

小米集团-W (01810.HK)

需求疲弱尚待修复，核心业务利润有望回升

手机：销量边际改善，国内高端化持续推进。近期 Canalsy、Strategy Analytics 等机构陆续公布了 2022Q3 全球智能手机出货情况。我们预计小米 2022Q3 出货量约为 4000 万台、同比下降 8%，环比边际恢复。需求端疲弱导致销量下滑，整体来看，我们预计今年全年手机销量承压。

ASP 方面，我们预计 Q3 ASP 小幅下滑。其中，国内由于发布高端机 Ultra、Fold 等，国内手机 ASP 有望实现增长。而海外地区没有发布高端机型、中低端系列拉低海外 ASP 水平。

毛利率方面，Q2 毛利率由于 618 大促有所下滑，Q3 环比或有所提升。

AIoT：短期承压，毛利率稳步提升。我们预计 Q3 AIoT 同比有所下滑，主要由于电视促销带来 ASP 下滑，此外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，显示面板等核心零部件降价，此外产品结构上空冰洗、可穿戴等产品占比上升，均有望推动 Q3 小米 AIoT 毛利率延续稳中有升趋势。

互联网：海外互联网表现相对稳健。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 Q3 MIUI MAU 依然实现稳定增长。收入方面，海外互联网表现或相对稳健。毛利率方面，我们预计 Q3 互联网业务毛利率或将环比稳定。

Q3 核心利润有望实现触底回升。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，我们预计 Q3、Q4 相关投入将逐季增加。剔除造车等创新业务费用后，我们预计小米 Q3 non-GAAP 核心业务净利润环比 Q2 将实现提升。

维持“买入”评级。我们预计公司 2022Q3 收入 701 亿元、同比下降 10%，non-GAAP 净利润 19.8 亿、同比下降 62%。预计 2022-2024 年小米集团总收入为 2946/3228/3584 亿元，non-GAAP 净利润为 89/117/142 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、宏观环境变化超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	245,866	328,309	294,553	322,773	358,422
增长率 yoy (%)	19	34	-10	10	11
Non-gaap 归母净利(百万元)	13,006	22,039	8,911	11,682	14,183
增长率 yoy (%)	13	69	-60	31	21
Non-gaap EPS(元/股)	0.5	0.9	0.3	0.5	0.6
净资产收益率(%)	16	14	3	7	7
P/E(倍)	15.1	9.2	22.8	17.4	14.3
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 11 月 1 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	智能驾驶与制造
11月1日收盘价(港元)	9.25
总市值(百万港元)	230,179.72
总股本(百万股)	24,884.29
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	90.06

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

- 1、《小米集团-W (01810.HK)：手机需求疲弱，致力投资小米科技生态圈》2022-08-21
- 2、《小米集团-W (01810.HK)：需求尚待恢复，Q2 盈利或见底》2022-08-03
- 3、《小米集团-W (01810.HK)：短期业务承压，期待环比改善》2022-05-20

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	164,515	216,095	207,548
现金	75,977	58,872	72,833	74,866	97,636
应收账款	10,161	17,986	7,267	20,405	10,323
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	16,182	19,852	12,477	22,949	16,389
存货	41,671	52,398	32,827	59,926	42,565
其他流动资产	32,293	36,744	39,111	37,949	40,635
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	271,367	322,977	314,585
流动负债	107,927	115,727	90,201	131,990	111,708
短期借款	6,962	5,527	5,327	5,627	5,927
应付账款	72,199	74,643	58,394	86,394	73,595
其他流动负债	28,766	35,557	26,479	39,969	32,186
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	129,933	171,722	151,440
少数股东权益	322	220	207	56	-127
股本	0	0	0	0	0
资本公积	123,691	137,212	141,227	151,199	163,272
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	123,692	137,213	141,227	151,200	163,273
负债和股东权益	253,680	292,892	271,367	322,977	314,585

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	18,096	5,704	26,890
净利润	21,633	24,417	5,349	12,493	15,125
折旧摊销	1,708	3,062	3,189	2,970	2,845
财务费用	2,401	1,612	936	970	1,420
投资损失	-11,813	-7,669	0	0	0
营运资金变动	4,320	-15,725	9,970	-8,057	10,735
其他经营现金流	3,628	4,089	-1,348	-2,672	-3,235
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	-1,136	-670	-1,120
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	-936	-970	-1,420
现金净增加额	30,415	-30,724	13,960	2,034	22,770

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	245,866	328,309	294,553	322,773	358,422
营业成本	209,114	270,048	244,661	266,271	294,225
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	14,539	20,981	20,374	22,546	24,939
管理费用	13,003	17,906	21,408	23,342	25,563
财务费用	2,401	1,612	936	970	1,420
资产减值损失	-372	-2,580	-526	-200	-200
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	4,626	11,748	14,380
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	5,349	12,493	15,125
所得税	1,321	5,134	1,348	2,672	3,235
净利润	20,313	19,283	4,002	9,821	11,890
少数股东损益	-43	-56	-13	-151	-183
归属母公司净利润	20,356	19,339	4,014	9,972	12,073
non-gaap 归母净利	13,006	22,039	8,911	11,682	14,183
EPS (元/股)	0.53	0.86	0.35	0.46	0.56

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	-10.3	9.6	11.0
营业利润 (%)	92.6	12.4	-80.4	154.0	22.4
归属母公司净利润 (%)	12.8	69.5	-59.6	31.1	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	14.9	17.7	16.9	17.5	17.9
净利率 (%)	8.3	5.9	1.4	3.0	3.3
ROE (%)	16.5	14.1	2.8	6.6	7.4
ROIC (%)	15.9	12.6	2.8	6.0	6.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.1	53.1	47.9	53.2	48.1
净负债比率 (%)	44.2	44.1	38.3	45.0	39.7
流动比率	1.6	1.6	1.8	1.6	1.9
速动比率	1.2	1.2	1.5	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	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
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.86	0.35	0.46	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	0.41	0.75	0.24	1.12
每股净资产 (最新摊薄)	5.17	5.73	5.90	6.31	6.80
估值比率					
P/E	15.1	9.2	22.8	17.4	14.3
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	18.8	11.1	27.4	20.9	17.2

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 1 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	2,946	3,228	3,584	3,957
智能手机	1,221	1,522	2,089	1,806	1,967	2,144	2,322
手机出货量: 百万台	125	146	190	160	167	176	185
其中: 大陆	40	39	51	43	43	43	43
境外	85	108	139	117	124	133	142
ASP: 元	980	1,040	1,098	1,130	1,175	1,217	1,252
IoT 与消费产品	621	674	850	802	881	1,006	1,141
境内			537	506	531	519	577
境外			312	296	350	487	565
互联网服务	198	238	282	289	331	386	446
MIUI MAU: 百万		396	509	593	687	787	893
其中: 大陆		111	130	150	169	189	210
境外		285	379	443	518	598	683
年度 ARPU: 元		60	55	49	48	49	50
其他	18	25	62	48	48	48	48
收入增速	18%	19%	34%	-10%	10%	11%	10%
智能手机	7%	25%	37%	-14%	9%	9%	8%
IoT 与消费产品	42%	9%	26%	-6%	10%	14%	13%
互联网服务	24%	20%	19%	3%	15%	16%	16%
其他	35%	38%	149%	-23%	0%	0%	0%
毛利率	13.9%	14.9%	17.7%	16.9%	17.5%	17.9%	18.3%
智能手机	7.2%	8.7%	11.9%	9.1%	9.5%	9.6%	9.6%
IoT 与消费产品	11.2%	12.8%	13.1%	14.6%	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%	15.5%	16.7%	16.7%	16.7%
Non-GAAP 经调整净利 (亿元)	115	130	220	89	117	142	177
Non-GAAP 净利润率	5.6%	5.3%	6.7%	3.0%	3.6%	4.0%	4.5%
yoy	35%	13%	69%	-60%	31%	21%	25%

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	701	809	801	766	776	884
智能手机	458	423	428	498	496	463	467	542
智能手机出货量: 百万	38.5	39.1	40.4	41.8	40.2	41.1	42.5	43.7
其中: 国内	11.0	10.5	9.0	12.1	11.0	10.8	9.2	12.3
海外	27.5	28.6	31.4	29.7	29.2	30.3	33.3	31.4
ASP: 元	1,189	1,082	1,060	1,191	1,235	1,126	1,101	1,239
IoT与消费产品	195	198	189	220	217	211	213	240
互联网服务	71	70	72	77	78	81	83	89
其他	10	11	13	14	10	11	13	14
收入增速	-5%	-20%	-10%	-5%	9%	9%	11%	9%
智能手机	-11%	-28%	-10%	-1%	8%	10%	9%	9%
IoT与消费产品	7%	-4%	-10%	-12%	11%	6%	13%	9%
互联网服务	8%	-1%	-2%	6%	10%	16%	16%	16%
其他	73%	20%	-35%	-50%	0%	0%	0%	0%
毛利率	17.3%	16.8%	17.0%	16.7%	17.4%	17.9%	17.6%	17.2%
智能手机	9.9%	8.7%	9.0%	9.0%	10.0%	9.8%	9.2%	9.2%
IoT与消费产品	15.6%	14.3%	13.9%	14.7%	14.7%	14.8%	14.8%	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)	28.6	20.8	19.8	19.9	26.9	27.7	29.2	33.0
Non-GAAP 净利润率	3.9%	3.0%	2.8%	2.5%	3.4%	3.6%	3.8%	3.7%

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