

## 2021 三季度报点评：手机高端化效果渐显，互联网业务持续发力，造车稳步推进

买入（维持）

2021 年 11 月 25 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 卞学清

执业证号：S0600121070043  
bianxq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	245,866	320,733	363,642	423,858
同比（%）	19.4%	30.5%	13.4%	16.6%
归母净利润（百万元）	20,356	22,985	24,083	27,867
同比（%）	102.7%	12.9%	4.8%	15.7%
每股收益（元/股）	0.8	0.9	1.0	1.1
P/E（倍）	19.8	17.4	16.6	14.4

### 投资要点

- 小米集团 2021Q3 实现收入 781 亿元，同比增长 8.2%，经调整净利润 51.8 亿元，同比增长 25.4%。
- 手机收入不及预期，高端化支撑盈利。2021Q3，智能手机业务收入为 478 亿元，同比持平，全球出货量位列第三，系友商推出新机型所致。公司 2021Q3 高端机型（单价高于 3000 元及 300 欧元）出货量超过 1800 万部，在总出货量中占比超过 12%。公司 2021Q3 境外定价在 300 欧元及以下的智能手机出货量同比增长超 180%，主要来自于拉美、西欧及中东地区。高端化带来的利润率超预期支撑整体手机业务毛利。
- 互联网业务营收比例提升，用户基数增长助推广告收入。2021Q3，互联网服务业务营收 73 亿元，同比增长 27.1%。全球 MIUI 用户数创历史新高，2021 年 9 月达到 4.86 亿。公司互联网广告业务营收创单季历史新高，同比增长 44.7%，互联网业务毛利率达到新高的 73.6%，逐渐凸显高端化带来的红利。
- 物料短缺影响 IoT 毛利率，拓品类态势明显。2021Q3，IoT 业务营收 209 亿元，同比增长 15.5%。公司 AIoT 平台连接设备数（不含智能手机及笔记本电脑）首次突破 4 亿台，同比增长 34.1%。公司重视品类拓展，空调等大家电具备重要战略意义，公司希望未来实现多品类的互联互通，把握流量入口。
- 境外业务收入维持高占比，海外互联网持续发力。2021Q3，公司境外营收达到人民币 409 亿元，同比增长 2.8%，占总收入 52.4%。根据 Canalys 统计，按智能手机出货量计，2021Q3 小米在全球 59 个国家和地区市占率排名前五。公司 2021Q3 境外互联网营收达人民币 15 亿元，同比增长 110%，收入占比提升至 19.9%。
- 造车稳步推进，成立第二家汽车公司。2021 年 11 月 18 日，小米汽车科技有限公司成立，这是小米造车成立的第二家公司。截至 2021Q3 末，公司智能电动车团队已超过 500 人。汽车业务有望驱动公司远期成长。
- 盈利预测与投资评级：由于竞争加剧及未来硬件增速放缓，我们将公司 2021-2023 年 EPS 由 0.9/1.0/1.2 元调整为 0.9/1.0/1.1 元，对应 PE 分别为 17.4/16.6/14.4 倍（取 2021 年 11 月 24 日汇率，港币/人民币=0.83）。考虑到公司手机高端化仍在不断推进，互联网业务表现亮眼，造车有望提供远期增长动能，我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧，疫情严重程度超预期，技术升级风险，贸易战风险，港股流动性风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	19.26
一年最低/最高价	19.02/35.90
市净率(倍)	2.91
港股流通市值(百万港元)	488169

### 基础数据

每股净资产(元)	5.40
资产负债率(%)	52.92
总股本(百万股)	25071.72
流通股本(百万股)	20417.25

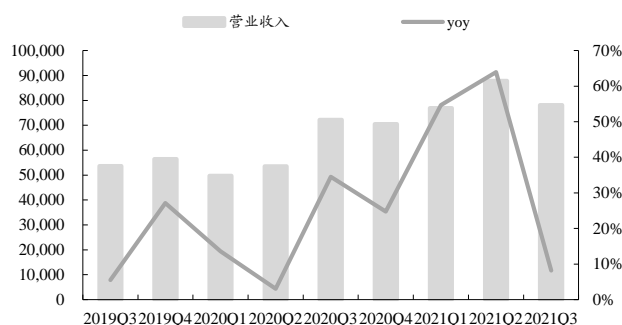
### 相关研究

- 1、《小米集团-W (01810)：智能手机首次晋升全球第二，高端化进展顺利，营收净利再创新高》2021-08-26
- 2、《小米集团-W (01810)：硬件业务毛利率大幅提升，手机份额持续增长，利润增长大超预期》2021-05-30
- 3、《小米集团-W (01810)：手机销售放量大涨，国内市占率显著提升，互联网服务将展现利润弹性》2021-03-25

## 1. 缺芯影响硬件收入，互联网业务表现亮眼

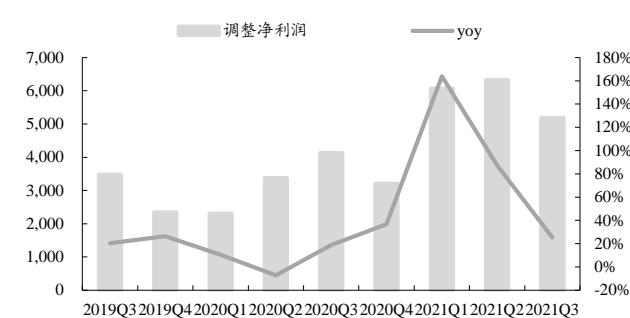
小米集团 2021Q3 实现收入 781 亿元，同比增长 8.2%，经调整净利润 51.8 亿元，同比增长 25.4%。公司收入和利润持续超市场预期。

图 1: 公司营业收入变化 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2: 公司经调整净利润变化 (百万元)

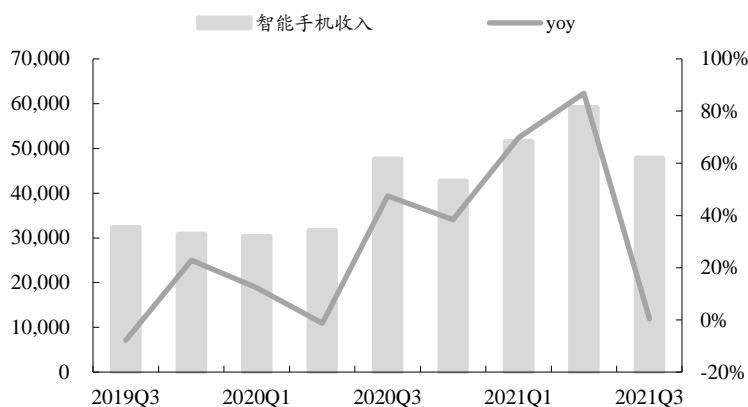


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

### 1.1. 手机收入不及预期，高端化支撑盈利

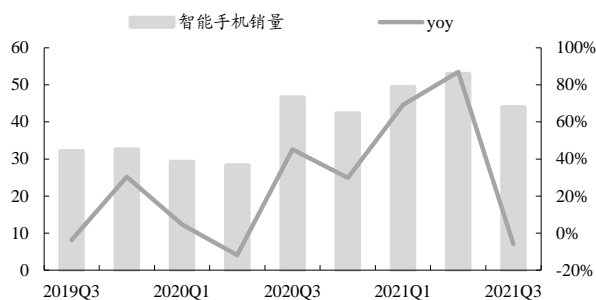
手机业务仍是驱动营收最主要因素，2021Q3 智能手机业务同比增长 0.5%至 478 亿元。智能手机出货量同比减少 5.8%至 43.9 百万台，主要是由于全球核心零部件供应短缺。2021Q3，公司智能手机全球市占率达 13.5%，市场份额位列第三。2021Q3 公司在大陆 3000-4000 元产品全球出货量近 18 百万台，在总出货量中占比超过 12%。2021Q3 智能手机 ASP 由 2020 年同期每部人民币 1,022.3 元上升 6.7%至 1,090.5 元，主要是由于高端智能手机出货量增加所致。

图 3: 公司智能手机业务收入变化情况 (百万元)



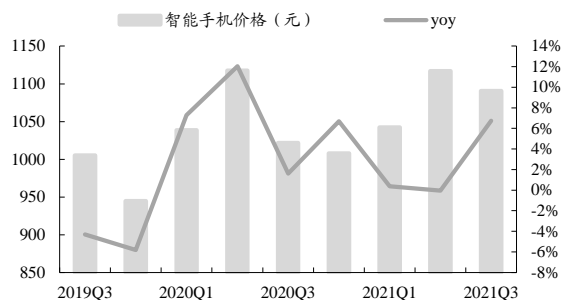
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4: 公司智能手机销量 (百万台)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 公司智能手机 ASP (元)

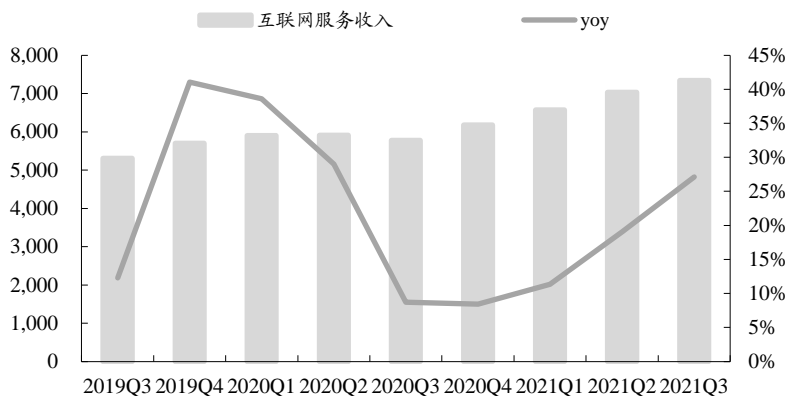


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

## 1.2. 互联网业务营收比例提升, 用户基数增长助推广告收入

2021Q3 公司互联网服务收入达到 73 亿元, 创历史新高, 同比增长 27.1%, 毛利率达 73.6%。其中, 广告业务收入再创单季历史新高, 达 48 亿元, 同比增长 44.7%, 主要在于预装、全球用户规模扩大及高端手机用户占比提高。游戏收入达 10 亿元, 同比增长 25.0%。互联网服务占收入的比重上升至 9.4%, 环比、同比均提高 1.4 个百分点。同时, 境外互联网收入占比持续提升。

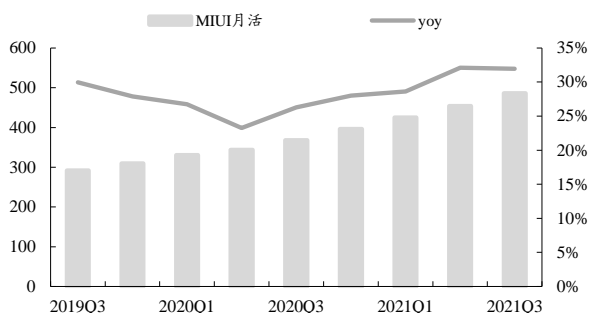
图 6: 互联网服务收入情况 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

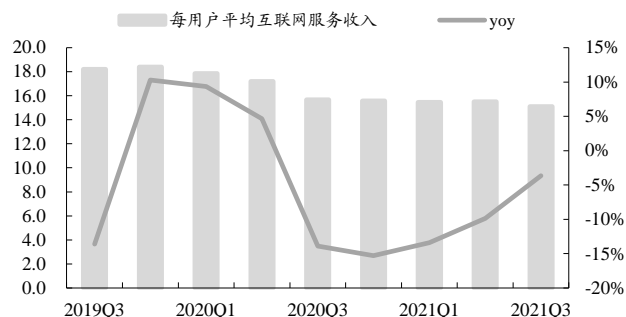
2021Q3, MIUI 月活跃用户数达到 485.9 百万, 同比增长 32.0%。截至 2021 年 11 月 22 日, MIUI 全球月活跃用户数首次突破 500 百万, 是公司全球业务发展中的重要里程碑之一。随着高端及游戏手机用户增长, ARPU 值同比下降幅度收窄至 3.7%, 达到 15.1 元。公司的互联网业务收入受益于智能手机用户群高端化趋势, 且存在滞后的相关性, 未来随着用户结构的调整有望进一步增长。

图 7: MIUI 月活情况 (百万)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 互联网业务 ARPU 情况 (元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

拆分看: 2021Q3 公司广告业务营收人民币 48 亿元, 同比增长 44.7%。

游戏营收 10 亿元, 同比增长 25.0%。

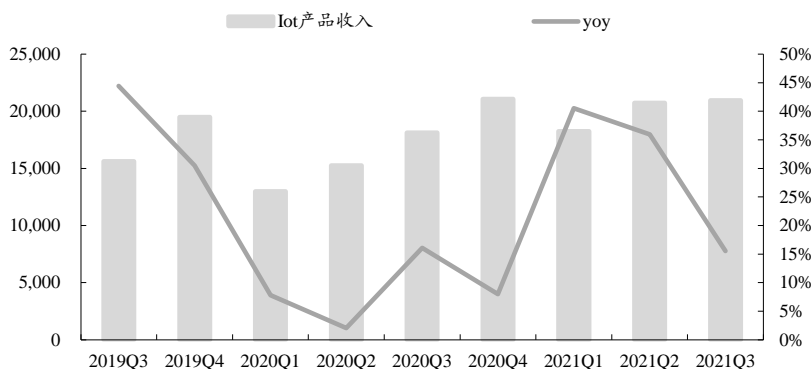
其他增值服务收入达到人民币 16 亿元, 同比增加 187.9%。

境外互联网服务收入达人民币 15 亿元, 同比增长 110.0%, 对整体互联网服务的收入贡献占比进一步上升至 19.9%。

### 1.3. 物料短缺影响 IoT 毛利率, 拓品类态势明显

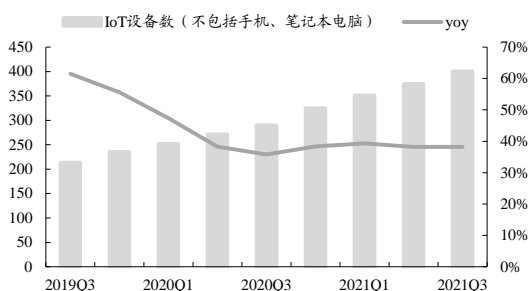
2021 年 Q3, IoT 与生活消费产品业务收入为人民币 209 亿元, 同比增长 15.5%, 主要是由于同年 8 月推出的小米平板 5 系列受市场欢迎及智能电视及空调的销售额增加所致。IoT 连接设备数首次突破 4 亿台, 同比增长 33.1%。同时, 拥有 5 个以上 IoT 设备的用户数超过 8 百万, 智能家居控制中心米家 APP 的月活也同比增长了 39.0% 至 59.9 百万, AI 语音控制终端小爱同学月活达到 105.1 百万, 同比增长 34.1%。

图 9: IoT 产品收入 (百万元)



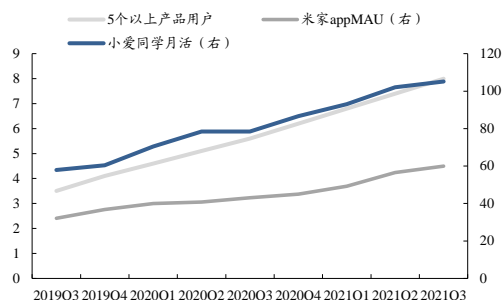
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: IoT 连接设备数 (百万台)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

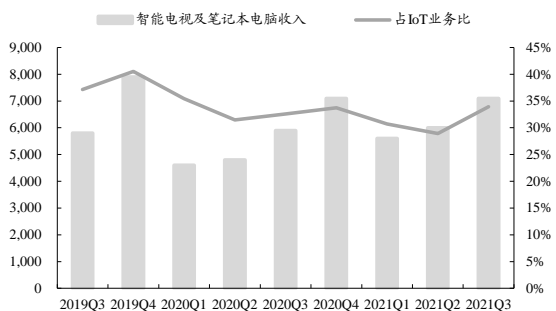
图 11: 重要产品月活 (百万)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

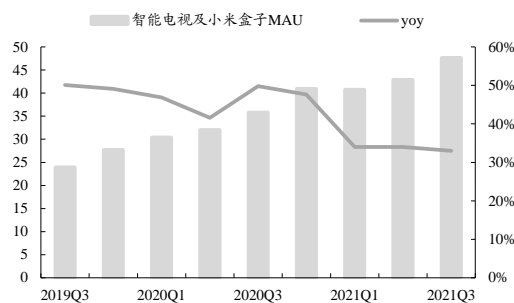
占 IoT 业务收入比重最大的智能电视及笔记本电脑收入同比增长 18.3%, 达到 71 亿元, 占 IoT 业务收入比重为 33.9%。智能电视 2021 年 Q3 全球出货量为 3 百万台, 营收同比增长 19.5%。稳居中国大陆地区出货量第一、全球电视出货量前五。公司智能电视及小米盒子 MAU 与电视存量相关度高, MAU 同比增长超过 30%。

图 12: 智能电视及笔记本电脑收入 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 13: 智能电视及小米盒子 MAU (百万)

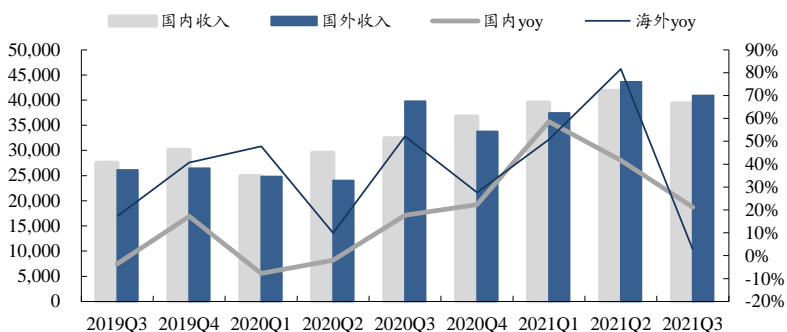


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

#### 1.4. 境外业务收入维持高占比, 海外互联网持续发力

2021 年第三季度境外市场收入达到 409 亿元, 占总收入的 52.4%。

图 14: 公司境内外收入情况 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

根据 Canals 的数据, 2021 年第三季度, 公司智能手机出货量市占率在海外市场为

21.5%，排名第二。其中，在西欧地区，公司智能手机市占率为 17.0%，出货量排名稳居前三；在中东欧地区，公司市场份额为 28.7%，出货量排名第二。

2021 年第三季度，在除印度以外的境外市场，公司运营商渠道智能手机出货量超过 680 万台，同比增长超 130%。根据 Canalys 的数据，公司在西欧地区运营商渠道的智能手机市场份额从 2020 年同期的 4.6% 上升至 2021 年 Q3 的 13.0%。

公司在新兴市场稳健发展。根据 Canalys 数据，2021 年第三季度，公司在拉美、中东及非洲市场的智能手机市场份额分别达到 11.5%、16.3% 和 7.3%。此外，公司的智能手机出货量在印度市场连续第 16 个季度保持第一。

海外互联网收入方面，2021 年 Q3，公司海外搜索收入同比增长 200%，海外广告收入同比增长 100%，和 Taboola 等互联网服务商的业务在迅速推进。

### 1.5. 造车稳步推进，成立第二家汽车公司

2021 年 11 月 18 日，小米汽车科技有限公司成立，法定代表人为雷军，注册资本为 10 亿元人民币，经营范围包含新能源车整车制造、技术开发等，公司注册地为北京。这是小米成立的第二家汽车公司。

公司在第三季度财报中透露，其智能电动汽车业务推进顺利，截至 Q3 末，团队成员已超过 500 人，并重申小米汽车量产时间为 2024 年上半年。

我们认为公司造车业务稳步推进，汽车业务有望成为远期增长驱动力。

## 2. 毛利率略超预期，期待缺芯缓解及高端化发力

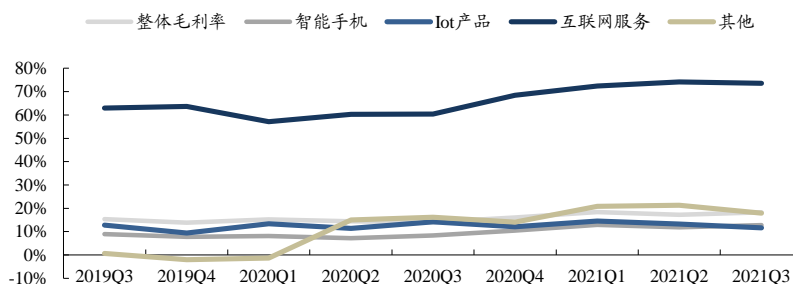
2021Q3 公司整体毛利率 18.3%，环比上季度的 17.3% 有所上升。

智能手机分部毛利率由 2021 年第二季度的 11.8% 增至 2021 年第三季度的 12.8%，主要是由于促销活动减少及产品组合升级所致。

IoT 与生活消费产品分部毛利率由 2021 年第二季度的 13.2% 减至 2021 年第三季度的 11.6%，主要是由于产品组合所致。未来随着缺芯缓解，此块业务毛利率有望提升。

互联网服务分部毛利率由 2021 年第二季度的 74.1% 减至 2021 年第三季度的 73.6%，主要是由于金融科技业务毛利率减少。

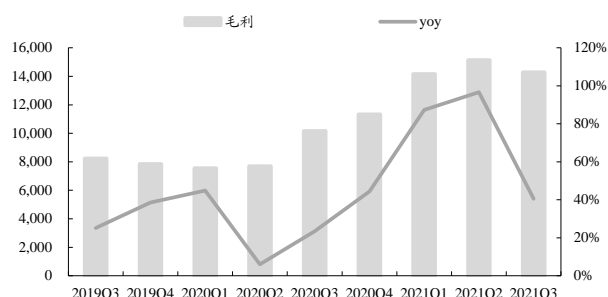
图 15: 公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

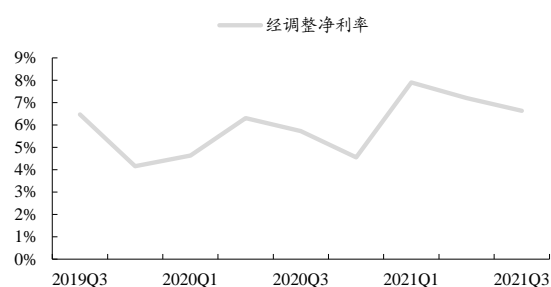
费用率方面, 2021Q3 销售费用及研发开支维持较高增长。销售及推广开支由 2020 年第三季度的人民币 36 亿元增加 35.6% 至 2021 年第三季度的人民币 49 亿元, 主要是由于销售及推广人员的薪酬以及宣传与广告开支上升。宣传与广告开支同比增加 22.5% 至人民币 16 亿元, 主要是由于中国大陆推广开支增加。研发开支由 2020 年第三季度的人民币 23 亿元增加 39.5% 至 2021 年第三季度的人民币 32 亿元, 主要是由于研发人员薪酬及研发项目相关开支增加所致。

图 16: 公司毛利额变化 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 17: 公司经调整净利率情况



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

由于竞争加剧及未来硬件增速放缓, 我们将公司 2021-2023 年 EPS 由 0.9/1.0/1.2 元调整为 0.9/1.0/1.1 元, 对应 PE 分别为 17.4/16.6/14.4 倍 (港币/人民币=0.83)。考虑到公司手机高端化仍在不断推进, 互联网业务表现亮眼, 造车有望提供远期增长动能, 我们维持公司“买入”评级。

### 4. 风险提示

行业竞争加剧, 疫情严重程度超预期, 技术升级风险, 贸易战风险, 港股流动性风险

## 小米集团-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	75,977	77,137	81,832	92,243	营业收入	245,866	320,733	363,642	423,858
应收账款	10,161	11,449	12,880	14,895	营业成本	209,114	264,346	301,691	350,565
应收贷款-流动资产	8,919	11,635	13,192	15,376	销售费用	14,539	19,608	22,231	25,913
预付账款	16,182	21,020	27,603	29,283	管理费用	3,746	5,529	6,268	7,306
存货	41,671	50,764	57,835	68,128	研发费用	9,256	12,716	14,417	16,805
其他流动资产-股权投资	22,376	29,190	33,095	38,576	营业利润	10,173	20,328	20,931	25,404
流动资产合计	175,285	201,196	226,437	258,500	财务费用	-964	-1,794	-1,898	-2,135
固定资产	6,306	7,359	8,442	9,719	投资收益	14,554	6,212	7,020	6,925
无形资产	4,266	7,146	9,898	12,785	利润总额	21,633	24,428	25,556	29,538
权益法核算的投资	13,015	14,996	17,003	19,818	所得税	1,321	1,491	1,560	1,803
按公允价值计入损益的投资	36,013	46,979	53,264	62,084	净利润	20,313	22,936	23,996	27,735
其他非流动资产	18,796	24,519	27,799	32,403	少数股东损益	-43	-48	-51	-58
非流动资产合计	78,394	100,999	116,406	136,809	归母净利润	20,356	22,985	24,046	27,793
资产合计	253,680	302,195	342,844	395,309	EBITDA	10,895	20,541	21,949	26,966
短期借款	6,962	7,625	4,625	1,625	折旧摊销	1,685	2,007	2,915	3,696
应付账款	72,199	91,268	103,208	120,667	EBIT	9,210	18,534	19,033	23,269
应付票据及应付账款	13,620	17,767	20,144	23,480	NOPLAT	8,648	17,402	17,871	21,849
预收账款	11,999	12,234	15,390	18,264					
其他负债	3,147	4,106	4,380	4,743					
流动负债合计	107,927	133,000	147,747	168,778					
长期借款	10,635	7,759	7,727	8,707					
质保金拨备	803	1,047	1,187	1,384					
其他非流动负债	10,302	13,439	15,237	17,760					
非流动负债合计	21,739	22,245	24,151	27,851					
归属母公司所有者权益	123,692	146,676	170,723	198,516					
少数股东权益	322	273	223	165					
所有者权益合计	124,014	146,950	170,946	198,681					
负债和股东权益	253,680	302,195	342,844	395,309					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	26,628	25,877	21,894	33,488	每股收益(元)	0.8	0.9	1.0	1.1
投资活动现金流	-28,713	-27,678	-18,003	-25,912	每股净资产(元)	4.9	5.9	6.8	7.9
筹资活动现金流	29,081	2,962	803	2,835	发行在外股份(百万股)	25187	24983	24983	24983
现金净增加额	26,995	1,161	4,695	10,411	ROIC(%)	10.6%	20.3%	18.5%	20.3%
折旧和摊销	1,381	1,685	2,007	2,915	ROE(%)	16.5%	15.7%	14.1%	14.0%
资本开支	3,592	5,941	6,751	7,860	毛利率(%)	14.9%	17.6%	17.0%	17.3%
营运资本变动	-16783	-6474	-1105	-7859	销售净利率(%)	8.3%	7.2%	6.6%	6.6%
					资产负债率(%)	51.1%	51.4%	50.1%	49.7%
					收入增长率(%)	19.4%	30.5%	13.4%	16.6%
					净利润增长率(%)	102.7%	12.9%	4.6%	15.6%
					P/E	19.8	17.4	16.6	14.4
					P/B	3.3	2.7	2.3	2.0
					EV/EBITDA	39	20	19	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 如无特殊注明, 本文数据的货币单位均为人民币; 取 2021 年 11 月 24 日汇率, 港币兑人民币汇率为 0.83



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

