

小米集团

多行业多维度，看小米生态链精髓

小米物联网，软硬兼施开拓 IoT 产业。小米凭借完善的生态链和良好的硬件销售，按连接数计算（除去手机和电脑）目前市场份额达到 1.7%，已经处于全球领先的地位。从商业模式来看，小米当下依靠扩张硬件销售规模，以及孵化硬件企业打造生态链，提升硬件销售额获取回报；而薄利多销的发展思路表明，未来更多的企业价值在于小米所掌握的数据流量。

小米在物联网上的布局思路清晰，发展模式目前来看比较合理。公司在平台、终端、模组、芯片等细分领域上持续发力，丰富 IoT 战略，也一定程度上引导产业发展，加快不同领域的商业化变现，小米物联网模式的成功对于 A 股上市公司估值有参考意义，或带动平台型 A 股公司估值提升。

小米家电，做大硬件入口、成就互联生态。家电产品的制造成熟度高，小米只要把控其中核心的设计、品牌、品控、供应链、渠道等方面，并优化中间环节，硬件产品依然有利可图；在部分格局未定和部分新兴家电领域中，小米生态专注于核心功能，高性价比的爆款战略效果明显，有望从产品的跟随者成为行业领先者，且在份额的不断提升情况下，持续提供稳定盈利。

但我们认为：由于竞争影响因素的差异，在传统大白电、厨电领域中，产品试错率低，消费者重点关注耐用性和可靠性，小米生态难以形成较大冲击，智能化品类只有有望成为传统产品的互补性产品；在黑电领域中，产品口碑已经形成，或成为增长黑马；在新兴细分小家电领域中，消费者尝鲜付出的成本较低，粉丝的促进作用和线上销售的优势明显，小米或不断提升占有率，并持续引领市场风向。

小米互联网服务，低收入撬动高毛利，依托渠道生态进行内容变现。MIUI 的 1.9 亿 MAU 支撑起小米互联网服务业务近百亿收入。我们认为，占比近一半的广告业务开发已经较为充分，单用户广告收入与主流互联网公司差距不大；在游戏、数字内容等增值服务上，小米作为渠道将受益于行业付费红利，但龙头用户规模优势已经形成的情况下，后发的小米要跑赢行业增速做大做强将面临不小的压力。小米互联网服务业务未来的两大突破口：进军海外市场+基于硬件生态在新场景下提供尚未有巨头抢占的创新服务。

小米供应链。小米供应链战略的成功，本质上是其作为互联网硬件公司资源整合的成功。小米所采用的分批预售模式使得公司在供应链的资金流上得到保障，最小化不确定影响；研发链与供应链结合，“高响应型”供应链几乎能够实现零仓储成本，同时优化供应链管理，持续打造高性价比产品。

小米新零售。小米推行信息爆炸中诞生的精品零售，促进供给侧改革，提升产品品质；砍掉品牌溢价，得到更优厚的售价；精品 SKU 大幅提升消费者购物效率。对比竞争对手，公司导流机制丰富且获客成本低，供应链管理和线下布局不断成功推广，产品经理不断形成人才壁垒。

关注投资标的：日海通讯（物联网云+端布局）；宜通世纪（jasper 物联网平台）；高新兴（物联网终端）；闻泰科技（红米 ODM）；共达电声（万魔声学子公司为大股东）；开润股份。

风险提示：物联网推进不及预期；芯片/模组市场格局混乱；运营商相关补贴落地不及预期；原材料价格大幅波动；家电新品推出受阻；家电细分领域竞争加剧。

作者

分析师 林寰宇

执业证书编号：S0680518050001

邮箱：linhuanyu@gszq.com

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 林起贤

执业证书编号：S0680518040001

邮箱：linqixian@gszq.com

联系人 徐斌毅

邮箱：xubinyi@gszq.com



内容目录

小米专题：从小米看物联网	8
1.1 小米的“硬+软”模式如何开拓物联网产业？	8
1.1.1 投资孵化企业如何构建 IoT 生态	9
1.1.2 从细分行业看小米 IoT 战略规划	11
1.2. 物联网行业处于什么阶段，小米上市会带来什么影响？	15
1.2.1 平台	16
1.2.2 芯片	17
1.2.3 模组	19
1.3. 小米的估值怎么评判，对于 A 股物联网标的参考意义？	22
1.4. 投资建议	23
小米专题：小米家电，做大品牌、成就生态	23
2.1 小米家电，硬件为魂、生态链共建	23
2.1.1 小米所切入家电产品领域特点明显	24
2.1.2 全面的智能产品化，加深用户绑定力度	25
2.2 细分领域占据优势竞争地位	26
2.2.1 产品功能聚焦，关注消费者核心痛点	27
2.2.2 爆款既有设计感又具备性价比，影响力不断叠加	28
2.2.3 生态产品不断外延，小米依然聚焦核心圈产品	30
2.3 家电产品依托生态渠道，提升整体效率，增强相对优势	37
2.3.1 线上入口：打造精品，聚焦核心用户	37
2.3.2 线下入口：体验式门店，重塑零售格局	38
2.4 小米家电产业链公司未来预期	38
小米专题 互联网服务业务：低收入撬动高毛利，依托渠道生态进行内容变现	40
3.1 互联网服务总览：以 MIUI 系统及其内置应用生态为中心的流量变现	40
3.2 理解小米服务业务价值的出发点：国内流量红利渐尽背景下，硬件厂商作为流量入口有较高价值	43
3.3 小米 V.S. 苹果：在流量变现上，二者差异在哪？	44
3.3.1 同是硬件厂商的流量变现，小米互联网服务的盈利能力与苹果相比有较大差距	44
3.3.2 小米互联网服务收入依赖广告和游戏，苹果则除了游戏分发，还受益于云服务和数字内容付费	46
3.3.3 小米苹果互联网业务变现差异的根源何在？	47
3.4 在小米互联网服务中占比过半的广告收入，还有多少空间？	48
3.4.1 当前小米广告开发是否已经较为充分？	48
3.4.2 小米广告单价还能再增长吗？	50
3.5 增值服务：在用户付费习惯逐步形成期，小米是否可能复制苹果的成长历程？	51
3.5.1 苹果内容服务业务的成功，主要在于平台份额已经行业领先	51
3.5.2 占比约 1/4 的游戏收入是否还有拓展空间？行业增速放缓，腾网两强格局形成，小米作为渠道商仍有一席之地，但在发行领域前进空间较小	53
3.5.3 其他增值服务是否有较高成长性？阅读、音乐、视频行业均处于高速成长期，但国内市场龙头已经迅速卡位	54
3.5.4 云服务：小米能成就中国下个 iCloud 吗？跨终端用户规模少，付费习惯培养难度较高，行业竞争激烈	61
3.5.5 小米互联网服务业务流量变现能力及空间的总结	62
3.6 当前小米互联网获客成本较低，未来有没提升的风险？	63
3.6.1 较低的互联网服务获客成本真的低吗？获客环节前置，获客费用高于互联网平台公司	63
3.6.2 未来小米互联网服务获客成本会提高吗？	64

3.7 小米互联网业务的两大核心突破口	65
3.7.1 海外市场占领	65
3.7.2 万物互联生态创造新场景、新服务	68
小米专题：小米硬件生态+供应链	69
4.1 智能手机位于小米生态链布局核心位置	71
4.1.1 供应链强化，逆势增长	71
4.1.2 闻泰科技：红米 ODM 厂商受益于海外新兴市场增长	73
4.2 围绕智能手机拓展周边配件市场	74
4.2.1 以蚂蚁市场为切入点，爆款迭出	74
4.2.2 共达电声：小米耳机供应商万魔声学子公司成为第一大股东	75
4.3 全球最大 IoT 平台	76
4.3.1 强化性价比优势，扩大生态圈，强化粘性	76
4.3.2 华米科技：小米手环独家供应商，可穿戴领域最惠合作伙伴	78
小米专题：小米的新零售	80
5.1 在信息爆炸中诞生的精品零售	80
5.1.1 电商的新零售之路	80
5.1.2 精品电商的优势	80
5.2 精品电商内部格局	81
5.2.1 求同存异的精品电商	81
5.3 小米的渠道布局	84
5.3.1 小米商城	84
5.3.2 小米之家	84
5.3.3 有品	85
风险提示	86

图表目录

图表 1: 全球消费级 IoT 硬件销售额 (单位: 十亿美元)	8
图表 2: 全球消费级 IoT 终端个数 (单位: 亿个)	8
图表 3: 消费级 IoT 硬件单价 (单位: 美元)	8
图表 4: 2017 年按连接数计算的消费级 IoT 市场份额	9
图表 5: 2017 年部分互联网公司获客成本 (单位: 美元)	9
图表 6: 2017 年部分互联网公司用户 ARPU 值 (单位: 美元)	9
图表 7: 顺为资本投资部分小米生态链公司	10
图表 8: 小米股权投资价值回报 (单位: 亿元)	10
图表 9: 小米生态链系统	11
图表 10: 小米智能家居部分产品	11
图表 11: 小米 MIOT 平台合作伙伴	12
图表 12: 运营商 NB-IoT 套餐模式	12
图表 13: Gartner 预计已连接设备数量 (单位: 亿台)	13
图表 14: 爱立信预计已连接设备数量 (单位: 亿台)	13
图表 15: 小米模组产品	14
图表 16: 小米松果 NB-IoT 芯片特点	14
图表 17: 小米松果芯片	14
图表 18: 全球物联网产业图谱	15
图表 19: 国内物联网产业图谱	15
图表 20: 全球物联网平台竞争力	16

图表 21: 英特尔、台积电和三星 IC 发展制程历程	17
图表 22: 芯片是物联网核心	18
图表 23: 物联网芯片市场规模预测 (亿美元)	18
图表 24: 主要物联网芯片厂商及产品	19
图表 25: NB-IoT 模组参考设计图	20
图表 26: 我国无线模组市场规模预测 (单位: 亿元)	20
图表 27: 2015 年全球蜂窝模组厂商市场份额 (出货量)	20
图表 28: 主要物联网模组厂商及产品	20
图表 29: 小米估值拆分	22
图表 30: 小米家电从以高性价比为旗帜, 不断提升品牌影响力, 逐步向高端化产品进军	23
图表 31: 产品领域的特点, 黑电、空气净化器、净水器、扫地机器人	24
图表 32: 小米投资主要生态链企业情况	25
图表 33: 米家 APP 的全面控制	26
图表 34: 米家 APP 可控制家电产品约为 80 个	26
图表 35: 小米产品定位原则	27
图表 36: 小米产品定位聚焦	28
图表 37: 产品设计感领先, 同时有不少家电产品获得设计大奖	28
图表 38: 小米家电产品价格区间处于行业均价中下游 (单位: 元)	29
图表 39: 整体 SKU 数量精简, 提升规模化生产优势, 降低无效库存	29
图表 40: 小米产品品控体系	29
图表 41: 小米生态企业收入规模快速扩大 (范围不仅限于家电类小米生态企业)	30
图表 42: 行业的成熟程度和行业格局决定了互联网企业最可能对小家电和黑电产生冲击	30
图表 43: 核心产品层以小米和米家品牌为主	31
图表 44: 拓展产品层, 产品类型不断丰富, 向传统白电、厨电和细分小家电拓展	32
图表 45: 黑电产品迭代加速, 产品布局逐步完善	32
图表 46: 电视可选尺寸不断增加, 性价比依然明显	33
图表 47: 全球液晶电视市场下滑, 短期需求透支	33
图表 48: 中国市场电视出货量在 2017 年大幅下滑, 价格竞争短期透支了市场需求	33
图表 49: 全球出货整体下滑背景下, 小米增速显著领先	34
图表 50: 2018 年五一期间线上销售前 10 名	34
图表 51: 空气净化器市场重新进入爬升阶段, 2017 年市场规模 162 亿元人民币	35
图表 52: 空气净化器逐步多元化, 满足消费者不同需求; 保持 1 年 1 迭代的产品更新速度, 维持市场热度	35
图表 53: 2017 年 1-12 月重点区域优良天数变化	36
图表 54: 2018 年 1-3 月重点区域优良天数变化	36
图表 55: 2017 年 1-12 月重点区域 PM2.5 变化	36
图表 56: 2018 年 1-3 月重点区域 PM2.5 变化	36
图表 57: 净化器市场需要更多的差异化竞争, 复合型产品需求提升	36
图表 58: 大 CADR 产品零售额占比提升, 小米 MAX 符合市场变化	36
图表 59: 小米空气净化器均价大幅低于各个渠道市场均价	37
图表 60: 小米商城的粉丝经济不断强化, 实现产品-用户-产品的闭环	37
图表 61: 精品电商依然大有可为	38
图表 62: 小米之家数量爆发式增长	38
图表 63: 雷军系下的小米集团及顺为资本投资领域广泛	39
图表 64: 小米生态产业企业未来预期	39
图表 65: MIUI 月活数据及增速 (亿人)	40
图表 66: MIUI 与其他主流移动互联网平台月活数据对比 (亿人)	40
图表 67: "米粉卡"资费情况	41

图表 68: 互联网服务板块收入 (亿元, %)	41
图表 69: 单用户互联网服务收入 (元)	41
图表 70: 小米业务拆分 (亿元)	42
图表 71: 小米各业务毛利率情况 (%)	42
图表 72: 互联网服务板块收入结构 (%)	42
图表 73: 互联网服务板块各子业务毛利率 (%)	43
图表 74: 广告推广业务收入及增速 (亿元, %)	43
图表 75: 游戏收入及增速 (亿元, %)	43
图表 76: 2017年3月-2018年3月中国移动互联网月度活跃设备数 (亿台, %)	44
图表 77: 中国移动互联网用户月度总使用时长 (千亿分钟)	44
图表 78: 中国移动互联网用户人均单日使用时长 (分钟)	44
图表 79: 小米互联网服务收入规模低于苹果, 但收入增速更高 (亿人民币)	45
图表 80: 2016-2017 小米和苹果互联网服务业务收入及单用户收入对比 (元)	45
图表 81: 2017年全球领先互联网公司单月活用户服务收入 (美元)	45
图表 82: 2015-2017 小米和苹果互联网服务占总收入比重均呈现上升趋势 (%)	46
图表 83: 2017年互联网服务板块收入结构中, 苹果以增值服务为主, 小米涵盖广告和增值服务 (%)	46
图表 84: 小米增值服务收入结构中游戏分发占比近6成 (%)	47
图表 85: 2017年苹果增值服务收入结构中应用商店占比超过4成 (%)	47
图表 86: 小米公司的增值服务布局	47
图表 87: 2017年4月小米粉丝性别分布 (%)	48
图表 88: 2017年4月小米粉丝年龄分布 (%)	48
图表 89: 2017年4月小米和锤子用户城市等级分布 (%)	48
图表 90: 2017年4月小米和锤子用户消费能力分布 (%)	48
图表 91: 小米广告业务构成	49
图表 92: 小米广告平台资源	49
图表 93: 小米广告业务主要分发渠道	49
图表 94: "米盟"广告形式及价格	50
图表 95: 小米广告业务核心代理商矩阵	50
图表 96: 主要互联网公司月活及广告收入数据	51
图表 97: 2017年 App Store 和 Google Play 的市场份额 (%)	51
图表 98: 游戏类应用的营收占比 (%)	51
图表 99: 2017年在线视频的市场份额 (%)	52
图表 100: 2017年主要音乐流媒体软件的用户规模对比	52
图表 101: 2017年主要云储存服务收入和用户规模对比	52
图表 102: 2009-2018Q1 年手游行业规模及增长率 (亿元, %)	53
图表 103: 2017Q2 中国第三方应用商店市场季度活跃用户渗透率 TOP10	53
图表 104: 2016-2018Q1 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)	54
图表 105: 2011-2018 中国数字阅读市场规模及预测 (亿元, %)	54
图表 106: 在线视频付费率 (%)	55
图表 107: 数字阅读用户付费意愿及金额	55
图表 108: 阅文和掌阅运营和付费情况	55
图表 109: 2015-2017Q2 移动阅读头部产品渗透率变化 (%)	55
图表 110: 2015-2017Q2 移动阅读二梯队及以下产品渗透率变化 (%)	56
图表 111: 网络视频行业用户规模及增速 (亿人, %)	56
图表 112: 2014-2017E 中国网络视频整体付费用户渗透率预测 (%)	56
图表 113: 综合视频网站竞争格局	57
图表 114: 2017年12月在线视频 APP 月活用户规模 (万人)	57

图表 115: 各大视频网站 2014-2017 目标用户市场渗透率 (%)	57
图表 116: 各平台用户付费用户数/MAU/付费率	57
图表 117: 各大视频网站会员剧数量 (部)	58
图表 118: 爱奇艺版权内容投入 (亿, %)	58
图表 119: 爱奇艺未来版权授权协议最低付款金额 (百万)	58
图表 120: 小米视频对接爱奇艺版权内容	58
图表 121: 小米智能电视/小米盒子产品一览	59
图表 122: 2017 年 1-7 月在线音乐 APP 行业月活用户规模及增速 (人, %)	59
图表 123: 2013-2017E 中国数字音乐付费额及渗透率 (亿元, %)	59
图表 124: 各国版权方在唱片销售中的分成比例 (%)	60
图表 125: 数字音乐商业模式多元化	60
图表 126: 2017 年中国主要在线音乐 APP 同领域用户渗透率 (%)	60
图表 127: 2017 年 7 月典型在线音乐 APP 月度总使用时长 (分钟)	60
图表 128: 直播市场增速放缓 (亿人民币)	61
图表 129: 2015 年-2017 年直播 APP 使用时长变化 (万分钟)	61
图表 130: 2017Q1-2017Q4 主流娱乐直播平台移动全网用户渗透率变化	61
图表 131: 2018Q1 全球平板电脑市场份额 (%)	62
图表 132: 2017Q4 全球 PC 电脑市场份额 (%)	62
图表 133: 云储存产品付费转化率	62
图表 134: 全球领先的五家互联网公司获客成本 (美元)	63
图表 135: 小米单部手机及单个新增月活用户获取成本	64
图表 136: 2017 年小米单部手机销售费用与其他互联网公司单个新增月活销售费用对比 (元)	64
图表 137: 2012Q1-2018Q1 Facebook 单个新增月活销售费用及单季度销售费用率推移 (美元, %)	65
图表 138: 全球主要互联网国家分布图	66
图表 139: 印度互联网人口、城镇人口及总人口 (亿)	66
图表 140: 印度不同家庭收入的人口数量	66
图表 141: 2013-2020 印度移动经济 GDP 变化趋势 (单位: 十亿美元)	66
图表 142: 印度/其他国家金融类产品获客单价比较 (美元)	67
图表 143: 印度金融类/全品类产品获客单价比较 (美元)	67
图表 144: 印度新闻资讯 APP 排行榜 (2017 年 8 月)	67
图表 145: 中国新闻资讯 APP 排行榜 (2017 年 8 月)	67
图表 146: 印度短视频 APP 排行榜 (2017 年 8 月)	68
图表 147: 中国短视频 APP 排行榜 (2017 年 8 月)	68
图表 148: 2017Q4/2018Q1 智能手机销售商按出货量计算的市场份额排名	68
图表 149: 小米政企服务部分合作客户	69
图表 150: 小米硬件生态布局	69
图表 151: 选定市值 150 亿美元以上互联网公司获客成本	70
图表 152: 小米供应链梳理	70
图表 153: 全球市场 2017Q4 出货量增速	71
图表 154: 中国市场 2017Q4 出货量增速	71
图表 155: 全球智能机价格占比	72
图表 156: 中国智能机价格占比	72
图表 157: 小米手机覆盖对各价位覆盖齐全	72
图表 158: 中国市场集中度进一步提升	73
图表 159: 2015 年各品牌自研委外比	73
图表 160: 闻泰科技前五大客户占比	73
图表 161: 200-300 美元智能机出货量增速	74

图表 162: 中国市场与新兴市场智能机渗透率仍有提升空间.....	74
图表 163: 传统供应链示意图.....	75
图表 164: 小米供应链中间环节明显减少.....	75
图表 165: 耳机耳麦线上销售价位分布.....	76
图表 166: 各价位同比增长率(2017.01-08).....	76
图表 167: IoT 市场集中度较低.....	77
图表 168: 小米产品价格低于竞品(元).....	77
图表 169: 小米物联网产品性价比优于竞品.....	77
图表 170: 物联网终端数量(十亿个).....	78
图表 171: 主要可穿戴设备供应商出货量(百万)与市场份额情况.....	78
图表 172: 中国可穿戴设备市场主要供应商(2017Q1-3).....	79
图表 173: 华米科技销售费用率较低.....	79
图表 174: 智能手环价格对比(元).....	79
图表 175: 智能手表价格对比(元).....	79
图表 176: 精品电商年龄分布.....	81
图表 177: 网购城市层级构成.....	81
图表 178: 精选电商对比.....	82
图表 179: 网易优选总有效用户.....	83

小米专题：从小米看物联网

1.1 小米的“硬+软”模式如何开拓物联网产业？

小米将自己定义为一家互联网企业，但对小米这样一家拥有绝对硬件销售额的企业来说，这里的互联网理解成物联网或许更加贴切。

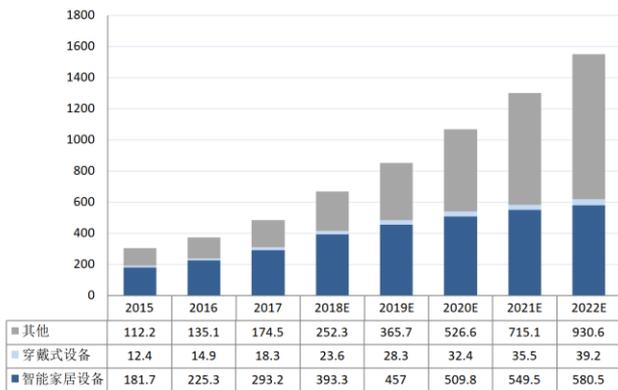
从商业模式来看，小米当下依靠扩张硬件销售规模，以及孵化硬件企业打造生态链，提升硬件销售额获取回报；而薄利多销的发展思路表明，未来更多的企业价值在于小米所掌握的数据流量。

小米的物联网布局顺应时代的发展，也和雷军口中的顺势而为相吻合。

迈过PC互联网，移动互联网时代，物联网时代近在眼前。庞大的连接数不仅会带来相关硬件设备的爆发增长，每一个连接的收费也会相当可观。从消费级IoT连接数和销售规模的增长可以看出物联网正在逐步临近。

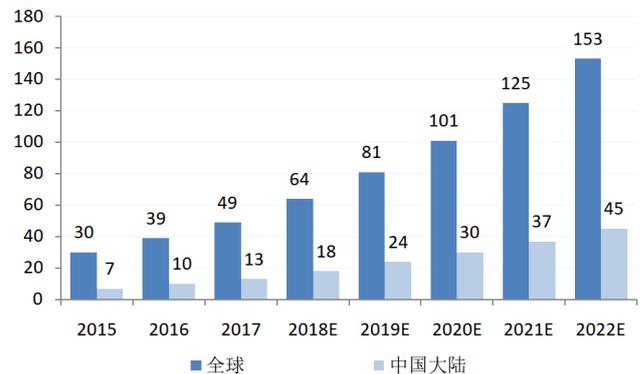
2017年全球消费级IoT硬件销售额4860亿美元，小米占大约**0.75%**的份额，达到235亿人民币；2017年全球消费级IoT终端个数达到49亿个，小米占**1.7%**的份额，超过8000万个（截至2017年12月31日）。

图表1：全球消费级IoT硬件销售额（单位：十亿美元）



资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

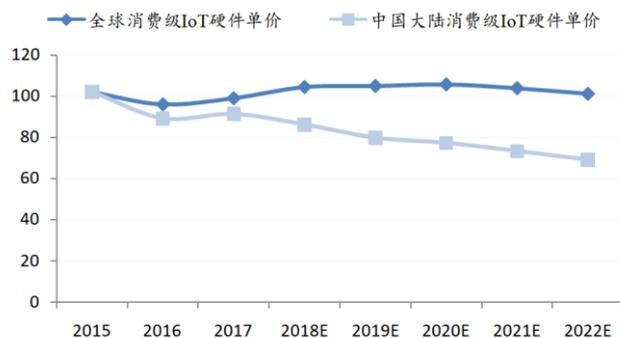
图表2：全球消费级IoT终端个数（单位：亿个）



资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

而从消费级IoT硬件单价可以看出，价格缓慢下行，中国大陆由于常年价格比拼激烈降价幅度更甚，年均降幅超过**5%**。所以物联网企业（尤其是国内）通过硬件销售获取的利润会有一定缩水。

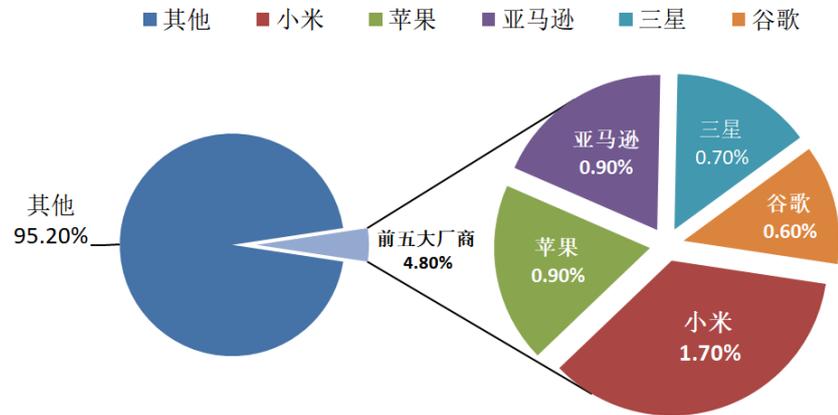
图表3：消费级IoT硬件单价（单位：美元）



资料来源：小米招股说明书、国盛证券研究所

但目前连接数较分散，小米凭借完善的生态链和良好的硬件销售，按连接数计算（除去手机和电脑）目前市场份额达到1.7%，已经处于全球领先的地位。未来不排除各家厂商争夺份额降价营销的可能。所以我们认为，未来物联网硬件（包括配套设备）的收入规模增长看量不看价，但利润水平或有承压。

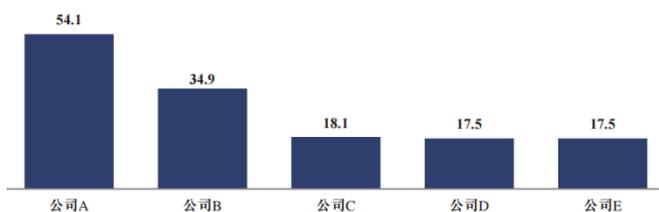
图表 4: 2017 年按连接数计算的消费级 IoT 市场份额



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

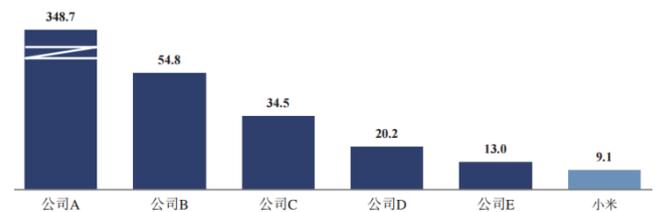
而同时，相较于互联网厂商普遍 100 元以上的单用户获客成本，小米通过硬件销售带来的用户不仅具有高粘性，还可以赚取一定的利润。在互联网收费上，小米的单用户互联网收费也与其他互联网公司相去甚远，未来仍有增长的空间。

图表 5: 2017 年部分互联网公司获客成本 (单位: 美元)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 6: 2017 年部分互联网公司用户 ARPU 值 (单位: 美元)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

所以，小米在物联网上的布局思路清晰，发展模式目前来看比较合理。保持了稳定的现金流的同时，积蓄了较好的数据流，未来物联网业务的发展值得期待。

1.1.1 投资孵化企业如何构建 IoT 生态

雷军的早期标签是中国最早一批的天使投资人，所以除了小米本身的发展之外，雷军的投资系三驾马车：顺为资本、顺为创业、小米科技帮助小米不断完善生态链和投资版图

的规划。顺为创业更多投资天使轮的企业，顺为资本的投资集中于 A 轮和 B 轮，而小米科技则会更多选择对自身具有战略价值的企业进行投资。自小米 2013 年开展生态链计划之后，顺为资本与小米科技的协同显著增多。目前顺为资本与小米科技合投企业超过 60 家。

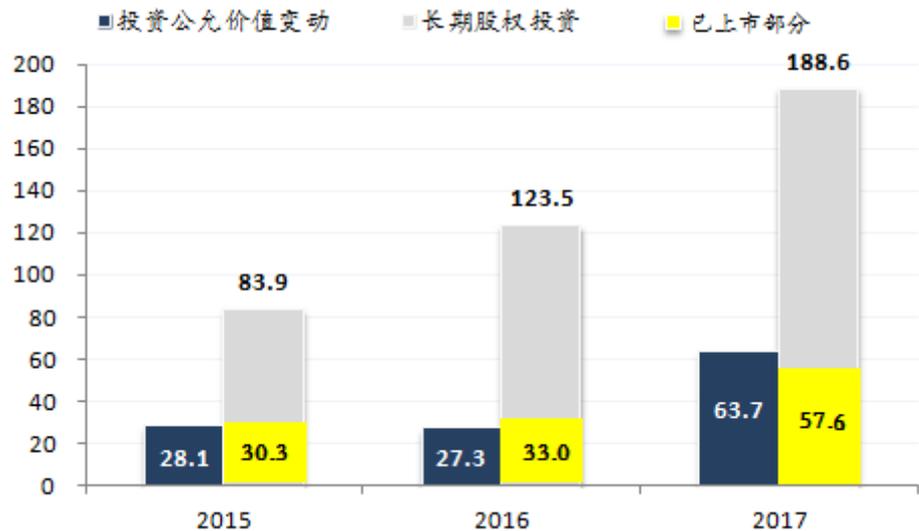
图表 7: 顺为资本投资部分小米生态链公司

	投资轮次	公司产品
悦米科技	A 轮	机械键盘
小寻科技	天使轮	儿童手表
华米科技	A 轮	可穿戴设备
润米科技	A 轮	旅行箱
睿米	天使轮	车载智能产品
青米科技	A 轮	智能家居产品
纯米科技	A 轮	厨房家电产品
绿米	A 轮	智能家居产品
万魔声学	A 轮	耳机产品

资料来源: IT 桔子、国盛证券研究所

截至 2018 年 3 月 31 日，小米投资或孵化超过 210 家公司，其中超过 90 家公司业务专注于智能硬件和生活消费产品，生态链规模完善。小米的投资旗下已经诞生了部分上市企业，包括华米科技(美股上市)、万魔声学(共达电声控股股东)、动力未来(新三板)、润米科技(开润股份子公司)等明星公司。

图表 8: 小米股权投资价值回报(单位: 亿元)



资料来源: 小米招股说明书、国盛证券研究所

而小米会为生态链企业提供早期的资金以及人力、管理等方面的支持，并持有其少数股权；并且在产品研发、供应链管理、品牌推广、零售给予大力支持。小米生态链发展至今，一个企业的产品如果被纳入小米生态链，会直接引爆销量，品牌价值开始凸显。

为何要建立小米生态?

科技时代的演进，在近几十年，是由 PC 互联网时代->移动互联网时代->未来的物联网

时代。

而这几个时期的差别，更多集中在同时在线的数据源差别。PC互联网达到了1亿级别，移动互联网上升到十亿级的用户同时在线。而物联网时代，将会有百亿甚至千亿的连接同时在线，而这上百亿的连接，就是生态孕育的结果。

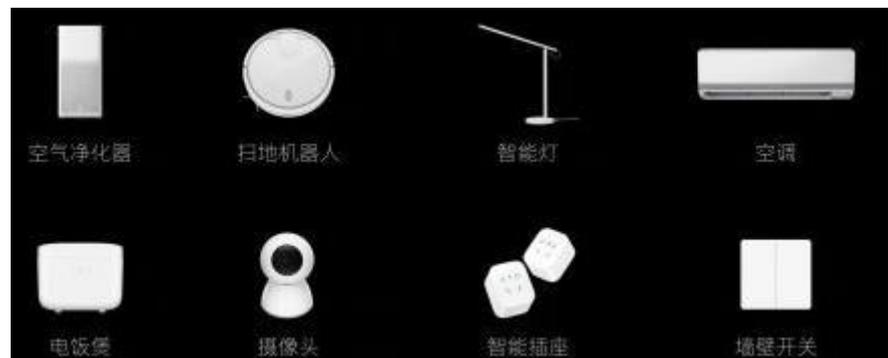
图表 9: 小米生态链系统



资料来源：国盛证券研究所整理

有句话说得好：苹果的生态在个人，小米的生态在家庭。从小米在IoT布局的情况看，以智能家居为入口，试错成本较低，设备扩散较快。

图表 10: 小米智能家居部分产品



资料来源：小米官网、国盛证券研究所

1.1.2 从细分行业看小米 IoT 战略规划

平台

小米拥有最大的消费级 IoT 平台，连接超过 1 亿台设备，排名全球第一（不包括智能手机和笔记本电脑）；日活设备超过 1000 万，接入设备超越 800 种，合作伙伴超过 400 家，设备分布遍布全球。

图表 11: 小米 MIOT 平台合作伙伴



资料来源: 小米开发者大会、国盛证券研究所

平台的用户数含金量十足，从 6000 万台设备，到 8000 万，再到现在突破一亿；连接的设备数是未来发展的基础，类比腾讯的发展模式：当微信的用户规模发展到一定量级，推广产品变得轻而易举，收入利润自然也有保证；更重要的，连接数的规模会为未来的竞争打下坚固的护城河。

物联网平台是信息与数据的汇聚点，也是实现真正意义的价值变现的核心环节。目前，平台以及数据的变现模式也正在不断探索和完善。目前的收费模式普遍为运营收入以及分成。

虽然单个连接收取的费用很低，但是由于物联网连接数规模的庞大，整体的收入规模依然可观。

按照国内三大运营商的物联网收费模式 (CMP) 来看，单个连接的收费大约在 **20 元/年**；而 AEP 平台单个连接收费大约 **60 元/年**。

根据前文对连接数的预估，小米 2021 年所拥有已连接的设备数量（不包括智能手机和笔记本电脑）大约在 **5-6 亿个**。那么每年的收入规模至少在**百亿以上**。同时，平台的轻资产运营将带来较高的毛利率，提供可观利润。

图表 12: 运营商 NB-IoT 套餐模式

中国移动	A 档		B 档						
	20 元/卡/年		40 元/卡/年						
中国联通	流量分类	资费计划内全国流量 (月)	VPDN 定向流量		互联网流量				
			价格 (元)	包外资费	价格 (元)	包外资费			
	极小流量	1MB	1.2		1				
		3MB	1.5	0.0003 元/KB	1.2	0.0003 元/KB			
		5MB	1.8		1.4				
中国电信	连接服务费	包年套餐 (元/户/年)		生命周期套餐 (元/用户)					
		2 年	3 年	4 年	5 年	6 年	7 年	8 年	
		20	35	50	65	80	90	100	105
	高频功能费	20 元/户/高频使用							

资料来源: 国盛证券研究所, 公开资料整理

做平台的门槛相对较高，不论是终端用户还是资金都是硬门槛。大厂商做平台的优势在于有成熟的终端用户和硬件的生产能力，小厂商做平台相对困难，要设计、开模，送样、量产，前期投入非常高。投入完之后，销售、渠道、物流、仓储、售后等等问题考验销

售情况。不像大厂商有比较成熟供应链系统。所以小厂商切入平台的难度很高。而对于大厂商来说，做好平台的先行条件，良好的生态链便至关重要。

终端

刚提到，小米从智能手机、智能家居入手，切入物联网终端侧，培养用户习惯，扩张连接数规模；未来物联网的连接数暴增会带来相应终端的放量。

在可见的几年内，小米所深耕的消费级 IoT 产品终端价格不菲，从一百到几千不等。小米的 IoT 与生活消费产品收入从 2015 年的 86.9 亿元增长到 2017 年的 234.5 亿元，CAGR 达到 64.27%。这部分的收入占整体营收的比重也从 2015 年的 13% 增长到 2017 年的 20.5%，这还是在 2017 年小米手机爆发增长的背景下。

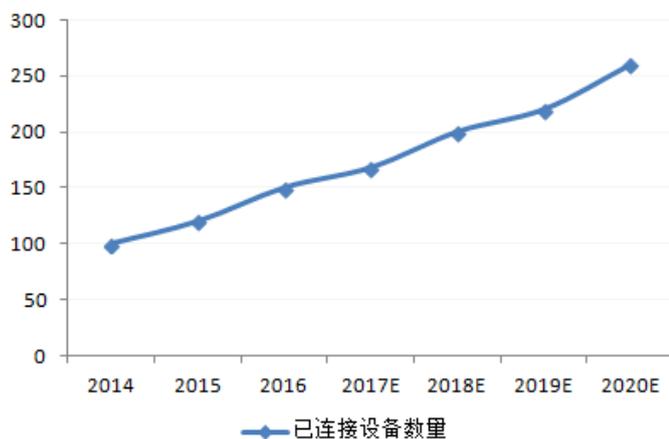
小米生态链企业的贡献已经不可忽视，像华米科技的小米手环累计销量 3000 万只以上；紫米电子的小米移动电源单年销量超过 2000 万；智米科技的小米空气净化器年销量也达到 100 万台，销售额超 10 亿。

随着连接数进一步增长，普惠科技将使得智能硬件的销量进一步增长。

测算：

按连接数计算（不包括智能手机和智能），小米目前市场份额大约 1.7%，据 Gartner 预测，到 2020 年，全球物联网设备接入量将会达到 260 亿；据爱立信预测，到 2021 年，已连接设备数量达 280 亿，其中非蜂窝 IoT 设备达到 142 亿；17 年预计（非蜂窝）连接设备数大约 60 亿（参考小米 1.7% 市场份额）。

图表 13: Gartner 预计已连接设备数量 (单位: 亿台)



资料来源: Gartner、国盛证券研究所

图表 14: 爱立信预计已连接设备数量 (单位: 亿台)

	15 billion	28 billion	CAGR 2015-2021
Cellular IoT	0.4	1.5	27%
Non-cellular IoT	4.2	14.2	22%
PC/laptop/tablet	1.7	1.8	1%
Mobile phones	7.1	8.6	3%
Fixed phones	1.3	1.4	0%
	2015	2021	

资料来源: 爱立信、国盛证券研究所

2017-2021 年，年均非蜂窝连接数增量大约为 $(142-60)/4 \approx 20$ 亿。假设小米占其中的份额从 1.7% 上升至 3%-5%，则每年小米的新增连接数量大约在 6000 万个-1 亿个。而小米自 2013 年开启生态链计划，5 年时间，激活 1 亿连接设备，年均 2000 万个连接。累计智能硬件收入（不含智能手机和笔记本电脑）大约 500 亿收入，单设备价格平均约 500 元。假设终端价格保持稳定，那么由新增连接数带来的收入规模大约在 $(6000 \text{ 万} \sim 1 \text{ 亿}) * 500 = 300 \sim 500$ 亿元。

可见，终端在物联网连接数增长的大背景下，可以带来持续稳定增长的现金流。

模组

小米董事长雷军在 2017 年小米开发者大会上公开表示过，2014 年小米推出了 WiFi 模组、蓝牙模组，然后推出了“WiFi+蓝牙”模组，2017 年小米做了安全加密芯片；并计划 2018 年推出 NB-IoT 的模组。

2014 年，小米的 WiFi 模组成本是 22 元；如今，小米的 WiFi 模组成本在 10-20 元之间。如果小米推出 NB-IoT 模组，势必加速 NB-IoT 产业的快速商用。

图表 15: 小米模组产品

模组类型	模组型号	模组芯片
Wi-Fi 单模模组	MHCW03P	ESP8266 (乐鑫)
Wi-Fi 蓝牙双模模组	MHCWB3P	ESP32 (乐鑫)
蓝牙单模模组	MHCB01P	DA14580 (Dialog)
NB-IoT 模组		MDM9206 (高通)
		Boudica 120 (华为)
		MT2625 (联发科)
		RDA (锐迪科)
		松果芯片 (小米)

资料来源: 国盛证券研究所

芯片

小米在 2017 年发布了松果 NB-IoT 芯片, 将生态打造得更加成熟。

在这个自主可控被炒的沸沸扬扬的今天, 芯片似乎牵动了每一个国人的心。由于 IoT 芯片通手机芯片有一定区别, IoT 芯片相较于手机芯片对于通信 modem 的要求更高, 对 CPU 的要求低一些。所以通信 modem 便需要给高通或者华为付较多的专利费, 自研成本极高。

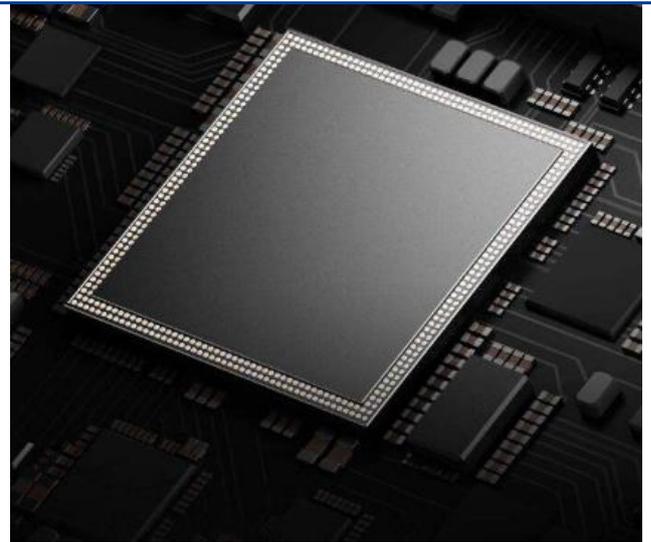
但就算仅仅是买的 wafer, 在交互等方面做改进并贴牌, 对于小米来说也意义重大。芯片自用以及供应给生态链企业, 也有不错的效果。

图表 16: 小米松果 NB-IoT 芯片特点



资料来源: 小米 IoT 开发者大会、国盛证券研究所

图表 17: 小米松果芯片

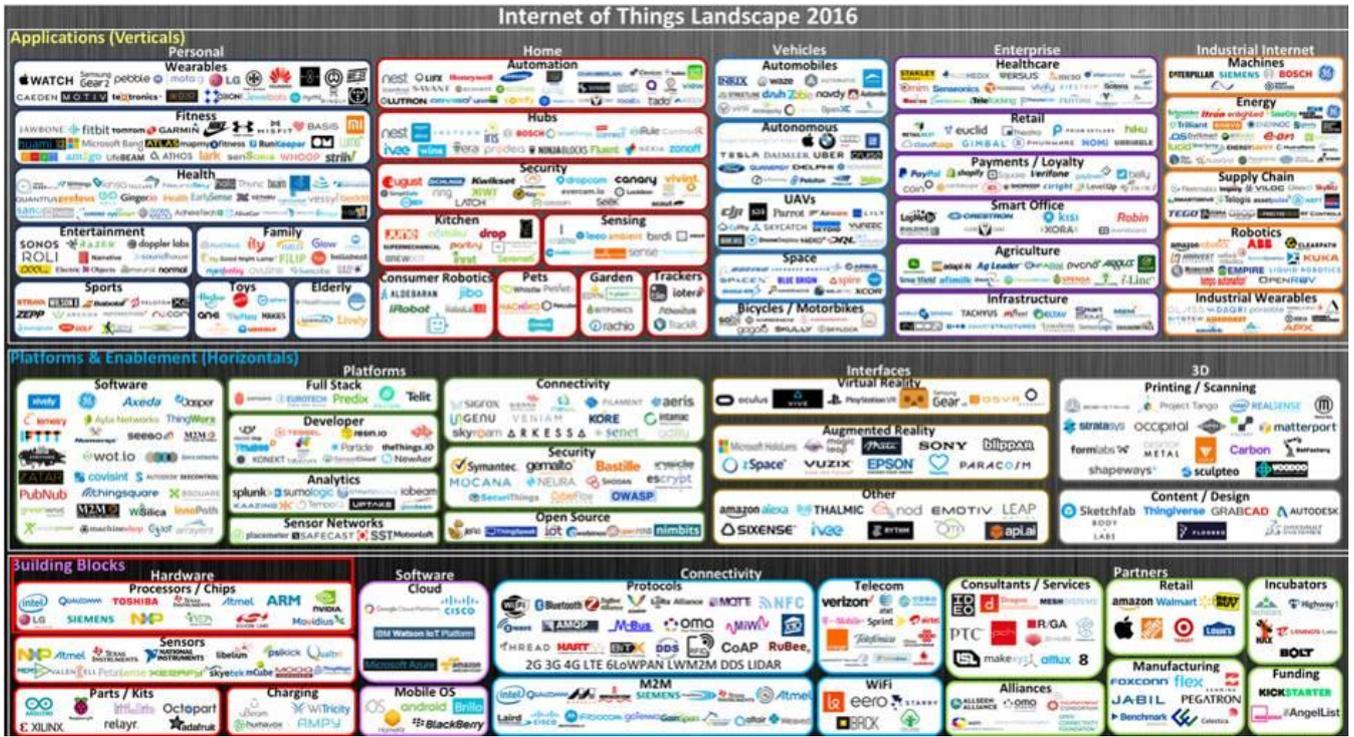


资料来源: 微博、国盛证券研究所

正如雷军所说: “小米要成为伟大的公司, 必须要掌握核心技术。” 所指非芯片莫属。

1.2. 物联网行业处于什么阶段，小米上市会带来什么影响？

图表 18: 全球物联网产业图谱



资料来源: FirstMark, 国盛证券研究所

图表 19: 国内物联网产业图谱



资料来源: 物联网智库, 国盛证券研究所

1.2.1 平台

物联网平台按照逻辑关系从下层到上层提供四大功能：终端管理、连接管理、应用支持、业务分析等主要功能。从而对应了物联网平台的四个类型：设备管理平台 DMP、连接管理平台 CMP、应用使能平台 AEP、业务分析平台 BAP。

根据 Nokia 预测，2025 年整个物联网产值将达 4000 亿欧元，DMP+CMP+AEP 平台市场加起来超过 500 亿欧元，产业链市场占比 12.5%。由于 AEP 平台和上层应用结合紧密，未来随着应用复杂化，AEP 平台从每个设备中收取的服务费用将逐渐提高，提升整个平台价值。根据 GSMA 预测，2020 年中国 M2M 连接数将达到 10 亿，预计中国 AEP 平台 2020 年产值 600 亿元左右。

设备管理平台 DMP

DMP 平台对物联网终端进行远程监控、设置调整、软件升级、系统升级、故障排查、生命周期管理等功能。

大部分的 DMP 平台厂商本身也是设备厂商。

收费模式：一般是整体报价收费，也有做完解决方案之后按月收取一定的运营管理费用。

连接管理平台 CMP

CMP 平台一般应用于运营商网络上，实现对物联网连接配置和故障管理、保证终端联网通道稳定、网络资源管理、连接资费管理、账单管理等。类似像和中国联通合作的 Jasper 平台、爱立信 DCP 平台和沃达丰 GDSP 平台。

收费模式：一般与运营商进行一定比例的分成。

应用使能平台 AEP

AEP 平台是提供应用开发和统一数据存储两大功能的 PaaS 平台，架构在 CMP 平台之上。提供二次开发，数据分析等功能。

收费模式：根据应用开发完成后激活设备数量收费。

业务分析平台 BAP

业务分析平台包含基础大数据分析服务和机器学习两大功能。

收费模式：收取建模费用和预测费用两项费用。建模收费按时间计费；预测费用按计算需要的内存容量收费。

目前国内的物联网平台处于发展初期，盈利能力还未释放，未来市场潜力巨大。而国际上看，Jasper、Microsoft 等在物联网平台具有较强的竞争力。

图表 20：全球物联网平台竞争力



资料来源：Gartner、国盛证券研究所

小米上市带来的影响

小米拥有全球最大的消费级 IoT 平台，连接超过 1 亿台设备，而平台的核心“MIUI”系统也拥有 1.9 亿用户。由于小米的硬件销售带来的利润偏薄，而占据的数据流量更被看重；小米的上市以及高估值水平将充分印证物联网平台在物联网产业中的地位。小米的上市将引导物联网企业更多的向小米的模式发展。

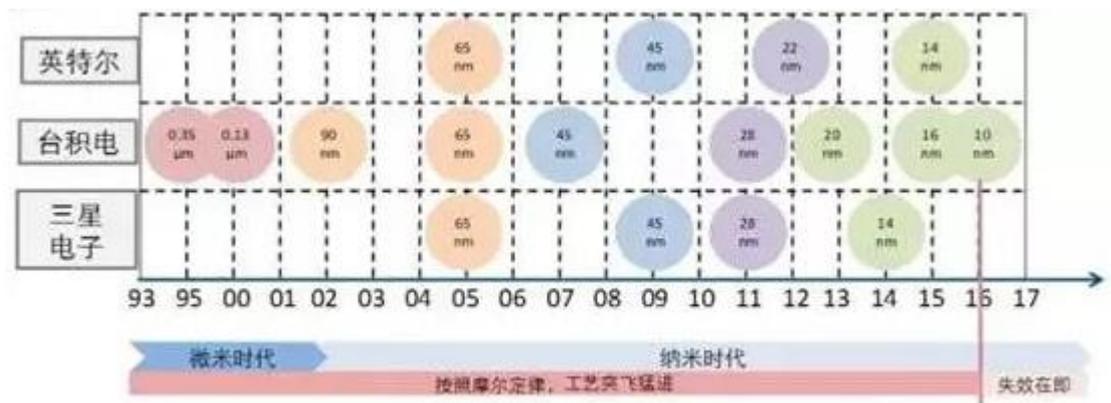
1.2.2 芯片

芯片位于物联网产业版图中的左下角部分，属于物联网基础设置层的硬件部分。物联网芯片特指内应用于物联网产业各领域中的含集成电路的硅片，体积很小，通常是物联网终端设备的一部分。

物联网芯片发展概述

自 20 世纪 90 年代起，芯片工艺制程的进步速度达到前所未有的高度。技术革新速度之快是物联网芯片处理能力提升的推动力，大量的传感器、通信芯片在物联网感知层、网络层与终端设备中使用。各大芯片厂商在角逐市场的同时，深耕技术，促进整个半导体行业突飞猛进。老牌芯片企业 Intel 自成立以来一直秉承着摩尔定律的信条，2006 年，提出“Tick-Tock”督促公司走在行业技术的前列。晶圆代工领袖台积电和后起之秀三星晶圆代工都在制程技术上不断发力，合力促进芯片技术进步。

图表 21: 英特尔、台积电和三星 IC 发展制程历程



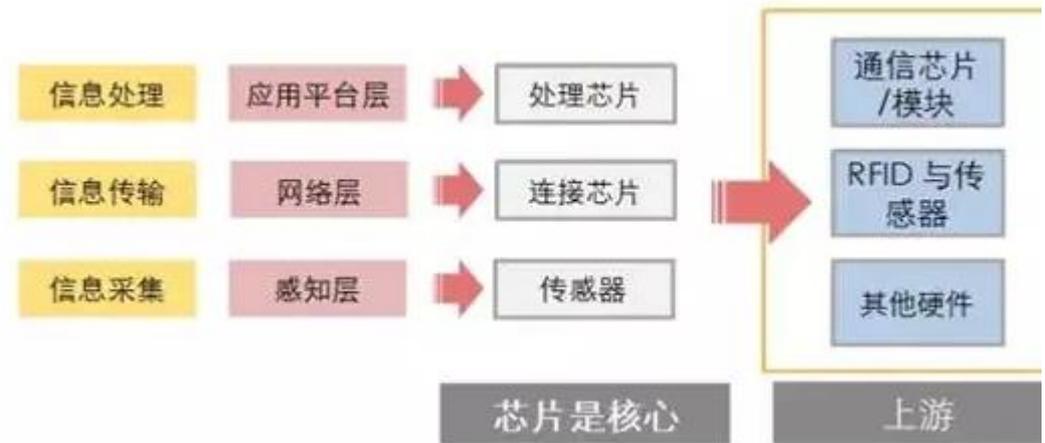
资料来源：国脉物联网、国盛证券研究所

IC 技术不断的跟进，一方面在技术上达到了物联网发展的要求，另一方面也迎合了消费者潜在需求。根据华强北电子元器件价格指数的走势，相较于 2010 年前的大幅波动，近五年来电子元器件的价格稳中有降，是电子信息技术向多领域的渗透的有利条件。

半导体受益发展，物联网核心

由于物联网的关键点在于实现“人与物”互联，采集信息、传输信息和处理信息都必须通过传感器、芯片的通讯功能与处理功能实现。为了达到智能化理念，传感器与芯片的性能成为了最终物联网建设质量的成败点，其核心作用不言而喻。

图表 22: 芯片是物联网核心



资料来源: 国脉物联网、国盛证券研究所

处理功能: 分析要塞, 处理信息

对应于最高平台应用层的需求, 在大数据时代背景下, 面对复杂多样的数据进行处理分析并完成反馈是实现客户管理需求的关键, 因此处理芯片的海量信息处理的能力成为了物联网的重要突破点。市场调研机构 IDC 预计, 未来全球数据总量年增长率将维持在 50% 左右, 到 2020 年, 全球数据总量将达到 40ZB。其中, 我国数据量将达到 8.6ZB, 占全球的 21% 左右。除了信息的海量性, 物联网时代信息还具有多态性与异构性的特点。由于感知层的传感器、RFID 系统存在多样性的特点, 导致物联网数据不具有统一的特性, 表现形式的不同, 兼容问题凸显。因此, 具备能够解决多态性与异构性, 实现无差别信息传输的处理器成为物联网芯片处理能力基本要求。

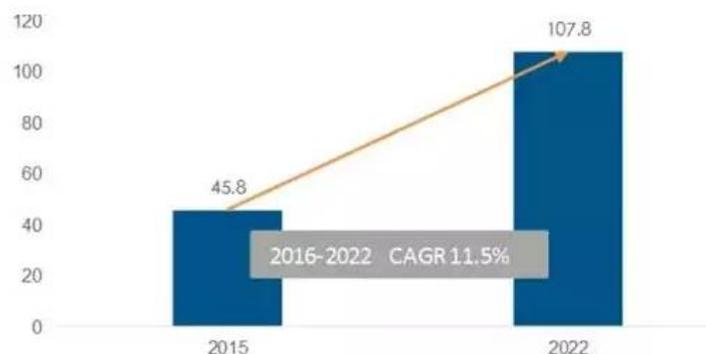
目前, 基本的物联网数据处理技术有: IPV6、中间件技术、云计算和超级计算机。面对未来海量数据的现实, 芯片巨头英特尔拥有超过 200 个客户, 其中前 7 家云计算领域公司的芯片需求量占到了三分之一, 这 7 家公司分别是谷歌、亚马逊、微软、Facebook、百度、阿里巴巴和腾讯。

不论是连接功能还是处理功能, 芯片厂商只有设计出系统稳定且易于开发、芯片功耗低、射频连接性能稳定这三个方面特点的芯片才是物联网时代的宠儿。

芯片市场: 入网增多, 市场可期

随着设备入网增多, 物联网市场规模扩大, 处于上游核心地位的半导体市场规模也会增长数十倍。根据 Markets and Markets 最新的调查报告表明, 物联网芯片市场将从 2015 年的 45.8 亿美元成长至 2022 年时达到 107.8 亿美元。

图表 23: 物联网芯片市场规模预测 (亿美元)



资料来源: 国脉物联网、国盛证券研究所

对应于细分应用前景，随着个人智能设备日益普及，可穿戴设备应用预计将占据最大的市场，并刺激连接芯片与微控制器（MCU）市场。虽然PC相关行业需求下滑，但在物联网、智能驾驶的拉动下，32位MCU市场需求强劲。根据中投顾问的数据显示，2014年的我国MCU市场规模增长6%，达到161亿美元；2018年市场规模将达到191亿美元，年复合增长率为4.4%；出货量方面，2018年可达到227亿套销量，年复合增长率为5.8%。

主要芯片厂商

NB-IoT芯片市场目前主要还是以高通和華為海思为主。占据芯片市场较大份额。其他厂商也陆续生产出NB-IoT芯片。

图表 24: 主要物联网芯片厂商及产品

芯片厂商	芯片型号	产品特点
高通	MDM9206	同时支持 Cat-M1 和 Cat-NB1LTE 的全球所有频段，eMTC/NB-IoT/GSM 多模支持，集成了 GPS 格纳洛斯、以及伽利略全球导航卫星定位服务。
華為海思	Boudica120/Hi2110	搭载 Huawei LiteOS 嵌入式物联网操作系统。
	Boudica 150	可支持 698-960/1800/2100MHz
锐迪科	RDA8909	2G、NB-IoT 双模
	RDA8910	支持 eMTC、NB-IoT 和 GPRS 三模
中兴微电子	Wisefone 7100	全功能全频段的 NB-IoT 芯片，内部集成了中天微系统的 CK802 芯片
	XMM 7115	支持 NB-IoT 标准
英特尔	XMM 7315	支持 LTE Category M 和 NB-IoT 两种标准，单一芯片集成了 LTE 调制解调器和 IA 应用处理器
	Altair	ALT1250
Sequans	Monarch	基于 Sequans 的 Monarch LTE-M/NB-IoT 平台，具有基带，RF，RAM 和电源管理，并集成 ARM Cortex-M4 处理器
Nordic	nRF91	3GPP Release 13 LTE-M 和 NB-IoT
GCT	GDM7243I	LTE Category M/NB1，与 RF 收发器，基带和 RAM 存储器高度集成
联发科	MT2625/7681	支持 3GPP NB-IoT 的 450MHz-2.1GHz 全频段运作
乐鑫	ESP8266	集成度较高的 WiFi MCU 芯片，迎合智能家居需求
MARVELL	MW300	在单一芯片上集成 MCU、RF、开发套件和调试工具

资料来源：各公司官网、国盛证券研究所

作为底层的芯片，这一领域不会形成大量市场参与者，但并不意味着没有竞争。華為、高通是参与制定 NB-IOT 规则的厂商，得以率先领跑。而锐迪科、英特尔、联发科、中兴微电子等公司的芯片都计划于年内量产。

国内的大唐、展讯、小米等厂商也在布局。未来，随着更多的 NB-IoT 芯片厂商介入，将会进入价格竞争状态。这对整个行业来说是件好事。

目前 NB-IoT 芯片在百万左右量产级别上，价格为 5 美元/个，在千万到亿量产级别上价格有望下降至 2 美元/个。配套模块价格方面，目前 NB-IoT 通讯模块在 60 元左右。随着芯片、模组厂商量产，价格或有一定下降。

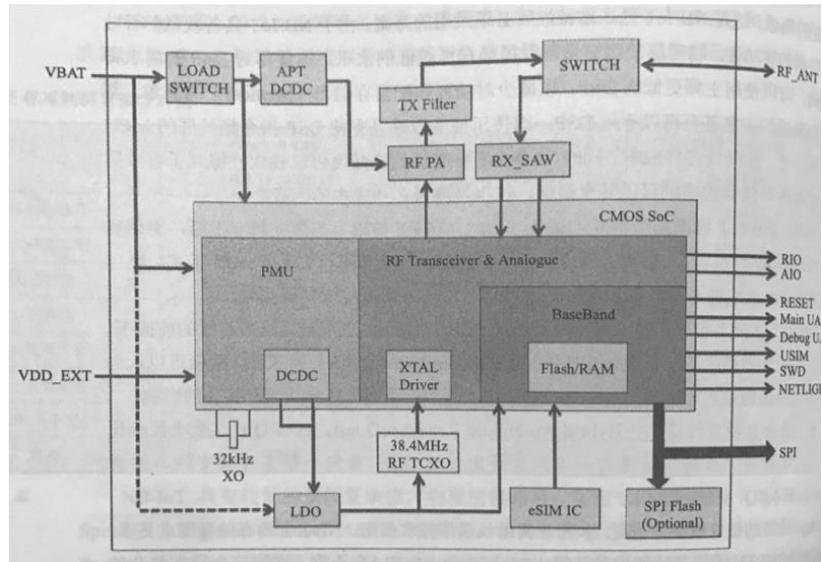
小米上市带来的影响

小米自从推出了松果芯片，在芯片研发上不断投入。叠加近期自主可控成为国民关切的话题，有望帮助国内加速推进芯片产业。由于芯片是一个需要前期大量投入的行业，小米的上市将有望帮助缓解芯片研发的资金压力，促进国内的芯片产业发展向良。

1.2.3 模组

由于M2M设备需要很长的认证时间，所以为了平衡产品的开发成本和上市时间，大多数设备商倾向于采用已通过运营商认证的模块，而不是从芯片直接开发。

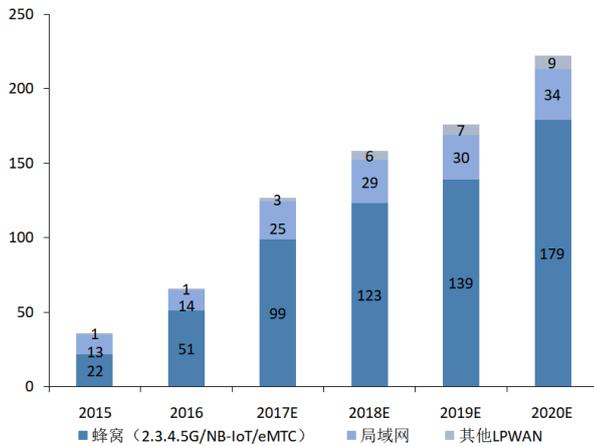
图表 25: NB-IoT 模组参考设计图



资料来源:《NB-IoT 技术详解》、国盛证券研究所

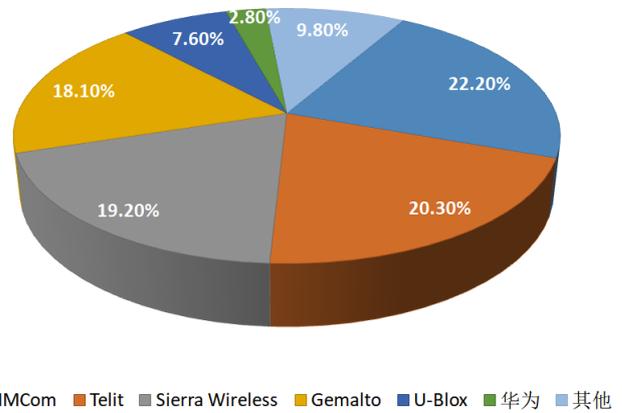
国内的无限模组市场将迎来爆发，而目前模组出货量较大的仍以国外厂商为主。Si mCOM（日海通讯子公司）凭借 2G 模块的出货量占据了 20% 以上的份额。

图表 26: 我国无线模组市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

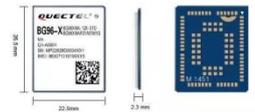
图表 27: 2015 年全球蜂窝模组厂商市场份额 (出货量)



资料来源: counter point、国盛证券研究所

图表 28: 主要物联网模组厂商及产品

模组类型	模组型号	模组芯片		
中兴通讯	ZM8300	高通 MDM9206	计量、监测、穿戴、物流、智慧城市、工业物联网等	
上海移远通信技术有限公司	BC95-B20/B8/B5/B28	华为海思 Boudica	无线抄表、智慧城市、安防、资产追踪、智能家电、农业和环境监测等	

	BG96	高通 MDM9206	可穿戴设备、智能计算	
深圳市中兴物联科技有限公司	ME3612	高通 MDM9206	智能表计、智能停车、资产追踪和可穿戴设备等	
Ublox	SARA-N201	华为海思 Boudica	主要应用于车载 GPS	
利尔达科技有限公司	NB05-01	华为海思 Boudica	智能表计等	
深圳市有方科技股份有限公司	N20	高通 MDM9206	水表气表集抄、智能城市、环保等	
上海移柯通信技术有限公司	L700	高通 MDM9206	多行业应用	
芯讯通无线科技(上海)有限公司	SIM7000C	高通 MDM9206	车载、定位、智能抄表、安全监控、远程控制、设备资产管理等	
龙尚科技(上海)有限公司	A9500	高通 MDM9206	智能水表、智能燃气表、智能车位锁、智能井盖、智能光交箱及智能路灯等	
中移物联网有限公司	M5310	华为海思 Hi2110	智能抄表、智能停车、智能楼宇、智能家居等	
联想懂的通信	C1100	高通 MDM9206	智能家居、智慧医疗、智慧城市、智能环保、智能车联网等	
深圳市广和通无线股份有限公司	Fibocom N50	英特尔 XMM7115	无线支付、智能电网等	
Telit	-	英特尔	车载、定位、智慧城市、安全监控、远程控制、设备管理、零售、农业等	
深圳市美格智能技术股份有限公司	SLM150	华为海思 Hi2110	安全监控、移动支付金融POS、车载智能、充电桩、警务通、物流手持等	
厦门骐俊物联科技股份有限公司	ML3500	高通	远程抄表、环境监测、智能路灯、智能停车、智慧农业等	
Sierra Wireless	未知	Altair	多行业应用	



资料来源：公开资料整理、国盛证券研究所

根据市场预测，到 2025 年物联网的连接数将达到 700 亿，远远超过人和人通讯的连接数。其中，将会有超过 50 亿的设备基于蜂窝技术的物联网连接，市场非常庞大。

工信部已发布文件要求加快 NB-IoT 标准、设备、芯片、模组、测试、应用、网络在国内发展。到 2017 年末，将实现 NB-IoT 网络覆盖直辖市、省会城市等主要城市，基站规模达到 40 万个，NB-IoT 的连接总数要超过 2000 万。到 2020 年，NB-IoT 基站规模要达到 150 万个，NB-IoT 的连接总数要超过 6 亿，实现对于全国的普遍覆盖。模组市场作为物联网连接数爆发的瓶颈，必然销量会迎来爆发增长。

小米上市带来的影响

小米将于 2018 年推出自己的 NB-IoT 模组，上市之后小米或将伴随芯片的研发，加速产业链的布局。自用模组的推出将刺激模组价格逐步接近商用水平，加速物联网商用化的进程。

1.3. 小米的估值怎么评判，对于 A 股物联网标的参考意义？

按照小米最后一轮的融资价格，当时的估值大约 450 亿美金；而高盛、摩根等则给出小米 700 亿美金左右的估值。小米的估值不确定性也某种程度上代表了行业对小米这种模式公司的评判。所以我们认为小米的估值，对于物联网企业会有一些的参考意义。

我们进行了如下测算：

如果根据 PE 估值，根据小米各个部分的收入利润分拆，手机部分收入 800 亿，毛利润大约 70.1 亿；IoT 及生活消费产品收入 234 亿元，毛利润大约 20.4 亿元；互联网收入 99 亿元，毛利润大约 59.65 亿元。

根据公司综合毛利率 13.2%，净利率 4.7%，期间费用占比大约 8.7%的期间费用分摊到各个产品线，来简单计算每条产线的净利润。手机部分预估净利润 1.6 亿，IoT 与生活消费产品预估净利润 0.5 亿元，互联网服务预估净利润 51.2 亿元。

从利润便明显可以看出，互联网服务是公司盈利的核心，硬件部分更多可以纳入成本项来进行考虑（为卡住流量入口所投入的成本）。

图表 29：小米估值拆分

分类	2017 年收入 (单位：亿元)	毛利润 (单位：亿元)	预估净利润 (单位：亿元)
智能手机	806	70.1	1.6
IoT 与生活消费产品	234	20.4	0.5
互联网服务	99	59.6	51.2

资料来源：国盛证券研究所

对于 A 股物联网公司估值的参考意义

对于 A 股上市公司有一定的借鉴意义，特别是平台层。由于小米是一家将“性价比”策略推广极致的公司，且具有足够大的体量，所以硬件部分的存利很少；而 A 股的物联网公司在下游的布局没有这么激进，包括模组和终端，所以终端的销售也带来的可观的利润。

而平台层相对来说参考意义更大，物联网平台是一种新意义下的互联网模式，小米的估值对物联网平台公司的估值有一定参考价值。如果估值乐观，证明小米物联网的发展模式被资本市场所认可。平台型的公司将有望得到进一步的估值提升。

1.4. 投资建议

建议关注产业链布局完善的物联网公司**日海通讯**，拥有模组卡位流量，参股艾拉物联并成立合资公司，拥有物联网平台运营资质。

建议关注物联网纵向深度布局的**高新兴**，拥有三大终端体系：车联网、电子车牌、警务终端，终端/模组体系完善。未来布局车联网以及物联网平台层发展可期。

建议关注物联网平台龙头厂商**宜通世纪**，公司作为**Jasper**在中国的代理商，与中国联通深度合作，拥有**AEP**和**CMP**平台，发展前景良好。

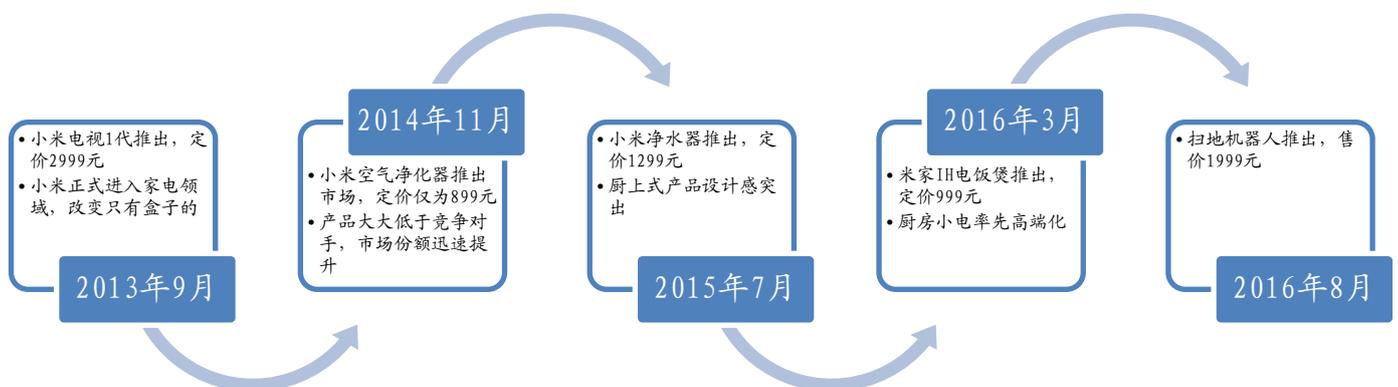
小米专题：小米家电，做大品牌、成就生态

2.1 小米家电，硬件为魂、生态链共建

小米生态，是以智能手机为核心的不断同心扩展。在手机周边产之外，小米率先向智能硬件产品领域发力，进入了多个新兴或竞争格局未定的细分家电领域。从小米的获得的成绩来看，在传统家电领域，公司高性价比的竞争策略效果显著，黑电市场快速抢占了线上市场份额；在新兴产品领域，公司把握产品发展和消费者教育节奏，在产品由导入期向成熟期发展的过程中，产品快速投放市场并占据一定的市场。

小米自2013年进入黑电市场后，在小米或米家品牌下，形成了以黑电为主、厨房小家电和生活家电为辅的产品矩阵，在单项产品中，黑电和净化器产品的市场影响力显著，同时还有大量的生态链企业也覆盖家电产品，几乎覆盖了所有的家电品类。

图表 30: 小米家电从以高性价比为旗帜，不断提升品牌影响力，逐步向高端化产品进军



资料来源：小米官网、国盛证券研究所

2.1.1 小米所切入家电产品领域特点明显

- 产品特点：不需要特别安装或服务、单价较低的产品为主、低质低价竞争大量存在；
- 市场特点：在智能家电细分领域格局未定，互联网厂商大举进入，线上产品突出性价比；
- 消费者需求特点：耐用性要求低、产品容错度较高，利于新品推出；
- 渠道特点：由于对后续服务需求低，较多依靠线上渠道。

小米通过以 3C 产品的标准定义家电产品，通过降维打击的方式进军家电领域，不但是用互联网思维颠覆部分细分家电领域，电视、空气净化器、净水器、电饭煲等产品引来了市场的高度关注，同时也促使家电市场向不断满足消费者需求的方向发展。

基于所切入市场的特点，我们可以认为小米进入家电市场有其**必然性**：

- 家电产品的制造成熟度高，有大量的代工企业存在，小米只要把控其中核心的设计、品牌、品控、供应链、渠道等方面，就可以涉足；
- 在格局未定和新兴家电领域中（**黑电、小家电为主**），爆款战略效果明显，行业盈利模式未定，小米等互联网企业从产品的跟随者，有望成为行业领先者。

图表 31: 产品领域的特点，黑电、空气净化器、净水器、扫地机器人



小米电视市场背景:

2013年，日韩品牌逐步退出中国市场，互联网品牌乐视率先进入市场，市场价格竞争逐步热化。电视面板价格处于历史低位，为价格竞争预留了充足的空间。小米电视在消费逐步接受互联网品牌的趋势下进入市场，同时产品依然有一定的盈利空间，保证硬件的盈利能力。



小米空气净化器:

2014年冬季，空气污染问题大爆发，空净市场缺乏统一标准，市场价格混乱，高价低质产品充斥市场。小米产品首发，便以外观设计简约、大方，产品价格对标优势明显，快速占据中低端市场。



小米净水器:

2015年7月，市场产品品牌众多，质量难以保证、漏水问题普遍存在，关注消费者使用体验，并采用RO反渗透技术，不但降低初始价格（首发价格1299元），同时大幅降低后续滤芯使用成本。



米家扫地机器人:

2016年9月，高性能扫地机器人以海外品牌为主，以iRobot Roomba 980和Neato Botvac D8500等为代表的知名产品价格高昂。米家扫地机器人首发定价仅为1699元，大幅降低价格门槛。

资料来源：小米官网、国盛证券研究所整理

图表 32: 小米投资主要生态链企业情况

项目名称	融资时间	轮次	金额	投资方	行业/领域	主要产品
云米科技	2014.07.03	天使轮	-	小米科技	消费电子	小米净水器、水质 TDS 检测笔、厨电
亿联客	2014.2.13	A 轮	数百万美元	小米科技等	智能家居	YeeLight 床头灯、米家 LED 智能台灯
创米科技	2014.7.15	A 轮	3000 万人民币	小米科技	智能家居	米家小白智能摄像机、小米网络收音机、小米万能遥控器、小米智能插座、小米米键、小米随身 Wifi U 盘
睿米科技	2015.05.15	天使	1 千万人民币	小米科技	车载硬件	睿米车载蓝牙播放器、车载空气净化器
智米科技	2015.5.6	战略投资	数千万人民币	小米科技	消费电子	小米空气净化器、智米直流变频电风扇、智米除菌加湿器、米家 PM 2.5 检测仪、米家空气净化器 Pro
须眉科技	2017.11.08	天使	数千万人民币	小米科技等	个护小家电	电吹风、电动剃须刀
素士	2018.3.6	B 轮	数千万人民币	凯辉基金等 (小米已投 A 轮)	个护小家电	电动牙刷
峰米	2016.6.30	A 轮	5 千万人民币	小米科技等	智能家居	激光电视
绿米科技	2014.06.27	A 轮	数千万人民币	小米科技	智能家居	智能家庭(多功能网关、小米温湿度传感器、小米人体传感器、小米门窗传感器、小米无线开关、魔方控制器、小米智能插座)
石头世纪	2016.4.1	B 轮	2500 万美元	启明创投等 (14 年获小米投资)	智能硬件	清洁机器人
纯米	2018.5.10	C 轮	--	Star VC 等 (小米已投 A 轮)	智能厨电	IH 电饭煲等

资料来源: 新芽、IT 桔子、国盛证券研究所

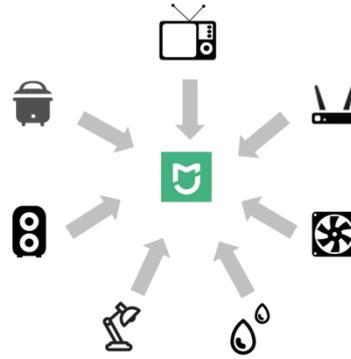
在这个过程中,除了小米、米家品牌的家电产品不断推向市场,小米生态链投资企业也开始不断涉足家电产品领域,不但覆盖小家电产品,同时还开始切入空调、冰箱、洗衣机、烟灶等传统的大家电市场,并随着互联网智能家电的产品概念不断深入人心,大多数家电产品均进入高速发展阶段。

2.1.2 全面的智能产品化,加深用户绑定力度

家电及其小米相关 IoT 产品一体化控制,全屋智能的可操作性大幅增强。2017 年艾瑞咨询数据显示,小米在全球已连接设备数量计算的消费级 IoT 市场中,获得 1.7% 的份额(同期,苹果 0.9%、亚马逊 0.9%、三星 0.7%、谷歌 0.6%),居全球第一。米家 App 官方宣布,截止 2017 年底,小米智能家居平台米家 App 联网设备量超过 8500 万台,平台单日为用户完成自动化场景操控超过 2200 万次。

在 2011 年推出小米手机后,2012 年小米推出了首个智能硬件小米盒子,之后随着小米手机出货量的不断增大,又陆续推出了路由器、空气净化器、净水器、平衡车、扫地机器人和无人机等 IoT 与生活消费相关产品。所有小米生态链的 IoT 产品均能由米家 APP 统一控制,多样化产品的持续推出使小米生态系统不断完善。

图表 33: 米家 APP 的全面控制

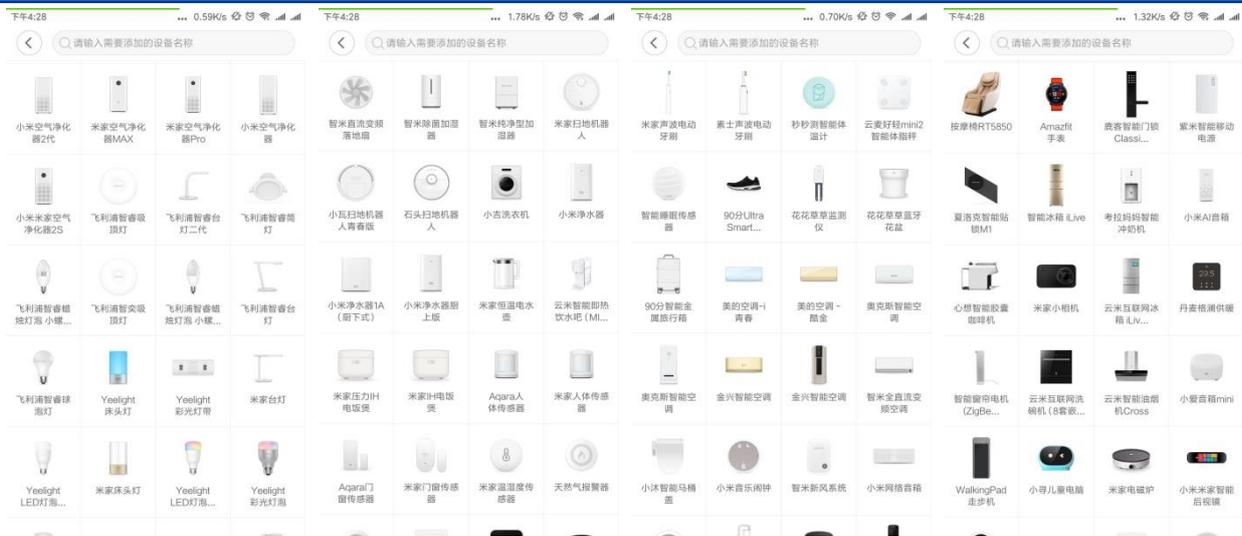


资料来源: 米家 APP、国盛证券研究所整理

小米及其生态链企业、合作企业的 IoT 一体化程度领先。不仅仅智能家电产品，还有更多的 IoT 产品均能通过米家 APP 无缝集成和统一控制。对于消费者而言，使用小米系列产品，能通过大众化的价格感受一体化智能家电产品。

目前，米家 APP 可以控制的产品达到 146 个，其中家电类产品约为 80 个。可控制的产品包含空调、冰箱、洗衣机、烟机、洗碗机等大家电，同时也包含净化器、净水器、扫地机器人、照明灯具等小家电，大幅提升全屋智能家电产品的落地程度和一体化程度，增强用户日常使用的简洁性和可操作性。

图表 34: 米家 APP 可控制家电产品约为 80 个



资料来源: 米家 APP、国盛证券研究所

2.2 细分领域占据优势竞争地位

小米家电产品以短频快竞争，获得相对竞争优势：

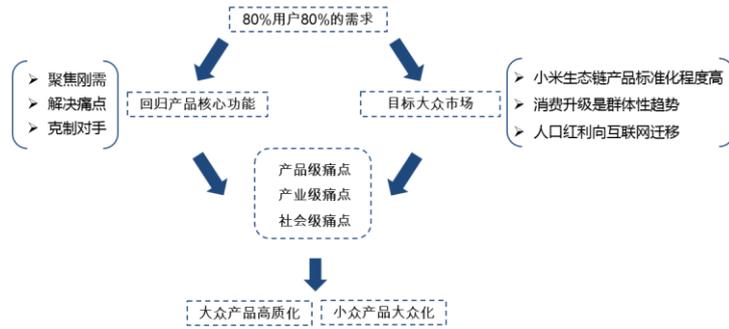
- 以 8080 原则为纲领，聚焦于最能消除用户痛点产品，实现 SKU 精简化，快速实现产品的规模化效应和高周转销量，价格有明显优势；
- 把握性价比优势，产品价格区间位于同类中低位置，依托小米品牌持续蚕食市场份额；
- 产品不断外延，把控核心产业环节，实现“竹林”的快速复制；

- 线上线下加速融合，巩固线上粉丝圈经济，同时不断补足线下劣势，打造新零售格局。

2.2.1 产品功能聚焦，关注消费者核心痛点

小米产品设计 8080 原则：满足 80% 用户 80% 的需求。在小米家电产品当中，仅有电视、平板和盒子是小米内部部门研发设计，其余产品由小米生态链公司代工生产。在品牌管理上，早期生态链产品一般命名为小米 X，2016 年米家品牌发布后，生态链产品一般命名为米家 X。

图表 35：小米产品定位原则



资料来源：小米生态链战地笔记、国盛证券研究所整理

无论是小米自身设计的产品还是小米生态链的产品，均定位在大众市场与聚焦在核心功能上。小米产品之所以选择目标大众市场，主要有三点原因：

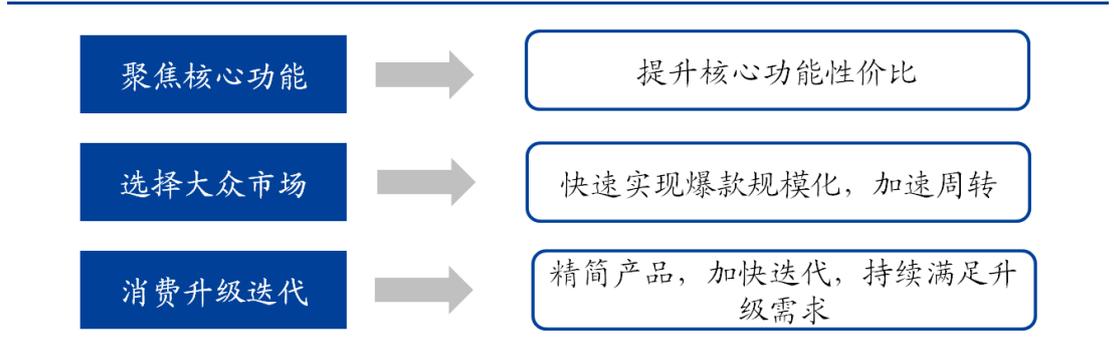
1) 小米产品与服务标准化程度高，提升核心功能性价比。小米生态链主要的产品（例如空气净化器、净水器、扫地机器人、电饭煲等）均为标准化程度高的通用性产品而非彰显差异的个性化产品，适合大多数人，先天适合大市场。同时功能仅仅围绕 80% 的核心需求展开，减少产品冗余功能，反过来又能提升核心功能的性价比。

2) 选择大市场享受互联网快速规模化红利，消费能力缓步提升。在经历约 10 年左右的增长后，中国网民规模达到 7.31 亿，手机网民规模达到 6.95 亿，庞大的互联网人口规模意味着庞大的市场规模，依托小米品牌的号召力，爆款产品主打中低价市场，实现做一款，迅速规模化一款，快速降低单位成本，并显著提升产品回款周期与产品更新周期。

产品更快的迭代，依托新产品实现价格的缓步提升，而未来的智能硬件及互联网趋势同样能受益于此，实现产品销量与产品均价的双向正反馈。

3) 消费升级是群体性趋势。消费升级的背后是数量庞大的中产阶级对于品质消费需求的集中发力，产品快速迭代和是大众性平均消费水平的提升，因此选择布局大众市场更能捕捉消费升级的趋势。

图表 36: 小米产品定位聚焦



资料来源: 小米生态链战地笔记、国盛证券研究所

2.2.2 爆款既有设计感又具备性价比，影响力不断叠加

小米爆款产品特点明晰，产品重点主打高性价比，同时还具备领先的产品设计力，增加了消费使用的质感。无论从最初的电视产品，再到近期的厨电产品、生活电器，小米均深度介入产品设计、定义各个环节，不但在设计上保持了统一的小米风格，同时高要求的品质控制，在制造工艺上不将就，为消费者提供具备较高产品设计质感和中低水平定价的产品。

在小米及生态企业产品中，关注最直观的产品设计，采用较为统一的产品表现理念。同时，还有部分家电产品获得全球设计荣耀：米家 IH 电饭煲获美国 IDEA 奖、扫地机器人获德国 iF 设计设计奖、小米净水器获 DFA 亚洲最具影响力设计奖、小米 3S 曲面电视获中国创新设计红星奖。

图表 37: 产品设计感领先，同时有不少家电产品获得设计大奖



资料来源: 小米商城、国盛证券研究所

从以往发布的产品来看，小米生态链产品在保证卓越品质的同时，比同类产品便宜 20%-50%，超高性价比在第一时间就能抓住消费者的眼球，进而引爆销量。

图表 38: 小米家电产品价格区间处于行业均价中下游 (单位: 元)

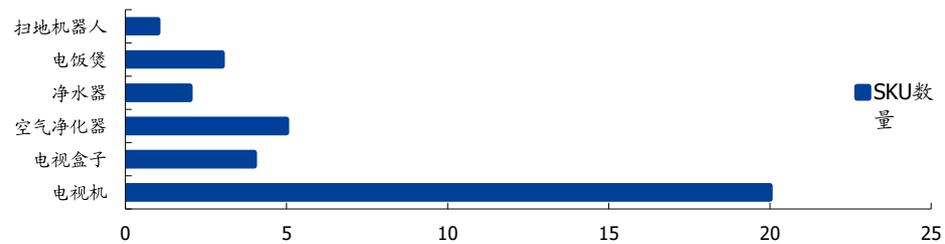
产品	小米主力价格段	主要竞争对手价格段	产品特点
智能电视	900-4000	1200-600	运行稳定, 内容完善
扫地机器人	1699	1099-6999	功能完善, 性价比高
空气净化器	699	1258-5639	市场影响力大, 定价亲民
净水器	1499	1439-4999	初具影响力
烧水壶	99-199	60-200	设计感强
IH 电饭煲	399-999	500-2000	MUJI 风格, 适合小家庭

资料来源: 天猫、小米商城、小米招股说明书、国盛证券研究所整理

庞大的用户优势下, 产品推出需要有足够的耐心, 等到行业热点最佳时机出现, 发动决定性进攻, 如同蒙古军团一样。 受益于小米手机和 MIUI 等产品积累下的数亿用户, 智能家电产品在用户需求发现与验证、产品推广等环节均享受了非互联网企业无法获得优势。

整体而言, 压缩核心产品上的产品 SKU, 一方面, 对于小米和米家品牌而言, 新品推出时, 集中优势力量于一点, 增加产品胜率和单一产品的规模优势, 降低无效库存; 另一方面, 减少消费者的选择焦虑, 为消费者提供符合小米价值观的最优解。

图表 39: 整体 SKU 数量精简, 提升规模化生产优势, 降低无效库存

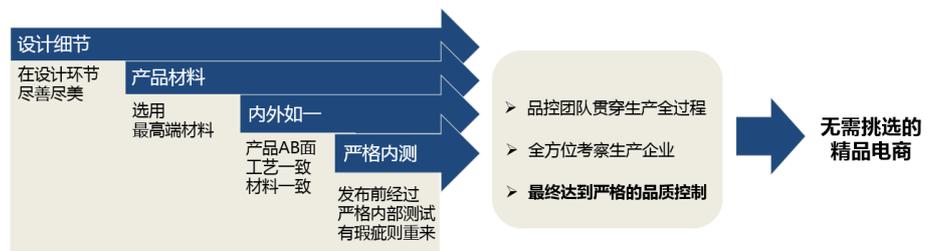


资料来源: 小米商城、国盛证券研究所整理

小米生态链品牌形象相互捆绑, 整体产品质量控制十分严格。 由于小米生态链中各产品的品牌形象相互捆绑, 若某一产品出现品质问题, 均会对整体生态系统形成重大打击, 因此小米对自身及生态链产品品质控制十分严格。

严格的品质控制与小米意图打造的精品电商形象息息相关, 因此小米对其高度重视。 未来小米意图将自身打造为 Costco 式的电商, 所有产品均为精品, 且具备小米信用背书, 用户无需进行细致的挑选, **让消费者实现: 进入小米店、闭着眼睛买, 不断强化小米就是价格范围内最合适的选择,** 因此打造良好的品牌形象是重中之重, 而品质控制则被小米提升到战略的高度。

图表 40: 小米产品品控体系



资料来源: 小米生态链战地笔记、国盛证券研究所

小米品控主要从产品设计、产品用料与内部测试入手, 品控团队从早期介入, 品控流程

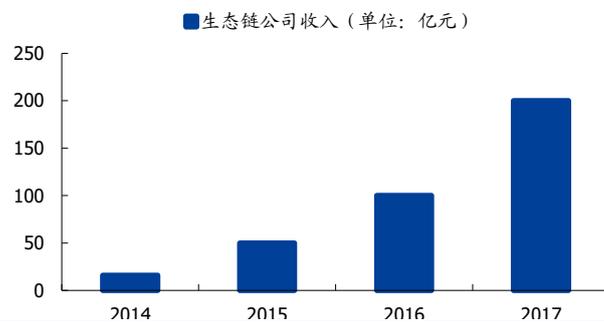
贯穿始终。在产品设计上，小米力图从早期就排除不合理设计，在设计环节尽善尽美。在产品用料上，小米优选国际知名供应商的高端材料，同时保证产品 AB 面工艺与材料一直，亦会派工程师进驻代工厂进行监督，并定期对代工厂进行考评打分。在产品发售前，小米内部进行内部测试，如若发现问题，则将销毁瑕疵产品重新生产。

2.2.3 生态产品不断外延，小米依然聚焦核心圈产品

小米围绕核心圈产品重点聚焦，同时依托生态企业产品范围不断扩大。家电相关产品是小米生态不断扩张的重要环节，一方面，众多家电产品日常使用频率高，用户粘性大，具备增量服务的应用基础，有充足未来发展空间；另一方面，技术进步是小米物联网不断发展的重要基础，目前已经具备较为成熟的家电互联和家电场景体验方案，用户教育已经逐步到位。

截止 2017 年年底，小米生态链企业收入规模或达到 200 亿元（包含生活耗材等非家电产品），增长速度或超过 100%。

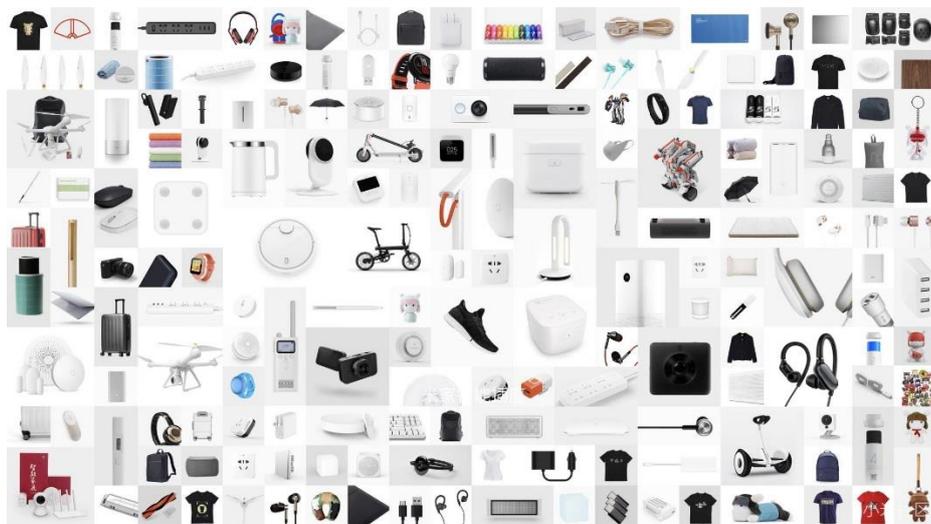
图表 41：小米生态企业收入规模快速扩大（范围不仅限于家电类小米生态企业）



资料来源：小米官方微博、国盛证券研究所

小米生态产品布局广泛，重点发力核心产品的同时，数量众多的“蚂蚁市场”是公司最具竞争优势的拓展方向。在“蚂蚁市场”中，并没有领头企业，剩下巨大的市场则由数以万计的小厂商供应与服务，整体门槛低、低价竞争激烈。公司依托手机的旗帜带动作用，切入众多蚂蚁市场，凭借品牌力、高品质、高性价比等的多重优势，生态圈不断更迭完善。

图表 42：行业的成熟程度和行业格局决定了互联网企业最可能对小家电和黑电产生冲击



资料来源：小米官网、国盛证券研究所

核心家电产品层面，依托小米自身和关键生态链企业

- **入口型家电产品，把握在小米手中：**以智能电视、电视盒子为主的产品，具备流量

入口和用户交互性质的产品，由小米科技直接负责研发、设计、销售，一方面，控制除手机之外的流量入口，为增值服务提升巩固基础；另一方面，牢牢把控产品的核心环节，围绕生态进行优化。

- **新兴家电产品，由关键生态链企业负责：**以净水器、电饭煲、空气净化器、扫地机器人为主的智能家电产品，一方面，更多属于新兴家电品类，市场竞争格局未定，需要更多的专注，实现市场份额的快速提升；另一方面，小米深度参与产品的定义和设计环节，把控整体的流程，并使用小米或米家品牌在小米渠道中进行销售，与小米的整体品牌休戚相关。

图表 43: 核心产品层以小米和米家品牌为主

核心产品层	具体产品	品牌	制造企业	产品首次上市时间	产品目前SKU
黑电	电视	小米	小米	2013年9月	20
	电视盒子	小米	小米	2013年9月	4
	激光投影电视	米家	极米	2016年9月	1
厨房小家电	净水器	小米	云米	2015年11月	2
	电饭煲	米家	纯米	2016年4月	3
	烧水壶	米家	云米	2016年6月	2
	电磁炉	米家	纯米	2017年12月	1
生活家电	空气净化器	小米	智米	2014年12月	4
	水质检测笔	小米	云米	2015年7月	1
	PM2.5检测仪	米家	智米	2016年5月	1
	电动牙刷	米家	素士	2016年7月	1
	扫地机器人	米家	石头科技	2016年8月	1
照明家电	剃须刀	米家	须眉科技	2017年11月	2
	照明灯具	Yeelight	Yeelight	2013年5月	3
	台灯	小米	Yeelight、飞利浦	2016年9月	2

资料来源：小米商城、国盛证券研究所

拓展家电产品层面，多以生态企业品牌销售，产品文化与内涵与小米有统一性

- **核心产品相关拓展，由各类生态企业负责：**生态链企业有爆款产品在售，已经证明其具备产品设计与研发能力，在爆款小米或米家品牌产品基础上，由生态链企业品牌销售，但赋予了统一的产品文化与内涵，依然在小米官方渠道销售。
- **核心产品补充，给消费者更多选择：**虽然并不是小米生态链企业，但是产品与小米文化较为一致，产品调性符合小米内涵，旨在延续小米新零售模式，合作企业相关产品在“小米有品”网站渠道销售，为消费者提供更为多元化的选择，也丰富小米性价比体系。

图表 44: 拓展产品层, 产品类型不断丰富, 向传统白电、厨电和细分小家电拓展

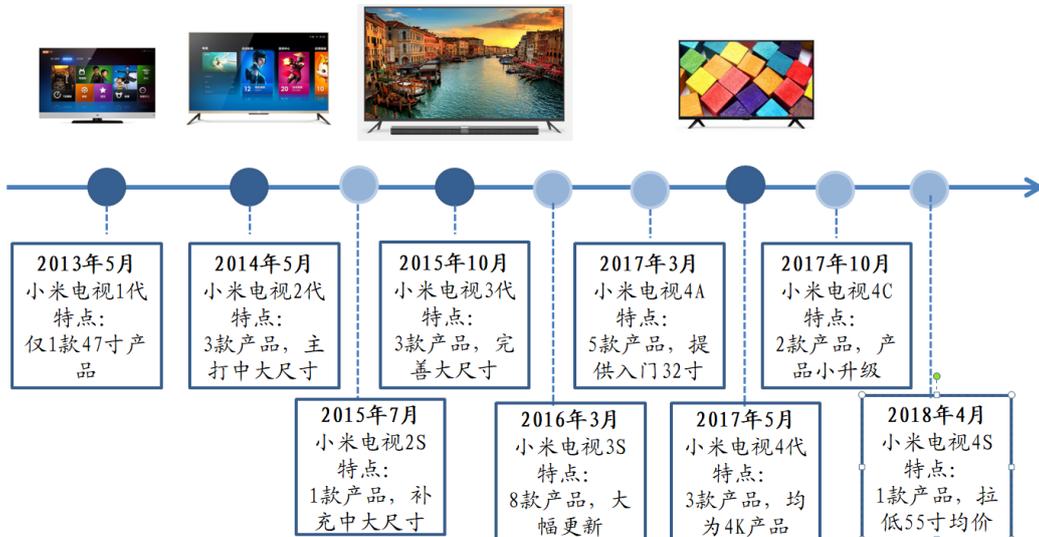
拓展产品层	具体产品	品牌	企业类型	产品首次上市时间	产品目前SKU
白电	冰箱	小吉、云米	合作、生态链企业	2017年4月	2
	洗衣机	小吉	合作企业	2016年8月	1
	空调	智米	生态链企业	2017年8月	1
厨房大家电	电扇	智米	生态链企业	2016年6月	1
	油烟机	云米	生态链企业	2017年9月	1
	燃气灶	云米	生态链企业	2017年9月	1
	洗碗机	云米	生态链企业	2017年9月	1
厨房小家电	烤箱	圈厨	生态链企业	2018年3月	1
	净水器	云米	生态链企业	2016年6月	1
	咖啡机	心想	合作企业	2017年4月	2
	料理机	圈厨	生态链企业	2017年9月	1
生活家电	电火锅	圈厨	生态链企业	2018年1月	1
	新风机	造梦者	合作企业	2017年9月	2
	马桶盖	智米、小沐	生态链、合作企业	2017年8月	1
	电暖器	智米	生态链企业	2018年2月	1
	加湿器	智米	生态链企业	2017年8月	1

资料来源: 小米有品商城、国盛证券研究所

(1) 智能电视产品: 迭代加速, 可选尺寸不断完善

小米电视, 具备互联网流量入口价值, 系列产品不断增加, 优化消费者的选择余地。单一电视产品来看, 小米于 2013 年首次进入电视产品市场, 第一代仅提供了一种尺寸 (47 寸) 可供选择, 从第一代产品发布到第四代产品, 基本保持了每年一小改的产品更新节奏, 到第四代产品近 20 个智能电视 SKU 和 4 个电视盒子 SKU 的产品矩阵。

图表 45: 黑电产品迭代加速, 产品布局逐步完善



资料来源: 小米商城、国盛证券研究所

图表 46: 电视可选尺寸不断增加, 性价比依然明显

产品系列	SKU	可选尺寸	分辨率	面板供应商
小米电视 1	1	47	FHD	LG
小米电视 2	3	40、49、55	FHD、4K	夏普/LG/华星光电/三星
小米电视 2S	1	48	4K	三星
小米电视 3	3	55、60、70	4K	夏普/LG/三星
小米电视 3S	8	43、48、55、60、65	FHD、4K	三星/LG/友达
小米电视 4A	5	32、43、49、55、65	HD、FHD、4K	三星/LG/友达
小米电视 4	3	49、55、65	4K	三星/LG
小米电视 4C	2	43、55	FHD、4K	--
小米电视 4S	1	55	4KHDR	--

资料来源: 小米商城、中关村在线、国盛证券研究所

智能电视产品硬件盈利依然关键, 高性价比产品受到市场欢迎。2015-2016年, 互联网电视以“硬件+内容”盈利模式大举进入黑电市场, 部分厂商按量产成本定价方式进行硬件销售, 主要通过附加内容服务为主要盈利手段, 极大的降低了硬件价格, 极低的市场价格, 短期透支了黑电市场需求虽然在 2016 年电视出货量明显提升, 但奥维云网数据显示, 2017 年出货量均出现不同程度下滑。

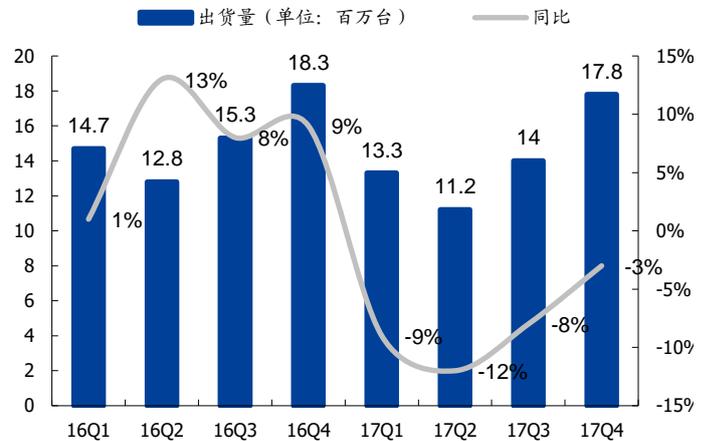
但我们也观察到, 虽然市场整体需求出现大幅波动, 但具备性价比产品依然获得了结构性的增长, 以小米为首的企业出货量增长大幅领先。

图表 47: 全球液晶电视市场下滑, 短期需求透支



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 48: 中国市场电视出货量在 2017 年大幅下滑, 价格竞争短期透支了市场需求

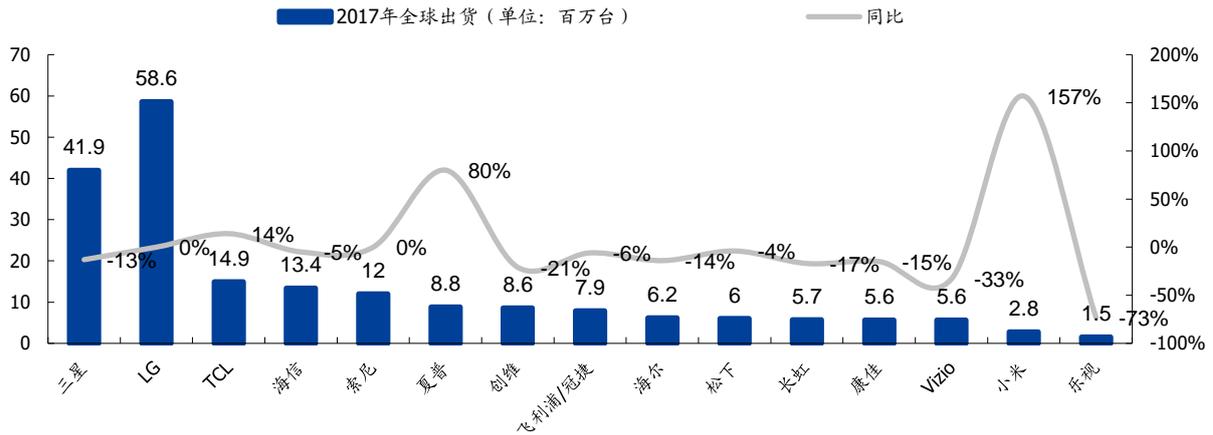


资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

小米一贯在产品配置上为消费者提供高性价比产品, 虽然行业销售并没有增长, 但小米手机销量依然获得了大幅增长。随着 2017 年面板价格的大幅提升, 低价手段受到明显限制, 消费者价格敏感度提升, 整体需求下滑。此时, 小米生态所形成的供应链整合优势和线上品牌优势逐步显现, 同时 2017Q4, 随着小米电视在印度市场稳步推进, 全球化也成为出货大幅增长的催化剂。

在 2017 年全球市场, 小米智能电视实现 280 万台出货, 增长 157%的优异成绩。

图表 49: 全球出货整体下滑背景下, 小米增速显著领先



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

同时奥维云网数据显示, 线上渠道小米电视从 2017 年 9 月份开始, 32 寸, 55 寸稳居销量排名榜前列。虽然国内线上电商红利逐步消失, 增速有所放缓, 但在品牌竞争压力下, 小米凭借出色的性价比, 依然保持了线上市场的高热度, 2018 年五一期间线上销量前十产品中占六款。

图表 50: 2018 年五一期间线上销售前 10 名

机型	品牌	尺寸	清晰度	销量
L32M5-AZ	小米	32	HD	■
L55M5-AZ	小米	55	UHD	■
L43M5-AZ	小米	43	FHD	■
L50M5-AD	小米	50	UHD	■
40X	暴风	40	FHD	■
LED55EC500U	海信	55	UHD	■
LED32E330C	康佳	32	HD	■
L65M5-AZ	小米	65	UHD	■
L49M5-AZ	小米	49	FHD	■
D32A810	TCL	32	HD	■

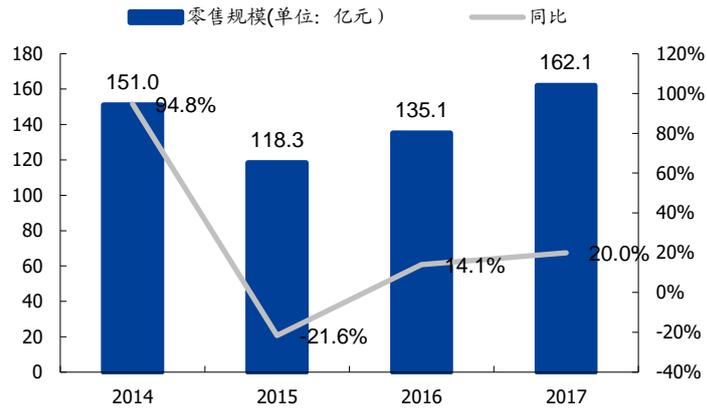
资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

2) 生活电器: 空气净化器, 捕捉行业性机会, 建立份额领先优势

行业性爆发机会下, 公司率先建立份额优势, 需求环境变化, 公司产品迭代符合主流需求变化。2011 年后, 不仅仅北方地区, 全国多地均出现严重雾霾天气, 外部因素促使市场消费者快速接受空气净化器产品, 14 年前后为空气净化器市场阶段性高点, 小米空气净化器在市场热情最高阶段, 以较低廉的价格、相对扎实的品质进入市场, 市场份额迅速提高并巩固, 在后续市场存量博弈的环境中占得先机。

虽然 2015 年市场下滑, 品牌竞争混乱, 随着 2016 年《空气净化器》(新国标) 颁布, 新国家标准中突出空气净化器 CADR、CCM、净化能效和噪声指标, 并涵盖电气安全、抗菌除菌、净化性能等方面要求, 大量品牌重新洗牌, 小米产品在品质控制、性能达标上均满足要求, 市场份额得到巩固。

图表 51: 空气净化器市场重新进入爬升阶段, 2017 年市场规模 162 亿元人民币



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

艾瑞咨询数据显示, 小米及米家在空气净化器 2017 年全球出货量位列第一名, 出货量或达到 300 万台。过去的三年中, 小米保持了空气净化器产品的 1 年 1 迭代的节奏, 维持产品热度与影响力。

图表 52: 空气净化器逐步多元化, 满足消费者不同需求; 保持 1 年 1 迭代的产品更新速度, 维持市场热度



资料来源: 小米商城、国盛证券研究所

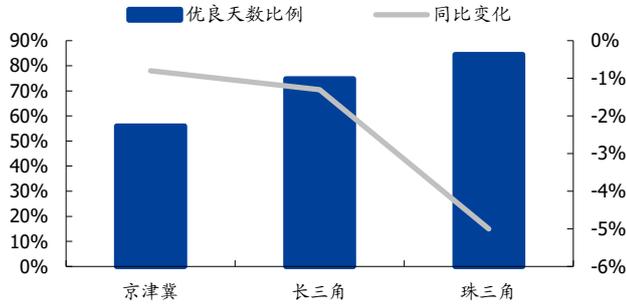
关注空气质量后续变化, 未来复合型产品的渗透率提升或是主要增长推动力。中长期来看, 空气治理已经成为政府重点议题, 空气质量改善是必然趋势。

但短期数据来看, 污染源或从 PM2.5 逐步变化, 部分区域空气质量依然面临压力。根据环境保护部数据, 2017 年 1-12 月, 全国 338 个地级及以上城市平均优良天数比例为 78.0%, 同比下降 0.8 个百分点。PM2.5 浓度为 43 微克/立方米, 同比下降 6.5%; PM10 浓度为 75 微克/立方米, 同比下降 5.1%。

2018 年 1-3 月, 全国 338 个地级及以上城市平均优良天数比例为 75.5%, 同比上升 3.0 个百分点。PM2.5 浓度为 56 微克/立方米, 同比下降 9.7%; PM10 浓度为 90 微克/立方米, 同比下降 5.3%。

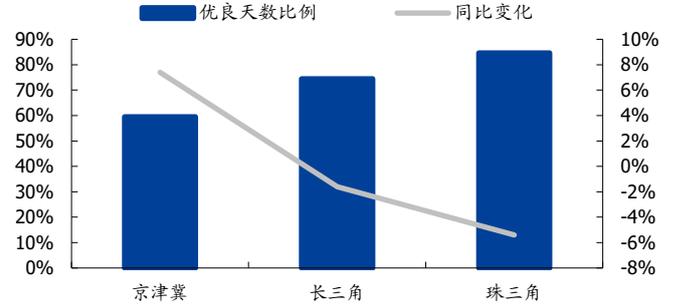
重点区域中，京津冀地区优良天数下滑趋势得到缓解，但是长三角与珠三角地区空气优良天数依然面临压力。在三大重点区域PM2.5均有所下降的情况下，空气优良天数依然面临下行压力，空气污染源或更多受到复合性因素影响。

图表 53: 2017年1-12月重点区域优良天数变化



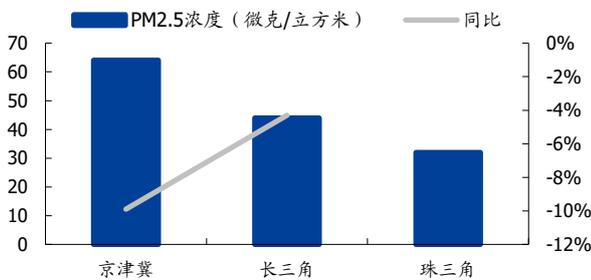
资料来源: 环境保护部、国盛证券研究所

图表 54: 2018年1-3月重点区域优良天数变化



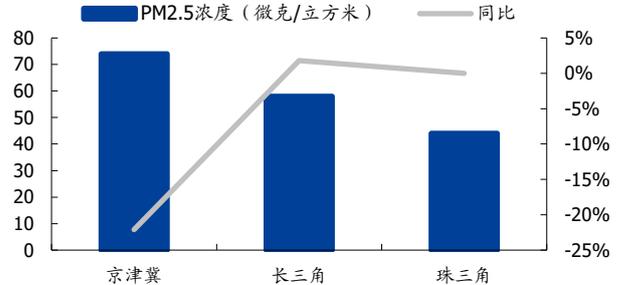
资料来源: 环境保护部、国盛证券研究所

图表 55: 2017年1-12月重点区域PM2.5变化



资料来源: 环境保护部、国盛证券研究所

图表 56: 2018年1-3月重点区域PM2.5变化



资料来源: 环境保护部、国盛证券研究所

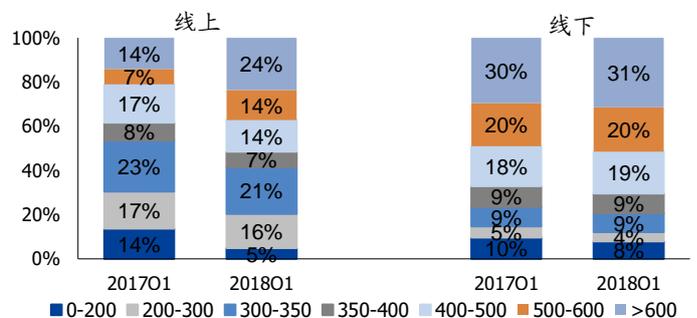
治理空气污染需求环境变化，更为智能化、复合化产品逐步受到市场青睐。未来随着设计更为人性化、功能与使用环境复合型产品渗透率提升和存量市场的滤芯销售依然是未来主要的市场热点。消费者对于空气中：1) 雾霾 (PM2.5) 去除的需求；2) 装饰材料、家具等造成的室内空气进化 (清除甲醛、TVOC、苯、灰尘、花粉、过敏原等污染源) 需求依然明显。

图表 57: 净化器市场需要更多的差异化竞争，复合型产品需求提升



资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 58: 大CADR产品零售额占比提升，小米MAX符合市场变化

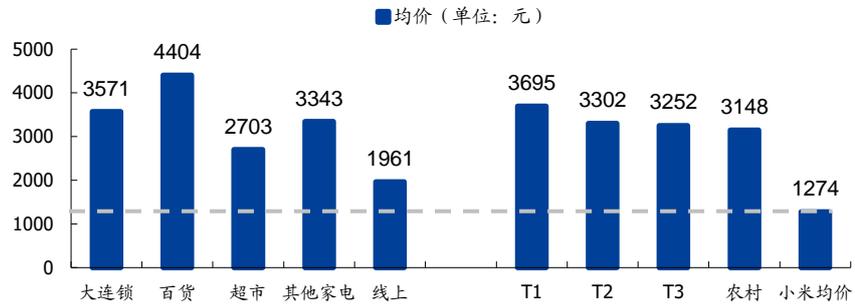


资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

小米产品空气净化器已经成为小米家电产品中最具市场影响力的单一产品之一，从净化

器 1 代到最新的 MAX 系列产品，产品功能从 APP 管理、耗材提示，到显示屏实时监测、复合型过滤（甲醛、PM2.5、灰尘花粉、烟味、过敏原、动物毛发、微小物质、部分细菌），产品功能符合后续市场热门需求，且产品均价持续低于各个渠道，底价高质持续冲击市场份额，巩固智能空气净化产品市场空间。

图表 59：小米空气净化器均价大幅低于各个渠道市场均价



资料来源：奥维云网、小米商城、国盛证券研究所

2.3 家电产品依托生态渠道，提升整体效率，增强相对优势

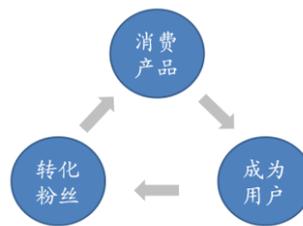
线上是小米新零售战略的基础，突出线上渠道减少中间环节，效率提升能够带来的相对竞争优势更为明显。但是对于家电等较为传统产品而言，我们认为对于低单价、对于后续服务要求较少的家电产品，线上渠道带来的效率优化更为明显，但是对于单价较高、用户需要安装，且消费者对于耐用性要求高、产品容错度低的产品，不体验就消费的情况较少，不得不进行线上与线下融合，O2O 不仅仅体现的是线上到线下，也体现了线下到线上。

2.3.1 线上入口：打造精品，聚焦核心用户

(1) 小米商城，聚焦核心用户，打造粉丝文化圈

销售以小米、米家品牌及核心生态链企业的产品，产品主要覆盖手机及相关配件和衍生产品，家电产品中包含智能电视、空气净化器、净水器、扫地机器人等。线上渠道是小米“米粉”经济的基础土壤。通过产品发现用户，并依托小米 MIUI 持续绑定小米用户，并持续深耕，转化为小米粉丝。进而实现线上用户相互引流推广，加快实现各类产品曝光度。家电产品作为公司除手机之外的重要产品品类，在整体生态链中扮演重要角色。家电产品日常使用频率高，可以建立起深度的用户联系；在独有的小米社区与会员模式下，不断强化粉丝氛围；通过线上众筹与产品试用不断精确客户需求与产品问题。进而实现产品—用户—粉丝—产品的消费闭环。

图表 60：小米商城的粉丝经济不断强化，实现产品-用户-产品的闭环



资料来源：小米生态链战地笔记、国盛证券研究所整理

(2) 小米有品定位为精品生活电商平台，聚焦核心用户品类拓展，依然主打性价比。除了小米及米家品牌产品、生态链公司产品外，还引入三方优质厂商。销售已涵盖家居、日用、餐厨、家电、智能、影音、服饰、出行、文创、健康、饮食、洗护、箱包、婴童等各大生活消费品品类。

有品对于小米而言：

- 1) 在聚焦小米品牌的用户群特征之下，实现目标用户的初筛。因此用户群需求趋向于统一，可以用较为简化的SKU满足大规模客户的需求；
- 2) 赢得用户信任后有利于向用户其他需求延伸，实现用户在平台一站式采购的目标；
- 3) 带有“技术”和“理性”标签的用户在口碑传播和发展新用户的过程中更具影响力，适合线上爆款产品非线性营销策略。

图表 61：精品电商依然大有可为



资料来源：极光大数据、国盛证券研究所

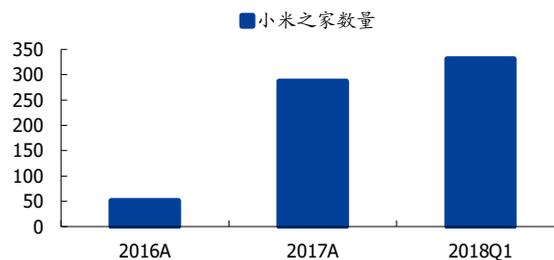
2.3.2 线下入口：体验式门店，重塑零售格局

打造线下体验式消费模式，众多生态产品回归线下渠道，重塑小米新零售格局。小米重新开始重视线下渠道建设，一方面，互联网品牌的实际体验环节薄弱，众多产品必须依赖上手体验，尤其对于单价较高、耐用性要求高、产品容错度低的产品，不体验就消费的情况较少；另一方面，中年以上消费者电器类产品消费习惯难以改变，依然青睐于进店消费。

线下渠道建设加速，重塑线下格局。小米之家的渠道拓展稳步推进，从2015年开始建设小米之家自营门店以来，截止2017年年底，小米之家已经建设287家门店，其中全年新建门店达到235家，覆盖29个省/直辖市，接待人次达6713万，已经覆盖170个城市。在2017年的小米之家运营中，自营门店的平均零售收入约为每平方米人民币24万元。

到2018年3月底，建店数量达到331家，建设速度明显加快，重点围绕低层级市场。

图表 62：小米之家数量爆发式增长

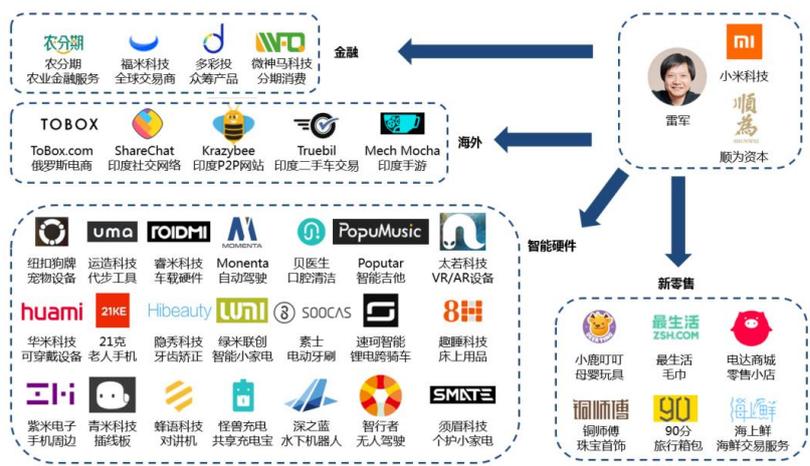


资料来源：奥维云网、小米商城、国盛证券研究所

2.4 小米家电产业链公司未来预期

看小米，不单单是从其用互联网思维做产品和销售的极致路径，更是看小米通过其金融链条，形成网络结构的科技和生活产品矩阵。公司主要创始人之一的雷军先生，通过小米及顺为资本，搭建了一个围绕小米生态的智能产品圈。生态公司的基本目标都围绕提供智能化产品并保证硬件利润的情况下，为消费者提供高性价比产品。

图表 63: 雷军系下的小米集团及顺为资本投资领域广泛



资料来源: IT 桔子、国盛证券研究所

同时，我们看到小米相关产业整体依然朝气蓬勃，生态企业不断进入家电细分子行业，在促使行业增进效率、提升互联功能、推动产品设计优化方面不断进步，我们也预计小米家电产品在细分市场的表现值得期待。

图表 64: 小米生态产业企业未来预期

项目名称	行业/领域	主要产品	未来预期
云米科技	消费电子	小米净水器、水质 TDS 检测笔、厨电	从净水器产品向智能互联厨电、大白电领域进军，智能互联产品或促进市场需求
亿联客	智能家居	Yeelight 床头灯、米家 LED 智能台灯	智能照明市场持续结构性增长领先，品牌优势不断催化
创米科技	智能家居	米家小白智能摄像机、小米网络收音机、小米万能遥控器、小米智能插座、小米米键等	逐利细分市场，引领市场走向
睿米科技	车载硬件	睿米车载蓝牙播放器、车载空气净化器	空气净化需求不断细化，车载市场依然是蓝海
智米科技	消费电子	小米空气净化器、智米直流变频电风扇、智米除菌加湿器、米家 PM 2.5 检测仪	复合型产品为消费者提供优质选择，围绕核心功能升级的产品多元化均价依然有相对优势
须眉科技	个护小家电	电吹风、电动剃须刀	市场依然以低价产品为主，依托米粉经济实现第一波中端价位产品普及，后续表现值得期待
素士	个护小家电	电动牙刷	价格区间大幅低于飞利浦与欧乐 B，市场表现还需要验证
峰米	智能家居	激光电视	对标大尺寸液晶及 OLED 电视价格优势明显
绿米科技	智能家居	智能家庭设备(多功能网关、小米温湿度传感器、小米人体传感器、小米门窗传感器、小米无线开关、魔方控制器、小米智能插座)	全屋互联的基础件，是未来数年的战略性市场
石头世纪	智能硬件	清洁扫地机器人	高质低价路径下，产品渗透率提升带来的增长空间依然显著
纯米	智能厨电	IH 电饭煲等	电饭煲技术面临更新，国内正在经历“压力/IH 电饭煲”的普及阶段，公司产品适合小家庭
云柚科技	智能家居	智能门锁、智能钥匙	家用智能锁认知度还较低，百户渗透率仅为 3% 左右，对标欧美 (50%) 日韩市场 (80%)，各个品牌均有增长空间。

资料来源: 小米商城、国盛证券研究所整理

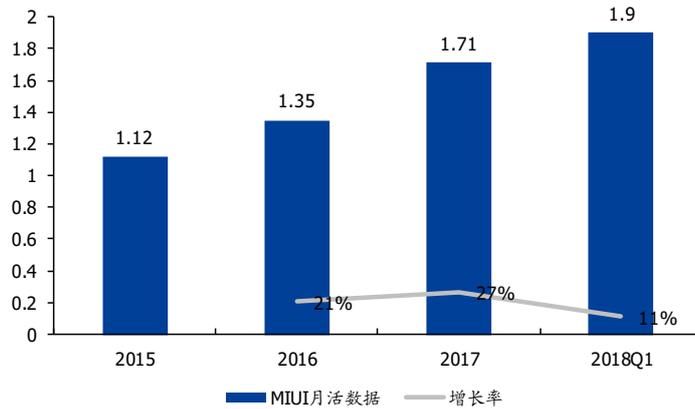
小米专题 互联网服务业务：低收入撬动高毛利，依托渠道生态进行内容变现

3.1 互联网服务总览：以 MIUI 系统及其内置应用生态为中心的流量变现

高增长/高粘性的流量支撑起小米百亿规模互联网服务业务。

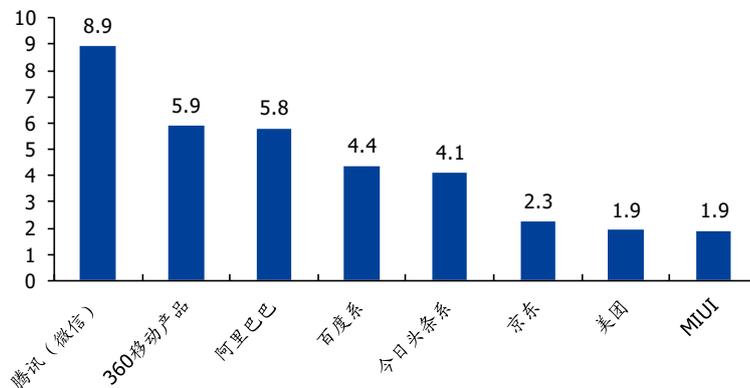
(1) 流量：**MIUI 月活 1.71 亿**，使用时长达 **4.5 小时**。MIUI 2015-2017 年月活用户数分别为 1.12 亿、1.35 亿、1.71 亿。2018Q1 MIUI MAU 增至 1.9 亿，相比 17 年 12 月增长 11.1%。在 MIUI 系统构建的生态下，38 个原生移动 APP 月活数超 1000 万，其中小米应用商店、小米浏览器、小米音乐及小米视频等 18 个 APP 月活数超 5000 万 (18Q1 数据)。2018 年 3 月，MIUI 用户平均使用时长达到 4.5 小时/天。MAU 未来的增长取决于手机硬件销量的增长（且主要是首次购买的用户）以及其余硬件开始提供服务以获取新的用户。MIUI 的活跃用户规模，与拥有线上流量入口把控能力和丰富移动产品矩阵的 BAT 以及今日头条系相比，仍有一定差距。

图表 65: MIUI 月活数据及增速 (亿人)



资料来源：小米招股说明书，国盛证券研究所
注：2016 年 (22%)、2017 年 (27%) 为同比增速，2018Q1 (11%) 为相对于 2017 年末的增速。

图表 66: MIUI 与其他主流移动互联网平台月活数据对比 (亿人)



资料来源：各公司公告，Questmobile，国盛证券研究所
注 1：微信、阿里巴巴、百度系、今日头条系、京东、美团月活数据为 2017 年 12 月数据，360 移动产品月活数据为 2017 年 10 月数据，MIUI 为 2018 年 3 月数据
注 2：360 移动产品包含 360 手机安全卫士、360 手机助手、360 安全浏览器；今日头条系包含今日头条、火山小视频、西瓜视频、抖音

高性价比“米粉卡”+小米 APP 返流量有望拉动用户规模及时长进一步增长。2017 年

5月小米发布“米粉卡”：1元日租卡按照1元包800M/日收取，流量为国内流量，当天未产生流量不收费；3元不限量日租卡按照3元/日收取，全国流量不限量。当天未产生省内流量不收费。“米粉卡”资费和月租（5元）较低，配合话费+现金券（小米商城使用）赠送等活动，对用户产生了较强的吸引力。截至2017年10月底，上线5个月的“米粉卡”用户量就已突破100万。值得注意的是，“米粉卡”对小米自家APP实行“返流量”政策，在小米手机MIUI系统（8.5.0版本以上）中，每月使用小米APP所产生的流量于次月等额自动返还。返还流量为国内流量，数额以MIUI统计为准，最高赠送40GB。所有小米APP都具备返还条件，包括小米浏览器、小米视频、小米应用商店、小米音乐、小米直播、新闻资讯、小米阅读、小米商城等等。我们认为“米粉卡”有利于吸引增量用户进入小米生态，而返流量策略有利于引导“米粉”积极使用小米自家移动应用，进一步提高用户在线时长。

图表 67：“米粉卡”资费情况

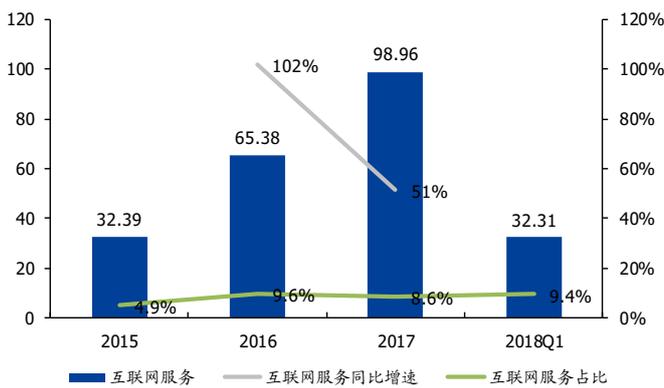
套餐名称	月费	套餐资费				
		国内流量	国内拨打	国内短/彩信	国内接听	来电显示
1元日租卡	5元	1元/天 800M	0.1元/分钟	0.1元/条	免费	免费
不限量日租卡	5元	3元/天 不限量				

资料来源：小米官网，国盛证券研究所

(2) ARPU: 2015-2017年小米平均每用户互联网服务收入（按年度互联网服务收入除以该年度12月的月活跃用户计算）分别为28.9元、48.5元、57.9元。2018Q1平均每用户互联网服务收入为17.0元（按一季度互联网服务收入除以该季度月活跃用户计算），对应单用户年化收入达到68元，同比增长17.4%。

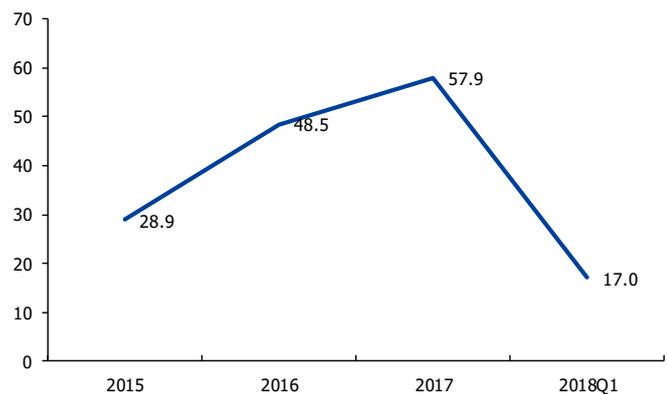
(3) 收入: 2017年小米互联网服务收入由2015年的32.39亿提升至98.96亿，2018Q1互联网服务收入为32.31亿元。活跃用户规模及用户参与度的上升带动互联网服务板块高速发展。

图表 68：互联网服务板块收入（亿元，%）



资料来源：小米招股说明书，国盛证券研究所

图表 69：单用户互联网服务收入（元）

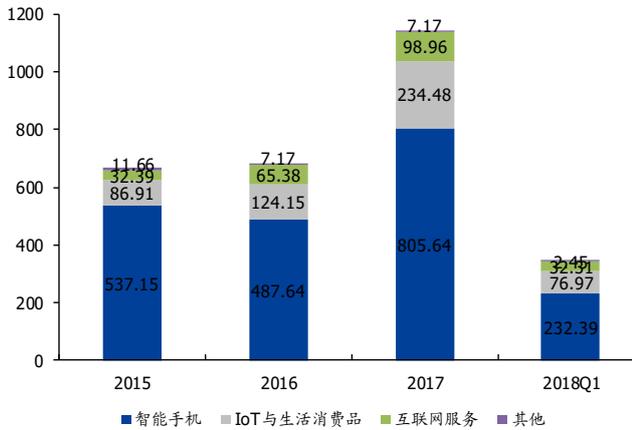


资料来源：小米招股说明书，国盛证券研究所

2018Q1年互联网服务收入占比微升至9.4%，贡献毛利占比接近40%。从收入构成来看，互联网服务作为小米非硬件端收入来源，近三年在总收入中占比微升，由2015年的4.9%提升至2018年Q1的9.4%。而互联网服务超过60%的毛利率显示出强大的盈利能力：2015-2018Q1年小米互联网服务板块毛利率分别为64.8%、65.5%、64.1%、65.6%（2017年毛利率有所下滑主要由于游戏业务分成成本及带宽、托管费等基础设施成本提升），远远高于智能手机和IoT业务个位数的毛利率；2017年互联网服务板块贡

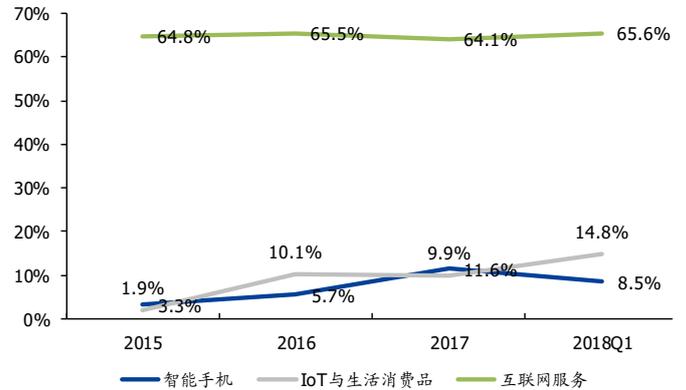
献毛利润 63.4 亿元，占总毛利润比例达 34.8%；2018Q1 互联网服务板块贡献毛利润 21.2 亿元，占总毛利润比例达 40.2%。

图表 70: 小米业务拆分 (亿元)



资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

图表 71: 小米各业务毛利率情况 (%)

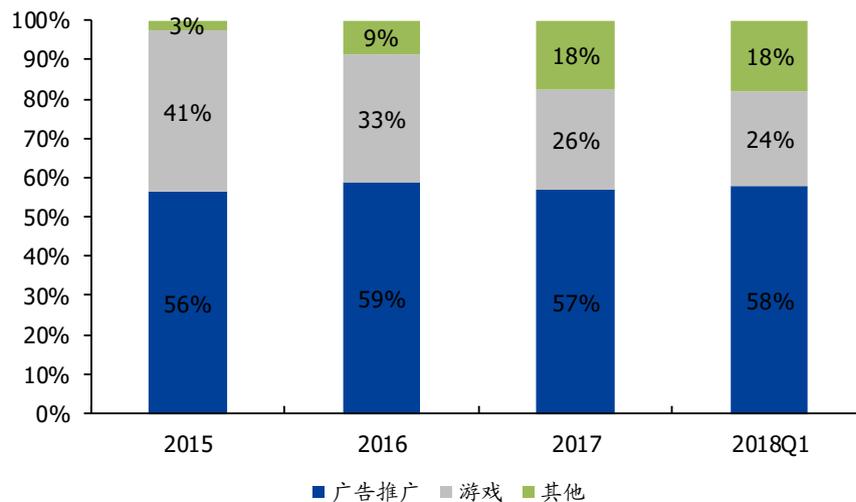


资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

分业务来看，广告推广业务和互联网增值服务（游戏）构成了小米互联网板块的主要收入来源。2017 年广告推广业务收入达到 56.1 亿，同比增长 46.3%；互联网增值服务实现收入 42.8 亿，同比增长 58.6%；其中，互联网增值服务（游戏）实现收入 25.5 亿，同比增长 19%。2018Q1 广告推广业务收入达 18.74 亿，互联网增值服务（游戏）实现收入 7.71 亿。2015-2018Q1 广告推广业务与互联网增值服务收入占比相对稳定，2017 年广告推广业务收入占比为 57%，互联网增值服务收入占比为 43%，其中游戏占比为 26%；2018Q1 广告推广业务收入占比为 58%，互联网增值服务（游戏）收入占比为 24%。

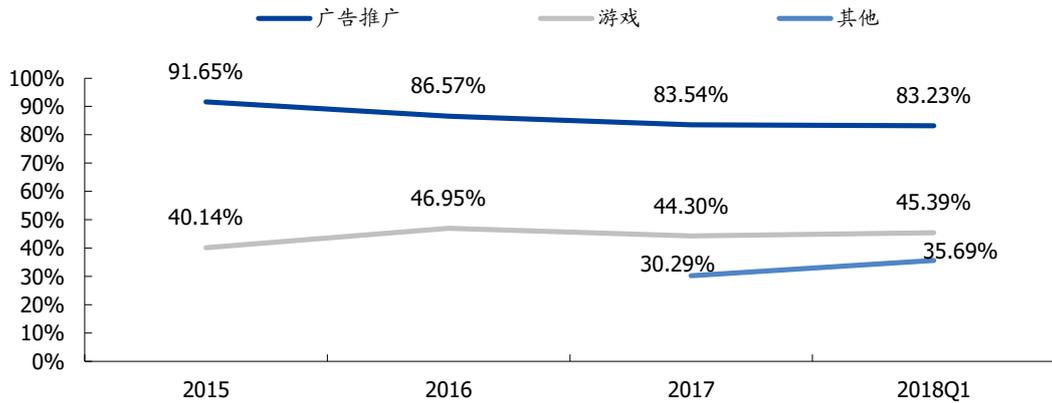
从盈利模式角度看，1) 广告推广服务主要围绕 MIUI 生态的庞大流量，通过线上分销渠道（包括移动 APP 及智能电视）提供广告获取收入，广告形式包括展示类广告、效果广告等多种形式以满足不同客户需求。其商业模式与主流的以互联网流量进行广告变现的方式基本一致。2) 互联网增值服务则包括网络游戏运营收入（围绕小米应用市场渠道进行游戏分发）、用户付费订阅的娱乐内容（包括视频、网络文学和音乐等）、直播等。

图表 72: 互联网服务板块收入结构 (%)



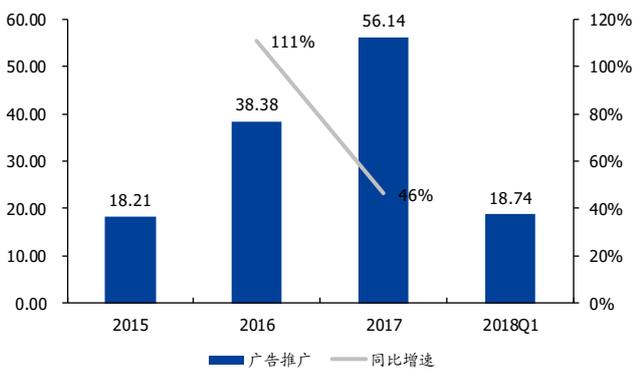
资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

图表 73: 互联网服务板块各子业务毛利率 (%)

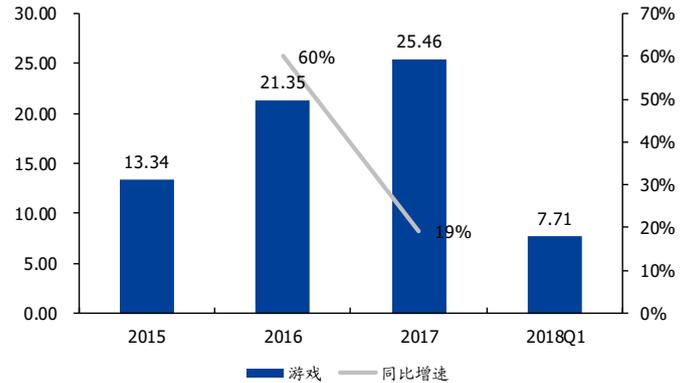


资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

图表 74: 广告推广业务收入及增速 (亿元, %)



图表 75: 游戏收入及增速 (亿元, %)



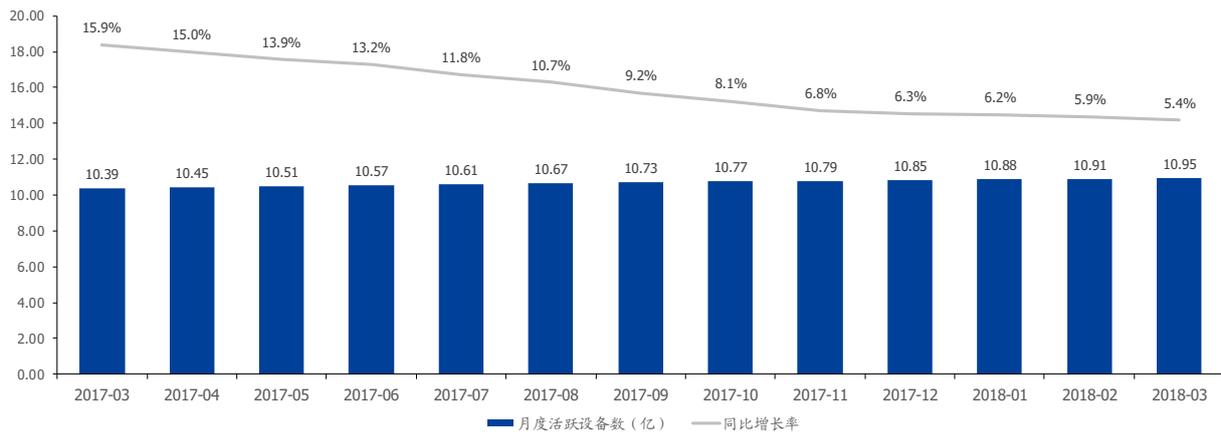
资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

3.2 理解小米服务业务价值的出发点: 国内流量红利渐尽背景下, 硬件厂商作为流量入口有较高价值

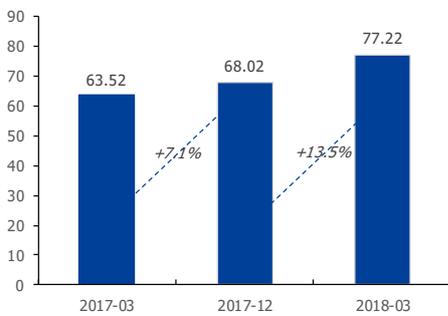
国内流量红利渐尽背景下, 掌握优质流量的渠道有较强的议价能力。Questmobile 数据显示, 2018 年 3 月中国移动用户数达到 10.9 亿, 同比增长放缓至 5.4%; 移动互联网用户月度总时长增速在 2017 年 12 月降至个位数 (对比 2017 年 3 月), 2018 年 3 月在短视频的带动下季度环比增速略有回暖, 达到 13.5%。移动互联网已不可避免地进入后红利时代。在当前环境下, 作为流量入口的硬件厂商, 在面对有推广需求的 APP 时有较强的议价能力。而小米目前的互联物服务业务, 正是基于硬件获取流量之后通过提供自有或第三方服务来进行变现。

图表 76: 2017年3月-2018年3月中国移动互联网月度活跃设备数(亿台, %)



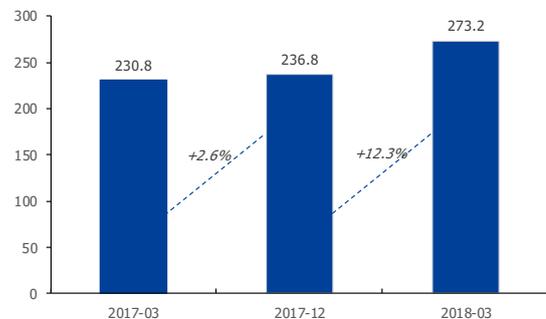
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 77: 中国移动互联网用户月度总使用时长(千亿分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 78: 中国移动互联网用户人均单日使用时长(分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

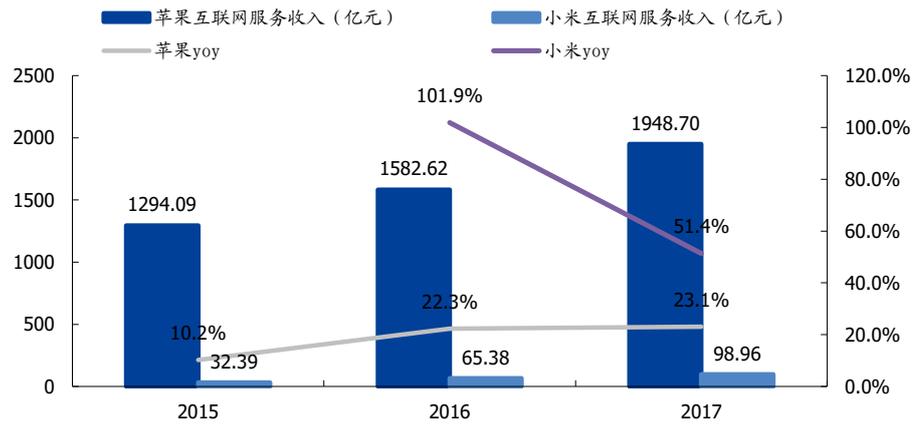
3.3 小米 V.S.苹果: 在流量变现上, 二者差异在哪?

小米与苹果的商业模式相似, 都是在各家生态内以硬件驱动服务进行变现, 但有差别。我们从互联网服务板块切入将苹果公司与小米进行对比:

3.3.1 同是硬件厂商的流量变现, 小米互联网服务的盈利能力与苹果相比有较大差距

小米互联网服务收入规模为苹果的 **1/20**。2017 年小米互联网板块收入 98.96 亿元, 同比增长 51.4%; 苹果服务收入 (从 iTunes, iCloud, Apple Music, Apple Pay, Apple Care 和 App Store 服务中获得的收入) 1948.7 亿元 (按美元汇率 6.5 折算成人民币), 同比增长 23.1%。小米互联网板块收入增速较高, 但目前收入规模仅为苹果的 1/20。

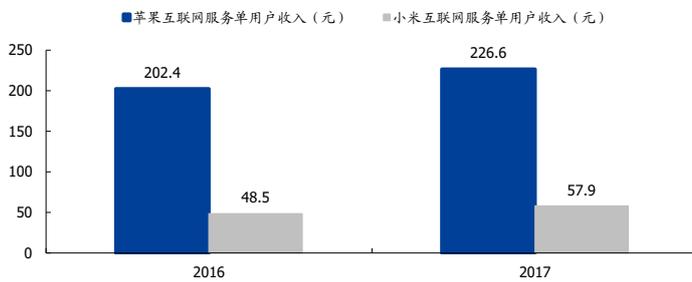
图表 79: 小米互联网服务收入规模低于苹果, 但收入增速更高 (亿人民币)



资料来源: Wind, 小米招股说明书, 国盛证券研究所
 注 1: 苹果此处年份为财年, 如: 2017 财年是 2016Q4-2017Q3, 下同
 注 2: 苹果此处收入按美元汇率 6.5 折算成人民币

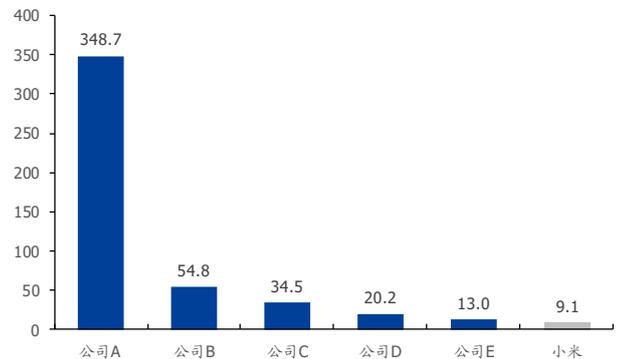
其中, 小米互联网服务单用户收入为苹果的 1/4。2016 年, 苹果高级副总裁 Craig Federighi 和 Eddy Cue 在访谈中透露, Apple ID 账号数量为 7.82 亿。考虑 10% 的账号增长, 假定 2017 年 9 月苹果的账户数 8.60 亿, 将账户数近似地看作 MAU, 则整体的 ARPU 为 226.6 元 (按美元汇率 6.5 折算成人民币)。2017 年小米互联网服务单用户收入为 57.9 元, 约为苹果的 1/4。除苹果外, 对比其他互联网公司, 小米互联网板块 ARPU 值仍处于较低水平。

图表 80: 2016-2017 小米和苹果互联网服务业务收入及单用户收入对比 (元)



资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所
 注: 苹果互联网服务单用户收入按美元汇率 6.5 折算成人民币, 计算公式为收入 (人民币) = 收入 (美元) * 6.5, 下同

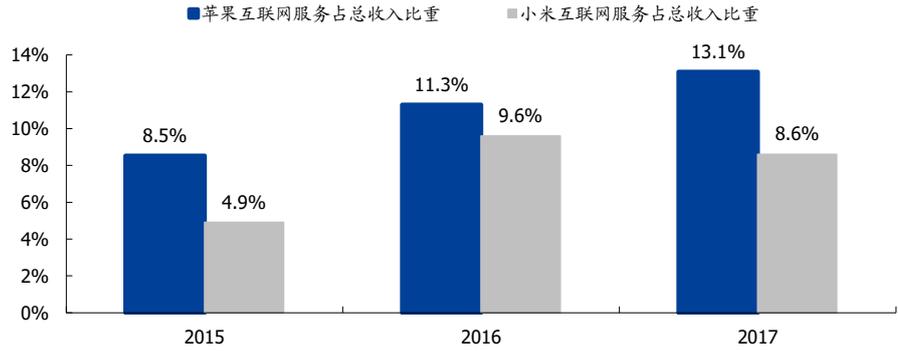
图表 81: 2017 年全球领先互联网公司单月活用户服务收入 (美元)



资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

小米互联网服务收入占比仍然低于苹果。随着智能手机出货量进入下行通道, 互联网服务在小米和苹果生态中扮演着愈发重要的角色。苹果公司互联网服务收入占比从 2015 财年的 8.5% 提升至 2017 财年的 13.1%, 小米互联网服务收入占比从 2015 年的 4.9% 提升至 2017 年的 8.6% (2017 年小米互联网板块收入比重降低主要由于其智能手机业务迎来爆发式增长, 带动总收入大幅提高), 仍存在一定的差距。

图表 82: 2015-2017 小米和苹果互联网服务占总收入比重均呈现上升趋势 (%)

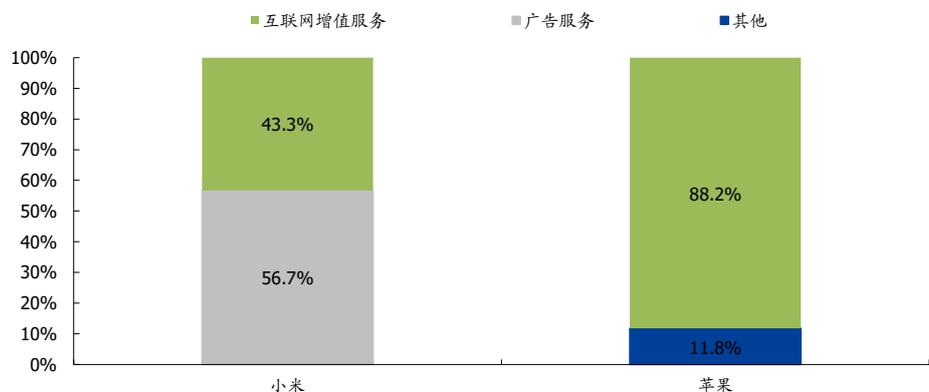


资料来源: Wind, 小米招股说明书, 国盛证券研究所

3.3.2 小米互联网服务收入依赖广告和游戏, 苹果则除了游戏分发, 还受益于云服务和数字内容付费

互联网服务板块内部收入结构中, 苹果以增值服务为主, 小米涵盖广告和增值服务。与小米广告+增值服务不同的是, 苹果公司互联网服务主要以增值业务为主, 占比达到 88.2%, 苹果出于保护用户隐私的考虑, 关闭了 iAD 业务, 虽然 2016 年 10 月苹果上线了搜索广告业务, 但在广告变现方面整体较为克制。小米 2017 年增值服务占比为 43.3%, 广告业务收入占比过半。

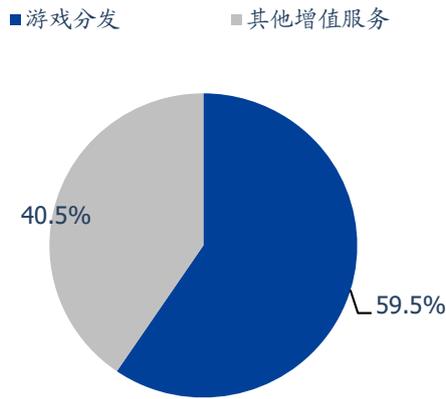
图表 83: 2017 年互联网服务板块收入结构中, 苹果以增值服务为主, 小米涵盖广告和增值服务 (%)



资料来源: Loup Ventures, 小米招股说明书, 国盛证券研究所

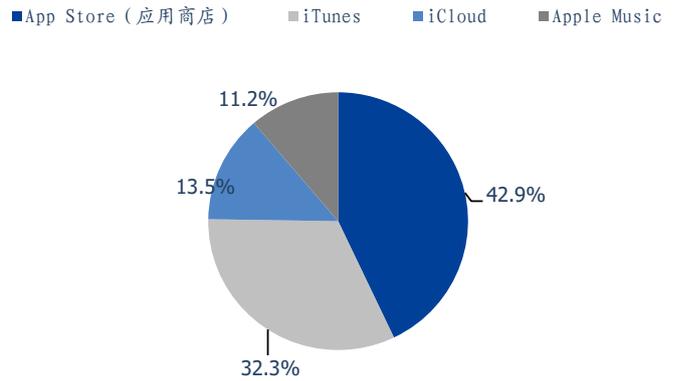
以游戏分发为主的应用商店业务在两家公司增值服务收入中占比最高, 除应用商店外苹果其他增值服务收入贡献占比达到 57.1%, 远高于小米。苹果增值服务中主要包括 App Store 分成 (主要是游戏分发收入)、影音数字内容、云服务, 以及音乐流媒体服务, 收入占比分别为 42.9%、32.3%、13.5%、11.2%。小米增值服务则非常依赖游戏分发。2017 年小米线上游戏业务实现收入 25.5 亿元, 其虽在整体增值服务收入中占比有所下降, 但仍高达 59.5%。小米也为用户提供小米视频、小米云服务及小米音乐、阅读、直播等服务, 且以用户付费订阅/购买内容为主要盈利模式, 但变现能力与苹果有较大差距。

图表 84: 小米增值服务收入结构中游戏分发占比近 6 成 (%)



资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

图表 85: 2017 年苹果增值服务收入结构中应用商店占比超过 4 成 (%)



资料来源: Loup Ventures, 国盛证券研究所

图表 86: 小米公司的增值服务布局

领域	App 名称	第三方内容来源	经营模式
游戏	小米应用市场	第三方游戏研发商	渠道分成
阅读	多看阅读 (小米小说)	阅文等	内容付费
视频	小米视频	爱奇艺、搜狐等	会员付费 (聚合类视频第一名)
音乐	小米音乐	滚石等	免费+会员付费
直播	小米直播	UGC	免费
云服务	小米云服务	-	免费+会员付费

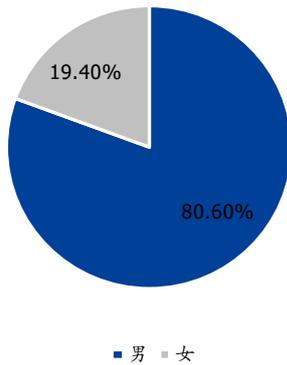
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所整理

3.3.3 小米苹果互联网业务变现差异的根源何在?

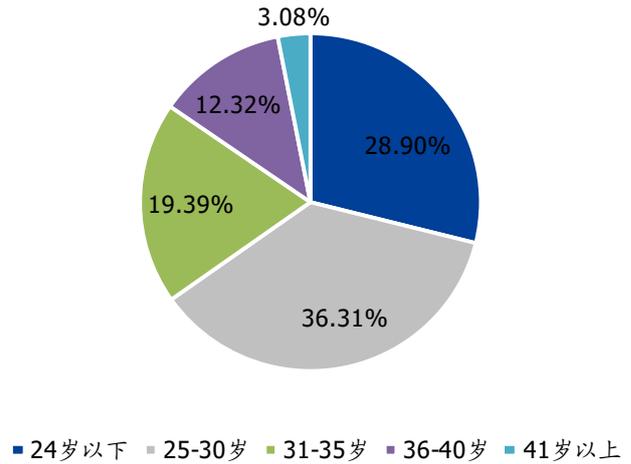
差距主要体现在海内外互联网经营环境的差异: (1) 从增值服务来看, 国内互联网行业早期通过免费、低价策略培养用户消费习惯, 除游戏行业通过道具内付费模式较为成熟之外, 对于其余互联网内容的购买和订阅服务, 用户付费习惯尚在培养中。此外, 小米用户画像里中低龄男性占比较高, 三四线人群占比较高, 整体消费能力较弱。来自 Questmobile 的统计 (2017 年 4 月数据), 小米粉丝男性用户占比达到 8 成, 30 岁以下用户占到 65%, 整体呈现男性化和中低龄化的态势。小米三四线用户占比 42.6%, 高于整体定价更高的锤子手机用户 (38.2%)。此外在消费能力方面, 主打高性价比的小米近一半用户消费能力在 200 元以下, 比消费能力在 200 元以下的锤子手机用户占比高出 7 个百分点。

(2) 从广告业务来看, 用户付费习惯较差的情况下, 广告成为互联网公司较为依赖的流量变现路径; 国内对用户体验、用户数据等方面重视程度不如海外, 产品体验的附加值不会受到广告太大冲击, 为广告规模做大提供了前提。

图表 87: 2017年4月小米粉丝性别分布 (%)



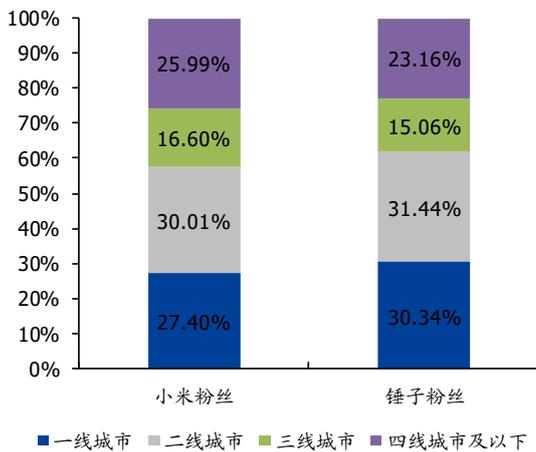
图表 88: 2017年4月小米粉丝年龄分布 (%)



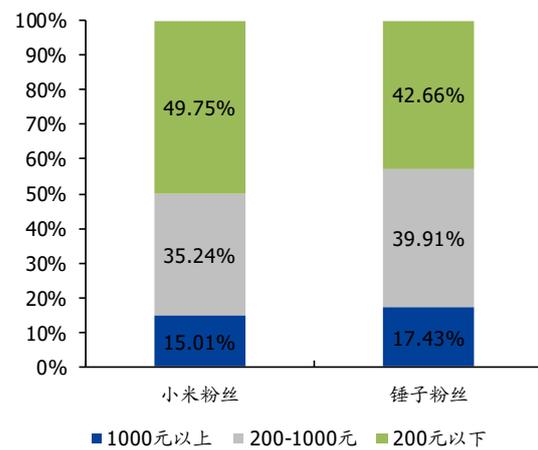
资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

图表 89: 2017年4月小米和锤子用户城市等级分布 (%)



图表 90: 2017年4月小米和锤子用户消费能力分布 (%)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

3.4 在小米互联网服务中占比过半的广告收入, 还有多少空间?

广告收入取决于流量规模及流量价值。流量规模与小米硬件销量息息相关, 我们更关心的是小米的流量价值是否还有成长空间, 下文将从两个方面思考这个问题:

3.4.1 当前小米广告开发是否已经较为充分?

小米广告开发已经较为充分:

(1) 广告形式上品牌效果全覆盖。小米广告业务已经涵盖了应用分发、效果推广(效果广告)和品牌传播(品牌广告)。

(2) 从广告分销渠道来看, 形成跨平台营销、自有流量与广告联盟结合。小米广告业务主要分销渠道为手机应用程序和智能电视, 其中手机 APP 包括: 应用商店、浏览器、小米音乐、小米视频等涵盖新闻资讯、影音娱乐以及生活工具三大品类的移动 APP。小米也拥有自己的广告联盟“米盟”。

(3) 从广告销售方式来看, 小米自建广告平台, 也构建代理商矩阵。小米建立了基于效

果的营销竞价平台 EMI，同时在电商、网络服务、金融行业、工具综合类以及游戏行业均有核心代理商布局。

图表 91: 小米广告业务构成



资料来源: 小米官网, 国盛证券研究所

图表 92: 小米广告平台资源



资料来源: 小米官网, 国盛证券研究所

图表 93: 小米广告业务主要分发渠道

主要渠道	分发能力	计费方式	备注
小米应用商店	日下载量超 5000 万, 总分发量超 100 亿	费用=单价*下载量 (CPD)	中国第四大安卓应用商店
小米浏览器	月活用户数 5000 万, 导航站点累计点击 1 亿次	CPD/CPC 自助竞价	小米手机默认浏览器
小米电视/小米盒子	电视、平板、手机三屏融合营销	品牌广告 (CPM/CPC)	原生电视画报广告
新闻资讯 APP	小米平台日活最高的个性化新闻资讯 APP	CPC/CPM 自助竞价	原生信息流广告为移动端最有效的广告形式之一
主题市场 APP	月活用户过千万, 用户每天主动点亮屏幕超过 80 次	品牌广告 (CPM/CPC)	手机主题触及锁屏界面、拨号/联系人界面、桌面图表等, 小米主题市场已收录上万套精品主题, 拥有 3000+ 主题设计师
第三方流量	广告联盟“米盟”	自助 CPC/CPM/CPD	小米周边的广告生态体系, 具有价格低、流量大的特点

资料来源: 小米官网, 国盛证券研究所整理

图表 94: “米盟”广告形式及价格

广告名称	售卖方式	支持类型
米盟开屏广告	CPM (10 元起) /CPC (0.1 元起)	应用下载/普通网址 (可外链)
米盟横幅广告	CPM (3 元起) /CPC (0.1 元起)	应用下载/普通网址 (可外链)
米盟插屏广告	CPM (3 元起) /CPC (0.1 元起)	应用下载/普通网址 (可外链)
米盟信息流广告	CPM (6 元起) /CPC (0.3 元起)	应用下载/普通网址 (可外链)
米盟激励广告	CPD (0.5 元起)	应用下载

资料来源: 小米官网, 国盛证券研究所

图表 95: 小米广告业务核心代理商矩阵



资料来源: 小米官网, 国盛证券研究所

3.4.2 小米广告单价还能再增长吗?

横向对比来看, 小米目前单用户广告收入与主流互联网公司广告收入差距不大。我们对比了百度、腾讯、今日头条、UC 四家以广告为重要变现方式的互联网巨头单用户广告收入, 小米移动广告的单用户收入不逊于其他互联网巨头。(百度由于涵盖搜索业务收入, 因此单用户广告收入更高; 虽然小米 MIUI 日均在线时长高于其他公司, 但由于 MIUI 在线时长未必等同于小米互联网产品的在线时长。)

从可比数据看到, 今日头条的季均单用户广告收入为 35.93 元, 对比小米单用户广告收入高出 40%以上。今日头条利用资讯分发、短视频业务等形式强化信息流广告变现能力。考虑到当前信息流广告及短视频行业景气度, 提升信息流广告收入占比 (比如基于小米浏览器新闻推送功能的信息流广告) 或许能成为小米提高广告业务 ARPU 的关键。

图表 96: 主要互联网公司月活及广告收入数据

	百度	腾讯	今日头条	UC	小米
广告收入 (百万)	73146	40439	15000	-	5614
MAU (百万)	899.78	1443.95	417.43	262.84	190
人均单日时长 (分钟)	76.89 (爱奇艺)	-	147.9 (今日头条+西瓜视频)	53.53 (UC 浏览器)	270 (MIUI 系统)
月人均使用次数	73.9 (手机百度)	-	162.6 (今日头条)	83.5	-
单用户年均广告收入 (元)	81.29	28.01	35.93	-	29.55

资料来源: Questmobile, 各公司公告, 国盛证券研究所

注 1: 月活数据时间——百度、腾讯、今日头条月活数据均为 2017 年 12 月数据; 小米月活数据为 18 年 3 月数据

注 2: 月活数据口径——百度月活数据为手机百度+爱奇艺; 腾讯月活数据为腾讯视频+QQ 浏览器+腾讯新闻+应用宝+腾讯手机管家; 今日头条月活数据为今日头条+火山小视频+西瓜视频; 小米月活数据为 MIUI 数据

注 3: 收入数据——均为 2017 年度数据, 来源为各公司财报; 今日头条数据来自新闻报道

3.5 增值服务: 在用户付费习惯逐步形成期, 小米是否可能复制苹果的成长历程?

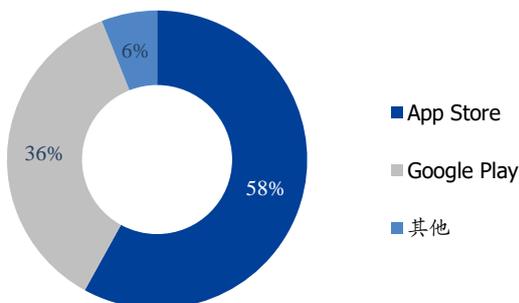
小米内容增值服务分析框架为: $收入 = MIUI\ MAU * 增值服务渗透率 * ARPU$ 。随着正版化的推进, 以及用户付费习惯的逐步培养, 当前国内数字内容各细分赛道的付费率以及单用户付费水平均有提升之势, 小米是否也能充分享受行业红利, 复制苹果在拓展增值服务上的成功?

我们认为在数字内容行业快速成长期, 小米凭借流量入口的产业链位置, 有望获得行业平均水平的增长; 但在互联网平台最终走向二八分化的规律下, 小米能否跑赢行业增速, 并持续做强做大, 市占率是十分关键的指标。当前国内各个细分内容付费赛道中, 龙头已经初步长成, 后发的小米要实现赶超有不小的压力。

3.5.1 苹果内容服务业务的成功, 主要在于平台份额已经行业领先

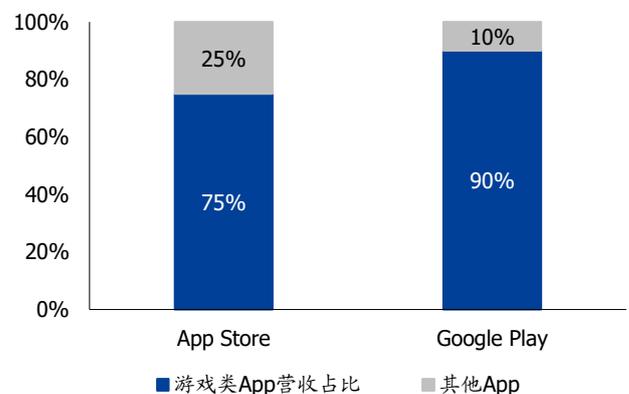
App Store 游戏分发份额称王: 根据 IDC 2017 年的研究数据显示, 苹果占据全球应用商店营收的 58%, 高于谷歌的 36%。App Store 和 Google Play 中的游戏营收占比分别为 75%和 90%, 可推测苹果在游戏分发上仍领先于 Google。

图表 97: 2017 年 App Store 和 Google Play 的市场份额 (%)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

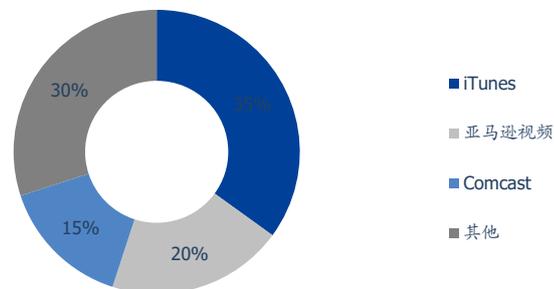
图表 98: 游戏类应用的营收占比 (%)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

iTunes 数字内容虽受流媒体冲击，但仍领先。苹果的 iTunes 主要进行音乐和视频数字内容的销售。以视频为例，《华尔街日报》援引好莱坞消息人士称，2017 年苹果在销售和租赁电影以及其他内容（iTunes 业务）的份额已经下降到 35% 以下，但仍领先线上视频领域的其他两位玩家：亚马逊和 Comcast，两者的市场份额分别约为 20% 和 15%。

图表 99: 2017 年在线视频的市场份额 (%)



资料来源: 华尔街日报, 国盛证券研究所

Apple Music 份额仅次于 Spotify。Apple Music 已经成为全球音乐流媒体市场的第二大平台，仅次于 Spotify。截至 2018 年 2 月，Apple Music 积累 3,800 万订阅用户。按照 2017 财年约 29.65 亿美元的收入额计算，年度 ARPU 达到 78.03 美元，在 Apple 的内容服务中是相对高净值的业务。

图表 100: 2017 年主要音乐流媒体软件的用户规模对比

	付费用户 (万)	活跃用户 (万)	订阅费	资源数量
Spotify	7,100	14,000	9.99 美元/月	3,000 万
App Music	3,800	3,800	9.99 美元/月	4,500 万
Amazon Prime	1,600	-	7.98 美元/月	4,000 万
Deezer	900	1,200	9.99 美元/月	4,300 万
Google Play Music	700	-	9.99 美元/月	3,500 万
Pandora	486	7,400	4.99 美元/月	-

资料来源: 互联网公开资料, 国盛证券研究所
注: 主要为 2017 年数据, Apple Music 为 2018 年 2 月数据

iCloud 在全球云储存服务领域用户规模最大。iCloud 依托苹果生态向用户提供云存储、数据同步等服务。对比 Dropbox、Google Drive 和 OneDrive, iCloud 用户规模最大，达到 8.6 亿; iCloud 单用户收入贡献 4.2 美元，与 Dropbox 单用户 2.2 美元比高出近一倍。

图表 101: 2017 年主要云储存服务收入和用户规模对比

	收入规模 (亿美元)	用户数量 (亿)
iCloud	35.8	8.6
Google Drive	-	8
Dropbox	11.07	5
OneDrive	-	1.15

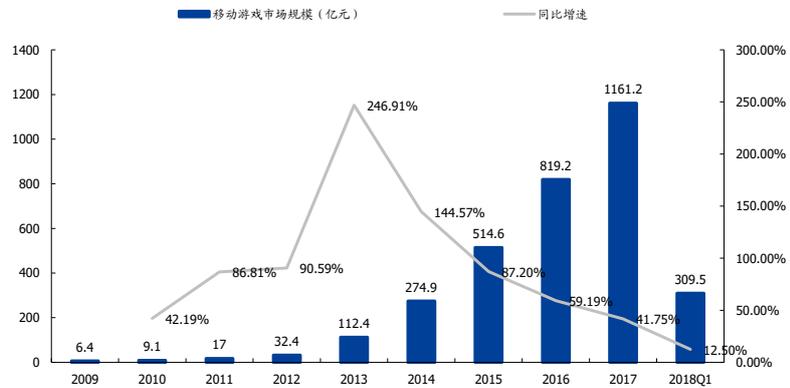
资料来源: 互联网公开资料, 国盛证券研究所

小结: 苹果互联网增值业务的高市占率得益于两点，1) 苹果在全球拥有最大的硬件市场份额，来自 Trendforce 的数据显示，iPhone 在 1Q18 全球市场份额达到 16.4%，在各硬件厂商中稳居 TOP 1; 2) 苹果拥有高价值的手机用户，且海外发达市场用户付费习惯和付费能力较强。数字内容成长的过程是培养用户习惯的过程，当前国内用户付费习惯还在养成阶段，因此内容服务的发展还需要依靠用户和行业整体良性发展来推动。

3.5.2 占比约 1/4 的游戏收入是否还有拓展空间？行业增速放缓，腾网两强格局形成，小米作为渠道商仍有一席之地，但在发行领域前进空间较小

(1) 在用户红利和时长红利耗尽的背景下，移动游戏增速显著放缓。2018 年 Q1 移动游戏行业市场规模为 309.5 亿元，同比增长 12.5%，增速下行趋势明显。

图表 102: 2009-2018Q1 年手游行业规模及增长率 (亿元, %)

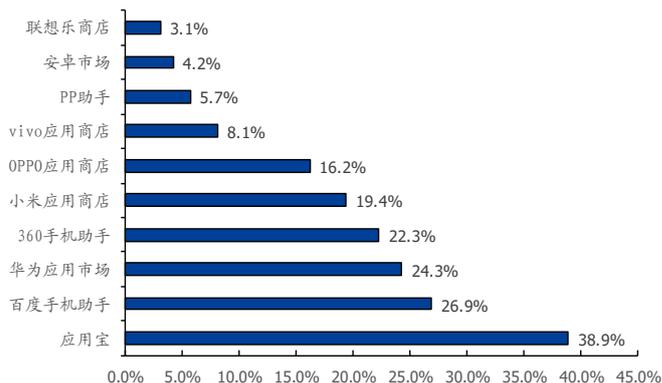


资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

(2) 小米游戏分发业务是否能跑赢行业？这个问题可以从两方面看：

- 小米游戏分发份额是否有提升的可能性？ 主流的游戏分发渠道，除了手机应用商店还有微信、QQ、头条、哔哩哔哩等有，在国内应用商店细分市场，小米在游戏分发渠道上份额为 19.4%。小米应用市场在安卓渠道第三方应用市场活跃用户渗透率排名跻身 TOP5，月活用户渗透率达到 19.4%，是除华为之外最大的终端应用市场。但与腾讯应用宝和百度手机助手、360 手机助手相比仍有差距。而份额的提升主要取决于硬件的销量。

图表 103: 2017Q2 中国第三方应用商店市场季度活跃用户渗透率 TOP10



资料来源: 易观咨询, 国盛证券研究所

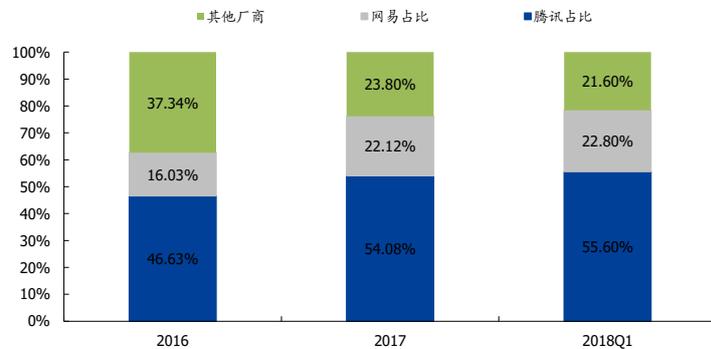
- 小米是否有向手游行业上游的发行和研发延伸的可能性？

(1) 研发环节：小米游戏目前布局较少。从整个雷军系的公司来看，研发实力最强的是金山软件旗下的西山居，而小米通过为其提供代理服务进行合作。

(2) 发行环节：小米 2016 年 1 月至今发行的游戏数量较少，包括《加菲猫爱消除》《老九门》《小米超神》《小米赛车》《小米枪战》《剑侠世界》等。从行业集中度来看，2017 年腾讯网易合计在手游发行环节的市场份额达到 76.2%，同比提升 13.5% 个百分点，18Q1 腾网市场份额进一步提升至 78.4%。在 CR2 份额已将近 80% 的情况下，小米向上游游戏发行领域延伸难度较高。

(3) 此外，小米也在不断探索游戏的多元衍生方向。如先后投资超好玩、青枪互动、英众文化等游戏直播平台 and 电竞节目运营商，利用游戏直播反哺游戏热度；开拓海外精品手游社区“骑士团”，推荐海外优质游戏，为未来海外游戏分发提前布局；发布黑鲨游戏手机和手柄，是国内首款电竞手机产品，满足差异化游戏需求。

图表 104: 2016-2018Q1 年移动游戏行业按发行口径统计的腾讯网易市占率 (%)



资料来源: 伽马数据, 国盛证券研究所

3.5.3 其他增值服务是否有较高成长性? 阅读、音乐、视频行业均处于高速成长期, 但国内市场龙头已经迅速卡位

(1) 数字阅读: 头部格局稳定, 二梯队的小米仍有希望通过渠道优势绑定一部分用户

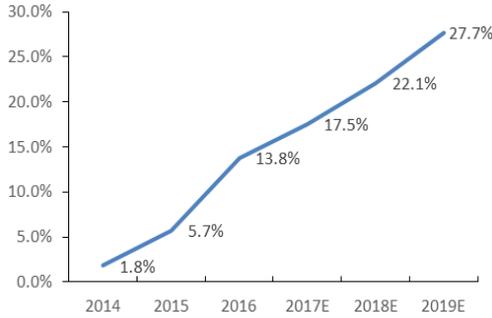
数字阅读行业用户付费习惯提升明显。智研咨询的数据显示, 2016 年中国数字阅读市场收入规模达到 120 亿元, 同比增长 25%, 预计 2018 年将达到 179 亿。Frost & Sullivan 数据显示, 2016 年我国 PC 端和移动端在线阅读付费比例分别为 1.3% 和 3.3%, 对比国内在线视频付费率 (预计 2018 年超过 20%)、直播行业付费率 (2017 年直播用户付费率为 21%), 数字阅读行业仍处于较低水平。根据《2017 年度中国数字阅读白皮书》显示, 2017 年用户为电子书付费意愿为 63.8%, 同比提升 3.5 个百分点, 单本电子书意愿付费金额提升 52.8% 至 13.8 元。从阅文集团和掌阅科技的运营数据可以看到, 两家头部企业 2017 年月活用户、付费率以及 ARPPU 都有显著提升, 其中阅文集团付费率同比提升 0.9 个百分点, ARPPU 提高 28.2%。

图表 105: 2011-2018 中国数字阅读市场规模及预测 (亿元, %)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 106: 在线视频付费率 (%)



资料来源: 艺恩咨询, 国盛证券研究所

图表 107: 数字阅读用户付费意愿及金额



资料来源: 《2017年度中国数字阅读白皮书》, 国盛证券研究所

图表 108: 阅文和掌阅运营和付费情况

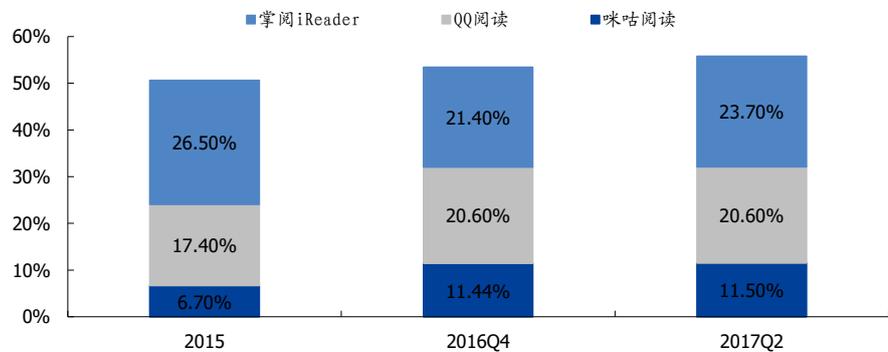
分发能力		2014	2015	2016	2017
阅文集团	月活用户 (万)		11710	16990	19150
	月付费用户 (万)		380	830	1110
	付费率		3.25%	4.89%	5.80%
	月 ARPPU (元)		17.1	17.4	22.3
掌阅科技	月活用户 (万)	4205	7088	9363	10400
	月付费用户 (万)	1313	1389	2429	1621 (1Q17 数据)
	付费率	31.22%	19.60%	25.94%	15.75% (1Q17 数据)
	月 ARPPU (元)	2.7	3.8	4.2	8.2 (1Q17 数据)

资料来源: 阅文集团财报, 掌阅科技财报, 国盛证券研究所整理

注: 阅文集团 2017 年数据均为年度数据; 掌阅科技 2017 年月活用户为年度数据, 月付费用户、付费率和 ARPPU 为 2017Q1 数据

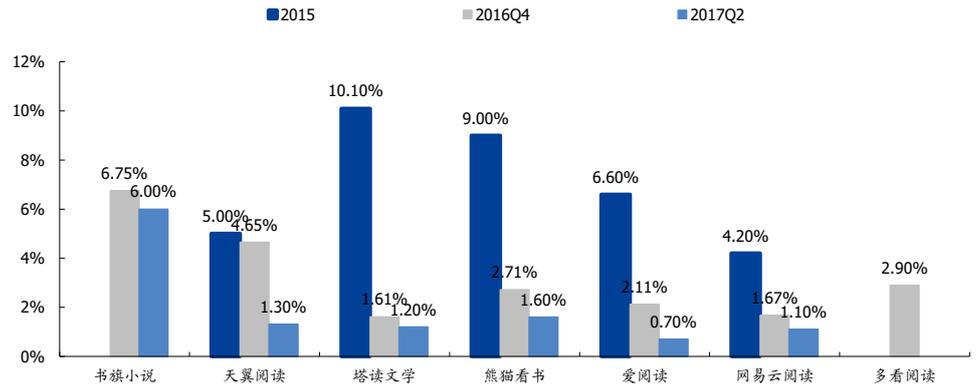
双寡头格局形成, 二梯队中小米的多看阅读依托渠道形成优势。根据易观咨询的监测显示, 2017 年 Q2 国内移动阅读市场月活用户 TOP3 为掌阅 iReader、QQ 阅读以及咪咕阅读, 合计渗透率达到 55.8%。其中前两强合计渗透率从 2015 年的 43.9% 提升至 44.3%, 提升幅度较小, 竞争格局基本稳定。2017 年位列第 3 的咪咕阅读 2015 年并未进入 TOP3, 彼时第 3 名为塔图文学, 渗透率 10.1%。二梯队及以下平台内容和用户的差异还不明显, 格局变化较大, 未来有可能进一步分化。小米的多看阅读依托智能手机的原生渠道, 有利于绑定用户。渠道型阅读平台以合作版权为主, 利用自有流量优势、良好阅读体验以及内容版权丰富度等优势积累客户。小米的多看阅读拥有底层预装应用的优势, 且已接入阅文, 有望借助阅文丰富的内容资源, 增强用户粘性。

图表 109: 2015-2017Q2 移动阅读头部产品渗透率变化 (%)



资料来源: 易观咨询, 国盛证券研究所

图表 110: 2015-2017Q2 移动阅读二梯队及以下产品渗透率变化 (%)

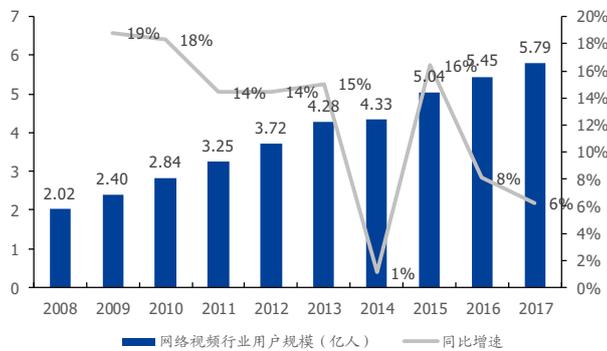


资料来源: 易观咨询, 国盛证券研究所

(2) 在线视频: 行业马太效应明显, 渠道优势恐不敌高昂内容投入

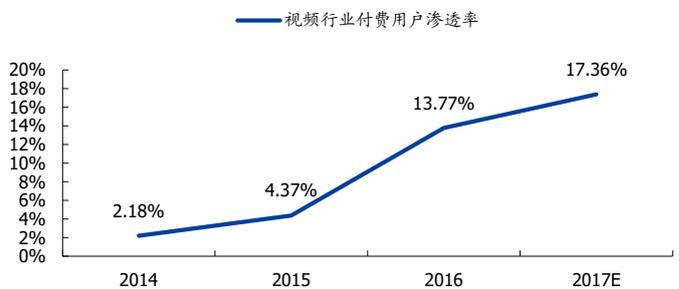
网络视频行业用户规模呈个位数增长, 行业流量红利消失。根据 CNNIC 数据, 2017 年中国网络视频用户 5.79 亿人, 同比增长 6.31%, 其中手机网络视频用户 5.49 亿, 同比增 9.74%, 占总用户规模比例为 94.76%。在当前流量红利消失背景下, 享有优质内容和多样化商业模式的平台拥有进一步挖掘用户价值的优势。

图表 111: 网络视频行业用户规模及增速 (亿人, %)



资料来源: CNNIC, 国盛证券研究所

图表 112: 2014-2017E 中国网络视频整体付费用户渗透率预测 (%)



资料来源: CNNIC, 艺恩咨询, 国盛证券研究所

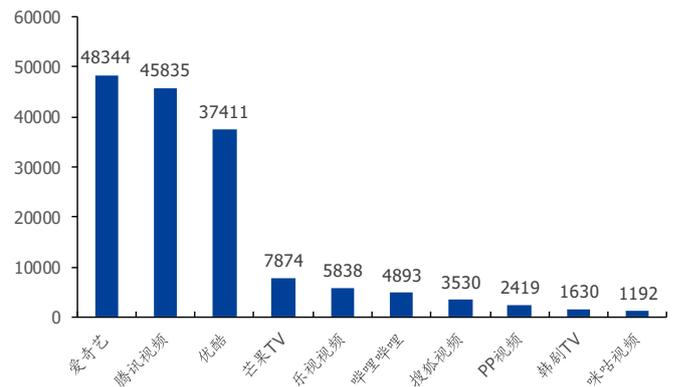
行业马太效应明显, 爱腾优三强格局稳定。无论从用户规模、目标用户市场渗透率 (渗透率=移动端 MAU/移动端视频用户规模), 还是从付费会员规模来看, 一梯队的爱奇艺、腾讯视频和优酷已经与后来者拉开差距。

图表 113: 综合视频网站竞争格局



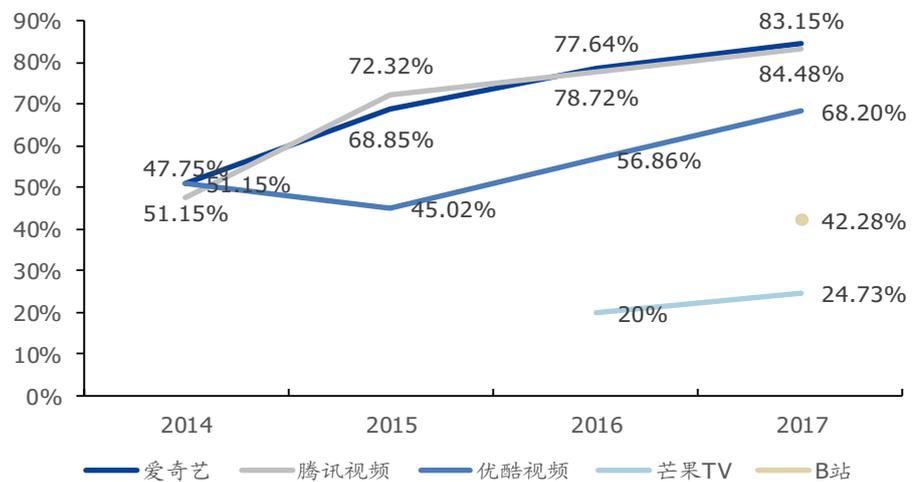
资料来源：国盛证券研究所整理

图表 114: 2017年12月在线视频APP月活用户规模(万人)



资料来源：Questmobile, 国盛证券研究所

图表 115: 各大视频网站 2014-2017 目标用户市场渗透率 (%)



资料来源：CNNIC, Questmobile, 极光大数据, 国盛证券研究所

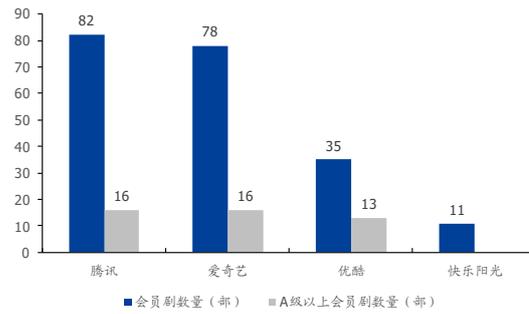
图表 116: 各平台用户付费用户数/MAU/付费率

	爱奇艺 (2018年3月)	腾讯视频 (2018年3月)	优酷 (2016年12月)
MAU (万)	48947	46338	28422
付费用户数 (万)	6130	6259	3000
用户付费率	12.52%	13.51%	10.56%

资料来源：爱奇艺招股说明书, 腾讯控股财报, 合一集团财报, Questmobile, 国盛证券研究所

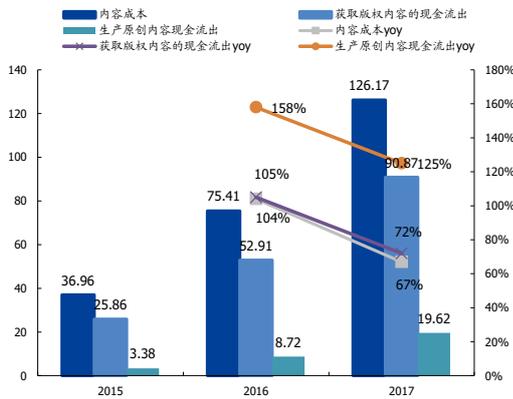
较高的内容投入形成行业门槛，冲击现在格局需要高昂的版权投入。当前独播内容成为拉动会员的利器。截至 2017 年 9 月统计到的主要视频网站的会员剧数量分别为：爱奇艺 78 部；腾讯 82 部，优酷 35 部，前三大视频网站的会员剧的数量已经达到 2016 年的 81.6%。以爱奇艺为例，2017 年内容成本高达 126 亿元，2017 年获取版权内容的现金流出为 90.87 亿元，同比增长 72%；而生产原创内容的现金流出为 19.62 亿元，同比增长 125%。2018-2020 年爱奇艺版权授权协议最低付款金额为 61.46 亿、53.77 亿元、28.01 亿元。当前行业格局未完全确立，但率先入局者通过大额的版权支出提高了行业的进入门槛。对于冲击现有格局的后进者，需要投入高昂的内容成本。

图表 117: 各大视频网站会员剧数量 (部)



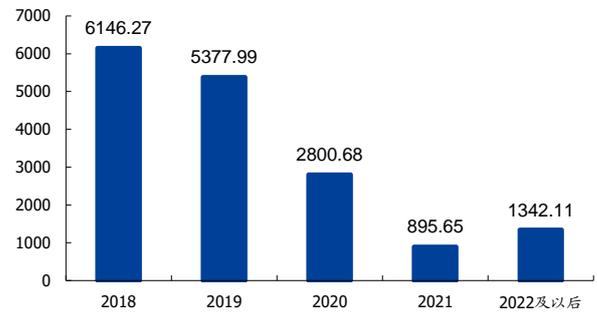
资料来源: 爱奇艺招股说明书, 腾讯控股财报, 合一集团财报, 快乐购公告, 国盛证券研究所

图表 118: 爱奇艺版权内容投入 (亿, %)



资料来源: 爱奇艺招股说明书, 国盛证券研究所

图表 119: 爱奇艺未来版权授权协议最低付款金额 (百万)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

小米视频在内容端暂时未有布局, 但有望通过智能电视产品获得较强的渠道把控能力。小米视频的内容更多对接其他视频平台, 如爱奇艺等, 暂时未在上游的内容方面进行布局。从爱奇艺的招股书披露数据来看, 2015年和2016年来自小米渠道的会员费收入为210万元和2680万元(占总会员费的0.73%), 爱奇艺支付给小米公司的渠道费分别为870万元和1810万元, 渠道分成比例较高。

但小米智能电视/小米盒子增长率和市占率可观, 小米电视2017年销量同比增长44%, 2018Q1销量同比增长493%。来自艾瑞咨询的数据显示, 小米电视2018年2月出货量国内排名第三, 全球跻身TOP10, 小米盒子2017年出货量在国内排名第一。截至2018年3月, 小米电视和小米盒子的月活用户分别为500万和800多万。小米通过智能硬件把握电视端流量入口, 有望凭借较高的市场占有率获得更强的渠道议价能力。目前小米推出了影视会员年卡定价498元, 购新机加价299元可得。

图表 120: 小米视频对接爱奇艺版权内容



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 121: 小米智能电视/小米盒子产品一览

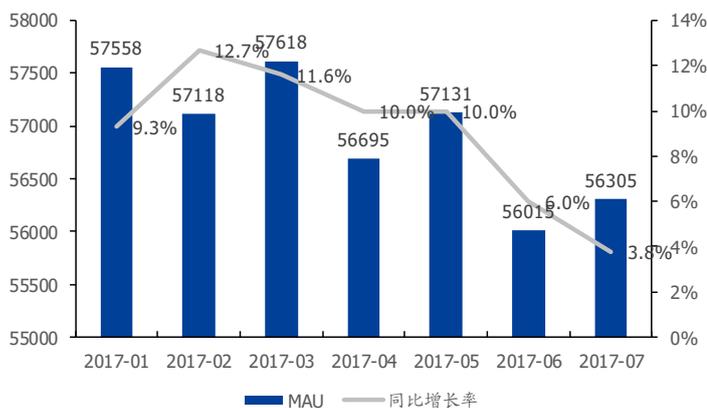


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

(3) 音乐: 竞争格局稳固, 差异化版权和多元化变现是突围路径

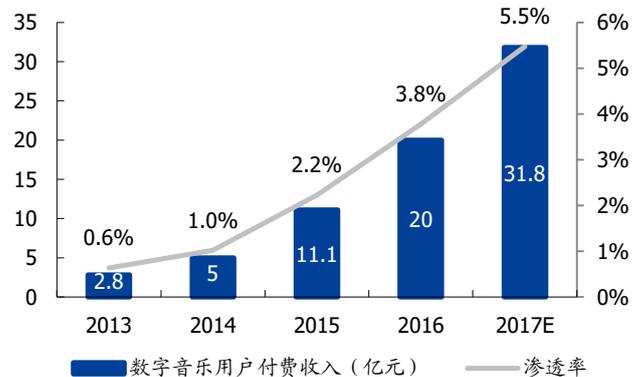
数字音乐付费率仍有较大提升空间。来自 Questmobile 的数据显示, 2017 年 1-7 月在线音乐 APP 月活规模维持在 5.6 亿左右, 用户增长显著放缓。而数字音乐用户付费收入快速提升, 2017 年预计达到 31.8 亿 (艾瑞咨询数据), 同比增长 59%, 付费用户渗透率预计达到 5.5%, 同比提升 1.7 个百分点。目前国内在线音乐行业整体付费率处于较低水平, 对比美国知名音乐流媒体平台 Spotify 2015 年 26.6% 的活跃用户付费率, 国内在线音乐行业付费率仍有较大提升空间。

图表 122: 2017 年 1-7 月在线音乐 APP 行业月活用户规模及增速 (人, %)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

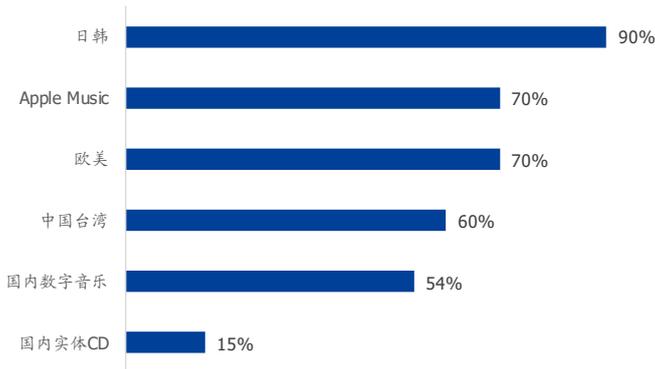
图表 123: 2013-2017E 中国数字音乐付费额及渗透率 (亿元, %)



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

国内版权方分散, 议价能力较弱, 平台公司上下游延展能力强, 变现方式多样。欧美音乐产业发展成熟, 产业经过多年整合, 形成了集中度较高的五大唱片公司, 对中下游的议价能力较强, 获取分成比例在 70% 以上。国内音乐版权方较为分散, 且过去受盗版影响, 产业附加值低, 版权方分成比例仅为 54%。因此国内音乐平台型公司面对上游版权方拥有较强的议价能力, 且平台型公司通过广告、直播、衍生品等方式进行上下游延伸和多元化变现, 拥有较好的盈利潜力。

图表 124: 各国版权方在唱片销售中的分成比例 (%)



资料来源: 中国产业信息网、国盛证券研究所

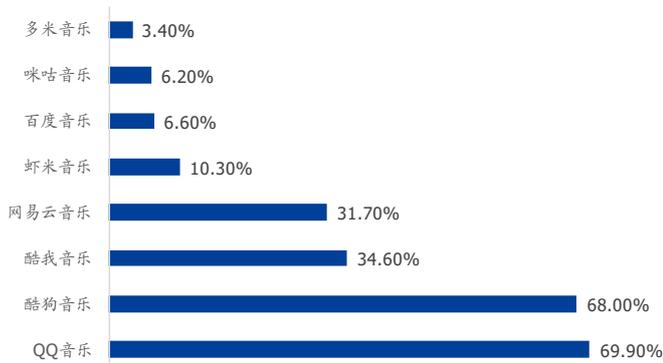
图表 125: 数字音乐商业模式多元化



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

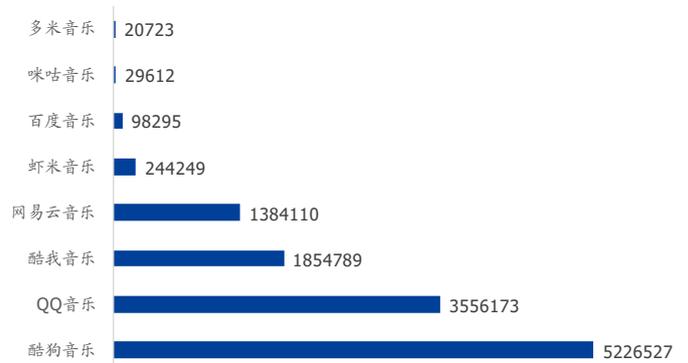
音乐市场向头部集中, 头部平台产品用户渗透率高, 粘性强。比达咨询的数据显示, 2017年QQ音乐和酷狗音乐用户渗透率接近70%, 位列第一梯队; 酷我音乐、网易云音乐渗透率在30%-40%, 位列第二梯队; 虾米、百度、咪咕和多米音乐渗透率在3%-10%之间, 位列第三梯队。整体行业格局稳固, 且APP月度使用时长保持近似分布, 头部产品显示出较强的用户活跃度和使用粘性。

图表 126: 2017年中国主要在线音乐APP同领域用户渗透率 (%)



资料来源: 比达咨询, 国盛证券研究所

图表 127: 2017年7月典型在线音乐APP月度总使用时长 (分钟)



资料来源: Questmobile, 国盛证券研究所

差异化版权和多元化变现有望成为突围方向。国内网络音乐版权环境的不断完善, 经历多次版权大战后, 国内在线音乐平台巨头之间互授版权, 未来走向差异化的版权资源不仅成为各大网络音乐平台的核心竞争力, 也成为中小渠道 (如小米音乐) 突围的可能方向。此外, 小米音乐在不断延伸变现场景, 如提供K歌功能、打造泛娱乐音乐社区等, 通过多元化变现方式获得增长空间。

(4) 直播: 行业增速放缓, 直播+短视频融合趋势下行业集中度快速提高

行业增长放缓, 使用时长回落。来自企鹅智库的数据显示, 2017年直播行业预计市场规模为50亿美金, 增速放缓, 行业走向平稳发展趋势。从使用时长来看, 2017年初直播APP使用时长回调, 用户月均使用时长由2016年下半年的峰值203分钟, 降至2017年初的182分钟。

图表 128: 直播市场增速放缓 (亿人民币)



资料来源: 企鹅智库, 国盛证券研究所

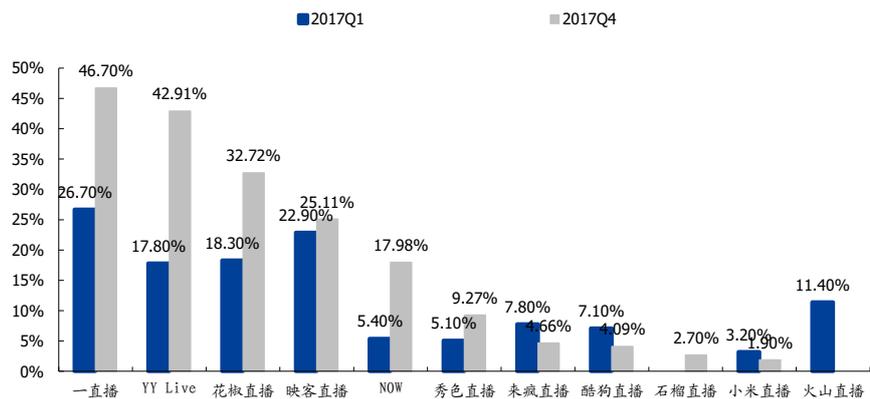
图表 129: 2015年-2017年直播APP使用时长变化 (万分钟)



资料来源: Questmobile, 企鹅智库, 国盛证券研究所

行业集中度快速提高, 行业格局分化明显。从 2017Q1 和 Q4 的娱乐直播平台渗透率对比来看, 一直播、YY Live、花椒直播作为行业 TOP3 渗透率显著提高, CR3 平均渗透率从 20.9% 提升至 40.8%。中小直播平台渗透率下滑, 头部平台与后来梯队分化趋势明显, 其中小米直播用户渗透率从 2017Q1 的 3.2% 降至 1.9%。

图表 130: 2017Q1-2017Q4 主流娱乐直播平台移动全网用户渗透率变化



资料来源: 易观咨询, 国盛证券研究所

头部直播平台集中度提高或受益于直播+短视频融合。2017 年下半年, 一直播上线小视频, YY 推出短视频平台“补刀小视频”, 花椒宣布投入 1 个亿签约短视频达人并对优质内容提供额外补贴。其中一直播与母公司一下科技旗下的秒拍、小咖秀具备较强的协同效应, 在短视频内容上拥有较大优势。直播+短视频融合或成为驱动行业集中度提高的重要因素。目前, 小米直播亦推出短视频栏目, 未来能否突围取决于小米在短视频领域的推广投入和战略布局。

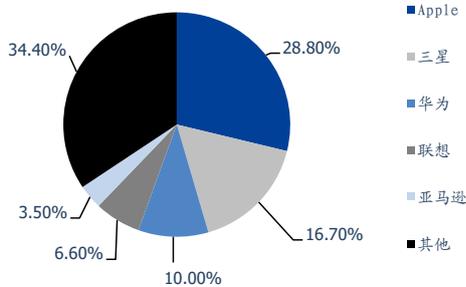
3.5.4 云服务: 小米能成就中国下个 iCloud 吗? 跨终端用户规模少, 付费习惯培养难度较高, 行业竞争激烈

根据 Loup Ventures 估算, iCloud 年收入约为 35.8 亿美元, 在苹果增值服务收入中占比 11.9%。基于苹果全球约 8.5 亿的用户规模测算, iCloud ARPU 约为 4.2 美元/27 人民币 (按美元汇率 6.5 计算)。小米 MIUI 当前月活用户 1.9 亿, 据此推算小米云服务乐观情况下潜在市场空间 51 亿元。

但是这一对标的合理性取决于两个前提: (1) 有较多跨平台的硬件用户, 因而有较多的同步需求。(2) 国内云服务用户付费习惯培养。然而:

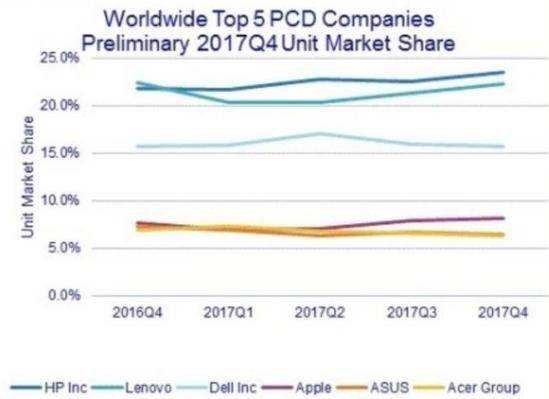
- 小米智能终端矩阵与苹果相比市占率较低，跨平台云同步需求较弱。根据 IDC 的数据,2018 年 Q1 iPad 全球市占率 28.8%,2017Q4 Mac 电脑全球市占率 7%-10%，较高的多屏智能终端占有率支撑着 iCloud 云服务较强的用户需求,而小米平板和 PC 市场占有率较低，多端同步数据需求较弱。

图表 131: 2018Q1 全球平板电脑市场份额 (%)



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

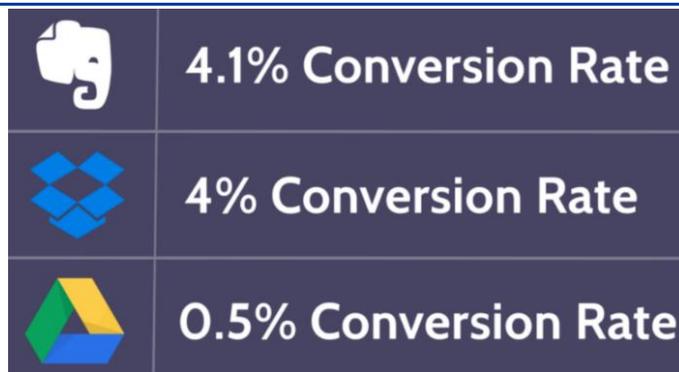
图表 132: 2017Q4 全球 PC 电脑市场份额 (%)



资料来源: Questmobile, 企鹅智库, 国盛证券研究所

- 国内云服务市场竞争激烈、监管加强、付费率较低，巨头纷纷退出。2016-2017 年，新浪微盘、115 网盘、360 云盘个人免费版、三星云等多家网盘陆续宣布关闭，主要原因包括 1) 市场竞争激烈，产品差异化不足；2) 部分云储存涉及不良内容传播，国家对云储存服务监管加强；3) 各家云服务商均通过增值服务作为收入来源，而当前国内云储存需求不足，用户付费率较低。来自 Process Street 的 Benjamin Brandall 统计，海外云储存产品印象笔记（笔记云储存）、Dropbox 和 Google Drive（谷歌云储存服务）付费转化率分别为 4.1%、4%、0.5%，国内付费率预计更低。

图表 133: 云储存产品付费转化率



资料来源: Process Street, 国盛证券研究所

3.5.5 小米互联网服务业务流量变现能力及空间的总结

1) 硬件所带来的渠道流量是小米的核心优势，内容分发模式已得到验证。与苹果对比，小米在互联网服务收入规模、单用户价值以及互联网收入比重等方面均有较大的提升空间。

2) 从广告业务来看，小米不同于苹果的克制态度，其目前广告收入已经达到互联网服务收入的一半，但从广告产品类型拓展、广告主拓展来看，业务均已经较为成熟；且小米单用户广告收入在互联网行业中处于中上游水平，预计持续开发空间有限。可能的拓展方向来自依托于各流量入口提供新闻等内容服务进而用信息流广告变现。

3) 从增值服务的各赛道来看, A.数字内容方面: 游戏产业已经较为成熟, 增速放缓; 直播、视频、音乐、阅读等在流量红利消失阶段有望通过付费率/ARPU 提升打开增长空间。我们认为在行业快速成长期, 小米能够享受内容付费(尤其是尚处于高速成长期的直播、视频、音乐、阅读)行业红利, 获得行业平均水平的增长, 但能否跑赢行业并做大做强? 从市占率提升的可能性方面看, 先发者通过前期的高额投入已经抬高了行业进入门槛, 并初步形成了突出的优势地位, 后进者要冲击现有格局提升份额, 需要大量的资金投入。从获取产业链更多价值分成的角度看, 当前小米尚未在上游的内容领域做布局, 因而这一点尚无从谈起。**B.云服务方面:** 国内云服务市场用户付费习惯培养难, 且行业竞争激烈, 对于小米, 不同于苹果, 由于没有较大规模的跨终端用户(尤其是手机、平板、PC), 用户同步需求并不强烈。因而云服务领域的持续扩展不宜过分乐观。

4) 小米当前互联网增值服务领域的布局主要还是依托渠道, 做内容聚合和分发。对于国内市场, 未来做大做强, 可能的突破口包括:

A. 布局自有内容开发, 参与上游游戏、视频、音乐、文学等独占内容和版权的整合, 通过全产业链布局获得更高的产业链附加值;

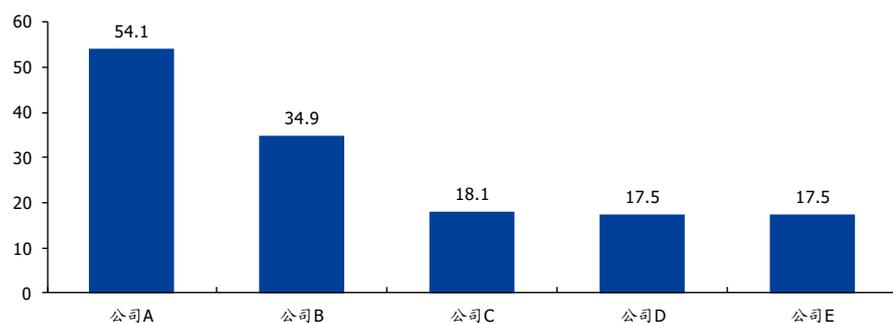
B. 通过垂直细分赛道进行突围, 如短视频、直播等, 虽然各个细分赛道都有龙头诞生, 但若小米倾全力聚焦于某个投入相对小的领域, 用渠道优势和品牌效应快速整合资源, 仍有在竞争中取得胜利的可能性。

3.6 当前小米互联网获客成本较低, 未来有没提升的风险?

3.6.1 较低的互联网服务获客成本真的低吗? 获客环节前置, 获客费用高于互联网平台公司

从获客成本来看, 全球 5 家领先互联网公司平均月活用户获客成本为 28.3 美元, 而小米依托硬件和渠道优势, 当前小米“通过硬件销售获得用户的过程本身是盈利的”, 获客成本为负。

图表 134: 全球领先的五家互联网公司获客成本(美元)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

但我们换一个角度来看, 小米的获客投入实际上是前置于硬件产品的销售推广环节, 如果把硬件销售成本当作互联网活跃用户获客成本, 小米互联网服务的获客成本对比其他互联网平台公司并不低。

- 我们推算 2017 年小米单部手机销售费用为 57.2 元, 这个数字可以近似为小米互联网活跃用户的获客成本(由于信息披露有限, 此处我们选取小米集团整体销售推广开支进行计算, 实际单部手机销售费用应该更低, 下同)。但如果从月活增量的角度看获客成本, 2017 年 MIUI 新增月活用户 3600 万人, 单个新增月活销售费用达到 145.2 元(未考虑用户流失和重复购买, 实际应该更低)。

图表 135: 小米单部手机及单个新增月活用户获取成本

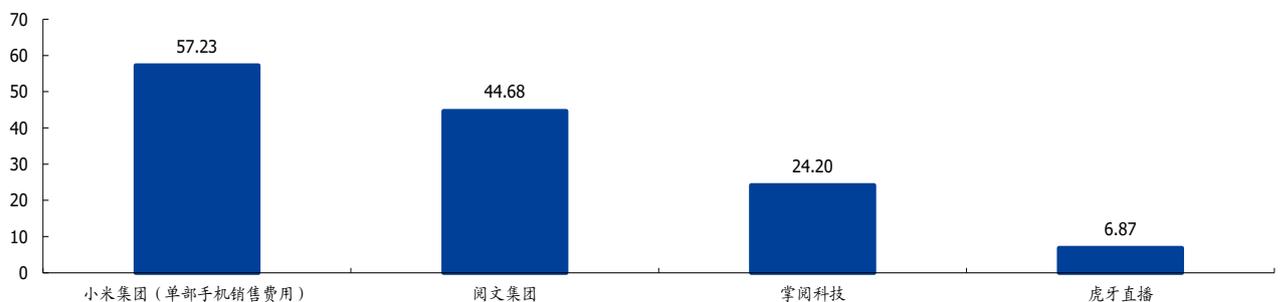
	2015 年	2016 年	2017 年
智能手机出货量 (千台)	66,546	55,419	91,410
月活用户 (千人)	112,000	135,000	171,000
新增月活用户 (千人)		23,000	36,000
销售推广费用 (千元)	1,912,765	3,022,313	5,231,540
单部手机销售费用 (元)	28.74	54.54	57.23
单个新增月活销售费用 (元)		131.40	145.32

资料来源: 小米招股说明书, 国盛证券研究所

注: 小米月活用户数仅披露至百万位数, 百万之后位数以 0 代替

- 从硬件销售成本来看, 对比其他互联网公司, 小米获客成本较高。我们选取了阅文、掌趣和虎牙三家互联网公司与小米进行对比 (以下单个新增月活用户均以上年同期月活用户不流失为假设条件): 2017 年阅文集团月活跃用户数达到 1.92 亿, 同比增加 2160 万, 单个新增月活用户销售费用为 44.7 元; 掌阅科技 2017 年月活用户数达到 1.04 亿, 同比增加 1037 万, 单个新增月活用户销售费用为 24.2 元; 虎牙直播 2017 年月活用户数达到 8760 万, 同比增加 1270 万, 单个新增月活用户销售费用为 6.87 元。将小米硬件获客成本作为互联网用户获客成本与其他互联网公司进行对比, 其 57.2 元的获客费用高于阅文、掌阅和虎牙。但由于阅文、虎牙和掌阅高额的内容投入也是其吸引用户的重要因素, 因此其获客需要考虑内容成本, 实际获客成本将更高。

图表 136: 2017 年小米单部手机销售费用与其他互联网公司单个新增月活销售费用对比 (元)

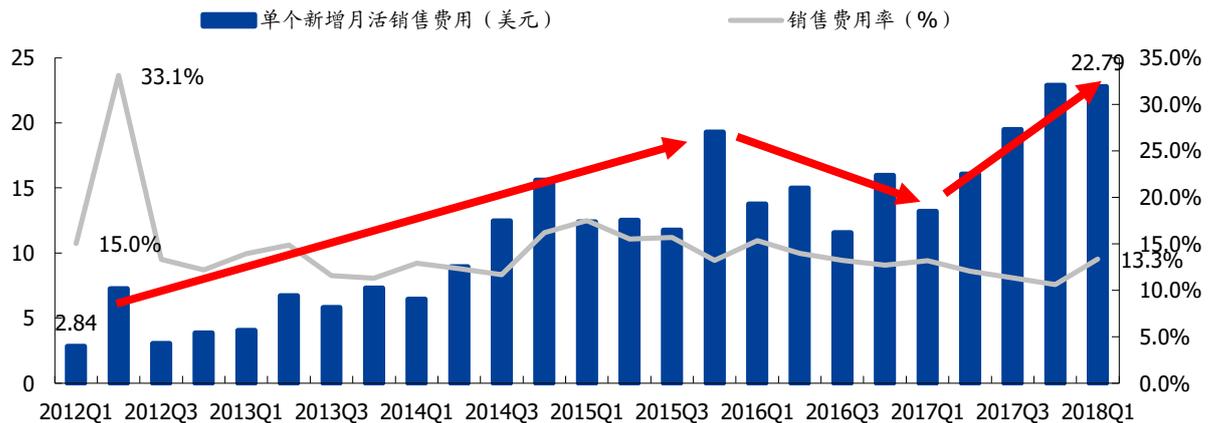


资料来源: 小米招股说明书, 阅文集团财报, 掌阅科技财报, 虎牙直播招股说明书, 国盛证券研究所

3.6.2 未来小米互联网服务获客成本会提高吗?

我们认为互联网平台获客可分为三个阶段: (1) 在快速发展初期, 互联网平台争夺流量红利推高单用户获取价格; (2) 随着流量红利消耗, 集中度不断提高, 头部平台胜出, 赢家通吃的生态效应显现, 边际获客成本降低, 用户粘性大大提高; (3) 流量红利消失, 大基数下新增用户获取难度加大, 获客成本再次提高。如 Facebook 就经历了如上三个发展阶段, Facebook 在当前全球 22.8 亿月活基数下, 单个新增月活销售费用明显上升。我们判断, 目前国内互联网正处于第三阶段初期, 头部平台垄断性依然较强, 尽管头部平台获客难度增加, 但在存量 (流量) 背景下赢家通吃的生态效应依然发挥作用, 抢夺头部平台用户、获取新用户的难度较大。

图表 137: 2012Q1-2018Q1 Facebook 单个新增月活销售费用及单季度销售费用率推移 (美元, %)



资料来源: Facebook 财报, 国盛证券研究所

小米依靠硬件导流, 但随着各互联网赛道头部集中度进一步提高, 各细分赛道寡头形成品牌效应, 中长尾应用通过推广实现获客的转化率将下降。

3.7 小米互联网业务的两大核心突破口

但总体而言, 国内市场互联网服务, 尤其是广告和数字内容领域, BAT 已经形成较高壁垒, 在流量红利将尽情况下, 想象空间相对有限。我们认为在海外市场, 更大的突破口来自: 海外市场以及基于 IoT 的新场景、新应用。

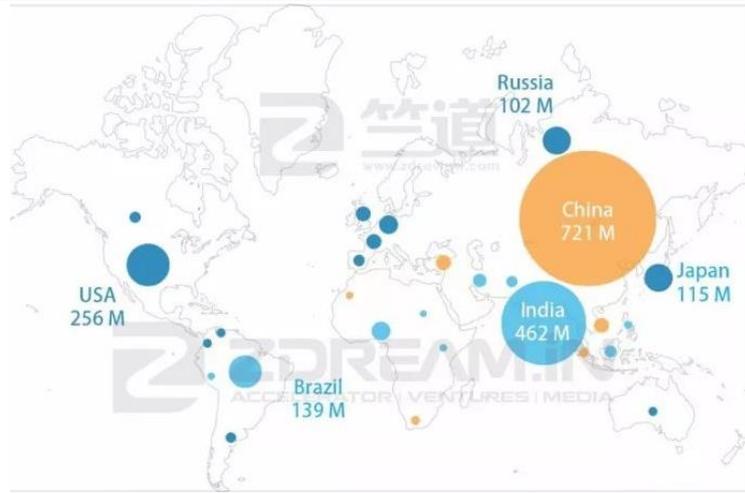
3.7.1 海外市场占领

当前小米硬件产品在印度及其他新兴市场市占率较高, 其中在印度市占率排名第一, 达到 26.8%。小米音乐、小米浏览器以及小米视频在印度、印尼及俄罗斯的小米应用市场中分别排名音乐类、浏览器类以及视频类的第一、第二和第三。因此, 通过渠道优势在海外获取新增量, 借助国内成熟的互联网商业模式在欠发达地区进行复制, 海外市场有望成为小米互联网业务的强劲增长点。

- 印度互联网市场潜力大, 移动经济占比提升迅速, 整体获客成本低。

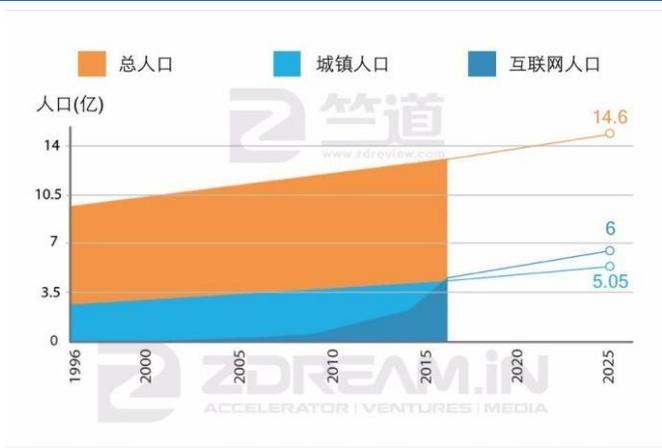
印度互联网用户规模达到 4.6 亿, 仅次于中国。从全球范围来看, 互联网用户超过 2.5 亿的国家仅有美国、中国与印度, 处于第二梯队的巴西、日本、俄国用户体量均未达到 1.5 亿。2017 年印度的互联网用户数量约为 4.62 亿, 仅次于中国, 中印的互联网渗透率分别为 55%与 38.4%。巨大的用户基数与人口红利孕育着一个充满潜力的市场, 竺道研究院预计 2025 年印度互联网人口将达到 6 亿, 印度小康及以上人口将达到 5.5 亿。

图表 138: 全球主要互联网国家分布图



资料来源: 竺道研究院, 国盛证券研究所

图表 139: 印度互联网人口、城镇人口及总人口 (亿)



资料来源: 竺道研究院, 国盛证券研究所

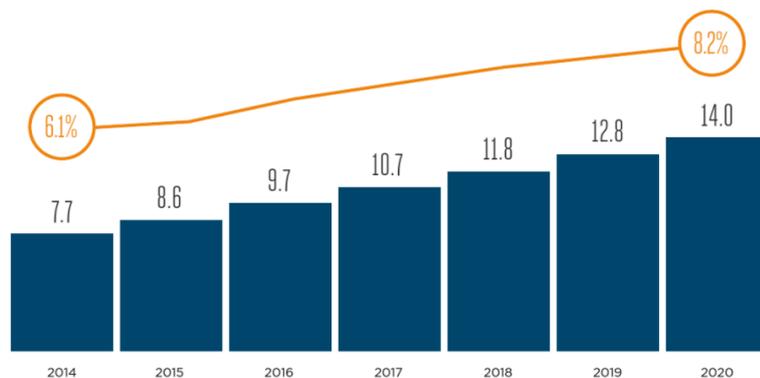
图表 140: 印度不同家庭收入的人口数量



资料来源: 竺道研究院, 国盛证券研究所

2013 到 2020 年, 印度移动经济 GDP 占比将提高 82%。根据 GSMA 发布的印度移动经济报告显示, 2013 年印度移动经济规模为 77 亿美元, 对 GDP 贡献率为 6.1%, 预计 2020 年移动经济规模达到 140 亿美元 (对比 2013 年提高 82%), 移动 GDP 贡献率达到 8.2%。

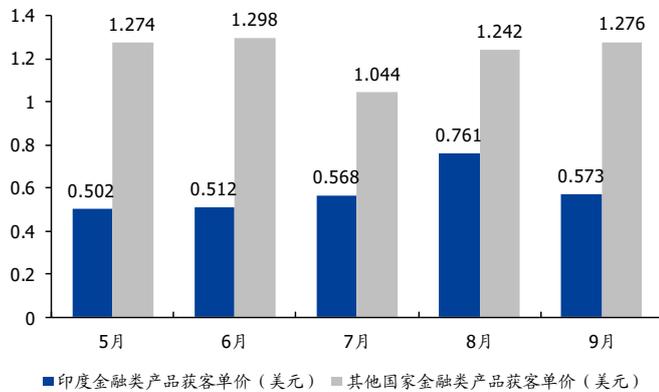
图表 141: 2013-2020 印度移动经济 GDP 变化趋势 (单位: 十亿美元)



资料来源: GSMA, 国盛证券研究所

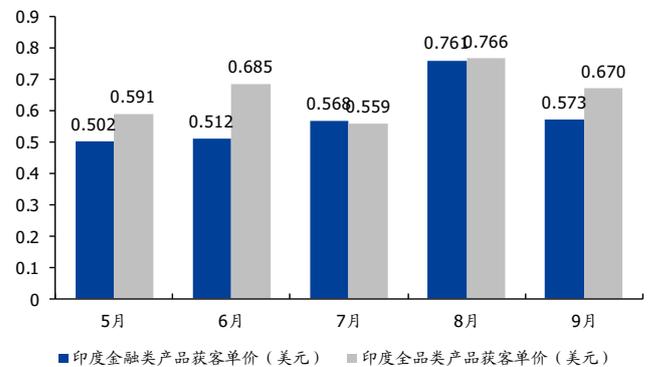
印度互联网市场获客成本较低，2017年9月全品类获客成本不超过0.7美元。来自SuperData的统计显示，2015年印度市场安卓端获客成本（CPI）为0.74美元，iOS端1.26美元；而根据Solo Ads的监测显示，2017年5月-9月印度金融类APP的获客单价区间在0.50美元-0.76美元，平均获客成本为0.58美元，约为其他国家平均水平的1/2。而2017年9月印度全品类产品获客成本在0.67美元左右。

图表 142: 印度/其他国家金融类产品获客单价比较 (美元)



资料来源: Solo Ads, 国盛证券研究所

图表 143: 印度金融类/全品类产品获客单价比较 (美元)



资料来源: Solo Ads, 国盛证券研究所

- 国内互联网巨头 (BATJ) 和海外硬件厂商 (苹果、三星) 尚未占领印度市场，小米手机市占率 No.1，把握入口优势

印度互联网产品整体渗透率较低，竞争对手间差距较小。以新闻资讯和短视频APP为例，根据猎豹移动统计的数据（2017年8月），印度新闻资讯APP渗透率TOP 2为Dailyhunt（头条系）、UC News（阿里系），分别为4.54%、2.99%，远低于国内资讯平台TOP 2今日头条和腾讯新闻的渗透率。印度短视频TOP 2 VivaVideo（杭州趣维）和Dubsmash渗透率分别为1.66%、0.68%，相较于国内短视频TOP 2快手、西瓜视频也处于较低水平。印度各互联网产品间渗透率差距较小，未来竞争格局变化可能性较大。

图表 144: 印度新闻资讯APP排行榜 (2017年8月)

排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	Dailyhunt	4.536%	46.8
2	UC News	2.991%	13.4
3	Way2online	1.375%	37.1
4	News by The Times of India	1.246%	38.0
5	Inshorts	0.938%	16.8
6	Flipboard	0.725%	5.0
7	NewsDog	0.413%	96.9
8	The Hindu	0.385%	13.5
9	Economic Times	0.376%	15.6
10	AajTak	0.367%	24.0

资料来源: 猎豹移动, 国盛证券研究所

图表 145: 中国新闻资讯APP排行榜 (2017年8月)

排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	今日头条	15.618%	171.2
2	腾讯新闻	10.799%	233.6
3	今日头条极速版	6.29%	62.1
4	天天快报	5.596%	223.7
5	一点资讯 (预装+下载)	1.965%	60.8
6	新浪新闻	1.922%	29.0
7	搜狐新闻	1.296%	16.0
8	趣头条	1.214%	112.1
9	网易新闻	1.169%	37.6
10	凤凰新闻	0.847%	38.2

资料来源: 猎豹移动, 国盛证券研究所

图表 146: 印度短视频 APP 排行榜 (2017 年 8 月)

排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	VivaVideo	1.659%	21.7
2	Dubsmash	0.684%	26.1
3	musical.ly	0.513%	60.4
4	LIKE	0.510%	56.9
5	VMate	0.216%	8.8

资料来源: 猎豹移动, 国盛证券研究所

图表 147: 中国短视频 APP 排行榜 (2017 年 8 月)

排名	应用名	周活跃渗透率	周人均打开次数
1	快手	10.699%	283.8
2	西瓜视频	7.295%	134.9
3	火山小视频	4.123%	186.0
4	Faceu	2.206%	12.3
5	内涵段子	1.930%	154.2
6	陌陌	1.872%	149.6
7	B612咔叽	1.654%	11.3
8	抖音短视频	1.149%	115.0
9	美拍	1.020%	56.3
10	土豆视频	0.872%	22.2

资料来源: 猎豹移动, 国盛证券研究所

小米把握硬件入口优势, 小米手机印度市占率第一。小米在印度等地区的业务发展较为迅速, 根据 IDC 统计, 小米在印度市场 2017Q4 出货量超过三星排名第一, 市占率接近 27%。2018Q1 小米印度出货量市占率进一步提升至 31.1%, 与第二名的差距扩大。目前小米在印度的线上社区中共有超过 400 万名米粉, 小米在印度设置了超过 20 个米粉线下俱乐部。通过对印度市场的占领和沉淀, 小米未来有望把持智能手机这一重要的移动互联网入口, 获取可观的流量红利。

图表 148: 2017Q4/2018Q1 智能手机销售商按出货量计算的市场份额排名

	全球 (1Q18)	中国大陆 (1Q18)	印度 (4Q17)	新兴市场 (4Q17)
小米	NO.4 (8.4%)	NO.4 (13.9%15.1%)	NO.1 (26.8%)	NO.3 (7.3%)
苹果	NO.2 (15.6%)	NO.5 (9.8%)	NO.9 (2.8%)	NO.2 (8.5%)
华为	NO.3 (11.8%)	NO.1 (24.2%)	NO.15 (0.8%)	NO.4 (7.0%)
三星	NO.1 (23.4%)	-	NO.2 (24.2%)	NO.1 (29.9%)
Opportunity	NO.5 (7.1%)	NO.2 (18.9%)	NO.5 (4.9%)	NO.7 (4.4%)
Vivo	-	NO.3 (16.3%)	NO.3 (6.5%)	NO.9 (2.8%)

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

注 1: 新兴市场指澳洲、加拿大、中国大陆、日本、韩国、美国及西欧以外的市场

注 2: 全球和中国大陆市场为 2018Q1 数据, 印度和新兴市场为 2017Q4 数据

3.7.2 万物互联生态创造新场景、新服务

1) 为互联网服务创造新的获客方式。小米打法与主流互联网平台获客思路不同, 通过将智能终端及其他 IoT 硬件产品以极低的价格出售 (净利率不超过 5%), 逐步构建出一个的万物互联“竹林生态”。基于这个万物互联的生态平台, 小米未来有望通过多种硬件产品网络进行用户获取 (包括基于智能家居、可穿戴设备大数据的广告推送), 充分释放其互联网服务业务潜能。**2) 基于智能硬件提供面向 C 端甚至 B 端的多元化服务。**小米利用智能硬件基础, 将互联网服务从 C 端拓展至 B 端, 相比于 BATJ 的服务范围拥有较大优势。如小米的政企服务平台为企业和政府提供定制化的解决方案, 包括深度定制手机、智能建筑以及物联网通信等, 使用场景包括政务信息化、市场销售、智慧医院、教务信息化、智慧办公以及军营和公安信息安全化等。目前小米已经与中国移动、中国电信、云创远景等企业达成开发合作, 为公安、军营等政府机关, 小黄车、瓜子二手车等企业提供智能化服务。目前小米数字娱乐之外的服务仍处于起步阶段, 若能在这些巨头尚未诞生的领域精耕, 或许有望突围。

图表 149: 小米政企服务部分合作客户

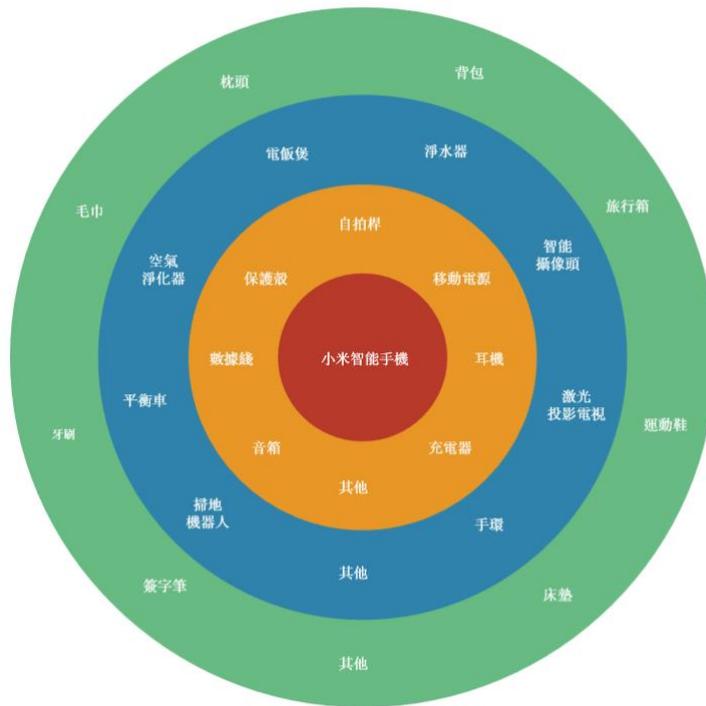


资料来源: 小米政企服务官网, 国盛证券研究所

小米专题: 小米硬件生态+供应链

小米对自身的定位是“一家以手机、智能硬件和 IoT 平台为核心的互联网公司”，公司在招股说明书中将硬件布局描绘为四个层次：第一层，以手机为核心；第二层，围绕手机开发的电子周边产品；第三层，以万物互联为理念，布局包括智能家居在内的各类智能硬件；以及最外围的第四层，将生态延伸至用户日常所需的各类生活消费品。

图表 150: 小米硬件生态布局

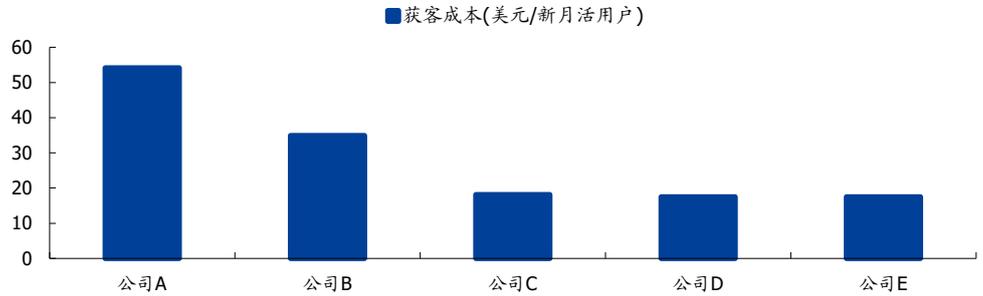


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

小米硬件生态网络的布局使其获得了传统硬件公司或传统互联网公司所没有的优势。从小米的硬件属性来看，传统硬件公司与用户的联系始于销售、终于销售，盈利也在销售完成的一刻结束；而在小米的硬件生态布局下，在硬件销售完成后，小米与客户的联系才刚刚开始，盈利也将在后续的互联网服务中持续体现。

从小米的互联网属性来看，大部分传统互联网公司的商业模式基本是通过广告等各类高成本方式引流，做大用户规模，再实现盈利。再获取客户的过程中，需要付出高昂的获客成本。而小米以包括智能手机在内的各类智能硬件做为互联网入口，在获取用户的过程中，不仅不需要付出高昂的引流成本，还能获得硬件销售收入。

图表 151: 选定市值 150 亿美元以上互联网公司获客成本



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 152: 小米供应链梳理

小米手机及硬件供应链

手机	屏幕	京东方	深天马	深超光电	莱宝高科
		华东科技	长信科技		
	玻璃	蓝思科技	伯恩光学	智诚光学	
	后盖	三环集团	长盈精密	通达集团	
	CPU	联发科	高通	松果	
	存储	三星	SK Hynix	Micron	
	摄像模组	欧菲科技	舜宇光学	丘钛科技	
	影像芯片	OV	三星	Sony	
	镜头	大立光	三星电机		
	电池	欣旺达	飞毛腿	光宇国际	赛德电池
	指纹模组	欧菲科技	丘钛科技	东聚电子	
	指纹芯片	FPC	汇顶科技		
	电感器	顺络电子			
	OEM	英业达	富士康		
	ODM	闻泰科技	龙旗科技	华勤	
其他	劲胜智能	领益制造	火炬电子	银禧科技	
配件	耳机	共达(万魔)			
	移动电源	紫米科技			
	电源适配器	青米科技			
	手环	华米科技			
	音响	猎声电子			
	空气净化器	智米科技			
	平衡车	纳恩博			
	净水器	云米科技			
	扫地机器人	石头世纪	全志科技		
	人体传感器	绿米联创			
IoT	智能摄像头	小蚁科技			
	电饭煲	纯米科技			
	投影仪	峰米科技			

资料来源: Wind、国盛证券研究所

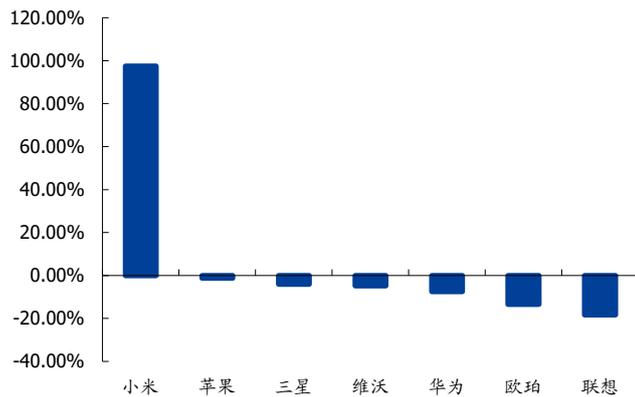
4.1 智能手机位于小米生态链布局核心位置

4.1.1 供应链强化，逆势增长

沉淀一年，2017 小米手机逆势大幅增长。根据 IDC 数据，2017 年国内市场智能机出货量同比下滑 4.92%，小米手机出货量逆势增长 64.94%，其中 2017 年第四季度在国内市场出货量同比增长 57.6%。我们认为小米手机能够做到逆势大幅增长主要有以下几点原因：

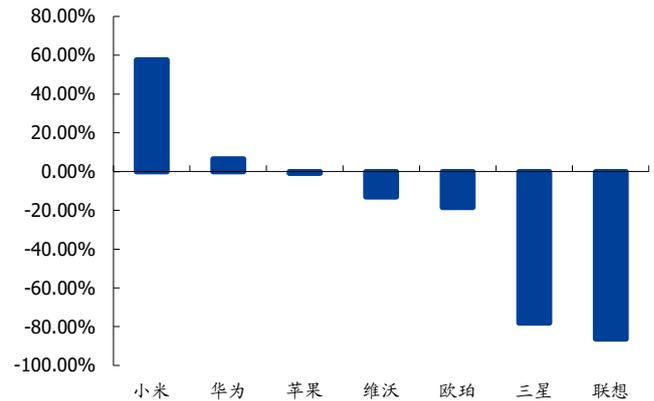
- 2016 年小米手机出货量同比有所下滑，造成相对 17 年而言，基数较小；
- 海外新兴市场对中低端机型的强劲需求拉动出货量的增长；
- 以 MIX 为代表的高端机型推出，重塑品牌形象；
- 加强营销投入，扩张线下门店、开始聘请代言人、加大广告投放等措施；
- 供应链负责人更替，有雷军亲自管理供应链，改善供应商关系，确保供应链的高效率及快速响应。

图表 153: 全球市场 2017Q4 出货量增速



资料来源: IDC、国盛证券研究所

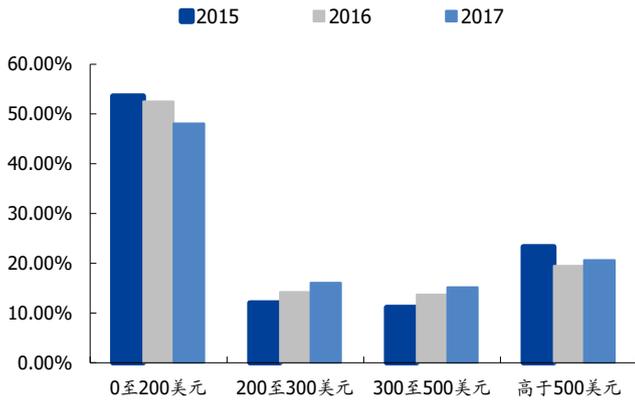
图表 154: 中国市场 2017Q4 出货量增速



资料来源: IDC、国盛证券研究所

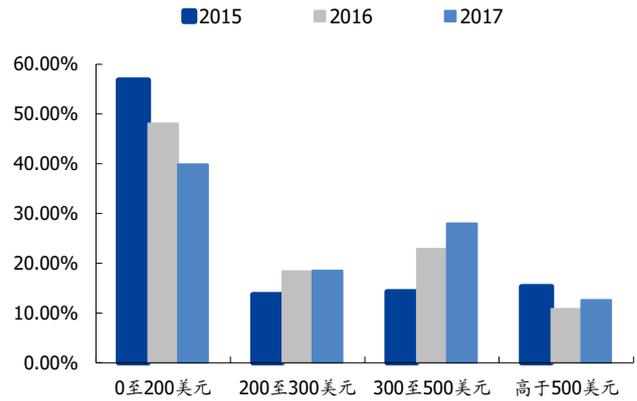
产品线齐全，受益于中端机型份额增长。小米智能手机在价位布局上，从 799 元的入门型红米 5，到 3999 元的顶配版高端旗舰 MIX 2S，以十数款机型实现了对所有价位的全面覆盖。根据 IDC 的数据显示，近两年，包括中国在内的全球智能机市场有向中端机型聚集的趋势，2017 年高端机型占比略有回升。小米的全价位布局，使其能够从容应对消费者价格偏好的改变，也易于以中低端机型促进出货量增长，提升市占率，同时以高端机型塑造品牌形象，平衡 ASP。

图表 155: 全球智能机价格占比



资料来源: IDC、国盛证券研究所

图表 156: 中国智能机价格占比



资料来源: IDC、国盛证券研究所

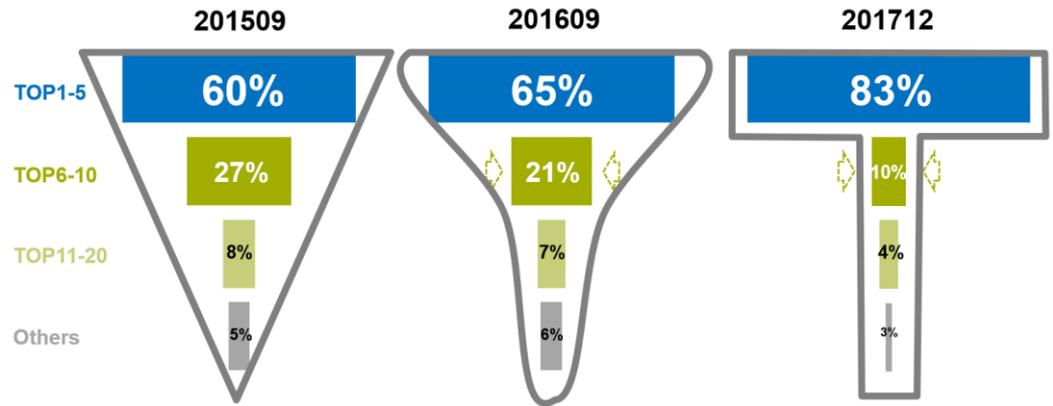
图表 157: 小米手机覆盖对各价位覆盖齐全

高端旗舰机 (人民币3000元以上)	小米MIX 2S	小米MIX 2	
旗舰机 (人民币2000元至2999元)	小米6	小米Note 3	
中高端机机 (人民币1300元至1999元)	小米Max 2	小米5C	小米5X/小米A1
中端机 (人民币800元至1299元)	红米Note5/5 Pro	红米5 Plus	
入门型 (人民币799元及以下)	红米5/5A	红米Note5A/Y1	

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

存量博弈时代，龙头企业持续受益。国内智能手机市场增长进入瓶颈期，IDC的数据显示，2017年中国大陆智能手机出货量为4.44亿部，预计2017至2022年复合年增长率为-0.4%。存量博弈时代，行业集中度不断提升，IDC数据显示中国智能手机市场前五大厂商市场占有率将从2016年的65%提升至约75%，GFK数据显示CR5从2016年的65%提升至83%，二者数据差异或是由于统计口径不同所致，但边际变化都预示了行业集中度的不断提升，行业整体格局从倒三角形演变为T型，我们认为，在存量博弈时代，中小厂商生存空间或将不断压缩，包括小米在内的龙头厂商有望受益。

图表 158: 中国市场集中度进一步提升

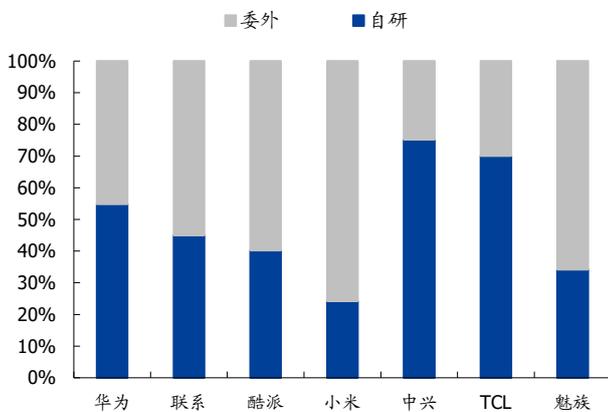


资料来源: GFK、国盛证券研究所

4.1.2 闻泰科技: 红米 ODM 厂商受益于海外新兴市场增长

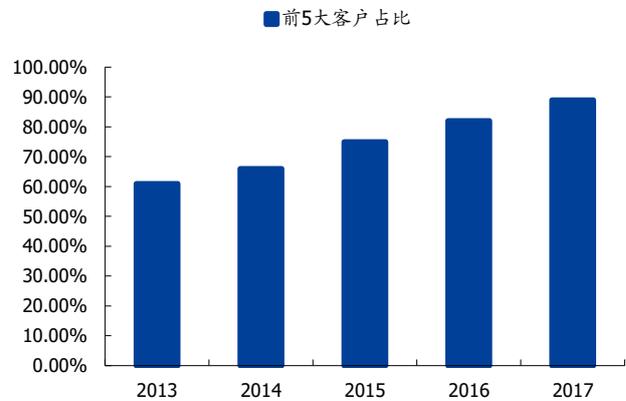
闻泰科技与小米有深度 ODM 服务合作。赛诺统计数据显示,公司 2017 年出货量超 8000 万部,蝉联全球第一。随着国内智能机厂商集中度不断提升,公司与小米等品牌的合作也不断深入,2017 年,公司前 5 大客户占销售收入比重达 88.7%,同比增长 6.82pct。

图表 159: 2015 年各品牌自研委外比



资料来源: TrendForce、国盛证券研究所

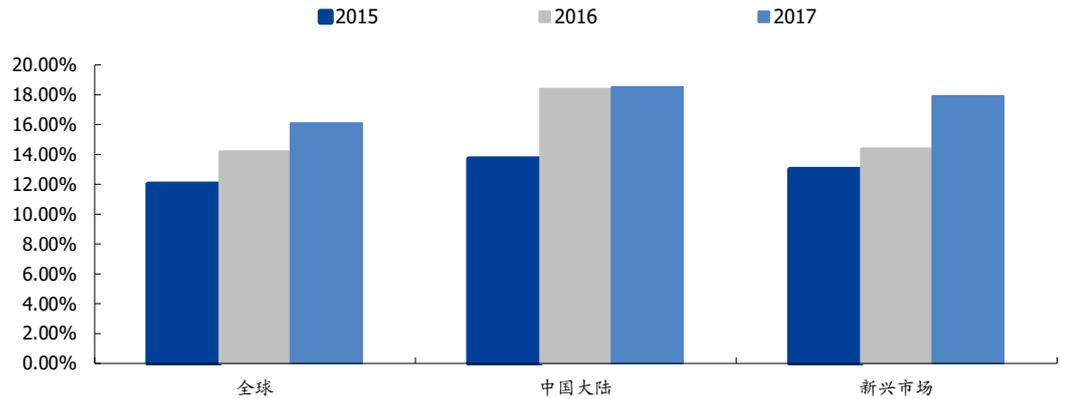
图表 160: 闻泰科技前五大客户占比



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

公司红米系列,深度受益于中低端机型增长。IDC 数据显示,包括中国与新兴市场在内的所有市场中,虽然 200 美金以下的低端机型占比都有不同程度下降,但 200-300 美金的中低端机型出货量占比都有所提升,300 美金以下市场整体占比变动不大,可以认为是中、低端市场内部的一次消费升级。公司产品覆盖红米系列等中、低价位机型,基本在 2000 元以下各个价位都有布局,我们认为其将受益于此次 200-300 美金中低端机型的占比提升。

图表 161: 200-300 美元智能机出货量增速



资料来源: IDC、国盛证券研究所

公司红米产品随小米出海，打开新兴市场空间。IDC 数据显示，新兴市场目前智能机渗透率仅略超 50%，与发达国家超 90% 的渗透率相比，仍有较大提升空间。2017Q4 小米手机在印度市场市占率达 26.8%，是印度第一大手机品牌，其中主打产品红米就是由闻泰提供 IDH 以及部分 EMS 服务，公司 2017 年红米 ODM 出货达 3000 万部。2017Q4，小米手机在印度以及其他新兴市场出货量同比增速接近 200%，我们认为，随着国内手机品牌的海外市场开拓战略不断推进，公司作为全球最大 ODM 厂商将深度受益。

图表 162: 中国市场与新兴市场智能机渗透率仍有提升空间



资料来源: IDC、国盛证券研究所

4.2 围绕智能手机拓展周边配件市场

4.2.1 以蚂蚁市场为切入点，爆款迭出

小米围绕手机周边市场布局，切入蚂蚁市场。小米硬件生态第二层级是围绕手机展开的周边产品，例如数据线、移动电源、耳机等，手机周边配件市场有典型的蚂蚁市场特征：
1. 市场集中度低，品牌分散，存在大量小厂商；
2. 产品定位两极分化，或为低价劣品，

或为高价优质产品，整体价位分布成沙漏型，中端产品选择不如高端、低端多。小米进入后，以其供应链优势，推出良心价格的优质产品，迅速开拓市场，在充电宝、耳机等市场以占据一定市场份额，形成品牌影响力。

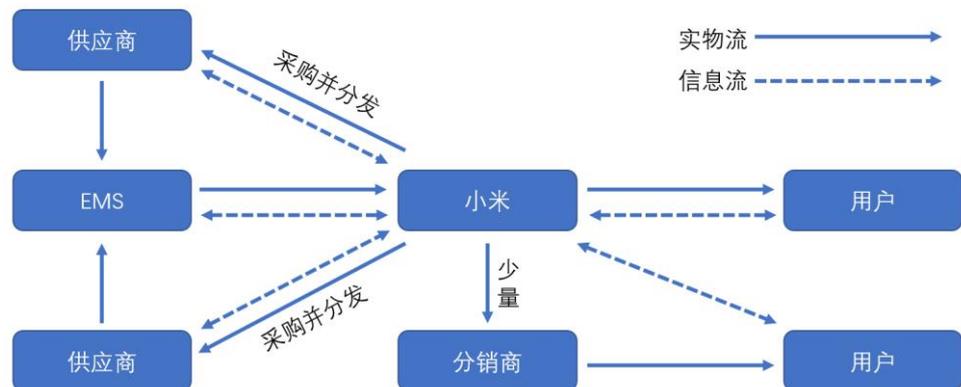
董事长公开信再次强调致力于减少中间环节。在小米招股书中说到，很多产品在末端销售环节，相较于成本的定倍率可达 10 倍、20 倍，小米通过强大的供应链管控能力、资源整合能力，减少中间环节，向那 90% 的运营成本、交易成本开刀，始终致力于为用户带来价格厚道、便宜好用的产品。

图表 163: 传统供应链示意图



资料来源：物流科技、国盛证券研究所

图表 164: 小米供应链中间环节明显减少



资料来源：物流科技、国盛证券研究所

以小米移动电源为例，最初的设计是成本 100 元以上，售价 200 元左右的产品，预计年销量 2 万个。随后，小米借助其全球供应链，将移动电源做成了“尾货”生意，联想笔记本成为全球销量第一后，三星、LG 笔记本产能过剩，小米以最低价格大量购入电芯尾货，才推出了 69 元的小米移动电源，达到年销量百万级，全球第一。

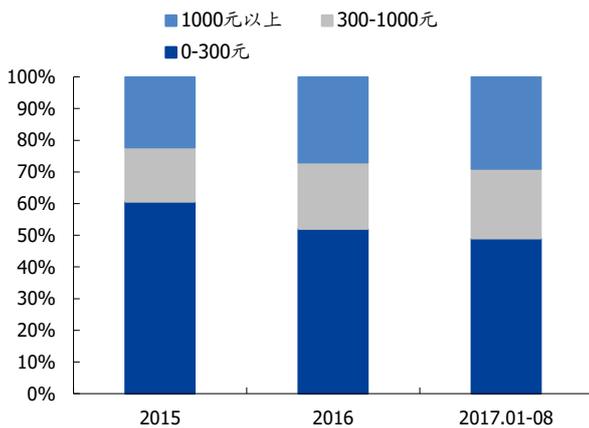
4.2.2 共达电声：小米耳机供应商万魔声学子公司成为第一大股东

小米生态链耳机公司万魔声学收购共达电声。2018 年 1 月，万魔声学子公司收购共达电声 15.3% 股权，成为其第一大股东。万魔声学是小米手机唯一耳机供应商，是最早进入小米生态链的公司之一，雷军担任董事长的顺为资本持有其 8.67% 股权，小米孙公司 People Better Limited 持有其 13.71% 股权，同时，大基金参与的南山鸿泰持有 19.44%

股权。

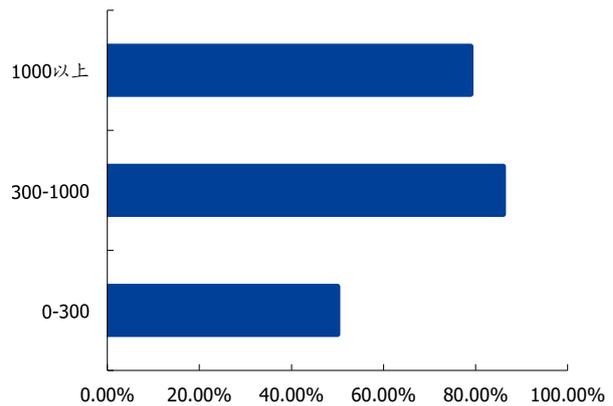
背靠小米，中端定位，开拓海外市场。目前小米耳机定价区间为 59 至 499 元，若包括在小米商城销售的万魔自由品牌，则上限提升至 1299 元，整体定位上，是以中低端价格销售中高端品质耳机，与小米“高性价比”策略保持一贯。GfK 数据显示，目前 300-1000 元价位的中端耳机增速最快，同比增速达 86%。我们认为，随着万魔跟随小米开拓海外市场，尤其是亚太地区新兴市场，其中高端品质、中低价位的优势，将充分受益于中端市场的增长。

图表 165: 耳机耳麦线上销售价位分布



资料来源: GfK、国盛证券研究所

图表 166: 各价位同比增长率 (2017.01-08)



资料来源: GfK、国盛证券研究所

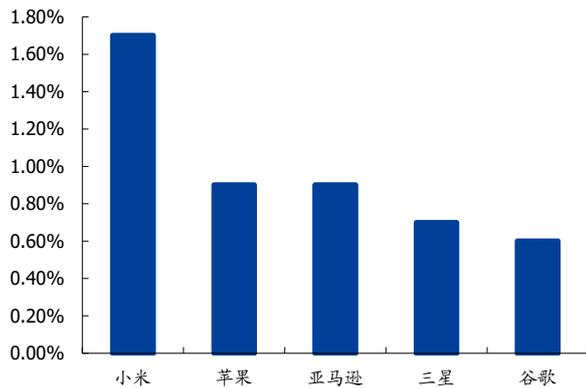
同时，共达电声作为电声元器件和电声组件的老牌制造商，在技术以及专利积累上有一定优势，本次收购是强强联合，在小米生态下，或将给共达电声以及万魔声学带来更好的发展。

4.3 全球最大 IoT 平台

4.3.1 强化性价比优势，扩大生态圈，强化粘性

高性价比优势切入蚂蚁市场。同手机周边配件市场一样，IoT 智能硬件市场目前也处于蚂蚁市场阶段，市占率分散，高端产品价格昂贵的同时，大量中低价白牌机充斥市场。小米切入 IoT 领域后，迅速推出多种爆款产品，在性能上接近甚至超越高端产品，在价格上大幅低于同等性能的品牌产品，性价比优势使其迅速占据市场份额，于 2017 年成为全球最大的消费级 IoT 平台。

图表 167: IoT 市场集中度较低



资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

图表 168: 小米产品价格低于竞品 (元)

特定产品	小米建议价格	竞品价格
空气净化器	379-1999	2000-10000
小米手环 2	149	299-699
扫地机器人	1,699	3000-8000
净水器	1499-1999	3000-4000
行李箱	299-1999	299-5000
电磁加热电饭煲	399-999	3000-6000
激光投影仪	9,999	29999-132000
可折叠电动自行车	2,999	6999-8999
无人车	2,999	4000-7000

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

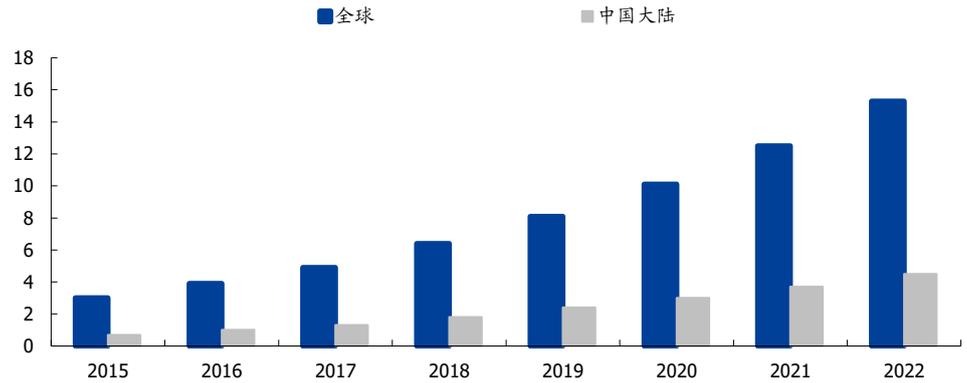
图表 169: 小米物联网产品性价比优于竞品

	智能电视	人工 智能 音箱	路由器	滑板车	可穿 戴设 备	空气净 化器	电饭煲	扫地机 器人	智能相 机	净水 器	成本 总额
小米 型号	小米电视	小米 小爱 音响	小米路 由器	米家电动 滑板车	小米 手环	小米米 加空气 净化器	米加压 力 IH 电 饭煲	米加扫 地机器 人	米加智 能摄像 机	小米 净水 器	
价格 (美 元)	138- 1492	26-46	15-107	308	23	108-231	62-154	260	15-62	230- 307	188 5- 299 0
系统	统一由米家 APP 控制										
竞争 对手 型号	Samsung UA series	Sonos One	TP-Link DR Series	INMOTIO N V Series	Iwat ch	Honeyw ell KJ Series	Panason ic SR Series	Roomb a Series	Ezviz Smart Camera	Philips WP41 70	
价格 (美 元)	446- 3333	279	13-230	508	249	325-833	156-586	741- 1304	22-81	461	320 0- 786 4
系统	Samsung Smarthin gs	Amaz on Alexa	TP-Link Mobile APP	INMOTIO N Mobile APP	Watc h OS	JD Smart	Panason ic Smart	iRobot	Ezviz Cloud	Ali Smart Cloud	

资料来源: 招股说明书、国盛证券研究所

IoT 平台的核心竞争力在于连接设备数量。小米投资孵化了超过 210 家公司, 其中包括 90 多家专注于发展智能硬件及生活消费品的小米生态链公司。根据艾瑞咨询的数据显示, 小米空气净化器出货量全球第一, 电动代步车出货量全球第一, 智能穿戴设备出货量全球第一。小米对生态链企业提供品牌、资本、供应链、设计、管理、渠道等全方位支持, 使其生态链全面扩张, 截止 2018 年 3 月 31 日, 剔除手机及笔记本, 小米平台拥有超过 1 亿台互联设备接入。

图表 170: 物联网终端数量 (十亿个)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

以智能音响为例, 作为智能家居的语音入口, 其使用体验有相当一部分取决于其可控制的设备数量。小米推出的小爱音响所搭载的小爱语音助手, 可控制小米平台 118 个型号的智能设备, 包括智能灯具、小米电视、小米空气净化器米家电饭煲以及其他各种互联智能家居设备。艾瑞咨询数据显示, 小米 AI 智能音响出货量中国第一。

4.3.2 华米科技: 小米手环独家供应商, 可穿戴领域最惠合作伙伴

华米科技是小米生态链首家在美上市企业。华米科技旗下产品主要包括小米品牌的智能手环及智能秤、自主品牌 AMAZFIT 米动系列的智能手表及智能手环等。

小米是全球第二大可穿戴品牌, 公司下游市场可期。全球可穿戴设备在 2014 年左右开始形成一定格局, 前 5 大品牌分别为小米、Fitbit、苹果、Garmin、三星, 从国内市场看, 小米、步步高、奇虎 360、乐心是行业领头。Fitbit 2015、2016 年的出货量分别为 2200 万、2250 万台, 行业第一。2017 年小米出货量达到 15.7 万台, 市占率为 13.6%, 仅次于苹果公司, 同时也是国内出货量最大的公司。

图表 171: 主要可穿戴设备供应商出货量 (百万) 与市场份额情况

	2015 年出货量	2015 年市场份额	2016 年出货量	2016 年市场份额	2017 年出货量	2017 年市场份额	YoY (2017)
苹果	11.6	14.20%	11.3	10.80%	17.7	15.30%	55.90%
小米	12	14.70%	15.7	15.00%	15.7	13.60%	-0.30%
Fitbit	22	26.90%	22.5	21.50%	15.4	13.30%	-31.60%
Garmin	5.8	7.10%	6.3	6.00%	6.3	5.40%	-0.80%
Fossil			2.1	2.00%	4.9	4.30%	133.10%
其他	30.5	37.10%	46.6	44.60%	55.5	48.10%	19.10%
整体	81.9	100.00%	104.6	100%	115.4	100%	10.30%

资料来源: IDC、国盛证券研究所

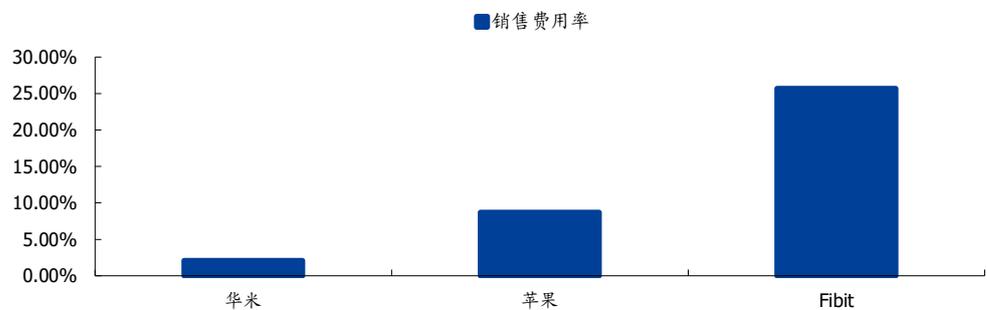
图表 172: 中国可穿戴设备市场主要供应商(2017Q1-3)

供应商	出货量 (百万台)	市场份额
小米	9460	26.70%
步步高	2648	7.50%
奇虎 360	1926	5.40%
乐心	1514	4.30%

资料来源: IDC、国盛证券研究所

公司具有小米供应链企业优势, 在不失高效和高性价比下能够更好的专注于产品本身。公司是小米手环的独家供应商, 2017 公司与小米签订了相关合同, 在公司对小米准时交出可靠产品以及可穿戴设备销售良好的情况下, 公司将是小米最惠合作伙伴, 具有小米公司长期展示位的权利。公司销售等费用将有效降低, 公司有更多精力专注于产品设计与制造, 加强管理能力, 提升创新能力与产品性能。

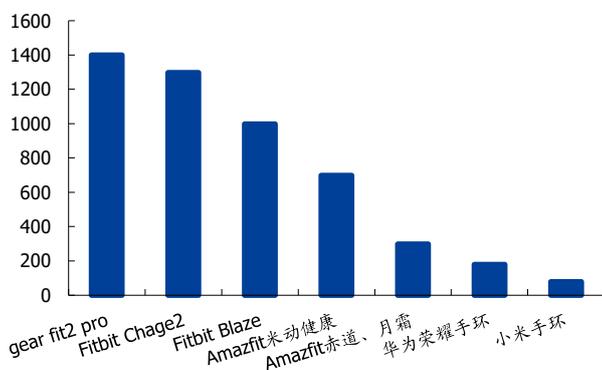
图表 173: 华米科技销售费用率较低



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

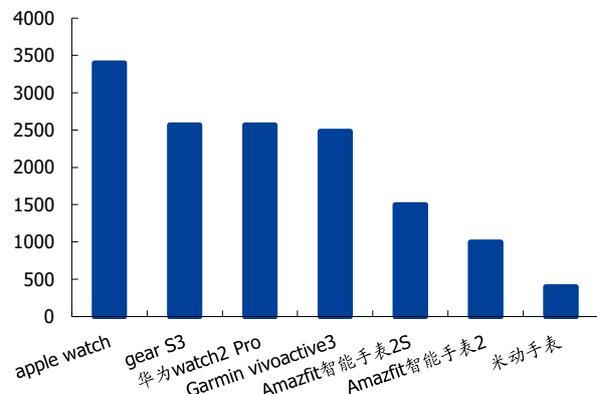
小米手环“高性价比+高质量”策略, 具有较强竞争优势。随着销售额的增长, 规模效应更加突出, 公司相对于其他公司更有能做出高性价比和高质量的爆款产品。同时公司自有品牌 Amazfit 系列主攻中高端市场, 注重品质与功能, 产品毛利率相对小米产品更高, 在小米商城售卖, 将成为公司增长的主要动力。

图表 174: 智能手环价格对比 (元)



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

图表 175: 智能手表价格对比 (元)



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

数据是核心，小米运动、米动健康 APP 为公司积累巨量数据。得益于公司作为小米供应链积累的销量和客户量，公司已经具有相当规模的客户群和数据库资源。截至 2017 年 12 月 31 日，小米手环总出货量突破 4500 万只，由华米科技研发的小米运动和米动健康 App 注册用户超过 5600 万。公司产品收集了大量关于心率、体重、ECG、体脂率、GPS 跑步数据、步数、睡眠时间等数据，在大数据运用的情况下，公司可以更好的了解客户需求。

小米专题：小米的新零售

5.1 在信息爆炸中诞生的精品零售

互联网技术飞速发展的时代中，爆炸式的信息量将消费者的头脑震得嗡嗡作响，大量的时间被花费在购物决策上。本篇，我们以罗振宇在《时间的朋友》中的一句名言为起点，解读小米的新零售模式：在时间这个战场上，有两门生意会特别值钱，第一，就是帮别人省时间；第二，就是帮别人把省下来的时间浪费在那些美好的事物上。

5.1.1 电商的新零售之路

何谓新零售？即是一种以消费者体验为核心的数据驱动型泛零售业态。新零售是不局限于线上线下界限的泛零售，其核心在于提升消费者的体验感，降低购物决策成本，从而达到节省消费者时间的效果，大数据是对其 SKU 进行指导规划的手段。因此，Costco、MUJI、名创优品等线下零售商同样存在新零售模式的探索，相对而言，电商零售凭借互联网运营经验，在大数据获取方面更具优势。本文将聚焦研究小米所发源的电商零售领域，而电商的新零售之路可划分为 3 个半阶段。

1.0 时期，淘宝把“集市”搬到了线上；**2.0 时期**，京东把比“集市”更加精品化的“商场”搬到线上；**2.5 时期**，小米商城、唯品会等垂直类电商把比商场更加专业化的“专卖店”搬到线上，但不是革命性的；**3.0 时期**，精品电商，有品、网易严选、必要商城等 F2C、C2M 模式，砍掉渠道利润。随着电商的获客成本正逐步提高，线上流量红利已趋于枯竭。优化存量、拓展渠道成为枕戈待旦的电商企业们纷纷尝试的两条路径，而精品电商是一个综合了这两种思路的一种新零售模式。

5.1.2 精品电商的优势

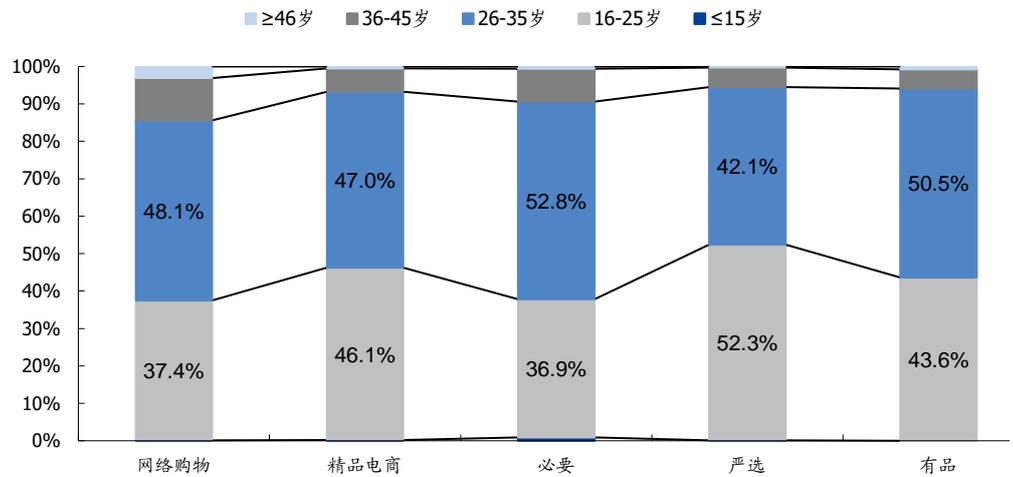
促进供给侧改革，提升产品品质。市场型的综合电商、垂直电商不插手生产，扮演“搬运工”角色，仅提高产品从生产者到消费者的搬运效率，对产品的把控力较弱。精品电商则参与到供应商选择及产品筛选环节，实施供给侧改革，对产品的把控力强，且符合消费升级需求。

砍掉品牌溢价，得到更优厚的售价。例如，一双 500 元的 NIKE，其中 200 元是品牌溢价，精品电商直接与生产 NIKE 的工厂合作，做出的产品不是 NIKE 标牌，但是通过供给侧改革做出更好的产品，并且砍掉品牌溢价，消费者得以用 300 元的价格买到了比 NIKE 更好的产品。

精品 SKU 大幅提升消费者购物效率。消费者在集合型电商平台搜索出 100 页同类产品时会很茫然，同时，不可避免的刷评论现象不仅对消费者造成困扰，卖家也会为无效点击负担额外费用。精品电商则增设平台预先把关选款的环节，降低了消费者的决策成本。极光大数据统计显示，精品电商的用户画像相较于整体网络购物用户更加年轻化，93.1% 的精品电商用户在 35 岁以下，未来在追求效率的 90/00 群体的主导下，精品电商的良

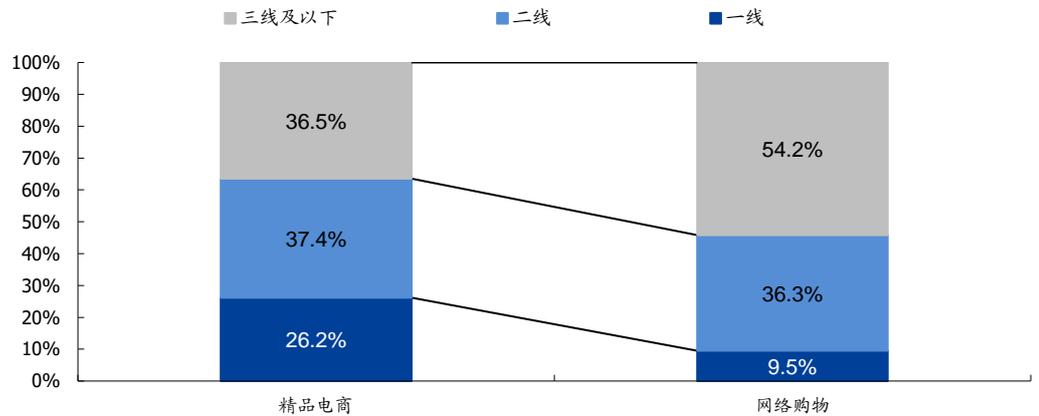
好发展趋势或将延续。

图表 176: 精品电商年龄分布



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

图表 177: 网购城市层级构成



资料来源: 极光大数据, 国盛证券研究所

5.2 精品电商内部格局

5.2.1 求同存异的精品电商

对比京造、心选、有品、网易考拉工厂店、严选 5 家精品电商, 以及必要、南极 2 家类精品电商的经营模式, 大致可划分为三类 (不包含客群定位存在明显差异的南极电商): 综合衍生型的精品电商、选择型精品电商、控制型精品电商。

图表 178: 精选电商对比

		精选电商对比						
		京东商城	淘宝心选	米家有品	网易考拉全球工厂店	网易严选	必要商城	南极电商
基本信息	成立时间	2018.1	2017.5 2015.7 (前身中国质造)	2017.4	2017.9	2016.4	2014.1	2008 (授权业务) 2010 (电商业务)
	独立APP	无	无	有	无	有	有	无
	线下布局	/	试点 (杭州1家)	小米之家 (331家)	/	严选酒店 严选HOME (未落地)	/	卡帝乐shopping mall店
	客群特征	/	/	一二线城市年轻男性为主	24-35岁都市女性白领	一二线城市的年轻人 性别比例较均衡	年轻都市白领	三线及以下城市的品牌追求者
经营模式	流量来源	京东商城	阿里系流量	手机、IoT产品、米家/有品/小米商城APP	网易系流量	网易系流量、严选APP	顺丰、必要APP	第三方平台
	生产供应	ODM为主	ODM为主	ODM、F2C、C2M指导备货	F2C	ODM为主	C2M、F2C	授权生产、授权经销
	货品归属	京东	阿里	米家 (50%) 生态链企业 (25%) 精选第三方供应商 (25%)	供应商	网易	供应商	供应商、经销商
	品牌归属	京东	阿里	小米、生态链企业、精选第三方供应商	供应商	网易	供应商	南极电商 (除代理品牌外)
	收入	销售额	销售额	销售额、渠道费	渠道费	销售额	渠道费 (定价的7%)	综合服务费、品牌授权费
	品类数量	8	6	15	10	9	26	“新快消品”
	SKU数量	85	542	2700	600左右	9800+	2000左右	丰富
	优势品种	家居	家居	3C	化妆品	家居	服饰	纺织类
	物流系统	京东物流	菜鸟物流	第三方物流, 顺丰为主	第三方物流, EMS为主	京东+顺丰	顺丰	依据平台而定
	售后客服	京东售后	天猫售后	小米及米家的产品, 小米发货并提供售后; 小米生态链和非小米第三方品牌, 对应的厂家发货并提供售后。	平台售后	平台售后	平台售后	依据平台而定
经营数据	GMV	/	/	30-40亿	/	70亿	/	124.03亿
	会员数	/	/	1.9亿 (MIUI月活用户数)	2300万 (活跃用户数)			阿里平台上, 南极人内衣类支付人数5800万, 家纺类支付人数1200万
	毛利率	/	/	8.7% (整体硬件)	10% (网易整体电商)	35%-45% (非官方)	/	70.05% (授权业务90%+)
	净利率	/	/	4.7% (2017年整体)	/	/	/	54.33% (2017年整体)

资料来源: 国盛证券研究所整理

大船难调头——老牌综合电商平台的精品“试点”

代表平台: 天猫、京东。从时间维度来看, 淘宝心选和京东商城造的问世最晚, 且SKU较少, 目前也没有分离出独立app, 线下布局处于萌芽期。综合电商平台占据了中国电商行业最早期的红利, 线上市场的功能体制强大, 而精品项目的推出, 对于既有线上市场中的商家将造成利益侵蚀。在平台内部的新老部门博弈中, 为了保持与众多相关品牌的良好合作关系, 避免它们倒向对手平台, 资源天平向树大根深的老部门 (线上市场) 倾斜, 新部门得到的支持有限, 并随时做好踩刹车的准备, 以免冲击集团原有的现金牛业务。因此, 心选、京造短期内还将处于“试点”水平。

品牌 ODM——为用户挑选制造商的精品电商

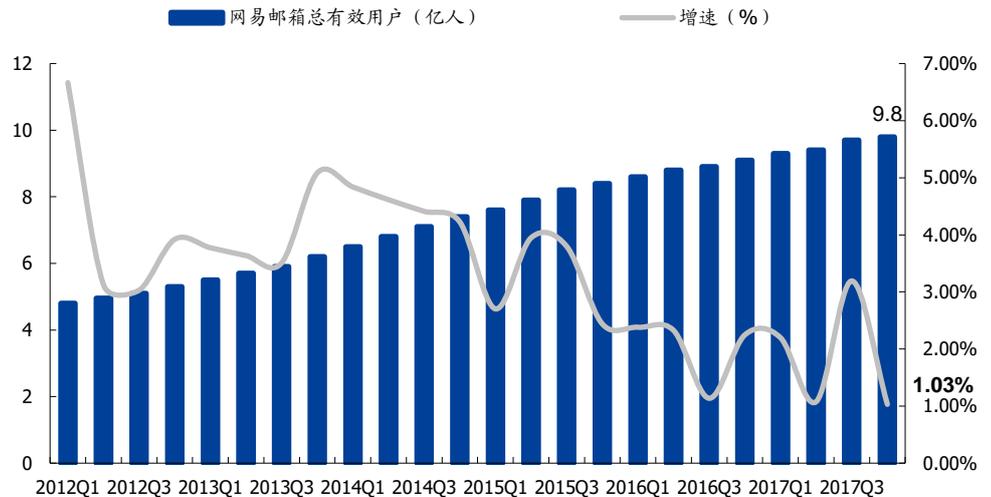
代表平台: 网易严选。网易比较早的向 MUJI 学习, 2016 年 4 月上线了网易严选平台, 并通过网易系用户 (以网易邮箱为主) 顺利导流。尽管风格相近, 严选与行业前辈 MUJI 的运营模式存在本质区别。MUJI 所采取的 SPA 模式是一种从商品策划、制造到零售都整合起来的垂直整合型销售形式, 而严选的主要业务是通过“买手制”选择知名品牌的合作供应商进行 ODM 生产, 在该过程中不参与设计、生产及投资, 最终全部商品冠以“严选”品牌面对消费者, 截至 2018 年 5 月 13 日, 严选 APP 提供 9846 款 SKU。

过去 2 年中网易严选成绩斐然, 成为首个声名大噪的精品电商平台。尽管官方没有相关数据披露, 但从掌舵人丁磊制定的 2017 年“小目标”, 即网易严选 GMV 达到 70 亿来看, 将超过无印良品的中国区销售额; 极光大数据统计显示, 2017 年 5 月-10 月期间, 网易严选的日活用户数均值达到 19.1 万人次且持续走高。然而, 网易严选的模式亦存在诸多隐患。

- **流量压力。** 互联网的核心是流量, 网易严选前期导流主要依赖邮箱用户, 但邮箱自身的流量增速不高, 导流续航力有限, 且精品电商目前的渗透率尚低, 尽管具备先发优势后续需要烧钱推广, 例如线下合作酒店等, 获客成本将大幅攀升。较大的流

量压力迫使严选在天猫、京东开店，进入流量进一步降低的恶性循环；同时，第三方平台的不同活动周期带来不同的促销价格，将引发口碑崩坏。

图表 179: 网易优选总有效用户



资料来源: 网易公司公告, 国盛证券研究所

- **ODM 的弱点。**海外大牌的代工厂大多有自己的品牌梦，而他们与严选合作的结果是依然没有自己的品牌，因此，在供应商产能向多家下游企业供给时，严选获得最优产品的竞争力并不凸显。另外，一件商品的制造会涉及原料、工艺、品控等多个环节，且核心知识产权由品牌方把控，国内的大牌代工厂可能负责其中多环，也可能仅负责一环，因此，被严选挑出的产品依然可能存在良莠不齐的隐患，大牌代工厂的背书仍需经过实际消费者的检验。
- **存货压力。**严选的 ODM 模式需要采购环节并负担存货，而跟新的供应商合作时，厂商有起订量门槛，目前严选销售近万种 SKU，每种 SKU 起订假设为 5 万个-10 万个，但严选的销售渠道有限，主阵地是严选 APP。严选也在积极拓展销售渠道，但入驻第三方电商平台、与亚朵的线下酒店合作等分别有分散流量和成本较高的短板，而线下“严选 HOME”计划还未正式落地。

C2M&F2C——直连工厂与消费者的精品电商

代表平台：有品、网易考拉全球工厂店、必要商城。与 ODM 不同，F2C（工厂对消费者）模式下，精品电商的平台赋能属性放大，供应商的角色从“打工者”转变为“品牌创造者”，能动性得到更积极的调动。这一过程的高效性则由 C2M（消费者对生产商）模式进行大数据支持。小米在 2017 年 4 月从米家 APP 中分离出来的“有品”属于这种模式，并具备相较于同类平台而言的四点优势。

- **导流机制丰富且获客成本低。**小米有四大流量入口：（1）硬件销售。小米每天卖出大量设备（500 万台左右），且 IoT 产品销量快速提升，消费者可下载米家 APP 更加高效的控制米家 3C 产品，而米家 APP 与有品流量共享；（2）成熟的 3C 垂直类电商——小米商城向有品平台导流；（3）线下小米之家；（4）其他三方平台。其中导流占比最大的硬件销售，保证了小米以盈利姿态获客。
- **给供应商打鸡血的小米生态链。**有品平台在销售米家和生态链企业产品以外，也为其他希望进入小米生态链的优质供应商提供机会。获得进入资格的先决条件是做出好的产品，并得到较高的销售额，而被小米投资的生态链公司的估值将得到指数级的放大。在生态链机制推动下，同一家供应商向多家平台供货时，会将最好的货给有品。

- **具备小米之家的线下布局成功经验。**相较于竞争对手，小米是目前最接近线上线下打通概念的精品电商。截至2018年3月31日，小米之家在中国大陆的零售门店达到331家，坪效27万元/平米，全球范围内仅次于苹果门店的约40万元/平米。
- **产品型买手高筑人才壁垒。**精品电商的逻辑建立在SKU是精品的基础上，这些精品是否具备爆品潜质则取决于买手（产品经理）。大多数的电商互联网基因浓厚，旗下以关心预算和销售额的贸易型买手为主，对产品并不精通，经验丰富的产品型买手在市场中比较稀缺。有品是为数不多的拥有产品型买手的电商平台，经过5年的生态链耕耘，主张工程师文化的小米培养了100多个做相应产品出身的产品经理。

5.3 小米的渠道布局

“忽视了广阔的线下市场”，这是小米在经历了2016年的“触底之痛”后开始审视的短板。工程师文化导致对黑科技过度追求降低了小米手机的出货量，这或许是一种实际但美丽的解释，从另一个角度来看，小米商城作为米家众多3C产品销售出口的压力非常大，并且将导致供应商备货的举棋不定。对更多销货出口的需求、线上吃紧的流量以及电子产品与体验感的紧密联系，推动小米进行“新零售”改革以及全渠道布局。

按经营模式，可将小米的渠道划分为自营与分销两种。线上分销渠道以京东、苏宁及海外流量较大的第三方电商平台为主，线下分销渠道以电信运营商及国际分销商为主，截至2017年底，小米线上/线下分销商共计109/1103家。公司整体自营VS分销约为4.5:5.5，未来将向7:3发展，主要系除京东以外的分销渠道意义有限。而小米自营的零售渠道可按时间轨迹列出：小米商城、小米之家、有品。

5.3.1 小米商城

小米商城作为主打3C产品的垂直类电商，成立于2011年，目前共约200种SKU，主要销售小米手机和小米生态链的产品。根据艾瑞咨询，2017年按成交总额计算，小米商城在中国及印度均是第三大3C与家电直销线上零售平台。按前述分类，小米商城是电商零售2.0时代的产物，虽然为早期的米粉积攒事业立下汗马功劳，但增长空间有限，且存在两个较大短板：（1）商城内品类设置与小米天猫旗舰店（自营）和京东分销渠道商一致，存在平台分流现象。（2）集合式购物方面较弱，缺少商品的连带销售效应。

5.3.2 小米之家

截至2018年3月31日，小米之家在中国大陆的零售门店达到331家（2016年底为51家），计划2019年底开到1000家。一二线城市的小米之家多数采取直营模式，平均面积200-300平米；三四线城市类直营的小米专卖店面积约为80-120平米，未来直营比例将持续提高。目前小米之家的销售额中手机：生态链产品：电脑&电视约为5:3:2。作为电商零售线下布局的较成功案例，小米之家的年坪效高达27万元/平米，新店当月即可盈亏平衡，门店费用率保持个位数水平。

小米之家的高坪效来源

小米之家的高坪效有四大动力源，根据坪效=销售额/面积的计算公式，小米之家的面积是一定的，而起决定性作用的销售额=F（客流量，转化率，客单价，复购率）。

- **客流量。**①小米没有选址传统的街边店或电子商城，而是在人流密集shopping mall开店，并对标快时尚品牌（ZARA、H&M、优衣库等）。②作为一家互联网企业，小米之家选址可根据大数据直接定位“米粉”聚集的商圈。③小米之家的经营范围在延续高科技卖点的同时，向更换频率更高的生活品拓展，保持了较大客流量。

- **转化率。**①爆品策略下的产品竞争力强、转化率高。②小米通过大数据了解选址覆盖范围内的“米粉”消费偏好，从而进行针对性区域货品调整。
- **客单价。**①到店体验后会增强连带购买。②小米产品在设计上互联互通。③占比70%的3C产品有单价优势。
- **复购率。**小米之家在员工管理方面没有KPI压力，实行单客运营制度，店员会向客户进行最优推荐，提升消费者体验感。

小米之家的低费用率构成

根据费用率=成本/销售额公式，小米之家保持大分母销售额的能力已在上一节中论证，成本方面的优化则主要有两点。成本主要由房屋租金和人工费用为主：（1）租金方面，小米的通常享受减免福利，免租、减半或只收1/3的商场优惠政策，主要系小米之家为入驻商场带来大量流水情况下的双赢合作。例如，小米之家五彩城店年销售额2亿元左右，占商场1/7的销售额，当商场意识到小米之家为其带来大量流水，且给周边商户带来5%业绩增长的时候，小米之家的房租对商场而言将变得无足轻重。而对于当地政府而言，小米之家作为新零售项目，也会得到额外的补贴。（2）人工方面，70%以上的米粉是30岁以下的年轻人，尤其是大学生群体，因此，小米可以较轻易地聘用到在校小时工（部分无工资），在店占比约50%。

5.3.3 有品

有品是小米于2017年4月推出的精品电商平台，销售小米、小米生态链企业及小米精选的其他品牌高质量产品。2018年第一季度，有品销售超过2700种SKU。

推出有品的战略意义是什么？

小米商城作为一个诞生于2.5时代的垂直类电商，虽建立起较大的用户量，但存在流量增长天花板。脱胎于米家APP的有品具备更强的流量续航优势，小米的IoT产品可通过米家app进行无缝集成及同一控制，而有品与米家app流量共享。

有品的发展亦面临三点挑战：（1）物流体系较弱。F2C模式下厂商直接发货给消费者，存在部分有些厂商节省邮费选择低效物流、不按指导充分备货等现象；另一方面，消费者一次购买多个供应商的产品意味着收到多个快递。（2）销售客服较弱。（3）随着经营品类的扩张，将有更多的第三方供应商进入有品平台，遇到“猪队友”的隐藏风险将可能对有品的精品形象背书带来较大打击。前两个挑战不涉及模式本质，通过雇佣专业客服团队及建立配备大数据管理的寄放仓，可得到较有效的解决。第三个挑战或将是后发展的最大考验，稳健的步调节奏或许是所有精品电商需要格外留意扩展策略。。

风险提示

1.物联网推进不及预期。

运营商加速推进物联网,但存在标准制定推迟以及物联网应用场景开拓不及预期的风险;

2.芯片/模组市场格局混乱。

物联网发展初期,整合并购可能性较大,市场格局存在不确定性风险。

3.运营商相关补贴落地不及预期。

运营商为推进物联网商用给予厂商补贴,补贴落地存在不及时的风险。

4.原材料价格大幅波动。

原材料价格出现不利波动的情况下,可能导致公司各个硬件产业线盈利能力下降,整体毛利率出现下滑,进而影响公司业绩增长。

5.家电新品推出受阻。

公司家电产品采取爆款策略,持续跟踪市场热点,产品迭代速度快,如果未来新品在功能、设计或性价比上无法满足消费者需求,推广受阻,可能导致公司收入增速下降。

6.家电细分领域竞争加剧。

公司持续拓展家电细分领域,如果新厂商通过低价进入市场,将削弱公司的相对竞争优势,收入增长存在下降风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 9层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com