

华米科技 (HMI US, 买入, 目标价: US\$19.77)

买入
持有
卖出

下半年增加自有品牌产品出货量, 重申“买入”评级

目标价: US\$19.77 **当前股价: US\$12.41**

股价上行/下行空间	+59%
52 周最高/最低价 (US\$)	18.21/8.52
市值 (US\$mn)	3,024
当前发行数量(百万股)	244
三个月平均日交易额 (US\$mn)	7
流通盘占比 (%)	36
主要股东 (%)	
Wells Capital Management, Inc.	26
富达基金 (香港) 有限公司	10
高盛资管	9

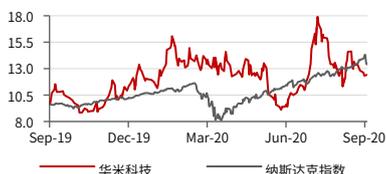
按 2020 年 9 月 4 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	19.77	18.36	8%
2020E EPS (RMB)	10.05	2.30	336%
2021E EPS (RMB)	12.58	2.92	331%
2022E EPS (RMB)	14.01	3.34	320%

股价表现



资料来源: FactSet

- 预期华米的自有品牌产品未来硕果可期。
- 手环产品将受益于小米海外市场扩张。
- 维持“买入”评级; 上调目标价至 19.77 美元。

自有品牌产品未来硕果可期。我们预计 2020 全年华米自有品牌产品的预期出货量将从 460 万只大幅增长到 629 万只, 同比增长 37%。强劲增长的推动因素包括: 1) 美国禁令升级, 对华为 (私营) 芯片采购造成影响, 可能导致智能手机市场份额拱手让给其他同行; 2) 华米向西班牙、印度和北美等地的国际版图扩张增加了海外出货量; 3) 与天美时 (私营) 合作, 进一步丰富华米的自有品牌产品线。

手环产品受益于小米海外市场扩张。华米的手环产品在海外市场上依赖于小米 (1810HK) 的销售渠道, 且 2019 年四季度起不断拓展。我们预计华米将受益于小米的海外扩张, 特别是在欧盟地区。与此同时, 管理层表示, 将继续同小米开展手环的合作。我们认为华米与小米将维持现有关系, 预计华米将进一步拓展于小米在智能可穿戴产品的合作范畴, 预计 2020/2021 年华米的手环产品出货量将达到 3840 万只/4220 万只, 同比增长 13.6%/10.0%。

看好可穿戴产品前景。我们看好可穿戴产品市场的长期前景, 原因包括: 1) 我们预计 2020 年/2021 年医疗相关功能将取得突破; 2) 当前可穿戴产品渗透率仍然较低。我们认为, 持续投资新功能对于华米的未来增长至关重要。

维持“买入”评级; 上调目标价至 19.77 美元。我们的目标价为 19.77 美元, 对应 11 倍的 2021 年目标市盈率不变以及经调整的 2021 年摊薄 EPADS (1.80 美元), 因为我们提高盈利预期以反映自有品牌产品出货量的增长。

风险提示: 新冠肺炎疫情反复; 与小米的合作协议变更; 来自小米的潜在竞争; 海外扩张缓慢。

研究团队

赵冰, PhD, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (RMBmn)	3,645	5,812	8,162	9,604	10,953
EBIT (RMBmn)	387	652	663	857	953
经常性净利润 (RMBmn)	475	630	643	805	896
每股收益 (RMB)	7.59	9.81	10.05	12.58	14.01
市盈率 (x)	9.6	8.0	8.8	7.0	6.3

注: Wind, 华菁证券预测

附：财务报表

年结 12 月

利润表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
小米产品收入 (RMB mn)	4,375	5,475	6,213	7,032
自有产品收入 (RMB mn)	1,402	2,637	3,325	3,840
数据服务收入 (RMB mn)	35	50	66	81
其他收入	0	0	0	0
营业收入	5,812	8,162	9,604	10,953
营业成本	(4,345)	(6,308)	(7,360)	(8,431)
毛利润	1,468	1,853	2,244	2,522
管理及销售费用	(861)	(1,209)	(1,424)	(1,624)
其中：研发支出	(431)	(576)	(679)	(774)
其中：市场营销支出	(182)	(348)	(410)	(467)
其中：管理支出	(248)	(284)	(335)	(382)
息税前利润	652	663	857	953
息税折旧及摊销前利润	670	690	900	1,021
利息收入	0	0	0	0
利息支出	0	0	0	0
税前利润	651	655	857	953
所得税	78	66	86	95
净利润	630	643	805	896
调整后息税前利润	652	663	857	953
调整后息税折旧及摊销前利润	670	690	900	1,021
调整后净利润	630	643	805	896
基本每股收益 (RMB)	10.30	10.56	13.22	14.72
稀释每股调整收益 (RMB)	9.81	10.05	12.58	14.01

资产负债表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,392	5,418	6,415	7,645
货币资金	1,803	1,311	2,674	2,505
应收账款	189	1,135	420	1,347
存货	894	1,108	1,228	1,447
其他流动资产	1,507	1,864	2,094	2,346
非流动资产	782	856	960	1,092
固定资产	64	121	207	321
无形资产	86	102	120	139
商誉	6	6	6	6
其他	118	118	118	118
资产	5,175	6,273	7,375	8,737
流动负债	2,482	2,938	3,234	3,700
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	2,000	2,449	2,742	3,204
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	190	190	190	190
负债	2,677	3,133	3,429	3,895
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	911	1,500	2,271	3,128
归属于母公司所有者权益	2,498	3,140	3,945	4,842
少数股东权益	(3)	(4)	(4)	(4)
负债及所有者权益	5,175	6,273	7,375	8,737

资料来源：Wind，华菁证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	630	643	805	896
折旧摊销	(17)	(27)	(43)	(68)
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	65	53	87	136
营运资本变动	(250)	(1,061)	662	(933)
经营活动产生的现金流量	428	(391)	1,510	32
资本支出	(34)	(73)	(114)	(163)
收购及投资	(79)	(28)	(33)	(37)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(113)	(101)	(147)	(201)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	(20)	0	0	0
发行（回购）股份	1	0	0	0
其他	45	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	26	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	352	(492)	1,363	(169)
自由现金流	394	(464)	1,396	(131)

关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
小米可穿戴产品出货量（百万只）	33.8	38.4	42.2	43.0
自有品牌可穿戴产品出货量（百万）	3.5	6.3	7.6	8.4

财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
YoY (%)				
营业收入	59.4	40.4	17.7	14.0
息税折旧及摊销前利润	70.5	3.1	30.4	13.4
调整后息税折旧及摊销前利润	70.5	3.1	30.4	13.4
净利润	32.8	2.0	25.2	11.4
调整后净利润	32.8	2.0	25.2	11.4
稀释每股调整收益	22.9	2.5	25.2	11.4
调整后稀释每股调整收益	29.2	2.5	25.2	11.4
盈利率 (%)				
息税折旧摊销前利润率	11.5	8.5	9.4	9.3
调整后息税折旧摊销前利润率	11.5	8.5	9.4	9.3
息税前利润率	11.2	8.1	8.9	8.7
调整后息税前利润率	11.2	8.1	8.9	8.7
净利率	10.8	7.9	8.4	8.2
调整后净利率	10.8	7.9	8.4	8.2
净资产收益率	25.2	20.5	20.4	18.5
总资产收益率	12.2	10.3	10.9	10.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
估值比率 (x)				
市盈率	8.0	8.8	7.0	6.3
市净率	8.1	7.2	5.7	4.7
市销率	3.7	2.7	2.2	2.0
企业价值倍数	29.7	31.1	23.8	21.0
调整后企业价值倍数	29.7	31.1	23.8	21.0

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。