

从华米看小米的生态链赋能

投资要点

- 核心逻辑:** 小米生态链企业华米科技(HMI)于2018年2月在美国纽约证券交易所成功上市,成为小米生态链首家在美上市企业。华米与小米合作并利用小米手环打开智能穿戴设备市场,成为可穿戴设备的巨头。本文主要从三个方面分析小米对华米的赋能:品牌赋能、技术赋能和渠道赋能。
- 小米品牌赋能:** 品牌赋能主要体现在华米创立初期以小米手环为产品基本盘,借助小米品牌打开市场,并在此基础上进行更多尝试与扩张。小米手环沿用小米经营理念和高性价比战略,迅速打开可穿戴设备市场。2017年,小米手环销量达1570万只,超越Fitbit成为全球出货量第二的智能可穿戴设备供应商;2018年上半年,小米手环全球出货量达790万只。此外,2015年至2017年,小米可穿戴产品分别占华米科技总营收的97%、92%和79%;2018年前三季度,华米营收实现24.2亿元,同比增长86.8%,其中小米品牌营收占比为65.54%。
- 小米技术赋能:** 技术赋能主要体现在小米从AI、IoT、云计算等领域对华米的技术输出,华米智能可穿戴设备正在成为智能家居终端控制者并不断构建运动物联网生态。华米推出的AMAZFIT智能手表能够通过小爱同学控制家中11类智能家居设备;其NFC功能将取代生活功能卡,在165个城市覆盖超过20716条公交与地铁路线。此外,2018年上半年,Amazfit羚羊跑鞋在米家众筹上出售的两周时间之内卖了6万多双,销售额实现1200万元,华米正在形成一个以运动手表为核心的运动IoT生态。
- 小米渠道赋能:** 渠道赋能体现在小米与生态链企业构建战略协议互相协助,形成航母舰队群,共同前行。小米从生态链企业采购智能硬件及生活消费品,并对定制产品共同设计和研发;随后,小米利用积累的资源(庞大的用户群、充足的资金支持、相对成熟的产品方法论等九大生态资源)将生态链产品对外销售,为新公司进行渠道赋能。小米公司一般按照BOM成本价格从华米采购定制可穿戴设备,并且直接处理小米可穿戴产品的销售和分销,最后以50:50与华米分享来自小米可穿戴产品的所有利润。
- 盈利预测与评级:** 预计公司2018-2020年EPS分别为0.4元、0.65元、0.86元,我们持续看好后续小米业务,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 硬件销量或不及预期的风险;互联网服务变现或不及预期的风险;汇率波动风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	114,625	179,841	257,852	372,992
增长率	67.5%	56.9%	43.4%	44.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-43,826	8,956	14,708	19,397
增长率	--	--	64.2%	31.9%
每股收益EPS	--	0.40	0.65	0.86
净资产收益率	34.5%	6.9%	10.2%	11.8%
PE	-	32	20	15

数据来源:公司资料,西南证券

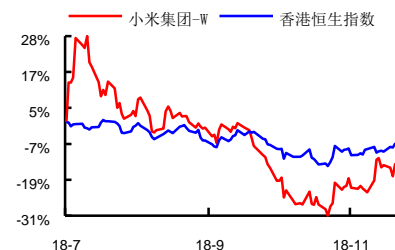
西南证券研究发展中心

分析师:刘言
执业证号:S1250515070002
电话:023-67791663
邮箱:liuyan@swsc.com.cn

联系人:陈杭
电话:021-68415309
邮箱:chenhang@swsc.com.cn

联系人:李少青
电话:021-68415309
邮箱:lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	11.66-21.55
3个月平均成交量(百万)	33.16
流通股数(亿)	225.78
市值(亿)	3,224.08

相关研究

- 小米集团-W (1810.HK): 小米×宜家, AIoT 赋能未来智能之家 (2018-11-29)
- 小米集团-W (1810.HK): 一个突破, 两大亮点, 三大潜力 (2018-11-23)
- 小米集团-W (1810.HK): 从云米看小米的生态链赋能 (2018-10-09)
- 小米集团-W (1810.HK): 组织调整布局下半场, “442 阵型” 强化互联网属性 (2018-09-16)
- 小米集团-W (1810.HK): 从亚马逊飞轮看小米的护城河 (2018-08-01)

目 录

1 小米品牌赋能	1
1.1 小米品牌助力起航，穿戴设备未来可期	1
1.2 小米生态保驾护航，华米业绩不断提升	2
2 小米技术赋能	7
2.1 小米的技术平台：AI+IOT 的核心战略.....	7
2.2 华米科技：从硬件制造公司到数据公司的转变	11
3 小米渠道赋能	14
3.1 小米生态赋能模式放大合作效应	14
3.2 小米渠道打开市场，利润分成互利共赢	16
4 盈利预测与估值	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 华米科技的沿革.....	1
图 2: 华米营收分布 (单位: 百万元) 及小米设备占比.....	3
图 3: 2017 年全年小米可穿戴设备收入占华米总营收比.....	3
图 4: 小米 IoT 与华米的小米可穿戴设备毛利率.....	3
图 5: 小米和华米毛利率数据假设举例.....	3
图 6: Fitbit 和华米净利润 (单位: 百万美元).....	4
图 7: Fitbit 和华米净利率.....	4
图 8: 华米销售广告费用 (单位: 百万元) 及营收占比.....	4
图 9: 小米销售营销开支 (单位: 亿元) 及营收占比.....	4
图 10: 华米的小米应收与关联方总应收 (单位: 亿元) 情况.....	5
图 11: 小米应付账款 (单位: 亿元).....	5
图 12: 华米存货与应收账款周转天数.....	6
图 13: 小米存货、应收、应付周转天数.....	6
图 14: 华米现金流 (单位: 百万元).....	6
图 15: 小米现金流 (单位: 亿元).....	6
图 16: 华米研发投入 (单位: 百万人民币) 及占比.....	7
图 17: 小米研发投入 (单位: 亿人民币) 及占比.....	7
图 18: 小米部分生态链战线.....	7
图 19: 小米 IoT 和生活消费品营收 (单位: 亿元) 及增速.....	8
图 20: 小米 IoT 和生活消费品占主营业务比例.....	8
图 21: 小米 AIoT 开放生态.....	8
图 22: 小米 IoT 开发者平台.....	9
图 23: 小米 IoT 平台智能硬件云对云接入示意图.....	9
图 24: 小米 AI 战略.....	10
图 25: 小米 AI 能力图谱.....	10
图 26: 小米 MACE 移动端开发框架.....	11
图 27: 华米大数据架构.....	11
图 28: Amazfit 智能手表.....	12
图 29: Amazfit 智能手表 NFC 功能.....	12
图 30: 华米运动物联网生态.....	13
图 31: 米动健康手环细节.....	13
图 32: 米动健康手环 APP.....	13
图 33: 华米手环与 PAI Health 合作环节.....	14
图 34: 小米从生态链企业采购至销售流程图.....	15
图 35: 小米生态链主要合作企业及产品.....	15
图 36: 小米生态圈生态赋能.....	16
图 37: 华米的小米手环营业收入 (单位: 百万元) 及同比增速.....	17
图 38: 小米手环销量 (单位: 万支).....	17
图 39: 小米与华米对小米手环财务数据的计算方案.....	18
图 40: 小米与华米对小米手环财务数据的计算方案.....	18
图 41: 小米与华米共同拥有小米手环用户数据和知识产品.....	19

表 目 录

表 1: 手环产品对比.....	2
表 2: 分业务收入及毛利率.....	19
表 3: 可比公司估值情况.....	20
附: 财务报表.....	21

1 小米品牌赋能

华米科技作为小米生态链的合作企业，离不开小米品牌的赋能。华米成立初期获得小米、顺为资本 81 万美元 A 轮投资，并投入大量资金研发高性价比智能可穿戴设备。随后，小米手环的热销使得华米快速成长作为一家独角兽企业。其可观的设备销量极大地带动了华米科技的营业收入与利润增长。在此期间，华米在产品上的布局从最开始的大众化逐步走向精细化和垂直化，而小米品牌的小米手环对华米的帮助至关重要。

1.1 小米品牌助力起航，穿戴设备未来可期

华米信息科技有限公司成立于 2014 年，作为小米手环的合作企业，是一家在智能穿戴技术领域有着丰富生物特征识别经验和运动数据驱动的公司。小米手环 1 在公司成立 8 个月的时候推出。为了进一步加大市场份额，2016 年，华米推出小米手环 2，新增了可以显示时间、步数、心率电量等信息的显示屏，同时还支持来电提醒等功能。随后，华米相继推出 AMAZFIT 运动手表、米动健康手环、米动手表青春版、AMAZFIT 米动手环等其他多功能手环。

图 1：华米科技的沿革



数据来源：华米官网，西南证券整理

小米手环沿用小米经营理念，旨在提高用户生活质量与便捷度。2018 年，华米发布的小米手环 3 增加了夜间模式，并可设置为定时开启和根据日落时间开启，这将在指定时间降低屏幕的亮度，令用户获得更舒适的并节约电量。小米手环 3 添加了久坐提醒功能，专为工作加班，长期缺乏运动的用户定制；通过小米运动 app 结合手环提醒跑步的速度以及最高心率，还可以为用户跑步计划。此外，小米手环 3 NFC 版将代替公交卡、银联卡与门禁卡，支持北京、深圳、广州等全国 164 个城市公共出行服务。

小米手环沿用小米高性价比战略。全新的智能穿戴产品小米手环 3 售价仅为 199 元，大大低于同类型智能穿戴设备。相比同类型产品，小米手环 3 拥有更大的 OLED 触摸屏幕、消息的及时通知显示、50 米游泳防水、运动副屏等全新功能于一身，开售 17 天销量就突破 100 万台。因此，在核心技术与滤芯运用产品大致相同的情况下，消费者更愿意选择性价比更高的小米手环。

表 1: 手环产品对比

代表性产品及定价	产品图片	核心功能	记录数据
小米手环 3 169 (常规款)		全新 OLED 可触摸大屏 支持公交地铁刷卡 微信 QQ 等内容显示 50 米游泳防水	实时运动数据显示 (跑步、骑行、健走等) 睡眠心率监测 计步自动监测
华为 B3 智能手环 499		蓝牙通话、通过蓝牙听歌 连接双手机 消息提醒 未接来电提醒 智能闹钟	记录运动步数 卡路里统计 睡眠监测 久坐提醒
Fitbit Charge 2 智能手环 1298		来电、短信和日程提醒 电池续航时长 5 天 时钟显示 GPS 全球数据定位系统	PurePulse 连续心率监测 SmartTrack 自动锻炼识别 心肺有氧健康指数 全天活动记录 (步数、卡路里、攀爬楼层等)
Garmin 智能运动手环 1299		内置 GPS, 支持多种运动模式 支持 50 米防水 智能通知 (来电、微信、QQ、微博等) 无线自动上传与同步数据	日常活动监测 (攀爬楼层数、卡路里等) 全天压力分数 腕式光学心率 摄氧量分析 睡眠监测

数据来源: 天猫, 西南证券整理

小米手环借助小米品牌的知名度、权威度、美誉度、好感度和满意度, 使智能手环得到了消费者的认可。2017 年, 华米可穿戴产品总出货量高达 1800 万部, 其中小米手环出货量达到 1570 万, 其出货量超越 Fitbit, 成为全球出货量第二的智能可穿戴设备供应商。

截至 2018 年三季度末, 通过小米手环和自营商品的推出, 华米可穿戴设备的总出货量达 1830 万部, 同比增长 57.8%; 其中, 小米手环在 2018 年第二季度的全球出货量为 420 万部, 占全球可穿戴市场份额 15.1%, 仅次于苹果可穿戴设备的市场份额; 截至 2018 年 11 月 11 日, 小米手环 3 的出货量已突破 1000 万部。

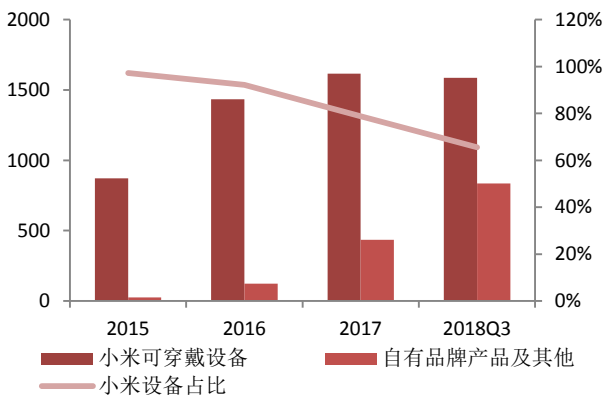
1.2 小米生态保驾护航, 华米业绩不断提升

小米基于双赢原则与华米等生态链企业进行合作, 其合作具备可持续性。华米的营业收入大部分来自于小米可穿戴设备, 随着小米对手环的大力销售, 华米的毛利率同时也维持着上升的趋势。由于小米全权负责小米手环的销售部分, 华米较低的开支使得其净利率不断提高, 而小米同时也可获得股权投资占股生态链企业所得的投资收益。

华米营收：小米可穿戴设备是华米的主要营收来源

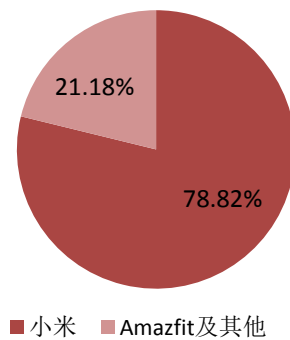
华米收入主要来自小米可穿戴设备，包括小米品牌的智能手环和智能秤。华米科技主营业务按产品品牌分为：小米品牌（智能手环、智能秤）和自营品牌 Amazfit 及其他（智能手表及智能手环等）。2015 年至 2017 年，小米可穿戴产品分别占华米科技总营收的 97%、92% 和 79%。此外，2018 年前三季度，华米营收实现 24.2 亿元，同比增长 86.8%；其中，小米品牌营收占比为 65.54%。因此，小米手环是华米营收的主要来源，华米离不开小米的赋能。

图 2：华米营收分布（单位：百万元）及小米设备占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2017 年全年小米可穿戴设备收入占华米总营收比



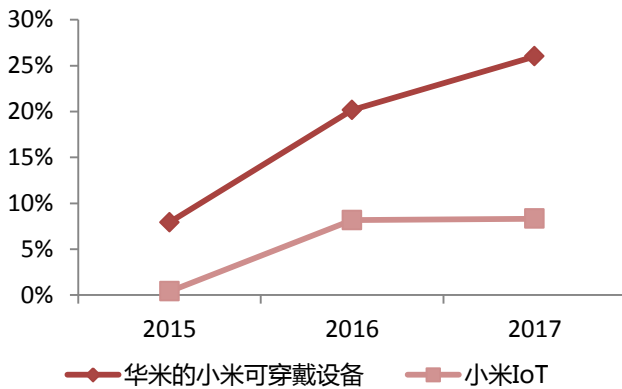
数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率：采购与分成战略化差异，小米与华米毛利各有不同

华米整体毛利率呈现稳中上升的趋势，其中华米自营品牌与小米手环的毛利率在 2017 年分别为 26.01% 与 23.64%。小米 IoT 物联网生态链毛利率在 2017 年和 2018 年前三季度分别为 8.32% 和 10.2%。小米生态链毛利率相对较低部分原因是由于双方的协议差异，即，小米对华米相关手环的采购与利润分成。

基于上述讨论的机制，华米的小米可穿戴设备营业收入（小米手环成本价叠加小米手环销售利润）相对于小米该部分营收（小米手环销售的营业收入）较低。因此，在小米手环利润平分的情况下，华米的毛利率略高于小米该部分业务业务的毛利率。

图 4：小米 IoT 与华米的小米可穿戴设备毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：小米和华米毛利率数据假设举例

小米	营收	成本	利润	利润平分	利率
	150	100	50	25	16.6%
华米	营收 (成本)	营收 (利润平分)	成本	利润	利率
	100	25	100	25	20.0%

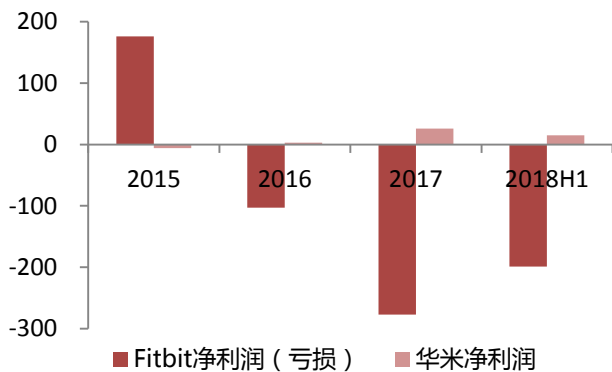
数据来源：西南证券

净利率：华米净利率不断提升，小米助力削减成本

从 2016 年至 2018 年上半年，基于小米手环销售的强势带动，华米的净利率分别为 1.54%、8.15%、7.32%。反观可穿戴设备巨头 Fitbit，2018 年第二季度，Fitbit 净亏损 1.18 亿美元，同比增长 103%。尽管其毛利率远高于华米，但 Fitbit 在过去三年出现亏损状况并且净利率维持下降的趋势，2016 年-2018 年上半年净利率分别为-4.74%、-17.16%、-36.39%。

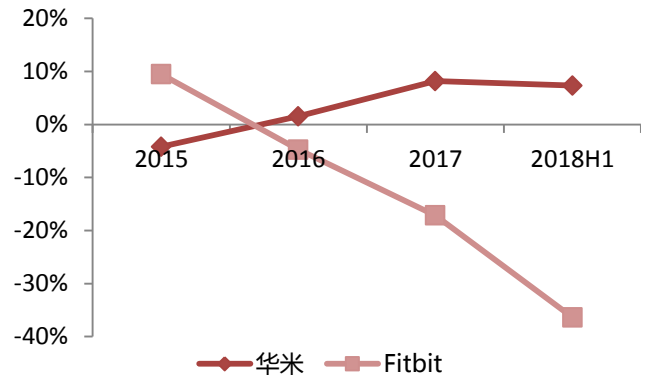
这是由于全球大多数消费电子生产商的品牌和渠道成本会占据较高毛利。但华米作为小米生态链投资公司，并不负责小米手环的销售费用。因此，小米的参股能够大幅降低华米等生态链企业的销售及营销等费用，使得华米净利率相对较高。

图 6：Fitbit 和华米净利润（单位：百万美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：Fitbit 和华米净利率



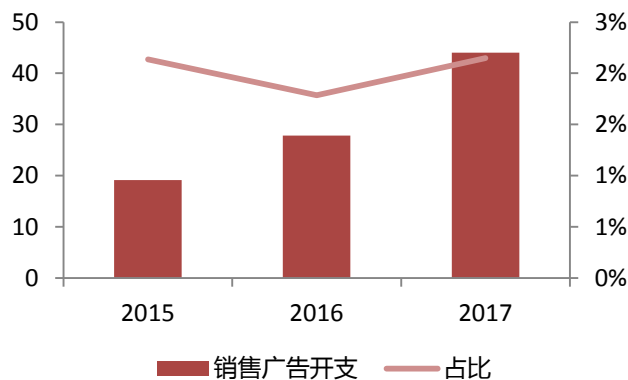
数据来源：公司公告，西南证券整理

营销开支：华米营销开支较少，小米为其提供渠道

2017 年，华米的销售及市场营销费用为人民币 4403 万元，营收占比 2.1%；小米的销售及广告开支为人民币 52 亿元，营收占比 4.6%，其中宣传与广告开支为人民币 19 亿元，同比增长 99.5%。由于华米制造的小米手环销售由小米全权负责，在品牌力与销售渠道方面，小米为华米打开了途径。

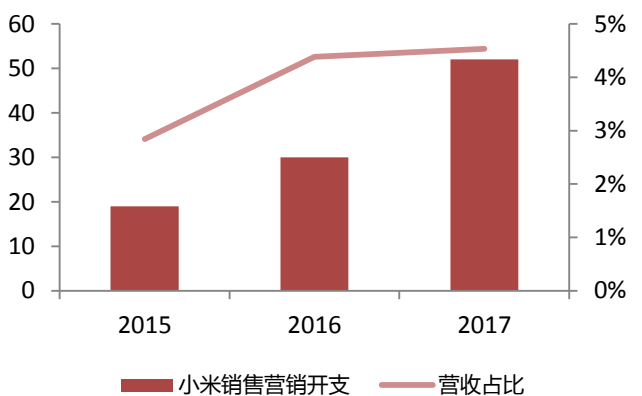
而对小米来说，可以通过市场广告等营销宣传获得大规模的出货量，从而获得零售毛利以及对其股权的投资收益。小米的盈利相对华米等生态链企业还包括股权投资生态链企业所得的投资收益，2018 年第一季度，小米的投资收益实现 2.7 亿元。

图 8：华米销售广告费用（单位：百万元）及营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：小米销售营销开支（单位：亿元）及营收占比



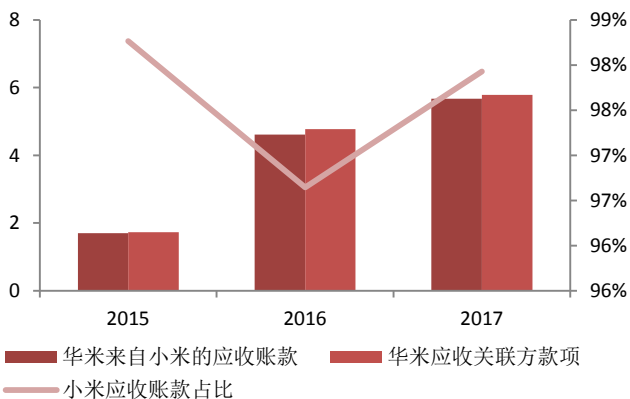
数据来源：公司公告，西南证券整理

应收与应付：小米加大手环购买力度，华米应收小米应付稳定增长

基于小米为华米提供两笔来自小米可穿戴设备的付款，2017年，来自小米及其附属公司应付款项为人民币5.67亿元，占华米关联方总应收账款97.93%。由于小米通常会在每年第四季度向华米订购大量产品，并且发布与重大促销活动相关的重要产品订单，因此每年年底来自小米的应收账款都较高。

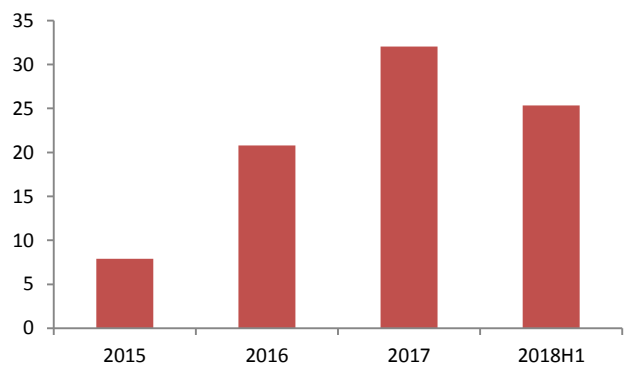
此外，随着小米生态链企业的不断增大，小米应付账款随着购买生态链硬件等产品数量的增多而上涨。2017年，小米向关联企业支付采购金额19.31亿人民币。此外，2015年至2018年第一季度，小米对联营企业、有重大影响被投资企业、实际控制人重大影响企业的应付账款在各时间段分别为7.91亿、20.77亿、32.05亿和25.33亿。

图 10：华米的小米应收与关联方总应收（单位：亿元）情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：小米应付账款（单位：亿元）

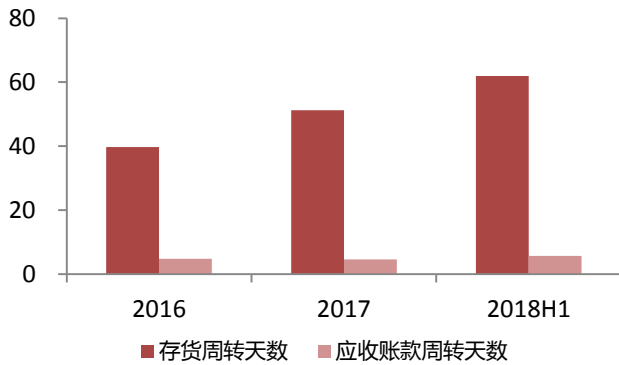


数据来源：公司公告，西南证券整理

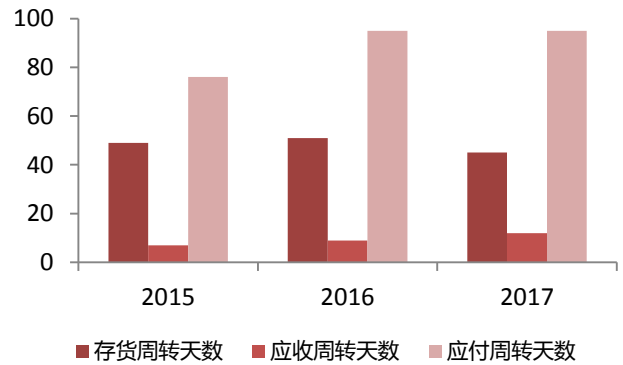
周转率对比：华米强控存货周转天数，小米应付天数增多反射其强话语权

2018年上半年，华米的应收账款周转天数为5.66天，存货周转天数为61.96天；2017年，华米应收账款周转天数为5.66天，存货周转天数为51.2天，低于Fitbit 69天的存货周转天数。华米与合同制造商和零部件供应商的地理位置接近，并且拥有供应链管理和质量保证专业人员，华米严格规划产品生命周期管理策略，实现有效的季节性库存管理以及时为小米送货。此外，由于华米的大部分应收账款来自于小米，较低的应收账款周转天数也说明小米在较短时间内支付所购商品，其信用额度极高。

此外，2015年至2017年，小米的应付账款周转天数分别为76天、95天、95天，其应付账款周转天数呈现增长的趋势，占用生态链合作企业等供应商款项期限延长代表小米话语权有增强趋势；小米的存货主要有原材料、制成品、产成品等，其存货周转天数为49天、51天和45天；小米应收账款大多为应收中国大陆和印度渠道分销商及客户、互联网服务发展相关的款项，其应收账款天数为7天、9天和12天。

图 12: 华米存货与应收账款周转天数


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

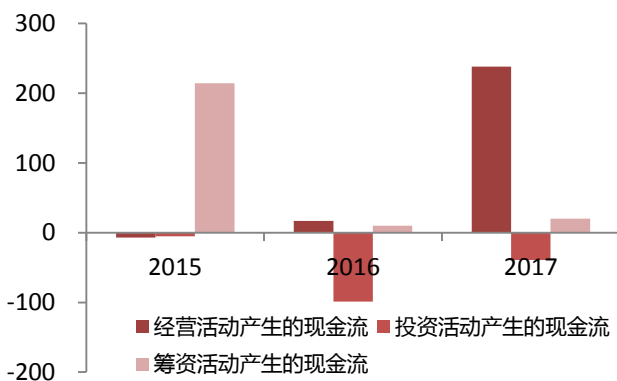
图 13: 小米存货、应收、应付周转天数


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

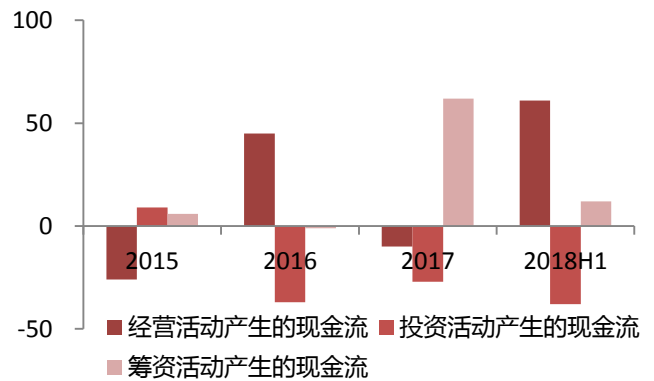
现金流: 生态链企业赋能促进华米和小米现金流增长

2017 年, 华米的经营性活动现金流为 2.38 亿元, 较 2016 年增长 13 倍, 其中包括 1.82 亿来自小米等其他应收账款的增长, 小米向华米所购可穿戴设备的金额不断增加, 这意味着双方更加稳定和成功的合作模式; 华米投资活动现金净额为 3888 万元, 主要是由于购买产品、厂房及设备所产生的 2150 万人民币以及向第三方提供 1290 万元的贷款; 华米的筹资活动所得现金流实现 2009 万元, 同比增长 100.5%, 主要是由于 2017 年银行借款人民币 3000 万元。

小米的经营性活动现金流在 2017 年与 2018 年上半年分别实现 -10 亿元与 74 亿元, 其中自营产品与向华米等生态链合作企业所购存货增加 68 亿元; 截至 2018 年 6 月 30 号, 投资活动所用现金净额为 43 亿元, 主要是由于按公允价值计入损益之短期投资所用现金净额为 355 亿元, 主要是由于小米不断扩张其物联网智能产品, 加大对生态链的投资与建立。

图 14: 华米现金流 (单位: 百万元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 小米现金流 (单位: 亿元)


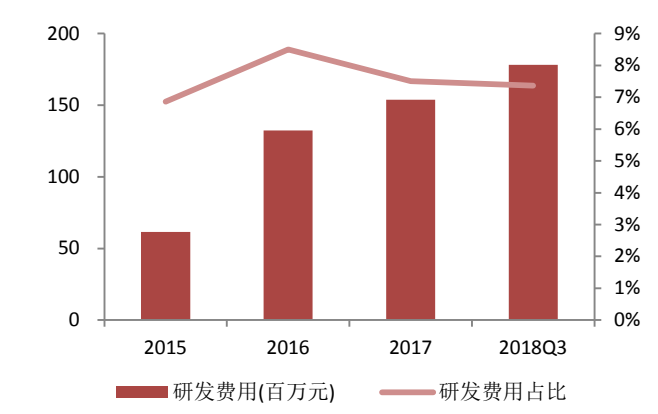
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

研发投入: 小米研发下放至生态链企业, 华米研发投入不断增加

2017 年, 小米研发投入为 31.51 亿元人民币, 占收入的比例为 2.75%; 截至 2018 年 9 月 30 日, 其研发投入为 40 亿元, 营收占比 3.07%。小米研发投入有三点特点: 1) 小米研发投入占小米整体运营费用的三分之一, 侧面反映小米高效运营; 2) 小米研发人员达 5515 人, 占公司总人数 38%, 并且给予员工股权激励费用; 3) 小米将研发投入下放至生态链企业, 生态链企业研发投入不断加持助力与小米共同提供高性价比产品。

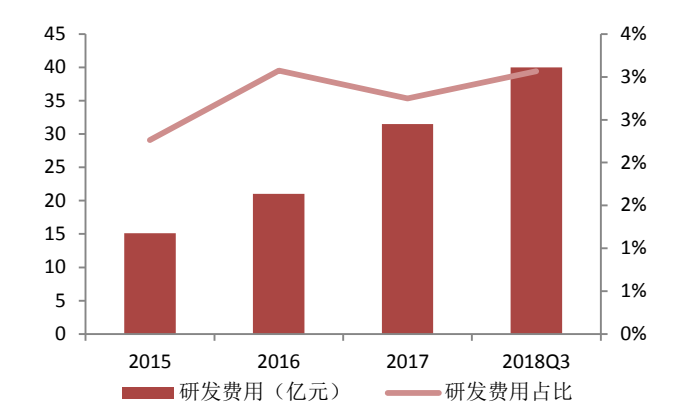
2018年第二季度，华米科技研发投入4440万元，同比增长35.1%，营收占比为5.83%；第三季度，其研发投入6000万元，同比增长70.26%，营收占比为5.58%。华米研发支出主要投向新员工与高技术人员的招聘、海外市场品牌保护等领域。截至2017年，华米的研发人员达到258人，总员工人数占比高达62%，人均研发支出为59.3万元。未来，华米将持续加大对人工智能、专利储备以及运动算法等领域的投入，深耕运动和健康领域，开发出更有品质感、高技术含量的可穿戴设备。

图 16：华米研发投入（单位：百万人民币）及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：小米研发投入（单位：亿人民币）及占比



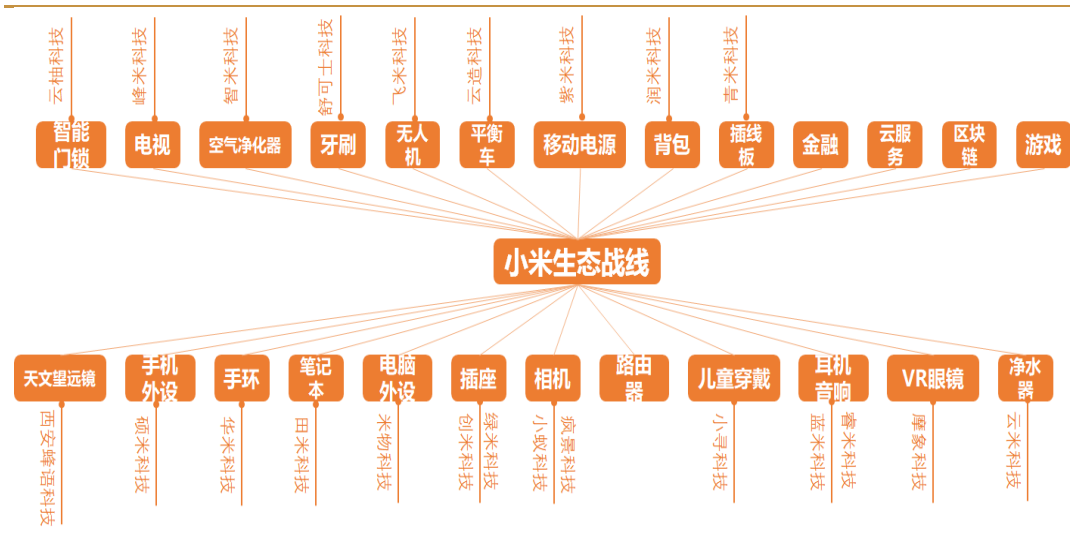
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 小米技术赋能

2.1 小米的技术平台：AI+IOT 的核心战略

2013年，小米抓住了物联网时代的窗口，进军IoT生态链行业。小米主要通过自产及与生态链企业合作的方式构建自身的IoT与生活消费产品体系。4年来小米生态迅速发展，投资了200多家企业，并推出了一系列爆款产品。

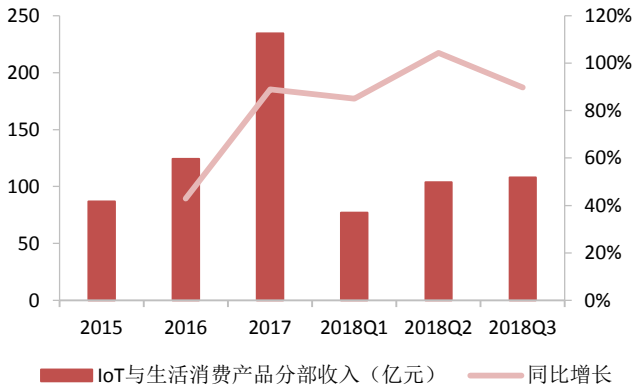
图 18：小米部分生态链战线



数据来源：西南证券

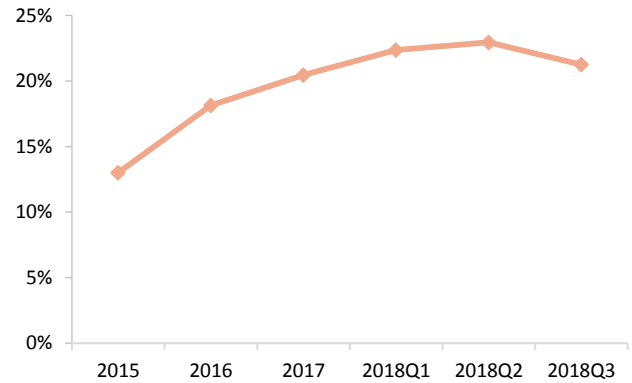
小米 IoT 生态链营收与主营业务收入占比呈现持续上涨的趋势。2015 年-2017 年，公司 IoT 和生活消费产品收入分别达到 86.9 亿元、124.2 亿元、234.5 亿元，占主营业务收入的比例分别达到 13%、18.1%、20.5%；2018 年第三季度，IoT 及生活消费品实现营收 108 亿元，同比增长 89.8%，营收占比 21.2%。

图 19：小米 IoT 和生活消费品营收（单位：亿元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：小米 IoT 和生活消费品占主营业务比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2018 年 9 月 30 日，小米 IoT 平台支持设备近 2000 款，智能设备连接数超过 1.32 亿台，拥有 5 台以上小米 IoT 设备（不包括智能手机和笔记本电脑）的用户数近 198 万，小米已经成为全球最大智能硬件 IoT 平台。目前小米已将 AI+IoT 作为核心策略之一，开放共赢是小米 AIoT 生态的重要特点，小米 AIoT 开放生态主要包括小米 IoT 平台、小爱开放平台和 MACE 开源移动端开发框架三个方面。

图 21：小米 AIoT 开放生态

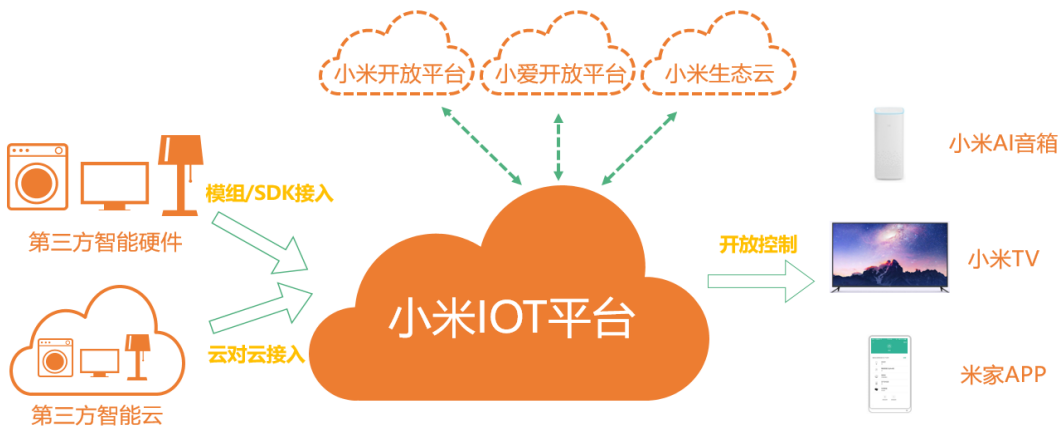


数据来源：小米 2018 AIoT 开发者大会，西南证券整理

IoT 开发者平台

建立 IoT 生态体系需要强大的技术支持，目前针对 IoT 生态链企业和产品，小米构建了专门的 IoT 开发者平台。小米的 IoT 开发者平台面向智能家居、智能家电、健康可穿戴、出行车载等领域，开放智能硬件接入、智能硬件控制、自动化场景、AI 技术、新零售渠道等小米特色优质资源，旨在与合作伙伴共同打造极致的物联网体验。

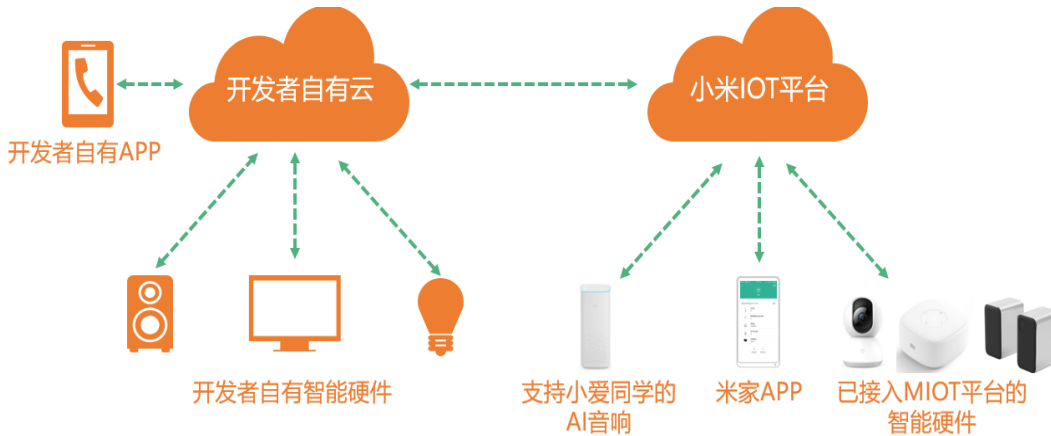
图 22: 小米 IoT 开发者平台



数据来源: 小米 IoT 开发者平台, 西南证券整理

目前智能硬件接入小米 IoT 平台主要有两种技术方案: **设备直接接入**和**云对云接入**。设备直接接入主要适用于无自有智能云或相对缺少产品智能化经验的新产品, 通过嵌入小米智能模组(小米研发的为设备提供 WiFi 或蓝牙连接能力的芯片模组)或集成 SDK(软件开发工具包)的方式直接连接到小米 IoT 平台; 云对云接入主要适用于已有自己智能云和智能家居 APP 的产品, 开发者通过自有智能云与小米 IoT 平台对接, 实现与小米 IoT 平台的其他智能硬件的互联互通。

图 23: 小米 IoT 平台智能硬件云对云接入示意图

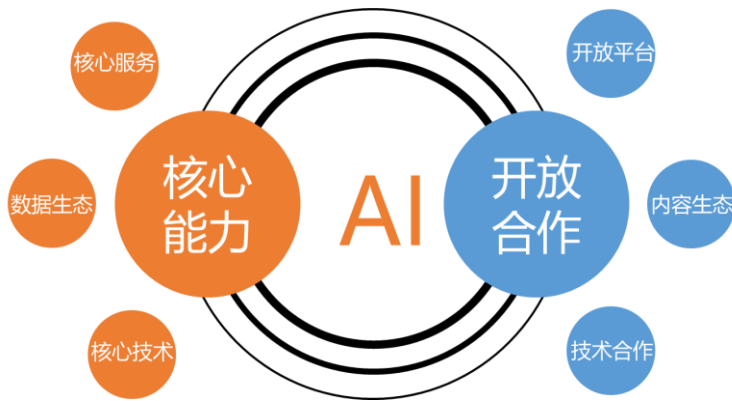


数据来源: 小米 IoT 开发者平台, 西南证券整理

小爱开发平台

AI 战略是小米打造 AIoT 开放生态的重要战略, 旨在围绕核心场景搭建 AI 技术和产品, 赋能核心小米业务。小米在 AI 上主要有以下优势: 硬件、大数据、丰富的生态链布局(IOT)。小米致力于打造一流的 AI 技术与产品, 让 AI 无处不在。创建了丰富的技术站, 全面赋能小米。

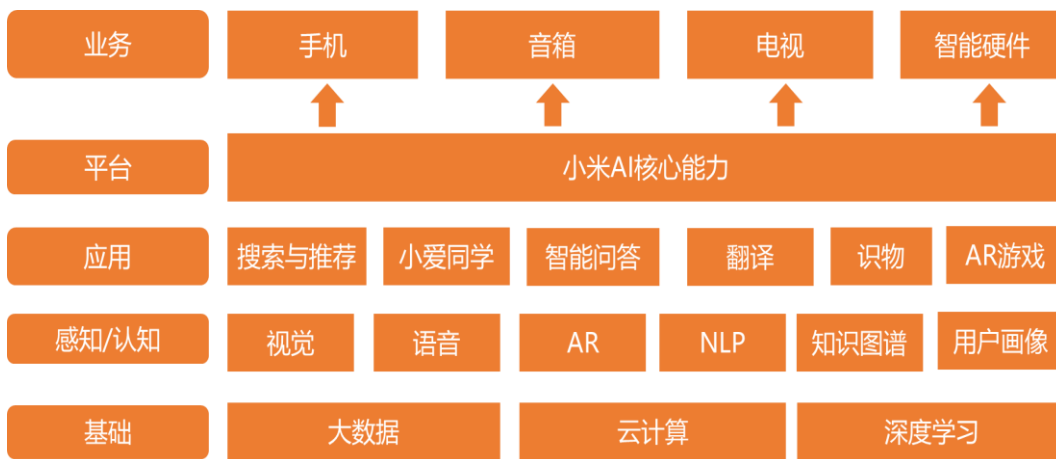
图 24：小米 AI 战略



数据来源：小米 2018 AIoT 开发者大会，西南证券整理

目前小爱开放平台是小米主要的人工智能开放平台，把小米在人工智能领域的技术积累对外输出，提供多种能力给开发者，帮助开发者实现更多可能。语音技能是部署在音箱等以语音交互为主要交互形式的设备上的功能，是以语音交互面向用户的 app，不需要下载，不需要安装，由端口直接对接，轻量级且几乎没有迁移成本，可以在所有接入了小爱同学开放平台服务的设备上使用语音技能。通过小爱开放平台开发的语音技能可以把开发者的数据和服务以语音形式输出，小爱开发平台提供完整的语义理解配套工具帮助开发者来解析用户的语料，目前已经有超过 100 款第三方技能接入到小爱开发平台，涵盖游戏、工具、儿童等众多领域。

图 25：小米 AI 能力图谱



数据来源：小米 2018 AIoT 开发者大会，西南证券整理

MACE 开源移动端开发框架

除此之外，小米也特别注重在端上的能力，2017 年 8 月小米打造了移动端深度学习框架 MACE，并正式开源，旨在邀请开发者共同打造更强大的 AI 应用。

图 26: 小米 MACE 移动端开发框架



数据来源：小米开发平台，西南证券整理

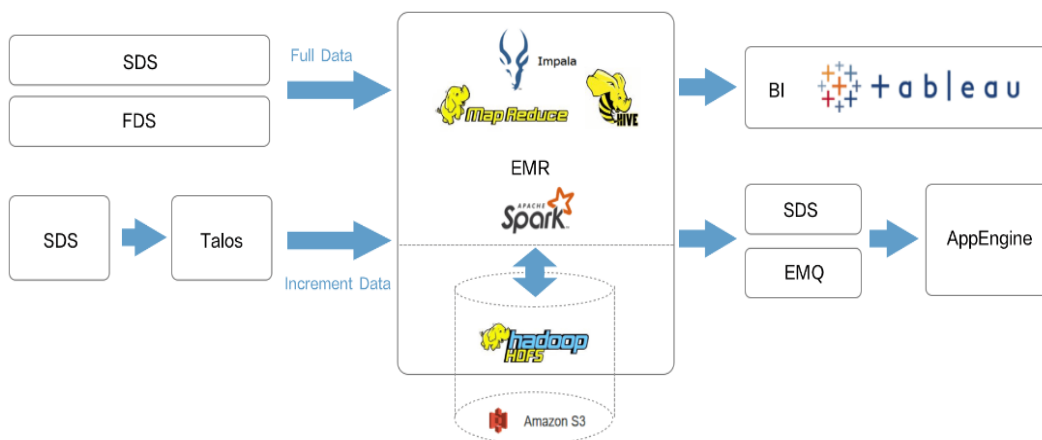
2.2 华米科技：从硬件制造公司到数据公司的转变

小米将云计算、安全与隐私、大数据、人工智能等领域积累的技术能力和实战经验以产品和服务的形式不断输出。

经过一步步探索，基于小米生态云的一系列产品和少数第三方服务，华米紧贴业务需求、逐步构建和完善了自己的大数据服务架构。一方面，小米的结构化存储、文件存储、消息队列、流式消息队列、数据处理、应用引擎等产品为整个服务架构奠定了坚实的基础，另一方面，华米结合业务特点、整合多方优势构建了混合式的 BI 和数据服务体系。

基于这个架构，华米可以进行海量数据的 ETL 和实时查询，并通过第三方软件做 BI 报表展示。也能够以数据流的形式接收用户请求，经过数据处理以消息或结构化数据的形式存储起来，通过应用引擎上运行的应用为用户提供数据周报、健康分析等数据服务，从而提升用户体验和品牌价值。

图 27: 华米大数据架构



数据来源：小米官网，西南证券整理

运动物联网生态

华米 AMAZFIT 智能手表 2 将智能和运动完美结合。智能手表通过采用索尼 28 纳米 GPS 芯片，支持 11 种运动模式：跑步、健走、户外骑行、游泳、室内骑行、登山、越野跑、铁人三项等；并支持 GPS+GLONASS 双星定位系统，使得运动轨迹更准确。

华米科技与欧洲权威的体育运动研究机构 Firstbeat 合作，在 AMAZFIT 智能运动手表 2s 上提供了高端运动手表才有的运动生理指标数据。用户在完成运动后，会根据你的运动量，结合 Firstbeat 运动算法，给出丰富的运动生理指标数据：最大摄氧量 (VO₂ max)、运动效果 (TE)、运动负荷 (TD) 以及恢复所需时间。

图 28: Amazfit 智能手表

AMAZFIT 智能运动手表							
外观		运动模式		生理指标数		功能	
2.5D 蓝宝石表镜	精细的 60 分刻度	跑步 健走	泳池 游泳	运动效果 (TE)	运动负荷 (TD)	支	闹钟
陶瓷表圈	氟橡胶运动表带	户外骑行	越野登山	最大摄氧量 (VO ₂ max)	恢复所需时间 (Time)	消息	电话
金属三眼指针	反射式彩色显示屏	铁人三项	足球网球			耳机	定位

数据来源：西南证券

此外，AMAZFIT 智能手表是一款能够操控智能家居的 IoT 智能可穿戴设备，通过语音就能遥控智能家居和获取信息。AMAZFIT 智能手表内置了人工智能语音助手小爱同学，支持语音识别发号指令，可以帮助人们查询天气、路况信息等等；而更值得关注的，是 AMAZFIT 智能手表接入米家智能家居平台后，能够通过小爱同学控制家中 11 类智能家居设备。

Amazfit 智能手表将人类真实的情感及活动无感地连入互联网，从而改善人们的生活。Amazfit 拥有的 NFC 功能将取代生活功能卡：替代地铁卡-其支持北京上海广州深圳等 165 个城市，覆盖超过 20716 条公交与地铁路线；代替小区门禁卡；替代银联卡-打通 NFC 银联卡刷卡消费（门店、超市、加油站、特约商户等消费场所）；替代手机支付-支付宝离线扫码支付。

图 29: Amazfit 智能手表 NFC 功能



数据来源：西南证券

2018 年上半年，华米发布了自营品牌 Amazfit 的羚羊跑鞋和跑步 T 恤等。在米家众筹上，羚羊跑鞋出售的两周时间之内卖了 6 万多双，销售额达到 1200 万人民币。通过华米上半年的并购和投资，形成了以运动手表为核心的整个运动产品矩阵。2018 年 7 月，华米科技宣布与 Zepp International Limited 签署协议收购核心资产，这会显著提升华米科技在运动和活动驱动分析方面的技术，帮助华米科技开辟更多运动产品线。未来华米会推出更多运动周边装备，并将其全部智能化，未来形成一个以运动手表为核心的运动 IoT 生态。

图 30：华米运动物联网生态



数据来源：西南证券

人体数据算法

华米科技由做硬件起步，从单纯的手环制造商逐步转型为数据公司。华米用户月活数据如今已经超过 1100 万，华米拥有这些用户 24 小时的状态和数据。在华米可穿戴设备的所有用户中有超过 70% 是每天都戴着手环睡觉，这可以帮助华米侦测到丰富的数据。因此，华米通过掌握用户多维度数据，将所有的用户导流到线下各个服务领域，其人体数据壁垒已经初见端倪。

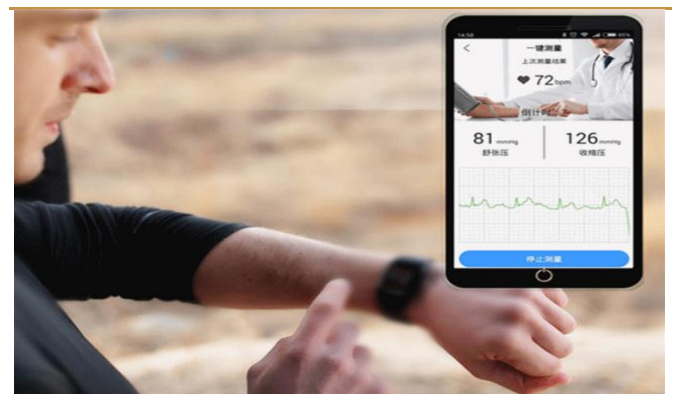
华米 AMAZFIT 米动健康手环（可记录健康安全的人体数据）给手环配备提供更全面的功能，这将配合小米手环，为华米构建一个收集人体数据的无以伦比的接口。华米将 ECG 与 PPG 心电芯片结合内置到小巧的米动健康手环内，随着 ECG 技术的加入，为米动健康手环添加了心率变异性（HRV）和心血管健康指数两个新的测量指标。丰富的运动生理指标数据让用户更科学地运动，有助于进一步提升运动能力和成绩。

图 31：米动健康手环细节



数据来源：西南证券

图 32：米动健康手环 APP



数据来源：Bing, 西南证券整理

心电图和心率等数据与专业医疗团队的结合，让未来华米的可穿戴设备具有更大价值。2018年7月，华米科技宣布与医疗健康软件技术公司 PAI Health 达成合作协议。将华米科技的可穿戴设备、人工智能算法、海量生物识别与运动数据库，和 PAI Health 的专业软件进行科学的结合，由此可以更便捷和科学的对缺乏运动导致的人体健康风险进行识别与分析。

此外，华米科技与 PAI Health 推出医疗保险试点计划，利用专业算法提供包括心肺健康及 PAI(个人运动机能指数)等在内的健康风险分析服务。对于医疗机构来说只有手环这样的设备，能够随时随地全天对人体数据做出检测，并反馈出最真实的信息。

图 33：华米手环与 PAI Health 合作环节



数据来源：西南证券

除了一些可穿戴的产品之外，华米也做体重秤和体脂秤。这其中的原则都是为了获得更多人体数据。华米通过多维度的体质数据来构成整个人生物数据的闭环。然后评价穿戴者的运动结果、减肥效果、睡眠质量、体重和体质变化等等。沿着这一数据逻辑，华米在过去五年时间，从智能手环到智能手表，再到智能秤甚至于跑鞋部分都有涉足，其产品线早已细分到各个人群，各个领域。

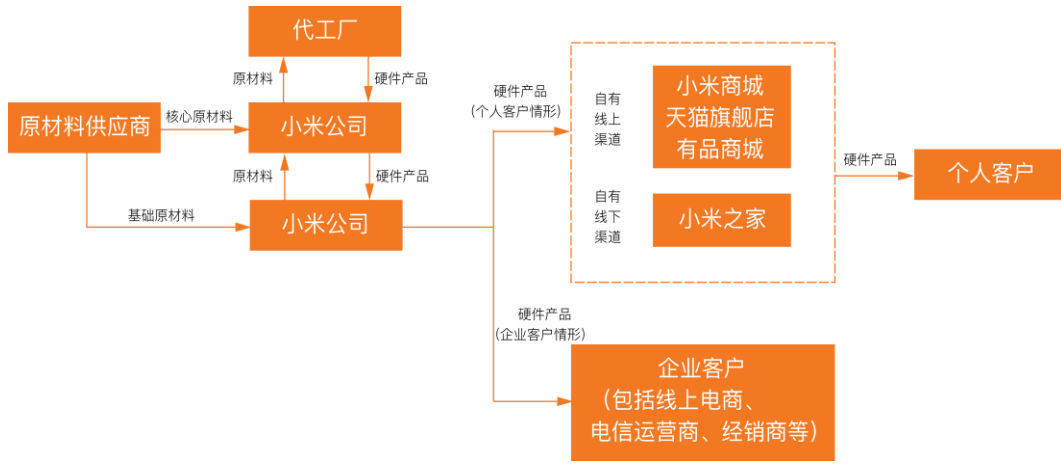
3 小米渠道赋能

3.1 小米生态赋能模式放大合作效应

与生态链的合作战略

小米主要从生态链企业采购小米定制智能硬件及生活消费品，并利用公司销售渠道对外销售。对于与产业链企业合作的智能硬件产品，生态链企业自行采购原材料或通过公司采购基础原材料，并按要求生产智能硬件及生活消费品等生态链产品；小米向生态链企业采购商品，然后通过线上渠道（小米商城、天猫旗舰店、有品商城等）和线下渠道（小米之家等）向个人客户及公司客户销售，其中企业客户包括线上电商、电信运营商、经销商等。

图 34：小米从生态链企业采购至销售流程图

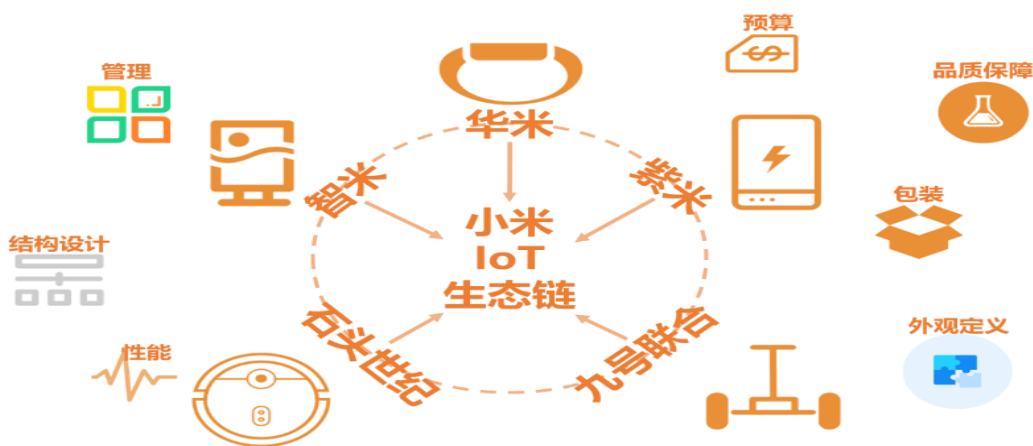


数据来源：公司公告，西南证券

对于小米定制智能硬件及生活消费产品，公司与生态链企业共同设计和研发，主要包括产品定义、外观、性能、结构设计、品质标准建立、包装材料、交互等，也包涵成本管控方面，确定符合小米产品一贯的工艺及品质标准，生态链企业负责定制产品后续生产和供货。

小米主要从智米采购空气净化器、从华米采购小米手环、从紫米采购移动电源、从九号联合采购平衡车、从石头世纪采购米家扫地机器人，小米从这五家生态链合作企业合计采购金额在 2015 年-2018 年第一季度分别实现人民币 28.08 亿、46.90 亿、74.02 亿、19.83 亿。

图 35：小米生态链主要合作企业及产品



数据来源：西南证券

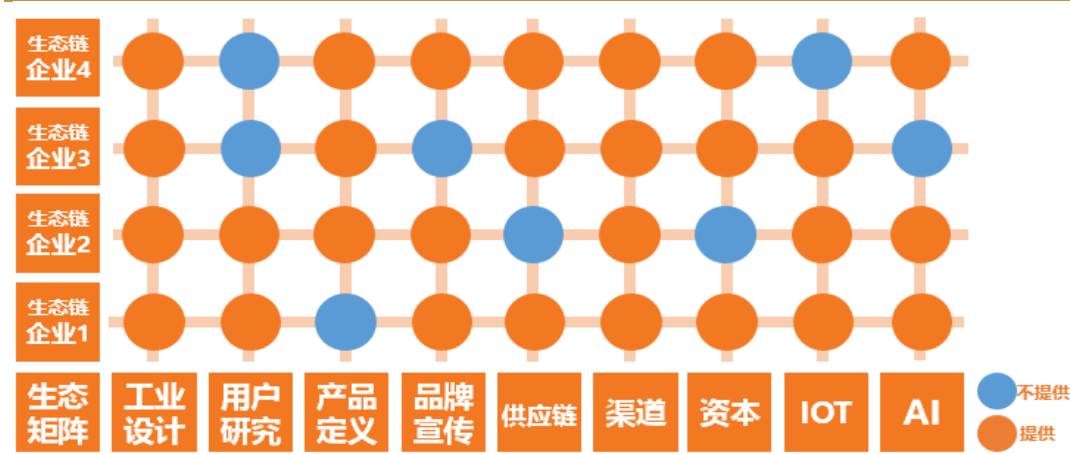
小米生态链企业可以专门为小米或者米家研发制造独家的品牌产品，而这些产品只能在小米或者米家的自有渠道出售；也可以自己制造另外的产品独立发展。从小米为生态链中企业资本赋能角度看，小米泛集团中的金米和顺为资本都与小米生态链中的企业存在投资关系，但两者在泛集团中扮演的角色有所不同。金米投资了小米生态链中所有的企业，通过投资入股与其创建关系，进一步培育成为最后为小米未来的商城和线下店提供可控、可靠的供应商。而顺为资本投资的企业更像是传统的 VC，它主要追求资本回报，且投资和小米集团相关的企业只占其投资的一部分。

对生态链的赋能模式

小米通过“投资+孵化”的方式进行生态赋能，构建泛集团公司。小米用投资的方式寻找新的生态链企业，然后小米利用积累的资源为新公司进行生态赋能----庞大的用户群、充足的资金支持、相对成熟的产品方法论、品牌宣传渠道等九大生态资源。帮助初创公司小米生态链上的创业公司一边吸收来自小米的营养，顺利进入成熟期，一边锻炼自己的团队。

小米生态链产品和小米有着千丝万缕的关系又分别属于小米公司、米家品牌、生态链企业、顺为资本。这些围绕小米集团共生的企业群落就是小米在竹林理论的指导下打造的“竹林结构”，是小米泛集团公司的组成部分。

图 36：小米生态圈生态赋能



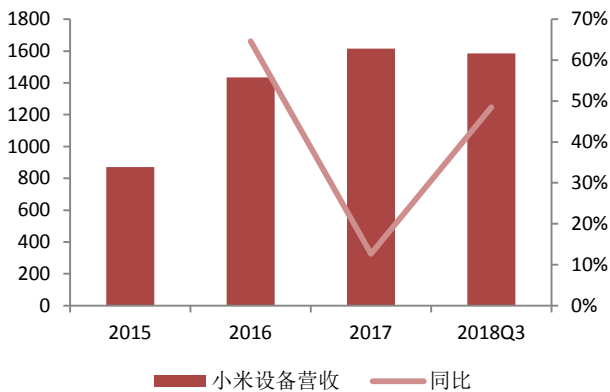
数据来源：西南证券

因此，公司与生态链企业的合作是双方共赢发展的必然结果，符合双方各自的利益。一方面，通过与生态链企业进行业务合作，公司以高效的方式丰富了自身的产品体系，为用户提供更多创新、高质量、精心设计、用户体验卓越的智能硬件产品，在聚集更多用户的同时为公司积累了更多的用户数据资源，而且通过平分利润等方式能获得可观的财务收益。

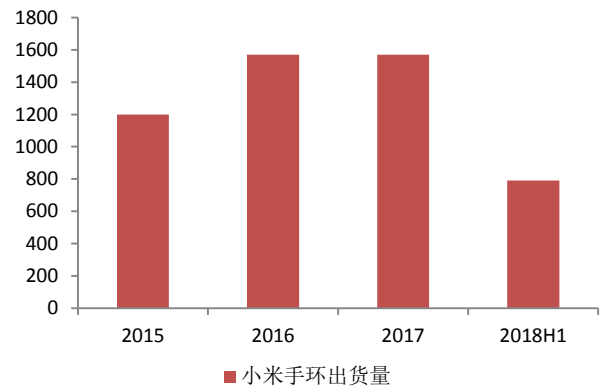
另一方面，生态链企业通过与公司合作，借助公司在品牌、渠道销售、管理经验等方面的支持。由此，生态链企业可以快速提高其产品的市场占有率，有助于其快速成长壮大。公司与生态链企业的关系一直处于良性发展阶段，具备可持续性，未来公司将持续基于商业合作共赢原则与生态链企业进行交易。

3.2 小米渠道打开市场，利润分成互利共赢

华米产品依附于小米生态链迅速打开了智能可穿戴设备市场。2017 年，小米手环销量达 1570 万只，超越 Fitbit 成为全球出货量第二的智能可穿戴设备供应商。2018 年，华米正式推出小米手环 3，销售 17 天内突破 100 万只；2018 年上半年，小米手环全球出货量达 790 万只。此外，2017 年，小米可穿戴设备营收实现 16.15 亿元，同比增长 12.62%；实现毛利润 3.82 亿元，同比增长 52.19%。2018 年前三季度，小米可穿戴设备营业收入达 15.87 亿元。

图 37: 华米的小米手环营业收入 (单位: 百万元) 及同比增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 小米手环销量 (单位: 万支)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

战略协议: 华米是小米可穿戴产品设计和制造的唯一合作伙伴, 2017 年 10 月, 华米与小米签订了商业和战略合作协议, 将于 2020 年 10 月到期。小米与华米的战略协议主要分为两个方面: 1) 华米是小米品牌智能手环、智能手表 (不包括儿童手表和石英表) 和智能体重秤产品的首选合作伙伴; 2) 如果其他智能手环、智能手表和智能体重秤通过小米的任何平台或渠道 (包括官方网站、Mi.com 网站、线下零售店和移动应用) 销售, 那么小米必须为华米的产品提供更好或等同的展示方式。

小米可以在以下情形下提前终止战略合作协议: 1) 华米未能在双方同意期限内向市场交付产品或产品未达到小米要求; 2) 产品退货率连续三个月达到或超过 2%, 或者因材料质量问题引起大规模产品召回; 3) 小米可穿戴产品销售额同比下降 20% 及以上, 或者连续两年增长幅度不到 20%。

商业协议: 小米和华米的商业合作协议的到期日为以下两个时间中较晚的一个: 商业合作协议达成的三周年, 或各方完成第三代小米可穿戴产品。商业协议主要分为三个方面: 1) 小米是小米可穿戴产品的独家分销商; 2) 小米公司一般按照 BOM 成本价格从华米采购定制可穿戴设备, BOM 成本价格通常包括原材料成本、制造商费用、代工商采购专用工具和设备的成本, 以及物流费用; 3) 小米和华米将分享来自小米可穿戴产品的所有利润分成比例通常 50% 对 50%, 按小米手环销售未来净利润的 50% 计算并且在产品首次运送给小米后 30 至 45 天内获得; 4) 华米和小米将采取共赢的模式为小米可穿戴产品制定零售价格。

销售协议: 小米直接处理小米可穿戴产品的销售和分销, 并承担相关的广告和营销费用; 华米仅承担自有品牌产品的广告和营销费用, 不承担小米可穿戴产品的此类费用。销售和营销费用主要包括广告和促销费用 (包括新产品发布活动的费用)、销售和营销人员的工资和福利、通过电子商务平台进行业务开发相关的费用等。

图 39: 小米与华米对小米手环财务数据的计算方案

	小米	华米
收入	小米手环销量 * 定价：华米和小米共同制定小米手环零售价格	采购价格：小米对手环的采购（包括原材料成本、制造商费用、华米代工商采购专用工具和设备的成本，以及物流费用） 利润分成：小米和华米按50：50分享来自小米手环所有利润
成本	采购成本：小米将按照BOM成本价格从华米采购手环产品 销售成本：小米直接处理小米可穿戴产品的销售和分销	小米手环生产成本 销售成本：华米不承担小米可穿戴产品的此类费用
利润	收入-成本	收入-成本
费用	将小米手环利润平分给华米	

数据来源：公司公告，西南证券整理

利润分成：小米覆盖手环成本，利润平分。华米收到小米针对小米手环的两笔付款：1) 第一笔分期付款的价格是为了收回华米开发和运送小米手环所产生的成本费用；2) 第二笔分期付款为产品销售净利润的 50%。鉴于利润分配的收入取决于商品销售，华米将在费用固定且可确定的时间确认小米销售后第二期的收入。与第二笔相关的收入通常由华米在产品首次运送给小米后 30 至 45 天内获得。

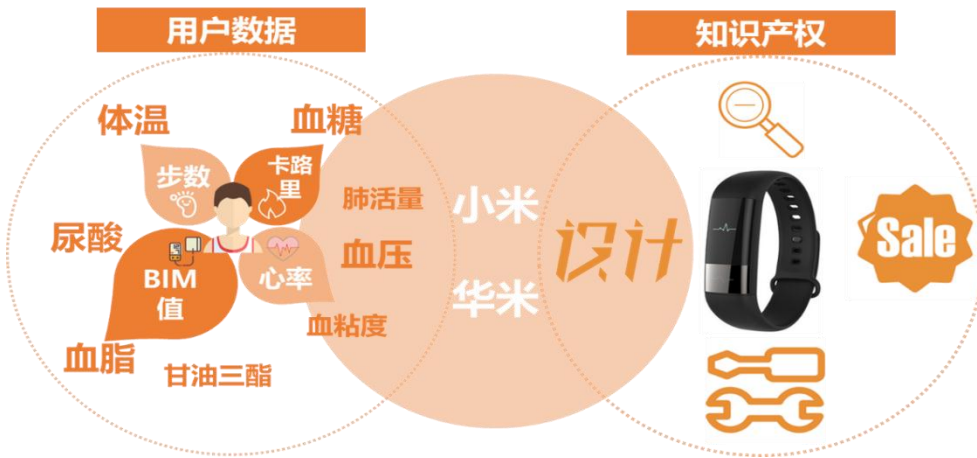
图 40: 小米与华米对小米手环财务数据的计算方案


数据来源：公司公告，西南证券整理

用户数据：华米与小米双方都可访问并可以收集和利用小米可穿戴产品的用户数据。此外，当小米可穿戴产品的用户数据达到一定数量值之后，小米也需要获得华米的同意，才能将这些用户数据披露或授权给第三方。

知识产权：华米和小米共同拥有小米可穿戴产品在设计、开发、制造和销售过程中产生的所有专利，以及与小米可穿戴产品工业设计相关的某些知识产权。而华米自己拥有来自小米可穿戴产品除设计、开发、制造和销售以外的所有其他知识产权。

图 41: 小米与华米共同拥有小米手环用户数据和知识产品



数据来源: 西南证券

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 全球智能手机出货量未来两年保持 2% 左右的增长率, 小米出货量全球占比 2019 和 2020 年分别达到 10% 和 12%, 小米销售手机单价保持逐年上涨的趋势, 2019 年、2020 年涨幅分别达到 5% 和 8%;

假设 2: 随着小米生态链企业布局逐渐扩展, 公司生态链模式日趋成熟, 未来三年 IoT 和生活消费产品业务保持高速增长, 2022 年在公司总营业收入中占比达到 50%, 毛利率稳定在 8.5%-9% 的水平;

假设 3: 随着公司智能手机出货量连续两个季度保持全球第一同比增速, 公司互联网月活用户数继续保持较快增长, 2018 年 MIUI 月活用户数达到 2.35 亿, 人均互联网收入达到 65 元, 互联网服务业务毛利率维持在 65% 的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	114,625.0	179,841.3	257,852.1	372,992.3
	增速	67.5%	56.9%	43.4%	44.7%
	毛利率	13.22%	13.78%	14.19%	14.12%
智能手机	收入	80,564.0	120,040.4	150,050.5	187,563.1
	增速	65.2%	49.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	8.8%	9.5%	9.5%	9.5%
IoT 和生活消费产品	收入	23,448.0	44,551.2	84,647.3	152,365.1
	增速	88.9%	90.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	8.3%	8.8%	9.0%	8.5%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
互联网服务	收入	9,896.0	14,547.1	22,402.6	32,259.7
	增速	51.4%	47.0%	54.0%	44.0%
	毛利率	60.2%	64%	65%	65%
其他	收入	717.0	702.7	751.8	804.5
	增速	0	-2.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源：公司公告，西南证券

华米科技和云米科技等生态链企业相继登陆资本市场再次验证了小米生态链赋能的成功，我们认为小米的商业模式已经在各个市场发展阶段得到了市场验证。我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.40、0.65、0.86元人民币，对应PE分别为32、20、15倍，参考全球互联网巨头成长路径和市场表现，考虑小米的业绩增长和科技互联网综合属性，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价 (美元)	市值 (亿美元)	PE			PS		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
AMZN.O	亚马逊	1690.17	8264	272.47	97.42	68.18	4.65	3.50	2.89
BIDU.O	百度	188.28	656	29.04	17.19	19.16	5.85	4.79	3.96
GOOG.O	谷歌	1109.65	7717	57.80	26.65	22.47	7.26	6.80	5.69
BABA.N	阿里巴巴	160.86	4137	45.62	47.07	31.96	10.95	6.85	4.96
0700.HK	腾讯控股	39.90	3798	45.08	32.33	28.29	10.53	7.74	5.91

数据来源：Bloomberg，西南证券整理

5 风险提示

硬件销量或不及预期的风险；互联网服务变现或不及预期的风险；汇率波动的风险。

附：財務報表

損益表					
12月31年結(百萬 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	68,434	114,625	179,841	257,852	372,992
毛利	7,249	15,154	24,775	36,585	52,661
EBIT	3,493	9,503	11,104	16,966	23,523
財務收入(費用)	-86	27	367	1,609	1,150
聯營公司	-150	-232	-270	-774	-1,119
非經常性項目	0	0	0	0	1
稅前利潤	1,176	-41,829	10,701	17,102	22,555
稅項	-684	-2,060	-1,712	-2,223	-2,932
非控股權益	-62	-63	-32	-171	-226
已終止經營業務利潤	--	--	--	--	--
淨利潤(歸屬母公司)	553	-43,826	8,956	14,708	19,397

資產負債表					
12月31年結(百萬 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	10,304	14,500	113,395	127,362	143,331
應收賬款	3,688	13,614	11,760	20,460	32,762
存貨	8,378	16,343	22,539	32,938	48,958
其他流動資產	8,266	16,682	10,162	11,703	12,850
物業、廠房及設備	848	1,731	3,029	4,908	7,638
無形資產	1,120	2,274	2,274	2,274	2,274
其他非流動資產	18,161	24,726	24,456	23,683	22,564
總資產	50,766	89,870	187,616	223,329	270,378
應付賬款	17,578	34,003	35,262	51,528	75,475
短期借款	3,769	3,551	5,158	9,861	12,172
其他流動負債	4,717	9,579	8,683	8,719	10,112
長期借款	390	7,251	7,251	7,251	7,251
遞延稅項負債	116,370	162,696	1,200	1,200	1,200
其他非流動負債	0	0	0	0	0
總負債	142,823	217,080	57,554	78,559	106,211
股本	0.15	0.15	0.36	0.36	0.36
儲備	-92,192	-127,272	130,000	144,708	164,106
股東權益	-92,192	-127,272	130,000	144,708	164,106
非控股權益	134	62	62	62	62
總權益	-92,058	-127,211	130,062	144,770	164,167
淨現金(負債)	6,146	3,697	100,986	110,250	123,908

現金流量表					
12月31年結(百萬 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	1,176	-41,829	10,701	17,102	22,554
稅項	9,779	54,893	-162,339	-2,582	-1,865
營運資本變動	-626	-7,534	1,671	-3,980	-5,195
經營現金流量	10,626	6,089	-149,197	12,014	17,613
資本開支	-706	-1,769	-1,798	-2,579	-3,730
自由現金流量	9,920	4,320	-150,996	9,435	13,883
股息	1,721	4,071	0	0	0
其他非流動資產變動	-5,538	-13,338	-0	-0	0
股本變動	0	0	0.2	0	0
其他	-6,034	3,191	248,284	-171	-226
淨現金流量	69	-1,756	97,289	9,264	13,658
期初淨現金(負債)	5,954	5,954	3,697	100,986	110,250
期終淨現金(負債)	6,023	4,198	100,986	110,250	123,908

財務比率					
12月31年結(百萬 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增長(%)					
收入	2.4	67.5	56.9	43.4	44.7
EBITDA	1019.4	172.1	16.8	52.8	38.6
EBIT	1920.8	178.6	14.9	53.4	38.5
淨利潤	--	--	--	64.2	31.9
每股盈利	--	--	--	64.2	31.9
利潤率(%)					
毛利	10.6	13.2	13.8	14.2	14.1
EBITDA	5.1	8.3	6.2	6.6	6.3
EBIT	4.8	8.0	5.9	6.3	6.0
淨利潤	0.8	--	5.0	5.7	5.2
其他比率					
ROE(%)	(0.6)	34.5	6.9	10.2	11.8
ROA(%)	1.1	(48.8)	4.8	6.6	7.2
淨負債率	6.5	3.3	(77.6)	(76.2)	(75.5)
利息覆蓋率(倍)	18.9	42.8	155.8	177.7	182.0
應收賬款周轉天數	19.7	43.4	23.9	29.0	32.1
應付賬款周轉天數	104.9	124.8	83.0	85.0	86.0
存貨周轉天數	50.0	60.0	53.1	54.3	55.8
有效稅率(%)	58.2	(4.9)	16.0	13.0	13.0

數據來源：公司資料，西南證券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn