

什么是高效零售？小米之家给出的答案

——小米生态链系列研究之三

行业动态

◆何为小米之家？小米线下新零售的主阵地

小米的线下渠道包括小米之家（自建自营）、小米专卖店（他建自营）、小米授权店（他建他营，县级以上）、小米直供点（他建他营，县镇市场）等形式。小米之家是小米线下高效零售的主阵地，扩张势如破竹，截至2019年2月，大陆小米之家/专卖店已经接近600家，小米授权店已经达到了1100家，而小米直供点目前渗透到全国560多个县区。

◆直观感受：清爽舒适，常逛常新

我们走访了全国五处小米线下店，包括小米之家和小米专卖店，样本基本涵盖了一二三四线城市。小米之家的风格都非常鲜明，有两点直观感受：（1）装修风格一致，清爽舒适。装修风格整体呈现简约的科技风，但很有亲和力。（2）货品琳琅满目，常逛常新。小米之家出样的SKU很多，手机、电脑、生态链爆品和有品专区，琳琅满目，非常好逛。

◆经营结果：高效率，低费用，存活率极高

从我们了解的情况来看，运营时间超过半年的小米之家/专卖店基本都实现了盈亏平衡，秘诀就是超高坪效，我们走访的五家小米之家店均坪效仍在20万元/平米/年以上。小米之家的租金费用率和人工费用率分别不超过3%和3.5%，总费用率不超过8%，门店存活率极高。

◆小米之家的高坪效到底有何秘诀？

我们将零售额公式简化为零售额=流量×转化率×客单价，小米形成了一套可复制的高坪效“打法”。综合来看，小米之家的高坪效胜在流量和转化率，但客单价并不占优。超高的流量和转化率背后，有小米富有活力的产品组合和极致性价比的价值主张作为支撑，尤其是小米以消费电子和家用电器为主的核心产品池，对产品能力提出了更高要求。

◆小米新零售模式下一步的努力方向

进一步提升门店效率的核心依然在产品端：（1）保持小米手机的吸引力；（2）打造低价走量爆品+突破高单价大单品；（3）通过有品扩张品类边界。假如小米想要在上述方向上有所突破，则在下一阶段的经营战略和财务表现上大概率出现如下变化：（1）加大研发&供应链投入力度。（2）大家电成为最重要的产品战略之一。

◆高效零售势不可挡，不如积极拥抱变革

小米之家在零售环节的诸多实践和我们对未来渠道变革方向的判断不谋而合，对于传统厂商来说，不如积极拥抱变革，走向高效零售。当然，在进一步强化右端“高效零售”的同时，产业链左端的“优质产品与品牌运营”同样重要，小米需要尽快进入补强左端能力的阶段。

◆风险分析：小米持续提升大家电产品竞争力；小米以极低的加价率冲击家电定价体系。

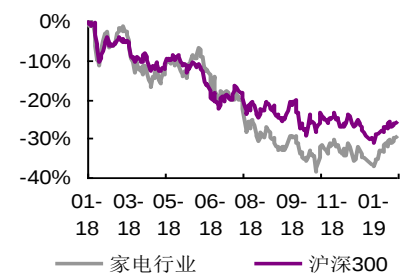
增持（维持）

分析师

金星（执业证书编号：S0930518030003）
021-52523878
jinxing@ebsecn.com

甘骏（执业证书编号：S0930518030002）
021-52523877
ganjun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从米家空调到洗烘一体机，产业变革正滚滚而来——小米生态链系列研究（2）
.....2019-01-01
对于传统品牌来说，最好的反击是自我进化——米家空调对空调行业的影响和启示
.....2018-07-31

目 录

1、 何为小米之家？小米线下新零售的主战场	5
2、 直观感受：清爽舒适，常逛常新.....	7
3、 经营结果：高效率，低费用，存活率极高	8
4、 小米之家的高坪效到底有何秘诀？	10
5、 小米新零售模式下一步的努力方向	16
6、 高效零售势不可挡，不如积极拥抱变革.....	17
7、 风险分析	18

图表目录

图 1：小米之家发展里程碑.....	6
图 2：小米之家对于覆盖更广阔的消费者有重要的战略意义.....	6
图 3：小米之家上海大悦城店内景.....	7
图 4：小米之家南京德基店内景.....	7
图 5：2018Q1~3 小米硬件综合毛利率仅为 7%左右.....	8
图 6：小米之家（包括旗舰店）和小米专卖店的运营模式略有不同.....	9
图 7：超高的坪效和人效摊薄线下小米之家的刚性费用.....	10
图 8：小米之家的坪效在全球品牌/零售门店中遥遥领先（万元/平米/年）.....	11
图 11：雷军眼中的小米之家战略“打法”.....	11
图 12：小米之家选址在当地人流量最大的购物中心.....	12
图 13：小米旗下已经孵化出诸多爆品.....	13
图 14：小米之家门店选品流程.....	13
图 15：2018 年底小米之家增加有品专区，SKU 更丰富.....	14
图 16：小米之家营业额中高单价产品占比依然在 70%左右.....	14
图 17：拥有五台以上小米 IoT 设备的用户数持续上升.....	15
图 18：一家典型的小米之家的高坪效来源示意图.....	15
图 19：小米之家超高的流量和转化率背后的资源基础和壁垒.....	16
图 20：2018Q4 小米位列国内电视出货量第一（单位：百万台）.....	17
图 21：产业链左端“优质产品与品牌运营”和右端“高效零售”同样重要.....	18
表 1：小米线下渠道大致分类.....	5
表 2：我们走访的五处小米之家/专卖店的基本信息.....	7
表 3：小米之家出样的 SKU 很多，货品琳琅满目.....	8
表 4：我们走访的五处小米之家的坪效统计.....	9

引言：为了回答这些问题，我们跑了 5 处小米线下店

近两年来，我们一直在深入研究家电行业的渠道变革，在我们前期发布的家电/家居产业框架研究报告《家电/家居的下个十年：从深度分销走向高效零售》中提出，渠道变革背景下的商业模式升级，已经是目前消费品行业最重要的产业趋势。

传统的分销网络因为效率低下、价值链冗长，消费者为流通环节支付了过多的成本，渠道变革则给了竞争者打破原有产业链价值分配，改变行业格局的机会。

小米先是借助电商渠道切入到手机领域，后来又快速切入 IoT 设备和生活消费品。2016 年后，小米把线上极低的加价率复制到线下的小米之家，承诺线上线下同价，小米之家在全国开一家火一家，存活率极高。小米正是借助渠道变革的产业浪潮，以高效零售能力为核心崛起的新物种。

过去市场对小米的研究集中在“铁人三项”商业模式、手机业务等，但对其零售体系的研究不够系统和全面。我们在现有研究资料的基础上，通过走访小米之家/专卖店，深度访谈一线门店管理人员，借助一手运营数据，还原小米之家高效零售的秘密。

线上线下同价，大部分门店能否实现盈亏平衡？

小米之家的高坪效靠的是什么？

小米新零售模式下一步的努力方向？

2019 年春节前后，我们带着上述问题，走访了全国五处小米线下店，横跨上海、江苏、安徽、湖南四地，跟小米之家的一线运营团队好生请教了一番。

1、何为小米之家？小米线下新零售的主战场

在介绍走访门店的收获之前，我们先对小米之家/专卖店的发展历史和现状做个介绍。

现阶段小米线下渠道体系分为四种形式，分别是小米之家、小米专卖店、小米授权店和小米直供点，其中小米之家为小米直接投资，根据面积大小，分为小米之家旗舰店和小米之家，小米专卖店由合作商投资，但小米之家和小米专卖店都由小米直营，采用相同的门店方案和管理要求。

表 1：小米线下渠道大致分类

线下渠道分类	小米之家		小米专卖店	小米新线下	
	小米之家旗舰店	小米之家	小米专卖店	小米授权体验店	小米直供点
门店区域	一二线城市	一二线城市	县级以上城市	县级以上城市	所有区域
投资方	小米	小米	合作商	合作商	合作商
运营方	小米	小米	小米	合作商	合作商
门店面积	500 平方米以上	100~500 平方米	100~500 平方米	面积不等	无需门店
门店数量	4	200+	300+	1100+	36000+

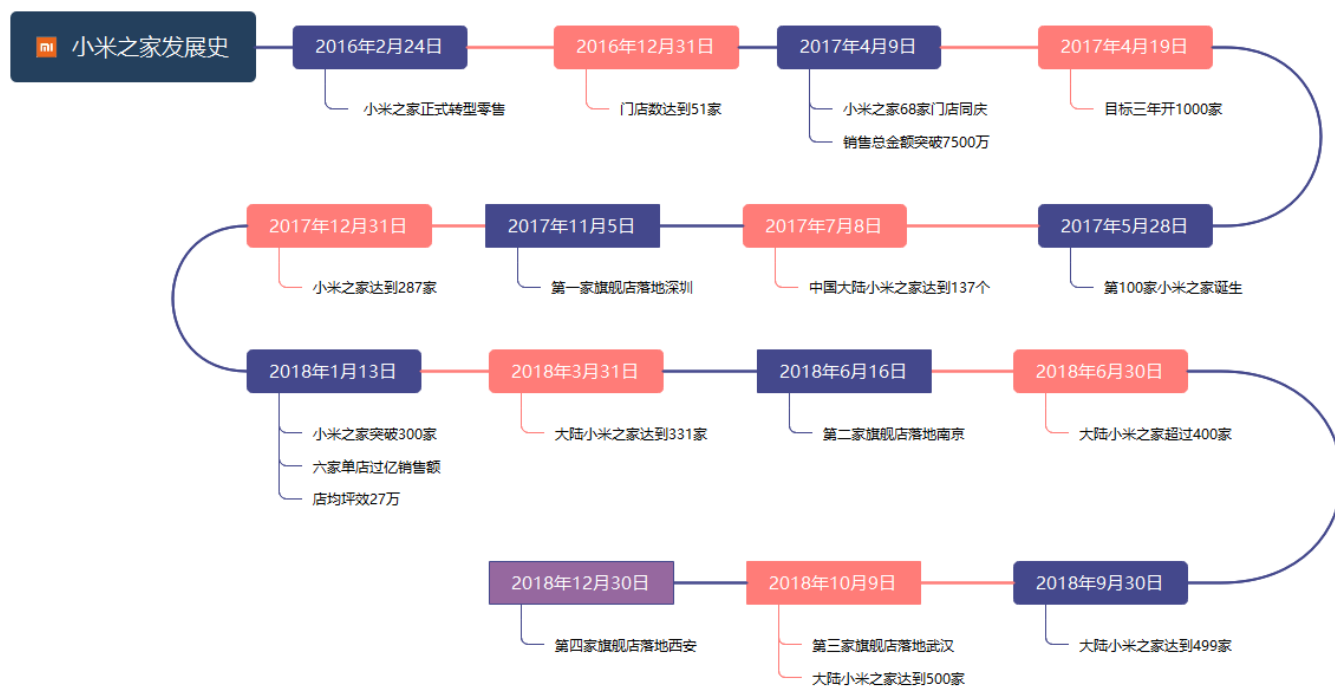
资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所，小米之家数量为截至 2018 年 12 月 31 日数据，小米授权店数量为截至 2018 年 9 月 30 日数据，小米直供点数量为截至 2018 年 11 月 1 日数据

小米之家是小米线下新零售探索的主战场。2016 年 2 月，小米之家由“服务店”转型为“零售店”，小米开始大举在线下推进“新零售”战略，并承诺线上线下同价。

2016 年以来，小米之家的扩张势如破竹。2017 年 5 月，第 100 家店诞生，2018 年 1 月，小米之家突破 300 家，2018 年 10 月，随着第三家旗舰店落地武汉，中国大陆小米之家达到 500 家，截至 2019 年 2 月，根据小米官网门店信息统计，大陆小米之家已经接近 600 家。

在经过前期门店的运营论证后，小米之家几乎以每个月 25 家的速度在全国铺开，不到两年时间门店数从 100 家上升到 600 家左右。

图 1：小米之家发展里程碑

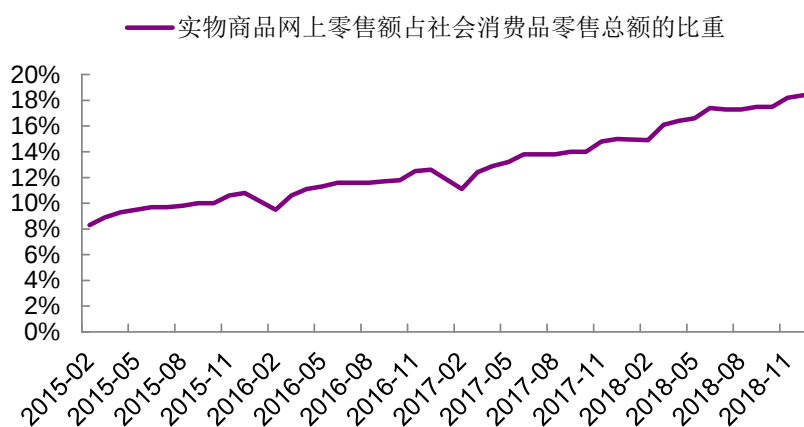


资料来源：小米官网，公司公告，光大证券研究所

中国是全球范围内最适合电商发展的国家之一，但截至 2018 年底，实物商品网上零售额才占到社会消费品零售总额的 18%，小米线下布局的战略意义不言而喻：覆盖更广阔的消费群体。

预计 2018 年小米之家贡献小米收入 10% 左右。由于年初小米之家数量为 300 家，年末接近 600 家，全年平均存续数量大约 450 家左右，若保守假设 2018 年小米之家店均营业额 4000 万元，则小米之家的直接营业额贡献有望达到 180 亿元，在小米总收入中占比达到 10% 左右。

图 2：小米之家对于覆盖更广阔的消费群体有重要的战略意义



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

2、直观感受：清爽舒适，常逛常新

2019 年春节前后，我们带着好奇，走访了全国五处小米之家和小米专卖店。五家门店中既有上海大悦城这样的一线城市成熟明星门店，也有南京德基、长沙万家丽这样典型的二线城市新开门店，还有安徽和江苏的两个三四线专卖店，样本基本涵盖了一二三四线不同城市。

表 2：我们走访的五处小米之家/专卖店的基本信息

	上海大悦城	南京德基	长沙万家丽	蚌埠专卖店	宜兴专卖店
门店性质	小米之家（自建店）	小米之家（自建店）	小米之家（自建店）	小米专卖店（他建店）	小米专卖店（他建店）
开店时间	2016 年 5 月	2018 年 6 月	2018 年 3 月	2017 年 1 月	2017 年 8 月
城市级别	直辖市（上海市）	省会城市（江苏省）	省会城市（湖南省）	地级市（安徽省）	县级市（江苏省）

资料来源：草根调研，光大证券研究所

小米之家的风格都非常鲜明，先讲讲我们的几点直观感受：

直观感受 1：装修风格一致，清爽舒适

小米之家的装修风格整体呈现简约的科技风，陈列桌和收银台借鉴了 Apple Store 式的原木色和白色，但 LOGO 和工作人员穿着的橙色使得门店更有亲和力，避免了“性冷淡”风带来的距离感。门店开业时间各不相同，最久的门店运营时间已经超过 2 年，但内部装修依然经典。

图 3：小米之家上海大悦城店内景



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 4：小米之家南京德基店内景



资料来源：公司官网，光大证券研究所

直观感受 2：货品琳琅满目，常逛常新

我们走访的五处小米之家/专卖店面积在 100 到 460 平米之间，和普通手机线下体验店的空空荡荡不同，小米之家出样的 SKU 很多，除了中心区域的手机/电脑，两边被生态链爆品和有品专区摆的满满当当，琳琅满目，非常好逛。最新的门店装修还加入了客厅等场景化的展示区域，使得体验感更强。

表 3：小米之家出样的 SKU 很多，货品琳琅满目

	上海大悦城	南京德基	长沙万家丽	蚌埠专卖店	宜兴专卖店
门店性质	小米之家	小米之家	小米之家	小米专卖店	小米专卖店
开店时间	2016 年 5 月	2018 年 6 月	2018 年 3 月	2017 年 1 月	2017 年 8 月
面积 (平方米)	460	218	200	100	240
出样 SKU	根据不同面积，门店出样 SKU 数量在 100-300 个之间				

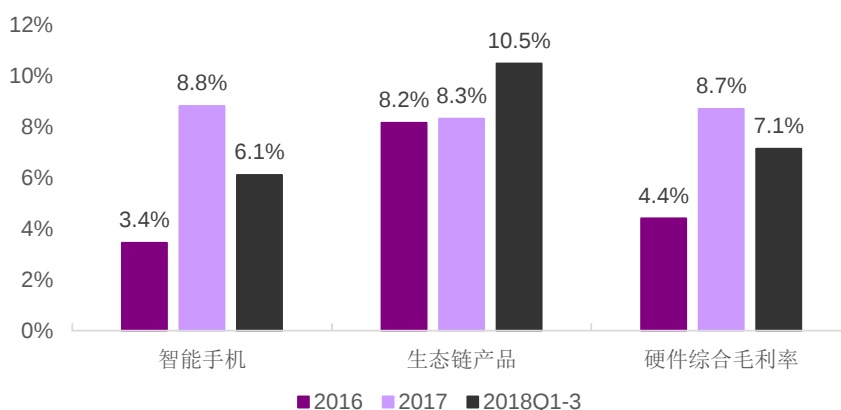
资料来源：草根调研，光大证券研究所

3、经营结果：高效率，低费用，存活率极高

传统的分销网络因为效率低下、价值链冗长，消费者为流通环节支付了过多的成本，小米先是借助电商渠道的高效率切入，大幅降低流通环节加价率。2016 年后，小米把线上极低的加价率复制到线下的小米之家，承诺线上线下同价，小米之家在全国开一家火一家，存活率极高。

根据小米集团 2018 年前三季度报表，硬件（包括手机、IoT 与生活消费品）综合毛利率仅为 7.1%。

图 5：2018Q1~3 小米硬件综合毛利率仅为 7%左右

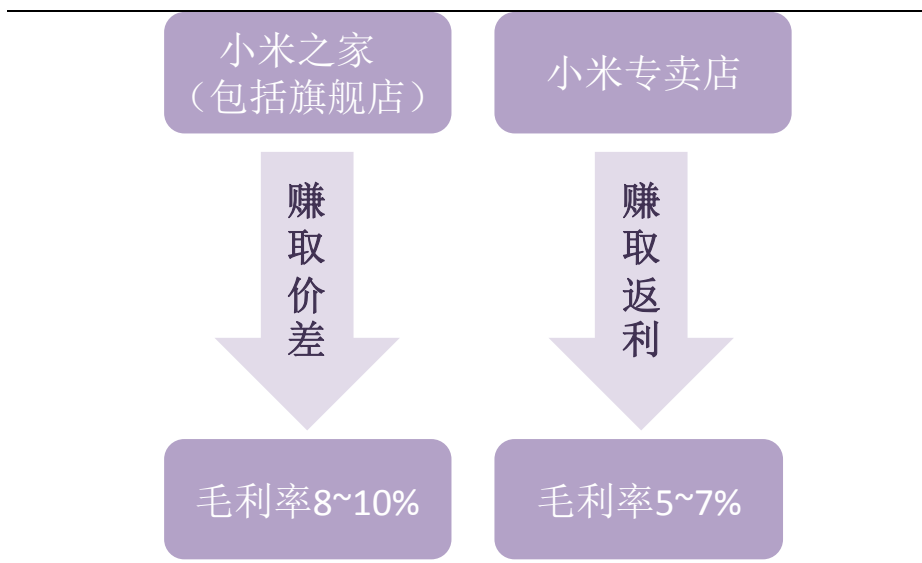


资料来源：公司公告，光大证券研究所

我们走访中了解到，小米之家（包含旗舰店）和小米专卖店的运营模式略有不同。小米之家（包含旗舰店）按照内部成本价进货，并以零售价销售，赚取价差作为毛利，而小米专卖店拿货价即为零售价，不赚取价差，毛利依靠返利。

目前小米之家的毛利率在 8~10% 不等，小米专卖店毛利率在 5~7%（运营良好的普遍为 7%）。

图 6：小米之家（包括旗舰店）和小米专卖店的运营模式略有不同



资料来源：草根调研，光大证券研究所

从我们了解的情况来看，运营时间超过半年的小米之家/专卖店基本都实现了盈亏平衡，这意味着门店费用率能够压低到 8% 甚至更低。

低费用率秘诀就是超高坪效，我们走访的五家小米之家/专卖店店均坪效仍在 20 万以上。

从这五家样本门店来看，由于城市级别、开店时间、门店面积不同，不同门店的坪效有一定分化，最高的能达到 30 万，最低的门店 15 万，即使因为开店密度快速上升，部分小米之家的坪效小幅下降，但综合来看，五家小米之家/专卖店店均坪效仍在 20 万元/平米/年以上。

表 4：我们走访的五处小米之家的坪效统计

	上海大悦城	南京德基	长沙万家丽	蚌埠专卖店	宜兴专卖店	样本加总
门店性质	小米之家	小米之家	小米之家	小米专卖店	小米专卖店	自建店+他建店
开店时间	2016 年 5 月	2018 年 6 月	2018 年 3 月	2017 年 1 月	2017 年 8 月	2016-2018 年
面积 (平方米)	460	218	200	100	240	1218
预计年营业额 (万元, 2018 年)	12000	3240	3000	3000	3600	24840
年坪效 (元/平米)	26.1	14.9	15.0	30.0	15.0	20.4
月坪效 (元/平米)	2.2	1.2	1.3	2.5	1.3	1.7

资料来源：草根调研，光大证券研究所

凭借超高的效率，小米之家的租金费用率和人工费用率分别不超过 3% 和 3.5%，总费用率不超过 8%。

- **租金**：不考虑南京德基这样的特殊情况，小米之家选址区域的租金普遍在 10-15 元/平米/日，即 3500-5500 元/平米/年，单看租金并不便宜，但按照 20 万的平均坪效来算，租金费用率大概在 2~3%。由于超高的坪效，一二线核心商圈购物中心的租金压力也迎刃而解了。
- **人工**：单位面积零售额称为坪效，单位人工零售额称为人效，在我们的样本中，小米之家的人效能达到 300-450 万元/年，而正式店员的平均综合年成本大概在 8~15 万元之间，对应人工费用率能控制在 2~3.5%之间。
- **其他成本**：依靠超高的效率，装修费用摊销、水电费、商品损耗&丢失、宣传材料等其他费用率基本被摊薄到 1.5%以内。

因此，小米之家低费用率的秘诀就是，依靠超高的效率，摊薄线下门店成本中较为刚性的租金和人工费用。

图 7：超高的坪效和人效摊薄线下小米之家的刚性费用

租金成本	$\frac{\begin{array}{l} \text{年租金成本：} \\ 3500\sim 5500 \text{ (元/平米)} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{坪效：} \\ 200000 \text{ (元/平米)} \end{array}} = 2\sim 3\%$	门店总 费用率 5~8%
人工成本	$\frac{\begin{array}{l} \text{年人工成本：} \\ 8\sim 14 \text{ (万元/人)} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{人效：} \\ 400 \text{ (万元/平米)} \end{array}} = 2\sim 3.5\%$	
其他成本	$\frac{\begin{array}{l} \text{装修费用摊销、水电费等：} \\ 2000\sim 3000 \text{ (元/平米)} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{坪效：} \\ 200000 \text{ (元/平米)} \end{array}} = 1\sim 1.5\%$	

资料来源：草根调研，光大证券研究所测算

和烧钱赚吆喝的所谓“互联网模式”不同，小米通过互联网的效率思维赋能线下门店，凭借超高的坪效和人效，大部分门店能够在线上同价的情况下，实现盈亏平衡，存活率极高。

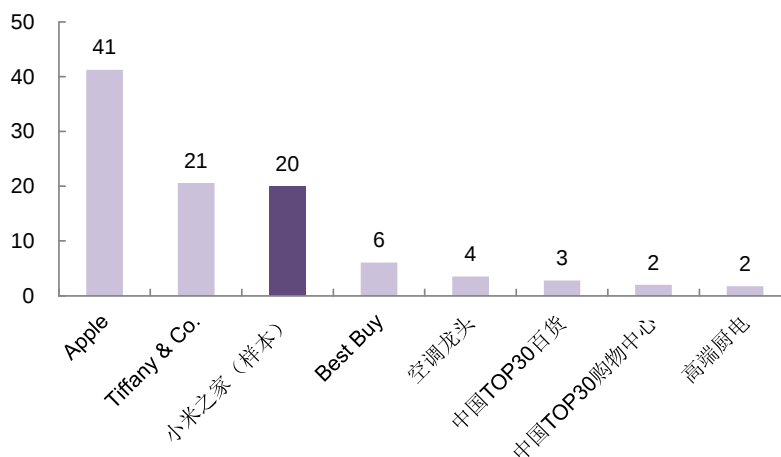
4、小米之家的高坪效到底有何秘诀？

坪效 = 零售额 / 门店面积，即单位面积的零售额产出，是衡量零售门店效率的重要指标之一。

20 万的坪效是什么水平呢？根据 eMarketer 的最新坪效统计，美国最高效的品牌门店依然是 Apple Store。固然消费电子和家用电器零售店由于高

单价天然具有高坪效属性，但和收入结构类似的 Best Buy（消费电子和家用电器零售店）相比，小米之家 20 万的年坪效依然远高于前者的 6 万元，在全球品牌门店中遥遥领先。

图 8：小米之家的坪效在全球品牌/零售门店中遥遥领先（万元/平米/年）



资料来源：草根调研，emarketer，赢商网，光大证券研究所

出于展示和体验需要，小米之家门店面积平均在 200 平米左右，要取得高坪效只有做高零售额一条路。

雷军曾经用下面的公式解释过小米之家做高零售额的“打法”：

$$\text{零售额} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价} \times \text{复购率}$$

针对流量、转化率、客单价、复购率四大要素，小米都形成了一套自己的“打法”。

图 9：雷军眼中的小米之家战略“打法”



资料来源：《独家专访雷军 | 一篇文章，讲透小米新零售的 8 大战略》

在门店运营数据中，复购率（重复购买）这一指标可以体现为转化率更高的多次到店人流，能够分别体现在人流量和转化率上，因此我们不单独讨论复购率情况，上述公式可以简化为：

$$\text{零售额} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价}$$

在下文中，我们将用走访的所见所闻和运营数据验证小米之家“打法”的有效性，并且思考“打法”背后蕴含的小米独特的竞争力。

4.1、流量：核心商圈+高频上新

小米之家的进店客流=自然人流*进店率+慕名而来的米粉

小米之家大多位于人流量最大的购物中心。从我们走访的门店来看，除了上海，其余门店全都位于所在区域运营能力最强，人流量最大的购物中心，大多位于商场一层或地铁口负一层，和星巴克的选址高度重叠，自然人流有保障。

图 10：小米之家选址在当地人流量最大的购物中心



资料来源：大众点评，光大证券研究所

高频 VS 低频，小米之家“新鲜感”强于周边手机门店。从人流量来看，小米之家要明显比周边手机门店热闹得多，核心差异是小米之家上新频率很高，门店的“新鲜感”更强，每周上新，就每周都可以逛一遍。

日均进店人流在 1000 人以上。从我们走访的门店来看，小米之家每日平均进店人数在 1000 人以上，节假日等高峰时段能达到 3000 人以上。

思考：对于小米之家的竞争对手来说，可以通过类似选址同样保证足够的自然人流，但进店率靠的是更快的上新频率和更强的“新鲜感”，背后依赖的是小米和小米生态链体系的产品孵化能力，是小米独特的竞争壁垒。

4.2、转化率：爆品战略+科学选品

爆品意味着成交效率。追求 SKU 的精简，专注打造爆品，本质上是在降低消费者选择成本的同时，通过规模效应提升性价比，把产品价格做到极致，没法还价也无需还价。因此，小到数据线，大到电视机，消费者真的是“闭着眼睛买”，只要有需求，10 分钟内基本上就能成交。

图 11：小米旗下已经孵化出诸多爆品

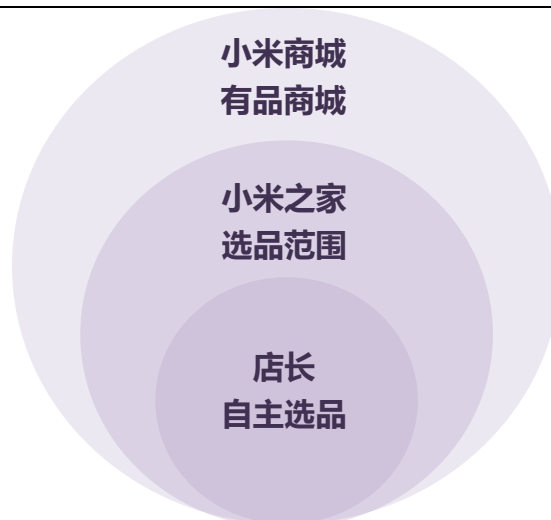


资料来源：小米商城，光大证券研究所

总部划定范围，店长可根据门店情况灵活选品。小米之家由于空间有限，不可能像线上一样全品类展示，因此如何选品也是提高门店转化率的重要因素。如果仔细观察，不同小米之家的出样并不是完全相同的，实际的选品过程大致分为以下两步：

- 1、总部先根据线上销售情况、产品成熟度等评价维度初步筛选出适合线下小米之家销售的产品范围，比如总部不会让小米之家销售还不太成熟的产品，有品产品必须销量过关才能进入线下选品范围；
- 2、在可选范围内，店长再根据门店实际销售情况进行灵活选品，店长有门店选品的自主权，比如 18 年南方空净卖得一般，那就可以选择少进货少出样，而智能家居产品（比如门锁）在有场景化展示的大面积门店特别好卖，就可以多出样。

图 12：小米之家门店选品流程



资料来源：草根调研，光大证券研究所

思考：小米之家能做到让消费者“闭着眼睛买”，核心是爆品战略，是Costco式的坚持极致性价比的产品主张。而科学的选品步骤保证了各地小米之家卖的都是最受当地消费者认可的爆品，转化率得以进一步提高。

4.3、客单价：高价单品+高连带率

随着小米生态链和有品商城品类的扩张，线下小米之家的SKU数量也日益丰富，我们走访的多数门店在2018年底增加了有品专区，比如小米之家静安大悦城店的SKU数量从2016年开店之初的100多个上升到300多个，单价从几块钱到几千块不等。

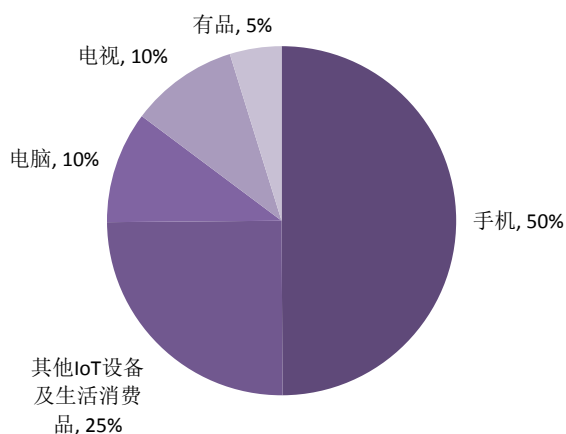
图 13：2018 年底小米之家增加有品专区，SKU 更丰富



资料来源：光大证券研究所

综合五个门店数据来看，虽然IoT设备占比已经快速上升到25%以上，但手机在小米之家营业额中依然占比50%左右，加上电脑/电视，高单价产品收入占比依然在70%左右，支撑了小米之家的高客单价。

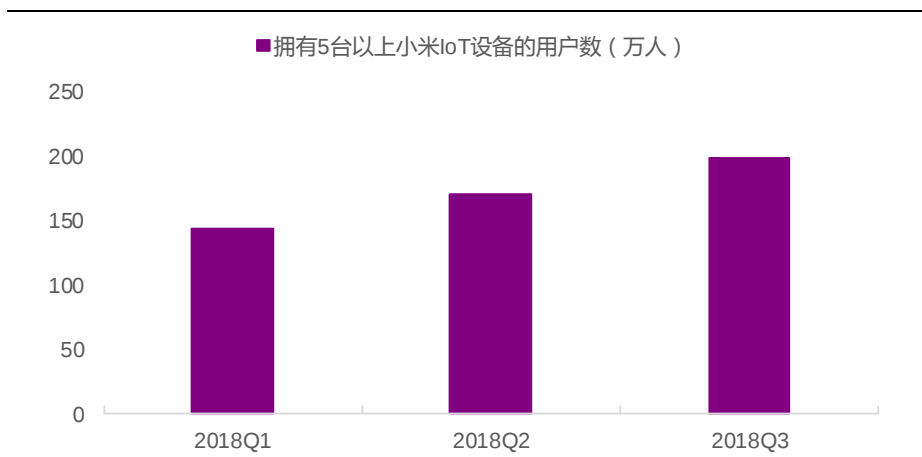
图 14：小米之家营业额中高单价产品占比依然在70%左右



资料来源：光大证券研究所

在保证高单价产品旺销基础上提高其他产品的连带销售，使得小米之家的客单价依然能够保持在700-900元之间。我们走访的门店连带率（单次购买产品的数量）普遍大于2，你是冲着手机来的，可能又顺手买了个充电宝，明明是陪男朋友来买电脑，女朋友顺手买了个米家台灯。

图 15：拥有五台以上小米 IoT 设备的用户数持续上升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

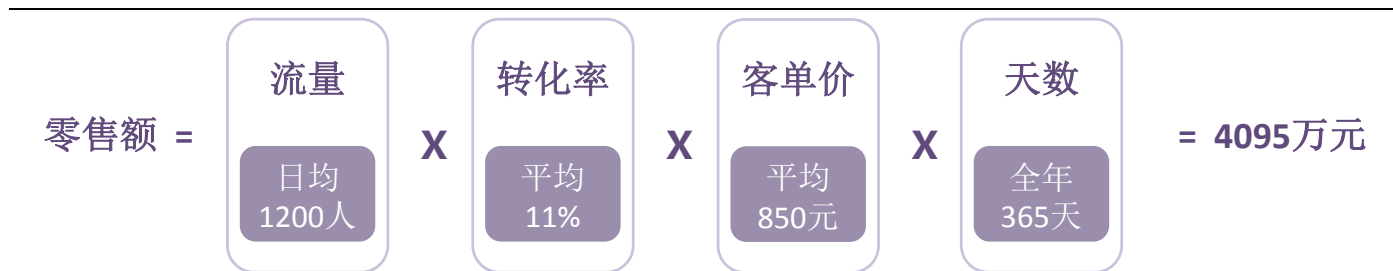
思考：当前 700-900 元的门店客单价主要依靠手机/电脑/电视等高价单品的支撑，同时提高 IoT 设备等其他产品的连带率，和 HOV 等手机零售门店相比，小米之家的客单价并不占优。

4.4、小米之家高坪效的来源、资源基础和壁垒

综合来看，跟普通消费电子零售门店比，小米之家的高坪效胜在流量和转化率，但客单价并不占优。

根据我们的样本数据，一家典型的小米之家，面积 200 平米，日均进店客流可达到 1200 人，转化率高达 11%，客单价 850 元左右，则全年营业额高达 4095 万元，坪效为 20 万元左右。

图 16：一家典型的小米之家的高坪效来源示意图



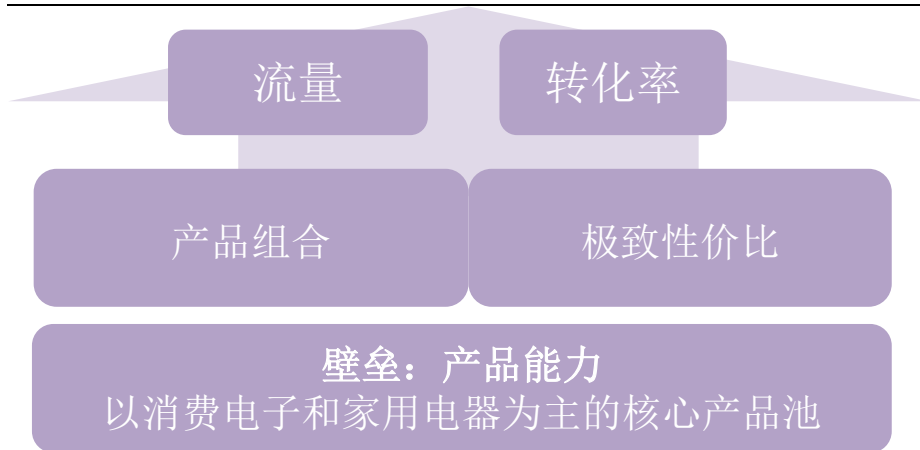
资料来源：光大证券研究所绘制

在传统的零售门店管理水平评价体系下，小米之家的管理可能不是最好最精细化的，但小米形成了一套可复制的高坪效“打法”，将这套系统的方法论落实到每个小米之家，就是小米之家开一家火一家的秘诀。

小米之家超高的流量和转化率背后，有小米富有活力的产品组合和极致性价比的价值主张作为支撑。

虽然网易严选等高举性价比大旗的品牌越来越多，但小米以消费电子和家用电器为主的品类丰富的核心产品池，对产品能力提出了更高要求，对网易严选等企业来说，采用 ODM 模式进入复杂度更高的产品领域，很难兼顾品质和价格。

图 17：小米之家超高的流量和转化率背后的资源基础和壁垒



资料来源：光大证券研究所绘制

5、小米新零售模式下一步的努力方向

达到 600 家后，雷军说小米之家的开店速度会慢下来。未来小米渠道的进一步下沉需要依靠线下门店效率的再升级，唯有**进一步做高营业额，进而摊薄费用率，提高门店存活能力**。

我们在上文提到，小米之家能够实现如此高的门店效率，是有小米富有活力的产品组合和极致性价比的价值主张作为支撑，若坚持性价比主张不动摇，**进一步提升门店效率的核心依然在产品端**：

1、保持小米手机的吸引力。手机仍然是小米产品组合中引流能力最强，收入贡献最高品类，只有保持手机这一核心产品的吸引力，并且通过冲击中高价位段，实现价格爬坡，门店零售额才能有效提高。

2、打造低价走量爆品+突破高单价大单品。低价走量爆品可以支撑流量，而高单价的大单品才能支撑线下渠道营业额的长期提升，必须通过生态链企业甚至自营的方式开发更多高单价的大单品。

3、通过有品扩张品类边界。品类范围从低频的消费电子/家电扩张到高频的生活消费品，可以进一步提升线下渠道的人流量和用户粘性，18 年底新增的有品专区已经开始承担起这一角色。

假如小米想要在上述方向上有所突破，则在下一阶段的经营战略和财务表现上大概率出现如下变化：

1、加大研发&供应链投入力度。要继续提升在手机等大单品上的产品竞争力，必须保证持续的研发投入，更深度地参与到供应链中。

2、大家电成为最重要的产品战略之一。从市场空间的角度来看，大家电是小米最值得攻克的大单品，和电视的竞争环境不同，对空调、冰箱、洗衣机的渗透需要小米投入更多资源和精力。

6、高效零售势不可挡，不如积极拥抱变革

小米之家在零售环节的诸多实践和我们在《家电/家居的下个十年：从深度分销走向高效零售》中提到的未来渠道变革的方向不谋而合：

1、管理下沉，走向“类直营”：小米之家/专卖店均由小米直接管理，门店运营数据全方位打通，仓储物流等职能收归总部，总部保证零售“打法”不走样，门店专心做零售。

2、多品类协同，摊薄单位成本：小米之家在持续通过多品类协同，提高坪效和人效，降低单位渠道成本，提升门店盈利能力。

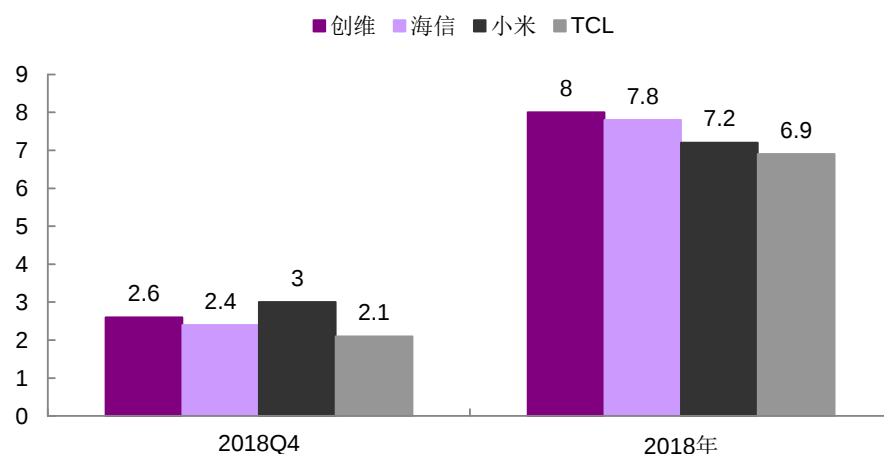
3、从需求出发，打通渠道信息流：以用户需求驱动产品设计，打造高转化率的爆品，同时通过高效的物流配送体系降低库存水平，减少仓储、运营费用，提升周转效率，驱动全产业链 ROE 的提升。

从我们提出的产业链价值模型来看，小米通过对产业链右端流通环节的整合，建立起高效零售能力，能够用极低的加价率将产品送达消费者，冲击低效的传统分销体系。

从更大的维度来看，小米模式的成功只是渠道效率升级背景下的一个成功案例，未来产业链上的低效环节将被快速消灭，小米电视的快速逆袭就是最好的案例，只是传统电视厂商没想到这一天来的那么快，那么，下一个会是什么品类？

对于传统厂商来说，与其坐以待毙，眼睁睁看着“小米们”蚕食份额，不如积极拥抱变革，走向高效零售。

图 18：2018Q4 小米位列国内电视出货量第一（单位：百万台）



资料来源：群智咨询，光大证券研究所

当然，在进一步强化右端“高效零售”的同时，产业链左端的“优质产品与品牌运营”同样重要，小米需要尽快进入补强左端能力的阶段。

图 19：产业链左端“优质产品与品牌运营”和右端“高效零售”同样重要



资料来源：光大证券研究所

7、风险分析

- 1、小米持续提升大家电产品竞争力；
- 2、小米以极低的加价率冲击家电定价体系

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼