

# 小米集团-W (01810.HK)

## 需求尚待恢复，Q2 盈利或见底

**手机：需求疲弱尚待恢复，高端化持续推进。**据 IDC、Strategy Analytics 等机构公布的 2022Q2 全球智能手机出货量，我们预计小米 2022Q2 出货量约为 3900 万台、同比下降 26%。需求端疲弱导致销量下滑，主要受到国内疫情及竞争加剧、俄乌等国际地缘局势影响等。但国际新兴市场如拉美、东南亚等地区增长潜力较大。整体来看，我们预计全年手机销量承压。

ASP 方面，由于 618 大促及 Q2 未发布高端机型，预计 Q2 ASP 小幅下滑。下半年或有更多高端机推出，如 7 月小米 12S 系列，推动 ASP 健康提升。

毛利率方面，由于 618 大促，预计 Q2 手机业务毛利率环比进一步下滑，后续有望逐季好转。

**AIoT：境外短期波动，电视推动毛利率稳步提升。**我们预计 Q2 AIoT 国内业务在 618 大促的推动下或保持健康增长，但境外市场受俄乌冲突、国际物流因素等影响有所承压。

毛利率方面，今年以来面板价格有所下降，我们预计电视毛利率有望回升、推动 Q2 小米 AIoT 毛利率同比有所提升。

**互联网：境内有所承压，境外持续增长。**虽然手机出货量下滑，但用户换机周期的延长也带来流失率的下降，我们预计 Q2 MIUI MAU 依然实现稳定净增长。受国内广告需求及疫情因素拖累，我们预计 Q2 国内互联网业务收入增速有所放缓，但海外互联网或仍可保持较高增速。毛利率方面，我们预计 Q2 互联网业务毛利率或将保持 70%左右。

我们预计 2022 年互联网收入保持正增长，动力来自：1) MIUI 用户持续扩张；2) 境外互联网业务保持高速增长。毛利率方面，预计相对平稳。

**造车投入逐步增加，Q2 盈利或将见底。**Q1 小米智能电动汽车等创新业务费用 4.25 亿元，5 月汽车团队人数已超 1200 人，我们预计 Q2 相关投入将环比增加。我们预计 Q2 盈利或将见底，下半年随着手机出货量和 ASP 的改善、以及毛利率的提升，盈利有望实现拐点。

**维持“买入”评级。**我们预计公司 2022Q2 收入 691 亿元、同比下降 21%，non-GAAP 净利润 19 亿、同比下降 70%。预计 2022-2024 年小米集团总收入为 3104/3520/3974 亿元，non-GAAP 净利润为 100/143/174 亿元。基于小米核心业务（剔除造车）17x 2023e P/E、结合投资价值，给予小米 15 港元目标价，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内智能手机竞争加剧、AIoT 进展不及预期、海外市场政策风险、疫情影响超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	245,866	328,309	310,403	352,042	397,363
增长率 yoy (%)	19	34	-5	13	13
Non-gaap 归母净利润(百万元)	13,006	22,039	10,042	14,319	17,445
增长率 yoy (%)	13	69	-54	43	22
Non-gaap EPS(元/股)	0.5	0.9	0.4	0.6	0.7
净资产收益率(%)	16	14	7	12	12
P/E(倍)	19.0	11.6	25.4	17.8	14.6
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 2 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	互联网软件与服务
8月2日收盘价(港元)	11.62
总市值(百万港元)	289,974.35
总股本(百万股)	24,954.76
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	99.93

### 股价走势



### 作者

#### 分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

#### 分析师 朱若菲

执业证书编号：S0680522030003

邮箱：zhuruofei@gszq.com

#### 分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

#### 分析师 刘澜

执业证书编号：S0680522030006

邮箱：liulan@gszq.com

### 相关研究

- 《小米集团-W (01810.HK)：短期业务承压，期待环比改善》2022-05-20
- 《小米集团-W (01810.HK)：手机短期承压，新业务持续投入》2022-05-12
- 《小米集团-W (01810.HK)：2021 年利润增长亮眼，回购彰显信心》2022-03-23

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	176,283	185,851	179,353	238,379	245,529
现金	75,977	58,872	79,709	90,290	122,930
应收账款	10,161	17,986	8,626	21,555	12,511
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	16,182	19,852	14,216	24,422	19,190
存货	41,671	52,398	37,013	63,589	49,172
其他流动资产	32,293	36,744	39,789	38,523	41,725
<b>非流动资产</b>	77,397	107,040	106,852	106,882	107,037
长期投资	47,997	60,344	60,344	60,344	60,344
固定资产	6,306	6,965	8,420	9,611	10,584
无形资产	4,266	5,579	3,935	2,775	1,957
其他非流动资产	18,828	34,152	34,152	34,152	34,152
<b>资产总计</b>	253,680	292,892	286,204	345,261	352,566
<b>流动负债</b>	107,927	115,727	99,187	139,855	125,895
短期借款	6,962	5,527	5,327	5,627	5,927
应付账款	72,199	74,643	64,927	92,112	83,909
其他流动负债	28,766	35,557	28,932	42,116	36,059
<b>非流动负债</b>	21,739	39,732	39,732	39,732	39,732
长期借款	10,635	20,720	20,720	20,720	20,720
其他非流动负债	11,105	19,012	19,012	19,012	19,012
<b>负债合计</b>	129,666	155,459	138,919	179,587	165,627
少数股东权益	322	220	-840	-2,817	-5,103
股本	0	0	0	0	0
资本公积	123,691	137,212	148,125	168,490	192,042
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	123,692	137,213	148,125	168,491	192,043
<b>负债和股东权益</b>	253,680	292,892	286,204	345,261	352,566

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	21,879	9,785	26,183	15,838	39,191
净利润	21,633	24,417	11,121	20,431	23,629
折旧摊销	1,708	3,062	3,189	2,970	2,845
财务费用	2,401	1,612	2,146	2,558	3,851
投资损失	-11,813	-7,669	0	0	0
营运资金变动	4,320	-15,725	10,995	-8,077	11,229
其他经营现金流	3,628	4,089	-1,268	-2,043	-2,363
<b>投资活动现金流</b>	-17,679	-45,008	-3,000	-3,000	-3,000
资本支出	-3,026	-7,169	-3,000	-3,000	-3,000
长期投资	-4,212	-11,241	0	0	0
其他投资现金流	-10,441	-26,597	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	26,216	4,499	-2,346	-2,258	-3,551
短期借款	-2,004	9,227	-200	300	300
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3,398	3,471	0	0	0
其他筹资现金流	24,822	-8,200	-2,146	-2,558	-3,851
<b>现金净增加额</b>	30,415	-30,724	20,837	10,580	32,640

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	245,866	328,309	310,403	352,042	397,363
营业成本	209,114	270,048	256,676	288,802	323,710
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	14,539	20,981	20,762	23,421	26,320
管理费用	13,003	17,906	21,066	23,489	26,513
财务费用	2,401	1,612	2,146	2,558	3,851
资产减值损失	-372	-2,580	-639	-800	-800
公允价值变动收益	13,173	8,132	950	6,000	6,000
投资净收益	1,381	275	399	800	800
<b>营业利润</b>	20,991	23,590	10,462	19,772	22,969
营业外收入	643	827	660	660	660
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	21,633	24,417	11,121	20,431	23,629
所得税	1,321	5,134	1,268	2,043	2,363
<b>净利润</b>	20,313	19,283	9,853	18,388	21,266
少数股东损益	-43	-56	-1,059	-1,977	-2,287
<b>归属母公司净利润</b>	20,356	19,339	10,912	20,365	23,552
non-gaap 归母净利	13,006	22,039	10,042	14,319	17,445
EPS (元/股)	0.53	0.86	0.39	0.56	0.68

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	19.4	33.5	-5.5	13.4	12.9
营业利润 (%)	92.6	12.4	-55.7	89.0	16.2
归属母公司净利润 (%)	12.8	69.5	-54.4	42.6	21.8
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	14.9	17.7	17.3	18.0	18.5
净利率 (%)	8.3	5.9	3.2	5.2	5.4
ROE (%)	16.5	14.1	7.4	12.1	12.3
ROIC (%)	15.9	12.6	6.8	10.8	11.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	51.1	53.1	48.5	52.0	47.0
净负债比率 (%)	44.2	44.1	39.4	44.4	39.4
流动比率	1.6	1.6	1.8	1.7	2.0
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.2	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	28.7	23.3	23.3	23.3	23.3
应付账款周转率	3.7	4.5	4.4	4.5	4.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.86	0.39	0.56	0.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	0.41	1.09	0.66	1.63
每股净资产 (最新摊薄)	5.17	5.73	6.14	6.91	7.80
<b>估值比率</b>					
P/E	19.0	11.6	25.4	17.8	14.6
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.4	12.7	27.8	19.5	16.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 2 日收盘价

图表 1: 小米集团财务预测: 年度

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>收入: 亿元</b>	2,058	2,459	3,283	3,104	3,520	3,974	4,463
<b>智能手机</b>	1,221	1,522	2,089	1,860	2,067	2,281	2,501
手机出货量: 百万台	125	146	190	162	172	180	190
其中: 大陆	40	39	51	44	45	45	45
境外	85	108	139	118	127	136	145
ASP: 元	980	1,040	1,098	1,147	1,205	1,264	1,317
<b>IoT 与消费产品</b>	621	674	850	874	1,010	1,164	1,330
境内			536	551	629	625	695
境外			314	323	381	539	635
<b>互联网服务</b>	198	238	282	299	364	442	536
MIUI MAU: 百万		396	509	598	695	798	907
年度 ARPU: 元		60	55	50	52	55	59
<b>其他</b>	18	25	62	72	80	88	96
<b>收入增速</b>	18%	19%	34%	-5%	13%	13%	12%
智能手机	7%	25%	37%	-11%	11%	10%	10%
IoT 与消费产品	42%	9%	26%	3%	16%	15%	14%
互联网服务	24%	20%	19%	6%	22%	21%	21%
其他	35%	38%	149%	16%	10%	10%	10%
<b>毛利率</b>	13.9%	14.9%	17.7%	17.3%	18.0%	18.5%	19.2%
智能手机	7.2%	8.7%	11.9%	10.1%	10.4%	10.5%	10.5%
IoT 与消费产品	11.2%	12.8%	13.1%	14.9%	14.7%	14.7%	14.7%
互联网服务	64.7%	61.6%	74.1%	71.0%	71.8%	72.2%	72.6%
其他	-0.1%	11.9%	22.6%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Non-GAAP 经调整净利 (亿元)</b>	115	130	220	100	143	174	221
Non-GAAP 净利润率	5.6%	5.3%	6.7%	3.2%	4.1%	4.4%	5.0%
YOY	35%	13%	69%	-54%	43%	22%	27%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

图表2: 小米集团财务预测: 季度

	2022Q1	2022Q2e	2022Q3e	2022Q4e	2023Q1e	2023Q2e	2023Q3e	2023Q4e
<b>收入: 亿元</b>	734	691	781	898	805	809	891	1,015
<b>智能手机</b>	458	414	468	520	508	470	517	572
智能手机出货量: 百万	38.5	39.0	41.2	43.4	40.7	42.2	43.2	45.4
其中: 国内	11.0	10.5	9.9	12.5	11.0	10.8	10.1	12.7
海外	27.5	28.5	31.3	30.9	29.7	31.4	33.1	32.8
ASP: 元	1,189	1,061	1,137	1,197	1,247	1,114	1,197	1,259
<b>IoT与消费产品</b>	195	197	215	267	203	242	254	311
<b>互联网服务</b>	71	70	77	80	84	86	95	99
<b>其他</b>	10	10	22	31	11	11	24	34
<b>收入增速</b>	-5%	-21%	0%	5%	10%	17%	14%	13%
智能手机	-11%	-30%	-2%	3%	11%	14%	11%	10%
IoT与消费产品	7%	-5%	2%	7%	4%	23%	19%	16%
互联网服务	8%	0%	5%	10%	17%	23%	24%	23%
其他	73%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
<b>毛利率</b>	17.3%	16.8%	17.6%	17.4%	17.6%	17.9%	18.4%	18.0%
智能手机	9.9%	8.9%	10.5%	10.8%	10.0%	9.8%	10.7%	11.0%
IoT与消费产品	15.6%	14.5%	14.8%	14.8%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
互联网服务	70.8%	70.9%	71.0%	71.5%	71.6%	71.7%	71.8%	71.9%
其他	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Non-GAAP 经调整净利 (亿元)</b>	29	19	25	28	24	36	43	41
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	3.9%	2.7%	3.2%	3.1%	3.0%	4.4%	4.8%	4.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com