

买入 (维持)

目标价： 15.3 港元
 现价： 13.1 港元

预期升幅： 16.8%

市场数据

日期	2020-03-05
收盘价(港元)	13.10
总股本(亿股)	240
流通股本(亿股)	174
总市值(亿港元)	3,147
流通市值(亿港元)	2,278
净资产(百万元)	79,942
总资产(百万元)	168,192
每股净资产(元)	3.33

相关报告

- 《从石头科技上市科创，看小米生态链投资价值》-2020.02.24
- 《小米 10 系列发布，揭开 20 年高端手机序幕》-2020.02.14
- 《补渠道短板，以智能家居拓展生态》-2020.02.01
- 《坚守性价比策略，看好 5G 时代的表现》-2019.12.18
- 《守正出奇，迎战 5G》-2019.11.28

海外 TMT 研究**分析师：**

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

1810.HK 小米集团-W

港股

从 MUJI 品牌价值，看小米智能家居 AIoT 发展潜力**2020 年 03 月 06 日****主要财务指标 (Non-GAAP, 人民币元)**

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	174,915	205,910	263,754	317,733
同比增长	52.6%	17.7%	28.1%	20.5%
调整后归母净利润(百万元)	8,631	10,921	11,991	14,924
同比增长	59.1%	26.5%	9.8%	24.5%
毛利率	12.7%	13.8%	14.6%	14.8%
调整后归母净利润率	4.9%	5.3%	4.5%	4.7%
净资产收益率	12.1%	13.3%	12.7%	13.7%
基本每股收益(元)	0.84	0.45	0.50	0.62
每股经营现金流(元)	-0.09	0.57	0.34	0.57

投资要点

- 小米与 MUJI 貌离神合，品牌发展有跨时代对标的意味。**无印良品(MUJI)是日本最大的生活方式品牌，主营家居用品、服饰、食品，1990s在日本本土实现快速的发展，2000年后全球布局；Interbrand 估算，MUJI 品牌价值达 16 亿美元，排名日本前三十。MUJI 和小米在产品理念、设计风格等方面有诸多相似之处，分析 MUJI 在家居领域的品牌营销、供应链与海外市场发展经验，有助于判断小米在“智能家居”时代的投资价值。
- 从“老牌” MUJI 看“新牌”小米。**在品牌定位上，MUJI 的“物有所值”和小米的“感动人心，价格厚道”不谋而合，同时带有鲜明的生活方式风格；此外，两者皆秉持极简的产品设计风格，并提供一站式购物体验。我们认为，智能硬件逐渐发展为“新家居用品”，知名品牌可降低消费者认知成本，促进交叉销售与增强渠道复用效应。目前在国内智能硬件赛道，小米以单一品牌、全产品覆盖的小米之家，建立领先的生态体系。
- 超越 MUJI，小米布局智能家居时代。**目前米家 APP 已经可接入 2200+ 智能硬件，小爱 AI 月活高达 5790 万人，有 300 万+ 用户使用 5 个以上产品。在供应端，小米的生态链模式有助于快速的产品创新及品类扩张。产品互联特征带来较强的规模效应，未来在 AIoT 硬件销售和相关服务变现都有广阔空间。小米投资的账面价值约 287 亿人民币(3Q19)，随着生态链企业陆续上市，小米投资价值有望得到重估，公司净值进一步提升。
- 投资建议：上调目标价 4.1% 至 15.3 港元，维持“买入”评级。**考虑到近期特殊情况对行业会产生一定影响，我们调整公司 2019/20/21 年收入预测为 2059/2638/3177 亿人民币，调整后归母净利润 109/120/149 亿人民币。然而在特殊情况下，小米手机国内份额有更强的提升动能，因此我们对公司估值倍数更为乐观。上调目标价 4.1% 至 15.3 港元(估值基于未来 12 个月利润的 24 倍 PE+ 投资账面价值 1.0 倍 PB)，维持“买入”评级。

风险提示：近期特殊事件对国内业务产生影响；手机竞争趋于激烈；空/冰/洗销售低于预期；性价比策略影响硬件利润空间

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

序言	- 4 -
1、MUJI，无品牌的生活品牌	- 5 -
1.1、MUJI 是全球知名的生活品牌	- 5 -
1.2、MUJI 创立于日本石油危机后，快速发展于经济泡沫破灭期	- 6 -
1.3、貌离而神合，小米是智能家居时代的 MUJI	- 8 -
2、品牌：从“老牌”MUJI 看“新牌”小米	- 9 -
2.1、MUJI“物有所值”，小米“感动人心，价格厚道”	- 9 -
2.2、异曲同工的设计风格，MUJI 自然极简，小米实用极简	- 10 -
2.3、从对标角度，看小米 IoT 业务的品牌价值	- 11 -
3、渠道：小米之家类似 MUJI，另有线上及下沉渠道	- 13 -
3.1、小米之家类似 MUJI 门店，一站式购买智能产品	- 13 -
3.2、小米拥有立体高效的新零售体系	- 14 -
3.3、全球化扩张之路，首先发展邻国市场	- 15 -
4、超越 MUJI，小米布局智能家居时代	- 17 -
4.1、领先的智能互联平台与 AI 技术	- 17 -
4.2、独特的生态链模式，助力产品创新和品类扩张	- 21 -
4.3、生态链公司陆续上市，小米投资估值有望提升	- 25 -
5、盈利预测与投资建议	- 27 -
6、风险提示	- 28 -

图 1、MUJI 的收入（百万人民币）及同比增长	- 5 -
图 2、MUJI 的毛利（百万人民币）及毛利率	- 5 -
图 3、MUJI 的调整后净利润（百万人民币）及利润率	- 6 -
图 4、MUJI 的期末市值（百万人民币）	- 6 -
图 5、MUJI 的产品总数量	- 6 -
图 6、MUJI 的产品数量结构	- 6 -
图 7、日本 GDP 增速与 MUJI 的营收与归母利润	- 7 -
图 8、MUJI 的收入规模	- 7 -
图 9、MUJI 的经营利润	- 7 -
图 10、中国 GDP 增速与小米 IoT 业务的营收	- 8 -
图 11、MUJI 的产品设计风格	- 10 -
图 12、小米的产品设计风格	- 11 -
图 13、米家 APP 的用户年龄结构	- 12 -
图 14、米家 APP 的用户线上消费意愿	- 12 -
图 15、小米之家 vs MUJI 店铺	- 13 -
图 16、小米之家与其他品牌旗舰店对比	- 14 -
图 17、小米集团的新零售体系	- 14 -
图 18、小米集团的营收结构按销售渠道	- 15 -
图 19、MUJI 的营收结构按销售渠道（日本）	- 15 -
图 20、小米集团的销售费用率	- 15 -
图 21、MUJI 的营收分地区（亿元人民币）	- 16 -
图 22、MUJI 的 FY2019 营收地区结构	- 16 -
图 23、MUJI 的国内及海外营收增速	- 16 -
图 24、MUJI 的国内及海外营收占比	- 16 -
图 25、小米的国内及海外营收增速	- 17 -

图 26、小米的国内及海外营收占比	- 17 -
图 27、智能家居相关 APP 的活跃用户数排行榜（万人，2020 年 1 月）	- 18 -
图 28、米家 APP 的操作界面	- 18 -
图 29、米家 APP 的月活跃用户数（万人）及非小米用户的比例	- 18 -
图 30、小米 IoT 开发者平台合作模式	- 19 -
图 31、小米合作产品认证商标	- 19 -
图 32、小米 IoT 模组家族	- 20 -
图 33、小爱同学的交互示意图	- 21 -
图 34、小爱同学的月活跃用户数（万人）	- 21 -
图 35、小爱同学 AI 助力接入的主要设备类型	- 21 -
图 36、小米生态链分成模式（以华米为例）	- 22 -
图 37、小米的贸易应付账款（人民币百万元）及周转天数	- 23 -
表 1、MUJI 和小米的可比维度	- 9 -
表 2、MUJI 和小米的产品理念	- 9 -
表 3、小米商城在售商品的品类梳理（更新于 2020 年 1 月）	- 12 -
表 4、小米 IoT 模组采购型号及价格	- 20 -
表 5、小米主要的生态链产品供应商	- 22 -
表 6、小米分业务部门的职工数量（截至 2018 年 3 月 31 日）	- 22 -
表 7、小米供应链金融的产品服务及优势	- 24 -
表 8、小米生态链 IoT 产品与可比竞争对手产品对比	- 25 -
表 9、已上市的小米生态链公司市值及小米的持股比例	- 26 -
表 10、小米集团的盈利预测	- 27 -
附表	- 29 -

报告正文

序言

小米与 MUJI，貌离而神合。尽管小米和 MUJI 的主业不同，两者却有诸多相似之处。发展时期上，MUJI 兴于日本经济泡沫破灭，小米起于中国经济进入新常态。产品定位上，MUJI 的产品理念为“物有所值”，而小米的信条是要做“感动人心，价格厚道”的好产品。用户诉求上，MUJI 以大众消费者为目标客群，与小米的“满足 80% 用户的 80% 的需求”理念不谋而合。

从“老牌” MUJI 看“新牌” 小米。 MUJI 品牌创立于 1980 年，至今已有 40 年的历史，已经成为全球家喻户晓的生活品牌，权威机构 Interbrand (2019) 评估 MUJI 为日本最具品牌价值的零售品牌。探索 MUJI 品牌的价值与扩张历史，有助于判断智能时代的小米生活品牌，未来发展路径与市场空间，更好地理解公司长期的投资价值。

超越 MUJI，小米有独特的生态链及庞大的智能生态。 1) 虽然 MUJI 和小米都最小化了制造环节，但是皆发展了强大的供应链体系；此外，小米还投资和扶持了大量生态企业，更好的输出产品设计理念，共享供应链资源，提供产品销售渠道，建立高效的品类扩张模式。2) 小米产品最大的特征是智能化。比如搭建了开放的 IoT 平台和小爱 AI 平台，有超过 300 万用户连接了 5 个以上的设备。丰富的品类和质优价廉产品，使得小米在智能家居赛道建立起领跑优势，小米有望成为智能家居时代的巨擘。

1、MUJI，无品牌的生活品牌

1.1、MUJI 是全球知名的生活品牌

无印良品 (MUJI) 是日本最大、全球知名的生活方式品牌 (Life Style Store)。公司主要销售家居用品、服装及配饰和食品，产品核心理念是精选材料、改善工序、简单包装。MUJI 品牌最初是西友百货成立的一个自有品牌，1989 年以独立的公司 (Ryohin Keikaku, 7453.T) 进行运营。Ryohin Keikaku 于 1998 年在东京证券交易所上市。

无印良品的品牌价值约 16 亿美元。MUJI 在日本经济泡沫破灭后，业绩逆势飞速增长。1990 年至 1999 年，MUJI 的营收增长至原先的 4.4 倍，经常利润增长至原先的 107 倍。根据全球最大的品牌咨询公司 Interbrand 2019 年的评估，无印良品的品牌价值约 16 亿美元，是日本最具品牌价值的零售品牌，在全部日本品牌中排行第 20 名。在中国市场，MUJI 的京东官方旗舰店有 338 万人关注 (2020 年 2 月)，高于同类品牌名创优品 (205 万)、NOME (113 万)、大创 (3.7 万)。

截至 2019 年 2 月，MUJI 在日本有 420 家店铺，在海外有 497 家店铺。营收分地区结构上，日本占 60.1%、东亚 (29.9%)、欧洲及美洲 (6.0%)、亚洲西南及大洋洲 (4.0%)。营收分产品类型，家居用品占 53.1%，服饰占 37.2%、食品占 7.8%、其他占 2.0%。

MUJI 在 2019 财年 (截至每年 2 月 28 日，下同) 营收约合人民币 247 亿元，同比增长 7.9%；毛利 127 亿元，毛利率 51.5%，MUJI 在 2019 财年的调整后净利润 17.1 亿元，净利率 6.9%。营收自上市以来的 CAGR 超过 8%，毛利率在海外业务带动下持续改善。MUJI 在 2019 财年的期末市值约合 417 亿人民币。

图1、MUJI 的收入 (百万人民币) 及同比增长

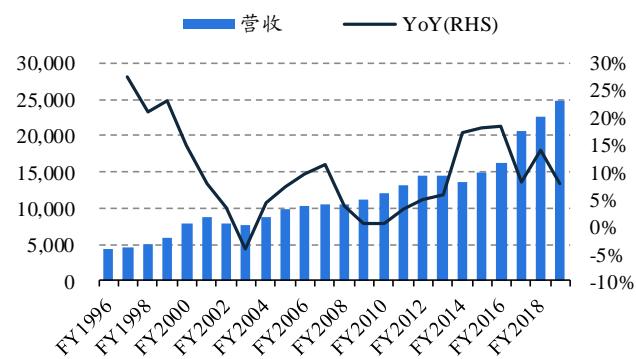
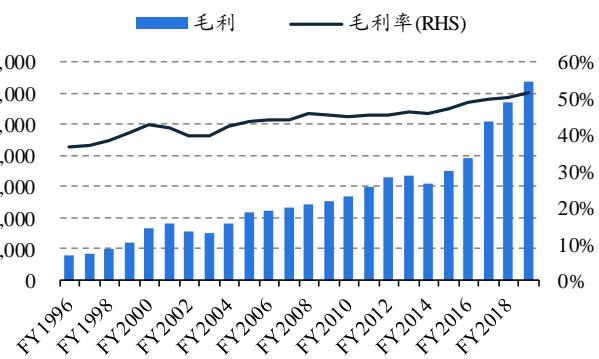


图2、MUJI 的毛利 (百万人民币) 及毛利率



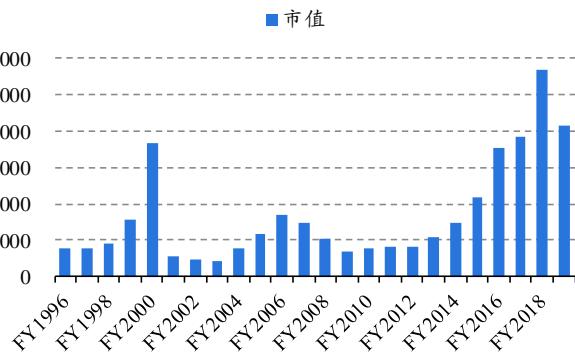
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
*按历史汇率转换

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
*按历史汇率转换

图3、MUJI 的调整后净利润（百万人民币）及利润率
率



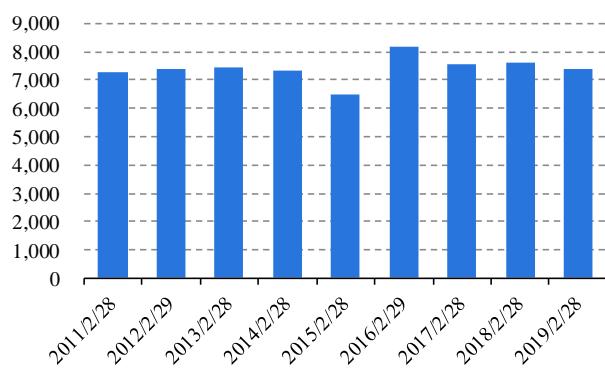
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
*按历史汇率转换



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
*按历史汇率转换

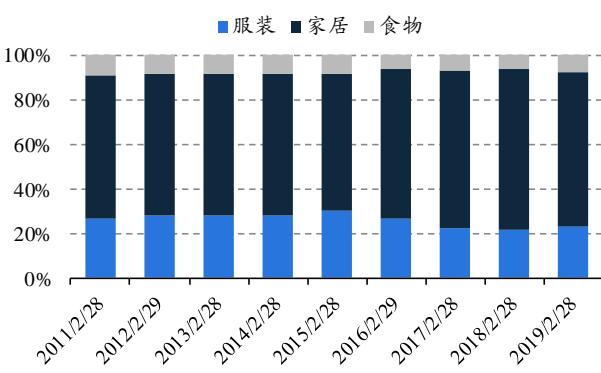
无印良品约有 7000 种产品，采用代工模式生产。无印良品品牌共有 7000 件左右的产品，其中家居用品是主要品类，数量上约占 70%，其次是服装（约 22%）和食品（约 7%）。在采购方式上，约 20% 是由新加坡子公司 MUJI Global Sourcing 公司直接交易。其余为委托三方进行合同采购，目前公司与三菱商社、日本丸红株式会社、日本制铁株式会社签约，但 MUJI 仍会直接管理产品的规格和与工厂直接协商。

图5、MUJI 的产品总数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、MUJI 的产品数量结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

MUJI 在发展早期通过精简供应商、海外采购降低了生产成本。在依附在西友百货的时代，MUJI 约有 350 家供应商。为了提升采购效率，MUJI 选择开拓新的采购商，并将供应商总数量压缩至约 200 家，并开始重视与制造商的直接采购，以降低采购成本；借日元升值为契机扩大在海外的采购，有效降低了采购价格。

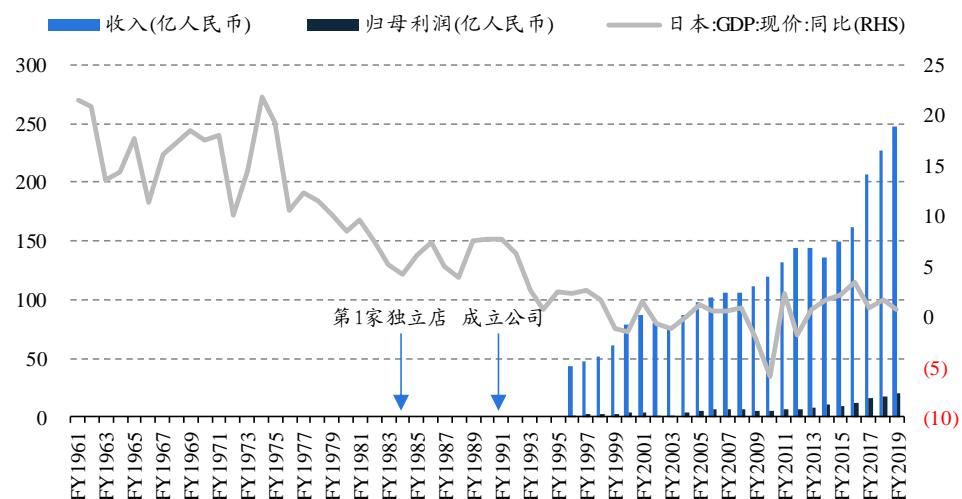
1.2、MUJI 创立于日本石油危机后，快速发展于经济泡沫破灭期

MUJI 最初是西友百货的一个自有品牌，创立有 40 种商品，9 种家居用品和 31 种食品。在第二次石油危机与日元升值之后，日本消费进入低速增长期，物有所值

的消费理念开始兴起。1983年，西友百货在东京青山开了第一家 MUJI 直营店。1989年，MUJI 业务从西友百货独立出来，成立 Ryohin Keikaku (7453.T) 独立公司。1990年，Ryohin Keikaku 从母公司西友百货正式取得 MUJI 品牌的运营权力。1993年旗舰店 MUJI Lalaport 于日本千叶市开业，此后公司开始在购物中心和百货公司开设大型商店。

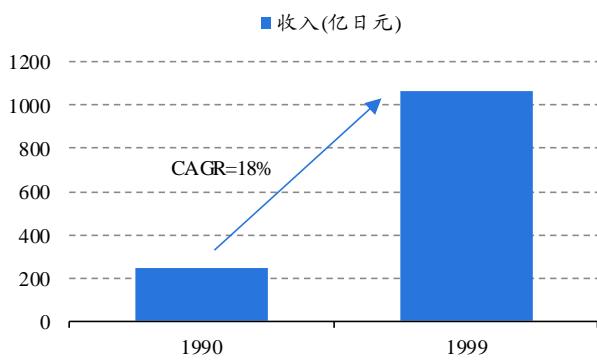
1990年上半年日本经济泡沫破灭，然而 MUJI 的营收却在 1990s 持续增长，这主要得益于 MUJI 的品牌定位迎合回归朴实的消费倾向。MUJI 的理念是充分利用材料，生产朴素好用的产品。MUJI 销售额从 1990 年的 245 亿日元增长到 1999 年的 1066 亿日元，复合增长率为 18%；同期，经营利润从 1.25 亿日元增长到 133.6 亿日元，经营利润从 0.5% 提升到 12.5%。

图7、日本 GDP 增速与 MUJI 的营收与归母利润



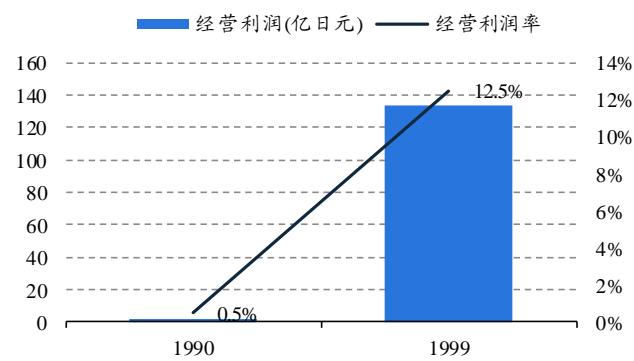
资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理
*MUJI 的财年截止于自然年度的 2 月末

图8、MUJI 的收入规模



资料来源：《无印良品的改革》，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、MUJI 的经营利润



资料来源：《无印良品的改革》，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、貌离而神合，小米是智能家居时代的 MUJI

小米公司成立于 2010 年，次年发布了第一款手机。2013 年，小米公司开始布局智能硬件和 IoT，开始将手机的成功经验复制到其他产品上。与无印良品类似，小米的理念是通过提高效率，优质的产品以低廉的价格提供给消费者。例如，小米将 200 多元的移动电源做到了 69 元，将 4000-5000 元的空气净化器做到了 699 元等等。

小米 IoT 发展业务的时期，国内经济开始进入了稳定增长阶段，居民生活水平仍在提升，但不过分追求品牌溢价，时代也给予小米性价比策略的发展契机。小米 IoT 业务的收入规模也取得了飞速增长，从 2015 年的 87 亿元增长到 2018 年的 438 亿元，复合增长率约 72%。

图10、中国 GDP 增速与小米 IoT 业务的营收



资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，小米的 AIoT 业务和 MUJI 有诸多相似之处，包括发展背景、产品理念、目标客群、海外策略、生产方式及线下渠道，对标 MUJI 的成功经验，能更好分析小米 AIoT 业务的增长潜力。

小米和 MUJI 的主要相似之处：

- MUJI 兴于日本经济泡沫破灭，小米起于中国经济进入新常态。
- MUJI 的产品理念为“物有所值”，而小米的信条是要做“感动人心，价格厚道”的好产品。
- MUJI 以大众消费者为目标客群，与小米的“满足 80% 用户的 80% 的需求”理念不谋而合。
- MUJI 和小米都采用外包生产的模式。
- MUJI 和小米都在一线城市核心区开设大型门店。

表1、MUJI 和小米的可比维度

	MUJI	小米
产品品类	服饰、家居、食品	智能硬件、生活用品
价值主张	物有所值	感动人心，价格厚道
目标群体	大众消费者	广普刚需
粉丝用户	无印者(MUJIRIA)	米粉
设计风格	极简主义，自然风格	极简主义，功能主义
生产模式	外包	外包+生态链
销售渠道	主要为线下	线上+线下
直营门店	有	有
主要海外市场	中国	印度、印尼、西欧
互联网变现	无	有
智能生态	无	有
AI 技术	无	有
核心能力	品牌、设计	品牌、设计、生态、渠道

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2、品牌：从“老牌” MUJI 看“新牌” 小米

MUJI 与小米在产品理念上都强调物美价廉，在价格上都面向大众市场，在设计上都为极简风格。我们认为未来智能硬件将成为一种“新家居用品”，统一的品牌有助降低消费者的认知成本，促进产品交叉渠道，共享渠道等好处。类似 MUJI 的营销模式，现在小米在智能硬件领域也是以统一品牌（小米/米家）进行营销。

2.1、MUJI “物有所值”，小米 “感动人心，价格厚道”

MUJI 和小米有着类似产品理念，即强调物美价廉。 MUJI 以“物有所值”为宗旨研发各种物美价廉的商品。小米则以坚持做“感动人心，价格厚道”的好产品为使命。MUJI 和小米的产品理念都强调性价比，并且都形成产品原则来保证自己的产品理念能够实现。

表2、MUJI 和小米的产品理念

	MUJI	小米	
原材料	充分利用那些品质相差无几但却因外观不够美观而被舍弃的东西，比如工业用原材料、本地材料，制造价廉物美的商品。	单品策略	集中资源做单品的研发、生产和营销，保证产品的品质，尽量降低售后环节成本。
工序	仅保留必要的生产工序而省略了和产品本质无关的多余的加工流程（比如统一尺寸的分选和光泽加工）	极简设计	尽量整合成一体化的造型，不刻意添加无意义的装饰或细节，降低成本和提升加工良率。同时极简的设计风格也可以降低
包装	注重产品原有的颜色及形状，不做渲染和过度包装。多采用统一包装并使用通用容器。在生产简约产品的同时，还可以节省地球资源，减少垃圾排放。	广普刚需	针对 80% 用户的 80% 的需求做产品，即广大普通人的刚性需求，舍弃不必要的功能以节约成本。

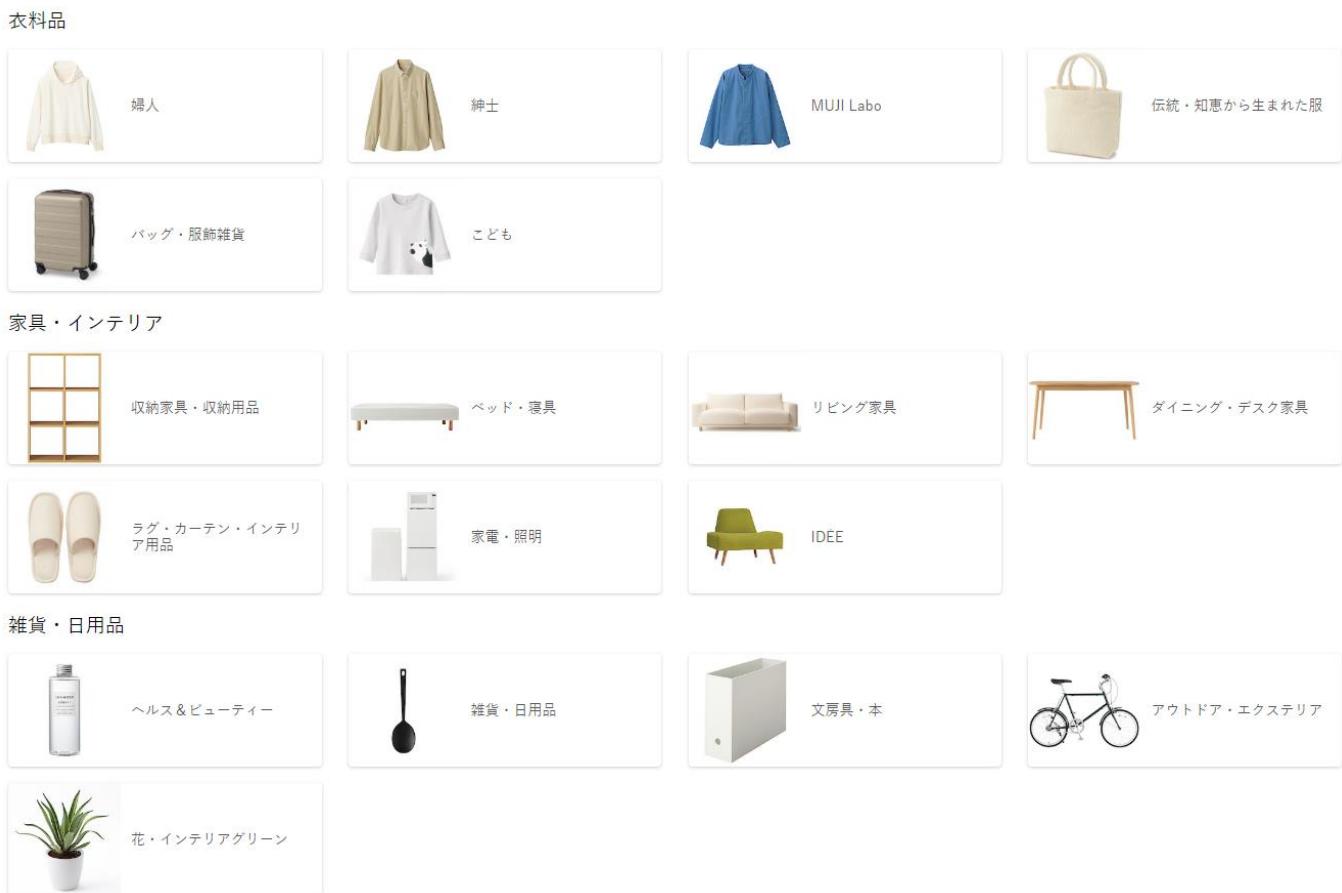
资料来源：无印良品官网，《小米生态链战地笔记》，兴业证券经济与金融研究院整理

小米的“满足 80%人的 80%的需求”理念。在生态链产品方面，小米提出了“满足 80%人的 80%的需求”（即广普刚需）的产品设计思路。第一个 80%指小米要做大众需求产品，让更多的人享受到科技带来的方便和快乐。第二个 80%是指小米的产品只做主流功能，不会为一些使用频率很低的功能增加额外的成本。这一产品理念加上小米高效的研发、设计与渠道能力，是小米产品兼顾高品质和高性价比的关键。

2.2、异曲同工的设计风格，MUJI 自然极简，小米实用极简

MUJI 的产品设计风格为自然极简，不追求过多的装饰，配色多为素雅的纯色，或是保留材料原本的颜色。传达出追求自然、简单的品牌理念，鲜明而统一的设计风格强化了 MUJI 的品牌形象，产品之间搭配协调，收获了大量的粉丝型用户。

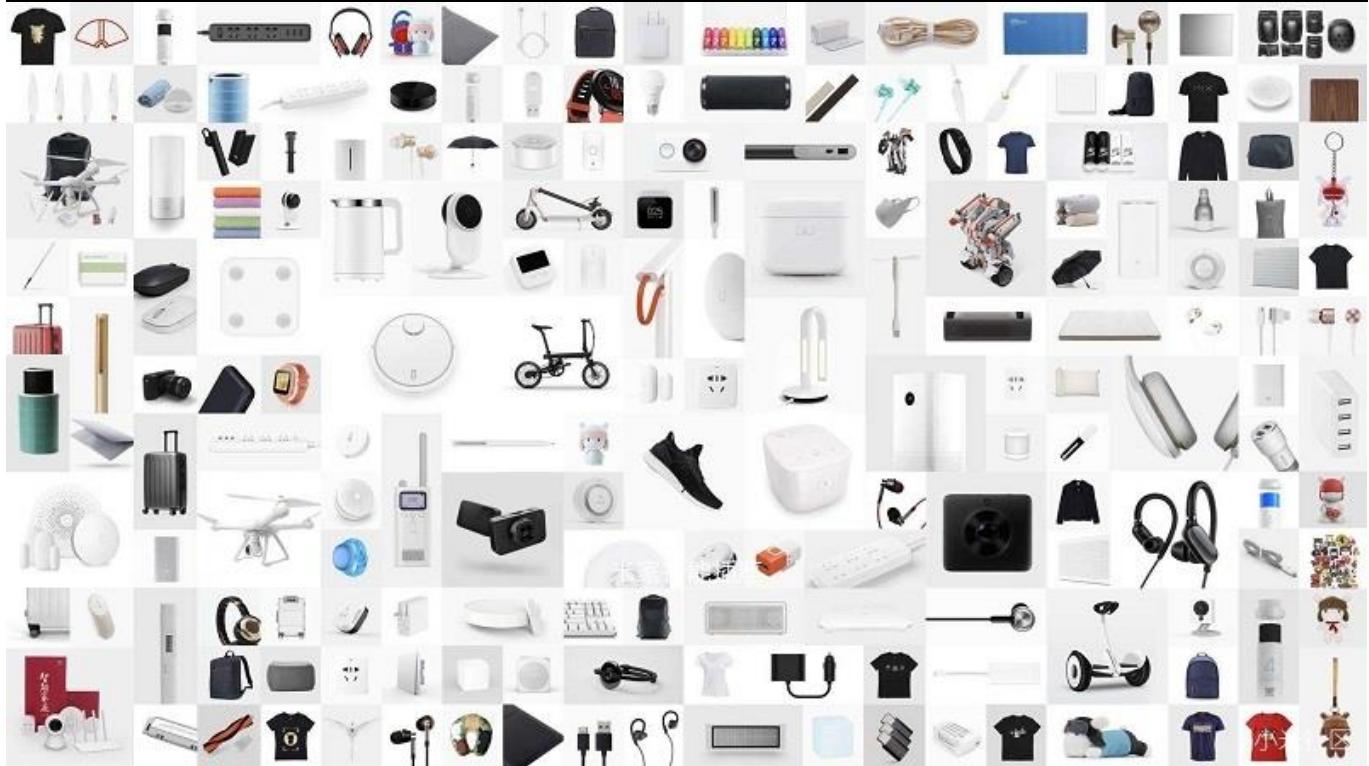
图11、MUJI 的产品设计风格



资料来源：MUJI 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

小米的设计风格同样是极简主义，也同样强调不加装饰，配色多以黑白为基础。小米的产品设计中强调实用主义，外观设计不会因为追求极简而使产品牺牲易用性，或是增加用户的学习成本。

图12、小米的产品设计风格



资料来源：小米社区，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、从对标角度，看小米 IoT 业务的品牌价值

- 一致的品牌形象，降低消费者认知成本

智能硬件≈新家居用品，统一品牌的价值凸显。随着大量产品智能化，大到智能电视，小到电动牙刷，日常生活中需要的智能产品越来越多。在这样的发展趋势下，消费者品牌认知负担增多，统一的品牌价值凸显。小米销售的 AIoT 产品基本是贴小米或米家的品牌，拥有统一的极简设计风格，价格定位于“广普刚需”，性价比高，维持了一致的品牌形象。这样的品牌形象一大价值在于节省了消费者的认知成本，使得消费者无需细究每个智能产品品类的品牌对比，类似去 MUJI 门店选购家居用品一样去小米门店/网店选购智能产品。

表3、小米商城在售商品的品类梳理（更新于2020年1月）

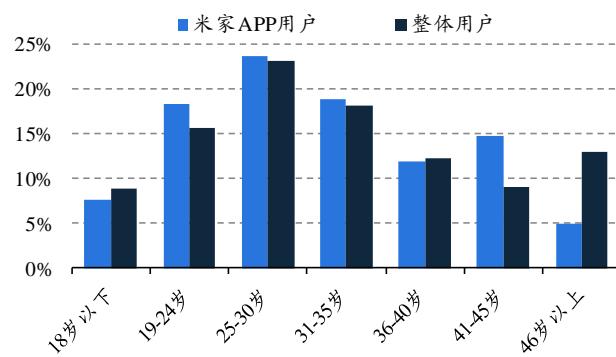
手机&电话卡	笔记本&平板	家电	出行&可穿戴	智能&路由器	电源&配件	健康&儿童	耳机&音箱	生活&箱包
Redmi K 系列	RedmiBook	冰箱	小米手表	打印机及配件	移动电源	洗手机	小爱音箱	小背包
Redmi 数字系列	小米笔记本	空调	手环手表	小米路由器	数据线	修剪器	音箱 Pro	双肩包
Redmi Note 系列	小米游戏本	洗衣机	VR	智能家居	车充	剃须刀	小米小爱音箱 Play 版	购包
小米 CC 系列	显示器	净水器	平衡车	对讲机	无线充	日光镜	线控耳机	旅行箱
小米 Mix 系列	小米平板	微波炉	滑板车	摄像机	电池	牙刷	蓝牙耳机	运动鞋
小米数字系列	键鼠套装	电烤箱	自行车	照相机	自拍杆	吹风机	头戴耳机	眼镜
黑鲨系列	鼠标	扫地机器人	车载逆变器	智能门锁	手机壳	体重秤	品牌耳机	床垫
小米电话卡	转接器	吸尘器	平衡车配件	视频门铃	手机贴膜	体脂秤	蓝牙音箱	枕头
云空间月卡	平板配件	空气净化器	智能后视镜	小爱老师	手机支架	早教启智	小米 AI 音箱	饰品
手机上门维修	笔记本内胆包	电饭锅	智能记录仪	Redmi 路由器	平板配件	遥控电动	小米小爱音箱 HD	螺丝刀
电视&盒子		电磁炉	车载空气净化器	小爱音箱	黑鲨配件	益智积木	k 歌耳机	保温杯
小米电视数字系列		电水壶	无线车充		其他配件	儿童手表	Redmi 音箱	驱蚊器
小米全面屏电视		滤水壶	充气宝			儿童滑板车	小米爱触屏音箱	尤克里里
小米壁画电视		风扇	平衡轮			婴儿推车		毛巾/浴巾
		投影仪	石英表			儿童书包		米兔笔
		灯具				婴儿理发器		
		插线板				儿童保温杯		
		新风机				健身车		
		电暖气				走步机		
		电压力锅				点读笔		
		料理机						
		电煮锅						

资料来源：小米商场，兴业证券经济与金融研究院整理

● 类比 MUJI，小米品牌的用户年龄层有望扩大

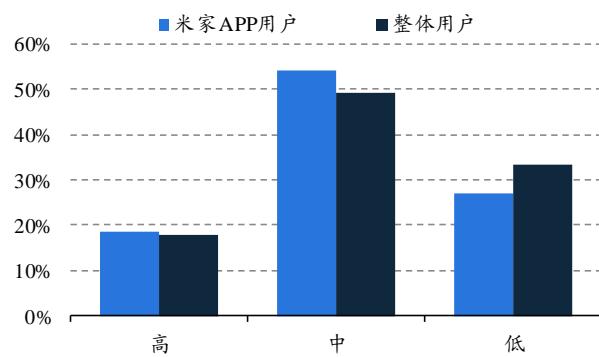
MUJI 和小米都有着清晰的品牌价值主张和设计风格，使得它们都积累了粉丝型用户。在发展早期，MUJI 和小米的品牌理念都更为受年轻群体青睐，在 2002 年，MUJI 的顾客中 75% 年龄介于 20 与 40 岁之间。但 MUJI 也觉察到了当顾客年龄增长后就会流失的“毕业现象”，当顾客年龄增长后，就会转向综合超市货更高端的品牌。因此，MUJI 现在在各年龄层扩展认可 MUJI 生活方式的客群。我们认为这样的品牌发展经验也适用于小米，尽管当前小米产品因价格亲民而更多吸引年轻群体，但未来有潜力拓展至认可小米产品理念的各个年龄层用户。

图13、米家 APP 的用户年龄结构



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、米家 APP 的用户线上消费意愿



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

- 影响消费者决策标准，从性价比走向品牌溢价

MUJI 品牌传达出自然极简的理念，从一定程度上也在塑造消费者的决策标准，使消费者认为自然、简约是重要的。类似地，小米品牌也在传达实用极简的理念，影响着消费者的决策标准。MUJI 和小米不完全销售的是单纯的产品，而是附带销售了一种生活方式。这种效应有助于帮助 MUJI 品牌和小米品牌塑造品牌认同度与溢价。例如 MUJI 在中国市场就不完全定位于低价，高出日本本土售价。我们认为这种趋势也适用于小米，未来 IoT 产品也有望从性价比走向品牌溢价，尤其在海外市场。

3、渠道：小米之家类似 MUJI，另有线上及下沉渠道

从线下渠道看，小米之家的定位和布局类似 MUJI 店铺，以杂货铺式的布局为消费者提供一站式购买智能产品的渠道。小米之家所售产品种类明显更多，渠道复用效应更强。此外，小米还拥有覆盖线下、线上，海内、海外的高效新零售体系，交叉销售和渠道复用效率强，为销售提供了有力保障。

3.1、小米之家类似 MUJI 门店，一站式购买智能产品

小米之家 4 年国内开 600 余家店，选址和风格类似 MUJI 店铺。第一家小米之家开业于 2015 年 9 月 12 日（北京当代商场店），但最初的定位是服务中心。2016 年 2 月 24 日，小米之家正式转为新零售业务，根据小米之家的官网，截至 2020 年 2 月，中国大陆共有小米之家 639 家，在中国香港和中国台湾各有一家。小米之家的选址与无印良品在中国大陆的选址类似，主要部署在大型城市的核心商圈，契合统一的主题，小米的主题可概括为智能生活方式，MUJI 的主题可概括为简约自然生活方式。

图 15、小米之家 vs MUJI 店铺



资料来源：MUJI，环球网，兴业证券经济与金融研究院整理

与手机品牌专卖店相比，小米之家的品类远更丰富。对比华为、OPPO、vivo 的专卖店，小米不仅销售手机、电视、手表、路由器、笔记本、小爱音箱等自有产品，还会销售空气净化器、扫地机器人、平衡车、智能网关、摄像头、照片打印机、

体脂秤等等丰富的智能硬件产品，以及自动伞、箱包等生活消费品。

图16、小米之家与其他品牌旗舰店对比



资料来源：各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、小米拥有立体高效的新零售体系

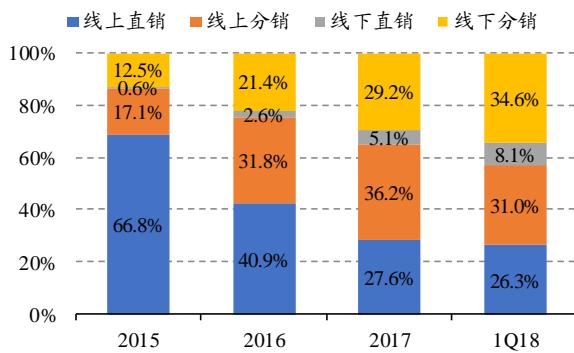
小米拥有覆盖线上线下，海内外的高效新零售体系。 小米在逐渐建成一个立体的销售渠道：1) 国内线上市场，小米不仅有自营的小米商城和有品商城，还入驻了主要的电商平台。其中有品商城不仅销售小米产品，还会销售精选第三方产品，产生相应的电商收入。2) 国内线下市场，小米有面向大城市的小米之家（600余家），面向小城市的小米授权店（约1400家），还拓展了大量的合作渠道（运营商、零售商等，约4000个零售点）。3) 海外线上，小米有自营的小米商城，也在AliExpress、Amazon及本地电商平台销售。4) 海外线下，小米之家在海外有520家，其中印度有79家（3Q19）。此外在印度市场还有针对下沉渠道的小米商店约1790家。在欧洲市场，小米主要以运营商渠道销售。

图17、小米集团的新零售体系

国内，线上	国内，线下
小米商城 有品商城 天猫旗舰店，粉丝2795万 京东旗舰店，粉丝3225万 苏宁旗舰店，粉丝339万 ...	小米之家，一二线，约600家 小米授权店，三四线，约1400家 合作渠道店，约4000家
海外，线上	海外，线下
小米商城 AliExpress Amazon ...	小米之家，520家 小米授权店 运营商合作渠道 印度：小米之家，79家 小米商店，1790家 欧洲：多以运营商渠道销售

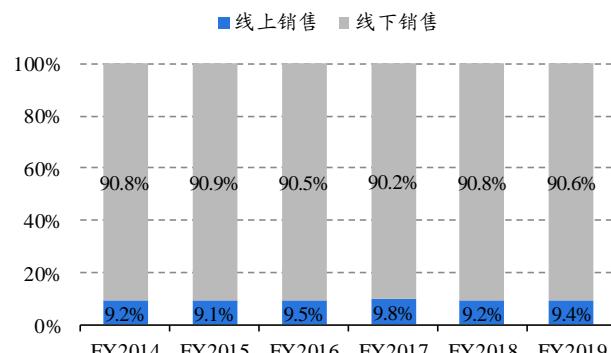
资料来源：公司公告，公司新闻，天猫，京东，苏宁，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、小米集团的营收结构按销售渠道



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、MUJI 的营收结构按销售渠道（日本）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 渠道复用与交叉销售

多品类、智能互联产生交叉销售效应，连接5台以上设备的米粉超过300万。得益于小米的多品类策略和智能互联网的平台，可以从多方面产生交叉销售效应：

1) 消费者希望在米家APP尽可能多连接小米设备，小米最新公布数据有超过300万的用户在米家APP连接了5个以上的设备；2) 消费者可能会因为购买过一个满意的小米产品，而主动购买其他产品；3) 消费者在线下、线上渠道购物同时搭购其他产品。小米的各个渠道复用率要明显更高，带来了更低的渠道费用。

图20、小米集团的销售费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、全球化扩张之路，首先发展邻国市场

● MUJI：全球化推动收入增长，中国大陆市场定位更高端

MUJI早年全球化的道路曲折，大量店铺因经营不善关闭。MUJI自1991年开始尝试全球化扩张，当年进入了英国、中国香港、新加坡等市场，随后陆续进入了欧洲、亚洲的其他国家。但由于全球化经验不足，目标过于激进，部分店铺经营亏损严重。MUJI不得不做出战略调整，1999年关闭了中国香港、新加坡的全部

店铺，并且在欧洲市场大幅放缓了开店节奏。

重返亚洲市场，重点发展中国市场。2001年，MUJI 重新进入亚洲市场，在中国香港、新加坡、中国台湾陆续开设店铺。2005年，MUJI 进入中国大陆市场。2019财年，MUJI 的中国市场收入占比约 26.5%（中国大陆 18.3%、台湾 4.1%、香港 4.0%）。

图21、MUJI 的营收分地区（亿元人民币）

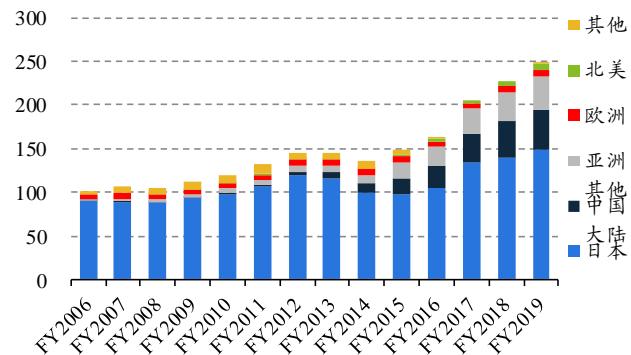
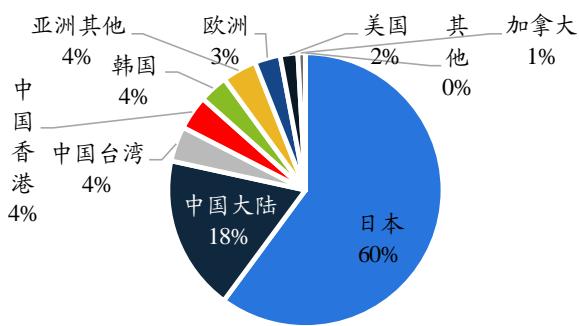


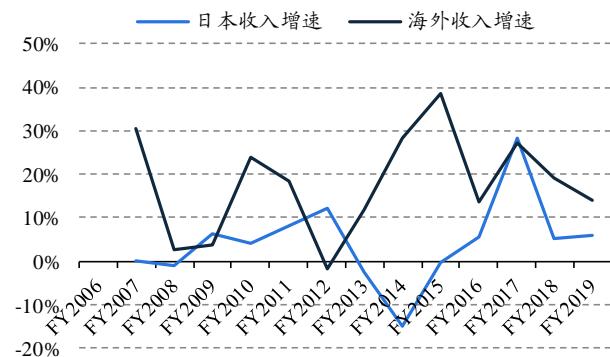
图22、MUJI 的 FY2019 营收地区结构



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

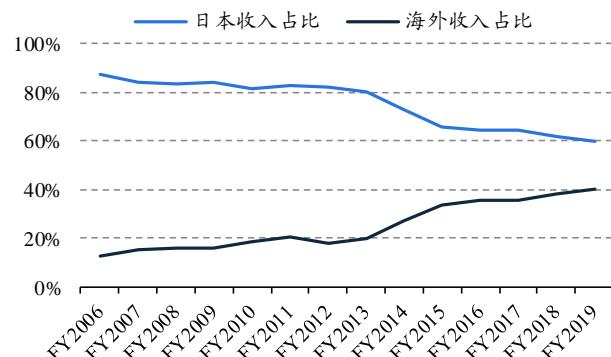
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、MUJI 的国内及海外营收增速



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、MUJI 的国内及海外营收占比



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

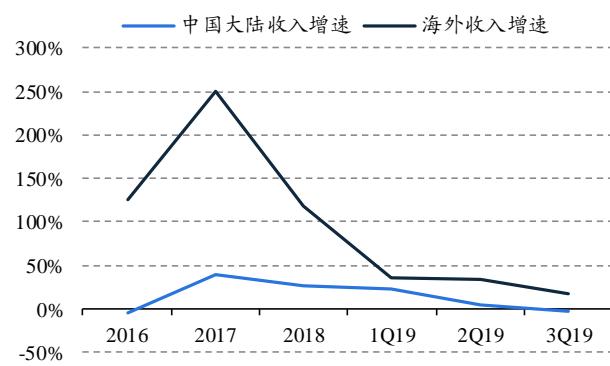
与在本土市场不同，MUJI 在中国大陆市场定位于中高端。在日本本土市场，MUJI 是大众的品牌，同等价格产品在中国市场属于中高端产品。因此 MUJI 在进入中国大陆市场后选择直接定位于中高端生活方式品牌，选择在大型城市的核心区开店。由于更高的租金成本，产品定价水平也高于日本本土市场。

● 小米：全球化势头正猛，印度市场已获较大成功

小米已经成为全球化的消费电子品牌。小米的产品已经进入了全球 74 个国家和地区（截至 2018 年 3 月末），小米品牌已经成为全球最受认可的消费电子品牌之一。2016 年以来，小米的海外市场收入增速持续快于国内。海外营收占比从 2015 年的 6.1%，增长到了 2019 年第三季度的 48.7%。现阶段，公司的海外市场营收主要来自于印度、印尼和西欧。

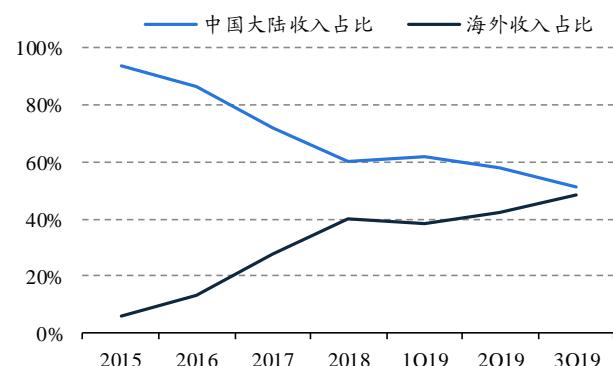
已经在印度市场建立优势地位。小米在进入印度市场三年半后即成为最大的智能手机公司，截至 2019 年第四季度，小米智能手机在印度市场连续 10 个季度保持出货量第一。截至 2019 年 6 月 30 日，小米在印度有 79 家 Mi Home，此外还拥有超过 1790 家专注二线城市和农村市场的 Mi Store 门店。除手机外，小米电视等 IoT 产品也拥有领先的市场份额。据 IDC 的统计，小米的智能电视已经在印度连续六个季度份额第一，2019 年第三季度占比达到 33%。

图25、小米的国内及海外营收增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、小米的国内及海外营收占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、超越 MUJI，小米布局智能家居时代

小米的产品以智能硬件为主，相比传统家居的市场空间更大，小米 AIoT 业务显然会远远超过 MUJI 的规模。智能硬件的特征在于互联和智能控制，而小米在这方面进行了完善的布局。小米目前米家 APP 可接入设备数超过 2200 种，月活跃用户数远超竞品，小爱 AI 的月活超过 5790 万人，是国内最活跃的 AI 助理之一。在供应链方面，小米拥有独特的生态链模式，助力快速的产品创新和品类扩张。我们认为由于智能家居的统一互联特征，领跑者小米有望持续保持优势。

4.1、领先的智能互联平台与 AI 技术

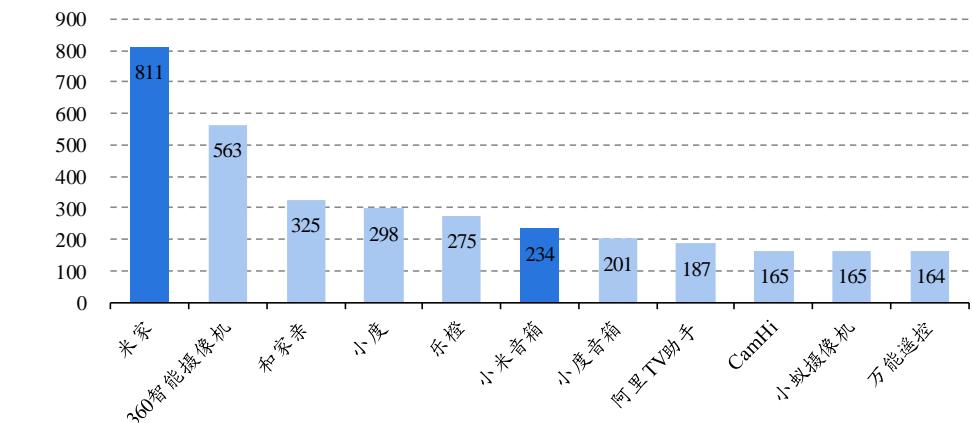
● 小米 IoT 产品智能互联，连接家与未来

用户可通过米家 APP 连接控制小米 AIoT 产品。不同于销售传统家居用品、服饰、食品的 MUJI，小米的非手机业务以智能硬件产品为主，最大的特点可以通过米家 APP 进行智能互联。而“米家（MIJIA）”这一品牌创立于 2016 年 3 月 29 日，定位于智能家庭品牌。截至到 2019 年 9 月 30 日，小米的米家 APP 月活跃用户数已经达到 3210 万人，其中约 63% 的用户是来自于非小米手机用户。

小米 AIoT 品类齐全，已经在智能家居赛道建立起跑优势。目前小米的米家 APP 平台可以接入广泛的智能硬件品类，包括摄像机、电源开关、照明、家居安防、厨电、环境电器（空净、空调、新风、加湿等）、传感器、娱乐影音、出行车载、

运动健康等等，基本可以组建完整的智能家居系统。其生态链企业绿米联创科技，提供智能家居整体的解决方案。根据易观千帆，米家 APP 是目前最活跃的智能家居类 APP。

图27、智能家居相关 APP 的活跃用户数排行榜（万人，2020 年 1 月）



资料来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理

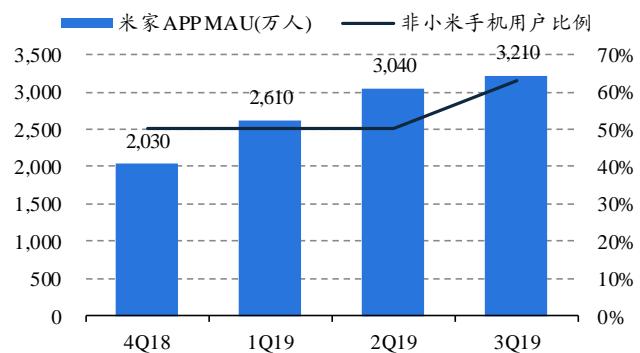
*易观千帆的统计口径与小米公司不一致，因此月活数值上有较大差异

图28、米家 APP 的操作界面



资料来源：APP Store，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、米家 APP 的月活跃用户数（万人）及非小米用户的比例



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

搭建 IoT 开发者平台，使合作伙伴产品智能互联。 小米公司于 2017 年 11 月推出了 IoT 开发者平台，不仅向生态链企业开放，也会对其他合作伙伴开放。开发者可以在产品生命周期的任何阶段在小米 IoT 开发者平台上免费申请将设备接入平台，设备通过小米的质量及兼容性测试之后，其开发者即可获得小米的全面管理及支持，包括硬件连接、IoT 模块、云平台及存储、应用程序远程控制、声控及内容分享等。

小米 IoT 开发者平台现在已经向以下类型的开发者合作：**1) 智能硬件企业：**企业希望自己的智能硬件支持小爱同学控制、支持米家 APP 控制、支持与米家智能硬件互联互通。**2) 智能硬件方案商：**企业希望将智能硬件接入小米 IoT 平台作为解决方案提供给自己的客户；同时，优秀的方案商也有机会成为平台的认证方案商，

平台会引荐有研发资源支持需要的智能硬件企业。3)语音AI平台:企业希望其语音AI服务的智能家居技能支持控制小米智能家居。4)酒店/公寓/地产企业:企业希望其智慧化项目引入小米智能家居。

图30、小米 IoT 开发者平台合作模式



资料来源：小米 IoT 开发者平台，兴业证券经济与金融研究院整理

合作企业可以获得小米的技术、生态及销售渠道等方面的支持。合作企业的获得的帮助包括：1)智能硬件可支持小爱同学、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。

向已完成认证的产品授予认证商标，增加了品牌识别度。小米IoT平台针对获得不同能力的智能硬件产品，会授予不同的商标：1)支持米家APP控制，并支持与其他产品互联互通，平台会授予“works with mijia”或“works with Mi Home”认证商标。其中，“works with mijia”认证商标适用于中国大陆地区销售的产品，“works with Mi Home”认证商标适用于除中国大陆地区外的其他国家/地区销售的产品。2)支持小爱同学控制，平台会授予“支持小爱同学控制”商标。

图31、小米合作产品认证商标



中国大陆地区接入米家

中国大陆以外地区接入米家

支持小爱同学控制

资料来源：小米 IoT 开发者平台，兴业证券经济与金融研究院整理

推出低成本的 IoT 模组，吸引了合作方，推动了行业进步。2013年前后，IoT 模组成本约 60 多元。为了推动 IoT 的发展，小米设立了 IoT 平台部，直接研发 IoT 模组，把目标定在 10 元以内。2018年，小米 IoT 模组 WiFi 版本售价降至 9.99 元。

2019年11月，小米在开发者大会上宣布将 WiFi+蓝牙模组降到9.5元。此外还推出了售价仅为6元的BLE Mesh模组、10.5元的Zigbee 3.0模组。截至2019年11月，小米IoT平台已接入了超过2200种产品。

图32、小米 IoT 模组家族



资料来源：小米IoT开发者大会（2019.11），兴业证券经济与金融研究院整理

*BLE Mesh是蓝牙低功耗无线网格网络，Zigbee是一种低速短距离传输的无线网上协议

表4、小米 IoT 模组采购型号及价格

模组类型	模组型号	模组芯片	模组尺寸(mm)	天线类型	批量参考价格(含税)	备注
Wi-Fi 单模模组	ESP-WROOM-02D	XMW01ESP	18.0 x 20.0 x 3.2	板载天线	9.30元	正常发售
	ESP-WROOM-02U		18.0 x 14.3 x 3.2	外接天线		
Wi-Fi+BLE 双模模组	ESP-WROOM-32D	XMC01ESP	18.0 x 25.5 x 3.1	板载天线	12.30元	正常发售
	ESP32-WROOM-32U		18.0 x 19.2 x 3.1	外接天线		
	MHCWB4P-B	XMC1R	18.0 x 25.0 x 3.1	板载天线	9.50元	内测
	MHCWB4P-IB		18.0 x 25.0 x 3.1	外接天线		
BLE-Mesh 模组	MHCB03P	EFR32BG13	16.0 x 22.0 x 3.4	板载天线	11.00元	正常发售
BLE 模组	MHCB05P-B	XMB1R	13.0 x 23.5 x 3.4	板载天线	5.99元	内测
	MHCB05P-IB		13.0 x 23.5 x 3.4	外接天线		
Zigbee3.0 模组	MHCZ01P-B	EFR32MG21	16.0 x 22.0 x 3.4	板载天线	10.50元	内测
	MHCZ01P-IB		16.0 x 22.0 x 3.4	外接天线		

资料来源：小米IoT平台网站，兴业证券经济与金融研究院整理

● 小爱同学，领先的 AI 开放平台

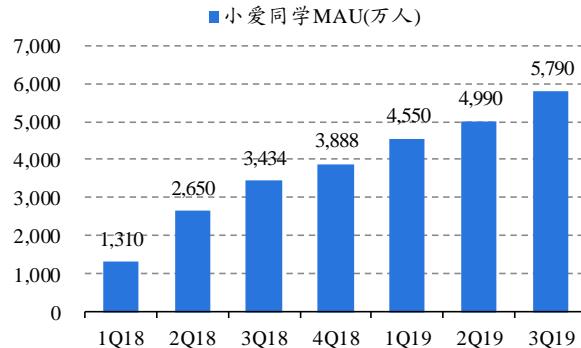
小爱同学已经成功国内最活跃的AI语音交互平台。小爱同学已经接入了小米的手机、电视、音箱、可穿戴、智能车载及儿童设备等产品，截至2019年9月小爱同学的活跃用户数约达5790万人，同比增长68.6%。

图33、小爱同学的交互示意图



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、小爱同学的月活跃用户数（万人）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、小爱同学 AI 助力接入的主要设备类型



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、独特的生态链模式，助力产品创新和品类扩张

- 小米的生态链模式

小米依靠代工厂和生态链企业来生产产品。小米自创立之初就采用外包生产模式来制造产品包括自有产品和生态链产品；自有产品为小米自行设计，寻找代工厂制造，主要包括入口型产品（手机、电视、手表、路由器、小爱音箱），以及白电产品（空调、冰箱、洗衣机）。生态链产品为小米和生态链企业合作设计，生态链企业负责寻找代工厂制造。小米约有 200 余家核心供应商，实现高效控制供应链的生产成本，并主动管理合作伙伴的生态链产品成本。

截至 2018 年 3 月 31 日，小米通过投资和管理建立了由超过 210 家公司组成的生态链，其中超过 90 家公司专注于研发智能硬件和生活消费品。

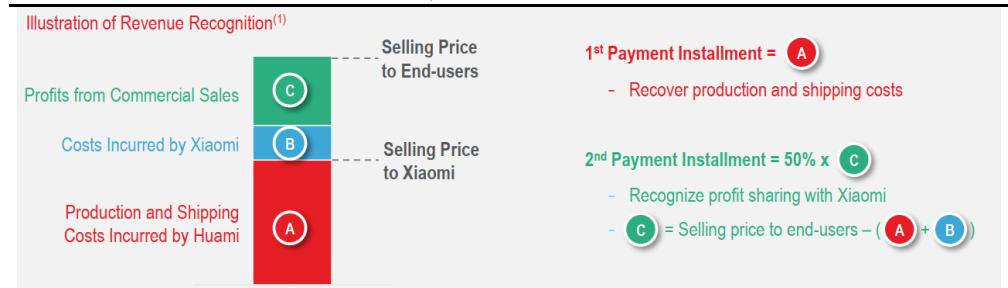
表5、小米主要的生态链产品供应商

公司	供应产品
智米	智能空气净化器及空气质量检测器
华米	智能手环、手表（不包括儿童手表及石英手表）、体重秤及相关配件产品
紫米技术	移动电源硬件产品套件
石头科技	智能扫地机器人
纳恩博	智能滑板车
云米	净水器及若干其他 IoT 智能家电设备
万魔	耳机

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

小米与生态链企业主要采用毛利均分的采购政策。以华米科技（小米手环供应商）为例，假设生态链企业的制造及物流成本为 A，小米销售产品的相关成本为 B，产品销售总毛利为 C，则小米和其生态链企业的毛利均为 $50\% \times C$ 。

图36、小米生态链分成模式（以华米为例）



资料来源：华米公司 IR 网站，兴业证券经济与金融研究院整理

小米会参与生态链企业的产品设计和生产管理。除了对生态链企业投资外，小米还会向生态链企业输出产品的设计理念和经验，与生态链企业共享一些供应链资源，甚至会直接参与生态链企业的生产管理中强化对生态链企业的产品质量和成本管控能力。截至 2018 年第一季度，小米的生态链企业部门有雇员 955 人，仅次于手机部的 1292 人，为总雇员数量的 6.6%，非销售与服务部雇员总数的 11.3%。

表6、小米分业务部门的职工数量（截至 2018 年 3 月 31 日）

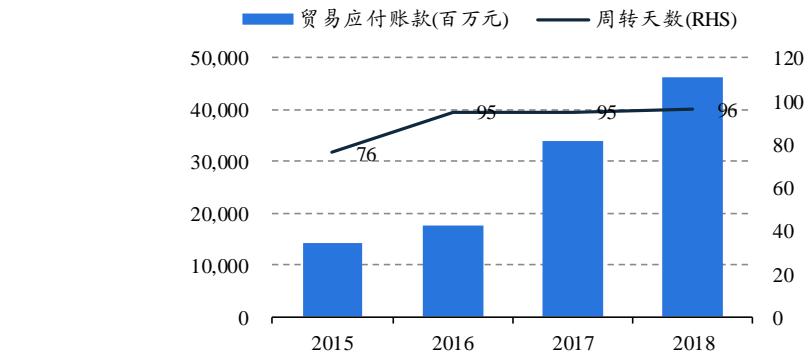
职能	雇员人数	占比(%)
销售与服务部	6,048	41.7
MIUI	2,275	15.7
手机部	1,292	8.9
生态链	955	6.6
行政部	852	5.9
人工智能与云平台	700	4.8
国际业务部	618	4.2
信息部	450	3.1
电视部	435	3.0
其他	888	6.1
总计	14,513	100.0

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

● 小米的供应链金融

供应链管理政策稳定，贸易应付账款天数较长。小米公司 2016 年来贸易应付账款周转天数稳定在 95 天左右，主要得益于稳定一致的供应商管理政策。

图37、小米的贸易应付账款（人民币百万元）及周转天数



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

小米向供应链提供金融服务，建立起更强大的供应链。小米公司利用自身的技术优势和特殊地位，为供应商、零售商和核心企业提供供应链金融服务，有利于小米集团形成更紧密、强大、可靠的供应链体系，也有利于提升供应链的销量。

- 1) 对供应商：小米供应链金融针对小米供应商推出应收账款保理产品，方便供应商提前结账、为小米供应商提供基于应收账款转让的融资服务。
- 2) 对零售商：小米供应链金融针对小米终端零售商推出新零售产品，方便零售商向小米采购货物，以最小的成本获得最大的资金储备。
- 3) 对大型核心企业：小米供应链金融为大型核心企业提供了一套应收账款电子债权凭证系统，债权凭证可以在平台上进行拆分流转或者融资。

表7、小米供应链金融的产品服务及优势

		小米供应链金融的产品服务
应收账款保理		小米供应链金融为与小米集团有稳定贸易合作的供应商及小米网、小米有品等有稳定合作的小米生态链企业提供基于应收账款的融资服务。
债权转让		债权转让凭证是在功能上类似电子票据，但优于票据的结算和融资工具，可以在平台上拆分流转或融资。
全链融资		通过小米集团供应链赋能初创企业，为创造好产品的初创企业提供生产、加工、营销等企业经营所需资金的金融产品。
融资租赁		小米供应链金融对有需要采购设备的企业提供直租或回租的融资租赁服务。
米店融		小米供应链金融为解决新零售门店日常订货资金需求，推出资金解决方案。
		技术特点及优势
账户安全体系		小米账号8年服务经验，具备丰富的风险经验，可以通过设备指纹、短信验证、行为大数据对账号做全面风险侦测和防范。SCF平台也使用了米盾安全服务，提供精细化（IP、用户、时间等）的资源访问记录查询功能，用于满足审计需求。
金融级 KYC	金融级 KYC	企业主体信息多方核验； 企业法人或管理员身份核验以及手机号3要素核验、扫脸识别等机制； 企业基本户打款验真。
	数字证书	用户在平台的所有敏感操作均需要使用中国金融认证中心（CFCA）颁发的数字证书进行身份认证和意愿认证，确保用户数据完整性和不可篡改。CFCA是经中国人民银行和国家信息安全管理机构批准成立的国家重要金融信息安全基础设施之一。
交易安全	电子合同	用户在完成身份认证和意愿认证后所有合同使用符合《电子签名法》规定的持牌CA机构颁发的数字证书进行签章，符合《电子签名法》关于电子签章的要求，确保电子合同具备法律效力。
	区块链存证及证据保全	业务流程中关键节点的客户数据、行为数据、合同摘要数据等通过区块链及加密技术做存证，存证信息覆盖完整的业务流程，并具备不可篡改性。
	数字账本-米账通	米账通是平台为客户提供的记录资金流转的数字账本，具备完整的数据记录和存证能力，底层采用区块链做存储，安全可信赖。
	贸易真实性核验	对贸易合同以及发票信息做严格的真实性核验，确保贸易基础资产真实、可信。
技术保障	数据安全	关键业务数据加密存储，并将区块链技术和密码技术充分结合，提高数据安全性。
	网络安全	严格的访问权限认证、控制和专业级的防火墙，防入侵设备，网络行为审计和日志分析等。
	系统安全	系统部署于小米自有机房金融专区，具备专业的机房管理体系和严格的机房管理流程及风险预案。具备多机房容灾和完善的数据备份机制，为系统提供多重保障策略。核心系统服务自研，并经过相关安全机构的检测，所用区块链技术获得多家厂商认可。
	管理规范	业务系统级数据的管理具有严谨、成熟的管理制度，通过人员业务审计、权限管控、严控审批流，降低系统的不安全因素。

资料来源：小米官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 小米的其他供应链布局

与TCL科技合作，增强家电供应链能力。2018年12月29日小米集团与TCL科技(000100.SZ)签订战略合作协议，双方将开展在智能硬件与电子信息核心高端基础器件一体化的联合研发，创新下一代智能硬件中新型器件技术的应用，建立起核心、高端和基础技术领域的相互合作或联合投资，以此催生创新智能产品，不断改善全球用户的体验和其交互方式。2019年1月6日，TCL科技自愿公告小米集团自二级市场增持TCL科技至0.48%。此后小米继续增持，截至2019年9月30日，小米公司持股TCL科技约1.0%的股份。

● 小米的生态链模式成效

通过有效的成本管控，小米生态链产品的性价比远高于竞品。小米会主动参与生

态链企业的成本管理。在产品设计上，小米对生态链企业输出设计经验，包括在设计中管控成本的理念。在零部件采购上，小米也会对生态链企业分享供应链资源。有效的制造成本控制，再叠加小米高效的销售渠道，小米的生态链 IoT 产品售价与可比竞争对手产品相比有明显的性价比优势。

表8、小米生态链 IoT 产品与可比竞争对手产品对比

	智能电视	人工智能音响	路由器	滑板车	穿戴式设备	空气净化器	感应加热电饭煲	扫地机器人	智能相机	净水器	成本总额
小米型号	小米电视	小米 AI 音箱	小米路由器	米家电动滑板车	小米手环	小米米家空气净化器	米家压力 IH 电饭煲	米家扫地机器人	米家智能摄像机	小米净水器	1,185 美元至 2,990 美元
价格	138 美元至 1,492 美元	26 美元至 46 美元	15 美元至 107 美元	308 美元	23 美元	108 美元至 231 美元	62 美元至 154 美元	260 美元	15 美元至 62 美元	230 美元至 307 美元	
系统	统一由米家 app 控制										
竞争对手型号	Samsung UA Series	Sonos One	TP-Link DR Series	INMOTION V Series	Apple Watch	Honeywell KJ Series	Panasonic SR Series	iRobot Roomba Series	Ezviz Smart Camera	Philips WP4170	3,200 美元至 7,864 美元
价格	446 美元至 3,333 美元	279 美元	13 美元至 230 美元	508 美元	249 美元	325 美元至 833 美元	156 美元至 586 美元	741 美元至 1,304 美元	22 美元至 81 美元	461 美元	
系统	Samsung Smarthings	Amazon Alexa	TP-Link Mobile APP	INMOTION Mobile APP	Watch OS 4	JD Smart	Panasonic Smart	iRobot	Ezviz Cloud	Ali Smart Cloud	

资料来源：小米招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、生态链公司陆续上市，小米投资估值有望提升

近日，小米生态链企业石头科技科创板上市成功。2020 年 2 月 21 日，石头科技成功登陆科创板，发行价 271.12 元，当日收盘价 500.01 元，市值约 333 亿人民币，市盈率估值对应预计 2019 年利润指引（7.0-8.2 亿元）约为 41-48 倍。本次发行后，小米集团控制的天津金米和小米集团相关方顺为资本分别持股 8.89% 和 9.64%。

石头科技上市提升了小米 AIoT 业务模式和营收的可见度。石头科技是小米的米家智能扫地机器人、米家无线吸尘器的 ODM 厂商，交易模式主要为收入分成模式（小米和生态链企业平分毛利），直接销售模式为辅（如国内版米家无线吸尘器）。石头科技上市提升了小米 AIoT 营收的可见度，根据石头科技公告，2019 年上半年，石头科技的米家扫地机器人销售收入 7.4 亿，营收占比 34.8%，米家无线吸尘器销售收入 1.2 亿，营收占比 5.8%。

生态链公司陆续上市，有望提升小米投资的估值。在石头之前，小米生态链企业有华米、云米在美股上市，市场估值（PE TTM，2020年3月3日）在12.2倍和12.0倍。科创板的整体估值水平高于美股，随着更多小米生态链公司及参股企业在科创板上市，小米的投资组合价值有望提升。截至2019年9月30日，小米集团的权益法入账投资有95亿元，其中上市实体57亿，非上市实体38亿，另外还有按公允价值计量的投资账面价值192亿，总体投资账面价值高达287亿。

表9、已上市的小米生态链公司市值及小米的持股比例

代码	公司	市值	持股比例	持股市值
		亿元		亿元
688169.SH	石头科技	281	6.3%	18
HMI.N	华米科技	57	14.6%	8
VIOT.O	云米科技	30	16.4%	5
	合计			31

资料来源：Wind, Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

*行情日期 2020 年 3 月 3 日

5、盈利预测与投资建议

投资建议：上调目标价 4.1%至 15.3 港元，维持“买入”评级。考虑到近期特殊情况对行业会产生一定影响，我们调整公司 2019/20/21 年收入预测为 2059/2638/3177 亿人民币，同比增长 17.7%/28.1%/20.5%，调整后归母净利润 109/120/149 亿人民币，同比增长 26.5%/9.8%/24.5%。然而在特殊情况下，小米手机国内份额有更强的提升动能，因此我们对公司估值倍数更为乐观。上调目标价 4.1%至 15.3 港元（估值基于未来 12 个月利润的 24 倍 PE+投资账面价值 1.0 倍 PB）。

表10、小米集团的盈利预测

(Rmb mn)	FY18A Dec/18	FY19E Dec/19	FY20E Dec/20	FY21E Dec/21	1Q19A Mar/19	2Q19A Jun/19	3Q19E Sep/19	4Q19E Dec/19
P&L								
Smartphone	113,800	123,356	154,706	182,694	27,009	32,021	32,268	32,058
IoT & lifestyle products	43,817	61,022	82,417	104,484	12,043	14,945	15,606	18,428
Internet service	15,956	19,747	24,497	27,970	4,257	4,580	5,309	5,600
Others	1,343	1,785	2,134	2,585	448	405	477	454
Total revenue	174,915	205,910	263,754	317,733	43,757	51,951	53,661	56,541
Cost of revenue	-152,723	-177,493	-225,153	-270,816	-38,541	-44,692	-45,425	-48,835
Gross profit	22,192	28,417	38,602	46,917	5,216	7,259	8,236	7,706
S&M	-7,993	-9,956	-13,715	-15,887	-1,845	-2,295	-2,537	-3,279
G&A	-12,099	-3,104	-4,220	-5,084	-632	-724	-844	-905
R&D	-5,777	-7,501	-10,550	-12,709	-1,651	-1,556	-2,033	-2,262
Others	4,874	2,468	808	904	2,526	-348	290	0
Operating profit	1,196	10,323	10,924	14,142	3,614	2,336	3,113	1,260
Finance income	216	529	221	279	103	98	182	146
Others	12,514	0	0	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	13,927	10,852	11,145	14,421	3,717	2,434	3,295	1,406
Tax	-449	-1,976	-1,560	-2,019	-525	-479	-775	-197
Net profit	13,478	8,876	9,585	12,402	3,192	1,956	2,519	1,209
Non-controlling interests	-76	68	-100	-100	66	4	-6	4
Net profit attr. to owners	13,554	8,808	9,685	12,502	3,126	1,952	2,525	1,205
Non-IFRS:								
Non-IFRS adjustment	-4,923	2,113	2,307	2,422	-1,111	1,680	953	592
Non-IFRS net profit to owners	8,631	10,921	11,991	14,924	2,015	3,632	3,478	1,797
Growth(YoY)								
Smartphone	41.3%	8.4%	25.4%	18.1%	16.2%	5.0%	-7.8%	27.8%
IoT & lifestyle products	86.9%	39.3%	35.1%	26.8%	56.5%	44.0%	44.4%	23.4%
Internet service	61.2%	23.8%	24.1%	14.2%	31.8%	15.7%	12.3%	38.7%
Others	87.3%	32.9%	19.6%	21.1%	82.8%	2.0%	44.5%	22.8%
Total revenue	52.6%	17.7%	28.1%	20.5%	27.2%	14.8%	5.5%	27.3%
Non-IFRS net profit	59.5%	26.5%	9.8%	24.5%	18.6%	71.6%	20.5%	-3.0%
Margin								
GP Margin	12.7%	13.8%	14.6%	14.8%	11.9%	14.0%	15.3%	13.6%
OP Margin	0.7%	5.0%	4.1%	4.5%	8.3%	4.5%	5.8%	2.2%
Net Margin	7.7%	4.3%	3.6%	3.9%	7.3%	3.8%	4.7%	2.1%
Net profit attr. to owners margin	7.7%	4.3%	3.7%	3.9%	7.1%	3.8%	4.7%	2.1%
Non-IFRS net profit margin	4.9%	5.3%	4.5%	4.7%	4.6%	7.0%	6.5%	3.2%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

6、风险提示

- 1) 近期特殊事件对国内业务产生影响;
- 2) 手机竞争趋于激烈;
- 3) 空/冰/洗销售规模低于预期;
- 4) 性价比策略硬件利润空间较低。

附表

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	106,013	122,030	141,600	162,188	
现金及其等价物	30,230	33,733	27,101	21,832	
存货	29,481	33,489	45,031	54,163	
应收账款	36,807	43,036	53,599	62,945	
短期投资	8,015	9,107	11,074	14,615	
其他	1,480	2,664	4,796	8,632	
非流动资产	39,215	47,350	59,632	74,185	
固定资产	5,068	8,679	12,654	16,629	
无形资产	2,061	3,365	4,702	6,078	
土地使用权	3,403	3,325	3,248	3,170	
按公允价值计之长期投资	18,636	22,363	29,072	37,794	
按权益法入账之投资	8,639	9,071	9,525	10,001	
其他	1,408	546	431	514	
资产总计	145,228	169,379	201,233	236,373	
流动负债	61,940	75,100	94,891	114,762	
短期借款	3,075	3,075	3,075	3,075	
应付账款	52,600	68,633	87,361	106,275	
客户预付款及其他	6,265	3,391	4,455	5,411	
非流动负债	12,038	11,957	12,128	12,574	
长期借款	7,856	8,249	8,496	8,751	
递延所得税负债	778	494	312	404	
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	
其他	3,404	3,214	3,319	3,419	
负债合计	73,978	87,057	107,019	127,336	
股本	0.4	0.4	0.4	0.4	
储备	71,323	82,327	94,318	109,242	
少数股东权益	-73	-5	-105	-205	
股东权益合计	71,250	82,323	94,214	109,037	
负债及权益合计	145,228	169,379	201,233	236,373	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度		2018A	2019E	2020E	2021E
除税前利润	13,927	10,852	11,145	14,421	
折旧	167	229	250	250	
无形资产摊销	208	373	490	619	
已付所得税	-1,170	-1,748	-1,698	-1,955	
其他	-6,250	2,142	2,307	2,845	
营运资金的变动	-8,296	1,953	-4,269	-2,400	
经营活动产生现金流量	-1,415	13,801	8,225	13,779	
投资活动产生现金流量	-7,508	-10,691	-15,105	-19,302	
融资活动产生现金流量	26,574	393	247	255	
现金净变动	9,230	18,667	3,502	-6,632	
现金的期初余额	2,333	11,563	30,230	33,733	
现金的期末余额	11,563	30,230	33,733	27,101	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入		174,915	205,910	263,754	317,733
营业成本		-152,723	-177,493	-225,153	-270,816
毛利		22,192	28,417	38,602	46,917
销售费用		-7,993	-9,956	-13,715	-15,887
管理费用		-12,099	-3,104	-4,220	-5,084
研发支出		-5,777	-7,501	-10,550	-12,709
财务费用		216	529	221	279
投资及其他		17,388	2,468	808	904
税前利润		13,927	10,852	11,145	14,421
所得税		-449	-1,976	-1,560	-2,019
调整后净利润		8,555	10,989	11,891	14,824
少数股东损益		-76	68	-100	-100
调整后归母净利润		8,631	10,921	11,991	14,924
调整后 EPS(元)		0.84	0.45	0.50	0.62

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	52.6%	17.7%	28.1%	20.5%
营业利润增长率	-90.2%	762.8%	5.8%	29.5%
调整后归母净利润增长率	59.1%	26.5%	9.8%	24.5%
盈利能力				
毛利率	12.7%	13.8%	14.6%	14.8%
调整后归母净利率	4.9%	5.3%	4.5%	4.7%
ROE	12.1%	13.3%	12.7%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	50.9%	51.4%	53.2%	53.9%
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.4
营运能力(次)				
资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.3
贸易应收周转率	6.6	6.6	6.5	6.5
每股资料(元)				
调整后每股收益	0.84	0.45	0.50	0.62
每股经营现金	-0.09	0.57	0.34	0.57
每股净资产	4.43	3.43	3.92	4.54
估值比率(倍)				
PE	13.9	25.7	23.4	18.8
PB	2.6	3.4	3.0	2.6

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。