



小米 (1810.HK) 3Q20 业绩： 智能手机增长确定性日趋明朗

我们对小米明年智能手机出货量成长的确定性保持乐观，维持小米的“买入”评级以及 35 港元的目标价（29%潜在升幅）。

- 小米三季度营业利润略低于普遍预期，但是明年成长确定性较高：**受惠于小米智能手机在国内份额的大幅提升，小米三季度的收入也高于市场预期，同时更高的智能手机收入拉低公司平均毛利率。小米营业利润比彭博一致预期低 8%，主要是由于小米拓展海外智能手机市场的费用所致。这与我们之前的判断类似，欧洲等市场有助于提升智能手机毛利率，但同时也增加了营业费用。不过，我们认为这对小米手机提升品牌形象、打入高端价格区间有长期帮助。小米三季度净利润大幅超预期，这是由投资公司公允价值变动带来的 3.2 亿业务收入所致。明年智能手机品牌格局依然动荡，华为手机的不确定性给予小米更高的确定性。因此，我们依然对小米明后两年的成长保持乐观，维持对小米的“买入”评级。
- 智能手机享受高成长：**小米三季度智能手机收入录得同比 48% 和环比 51% 的大幅增长，主要得益于小米在两大市场的份额提升。小米在国内市场的份额从上半年的 10%-11% 回升至三季度的 13%，并且西欧市场份额也从上半年的 9% 扩张到 13%。我们认为明年小米在智能手机的成长确定性依然较高，主要原因是：1) 智能手机未来两年进入上升周期，推动全球销量温和上涨，2) 华为手机不确定性依然存在，给予小米在国内和欧洲市场增加份额的机会。因此，明后两年，智能手机大盘反弹的同时竞争环境也有所缓和。我们预计小米智能手机销量将在 2022 年突破 2 亿大关，向全球第三甚至第二的目标迈进。这也是小米未来两年较大的成长机会。
- IoT 产品快速增长，毛利率环比改善：**小米三季度 IoT 产品收入同比增长 16%，增速较一季度和二季度的 8% 和 2% 有所复苏，体现 IoT 各个产品品类正在从上半年疫情的影响中开始恢复。同时，得益于高毛利率产品组合的提升，三季度 IoT 业务的毛利率达到历史新高的 14.2%，同比和环比都得到改善。

互联网收入增速放缓：小米三季度互联网收入同比增速为 9%，较一季度和二季度的 39% 和 29% 大幅下降，部分原因来自于金融科技和游戏业务的同比下降。目前，小米致力于扩大用户基数和增加用户粘性。我们认为这有利于小米的互联网业务的长期发展。

- 投资风险：**1) 互联网收入增速持续放缓，2) 海外智能手机需求复苏较慢，3) 费用增速较快拖累营业利润。

沈岱

科技分析师

 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

 charles_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6409

2020 年 11 月 25 日

评级 买入

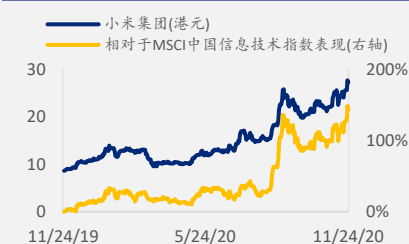
目标价 (港元)	35.0
潜在升幅/降幅	+28.9%
目前股价 (港元)	27.15
52 周内股价区间 (港元)	8.4-28.4
总市值 (百万港元)	655,241
近 3 月日均成交额 (百万港元)	5,216

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《小米智能手机空间再分析：华为荣耀 vs 小米》(2020-10-15)

《华为的空间和小米的估值再探讨》(2020-09-17)

《中国智能手机品牌征战全球》(2020-09-01)

● 小米三季度业绩详情

图表 1: 小米三季度业绩详情

人民币 百万	3Q20	3Q19	同比	2Q20	环比	实际值	普遍 预测	差异
收入	72,163	53,661	34%	53,538	35%	72,163	70,020	3%
毛利润	10,166	8,236	23%	7,701	32%	10,166	10,079	1%
营业利润	3,391	2,823	20%	1,683	101%	3,391	3,668	-8%
净利润	4,881	2,525	93%	4,498	9%	4,881	3,308	48%
每股收益 (人民币)	0.206	0.106	94%	0.189	9%	0.206	0.091	126%

利润率	3Q20	3Q19	百分点	2Q20	百分点	实际值	普遍 预测	百分点
毛利率	14.1%	15.3%	(1.3)	14.4%	(0.3)	14.1%	14.4%	(0.3)
费用率	-9.4%	-10.1%	0.7	-11.2%	1.9	-9.4%	-9.2%	(0.2)
营业利润率	4.7%	5.3%	(0.6)	3.1%	1.6	4.7%	5.2%	(0.5)
净利润率	6.8%	4.7%	2.1	8.4%	(1.6)	6.8%	4.7%	2.0

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 2: 小米三季度分业务详情

收入 人民币百万	3Q20	3Q19	同比	2Q20	环比
智能手机	47,604	32,268	48%	31,628	51%
IoT 产品	18,119	15,606	16%	15,253	19%
互联网服务	5,772	5,309	9%	5,908	-2%
其他	668	477	40%	750	-11%
总收入	72,163	53,661	34%	53,538	35%

毛利率	3Q20	3Q19	百分点	2Q20	百分点
智能手机	8.4%	9.0%	(0.6)	7.2%	1.1
IoT 产品	14.2%	12.8%	1.4	11.4%	2.8
互联网服务	60.4%	62.9%	(2.5)	60.3%	0.2
其他	16.1%	0.7%	15.5	15.0%	1.1
综合毛利率	14.1%	15.3%	(1.3)	14.4%	(0.3)

资料来源: 公司公告、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	174,915	205,839	231,768	308,440	366,910
销售成本	(152,723)	(177,285)	(198,298)	(262,837)	(312,132)
毛利润	22,192	28,554	33,470	45,603	54,779
经营支出	(25,869)	(20,975)	(25,532)	(29,125)	(33,985)
销售费用	(7,993)	(10,378)	(13,061)	(14,253)	(16,785)
管理费用	(12,099)	(3,104)	(3,637)	(4,114)	(4,405)
研发费用	(5,777)	(7,493)	(8,833)	(10,758)	(12,795)
经营利润	(3,677)	7,580	7,938	16,478	20,794
非经营收入	17,604	4,583	5,510	4,556	5,319
财务费用	216	402	(213)	(213)	(213)
投资收益	3,815	3,141	5,022	4,068	4,832
其他	13,572	1,040	701	701	701
税前利润	13,927	12,163	13,448	21,034	26,113
税务费用	(449)	(2,060)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
税后利润含少数股东权益	13,478	10,103	11,989	18,202	22,603
少数股东权益	(76)	59	(19)	(19)	(19)
净利润	13,554	10,044	12,008	18,221	22,622
基本股数 (百万)	16,070	23,746	23,746	23,746	23,746
摊销股数 (百万)	23,563	24,509	24,509	24,509	24,509
基本EPS (元)	0.84	0.42	0.51	0.77	0.95
摊销EPS (元)	0.04	0.41	0.49	0.74	0.92

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	30,230	25,920	39,261	50,355	68,331
受限制资金	2,846	23,061	23,061	23,061	23,061
短期投资	16,942	29,187	32,864	43,735	52,026
应收账款和应收票据	5,598	6,949	7,824	10,412	12,386
存货	29,481	32,585	36,448	48,310	57,371
其他流动负债	20,915	19,837	22,336	29,725	35,360
流动资产合计	106,013	137,539	161,794	205,599	248,535
物业、厂房及设备	5,068	6,992	9,591	12,999	16,773
无形资产	2,061	1,672	1,278	977	747
长期投资收益	27,275	29,980	32,978	36,276	39,903
其他非流动资产	4,811	7,446	7,446	7,446	7,446
总资产	145,228	183,629	213,087	263,297	313,404
短期借贷	3,075	12,837	16,654	19,591	24,895
应付账款和应付票据	46,287	59,528	66,584	88,254	104,806
其他流动负债	12,578	19,816	22,312	29,694	35,323
流动负债合计	61,940	92,181	105,550	137,539	165,024
长期借款	7,856	4,787	8,867	8,867	8,867
其他非流动负债	4,182	5,004	5,004	5,004	5,004
总负债	73,978	101,972	119,421	151,410	178,895
股本	0	0	0	0	0
储备	71,323	81,330	93,338	111,560	134,181
少数股东权益	(73)	327	327	327	327
其他	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益总额	71,250	81,658	93,666	111,887	134,509
总负债和股东权益	145,228	183,629	213,087	263,297	313,404

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(1,415)	23,810	15,953	27,429	30,660
税前利润	13,927	12,163	13,448	21,034	26,113
折旧	220	895	1,235	1,694	2,296
摊销	529	486	394	301	230
其他营业活动现金流	(940)	3,258	(194)	(194)	(194)
营运资金变动	(13,396)	9,553	2,316	7,212	5,512
应收账款减少 (增加)	(91)	(1,277)	(875)	(2,588)	(1,974)
库存减少 (增加)	(16,115)	(6,964)	(3,862)	(11,862)	(9,061)
应付账款增加 (减少)	12,627	13,535	7,056	21,671	16,552
其他经营资金变动	(9,818)	4,259	(3)	(8)	(6)
税务费用	(1,537)	(2,142)	(1,459)	(2,831)	(3,510)
利息收入 (支出)	(216)	(402)	213	213	213
投资活动现金流	(7,508)	(31,570)	(10,509)	(19,272)	(17,988)
资本支出	(3,785)	(3,405)	(3,834)	(5,102)	(6,070)
取得或购买长期投资	(2,828)	(4,187)	(2,998)	(3,298)	(3,628)
银行存款增加	(1,157)	(20,203)	-	-	-
短期投资	(1,801)	(9,776)	(3,677)	(10,872)	(8,291)
其他	2,064	6,002	-	-	-
融资活动现金流	26,574	3,121	7,897	2,937	5,304
借款	(236)	6,619	3,817	2,937	5,304
发行股份	23,249	-	-	-	-
发行债券	-	-	4,080	-	-
其他	3,562	(3,498)	-	-	-
外汇损益	1,015	328	-	-	-
现金及现金等价物净流量	18,667	(4,310)	13,342	11,094	17,976
期初现金及现金等价物	11,563	30,230	25,920	39,261	50,355
期末现金及现金等价物	30,230	25,920	39,261	50,355	68,331

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运指标增速					
营业收入增速	52.6%	17.7%	12.6%	33.1%	19.0%
毛利润增速	46.4%	28.7%	17.2%	36.3%	20.1%
营业利润增速	NM	NM	4.7%	107.6%	26.2%
净利润增速	NM	-25.9%	19.6%	51.7%	24.2%
盈利能力					
净资产收益率	-48.4%	13.1%	13.7%	17.7%	18.4%
总资产报酬率	11.5%	6.1%	6.1%	7.6%	7.8%
投入资本回报率	-5.0%	5.6%	5.4%	9.7%	10.3%
利润率					
毛利率	12.7%	13.9%	14.4%	14.8%	14.9%
营业利润率	-2.1%	3.7%	3.4%	5.3%	5.7%
净利润率	7.7%	4.9%	5.2%	5.9%	6.2%
营运能力					
现金循环周期	(30)	(34)	(41)	(38)	(40)
应收账款周转天数	12	11	12	11	11
存货周转天数	55	64	64	59	62
应付账款周转天数	96	109	116	108	113
净债务 (净现金)	(22,145)	(31,358)	(36,802)	(44,959)	(57,631)
自由现金流	(21,647)	12,966	6,590	17,752	19,252
目标 P/E (x)		74.1	62.0	40.8	32.9
目标 P/B (x)		10.2	8.9	7.4	6.2

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼