

小米集团-W (1810 HK)

互联网表现超预期，芯片供应紧张将于明年改善

3Q21 经调整净利润超预期，毛利率保持较高水平

3Q21 公司收入同比增长 8.2%至人民币 780.6 亿元，主要受互联网服务业务加速增长及 IoT 及生活消费产品业务保持快速增长带动；毛利率为 18.3%，同比及环比分别提高了 4.2 个百分点及 1.1 个百分点；经调整净利润同比增长 25.4%至 51.8 亿元，优于预期。

智能手机芯片供应紧张将于明年改善，高端机型出色表现助力用户破圈

3Q21 智能手机收入同比持平。智能手机出货量同比下降 6%至 4,390 万部，主要由于芯片供应紧张；全球市占率较上季度下降 3.2 个百分点至 13.5%，主要由于竞争对手苹果新品表现亮眼；中国市占率较上季度下降 3.0 个百分点至 13.8%，主要由于荣耀表现强势。线下占据中国智能手机市场近七成份额，而公司线下市占率远低于线上，具较大提升空间。公司已在加速中国大陆线下渠道布局，小米之家门店数再增超 2000 家至上万家，预期随着门店表现逐步提升，将可助力抢夺中国市场占有率。多款高端机型新用户占比超 50%，有助用户破圈。预期 4Q21 手机出货量仍将受到芯片供应紧张影响，毛利率将因促销季略有下调，但仍可维持较高水平。芯片供应紧张问题将于明年逐步缓解。公司于“双十一”大促中表现出色。我们对其产品竞争力具信心。

IoT 相关主要经营数据持续向好，生态圈持续完善有助竞争力提升

3Q21 IoT 与生活消费产品收入同比增长 15.5%，增速放缓，主要由于受到境外海运物流等因素影响，但境外 IoT 及生活消费产品收入仍创单季新高。我们重点关注的 IoT 相关经营数据持续向好，IoT 平台已连接设备数（不含智能手机及笔记本电脑）已达 4 亿台，同比及环比分别增长 33.1%及 6.8%；米家 APP 月活跃用户数增至 5,990 万，同比增长 39.0%，增速加快，环比增长 6.0%；人工智能助理“小爱同学”月活跃用户数首度超过 1 亿，同比增长 34.1%，增速加快，环比增长 3%。公司持续发布具强连接性的产品。拓宽产品组合有助提升用户 IoT 场景体验，增强用户基础，形成良性循环。

互联网服务在监管及宏观影响下仍加速增长

互联网服务业务收入同比增长 27.1%，增速继续加快，环比增长 4.3%；其中，境外互联网服务收入同比增长 110.0%至 15 亿元，在整体互联网收入中的占比进一步提升至 19.9%。2021 年 9 月全球 MIUI 与活跃用户数同比增长 32.0%至 4.9 亿。广告为互联网业务主要收入来源（约占 65%），同比大幅增长 44.7%，环比增长 6.7%。受到政策变化及宏观影响，3Q21 广告行业参与者收入增速普遍下滑，但公司广告业务仍然向好，并连续三个季度同比增速超 40%。中国游戏行业监管升级下，公司游戏业务同比及环比分别实现 25.0%及 11.1%的高增长。我们认为公司互联网服务表现亮眼，一方面得益于全球化布局，另一方面也印证了手机销售强劲可带动用户规模扩张，高端产品占比增加有助 ARPU 提升的逻辑。考虑到 3Q21 手机销量下滑、广告行业偏软、季节性等因素，我们对 4Q21 互联网服务收入较为审慎，但对其发展趋势保持乐观。

下调目标价至 27.80 港元，重申“买入”评级

我们调整了盈利预测，以综合反映芯片供应紧张将延至明年、IoT 与生活消费品销售增速放缓、高端产品表现较好带动智能手机 ASP 及毛利率有较好表现等因素，预期 21/22/23 年 EPS 分别为 0.79/0.84/1.02 元。维持 28 倍 22E PE 估值，相应下调目标价至 27.80 港元，潜在升幅 44%，重申“买入”评级。

风险提示：（一）疫情影响扩大；（二）竞争加剧；（三）芯片供应短缺

更新报告

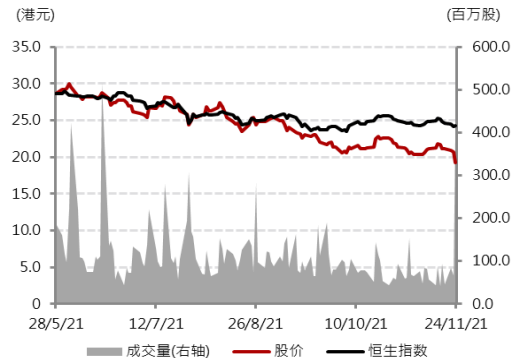
评级：买入

目标价：27.80 港元

股票资料（更新至 2021 年 11 月 24 日）

现价	19.26 港元
总市值	481,168.69 百万 港元
流通股比例	72.41%
已发行总股本	20,349.73 百万
52 周价格区间	19.02-35.90 港元
3 个月日均成交额	2,138.49 百万 港元
主要股东	Lin Bin (8.91%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20210527 - 小米集团-W (1810 HK) 更新报告：
硬件销售强劲，手机与互联网协同效应明显

20210827 - 小米集团-W (1810 HK) 更新报告：
硬件持续扩张，互联网增速加快

分析师

秦越，CFA

+852 2359 1871

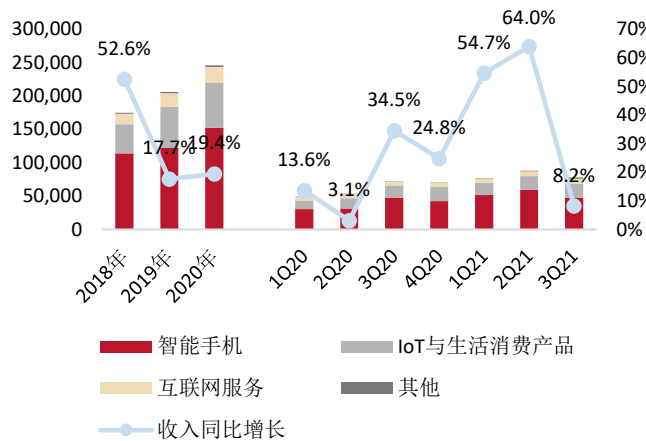
angela.qin@ztsc.com.hk

主要财务数据 (百万 人民币) (估值更新至 2021 年 11 月 24 日)

年结:12 月 31 日	19A	20A	21E	22E	23E
收入	205,839	245,866	323,313	419,512	513,449
增长率	17.7%	19.4%	31.5%	29.8%	22.4%
经调整净利润	11,532	13,006	20,859	22,008	23,255
增长率	34.8%	12.8%	60.4%	5.5%	5.7%
每股基本盈利 (人民币)	0.42	0.85	0.79	0.84	1.02
市盈率	22.8	32.9	20.5	19.4	15.9
市净率	2.1	4.6	2.8	2.4	2.1

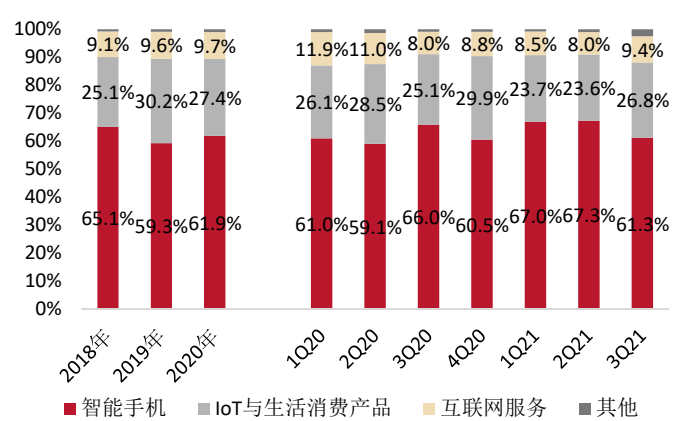
来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 公司收入 (人民币百万元)



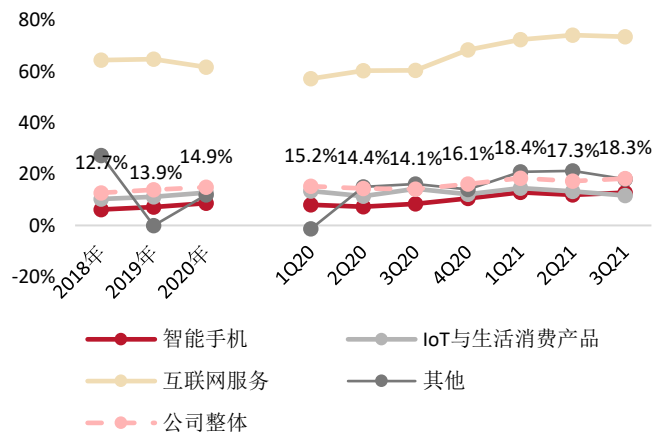
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 公司收入分布 (按业务分部划分)



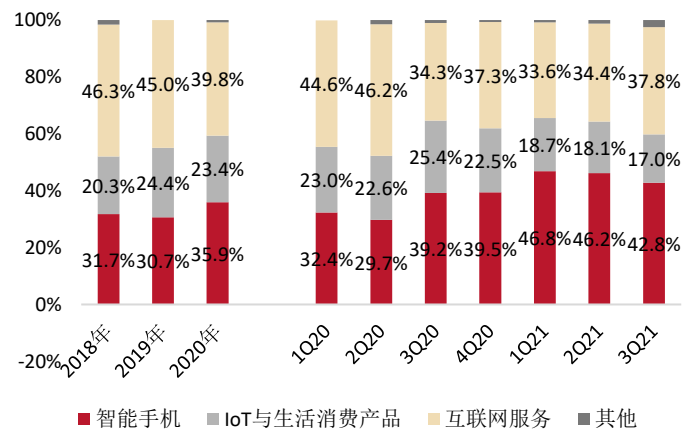
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 公司毛利率变化



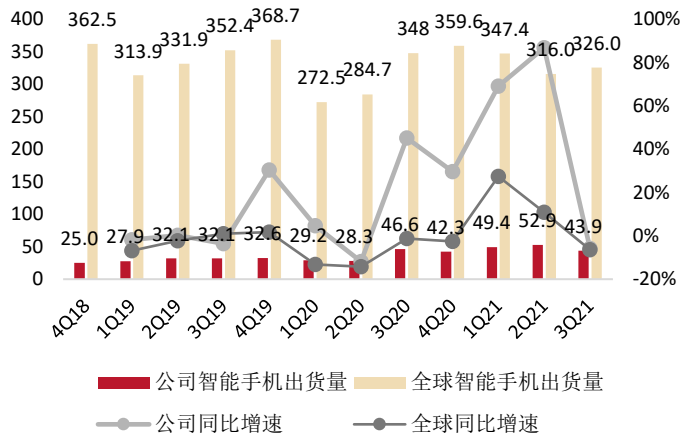
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 公司毛利分布 (按业务分部划分)



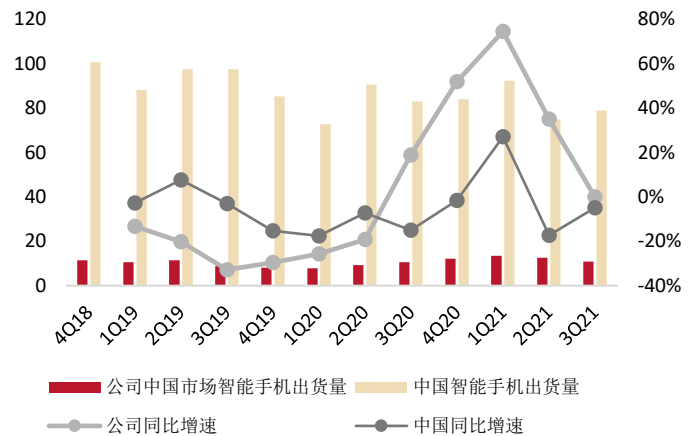
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 公司 vs 全球智能手机出货量 (百万部)



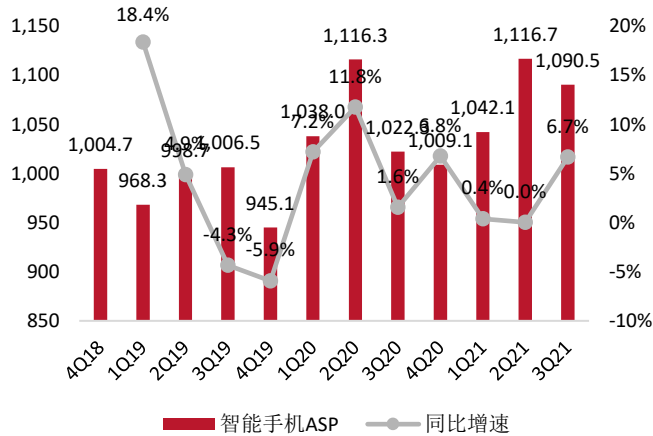
来源: Canalis, 中泰国际研究部

图表 6: 公司中国市场 vs 中国智能手机出货量 (百万部)



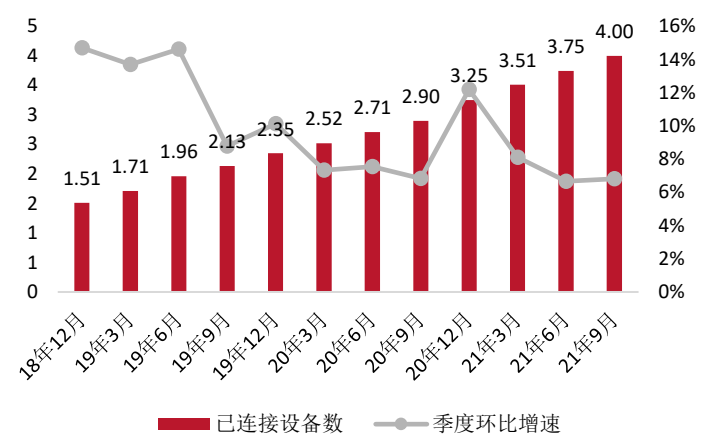
来源: Canalis, 中泰国际研究部

图表 7: 公司于全球市场智能手机 ASP (人民币元)



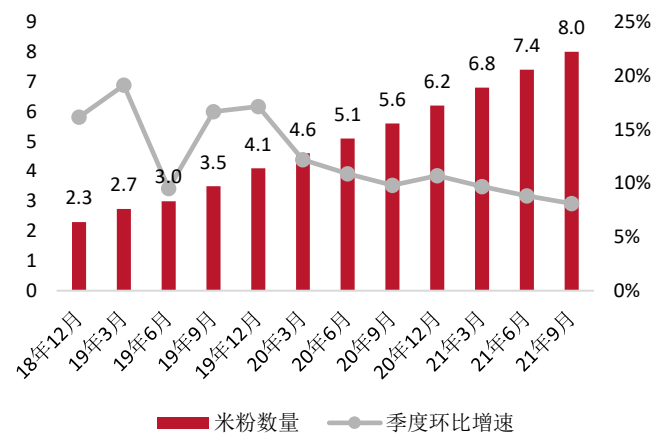
来源: Canalis, 中泰国际研究部

图表 8: IoT 平台已连接设备 (不含智能手机及笔记本电脑) 数 (亿)



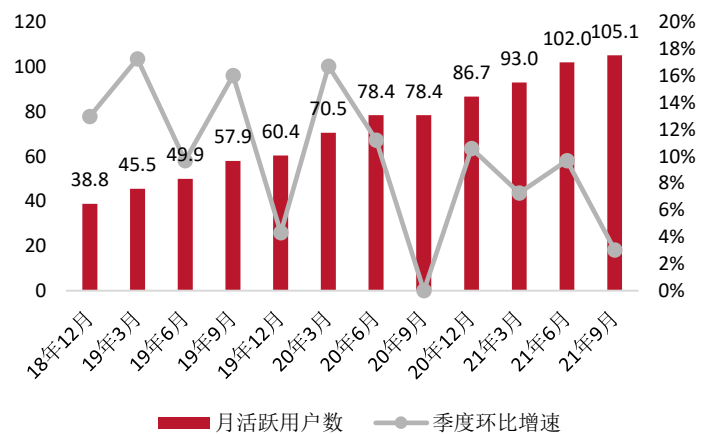
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: “米粉”数量 (百万)



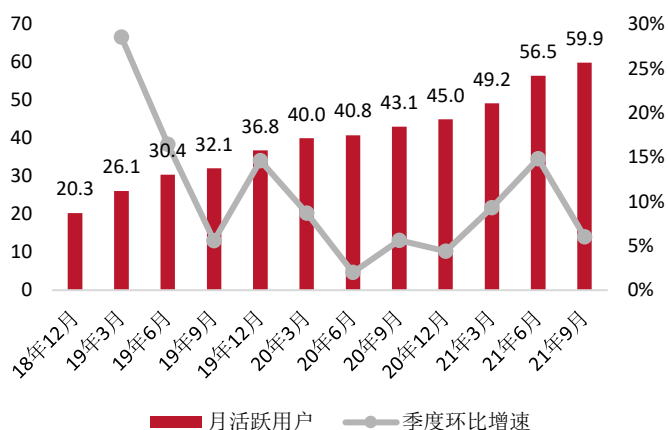
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 10: 小爱同学月活跃用户数 (百万)



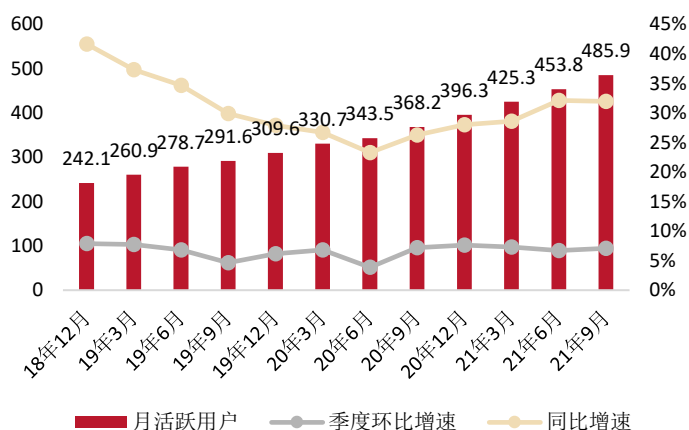
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 11: 米家 APP 月活跃用户数 (百万)



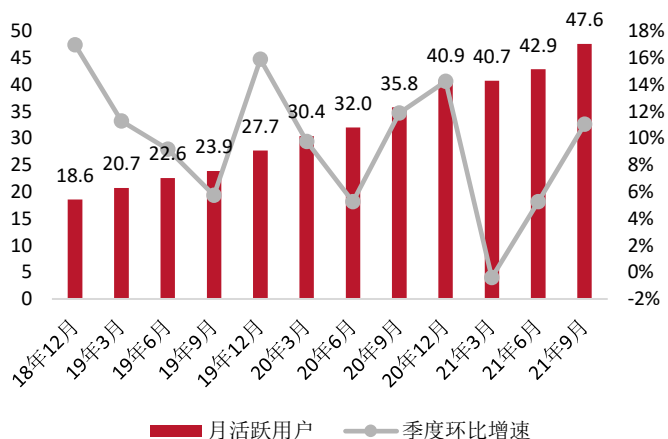
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 12: MIUI 月活跃用户数 (百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 13: 智能电视及小米盒子的月活跃用户数 (百万)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

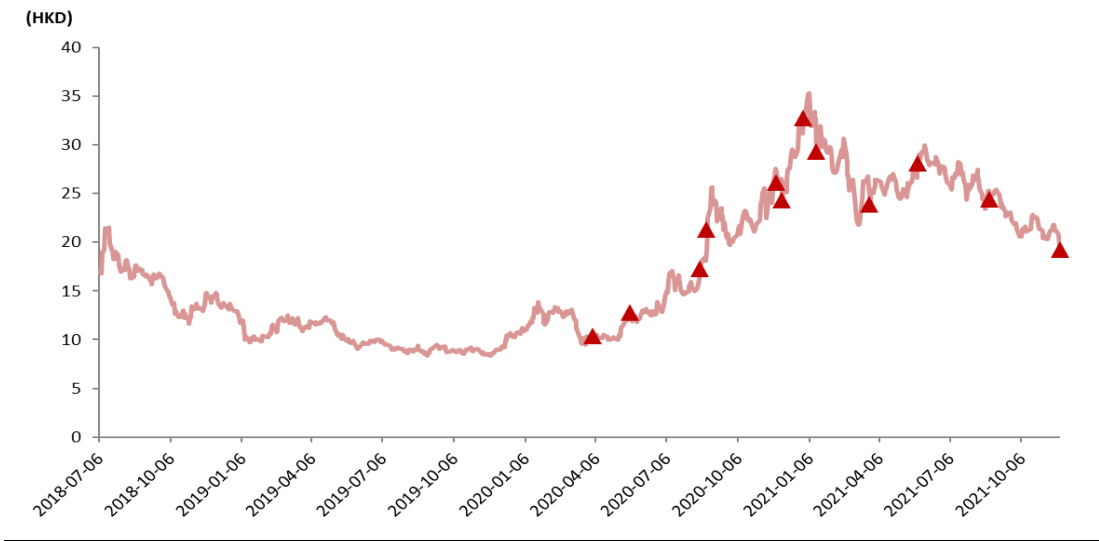
图表 14: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

利润表	19A	20A	21E	22E	23E	现金流量表	19A	20E	21E	22E	23E
收入	205,839	245,866	323,313	419,512	513,449	除所得税前利润/(亏损)	12,163	21,633	24,055	25,489	31,074
销售成本	-177,285	-209,114	-265,784	-354,516	-433,170	物业及设备折旧	324	1,043	581	719	856
毛利	28,554	36,752	57,530	64,996	80,279	无形资产摊销	486	666	1,214	1,891	2,688
销售及推广开支	-10,378	-14,539	-19,766	-25,647	-31,390	其他	2,856	-3,830	-361	-3,545	-3,913
行政开支	-3,104	-3,746	-4,728	-6,135	-7,509	运营资金变动	9,553	4,320	4,108	10,028	7,646
研发开支	-7,493	-9,256	-12,656	-14,263	-17,457	已付所得税	-2,142	-1,953	-4,220	-4,472	-5,452
其他	4,181	14,825	5,699	5,378	5,624	经营活动所得现金净额	23,810	21,879	25,378	30,109	32,901
经营利润	11,760	24,035	26,079	24,328	29,546	资本开支	-3,405	-3,026	-6,640	-7,215	-8,357
财务(费用)/收入净额	402	-2,401	-2,023	1,161	1,528	其他	-28,165	-14,653	1,315	1,615	1,982
可转换可赎回优先股公允价值变动	0	0	0	0	0	投资活动所用现金净额	-31,570	-17,679	-5,325	-5,600	-6,375
除所得税前利润/(亏损)	12,163	21,633	24,055	25,489	31,074	普通股发行	0	0	0	0	0
所得税费用	-2,060	-1,321	-4,220	-4,472	-5,452	其他	3,121	26,216	-3,257	-372	-372
年内利润/(亏损)	10,103	20,313	19,835	21,017	25,623	融资活动所得现金净额	3,121	26,216	-3,257	-372	-372
净利润	10,044	20,356	19,854	20,958	25,564	年初现金及现金等价物	30,230	25,920	54,752	71,548	95,685
经调整净利润	11,532	13,006	20,859	22,008	23,255	现金及现金等价物增加净额	-4,639	30,415	16,796	24,137	26,154
EBITDA	9,655	11,561	23,031	22,656	28,809	汇率变动对现金及现金等价物的影响	328	-1,583	0	0	0
经调整EBITDA	11,857	13,890	24,916	24,542	30,695	年末现金及现金等价物	25,920	54,752	71,548	95,685	121,839
每股基本盈利(人民币)	0.42	0.85	0.79	0.84	1.02						
每股摊薄盈利(人民币)	0.41	0.83	0.77	0.81	0.99						
资产负债表	19A	20A	21E	22E	23E	重要指标	19A	20A	21E	22E	23E
资产总额	183,629	253,680	302,002	366,503	430,896	<u>增长率</u>					
流动资产	137,539	176,283	215,479	271,094	326,394	收入	17.7%	19.4%	31.5%	29.8%	22.4%
存货	32,585	41,671	52,964	70,645	86,319	毛利	28.7%	28.7%	56.5%	13.0%	23.5%
贸易应收款项	6,949	10,161	13,362	17,337	21,220	净利润	-25.9%	102.7%	-2.5%	5.6%	22.0%
应收贷款	12,724	8,919	11,729	15,218	18,626	经调整净利润	34.8%	12.8%	60.4%	5.5%	5.7%
预付款项及其他应收款项	19,837	16,182	21,279	27,610	33,792	EBITDA	亏转盈	19.7%	99.2%	-1.6%	27.2%
现金及现金等价物	25,920	54,752	71,548	95,685	121,839	经调整EBITDA	15.2%	17.1%	79.4%	-1.5%	25.1%
其他流动资产	39,525	44,598	44,598	44,598	44,598	每股基本盈利	-49.9%	100.7%	-6.7%	5.6%	22.0%
非流动资产	46,090	77,397	86,523	95,409	104,503	<u>盈利能力</u>					
土地使用权	0	0	0	0	0	毛利率	13.9%	14.9%	17.8%	15.5%	15.6%
物业及设备	6,992	6,306	7,838	9,233	10,491	净利率	4.9%	8.3%	6.1%	5.0%	5.0%
无形资产	1,672	4,266	7,578	10,788	14,343	经调整净利率	5.6%	5.3%	6.5%	5.2%	4.5%
按权益法入账之投资	9,301	12,782	12,810	12,838	12,866	经调整EBITDA利润率	5.8%	5.6%	7.7%	5.9%	6.0%
按公允价值计入损益之长期投资	20,679	35,215	39,468	43,721	47,974	资产回报率(ROA)	6.1%	9.3%	7.1%	6.3%	6.4%
其他非流动资产	7,446	18,828	18,828	18,828	18,828	股本回报率(ROE)	13.1%	19.8%	14.7%	13.3%	14.0%
负债总额	101,972	129,666	156,175	197,681	234,474	<u>债务偿还能力</u>					
流动负债	92,181	107,927	134,436	175,942	212,734	负债股权比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
贸易应付款项	59,528	72,199	91,765	122,401	149,557	权益乘数	2.2	2.0	2.1	2.2	2.2
借款	12,837	6,962	6,962	6,962	6,962	利息覆盖率	18.3	3.4	7.1	60.8	77.4
其他流动负债	19,816	28,766	35,709	46,579	56,215	流动比率	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
非流动负债	9,791	21,739	21,739	21,739	21,739	速动比率	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
借款	4,787	10,635	10,635	10,635	10,635	<u>其他</u>					
其他非流动负债	5,004	11,105	11,105	11,105	11,105	资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
权益总额	81,658	124,014	145,827	168,822	196,423						
本公司拥有人应占权益	81,331	123,692	145,523	168,459	196,001						
非控股权益	327	322	304	363	422						
净现金/(负债)	31,948	67,989	84,785	108,921	135,075						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

小米集团-W (1810 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2020-04-03	HK\$10.26	买入（首次覆盖）	HK\$13.20
2	2020-05-21	HK\$12.70	买入	HK\$16.00
3	2020-08-19	HK\$17.24	买入	HK\$20.70
4	2020-08-27	HK\$21.35	买入→增持	HK\$23.00
5	2020-11-25	HK\$26.15	增持→买入	HK\$31.50
6	2020-12-03	HK\$24.30	买入	HK\$31.40
7	2020-12-29	HK\$32.80	买入→增持	HK\$34.60
8	2021-01-15	HK\$29.30	增持	HK\$34.60
9	2021-03-26	HK\$23.90	增持→买入	HK\$34.60
10	2021-05-27	HK\$28.15	买入	HK\$35.50
11	2021-08-27	HK\$24.45	买入	HK\$35.50
12	2021-11-25	HK\$19.26	买入	HK\$27.80

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805