

商业贸易行业——新零售模式研究系列之小米篇

制造型零售崛起：性价比为王，效率致胜，构建国民智能生活生态圈

分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：林伟强 S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

核心观点：

● 新零售模式研究系列开篇：制造型零售崛起，性价比和效率将成为行业竞争核心要素

市场对“新零售”模式的研究和争论多如牛毛，我们旨在通过对典型公司的深度梳理思考，探究各家模式的创新之处和对行业变革的借鉴意义。作为系列报告开篇，我们首先关注小米。相比阿里和腾讯“赋能式”、“买买买”的新零售布局和线上线下零售公司的纷纷“站队”，小米“单打独斗”的新零售更像是一股“清流”。我们认为小米“性价比爆款”、“小米之家”、“小米生态链”的崛起，反映的是“制造型零售”的崛起和线下零售渠道效率的巨大挖掘空间。

● 理解小米：苹果战略+良品战术，硬件搭建生态圈

小米当前主要有智能硬件、新零售和互联网三大业务板块。理解小米，要从战略和战术两个维度审视：小米战略上是生态型互联网公司，是与苹果类似，少有的以硬件为基础架构的生态型公司。且除手机这一核心入口外，小米更以生态链产品矩阵占领用户认知，强化小米品牌对“米粉”的吸引力；小米战术上则践行好市多（Costco）的高性价比精品策略，以极致性价比爆款，从高端产品大众化和大众产品品质化两个方向推动消费升级。

● 硬件小米：性价比为王，小米 IoT 生态入口

智能硬件是小米生态底层架构，其中小米手机是最为核心的硬件入口，是生态基石。小米手机的成功既受益于智能机和电商渠道崛起的双行业红利，也得益于小米性价比爆款策略的成功应用和对大众消费升级方向的准确把握。对于小米而言，生态链企业的核心价值，在于以产品链打造小米生活方式，进而构建小米生态圈。而小米生态链公司，是小米全方面输出供应链、资金、品牌和渠道等支持、从 1 到 N 复制小米产品逻辑，快速延伸小米品牌产品线的垂直产品型公司。

● 新零售小米：效率致胜的全渠道战略

小米新零售战略核心寻求的是产品流通环节的效率提升。新零售是对人、货、场三大零售要素的重构，背后的实质是技术推动的全渠道融合和数据化运营，从而实现经营效率的显著提升。小米生态高性价比产品策略的推广，既需要产品生产环节以“8080 原则”聚焦核心痛点打造爆款，同时也需要优化流通和推广环节，实现产品全链路的高效率运营，打造现象级坪效的新零售业态。

● 互联网小米：硬件架构平台，服务变现盈利

在小米“铁三角”业务布局中，“硬件小米”、“新零售小米”的成功和急速扩张验证了小米以硬件搭建生态战略的可行性，“互联网小米”则既是小米生态体系的连接器，更是未来小米服务变现用户价值的核心盈利来源。站在当前时点，我们认为小米服务变现的通道主要包括：电商（自营及第三方品牌入驻收入）、金融（小米金服）、文娱（小米互娱&影业）以及云计算（金山云）。

● 风险提示：小米手机业务下滑；小米生态链产品线拓展风险；新零售竞争加剧；小米生态用户变现能力低于预期

相关研究：

商业贸易行业:全球电商化大势所趋，重视海外映射下的国内电商投资机会	2018-01-28
【广发商贸-2018 年度策略】新消费群体崛起，巨头引领新零售	2017-12-18
商业贸易行业:腾讯拟战略投资永辉，线上巨头加速布局线下	2017-12-17
商业贸易行业:阿里拟入股高鑫零售，新零售布局再下一城	2017-11-20

目录索引

投资聚焦	6
一、理解小米：苹果战略+良品战术，硬件搭建生态圈	7
（一）突围手机，入局 IoT，小米八年狂奔路	7
（二）硬件+新零售+互联网铁三角，搭建“米粉”品质生活圈	9
二、硬件小米：性价比为王，小米 IOT 生态入口	12
（一）小米产品策略：主打高性价比爆款，生态链赋能拓展边界	12
（二）小米手机：行业红利叠加性价比革命，缔造小米生态基石	16
（三）小米生态链：布局 IoT，从 1 到 N 复制的竹林生态	21
三、新零售小米：效率致胜的全渠道战略	27
（一）源自互联网，口碑为王的国民科技生活品牌	27
（二）电商小米：品质电商，崛起的新一代电商平台	30
（三）新零售小米：渠道融合，效率跃升	35
四、互联网小米：硬件架构平台，服务变现盈利	41
五、投资建议：制造型零售崛起，关注小米生态相关公司	46
风险提示	47

图表索引

图 1: 小米发展历程	8
图 2: 2017 年前 10 月小米销售规模破千亿	8
图 3: 3Q17 小米手机出货量 2760 万部, 重回全球前五	8
图 4: 小米“铁三角”业务布局	10
图 5: 过去十年居民收入增速远超物价	13
图 6: 年轻一代是中等收入(月收入 8-50K)核心人群(2016)	13
图 7: 高性价比产品核心落脚点由价格转为对品质的追求	13
图 8: 小米手机利润率极低	14
图 9: 初代小米是智能手机“高配低价”标杆	14
图 10: 小米以性价比推动消费升级	15
图 11: 小米以生态链模式全面拓展产品边界	16
图 12: 1H17 手机网民 7.23 亿, 人均上网 26.5 小时/周	16
图 13: 1H17 移动互联网市场规模 5840 亿, 同比增 48.7%	16
图 14: 小米手机成长享受智能手机普及红利	17
图 15: 小米手机的成长享受网购时代红利	17
图 16: 小米等国产品牌拉低智能手机平均售价(美元)	18
图 17: 小米“不服跑个分”是手机流畅度的直观表达	18
图 18: 历年新上市机型数量大幅缩减	18
图 19: 小米国内手机市场份额	18
图 20: 小米手机主打精品爆款策略, 产品线较为克制	19
图 21: 小米澎湃 S1 芯片在中低端市场具备竞争力	20
图 22: 小米 MIX 引领全面屏风潮, 被法国蓬皮杜收藏	20
图 23: 小米国际化之路	20
图 24: 小米手机在印度市场复制高性价比模式成功	21
图 25: 3Q17 小米手机在海外 14 个国家进入 Top5	21
图 26: 2014 年后小米开启生态链布局, 投资数量大幅增加	22
图 27: 小米对外投资以硬件、文化娱乐、游戏三大领域为主	22
图 28: 2017 年小米生态链公司销售额超 200 亿	23
图 29: 小米天猫旗舰店销售构成(2017.11)	23
图 30: 小米生态链产品 ID 风格一脉相承, “颜值”统一	24
图 31: 华米手环出货量超过 Fitbit, 位居全球第一	26
图 32: 华米盈利能力超越 Fitbit	26
图 33: 小米品牌在华米收入中占比降至 82.4%	26
图 34: 华米毛利率随产品提价&规模化提升	26
图 35: 小米构建用户参与感的“三三”法则	28
图 36: MIUI 10 万人互联网开发团队模型	28
图 37: MIUI“橙色星期五”周更模式吸引用户广泛参与	28
图 38: 小米初期聚焦线上, 官网销售规模位居电商前三	29
图 39: 小米连续多年占据天猫双十一品牌“店王”	29
图 40: 国内智能手机分发渠道渠道变迁	29
图 41: 2016 年下半年开始, 小米手机启用流量代言人	30

图 42: 小米手机线下销售占比提升至 40%以上 (万)	30
图 43: 小米手机用户年龄及性别构成 (3Q2017)	30
图 44: 2017 年以来品质电商平台/品牌大量出现	31
图 45: 品质电商依靠平台深度介入上游供应链推动消费升级	31
图 46: 国内不同区域发展差异造就相应红利业态	32
图 47: 品质电商尚处于规模扩张初期	33
图 48: 品质电商用户中一、二线城市占比高 (10M17)	33
图 49: 小米手机用户与品质电商用户契合度高	34
图 50: 小米 IoT 布局领先 (2017.11)	34
图 51: 米家智能平台“遥控器电商”功能	34
图 52: 新零售核心是全渠道融合下, 数据化运营实现效率显著提升	35
图 53: 小米之家 2017 年以来快速开店 (含专卖店和授权店)	36
图 54: 截至 2018 年元旦, 全国小米之家达到 295 家	36
图 55: 小米新零售运营战略	38
图 56: 2017 年 11 月, 小米之家首家旗舰店在深圳开业	38
图 57: 小米之家上海大悦城店&五角场店	41
图 58: 手机操作系统/UI 是商业化程度较低的底层用户流量入口	42
图 59: “米家”智能家庭控制平台架构	42
图 60: 小米文娱内容端布局	43
图 61: 小米应用商城总下载量达到 1060 亿次 (2017.9)	43
图 62: 2016 年小米游戏开发者分成达到 22 亿	43
图 63: 小米旗下金融业务布局	44
图 64: 小米众筹规模仅次于京东 (2016)	44
图 65: 小米消费贷款规模快速扩张 (2017.10)	44
图 66: 小米金山云是规模仅次于阿里云和腾讯云的公有云服务提供商 (1H17)	45
图 67: 小米金山云部分客户	45
表 1: 小米历次融资及估值	8
表 2: 小米“豪华”创始团队	9
表 3: 小米与苹果均为以硬件为基础架构的生态型公司	11
表 4: 生态型公司均具备拳头引流产品和服务变现渠道	11
表 5: 小米及生态链公司产品工业设计获奖情况	14
表 6: 小米手机核心零部件均选用苹果&三星供应链公司	19
表 7: 小米手机印度市场份额 3Q17 追平三星, 复制国内市场成功	21
表 8: 部分小米生态链公司财务情况	23
表 9: 小米为生态链企业提供全方位支持	24
表 10: 小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能	25
表 11: 华米与 Fitbit 主要财务指标对比	26
表 12: 品质电商是有别于传统的新兴电商类型	32
表 13: 网易严选 VS 米家有品	33
表 14: 小米全渠道布局情况	37
表 15: 小米之家与苹果旗舰店对比	37

表 16: 小米之家草根调研情况	39
表 17: 小米之家单店模型测算	40
表 18: 金山云 2017 年 12 月完成 5.2 亿美元融资, 估值达到 21.2 亿美元	45

投资聚焦

国内PC互联网时代素有百度、阿里巴巴、腾讯“BAT”三巨头之说，分别把持了搜索、电商和社交三大互联网核心入口。移动互联网兴起之后，市场时刻期待新兴互联网公司崛起挑战三巨头。尤其是近年来百度在移动互联网市场布局稍显落后、市值被阿里巴巴和腾讯甩开差距后，谁来接班百度成为AT之外第三股互联网势力，成为坊间议论的焦点。

小米公司的成长经历堪称传奇：成立于2010年的小米，仅用四年时间就从零起步，于2014年登顶国内第一大智能手机品牌，成为不折不扣搭着移动互联网大风起飞的幸运儿。早在那句“Are you ok”传遍互联网之前，携小米爆发之势，小米创始人雷军“风口上的猪”、“专注、极致、口碑、快”等理论已被奉为互联网思维圭臬。而在历经2016年的低潮后，小米2017年奇迹般的在手机、生态链、小米之家三条战线全面爆发，王者归来，成为唯一一个“销量下滑之后能够成功逆转”的手机品牌。小米成立不到八年已经历大起大落，创始人雷军也成为互联网创业教父级别的存在。

依据小米官方及IDC数据，在小米体系下，MIUI系统累计用户过3亿，手机累计出货量2.6亿部、月活用户1.3亿（3Q17），另有8500万IoT联网设备（11M17）通过小米AI音箱被唤醒。正如苹果公司以iPhone手机圈住“果粉”，小米实际上已经以手机和生态链智能硬件产品圈住“米粉”。“不服跑个分”、时刻不忘性价比的小米，其实战略上是苹果一般以硬件构建的生态型公司，战术上则践行着无印良品、好市多（Costco）为代表的高性价比精品策略。

研究小米，不但是对这家生态型巨头公司的梳理和学习，更是对年轻一代消费趋势的洞悉和把握。“性价比爆款”、“小米之家”、“小米生态链”等投资圈年度热词背后，反映的是“制造型零售”的崛起和线下零售渠道效率的巨大挖掘空间。且正如苹果公司对产业链的带动，小米未来作为生态型巨头公司，其成长势必也将使产业链上下游公司受益。

基于小米在IoT硬件、新零售渠道和互联网&物联网服务三大领域的布局和国民级科技生活生态圈的定位，未来小米生态用户量级和产品边界仍有发展潜力，有望成为中国互联网新零售市场一股不容忽视的力量。

面对阿里&腾讯“赋能式”、“买买买”的新零售布局和线上线下零售公司的纷纷“站队”，小米“单打独斗”的新零售显得尤为特立独行。因而作为新零售商业模式分析系列报告的开篇，我们首先关注小米这一股新零售“清流”，关注其以性价比和效率构建的国民智能生活生态圈。

一、理解小米：苹果战略+良品战术，硬件搭建生态圈

2010年4月，小米正式成立。随后仅用四年时间，小米便从零起步，于2014年超越三星成为国内出货量第一大智能手机品牌，一级市场投资估值已达450亿美元之巨。而在历经2016年的低潮后，2017年，小米凭借小米手机、小米生态链和小米之家的火爆成功“王者归来”，再次成为市场热议的绝对主角。

小米当前主要有智能硬件、新零售和互联网/物联网三大业务板块。理解小米，要从战略和战术两个维度审视公司：小米战略上是生态型互联网公司。与苹果类似，均是市场少有的以硬件为基础架构的生态型公司。且除手机这一核心入口外，小米更以生态链产品矩阵占领用户认知，强化小米品牌对“米粉”的吸引力；小米战术上则更多践行无印良品和好市多（Costco）的高性价比精品策略。贯穿小米产品线的核心战术是追求极致性价比爆款，从高端产品大众化和大众产品品质化两个方向推动消费升级。

（一）突围手机，入局 IoT，小米八年狂奔路

2010年4月，小米在获得4100万美元天使投资后正式成立。同年8月及12月，小米先后发布MIUI操作系统（国内最早的Android定制优化系统之一）和米聊（领先微信发布的及时通讯App）两款高口碑产品，在早期智能手机发烧友中积累了极高人气。2011年8月，小米一代手机MI1正式问世，小米正式进入大众视野。在历经2016年的低潮后，2017年小米凭借手机、生态链产品和小米之家的火爆“王者归来”，成为唯一一个“销量下滑之后能够成功逆转”的手机品牌。回顾小米八年创业历史，可以分为三个主要阶段：

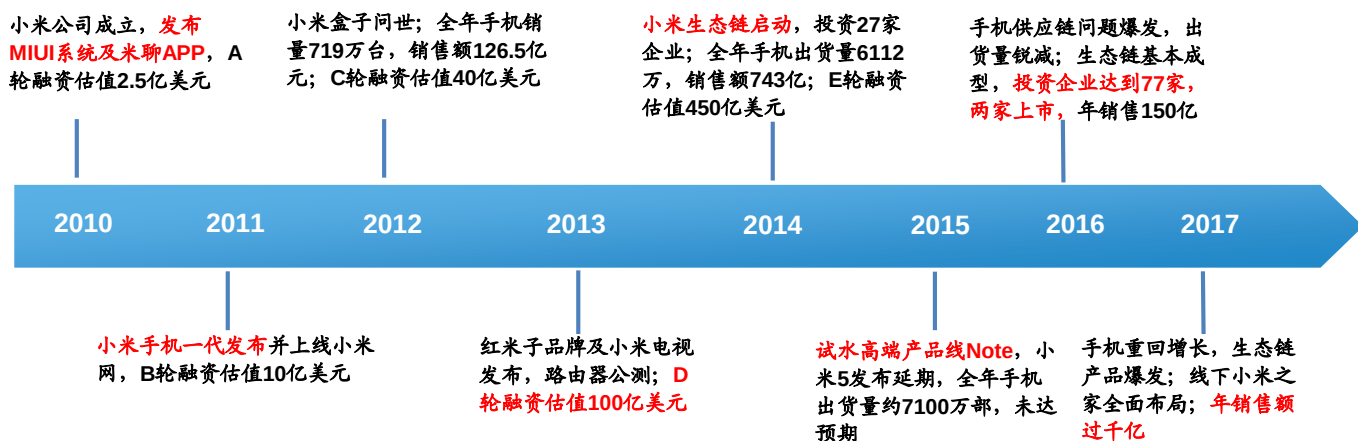
1）小米手机爆发期（2011-2014）。初期小米充分享受国内智能手机普及和网购渠道红利，以1999元小米/799元红米打造“发烧”、“入门”两大系列手机，以比肩大牌高端旗舰机配置+国产山寨机价格的“高配低价”组合，迅速抢占年轻一代换机和尝新市场风口，成为年轻人“第一部智能机”。依据小米官方及IDC数据，2014年，小米年销售额达到743亿元，全年手机出货量达到6112万部，国内市场份额攀升至12.5%，超越三星成为国内第一大手机品牌。同年12月，小米官方宣布完成11亿美元融资，引入云锋基金、DST等知名投资机构，投后估值到达450亿美元。

2）小米生态链布局期（2014-2016）。爆发式增长后，对供应链的掌控力不足成为小米成长的掣肘。2015年，原定三季度初发布的小米第五代旗舰手机（小米5）因供应链问题推迟至2016年2月发布，导致小米全年缺少重磅旗舰新品上市，小米手机遭遇滑铁卢。但手机市场的瓶颈期被生态链布局所弥补，2014年小米开始以生态链模式，沿着手机周边、智能硬件、生活耗材三大圈层投资布局，打造小米生态圈。2014-2016，小米三年累计投资77家硬件创业企业，其中30家发布产品，至2016年生态链硬件销售额破百亿。在小米手机遭遇瓶颈的两年，有效保持了小米品牌热度，并抢占IoT（物联网）风口。

3）小米新零售二次腾飞期（2017年以来）。小米手机在2016年狠补供应链短板后重新发力，MIX系列高端机的成功引领了行业全面屏创新风潮，以印度为代表的海外市场复制了小米在国内市场高性价比策略的成功；2014年以来持续投资布局的生态链企业亦进入产品爆发期；同时，线下小米之家成为最受瞩目的线下新零售成功样本之一，线上“有品”跻身主流品质电商行列。产品+渠道两个维度爆发，助

力小米二次腾飞：依据IDC数据，2017年前三季度小米手机出货量达到6180万部，同比增长71%，出货量重返全球前五；10月小米即提前完成年初制定的1000亿全年销售目标；全年生态链企业销售规模同比增长100%至200亿，小米之家门店新开约235家至287家。

图1：小米发展历程



数据来源：小米官网&微博、广发证券发展研究中心

表 1：小米历次融资及估值

时间	融资额 (亿美元)	估值 (亿美元)	投资方
2010.1	0.41	2.5	Morningside(晨兴创投)、启明和 IDG
2011.12	0.9	10	启明、IDG、顺为基金、淡马锡、高通、Morningside(晨兴创投)
2012.6	2.16	40	/
2013.8	/	100	/
2014.12	11	450	All-stars、DST、GIC、厚朴投资和云锋基金

数据来源：桔子 IT、广发证券发展研究中心

图 2：2017 年前 10 月小米销售规模破千亿

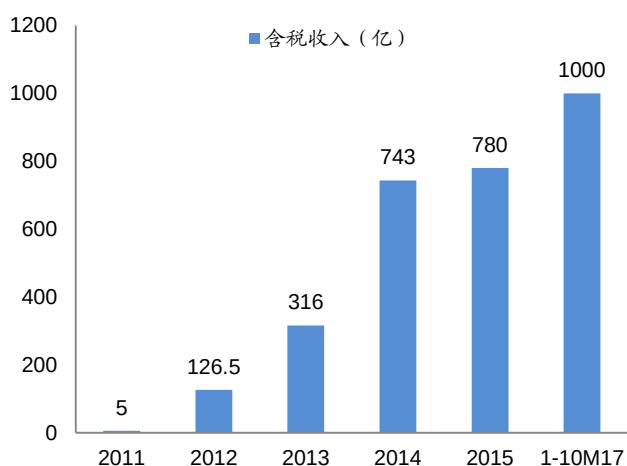
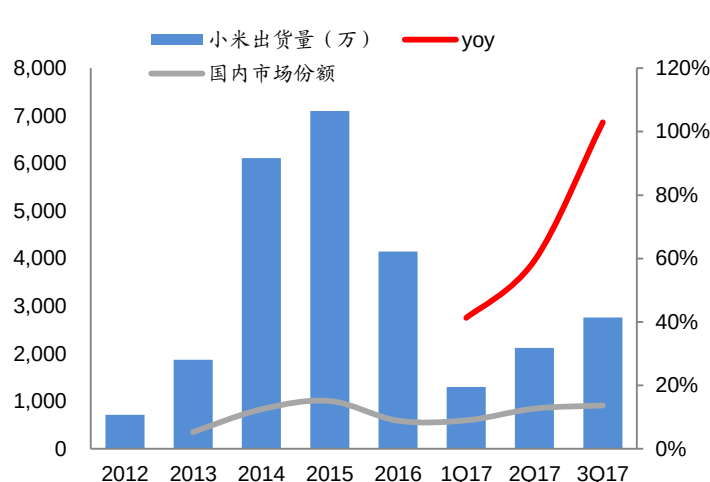


图 3：3Q17 小米手机出货量 2760 万部，重回全球前五



数据来源：小米官方微博、IDC、广发证券发展研究中心

表 2: 小米“豪华”创始团队

成员	过往经历
雷军	董事长兼 CEO，原金山软件董事长、天使投资人
林斌	总裁，原谷歌中国工程研究院副院长，谷歌全球技术总监，工程总监
黎万强	副总裁，原金山软件人际交互设计总监，设计中心总监
黄江吉	工程副总裁，原微软工程院首席工程师
洪锋	副总裁，谷歌高级工程师，谷歌中国第一产品经理
刘德	副总裁，（世界顶级设计院校）毕业，北京科技大学工业设计副主任，负责工业设计及供应链团队
周光平	副总裁，原摩托罗拉北京研发中心总工程师，负责硬件及 BSP 团队

数据来源：小米官网、广发证券发展研究中心

（二）硬件+新零售+互联网铁三角，搭建“米粉”品质生活圈

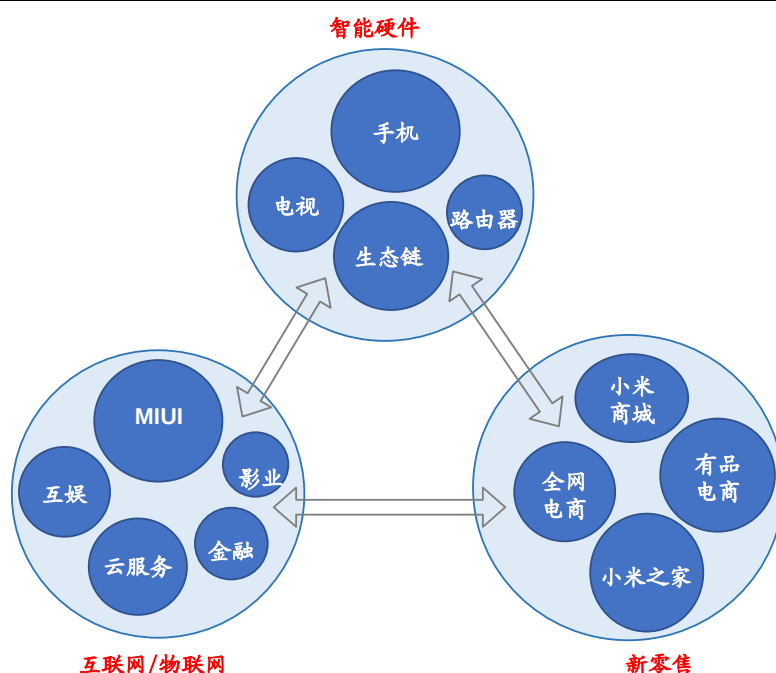
小米当前业务主要分为三部分：智能硬件（终端产品）、新零售（全渠道销售）、互联网/物联网（增值服务）。

1) 硬件板块即小米系列智能终端产品。其中小米自身主要生产手机、电视、路由器以及AI音箱（核心入口&控制产品）。另外通过生态链投资布局，全面输出小米产品方法论和价值观，提供设计、研发、供应链和渠道全方位支持，保证产品风格统一，沿手机周边、智能硬件、生活耗材三维度全面拓展小米生态产品边界。

2) 新零售板块即小米零售渠道。创业初期小米定位互联网手机品牌，主攻年轻群体（互联网接受度高），且爆款战略下产品线极为有限（每年仅主推1-2款主力机），因而主打线上官网渠道。2014年小米线上官网销售额达到351亿元，电商市场份额达到3%（WIND数据），在B2C电商中仅次于天猫&京东；2015年以来，伴随小米生态链产品线快速扩张，线下“小米之家”门店+线上“有品”品质电商的组合成为小米新零售渠道全新布局，是小米生态链产品体验推广和用户群扩张重要通道。

3) 互联网板块即小米连接和增值服务板块。围绕当前3亿MIUI用户、1.3亿手机月活用户和8500万IoT联网设备用户，小米互联网&物联网服务首先是串联起小米各智能终端的桥梁。同时小米已布局电商（有品）、游戏（小米互娱）、影视（小米影业）、金融（小米金融）等业务，参考苹果服务收入在总营收中占比（FY17在总营收中占比13.1%，毛利中占比34%，且持续提升），未来小米增值服务收入有极大提升空间，有望成为小米生态型体系最为重要的变现渠道。

图4: 小米“铁三角”业务布局



数据来源：小米官微、广发证券发展研究中心

我们认为小米战略上与苹果类似，均是依靠手机为核心的智能硬件作为拳头引流产品构建用户生态体系；但战术上小米践行的是类似无印良品和好市多（Costco）的高性价比精品策略。

从战略角度来看，小米与苹果公司类似，均是以硬件为基础架构的生态型公司，而手机是其中最为核心的硬件入口。所不同的是，苹果是创新引领者，产品定位高端，iPhone手机对产业的颠覆性和IOS系统的特异性，使其具备极高用户吸引力和品牌溢价，硬件本身已具备极强盈利能力。产品策略上极度聚焦核心单品（不含已停产的ipod播放器，苹果在售核心产品线仅iPhone手机、iPad平板、Mac电脑和iWatch手表），以产品绝对创新性吸引“果粉”；小米更多是智能手机的大众推广者，MIUI系统也脱胎于安卓系统定制，手机用户迁移难度远低于苹果用户；除自产的手机、电视、路由器和AI音箱四大核心入口型单品外，小米更需要通过一系列生态链产品，以产品矩阵方式占领用户认知，强化小米品牌对“米粉”的吸引力。

从战术角度来看，小米践行的是类似无印良品和好市多（Costco）的高性价比精品策略。贯穿小米产品线的核心战术是追求极致性价比爆款，以精选SKU的策略降低供应链难度和成本，让利用户打造爆款，从而进一步实现规模化量产和成本控制；同时以生态链孵化模式深度掌控上游供应链，保证不同产品之间互通互联且风格统一，强化小米品牌认知，从**高端产品大众化**（如智能手机、平衡车、扫地机等）和**大众产品品质化**（如接线板、旅行箱、电饭煲等）两个维度推动消费升级。

从盈利模式来看，预计未来小米核心利润来源主要包括三方面：1）精选高性价比SKU聚合需求，从而实现规模经济效应下的“低净利率、高周转率和高ROE”的财务指标组合（类似无印良品）；2）服务收费，即依靠游戏、广告、金融等增值服务带来服务性收入（类似好市多的会员费收入和苹果增值服务收入）；3）搭售高毛利的周边小产品（如手机壳膜等），以及有品电商入驻品牌商家广告及佣金收入。

表 3: 小米与苹果均为以硬件为基础架构的生态型公司

	苹果	小米
核心产品	iPhone 手机+IOS 操作系统	小米手机+MIUI 操作系统
产品定位	“switch”变革, 创新引领者	“为发烧而生”, 大众推广者
销售渠道	官网+旗舰店, 以及社会渠道	官方商城+有品电商+小米之家, 以及社会渠道
核心用户群	中产以上用户, “果粉”	年轻一代, “米粉”
产品线拓展	自产品: iPad 平板、Mac 笔记本、iWatch 手表; 官方认证产品: 手机周边、智能家居等	自产品: 电视、路由器; 生态链产品: 空气净化器、扫地机、电饭煲等智能硬件; 旅行箱、毛巾、充电宝等生活耗材
定价策略	高端定价, 极度聚焦核心单品	高性价比, 入门级, 拓宽价格带
用户数	iPhone 手机累计销量 12.5 亿 (截至 3Q17), 在用设备过 7 亿 (截至 16 年末)	手机累计出货量 2.6 亿部、月活 1.3 亿 (截至 3Q17), MIUI 累计用户过 3 亿 (截至 17.11), 路由器累计销量 1800 万 (17.11)
服务收入	299.8 亿美元, 占总收入 13.1%, 总毛利 34% (FY2017)	应用累计下载量 1060 亿次 (9M17); 游戏下载量 22.4 亿次, 开发者分成 22 亿 (16 全年); 累计放贷 300+ 亿元, 余额 100+亿 (17.11)

数据来源: 苹果公司公告、小米社区、广发证券发展研究中心 (苹果财年截至当年 9 月底)

表 4: 生态型公司均具备拳头引流产品和服务变现渠道

公司	用户规模	核心引流产品	变现方式	收入占比
谷歌(Alphabet)	18 亿搜索用户、15 亿 YouTube 用户、20 亿安卓系统用户 (2Q17)	google 搜索、YouTube 视频、安卓系统	互联网广告	16 年 5506.8 亿美元广告收入, 占总收入 87.9%
脸书 (Facebook)	20.1 亿全球活跃用户 (2Q17)	Facebook	互联网广告	16 年 1109 亿美元广告收入, 占总收入 97.3%
腾讯	9.8 亿微信、8.4 亿 QQ 月活用户 (3Q17)	微信&WeChat、手机 QQ	增值服务(游戏等)、互联网广告	16 年增值服务收入 1078.1 亿元, 占比 7.96%; 广告收入 269.7 亿元, 占比 17.75%
阿里巴巴	5.5 亿淘宝月活、4.3 亿支付宝月活 (3Q17)	淘宝、支付宝	互联网广告、交易佣金	FY17 广告收入 780 亿元, 占比 71.4%; 交易佣金收入 340 亿元, 占比 24.2% (仅国内零售市场)
苹果 (Apple)	7 亿手机用户 (2016)	iphone 手机、iPad 平板、iMac 电脑	硬件收入、增值服务(应用下载等)	FY17iphone 销售收入 1413 亿美元, 占比 61.6%; 服务收入 299.8 亿美元, 占比 13.7%
小米	3 亿 MIUI 用户、8500 万 IOT 联网设备 (17.11)、1.3 亿手机月活 (17.9)	小米手机&电视、生态链智能硬件产品	增值服务、智能硬件&周边产品销售	/

数据来源: 小米相关数据来自官网及小米社区、其余为各公司公告、广发证券发展研究中心

二、硬件小米：性价比为王，小米 IoT 生态入口

智能硬件是小米生态底层入口，理解小米模式的创新，首先要把握小米产品策略。小米体系产品核心策略在于打造高性价比爆款，追求“高品质+合理价格”的消费升级。以高性价比聚合海量需求，实现单品规模快速爆发；以规模效应进一步促进供应链效率提升和采购成本管控，优化终端价格，刺激需求持续释放。

小米手机是小米最为核心的硬件入口，是小米生态基石。小米手机的成功既是受益功能机向智能机转化以及电商渠道崛起的行业红利，同时也得益于小米性价比爆款策略的成功应用，和对消费升级时代下大众消费升级方向的准确把握。

小米于2014年手机业务如日中天时开始以IoT智能硬件为大方向，前瞻布局小米生态链。对于小米而言，生态链企业蓬勃发展的核心价值，在于以持续的推广保持和强化小米品牌认知，以产品链打造小米生活方式，进而构建小米生态圈。而小米生态链公司，既非简单的OEM/ODM代工厂，也不同于参股投资形成的松散联盟，而是小米全方面输出供应链、资金、品牌和渠道等支持，从1到N复制小米产品逻辑，快速延伸小米品牌产品线的垂直产品型公司。

（一）小米产品策略：主打高性价比爆款，生态链赋能拓展边界

小米产品践行的是类似无印良品和好市多的策略，因而对性价比的追求是小米产品核心策略。高性价比的落脚点则是产品性能、设计、颜值、创新等产品综合品质的提升而非绝对低价，追求的是大众消费市场“高品质+合理价格”的消费升级。其次，产品开发上从“满足80%用户的80%需求”的原则出发，聚焦主流大众核心产品功能诉求；以爆款思维精简产品线，集中设计和研发等资源，降低供应链难度，依靠单品规模效应进一步提升产品性价比。最后，产品线布局拓展采用生态链投资模式。前端保证产品设计调性统一成体系，巩固小米品牌认知；后端赋能传统制造，发挥创业者的积极性和中国制造的优势。

1) 品质导向的高性价比是大众消费升级的核心诉求，也是小米产品核心策略。

相比上一轮以消费品普及（典型如家电）为核心的消费升级不同，本轮消费升级更多是千禧一代收入财富积累下的替换升级：①在消费品普及基本完成（新产品、新品类难以出现）和消费者具备溢价支付能力和意愿的情况下，相比单纯的价格竞争，符合年轻一代品质化、个性化诉求的产品更容易脱颖而出；②互联网的普及消除信息不对称，便捷的供应和比价渠道使传统冗余渠道环节下的虚高价格难以维系，消费能力提升的同时也更加关注商品性价比，跨境电商、低加价倍率的快时尚品牌风靡背后便是消费升级的高性价比逻辑；③收入水平的提升带动消费者价格承受能力的提升：依据统计局数据，2006-2016十年间，城镇就业平均工资/家庭人均可支配收入涨幅达到224%/186%，远高于同期CPI整体33%的涨幅。相应消费者对性价比追求的落脚点也将逐步从绝对低价转向在合理价格下，对性能、设计、颜值、创新、调性等产品综合品质的追求。

图 5: 过去十年居民收入增速远超物价

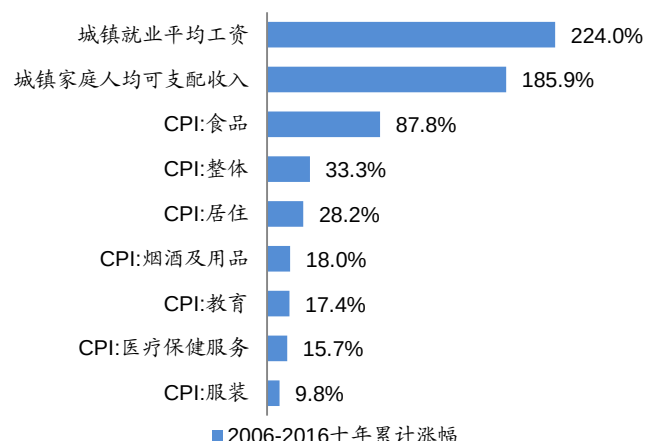
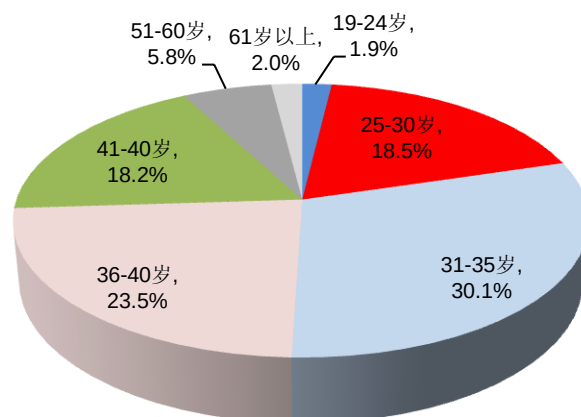
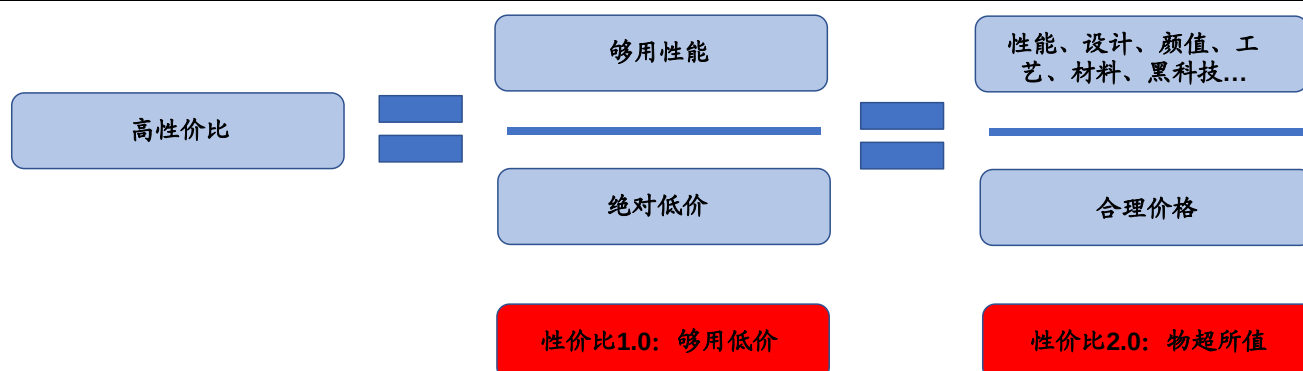


图 6: 年轻一代是中等收入(月收入 8-50K)核心人群(2016)



数据来源: 统计局、阿里研究院、广发证券发展研究中心

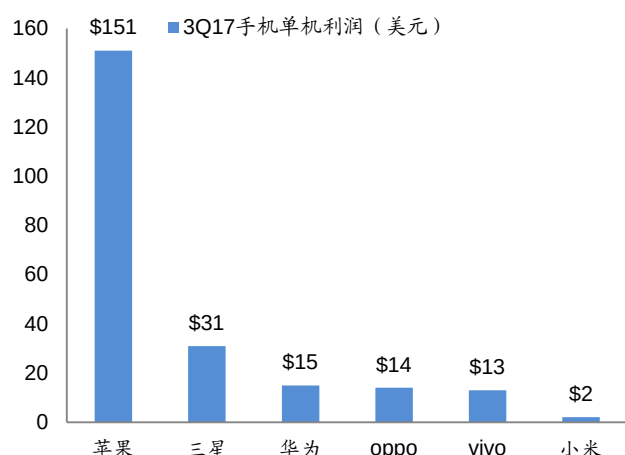
图7: 高性价比产品核心落脚点由价格转为对品质的追求



数据来源: 广发证券发展研究中心

硬件搭建生态、服务变现用户资源的商业模式决定小米自诞生以来便是行业“高配低价”的高性价比标杆，且近年来在产品设计、研发、工艺等领域持续创新后，小米产品高性价比的定义也已逐步从“够用低价”向合理价格下“物超所值”的品质升级过渡：①初代小米MI1手机在处理器、屏幕分辨率、RAM、摄像头等核心硬件参数对标三星、HTC等国际大牌，但售价不足对手一半；依据Counterpoint数据，3Q2017，小米手机平均单机利润仅为2美元，不仅远低于苹果151美元的水平，同时也远低于华为（15美元）、oppo（14美元）等国产安卓手机厂商水平；②小米手机及生态链产品ID设计领先同行，截至2017年上半年，累计获得36项世界三大设计奖（德国红点、德国IF和美国IDEA）；2016年9月推出的MIX高端旗舰机，引领行业全面屏创新风潮，并连同2017年推出的MIX2手机被法国蓬皮杜收藏；③2017年2月，小米自主研发手机芯片澎湃S1发布，成为继华为后第二家发布自研芯片的主流国产手机品牌。

图 8：小米手机利润率极低



数据来源：Counterpoint、机锋网、广发证券发展研究中心

图 9：初代小米是智能手机“高配低价”标杆

	小米 MI 1	三星 Galaxy S II	HTC Z710e	摩托罗拉 ME860
处理器	高通8260 双核1.5G	Exynos4210 双核1.2G	高通8260 双核1.2G	Tegra2 双核1.0G
屏幕	4英寸 854x480像素	4.3英寸 800x480像素	4.3英寸 960x540像素	4英寸 960x540像素
RAM	1GB	1GB	768MB	1GB
摄像头	800万像素	800万像素	800万像素	500万像素
价格	1999元	4899元	4999元	4905元

表 5：小米及生态链公司产品工业设计获奖情况

奖项	获奖情况	备注
德国 iF 设计奖 (iF Design Award)	累计 19 项，代表如米家 LED 智能台灯 (金奖)、90 分金属旅行箱、扫地机器人	创立于 1953 年，德国 iF Industrie Forum Design 主办，“产品设计界奥斯卡奖”
德国红点设计奖 (Red Dot Award)	累计 10 项，代表如米家电动滑板车 (Best of best 最佳设计奖)、小米蓝牙音箱	创办于 1955 年，由德国 Design Zentrum Nordrhein Westfalen 设立，与 IF 奖齐名
美国 IDEA 奖 (International Design Excellence Awards)	累计 7 项，代表如 MIX 手机 (金奖)、米家 IH 压力电饭煲	创办于 1979 年，美国商业周刊主办，与德国 iF 奖、红点奖并称世界三大设计奖
日本优良设计奖 (Good Design Award)	累计 8 项，代表如小米插线板	起源于 1957 年创立的 G-Mark 奖，是日本唯一的全面产品设计评估和表彰奖
DFA (Design For Asia) 亚洲最具影响力设计奖	累计 3 项，代表如小米净水器 (厨上式)	创立于 2003 年，香港设计中心旗舰项目，旨在从亚洲的观点嘉许优秀设计
中国创新设计红星奖 (Red Star Design Award)	累计 17 项，代表如小米 3S 曲面电视	创办于 2006 年，“中国设计界奥斯卡”，与德国红点奖战略合作，与韩国好设计奖和澳大利亚国际设计奖标准互认

数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心 (截至 2017 年上半年)

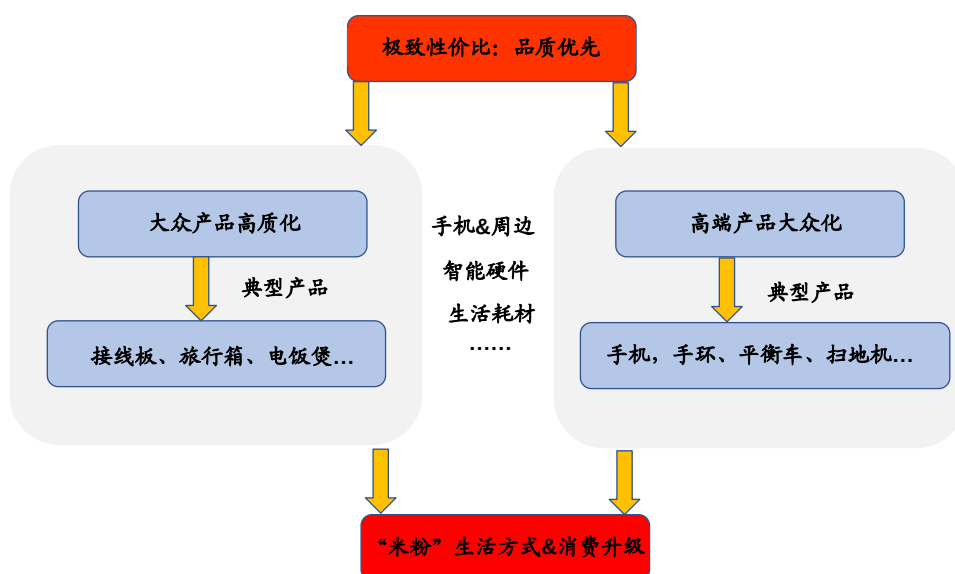
2) 8080原则明确产品定位，高端产品大众化&大众产品高质化两个维度推动消费升级。准确的产品定位包括目标用户、功能设定、品质把控、产品定价等多个维度，其中核心问题在于用户群定位和核心功能的满足 (即解决“痛点”)。小米产品开发遵从“满足80%用户的80%需求”的原则，致力于核心功能的开发和优化，从而能够聚焦有限的资源，解决用户核心痛点。小米手机早年“不服跑个分”是手机性能的直观表达，背后聚焦的便是早年安卓手机普遍存在的卡顿问题；小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能，并以取消屏幕 (二代技术升级后加入屏幕) 的方式实现30天超长续航，解决同行产品普遍需要频繁充电的尴尬。

小米8080产品开发原则下，产品线聚焦标准化程度高和通用性强的功能性产品，同时防止产品功能泛化带来的开发成本虚高，以效率的提升换来终端产品价格的大幅削减，打造爆款，进而以规模效应进一步降低产品生产成本，实现产销良性循环。

1999的小米M1手机价格、79元的小米一代手环价格，均是当时行业内相近核心功能配置下的绝对“价格屠夫”，为现象级产品销量打下基础。

从消费升级的角度来看，小米8080原则的意义在于从**高端产品大众化**和**大众产品品质化**两个维度推动大众消费升级：前者核心在于降低用户尝试价格门槛（减少非核心功能&规模化生产），后者核心在提升产品品质（痛点需求的解决和优化）。纵观小米生态链产品线，手机（早期）、智能电视、手环、扫地机、平衡车等产品可以归为**高端产品大众化**，而接线板、充电宝、IH电饭煲、手机（现在）则更多可以归为**大众产品品质化**。

图10：小米以性价比推动消费升级

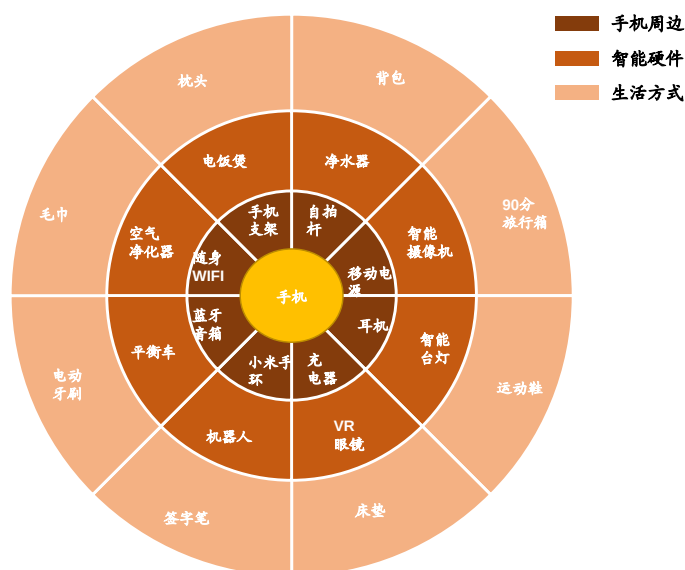


数据来源：《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著）、广发证券发展研究中心

3）生态链赋能拓展产品边界，构建“米粉”生活方式。小米聚焦功能性产品，但产品线扩张远超一般公司，依据产品类型，主要分为四大类产品：①智能手机是最为底层的核心硬件，是整个生态链的起点；②围绕手机不同消费场景，拓展移动电源、耳机、保护套等手机周边产品；③依据IoT布局思路，聚焦家庭智能硬件产品，如AI音像、智能电视、空气净化器、平衡车、智能台灯等；④智能硬件产品之外，开发毛巾、箱包、签字笔、床垫等功能性耗材产品。从智能硬件到生活耗材，全方位打造“米粉”生活方式。

从产品线布局拓展方式来看，小米采用的是生态链投资孵化模式，保证单品开发团队专注聚焦：小米自身聚焦手机、电视、WIFI路由器和AI音箱四大生态链入口和控制性产品，其余生态链产品则**和业内领先企业成立合资公司**（如90分箱包与上市公司开润股份合作、iHealth智能血压计与医疗器械上市公司九安医疗合作等），**或投资具备深厚产品和行业资源的创业团队**（如小米耳机母公司万魔声学由原富士康事业群总经理谢冠宏创立；小米手环母公司华米科技创始人是国内最早将Linux用于嵌入式系统的技术专家黄汪）。小米输出品牌、渠道、供应链、资金等全套资源支持，并主导产品ID设计，前端保证产品设计调性统一成体系，巩固小米品牌认知；后端赋能传统制造，发挥创业者的专业性和中国制造的优势，复制小米手机成功模式，形成泛集团、生态化的成长模型。

图11: 小米以生态链模式全面拓展产品边界



数据来源：《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著）、广发证券发展研究中心

（二）小米手机：行业红利叠加性价比革命，缔造小米生态基石

正如QQ/微信之于腾讯、淘宝之于阿里是生态基础入口，手机之于小米同样是整个生态体系的硬件基石（iPhone是苹果生态的基石），原因在于手机已然成为移动互联网经济的核心基础设施，是连接用户和互联网服务的流量来源：依据CNNIC数据，截至1H2017，国内手机网民数达到7.24亿，在总体网民中占比达到96.3%；国民平均每周上网时长达到26.5小时。1H17基于移动互联网的市场规模（包括移动营销、游戏、购物移动业务营收）同比增48.7%至5840亿元。

小米的成功首先源自小米手机的成功。而小米手机的爆发式增长，一方面受益于功能机向智能机转化以及电商渠道崛起的行业红利，另一方面则得益于小米性价比爆款策略的成功应用，和对消费升级时代下大众消费升级方向的准确把握。

图 12: 1H17 手机网民 7.23 亿，人均上网 26.5 小时/周

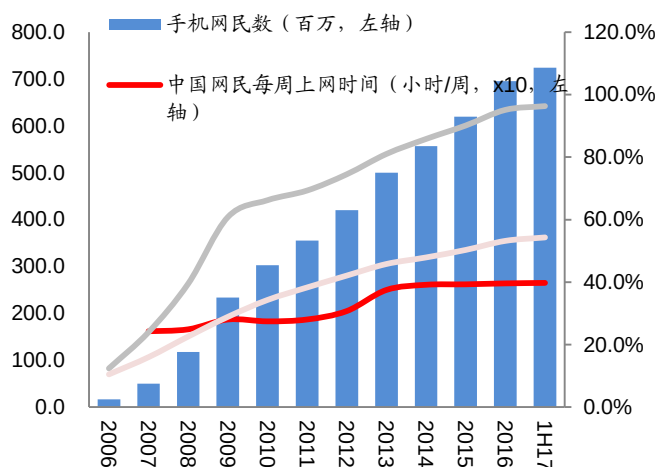
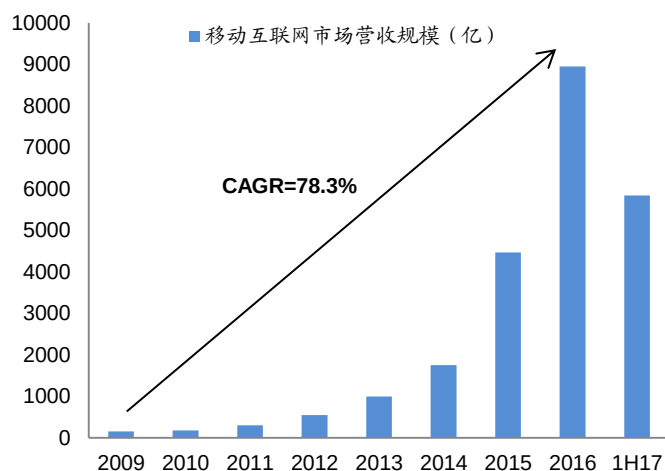


图 13: 1H17 移动互联网市场规模 5840 亿，同比增 48.7%



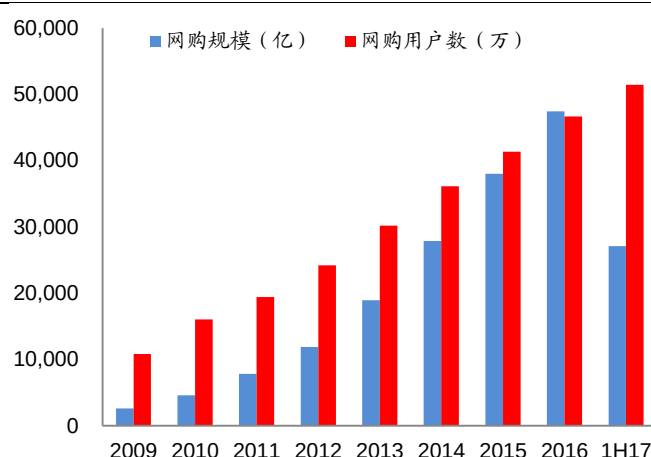
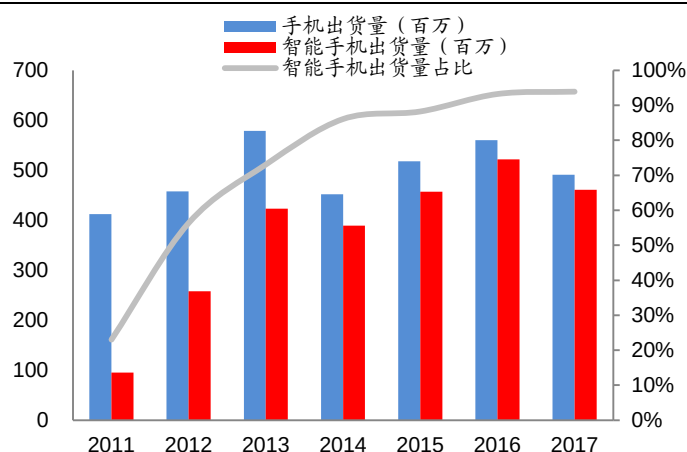
数据来源：CNNIC、WIND、广发证券发展研究中心（移动互联网市场规模包含移动营销、游戏、购物移动业务营收）

智能手机对传统功能机的快速替换是小米手机崛起的行业红利。3G(2009年)、4G(2014年)网络的先后商用铺开带来了移动互联网大提速,苹果iPhone(2007)和谷歌联合HTC&三星(2008)开发安卓系列智能手机的推出,颠覆了传统功能机时代消费者对手机的认识。2010年国内移动网络大提速后(3G正式铺开),智能手机浪潮迅速袭来。依据工信部数据,2011年,国内智能手机出货量达到9500万部,占当年手机出货量23%;到2016年,智能手机出货量达到5.22亿部高点,在整体手机出货量中占比达到93.2%。

网购的爆发则是小米手机成功的渠道红利。功能机时代手机核心分发渠道是运营商和线下公开渠道。2010年后国内电商开始快速崛起:彼时淘宝已深入年轻人心,当年双十一当日销售额达到9.4亿元,第一次见证了网购强大爆发力(2009年首届双十一销售额仅5000万元);两大代表性平台,当当和京东先后上市/获得巨额融资(当当2010登陆纽交所融资2.7亿美元;京东2011年获得15亿美元融资),网购的爆发力和资本的推动下,各大平台开启大规模补贴扩张,网购进入爆发增长期。

图 14: 小米手机成长享受智能手机普及红利

图 15: 小米手机的成长享受网购时代红利



数据来源: 工信部、WIND、广发证券发展研究中心

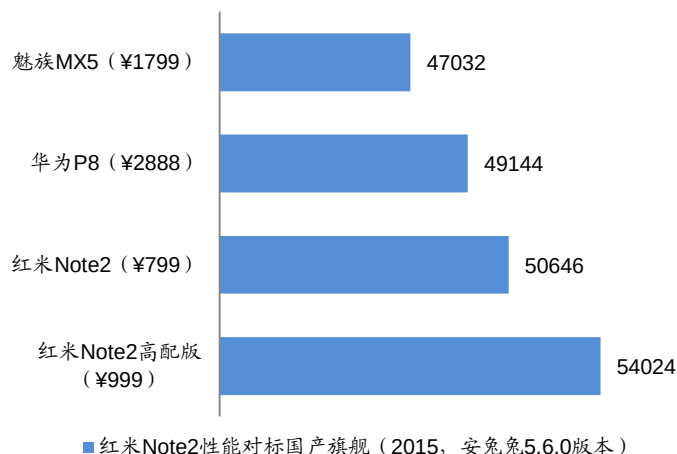
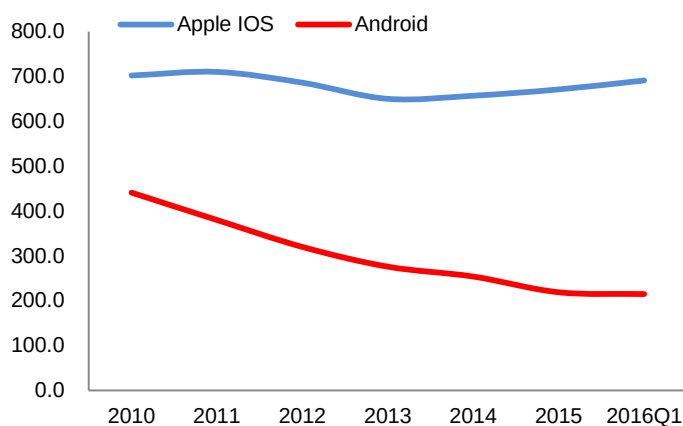
智能手机和网购两大时代红利之外,小米手机的成功首先是切入了智能手机初期售价高和安卓系统卡顿两大核心痛点,向上抹平国际大牌高品牌溢价,向下填平国产山寨机质量隐忧。

智能手机初期受限供应链效率和高研发投入,在单机盈利销售策略下,品牌手机定价偏高端市场。依据IDC统计数据,2010年苹果iPhone系列手机平均售价为710美元,安卓系统手机均价也达到441美元(3000+人民币)。国产山寨机价格虽低,但质量隐患频繁,小米1999元(小米系列)和799元(红米系列)的定价极大填补了大众消费级手机品牌的缺失,是手机市场高端产品大众化和杂牌品质化的典型代表。2016年,以小米为代表的国产品牌已将安卓手机的平均售价拉低至215美元;与此同时,国内手机市场年上市机型数量则由2011年的4745款下降至2017年的1054款;前五大手机品牌市场份额由2012年的56.1%上升至3Q17的76%,同期小米手机市场份额提升至13.7%(2012年小米手机未进前五)。

价格之外,初期安卓手机受限硬件配置和软件优化不足(原生安卓系统类似“毛坯房”,尚需精装修),操作卡顿问题广深诟病。小米一方面在手机硬件层坚持“高配低价”,以硬件性能弥补手机软件先天不足;另一方面小米在正式发布手机产品

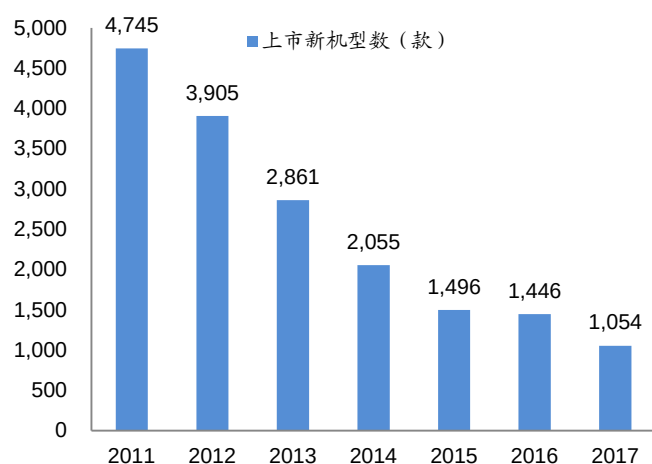
之前，基于安卓优化的MIUI系统已高速迭代一年，积累数十万用户（12年1月破百万），是当时最受手机发烧友喜爱的第三方UI之一。软硬件层面的双重努力使小米手机几乎是当时“最好用”的手机，“不服跑个分”的著名宣传语便是小米手机性能和流畅使用的直观表达。

图 16：小米等国产品牌拉低智能手机平均售价（美元） 图 17：小米“不服跑个分”是手机流畅度的直观表达



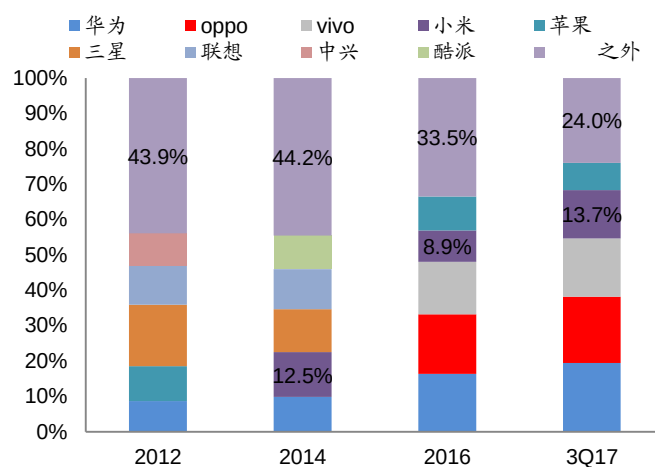
数据来源：IDC、安兔兔、广发证券发展研究中心

图 18：历年新上市机型数量大幅缩减



数据来源：工信部、IDC、广发证券发展研究中心

图 19：小米国内手机市场份额



具体到打法上，小米手机的成功正是高性价比爆款产品策略的最好践行者：

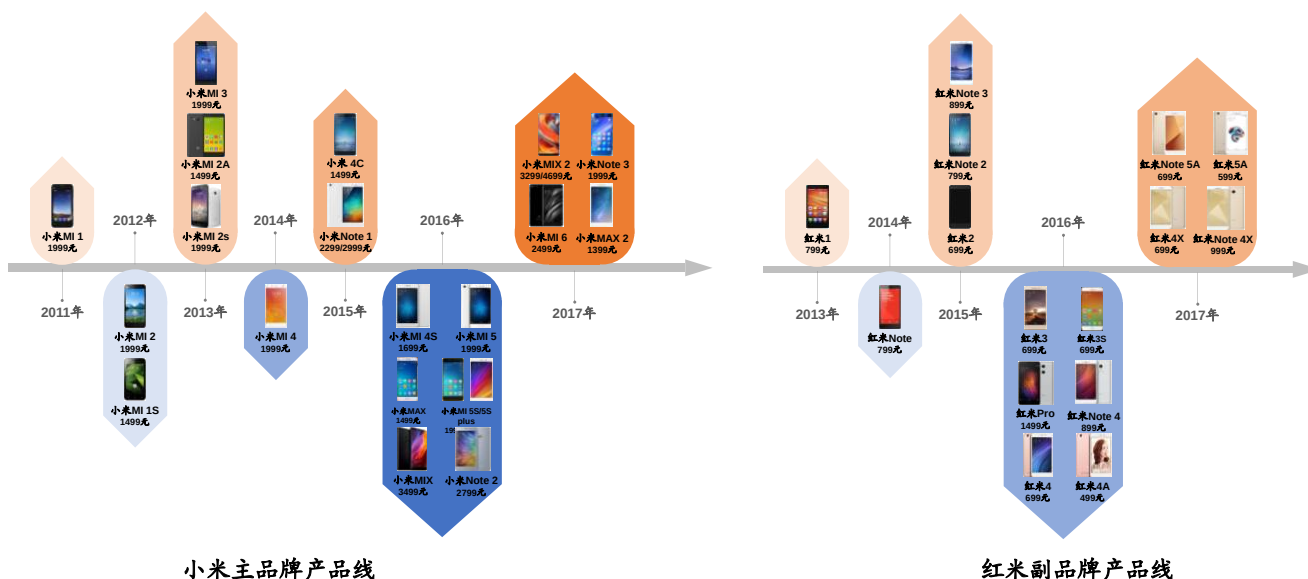
1) 产品线克制。小米早年效仿苹果，保持一年一旗舰的产品策略。2013年，小米引入低端产品线红米系列，2015年引入商务大屏Note系列，2016年开辟高端MIX旗舰系列。截至目前，以价位段分类，小米手机主要包含四条产品线：MIX旗舰主攻高端（3000元以上），MI系列&Note系列（大屏）主攻中端（2000-3000元），红米系列则主攻入门市场（1000元）。

2) 核心零部件“用料足”。小米手机核心零部件供应链均选用苹果/三星同款优质供应商，确保产品基础品控和供应链稳定。同时小米在研发投入上亦处于国内

领先集团。2017年2月，小米正式发布旗下第一款手机芯片松果S1，并搭载在自家红米5C新机上市销售。小米成为继华为之后，国内第二家发布自研芯片的主流手机厂商。2017年11月，原联发科（全球著名IC设计厂商）COO朱尚祖加盟小米并担任产业投资部合伙人，小米自主手机芯片研发投入再上一层楼。

3) “颜值即正义”的ID设计。智能手机行业的快速迭代发展使得品牌之间的性能差异微乎其微，尤其旗舰手机之间更是如此，因而ID外观设计越发成为品牌旗舰机之间区隔的重要因素。小米2016年9月正式推出MIX全面屏手机，旋即引领了2017年主流手机厂商的全面屏风潮。2017年12月，继被芬兰国家设计博物馆收藏后，小米MIX系列手机再被法国蓬皮杜中心（与卢浮宫、奥塞美术馆并列为巴黎三大博物馆）收藏，被誉为“科技与艺术的完美融合，是引领智能时代设计与工艺的杰出代表作”。

图20: 小米手机主打精品爆款策略, 产品线较为克制



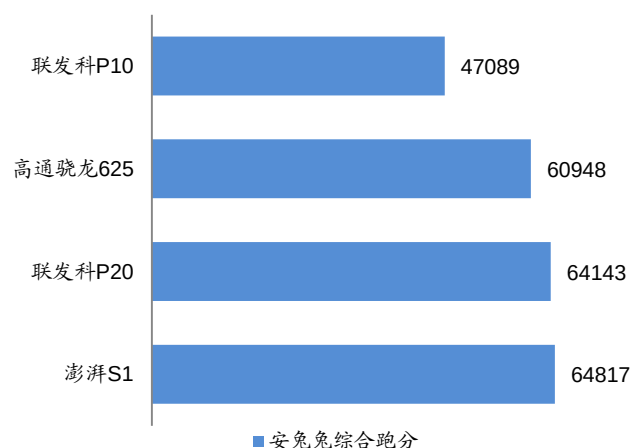
数据来源：小米官网、广发证券发展研究中心

表 6: 小米手机核心零部件均选用苹果&三星供应链公司

供应商	领域	供应公司
高通	芯片（核心零件）	苹果、三星
夏普	触摸屏	苹果
索尼	镜头	苹果
欣旺达	电池	苹果
超声电子	OGS 触摸屏	苹果
劲胜股份	结构件	三星
卓翼科技	移动电源	三星
爱施德	分销商	三星、苹果
欧菲光	触摸屏，摄像头模组	三星、苹果

数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

图 21：小米澎湃 S1 芯片在中低端市场具备竞争力



数据来源：安兔兔、小米官网、广发证券发展研究中心

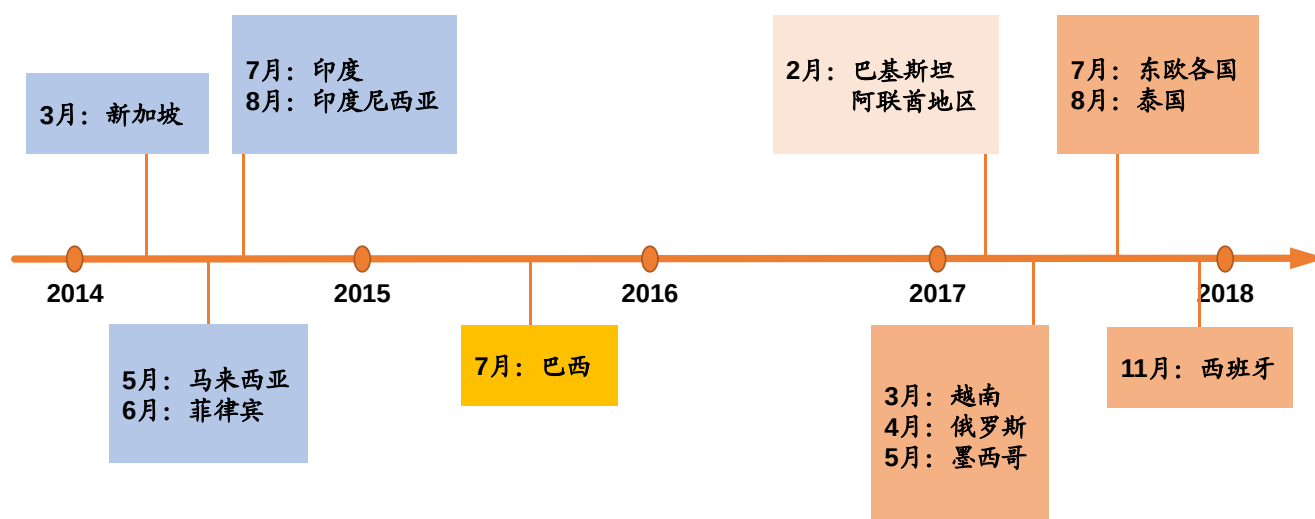
图 22：小米 MIX 引领全面屏风潮，被法国蓬皮杜收藏



2014年3月，小米手机进入新加坡，开启国际化扩张之路。此后以印度市场为核心，小米手机在主要发展中国家高效复制了其在国内的高性价比爆款策略，海外市场全面开花：

依据印度Economic Times India报导，FY2017（截至三月底）小米印度财年收入达到837.9亿卢比（约84.4亿人民币），同比增长超700%且实现盈利。依据IDC数据，3Q2017小米手机出货量在印度市场份额攀升至23.5%，与三星并列印度第一大手机品牌地位。另外，小米在印度尼西亚、越南等东南亚市场，捷克、乌克兰等东欧市场，以及以色列、阿联酋等中东市场均已站稳脚跟，小米手机在海外14个国家和地区市场份额进入当地前五。

图23：小米国际化之路



数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

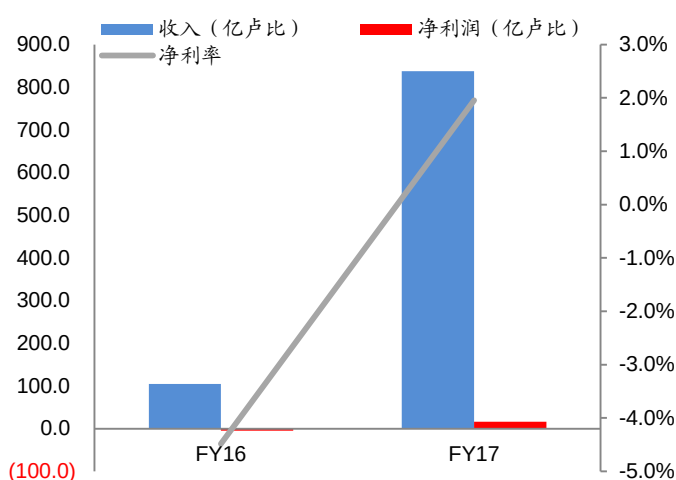
表 7: 小米手机印度市场份额 3Q17 追平三星，复制国内市场成功

3Q2016		4Q2016		1Q2017		2Q2017		3Q2017	
公司	份额	公司	份额	公司	份额	公司	份额	公司	份额
Samsung	23.0%	Samsung	25.1%	Samsung	28.1%	Samsung	24%	Samsung	23.5%
Lenovo	9.6%	Xiaomi	10.7%	Xiaomi	14.2%	Xiaomi	17%	Xiaomi	23.5%
Micromax	7.5%	Lenovo	9.9%	Vivo	10.5%	Vivo	13%	Lenovo	9.0%
Xiaomi	7.4%	OPPO	8.6%	Lenovo	9.5%	OPPO	8%	Vivo	8.5%
Reliance Jio	7.0%	Vivo	7.6%	OPPO	9.3%	Group	7%	OPPO	7.9%
Others	45.5%	Others	38.1%	Others	28.3%	Others	31%	Others	27.6%

数据来源: IDC、广发证券发展研究中心 (联想份额包括摩托罗拉)

图 24: 小米手机在印度市场复制高性价比模式成功

图 25: 3Q17 小米手机在海外 14 个国家进入 Top5



小米手机在海外 14 个国家进入前五

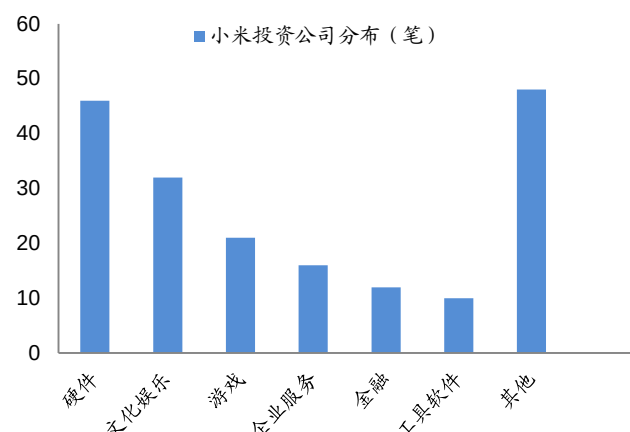
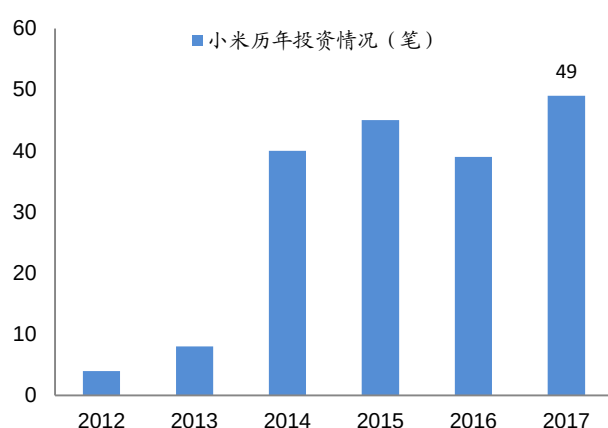


数据来源: Economic Times India、IDC、广发证券发展研究中心

(三) 小米生态链: 布局 IoT, 从 1 到 N 复制的竹林生态

2014 年, 当手机业务如日中天时, 小米开始以手机周边和智能硬件产品为核心, 投资孵化小米生态链企业。依据天眼查数据, 2014 当年, 小米对外投资大幅增加至 40 笔 (2012/2013 年仅 4/8 笔)。截至 2017 年底, 小米累计对外投资达到 185 笔, 集中于智能硬件 (46 笔)、文化娱乐 (32 笔) 和游戏服务 (21 笔) 等领域的天使轮 (53 笔)、A 轮 (56 笔) 早期融资, 全面布局 IoT。依据官方披露, 截至 2016 年底, 小米生态链企业已达 77 家, 其中 30 家发布产品, 16 家公司年收入过亿, 3 家年收入过 10 亿, 诞生了包括华米科技 (小米手环&手表)、紫米科技 (小米移动电源)、万魔声学 (小米耳机)、动力未来 (小米接线板)、润米科技 (90 旅行箱) 等明星企业。

图 26: 2014 年后小米开启生态链布局, 投资数量大幅增加 图 27: 小米对外投资以硬件、文化娱乐、游戏三大领域为主



数据来源: 天眼查、广发证券发展研究中心

对于小米而言, 生态链企业蓬勃发展的核心价值, 在于以持续的推广保持和强化小米品牌认知, 以产品链打造小米生活方式, 进而构建小米生态圈。1) 手机市场的成功为小米生态体系建立基础用户盘, 但相比苹果手机以绝对产品力和IOS系统特异性构建的高用户粘性, 小米手机需要面对安卓阵营众多厂商竞争, 在单品竞争力无法绝对领先的背景下, 需要依靠生态链系列产品, 强化用户对生态体系的粘性; 2) 手机偏耐用消费品的属性、“一年一旗舰”的主力产品节奏下, 单靠手机, 小米难以维持持续的品牌热度, 生态链企业产品的曝光发布, 保持小米品牌热度的同时, 也大幅拓宽了小米用户群(依据《小米生态链战地笔记》披露, 截至2016年, 小米生态链产品用户中, 仅约1/3为小米手机用户, 其余则为苹果和其他安卓手机品牌用户); 3) 除了手机这一核心入口外, 以智能家居为代表的IoT热潮方兴未艾, 小米生态链企业在智能硬件领域的深耕无疑是小米领先同行通往IoT时代的船票。

依据小米之家官方披露, 2017年, 小米生态链企业营收突破200亿元, 同比翻倍增长, 已然在手机之外形成新的产品增长点。以小米天猫旗舰店2017年11月数据为例, 小米手机在店铺的总销量占比已降至23.5%(销售金额占比为43%)。双十一当天, 除小米手机连续五年手机销量全网第一外, 小米电视(32/43/49/55寸同尺段天猫销量第一)、小米笔记本(天猫笔记本单品销量第一)、小米空气净化器(天猫/京东/苏宁三平台第一)、小米手环(天猫/京东/苏宁三平台手环类第一)、九号平衡车(天猫/京东/苏宁三平台智能出行类目第一)、90分旅行箱(天猫/京东拉杆箱第一)等生态链产品均在各自类目中表现突出。

资本市场运作方面, 已有多家小米生态链公司已/拟登陆资本市场。截至2017年底, 润米(母公司开润股份)和青米(母公司动力未来)已分别登陆A股和新三板; 创米(母公司龙旗科技)和华米科技分别拟IPO登陆A股及美股; 万魔声学则以9.95亿元现金收购上市公司共达电声15.27%股权, 成为其控股股东。

图 28: 2017 年小米生态链公司销售额超 200 亿

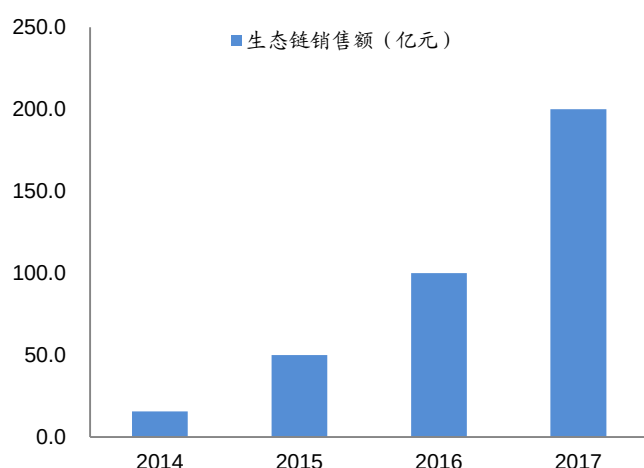
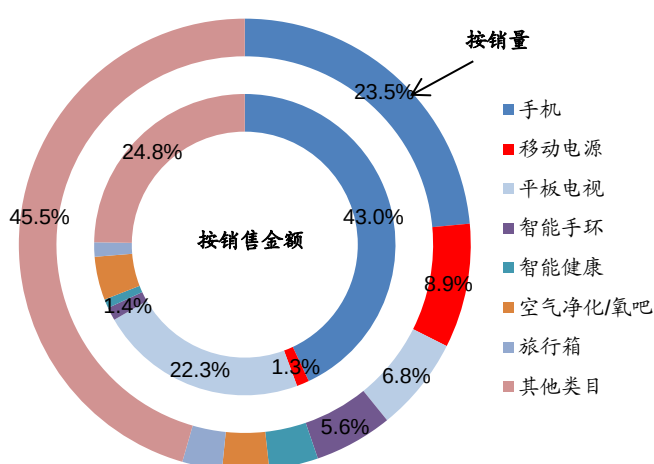


图 29: 小米天猫旗舰店销售构成 (2017.11)



数据来源: 小米官方微博、淘宝数据监测、广发证券发展研究中心

表 8: 部分小米生态链公司财务情况

公司	主打产品	16 年营收	1H17 营收	1H17 净利润	上市情况
创米科技 (龙旗科技)	智能插座、随身 WIFI&摄像头	114.0	89.3	8.3	拟 A 股 IPO
润米科技 (开润股份)	旅行箱&背包	204.2	157.8	15.0	A 股上市
青米科技 (动力未来)	接线板	140.0	97.6	10.0	新三板挂牌
华米科技	智能手环&手表	1556.5	1296.2	95.1 (1-3Q17)	拟美股 IPO
万魔声学	耳机	436.7	/	53.5 (16 年)	9.95 亿元收购上市公司共达电声 15.27% 股权

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

小米生态链公司之于小米, 既非简单的 OEM/ODM 代工公司, 也不同于参股投资形成的松散联盟, 而是小米全方面输出供应链、资金、品牌和渠道等支持, 从 1 到 N 复制小米产品逻辑, 快速延伸小米品牌产品线的垂直产品型公司。具体来看, 小米主要为生态链公司提供七大支持:

1) 品牌支持。小米对符合要求的生态链公司产品开放“米家”和“小米”两大品牌。前者主要针对智能家居、消费类硬件, 和以做“生活中的艺术品”为方向的产品; 后者主要针对科技类、极客类产品。**2) 供应链支持。**小米充分发挥自身在电子产业链积累的信誉度和议价能力, 为生态链公司提供背书。**3) 渠道支持。**开放 PC 端小米网、移动端小米商城、米家有品以及线下小米之家等全渠道销售支持, 以及为新品研发提供众筹渠道。**4) 投融资支持。**小米&顺为基金领投 (通常持股 10-30%), 同时依据发展阶段, 在后续融资需求时, 小米分批邀请一线投资机构参与生态链公司融资路演。**5) 产品定义。**小米与生态链公司在产品定义上深度合作, 所有小米平台上线产品均需双方团队共同决策;**6) ID 设计。**小米在设计上指导生态链企业, 在生态链公司 ID 部门保留一票否决权, 保证“米家”和“小米”品牌产品设计风格一脉相承, 颜值统一。**7) 品质要求。**小米输出品质管理要求, 所有生态链产品登陆小米各平台均需通过小米内测筛选。

产品定价和销售方面, “小米”及“米家”品牌产品均需遵守双方独家合作协

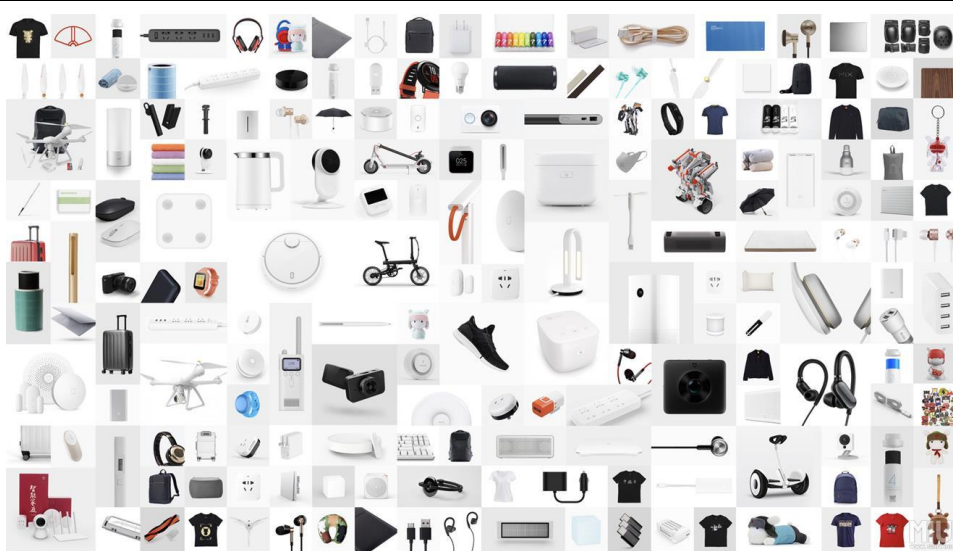
议（生态链企业自有品牌产品自主定价销售）：1）小米及米家（包括小米运营或许可的其他渠道，如小米天猫旗舰店和线下小米专卖店）是生态链产品排他性的唯一销售渠道；2）小米以产品制造成本价（包括原材料、包装运输、人工及专用设备折旧等），全额购买产品；3）小米与生态链公司对产品销售利润进行分成（一般按照50:50分成）；4）产品终端定价由小米和生态链企业共同决定。

表 9：小米为生态链企业提供全方位支持

支持类型	主要内容
品牌支持	智能家居、消费类硬件、“生活中的艺术品”方向产品开发“米家”品牌；科技类、极客类产品开放“小米”品牌
供应链支持	小米发挥自身产业链整合能力，为生态链公司提供供应链背书
渠道支持	开放 PC 端小米网、移动端小米商城和米家商城以及线下小米之家门店四大渠道
投融资支持	小米领投、并邀请一线投资机构为生态链公司提供投融资支持
产品定义	小米与生态链企业在产品定义上深度合作，所有上小米平台产品均需双方团队共同决策
ID 设计	小米指导生态链企业，70%生态链公司产品出自小米 ID 部门，且拥有一票否决权，保证米家和小米品牌产品风格一脉相承
品质要求	所有产品登陆小米平台均需通过小米内测

数据来源：《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著）、广发证券发展研究中心

图 30：小米生态链产品 ID 风格一脉相承，“颜值”统一



数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

我们以华米科技（小米手环生产商）为例，说明小米生态链企业运营模式。

华米科技成立于2014年1月，创始人毕业于中科大的技术型智能硬件连续创业者黄汪（曾就职于华为，中国最早将Linux用于嵌入式系统的技术专家），主要产品为小米手环（核心单品）及小米体重秤，并以自有品牌Amazfit生产销售智能可穿戴产品。依据招股书披露，小米通过旗下基金People Better limited持有华米科技19.3%股权，小米关联方顺为资本另外持有20.4%股权。

华米科技核心产品为小米手环，其运营完全遵循小米高性价比爆款的产品运营思路：1）功能设计上，小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能，去除通话、触控、音乐播放等次要功能；2）取消屏幕（二代产品技术升级后加入）降低功耗，实现30天超长续航，解决同行产品频繁充电的痛点；3）定价79元（二代产品

定价149元)，远低于同行千元以上定价，极大降低产品尝鲜成本。同时提供多彩腕带配色，供年轻用户换色搭配。

表 10：小米手环聚焦计步、闹钟、睡眠监测三大核心功能

	小米手环 1	小米手环 2	华为手环 B3	三星 Gear Fit 2	Fitbit Surge
售价（元）	79	149	999	1588	1198
屏幕类型	无屏幕	OLED 显示屏	3D 曲面显示屏	Super AMOLED 显示屏	单色 LCD 带背光（用于低能见度）显示屏
感应器	加速传感器	ADI 超低功耗加速度传感器及光电式心律传感器	加速度、气压计、电容传感器、霍尔传感器	心率感应器	八个传感器、三轴加速度计，三轴陀螺仪，数字罗盘，光学心率监视器，高度计，环境光传感器
防水防尘	支持防水防尘，防水等级 IP67	支持防水，防水等级 IP67	支持防水，防水等级 IP57	支持防水防尘，防水等级 IP68	支持，防水等级 5 个标准大气压
特性功能	运动监测，监测睡眠质量，智能闹钟	时间显示，计步，心率监测，久坐提醒，智能闹钟，消息提醒	运动记录，睡眠监测，久坐提醒等；遥控手机拍照，支持直接通话，双麦克风降噪	支持手环内存放音乐文件，心率追踪，体脂含量和骨骼质量检测；GPS 功能	记步&卡路里数，交叉训练，有氧锻炼，通知，音乐，自动睡眠记录，闹钟，GPS 定位，记录饮食，震动电机
待机时间	30 天	20 天	6 天	3-4 天	7 天以上
腕带颜色	黑、蓝、橘、粉、绿	黑、蓝、绿、橙	金色、黑色	红色、蓝色、灰色	黑色，灰蓝，橘

数据来源：中关村网站、广发证券发展研究中心

财务数据印证华米高性价比爆款产品策略的成功。高性价比爆款产品策略下，依靠单品规模化生产销售提升运营效率，以“低净利率+高周转率”实现规模化盈利能力。2017年前三季度：

1) 华米手环出货量达到1160万，超越Fitbit成为全球第一大智能穿戴货品牌；营业收入同比增长37.4%至12.96亿元（其中来自小米的营收占比由2016年的92.1%降至82.4%）；净利润0.95亿元，同比扭亏；同期Fitbit营收同比下滑34.5%至10.4亿美元，净亏损2.3亿美元。

2) 华米整体毛利率达到25.3%，相比2016年17.7%提升明显，主要由于产品平均销售单价（小米手环二代&自有品牌产品销售占比提升）由87.4元提升至111.7元，以及单品销量大幅提升后供应链规模效应凸显，但相比Fitbit同期42.3%毛利率，华米手环高性价比优特点依然明显。

3) 费用端和周转的优势是华米盈利核心。华米研发费用率为8.4%（与Fitbit2015年水平相当），销售费用率/管理费用率仅为2.3%/6.4%（VS Fitbit同期25.6%/9.5%）；同时华米存货周转天数仅为39.9天（年化），大幅优于Fitbit 61.3天的表现，从而以25.3%的毛利率，实现7.3%的净利率和12.3%的ROA（年化），规模化盈利能力开始凸显。

小米智能硬件布局的成功，一方面反应了以性价比为核心的高端产品大众化和大众产品品质化的消费升级方向，另一方面也凸显了在赋能设计、资金、品牌等支持后，中国成熟工业制造体系的成长潜力。

图 31: 华米手环出货量超过 Fitbit, 位居全球第一

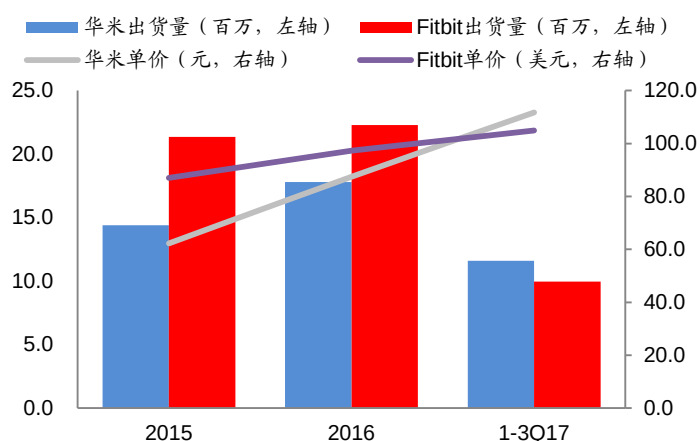
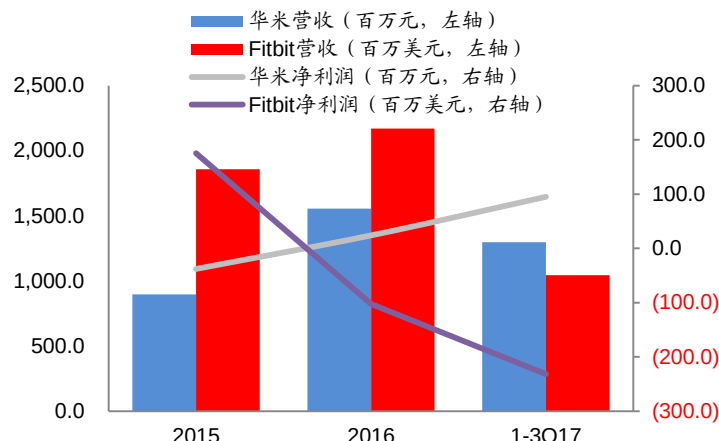


图 32: 华米盈利能力超越 Fitbit



数据来源: 公司公告、华米招股书、广发证券发展研究中心

表 11: 华米与 Fitbit 主要财务指标对比

	华米			Fitbit		
	2015	2016	1-3Q17	2015	2016	1-3Q17
营收同比		73.6%	37.4%		16.8%	-34.5%
毛利率	12.3%	17.7%	25.3%	48.5%	39.0%	42.3%
研发费用率	6.9%	8.5%	8.4%	8.1%	14.8%	23.9%
管理费用率	7.8%	6.6%	6.4%	4.2%	5.6%	9.5%
销售费用率	2.1%	1.8%	2.3%	17.9%	22.6%	25.6%
经营利润率	-4.5%	0.9%	8.3%	18.4%	-4.0%	-16.6%
存货周转 (天, 年化)	/	32.6	39.9	55.9	56.5	61.3
平均 ROA (年化)	/	3.2%	12.3%	/	-6.2%	-18.9%

数据来源: Bloomberg、华米招股书、广发证券发展研究中心

图 33: 小米品牌在华米收入中占比降至 82.4%

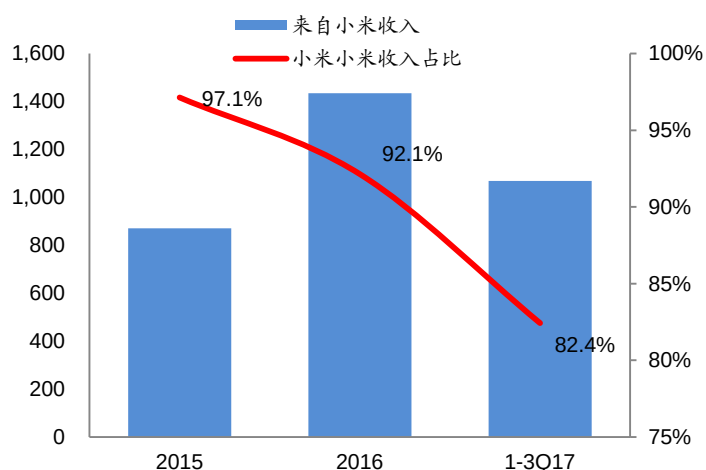
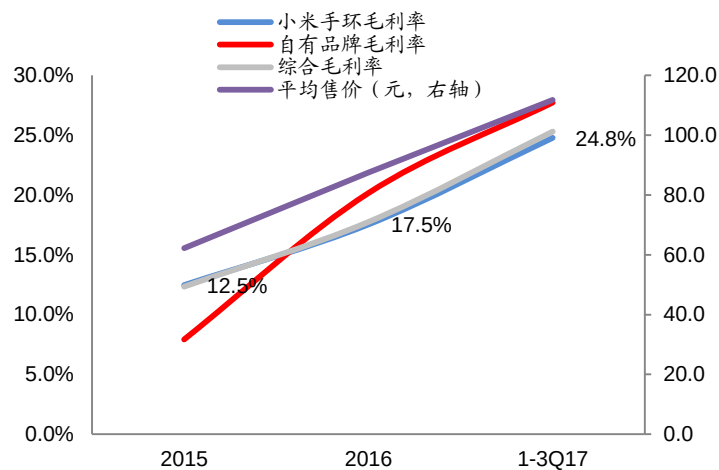


图 34: 华米毛利率随产品提价&规模化提升



数据来源: 华米招股书、广发证券发展研究中心

三、新零售小米：效率致胜的全渠道战略

新零售是小米渠道战略，寻求的是产品流通环节的效率提升。小米诞生于互联网，成长初期充分享受线上低流量成本的渠道红利。加之爆款策略下产品SKU数极为有限，从品牌形象建设到销售渠道，聚焦年轻一代，互联网无疑都是更为高效的选择。2016年以后，流量红利褪去叠加品牌竞争加剧，互联网渠道变的越发拥挤。生态链产品线的拓展，一方面使得小米品牌定位逐步由“互联网高性价比极客”，扩展为“国民科技生活”品牌；另一方面智能新品持续推出，线下实物体验需求越发强烈，实体渠道的综合性价比优势重新显现。

无论呈现形式如何，**新零售是对人、货、场三大零售要素的重构，背后的实质是技术推动的全渠道融合和数据化运营，从而实现经营效率的显著提升。**而小米生态高性价比产品策略的推广，既需要产品生产环节以“8080原则”聚焦核心痛点打造爆款，同时也需要优化流通和推广环节，实现产品全链路的高效率运营。从聚焦线上到全渠道布局，小米一以贯之的，是对极致效率的追求。

（一）源自互联网，口碑为王的国民科技生活品牌

小米诞生并崛起于互联网，充分享受了线上流量红利，也是少数成功落地，转变为全渠道国民品牌的典范。从品牌建设维度来看，早年雷军提出的“专注、极致、口碑、快”互联网思维，便是小米口碑为王的品牌建设和传播思路：专注和极致，是产品目标；快，是行动准则；而口碑，则是互联网思维的核心。而好口碑的塑造中，好产品是发动机，是建立口碑前面的1，所有的品牌营销则是其后的0；社会化媒体是口碑传播的加速器，推动品牌形象在互联网上病毒式扩散；平等的用户关系是口碑传播的关系链，与用户做朋友，让用户参与产品讨论、设计和需求收集，成为产品“自来水”。

小米副总裁黎万强在《参与感》中详细讲述了小米品牌塑造过程，总结起来即为“做爆品、做粉丝、做自媒体”三大战略和“开放参与节点，设计互动方式，扩散口碑事件”三大战术。

战略方面，1）“做爆品”是产品战略，即在产品规模阶段要聚焦，做到细分品类市场第一，聚集资源形成规模效应；2）“做粉丝”是用户战略，即寻求弱用户关系（购买）向更强信任度的强用户关系转化（“自来水”），成为产品乃至品牌的粉丝；3）“做自媒体”是内容战略，即让企业自身成为互联网的信息节点，鼓励员工、用户都成为产品代言人，引导用户参与互动，分享扩散。

战术方面，1）“开放参与节点”即把产品、服务、销售和品牌推广各个环节打开，寻找其中双方获益的节点，让用户深度参与其中；2）“设计交互方式”即遵循“简单，获益，有趣和真实”的设计思路，方便用户参与互动；3）“扩散口碑事件”即事先筛选一批对产品认同高的“粉丝”，小范围发酵参与感，把基于互动产生的内容做成话题和可传播的事件，让口碑裂变扩散。

图35：小米构建用户参与感的“三三”法则



数据来源：《参与感》（黎万强著）、广发证券发展研究中心

小米早期MIUI系统“橙色星期五”开发模型既是“三三”法则的典型实例。MIUI以100人核心官方工程师，建立起涵盖10万论坛用户的开发团队，实现每周五更新的刷机新体验。1）开放参与节点：除工程师代码编写部分，产品需求、测试和发布均开放给用户参与，小米根据用户意见迭代系统，用户则拿到自己想要的功能和产品；2）设计互动方式：基于论坛讨论反馈并收集需求，每周五固定发布系统更新包；3）扩散口碑事件：除MIUI鼓励分享机制外，小米还为最早参与测算的100位用户拍摄了微电影《100个梦想的赞助商》，放大“参与感”。

2014年，小米官网销售规模达到351.4亿元，当年电商市场份额达到3%，B2C电商中规模仅次于天猫和京东，跻身国内第三大电商平台；小米天猫旗舰店2017年双十一单日销售规模达到24.6亿元，连续多年占据天猫双十一品牌店王，无愧第一互联网品牌。

图 36：MIUI 10 万人互联网开发团队模型

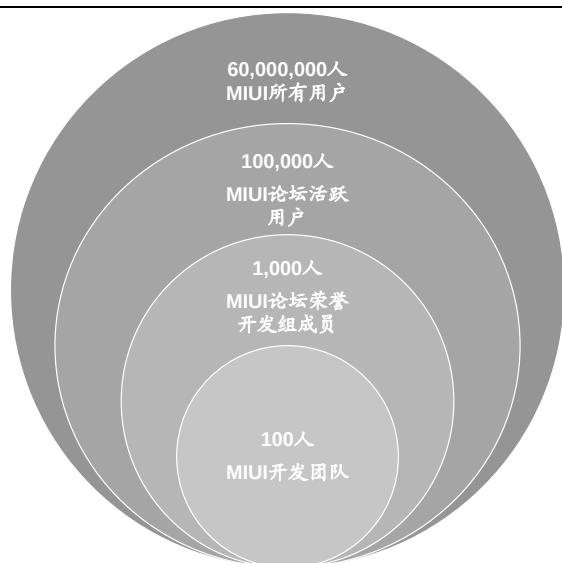
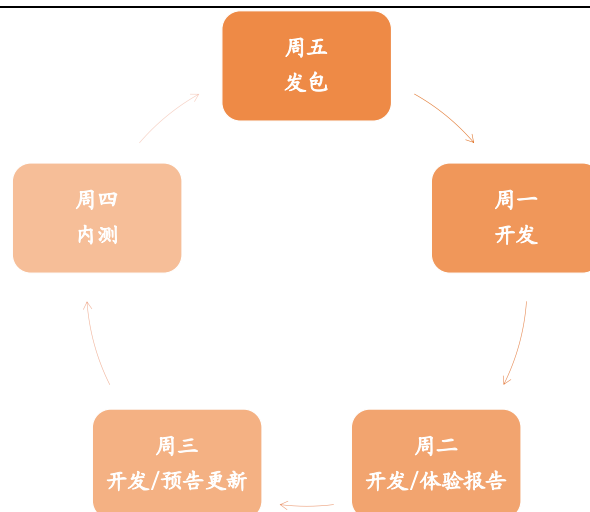


图 37：MIUI “橙色星期五” 周更模式吸引用户广泛参与



数据来源：《参与感》（黎万强著）、广发证券发展研究中心

图 38：小米初期聚焦线上，官网销售规模位居电商前三

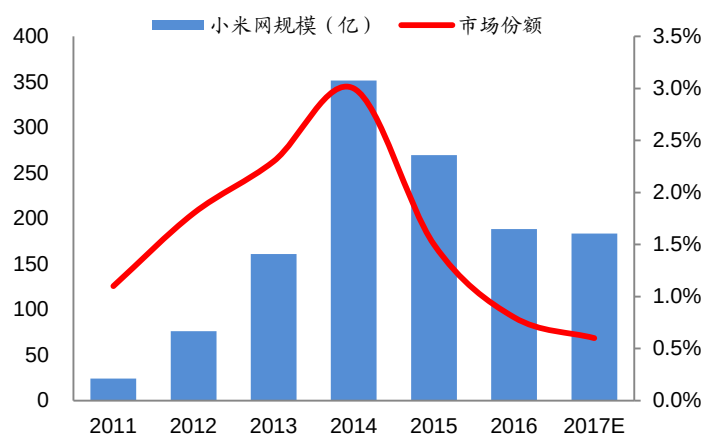
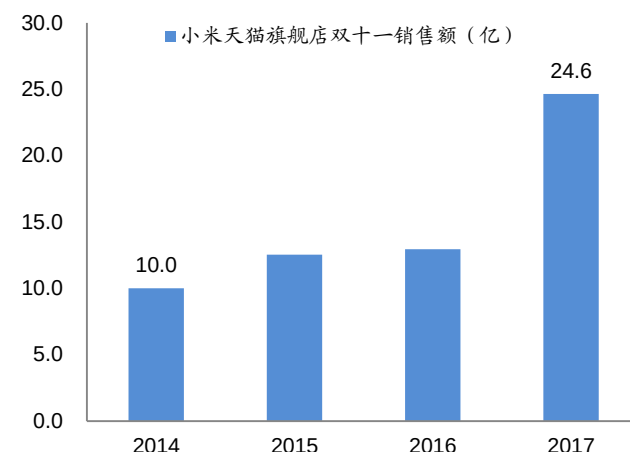


图 39：小米连续多年占据天猫双十一品牌“店王”

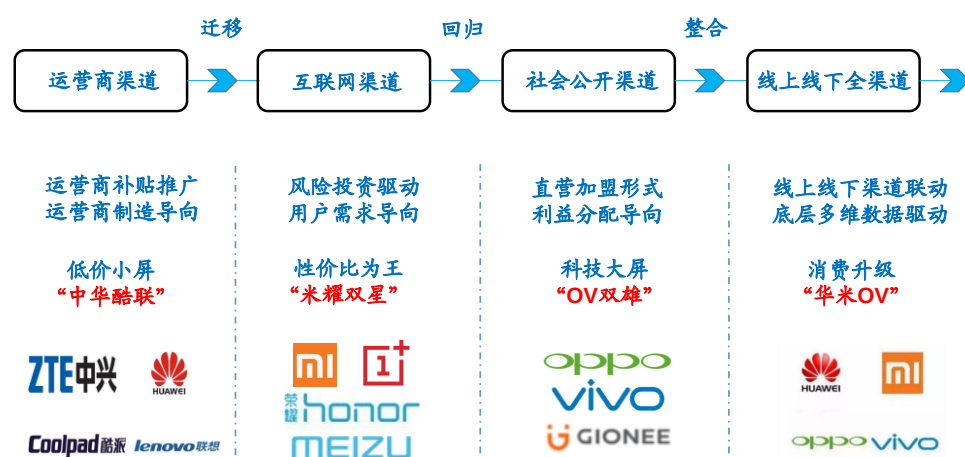


数据来源：WIND、淘宝数据监测、广发证券发展研究中心

2015年以后，线上流量红利趋于衰退，且智能手机历经多年普及后，增量需求已经由一二线转向三四线乃至乡镇级市场，而小米赖以成长的电商尚未在低线市场占据主流，线下缺失的短板开始凸显。2015年9月，小米线下首家小米之家在北京当代商城开业（此前“小米之家”仅定位为售后服务和维修网点），小米开始进军线下零售。与之相呼应，2016年7月，小米一改传统，一连邀请吴秀波、刘诗诗、刘昊然三位当红明星代言红米手机，突出红米“国民手机”定位；同年10月，小米定位商务大屏的Note2手机发布，邀请梁朝伟代言。进入2017年后，配合全渠道转型和国民手机定位，小米进一步邀请吴亦凡和SNH48为旗下手机代言，全面启用各年龄段流量明星，并赞助《奇葩说》、《中国有嘻哈》、《我们的旅行》等热门综艺节目，加之生态链产品线和小米之家门店快速铺开，小米由互联网全面落地。

依据GFK数据，2017年7月，小米手机线下销量占比达到41%；极光大数据显示，3Q2017，小米手机用户中，16-25岁年轻用户占比仅为29.6%，26-35岁主力用户群占比达到57.2%，36岁以上用户占比达到13%；同时女性用户占比达到35.8%。另外，考虑小米生态链用户中，小米手机用户仅占约1/3，小米已全面从定位年轻人的互联网手机品牌，转变为国民科技生活品牌。

图 40：国内智能手机分发渠道渠道变迁



数据来源：各公司官网、广发证券发展研究中心

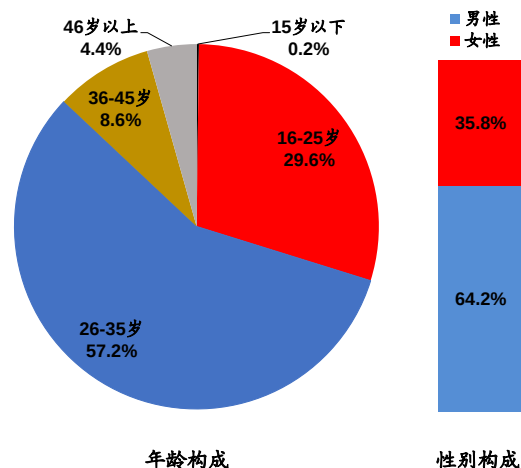
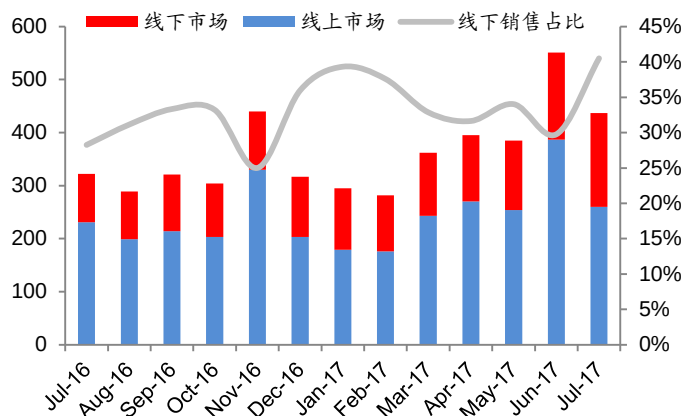
图41：2016年下半年开始，小米手机启用流量代言人



数据来源：小米官网、广发证券发展研究中心

图 42：小米手机线下销售占比提升至 40%以上（万）

图 43：小米手机用户年龄及性别构成（3Q2017）



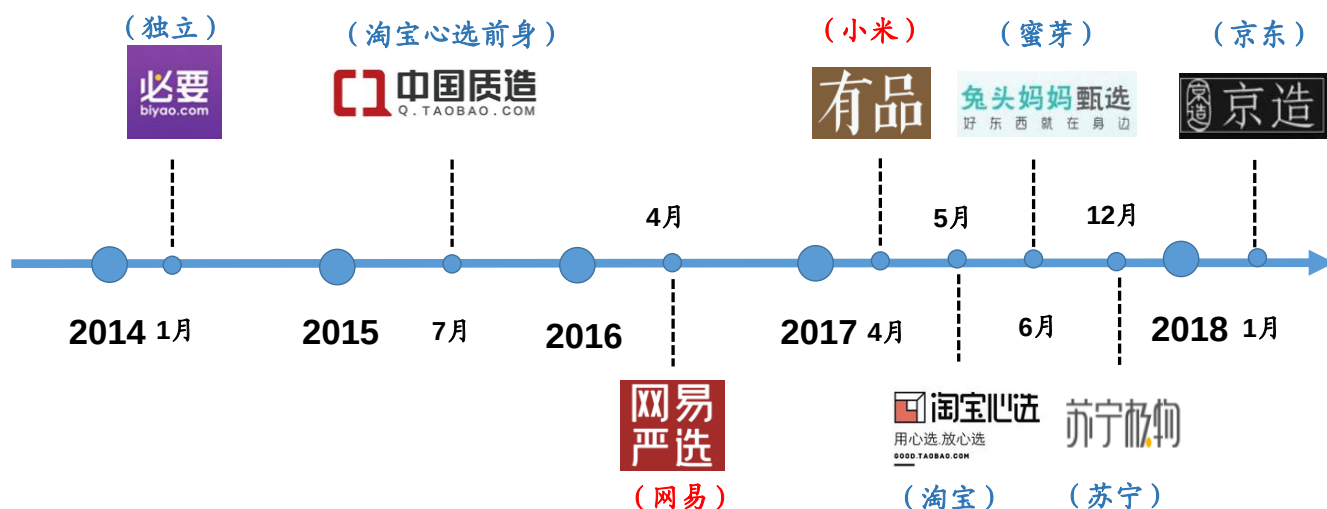
数据来源：GFK、极光大数据、广发证券发展研究中心

（二）电商小米：品质电商，崛起的新一代电商平台

2016年4月，网易推出电商平台网易严选，前端依靠网易邮箱、有道云等网易系入口导流，后端跳过传统经销环节直接对接大品牌代工厂，以平台背书产品品质，主打“好的生活，没那么贵”的高品质性价比，大获成功。依据网易公司17年初的财报电话会议中披露，截至2016年9月，网易严选发布半年累计注册用户到达3000万，月流水达到6000万元；CEO丁磊更为网易严选设定了17/18年GMV达到70亿元/200亿元的“小目标”。

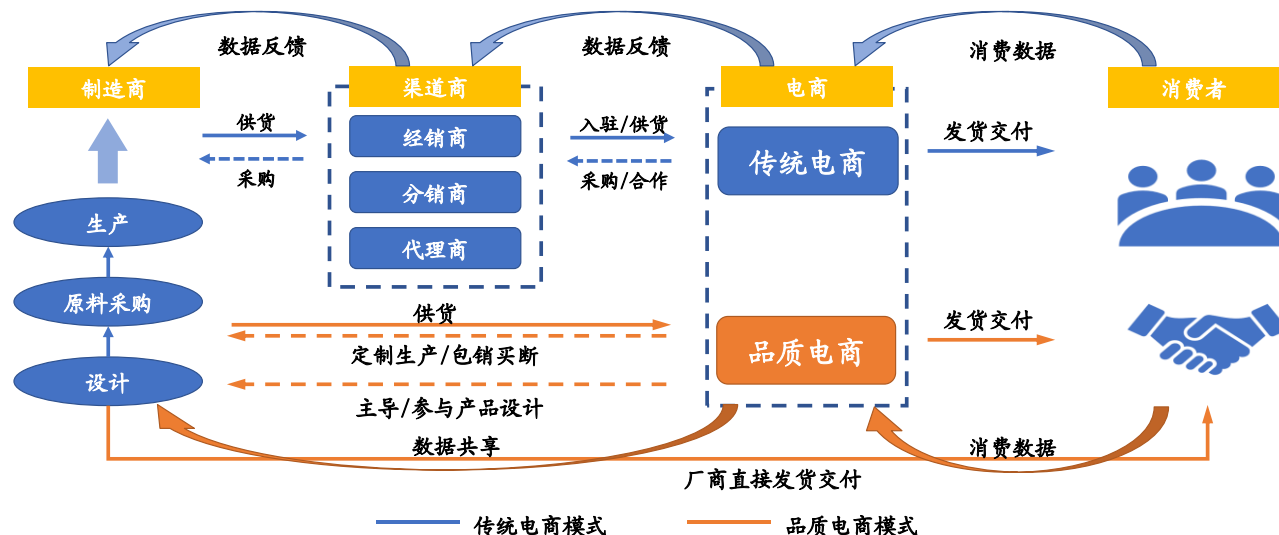
2017年以来，包括小米旗下的有品（脱胎于小米智能家庭控制平台“米家App”）、阿里旗下的淘宝心选、苏宁旗下的苏宁极物、京东旗下的京造等，品质电商平台（或品牌）纷纷上线，成为市场绝对热点。尽管各家具体运行模式有所差异，但我们认为品质电商主打均是大众消费升级，核心关键词是品质导向的高性价比，实现方式则是平台折叠供应链对接上游工厂，并依靠平台信用背书品质。

图44：2017年以来品质电商平台/品牌大量出现



数据来源：公司官网整理、广发证券发展研究中心

图45：品质电商依靠平台深度介入上游供应链推动消费升级



数据来源：易观国际、广发证券发展研究中心

零售的基本含义即满足消费者的消费需求，不同社会发展环境下主力消费群核心消费诉求的变迁，推动相应红利业态的演进。国内市场的特殊性在于，地区发展水平的巨大差异造就不同业态在同一时间维度并行。从海外成熟市场和国内发展经验来看，线下零售基本经历了自由市场到大卖场&百货（典型如沃尔玛），再到奥特莱斯（严格意义上奥特莱斯是百货的变种），并向精选店（典型如Costco好市多和无印良品）逐步演进的过程。市场运行逻辑相应经历了从产品为王（物资稀缺）到渠道为王（信息不对称），再到用户为王（满足用户性价比、体验等多样化需求）的转型，期间渠道对供应链的掌控力度不断提升，深度介入供应链以提升效率，满足用户日益挑剔的产品需求。

有别于传统电商形态，我们认为品质电商本质上是线上电商业态的演进，其方向与线下红利业态变迁趋势相对应：C2C淘宝向B2C天猫&京东的迁移，是电商低

价驱动向品牌&服务驱动的演进；而品质电商的兴起，则是在B2C综合电商一站式购物基础上，电商品质化&精选化，向高性价比驱动迁移的过程。

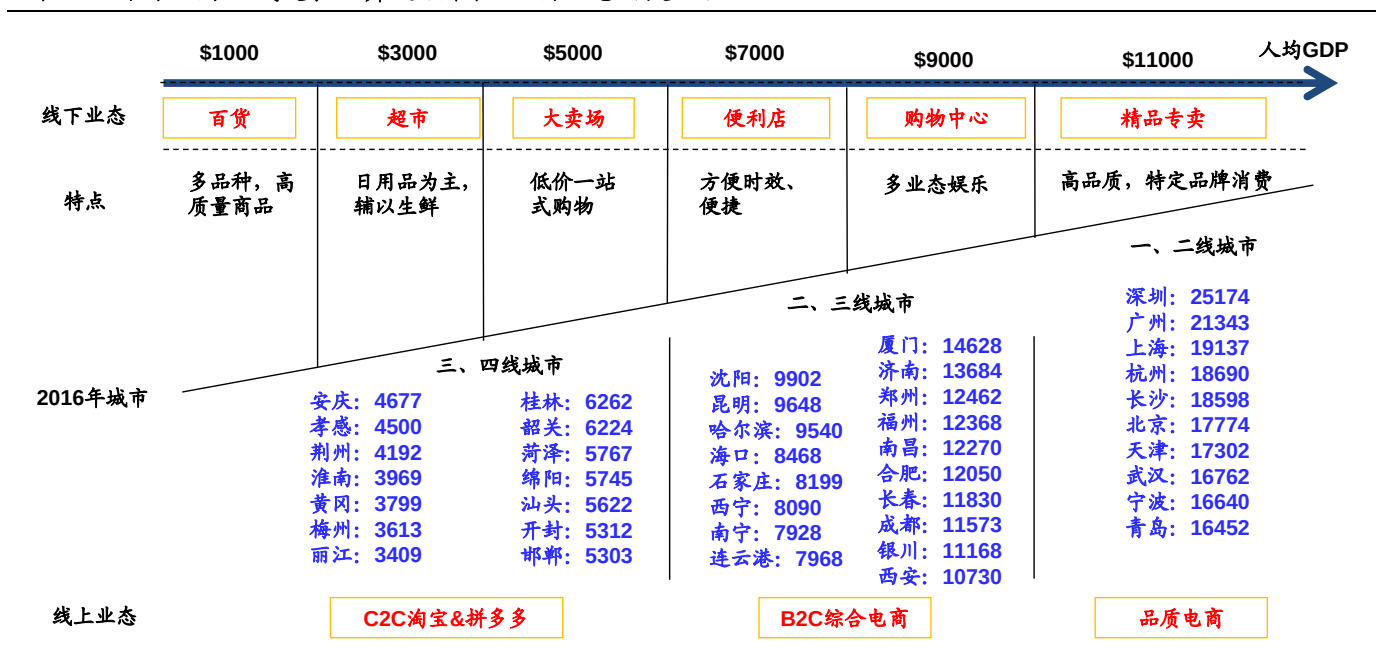
当前正是品质电商平台爆发成长初期，尚待从小众往大众扩张蔓延。依据极光大数据，2017年10月，品质电商月活用户规模约573万（仅统计网易严选、米家有品和必要三款独立App用户数），同比增长170%，在总手机网民用户中占比仅为0.58%，约为手机淘宝5.8亿月活用户（12M17）的十分之一；从用户分布来看，一、二线城市品质电商用户占比达到63.6%，远高于同期一、二线城市用户整体在网民中37.6%的占比。

表 12: 品质电商电商是有别于传统的新兴电商类型

	C2C 电商	B2C 电商	特卖电商	品质电商
代表	淘宝	天猫/京东	唯品会	有品/严选
产品特点	海量产品，价格主导	大而全，品牌&服务主导	品牌产品，大幅折扣	精选产品，高性价比，品质优先淡化品牌
供应链掌控	低，自由市场	中，品牌主导	较高，品牌方主导，平台精选	高，平台深度介入，OEM 产品&工厂品牌
线下业态对应	集市/自由市场	大卖场&百货（沃尔玛）	奥特莱斯	精选店（Costco 好市多/无印良品）

数据来源：广发证券发展研究中心

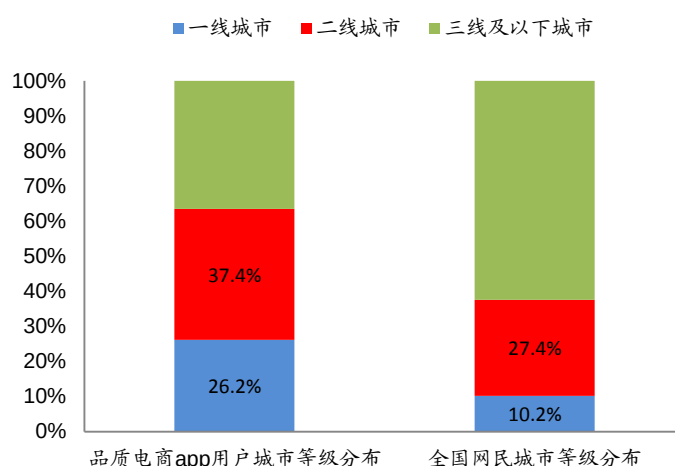
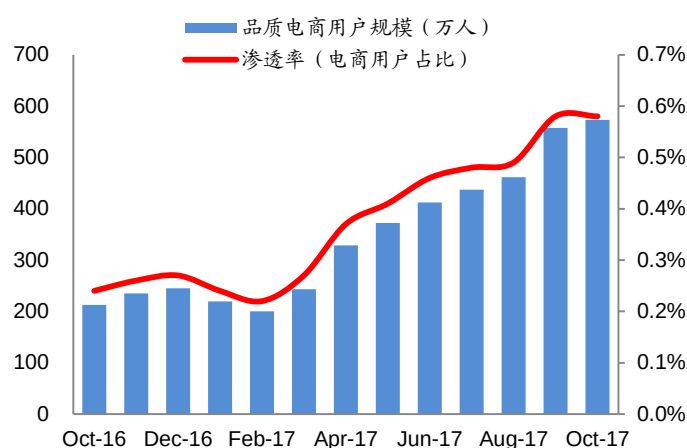
图46: 国内不同区域发展差异造就相应红利业态（美元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 47: 品质电商尚处于规模扩张初期

图 48: 品质电商用户中一、二线城市占比高 (10M17)



数据来源：极光大数据、广发证券发展研究中心（品质电商用户指网易严选、有品和必要App用户）

小米旗下的米家有品电商平台原为小米智能家庭控制平台“米家”App下的电商模块，2017年4月，米家有品（现已改名为“有品”）独立App正式上线，小米体系品质电商平台走向前台。有品电商主打小米和米家生态链产品，并吸收优质第三方品牌入驻，形成智能硬件和科技产品为主，全品类覆盖的品质电商平台。相比网易严选，米家有品的优势在于：

1) 前端引流。米家有品依托“米粉”起家，自带小米系智能软硬件线上流量资源，以及线下全面铺开的小米之家为核心的门店体验推广资源（严选联合亚朵开设酒店同样是拓展线下体验资源，但短期数量极为有限）；

2) 后端供应链整合。有品主打小米和生态链企业智能硬件产品，在科技硬件类产品供应链资源国内无出其右。且以高价硬件积累粘性用户资源后，精选第三方品牌商家扩充日用百货、家居、餐饮等低单价产品实现全品类覆盖，拓展难度相对较小（作为类比，同样以低频消费起家，京东以高客单的3C起步向下拓展，难度原小于以低客单图书起步的当当）；

3) IoT“遥控器电商”功能。小米IoT生态体系国内领先，其潜在应用拓展仍有较大发展潜力。就电商销售而言，米家智能平台实时监控积累的大数据所能实现的精准推送和一键购买，远非一般平台可比。**关联推荐**（例如小米加湿器监测到用户水质不佳，推送净水器产品；小米电饭煲根据用户喜好推荐品牌大米）、**耗材购买**（例如空气净化器&净水器滤芯耗尽自动推荐购买）、**整体搭配**（小米生态产品颜值设计风格统一，且均可由米家App统一控制）等，小米生态的“遥控器电商”体系发展潜力很大。

表 13: 网易严选 VS 米家有品

	网易严选	米家有品
上线时间	2016 年 4 月	2017 年 4 月
Slogan	好的生活，没那么贵	做生活中的艺术品
流量来源	网易邮箱、网易云音乐、有道云等网易系产品	脱胎于米家 App，小米系流量支持即线下门店推广
产品风格	简约风&文艺范，基础款	简约风&科技感，
产品品牌	工厂 ODM，平台精选，“网易严选”自有品牌；自	“自营+第三方”，小米&米家，以及优质第三方品

主打品类	居家、鞋服、杂货为主，全品类覆盖	牌；	智能硬件、科技产品为主，全品类覆盖
规模	截至 9M16，发布半年注册用户 3000 万，月流水 6000 万；目标 18 年 GMV 达到 200 亿	17 年 GMV 约 30-40 亿，目标两年后 GMV 过百亿	

数据来源：官网资料整理、广发证券发展研究中心

图 49：小米手机用户与品质电商用户契合度高

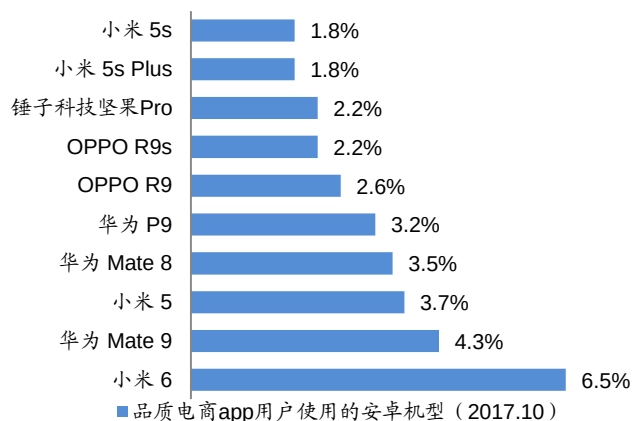
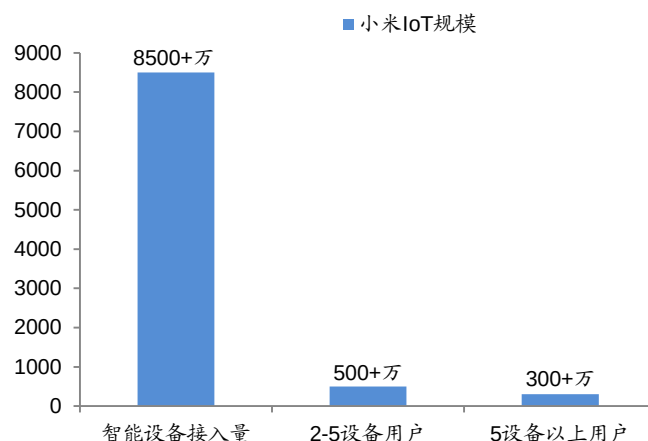


图 50：小米 IoT 布局领先 (2017.11)



数据来源：极光大数据、小米官网、广发证券发展研究中心

图51：米家智能平台“遥控器电商”功能



数据来源：米家App、广发证券发展研究中心

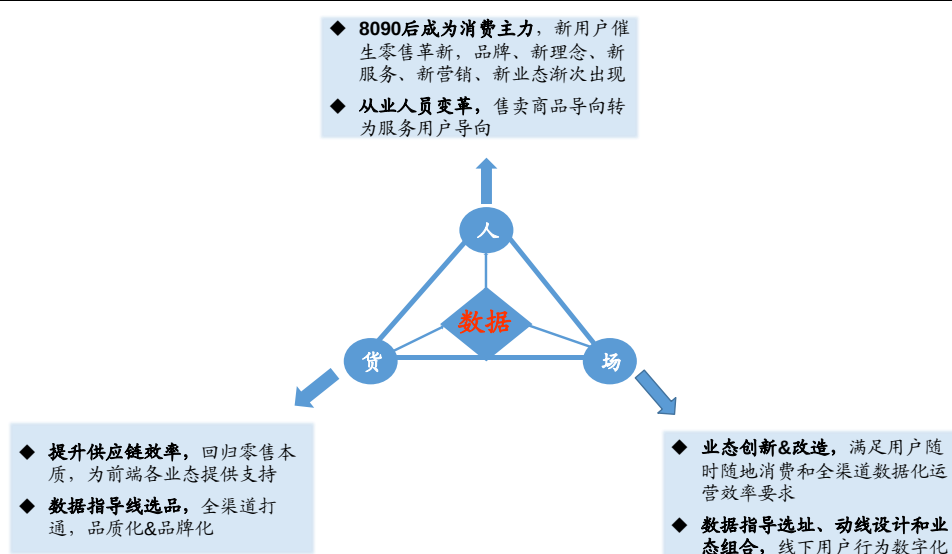
（三）新零售小米：渠道融合，效率跃升

2015年9月，小米首家线下直营销售门店“小米之家”在北京当代商场开业，小米正式进军线下零售市场。历经2016年摸索实验后，2017年初，小米创始人雷军在年度总结会上提出三年1000家门店目标，开始加速扩张，全年新开235家门店至287家，成为2017年最受瞩目的线下新零售业态尝试之一。

我们认为，新零售是8090一代崛起为主力消费群体后，消费习惯的变化带来人、货、场这零售三要素的重构，推动全渠道的融合和数据化运营，提升用户体验，并带来运营效率的显著提升。

1) “人”的变化是推动行业变革的核心要素。8090一代成长为新的主力消费群体从而催生行业变革，符合其需求的新品牌、新理念、新服务、新营销、新业态等渐次出现；同时，对零售从业人员也提出新的要求，从过往简单商品售卖向服务用户转变；2) “场”的变化即零售业态的改造和创新，满足用户随时随地消费和全渠道融合运营需求（如门店标配电子价签统一库存管理；悬挂系统门店拣货支持线上运营）；同时也需要结合全渠道数据积累，指导选址、动线设计和业态及品类组合，推动线下用户行为数字化；3) “货”的变化则在于回归零售效率本质，数据指导选品，提升供应链效率，筛选符合消费升级趋势的品质化和品牌化商品；并实现全渠道库存打通，为前端各业态提供统一库存管理。

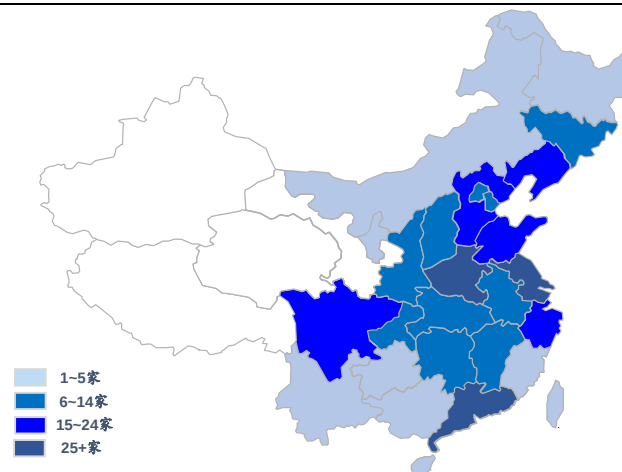
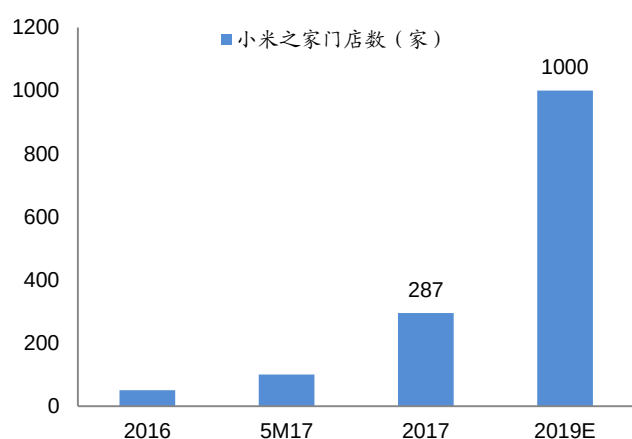
图52：新零售核心是全渠道融合下，数据化运营实现效率显著提升



新零售：重构人货场，全渠道融合&数据化运营，实现效率显著提升

数据来源：广发证券发展研究中心

图 53: 小米之家 2017 年以来快速开店(含专卖店和授权店) 图 54: 截至 2018 年元旦, 全国小米之家达到 295 家



数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

小米的新零售核心追求是全渠道覆盖用户，推动门店运营效率显著提升：1) 线下渠道以直营小米之家为主，同时开放小米专卖店（加盟方选址建设，小米运营）和小米之家授权店（加盟方选址建设并运营，小米提供指导）两类加盟店，并入驻苏宁等线下主流电器连锁卖场；2) 线上渠道以有品（包括米家平台入口）电商平台和小米商城为主，同时入驻天猫、京东、苏宁易购等主流电商平台；3) 线上线下均全品类覆盖，但线下门店精选流量爆款和新品，强调体验和坪效；线上则全线产品覆盖，强调一站满足。

依据小米之家官方数据，小米之家典型门店面积约 200-500 平米（2017 年 11 月开业的深圳旗舰店约 650 平米），门店坪效达到约 27 万元/平米/年，远高于一般线下连锁店 1-5 万元/平米/年的水平，全球范围内仅次于苹果官方体验店（约 40 万元/平米/年）。苹果和小米均为明星产品公司介入零售环节（“制造型零售公司”），产品本身强大竞争力构建的品牌粉丝经济效应是两者成功的基础。但对比苹果和小米两大现象级零售店，两者运营存在一定差异：

1) 门店定位和拓展策略。苹果零售店定位产品体验、形象推广和售后服务中心，门店面积大（1000-3000 平米），选址均在核心商圈和大型购物中心，门店数量和门店产品 SKU 数均较为有限。截至 2017 年，苹果全球官方零售店约 500 家，其中进入中国十年仅开店 41 家（首店为 2008 年开业的北京三里屯店）。门店产品主要为手机、电脑、手表等苹果核心产品及耳机、键盘等相关周边产品；小米之家同样定位产品体验推广，但销售属性更强（门店不支持产品售后服务），门店面积较小（200-500 平米，深圳旗舰店 650 平米）。选址上比照快时尚品牌，以核心 & 社区商圈购物中心为主，密集开店（截止 18 年元旦已开 295 家；仅北京已开 15 家），门店 SKU 数约 200-300 个，涵盖小米及生态链公司全系列热卖爆款及主打新品。

2) 产品定价和盈利策略。苹果以产品绝对创新、引领行业吸引“果粉”，品牌溢价高，全系列产品定价高端，硬件本身已具备极强盈利能力（软件服务收入占比在提升，但占比尚有限，FY2017 为 13.7%）。FY2017，苹果产品整体硬件销售毛利率为 29%，手机平均单机利润达到 151 美元（3Q17）；小米产品则立足高性价比，追求以智能硬件搭建生态体系，再以服务变现用户价值。全系列产品定价亲民，硬件单品盈利能力较为有限，核心手机产品单价利润仅为 2 美元（3Q17），门店产品销售毛利率仅为 8-10%（草根调研）。

表 14: 小米全渠道布局情况

推出时间	名称	特点	售卖产品
线上渠道			
2011.01	小米商城	小米官网	小米全线产品
2014.1	米家（前身小米智能家庭 App）	智能硬件管理平台和电商平台	小米，米家，优质第三方产品
2017.04	有品	品质生活电商	小米，米家，优质第三方产品
2014.12	淘宝官方自营店	第三方平台店铺	小米全线产品
2013.07	小米天猫旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
2015.05	小米京东官方旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
2016.04	苏宁易购小米官方旗舰店	第三方平台店铺	小米全线产品
线下渠道			
2015.09	小米之家	官方自营店	小米&米家产品为主
2015.11	小米之家苏宁店	电器连锁卖场店	小米&米家产品为主
2016.07	小米专卖店	合作自营店	小米&米家产品为主
2017	小米之家授权店	小米指导，加盟运营	小米&米家产品为主

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表 15: 小米之家与苹果旗舰店对比

	苹果旗舰店	小米之家
门店面积	1000-3000 平米	200-500 平米（深圳旗舰店 650 平米）
选址	核心商圈、大型购物中心	核心&社区商圈、购物中心为主，比照快时尚品牌选址
员工数	100-200 人	30-50 人
门店数	全球约 500 家，中国 41 家	295 家
平均单店年销售	4-6 亿元	0.5-1 亿元
坪效（万元/平米/年）	约 40 万元	约 27 万元
人效（万元/人/年）	约 400-600 万元	200-300 万元
销售毛利率	整体产品毛利率约 29%	门店销售约 8-10%
费用率	6-7%（公司整体）	7-8%，其中人工费用约 3%
SKU 数	手机、电脑、手表等核心产品及相关周边产品	200-300 个，小米&米家品牌全系产品
产品价格	品牌溢价高：手机约 4000-8000 元、Mac 电脑 7000 元以上；ipad 平板、iwatch 手表 2000 元以上；键盘、耳机等周边 500 元以上	性价比高：手机主力机型 1000-2000 元；电脑 5000 元左右；电视 2000-5000 元；周边产品几十至上百元
门店定位	售后、服务、体验中心	产品体验、销售、品牌推广（不含售后）

数据来源：公司公告、草根调研、广发证券发展研究中心

小米创始人雷军曾在2017年10月接受专访时披露小米新零售核心打法，即依据 $\text{零售} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价} \times \text{复购率}$ 的公式，将零售（坪效）拆解为四步八大战略，并将每一步做到极致：

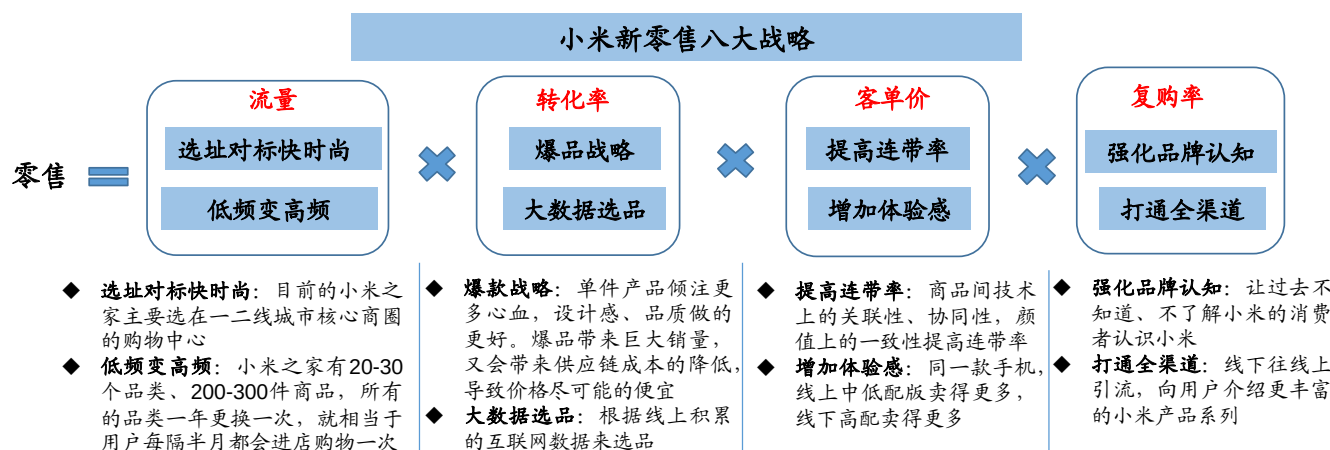
1) 流量。流量即客流，提升有赖门店选址和商品组合。小米之家选址主要开在一、二线城市核心或社区商圈的购物中心，与目标客群接近的优衣库、星巴克、无印良品等快时尚和休闲品牌对标开店，相互引流。同时在门店产品出样上注重消费场景搭配，产品涵盖20-30个品类的200-300个SKU，并及时（乃至领先线上）上新，确保门店“可逛性”。

2) 转化率。客流到店消费转化率的提升核心是产品具备足够吸引力。一方面小米本身品牌基因即强调极致爆款，以单品性价比见长，产品本身具备足够消费吸引力。另一方面，门店上架SKU筛选基于线上销售数据积累，门店200-300个SKU基于有品电商20,000个SKU二次精选，促进门店客流高消费转化。

3) 客单价。客单价的提升不是拔高单品售价，而是通过提升消费量实现。小米生态体系产品外观设计颜值统一，技术功能关联互通（可统一通过米家App或小米AI音箱联网控制），连带销售乃至整体套购比例高。另外，线下门店天然具备体验优势，加之线下同步新品上线，实物体验小米产品魅力。

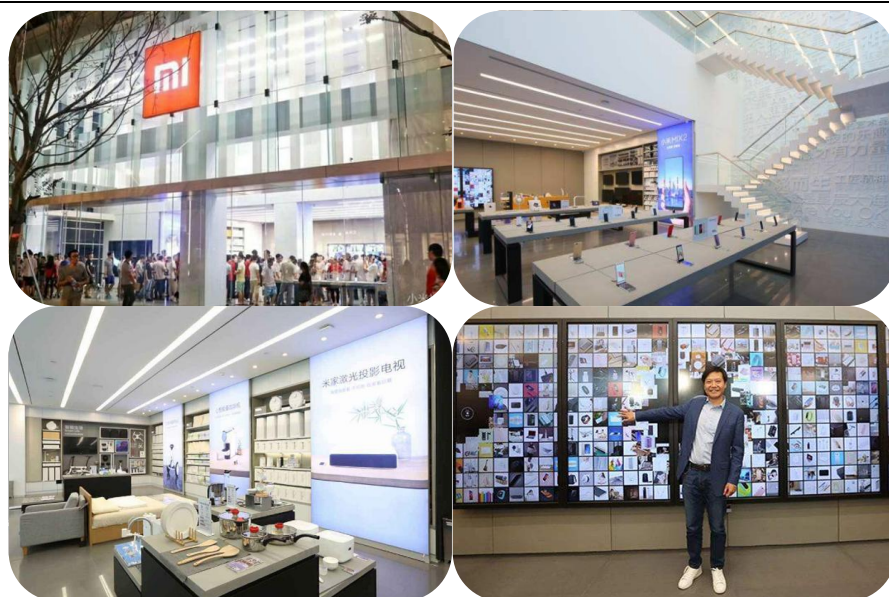
4) 复购率。重复购买率的提升既是品牌认知强化的结果，同时也需要提供便捷的购买渠道。小米产品一以贯之坚持高性价比理念，口碑为王的线上内容和线下门店立体传播，塑造小米高性价比国民科技生活品牌认知。通过全渠道布局，满足用户随时随地消费的同时，更以门店消费引导用户线上注册体验，用线下精选爆款，引流用户线上体验更为丰富的小米生态全系列产品。

图55：小米新零售运营战略



数据来源：《商业评论》2017年10月号、广发证券发展研究中心

图56：2017年11月，小米之家首家旗舰店在深圳开业



数据来源：小米官网、广发证券发展研究中心

我们于2017年12月草根调研了小米之家上海大悦城店和上海五角场店，以一手门店调研数据测算小米之家经营情况。其中大悦城店面积约500平米（含仓库及办公），经营面积约400平米，位于上海静安大悦城三楼。门店于2016年5月开业，是小米之家上海首店，也是6家年销售过亿的标杆门店之一；五角场店于2017年十一开业，门店面积约250平米（含仓库），经营面积约200平米，位于上海五角场万达广场B1楼，紧邻五角场大学区。我们分别于工作日下午对门店进行半小时草根调研，从客流、成交、商品、店员等维度记录门店运行情况。

1) 客流。两家门店均未开在一楼黄金位置，但客流远优于周边门店，且客流构成明显突破小米“18-30岁年轻男性”的典型用户印象。在我们观察的半小时里：①大悦城店累计进店61人，店内停留顾客维持在50人左右；进店顾客男女比接近2:1（39:22），以青年为主，但也包括5名老人和8名外国顾客；②五角场店累计进店58人，店内停留顾客维持在30人以上；男女比同样接近2:1（38:20），包括两位2位老年人和3为外国顾客。

2) 成交。小米线下门店客流成交转化率（10%以上）远高于线上网站，同时小米生态体系产品连带销售有效带动客单价提升。同样在我们观察的半小时里：①大悦城店累计成交17单，成交转化率达到28%（以进店顾客数计）；客单价约302元，除手机外，成交产品包括充电宝&耳机等手机周边、扫地机器人&台灯等智能硬件以及背包&行李箱等生活日用品；②五角场店累计成交9单，成交转化率16%（以进店顾客数计），客单价约469元，考虑五角场店开业仅2个月，后续门店成熟和区位优势（靠近大学区），门店客流及成交提升空间大。

3) 商品SKU。小米之家门店SKU以小米和米家品牌生态链产品为主，同时也包括少数生态链自有及第三方品牌产品，涵盖小米科技生活方式大部分产品，但相比线上更为精选。根据我们现场盘点：①大悦城店门店出样SKU约250款，其中手机48款（包括同型号）、电视8款；②五角场店出样SKU约180款，其中手机32款，电视8款。小米MIX2手机、小米空净2S、AI音像等新款产品均同步上新，且产品售价及促销均与线上同步（如门店同步线上买小米MIX2手机送AI音箱活动）。

4) 店员。小米之家门店不承担小米售后服务功能（另有官方及授权服务网点），店员较多，但主要工作为产品功能介绍和上架理货，极少主动推销。根据我们现场盘点：①大悦城店现场店员17人，其中收银台2人，店内服务及理货15人，另有仓库移货数人，采用两班倒工作，全店员工40人以上；②五角场店现场店员11人，其中收银台1人，店内服务10人，全店员工约30人。

表 16：小米之家草根调研情况

	上海大悦城店	上海五角场万达店
观察时间段	工作日下午 15:30-16:00	工作日下午 14:30-15:00
门店商圈	核心成熟商圈，商场三楼；成熟店，上海第一家，16年5月开业	次核心成熟商圈，靠近大学区；地下B1楼；新店，靠近大学区，17年十一开业
门店面积	约500平（含仓库&办公），经营面积400平	约250平（含仓库），经营面积约200平
店员数	收银台2+15个左右机动店员，全店员工40+人（两班倒）	收银台1+10人左右机动店员，全店员工约30人（两班倒）
商品SKU	合计约250款，其中手机48款，电视8款，笔记本6款	合计约180款，其中手机32款，电视8款，笔记本4款
客流情况	进店61人，离店48人，店内停留保持在50	进店58人，离店43人，店内停留保持在30
识别风险，发现价值		请务必阅读末页的免责声明

	人以上	人以上
用户画像（按进店）	男女比约 39:22；青年为主，老年 5 人，外国顾客 8 人	男女比 38:20；青年为主，老人 2 人，外国顾客 3 人
转化率	28%（按进店数）/15%（按期间总客流）	16%（按进店数）/13%（按期间总客流）
成交情况	成交 17 单，客单价 302 元，购买商品包括手机、扫地机、背包、行李箱、充电宝、耳机、台灯等	成交 9 单，客单价 469 元，购买商品包括手机、电视、充电宝、床头灯、耳机、音响、手机壳等

数据来源：草根调研、广发证券发展研究中心

依据现场草根调研，我们测算小米之家年化单店模型，主要假设包括：1）门店营业时间为早10点至晚10点共12小时，其中晚18:30-20:30客流高峰约为平时3倍，周末&节假日客流为工作日3倍；2）以小米手环为例，依据华米招股书披露，小米手环2016年销售毛利率为17.5%（小米&华米双方对利润五五分成），1-3Q17规模化后毛利率提升至24.8%。考虑小米手环为成熟明星单品，毛利率高于整体水平，结合草根调研，估算门店产品平均销售毛利率约8-10%，取9%；3）依据戴德梁行数据，2017年上海首层优质零售物业租金约40元/天/平，搜房网上海200-500平米（小米之家门店面积范围）购物中心&百货商铺平均挂牌租金15元/天/平米。考虑小米之家多开在商场地下或高层，以及小米品牌效应，保守取门店租金为25元/天/平米；4）依据智联招聘数据，上海2017年服务员平均工资为4050元/月，小米之家门店经理招聘薪资为14-21万（北京），考虑小米之家门店员工结构并结合草根调研，保守取员工平均工资为6000元/人/月。

在上述草根调研数据及主要假设下，我们测算：①小米之家成熟门店（大悦城店）年客流可达96万人次，年销售额达到1.04亿元，年坪效约25.9万元（以经营面积算）；毛利额约930万元，扣除450万元租金、320万元人工费用和100万其他费用（水电、货损等），年经营利润约60万元。②小米之家新店（五角场店）年客流约93万，年销售约5730万元，年坪效约28.6万元，毛利额520万元，扣除230万元租金、220万人工和50万其他费用后，年经营利润约20万元。考虑门店成熟后客流和转化率提升，门店销售及盈利能力仍有极大提升空间。③依据小米之家官网披露数据，2017全年小米之家新开门店235家至287家，覆盖29个省、170个城市。全年累计进店客流达到6713万，其中购买用户459万，共有6家门店年销售过亿，平均单店坪效达到27万/平米/年，我们草根调研测算基本印证小米官方披露数据，小米之家确为现象级线下新零售门店样本！

我们认为，线下小米之家的成功表明线下零售业态在数据化运营后效率提升的巨大空间；线上有品电商的突破则是电商品质化发展趋势的缩影；而线上线下业态的分工侧重，相互引流，则反映了零售行业全渠道融合可行性。

表 17：小米之家单店模型测算

项目	大悦城店 (成熟店)	五角场万达 店(新店)	假设
年客流(千)	961	929	营业时间早10点至晚10点共12小时，晚6:30-8:30高峰客流为平时3倍；周末客流为工作日3倍
转化率	28%	16%	以草根调研期间进店客流口径计算
客单价(元)	386	386	取草根调研两店平均值
年销售(百万)	103.7	57.3	客流 X 转化率 X 客单价

坪效 (万/平米/年)	25.9	28.6	以经营面积计算
毛利额 (百万)	9.3	5.2	毛利率 8-10%，取 9%；华米招股书披露 16 年小米手环毛利率为 17.5%（双方五五分成）；1-3Q17 规模化后毛利率提升至 24.8%
租金 (百万)	4.5	2.3	17 年上海首层优质零售物业租金约 40 元/天/平（戴德梁行），搜房网上海 200-500 平购物中心商铺首页平均 15 元/天/平；考虑小米之家多在商城地下或高层及品牌效应，保守取 25 元/天/平
人工 (百万)	3.2	2.2	上海 2017 年服务员平均工资 4050 元（智联招聘），考虑门店员工结构并结合草根调研，保守取 6000 元/人/月
其他费用 (百万)	1.0	0.5	水电、货损等
年经营利润 (百万)	0.6	0.2	毛利额-租金-人工-其他费用

数据来源：草根调研、搜房网、戴德梁行、智联招聘、广发证券发展研究中心

图 57：小米之家上海大悦城店&五角场店



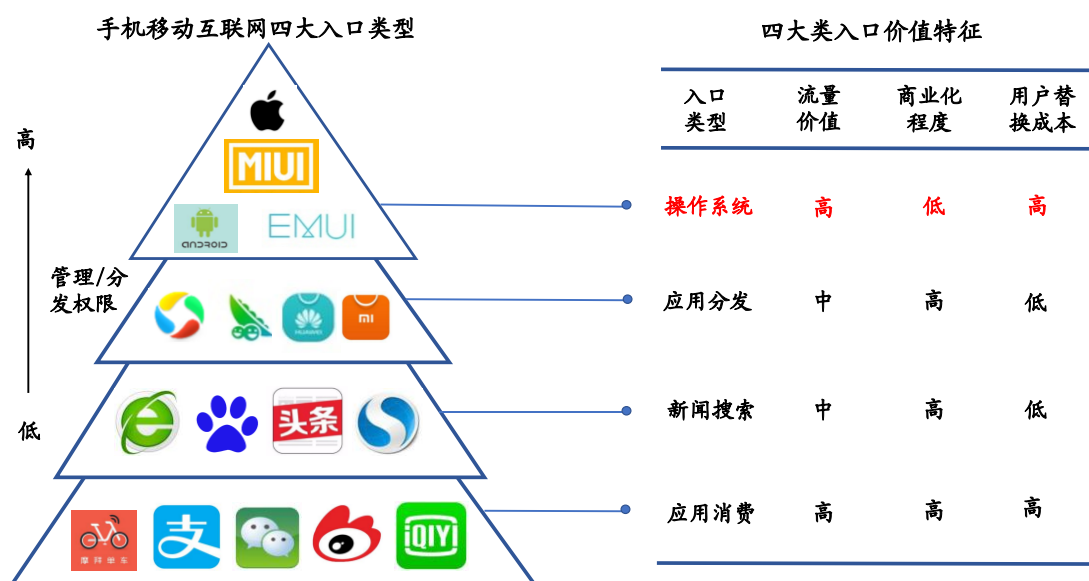
数据来源：草根调研拍摄、广发证券发展研究中心

四、互联网小米：硬件架构平台，服务变现盈利

如前所述，我们认为从战略角度看，小米是与苹果公司类似的以硬件为基础架构的生态型公司，手机是其中最为核心的硬件入口，并以产品矩阵方式占领用户认知，强化小米品牌对“米粉”的吸引力；从战术角度看，小米践行的是类似无印良品和好市多的高性价比精品策略，从高端产品大众化和大众产品品质化两个维度聚焦消费升级，成就口碑为王的国民科技生活品牌。而线上有品质电商、线下小米之家的全渠道布局，优化产品流通和推广环节，实现产品全链路的高效率运营，打造出现象级坪效的新零售业态。

在小米“铁三角”业务布局中，“硬件小米”、“新零售小米”的成功和急速扩张验证了小米以硬件搭建生态战略的可行性，“互联网小米”则既是小米生态体系的连接器，更是未来小米服务变现用户的核心盈利来源。站在当前时点，我们认为小米服务变现的通道主要包括：电商（自营及第三方品牌入驻收入）、金融（小米金服）、文娱（小米互娱&影业）以及云计算（金山云）。

图58：手机操作系统/UI是商业化程度较低的底层用户流量入口

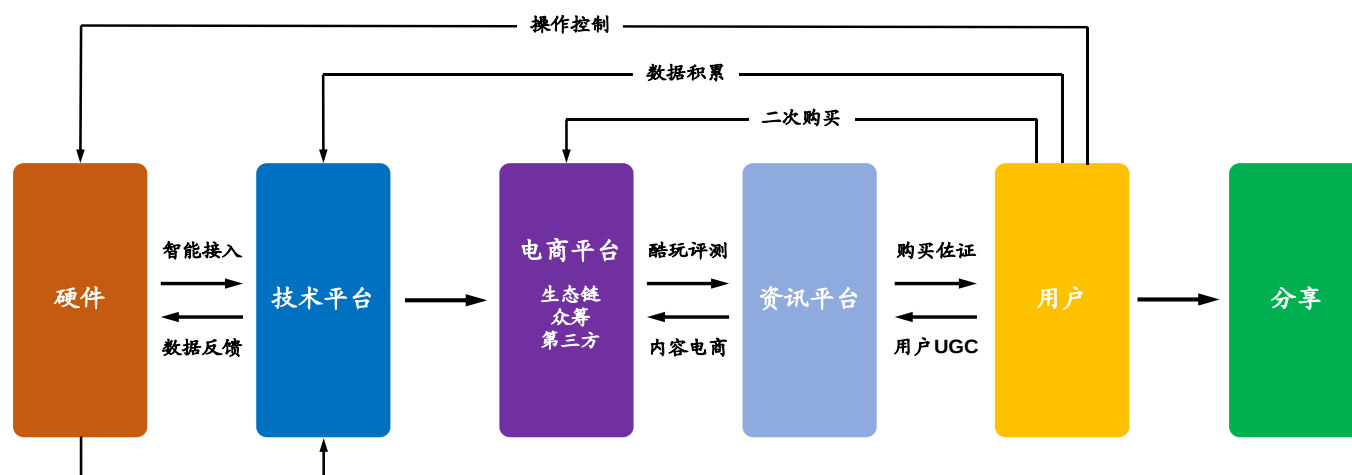


数据来源：机锋网、广发证券发展研究中心

1) 电商。以有品为核心的电商平台既是小米自身渠道布局，同时也是小米变现生态用户资源的直接渠道。如同京东为代表的自营B2C电商的平台化之路一样，有品电商集聚的生态链产品“米粉”，均是具备极强电商消费习惯和消费能力的年轻一代，第三方品牌商家的入驻，一方面丰富了有品电商的品类结构，另一方面也直接为小米带来付费品牌卖家。当前小米电商平台仍以自有品牌产品为主，参考京东发展历程，后续第三方平台商户上量后，广告、支付等服务收入有望快速上升（2016年京第三方平台GMV占比达到43.4%，贡献毛利占比56.9%）。

与一般电商不同，“米家”智能家庭控制平台搭建了“硬件—技术平台—电商平台—资讯平台—用户分享”的综合平台：智能硬件连接搭建的技术平台嵌入电商和资讯功能，用户以米家App操控硬件的同时，可以在其上一键购买相关产品并分享使用感受和建议（UGC内容）；而用户购买和硬件使用数据的积累则进一步反向使平台对用户进行精准画像和产品推荐（不仅是相关产品的喜好猜测，更是耗材产品的精准提醒和一键购买），是离用户更近、更懂用户的下一代“遥控器电商”。

图59：“米家”智能家庭控制平台架构



数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

2) 文娱。文娱是小米生态内容端布局，目前主要包括小米互娱和小米影业两个平台。小米互娱以文娱渠道布局为主，重点在**游戏**（如西山居、掌趣、奇趣互娱等）、**资讯**（一点资讯、多看阅读等）和**娱乐**（优酷土豆、爱奇艺等）三大领域布局；小米影业除投资华策影视、新圣堂等影视内容公司外，也自营参与电影宣发，2017年4月，小米影业参与投资的首部电影《拆弹专家》上映，累计票房过4亿人民币（中国票房网统计）。

游戏分发是小米文娱板块最直接的变现方式。依据小米官方披露，截至9M2017，小米官方应用商店应用累计下载量达到1060亿次；2016年，小米渠道游戏下载量达到22.4亿次，同比增长58.9%；小米游戏开发者分成达到22亿元，同比增长100%。

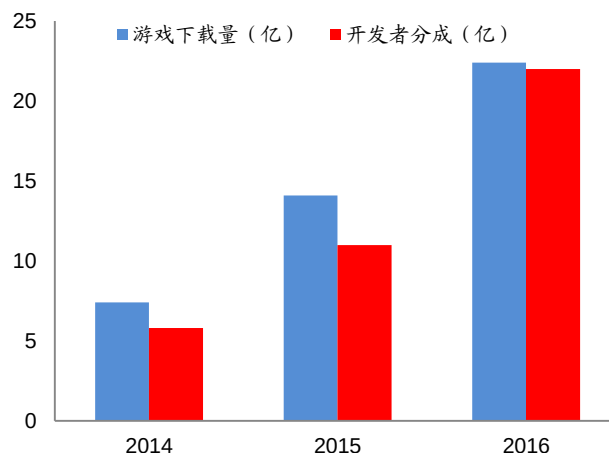
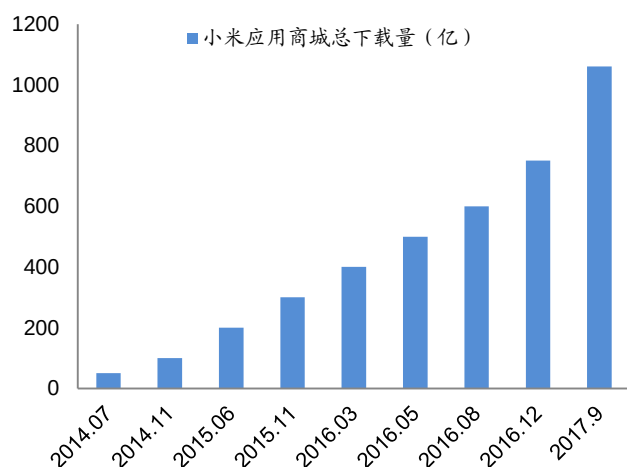
图60：小米文娱内容端布局



数据来源：小米官网整理、广发证券发展研究中心

图 61：小米应用商城总下载量达到 1060 亿次（2017.9）

图 62：2016 年小米游戏开发者分成达到 22 亿

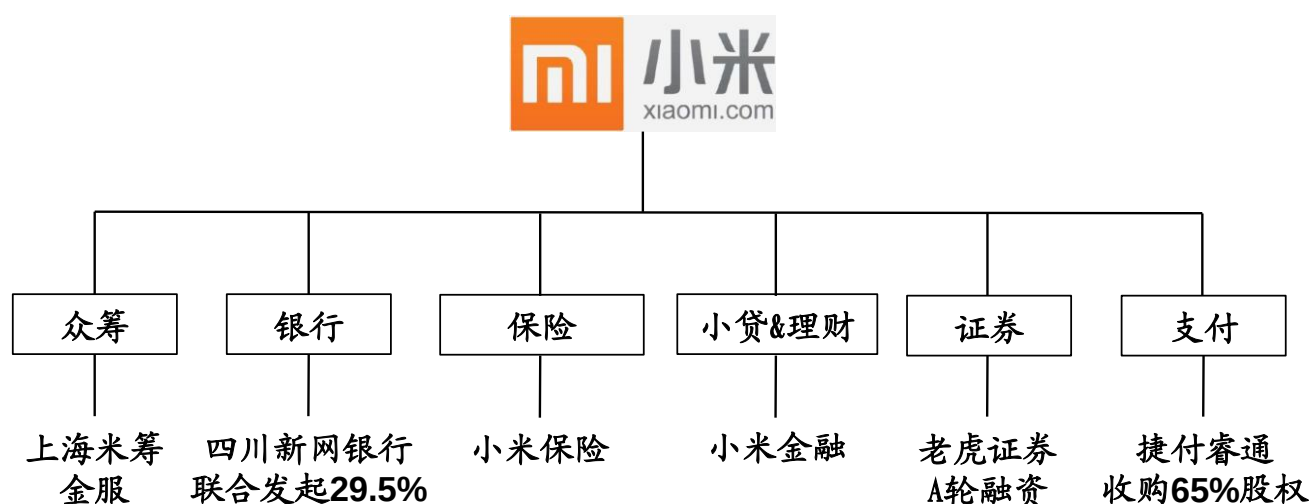


数据来源：小米应用商城、小米游戏生态年会、广发证券发展研究中心

3) 金融。小米旗下已拥有**银行**（联合发起设立四川新网银行，持股29.5%）、**第三方支付**（收购捷付睿通65%股权）、**互联网证券**（领投老虎证券A轮融资）、**小贷&理财**（小米金融）、**保险**（小米保险）和**众筹**（上海米筹金服）等金融业务牌照，且2017年相关业务已经开始放量成长。

依据中国电子银行网数据，截至2017年11月初，小米消费贷款累计放贷规模已超过300亿元，贷款余额约100亿元，累计服务客户超过100万人。2017年5月，小米贷款30亿储架式ABS在上交所获批（可在额度内一次注册多次发行），成为继阿里、京东之后，第三家获准储架式ABS的互联网金融公司。

图63：小米旗下金融业务布局



数据来源：小米社区、广发证券发展研究中心

图 64：小米众筹规模仅次于京东（2016）

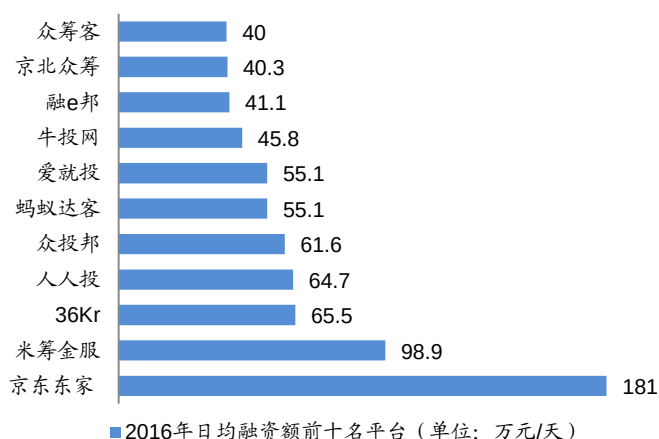
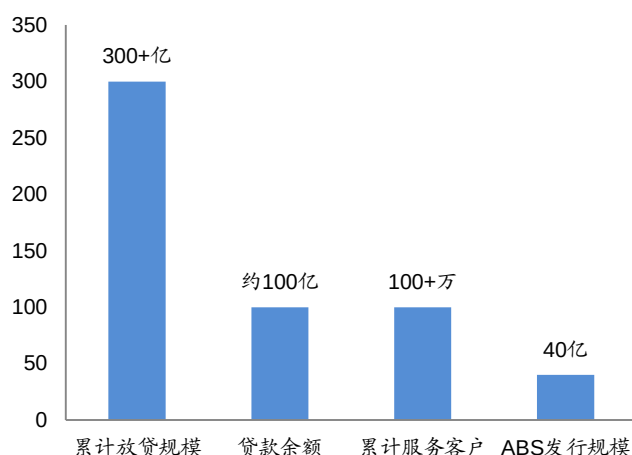


图 65：小米消费贷款规模快速扩张（2017.10）



数据来源：小米金服、中国电子银行网、广发证券发展研究中心（ABS发行规模含已获交易所批准，但尚未发行的储架额度）

4) 云计算。云计算是互联网基础设施，除满足自身业务需求外，冗余计算能力服务输出已成为各家互联网巨头共识。2012年12月，小米开始领投金山云。2017年12月，金山云完成5.2亿美元融资，投后估值达到21.2亿美元，成为国内共有云领域最大单笔融资。依据IDC数据，1H2017，小米金山云在国内公有云市场份额达到6.5%，是仅次于阿里云和腾讯云的国内第三大公有云业务提供商。

依据金山云官网披露，金山云在全球拥有19个大型数据中心、超过8万台服务器、600个全球CDN节点数量和20T全网CDN宽带总量。服务客户包括小米互娱、WPS、迅雷、今日头条、芒果TV、快手等小米体系内外互联网细分领域龙头型公司。

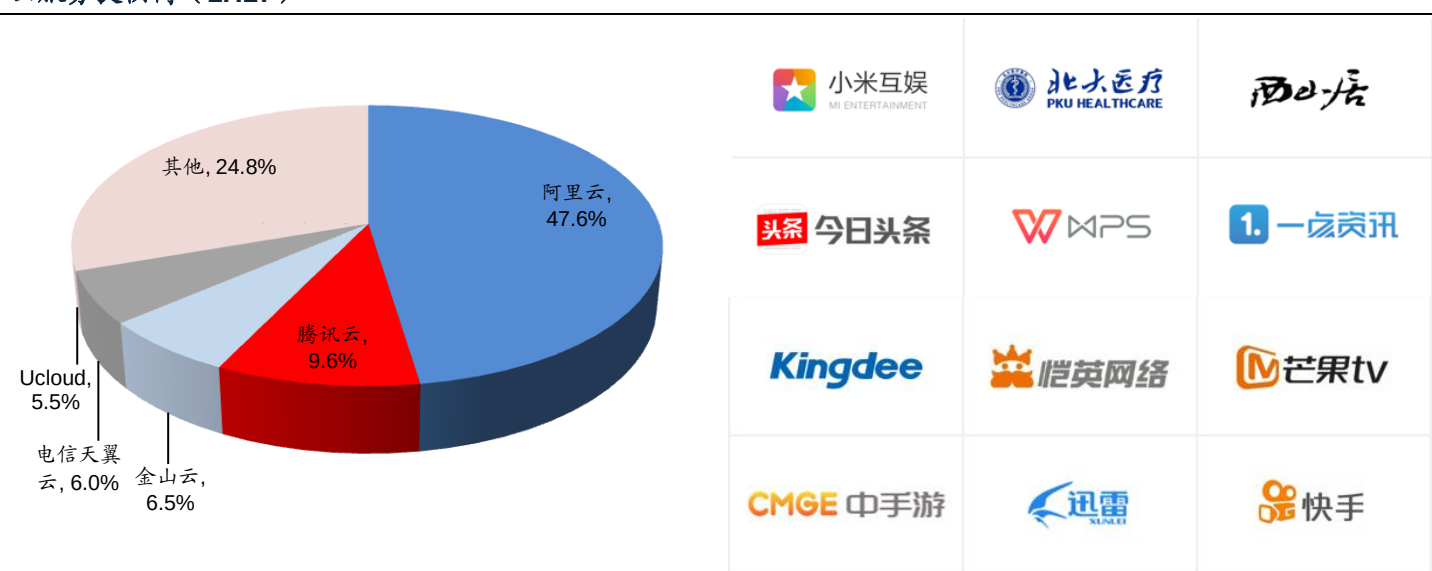
“互联网小米”以智能硬件搭建用户生态圈，再以服务变现用户价值的盈利模式，既是互联网“免费”思维在智能硬件领域的延续，同时也为传统零售从“进销差”为核心的盈利模式向“服务变现”盈利模式提供了新思路。

表 18: 金山云 2017 年 12 月完成 5.2 亿美元融资，估值达到 21.2 亿美元

时间	融资金额	投资方
2012.12	182 万美元	小米科技
2013.8	2000 万美元	DST
2014.8	亿元以上人民币	小米科技
2015.3	5266 万美元	金山软件、IDG 资本
2016.2	6000 万美元	金山软件、IDG 资本
2016.5	5000 万美元	CM 投资
2017.12	5.2 亿美元（投后估值 21.2 亿美元）	顺为资本、Forebright、愉悦投资、中民投、金山软件等

数据来源：IT 桔子、广发证券发展研究中心

图 66: 小米金山云是规模仅次于阿里云和腾讯云的公有云服务提供商（1H17）



数据来源：IDC、金山云官网、广发证券发展研究中心

五、投资建议：制造型零售崛起，关注小米生态相关公司

我们认为，小米是与阿里巴巴、腾讯、苹果、亚马逊等同一纬度的互联网生态型巨头公司，均具备拳头引流产品和多样服务变现渠道。其中战略角度小米与苹果公司最为接近，均是以智能硬件为核心架构的生态体系。除了手机这一核心入口之外，小米生态链模式布局的IoT智能硬件体系国内无出其右，以产品矩阵占领“米粉”心智。同时战术上主打高性价比品质消费升级，相比苹果，小米是产品布局更加完善、价格更加亲民智能生态体系。同时，小米高效率运转的全渠道新零售布局，已然打造出线下现象级坪效的小米之家门店和线上潜力极大的有品品质电商平台，未来更有望依托米家平台打造离用户更近、更懂用户的下一代“遥控器电商”。

而基于“米粉”生态构建的电商、金融、文娱以及云计算等服务，小米目前已具备盈利快速变现方式。需要指出的是，小米在IoT硬件、新零售渠道和互联网&物联网服务三大领域的布局和国家级科技生活生态圈的定位，使其未来生态用户数量和产品边界发展潜力很大，相应盈利变现能力和体量也将需要我们重新审视。

投资角度来看，除小米自身的成长潜力外，我们建议从两个维度寻找投资机会：

1) 小米新零售模式的成功，一方面验证了传统线下零售渠道效率提升的巨大空间，注入互联网基因、融合全渠道、数据化运营，推动人、货、场三要素重构，线下渠道变革有望带来惊喜；另一方面，除前端引流及业态创新外，小米高性价比爆款的产品策略，也反应了新一代消费者品质为核心的消费升级诉求。掌控后端供应链资源的“制造型零售”公司将是时代主旋律，建议重点关注这一趋势在行业新零售变革中的借鉴意义。

2) 一如苹果带动的苹果产业链公司、阿里巴巴带动的阿里产业链相关公司等，小米未来作为生态型巨头公司，其成长势必也将使产业链上下游公司受益。从这一主线出发，建议重点关注小米模式对零售产业生态的影响和小米生态链上市公司。

风险提示

- 1.小米手机业务下滑：**智能手机行业竞争积累，小米国内市场面临苹果、三星为代表的国际品牌和华为、oppo、vivo为代表的国产品牌竞争，手机业务存在因竞争加剧、创新不足导致的下滑风险；
- 2.小米生态链产品线拓展风险：**小米生态链企业非小米直接控股，相关产品质量控制能力，以及新产品的拓展将极大影响小米自身产品线拓展，加上生态链公司自有品牌产品扩张，小米生态链产品线拓展存在低于预期风险；
- 3.新零售竞争加剧：**新零售是市场热点，阿里巴巴、腾讯、京东为代表的互联网公司均已着手布局线下业务。加之传统线下零售公司竞争，小米新零售门店拓展存在不达预期风险；
- 4.小米生态用户变现能力低于预期：**小米生态体系用户消费能力整体弱于苹果。用户品牌忠诚度、付费意愿等仍有待时间验证，用户价值变现存在低于预期风险。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 叶群：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。