

# 小米集团 1810.HK

2018年12月11日

## 小米电视出彩，互联网收入超预期

**核心观点：**我们认为小米铁人三项模式处在良性发展轨道，收入快速扩张同时保证运营效率。预计全年硬件销售特别是海外部分将维持快速增长。大屏广告投放带动互联网变现进度超预期。

**上调小米手机全年出货量至 1.29 亿部，YoY40.8%。**主要基于：1) 国内手机销量 4 季度转暖，小米国内出货量将保持稳健。2) 印度、印尼等地对国产品牌智能手机需求持续强劲。3) 小米在欧洲出货量提升。第三季度小米在西欧手机市场在排在第 4，出货增长了 386%。并在 11 月进入英国市场。

**手机产品结构持续优化，预计全年 ASP ¥ 991。上调全年智能机收入预测至 ¥ 1272 亿，YoY58%：**小米 ASP 提升主要原因是来自 ¥ 2000 元+智能手机收入占手机业务比重达到 31%。小米 8 年中发售以来出货量突破 600 万台，双 11 包揽各大平台中高端机型第一。

**我们预计 2018 全年 IoT 及互联网收入将达到 ¥ 448.9 亿、¥ 178.6 亿，YoY+91%、80%。**主要基于：小米电视增长超预期，海内外均成爆款产品。预计，电视将成为 IoT 业务的主要驱动引擎。2018、19 销量将达到 900、2000 万台。大屏广告收入随电视销量获得大幅提升。截止 9 月小米电视、小米盒子月活达到 1590 万人，电视业务放量有望进一步提升互联网变现能力，Q3 电视互联网服务收入占 5.4%。

**盈利预测与估值：**给与 17.4 港元目标价，对应市值 ¥ 3484.4 亿；对应 28 倍 2018 年市盈率。基于分步加总估值。给与手机硬件部分 18PE、IoT 部分 40 倍 PE、互联网部分 29 倍 PE、其他部分 20 倍 PE。

**正面因素：**1) 智能手机预计销售 ¥ 1272 亿，YoY58%；2) IoT 电视机销量同比 198%；3) 互联网变现加速。

**负面因素：**受汇率影响，手机毛利下滑。

**风险提示：**需求波动；海外竞争加剧；互联网货币化慢于预期。

表 1：小米电视销量及预测

	2018E	毛利率	净利润	倍数	估值
智能手机收入	127,223	1.40%	1,781	18	32,060
IoT	44,886	6%	2,693	40	107,727
互联网	17,858	40%	7,143	29	207,155
其他	1,498	5%	75	20	1,498
总市值					348,440
总股本					22,578
价格 (¥)					15.4
价格 (\$)					17.4

资料来源：小米集团公告、国信香港研究所整理

### 公司研究

小米集团	1810.HK
所属行业	通信设备
评级	买入
最新收盘价	14.86HKD
目标价	17.4HKD

资料来源：Wind 资讯、国信香港研究所整理

### 小米集团股价表现



注：数据截止至 2018-12-06

资料来源：Wind 资讯、国信香港研究所整理

### 徐进

SFC CE No.: BFC540  
 +852 2899 8300  
 xujin@guosen.com.hk

联系人：郑宇飞  
 +852 2899 8300  
 zhengyf@guosen.com.hk

## 手机销量、ASP 齐升，海外高增长将持续

### 上调小米手机全年出货量至 1.29 亿部，YoY40.8%

小米集团 Q3 手机销量 3300 万部，前 3 季度总共销售 9371.3 万部。出货量超出我们预期 1.53%，达到全年预期的 73%。小米手机热卖主要由于印度、印尼地区对智能手机需求强劲。

我们上调小米手机 Q4 出货量至 3500 万部；全年出货 1.28.7 亿部，YoY40.8%。

- 国内手机销量 4 季度转暖，小米国内出货量将保持稳健
- 印度、印尼等地对国产品牌智能手机需求持续强劲
- 小米在欧洲出货量提升。第三季度小米在西欧手机市场在排在第 4，出货增长了 386%。并在 11 月进入英国市场。

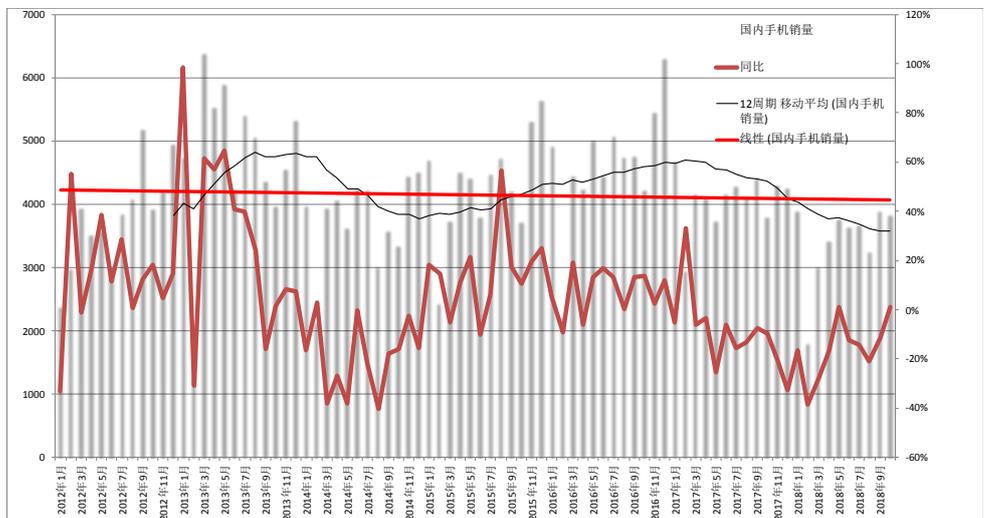
表 2: 小米集团 2018 年智能手机出货量新旧预测对比

单位:千部	Old	New	Diff
2018Q1-3	92,300	93,713	1.53%
2018Q4E	34,364	35,000	1.85%
2018FYE	126,664	128,713	1.62%

资料来源：小米集团公告、国信香港研究所整理

我们在《手机行业月报-手机销量底部徘徊、国产品牌崛起》提到，国产手机销量处于底部回升的状态，目前月出货量在 3800 万部左右。预计 4 季度环比降继续增长。

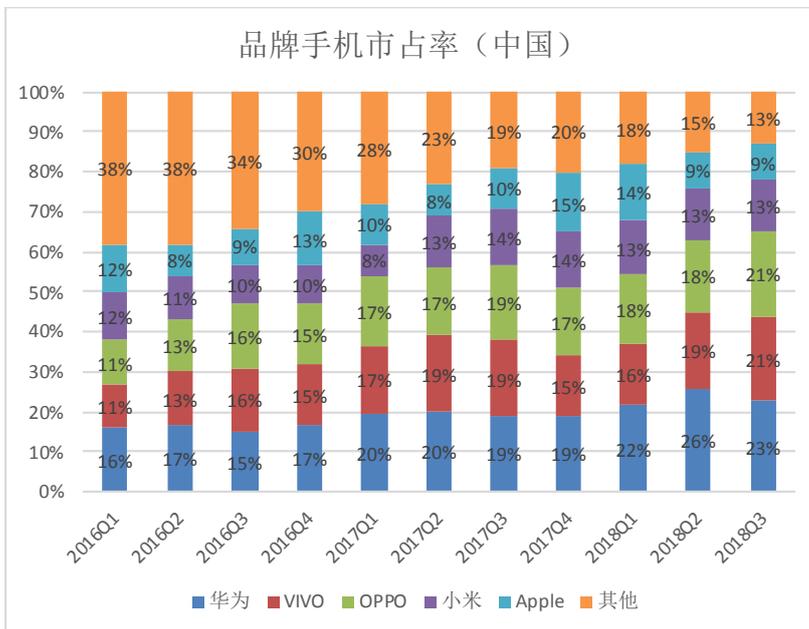
图 1 国内手机销量数据（月）



资料来源：中国信通院、国信香港研究所整理

我们认为国产智能手机市场仍将向 4 大品牌集中。目前小米市占率 13%，排名第 4，环比销售增量来自二线品牌出货量萎缩。

图 2 小米手机品牌坐稳第一梯队

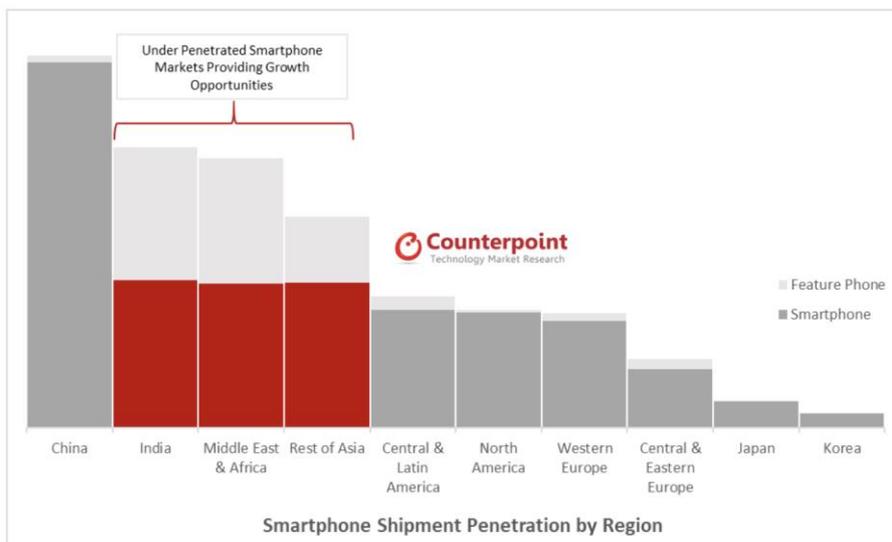


资料来源: Counterpoint Research、国信香港研究所整理

Q3 小米在全球 30 个智能手机的市场里排在厂商前 5 位。其中，在西欧手机市场排第 4，出货增长了 386%；在印度市场连续 4 个季度排第 1；在印尼市场排第 2。

我们认为，小米手机海外出货量高增长得益于新市场智能手机渗透率的快速提升。根据 Counterpoint 的预测，印度、中东、东南亚地区手机渗透率仅 50%-60%。

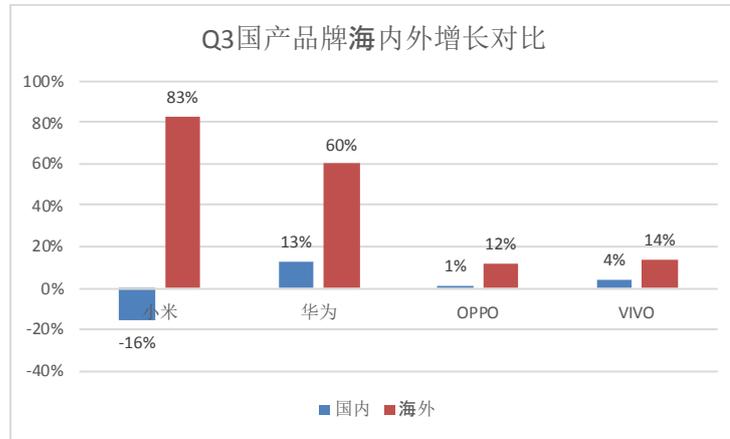
图 3 Counterpoint 预计印度、中东、以及东南亚国家智能机普及率偏低



资料来源: Counterpoint Research、国信香港研究所整理

海外销售已经成为小米手机出货量主要驱动力。小米 Q3 海外销售增长 83%，抵消国内下滑。

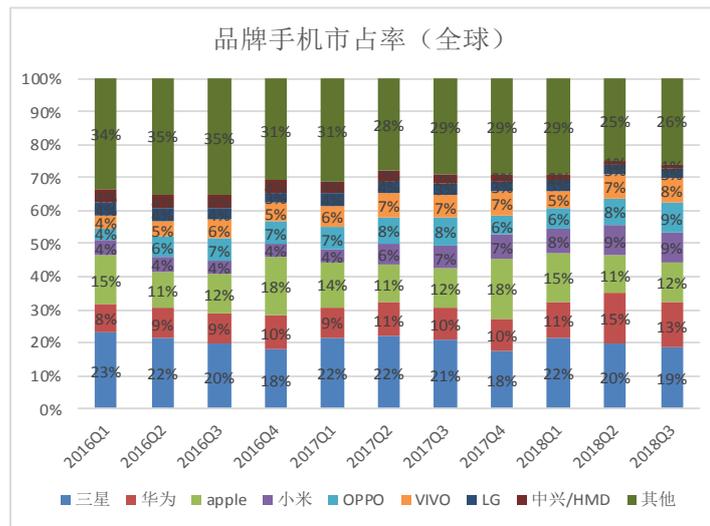
图 4 国产品牌 2018Q3 海内外出货量增长对比



资料来源: Counterpoint Research、国信香港研究所整理

目前国产手机价格较三星、苹果更亲民, 技术革新井喷(新机型均搭载 3D 人脸识别、OLED 全面屏、超级快充等技术)。我们相信, 国产品牌海外市占率将继续提升。

图 5 全球手机品牌市占率



资料来源: Counterpoint Research、国信香港研究所整理

表 3: 品牌手机季度出货量 (全球)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
三星	79.2	77.1	76	78	80	80.3	83.3	74.4	78	71.6	72.3
华为	28.4	32	33.6	45	34.6	38.5	39.1	41	39.3	54.2	52
apple	51.2	40.2	45.5	78.3	50.8	41	46.7	77.3	52.2	41.3	46.9
小米	14.5	14.5	15.5	17	13.4	23.1	28.5	31	27	33	35.7
OPPO	13.2	23	25.8	30.9	26.1	30.5	32.5	24	22	29.6	33.9
VIVO	12.5	16.5	21.7	23.6	22.8	25.8	28.6	31	19.5	26	30.5
LG	13.5	13.9	13.5	14.1	14.8	13.3	13.9	13.9	11.4	10.2	10.4
中兴/HMD	13	15.3	15.4	16.4	13.3	12.2	9.8	9.4	7.2	4.5	4.8
其他	114.9	125.5	133.6	134.5	115.4	101.7	116.5	121.8	103.4	89.5	100.4
合计	340.4	358	380.6	437.8	371.2	366.4	398.9	423.8	360	359.9	386.9

资料来源: Counterpoint Research、国信香港研究所整理

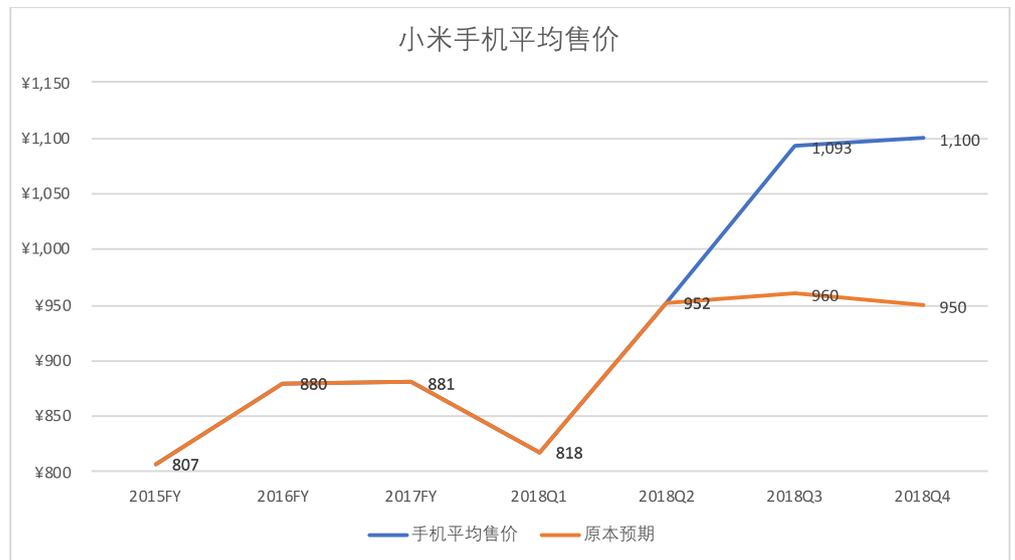
**手机产品结构持续优化, ASP 提升超预期**

Q3 小米手机平均售价+13%YoY 至 ¥1051 元 (中国大陆 ASP+16%YoY/+4%QoQ, 海外+18%YoY)。ASP 提升超预期, 主要原因是来自 ¥2000 元+智能手机收入占手机业务比重达到 31%。小米 8 年中发售以来出货量突破 600 万台, 双 11 包揽各大平台中高端机型第一。

我们认为, 小米中端机型在市场已经站稳脚跟, “小米=廉价手机”的印象已经悄然打破。上调 4 季度 ASP 由 ¥950 至 ¥1100 元、全年平均 ASP 至 991。基于:

- 成本驱动手机平均售价提升 (旗舰机新增 AI 芯片、人脸识别模组、三摄等)
- 小米中高端产品发力, 产品结构持续优化
- 欧洲市场对中高端机型需求更强

图 6 小米产品结构优化带来 ASP 提升



资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

基于未来小米手机量价齐升的预期, 我们上调全年智能机收入预测至 ¥1272 亿, YoY58%。

表 4: 小米智能手机收入及预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2017FY	2018E	2019E
智能手机收入 (¥/m)	23,239	30,501	34,983	38,500	80,564	127,223	179,385
YoY	91%	59%	36%	64%	165%	58%	41%
智能手机销量 (thd)	28,413	32,000	33,000	35,000	91,410	128,413	155,987
ASP (¥)	818	952	1,060	1,100	881	991	1,150

资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

## 智能电视单品为王，互联网服务提速

Q3 小米 IoT 与生活消费产品收入 ¥108 亿, YoY+89.8%。截至今年 9 月底, IoT 设备连接数环比+13.8%至 1.32 亿台, 拥有五台以上小米 IoT 设备(不包括智能手机及笔记本电脑)的用户数环比+16.5%, 智能助理小爱同学月活超过 3400 万。

Q3 互联网业务收入 ¥47 亿, YoY+85.5%, 其中广告收入大增, YoY+109.8%。海外互联网收入占 4.4%。MIUI 月活至 2.24 亿人, YoY+43.4%, ARPU ¥21.1 元, +29.4%;

2018 年前 3 季度小米 IoT 收入 288.8 亿, YoY93%。达到我们全年预测的 77%。互联网收入 ¥119.8 亿, 超越 2017 全年收入。我们预计 2018 全年 IoT 及互联网收入将达到 ¥448.9 亿、¥178.6 亿, YoY+91%、80%。主要基于:

- 小米电视增长超预期, 海内外均成爆款产品
- 大屏广告收入随电视销量获得大幅提升

表 5: 小米 IoT 及互联网收入及预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2017FY	2018E	2019E
IoT 收入	7,697	10,379	10,805	16,006	23,448	44,886	81,693
YoY	85%	104%	90%	88%	189%	91%	82%
互联网收入	3,231	3,958	4,729	5,940	9,896	17,858	36,967
YoY	59%	64%	85%	105%	151%	80%	107%

资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

## 智能电视单品为王，明年销量有望冲击 2000 万

智能电视全球销量 YoY+198.5%, 1-9 月销售累计达 520 万部, 10 月单月销售首次超 100 万部, 双 11 期间电视销量达 70 万台, 2018 年 2 月进入印度市场目前已成为领先品牌。

小米电视凭借产品高性价比的优势, 出货量快速提升, 互联网品牌中遥遥领先。上半年出货平均尺寸 45", 较去年同期下降 6.4", 产品主打中小尺寸, 50"及以下中小尺寸出货占比高达 69.4%。

我们认为, 电视将成为 IoT 业务的主要驱动引擎。预计 2018、19 销量将达到 900、2000 万台。

表 6: 小米电视销量及预测

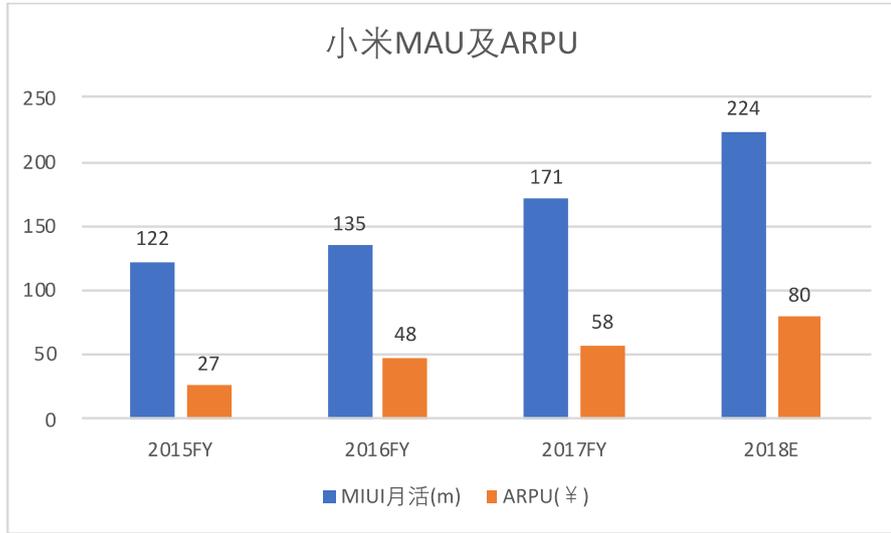
	2018E	2019E
小米电视销售额(m)	16,000	38,700
中国(m)	13,000	31,500
销量(m)	7	15
ASP(¥)	2,000	2,100
海外(m)	3,000	7,200
销量(m)	2	5
ASP(¥)	1,500	1,600

资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

**互联网变现：广告收入快速增长**

值得注意的变化是：1) 广告收入快速增长，主要来自于大屏广告投放量增加。截止 9 月小米电视、小米盒子月活达到 1590 万人，电视业务放量有望进一步提升互联网变现能力，Q3 电视互联网服务收入占 5.4%。2) 游戏收入增长放缓，YoY+12%。主要由于游戏版号发行暂未重启。预计 4 季度收入依然低迷。

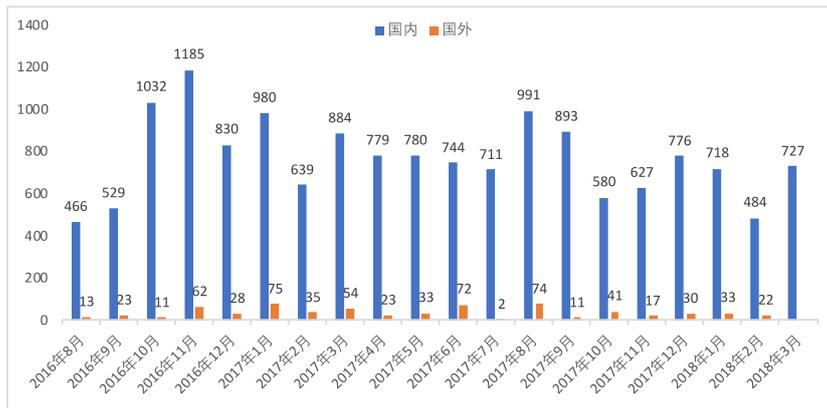
图 7 MIUI 月活跃用户与 ARPU



资料来源：国家广播电视总局、国信香港研究所整理

国家新闻出版署对颁发的游戏版号是国内游戏上线的必要条件。若无版号，新游戏仅能进行有限时间的公测，不能进行购买或收费。我们预计今年 4 季度版号发放重启的概率较低，短期仍将对小米游戏业务产生负面影响。

图 8 国内、海外网络游戏版号于 4 月起暂停颁发



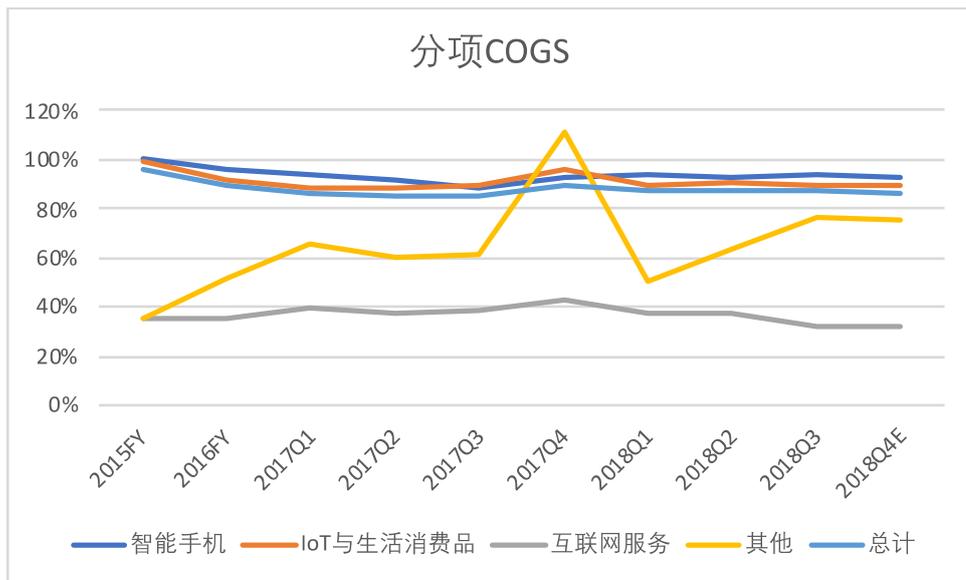
资料来源：国家广播电视总局、国信香港研究所整理

### 铁人三项新零售模式保证运营效率

新零售战略释放势能, Q3 小米之家数量达到 515 家, 覆盖多个一二线城市, 授权体验店 1183 家, 线上线下融合在双 11 递交完美答卷, 当天全渠道销售额 52.51 亿元。

我们看到, 小米业务线上、线下向全球快速扩张的同时, 保证了毛利以及费用率的稳定。其中手机毛利收到人民币兑印度卢比升值影响, 下滑到 6%。但该影响被互联网毛利提升所抵消。IoT 业务毛利则稳定在 10%左右。我们预计 2018 年全年综合毛利率为 13%。

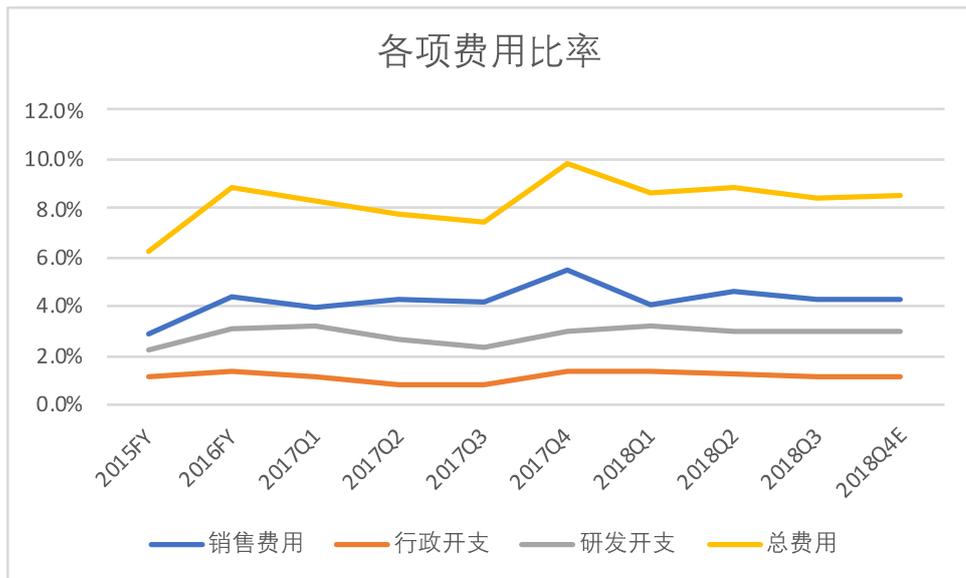
图 9 小米各项业务销售成本



资料来源: 国家广播电视总局、国信香港研究所整理

我们认为, 小米综合费用率仍将稳定在 8.5%附近。

图 10 小米各项费用比率



资料来源: 国家广播电视总局、国信香港研究所整理

盈利预测与估值:

给与 17.4 港元估值, 对应 28 倍 2018 年市盈率。基于分步加总估值。给与手机硬件部分 18PE、IoT 部分 40 倍 PE、互联网部分 29 倍 PE、其他部分 20 倍 PE。

正面因素: 1)智能手机预计销售 ¥1272 亿, YoY58%; 2) IoT 电视机销量同比 198%; 3) 互联网变现加速

负面因素: 受汇率影响, 手机毛利下滑

表 7: 小米集团分步估值

	2018E	毛利率	净利润	倍数	估值
智能手机收入	127,223	1.40%	1,781	18	32,060
IoT	44,886	6%	2,693	40	107,727
互联网	17,858	40%	7,143	29	207,155
其他	1,498	5%	75	20	1,498
总市值					348,440
总股本					22,578
价格 (¥)					15.4
价格 (\$)					17.4

资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

表 8: 小米集团季度收入及预测

收入(¥/m)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4E	2017FY	2018E
智能手机	12,194	19,219	25,711	23,440	23,239	30,501	34,983	38,500	80,564	127,223
IoT 与生活消费品	4,161	5,081	5,692	8,514	7,697	10,379	10,805	16,006	23,448	44,886
互联网服务	2,030	2,420	2,550	2,898	3,231	3,958	4,729	5,940	9,896	17,858
其他	148	160	147	262	245	397	330	525	717	1,498
总计	18,532	26,879	34,100	35,114	34,412	45,236	50,846	60,971	114,625	191,465
销售成本(¥/m)										
智能手机	11,475	17,541	22,705	21,741	21,893	28,459	32,847	35,805	73,462	119,005
IoT 与生活消费品	3,691	4,485	5,114	8,207	6,875	9,400	9,673	14,405	21,497	40,353
互联网服务	805	909	989	1,233	1,219	1,473	1,495	1,901	3,936	6,088
其他	97	96	90	293	123	252	254	394	576	1,023
总计	16,068	23,031	28,898	31,474	30,111	39,584	44,269	52,505	99,471	166,468
各项费用										
销售费用	727	1,144	1,447	1,914	1,403	2,076	2,186	2,622	5,232	8,286
行政开支	204	229	297	486	465	557	583	732	1,216	2,337
研发开支	605	707	805	1,035	1,104	1,364	1,534	1,829	3,151	5,831
总费用	1,536	2,080	2,548	3,435	2,972	3,996	4,304	5,183	9,599	16,454
毛利	2,464	3,848	5,202	3,640	4,301	5,652	6,578	8,466	15,154	24,997
经营利润	-1,491	1,196	928	1,768	2,654	205	1,330	1,656	2,274	3,284
净利润					-7,005	14,651	2,462	2,562	-43,826	12,670
比率分析										
COGS	87%	86%	85%	90%	88%	88%	87%	86%	87%	87%
经营利润率	-2%	2%	5%	7%	8%	1%	4%	4%	4%	5%

资料来源: 小米集团公告、国信香港研究所整理

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

**Buy:** A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

**Neutral:** A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

**Sell:** A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

#### Sector Ratings:

**Overweight:** The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

**Neutral:** The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

**Underweight:** The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

**买入:** 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘涨幅在 10%以上;

**中性:** 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间;

**减持:** 我们预计未来 6-12 个月内, 个股相对大盘跌幅大于 10%。

#### 行业评级

**超配:** 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 10%以上;

**中性:** 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间;

**低配:** 我们预计未来 6-12 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士, 分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员, 也未持有其任何财务权益。

本报告中, 国信证券(香港)经纪有限公司及其所属关联机构(合称国信证券(香港))并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股), 在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系, 亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责条款

期货及期权价格可升可跌, 亦不时波动甚大, 甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润, 反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌, 甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润, 反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也不构成针对任何期货和/或期权的预测。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和/或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券(香港)的推荐意见, 也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券(香港)或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。国信证券(香港)不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息, 我们力求准确可靠, 但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要, 并不构成个人投资建议, 客户据此投资, 责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送, 未经国信证券香港书面授权许可, 任何人不得引用、转载以及向第三方传播, 否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见, 如有任何更改, 本司将不作另行通知。在一些管辖区域内, 针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券(香港)受制于任何注册或领牌规定, 则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。