

小米集团-W (01810.HK)

手机需求疲弱，致力投资小米科技生态圈

Q2 收入下滑，新业务持续投入。 2022Q2 小米实现收入 701.7 亿元，同比下降 20%，其中手机、AIoT、互联网收入分别为 423 亿元、198 亿元、70 亿元，同比变动-28.5%、-4.5%、-0.9%。公司 2022Q2 实现经调整净利润 20.8 亿元，同比下降 67%，其中含智能电动汽车等创新业务费用 6.11 亿元。

手机：H2 销量有望好转，高端化持续推进。 小米 Q2 手机出货量约为 3910 万台、同比下降 26%，环比增长 1.5%，主要由于全球经济波动、新冠疫情等导致需求疲弱。但新兴市场如拉美、东南亚、中东等地区增长潜力较大。我们预计手机 H2 销量将好于 H1。Q2 ASP 为 1081.7 元，同比下降 3%，主要由于 618 大促及高端机发布延迟。8-9 月发布小米 12S、Ultra 及折叠屏 MIX Fold 2，预计 Q3 手机 ASP 将有所提升。

毛利率方面，Q2 手机毛利率为 8.7%，较去年同期 11.8% 有所下滑，主要受到大促、高端机发布推迟以及美元升值影响等。预计 Q3 毛利率或有提升。

AIoT：境外短期承压，毛利率稳步提升。 本季小米 AIoT 业务收入 198 亿元，同比下降 4.5%，其中国内业务在 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，Q2 小米 AIoT 毛利率为 14.3%，同比提升 1.1 个 pct，主要由于显示面板等核心零部件降价，Q2 环比 Q1 毛利率 15.6% 有所下降，主要由于 618 大促。预计 Q3 毛利率将延续稳中有升趋势。

互联网：MIUI 月活持续提升，境外贡献创新高。 本季小米国内互联网收入 53 亿元、同比下降 11%，主要由于广告主预算降低。境外互联网收入达 17 亿元，同比增长 52.1%，占互联网收入的比例提升至 23.9%，创历史新高。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，Q2 MIUI MAU 全球净增长 17.8 百万、其中大陆净增 4.6 百万。长期看，我们预计互联网收入将保持健康增长，动力来自：1) MIUI 用户持续扩张；2) 境外互联网尝试更多变现模式等。

Q2 互联网业务毛利率为 73%、同比下降 1.1 个 pct，主要由于预装收入减少。我们预计 Q3 互联网业务毛利率或将保持相近水平。

投入智能车、探索机器人，投资科技生态圈。 小米在自动驾驶领域首期规划研发相关投入为 33 亿元，Q1、Q2 小米智能电动汽车等创新业务费用分别为 4.25 亿元、6.11 亿元，预计 Q3、Q4 相关投入将继续增加。近期，小米发布人形机器人 Cyber One，为机器人技术及场景探索做好布局。我们看好小米科技生态圈的长期迭代和变现。

财务端，随着疫情的好转、高端机的发布、广告商投放需求恢复，我们预计下半年公司各业务有望收入环比改善、毛利率有所提升，调整后盈利有望环比回升。

维持“买入”评级。 预计 2022-2024 年小米集团总收入为 3151/3626/4096 亿元，non-GAAP 净利润为 100/137/169 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 15.1 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	315,091	362,564	409,568
增长率 yoy (%)	19	34	-4	15	13
Non-gaap 归母净利(百万元)	13,006	22,039	10,009	13,732	16,909
增长率 yoy (%)	13	69	-55	37	23
Non-gaap EPS(元/股)	0.5	0.9	0.4	0.5	0.7
净资产收益率(%)	16	14	3	8	8
P/E(倍)	19.0	11.6	25.6	18.6	15.1
P/B(倍)	1.9	1.7	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	智能驾驶及制造
8月19日收盘价(港元)	11.66
总市值(百万港元)	291,002.82
总股本(百万股)	24,957.36
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	72.09

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 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)：需求尚待恢复，Q2 盈利或见底》2022-08-03
- 《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

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
流动资产	176,283	185,851	177,017	230,084	229,967
现金	75,977	58,872	75,014	78,879	104,122
应收账款	10,161	17,986	9,028	22,055	13,058
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	16,182	19,852	14,731	25,062	19,890
存货	41,671	52,398	38,255	65,316	50,900
其他流动资产	32,293	36,744	39,989	38,772	41,997
非流动资产	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
资产总计	253,680	292,892	283,869	336,966	337,004
流动负债	107,927	115,727	101,854	143,563	129,605
短期借款	6,962	5,527	5,327	5,627	5,927
应付账款	72,199	74,643	66,867	94,807	86,606
其他流动负债	28,766	35,557	29,661	43,128	37,072
非流动负债	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
负债合计	129,666	155,459	141,586	183,295	169,337
少数股东权益	322	220	194	18	-197
股本	0	0	0	0	0
资本公积	123,691	137,212	142,088	153,653	167,864
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	123,692	137,213	142,089	153,653	167,865
负债和股东权益	253,680	292,892	283,869	336,966	337,004

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	21,879	9,785	21,301	8,666	31,042
净利润	21,633	24,417	6,428	14,488	17,803
折旧摊销	1,708	3,062	3,189	2,970	2,845
财务费用	2,401	1,612	1,959	2,101	3,099
投资损失	-11,813	-7,669	0	0	0
营运资金变动	4,320	-15,725	11,303	-7,794	11,103
其他经营现金流	3,628	4,089	-1,578	-3,099	-3,808
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	26,216	4,499	-2,159	-1,801	-2,799
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	-1,959	-2,101	-3,099
现金净增加额	30,415	-30,724	16,142	3,864	25,243

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	245,866	328,309	315,091	362,564	409,568
营业成本	209,114	270,048	260,242	297,325	333,627
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	14,539	20,981	21,833	25,406	28,585
管理费用	13,003	17,906	22,131	24,747	27,957
财务费用	2,401	1,612	1,959	2,101	3,099
资产减值损失	-372	-2,580	-1,198	-1,546	-1,546
公允价值变动收益	13,173	8,132	-2,010	2,054	2,054
投资净收益	1,381	275	-13	251	251
营业利润	20,991	23,590	5,705	13,743	17,059
营业外收入	643	827	723	745	745
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	21,633	24,417	6,428	14,488	17,803
所得税	1,321	5,134	1,578	3,099	3,808
净利润	20,313	19,283	4,850	11,389	13,996
少数股东损益	-43	-56	-26	-175	-215
归属母公司净利润	20,356	19,339	4,876	11,564	14,211
non-gaap 归母净利	13,006	22,039	10,009	13,732	16,909
EPS (元/股)	0.53	0.86	0.39	0.54	0.66

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	19.4	33.5	-4.0	15.1	13.0
营业利润 (%)	92.6	12.4	-75.8	140.9	24.1
归属母公司净利润 (%)	12.8	69.5	-54.6	37.2	23.1
获利能力					
毛利率 (%)	14.9	17.7	17.4	18.0	18.5
净利率 (%)	8.3	5.9	1.5	3.1	3.4
ROE (%)	16.5	14.1	3.4	7.5	8.5
ROIC (%)	15.9	12.6	3.8	7.2	8.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.1	53.1	49.9	54.4	50.2
净负债比率 (%)	44.2	44.1	40.7	46.6	42.3
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
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	4.5	4.5	4.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.86	0.39	0.54	0.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	0.41	0.89	0.36	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	5.17	5.73	5.93	6.41	6.99
估值比率					
P/E	19.0	11.6	25.6	18.6	15.1
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	21.9	12.9	28.5	20.8	16.9

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

图表 1: 小米集团财务预测: 年度

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入: 亿元	2,058	2,459	3,283	3,151	3,626	4,096	4,605
智能手机	1,221	1,522	2,089	1,863	2,070	2,284	2,506
手机出货量: 百万台	125	146	190	162	172	181	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	1,148	1,206	1,265	1,319
IoT 与消费产品	621	674	850	914	1,102	1,262	1,435
境内			537	583	670	658	731
境外			312	331	432	604	704
互联网服务	198	238	282	296	359	436	529
MIUI MAU: 百万		396	509	594	691	793	901
年度 ARPU: 元		60	55	50	52	55	59
其他	18	25	62	78	94	113	136
收入增速	18%	19%	34%	-4%	15%	13%	12%
智能手机	7%	25%	37%	-11%	11%	10%	10%
IoT 与消费产品	42%	9%	26%	8%	21%	15%	14%
互联网服务	24%	20%	19%	5%	21%	21%	21%
其他	35%	38%	149%	25%	20%	20%	20%
毛利率	13.9%	14.9%	17.7%	17.4%	18.0%	18.5%	19.1%
智能手机	7.2%	8.7%	11.9%	10.0%	10.4%	10.4%	10.4%
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%	72.2%	72.3%	72.7%	73.1%
其他	-0.1%	11.9%	22.6%	16.0%	16.7%	16.7%	16.7%
Non-GAAP 经调整净利 (亿元)	115	130	220	100	137	169	215
Non-GAAP 净利润率	5.6%	5.3%	6.7%	3.2%	3.8%	4.1%	4.7%
yoy	35%	13%	69%	-55%	37%	23%	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	2022Q2	2022Q3e	2022Q4e	2023Q1e	2023Q2e	2023Q3e	2023Q4e
收入: 亿元	734	702	806	909	850	827	920	1,029
智能手机	458	423	465	517	507	480	514	569
智能手机出货量: 百万	38.5	39.1	41.2	43.4	40.7	42.3	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	28.6	31.3	30.9	29.7	31.5	33.1	32.8
ASP: 元	1,189	1,082	1,130	1,190	1,246	1,136	1,189	1,252
IoT 与消费产品	195	198	242	280	249	248	283	323
互联网服务	71	70	76	79	82	85	94	97
其他	10	11	24	33	12	13	28	40
收入增速	-5%	-20%	3%	6%	16%	18%	14%	13%
智能手机	-11%	-28%	-3%	2%	11%	14%	11%	10%
IoT 与消费产品	7%	-4%	15%	12%	28%	25%	17%	15%
互联网服务	8%	-1%	4%	9%	16%	23%	24%	23%
其他	73%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利率	17.3%	16.8%	17.9%	17.5%	17.5%	17.8%	18.4%	18.1%
智能手机	9.9%	8.7%	10.5%	10.7%	10.0%	9.8%	10.7%	10.9%
IoT 与消费产品	15.6%	14.3%	14.9%	14.8%	14.7%	14.8%	14.7%	14.7%
互联网服务	70.8%	73.0%	73.1%	72.0%	72.1%	72.2%	72.3%	72.4%
其他	11.2%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
Non-GAAP 经调整净利 (亿元)	29	21	25	25	27	28	39	44
Non-GAAP 净利润率	3.9%	3.0%	3.1%	2.8%	3.2%	3.3%	4.2%	4.3%

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