

电子 | 公司研究

2021 年 12 月 31 日

买入

首次覆盖

市场数据：2021 年 12 月 30 日

收盘价（港币）	18.64
恒生中国企业指数	8096.44
52 周最高/最低价（港币）	17.50/35.90
H 股市值（亿港元）	4,658
流通 H 股（百万股）	20,357
汇率（人民币/港币）	1.22

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

杨海燕  
A0230518070003  
yanghy@swsresearch.com  
研究支持

联系人

袁航  
(8621)23297818×7469  
yuanhang@swsresearch.com

## 硬件圈粉+软件变现，小米的超强生命力

小米集团 (1810.HK)

**手机是小米生态链的起点和基石，已积累 5 亿活跃 MIUI 用户。**小米通过手机产品积累了第一批粉丝，手机业务是小米起点，也是小米生态链的基石。2017-2020 年，在全球手机市场低迷行情下，小米在海外市场高速增长，出货量从 9,272 万部 提升至 1.46 亿部，逐年创历史新高。小米手机热销 100 多个国家，2018-2020 年出货量蝉联全球第四。2021 年 11 月，小米手机活跃用户突破 5 亿。近 5 年全球智能手机出货量约 13-15 亿部，在其他智能终端产品出货量尚未达 10 亿台量级时，智能手机仍为聚焦小米粉丝的基础业务。

**小米手机业务成长展望：**1) 从区域市场角度，印度、中国仍为小米的主力市场，前五大国家市场销售占比 64%。2021Q3，小米手机在 11 个国家和地区的智能机出货量位列第一，在 59 个国家和地区位列前 5。2) 从销售渠道角度，小米线下占比仅 47%，远低于其他品牌，线下渠道销售潜力仍有较大挖掘空间。3) 从产品维度，创新和双品牌战略下，小米高端化战略初见成效。小米手机在研发探索中逐渐进步，其产品思路逐渐从早期的跑分、单纯追求性价比转向追求性价比、美学、屏幕等多方面逐步采用黑科技，在全面屏、无线充电、折叠屏等方面引领了创新潮流。

**小米是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的公司，2019 年“手机+AIOT”已上升为公司核心战略。**小米 IoT 收入从 2015 年 86.9 亿元人民币增至 2021 年前三季度 599.1 亿元人民币，收入占比提升至 25%。2020 年小米智能音箱出货量 1097 万台，全球市场份额 8.4%；小米手环出货量蝉联 5 年全球第一；小米电视 2019 年、2020 年出货量逾千万台，维持国内第一、全球第五地位；2021 年进军智能电动汽车业务，预计 2024 年上半年正式量产。

**小米已成为全球领先的 IoT 平台。**截至 2021Q3，小米核心 IoT 平台及 MAU 规模领先，且维持高速增长：连接设备数达 4.00 亿台，同比增长 33.1%；2021 年 9 月，AI 助手 MAU 达 1.05 亿，同比增长 34.1%；米家 App MAU 达 59.9 百万，同比增长 39.0%。在产业链投资+App 选品销售模式下，小米品牌已成为 IoT 领域的 KOL，形成消费 IoT 品牌影响力，为多元内容变现铺路。

**互联网业务仍有数倍成长空间。**小米集团以硬件为营收基础，却不以硬件盈利为目标。2020 年，小米集团互联网服务收入占比约 10%。对比苹果公司，其 iTunes 软件及服务营收占比从 FY2012 财年 8%提升至 FY2020 的 20%，FY2021 实现 19%营收占比。从互联网服务占比角度，小米的互联网业务有翻倍以上提升空间。2020 年小米集团互联网服务 ARPU 值约 60 元，我们估算苹果的互联网服务业务 ARPU 值约 68 美元，从 ARPU 值同业对比角度，小米互联网业务仍有 7 倍成长空间。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**我们预测 2021-2023 年小米集团营收分别为 3,225/3,586/3,865 亿元，归母净利润分别为 226/257/294 亿元，当前市值对应 2022 年 PE 为 15X，相比于可比公司平均估值 24X，仍有 60% 上升空间。我们认为公司当前估值具备吸引力，给予“买入”评级。

### 财务数据及盈利预测

人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	205,839	245,866	322,513	358,617	386,504
同比增长率（%）	17.68	19.45	31.17	11.19	8%
净利润（百万元）	10,044	20,356	22,635	25,664	29,436
同比增长率（%）	-25.89	102.66	11.20	13.38	14.70
每股收益（元）	0.40	0.81	0.91	1.03	1.18
净资产收益率（%）	12.30	16.41	15.44	14.89	14.58
市盈率（倍）	38.0	18.8	16.9	14.9	13.0
市净率（倍）	4.7	3.1	2.6	2.2	1.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## Investment highlight:

Xiaomi Corporation is the fourth largest smartphone manufacturer with 500mn MAUs, as well as a globally leading IoT platform with 400mn connected devices. The company has strong growth momentum thanks to its solid smartphone user basis and diversified IoT device category, both providing Internet service users. Despite market concerns about the sustainability of its MAU growth amid a steady global smartphone market, we find its current valuation attractive. We forecast EPS of Rmb0.91 in 21E (+11.20% YoY), Rmb1.03 in 22E (+13.38% YoY), and Rmb1.18 in 23E (+14.70% YoY). With 60% upside to our HK\$24.79 target price (24x 22E PE), we initiate coverage with an Outperform rating.

**Growth potential derives from:** 1. Global markets. With India and PRC as its top 2 smartphone markets, it has potential to penetrate into all global markets. 2. Offline retail stores. Since 2020, it's been strengthening retail coverage in prefectural-level cities and municipalities in mainland China, making up to its shortage in offline sales. 3. Dual brand and premium smartphone market. Since Redmi was announced as an independent brand in early 2019, Xiaomi has been targeting at premium smartphone markets, and achieved strong performance of premium smartphone market in 2020-2021.

**Diversified IoT expansion.** Xiaomi Corporation has IoT and Lifestyle products grew steadily, which represented 25% of its total revenue in 9M2021. With its diversified IoT products, Xiaomi now is the largest wrist band brand, second largest smart speaker brand, top 5 TV manufacturer globally. In 2021, Xiaomi has launched its EV strategy.

**Service development.** Internet service revenue has grown steadily on the back of an improved service mix. With its ARPU at 60RMB and Apple's ARPU estimated at \$60, we expect its service revenue and operating profit to have great growth potential.

**Initiate with an Outperform.** Xiaomi Corporation now trades at 15x 22E PE, vs 24x for average PE of peer companies. We think Xiaomi Corporation's current valuation is attractive, despite investor concerns about its earnings visibility. We forecast EPS of Rmb0.91 in 21E (+11.20% YoY), Rmb1.03 in 22E (+13.38% YoY), and Rmb1.18 in 23E (+14.70% YoY). With 60% upside to our HK\$24.79 target price (24x 22E PE), we initiate coverage with an Outperform rating.

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测 2021-2023 年小米集团营收分别为 3,225/3,586/3,865 亿元，归母净利润分别为 226/257/294 亿元，当前市值对应 2022 年 PE 为 15X，相比于可比公司平均估值 24X，仍有 60% 上升空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1) 手机业务：假设 2021-2023 年小米手机出货量分别为 1.95 亿/2.00 亿/2.00 亿部，ASP 稳步提升，智能手机业务收入分别为 2,128/2,292/2,407 亿元。毛利率维持 9%。

2) IoT 业务：假设 2021-2023 年 IoT 业务通过扩品类及生态链投资维持较快增长，营收分别为 771/912/1,011 亿元。毛利率维持 12%。

3) 互联网服务：假设 2021-2023 年 ARPU 值分别为 66/70/75 元，MAU 用户数分别为 4.50/5.00/5.50 亿人，收入分别为 298/351/413 亿元。毛利率维持 70%。

### 有别于大众的认识

市场认为小米集团业务模式需要不断拓展手机用户，我们认为小米的业绩成长不再依赖于手机出货量的增长。品牌手机市场变化放缓是常态，小米手机年出货量维持 2 亿部已处于领军地位，以长维度看公司 5 亿 MIUI 用户群已足够做业务延展。参考苹果近 10 年的业务结构变化，软件及服务营收提升是其苹果业绩成长主力，小米有望重演该成长模式。

市场认为小米 IoT 业务存在成长性风险，我们认为小米 IoT 业务模式自有产品+两个产品来源优势，通过生态链投资+小米有品 App 形成 IoT 产品的 MCN 平台，保障其 IoT 业务新品来源及成功率。

### 股价表现的催化剂

1) 手机业务毛利率提升。2) IoT 出现爆款产品。3) 互联网业务 MAU 基础优化、ARPU 值提升。

### 核心假设风险

1) 手机业务毛利率下降风险。若小米手机高端化进展遇阻，ASP 提升受限，可能影响智能手机业务毛利率改善，从而影响净利率。2) 互联网业务出海可能受限。MIUI 以海外用户为主，2021Q3 中国大陆 MIUI 用户占比仅 26%，与此同时境外互联网服务收入占比提升至 20%，海外业务拓展可能受当地政策影响。3) IoT 业务成长性风险，小米的 IoT 设备可能面临同业竞争及品类拓展受限的风险。

# 1.手机是小米生态链的起点和基石

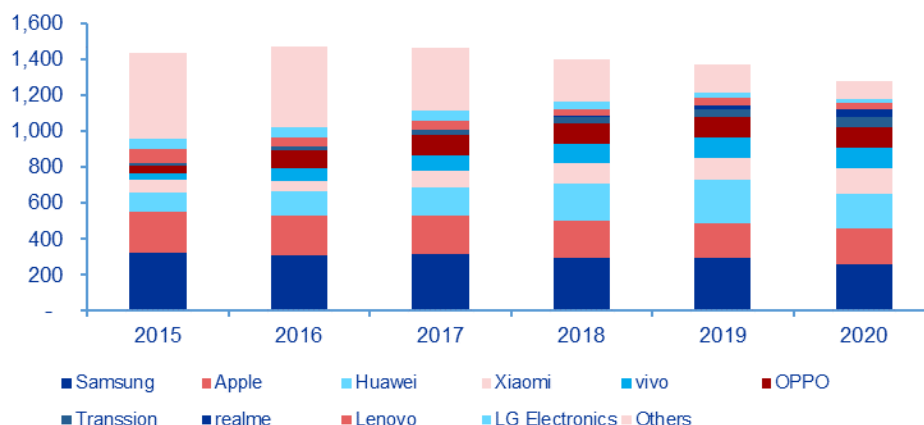
小米通过手机产品积累了第一批粉丝，手机业务是小米起点，也是小米生态链的基石。近5年全球智能手机出货量约13-15亿部，在其他智能终端产品出货量尚未达10亿台量级时，智能手机仍为聚焦小米粉丝的基础业务。

## 1.1 小米手机热销 100 多个国家，三年蝉联第四

**2021 年 11 月，小米手机活跃用户突破 5 亿。**小米公司成立于 2010 年 4 月，同年，小米推出 MIUI 操作系统。MIUI 操作系统是小米的第一个产品，2010 年 8 月 MIUI 发布第一个内测版本时，小米只有 100 个用户，他们是口碑传播最早的核心用户。2011 年 8 月，小米手机发布时已有 50 万发烧友用户，其间主要通过粉丝口口相传。2011 年小米进军手机市场，结合 MIUI 以高性价比的扩张战略迅速扩大品牌效应，目前已形成包括小米 MIX、小米系列和红米系列覆盖高中低端市场的手机系列机型。**2021 年前三季度小米智能手机出货量达 1.46 亿只，市场份额达 14.7%。截止 2021 年 11 月 22 日全球 MIUI 月活跃用户突破 5 亿。**

**小米智能手机发展历史。**小米公司手机业务从 2011 年至 2014 年持续增长，通过高性价比的战略部署，以及 2014 年红米系列的销量猛增，小米于 2014 年成为中国大陆市场出货量排名第一的智能手机品牌。由于小米期初主打低端品牌，随着华为、OPPO 等品牌的强势增长，2016 年小米手机出货量陷入低迷，出货量下降至 5,304 万只。2017 年，小米调整战略方向，维持中低端品牌机的量产并积极布局高端品牌机，同时积极开拓海外市场，扭转了 2016 年低迷的态势，重新恢复高速增长。2017-2020 年，在全球手机市场低迷行情下，小米在海外市场高速增长，出货量从 9,272 万部<sup>1</sup>提升至 1.46 亿部，逐年创历史新高。**2018-2020 年，小米手机蝉联全球出货量第四名。**

图 1：全球 Top 10 智能手机品牌，小米位列第 4（百万部）



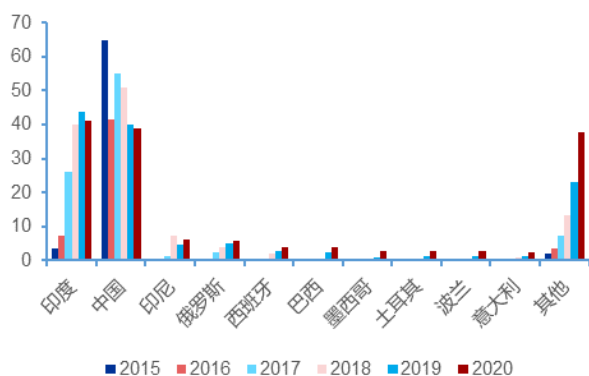
资料来源：IDC，申万宏源研究

<sup>1</sup> 数据来源：IDC，小米集团。

从区域市场角度，印度、中国仍为小米的主力市场，前五大国家市场销售占比 64%。截止 2020 年底，小米的产品在全球销往 100 多个市场，中国、亚太、欧洲、中东非洲、拉美地区均为其重要销售市场。2020 年小米手机出货量 1.46 亿只，其中印度、中国市场出货量分别为 4105、3901 万只，占小米手机出货量 54%；印尼、俄罗斯、西班牙市场出货量位列前五，分别为 602、558、383 万只，占小米手机出货量约 10%。

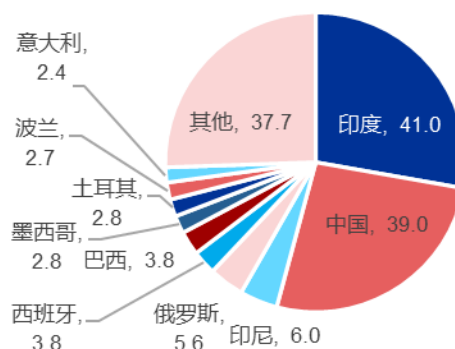
- **中国市场是小米手机的起点，经历了调整与恢复，2020Q4 以来加速渗透。**2018 年及以前，中国是小米最主要的销售市场。即使在 2016 年受同业竞争冲击小米手机中国市场出货量出现 4151 万只低点，2017-2018 年小米手机中国市场出货量迅速恢复到 5,506、5,076 万只。2019 年以来，中国市场仍高居小米手机第二大销售市场。2020Q4，小米智能手机业务在中国大陆增长显著，据 Canalys 数据，小米中国大陆智能手机出货量同比增长 51.9%，市场份额从 2019Q4 的 9.2% 上升至 2020Q4 的 14.6%。**2021Q3 中国大陆地区 MIUI 月活用户 1.27 亿，较 2020Q4 的 1.11 亿月活上升 14.7%。**
- **印度市场，小米手机连续三年出货量排名第一。**2014 年 7 月，小米在印度成立公司。2015 年，小米在印度开设第一家工厂，联合富士康共同生产“印度制造”的手机，2017 年 3 月，又投建了第二家工厂。为降低关税成本，小米基本实现了本地组装本地销售。2017Q3 起，小米超越印度市场的长期霸主三星，成为印度市场最大的智能手机供应商，市场份额一度高达 30%。2018 年起，携供应链公司在印度设置工厂计划陆续释放。**2018-2020 年印度市场连续 3 年维持 4000 万只出货量级，是小米手机的第一大销售市场。**
- 小米于 2014 年开始推进国际化战略，陆续在印度、东南亚、东欧等新兴市场布局。根据 Canalys 统计，2020Q4，小米在全球 54 个国家和地区的智能机出货量位列前 5 名；2021Q3，小米手机在 11 个国家和地区的智能机出货量位列第一，在 59 个国家和地区位列前 5。

图 2：印度、中国为小米手机主要市场（百万只）



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 3：2020 年小米手机市场分布（百万只）



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 4：2021Q3，小米手机在 59 个国家和地区出货量位列前 5

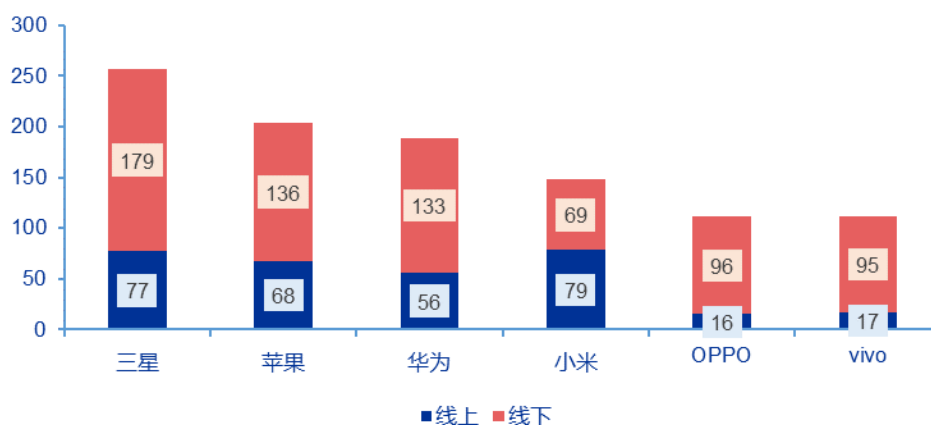


资料来源：Canalys，申万宏源研究

## 1.2 快速建设中国区线下渠道，零售店突破 1 万家

不同于其他手机品牌，小米手机线上渠道销售量逾 50%。小米自成立之初，就以互联网品牌形象深入人心。2020 年 IDC 数据显示，苹果、三星、华为等手机品牌出货均以线下为主要出货渠道，线下销售占比约 70%，以渠道见长的 OPPO、vivo 线下占比分别为 86%、85%。相比之下，小米线下占比仅 47%，线下渠道销售潜力仍有较大挖掘空间。

图 5：2020 年，小米手机以线上销售渠道为主（百万只）



资料来源：IDC，申万宏源研究

小米手机早期拓展主要依靠线上渠道。小米手机早期仅有官网直销渠道，随后拓展到天猫小米旗舰店。2015 年以来，直销渠道获单力遇瓶颈，2016 年线上线下经销渠道销售额快速增长，超过直销渠道占比。



公司通过与第三方线上合作伙伴合作打造了全球线上分销网络。在中国境内，公司与领先的电商平台京东、苏宁、国美等进行合作；在印度和世界其他地区，公司的线上合作伙伴包括亚马逊、Flipkart、Lazada 等。2020 年，在印度以外的境外线上渠道，智能手机出货量超过 1600 万元，同比增长超过 90%。

图 6：小米海外的线上渠道



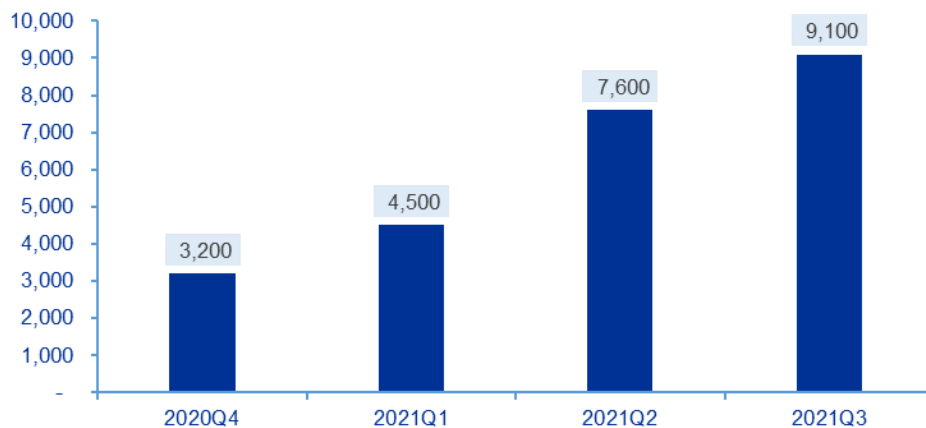
资料来源：小米集团，申万宏源研究

**小米的第三方线下分销网络包括：**1)中国境内电信运营商；2)中国境内零售连锁店及直供店；3)国际分销商，包括批发分销商、电信运营商及授权店。

2020 年，在运营商渠道上，小米在除印度外的境外市场运营商渠道，智能手机出货量超过 900 万台，同比增长超过 380%。

**2021 年中国线下零售店突破 10,000 家，手机线下销售占比有所提升。**2016 年以来，公司线下零售门店“小米之家”快速扩张，截至 2018 年 3 月 31 日，公司在中国境内已有 331 家零售门店。2020 年以来小米加强零售渠道建设，计划实现县域全覆盖。小米中国大陆零售店从 2020 年底 3200 多家增至 2021Q3 末的 9100 多家，截止 2021 年 11 月线下零售店突破 10,000 家，推广以高效率、高周转的数字化经营模式。**2021 年前三季度小米智能手机出货量达 1.46 亿只，其中线下销售占比提升至 49%。**

图 7：2020 年以来，中国区小米线下零售店迅速增加



资料来源：小米集团，申万宏源研究

### 1.3 技术创新+双品牌战略，助推小米手机高端化

小米热衷于研发创新型技术，通过内部研发、获得第三方知识产权授权以及收购第三方业务及技术等途径拓宽技术获取渠道。公司的研发部门主要分为产品规划、工业设计及硬件工程和软件工程三个方面。产品规划研发方面主要是小米通过提供前沿产品或为现有产品添加新功能和优化已有功能来突破技术边界，持续技术创新；工业设计及硬件工程方面则是小米注重研发以及工程、工业设计与制造团队的之间的密切配合，由硬件工程师与工业设计工程师密切配合，改良产品布局及设计，提高研发效率；软件工程研发则是软件工程师通过用户需求以及公司创新意愿的驱动研发互联网服务产品以及软件平台的新功能或对功能进行适度调整适应变化来实现研发效果。

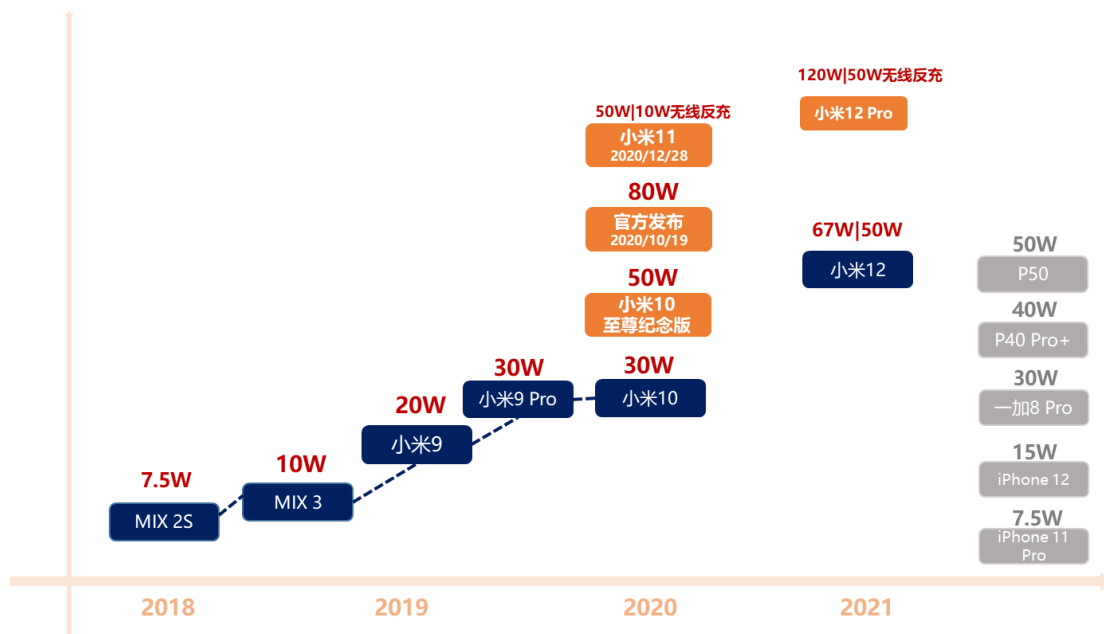
2020 年，小米集团研发费用 93 亿元，研发投入占比提升至 3.76%。截止 2021Q3，已获授权专利逾 2.3 万件，申请专利数逾 4.8 万件。研发人员约 1.4 万人，占比逾 44%。

小米手机在研发探索中逐渐进步，其产品思路逐渐从早期的跑分、单纯追求性价比转向追求性价比、美学、屏幕等多方面逐步采用黑科技，在全面屏、无线充电、折叠屏等方面引领了国内的手机潮流。

- **屏幕技术持续创新。**继 2016 小米 MIX 引领全面屏技术后，2021 年小米推出 MIX Fold 折叠屏。
- **小米在手机相机像素、成像、变焦等领域均取得行业领先的技术突破。**2020 年，小米 10 Pro 和小米 10 至尊纪念版登顶 DXOMARK 相机评测榜单，全年合计位居榜首 120 天。
- **小米 2020 年推出 120W 有线快充及 80W 无线秒充技术。**2021 年 1 月小米发布隔空充电技术，做到无需充电线、充电底座的隔空充电。

图 8：小米手机无线充电功率持续领先





资料来源：小米集团，申万宏源研究

**与时俱进，推出差异化定位的手机品牌。**2018年起，全球智能手机市场出货量出现下滑，手机市场规模增长空间在于成熟市场中高端机型以及新兴市场中低端机型，小米手机通过全产品线布局实现逆势增长。在产品线设计上，小米手机从小米及 Note 系列发散，于 2013、2016 年分别推出千元机红米系列及高端旗舰机 MIX，丰富产品线：

- **Redmi 品牌以极致性价比深耕新兴市场份额。**红米系列首发于 2013 年，第一款红米手机售价为 799 元，远低于当时市场预期的 1500 元价位，对于 2000 元的小米手机形成补充；2014 年，小米推出了红米 Note。2019 年 1 月，红米品牌正式独立升格为 Redmi，并陆续发布了 Note 系列、数字系列、K 系列手机，Redmi 品牌专注于大众市场定位。Redmi Note 9 系列在 2020 年 3 月 12 日发售至 2020 年底全球销量突破 3000 万台。
- **Redmi 独立以后，小米手机品牌推出小米 9、9 Pro 5G、小米 10、小米 11 等旗舰机型，坚定不移地走高端化路线。**
- **MIX 系列连续布局多项前沿黑科技，并持续走发烧路线。**2016 年 10 月 25 日，小米首次推出小米 MIX，小米 MIX 是一款全面屏、手机屏占比达到 91.3%，率先使用了全陶瓷机身。2017 年 8 月，MIX 荣获 IDEA 设计金奖；9 月 1 日，小米 MIX 被芬兰国家设计博物馆收藏。MIX 系列为小米智能手机的高端旗舰系列。2021 年，小米发布第一台折叠屏手机 MIX Fold。

**双品牌战略之下，小米手机高端机型年出货量突破千万只，高端化战略初见成效。**

2020 年，中国大陆地区定价在 3000 元或以上及境外定价在 300 欧元及以下的智能手机出货量近 1000 万台。受益于中高端产品销量提升，2020 年小米智能手机 ASP 提升至 1040

元,同比增长 6.1%。2021 年前三季度,中国大陆地区定价在 3000 元或以上及境外定价在 300 欧元及以上的中高端智能手机出货量近 1800 万台,出货占比超过 12%。

图 9：2021 前三季度，小米高端手机全球出货量增至 1800 万台



资料来源：小米集团，申万宏源研究

## 2. 全球最大的 AIoT 平台

### 2.1 小米的多品类扩展，设备规模行业领先

过去 30 年的互联网时代实现了人与人的互通互联，2018 年爱立信移动报告显示，全球单独手机用户数量达 56 亿，占 2018 年全球人口数的 74%。物联网（The Internet of Things）则是实现物物相联的互联网，未来的世界是一个万物互联的世界，一种在互联网基础上延伸及扩展到物与物之间并进行信息交换与通信的网络。物联网重点应用领域包括智慧城市、工业物联网、车联网、智能家居等。

自 1990 年比尔盖茨建立“未来之屋”开始，智能家居的雏形就已诞生，科技进步让智能家居逐步走向大众生活。根据数据机构 IDC 定义，智能家居/家居物联网指在家居环境中，可明确识别各个终端，能够通过 IP 网络进行自动连接，独立并双向交互。家居物联网应用包括家庭安全、智能家电、个人护理、家庭自动化等，为家电企业、手机企业在产品端提供新的机遇。

图 10：智能家居包括多种 IoT 产品

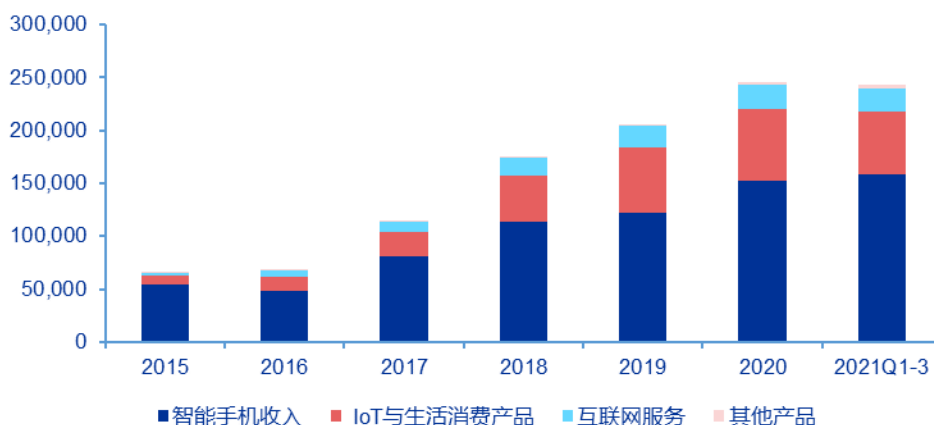


资料来源：IDC，申万宏源研究

小米是一家以智能手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的公司，“手机+AIOT”已上升为公司战略。小米于 2013 年起进军智能硬件领域，初步探索 IoT；2015 年首次披露以手机为核心连接所有设备的 IoT 战略，正式开启物联网布局；2019 年初，雷军宣布全面 All in IoT，未来五年持续投入高达 100 亿，抓住人工智能、物联网时代的新风口，“手机+AIOT”已上升为公司核心战略。在全球智能手机竞争日益加剧，创新难度急剧加大的大环境下，消费级 IoT 对于小米的战略意义将进一步提升。

小米 IoT 收入从 2015 年 86.9 亿元人民币增至 2021 年前三季度 599.1 亿元人民币，收入占比由 2015 年的 13% 提升至 2021 年前三季度的 25%。未来随着行业规模的不断扩展以及 IoT 战略升级，预计 IoT 对收入的贡献将进一步提升。

图 11：小米集团 IoT 业务收入占比提升至 25%（百万元）



资料来源：小米集团，申万宏源研究

小米的战略路径便是通过产品的高用户体验，卡位关键流量入口，孵化生态链企业以产品线规模优势为切入点构建其 IoT 平台。截止 2021Q3，小米已连接的 IoT 设备数达 4 亿部。

**小米 IoT 和生活消费产品包括自有产品和生态链产品两大类。**其中，自有产品主要为自产的智能电视、笔记本电脑、智能路由器、人工智能音箱等。生态链产品主要为与生态链企业合作设计和研发的各类智能家居、健康和健身、旅行、音频、儿童和其他 IoT 产品以及部分生活消费产品。

图 12：小米产品线发展历程

	软件	手机	硬件生态链产品	手机芯片
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 首个内测版</li> <li>米聊 Android 内测版</li> </ul>			
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI V2</li> <li>MIUI V3</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米手机1</li> </ul>		
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI V4</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米手机1s</li> <li>小米手机青春版</li> <li>小米手机2</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米盒子</li> </ul>	
2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI V5</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米手机2s/2A</li> <li>红米手机</li> <li>小米手机3</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米电视</li> <li>小米路由器</li> </ul>	
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 6</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>红米note</li> <li>小米手机4</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米电视2/路由器mini/手环/平板/盒子3</li> <li>空气净化器</li> </ul>	
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 7</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>红米2/2A</li> <li>小米Note</li> <li>红米Note2</li> <li>小米4c</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米电视3/平板2/盒子3/空气净化器2</li> <li>净水器/国铁耳机/蓝牙音箱/九号平衡车</li> </ul>	
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>红米3/note3/3s/3x/4/4A</li> <li>小米5/5s/5s Plus/Max/Mix</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米盒子3增强版/笔记本Air/手环2/VR 眼镜</li> <li>米家扫地机器人/恒温热水壶</li> </ul>	
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 9</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米6/5x/5c/Max 2/Mix 2/Note 3</li> <li>红米5/5 Plus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米路由器HD/电视4/平板3/AI音响</li> <li>米家行车记录仪/小相机/智能空调/九号平衡车Plus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>澎湃S1</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>MIUI 10</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米8/8 SE/Mix 2S/6X</li> <li>红米S2/Note 5/6A/6/6 Pro</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>小米路由器4/游戏本/小爱音箱mini/盒子4/手环3</li> <li>米家全景相机/米兔积木机器人/米兔指尖积木</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>澎湃S2</li> </ul>

资料来源：小米官网，申万宏源研究

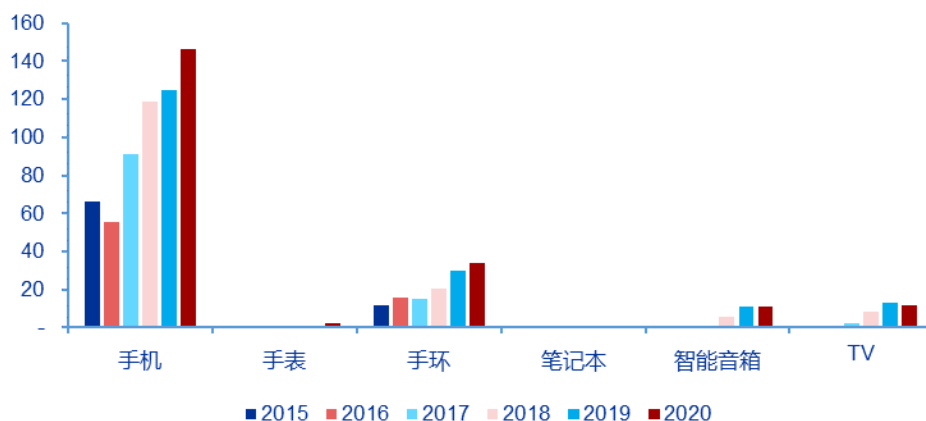
**小米自营产品卡位智能家居关键环节。**小米除手机外的主要自营产品为笔记本电脑（办公娱乐入口）、智能路由器（网络连接入口）、智能电视（家庭娱乐入口）、智能音箱（语音交互入口）、智能空调（白色家电切入点）。小米在办公、家庭不同场景推出标杆产品，把握流量入口。

- 音箱是家居场景重要应用，同时也是智能语音助手的重要平台。**2020 年小米智能音箱出货量 1097 万台，全球市场份额 8.4%。**
- **Canalys 数据显示，小米可穿戴位列全球第二。智能手环，个人健康管理的代表产品，小米手环出货量蝉联 5 年全球第一。**2016Q1 以来，小米手环出货量超过 Fitbit 成为出货量第一的品牌，并维持稳定增长态势。2018 年以来出货量远超第二名竞争对手，市场份额维持在 40% 以上。2020 年出货量 3377 万只，市场份额 48.6%。
- **小米电视 2019 年、2020 年出货量逾千万台，维持国内第一、全球第五地位。**小米于 2013 年进入电视市场，根据小米发布的出货量数据，2018 年第二季度，小米成为中国大陆第一电视品牌，2018 年小米电视出货量近千万台；2019 年 4 月份市占率已

提升至 5.9%，挺进全球 Top 5 阵营。在区域市场方面，据 AVC 数据，截止 2021Q3，小米电视在中国大陆已连续 11 个季度排名第一，小米智能电视在印度市场已连续 13 个季度位列第一。除出货量居于全球前列外，小米也在电视互联、壁纸电视、巨屏电视等创新方面获得成功，小米 OLED 电视出货量自 2021 年 8 月发布以后连续 2 个月位列中国大陆出货量第一。

- **2019 年，加码大家电、厨电市场。**继电视之后，小米在大家电领域陆续推出了空调、洗衣机和冰箱。2016 年 8 月，小米发布洗衣机，2018 年 12 月，发布烘洗一体机，截至目前，小米洗衣机产品尚未形成气候。2018 年发布米家互联网空调进入空调市场，2019H1，米家空调出货量达到约 100 万台。2016 年正式进入厨卫制造板块，以智能产品为核心，推出互联网零冷水热水器、升降油烟机、高端燃气灶等多种产品。
- 2021 年成立子公司负责小米智能电动汽车业务，预计 2024 年上半年正式量产。截止 2021 年 11 月，小米汽车团队规模逾 500 人。

图 13：小米 IoT 产品年度出货量（百万台）



资料来源：IDC，申万宏源研究

表 1：小米手机及 IoT 硬件全球市场份额

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
手机	4.6%	3.8%	6.2%	8.5%	9.1%	11.4%
手表	0.0%	0.3%	0.3%	0.9%	1.4%	2.4%
手环	27.9%	31.6%	31.9%	40.5%	42.8%	48.6%
笔记本	0.0%	0.2%	0.4%	0.7%	0.8%	0.5%
智能音箱		0.0%	1.4%	6.9%	8.9%	8.4%

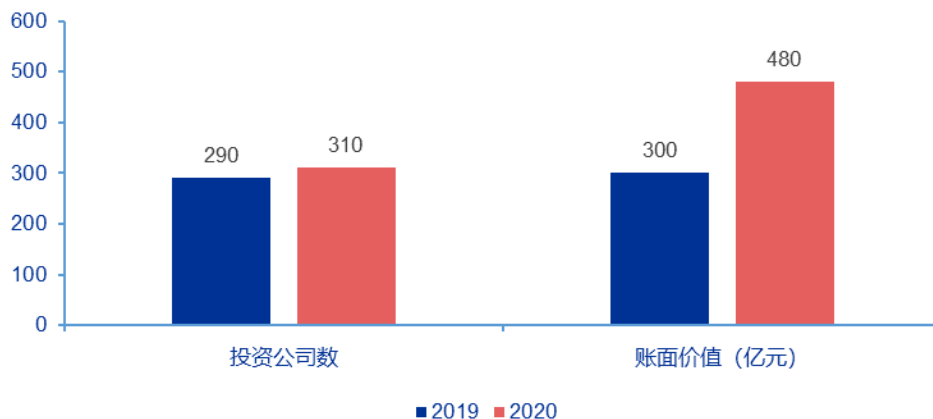
资料来源：小米集团，IDC，申万宏源研究

## 2.2 生态链投资+有品 App，小米 IoT 模式良性循环

**投资生态链企业模式，增强品牌价值。**小米通过投资生态链企业并与其进行深入业务合作，大力布局智能家电、健康家居、移动电源、数码配件、出行工具等各种智能硬件领域，努力向

用户提供创新、高质量、精心设计、用户体验卓越的智能硬件产品。截止 2020 年底，小米共投资超过 310 家公司，账面价值 480 亿元，同比增长 60.1%。小米集团投资业务带来投资收益同时，更可以带来业务协同。

图 14：小米投资的生态链公司数量及账面价值



资料来源：小米集团，申万宏源研究

**将小米品牌做成 KOL，形成消费 IoT 品牌影响力，为多元内容变现铺路。**小米起家于智能手机，主打“性价比”，其后发布的家居产品也坚持这一策略。凭借自身的互联网基因，在智能 AI、互联交互体验、内容运营上形成与传统手机及家电厂商的差异化优势。伴随爆款产品的推出和品类的拓宽，小米在消费者心目中成了消费 IoT 代表品牌。

**小米 IoT 与精品电商、MCN 商业模式有相似之处。**1) 类似网易严选、淘宝心选，小米不仅作为品牌及销售方，而且参与产品设计、产品挑选、供应链、制造端的改造。2) 小米整合了小米商城、有品、全网电商等线上渠道以及小米之家等线下渠道，小米生态链公司使用小米现有渠道，提升产品推广效率。3) 小米有品 App 吸引了第三方品牌在小米平台推出 SKU，以互联网电商模式导流，不仅成为科技初创公司的 MCN，也强化了小米 IoT 平台的产品来源。

**2019H1，有品电商平台的商品交易总额达人民币 38 亿元，同比增长 113.9%，2019 全年 GMV 突破 100 亿元；2019 年 6 月，有品超过 65% 的 GMV 来自于非小米手机用户。**

**小米以智能家电为切入点，借助 To B 渠道渗透 To C 场景。**小米在 2018 下半年陆续宣布与宜家、全季酒店、车和家、爱空间在 IoT 领域达成战略合作协议，分别进军商旅、汽车、家装 3 大领域。

**与企业合作背后的实质是扩大 IoT 领域，增强 IoT 渠道及平台影响力，进一步推进小米消费级 IoT 生态构建。**最终的目的是为消费者提供最佳的 IoT 体验，为用户带来真正的万物互联生态。

表 2：与企业合作扩大 IoT 平台影响力

合作对象	合作方式	合作领域
宜家	宜家全系智能灯产品接入小米 IoT 平台	智能家居

2017.4 米家有品诞生；  
2018.5 更名为小米有品，独立运行。

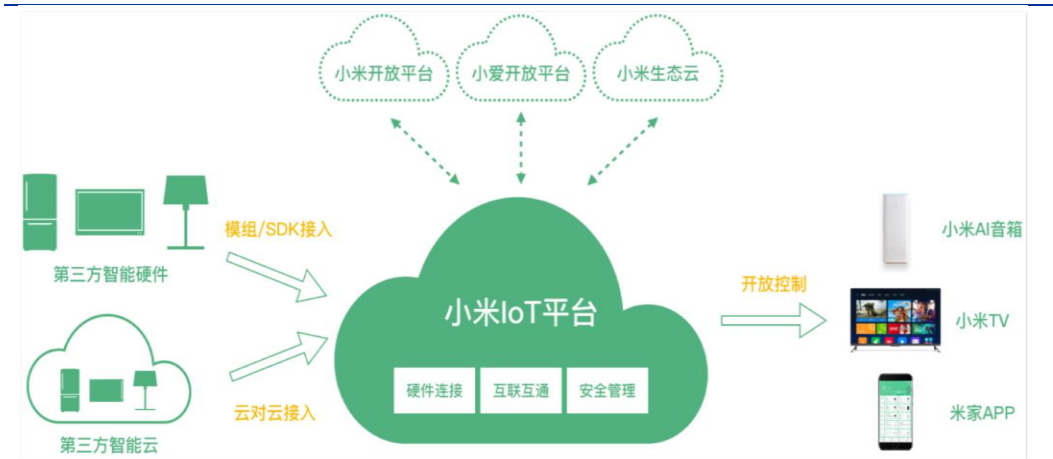


车和家	理想智造 ONE 车载语音交互解决方案	智能汽车
全季酒店	采用全套小米智能家居解决方案，共同开发智慧酒店系统	智能商旅
爱空间	智能家居安装服务，提供全屋智能照明解决方案	智能家装

资料来源：小米官网，申万宏源研究

**打造小米 IOT 平台，开放平台加速小米 IOT 生态搭建。**小米于 2017 年 11 月正式推出小米 IoT 开发者平台，可实现全体系平台能力的开放分享。聚焦于建设智能硬件开发与应用生态，包括面向开发者的开放平台、面向智能硬件的协议标准和模组芯片、面向终端用户的交互应用。小米 IoT 开发者平台的建立意味着小米 IoT 平台将不再专属于小米及其生态链企业。由于小米产品线规模的成型，其他硬件设备想要与这上亿台设备互联互通，就必须接入小米的 IoT 平台。同时，开发者使用小米平台，可以避免高昂的研发成本，大大降低了硬件创业的门槛。除此以外开发者还可获得在销售渠道等多方面的支持，属于双赢的合作。

图 15：小米 IOT 开发平台架构



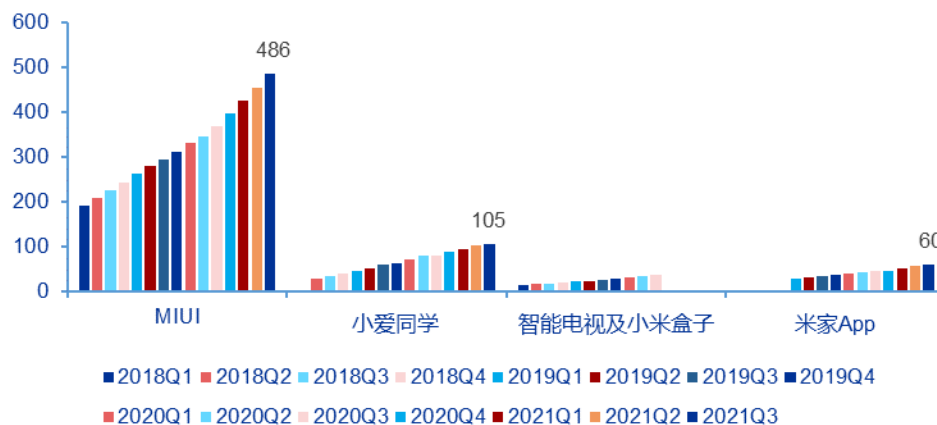
资料来源：小米开发者平台，申万宏源研究

### 3. 基于手机+AIOT 用户群的互联网变现

**小米已成为全球领先的 IoT 平台。**截至 2021Q3，小米核心 IoT 平台及 MAU 规模领先，且维持高速增长：

- 连接设备数达 4.00 亿台，同比增长 33.1%。其中，拥有 5 台及以上设备用户数达 800 万，同比增长 42.8%。
- 2021 年 9 月，AI 助手 MAU 达 1.05 亿，同比增长 34.1%。
- 米家 App MAU 达 59.9 百万，同比增长 39.0%。

图 16：小爱同学、智能电视、米家 App 等 IoT 平台 MAU 逐季提升（百万人）



资料来源：小米集团，申万宏源研究

图 17：2021Q3，小米主要 IoT 设备数据



资料来源：小米集团，申万宏源研究

2018 年开始，小米对所有用户承诺：**小米会永远坚持做感动人心、价格厚道的好产品，硬件件综合税后净利率永远不超过 5%。**雷军总结的小米十条经验中有一条对于成本的描述：“**销售价就是成本价，先做行业的成本价，然后做到摧毁行业的成本价，不要用毛利率来欺骗自己，靠着现在的毛利来赚钱是做不到优秀的。**”

硬币的另一面，意味着小米需要通过互联网业务变现，以实现小米集团的良性循环。小米已成为全球第四大手机制造商，且通过硬件 IoT 平台不断拓展用户及应用场景，巩固其品牌影响力，也为互联网服务增值提供了基础，其品牌价值延展性极高。

基于用户数增长及互联网价值挖掘，小米互联网服务从 2015 年 32 亿元增至 2020 年收入 238 亿元，占比从 5%提升至 10%；2020 年互联网服务毛利润 146 亿元，占比 40%，成盈利主力。互联网服务通过广告、游戏、互联网金融等形式变现，2020 年营收分别为 128 亿元、42 亿元、68 亿元，以 2020 年末 MIUI 3.96 亿用户计，ARPU 值为 60 元。

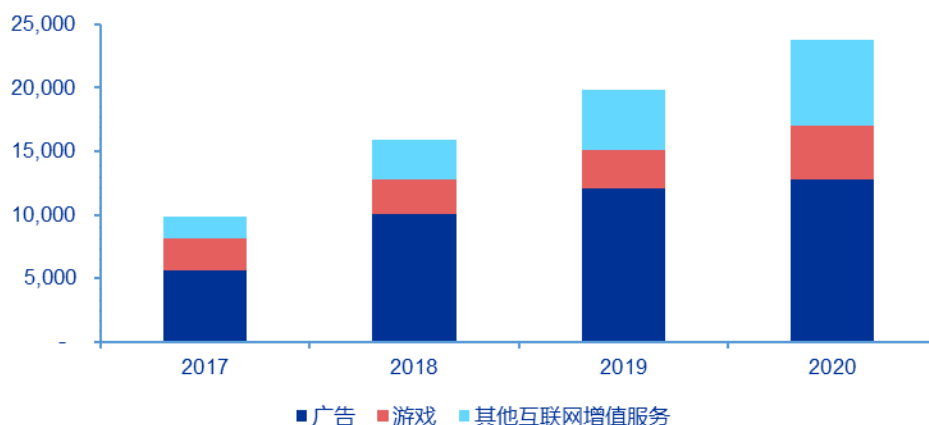
对比苹果公司，其 iTunes 软件及服务收入从 FY2012 财年 120 亿美元增至 FY2021 财年 684 亿美元，CAGR 21.35% 远高于其他主营业务增速，同期苹果营收 CAGR 为 9.89%。iTunes 软件及服务营收占比从 FY2012 财年 8%提升至 FY2020 财年的 20%，FY2021 财年互联网服

务业务实现 19% 营收占比。以 iOS 约 10 亿用户数估算，苹果的互联网服务业务 ARPU 值约 68 美元。

**从互联网服务占比角度，小米的互联网业务有翻倍以上提升空间。**由于 iPhone 的 ASP 约 2000 美元代表了智能手机行业最高水平，亦远高于小米手机的 ASP 1040 元人民币，因此从营收占比角度，小米的软件业务潜力被低估。

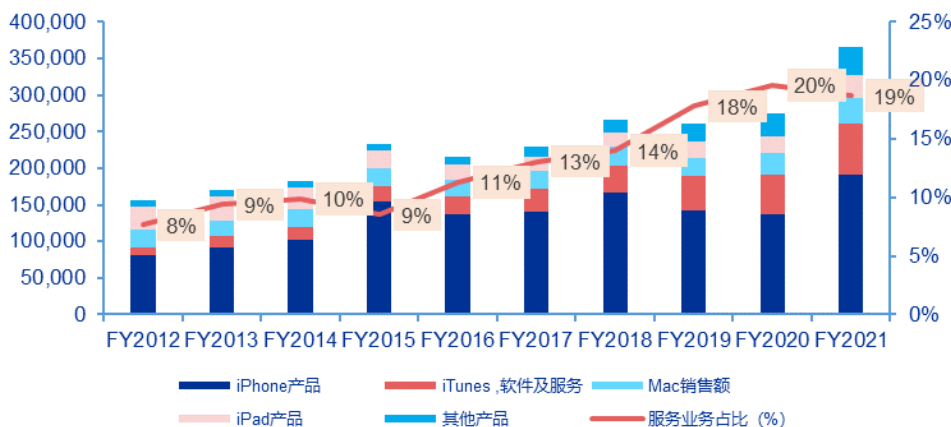
**从 ARPU 值同业对比角度，小米互联网业务仍有 7 倍成长空间。**

图 18：小米互联网服务由广告、游戏、互联网金融构成（百万元）



资料来源：小米集团，申万宏源研究

图 19：苹果软件服务业务占比从 8% 提升至 20%（百万美元，%）



资料来源：Apple，申万宏源研究

## 4. 关键结论与投资分析意见

**关键假设：**

- 1) 手机业务：假设 2021-2023 年小米手机出货量分别为 1.95 亿/2.00 亿/2.00 亿部，ASP 稳步提升，智能手机业务收入分别为 2,128/2,292/2,407 亿元。毛利率维持 9%。

- 2) IoT 业务：假设 2021-2023 年 IoT 业务通过扩品类及生态链投资维持较快增长，营收分别为 771/912/1,011 亿元。毛利率维持 12%。
- 3) 互联网服务：通过 MIUI 用户广告业务为增长主力，以及拓展多元化实现增长。假设 2021-2023 年 ARPU 值分别为 66/70/75 元，MAU 用户数分别为 4.50/5.00/5.50 亿人，收入分别为 298/351/413 亿元。毛利率维持 70%。

表 3：小米集团关键假设表

业务收入(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
智能手机收入	113,800	122,100	152,191	212,849	229,222	240,683
手机出货量(百万只)	119	125	146	195	200	200
单价(元)	959	977	1,040	1,092	1,146	1,203
IoT 与生活消费产品	43,817	62,100	67,410	77,072	91,237	101,139
互联网服务	15,956	19,800	23,755	29,832	35,122	41,343
MIUI 用户数(百万)	242	310	396	450	500	550
ARPU 值(元/月)	66	64	60	66	70	75
其他产品	1,343	1,814	2,509	2,760	3,036	3,339
主营业务毛利率(%)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
智能手机收入	6%	7%	9%	9%	9%	9%
IoT 与生活消费产品	10%	11%	13%	12%	12%	12%
互联网服务	64%	65%	62%	70%	70%	70%

资料来源：小米集团，申万宏源研究

根据小米集团的产品及业务模式，选择具有自有品牌产品的消费电子 A 股公司作为可比公司。其中，传音控股是非洲手机之王，智能手机出货量已进入全球前 10 名，同时亦布局 IoT、互联网扩产；漫步者是专业音频厂商，拥有品牌耳机、音箱等电子产品；安克创新从事智能移动周边产品、智能生活周边产品及计算机周边产品的研发和销售，“Anker”等品牌的消费电子产品销往全球，在亚马逊等境外大型电子商务平台上占据领先的行业市场份额，拥有很高的知名度和美誉度。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测 2021-2023 年小米集团营收分别为 3,225/3,586/3,865 亿元，归母净利润分别为 226/257/294 亿元，当前市值对应 2022 年 PE 为 15X，相比于可比公司平均估值 24X，仍有 60% 上升空间，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值表

代码	公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
		2021/12/30	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300866.SZ	安克创新	431.2	11.0	14.6	18.8	39	30	23	
688036.SH	传音控股	1,241.8	37.0	45.9	65.4	34	27	19	
002351.SZ	漫步者	103.8	4.5	6.7	8.6	23	16	12	
均值						32	24	18	

中位数						34	27	19
1810.HK	小米集团	3818.20	226.4	256.6	294.4	17	15	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：传音控股 2021-2023 年归母净利润预测来自于申万宏源电子，其他可比公司 2021-2023 年归母净利润来自 Wind 一致预期。

## 5 . 风险提示

1) 手机业务毛利率下降风险。智能手机业务 2020 年营收占比约 60% ,毛利润占比逾 30% ,是最大业务板块。2018-2020 年,小米手机业务毛利率从 6.2%提升至 8.7%。随着产品结构提升,我们预计 2021-2023 年小米智能手机业务仍将稳步改善。若小米手机高端化进展遇阻,ASP 提升受限,可能影响智能手机业务毛利率改善,从而影响净利率。

2) 互联网业务出海可能受限。小米通过广告、游戏及互联网金融服务业务变现其用户价值,较同业标杆 Apple 仍有较大提升空间。但小米 MIUI 以海外用户为主,2021Q3 中国大陆 MIUI 用户占比仅 26% ,与此同时境外互联网服务收入占比提升至 20%。相关互联网业务可能受到其手机、电视、智能音箱等硬件用户所在国家及地区的监管而使业务拓展收到影响。

3) IoT 业务成长性风险。小米是目前全球领先的 IoT 平台,设备连接数量达 4 亿台,小米的 IoT 设备可能面临同业竞争及品类拓展受限的风险。



附表 1：小米集团-W[1810.HK] - 损益表（百万元人民币）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	174,915	205,839	245,866	322,513	358,617	386,504
营业成本	-152,723	-177,285	-209,114	-273,589	-302,608	-323,432
毛利	22,192	28,554	36,752	48,925	56,009	63,072
销售费用	-7,993	-10,378	-14,539	-16,126	-17,931	-19,325
管理费用	-12,099	-3,104	-3,746	-4,838	-5,379	-5,798
研发费用	-5,777	-7,493	-9,256	-12,256	-13,627	-14,687
投资公允价值变动	4,430	3,813	13,173	10,000	10,000	10,000
分占按权益法入账的投资亏损	-615	-672	1,381	-	-	-
其他收入-经营	845	1,266	643	-	-	-
其他经营净收益	213	-226	-372	-	-	-
营业利润	1,196	11,760	24,035	25,706	29,071	33,262
财务收入/(费用)净额	216	402	-2,401	-500	-500	-500
可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	12,514	0	0			
除税前溢利	13,927	12,163	21,633	25,206	28,571	32,762
所得税	-449	-2,060	-1,321	2,521	2,857	3,276
净利润(含少数股东权益)	13,478	10,103	20,313	22,685	25,714	29,486
净利润(不含少数股东权益)	13,554	10,044	20,356	22,635	25,664	29,436
少数股东损益	-76	59	-43	-50	-50	-50

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：小米集团-W[1810.HK] - 资产负债表（百万元人民币）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	145,228	183,629	253,680	282,568	312,250	345,309
非流动资产合计	39,215	46,090	77,397	89,818	104,651	122,404
土地使用权	3,403	-	-	-	-	-
固定资产-物业及设备	5,068	6,992	6,306	6,306	6,306	6,306
无形资产	2,061	1,672	4,266	4,692	5,161	5,678
权益法核算的投资	8,639	9,301	12,782	15,338	18,406	22,087
指定按公允价值计入损益的投资	18,636	20,679	35,215	42,258	50,710	60,852
递延所得税资产-非流动资产	1,312	1,283	2,011	2,413	2,896	3,475
长期投资	-	-	233	279	335	402
定期存款-非流动资产	-	-	9,609	11,530	13,836	16,604
预付土地使用权-非流动资产	-	-	-	-	-	-
其他非流动资产	95	6,163	6,976	7,000	7,000	7,000
流动资产合计	106,013	137,539	176,283	192,750	207,599	222,905
存货	29,481	32,585	41,671	41,671	59,769	64,417
应收账款	5,598	6,949	10,161	12,901	14,345	15,460
应收贷款-流动资产	10,294	12,724	8,919	10,000	10,000	10,000
其他应收及预付款项-流动资产	20,915	19,837	16,182	20,000	20,000	20,000
以摊余成本计量的贷款持有投资	-	-	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益投资	-	-	-	-	-	-
-流动资产	-	-	200	-	-	-
按公允价值计入损益账之股权投资-流动资产	6,649	16,463	22,376	29,089	37,816	49,161
短期银行存款	1,366	21,523	17,599	20,000	20,001	20,002

按公允价值计入损益的投资	-	-	797	-	-	-
受限制现金	1,480	1,538	3,625	4,000	4,000	4,000
货币资金	30,230	25,920	54,752	55,090	41,667	39,864
负债及股东权益总计	145,228	183,629	253,680	282,568	312,250	345,308
股东权益合计(含少数股东权益)	71,250	81,658	124,014	146,627	172,341	201,827
股东权益合计(不含少数股东权益)	71,323	81,331	123,692	146,327	171,991	201,427
股本		0.39	0.41			
储备		81,330	123,691			
少数股东权益	-73	327	322	300	350	400
负债合计	73,978	101,972	129,666	135,941	139,908	143,481
借款		4,787	10,635	10,635	10,635	10,635
递延所得税负债		580	301	301	301	301
保修准备		668	803	883	971	1,068
其他非流动负债		3,756	10,001	10,001	10,001	10,001
非流动负债合计	12,038	9,791	21,739	21,820	21,908	22,005
贸易应付款项		59,528	72,199	72,199	72,199	72,199
其他应付款项及预计费用		9,101	13,620	13,620	13,620	13,620
客户预付款		8,237	11,999	16,126	17,931	19,325
借款		12,837	6,962	8,962	10,962	12,962
所得税负债		479	674	742	816	897
保修准备		1,998	2,473	2,473	2,473	2,473
流动负债合计	61,940	92,181	107,927	114,121	118,000	121,476

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 3：小米集团-W[1810.HK] - 现金流量表（百万元人民币）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前(亏损)/溢利	13,927	12,163	21,633	25,206	28,571	32,762
折旧与摊销	748	1,381	1,708	-427	-469	-516
物业及设备折旧	220	-	-	-	-	-
物业、厂房及设备、投资物业、土地使用权及无形资产的折旧及摊销	-	895	1,043	-	-	-
无形资产摊销	529	486	666	-427	-469	-516
处置物业及设备收益	-10	-6	-6			
应收贷款减值损失	607	1,016	1,758			
贸易及其他应收款项减值亏损/(减值亏损拨回)	33	83	223			
计提存货跌价准备	3,007	3,860	3,689			
利息收入	-601	-931	-964	-1,000	-1,000	-1,000
利息支出	385	528	3,365	1,500	1,500	1,500
股息收入-经营活动	-132	-347	-81			
以权益法核算的投资应占亏损	-	13	-280			
按照权益法入账的投资减值准备-经营活动	-	-	-			
按公允价值计入损益之金融资产转移至按权益法入账之投资而重新计量投资-经营活动	-127	-	-			
处置长期投资收益-经营活动	-28	-	-			
因重估之前持有的联营公司股权而产生的收益	-	-	-			
可赎回可转换优先股权证的公允价值变动-经营活动	-12,514	-	-			
处置权益投资(收益)/亏损	615	672	-1,381			

汇兑(收益)/亏损,已实现	15	-35	693			
短期投资之收益(亏损)	-336	-386	-			
长期投资公允价值变动-经营活动	-4,430	-3,813	-13,173			
以股份为基础之补偿,净额	12,381	2,202	2,328			
按摊余成本计量之短期投资的投资收入-经营活动	-20	-	-			
营运资本变动前之现金流量	13,519	16,400	19,512			
(增加)/减少存货	-16,115	-6,964	-11,602	-	-18,099	-4,648
(增加)/减少应收账款	-91	-1,277	-4,273	-2,740	-1,444	-1,116
增加/(减少)应收贷款及利息	-	-	-			
(增加)/减少应收贷款-经营活动	-2,752	-3,448	728	-1,081	-	-
(增加)/减少预付款项及其他应收款	-9,464	1,957	3,625	-3,818	-	-
(增加)/减少受限制现金	295	-136	-2,407	-375	-	-
(增加)/减少其他非流动资产	-	-	-	-8,141	-8,728	-11,346
增加/(减少)应付账款	12,627	13,535	10,341	-	-	-
增加/(减少)客户预付款项	1,051	3,759	3,766	4,127	1,805	1,394
增加/(减少)保修拨备	-52	984	609	80	88	97
增加/(减少)应计费用及其他应付款	1,118	1,045	3,534	-	-	-
增加/(减少)其他非流动负债	-14	100	-1	-500	-500	-500
经营活动之现金	122	25,952	23,832	12,832	1,725	16,628
已付所得税	-1,537	-2,142	-1,953	-2,571	-2,907	-3,326
经营活动产生的现金流量净额	-1,415	23,810	21,879	10,261	-1,182	13,302
投资活动产生的现金流量净额	-7,508	-31,570	-17,679	-11,992	-14,314	-17,187
筹资活动产生的现金流量净额	26,574	3,121	26,216	2,067	2,074	2,082
现金及现金等价物净增加额	17,652	-4,639	30,415	337	-13,422	-1,803
期初现金及现金等价物余额	11,563	30,230	25,920	54,752	55,090	41,667
汇率变动对现金的影响	1,015	328	-1,583			
期末现金及现金等价物余额	30,230	25,920	54,752	55,090	41,667	39,864

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

