

小米集团深度研究报告

——手机重回巅峰，物联网航母起航

鲸准研究院

2018.11.5

报告作者

报告指导

谭莹——鲸准研究院院长

✉ tanying@jingdata.com

☎ zhiniezhinie

关注领域：

作者介绍

崔澎——高级分析师

✉ cuipeng@jingdata.com

☎ cuipeng09621

关注领域：智能硬件、物联网、文娱

倪贤豪——高级分析师

✉ nixianhao@jingdata.com

☎ sainterror

关注领域：大数据、物联网

陈泓伊——高级分析师

✉ chenhongyi@jingdata.com

☎ elevenwind

关注领域：区块链、物联网

柴荟芳——高级分析师

✉ chaihuifang@jingdata.com

☎ Jane_Chaih

关注领域：消费、智能硬件、物联网

交流、加群：

如果您是新经济领域的投资人、企业创始人及高管、大企业战略人员、媒体朋友或其他相关人士，欢迎添加作者微信，欢迎加入鲸准研究院的研究服务交流群，添加时请您备注 姓名+公司+职位。

报告声明

免责声明：

- 1.本报告作者具有专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。
- 2.鲸准不会因为接收人接受本报告而将其视为客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。
- 3.本报告的信息来源于已公开的资料，鲸准对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映鲸准予发布本报告当日的判断，本报告所指的公司或投资标的的价格、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，鲸准可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。鲸准不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，鲸准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。
- 4.在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，鲸准、鲸准员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与鲸准、鲸准员工或者关联机构无关。
- 5.在法律许可的情况下，鲸准及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司的股权，也可能为这些公司提供或者争取提供筹资或财务顾问等相关服务。在法律许可的情况下，鲸准的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
- 6.本报告版权仅为鲸准所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得鲸准同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“鲸准数据”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

鲸准出品，转载请标明出处；禁止商用转载，违规转载法律必究。

报告亮点

■ 1、调整出非投资净利润

详细研究了小米集团的财务报表，我们在国际会计准则下的净利润、小米集团管理层调整后的经调整净利润的基础上，通过分析整理，调整出了小米非投资净利润，真实准确地反映出小米的经营成果，并对让人眼花缭乱的一些会计科目进行了解释。

■ 2、用“苹果+腾讯+红杉”的方式计算小米的估值

通过分解法建立了小米的估值模型，我们称之为“苹果+腾讯+红杉”的计算方式。假设小米集团旗下有小米互联网、小米手机、小米IoT与生活消费品、小米投资四家公司；并从小米集团净利润中剔除投资业务调整出非投资净利润，非投资净利润拆分到互联网、手机和IoT三个公司，三个公司分别与相应的对标公司进行对比分析，小米手机对标苹果等上市公司，小米互联网对标腾讯等上市公司，小米IoT与生活消费品特别分析，三家公司按照市盈率进行估值，小米投资按照资产价值测算，最后加总四个公司的估值得到了小米集团的总估值水平，与目前市值进行对比后判断小米集团是否被市场低估。

■ 3、手机战略

针对小米手机的高端机战略、线下布局以及出海战略，我们对其现状及问题点做了分析，并给出了未来的建议参考。

■ 4、小米生态链竞争力模型

构建了小米生态链的竞争力模型，通过模型可以解释为什么有些生态链产品成为爆款，但有些产品却不温不火，同时可以通过竞争力模型预测小米生态链模式切入新的品类时具有多强的竞争优势。

摘要

■ 小米集团概述：

小米集团的本质在于效率，即通过四大法宝打造“性价比”，四大法宝包括：8080原则、直销减少渠道费用、主动降低利润、爆款分摊成本并提高议价权。

■ 小米智能手机：

自2015-2017年，来自智能手机的收入分别为537.15亿元，487.64亿元，805.64亿元，占总营收占比依次为80.5%、71.3%和70.4%。可以说，小米手机是支撑小米营收的绝对主力。但在全球智能手机市场日渐走低的当下，如何进入贡献行业绝大多数利润的4000元以上高端机市场，是采取“极致创新，攫取利润，反哺其余”策略，还是继续维持如今的“性价比旗舰”路线，对于小米而言，已到了不得不抉择的地步。

2018年10月发布的Mix 3，并未能如Mix 1一般获得业界好评。这对小米而言是一个不安的信号。在消费者日渐看重创新的时代，高端机市场更适合哪种策略？本文以近年来在高端机市场取得巨大成功的华为为参照，希望给出合适的解答。

此外，小米手机的核心能力打造进展如何？出海战略和线下布局又如何撑起小米未来想象空间，这也是本文力求解决的核心点。

■ 小米IoT与生活消费品：

截至2018年1季度，小米的产品组合中有1600种，围绕着手机可分为手机配件、智能硬件、生活消费品三大圈层，其中绝大多数产品是小米与生态链公司共同研发；近三年小米IoT与生活消费品的增长速度都在100%左右，2017年营业收入已经达到234亿元；小米对生态链企业进行全方位的赋能（投资、研发、供应链、品牌、销售），从高端产品大众化和大众产品品质化两个思路进行品类扩充；通过生态链模式，小米部分控制了微笑曲线的两端（销售渠道和IoT平台），未来

摘要

想象空间巨大；生态链模式与对于小米具有极强的战略意义，包括对冲经营风险、获得收益分成、提高频次、相互引流等；小米生态链模式要切入新品类，需要研究新品类是否符合“要么差、要么贵”的特点，同时考虑行业成熟度、品牌认知、供应链开放程度、是否有明显痛点、是否有安装售后需求等因素；小米的新零售依然具有很高的效率，对标好市多的精品零售商初现雏形，一站解决“选择困难症”，未来想象空间巨大。

■ 小米互联网：

MUI、云存储等服务提高了用户更换手机品牌的成本；互联网服务是小米的主要盈利渠道，近三年MAU和ARPU值增长明显，双重因素共同驱动，2017年小米互联网服务营收达到了99亿；小米的互联网金融业务在2017年发展较快，2017年底未偿还贷款余额84亿元，但目前还处于盈亏平衡线上，未来小米金融可能是小米的另外一条重要变现渠道，但是小米金融未来将逐步被剥离，对上市主体业绩贡献有限；小米互联网服务的毛利率高于BAT，主要是手机的销售天然带来了客户流量，使得小米没有其他互联网公司高昂的获客成本。

■ 小米财务分析：

小米集团在港交所的招股书中披露了国际会计准则下的净利润以及经过管理层调整过的经调整净利润，我们通过分析，调整出了非投资净利润，2017年为44.5亿元；盈利情况来看，2017年手机、互联网服务和IoT与生活消费品（后简称IOT）的毛利占比分别为47%、38%、9%，从变动来看，互联网和IoT的占比逐渐提升，同业对比来看，小米毛利较低，确实实践了“成本定价”；成长能力来看，小米三条业务线均高歌猛进，IOT则一马当先；偿债能力方面，小米经调整后的资产负债率等多项指标都较为合理；营运能力来看，小米的现金周转周期为负（相当于净占用上下游资金），表现优于联想和美的，仅次于苹果，充分说明了小米的市场地位及信誉；从现金流来看，剔除互联网金融业务影响后，经营性现金流良好，与我们调整的非投资净利润接近；小米每年都有或正或负的几十亿大额其他综合收益，主要源于汇率变化。

摘要

用“苹果+腾讯+红杉”的方式计算小米的估值

我们假设小米集团旗下有小米互联网、小米手机、小米IOT与生活消费品、小米投资四家公司，最终小米集团的估值应该是四家公司估值之和；小米互联网参考BAT的净利润，可取25%的净利率，市盈率假设取腾讯的静态市盈率，再考虑互联网金融业务之后，小米互联网估值943亿；小米与苹果进行对比之后，发现小米仍有海外拓展、线下渠道等多重红利，小米手机取40倍静态市盈率，得到估值528亿元；考虑到物联网与精选零售商的巨大想象空间，我们给与了小米IoT与生活消费品200倍PE，以此计算估值1320亿；小米投资主要体现在小米资产负债表中的长期投资和按权益法入账的联营公司投资两个大科目，保守起见，我们以账面价值作为小米投资的公允价值，即237亿；四个虚拟假设公司总估值合计3028亿元。

故经过我们的测算，小米集团的总估值为3028亿元；考虑到小米目前市值2688亿元，我们认为当前市场对小米集团有所低估；我们预计到2020年，小米集团营收将超过3000亿，非投资净利润将超过100亿。

小米的想象空间和风险挑战

想象空间：成为物联网时代的生态帝国；通过精选商品成为下一个零售巨头。

风险挑战：生态链模式一损俱损；芯片、专利、操作系统未能自主可控等。

小米集团营收利润预测						
小米集团	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	656	677	1139	1792	2492	3239
非投资净利润 (亿元)	7	10	45	67	93	121
估值对应未来市盈率			68	45	32	25

目录

1. 小米集团综述

- 1.1 小米的发展历程
- 1.2 小米的业务布局
- 1.3 小米的商业模式
- 1.4 小米的本质

2. 小米智能手机业务

- 2.1 手机业务居于小米产品组合的核心地位
- 2.2 小米手机现状分析
- 2.3 小米手机战略解读

3. 小米IOT与生活消费品业务

- 3.1 小米IOT与生活消费品业务发展现状
- 3.2 小米生态链业务模式
- 3.3 小米生态链对小米的战略意义
- 3.4 小米生态链模式的创新和优势
- 3.5 小米生态链竞争力模型
- 3.6 IOT与生活消费品的财务分析
- 3.7 IOT与生活消费品的未来展望
- 3.8 小米的新零售

4. 小米的互联网业务

- 4.1 互联网业务概览
- 4.2 互联网金融业务
- 4.3 互联网业务的主要竞争对手

5. 小米的财务分析

- 5.1 小米究竟有多少利润?
- 5.2 小米的盈利能力
- 5.3 小米的成长能力
- 5.4 小米的偿债能力
- 5.5 小米的营运能力
- 5.6 小米的现金流量表分析
- 5.7 其他综合收益

6. 用“苹果+腾讯+红杉”的方式 计算小米的估值

- 6.1 估值方法概述
- 6.2 小米互联网估值
- 6.3 小米手机估值
- 6.4 小米IOT与生活消费品估值
- 6.5 小米投资估值

7. 小米集团的风险与挑战



1. 小米集团综述

1.1 小米的发展历程

1.2 小米的业务布局

1.3 小米的商业模式

1.4 小米的本质

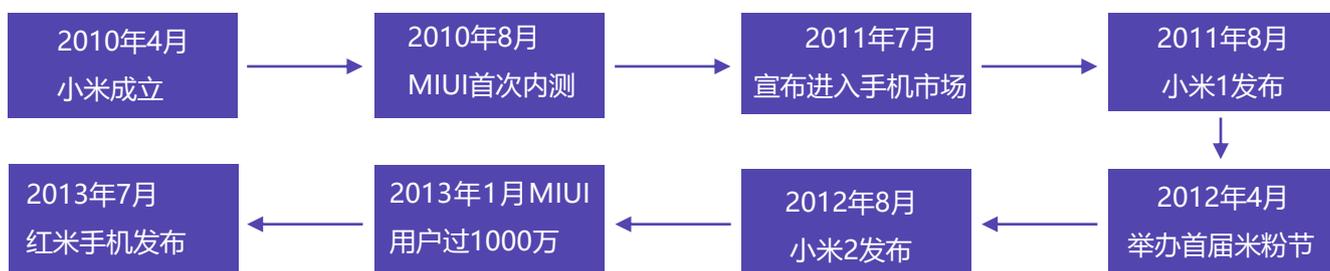


1.1 小米的发展历程

从Mobile迈向IoT，抓住风口成就伟大企业

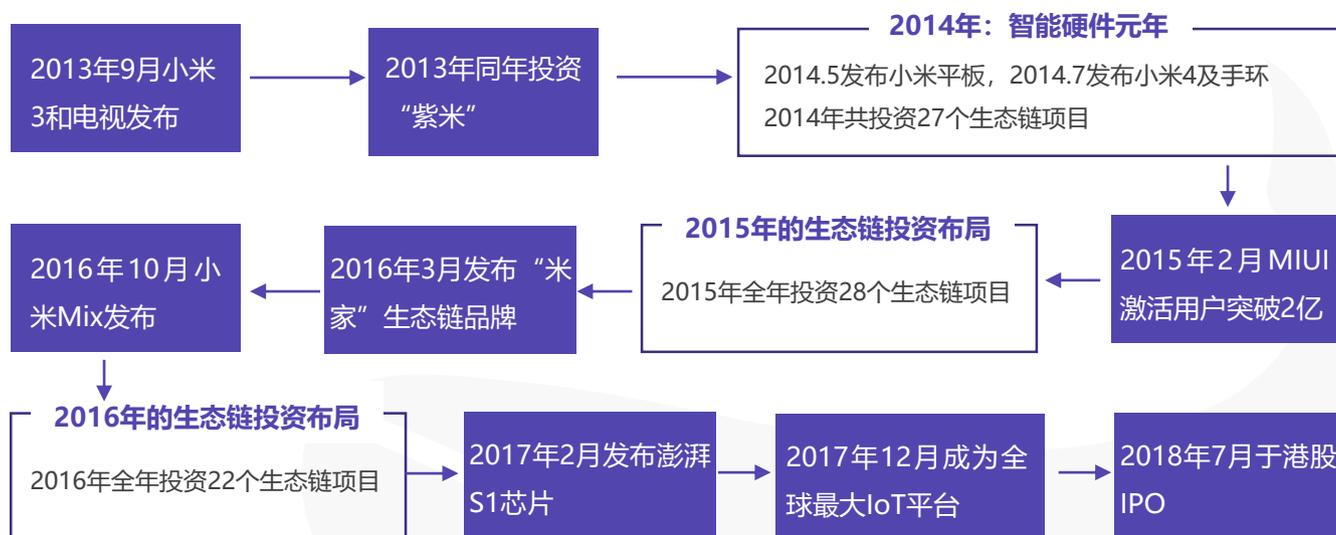
■ 2010-2013：为发烧而生，以MIUI撬开手机市场

通过“用户深度参与，产品每周迭代”的方式，小米以MIUI迅速积累起第一批用户，到2011年8月小米1发布时，小米已拥有50万用户。



■ 2013-：抓住IoT风口，小米要做物联网时代的伟大企业

据《小米生态链战地笔记》记载，小米在2013年判断IoT的风口即将来临，遂于2013年下半年起采取“投资+孵化”的模式“扫描”创业公司，开启生态链打法。



■ 估值变迁（单位：亿美元）



1.2 小米的业务布局

互联网公司 & 高科技公司

小米集团自身定位是一家以手机、智能硬件和IOT平台为核心的互联网公司。

我们认为，小米集团是一家以手机、智能硬件与生活消费品、互联网服务、电商及新零售、物联网平台、产业投资为主营业务的多元化高科技公司。

产品大类	产品细分
智能手机	MIX系列
	小米系列
	红米系列
IoT与生活消费品	自主产品：智能电视、笔记本电脑、路由器、AI音箱
	生态链智能硬件产品：移动电源、手环、空气净化器、净水器、扫地机器人、智能平衡车
	生态链生活消费品：箱包、床垫、家具、出行工具、玩具
互联网服务	MIUI操作系统、小米应用商店、小米浏览器、小米视频、小米音乐。
电商与新零售	小米商城网站及APP、精选电商平台“有品”、小米之家
物联网平台	智能硬件控制中心“米家APP”、开发者中心
产业投资	生态链投资：智能硬件、生活消费品、互联网内容
互联网金融	小额消费信贷、供应链金融

1.3 小米的商业模式

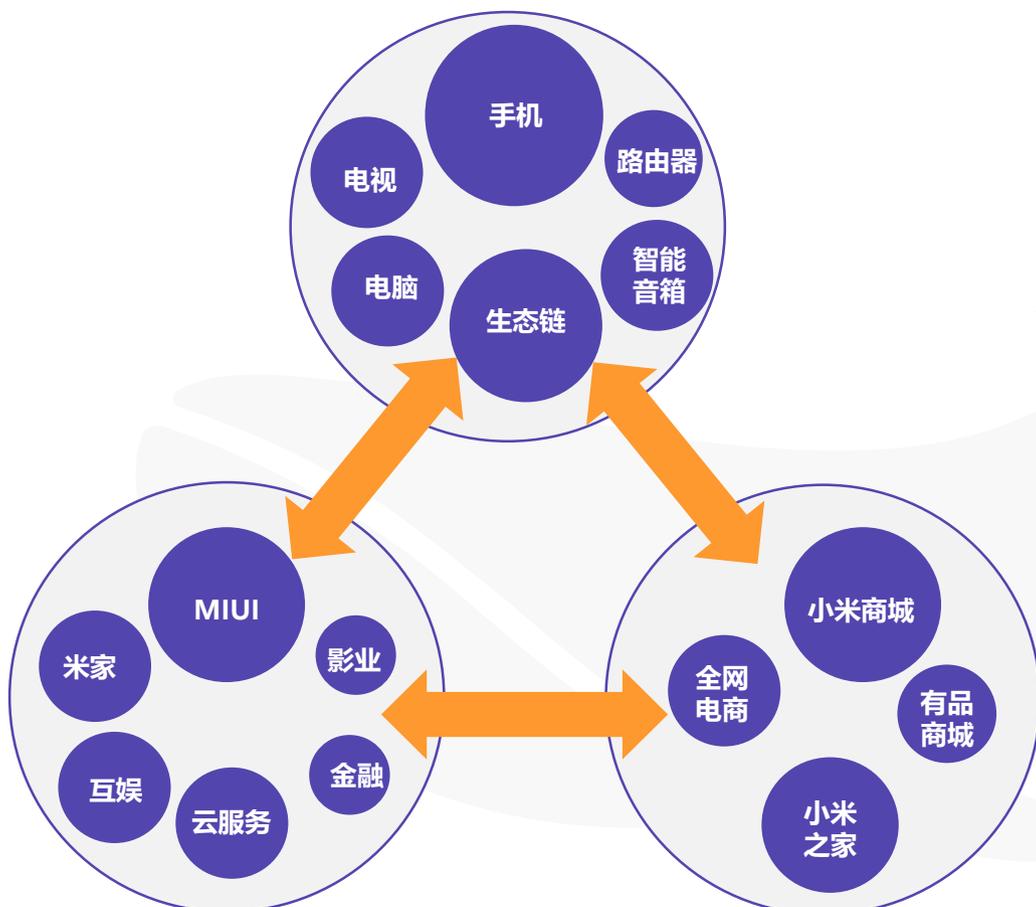
铁人三项相互协作，形成了闭环

小米的商业模式可以用铁人三项来总结，包括硬件、互联网服务、电商和新零售。

小米集团的三项支柱并非孤立的关系，而是相互协作的关系，形成了闭环。

小米依靠电商平台及小米之家等渠道向用户销售智能手机及其他硬件产品，出售硬件产品，不仅可以赚取一部分利润，同时自然获取互联网服务的用户，从而实现服务变现，互联网服务（MIUI、云服务等）反过来又加强了硬件用户的粘性，提高了用户更换手机品牌的成本。

硬件方面，手机和IoT产品实现相互引流，同时SKU（品类）的扩张提高了用户的购买频率，提高了线下门店的坪效；IoT产品的管理平台米家APP内置了小米有品，成为了一条离用户最近的新零售渠道。



1.4 小米的本质

小米的本质在于效率，四大法宝打造“性价比”

小米产品可以做到高性价比主要有四个法宝：8080原则、减少层层分销、主动控制利润、爆款。

1、聚焦核心功能：小米有着8080原则的方法论，即满足80%的人的80%的需求，这样可以极大的减少因为小众功能而增加的成本，例如小米手环，第一代聚焦测步数、监测睡眠和来电提醒，显示屏都没有配备，极大节省了成本。

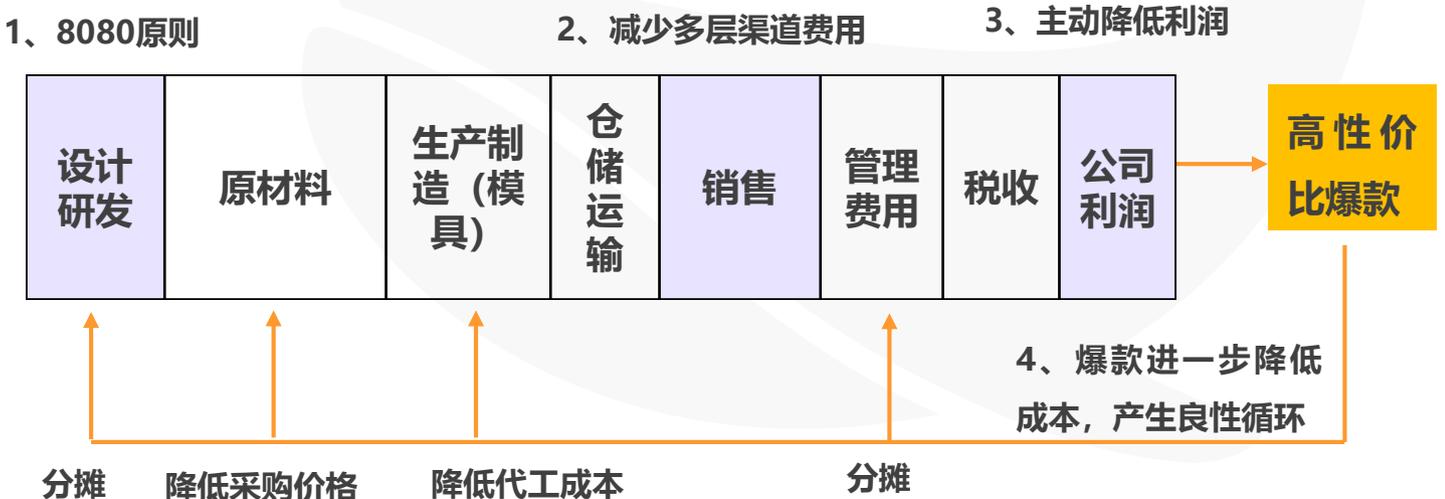
2、直销减少渠道费用：生态链产品通过线上线下的小米渠道进行销售，没有多层分销体系，渠道费用低；线下小米之家坪效比极高，依然保持高效率。

3、主动降低利润：小米自主产品践行“成本定价”、小米生态链产品践行“诚实定价”，主动降低利润，让利给用户。

4、爆款分摊固定成本、提高供应链议价权。

高性价比产品较为容易形成爆款，大的销量可以分摊模具费用、研发费用、管理费用；同时大量采购可以降低原材料的采购价格；同时大量稳定的订单可以使代工厂实现规模经济，降低单位产品成本，从而小米可以降低单位代工成本。

下图将一件产品的销售价格进行了分拆，可以直观看出小米打造“性价比”的方法





2. 小米智能手机业务

2.1 手机业务居于小米产品组合的核心地位

2.2 小米手机现状分析

2.3 小米手机战略解读



2.1 手机业务居于小米产品组合的核心地位

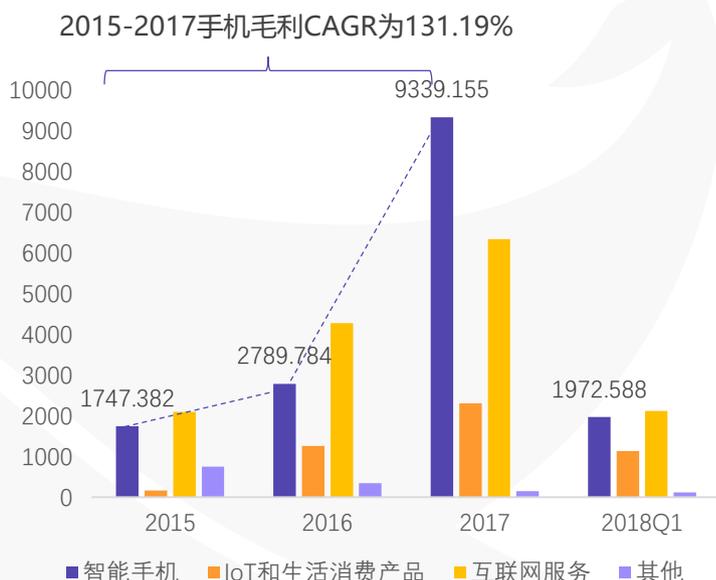
智能手机是生态链布局的基石，也是主要营收来源

- 智能手机是小米硬件产品组合的核心组成部分：**小米的商业模式可概括为“硬件引流，物联网绑定，互联网服务变现”，包含了所谓的“铁人三项”业务，即硬件、新零售、互联网服务。其中，居于核心地位并带来主要用户群体的硬件业务，其最重要的组成部分则是智能手机业务。
- 智能手机业务是最主要的营收来源：**根据小米招股书披露，智能手机营收占据了总营收的近70%。自2015-2017年，来自智能手机的收入分别为537.15亿元，487.64亿元，805.64亿元，占总营收占比依次为80.5%、71.33%和70.43%。此外，仅看2018年Q1数据，智能手机营收对总营收占比也达到了67.80%。
- 智能手机业务是主要毛利贡献来源之一：**自2015年至2018年Q1，以中国企业会计准则计算，智能手机业务贡献了小米总营业毛利的36.61%，32.13%，51.47%，36.86%，仅次于互联网服务所创造毛利，位列第二。

小米硬件产品组合



2015年以来小米各业务所获毛利润



2.1 手机业务居于小米产品组合的核心地位

小米手机发展史也是小米公司发展史的缩影

- **迈向巅峰（2011-2015）**：凭借成本定价策略和线上售卖模式，小米手机于2011年推出后，仅通过不到四年的发展，便爬上了国内手机宝座。据IDC统计，2014年小米在国内市场占比12.5%，高居国内市场第一名。2015年，小米销售手机超7000万部，销售额占比依旧居于榜首。然而，2015年小米并未完成年初既定的8000万台目标，且由于多为低端机型，在利润上也不如华为等友商，辉煌背后已有阴影。



- **滑铁卢（2016）**：上半年小米便因高通芯片供应不足导致长期缺货，又由于小米在线下渠道的缺失，小米在这一年遭遇滑铁卢，销量跌出全球前五，在国内市场也被华为、OV等厂商超越。但值得一提的是，小米在这一年推出高端机型Mix，雷军也开始亲自负责供应链、品控等业务。
- **卷土重来（2017）**：林斌亲自推进线下门店开设，对以印度为代表的海外市场重点进攻，供应链管理能力的加强，小米在2017年卷土重来，据IDC报告显示，2017年Q4，在国内市场下滑15.7%的背景下，小米手机增长了57.6%，全球市场上也是超越OPPO重回前5。
- **战略深化, 稳步推进（2018）**：小米在2018年在线下渠道上加速布局，而在高端机上分别以小米8和小米Mix 3撬动市场。结合已公布的销量数据，我们认为小米全年业绩依旧会保持高增长，但需要在高端机策略上有所变革。

2.2 小米手机现状分析-多元化布局

红米和小米、Mix三大系列产品覆盖低中高端手机市场

从2011年10月推出小米1以来，小米手机时至今日已全面覆盖了高中低端市场。从系列划分来看，小米手机主要分为红米、小米、Mix三大系列。

2018年10月31日小米商城在售主流机型

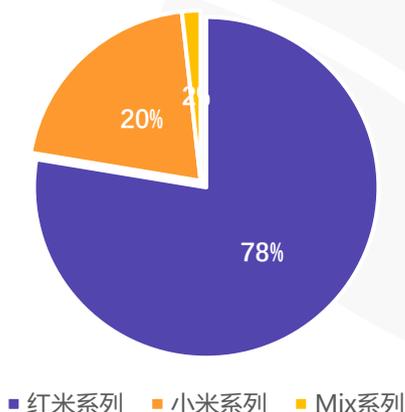
低端机 (1299元以下)			中端机 (1300-2999元)			高端机 (3000元以上)		
机型	价格	版本	机型	价格	版本	机型	价格	版本
红米6A	569	2G+16G	小米6X	1349	4G+64G	小米Mix 2	2699	8G+128G
	669	3G+32G		1599	6G+64G		2899	6G+64G
红米Note 5	969	3G+32G	小米Max 3	1749	6G+128G	小米Mix 2S	3199	6G+128G
	1199	4G+64G		1599	4G+64G		3599	8G+256G (尊享版)
	1299	6G+64G		1899	6G+128G		3999	8G+256G (翡翠色)
	1499	6G+128G		1649	4G+64G		3299	6G+128G
红米6	749	3G+32G	小米8SE	1899	6G+64G	小米Mix3	3599	8G+128G
	849	4G+64G		2199	6G+128G		3999	8G+256G
红米6 Pro	899	3G+32G	小米8	2499	6G+64G		4999	10G+256G (故宫特别版)
	1249	4G+64G		2799	6G+128G			
红米S2	999	3G+32G		3099	8G+128G			
	1299	4G+64G		3099	6G+256G			

■ 现有布局一 (2013-)：红米系列主攻低端机市场

其中，红米手机主要针对价格在1300元以下的低端机市场，整体销量在低端机市场名列前茅，而在小米手机内部来看更位列各系列手机之冠。通过整理小米官网目前在销的主流红米手机类型来看，红米系列手机呈现出两个特点：

- (1) 通过不同手机的不同版本密集覆盖了自599至1300元这一价格区间；
- (2) 在少数手机的高级版本上，尝试将价位越过1300元，往中端机市场侵入；

2018Q1各系列手机销售占比



2015年来小米各系列手机销量



2.2 小米手机现状分析-多元化布局

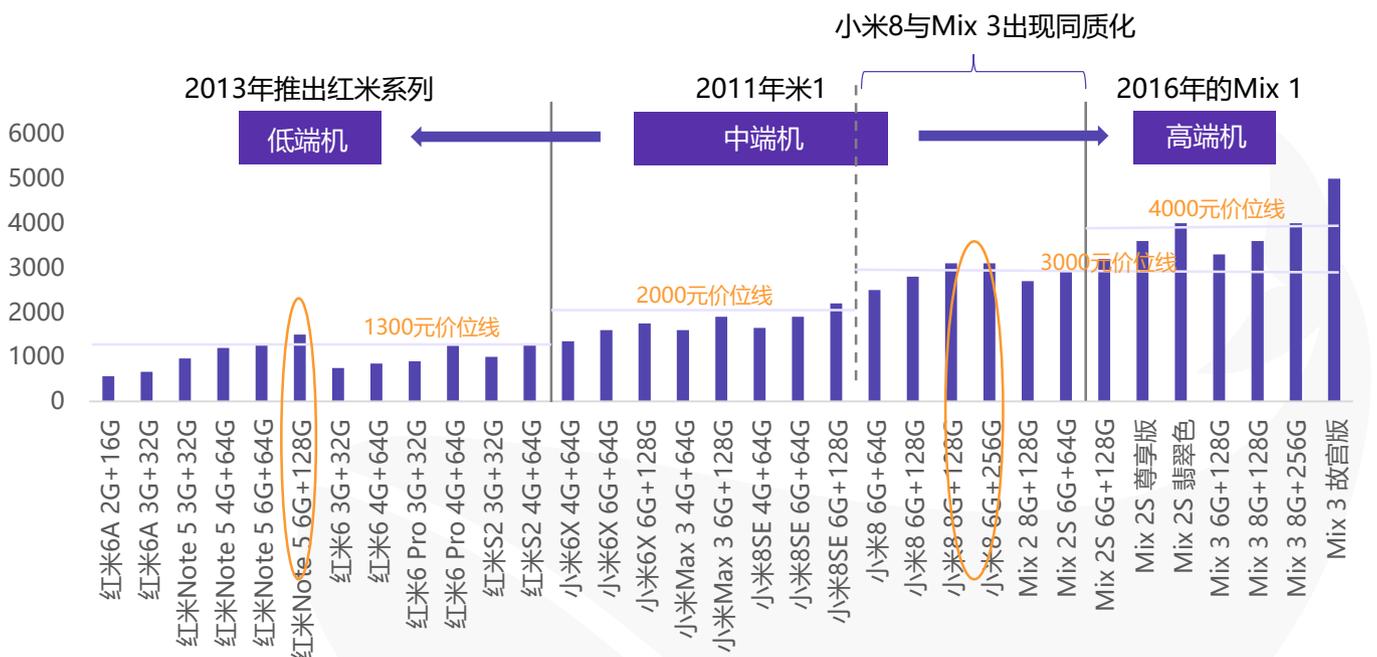
红米和小米、Mix三大系列产品覆盖低中高端手机市场

■ 现有布局二（2011-）：小米系列和Mix系列主攻中端机与高端机市场

同样地，通过整理官网在售的小米系列手机，我们也可以发现三个特点：

- 一、小米系列目前在售的手机类型均匀分布在1300-1999元的中端机市场和2000元以上的高端机市场，并且中端机市场有少数手机的高级版本定价侵入高端机市场；
- 二、小米Mix系列未能站稳4000元以上的高端机市场，目前更多是在刚发售时以尊享版、艺术特别版等形式试探4000元以上价格区间；
- 三、小米8与Mix 3出现同质化现象，在配置上差异小，而价格上更有竞争力。关于配置对比，我们将在随后展开具体分析。

小米商城主流在售机型价格区间分析

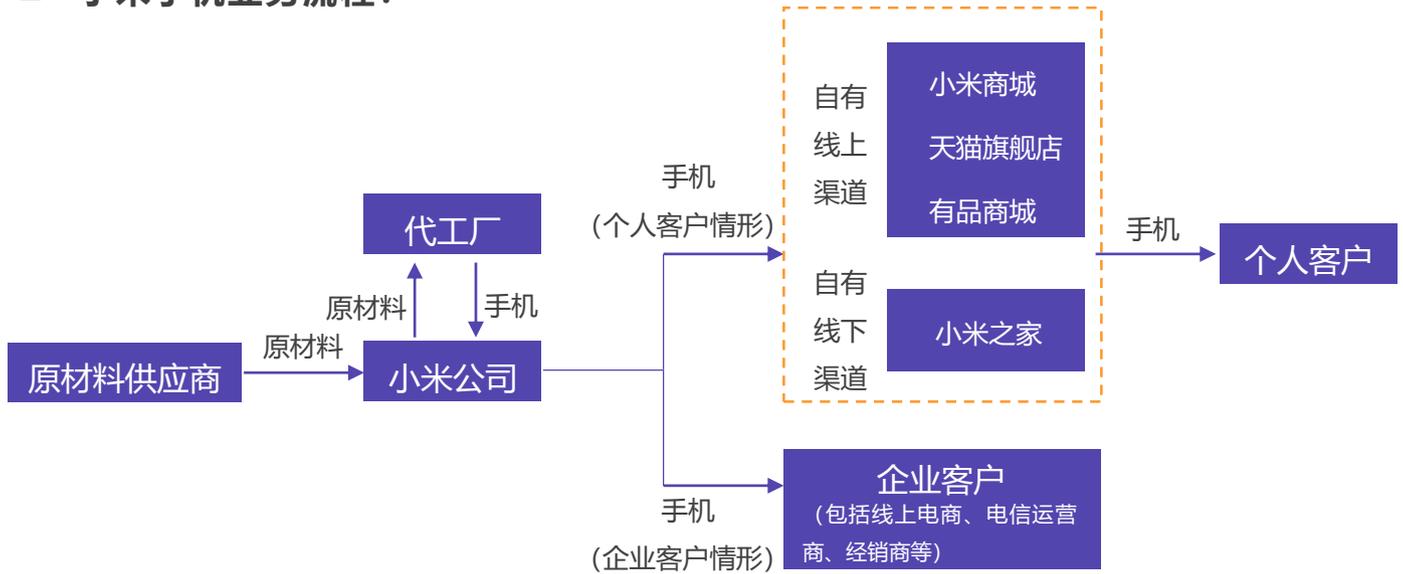


从小米招股书来看，定位为高端旗舰系列的Mix系列，在2018Q1的销量在50万台左右，仅占小米手机总销量的2%。而从目前售价来看，Mix系列尚还徘徊在3000-4000元区间，4000元以上区间还有待开拓。

2.2小米手机现状分析-供应链管理

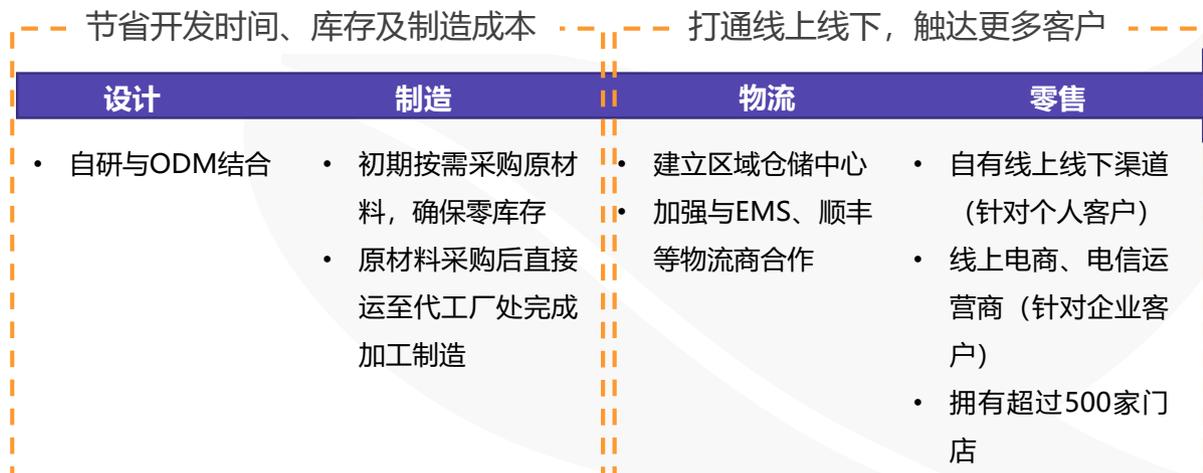
高效业务流程源于供应链管理的极致优化

■ 小米手机业务流程：



根据小米招股书的描述，在完成产品设计后，小米首先对外采购主要原材料并发货至代工厂，由其生产加工为成品后再行销售。对于个人客户而言，主要有自有线上和线下两大渠道。对于企业客户而言，主要的销售渠道则包括线上电商、电信运营商合作及经销商对外分销。

■ 小米手机供应链管理分析：



2.2 小米手机现状分析-供应链管理

ODM厂商撑起80%机型设计，与供应商关系需加以维护

■ 小米手机供应链管理分析-“设计”和“制造”环节：

小米在手机设计和制造上采取的是“自研+ODM”的形式，针对高端旗舰及部分中端机型，小米以自研的形式完成设计，而对于部分中低端机型，则采取与ODM厂商合作的形式完成设计。

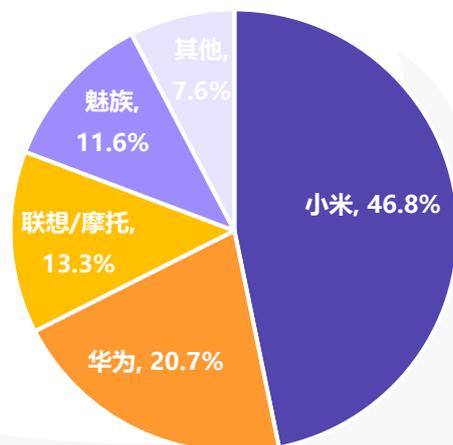
小米ODM分析：闻泰、华勤、龙旗撑起小米80%机型设计

比如国内知名ODM厂商闻泰（Wingtech），与小米合作了红米4/5系列，出货量均达到了百万级以上。小米为其贡献的销售额占到了将近46.8%（2018年）。根据IHS数据，目前小米委外设计比例达到了80%。

TOP10国内手机OEM 委外IDH供应商

手机厂商	委外设计比例	委外IDH供应商			
Huawei	38%	华勤	闻泰	中诺	龙旗
Xiaomi	80%	闻泰	华勤	龙旗	
Lenovo	70%	华勤	闻泰	龙旗	与德
ZTE	10%	与德	海派		
TCL	25%	闻泰	与德		
Meizu	95%	闻泰	与德	华勤	
Gionee	0%				
Coolpad	0%				
vivo	0%				
OPPO	0%				

2018年闻泰ODM出货占比情况



小米自研分析：集中在小米和Mix系列，与供应商关系需注意维护

针对小米、小米Mix等中高端系列，小米采取的是自研+OEM的形式。自研方面，小米通过Mix等型号的出彩设计逐渐弥补了设计上的短板。而在OEM方面，小米主要的合作方为英华达、富士康。纵观小米系列出货历史，尤其需重视的还是与三星等供应商的关系维护，类似2016年小米5产能不足的情况需坚决规避。

2.2 小米手机现状分析-供应链管理

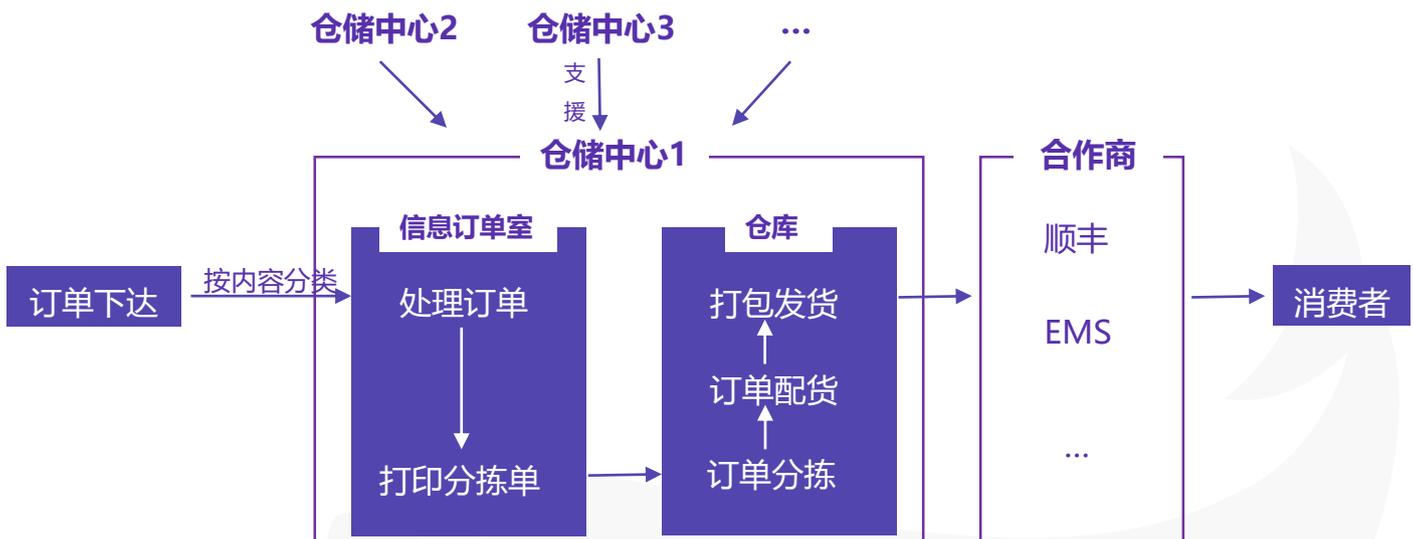
多地建立仓储中心，物流外包给多家合作商

■ 小米供应链管理分析-“物流”环节：

截至目前，小米在全国10多个城市建立了仓储中心，分别为北京、上海、深圳、成都、沈阳、武汉、郑州、天津、南京和广州。总的来说，小米的仓储中心分布如多数电商一样是需求导向型，多数仓库集中在东部和中部，西部较少。

消费者在提交订单后，小米会根据内容及地理位置远近，选择就近的仓储中心完成订单的分拣、配货、发货等操作。当前，每个仓储中心日处理订单数在2.5万单左右。

小米仓储及物流配送体系



在物流配送方面，小米选择了与第三方物流商合作的形式，目前合作的商家有顺丰、EMS等。与第三方物流合作的好处是节省了成本，不需要自建物流从而承担高昂的建设费用，但也存在着物流水平良莠不齐，消费者评价一般的负面效应。

此外，在小米线下门店快速的如今，小米同样支持“线上订购，上门自提”以及“门店现场拿货”等方式。

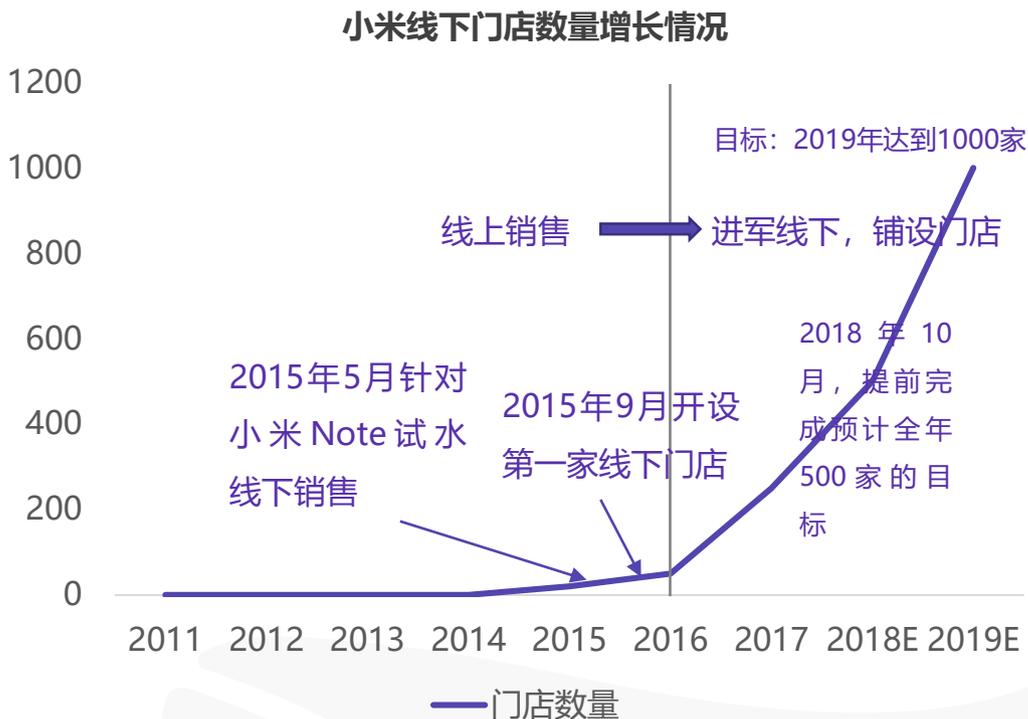
2.2 小米手机现状分析-供应链管理

线下渠道扩张迅速，政策激进存隐忧

■ 小米供应链管理分析-“零售”环节：

从创立前几年的粉丝营销和线上销售到如今的线上线下并举，小米在零售环节的变革一直在进行。

自2015年9月开设第一家线下门店，小米开始了“疯狂”的“新零售”之路。雷军于2017年表示，计划2018年底门店数量达到500家，2019年实现1000家。



从实际进展来看，截至2018年10月，随着第三家旗舰店落户武汉楚河汉街，小米之家已达到500家，提前完成了全年目标，而小米授权店也即将突破2000家。

整体而言，小米的线下布局速度在不断加快，这将为小米与OV等厂商在线下争夺市场提供更有利条件。

2.2 小米手机现状分析-供应链管理

线下渠道扩张迅速，政策激进存隐忧

■ 小米供应链管理分析-“零售”环节：

小米的线下渠道：

小米的线下渠道主要可分为四类：小米之家、小米专卖店、小米官方授权店和小米小店。

小米之家由小米自建自营，主要分布在一、二线城市，除了产品售卖外，实际上还担负起品牌传播、售后服务等功能。

小米线下门店成本与模式轻重对比

	小米之家	小米专卖店	小米官方授权店
区别	小米自建自运营	合作伙伴建设小米运营	合作伙伴建设和运营
分布	一、二线城市	三、四线城市	三、四线城市
成本	●	◐	◑
模式	●	◐	◑

小米专卖店则是通过与经销商合作的方式，由经销商负责场地建设、员工配置，小米则提供店长支持，更多地聚焦于运营。

小米官方授权店与前两者相比模式更轻，门店建设和运营都交由经销商负责，小米仅做运营指导。

小米小店则是由米粉或者创业者直接从小米官方订货，以路演（地推）的形式极大降低成本，将渠道下沉到三四线城市，全面覆盖潜在客群。从实际运营来看，小米小店自推出以来，非但未能承担起在三、四线城市与OPPO、vivo等友商抢夺市场的重任，反而伤害了不少核心米粉的利益，此模式现在已基本陷于停滞。

2.2 小米手机现状分析-供应链管理

线下渠道扩张迅速，政策激进存隐忧

■ 小米小店为何失败？

线下门店模式重，小米对经销商返点有限，模式创新是题中应有之义

由于小米所坚持的“成本定价”策略，小米在线下能给经销商分成的利润相对有限。据悉小米给小米专卖店等经销商的返点在5%左右，如业绩考核通过则可再返1%-2%。相应地，OPPO和vivo等友商的经销商能拿到的返点却高达10%-20%。考虑到线下门店的场地费用、人员配置以及其他运营费用，仅靠5%的利润返点，对于经销商而言着实有些难以为继，开店动力也就可想而知。

“开局一只狗，装备全靠捡”：小米小店模式虽轻，但政策和运营支持太少

小米小店是小米给出的线下门店外的补充手段。

这种新的零售模式旨在通过吸引以米粉为主的个人卖家加入小米线下布局，类似于直销模式，通过个人卖家和小米官方直接订货，继而以“地推”的形式将渠道下沉到区、县、乡、村，与OPPO、vivo等友商争夺这部分市场。

小米小店申请流程



然而，在小米小店实际推进中，出现了一系列问题：

一、销售支持政策变动频繁，店主收益不断下降；二、新品供货优先其他渠道，被迫清理旧库存；三、小店运营支持过少，有店主反应小米给的物料支持只有“三十本产品手册，三件工服”。



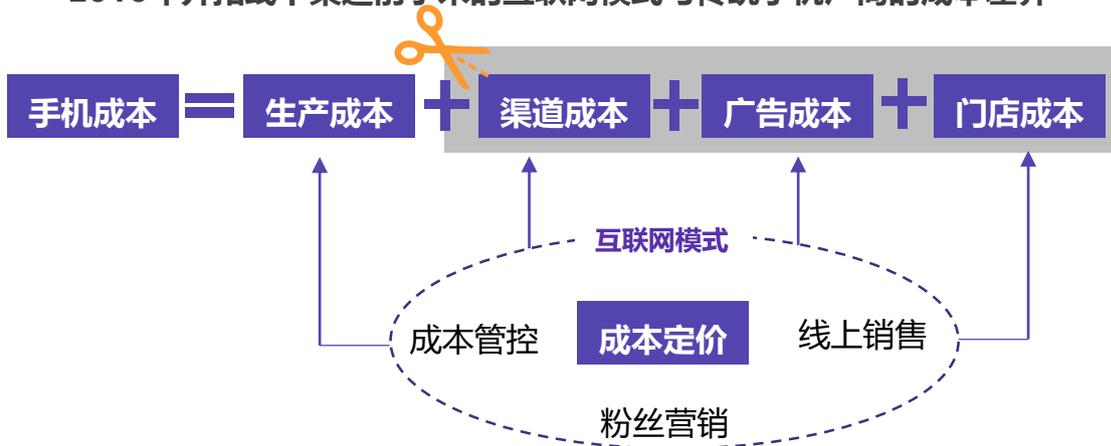
2.3 小米手机战略解读-站稳高端机市场

成败皆由性价比，小米的高端机定价策略困境

■ 成本定价策略带来的高性价比，使得小米在中低端机市场无往不利

小米手机于2011年面市以来，主打的便是“发烧”、“高性价比”等标签，彼时小米坚持的定价策略便紧密围绕着“成本定价”策略执行。

2016年开拓线下渠道前小米的互联网模式与传统手机厂商的成本差异



■ 2016年“滑铁卢”前小米“成本定价”策略成功的原因：

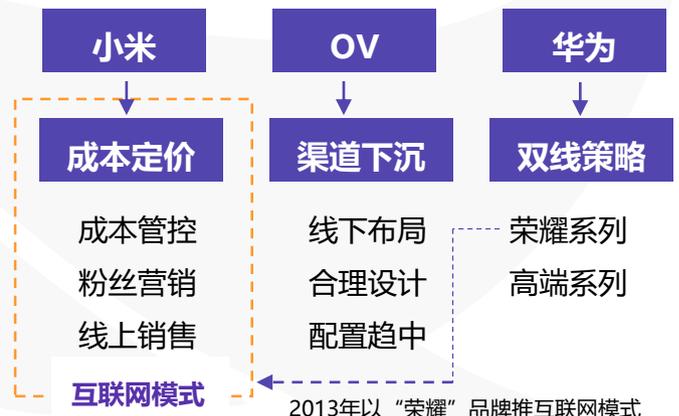
当时国内巨大的功能机换智能机需求带来的增长空间，以及互联网手机销售新模式（线上售卖模式）带来的成本降低，传统的手机售卖模式下的门店、渠道成本得以减免。在抢占了高份额市场空间后，小米又可通过规模效应反过来压缩手机零部件成本，深化供应链管理。

■ 成本定价策略为核心的互联网模式护城河不够宽，未必适用于高端机市场

小米的互联网手机模式并未能建立起足够的护城河，来自友商的模式复制不可避免。

随着居民购买力的逐步提升带来的消费升级，只是简单的低价已难以满足消费者的需求，更多消费者开始从千元机迁移到中高端机市场。2016年，小米在低中端市场遭遇了以华为、OPPO、vivo为代表的友商的袭击。尽管推出Mix高端机且定价亲民，但销量并不喜人。

2016年前华为、小米、OV的竞争策略对比

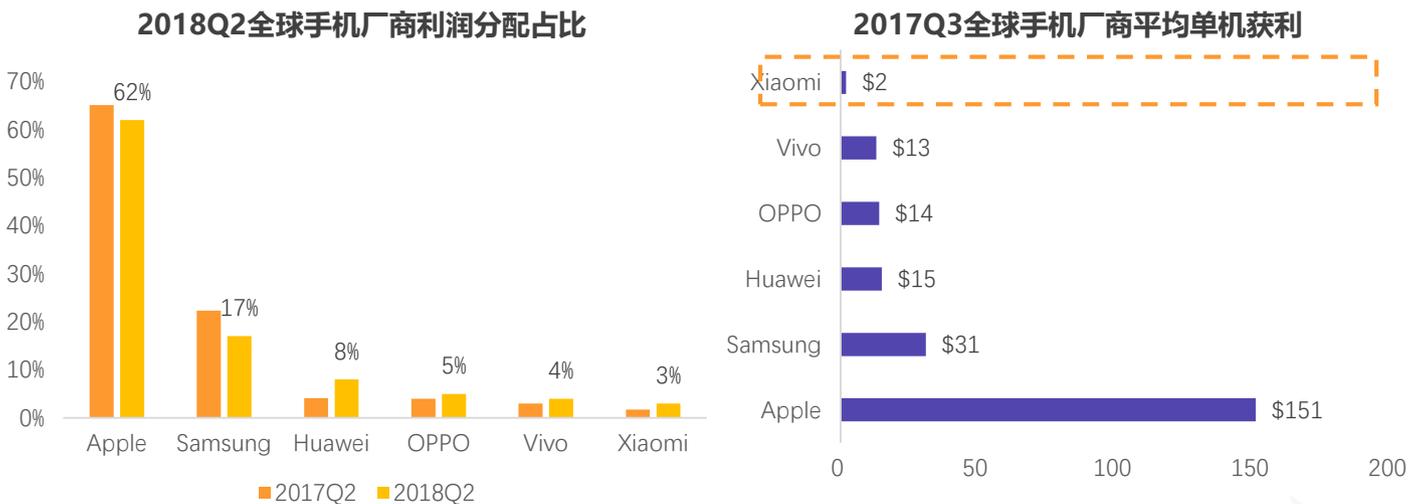


2.3 小米手机战略解读-站稳高端机市场

高手过招，小米怎么看待TOP玩家的4000元价格线？

■ 为什么要往4000元以上市场进军？高利润率是答案！

对于手机市场而言，中低端市场的利润有限，产品附加值低，只有高端市场才是追求利润的理想市场。这可从全球手机厂商利润分配占比得到验证。多年来苹果和三



星拿走了市场上总计近90%的利润，而全力耕耘4000元以上高端机市场的苹果更是常年占据了全行业60%以上的利润，每年Q4新机发布，苹果甚至能拿到该季度80%以上的利润。从平均每部手机获利情况来看，苹果每卖出一部手机获利达151美元，小米则仅能获利2美元，相差75.5倍。

4000元以上的高端机市场，是全球手机行业的主要利润贡献区段。

■ “硬件综合净利率不超过5%，超过部分返还消费者。”小米已无意于4000元以上高端机市场的高利润率？

小米在小米6X发布会及招股书中均提及，如硬件综合净利润率超过5%，则超过部分返还消费者。然而根据Strategy Analytics发布的报告，5%的净利润率在业界已是三星级别，仅次于手机业龙头苹果。因此，认为这一声明是小米始终坚持走成本定价策略的佐证的观点其实并不能成立。

此外，考虑到小米在Mix系列一贯的以特别版试探4000元以上市场，我们认为，小米对于4000元以上的高端机市场是有野心的。

2.3 小米手机战略解读-站稳高端机市场

小米的高端机战略下一步如何走？

- 究竟是走性价比路线，还是极致创新价格适当抬高，小米需要做好决断。

随着Mix 3的发布，我们观察到，小米对于Mix系列的定位依旧存在着矛盾。随着版本迭代，Mix系列在创新上趋于平庸，但起始价格始终维持在3299元。然而，小米又通过各种“艺术款”推出较高价版本，比如Mix 3的故宫特别版，Mix 2s的翡翠色版本等。

Mix系列作为当下唯一的高端机，定位不清的问题亟待解决。

Mix 3与小米8的核心配置对比

核心配置	Mix 3	Mi 8
屏幕	OLED、2K屏 (402ppi)	OLED, 2K屏 (403ppi)
	6.39"	6.21"
处理器	骁龙845	骁龙845
拍照	后置	双1200万变焦双摄
	前置	2400万+200万双摄
	DxO评分	103
充电	充电技术	QC4.0+快充
	无线充电	√
电池	3200mah	3400mah
		屏下指纹版3000mah
外观	滑盖全面屏	刘海屏

- 定位不清已给Mix系列带来了不少麻烦：

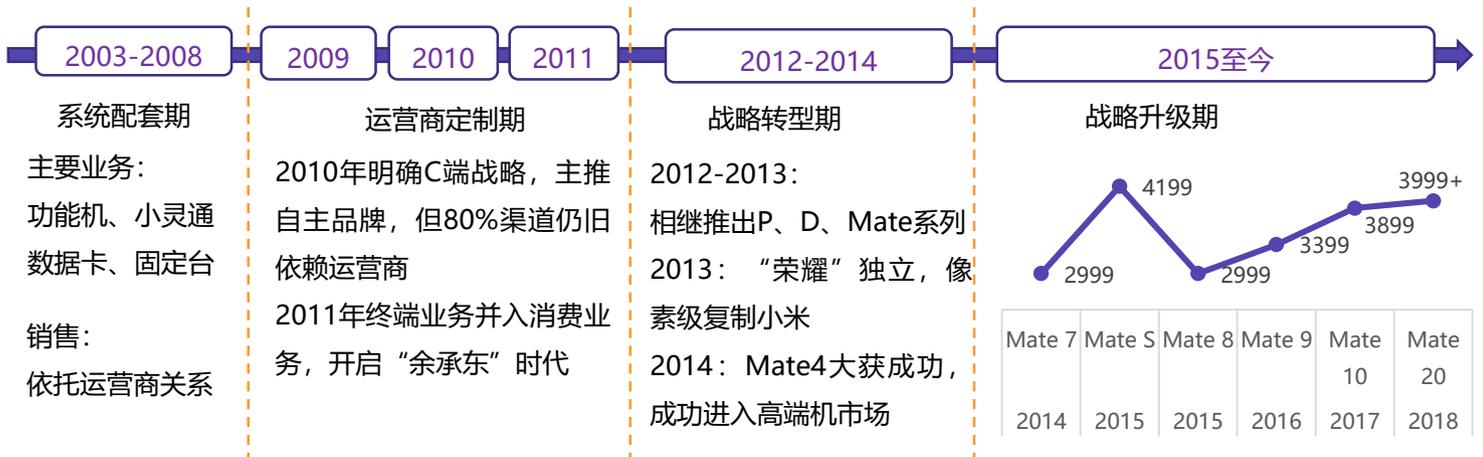
1、高端机的性价比路线遭受质疑。Mix 1推出时的惊艳感来源于不计成本对创新的追求，而小米在后续的迭代中又回归了价格优势但创新不足的路线，不符合市场对于此系列的期待。Mix 3推出后，业界对其评价一般，远不如同期的华为Mate 20系列。

2、Mix系列的定位不清导致其与数字系列出现同质化现象。如上图，Mix 3与小米8的对比可以看出，Mix 3比小米8的核心配置上，明显区别仅在于相机和全面屏，甚至在电池上还略有不如，不少观望的消费者会被小米8分流。

2.3 小米手机战略解读-站稳高端机市场

高端机策略如何决断？-他山之石，可以攻玉

■ 三人行必有我师，或可从友商借鉴高端机之路：华为手机



■ 华为的中低端策略：对标小米，来自“荣耀”品牌的像素级复制

华为与小米可谓渊源颇深。小米以互联网模式获得极大成功后，华为很快便推出独立品牌“荣耀”对小米进行像素级复制。这一品牌同样追求性价比，而且甚至在品控、设计等方面较小米更为优秀，对小米起到了“狙击”作用。

■ 华为的高端化之路：Mate7引爆的高端战略，小米或可以之为鉴

高端机里程碑作品的相似性：

2014年Mate7的问世，让华为一举进入了高端机市场。Mate 7与小米Mix其实很像，Mate 7有国产麒麟925处理器，有顶级配置，有性价比（上市价2999），小米Mix也有各种黑科技，有顶级配置，有性价比（上市价3499）。甚至在供货量上，Mate 7也因预期较低导致备货不足，和小米的“饥饿营销”风格颇为相似。

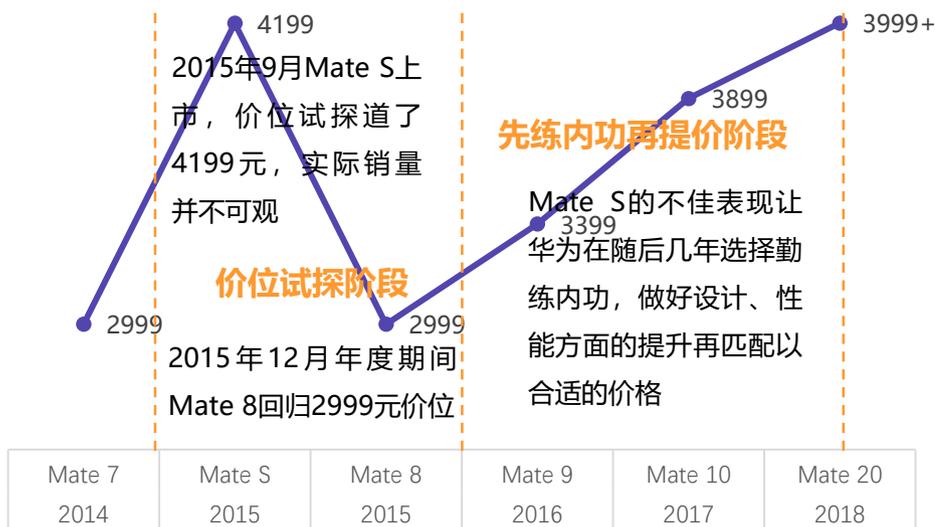
Mate 7之后，华为通过数代产品迭代，已站稳高端机市场，其主要举措有两点：

- 第一，价格上告别低定价，获取更多利润，反哺研发和运营；
- 第二，核心能力打造（芯片、专利等），在高端机上运用各类创新；

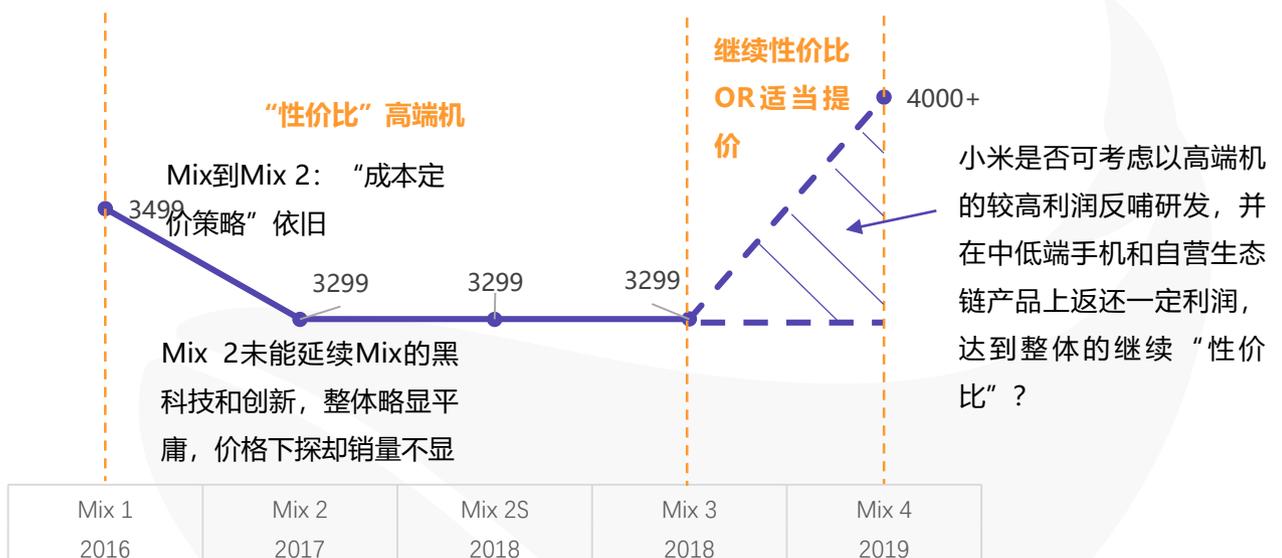
2.3 小米手机战略解读-站稳高端机市场

华为 vs 小米：如何提升高端机品牌调性，摆脱性价比？

■ 告别成本定价策略：华为在消费者心理价格上的来回试探之路



■ 小米的高端机“性价比”历程：



■ 小米Mix系列的未来如何取舍：继续高端产品大众化还是高端高价机型？

不考虑核心能力的差距，未来是走已受认可的华为高端机路线，还是继续“性价比”高端机路线，对于小米是一次考验，也关系到了Mix的未来。

2.3 小米手机战略解读-核心能力的升级（芯片）

核心能力升级是支撑高端机探索前沿创新的必要条件，考虑到核心能力升级不但对于高端机意义重大，而且可同样用于中低端机型上提升竞争力，因此笔者选择将其独立于高端机战略部分，专门论述。

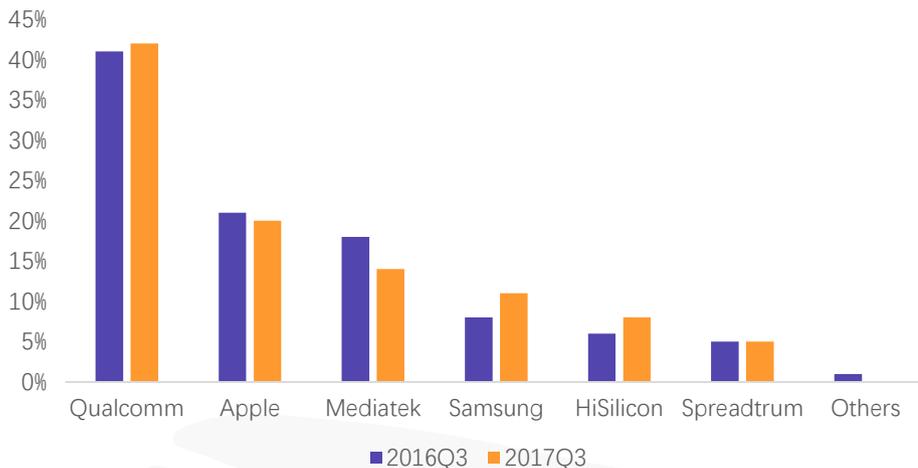
事关成本和核心能力，TOP手机厂商自研芯片已是趋势

■ 国内厂商为何纷纷开始自研芯片？

1、降低手机成本，增加与芯片厂商的议价能力。

手机市场的芯片供应主要还是由高通、联发科等厂商垄断，其中尤以高通的统治力最强。众所周知，高通曾因高额的收费在全球各地遭遇反垄断调查和罚款。具备芯片自研能力的手机厂商能通过自研芯片降低手机成本，同时在与上述芯片厂商合作时拿到更多的话语权。

Smartphone SoC Market Share by Value Q3 2017



2、提高手机性能，增强软硬件适配。

掌握了芯片技术后，手机的稳定性指标和功耗能得到质的提升，尤其是在出货量达到千万甚至上亿级别时，这一差距将达到十倍以上。

3、提升品牌价值。

芯片技术堪称手机制造技术中“皇冠上的明珠”。能做到自研芯片的厂商，当前只有苹果、三星、华为和小米。自研芯片，能在很大程度上提升自身的品牌价值。

2.3 小米手机战略解读-核心能力的升级（芯片）

芯片之路仍任重道远，还需在下一款芯片上有所突破

■ 小米的芯片研发进度如何？

小米于2017年2月推出了自研的澎湃的S1芯片，并发布首款搭载了S1芯片的小米5C。

松果公司及澎湃S1芯片发展历程



■ 与竞品相比，澎湃S1芯片性能如何？

	澎湃S1	骁龙625	联发科P20
制作工艺	28nm	14nm	16nm
CPU频率	2.1GHz+1.4GHz	8核2.0GHz	8核2.3GHz
GPU	MaliT860 MP4	Adreno 506	Mali-T880 MP2
基带	Cat 4.0	Cat 7.0	Cat 6.0
内存规格	LPDDR3 933MHz	LPDDR3 933MHz	LPDDR3 1600MHz
RAM上限	4GB	4GB	6GB
存储接口	EMMC 5.0	EMMC 5.1	EMMC 5.1

从澎湃S1与发布会提及的竞品骁龙625和联发科P20对比结果来看，定位于中低端产品的澎湃S1并不比两款竞品占据优势。

■ 搭载澎湃S1的小米5C，实际市场表现如何？

而从搭载此款芯片的小米5C的实际市场反馈来看，小米5C因功耗和发热问题差评众多，并不能算是一款成功的机型。小米还需要加大投入，争取在下一款芯片上有所突破。

2.3 小米手机战略解读-核心能力的升级（专利）

对于专利问题高度重视，数年努力换来丰硕成果

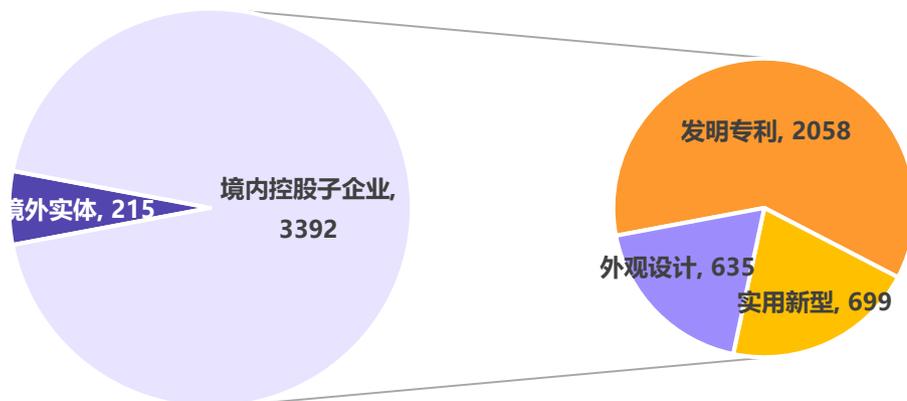
■ 小米的专利储备情况如何？

根据招股书显示，截至 2018年Q1，小米的专利储备包括16000多项正在受理中的专利申请及7000多项已授权专利，其中约50%的授权专利在海外获得。

小米拥有的境内专利情况：

截至2018年3月31日，小米在中国境内拥有3607项专利权。

截至2018年3月31日小米在境内所拥有专利情况



小米拥有的境外专利情况：

截至2018年3月31日，小米在境外拥有3509项专利权，其中包括发明专利3378项，外观设计131项。

此外，小米与高通、微软、Via Licensing Corp.诺基亚等公司都签订了多年的专利协议。

从小米自身专利拥有情况来看，小米取得了明显的进步，尤其是专利申请数量方面，在近几年国家知识产权局发布的年度发明专利排行榜上都位列前十。这是十分值得肯定的。

另一方面，我们也要看到，与华为等同行相比，小米还有不少功课要补。

2.3 小米手机战略解读-核心能力的升级（专利）

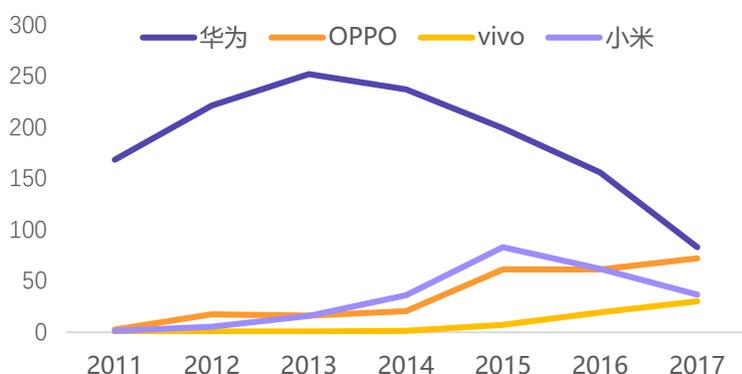
与华为、OPPO相比，专利授权数上还有较大差距

■ 小米与友商的专利申请趋势对比：

截至2018年Q3华为等国内TOP4厂商专利申请对比



2011-2018Q3小米等厂商专利申请情况



可以看出，小米在TOP国内手机厂商中，专利数并不占优势。尤其是与华为相比，可以说是被全面碾压。而与OPPO相比，小米在近两年的专利申请数上相差也较大。

■ 小米与友商的专利授权对比：

在专利授权上，小米与华为、OPPO的差距更为明显，后两者在国内企业发明专利授权榜上名列前茅，而小米则和vivo位居百名开外。

2017年来国内TOP4手机厂商专利授权数及排名

	2017	2018Q1-Q3
华为	3308 (2)	2734 (2)
OPPO	1222 (17)	1931 (4)
vivo	71 (323)	180 (173)
小米	13 (381)	85 (256)

国内TOP4厂商在海外所拥有专利



■ 小米与友商在海外所拥有专利情况对比：

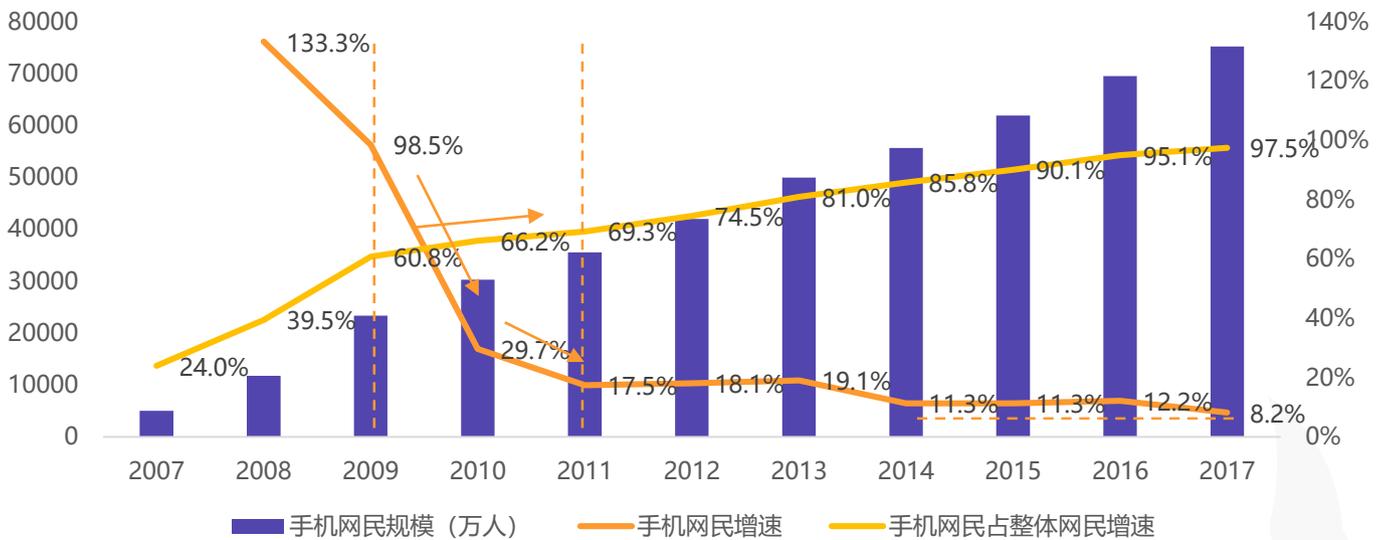
海外所拥有专利上，华为依旧处于绝对优势地位，尽管小米通过近几年向微软、Intel等公司的专利购买，在海外所拥有专利数上有较大提升，但仍存在较大差距。

2.3 小米手机战略解读-出海战略

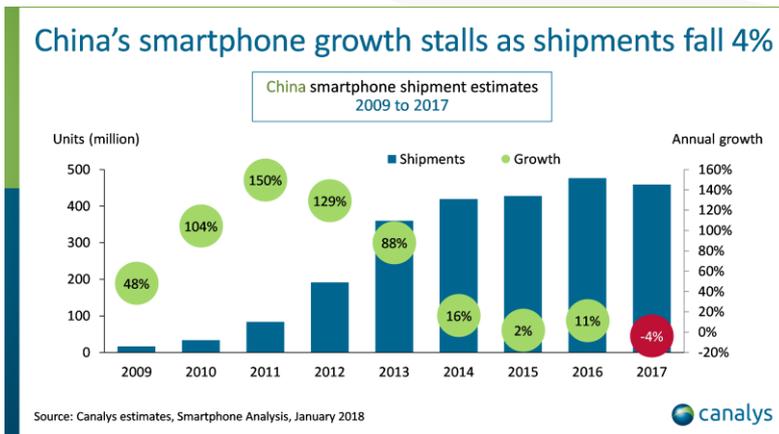
国内手机市场已届天花板，“海外攻略”势在必行

纵观国内手机市场，近年来已能看到上限所在。

从手机网民规模来看，2009年至2011年间增速便开始下滑，由2009年之前的超100%增长逐渐下降并稳定在10%左右。至于手机网民占整体网民的占比，更是已达到97.5%。尽管近年来互联网基础建设日趋成熟、手机流量提速降费快速落实，但整体上而言，手机网民规模增长已摸到天花板。



从手机市场规模来看，中国智能手机市场2017年首次下滑，年出货量减至4.59亿台。而从2018Q1、Q2数据来看，同比分别下滑21%、8%。从工信部公布的数据来看，下滑趋势也是明显。



综上，国内的智能手机市场已经从增量市场往存量市场转化。

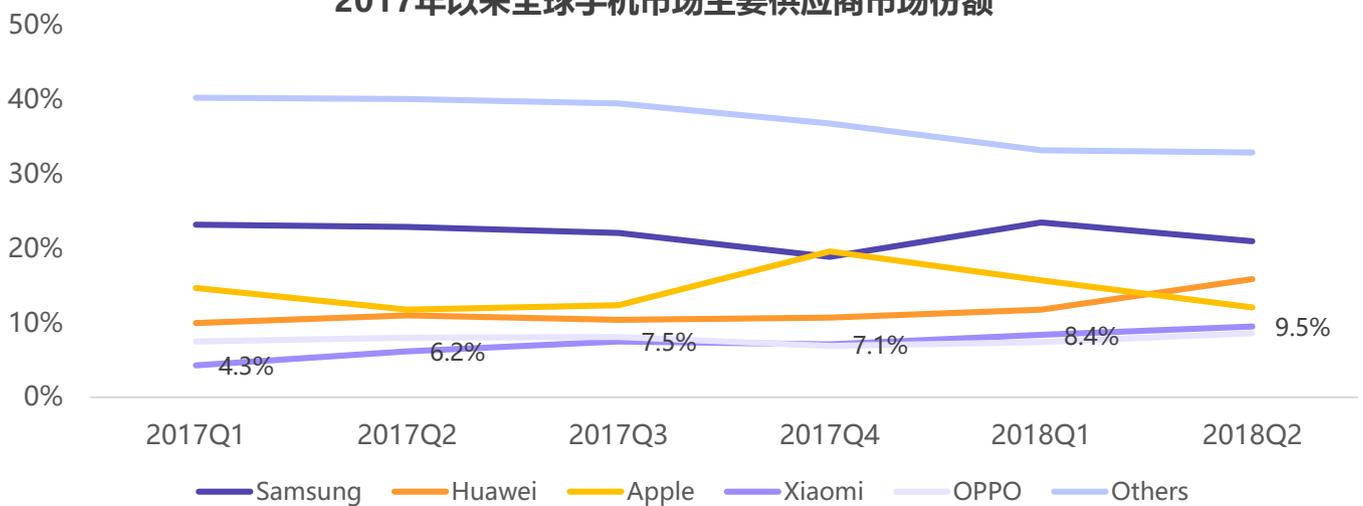
对于小米等国内手机厂商来说，拓展海外业务，显得尤为重要。

2.3 小米手机战略解读-出海战略

海外收入节节攀升，小米在印度市场斩获颇丰

根据小米招股书可知，2015年以来小米海外收入占总收入份额越来越重，到2018Q1已达到36.24%。而自2017年以来，小米在全球市场占比也重回前5之列。可以说，2017年小米能够逆袭，海外战略的成功起到了很重要的作用。

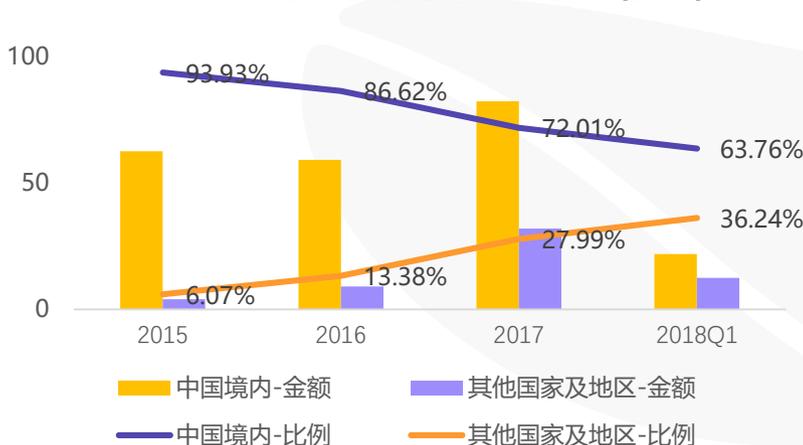
2017年以来全球手机市场主要供应商市场份额



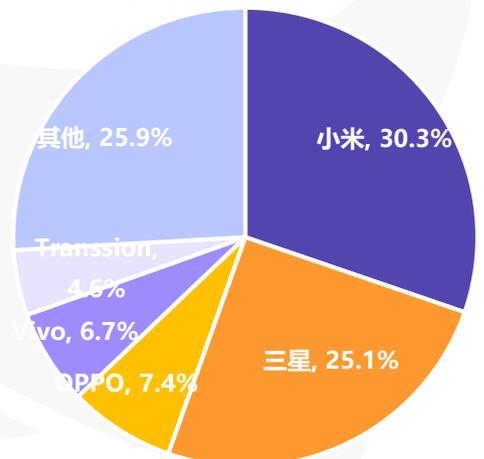
在全球市场中，对于小米等国内厂商尤为重要的是印度市场，不像欧美市场等存量市场增速已到瓶颈，印度市场还是一片蓝海，大量消费者有着换机需求。

得益于一贯坚持的成本定价策略以及在当地直接投资建厂规避进口税，小米推出了适合印度消费者购买力的高性价比手机，当前在印度市场份额高居第一，处于领先地位。

2015-2017年小米境内外收入对比 (百万)



2018Q1印度市场手机厂商份额



2.3 小米手机战略解读-出海战略

印度攻略难言最后成功，如何应对友商竞争还需深究

尽管小米当前在印度市场的事业如火如荼，但友商的竞争也是时刻伴随左右。

截至2018Q2，在印度市场的TOP5手机厂商中，除却三星外均为中国厂商，分别为小米、华为、OPPO、vivo及传音（Transsion）。加上联想等国内厂商，中国手机厂商在印度市场所占份额保持在2/3左右。

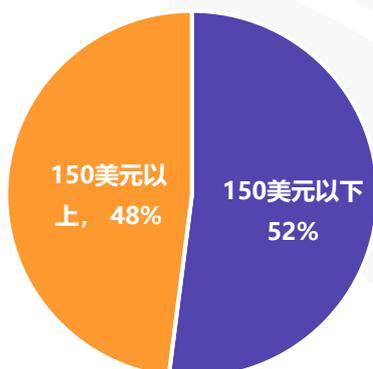
当前印度手机市场所处阶段可参考尚处于智能手机换机潮的2010-2014年中国市场，而入场选手则都是久经考验的成熟玩家。随着印度市场往存量市场过渡，究竟谁能笑到最后尤未可知。

小米、华为、OPPO在印度手机战略

	OPPO	华为	小米
战略	1、高端机市场：“一加”品牌 2、中低端市场：独立品牌“realme” 3、强化线上线下布局	1、中低端市场：“荣耀”品牌 2、高端机市场：计划以“华为”品牌重新进入，2018年11月起开售Mate 20系列	1、“红米”系列贡献了主要销量； 2、高端机市场：独立品牌“Pocophone” 3、本土建厂，线上线下同时布局；

另外，值得一提的是，小米当前在印度尽管出货量喜人，但仍存在过于依赖廉价手机的情况。根据Counterpoint数据显示，2018年Q2小米超过2/3的出货量均来自于150美元以下的低价区间。与之相比，在市场份额上与小米不分轩轻的三星则仅有42%产品处于此区间。**如何进入高端机市场在海外也仍旧困扰着小米。**

2017Q2小米在印度出货所处价位



2018Q2小米在印度出货所处价位



2.3 小米手机战略解读-线下布局

线下门店已突破500家，但仍需考虑几点风险

小米在2017年的卷土重来，线下门店的全面铺开起了很重要的作用。在国内门店现已突破500家的情况下，小米还需注意几个问题：

■ 给经销商的销售提成是否过低？

目前不少经销商表示经营小米产品的利润返点已不足以支撑小米授权店运营。根据《财经》的相关数据，小米给经销商的返点在5%，如通过业绩考核，则再返1%~2%的利润点，也就是“5+2”模式。相比之下，OPPO和vivo给的利润点则达到了15%~20%。

2017年小米为了避免线下模式过重推广的“小米小店”现已基本失败。现有的几种线下模式，给经销商以足够的利润返点和支持必不可少。在手机厂商和渠道商纷纷进军线下的当下，如何吸引更多经销商加入，考验着小米的经营智慧。

新零售玩家增加给经销商提供多种选择

厂商	 小米之家2019年 1000家	 智能生活馆	 潮玩店	 超级旗舰店	 场景体验店	...
渠道	 近300家 京东之家&京东专卖店	 云零售事业部与天 猫、淘宝全面合体	 2018年新开互联 网门店5000家	 一二线主打“Up+” 200家以上	Brookstone 2017年128家，2018 年第一天新开15家	...

■ 新模式的创新需避免伤害核心米粉的情感与利益。

小米小店的创新以小米的大力宣传开始，抱着将米粉发展成合作伙伴的初衷，结果却在2018年黯然告终。这样的模式创新不仅对于小米的线下新模式是一个打击，同时也伤害到了核心粉丝的利益。

那么，小米小店的失败是否意味着小米的线下门店模式将局限在小米之家等形式了呢？显然不是，当前小米给经销商的返点不足以支撑其与OV等厂商在三四线城市的竞争。假以时日，轻装上阵的小米小店模式必然还将会继续作为小米的线下主要新模式之一。



3. 小米IOT与生活消费品业务

3.1 小米IOT与生活消费品业务发展现状

3.2 小米生态链业务模式

3.3 小米生态链对小米的战略意义

3.4 小米生态链模式的创新和优势

3.5 小米生态链竞争力模型

3.6 IOT与生活消费品的财务分析

3.7 IOT与生活消费品的未来展望

3.8 小米的新零售

3.1 小米IOT与生活消费品业务发展现状

高端产品大众化，大众产品品质化

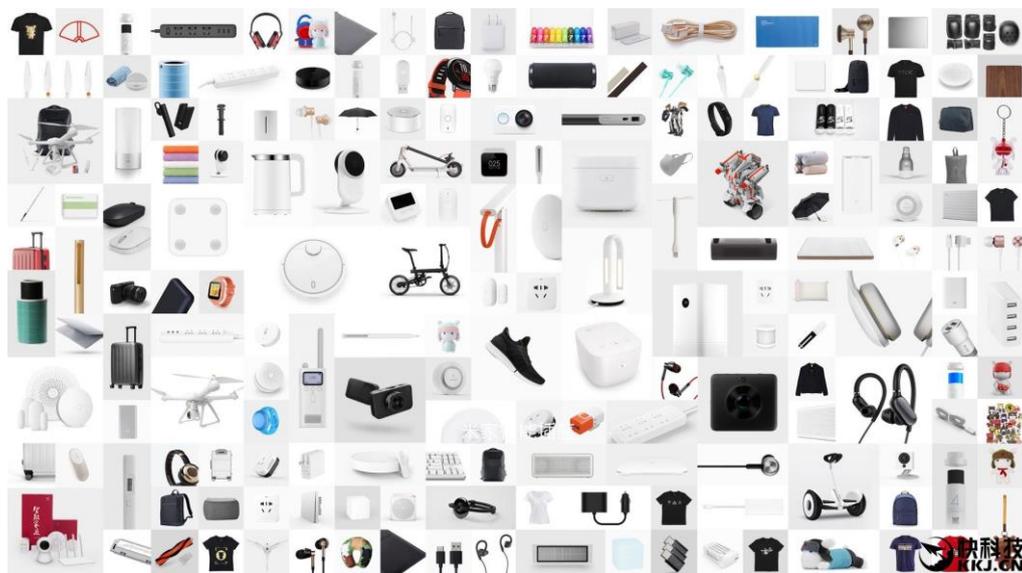
按照研发主体的不同，可分为核心自主产品和生态链产品，核心自主产品的运作模式跟手机类似，本章在模式方面主要介绍生态链模式。

核心自主产品	智能手机、智能电视、笔记本电脑、人工智能音箱、智能路由器
与生态链企业合作生产的产品	手机周边：移动电源、耳机
	智能硬件：手环、空气净化器、扫地机器人、净水器、电动滑板车/平衡车、智能摄像头、电磁加热电饭煲、智能摄像头
	生活消费品：箱包、文具、生活用品

小米的产品拓展基本践行两个思路：

(1) 高端产品大众化：如智能手环、平衡车、扫地机器人，这些产品在小米入局之前，价格都比较昂贵，对于普通消费者来说门槛较高，小米入局以后大大降低了产品的价格。

(2) 大众产品品质化：典型的如旅行箱，曾经的格局是“要么差、要么贵”，小米入局后给消费者提供了性价比很高的品质商品。



3.2 小米生态链业务模式

投资、研发、供应链、品牌、渠道等全方位赋能

(1) 生态链模式概述

生态链企业是小米业务模式的重要组成部分，在小米生态系统中扮演着重要角色，截至2018年3月，小米已经累计投资了超过210家生态链企业，其中超过90家公司专注于发展和生产智能硬件产品。

小米寻找细分产品领域里具有竞争力的合作方或者团队进行股权投资，投资完成后，小米和生态链公司共同设计和研发，包括产品定义、工业设计、产品研发；研发完成后，小米帮助生态链企业背书供应链，部分通用原材料小米集中采购；产品生产完成后，小米按照类别开放小米和米家两个品牌，并提供销售渠道支持。



(2) 生态链产品的生产与销售

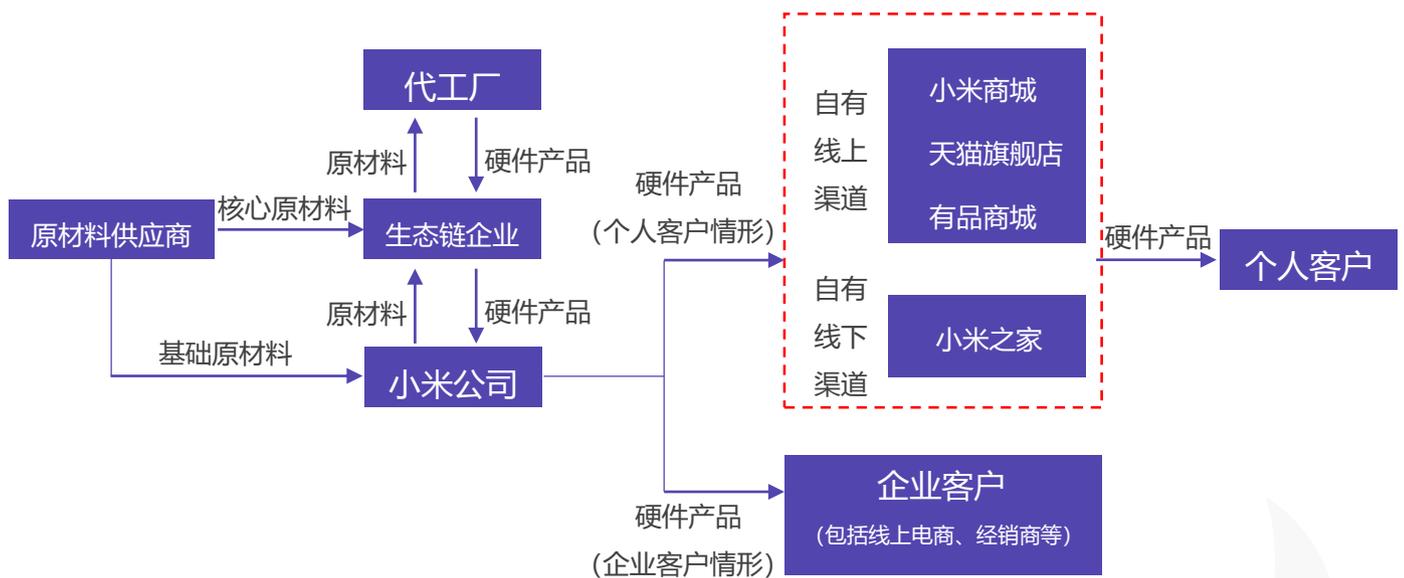
生产过程：生态链企业负责原材料的采购与委托代工厂的生产加工，生态链企业以账面成本的价格将产成品出售给小米，生产过程中，生态链企业将严格管理并明确记录BOM成本（包括原材料、代工费、模具摊销、物流费、特许权费等），小米根据销量预测制定采购计划，向生态链企业下单采购，生态链公司生产完成后，由代工厂将完工产品直接运送到小米仓库，生态链产品的储存、保管、出库、盘点等库存管理同小米的自有产品一致。

3.2 小米生态链业务模式

小米部分控制了生态链产品微笑曲线的两端

销售过程：小米将生态链产品对外销售，销售完成后，小米按照合同约定的比例将实现的利润金额分成给生态链企业，小米将分成部分作为成本项核算。

生态链产品的主要生产和销售流程如下：



(3) 微笑曲线两端的小米

根据微笑曲线理论，价值最丰厚的区域集中在价值链的两端——研发和市场。

小米集团通过小米商城、小米之家、有品、米家、电商平台旗舰店，基本控制了生态链产品的销售渠道（即市场）；同时，通过开发者平台，部分控制了生态链企业的技术底层（即研发）；而这两个环节具有同样的特征，容易标准化、边际成本递减、门槛较高，基本是赢者通吃，通过控制这两个关键环节，小米可以获得生态产品价值链中很大的一部分。

2017年11月，小米IOT开发者平台推出，截至2018年3月，已经有580个开发者，小米重点分析小米IoT平台的模式。

3.2 小米生态链业务模式

1亿台设备的连接积累了强大的势能



对于硬件开放者：通过使用小米IoT平台，可以以很低的技术研发投入将硬件实现联网化、智能化，实现以下四点价值：

1. 智能硬件可支持小爱同学（智能音箱）、米家APP、小米电视等千万级用户活跃的控制终端进行控制。
2. 智能硬件可支持与小米IoT平台亿级规模的硬件实现互联互通。
3. 智能硬件有机会上架小米众筹、小米有品等销售渠道，以及有机会获得运营推广资源。
4. 企业有机会成为小米生态链企业一员，获得资本、供应链、设计、技术等多方位的支持。

对于小米：小米提供了IoT平台可获得多方面的权益，在《小米IoT开发者平台合作协议》有着明确的规定，其中主要有两点：

1. 通过出售模组或者收取服务费获得收入。
2. 获得所有连入平台硬件的数据，数据可以帮助精准营销或者建立风控模型。

3.2 小米生态链业务模式

小米物联网平台想象空间巨大

我们认为，小米现在已经接入上亿台智能硬件设备，整个消费物联网已经初见雏形，其他硬件设备想要与这上亿台设备互联互通，必须接入小米的IoT平台，这是一股强大的势能，甚至某种程度上可以类比当年QQ拥有1亿用户时的状态；同时，开发者使用小米平台，可以避免高昂的研发成本，大大降低了硬件创业的门槛，同时还有销售渠道等多方面的支持，属于双赢的合作。

未来IOT平台将不再专属于小米及生态链企业，将会是一个巨大的开发平台，小米将获得大量的服务费和大量的数据。

下面列举一些硬件连入小米平台后获得的能力的图示：

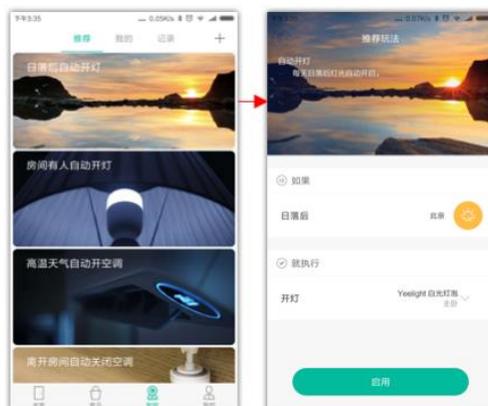


硬件联网绑定

米家APP控制



小爱同学控制



互联互通



推送

3.3 小米生态链对小米的战略意义

(1) 对冲经营风险，打造生态。

单品类产品容易过时，如果只做单一品类，公司冒的风险很大，一旦产品跟不上时代的变化，失去竞争力，那么公司将面临巨大挑战，而多品类运营将分散风险。

单一产品的市场规模再大也有天花板，“应用型公司值十亿，平台型公司值百亿，生态型公司值千亿”，生态链模式帮助小米从一个单一产品型公司转变为一个生态型公司。

(2) 双重利益机制

一方面，小米可以通过销售生态链产品获得利润分成；另一方面，小米可以通过生态链企业的估值提升获得投资收益。

(3) 提高频次、互相引流

小米在2016年开始大力铺设线下自有渠道——小米之家，因为线下渠道一般来讲要比线上渠道效率低，会增加销售费用，如果想提高效率就需要增加线下门店的销售品类，从而增加消费者的进店消费频次（手机一般至少1年才会消费一次），生态链产品增加了小米之家的品类，而且跟小米产品从价值观到工业设计都一脉相承，目标用户相同，因此，生态链产品也增加了小米商城等线上渠道的消费频次。

除提高频次外，手机和生态链产品可以相互引流，据《小米生态链战地笔记》（后简称《战地笔记》）称，生态链产品的用户中，1/3是小米手机用户、1/3是苹果手机用户、1/3是安卓系统其它手机品牌用户，起初很多用户是因为小米手机才关注生态链产品，随着生态链产品口碑的形成，很多生态链产品的用户开始关注小米手机，实现了双向引流。

3.4 小米生态链模式的创新和优势

我们认为小米生态链业务模式具有很强的创新性和优势

特点	优势
投资不控股	保证创业团队的生猛性，解决经济学上的代理人难题
赋能式投资	能够在向生态链企业提供产品定义、供应链背书、品牌、销售渠道、硬件管理平台方面的赋能
工程师做投资	更注重产品

为什么生态链产品与小米类似，有着性价比优势？

1. 聚焦核心功能：小米有着8080原则的方法论，即满足80%的人的80%的需求，这样可以极大的减少因为小众功能而增加的成本，例如小米手环，第一代聚焦测步数、监测睡眠和来电提醒，显示屏都没有配备，极大节省了成本。

2. 直销去掉渠道费用：生态链产品通过线上线下的小米渠道进行销售，没有多层分销体系，渠道费用低。

3. 主动降低利润：生态链产品延续小米主打性价比的特点，主动将利润降低，小米内部称之为“诚实定价”，部分生态链企业利润水平下表所示

生态链企业	产品	2017营业收入 (亿元)	净利润	净利率
华米	手环	20.49	1.67	8.2%
润米	箱包	3.39	0.24	7.1%
青米	插线板	2.34	0.24	10.3%

3.4 小米生态链模式的创新和优势

4、爆款分摊模具费用、集中采购降低成本

因为生态链产品聚集大众需求（8080原则），同时性价比较高，再有小米品牌和渠道的加持，较为容易形成爆款，销量是硬件领域最为重要的指标，大的销量可以分摊模具费用、研发费用；同时增加供应链的议价权；此外，对于部分通用原材料，小米会集中采购，获得更优惠的价格。

综上四点，生态链产品往往也很具备性价比优势，部分产品价格比较如图：

表：公司消费物联网产品与规格相似的可替代产品的售价比较分析

	智能电视	智能音箱	路由器	平衡车	可穿戴设备	空气净化器	智能电饭煲	扫地机器人	智能摄像头	智能净水器
小米产品										
型号名称	小米电视	小爱音箱	小米路由器	九号平衡车	小米手环	小米空气净化 器	米家 IH 电饭 煲	米家扫地机 器人	米家智能摄 像头	小米净水器
售价（美元）	138-1,492	26-46	15-107	308	23	108-231	62-154	260	15-62	230-307
操作系统	可通过米家 APP 实现统一控制 									
可比产品										
型号名称	三星 UA 系列 电视	天猫精灵 音箱	TP-Link DR 系列路由器	乐行 V 系列 平衡车	Apple Watch 智能手表	霍尼韦尔 KJ 空气净化器	松下 SR 系列 净化器	Roomba 扫地 机器人	亚马逊 Cloud 摄像头	飞利浦 WP4170 净 水器
售价（美元）	446-3,333	71	13-230	508	249	325-833	156-586	741-1,304	22-81	461
操作系统	三星 Smarthings	AliGenie	TP-Link Mobile APP	INMOTION Mobile APP	Watch OS 4	JD Smart	松下 Smart	iRobot	Ezviz Cloud	Ali Smart Cloud

我们发现，电视、空气净化器、扫地机器人等产品小米产品价格仅相当于竞品价格的1/3；净水器、电饭煲等产品相当于竞品的1/2；智能音箱、平衡车、摄像头等产品也具有较强价格优势；手环虽然比Apple Watch性能要差不少，但价格仅为后者的1/10；整体来看，小米生态链产品性价比优势明显。

3.5 小米生态链竞争力模型

按图索骥，预测下一个小米生态链爆款产品

小米生态链模式非常先进，但也不是万能的，据我们观察，某些生态链产品发展迅速，很快成为了行业里的前几名，而另外一些产品则不温不火，我们总结了以下因素，按图索骥，基本可以解释生态链产品的发展现状，同时，依据此模型也可以预测其他品类，哪个会成为小米生态链的下一个爆款。

	因素	关系	解释
价格	行业定倍率（要么贵、要么差，性价比不高）	越贵越有利	典型的如箱包，高端产品如国际品牌新秀丽，低端产品由无数小企业生产，基本上是要么贵、要么差，缺乏高性价比的中端产品。价格是最重要的因素，如果某个品类目前的产业现状是要么贵、要么差，同时没有很高的门槛，小米生态链模式大概率可以改变产业格局。
	门槛（技术、资质等）	越低越有利	行业门槛低意味着新兴企业切入容易
产业层面	品牌认知度	越无越有利	要么是新兴产品，要么是市场集中度低的产品，在大众心中还没有形成品牌认知，这时候小米的品牌赋能的作用巨大，比如空气净化器就是典型新兴产品的例子，箱包是典型集中度低的例子
	市场竞争格局	越分散越有利	典型如箱包，集中度低，除了品牌认知度以外，现有企业的规模效应比较差，小米很容易通过爆款策略降低成本，打造极致性价比的产品
	供应链开放程度	越开放越有利	封闭典型如空调，空调的核心零部件是压缩机，格力、美的的压缩机基本都是自给自足，且占据行业的大部分市场份额，新企业想找到优质供应链很难，在供应链里也没有话语权，很难切入。

	因素	关系	解释
产业层面	技术迭代	迭代越快越有利	技术迭代快的产业，原有龙头企业多年积累的技术壁垒不断被打破，新兴企业有机会切入，比如电视产业，从显像管、液晶、LED、OLED等显示技术变化迅速，传统彩电企业的壁垒不断被打破
产品层面	安装售后要求	越低越有利	对安装、售后维修需求较强的产品，小米较难切入，比如空调，需要安装和维修，这就需要整个线下渠道和服务体系的铺设，对于新兴互联网公司来说难度较大
	产品更新周期	越短越有利	产品更新时间短的产品，人们的尝鲜意愿较强，且试错成本低，小米比较容易切入
	是否前置安装属性	越否越有利	以厨电为例，具有极强的前装属性，以线下渠道为主，且渠道较为多样，新兴企业切入传统渠道较难
	产品痛点	越痛越有利	目前的产品的痛点越强，小米如果能够解决，则切入容易，比如扫地机器人，之前的产品痛点是扫不干净，生态链企业通过智能规划导航解决了产品痛点，迅速打开了市场
	联网需求、内容需求	越有越有利	对联网化、智能化、内容的需求越强烈，小米切入越容易，比如电视这个产品已经过了比拼硬件的阶段，需要比拼的是内容的丰富程度，小米等互联网公司比较容易切入

对于任一品类，按照上面表格的因素进行分析，基本都可以做出判断，我们认为，电视、空净、手环、扫地机器人、净水器、旅行箱等产品小米具有极强的竞争力；插线板、电饭煲、剃须刀等产品小米具有一定的竞争力；厨电（煤气灶、油烟机）、白电（空冰洗）领域，小米的竞争力有限。

3.5 小米生态链竞争力模型

按照评测模型分析，空调市场并不适合小米切入

下面我们按照上述评测模型，将箱包和空调这两个品类带入验证：

	因素	箱包	空调
价格	行业定倍率	要么贵要么差	定价稍高（15%净利率）
产业层面	门槛（技术、资质等）	门槛低	技术门槛高
	品牌认知度	除国际大牌外，认知度低	认知度高
	市场竞争格局	分散	非常集中
	供应链开放程度	开放，代工体系健全	比较封闭
	技术迭代	--	迭代缓慢
产品层面	安装售后要求	--	有安装售后要求
	产品更新周期	相对较短	至少5年以上
	是否前置安装属性	否	否
	产业产品痛点	质量差、设计差	基本无
	联网需求、内容需求	--	有一定需求
结论		非常适合小米切入	不适合小米切入

我们发现箱包市场是非常适合小米模式去整合产业的，但是成熟的空调市场，小米模式能造成的影响有限，这也是小米三次切入空调市场，均没有获得很大成绩的原因。

3.5 小米生态链竞争力模型

典型生态产品的市场份额基本可以由模型解释

典型生态产品的销量、售价、市场份额、市场地位等数据如下表，这里简单分析不同生态链产品在入局时的市场关键特点，各种产品市场份额基本可以用特点带入模型进行解释：

手环高端产品价格昂贵、竞争格局分散、技术门槛低，更新换代时间短；电视机市场竞争格局相对分散、技术迭代快、对影音内容要求较高；插座除了龙头公牛以外市场集中度低、供应链开放、技术门槛低；空净高端产品价格昂贵，品牌认知度低、技术门槛低、联网需求较高；箱包高端产品价格昂贵，市场分散，供应链开放，技术门槛低；净水器产品有容易漏水的产品痛点，品牌认知度低，市场分散，对安装和售后要求较高，有一定前装属性；IH电饭煲，高端产品昂贵，市场品牌认知度较高；扫地机，产品有“扫不干净”的痛点，而且高端价格昂贵、品牌认知度低、技术迭代快。

生态链企业	华米	小米	青米	智米	润米	云米	纯米	石头
主打产品	智能手环	电视机	智能插座	空净	旅行箱	净水器	IH电饭煲	扫地机
进入时间	201401	201309	201404	201412	201509	201511	201604	201608
年销量 (万)	1700	400	500	300	349	100	100	60
零售均价	138	1994	52	828	5	1838	584	1750
收入规模 (亿元)	21	61	2	19	4%	14	4	8
粉丝转化率	34%	8%	10%	6%	-	2%	2%	1%
行业销量 (万)	13300	4752	20000	720	-	1300	5115	406
行业规模 (亿元)	1352	1521	155	170	-	1271	150	56
市场地位	第二	第一	-	第一	-	第三	第四	第二
零售量市占率	14%	22%	3%	39%	-	6%	2%	15%
零售额市占率		19%	-	26%	-	10%	4%	25%

3.6 IOT与生活消费品的财务分析

毛利率水平合理，符合“诚实定价”的承诺

IoT与生活消费品里面包括电视、笔记本电脑、音箱、路由器等小米自主产品，也包括充电宝、手环、平衡车、扫地机器人、空气净化器、净水器等生态链产品；所以我们选择了苹果、联想（电脑）、美的（家电）、海信（电视）等公司作为可比公司。

公司	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
苹果	38.4%	38.5%	39.1%	40.1%
美的	25.6%	25.0%	27.3%	25.8%
联想	13.7%	13.8%	14.2%	14.7%
海信	15.2%	13.6%	16.6%	17.0%
中值	20.4%	19.4%	21.9%	21.4%
公司	9.96%	8.32%	8.16%	0.40%

数据来源：公司年报

我们发现，比起几家可比公司来说，小米IoT与生活消费品分部的毛利率相对较低，主要原因有两个，第一是小米追求性价比，让利给顾客，第二是小米IoT的一部分产品采用的是生态链模式，实际上一部分毛利体现在生态链企业的报表中，我们认为综合毛利率（小米+生态链企业）应该在20%左右，我们认为这个毛利水平相对比较合理。

3.7 IOT与生活消费品的未来展望

我们预计小米消费物联网业务营收增速将接近100%

根据艾瑞咨询的统计，截至2018年3月31日，以连接互联网设备（不包括智能手机及笔记本电脑）的数量的口径统计，小米已经达到了1亿台，在全球物联网厂商中处于领先地位。2018年第一季度，全球主要消费物联网硬件厂商市场份额（联网设备数量）情况如下：

消费物联网企业	小米	亚马逊	苹果	谷歌	三星
以联网设备数量口径统计	1.9%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%

中国境内消费物联网硬件设备销售额
单位：亿美元



连接互联网的智能物联网硬件数量
单位：亿件



从全球和中国智能物联网硬件的连接情况和增长情况，考虑到小米在消费物联网领域的领先布局和品牌、技术、用户等方面的积累，我们预计小米消费物联网业务的营收增速将以接近100%的速度不断增长，具体假设参考后文估值测算部分。

3.8 小米的新零售

小米的线下渠道依然保持了很高的效率

我们认为，小米的新零售战略成果最终更多地会体现在财务报表上的IoT与生活消费品业务上，所以在这边分析小米的新零售战略。

通过新零售战略，小米将线上线下销售渠道紧密结合（线上爆款帮助线下选品、线下提供产品试用体验和品牌曝光），减少了中间层级，实现了高效率，我们认为所谓的新零售一定是“新”在效率高。

小米新零售全渠道的销售占比如下：

分销渠道	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
线上直销	26.27%	28%	42.3%	68.9%
线下直销	8.13%	5.2%	2.7%	0.58%
直销合计	34.40%	33.3%	45.0%	69.5%
线上分销	30.99%	37.0%	32.9%	17.62%
线下分销	34.60%	29.8%	22.1%	12.86%
分销合计	65.60%	66.7%	55.0%	30.49%
合计	100.00%	100%	100%	100%

线上直销：小米商城、小米有品、小米天猫旗舰店；线上分销：京东、苏宁；线下直销：小米之家；线下分销：电信运营商、零售连锁店和直供店；国际分销商方面，包括批发分销商、电信运营商及授权店。

从2015到2017年，线下占比从13%增长到了35%；分销从30%增长到了67%；理论上来说，线下、分销会导致效率的降低，但是从财务数据来看，小米的销售费用上涨有限，且2016、2017、2018H1基本保持平稳。

时间	2018年1-6月	2017年度	2016年度	2015年度
销售费用率	4.4%	4.5%	4.4%	2.8%

3.8 小米的新零售

做精品零售商，解决“选择困难症”

从2015年到2017年，小米的线下销售占比提升了一倍，主要是因为小米践行了新零售战略，以大举铺设线下门店为特点，2018年3月，小米在中国境内共有331家小米之家，2018年10月，随着第三家旗舰店落户武汉楚河汉街，小米之家已达到500家，提前完成了全年目标，而小米授权店也即将突破2000家。

小米之家、小米授权店等线下渠道和线上保持同等价位，2017年小米之家坪效达到24万，高坪效可以使得线下租金、人力等成本被分摊，仍然保持了较低的销售费用率。

精品零售平台

小米新零售全渠道未来可能会成为一个精品零售平台，目前小米有品已经开始上架非小米及生态链产品，做精品零售平台的意图非常明显，类似好市多、阿尔迪，主要通过以下两点解决“选择困难症”和消费者搜寻成本过高的痛点：

(1) 小米践行“少就是多”原则，每种品类商品只提供几种选择；

(2) 通过选品，保证小米渠道的产品具有相似的设计风格 and 价值观（同等价格品质最优、同等品质价格最低），使消费者可以“闭眼购买”；

精品电商平台无论是类似京东这种赚差价模式、还是天猫这种收服务费的模式，都具有巨大的盈利想象空间。





4. 小米的互联网业务与新零售

4.1 互联网业务概览

4.2 互联网金融业务

4.3 互联网业务的主要竞争对手



4.1 互联网业务概览

MUI、云存储等服务提高了用户更换手机品牌的成本

(1) 从服务内容来看，小米提供的主要互联网服务如下表所示：

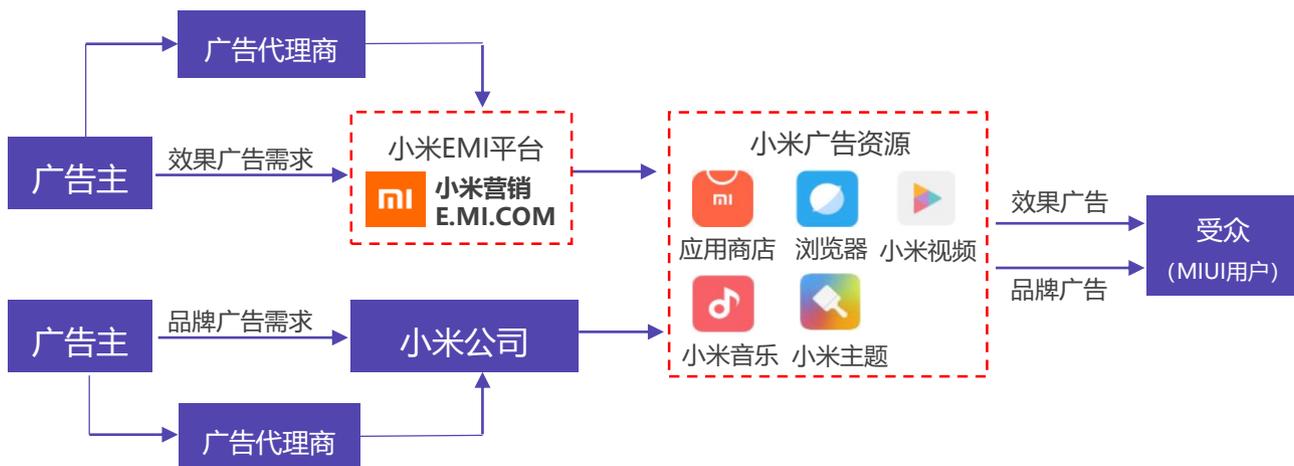
互联网服务	解释
MUI	操作系统
小米云服务	用户个人数据的储存和备份（照片、联系方式等）
小米应用商店	安卓移动应用程序的分发平台
小米浏览器	可屏蔽恶意网站、“隐私上网”
小米安全中心	集合杀毒、防恶意软件、防钓鱼、屏蔽恶意网站、保护在线购物
小米游戏中心	提供游戏安装、直播、漫画阅读、社区等服务
小米视频中心	视频内容聚合平台
小米音乐	在线音乐平台
多看阅读	一定电子阅读平台，
小米直播	提供在线娱乐直播服务
互联网金融	提供互联网小贷业务、供应链融资业务、支付业务、理财产品代销业务

MUI操作系统、个人照片云存储等服务使得小米手机的使用粘性和忠诚度上升，因为用户更换手机品牌的成本变高（如需要时间习惯操作、需要把照片导出来等等）。

(2) 从商业模式来看，小米主要同广告服务和互联网增值服务来变现

广告服务变现：

截至2018年3月，小米集团拥有38个月活跃用户超过1000万的应用程序，其中18个月活用户超过5000万，包括小米应用商店、小米浏览器、小米音乐、小米视频等，小米通过在应用程序中加入广告来变现，小米广告推广业务流程如图：



互联网增值服务变现

小米通过向游戏开发商提供数字销售、分销和运营支持，小米通过销售游戏内的虚拟货币获得收入，其后再与游戏开发商分成；其他还包括用户付费订阅优质娱乐内容（如在线视频、文学、音乐），直播和互联网金融业务，小米广告推广业务流程如图：



(3) 互联网服务的财务数据

互联网服务是小米的主要盈利渠道，近三年小米互联网服务的月活跃用户数量和ARPU值均增长明显，双重因素共同驱动互联网业务收入水平快速上涨。

公司	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
广告服务 (亿)	18.7	56.1	38.4	18.2
互联网增值服务 (亿)	13.6	42.8	27	14.2
MUI月活 (MAU) (亿人)	1.9	1.7	1.3	1.1
平均每用户互联网服务收入 (ARPU) (元)	17	57.9	48.5	28.9

4.2 互联网金融业务

互联网金融业务小米也在践行“成本定价”

因为互联网金融业务想象空间较大，而且后文估值测算中还要提到，故这里对互联网金融业务重点进行分析。

金融相关业务中，小米主要提供互联网小额贷款业务和供应链融资业务，互联网小额贷款业务是小米通过互联网平台向优质消费者提供互联网小额贷款产品，截至2017年底，未偿还贷款余额84.18亿，具体如下表所示；供应链融资业务利用小米集团上游及下游供应链，向优质客户提供保理服务及其他创新贸易金融和营运资金解决方案，2017年底保理余额为8亿左右；此外，小米金融业务还包括支付业务、理财产品代销业务等。

	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
未偿还贷款余额 (亿)	84.79	84.18	16.13	1.02
平均贷款金额 (元)	4,000	3,600	2,300	1,500
平均贷款期限 (月)	8.81	8.16	7.59	6.05
平均年贷款利率 (%)	16	17	17	18

通过小米招股书中各金融业务主体的披露数据来看，小米金融业务基本处于盈亏平衡线上，通过我们草根比较，小米的消费信贷业务的利率水平低于花呗以及京东白条，目前处于“赔本”赚吆喝的阶段，某种程度上也可以理解为小米在互联网金融方面也在践行“成本定价”；我们认为这种“成本定价”是短期为了开拓市场的一种策略，未来金融一定是小米的另外一条重要变现渠道，但小米招股书披露小米金融未来将逐步被剥离，仅作为小米集团的参股公司（参股40%），不再并表，仅能贡献部分业绩。

公司	主营业务	2017年营业收入 (亿)	2017年净利润 (亿)
重庆小米小贷	互联网小额贷款	6.2亿	0.13
重庆小米保理	商业保理业务	0.055	0.03

4.3 互联网业务的主要竞争对手

小米的互联网服务业务整体毛利高于BAT

小米在互联网服务领域的主要业务包括广告推广和移动游戏运营等，互联网行业的竞争首要体现在对用户使用时长的竞争，所以小米在互联网服务业务上可以以BAT为对标公司，腾讯的主要业务涵盖社交、游戏；阿里巴巴主要业务包括零售与批发、金融、云计算等；百度主要业务是搜索、新闻等；BAT虽然业务各有侧重，但广告是三者共同重要的变现方式，所以我们认为BAT与小米的互联网业务均具有可比性，其中，腾讯主要有广告和游戏双重变现方式，我们认为与小米互联网的相似度最高。

小米互联网服务业务毛利率的同行业对比

公司	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
百度	52.63%	49.22%	49.99%	58.64%
阿里巴巴	-	57.23%	62.42%	66.03%
腾讯	50.38%	49.18%	55.61%	59.53%
平均值	51.51%	51.88%	56.01%	61.40%
小米	62.26%	60.23%	64.37%	64.17%

原因分析：

我们发现，小米的互联网服务业务毛利率水平较可比公司整体偏高，主要原因是小米通过智能手机等终端硬件设备销售自然获取了大量用户流量，而其他互联网公司具有大量的获客成本，所以小米的互联网服务业务整体毛利较高。

假设小米互联网版块向小米手机版块支付一笔获客费用，小米互联网的毛利可能会与BAT的毛利接近，这笔假设的获客费用可以理解为小米手机本应占有的毛利，这个思路在后文用分解法测算小米估值时将再次用到。



5. 小米的财务分析

5.1 小米究竟有多少利润？

5.2 小米的盈利能力

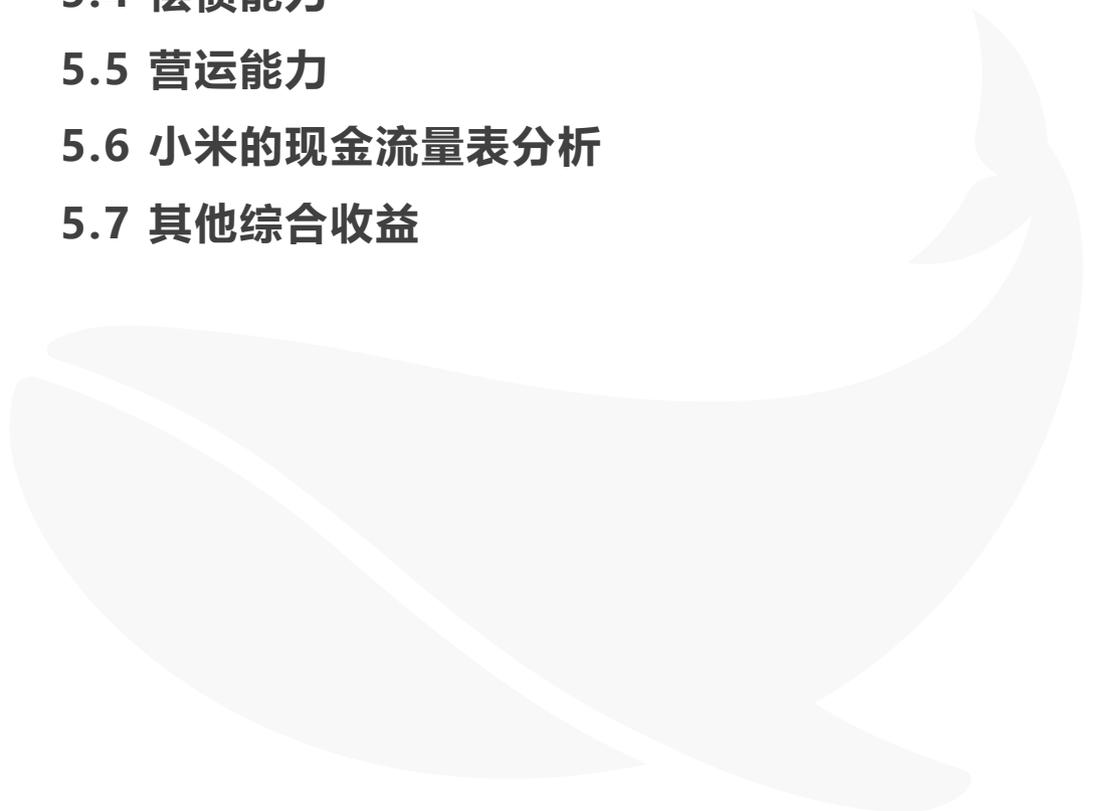
5.3 成长能力

5.4 偿债能力

5.5 营运能力

5.6 小米的现金流量表分析

5.7 其他综合收益



5.1 小米究竟有多少利润？

因为小米在港股上市，同时又筹备过在A股发行CDR，所以小米集团拥有两套招股说明书，向中国证监会报送的材料按照中国的会计准则和证监会的信息披露要求进行整理，向港交所报送的材料按照国际会计准则和港交所的信息披露要求整理。

因为一些原因，小米集团暂停了在A股发行CDR的事宜，所以根据中国会计准则的财务报表自2018年3月之后没有继续更新，所以财务分析部分主要基于小米集团在港交所披露的信息，但因为小米集团向证监会披露的材料在很多地方更为详尽，本部分也会参考小米集团发行CDR的招股说明书。

5.1.1 小米在港交所披露的利润表

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
报告期	中报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业收入	796	1,146	684	668
营业成本	-697	-995	-612	-641
毛利	100	152	72	27
投资公允价值变动	23	64	27	28
其他收入	4	4	5	5
其他（亏损）/收益净额	1	1	-5	-4
营业利润	-42	122	38	14
可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损)	125	-541	-25	-88
所得税	-6	-21	-7	-2
净利润(含少数股东权益)	76	-439	5	-76
净利润(不含少数股东权益)	76	-438	6	-76

5.1 小米究竟有多少利润？

净利润 VS 经调整净利润

备注：

其他收入：包括政府补助、增值税及其他退税、股利收入、理财产品收入

其他（亏损）/收益净额：处置投资收益、投资重新计量及减值、汇兑亏损净额、其他

我们发现，因为可转换可赎回优先股的公允价值变动收益巨大，使得最终的净利润完全失真，小米集团在上市前进行了多轮优先股融资，优先股融资在会计上按照负债进行核算，因为小米估值迅速上涨，优先股的公允价值不断上涨，在会计核算上会造成大额亏损（实际并未发生）。

向港交所提交的招股书上同时披露了经调整利润，通俗讲，即小米集团管理层认为按照国际财务报告准则计量的净利润并不能很好的反应公司的业绩，所以小米在满足监管的要求之后，自行调整出管理层认为可以更好反应公司经营业绩的净利润。

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
净利润(不含少数股东权益)	76	-438	6	-76
可转换可赎回优先股公允价值变动	-124	541	25.2	87.6
以股份为基础的薪酬	110	9.1	8.7	6.9
投资公允价值增益净值	-23	-57.3	-19.9	-21.3
收购所得无形资产摊销	0.01	0.02	0.03	0.03
经调整净利润	38.2	53.6	19	-3

5.1 小米究竟有多少利润？

5.1.2 小米集团在证监会披露的利润表

净利润层面，按照国际会计准则和按照中国会计准则最终得到的数值一样，但同样的，最终得到的净利润失真非常严重，中国证监会要求披露扣除非经常性损益的净利润，与在港交所披露的经调整净利润相比，相同之处是都扣除了很多非经常性损益（不是每年都有的）、不同之处是非经常性损益是按照证监会要求核算、并经过注册会计师核验的，并非按照管理层的意愿来调整，我们将重要的调整事项列出：

	2018- 03-31	2017- 12-31	2016- 12-31	2015- 12-31
净利润(不含少数股东权益)	-70.27	-438	6	-76
计入当期损益的政府补助	1	1.2	2.2	0.9
委托他人投资或管理资产的收益	0.6	2.2	1.1	3.9
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、金融负债的公允价值变动损益	-83	-477.5	1.4	-59
其中：可转换可赎回优先股的公允价值变动	-100	-541	-25	-87.6
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的股权投资的公允价值变动	17	63	27	28
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的股利及处置该等金融资产的收益	2.1	3.5	1.9	5.2
非经常性损益合计	-80	-470	6.6	48.7
所得税影响金额	-0.2	-7.7	-3.5	-4.6
扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润	10.4	39.5	2.3	-22.4

5.1 小米究竟有多少利润？

5.1.3 我们对小米净利润的理解

我们认为，港股的经调整利润因为没有把以股份支付的费用考虑进去，所以导致小米利润高估，但是A股的扣非净利润扣除的过多，比如把委托他人管理资产的收益也扣除了，导致小米利润低估，我们认为将港股的经调整利润减去股份支付费用以后，可以较好体现公司除投资以外的净利润（后文我们简称非投资净利润）

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
净利润(不含少数股东权益)	76	-438	6	-76
经调整净利润（港股）	38.2	53.6	19	-3
扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润（A股）		39.5	2.3	-22.4
非投资净利润	27.2	44.5	10.3	6.9

关于股份支付：

这个问题说得再通俗点就是以股份为基础的薪酬在计算净利润时是否应该确认为费用。

以股份为基础的薪酬包括期权和限制性股票等，我们以期权举例说明，巴菲特对期权做过论述：“如果期权不是报酬的一种形式，那它是什么？如果报酬不是一种费用，那它又是什么？如果费用不列入收益的计算中，那它到底怎么处理？”。

经调整净利润之所以不把期权激励当做费用，主要原因是公司并不需要付出现金流，但这种理由是站不住脚的。我们可以想象期权激励是分两步走，先为给员工发了一笔现金薪酬，然后员工又用现金购买了公司股份的期权，这样理解就清楚多了，所以我们认为以股份为基础的薪酬当然要确认为费用。

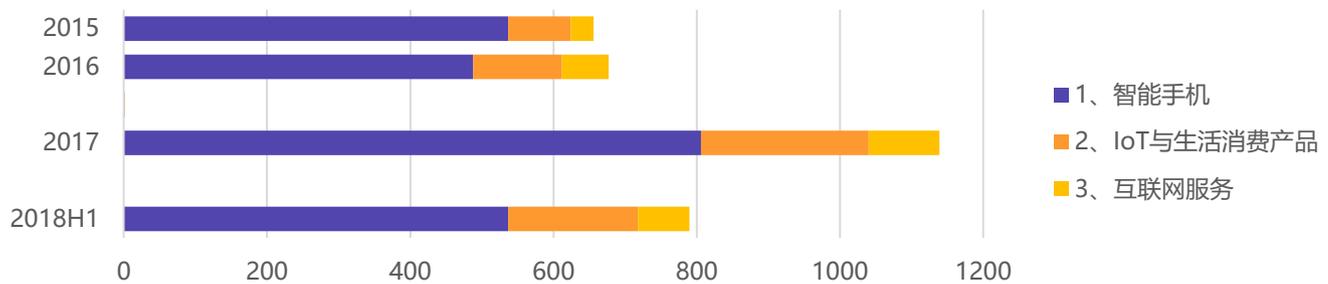
2018年2季度，公司一次性摊销了向雷军支付的以股份为基础的薪酬99亿元人民币，上表中我们将这99亿元费用做了剔除，否则净利润将失真。

5.2 小米的盈利能力

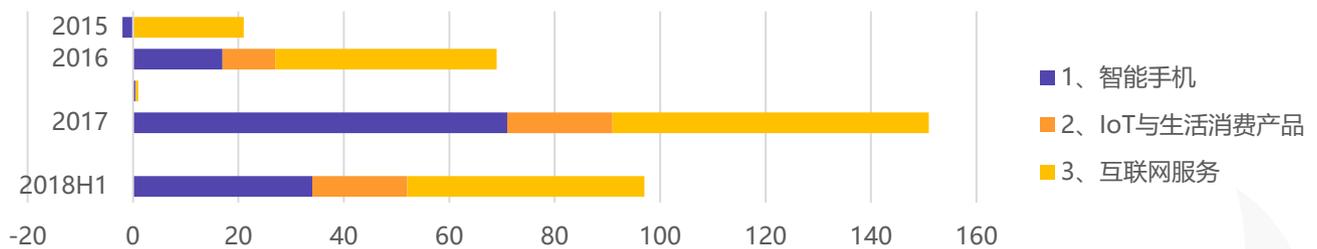
因为小米的商业模式是硬件导流，软件变现，所以考量公司的净利水平意义不大，这里我们主要考量营业收入和毛利。

5.2.1 分部营业收入和毛利

小米集团分产品营收金额 单位：亿元



小米集团分产品毛利金额 单位：亿元



我们发现，在毛利方面，2017年手机、互联网服务和IoT的毛利占比分别为47%、38%、9%，从占比变动来看，互联网服务和IoT的占比逐渐提升。

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
2、IoT与生活消费产品	181	234	124	87
(1) 核心自家产品		100	46	38
(2) 生态链产品		134	78	49
3、互联网服务	72	99	65	32
(1) 广告		56	38	18
(2) 互联网增值服务		43	27	14

5.2 小米的盈利能力

5.2.2 同业对比

小米集团智能手机毛利率与同业可比公司比较情况：

公司	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
苹果	38.37%	38.47%	39.08%	40.06%
三星电子	-	46.03%	40.42%	38.46%
平均值	38.37%	42.25%	39.75%	39.26%
小米	8.49%	11.59%	5.72%	3.25%

注：

1、苹果及三星电子未公布细分业务数据的毛利率数据，其毛利率为综合毛利率

2、数据来源：Wind 资讯

报告期内小米智能手机业务的毛利率与同行业可比公司相比偏低，苹果和三星电子的综合毛利率包含其他高毛利率产品（例如互联网服务），因此其综合毛利率水平较手机业务可能偏高；此外毛利水平也体现出小米手机业务确实践行了小米反复宣称的“成本定价”原则。

IoT与生活消费品以及互联网业务的盈利情况已经在第3章和第4章进行了分析，这里不再赘述。

5.3 成长能力

小米三条业务线高歌猛进，IoT一马当先

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
营业收入	796	1,146	684	668
营业收入增速	75% (前两季度)	68%	2%	
智能手机收入				
收入	537	806	488	537
增速	58.7% (第二季度)	65%	-9%	
IoT与生活消费产品				
收入	181	234	124	87
同比增速	104% (第二季度)	89%	43%	
互联网服务				
收入	72	99	65	32
同比增速	63.6% (第二季度)	52%	103%	
中国大陆				
收入	508	825	593	628
收入同比增速		39%	-6%	
全球其他地区				
收入	289	321	92	41
收入同比增速		249%	124%	

我们发现小米2017年和2018年上半年营业收入增速很快，业务分部来看，IoT与生活消费品增速尤为出众；地域分布来看，全球其他地方营业收入激增。

5.4 偿债能力

从偿债能力看，小米集团的多项指标都较为合理

	2018-06-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
资产负债率	64%	62%	53%	51%
流动比率	1.25	1.30	1.18	1.52
速动比率	0.91	0.95	0.85	0.99
保守速动比率	0.70	0.70	0.75	0.83

注：资产负债率等指标已经对可转换优先股进行了处理（将可转换优先股并入了所有者权益）。

从同业对比来看，各项指标都处于正常区间。

	2018年3月31日			2017年12月31日		
公司	流动比率	速动比率	资产负债率	流动比率	速动比率	资产负债率
苹果	1.24	1.2	66%	1.28	1.23	64%
三星电子	-	-	-	2.19	1.82	29%
百度	2	-	49%	1.84	-	48%
阿里巴巴	-	-	-	1.89	-	39%
腾讯	1.21	1.2	51%	1.18	1.17	50%
平均值	1.48	1.2	55%	1.68	1.41	46%
本公司	1.35	1.01	-	1.3	0.95	62%
	2016年12月31日			2015年12月31日		
公司	流动比率	速动比率	资产负债率	流动比率	速动比率	资产负债率
苹果	1.35	1.33	60%	1.11	1.08	59%
三星电子	2.59	2.25	26%	2.47	2.1	26%
百度	2.16	-	46%	3	-	43%
阿里巴巴	1.95	-	36%	2.58	-	31%
腾讯	1.47	1.47	53%	1.25	1.25	60%
平均值	1.9	1.68	44%	2.08	1.48	44%
本公司	1.18	0.85	53%	1.52	0.99	51%

5.5 营运能力

现金周转周期为负，充分说明了小米的市场地位及信誉

小米集团	2018/3/31	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
存货周转天数	47.0	44.7	51.0	49.0
贸易应收账款周转天数	15.1	11.9	9.4	7.0
贸易应付账款周转天数	95.0	95.0	95.8	76.0
现金周转周期 (天)	-32.9	-38.4	-35.4	-20.0

注：现金周转周期 = 存货周转天数 + 贸易应收账款周转天数 - 贸易应付账款周转天数

现金周转天数是企业的经营中从付出现金到收到现金所需的平均时间，天数为负可以理解为企业先收到现金，然后才付出现金，是非常理想的运营状态，极大的减少了公司对资本的需求。

从绝对指标来看，小米集团的营运能力良好，现金周转周期为负（占用上下游资金），说明公司现金流良好，同时体现了公司的市场地位和对上下游产业的市场信誉。

可比公司对比来看，小米的现金周转周期远低于联想和美的，**原因主要有两点**，一是小米靠自有渠道出货（电商和小米之家）占比超过30%，对第三方渠道依赖较小，应收账款天然比例较低；同时，小米的强势市场地位使得小米对上游供应链和下游渠道都有很强的话语权，体现在财报上就是应付账款周转天数较长；考虑到联想和美的也是极其优秀的企业，小米的现金周转周期可谓表现十分出色。与苹果相比，小米仍有差距，考虑到苹果在全球的绝对强势地位，我们认为这个差距可以理解。

现金周转周期 (天)	2018/3/31	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
小米	-32.9	-38.4	-35.4	-20.0
苹果	-75.6	-87.7	-68.9	-68.9
联想	10.3	10.5	10.7	30.7
美的	10.9	7.8	0.9	4.4

5.6 小米的现金流量表分析

剔除互联网金融业务造成的影响，小米现金流状况良好

	2018/06/ 30	2017/12/ 31	2016/12/ 31	2015/12/ 31
经调整净利润	38.2	53.6	19	-3
经营性现金流净额	61	-10 (57)	45	-26
经调整净利润	38.2	53.6	19	-3
投资活动产生的现金流量净额	-38	-27	-37	9
筹资活动产生的现金流量净额	12	62	-1	6
现金及现金等价物净增加额	35	25	7	-12
期初现金及现金等价物余额	116	92	84	93
汇率变动对现金的影响	-2	-2	1	3
期末现金及现金等价物余额	149	116	92	84

小米整体现金流量表现良好，2017年经营性现金流-10亿（其中因为互联网小贷业务导致了大量的经营性现金流出），剔除互联网金融业务影响后，2017年经营性现金流达 57亿，整体保持可以自我造血，跟我们调整后的“经调整净利润（扣除股份支付）” 44.5亿接近，投资产生的现金流流出由筹资产生的现金流流入补充，整体形成了良性循环。

5.7 其他综合收益

大额其他综合收益主要源于汇率变化

	2018/06/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
其他综合收益 (单位: 亿)	-18	79	-68	-55

我们发现小米其他综合收益较高，平均每年都有或正或负的几十亿，这些其他综合收益主要来自于小米集团将财务报表的功能货币美元换算为呈报货币人民币，以2017年的79亿其他综合收益为例，因为小米手机需要大量从美国进口芯片等原材料，所以小米有大量以美元计量的应付账款，而2017年全年人民币兑美元一直在升值，支付美元应付账款所需的人民币减少了，所以其他综合收益为正，其他年份类似，从2015年1月到2018年10月的美元兑人民币的中间价如下图（数字增大代表人民币贬值）。

所以汇率变动也是小米集团的一个风险。



注：小米集团体系内各实体的财务资料所列项目均以该实体经营所在的主要经济环境的货币计量，小米集团注册在开曼群岛，所以小米集团的功能货币定为美元；同时，因为小米集团的主要附属公司（如小米科技）在中国大陆注册成立并主要在中国大陆开展业务，所以附属公司视人民币为功能货币。所以合并财务报表层面，小米集团采用人民币作为列报货币。



6. 用“苹果+腾讯+红杉”的方式计算小米的估值



6.1 估值方法概述

6.2 小米互联网估值

6.3 小米手机估值

6.4 小米IOT与生活消费品估值

6.5 小米投资估值



6.1 估值方法概述

如何为小米估值？为什么普通估值方法行不通？

小米集团是一家非常多元公司，即做智能手机等硬件、又提供互联网服务、又做自有电商等新零售平台、同时也做股权投资，小米上市路演时，投资人普遍认为小米的硬件应该对标苹果，软件应该对标腾讯，软硬件相加从而测算小米的价值如何；创始人雷军曾戏谑称小米的估值应该是“苹果×腾讯”。

普通市盈率估值方法的问题

一个企业的估值最常用的方法：估值=净利润×市盈率，这种估值方法存在一些问题：

(1) 小米的净利润一方面包含了大量投资收益（如2017年有64亿的投资公允价值变动），不具备经常性，不适用市盈率估值法，又因为小米的投资业务规模很大，不能不考虑投资板块的价值；

(2) 非投资业务中包含手机、IoT和互联网服务，不同业务线因为成长性的不同应该适用不同的市盈率；

因为以上两个原因，直接给小米一个整体市盈率进行估值的方法行不通。

分解法

从物理学来看，当一个整体问题太过复杂很难研究清楚时，可以用分解法进行分析，我们认为，物理学中的分解法可以为计算小米估值提供重要借鉴意义，小米的硬件以智能手机为主，对标苹果是合理的；互联网服务以广告和游戏为主，对标腾讯是合理的；同时小米已经投资了的210家生态链企业，这些投资不应该被忽视，投资业务对标以红杉为代表的投资机构是合理的；我们尝试使用“苹果+腾讯+红杉”的方式对小米的估值做一次测算。

相对估值

需要强调的是，我们的测算是基于小米集团在港股上市，在全球现有的上市公司估值体系下（对标公司的市盈率以2018年11月2日收盘价为准），结合我们对小米集团的理解和主观判断，对小米集团的合理价值进行评估，最终评估结果仅能代表小米在目前全球资本市场的估值体系下被高估还是低估。

6.1 估值方法概述

用分解法来测算小米的合理估值

拆分与难点

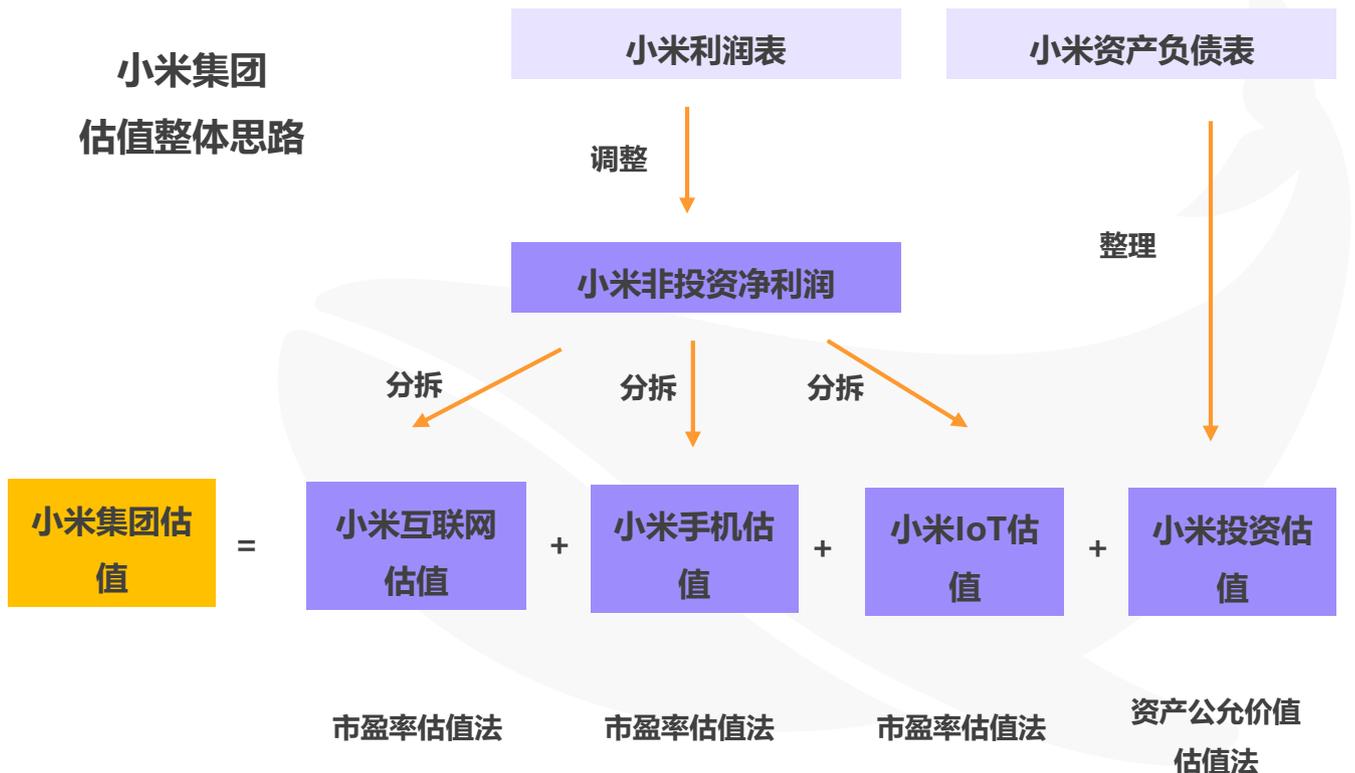
我们假设小米集团旗下有小米互联网、小米手机、小米IOT与生活消费品（简称小米IoT）、小米投资四家公司，最终小米集团的估值应该是四家公司估值之和，前三部分的营收、毛利在小米利润表中有详细披露，投资在资产负债表中有详细披露，前面财务分析部分已经将小米集团的非投资净利润调整出来，最终分解法测算的难点是如何将非投资净利润拆分到互联网、手机和IoT三个公司中。

关于重复计算

小米投资对小米集团利润表造成的影响并不包括在小米非投资净利润里，所以小米投资用资产估值，而另外三家公司用市盈率估值，并不存在重复计算。

执行

以2017年年报为例，小米集团除投资业务外，共实现非投资净利润44.5亿元，接下来我们要将这44.5亿元的净利润分配到小米互联网、小米手机、小米IOT与生活消费品。



6.2 小米互联网估值

小米互联网与腾讯可比性最强

首先，要假设小米互联网这家公司的净利率，通过对比BAT的净利率水平，我们发现互联网公司因为变现方式（广告、游戏）、成本结构（主要是人力）都比较类似，导致最终净利率水平差距不大，参考BAT的净利水平，我们假设：

关键假设：小米互联网的净利率25%；小米互联网的静态市盈率（估值除以2017年净利润）为34倍PE，与腾讯的静态市盈率相等。

假设原因：净利率方面，2017年BAT净利率水平为22%-30%；我们取了的中位数25%；用腾讯的静态市盈率作为小米互联网的估值假设原因有四点：

第一，可比性最强：因为小米互联网的主要变现方式是广告和游戏（在营收中占比超过80%），与腾讯的业务最为相似，

第二，收入增速相似：2017年腾讯收入增速56%，小米互联网增速52%

第三，业务较为专一：虽然腾讯也是多元化公司，但是广告和游戏占比高，投资业务主要以可供出售金融资产进行核算（所以公允价值变动不进入净利润）。

第四，腾讯同样在港股上市：腾讯与小米互联网同处一个估值体系内，且腾讯上市时间较长，市场对其价值发现较为充分和成熟。

净利率 (%)	代码	2018/6/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
腾讯	0700.HK	29	30	27	28
阿里巴巴	BABA.N	16	25	26	70
百度	BIDU.O	23	22	16	49

时间：2018年11月2日	代码	静态市盈率	2017年收入增速	2016年收入增速	2015年收入增速
腾讯	0700.HK	34	56	48	30
阿里巴巴	BABA.N	37	58	56	33
百度	BIDU.O	24	20	6	35
小米			52	103	

注：静态市盈率=2018年11月2日公司市值÷2017年净利润

6.2 小米互联网估值

我们估算，小米互联网价值943亿人民币

估值结论如下：

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
小米互联网收入	32	65	99	139	180	216
互联网净利润 (25%)	8	16.3	24.8	35	45	54
收入利润增速		103%	52%	40%	30%	20%
市盈率假设			34			
估值			843.2			
估值 (加互联网金融)			943.2			
估值对应未来市盈率				27	21	17

注：

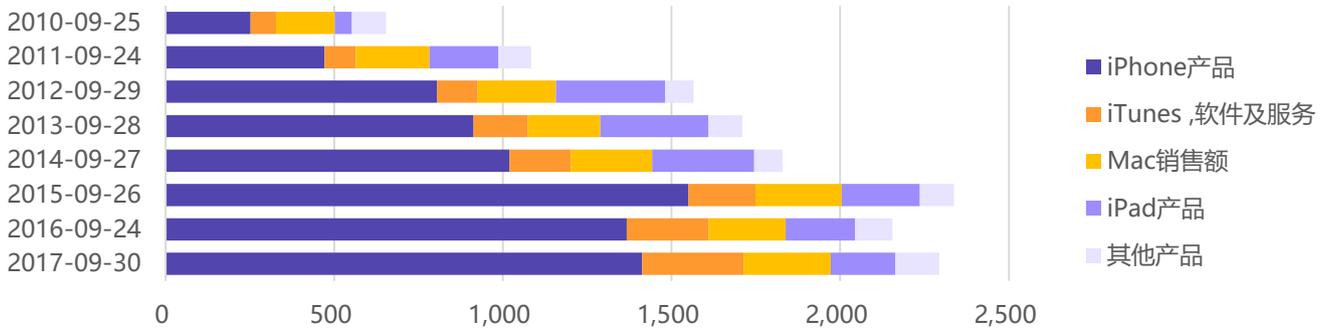
颜色： 绿底数字代表关键假设，紫底数字代表关键预测，黄底数字代表测算结果

互联网金融： 根据公开报道，微众银行2017年贷款余额477亿元，截至2018年估值已经超过1000亿元，类比小米金融贷款余额达到了84亿，但小米金融业务目前仍几乎没有盈利，所以市盈率估值法可以认为没有考虑金融业务，类比微众银行我们认为小米金融集团估值可以按200亿计算，但是小米金融未来将从集团剥离出去，仅做参股公司，所以我们认为小米金融为小米集团提高估值100亿元左右。

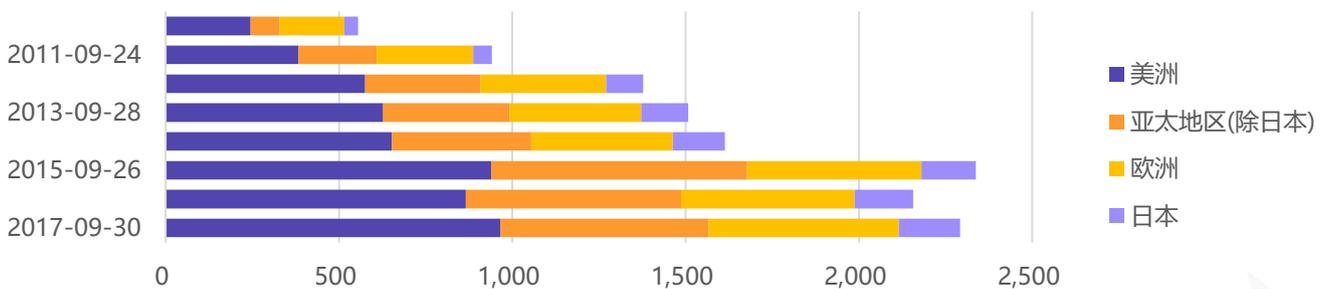
6.3 小米手机估值

苹果是小米手机公司最具有可比性的公司，我们对两家公司进行对比。

苹果公司分产品销售情况 单位：亿美元



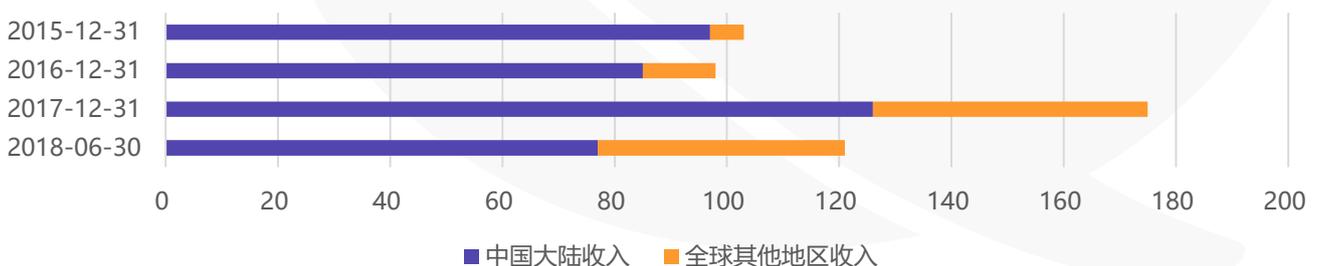
苹果公司分地区销售情况 单位：亿美元



我们发现，苹果无论是从分产品来看还是从分地区来看，营业收入增长都已经进入了缓慢增长甚至负增长的阶段。

考虑到小米手机受益于全球智能手机换机潮（尤其是印度、非洲等发展中国家），小米的极致性价比路线可以快速打开市场，境外销售想象力较大，同时随着小米之家等线下渠道的铺设，线下销量也不断增高，相关财务数据也证明了这个逻辑。

小米智能手机分地区营业收入情况 单位：亿元



6.3 小米手机估值

小米手机业务估值528亿

非投资净利润拆分方法：参考手机和IoT的毛利，我们将2017年的硬件净利润的三分之一分给了小米IoT（即6.6亿），三分之二分给了小米手机（即13.2亿），并据此计算出2017年小米手机业务净利润率为1.6%，并假设未来保持不变。

关键假设：小米手机静态PE40倍；小米手机业务净利率保持1.6%；2018、2019、2020年的收入利润增速达到50%、25%、10%。

假设分析：苹果的静态市盈率（PE）为22倍，考虑到增速不同，我们给与小米手机业务40倍静态PE，按照我们预测，我们测算的估值对应小米手机2019年净利润的PE为22倍，与苹果现在的静态市盈率相等，考虑到苹果增长基本已经停滞，我们认为这样假设是合理的。

	2018-06-30	2017-12-31
小米智能手机毛利 (亿)	34	71
小米IoT与生活消费产品毛利 (亿)	18	20

	2017/12/31
小米非投资净利润	44.5
小米互联网净利润 (25%净利润)	24.8
小米硬件净利润	19.75
其中：手机净利润 (2/3)	13.2
其中：IoT和生活消费品净利润 (1/3)	6.6

估值结论如下：

智能手机	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	537	488	806	1209	1511	1662
净利润 (1.6%)	-0.7	-4.0	13.2	19.3	24.2	26.6
收入利润增速		-9%	65%	50%	25%	10%
市盈率假设			40			
估值			528			
估值对应未来市盈率				27	22	20

注：表中绿色假设、紫色预测、黄色结论。

6.4 小米IoT与生活消费品估值

IOT与生活消费品估值1320亿

考虑到生态链模式已经成型，同时小米连接的智能硬件设备已经超过1亿部，IoT的想象空间巨大，相关分析在第3章已经做了充分分析，这里不再赘述。

此外，小米的新零售布局最终在财务报表上也会体现在这个版块，目前小米有品已经开始上架非小米生态链的商品，小米做精选零售平台的意图已经明朗，未来无论是类似京东这种赚差价模式、还是天猫这种收服务费的模式，都具有巨大的盈利想象空间，这部分分析也在第3章有比较充分的讨论。

核心假设：

我们按照2017年的净利润给与小米IoT 200倍静态PE（市盈率）。

我们预计这部分的营收和利润增速在2018、2019、2020年分别为90%、80%、70%。

根据上文计算2017年IoT净利润为6.6亿，以此计算净利率2.8%，假设未来IoT与生活消费品的净利率保持3%不变。

假设分析：小米IoT2017年全年实现增速89%，2018年2季度实现增速104%，我们认为小米IoT的收入增长由两方面驱动，一是生态产品本身的增长，而是生态产品品类的扩充，我们认为未来三年小米IoT都将保持高速增长，我们测算的估值以2020年的净利润计算为32倍PE。

估值表如下：

IoT与生活消费品	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	87	124	234	445	800	1360
净利润 (3%)	-0.4	-2.0	6.6	13.3	24.0	40.8
收入利润增速		43%	89%	90%	80%	70%
市盈率假设			200			
估值			1320			
估值对应未来市盈率				99	55	32

注：表中绿色为假设、紫色为预测、黄色为结论。

6.5 小米投资估值

从投资数量来看，小米投资可以跻身国内一线VC PE

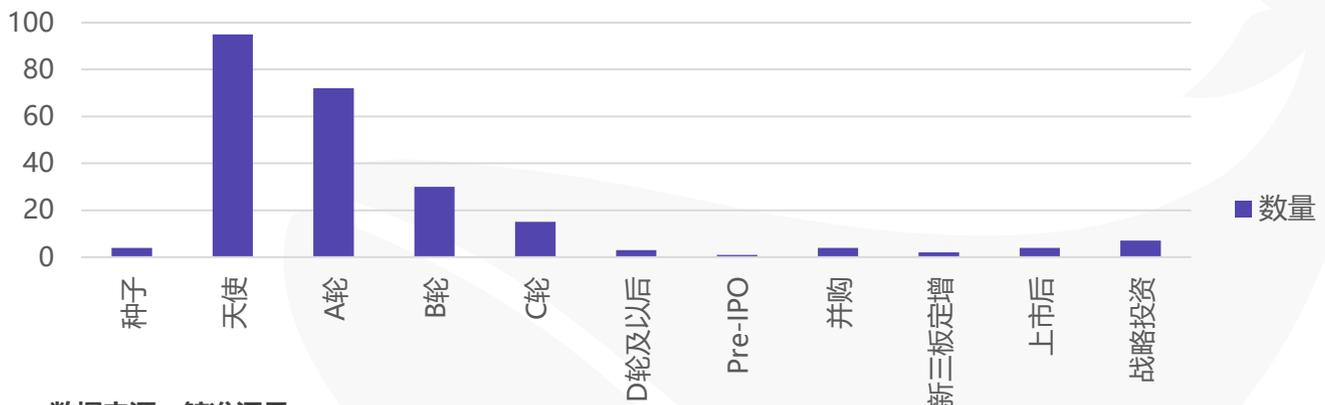
截至2018年6月，小米集团已经累计投资了超过210家生态链企业，其中超过90公司专注于发展和生产智能硬件产品。行业分布来看，据招股书，生态链企业主要包括物联网及家居产品、互联网内容与娱乐、移动互联网企业、互联网金融及人工智能；根据鲸准洞见数据库，不同行业分布及轮次分布如下图所示，从投资数量来看，小米投资已经可以跻身国内一线VC PE。

小米分行业投资布局



数据来源：鲸准洞见

小米分轮次投资布局



数据来源：鲸准洞见

从数据可以看出，小米投资的轮次偏好是早期的天使和A轮；行业偏好来看，小米围绕手机业务做了大量文娱传媒投资，围绕IoT业务做了大量硬件投资。

6.5 小米投资估值

从资产负债表中把投资相关科目分拆出来

我们需要评估小米投资的价值，就需要系统地梳理小米的资产负债表，将资产负债表中跟投资相关的科目寻找出来，同时剔除掉投资银行理财产品等短期投资。

梳理之后，小米的股权投资可以分为“按权益法入账之联营公司投资”和“按公允价值计入损益之长期投资”

(1) 按权益法入账之联营公司投资

本科目列示小米集团对其有重大影响的公司，通常持股比例在20%-50%，典型代表如迅雷、华米、新网银行、爱奇艺等。

	实体名称	持股比例 (2018年6月)	对应市值 (20181102)	主营业务
上市实体	迅雷	28%	10亿	提供云计算服务
	华米	14.6%	6亿	销售智能穿戴设备
	爱奇艺	7%	70亿	在线视频播放
非上市实体	新网银行	29.5%		提供互联网银行服务

小米对联营公司的投资金额如下：

	2018/06/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
按权益法入账之联营公司投资	75.0	17	18.5	17.3
——上市实体	59.5	3.9	5	12.1
——非上市实体	15.5	13.2	13.5	5.2

迅雷、华米、爱奇艺三家上市联营公司对应的市值合计约为86亿（2018年11月2日），已经高于所有联营公司（上市+非上市）的账面价值。

6.5 小米投资估值

小米对大多数生态链企业的投资是权益投资或优先股投资

(2) 按公允价值计入损益之长期投资

除了像华米之类较为特别的生态链公司，大多生态链企业的投资基本上都是以权益投资和优先股投资的形式。

权益投资即小米集团投资的是相关企业的普通股，典型代表如小米对美的集团的投资；

优先股投资即小米集团以附有优先权的普通股或可转换可赎回优先股的形式对相关企业进行投资，小米对生态链企业的投资大多属于优先股投资，一般当生态链企业上市以后，优先股会自动转成普通股，届时再按照小米集团对生态链企业的控制程度转为其他科目列示，如爱奇艺上市之后，因为对爱奇艺具有重大影响，所以小米集团将其从优先股投资改为按权益法入账之联营公司投资。

在小米的资产负债表中，不同类型的投资金额如下

	2018/06/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
权益投资	78.7	74.5	45	38.8
——上市		57.6	33	30.3
——非上市		16.8	12	8.5
优先股投资	83.6	114.1	78.5	45.1
长期投资合计	162.3	188.6	123.5	83.9

说明：需要再次强调的是，小米投资的存在与否并不直接影响小米经营性业务的开展（及时没有股权关系，小米和生态链企业仍然可以合作，并对收益分成），所以小米投资可以单独拆分出来以资产估值法的方法计算，且并不存在重复计算。

6.5 小米投资估值

小米投资价值237亿元

(3) 小米集团股权投资合计

	2018/06/30	2017/12/31	2016/12/31	2015/12/31
长期投资合计	162.3	188.6	123.5	83.9
按权益法入账之 联营公司投资	75.0	17	18.5	17.3
合计	237.3	205.6	142	101.2

我们认为，小米的股权投资方面，除联营公司外，上市公司的账面价值是按照市值和持股比例计算的，账面价值合理，非上市公司的投资超过200家，截至2018年6月底，小米集团对非上市公司的股权投资合计110亿左右，我们认为这个账面价值比较合理，甚至可能会有所低估，下表列出几家重要未上市生态链企业的情况。

生态链企业	产品	小米占股	估值 or 市值 (人民币)	归属于小米投资的价值
智米	空气净化器	35%	70亿	24亿
紫米	充电宝	20%	70亿	10亿
石头世纪	扫地机器人	11.8%	--	--
九号联合	平衡车	11%	100亿	11亿
万魔声学	耳机	17.9%	--	--
云米 (美股上市)	净水器	16.8%	50亿	8亿

说明：占股比例来自招股说明书，非上市企业估值水平来自媒体报道，云米市值取2018年11月2日收盘市值。

股权比例截至日期：2018年6月

综上，保守起见，我们以资产负债表中股权投资的账面价值做为小米投资的公允价值，即237亿元。

6.6 小米集团价值几何？

我们对小米集团的估值测算为3028亿人民币

我们将上述小米互联网、小米手机、小米IoT与生活消费品、小米股权投资等四家公司的估值合计即可得到小米集团的总估值，估值如下：

小米互联网估值	943
小米手机估值	528
小米IOT与生活消费品估值	1320
小米股权投资估值	237
小米集团估值合计（亿元）	3028

时间	2018年11月2日
小米集团总市值（港币）	3046亿港币
港币与人民币汇率（2018年11月2日）	1人民币=0.8825港币
小米集团总市值（人民币）	2688亿人民币

我们对小米集团的估值测算为3028亿人民币，2018年11月2日小米集团总市值为2688亿人民币。

因此，我们认为，小米集团在当下时点，市值存在一定程度的低估。

下表列出了我们对小米集团未来的营收和非投资净利润的关键预测，以及我们的估值测算对应未来非投资净利润的静态市盈率，供报告读者参考。

小米集团	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	656	677	1139	1792	2492	3239
非投资净利润（亿元）	7	10	45	67	93	121
估值对应未来市盈率			68	45	32	25

7. 小米集团的想象空间与风险挑战

物联网帝国 & 精选零售商

物联网帝国

小米招股书披露，截至2018年3月，小米已经连接了1亿台智能设备（除手机和电脑），其中大多是智能家居设备、可穿戴设备等，成为了全球最大的消费物联网平台，我们认为现在的小米某种程度上可以与当年拥有1亿用户时的QQ类比，新的智能硬件只有进入小米体系才能与存量的1亿设备互联互通互动，而小米控制了开发者平台、用户端管理硬件的APP、零售渠道等标准化程度高、规模效应强的环节，同时这些环节位于微笑曲线的两端。

互联网时代、移动互联网时代，全球分别都出现了一批万亿市值（人民币）的伟大公司，物联网时代，小米已经具有极强的先发优势，未来的物联网帝国想象空间巨大。

精选零售商，服务于消费升级

目前，我国人均GDP已经超过了8000美元，中产已然崛起，消费升级是未来超过十年的长期趋势，小米践行“高端产品大众化”、“大众产品品质化”两个原则，通过生态链模式不断扩充产品品类，通过小米商城、小米有品、米家APP、小米之家等线上线下渠道的铺设不断扩充覆盖的人群，提供消费升级类产品，对标好市多、阿尔迪，一站式解决选择困难症，目前阶段小米的产品已经形成了口碑，一定程度上占领了用户的心智。

零售因为标准化程度高，同时位于微笑曲线的一段，所以在不同的历史阶段涌现了沃尔玛、亚马逊、阿里巴巴等巨头，小米会不会是下一个？

7. 小米集团的想象空间与风险挑战

风险与挑战

生态链模式“一荣俱荣、一损俱损”

小米生态链模式，使得小米和生态链企业深度绑定，共享品牌、口碑、用户等资源，但绑定太深容易一荣俱荣、一损俱损；如果某些产品出现较大问题，影响的是整个体系的口碑和声誉。

专利壁垒不够牢固，芯片高度依赖供应商

小米手机专利壁垒依旧不够牢固，尤其在海外市场易遭受相关起诉；同时手机业务高度依赖高通等芯片厂商，中美贸易摩擦等不可控风险可能会对小米造成沉重的打击，而且人民币如果出现较大幅度贬值，也会使得小米的采购成本大幅攀升。

小米的互联网服务粘性不强

小米的互联网服务是小米变现的主力军，但是我们发现小米赖以变现的应用商店、游戏中心等APP产品均不具备很强的粘性，即如果用户不用小米手机了基本不会专门下载这些APP，这些APP主要是通过手机预装且不可卸载半强制让用户使用，所以如果小米手机的活跃用户下降，那么小米互联网服务几乎不可避免跟着下滑。

小米金融业务剥离

小米金融业务的逐渐剥离，使得上市主体小米集团失去一块可能会产生高额利润的业务。

使用开源软件的风险

小米MUI系统是基于安卓系统的订制，考虑到近期欧盟与谷歌公司之间的摩擦，这方面也是一个不容忽视的风险。

JINGDATA介绍—鲸准研究院



数据掘金

依据JINGDATA数据库内60万优质项目，上百种数据维度，从行业、地域、资本等多个维度进行数据深入挖掘。



创投洞见

7年创投领域深耕，一线投资人、优质创业者人脉积累，对创投领域进行深入洞察。



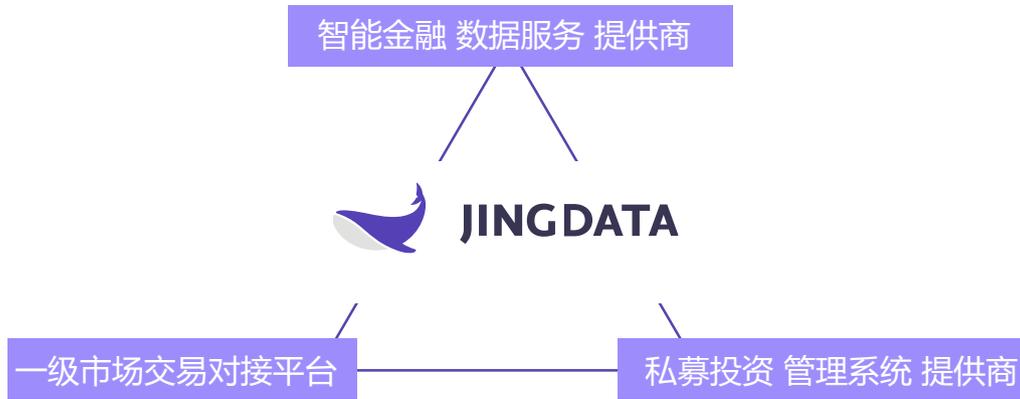
行业剖析

各领域资深分析师多年行业持续积累，定性定量结合对行业进行深入剖析。

JINGDATA · 数据报告

- 创投数据分析报告
- 行业深度分析报告
- 商业化定制报告
- 标准定期报告
- 政府双创报告

JINGDATA介绍—产品&数据



关于JINGDATA

数据来源





JINGDATA

—— 行业领先的金融信息服务商 ——



扫码试用JINGDATA产品

JINGDATA是36氪集团旗下国内领先的一站式金融数据研究服务平台，收录国内外金融市场最新最全的投融资数据，针对创业者、投资人、投资机构、银行、券商等金融市场从业人员，推出投融资信息对接平台 JINGDATA·对接平台；数据+终端 覆盖募投管退全业务流程的投资管理系统 JINGDATA·资管；一站式全领域商业数据查询平台 JINGDATA·洞见三款产品。