



小米 (1810.HK) 4Q20 业绩：毛利率改善，费用率提升

小米收入略低于预期，但是毛利率大幅提升，整体运营稳健增长。我们看好小米今明两年智能手机的扩张，维持“买入”评级。

- 小米 4Q20 业绩稳健，投资收益超市场预期：**小米在 2020 年四季度运营保持稳健的增长。小米 4Q20 收入略低于我们和市场预期，主要是由于 IoT 收入增速放缓。小米的综合毛利率达历史高点的 16.1%，得益于智能手机和互联网业务毛利率改善明显。虽然小米费用率在四季度也录得历史新高，但是我们认为这有利于小米提升智能手机品牌形象、拓展国内线下渠道以及扩张海外市场。当前，小米 2021 年和 2022 年 PE 估值为 30x 和 24x，估值较年初回调，相对合理，因此，我们维持小米“买入”评级。
- 智能手机快速扩张，毛利率超预期：**小米四季度智能手机销量 4230 万部，同比增长 30%。智能手机平均价格提升到人民币 1009 元，同比增长 6.8%。智能手机业务毛利率为 10.5%，创历史新高，是公司平均毛利率上升的最大推动力。我们认为小米手机 2020 年高端化之路开始凸显成果，高端手机占比提升推动毛利率上升。这为小米费用率提升提供缓冲空间。我们对小米今明两年的智能手机业务保持乐观，是小米业绩确定性的最大保障。
- 4Q20 的 IoT 业务收入不及预期，但有改善空间：**小米 4Q20 的 IoT 业务收入比我们预期低 6%。我们认为主要是小米笔记本推出新品的速度较慢所致。小米在 2021 年年初推出新的笔记本将有助于推动小米 IoT 整体业务体量增速回暖。其余 IoT 产品维持良好增速。
- 互联网业务收入同比增速趋于稳定：**小米 4Q20 互联网收入同比增长 8.8%，较 3Q20 的 8.0% 有所回暖，符合我们的预期。小米广告业务占比提升改善互联网业务整体毛利率。我们认为在小米站稳智能手机高端价格区间之后，互联网业务收入增速有望进一步提升。
- 投资风险：**二级市场波动带动小米估值进一步调整；供应链缺货影响小米智能手机增速上限；IoT 和互联网收入增速不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	174,915	205,839	245,866	337,595	405,343
同比增速	53%	18%	19%	37%	20%
净利润	13,554	10,044	20,356	19,362	24,230
同比增速	N/A	-26%	103%	-5%	25%
目标 PE (X)		82.9	41.3	45.6	36.5
目标 PB (X)		12.2	8.1	9.2	7.6

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

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

2021 年 3 月 25 日

评级 **买入**

目标价 (港元)	42.0
潜在升幅/降幅	68%
目前股价 (港元)	25.0
52 周内股价区间 (港元)	9.78-35.9
总市值 (十亿港元)	630,033
近 3 月日均成交额 (百万港元)	7,665

注：截至 2021 年 3 月 24 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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 (1810.HK)：2021 年高成长高确定》(2021-01-06)

《小米 3Q20 业绩：智能手机增长确定性日趋明朗》(2020-11-25)

《中国智能手机品牌征战全球》(2020-09-01)

● 小米 4Q20 业绩

虽然小米的收入略低于我们和市场预期，但是小米 4Q20 毛利率大幅超过我们预测，因此营业利润高于我们的预期。叠加小米较高的投资公允价值变动，利润超出我们的和市场预期。

- 4Q20 的收入达 704.6 亿，同比增长 25%，环比下降 2%，低于我们和市场预期。主要是 IoT 收入低于我们的预期。
- 4Q20 毛利率改善显著，达到 16.1%，是 2017 年以来的最高值。其中，小米智能手机毛利率达到历史最高的 10.5%，受惠高阶手机占比提升。互联网业务毛利率也改善明显，主要由于毛利率的广告业务占比提升。
- 小米 4Q20 费用率也录得历史高点的 13.4%，但是我们认为这有利于小米提升智能手机品牌形象，拓展国内线下渠道以及海外市场。
- 受惠于投资公允价值变动影响，小米四季度净利润为 88 亿，同比增长 261%，环比增长 81%，高于市场预期。
- 小米 2020 年全年净利润为 203.6 亿，同比增长 103%。

● 估值

小米的估值已经从年初的 42x 的高点回调至当前 28x 的位置，主要因素在于：1) 受到美国防部清单影响，小米的股价大幅回调，2) 受到二级市场波动影响，小米作为科技企业先锋股价波动放大。

我们也看到，小米的沪深港通持股比例从 2021 年年初的 10.7% 上升到最新的 12.6%，凸显非美投资人对小米的认可。因此，我们建议投资人在市场波动趋稳时，逢低布局小米，享受今明两年的智能手机业务扩张的成果。

图表 2: 小米 4Q20 业绩详情

人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
营业收入	70,463	56,470	25%	72,163	-2%
毛利	11,326	7,843	44%	10,166	11%
营业利润	1,855	985	88%	3,391	-45%
净利润	8,813	2,441	261%	4,881	81%
基本每股收益 (人民币)	0.371	0.103	261%	0.206	81%

利润率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
毛利率	16.1%	13.9%	2.2	14.1%	2.0
营业费用率	13.4%	12.1%	1.3	9.4%	4.1
营业利润率	2.6%	1.7%	0.9	4.7%	-2.1
净利率	12.5%	4.3%	8.2	6.8%	5.7

注: 营业利润为浦银国际计算。

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3: 小米 4Q20 按业务拆分详情

收入 人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
智能手机	42,635	30,797	38%	47,604	-10%
IoT 产品	21,054	19,494	8%	18,119	16%
互联网服务	6,175	5,695	8%	5,772	7%
其他	599	484	24%	668	-10%
总收入	70,463	56,470	25%	72,163	-2%

毛利率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
智能手机	10.5%	7.8%	2.7	8.4%	2.1
IoT 产品	12.1%	9.4%	2.7	14.2%	-2.1
互联网服务	68.4%	63.7%	4.7	60.4%	8.0
其他	14.1%	-2.0%	16.1	16.1%	-2.1
综合毛利率	16.1%	13.9%	2.2	14.1%	2.0

资料来源: 公司公告、浦银国际

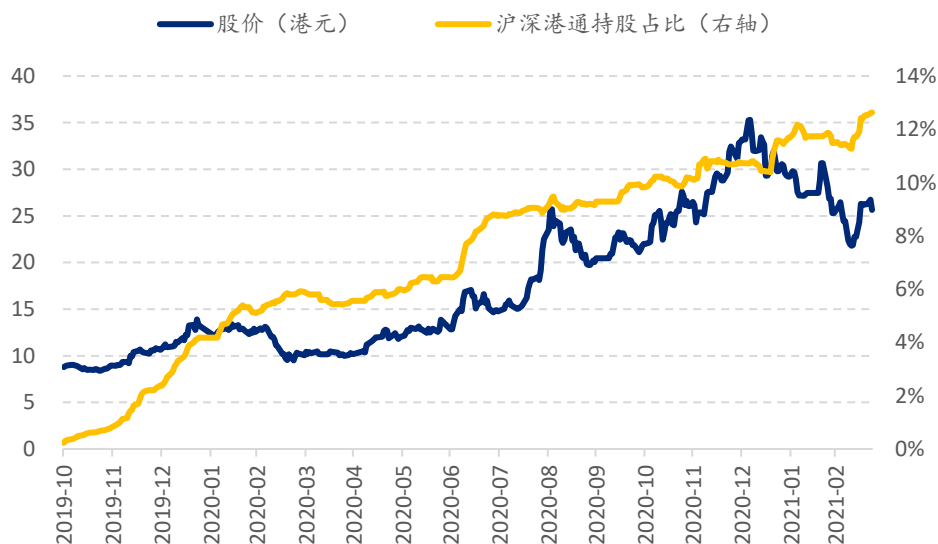
图表 4：小米历史市盈率：历史均值 22.6x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 股价 vs 沪港通持股比例

图表 5：小米：股价 vs 沪深港通持股占比：沪深港通持股比例持续提升



资料来源：Wind、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 小米集团



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米	25.0	买入	42.0	6/1/2021	手机品牌
688036 CH Equity	传音	202.0	买入	235.0	1/2/2021	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	40.7	买入	45.0	27/10/2020	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰	98.2	买入	123.0	1/2/2021	ODM、功率半导体
NIO US Equity	蔚来	41.2	卖出	34.6	14/12/2020	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏	36.3	卖出	23.2	14/12/2020	新能源汽车
LI US Equity	理想	26.4	卖出	21.4	14/12/2020	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉	662.2	卖出	480.0	14/12/2020	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪	168.2	卖出	149.0	14/12/2020	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	162.7	卖出	126.0	14/12/2020	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇	168.2	买入	275.0	19/2/2021	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛	14.5	买入	21.0	19/2/2021	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	245.7	买入	350.0	19/2/2021	手机 CIS、车载 CIS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 24 日收盘价

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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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) 浦银国际持有本报告所述公司(小米集团 1810.HK)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