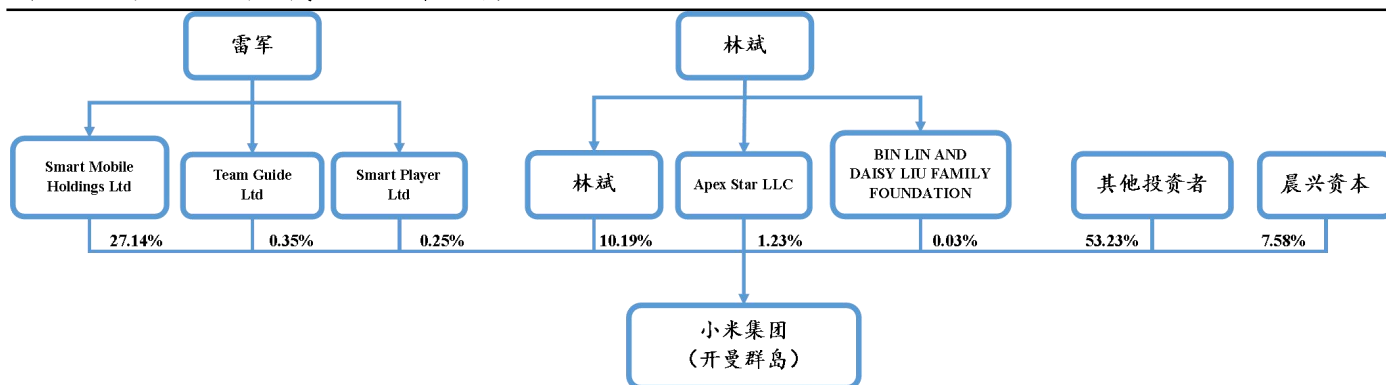
资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

1.3 股权结构

2018 年 7 月 9 日，小米成功在香港主板上市，成为了港交所首个同股不同权上市公司，创造了香港史上最大规模科技股 IPO，以及当时历史上全球第三大科技股 IPO。

截至 2019 年底雷军持股比例高达 27.74%，林斌持股比例为 13.33%，晨星集团持有小米集团 11.45% 的股份，晨兴资本持股 7.58%，其他投资者共持有公司 53.23% 的股份。在 AB 股制度下，雷军和林斌分别拥有 50.8% 和 28.4% 的表决权，雷军对公司具有牢固的控制力。

图 2：公司股权结构（截至 2019 年 12 月 31 日）

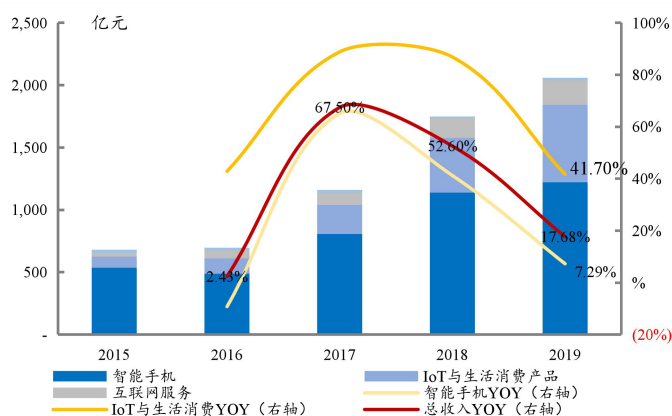


资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

1.4 硬件贡献七成营收，互联网服务贡献五成毛利

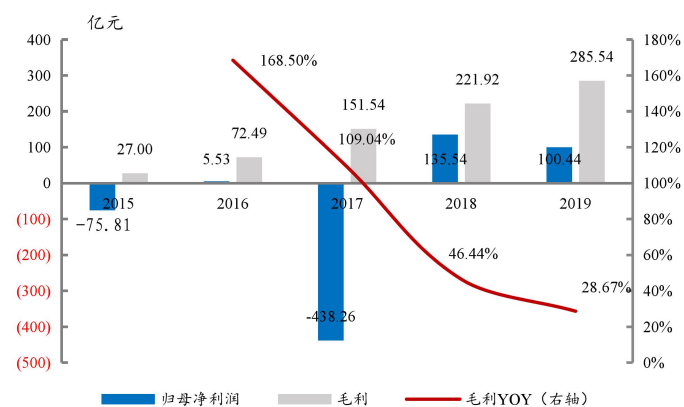
营业收入与毛利稳健提升。收入方面，2015-2019 年整体营收 CAGR 为 30.93%，至 2019 年录得收入 2058.38 亿元，主要得益于为手机业务稳定增长，IoT 与生活消费品及互联网服务录得快速增长。毛利方面，2014-2019 年整体毛利 CAGR 为 80.33%，至 2019 年为 285.54 亿元，主要得益于智能硬件毛利率提升。净利润方面，2017 年有所波动，主要原因为可转换可赎回优先股的公允价值变动为 540.7 亿，于 2018 年 7 月 9 日首次公开发售完成后，公司所有优先股转换为 B 类普通股，后续不再对净利润产生影响。

图 3：营收稳健提升



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

图 4：毛利高速增长



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

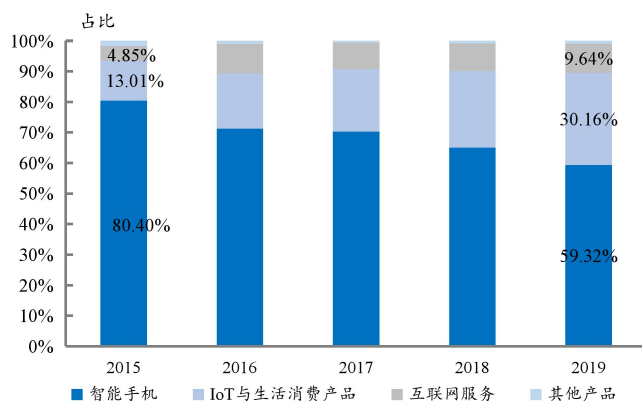
智能手机为主要收入来源，2019 年占比为 59.32%。2019 年 IoT 与生活消费产品收入占比为 30.16%，较 2015 年比例提高 17.15ppts；互联网业务收入占比为 9.64%，较 2015 年上升 4.79ppts。

互联网业务为主要毛利来源，2019 年占比为 44.98%。2019 年智能手机业务毛利为 87.59 亿元，yoy+24.37%，占比 30.68%；IoT 与生活消费产品录得毛利 69.54 亿元，yoy+54.16%，占比 24.35%；互联网业务毛利为 128.43 亿元，yoy+25.04%，占比 44.98%。

互联网服务贡献一半以上的利润。据 2019 年公司年报披露，硬件业务的净利率不足

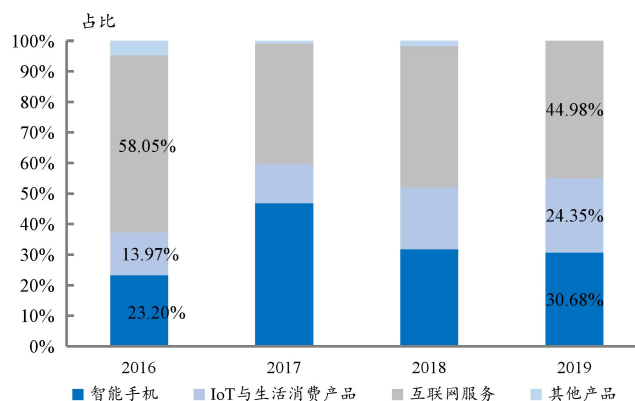
1%，按 2019 年该部分业务总收入 1841.83 亿测算，其利润规模不超过 19 亿，占归母净利润 100.44 亿比例不超过 18.91%；投资收益占归母净利润比例为 37.96%；互联网业务占比约 55.87%，测算得出互联网业务净利率约 28%。

图 5：智能手机收入占比逐年下降，2019 年为 59.32%



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

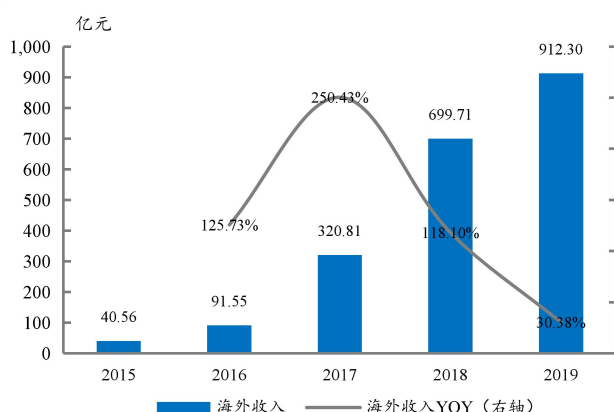
图 6：互联网服务业务毛利占比最高，2019 年为 44.98%



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

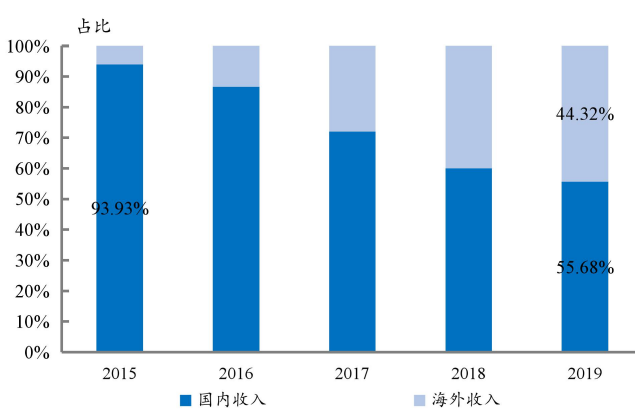
海外收入高速增长，占比逐年提升。2014-2019 年海外收入 CAGR 为 117.78%，至 2019 年为 912.3 亿元，占总收入比例为 44.32%，较 2015 年占比提升 38.25ppts。

图 7：海外收入高速增长



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

图 8：海外收入占比情况



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

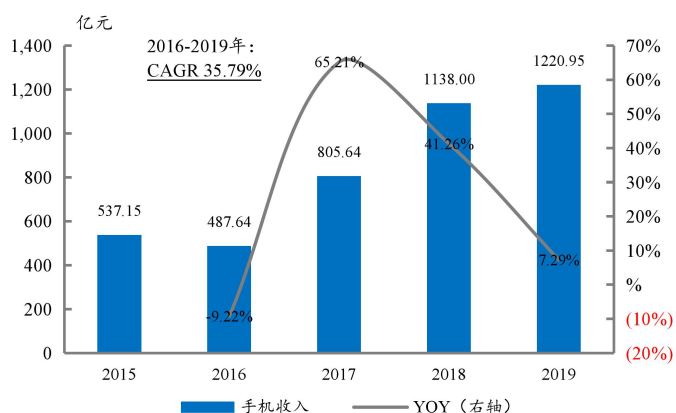
2. 智能手机业务全球市场份额稳步提升，夯实 IoT 及互联网业务发展基石

2.1 全球化成果显著，看好公司在海外市场持续发力

手机业务规模稳健增长，全球销量份额第四。2016-2019 年手机业务收入 CAGR 为 35.79%，其中 2017/2018/2019 年 yoy 分别为+65.24%/+41.26%/+7.29%，2019 年收入增长至 1220.95 亿元。1Q20 录得手机收入 303.25 亿元，yoy+12.28%，于全球手机市场受疫情影响整体下滑的背景下，实现逆势增长，主要得益于其手机销量市场份额提升。2019 年公司全球销量份额较上年提高 0.67ppts 至 9.16%；1Q20 同比增长

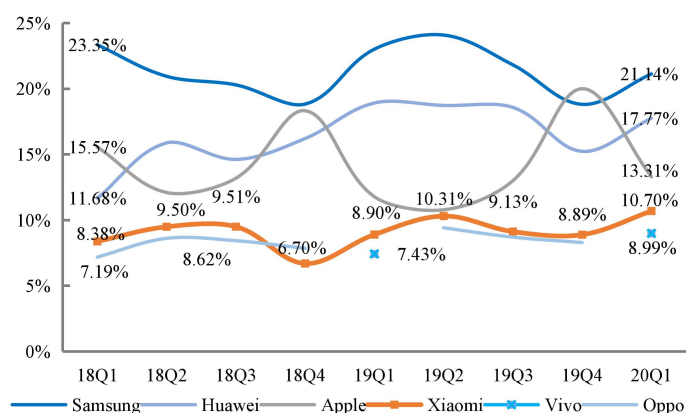
1.80ppts 至 10.70%，排名第四，较第三相差 2.61%。

图 9：手机业务收入稳健增长



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

图 10：全球手机市占率-分品牌

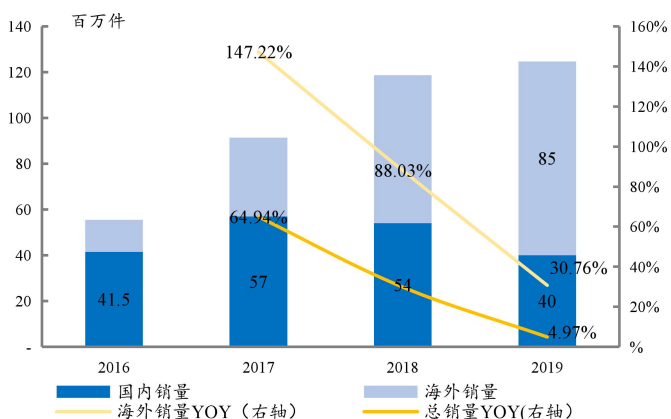


资料来源：IDC、国元证券经纪(香港)整理

海外销量增速远高于总销量。2019 年公司手机总销量为 124.6 百万件，yoy+4.97%。其中，国内销量 40 百万件，yoy-25.93%；海外销量 84.6 百万，yoy+30.76%。1Q20 公司手机总销量为 29.2 百万件，yoy+4.66%。

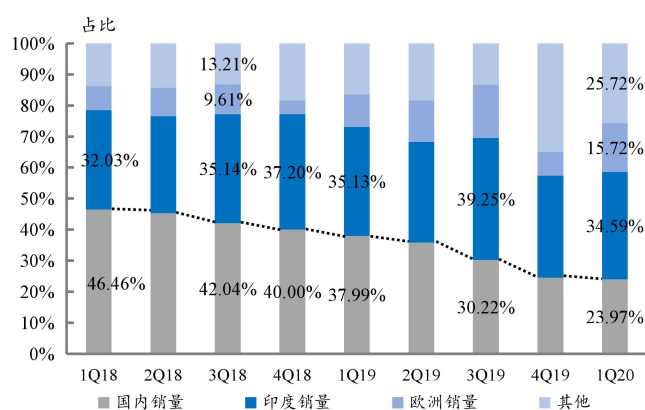
海外销量占比逐年攀升，1Q20 高达 76.03%。销量占比方面，2019 年海外销量占总量比例为 67.90%，较 2017 年上升 30.25ppts，其中印度、欧洲市场销量占比分别提高 6.66ppts、4.76%至 2019 年分别为 34.99%、12.2%。

图 11：公司海外手机销量增速快于总销量



资料来源：公司公告、IDC、Canalys、国元证券经纪(香港)整理

图 12：公司海外市场出货量逐年提升



资料来源：公司公告、IDC、国元证券经纪(香港)整理

得益于公司深化国际扩张，复制商业模式到海外并进行本土化落地，手机业务出海收效显著。4Q29 公司于全球 45 个国家和地区手机市场份额排名前五。

1、具体分区域看公司手机销量市占率以及增速

- 我国：2019、1Q20 公司市场份额分别为 10.91%、10.51%，排名第四。
- 印度：2019、1Q20 公司市场份额分别为 28.59%、31.08%，出货量连续十一个季

度在印度市场位居第一。

- 欧洲：2019年公司欧洲市场手机销量为15.2百万件，yoy+61.7%，同比增速在欧洲市场Top5手机品牌中位列第一；市场份额为8.08%，较2018年上升3.08ppts。
 - 西欧：4Q19、1Q20销量增速分别为115.4%、79%，同比增速在西欧市场Top5手机品牌中位列第一；1Q20市占率为10%，排名第四。
 - 西班牙：4Q19、1Q20销量增速分别为66%、46%，同比增速在西班牙市场Top5手机品牌中位列第二；1Q20市占率为28%，较上一季度提高5ppts，排名第一。
 - 德国：1Q20市占率为6%，排名第四。
 - 意大利：4Q19、1Q20销量增速分别为206%、306%，同比增速在意大利市场Top5手机品牌中位列第二；1Q20市占率为16%，排名第三。
 - 法国：4Q19、1Q20销量增速分别为70%、83%，同比增速在法国市场Top5手机品牌中位列第一；1Q20市占率为11%，排名第四。
- 拉丁美洲：1Q20销量增速高达236.1%
- 非洲：1Q20销量增速为284.9%

表2：全球、中国、印度、欧洲手机市场销量增速-分品牌

品牌及排名	2018	2019	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
全球智能手机出货量YOY-分品牌							
1.Samsung	-8%	1%	-8%	6%	8%	-1%	-19%
2.Huawei	34%	17%	52%	8%	28%	-7%	-17%
3.Apple	-3%	-9%	-29%	-18%	-1%	8%	0%
4.Xiaomi	28%	5%	-1%	0%	-3%	31%	6%
5.Vivo	-	-	-	-	-	-	7%
6.Oppo	1%	1%	-	0%	4%	4%	-
中国市场智能手机出货量YOY-分品牌							
1.Huawei	16%	34%	40%	31%	65%	10%	-4%
2.Vivo	11%	-13%	13%	-14%	-19%	-36%	-25%
3.Oppo	-2%	-20%	-15%	-16%	-22%	-37%	-16%
4.Xiaomi	-8%	-21%	-20%	-21%	-31%	-20%	-34%
5.Apple	-12%	-10%	-41%	-19%	7%	14%	-12%
印度市场智能手机出货量YOY-分品牌							
1.Xiaomi	54%	9%	8%	4%	8%	15%	3%
2.Samsung	4%	-3%	-4%	16%	-8%	-16%	-29%
3.Vivo	21%	68%	110%	33%	58%	97%	62%
4.Oppo	10%	60%	9%	44%	90%	85%	42%
5.Realme	-	268%	-	600%	415%	74%	126%
欧洲市场智能手机出货量YOY-分品牌							
1.Samsung	-	10%	-7%	20%	26%	1%	-23%
2.Huawei	-	-1%	67%	-16%	-1%	-41%	-35%
3.Apple	-	-8%	-24%	-17%	-4%	9%	-10%
4.Xiaomi	-	62%	32%	48%	72%	127%	58%

资料来源：IDC、Canalys、国元证券经纪(香港)整理

海外疫情因素或影响公司Q2、Q3表现，但考虑到当前海外市场复苏迹象已显现，预计

公司全年业绩受影响程度有限。

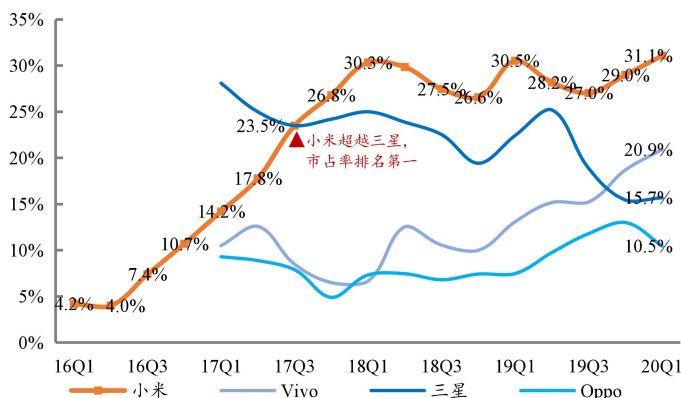
2、以印度和欧洲市场为例，看公司拓展海外市场的本土化策略

➤ 印度

公司 2014 年进军印度市场，凭借中低端智能机抓住印度市场智能机渗透机遇，仅历时三年半于 2017 年底成为印度按出货量计排名第一的智能手机公司，主要得益于：

- 1) 公司在印度成功复制了“饥饿营销+米粉文化+低价战略”；
- 2) 发挥线上渠道优势，与印度最大的电商网站 Flipkart 合作；
- 3) 积极拓展线下渠道，与印度实体零售巨头 Future Group 以及 Big C Mobiles、Poorvika Mobiles、Sangeetha Mobiles 等大型零售店建立合作伙伴关系，搭建分销商网络；
- 4) 在印度密集投资，实现制造本地化。公司计划 2018-2020 年间完成向印度初创公司投资 10 亿美元的战略。截至目前公司印度销售的手机中几乎全部为“印度制造”。公司亦计划将生态链商业模式运用于印度，实现每年在印度推出两到三个生态系统产品。
- 5) 员工本地化，提高运营效率。公司在印度的分部以及工厂中均聘用本地员工，仅配备少量中国负责人，承担各项对接工作。

图 13：小米于 2017 年成为印度手机市场销量第一，并连续十一个季度位列第一



资料来源：IDC、国元证券经纪(香港)整理

表 3：小米系(包括顺为资本)在印度的投资战略

时间	投资或合作公司	投资金额	领域
2015	富士康	—	硬件生产
2017	Hipad Technology	—	硬件生产(充电宝)
2016	Hungama Digital Media Entertainment	2500 万美元	音乐视频在线提供商
2016	Mech Mocha	500 万美元	游戏
2017	Truebil	307 万美元	二手车交易平台
2017	Clip	600 万美元	手机视频应用程序
2017	ShareChat	1820 万美元	社交软件

2017	KrazyBee	800 万美元	大学生分期平台
2017	RozBuzz	约千万人民币	一点互联网资讯
2018	Pratilipi	430 万美元	文学作品发表平台
2018	ZestMoney	2000 万美元	网贷平台
2018	Zomato	—	在线食品配送平台
2019	—	5.1 亿美元	—
2020	WorkIndia	4114 万人民币	线上和移动业务
2020	Kuku FM	550 万美元	方言播客应用程序

资料来源: TechWeb、国元证券经纪(香港)整理

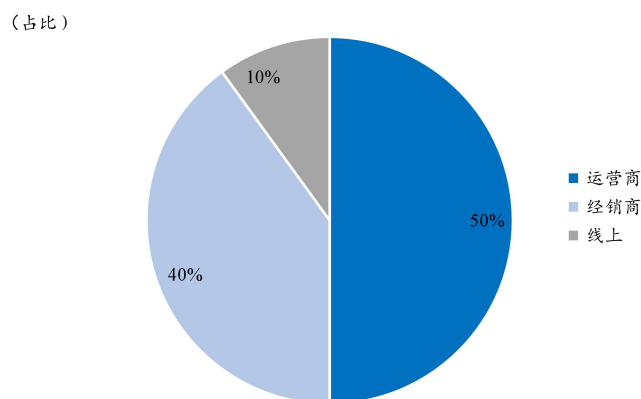
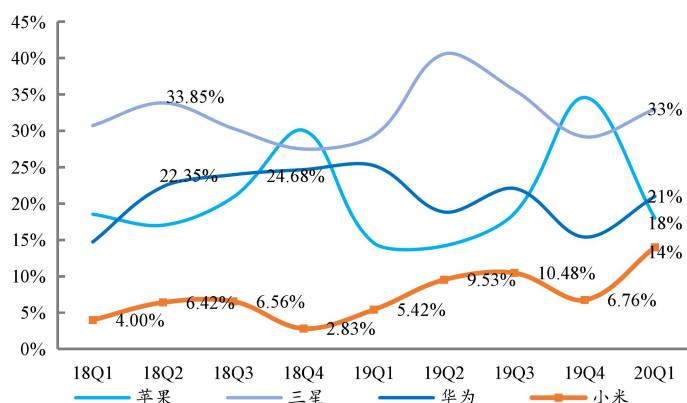
➤ 欧洲

公司于 2017 年底进入欧洲市场,市场扩张速度极快,2018 年 Q1 便在西班牙的市场占有率达 14.1%,成为西班牙市场的第三大手机厂商,仅次于三星和华为。随后公司开始开拓法国、意大利等国,市场渗透速度依然保持高增速,截至 1Q20 公司欧洲市场市占率高达 14%,较前一季度提升 7.2ppts。主要得益于:

- 1) 公司与欧洲地区运营商合作紧密,与沃达丰(Vodafone)、O2、Three、Orange、Free、Bouygues、SFR、Tim 等欧洲知名运营商建立起良好合作关系。并且公开市场渠道拓展顺利;
- 2) 塑造起具有“科技感、简约时尚”的品牌形象,符合欧洲消费者喜好。
- 3) 树立起良好专利形象,得到运营商、经销商以及市场和消费者的认可。采取科学的知识产权策略,积极和合作伙伴签订交叉许可协议。虽然面临了一些专利纠纷甚至诉讼,但截至目前公司保持着全胜的状态。

图 14: 欧洲手机市场销量市占率-分品牌

图 15: 欧洲手机市场销售渠道占比



资料来源: IDC、Canalys、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: Canalys、国元证券经纪(香港)整理

图 16: 小米欧洲发布会



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 17: 小米之家巴塞罗那店开业火爆

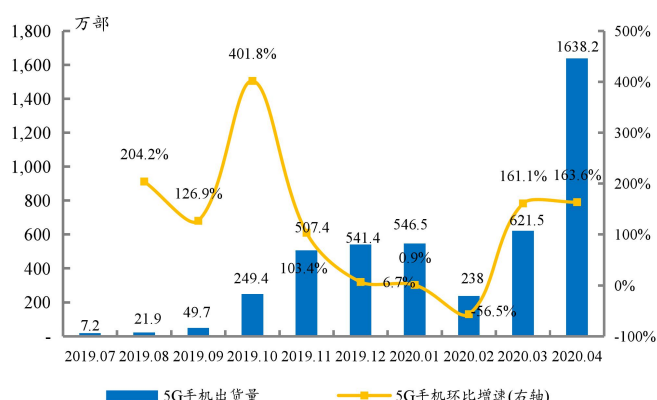


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

2.2 抢占 5G 普及红利，静待 5G 手机放量

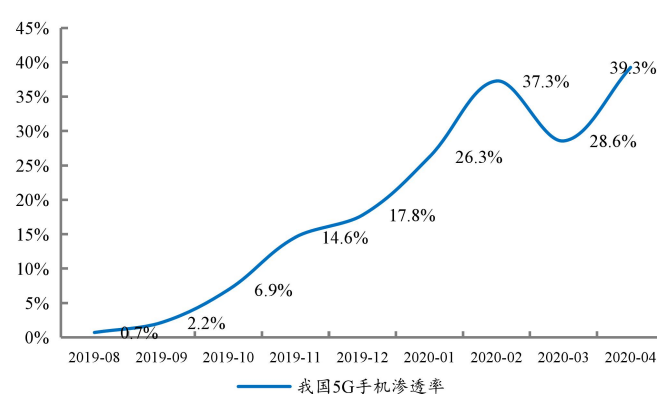
5G 手机逐步向大众市场渗透，平均单价持续下探。自 5G 手机正式进入市场三个季度以来，2019 年 7 月至 2020 年 4 月国内 5G 智能手机出货量累计达 4,421.2 万台，截至 4 月我国 5G 手机销量占比为 39.3%。5G 商用初期，5G 手机以中高端价位居多，随着不同档位 5G 新上市机型增加，5G 手机渗透率不断提升，平均单价亦在迅速下探，1Q20 已降至 557 美元，环比降幅达 13.4%。

图 18: 2019.7-2020.4 我国 5G 手机出货量及环比增速



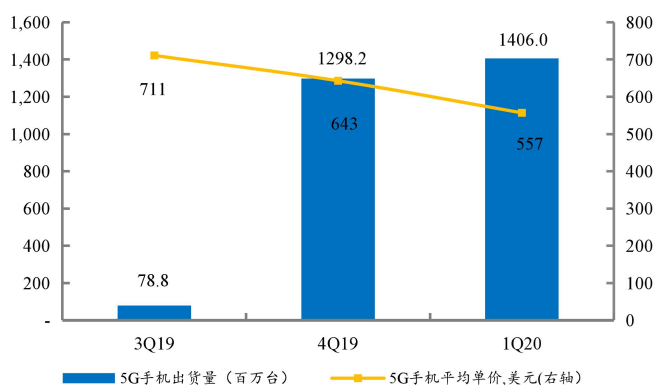
资料来源: 信通院、国元证券经纪(香港)整理

图 19: 2019.8-2020.4 我国 5G 手机销量占比



资料来源: 信通院、国元证券经纪(香港)整理

图 20: 1Q20 我国 5G 手机平均单价下探至 557 美元



资料来源: IDC、国元证券经纪(香港)整理

公司率先推出最低价 5G 手机，有望拔得中低端 5G 手机市场先机。

- **Redmi K30:** 于 2019 年 12 月，公司率先推出当时起售价最低的 5G 手机 Redmi K30，售价为 1999 元起。公司“超低价高性价比”新机大幅降低了 5G 门槛，推进 5G 手机加速向大众市场渗透，有利于公司抢占 5G 普及红利。
- **Redmi 10X:** 于 2020 年 5 月，公司推出全球首款千元 5G 手机 Redmi 10X，售价为 1599 元起，进一步降低消费者换机门槛，刺激换机需求。

公司 5G 手机市场份额表现优于 4G，且与其他 top 厂商份额差距缩小。

- **全球:** 1Q20 公司全球 5G 手机市场份额为 10.4%，位列第四，仅较第三名 Vivo 份额低 1.6ppts。相比较而言，19 年公司全球市场份额为 9.16%，排名第四，低于第三名 Apple 4.8ppts。
- **我国:** 1Q20 我国 5G 手机市场份额为 13.3%，排名第四，仅较第三名 Oppo 和第二名 Vivo 份额分别相差 0.6ppts、1.1ppts。然而，19 年公司我国手机市场份额为 10.9%，且与第三名 Oppo 和第二名 Vivo 份额的差距分别为 6.2ppts、7.2ppts。

预测中低端 5G 手机有望于下半年有明显放量，公司将持续受益于 5G 普及红利。考虑到我国手机需求继续回暖，5G 手机强劲势头初显，并且 5G 手机机型及价格档位逐渐丰富，预计我国年底有望迎来 5G 换机潮。5G 手机面世初期，销量以中高端价位为主，近期公司千元 5G 手机的发布，预计有望刺激中低端 5G 手机需求放量，有利于公司抢占 5G 手机市场份额。

表 4：主要品牌 5G 手机及价格（截至 2020.6）

品牌	日期	机型	售价(RMB)
三星	2020.02	Galaxy S20	4998
华为	2019.11	V30	3299
	2019.12	nova 6 5G	3799
	2020.03	P40	5988
	2020.03	P40 Pro	7988
	2019.12	K30 5G	1999
小米	2020.02	小米 10	3999
	2020.02	小米 10 Pro	4999
	2020.03	K30 Pro	2999
	2020.04	小米10 青春版	2099
	2020.05	Redmi 10X 5G	1599
Vivo	2019.12	X30	3298
	2020.02	iQOO3	3598
	2020.03	NEX 3S	4998
OPPO	2019.12	Reno 3	3199
	2020.01	Realme X50	2499
	2020.03	Find X2	5499

资料来源：各大手机品牌官网、国元证券整理

表 5: 1Q20 全球及我国 5G 手机品牌出货量占比情况

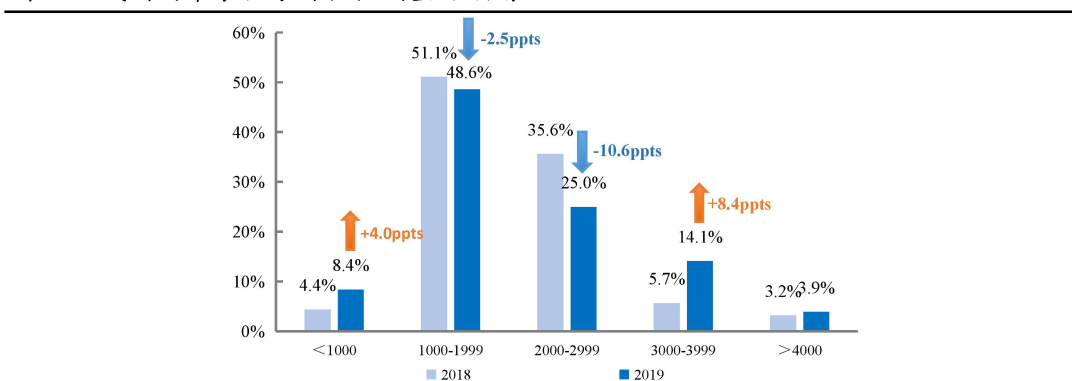
	1Q20全球5G手机品牌出货量占比	1Q20我国5G手机品牌出货量占比
Samsung	34.4%	1.8%
Huawei	33.2%	55.4%
Vivo	12.0%	14.4%
Xiaomi	10.4%	13.3%
Oppo	5.0%	13.9%
Others	5.0%	1.1%

资料来源: Strategy Analytics、IDC、国元证券整理

2.3 “小米+红米”双品牌战略，有望在高端市场实现突破

我国手机需求呈现高端化趋势，3000元以上手机销量占比提升9ppts。从安卓手机分价格段销量份额分布来看，2019年3000及以上价格销量占比较上一年提升9.0ppts至18%；1000-2999元价格区间份额同比下降13.1ppts至73.6%，总体呈消费升级态势。

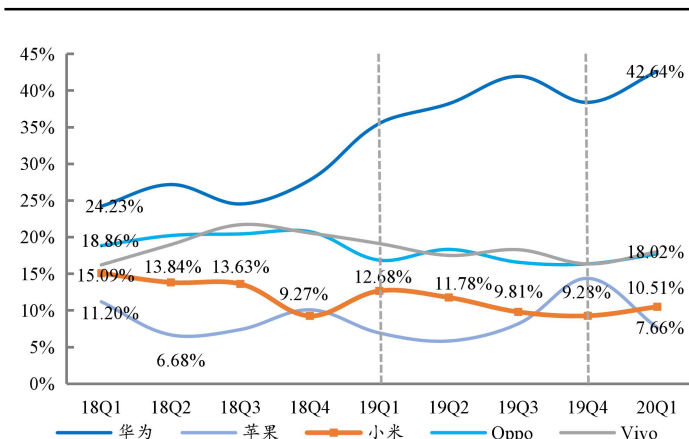
图 21: 我国安卓手机分价格段销量份额情况



资料来源: 极光 (Aurora Mobile)、国元证券经纪(香港)整理

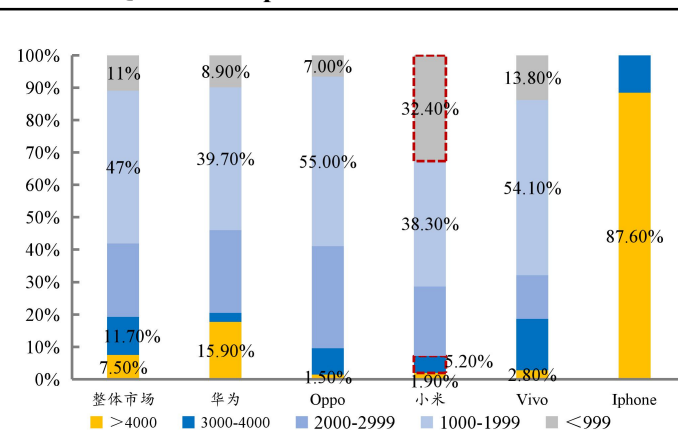
19年公司手机在国内的份额有所下滑，产品结构存在较大提升空间。与其他Top5手机品牌分价格段销量分布相比较，公司2000元及以下手机销量份额处于高水平为70.7%，中高端机型占比有待提高。从整体市场分价格段销量份额来看，3000-4000价位手机市场份额达11.7%，而公司该价位手机销量占比仅为5.2%，产品结构存在较大提升空间。

图 22: 2019 年公司在国内的手机市场份额有所下滑



资料来源: IDC、国元证券经纪(香港)整理

图 23: 1Q19 我国 Top5 手机品牌分价格段销量份额



资料来源: 极光 (Aurora Mobile)、国元证券经纪(香港)整理

公司采取“小米+红米”双品牌战略，优化产品结构，扩大目标客户群体，把握消费升级红利。自2019年起，公司将小米品牌和Redmi品牌独立，红米Redmi专注极致性价比，主攻电商市场，小米专注中高端和新零售。

- Redmi: 独立品牌Redmi被推出后，打造了多款爆款手机：1) Redmi Note 7 发售129天全球销量突破1,000万台。据Canalys数据，Redmi Note 7是2019年全球销量最高的中国手机品牌；2) Redmi Note 8 Pro 发售3个月全球销量突破1,000万台。
- 小米: 相较于1H2019, 1H2020公司新上市中高端机型数量及占比明显增加。2020年2月公司推出小米10系列，售价3,999-5,999元，首次售价达到5,000元以上区间，标志着公司正式进军高端手机市场。小米10发售两个月后，出货量超过1,000万。预计随着公司小米主力高端旗舰机陆续推出，公司有望在高端手机市场实现突破。

表6：近两年小米和红米机型梳理（截至2020.06）

高端旗舰机	(>5000元)			2019.9.24	2020.2.13	2020.2.13
				小米 MIX Alpha	小米 10 (5G)	小米 10 Pro(5G)
				19,999元起	3,999-4,699元	4,999-5,999元
旗舰机	(3000-5000元)	2019.2.20	2019.2.20	2019.9.27	2019.10.25	2020.3.27
		小米 9	小米 9 透明尊享版	小米 9Pro(5G)	小米 Mix 3(5G)	Redmi K30 Pro(5G)
		2,999元起	3,999元起	3,699元起	3,299元起	2,999-4,499元
旗舰机	(2000-3000元)	2019.5.28	2019.7.2	2019.11.5	2019.12.10	2020.4.30
		Redmi K20	小米 CC9 美图定制	小米 CC9 Pro(4G)	Redmi K30 (5G)	小米 10 青春版(5G)
		2,499元起	2,599元	2,799元起	1,999元起	2,099-2,799元
中端机	(1500-2000元)	2019.3.18	2019.7.2	2019.8.29	2019.12.10	2020.5.26
		Redmi Note 7 Pro	小米 CC9	Redmi Note 8 Pro	Redmi K30(4G)	Redmi 10X(5G)
		1,599元起	1,799元起	1,399元起	1,599元起	1,599-2,399元
中端机	(1000-1500元)		2019.1.10	2019.7.2	2019.8.29	2020.5.26
			Redmi Note 7	小米 CC9e	Redmi Note 8	Redmi 10X(4G)
			999元起	1299元起	999元起	999-1,199元起
入门机	(<1000元)			2019.3.18	2019.9.25	2019.10.9
				Redmi 7	Redmi 8A	Redmi 8
				699元起	699元起	799元起

资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

公司高价格段手机销量份额稳步提高。从公司手机销量价格分布趋势来看，公司1300元及以上价格手机销量占比有所提高，1Q19份额较2015年上升5.64ppts；3000元及以上手机份额亦呈稳步增长趋势，1Q19占比较2016年提升1.75ppts。

ASP呈逐年上升趋势。公司手机ASP方面，2015-2019年CAGR为4.97%，呈逐年上升趋势，2019年ASP达979.89元，主要得益于公司逐渐优化产品组合，在中国大陆及一些海外市场向更高ASP机型的转变。此外，1Q20手机ASP同比增长7.2%。

图 24：公司手机分价格段销量份额趋势

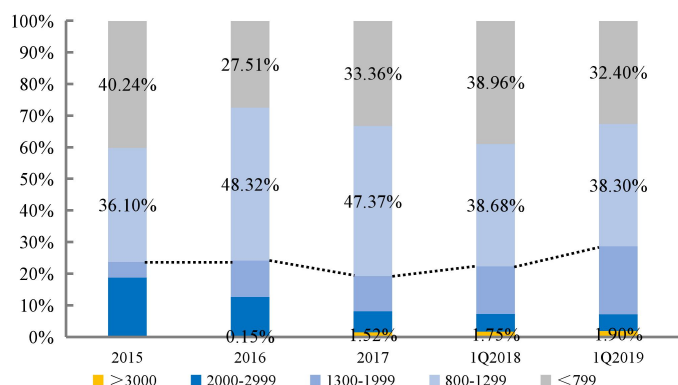
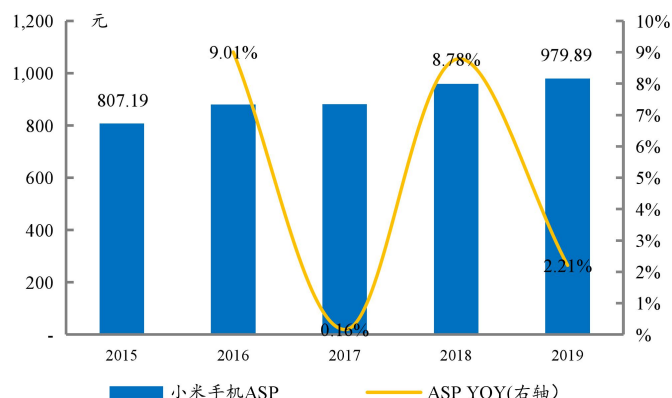


图 25：2015-2019 年公司手机 ASP



资料来源：公司财报、极光 (Aurora Mobile)、国元证券经纪(香港)整理 资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

3. IoT 与生活消费品业务赋予公司增长新动能

3.1 IoT 市场前景可期，需求具有确定性

- 全球：据 IDC 预测，到 2025 年，全球共计将有 416 亿台设备接入互联网。到 2022 年，该市场预计价值 248.8 亿美元，2019-2022 年 CAGR 达 19.75%。
- 我国：自 2015 起，伴随物联网技术的更迭，我国物联网连接量开启高增速，2015-2018 年 CAGR 高达 62.1% 至 2018 年接近 30 亿。据艾瑞咨询预测，受益于智能家居场景的率先爆发，2019 年物联网连接量将达 45.7 亿。而后受益于 5G 的商用，低功耗广域物联网的超广覆盖，中国物联网连接量将增至 2025 年的 199 亿，2019-2025E 年 CAGR 为 27.8%。目前，物联网正处于连接高速增长阶段，未来数十亿的设备并发联网产生的交互需求、数据分析需求将促使 IoT 与 AI 的更深融合。

根据艾瑞咨询数据，2019 年，受益于城市端 AIoT 业务的规模化落地及边缘计算的初步普及，中国 AIoT 市场规模突破 3000 亿接近 4000 亿量级。预测 2019-2020 年 CAGR 为 25.4%，至 2022 年我国 AIoT 总产值预计超 7500 亿元。

根据艾瑞咨询预测，预计未来几年 IOT 市场规模将处于较为稳定的发展阶段，远期将迎来高速增长。相比于物联网连接数量的快速增长，由于 AIoT 在落地过程中需要重构传统产业价值链，过程中既需要适应传统产业的特性、平衡传统利益链条，也要与生态合作伙伴共同搭建最适宜产业 AI 赋能的架构体系，因此未来几年将处于较为稳定的发展节奏。经过未来几年的产品优化、渠道打通、商业模式验证，将于远期迎来高速增长。

图 26：2025 年我国物联网连接量将接近 200 亿

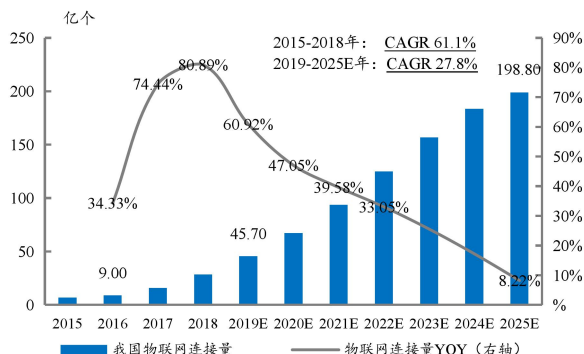
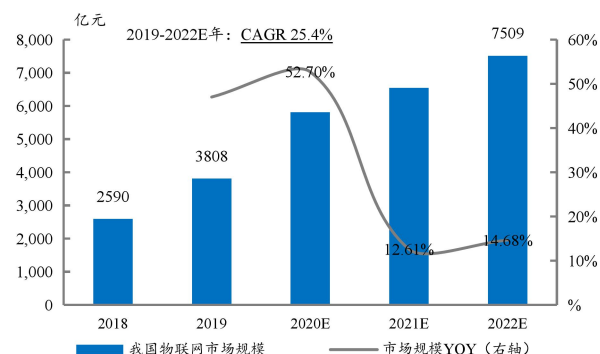


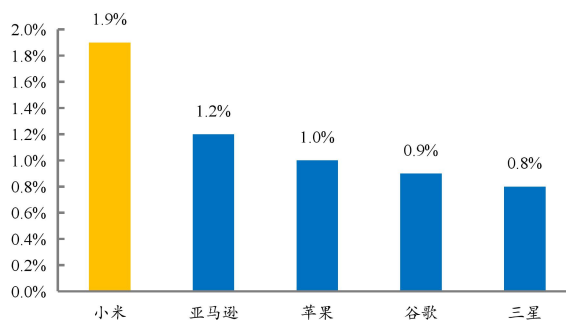
图 27：2022 年我国 AIoT 总产值预计超 7500 亿元



资料来源：艾瑞《2019 年物联网行业研究报告》，国元证券经纪(香港)整理 资料来源：艾瑞《中国智能物联网白皮书》、国元证券经纪(香港)整理

全球 IoT 市场份额高度分散，CR5 仅为 5.8%。艾瑞咨询数据显示，CR5 小米、亚马逊、苹果、谷歌、三星市场份额分别为 1.9%、1.2%、1.0%、0.9%、0.8%。

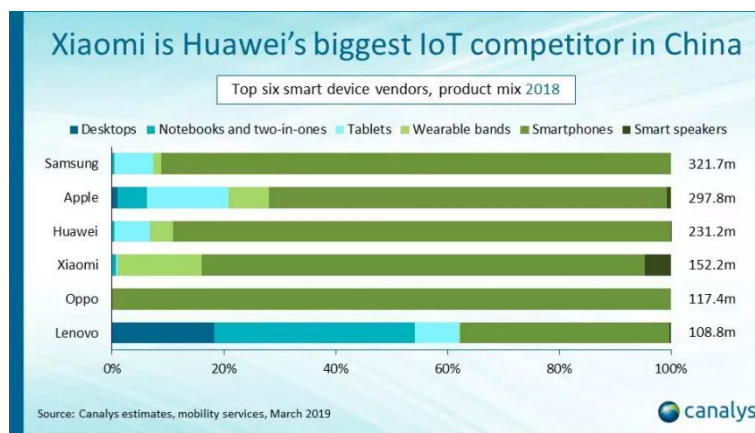
图 28：按已连接设备数量计算的消费级 IoT 市场份额，公司位列第一



资料来源：艾瑞咨询、国元证券经纪(香港)整理 (1Q18 数据, 不包含智能手机和笔记本)

从 IoT 核心智能设备来看，华为和小米是我国 Top2 厂商（核心智能设备包括笔记本、平板、可穿戴设备、智能手机、智能语音设备）。

图 29：全球 Top6 智能设备供应商



资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理 (2018 年数据)

3.2 业务体量初具规模，未来有望保持高增长

公司为全球最大的消费物联网平台。据艾瑞咨询数据，截至2019年底，从全球消费级IoT硬件竞争格局来看，按已连接设备（不包括智能手机及笔记本电脑）的数量计算市场份额，公司依旧位列第一，为全球领先IoT平台：

- 小米集团：截至1Q20，公司的IoT智能物联网设备连接超过2.52亿台，yoy+42.6%；拥有5个或更多设备连接到公司IoT平台的用户数量达到460万，yoy+67.9%；AI助手（小爱同学）MAU达70.5百万，yoy+54.9%，已可声控约800款连入IoT平台上的产品；Mi Home应用拥有4000万MAU，yoy+53.4%，其中约三分之二用户是是非小米手机用户。
- 华为：截至2019年年底，华为HiLink平台IoT连接设备总出货量超过1.5亿，积累了5000多万用户。
- 三星：截至2019年10月30日，公司物联网平台SmartThings目前月活跃用户超过4500万。

“1+4+X”战略面世，公司AIOT开放生态进入新阶段。于2019年11月，公司公布了其在IoT品类上的战略：1+4+X，其中1是手机，4包括电视、智能音箱、路由器和笔记本，X则由生态链企业和合作企业提供。

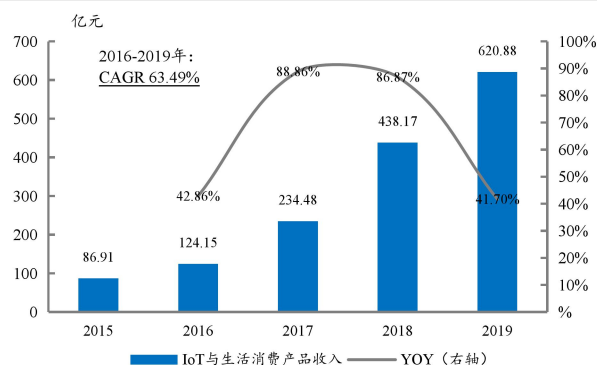
图 30：公司 AIoT 智能硬件开放生态（1+4+X）



资料来源：小米开发者大会、国元证券经纪(香港)整理

IoT与生活消费产品业务快速扩张，保持高增速。2015-2019年CAGR为63.49%，至2019年IoT与生活消费产品录得营收620.88亿元；1Q20收入为129.84亿元，同比增长7.8%，低于之前的增长率主要是由于疫情的影响，特别是对于某些产品类别，例如大型家用电器等需要安装的产品。

图 31：公司 IoT 与生活消费产品收入保持高增长



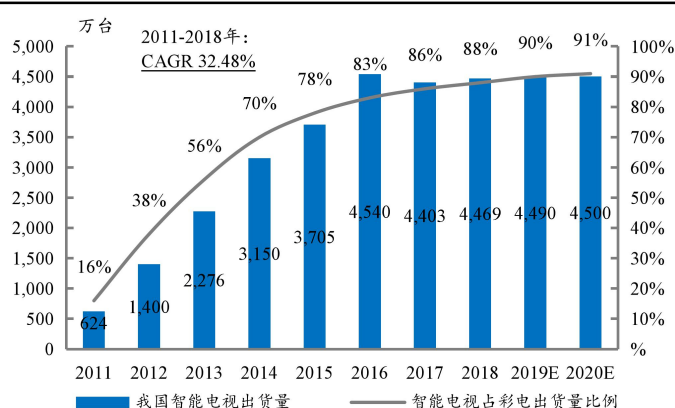
资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

预计未来公司 IoT 与生活消费产品业务，以智能电视和智能个人音频设备以及其他产品类推动增长。

1. 智能电视

我国智能电视市场稳健增长，2019 年占彩电出货量比例高达 88%。据尼尔森数据，我国智能电视出货量 2011-2018 年 CAGR 为 32.48%，至 2019 年达 4469 万台。智能电视出货量占彩电比例亦快速提升，从 2011 年的 16% 提升 72ppts 至 2018 年达 88%。

图 32：我国智能电视占彩电出货量比例稳步提升



资料来源：尼尔森、国元证券经纪(香港)整理

公司智能电视业务增长迅速，在我国及海外市场保持领先地位。主要得益于：1) 产品具有高性价比特性，消费者买单。譬如，公司于 2020 年 3 月推出了仅售 19999 元的 Redmi Smart TV Max 98，将超大型高端电视带入了大众市场价格段；2) 销售向海外拓展；3) 快速创新，持续推出多规格不同价位产品。

公司智能电视业务收入占 IoT 与生活消费产品业务比例约为 40%，其中国内收入占比约 80%。

- 全渠道出货量：2019 年公司智能电视出货量达 12.8 百万台，yoy+51.9%；其中国内出货量超 10 百万台，市场份额约 20%，排名第一。1Q20 在全球智能电视出货量下滑的情况下，公司仍保持增长，出货量达 2.7 百万台左右，yoy+3.0%。
- 线上渠道销售情况：2019 年公司线上渠道市占率为 23%，排名第一，市场份额超出

第二名 8ppts；总销售额 yoy 高达+34.1%，增速亦位列第一。

➤ 市场份额：

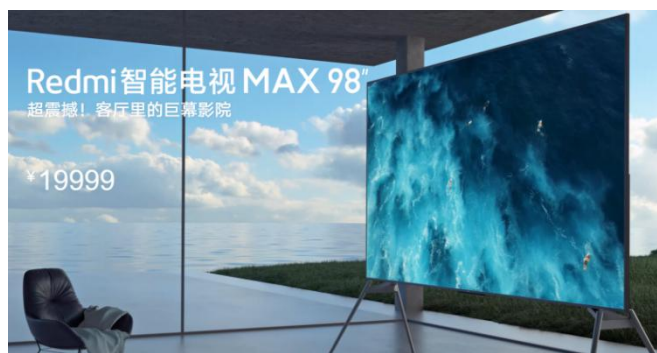
- 截至 1Q20，公司智能电视出货量连续 5 个季度位列我国第一。
- 2019 年印度智能电视市场份额排名第一，占比约 30%。截至 4Q19，公司智能电视出货量连续第七个季度位列印度第一。
- 2019 年全球智能电视市场份额排名第五。

表 7：2019 年我国线上渠道 LCD 彩电销售情况

品牌及排名	市场份额	零售额 YOY	均价 (元/台)
1.小米	23%	34.10%	1,815
2.创维+酷开	15%	5.40%	1,959
创维	12%	1.60%	2,170
酷开	3%	24.90%	1,396
3.海信	14%	-7.30%	2,410
4.TCL	10%	-9.60%	2,176
5.索尼	5%	-9.90%	7,621
6.海尔	4%	30.90%	1,708
7.夏普	3%	-70.50%	3,544

资料来源：AVC，国元证券经纪(香港)整理

图 33：2020.03 公司推出巨幕 Redmi 智能电视 Max98"



资料来源：公司公告，国元证券经纪(香港)整理

2.智能个人音频设备、智能音箱及可穿戴设备

2020 年智能设备市场中，智能个人音频设备（无线入耳式耳机、无线头戴式耳机、TWS 真无线耳机）、智能音箱及可穿戴设备（智能手环及手表）将最具市场机会，其中智能个人音频设备将是增长速度最快的消费级物联网细分市场。据 Canalys 预测，由于消费级物联网厂商在受新冠肺炎疫情影响的市場寻求增长机会，苹果、谷歌、亚马逊、三星、小米和华为等厂商纷纷在 2020 年大力投入构建生态系统战略。智能个人音频设备、智能音箱及可穿戴设备，这三大主要的设备品类拓展了智能手机和平台厂商们部署的物联网生态系统的范围。预计 2020 年可穿戴设备、个人智能音频设备和智能音箱的出货量将增加 9.8%，共计达到 7.18 亿台。

图 34：大中华地区推动 2020 年物联网市场增长

地区	智能音箱		可穿戴设备		个人智能音频设备	
	2020年出货量 (百万台)	同比增长	2020年出货量 (百万台)	同比增长	2020年出货量 (百万台)	同比增长
亚太区	9.8	+5.3%	26.1	+2.6%	75.7	+23.6%
大中华区	58.9	+12.4%	70.0	+17.1%	108.2	+46.2%
欧洲中东非洲区	18.2	-9.9%	39.5	-6.7%	102.5	+7.7%
拉美区	1.6	+5.1%	4.8	+10.2%	19.4	+11.6%
北美区	38.0	-7.7%	34.5	-5.8%	110.9	-1.7%
全球合计	126.5	1.5%	174.8	3.8%	416.7	15.5%

资料来源：Canalys，国元证券经纪(香港)整理

- 智能个人音频设备市场有望在未来两年内持续呈指数级增长：在市场机会方面，智能个人音频设备将是增长速度最快的消费级物联网细分市场，预测 2020 年全球出货量预计同比增长 15.5%，达到 4.2 亿台；其中预测大中华地区 yoy+46.2%，达 1.08

亿台；亚太地区 yoy+23.6%，至 0.8 亿台。据 Strategy Analytics 预测在 2024 年，TWS 耳机的出货量将会增加 10 倍，销售额将突破 1000 亿美元。

回顾 2019 年，构成个人智能音频设备市场的三大组成部分：TWS 耳机（真无线）、无线入耳式耳机和无线头戴式耳机，在 2019 年迎来其历史上最强劲的一年。2019 年第三季度，全球个人智能音频设备市场增长 53%，达到 9670 万台。而该市场有望在 2019 年最后一季度突破 1 亿台大关，全年出货量有望突破 3.5 亿台。Canalys 的数据显示，TWS 耳机类别在 2019 年第三季度的同比增长达到 183%，不仅是该市场增长最快的品类，而且其体量已经超过了无线入耳式耳机和无线头戴式耳机，成为出货量最大的类别。

据 Canalys 数据，截至 3Q2019，每 100 台智能手机出货 27 台个人智能音频设备产品。

图 35：每 100 台智能手机出货 27 台个人智能音频设备产品 图 36：3Q19 TWS 耳机出货 4300 万台，成为个人智能音频设备市场的最大产品类别



资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

- **可穿戴设备**：其次增长最快的类别是可穿戴设备，预计 2020 年全球增长 3.8%至 1.7 亿台出货；其中预测大中华地区 yoy+17.1%，达 0.7 亿台。
- **智能音箱**：排名第三是智能音箱，2020 年预计全球同比增长 1.5%达 1.3 亿台；其中预测大中华地区 yoy+12.4%，达 0.6 亿台。

图 37：我国 51%的市占率超越美国成为最大的智能音箱市场

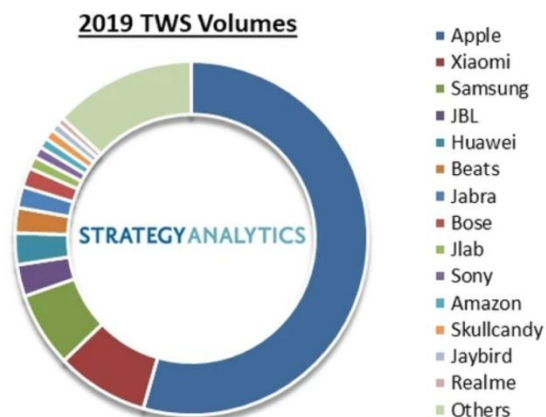


资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

公司智能个人音频设备、智能音箱及可穿戴设备市场份额均全球领先。

- **智能个人音频设备 1Q20 实现超高速增长**：Strategy Analytics 的数据显示，2019 年公司 TWS 耳机出货量 910 万台，市场占比 8.5%，全球排名第二；销量领先于第三名三星 170 万台，市场份额高 1.6ppts；销量低于第一名苹果 4960 万台，市场份额相差 45.9ppts。1Q20 TWS 耳机销售额同比增长 619.6%。

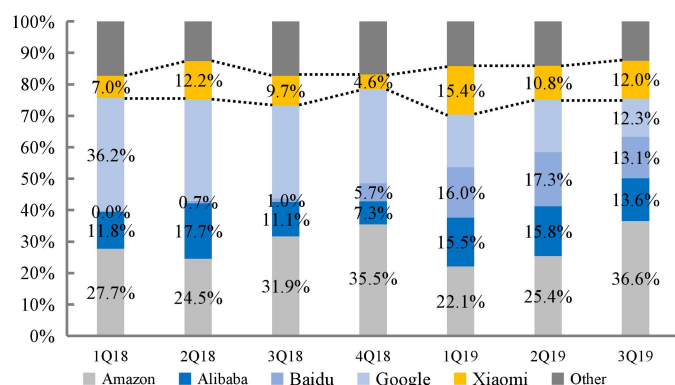
图 38：2019 年公司 TWS 耳机市场份额全球第二，占比 8.5%



资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

- **智能音箱**：截至 2019 年 12 月，公司智能语音助手 MAU 达 64.5 百万，yoy+55.7%。公司智能音箱（小爱同学）出货量由 1Q18 的 63 万台增至 3Q19 的 343 万台，全球市场份额 3Q19 为 12%，排名第 5，占比较 1Q18 上升 5ppts。Canalys 预测 2019 年公司占我国智能音箱市场份额为 25%，排名第二。

图 39：全球智能音箱市场份额



资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

图 40：我国智能音箱市场份额



资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

- **可穿戴设备**：2019 年可穿戴设备出货量 35.6 百万，yoy+55.0%，全球市场份额为 21.2%，排名第一，市占率较 2018 年上升 0.3ppts。1Q20 依旧保持高增长率，yoy+56.0%。

图 41：2019 年公司可穿戴设备市场份额全球第一，占比 21.2%

Million units

Global top 5 wearable band companies by shipment volume					
Company	2019 Shipment Volume	2019 Market Share	2018 Shipment Volume	2018 Market Share	YoY
Xiaomi	35.6	21.2%	22.9	19.9%	55%
Apple	27.3	16.2%	21.2	18.4%	29%
Huawei	22.0	13.0%	9.3	8.1%	137%
Fitbit	16.0	9.5%	13.9	12.1%	15%
Samsung	9.7	5.8%	4.9	4.2%	98%
Others	57.8	34.3%	43.0	37.3%	34%
Total	168.4	100.0%	115.2	100.0%	46%

资料来源：Canalys、国元证券经纪(香港)整理

3.其他生态链产品

1Q20 疫情期间，其他重要 IoT 设备依旧维持强劲增长。

- **路由器**：据 AVC 数据，公司 1Q20 路由器线上渠道销售量全国第二。1Q20 销售额 yoy 为+124%。
- **电动踏板车**：据艾瑞咨询数据，公司 2019 年电动踏板车销量全球第一。1Q20 销售额 yoy 为+40.7%。
- **扫地机器人**：据艾瑞咨询数据，公司 2019 年扫地机器人销量全国第二，份额约 12%，较第一名科沃斯相差 36ppts，比第三名石头份额高 1ppts。1Q20 销售额 yoy 为+40.0%。

图 42：1Q20 年公司路由器、电动踏板车和扫地机器人营收高速增长



资料来源：公司公告、Canalys、国元证券经纪(香港)整理

3.3 独具投资眼光，建立起庞大生态链体系

公司生态链计划是其 IoT 计划的基础，通过深耕 IoT 产业平台，实现大规模发展。公司设计和研发核心自家产品，包括智能手机、笔记本电脑、智能电视、人工智能音箱及智能路由器。通过投资和管理生态链企业丰富生态智能家电、可穿戴产品以及出行设备等多种 IoT 及生活消费产品。

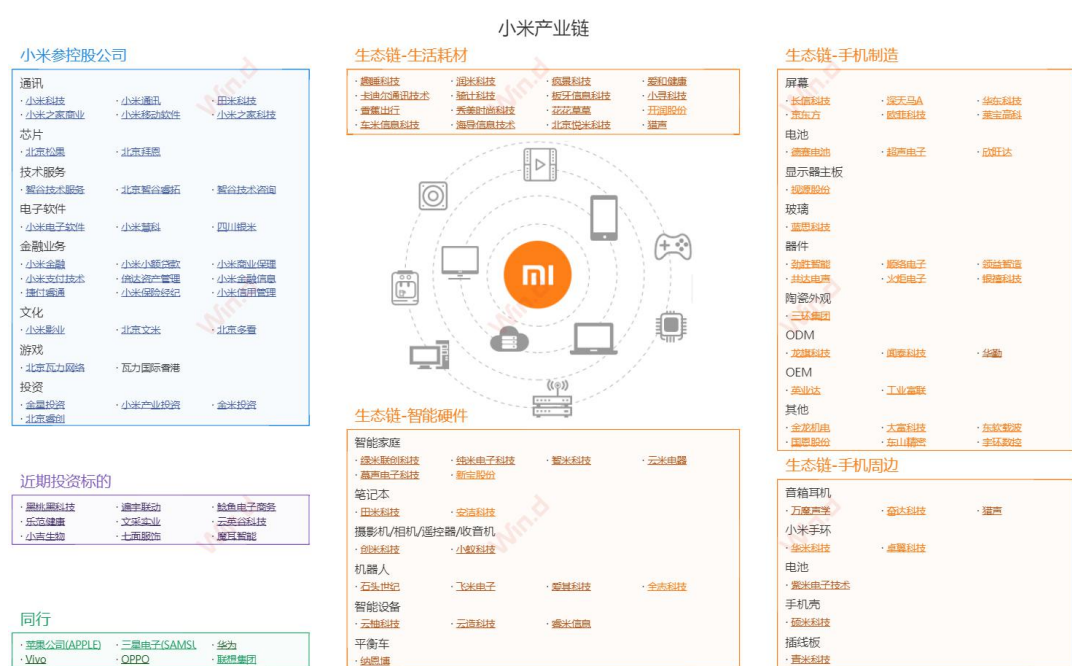
公司将投资并扩大生态圈作为其重要战略之一。公司将持续挖掘和孵化有发展前景的公司，尤其是在 IoT 及移动互联网服务领域，旨在实现：1) 通过加强对生态链企业的支持，促使他们迅速发展并研发创新，提供优质产品和服务；2) 通过扩大自身生态链，公司能加快推出优质互补的产品和服务，从而扩大公司在全球范围内的用户群市场。

生态链中公司陆续上市，公司投资组合价值有望提升。截至 2019 年底，公司已投资超 290 家生态链合作伙伴，账面价值达到 300 亿元，超过 100 家生态链合作伙伴聚焦于智能硬件和生活产品的开发。至此，公司生态链共有三家上市公司，分别是在美股上市的华米和云米，以及在 A 股科创板上市的石头科技。此外，公司于 2020 年宣布未来 5 年投入 500 亿，加码 5G+AIoT。

- 2018 年 2 月，华米科技（截至 2020.3 公司系持股比例为 20.2%）在美国纽约证券交易所上市（股票代码：HMI），成为小米生态链首家在美上市企业。
- 2018 年 9 月 25 日公司生态链公司云米科技（截至 2020.3 公司系持股比例为 16.1%）正式登陆美国纳斯达克（股票代码 VIOT），至此“家庭物联网第一股”诞生。
- 2020 年 2 月，公司投资的石头科技（截至 2020.2 公司系持股比例为 18.5%）在科创板上市，为公司生态链公司中首家成功在 A 股市场上市的公司，代表了我国资本市场对公司生态链业务模式的认可。

此外，目前科创板申报企业中，至少有 10 家企业系公司直接或间接投资，分别是芯原股份、恒玄科技、九号智能、创鑫激光，以及已上市或确定要上市的乐鑫科技、方邦股份、晶晨股份、金山办公、聚辰股份、石头科技。

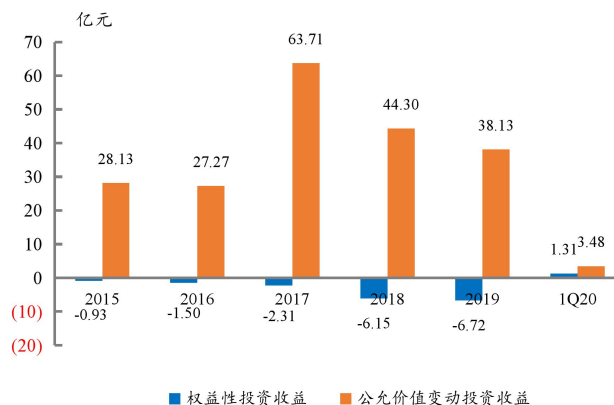
图 43：公司生态链



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

投资收益逐渐兑现。2019 年公司投资收益共计 31.41 亿元，其中公允价值变动投资收益为 39.13 亿元，权益性投资收益为-6.72 亿元。1Q20 公司权益性投资首次转正，为 1.31 亿元；公允价值变动投资收益为 3.48 亿元。

图 44：1Q20 公司权益性投资首次转正，为 1.31 亿元



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

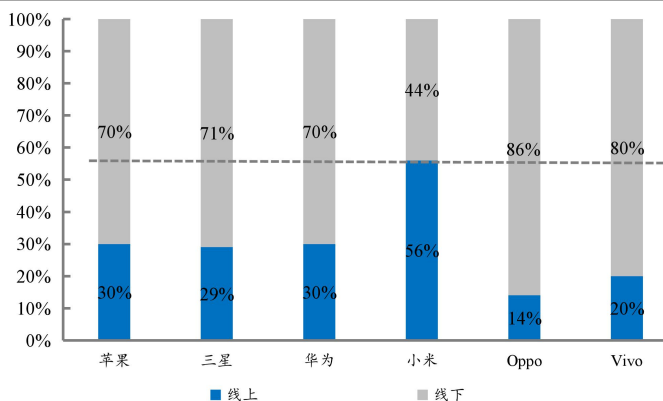
构建强大的生态链给公司带来了竞争优势，同时亦充满挑战，最后生态的成功与否终将回到产品本身，须待时间验证。考虑到公司生态链采取自主决定去留的开放式模式，市场化竞争下建立起的生态链企业淘汰机制，将为生态伙伴产品力注入持续优化的活力，公司生态链有望日益成熟。

4. 凭借高效的销售和生态链商业模式，具备持续推出高产品力“爆款”产品的实力

4.1 线上、线下销售渠道紧密结合，提升供应链效率

公司低端智能手机主推线上直销，以减少经销商费用，维持其价格优势。自 19 年起，Redmi 品牌只在线上销售。从全球 CR6 手机品牌来看，公司智能手机线上销售比例最高，占比为 56%，远高于份额为 30%的并列第二的华为和苹果。

图 45：公司智能手机线上销售占比为 56%，比例位居全球主要手机品牌第一

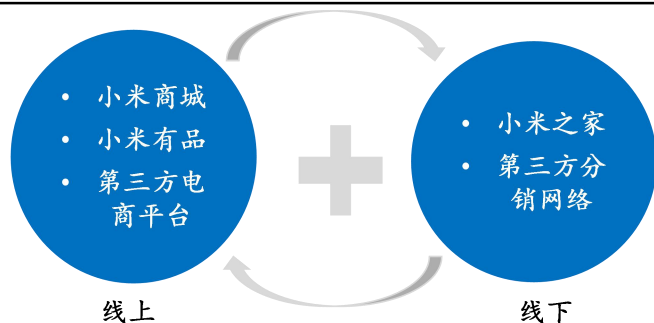


资料来源：IDC、国元证券经纪(香港)整理 (3Q19 数据)

高直销比例为公司缩减了经销商费用以及线下门店综合费用（租金、人力），让公司产品持续具备价格优势。随着业务发展需要，公司开始拓展线下销售渠道，开启线上线下融合的全渠道新零售策略。线上渠道主要为小米商城、小米有品和第三方销售平台；线下渠道主要为小米之家及第三方分销网络。公司通过自营小米之家线下销售平台，扩大线下直销网络，保持运营效率。从公司智能硬件（智能手机、IoT 及生活消费产品）各分销渠道销售额贡献比例来看，1Q18 线上线下直销比例之和高达 34.4%。

图 46：“线上”+“线下”融合的新零售模式

表 8：公司直销比例占比高达 34.4%



分销渠道	2015	2016	2017	1Q2018
线上：				
直销	68.90%	42.30%	28.10%	26.30%
分销商	17.60%	32.90%	36.90%	31.00%
线下：				
直销	0.60%	2.70%	5.20%	8.10%
分销商	12.90%	22.10%	29.80%	34.60%

• 2018年自营和分销的比例约为3：7

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：招股书、国元证券经纪(香港)整理

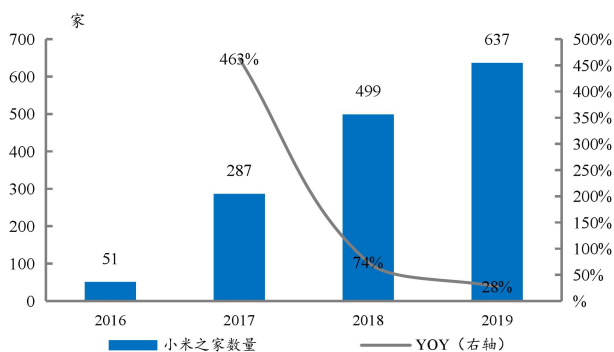
➤ 公司布局线下渠道的意义：

1) 线下渠道仍是智能手机销售的主要渠道，深耕线下有助于公司获取更多市场份额。公司自成立初期主打线上销售，但随后其他友商大力线下扩张，单品牌线下门店数超 20W，为补齐线下市场短板，于 2015 年公司开始发展线下零售并实现快速扩张。据 Counterpoint Research 数据显示，我国智能手机线上销量占整体智能手机销量比例仅约 30%，线下渠道仍是智能手机销售的主要渠道。

线下渠道稳步扩张。截至 2020 年 1 月 15 日公司于我国共计拥有 637 家自建自营的门店小米之家，主要分布于广东、浙江、江苏、河南等省一、二线城市。截至 2018 年底，小米在中小城市及乡镇地区与第三方线下零售合作伙伴运营了 1378 家小米授权店，2017 年仅为 62 家。

图 47：小米之家最新数量为 637 家（截至 2020.1.15）

图 48：小米之家开店分布图（截至 2020.1.15）



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

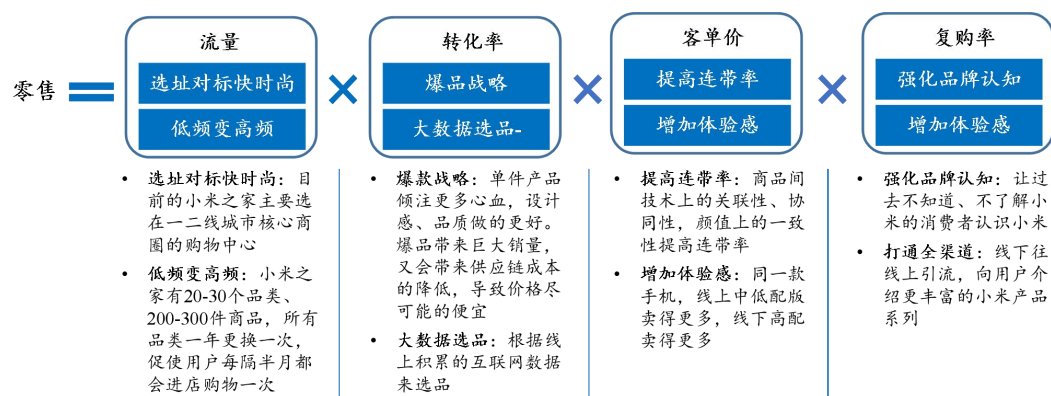
资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

2) 随着公司生态链持续壮大, 开设线下零售店可同时售卖小米手机和生态链产品, 扩大公司客户群体。通过线上线下相互导流, 进一步增强销售效率。起初线下商店的顾客很大程度上来自小米手机用户的引流, 随着线下门店不断扩张, IoT与生活消费产品用户体量快速增长, 如今该类产品约三分之二的用户为非小米手机用户, 意味着公司线下零售成功扩大了公司客户群体。

➤ 线下渠道发展成果:

坪效远高于普通零售业态, 全球范围内仅次于苹果官方体验店。坪效=流量×转化率×客单价×复购率/面积。据2018年1月公司官方数据, 小米店均坪效约27万/平方米/年, 主要得益于门店客流量大、转化率和复购率高。

图 49: 小米新零售八大战略 (坪效公式)



资料来源: 商业评论、国元证券经纪(香港)整理

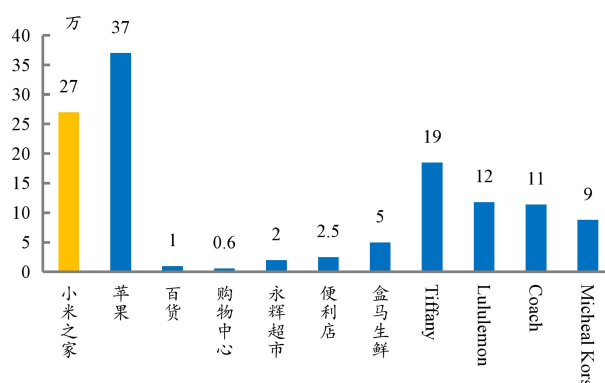
对标各类线下门店坪效, 公司坪效远高于普通零售业态, 全球范围内仅次于苹果官方体验店的37万/平方米/年。小米之家门店设计均为200-300平米的小型业态, 以手机销售和IoT与生活消费产品为主, 并非传统手机卖场, SKU约300, 而是类似于宜家和无印良品的百货零售商店。

图 50: 小米之家门店图示



资料来源: 公司官网、国元证券经纪(香港)整理

图 51: 小米之家在全球各类线下门店排名



资料来源: eMarketer、国元证券经纪(香港)整理

若将小米之家与苹果专卖店相比较, 小米之家具有产品性价比高、SKU数量多、门店面积更小、门店数量多等特点。

表 9：小米之家与苹果专门店的对比

门店	小米之家	苹果专卖店
价格	性价比高，同品类价格为苹果1/3左右 <ul style="list-style-type: none"> ■ 手机：小米/Redmi均价3,000/1,500元 ■ 电脑及智能电视：均价3,500/2,500元左右 ■ 周边产品：50元-500元不等 	品牌溢价、客单价高 <ul style="list-style-type: none"> ■ 手机：iphone系列均价6,000元 ■ 电脑及平板：均价1万元以上/4,000元
产品数量	SKU300+个左右	SKU较少（周边产品有限）
单店年销售	0.5-1亿元	4-6亿元
坪效	约27万/平方米/年	约40万/平方米/年
人效（万/人/年）	约200-300万元	约400-600万元
品类	除手机、平板外，包含大量生态公司的周边商品，例如智能硬件、家居耗材、生活用品	手机、平板、电脑等为主，周边配件少，全为苹果自主开发商品
门店面积	约200-400平方米	约1,000-3,000平方米
中国门店总数	637家（截止2020年1月）	52家（截止2020年1月）
选址	选址在人流密集的核心商圈和部分社区商业，门店构造相对苹果更为简约	重要城市最核心繁华商业区，在审美造诣、建筑投入上的大力投入

资料来源：小米官网、苹果官网、国元证券经纪(香港)整理

4.2 公司与其生态链体系形成了“前店后场”的高效低成本商业模式

公司智能硬件产品“高配低价”的背后除了得益于高效的全渠道销售策略，亦依托于其强大的生态链体系所形成的“前店后场”的高效低成本引流商业模式。

该生态链商业模式的本质为：统一品牌、统一销售渠道、统一供应链、相近设计风格、以OEM（代加工）模式快速扩充品类、在全球范围以零售店形式扩张，该商业模式已在宜家身上成功得到验证。小米以少量参股形式，投资消费电子及家居产品制造公司，共享小米品牌、供应链、销售渠道，能够大幅降低这些小米系公司毛利与净利之间的费用。以此大幅降低消费电子产品的价格、提升性价比，让小米系企业能够以集成化成本优势，快速推出爆品，建立价格护城河，导致非小米系企业，在同一品类上很难竞争。同时爆款为公司带来的收益：1) 巨大的现金流；2) 积累忠实客户；3) 铺垫销售渠道，可进一步增强公司竞争力，从而形成盈利正向循环。

1、从同类竞品，看小米系“性价比爆款”的高产品力

➤ 小米手机

相比较而言，同等价位，公司手机配置处于行业较高水平，体现了公司在销售渠道，供应链效率，以及定价策略上的优势。

表 10：小米手机竞品比较-分价格段

品牌及型号	发布日期	价格	CPU	RAM(GB)	ROM(GB)	屏幕尺寸(*)	屏幕材料	前置摄像头	后置摄像头	生物识别	电池(mAh)	无线充电(W)
1000元以下												
荣耀畅玩8A	2019.1	799	MT6765	3	32	6.09	TFT-LCD	8MP	13MP	人脸识别	3020	无
Vivo UI	2019.2	799	骁龙439	3	32	6.2	TFT-LCD	8MP	13MP+2MP	后置指纹	4030	无
小米 note8	2019.8	999	骁龙865	6	128	6.3	TFT-LCD	13MP	48MP+8MP+2MP+2MP	后置指纹	4000	无
1000-2000元												
华为 nova5	2019.1	1199	麒麟710F	4	64	6.39	TFT-LCD	8MP	48MP+2MP	人脸识别	4000	无
Vivo Z5x	2019.5	1398	骁龙710	6	64	6.53	TFT-LCD	16MP	16MP+8MP+2MP	后置指纹	5000	无
小米 note8Pro	2019.8	1399	Helio G90T	6	64	6.53	TFT-LCD	20MP	64MP+8MP+2MP+2MP	后置指纹	4500	无
2000-3000元												
华为 nova5	2019.6	2799	麒麟810	8	128	6.39	OLED	32MP	48MP+16MP+2MP+2MP	屏下指纹	3500	无
vivo IQOO	2019.3	2998	骁龙855	6	128	6.41	OLED	12MP	12MP+13MP+2MP	屏下指纹	4000	无
小米 9	2019.2	2999	骁龙855	6	128	6.39	OLED	20MP	48MP+16MP+12MP	屏下指纹/人脸识别	3300	20
3000元以上												
华为 P40(5G)	2020.4	4188	麒麟990 5G	6	128	6.1	OLED	32MP+红外	50MP+16MP+8MP	屏下指纹/人脸识别	3800	无
Vivo NEX 3S	2020.3	4998	骁龙865	8	256	6.89	AMOLED	16MP升降式	64MP+13MP+13MP	屏下指纹/人脸识别	4500	无
小米 10(5G)	2020.2	3999	骁龙865	8	128	6.67	AMOLED	20MP	1亿+13MP+2MP+2MP	屏下指纹/人脸识别	4780	30

资料来源：小米官网、华为官网、Vivo 官网、国元证券经纪(香港)整理

➤ **生态链产品**

在相近参数配置下，小米系生态链产品具备价格优势。

表 11：小米手机竞品比较-分价格段

小米	华为	荣耀	创维
55 英寸 (4K 超清全面屏)			
全面屏 E55A	智慧屏 V55i	智慧屏 X1	55H5
1,999 元	3,799 元	2,299 元	2,199 元
65 英寸 (4K HDR 超清全面屏)			
全面屏 E65A	智慧屏 V65	智慧屏 X1	65H5
3,099 元	6,999 元	3,299 元	2,999 元

资料来源：各品牌官网、国元证券经纪(香港)整理

表 12：小米扫地机器人竞品比较

小米	科沃斯
米家扫地机器人	T5 MAX 扫地机器人
	
1,699 元	2,699 元

资料来源：各品牌官网、国元证券经纪(香港)整理

表 13：小米 TWS 耳机竞品比较

小米	华为	Vivo
Air Dots 青春版	荣耀 FlyPods 青春版	TWS NEO
		
199 元	399 元	499 元

资料来源：各品牌官网、国元证券经纪(香港)整理

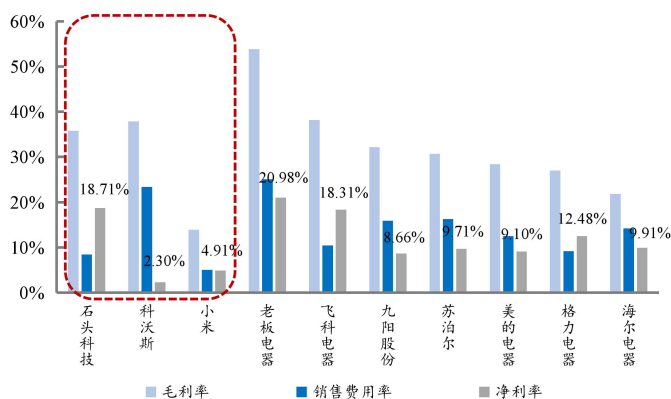
2、以石头科技（其为小米生产扫地机器人）为例，量化生态链商业模式给合作双方带来的经济效益

从小家电产业来看，经过多年竞争虽然出现了格力等领军企业，整体的市场格局依然是分散型的。并且就智能化家电品类而言，传统供应链厂商在智能化产品所需的芯片、蓝牙、WIFI 模组、电池等方面经验不足，亦没有规模优势。另一方面，在渠道端，小家电

从出厂到终端的加价率一般在3倍以上，相关企业的销售费用率普遍高达10-30%，从而导致这些企业虽然凭借较高定价，使得毛利率处于较高水平，但营业利润率依然较低。

通过比较石头科技和科沃斯以及其他主要家电公司的毛利率、销售费用率以及利润率，可以看出为小米代工定制版扫地机器人给石头科技带来的利润是丰厚的。其中石头科技和科沃斯的毛利率分别为35.82%、37.86%，销售费用率分别为8.45%、23.35%，净利率分别为18.71%、2.30%。

图 52：石头科技和科沃斯以及主要家电公司毛利率、销售费用率、净利率比较

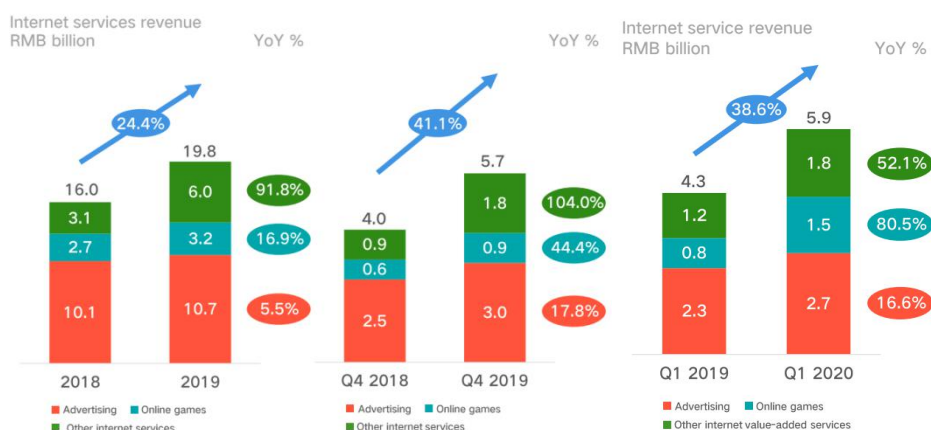


资料来源：eMarketer、国元证券经纪(香港)整理

5. 以智能硬件为依托，互联网业务变现渠道和规模增量空间广阔

公司互联网收入高速增长。2015-2019年CAGR为57.32%，2019年公司实现互联网收入198亿元，yoy+24.4%；其中广告收入107亿，yoy+5.5%，占比54.0%；线上游戏收入32亿，yoy+16.9%，占比16.2%；其他互联网服务收入60亿，yoy+91.8%，占比30.3%。

图 53：公司互联网收入高速增长

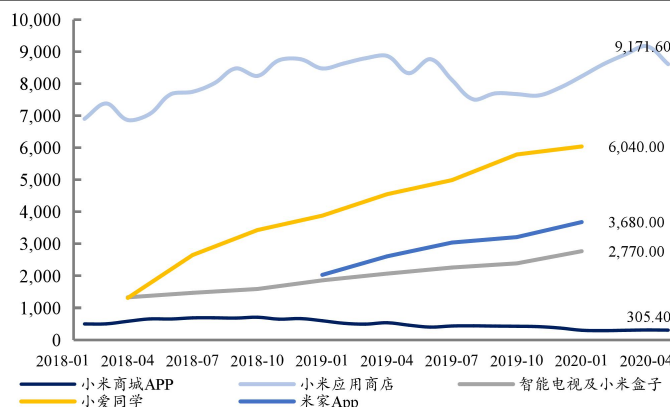


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

变现能力逐渐提高。从变现能力主要的决定因素用户规模、活跃度以及付费水平三方面来看。

- **用户规模、活跃度：**用户拉新能力方面，随着公司智能手机及智能电视等核心智能设备销量及市场份额的上升，MAU有望持续提高。从用户留存能力来看，智能设备更换周期较长，本身具备留存率较高的属性。另一方面，随着公司不断扩充硬件产品，越来越多的IoT产品能实现与米家App和智能音箱的互通互联，应用场景持续丰富和用户体验亦可得到较好的提升，因此留存率仍有提升空间。

图 54：公司主要手机应用及智能设备月活越用户趋势



资料来源：Wind、公司公告、国元证券经纪(香港)整理

- **付费水平：**1) 随着公司智能手机高端化战略的推进，高端手机销量有望实现突破，通常情况下价位更高的智能硬件设备较低价位的产品拥有更高的ARPU，公司用户整体付费水平可得以提升。2) 随着公司海外用户规模不断壮大，海外互联网业务增长空间巨大。自3Q18起公司开始拓展海外互联网变现途径，截至4Q18海外互联网收入占比约6.3%。若欧洲等具备更高付费水平用户群体的地区业务开拓顺利，公司变现能力有望得到提振。

变现渠道多样化发展是互联网收入增长的重要驱动力。除大陆地区智能手机广告及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、电视互联网服务及海外互联网服务所产生的其他收入增长迅猛，2019年收入占互联网服务总收入比例较2018年上升10.9ppts至30.3%，推动了互联网业务的整体增长。

- 2019年有品电商平台的商品交易总额(GMV)和收入迅速增长，全年GMV超100亿元。
- 金融科技业务收入快速增长，主要受到消费贷款业务增长的拉动。小米金融在2020年1月获得了中国银保监会颁发的消费金融牌照。
- 电视互联网收入保持增长势头，主要受益于付费订阅收入的增长。截至19年底，公司智能电视及小米盒子MAU达2770万，yoy+49.1%；付费用户超370万，yoy+62.9%。
- 海外互联网业务的发展亦十分迅速。2019年12月，在印度有10个移动应用的月活跃用户数超过五千万，包括小米浏览器、小米视频和GetApps（海外版小米应用商店）等。随着海外智能手机用户规模的不断扩大，吸引了更多广告主，同时也提升了海外市场平均每用户收入。

6. 财务分析

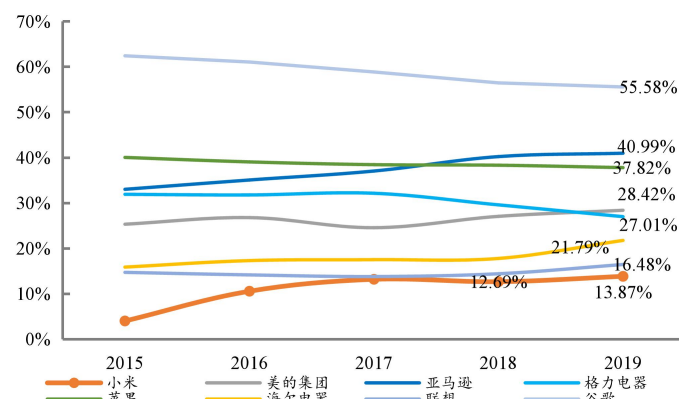
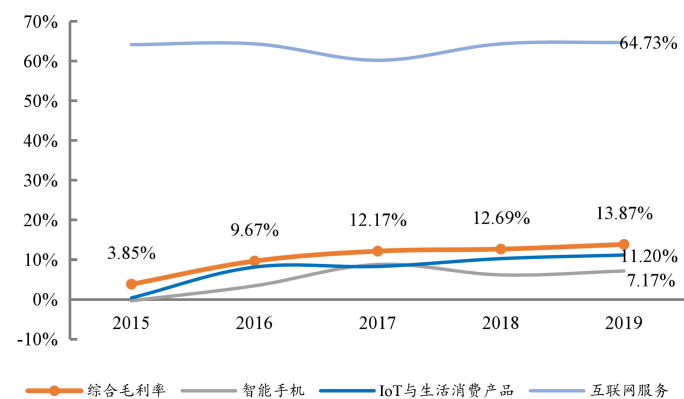
公司毛利率情况改善显著，未来仍有较大上行空间。公司2019年综合毛利率为13.87%，较2015年共计大幅提升10.02ppts，主要由于公司硬件业务毛利率改善明显。其中，智能

手机业务和 IoT 与生活消费产品业务毛利率四年间分别提高 7.49%、10.80%，至 2019 年分别为 7.17%、11.20%。

从同行可比公司来看，公司毛利率处于较低水平。随着公司智能硬件业务产品结构逐渐优化，互联网业务份额的提升，毛利率未来有较大上行空间。

图 55：公司毛利率情况-分业务

图 56：公司毛利率处于行业较低水平



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

海外业务迅速增长，销售费用率逐年小幅上升。销售费用率方面，公司 2019 年为 5.04% 较 2015 年上升 2.18ppts，主要为公司国际业务迅速增长，加强海外推广所致。具体来看，公司销售及推广费用由 2018 年 80 亿元增加 29.8% 至 2019 年的 104 亿元，主要是由于宣传与广告开支和包装与运输开支增加，分别同比上涨 34.9%、36.7%。

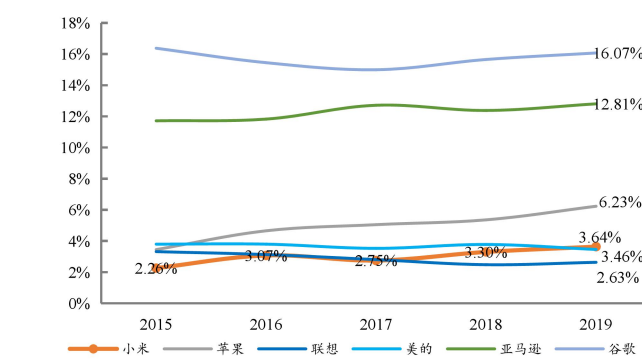
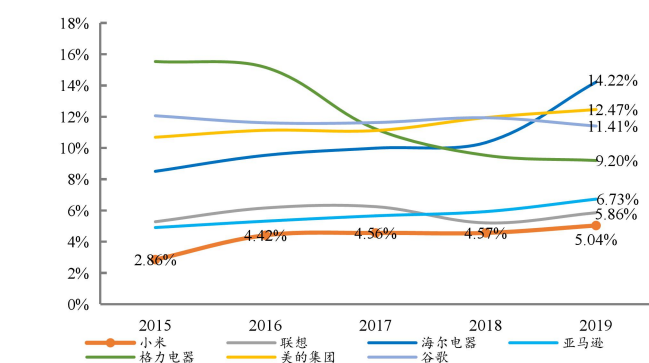
从同行可比公司来看，公司销售费用率一直处于行业较低水平。

研发投入保持增长。2019 年公司研发费用率为 3.64%，较 2015 年共计提高 1.38ppts；研发开支为 75 亿元，同比上升 29.7%，主要由于拓展研发项目及开发人员薪酬总额增加所致。

从同行可比公司来看，公司研发费用率从 2015 年的低水平提升至中低水平。

图 57：公司销售费用率处于行业较低水平

图 58：公司研发费用率处于行业中低水平

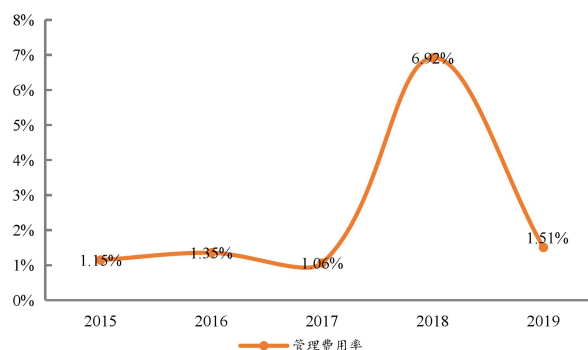


资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

管理费用率保持相对稳定。公司 2018 年行政开支账面为 121 亿元超高水平，由于 2018 年一次性以股份为基础的薪酬事项所致；若剔除该影响，管理费用为 22 亿元，费用率为 1.26%。2019 年公司管理费用率为 1.51%，较 2015 年共计小幅上行 0.36ppts。

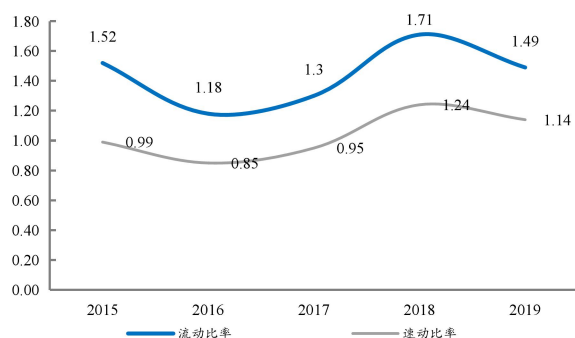
图 59：公司研发费用率处于行业中低水平



资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

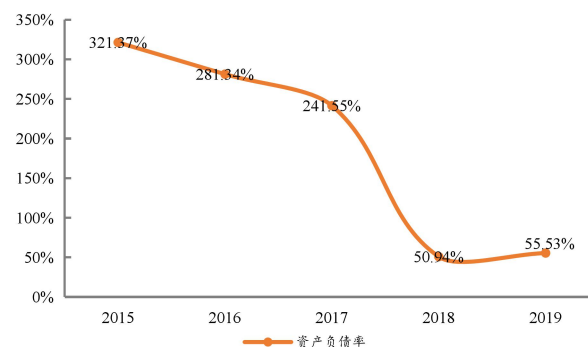
公司资产负债率适中，偿债能力较强。从资产负债率来看，2019 年为 55.53%，同比小幅上升 4.59%。2017 年前折算前资产负债率处于超高水平，主要是受 1500 亿元左右的可转换可赎回优先股的影响，若剔除该部分的影响，资产负债率水平适中。公司 2019 年流动比率和速动比率分别为 1.49 和 1.14，偿债能力较强。

图 60：公司流动比率、速动比率情况



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

图 61：公司资产负债率适中



资料来源：公司财报、国元证券经纪(香港)整理

7. 盈利预测与投资建议

7.1 关键假设

收入：根据公司各主营业务进行分部预测。

- **智能手机**：具体通过预测各区域销量和平均销售单价(ASP)实现。考虑到疫情的因素 2020 年 2Q、3Q 公司海外销量可能受到一定影响，预计 2020/2021 年智能手机销售量分别为 1.32/1.57 亿部；考虑到公司产品结构不断优化，有望利好 ASP，预计 2020-2021 年 ASP 增速分别为 1.3%/1.5%，ASP 分别为 992.8/1007.7 元每部。2020/2021 年智能手机业务收入分别为 1309.9/1571.9 亿元。

表 14: 智能手机业务关键假设及预测

智能手机业务	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
零售销量 (百万份)	27.9	32.1	32.1	32.6	29.2	30.5	34.1	38.2	118.7	124.6	131.9	157.4	185.3
国内	10.6	11.5	9.7	8.0	7.0	10.4	9.7	8.4	54.0	40.0	35.5	37.2	38.0
海外	17.3	20.6	22.4	24.6	22.2	20.1	24.4	29.8	64.7	84.6	96.5	120.2	147.4
印度	9.8	10.4	12.6	10.7	10.1	8.3	12.6	12.3	39.9	43.6	43.3	47.7	51.9
欧洲	2.9	4.3	5.5	2.5	4.6	4.7	6.6	3.3	9.4	15.2	19.2	24.9	31.2
其他	4.6	5.9	4.3	11.4	7.5	7.1	5.2	14.3	15.4	25.8	34.0	47.6	64.3
零售销量YOY	-1.8%	0.3%	-3.6%	30.4%	4.7%	-5.0%	6.1%	17.2%	29.9%	5.0%	5.9%	19.3%	17.7%
国内	-19.7%	-20.7%	-30.7%	-20.0%	-34.0%	-10.0%	0.0%	5.0%	-5.3%	-25.9%	-11.4%	5.0%	2.0%
海外	13.7%	17.7%	16.1%	64.0%	28.3%	-2.3%	8.7%	21.2%	88.0%	30.8%	14.1%	24.5%	22.6%
印度	7.7%	4.0%	7.7%	15.1%	3.1%	-20.0%	0.0%	15.0%	54.1%	9.3%	-0.6%	10.0%	9.0%
欧洲	31.8%	48.3%	71.9%	127.3%	58.3%	10.0%	20.0%	30.0%	38.2%	61.7%	26.1%	30.0%	25.0%
其他	17.6%	28.3%	-2.3%	147.8%	63.2%	20.0%	20.0%	25.0%	800.6%	67.5%	31.8%	40.0%	35.0%
ASP (元/件)	968.1	997.5	1,005.2	944.7	1,038.5	1,047.4	985.1	921.1	958.7	979.9	992.8	1,007.7	1,017.8
ASP YOY	18.4%	4.7%	-4.3%	-5.8%	7.3%	5.0%	-2.0%	-2.5%	8.8%	2.2%	1.3%	1.5%	1.0%
收入 (亿元)	270.1	320.2	322.7	308.0	303.2	319.3	335.5	351.9	1,138.0	1,220.9	1,309.9	1,571.9	1,854.9
收入 YoY	16.2%	5.0%	-7.8%	22.8%	12.3%	-0.3%	4.0%	14.3%	41.3%	7.3%	7.3%	20.0%	18.0%

资料来源: 公司财报、国元证券经纪(香港)整理与预测

- **IoT 与生活消费产品业务:** 具体通过预测各产品销量和 ASP 实现。预计 2020/2021 年智能电视销售量分别为 15.9/20.7 百万件; 笔记本电脑销售量分别为 3.3/3.9 百万件; TWS 耳机 36.0/83.0 百万件。预测 2020/2021 年 IoT 与生活消费产品业务收入分别为 857.5/1148.1 亿元。

表 15: IoT 与生活消费产品业务关键假设及预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
零售销量 (百万份)					
智能电视	8.4	12.8	15.9	20.7	25.4
国内	7.4	10.0	12.1	15.7	18.8
海外	1.0	2.8	3.9	5.0	6.5
笔记本电脑	1.5	2.5	3.3	3.9	4.7
TWS 耳机		3.9	36.0	78.7	139.0
零售销量 YOY					
智能电视	225.0%	51.9%	24.6%	30.0%	22.4%
国内		34.7%	20.8%	30.0%	20.0%
海外		180.0%	38.3%	30.0%	30.0%
笔记本电脑		66.7%	30.0%	20.0%	20.0%
TWS 耳机			600.0%	118.6%	76.6%
ASP (元/件)					
智能电视	1,882.7	1,916.4	1,950.7	1,985.6	2,021.1
笔记本电脑	4,449.3	4,508.0	4,553.1	4,575.8	4,598.7
TWS 耳机		200.0	150.0	140.0	130.0
收入 (亿元)					
智能电视	158.7	245.3	311.1	411.6	512.9
笔记本电脑	66.7	112.7	148.0	178.5	215.2
TWS 耳机		7.7	54.0	110.2	180.7
其他产品	212.8	255.2	344.5	447.8	573.2
收入占比					
智能电视	36.2%	39.5%	36.3%	35.9%	34.6%
笔记本电脑	15.2%	18.2%	17.3%	15.5%	14.5%
TWS 耳机		1.2%	6.3%	9.6%	12.2%
其他产品	48.6%	41.1%	40.2%	39.0%	38.7%

资料来源: 公司财报、Canalys、国元证券经纪(香港)整理与预测

- **互联网服务业务:** 预计 2020/2021 年互联网服务业务收入分别为 269.4/377.2 亿元。

表 16: 互联网服务业务关键假设及预测

互联网服务业务	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	42.6	45.8	53.1	57.0	59.0	61.8	71.7	76.9	159.6	198.4	269.4	377.2	509.2
收入 YoY	31.8%	15.7%	12.3%	41.1%	38.6%	35.0%	35.0%	35.0%	61.2%	24.4%	35.8%	40.0%	35.0%

资料来源: 公司财报、国元证券经纪(香港)整理与预测

毛利率: 预计 2020/2021 年智能手机业务毛利率分别为 6.5%/7.0%，IoT 与生活消费产品业务毛利率分别为 11.5%/11.5%，互联网服务业务毛利率分别为 55.5%/56.0%。

表 17: 净利润关键假设及预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入 (亿元)	1749.2	2058.4	2461.3	3130.3	3890.8
收入 YoY	52.6%	17.7%	19.6%	27.2%	24.3%
智能手机	1138.0	1220.9	1309.9	1571.9	1854.9
IoT与生活消费产品	438.2	620.9	857.5	1148.1	1482.0
互联网服务	159.6	198.4	269.4	377.2	509.2
其他产品	13.4	18.1	24.5	33.1	44.8
收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
智能手机	65.1%	59.3%	53.2%	50.2%	47.7%
IoT与生活消费产品	25.1%	30.2%	34.8%	36.7%	38.1%
互联网服务	9.1%	9.6%	10.9%	12.0%	13.1%
其他产品	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
毛利率	12.7%	13.9%	13.5%	14.5%	15.0%
智能手机	6.2%	7.2%	6.5%	7.0%	7.0%
IoT与生活消费产品	10.3%	11.2%	11.5%	11.5%	11.5%
互联网服务	64.4%	64.7%	55.5%	56.0%	56.0%
其他产品	27.3%	-0.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
投资收益 (亿元)	38.2	31.4	46.4	45.4	46.8
公允价值变动投资收益	44.3	38.1	41.2	39.7	40.4
权益性投资收益	-6.1	-6.7	5.2	5.8	6.3
归母净利润 (亿元)	135.5	100.4	108.3	153.5	197.6
归母净利润 YoY	130.9%	-25.9%	7.8%	41.8%	28.7%
归母净利率	7.7%	4.9%	4.4%	4.9%	5.1%

资料来源: 公司财报、国元证券经纪(香港)整理与预测

根据以上假设，我们预测 20/21 年公司实现营业收入分别为 2461.3/3130.3 亿元，同比增长 19.6%/27.2%；归母净利润分别为 108.3/153.5 亿元，同比增长 7.8%/41.8%。

7.2 行业估值及目标价

基于相对估值及分部加总估值综合计算，公司合理股价为 16.58 港元/股，对应 2020 年 27 倍 PE，离现价有 21.91% 涨幅空间。

表 18: 分部加总估值

单位: 亿元	2020收入	净利率	2020净利润	估值方法	PE估值倍数	估值
智能手机	1309.9	2%	26.2	P/E	18	471.6
IoT与生活消费产品	857.5	2%	17.2	P/E	36	617.4
互联网服务	269.4	28%	75.4	P/E	33	2489.2
其他产品	18.1	1%	0.2	P/E	10	1.8
Non-GAAP净利润			119.0			
投资收益						46.4
总市值						3626.4
发行股数 (亿股)						240
目标价 (人民币)						15.11
目标价 (港元)						16.58

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理及预测

表 19: 行业可比公司估值

代码	收盘价(当地货币)	市值(亿)	净利润(亿)			EPS			PE			
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
AAPL.O	苹果	364.1	15,781.7	544.0	557.9	61,277.4	11.7	12.6	13.8	27.6	28.0	23.9
GOOGL.O	谷歌	1,469.9	10,016.5	347.5	380.7	43,348.2	49.7	54.5	61.8	29.1	42.3	33.0
AMZN.O	亚马逊	2,890.3	14,416.1	118.1	159.8	24,713.6	23.5	31.4	48.0	136.5	143.2	61.5
005930.KS	三星电子	52,900.0	3,158,015.0	438,908.8	-	-	-	-	-	-	-	-
0992.HK	联想	4.6	549.1	7.3	8.7	971.0	0.1	0.1	0.1	10.6	10.1	8.3
1169.HK	海尔电器	23.8	670.4	50.5	47.0	5,366.7	1.8	1.7	1.9	8.2	13.3	11.4
000651.SZ	格力	58.2	3,501.8	283.0	315.9	35,316.8	4.7	5.3	5.9	17.0	15.0	12.8
000333.SZ	美的	63.0	4,410.8	237.9	271.0	30,387.4	3.4	3.9	4.4	19.3	17.6	15.4
BABA.N	阿里巴巴	223.6	5,936.8	1,526.7	1,267.7	1,643.7	5.6	5.7	7.2	28.5	33.4	25.8
0700.HK	腾讯控股	518.5	49,535.7	859.6	1,121.8	1,382.7	9.9	11.6	14.1	47.6	40.2	32.6
BIDU.O	百度	123.3	425.0	-22.1	101.5	147.3	90.4	372.4	507.0	124.2	29.6	20.4
JD.O	京东	61.4	1,079.2	37.5	87.6	146.8	2.6	3.1	4.3	113.2	76.4	45.6
HMIN	华米科技	14.9	9.2	4.8	6.3	7.2	2.0	2.2	2.8	12.6	10.3	9.0
VIOT.O	云米科技	5.7	4.0	2.6	2.9	3.8	1.4	2.4	0.0	10.5	9.8	7.4
688169.SH	石头科技	406.5	271.0	3.4	9.4	11.8	6.8	9.6	0.0	35.1	29.0	23.0
1810.HK	小米集团	13.6	3,274.3	100.4	108.3	153.5	0.4	0.5	0.6	29.3	30.5	20.3

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理及预测

风险提示

受疫情影响全球手机销量下调超预期;

5G 手机渗透率不及预期;

物联网发展不及预期。

财务报表摘要

利润表						主要财务比率					
单位:百万元											
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	
营业收入	174,915	205,839	246,135	313,026	389,083	盈利能力(%)					
营业成本	-152,723	-177,285	-212,832	-267,732	-330,588	毛利率	12.7%	13.9%	13.5%	14.5%	15.0%
毛利	22,192	28,554	33,303	45,294	58,496	净利率	7.7%	4.9%	4.4%	4.9%	5.1%
其他收入	845	1,266	1,222	1,664	2,131	ROE	18.9%	12.4%	18.3%	24.3%	28.0%
其他(亏损)/收益净额	213	-226	-271	-344	-428	偿债能力(%)					
销售费用	-7,993	-10,378	-13,291	-16,277	-20,232	流动比率	1.71	1.49	1.27	1.24	1.23
研发费用	-5,777	-7,493	-9,107	-11,895	-15,174	速动比率	0.50	0.37	0.41	0.43	0.44
管理费用	-12,099	-3,104	-3,870	-5,008	-6,303	资产负债率	50.9%	55.5%	64.7%	67.0%	68.1%
可转换可赎回优先股的公允价值变动	12,514	0	0	0	0	营运能力(次)					
财务收入/(费用)净额	216	402	481	612	761	资产周转率	1.20	1.12	1.46	1.62	1.75
除税前溢利	13,927	12,163	13,111	18,587	23,927						
所得税	-449	-2,060	-2,220	-3,148	-4,052						
净利润(含少数股东权益)	13,478	10,103	10,891	15,439	19,875						
EPS (分)	42.30	42.30	45.15	60.95	74.73						
资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E	
流动资产合计	106,013	137,539	125,611	146,578	173,299	除税前(亏损)/溢利	13,927	12,163	13,111	18,587	23,927
存货	29,481	32,585	39,119	49,210	60,763	物业及设备折旧	220	895	985	1,083	1,192
应收账款	5,598	6,949	8,309	10,567	13,134	无形资产摊销	529	486	486	486	486
应收贷款-流动资产	10,294	12,724	10,500	10,710	10,924	营运资本变动前之现金流量	13,519	16,400	14,618	20,196	25,648
受限制现金	1,480	1,538	1,538	1,538	1,538	(增加)/减少存货	-16,115	-6,964	-9,638	-10,091	-11,553
货币资金	30,230	25,920	27,701	35,043	46,048	(增加)/减少应收账款	-91	-1,277	-2,710	-2,258	-2,567
非流动资产合计	39,215	46,090	42,830	46,282	49,388	经营活动产生的现金流量净额	-1,415	23,810	2,270	7,847	11,528
固定资产-物业, 厂房及设备	5,068	6,992	9,090	11,817	14,180	投资活动产生的现金流量净额	-7,508	-31,570	-239	-251	-264
无形资产	2,061	1,672	1,756	1,843	1,936	筹资活动产生的现金流量净额	26,574	3,121	-249	-254	-259
权益法核算的投资	8,639	9,301	9,487	9,676	9,870	现金及现金等价物净增加额	17,652	-4,639	1,781	7,342	11,005
指定按公允价值计入损益的投资	18,636	20,679	21,093	21,515	21,945	期初现金及现金等价物余额	11,563	30,230	25,920	27,701	35,043
递延所得税资产-非流动资产	1,312	1,283	1,309	1,335	1,362	期末现金及现金等价物余额	30,230	25,920	27,701	35,043	46,048
总资产	145,228	183,629	168,441	192,861	222,688	每股资料(元)					
流动负债合计	61,940	92,181	98,727	118,532	140,571	每股收益	0.84	0.42	0.45	0.61	0.75
应付账款	46,287	59,528	71,464	89,898	111,003	每股经营现金	-0.09	1.00	0.09	0.31	0.44
应交所得税-流动负债	662	479	384	384	431	每股净资产	4.43	3.44	2.48	2.53	2.68
短期借款	3,075	12,837	13,478	14,152	14,860	估值比率(倍)					
非流动负债合计	12,038	9,791	10,193	10,672	11,174	PE	14.70	29.30	27.46	20.34	16.59
递延所得税负债-非流动	778	580	609	639	671	PB	2.80	3.60	4.99	4.90	4.62
质保金拨备-非流动	559	668	613	613	613						
总负债	73,978	101,972	108,919	129,204	151,745						
储备	71,323	81,330	92,158	107,507	127,266						
少数股东权益	-73	327	-32,637	-43,851	-56,324						
股东权益合计(含少数股东权益)	71,250	81,658	59,521	63,657	70,942						
负债及权益合计	145,228	183,629	168,441	192,861	222,688						

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。