

## 小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: HK\$34.00)

**买入**

持有

卖出

### 眺望南方，增长历历可见

**目标价: HK\$34.00**      **当前股价: HK\$28.30**

股价上行/下行空间      +20%

52 周最高/最低价 (HK\$)      29.85/11.84

市值 (US\$mn)      92,639

当前发行数量(百万股)      25,481

三个月平均日交易额 (US\$mn)      513

流通盘占比 (%)      75

**主要股东 (%)**

Smart Mobile      9

林斌      9

先锋领航集团      3

按 2024 年 11 月 27 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 (HK\$)	34.00	34.00	0%
2024E EPS (RMB)	0.99	0.99	0%
2025E EPS (RMB)	1.08	1.08	0%
2026E EPS (RMB)	1.24	1.24	0%

#### 股价表现



资料来源: FactSet

#### 华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	357,552 (-0%)	413,944 (+2%)
EPS (RMB)	0.89 (+11%)	1.05 (+3%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

- 尽管近期的价格竞争和下行周期，新兴国家智能手机市场带来了可观的增长机遇。
- 我们通过实地考察确认了小米在东南亚市场凭借 IoT 提升流量和自身区分度的优势。
- 维持“买入”评级和目标价 34.00 港元不变。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 11 月 29 日上午 6 时 30 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣(证券分析师登记编号: S1680521050001)审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点，请与您在华兴证券的销售代表联系。

尽管很多投资者将小米的投资逻辑建立在其电车爬坡和跨 SKU 生态之上，诚然这也是我们的投资主旨，但我们要强调海外市场作为推动其 IoT 业务增长的又一推手，因为小米已经克服了运营挑战(如 2022 年印度的监管环境变化)并在 2024 年重拾智能手机市场份额。我们看到小米的智能手机、平板电脑、家用电器和 IoT 分部在全球新兴市场(如东南亚、拉丁美洲和非洲)的长期增长机会，而这些地区仍有渗透空间。在本报告中，基于我们对马来西亚和印尼小米零售店的实地考察，我们将探讨小米在五个东南亚国家(泰国、马来西亚、印尼、越南和菲律宾)智能手机市场上的机遇，以此窥探其在全球新兴市场的前景。3Q24 东南亚占小米和整体全球智能手机市场出货量的 8%(根据 Canalys)，且年轻人口基数正在迅速增长。我们的重要结论如下：

- **智能手机结构性增长：**根据我们的计算(图表 8)，以上五国当前智能手机的替换周期为 35-64 个月(对比中国为 30-36 个月)，表明随着经济增长，替换周期缩短有望带来销量增长空间。假设小米在东南亚的市占率从 3Q24 的 15%(IDC 数据)扩大至 2026 年的 18%，我们预计东南亚市场 2026 年智能手机出货量将增至 1,700 万部，较小米 2024 年的总出货量高 4%。
- **单价应随着 5G 普及而提高。**近三年来，中国智能手机单价相对东南亚市场的溢价已有所收窄。然而，我们看到国内相对印尼的溢价高达 150%，那里 5G 渗透率仅为低单位数百分比。我们预计东南亚地区的手机单价会提升，2026 年潜在市场扩大至 30 亿美元。
- **小米 IoT 设备 SKU 显著推高东南亚线下流量增长，**这是实地考察期间我们的观察所得。IoT 被证明是小米的关键区分因子，带动了小米在中国取得成功。我们认为提高 IoT 和家电 SKU 在东南亚的可及度能够进一步推动小米在该地区的增长。我们认为小米独有的顾客经验是其长期成功的关键。

**维持买入评级和目标价 34.00 港元，**基于 28.5 倍的 2025 年调整后 EPS。**风险提示：**智能手机需求低于预期、零部件成本高于预期、电车增长放缓、电车投资超预期。

#### 研究团队

**刘睿**

香港证监会中央编号: BPE527

#### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	280,044	270,970	356,281	423,470	465,323
每股收益 (RMB)	0.34	0.76	0.99	1.08	1.24
市盈率 (x)	40.0	17.8	31.3	28.5	25.0
市净率 (x)	2.3	2.1	4.2	3.7	3.3
股本回报率 (%)	1.7	10.7	10.8	11.5	11.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。EPS 为调整后数据。资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

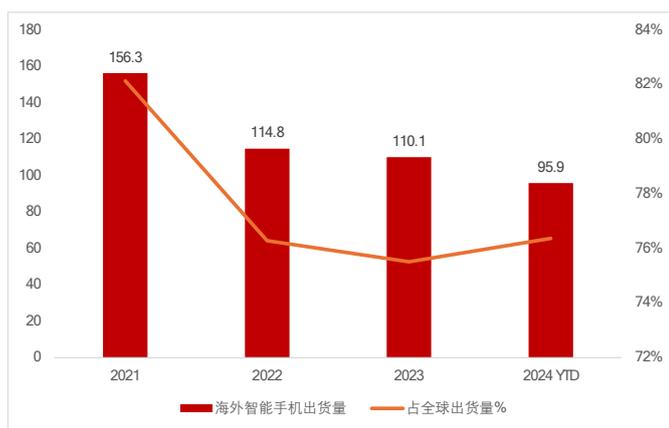
## 目录

充满活力的东南亚市场为小米提供结构性增长机遇 .....	3
透过东南亚窥探小米在全球新兴市场的机遇 .....	4
东南亚即将迎来智能手机替换周期 .....	4
5G 渗透仍在初始阶段，单价也有较大增长空间 .....	6
小米市占率提升空间充裕 .....	8
小米 14T 产品周期改善 .....	8
挑战依然存在 .....	9
印尼和马来西亚实地考察主要结论 .....	11

## 充满活力的东南亚市场为小米提供结构性增长机遇

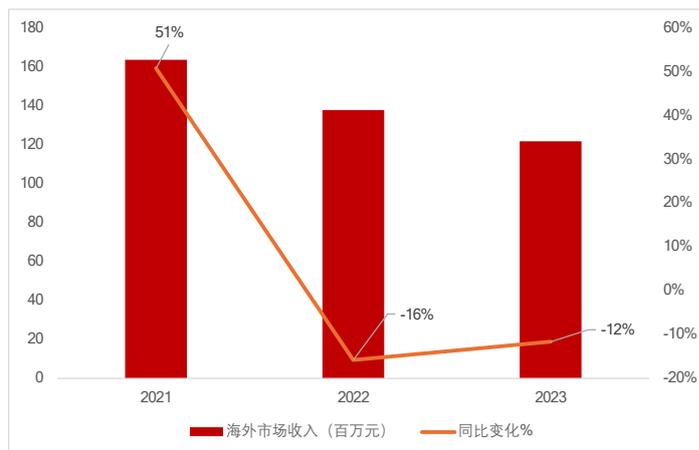
虽然大部分投资者被小米扩大电车业务和建立跨 SKU 生态的投资故事所吸引，但我们在本报告中从另一个角度--地区性扩张--来予以审视。海外市场对小米而言总是不容易、不顺利。尽管 2023 年来自海外市场的收入贡献为 45%，高于 2020 年的 36%，但低于 2021 年的 50%，这是因为小米经历了印度罚款事件和智能手机周期性的挑战。随着中国个人电子产品市场的大部分板块正进入去增长阶段（至少从销量而言），我们认为海外新兴市场，比如东南亚、拉丁美洲和非洲，正在成为小米未来增长更重要的源泉，且反弹不只是地区性销量下行趋势的逆转。

图表 1: 小米—海外智能手机出货量（百万部）



资料来源: Canalis, 公司公告, 华兴证券 (香港) 汇编

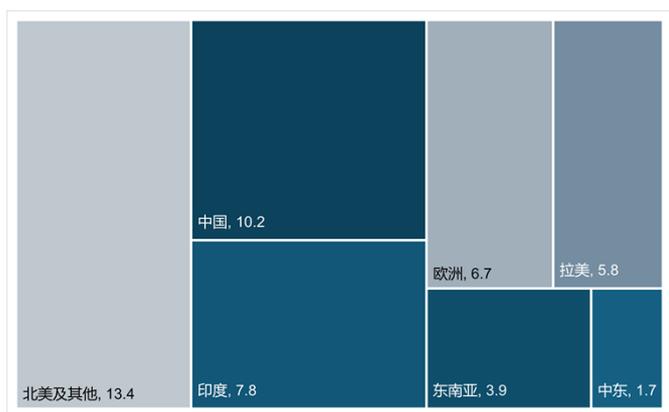
图表 2: 小米—海外收入



资料来源: 公司公告

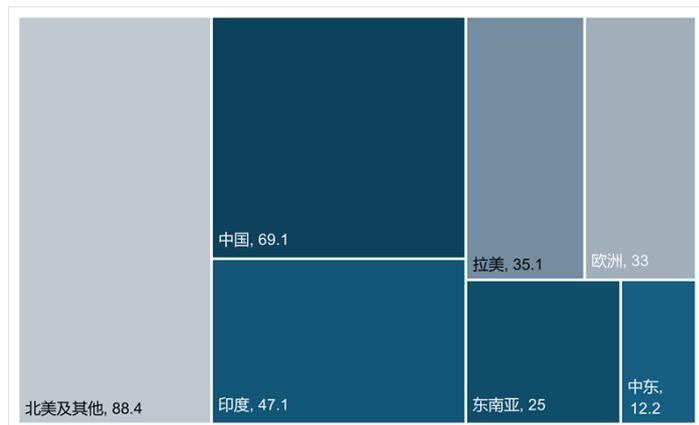
小米近期强调了销售渠道优化和产品可及性提升已成为驱动其 IoT 分部收入增长的趋势。我们预测海外市场 2024 年将为小米带来约 30 亿元人民币的收入。智能手机方面，海外市场出货量从 2022 年至 3Q24 以来一直占据小米总出货量的 75%左右。

图表 3: 3Q24 小米分地区智能手机出货量（百万部）



资料来源: Canalis

图表 4: 3Q24 分地区全球智能手机出货量（百万部）



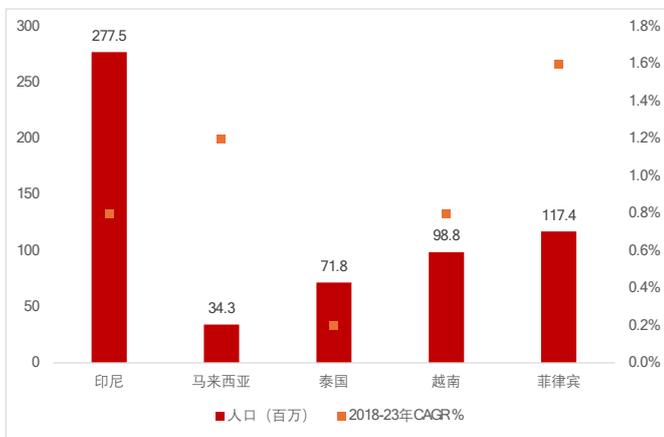
资料来源: Canalis

## 透过东南亚窥探小米在全球新兴市场的机遇

在本篇的主题案例研究中，我们聚焦东南亚市场以更深入理解小米在这类市场上会迎来何种机遇，主要是在智能手机领域。就东南亚而言，根据 IDC 数据，该地区 2023 年智能手机/PC 出货量为 8,900 万/1,100 万台，占全球总量的 8%/4% 左右。增速上，根据 Canalsy，东南亚和拉丁美洲是推动近期全球智能手机市场复苏的主要动力，2024 年 1-9 月出货量分别同比增长 12%/18%。东南亚范围内，我们关注印尼、菲律宾、泰国、越南和马来西亚，这些国家 GDP 快速增长、人口众多、毗邻中国大陆和香港。IDC 数据显示，以上五国的总人口数约为 6 亿，且 2023 年智能手机出货量为 8,900 万部，PC 和平板电脑出货约 1,100 万和 400 万台。

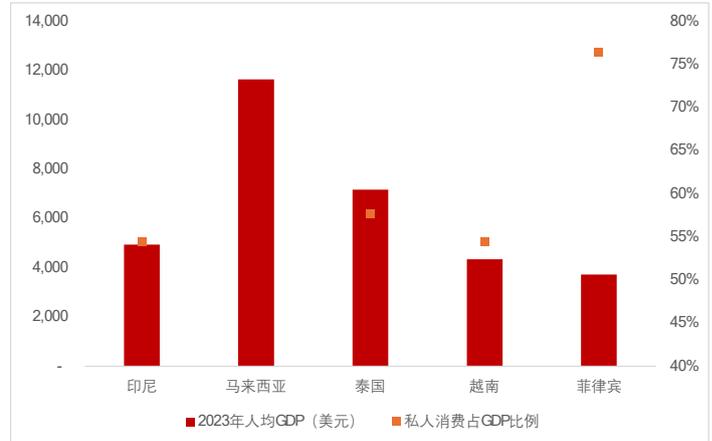
根据世界银行数据，五国当中马来西亚的人均 GDP 最高（2023 年为 11,649 美元），仅稍次于中国（12,614 美元）。马来西亚的消费水平和消费电子产品所有率也最高，且人口最少（仅为印尼的 12%）。于此相对，印尼人口最多，个人电子产品的支出水平最低，也是全球个人电子产品最大的新兴市场。

图表 5: 东南亚主要市场的人口和近年增长率



资料来源：世界银行

图表 6: 东南亚主要市场的人均 GDP 和个人消费水平

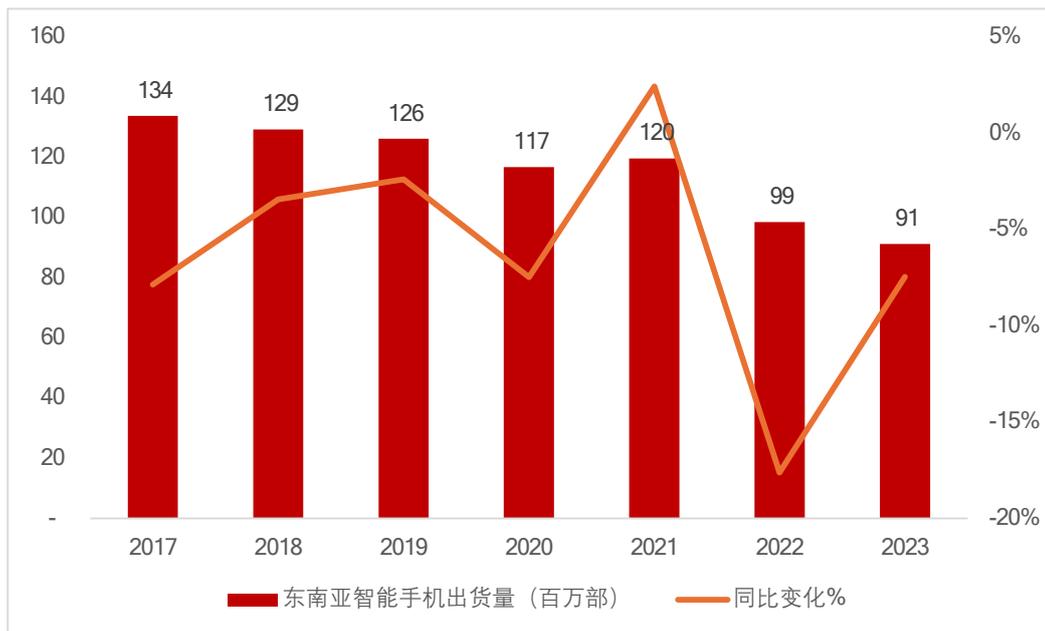


资料来源：世界银行

为了评估小米在东南亚五国的市场潜力，我们主要关注：1) 智能手机替换周期缩短驱动的出货量增长潜力；2) 单价上涨推动的潜在市场扩张；以及 3) 小米与竞争者的零售经验，以及 IoT 产品的协同效应。

### 东南亚即将迎来智能手机替换周期

东南亚智能手机第一眼看似已耗尽了结构性增长潜力，因为年度出货量尚未恢复到新冠疫情前的水平。然而，我们认为基本面比这更为复杂。一方面，手机渗透率的初始阶段已完成，因为过去几年东南亚主要国家的人均手机购买量增速已放缓（世界银行数据）。因此，周期性在驱动短期智能手机趋势上起了更大作用。东南亚智能手机季度出货量的波动更大（超过某些像中国这样的成熟市场），也表明每个周期下的市场份额变化会带来更多机遇。

**图表 7：东南亚—年度智能手机出货量**


资料来源：IDC

然而，另一方面，我们发现东南亚五国有明显的趋同之处。在欠发达国家（即印尼、越南和菲律宾），智能手机替换周期长达 50-64 个月，其中印尼人口最多，处于落后位置。替换周期缩短通常是因为经济增长和资产价格从低基数上升带来的财富影响，且不一定由智能手机规格或功能升级需求而驱动（即通常不是由高端化推动）。

**图表 8：2026 年潜在市场分析—东南亚五国出货量潜力**

市场	预期市场出货量 (百万部)	隐含当前替换周期 (月)	2026年预期替换周期 (月)	增量出货量 (百万部)
印尼	210	64	52	9.3
马来西亚	32	35	33	0.7
泰国	60	41	37	1.9
越南	69	50	44	2.2
菲律宾	82	52	46	2.5
				<b>16.6</b>

2023年增量占东南亚总出货量比例 (百万部)	17%
增量出货量中小米的份额测算	35%
增量中小米的出货量 (百万部)	5.8
<b>小米2024年出货量</b>	<b>4%</b>

注：根据 IDC 出货量及世界银行当前手机订阅量计算的当前替换周期。

资料来源：世界银行，IDC，华兴证券（香港）预测

在我们的 2026 年潜在市场分析中，我们将印尼的智能手机预估替换周期设为与菲律宾同等水平，菲律宾和越南的周期与泰国当前水平接近（但仍有差距），同时马来西亚和泰国的周期大致与中国当前 34 个月左右的水平相当。

我们的测算表明，如果小米能抓住结构性增长机会当中的 35%，增量出货量将达到 580 万部，相当于它 2024 年智能手机总出货量的 4% 左右。我们要强调的是，根据 IDC，2024 年前 9 个月五国仅占全球智能手机出货量的 8% 左右，但仍展现出了较大的增长潜力。此外，印尼几乎占全部增量的三分之二，体现了它的区域重要性。

### 5G 渗透仍在初始阶段，单价也有较大增长空间

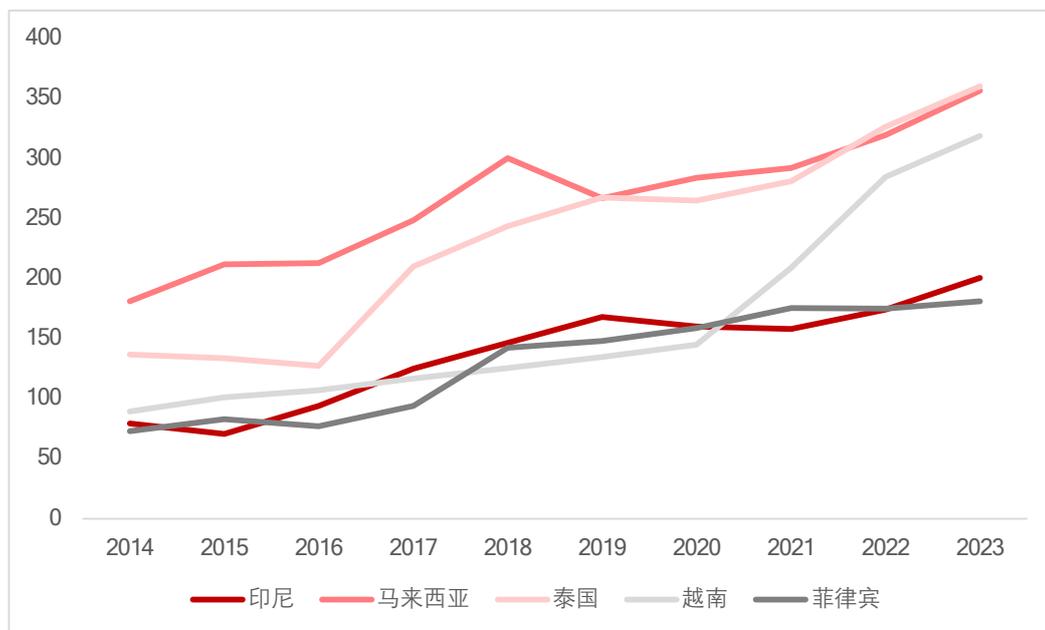
单价方面，我们从两个角度对小米的趋势和潜力进行分析。首先，我们关注的五国手机单价仍然较低，为 172-369 美元，对比中国为 442 美元（IDC 2024 年 1-9 月数据）。我们认为这些国家的单价有上行并追赶中国的潜力。尤其是，2024 年前 9 个月印尼和菲律宾的智能手机单价仍低于 200 美元，但相比十年前的不到 80 美元也有了长足提升（见图表 10）。马来西亚和泰国的单价仍较中国低 17% 和 26%，那里的消费者不愿在艰难的宏观环境下支付更高金额购买个人电子产品。我们预测单价会上涨，仅此将推动五国智能手机市场价值增长 13%，或从 2023 年的水平扩张至 2026 年的 29 亿美元。

图表 9：东南亚市场按智能手机单价上涨测算的潜在市场提升

市场	3Q24单价	单价CAGR (2023-26E)	2026年目标单价 (美元)	潜在市场增幅 (百万美元)
印尼	199	8%	232	1,605
马来西亚	369	2%	384	173
泰国	327	2%	340	257
越南	234	%	258	451
菲律宾	172	6%	193	455
<b>对比2023年市场价值增速</b>				<b>2,941</b>
				<b>13%</b>

资料来源：IDC，华兴证券（香港）预测

图表 10：东南亚市场智能手机单价趋势（美元）



资料来源：IDC

5G 渗透率在中国和发达国家市场几乎是一个被遗忘的话题，这让我们有信心预测单价上涨。2024 年年初之时，印尼和越南的 5G 渗透率仍处于低单位数水平，而已是地区领先者的马来西亚，截至 2024 年 4 月其 5G 渗透率还不及 35%。该地区整体 5G 覆盖仍处于早期阶段。

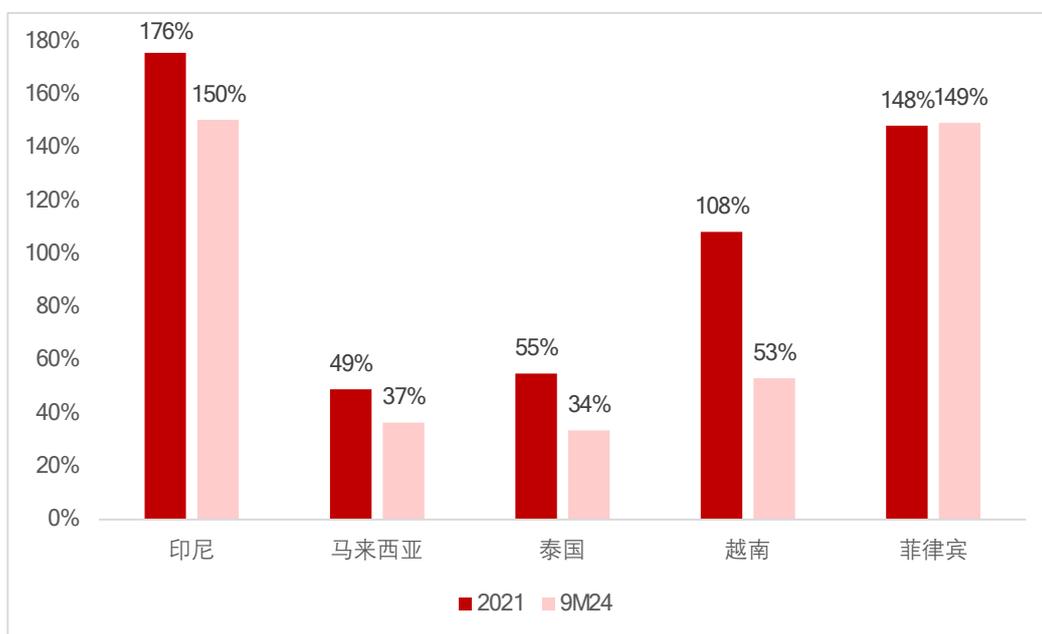
**图表 11: 主要东南亚国家的 5G 覆盖进程**

国别	详情
印尼	于2021年5月首次推出5G服务，到2023年末5G用户数量达到570万，占总人口约2%。
马来西亚	于2021年12月首次推出5G服务，到2024年4月5G用户达到1,190万，占总人口约35%。
泰国	于2020年初推出，截至2023年5G用户约为2,000万人，占总人口约29%。
越南	直至2024年10月才推出5G，且根据Viettel，仅有几十万用户升级到了5G。
菲律宾	2019年菲律宾是五国当中最先推出5G的国家。当地报社报道，截至2024年10月该国5G渗透率约12%。

资料来源：Business Wire，马来西亚通讯部，《曼谷邮报》，Viettel，《菲律宾星报》，华兴证券（香港）汇编

我们观察发现，5G 商业化通常会引发智能手机单价上涨路径，这从过去更成熟经济体的发展进程可见一斑。随着 5G 渗透率加速，更先进的零部件和更贵的 5G 手机物料清单将支持新兴市场上的单价提升，如同其他市场那样。在我们看来，单价的上升趋势很大程度上不太会缓和竞争，但会让竞争上升到一个更高端的区间，为利润率和盈利创造更多上行空间。这一路径也符合小米整体的高端化战略。

我们发现 1H24 东南亚智能手机市场价格竞争加大，令单价的进一步上涨承压。然而，我们看到此类竞争仅限于单价低于 200 美元的板块，因为一些中国厂商想要守住其市场份额。我们认为中期内价格战不会成为主题，且考虑到宏观环境有可能改善、基本面可能会增长，我们认为这一情况将在 2025 年改善。更重要的是，近期的价格战表明了在新兴市场走高端化路线的重要性，这些市场相比中国当前的竞争环境变化更快。我们预期未来数年中国和东南亚国家智能手机单价的差距会进一步缩小。

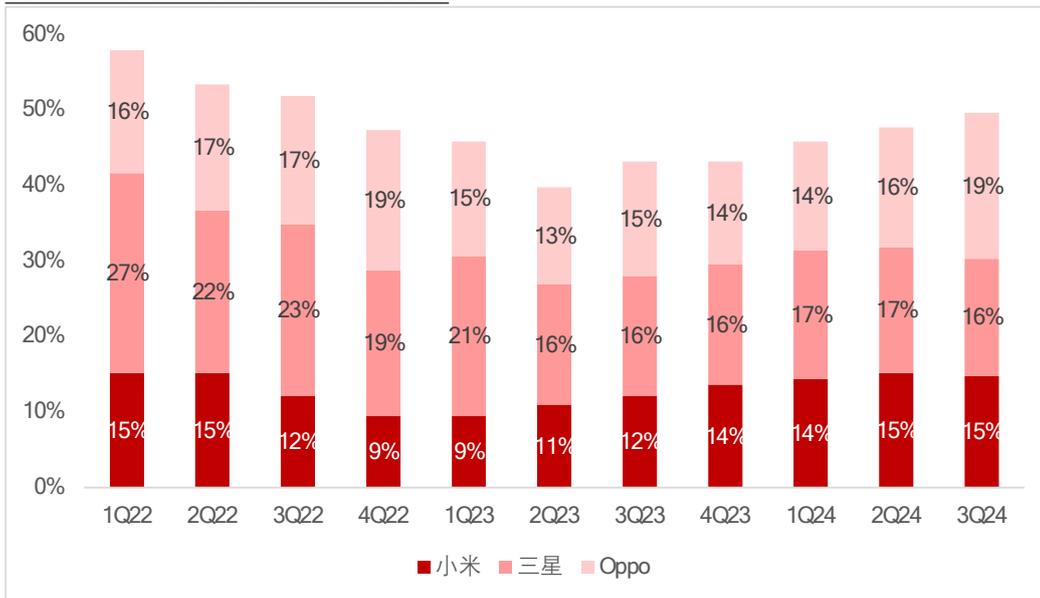
**图表 12: 中国相比东南亚国家智能手机单价溢价**


资料来源：IDC，华兴证券（香港）汇编

## 小米市占率提升空间充裕

根据 IDC 3Q24 数据，在我们关注的东南亚五国当中，小米的市占率排名前三，其他两家为三星和 Oppo，而 Transsion（传音）的市占率一直在增长，凭借极具竞争力的定价策略，从 2Q22 的 8% 提升到 3Q24 的 15%。小米因为 2022-23 年在海外市场经历了一定挑战，市占率出现波动，而三星 2022 年几乎一整年的市占率维持在 20% 以上。小米管理层在 3Q24 的业绩会上表示，要在某些新兴市场实现超 20% 的市占率并非不切实际。在马来西亚和泰国，截至 3Q24 末小米市占率落后于 Oppo 和三星（IDC 数据）。我们认为小米有潜力追赶上，因为这两国的高端和低端市场存在更多增长机遇。在高端市场上，小米以 T 系列为主打的更多产品供应能够吸引基数不断扩大的中产阶级，而在低端市场上，我们认为小米重整其海外销售的努力最早能够于 2025 年让它从其他中国厂商那里重获市场份额。

图表 13：东南亚五国前三厂商市占率总和



资料来源：IDC

尽管进一步获得市场份额可能会让小米整体智能手机单价承压，因为单价不仅仅由高端化举措驱动，但我们认为单价的提升对小米而言具有战略意义，因为这能够为未来升级培养顾客忠诚度。我们在图表 8 里对潜在市场的分析表明小米市占率有望从 3Q24 的 15% 提升至 2026 年的约 18%，仍低于管理层 20% 以上的目标（暂未给定具体时间）。

## 小米 14T 产品周期改善

海外市场上，T 系列是小米的旗舰产品线，发布周期通常在 9 月底或 10 月初，早于小米 10 月低在中国市场推出最新机型。T 系列定价一般相比最新旗舰系列有一定折扣，且相比即将发布的旗舰机型折扣更大，让新兴市场顾客感觉有“高性价比”。

**图表 14: 小米 14T 系列规格**

	小米 14 2023 年 10 月 26 日	小米 14T 2024 年 9 月 26 日	小米 15 2024 年 10 月 29 日
			
售价	552 美元 (12GB+256GB) 594 美元 (16GB+512GB) 635 美元 (16GB+1TB)	424 美元 (12GB+256GB) 450 美元 (12GB+512GB)	621 美元 (12GB+256GB) 663 美元 (16GB+512GB) 760 美元 (16GB+1TB)
SoC	高通骁龙 SM8650-AB 8Gen3 (4nm)	联发科 天玑 8300 Ultra (4nm)	高通骁龙 SM8750-AB 8 Elite (3nm)
屏幕	120Hz 6.36 英寸 2670×1200, 3000 尼特	144Hz 6.67 英寸 2712×1200, 4000 尼特	120Hz, 6.36 英寸 2670×1200, 3200 尼特
电池	锂聚合物电池 4610 mAh	锂聚合物电池 5000 mAh	Si/C 5400 mAh
摄像头	5000 万像素, f/1.6 光圈, 23mm (宽) 5000 万像素, f/2.0 光圈, 75mm (长焦) 5000 万像素, f/2.2 光圈, 14mm (超宽)	5000 万像素, f/1.7 光圈, 23mm (宽) 5000 万像素, f/1.9 光圈, 50mm (长焦) 1200 万像素, f/2.2 光圈, 15mm (超宽)	5000 万像素, f/1.6 光圈, 23mm (宽) 5000 万像素, f/2.0 光圈, 60mm (长焦) 1200 万像素, f/2.2 光圈, 14mm (超宽)

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 汇编

根据 2024 年 9 月最新 14T 系列的发布, 我们认为两大方面的提升将助力小米铺平进一步获得市场份额之路:

- **东南亚地区更加统一的认证流程和发布前市场营销活动。**这有助于小米向全球传递营销信息, 而这通常是小米韩国同业公司三星电子和 LG 电子的优势。
- **更多元化的销售渠道。**我们看到一项特别的进步是小米与当地电信公司线下营业厅的合作更紧密。比如在马来西亚, 14T 系列发布是小米第一次成功将最新旗舰产品导入所有电信渠道。电信公司以其特有门路可接触到东南亚的高端顾客群, 而中国厂商要与之建立连接则会面临重重困难。

### 挑战依然存在……

尽管我们看到东南亚各国的出货量、单价和市场份额具有扩张潜力, 但我们注意到新兴市场的竞争格局变化十分迅速。我们认为小米仍有一些基本面挑战需要应对, 不仅是在东南亚, 也包括其他新兴市场, 比如中东和拉美。我们将这些挑战分为两类: 分销和市场营销。

新兴市场的分销网络更不稳定, 因为分销商容易转换品牌甚至行业 (比如从供应链换到乘用车)。这样的易变性会增加运营成本。此外, 尽管小米在 IoT 各 SKU 的丰富经验已开始产生销售和营销影响 (我们在下文实地考察要点中进行讨论), 但仍处于搭建体验店网络的初期, 其中的复杂性因横跨了多个国家和地区而被成倍放大。

市场营销方面, 小米正处于建立其全球营销语言的过程当中, 而三星这样在全球开展品牌营销以抓住顾客心智份额的同业公司对此已是轻车熟路。在中国, 小米 CEO 雷军有着独特的营销影响力, 我们看来这很难复制到海外市场。

我们现预测小米 2025/26 年主要凭借高端化战略和智能手机周期, 其全球智能手机出货量将增加 1,100 万/500 万部。我们在本篇报告中讲述了来自东南亚地区的潜在结构性增长机遇, 当这些机遇

尚未被纳入我们的预测模型。根据我们的分析（图表 8 和 9），东南亚可能会带来小米 2026 年智能手机收入接近 4% 的上行空间，而我们现预测 2026 年智能手机收入将同比增长 6%；同时我们认为也有来自诸如拉美和非洲等其他新兴市场的上行潜力。

## 印尼和马来西亚实地考察主要结论

作为我们研究的一部分，我们在 2024 年 11 月走访了马来西亚和印尼的 6 家小米体验店。我们的实地考察还包括探访吉隆坡和雅加达的三星门店，马来西亚的第一家也是唯一一家苹果店，以及两国其他中国智能手机厂商的零售店。以下是我们的主要发现以及我们得出的结论：

**体验在很多新兴市场依然重要：**苹果公司于 2024 年 6 月在吉隆坡开设了首家苹果门店，目前也是马来西亚的唯一一家。在考察期间，我们看到店内人流量明显超过其他电子产品品牌和非餐饮类店铺，表明像马来西亚这样新兴国家的消费者对个人体验的需求。我们看来，吉隆坡苹果门店将当地文化（芭蕉叶形状的屋顶）和苹果产品相结合，向马来西亚日益增长的中产阶级呈现出一个强有力的卖点，让其他人难以复制。在雅加达的甘达里亚市，印尼市占率最高的 Oppo（根据 IDC 数据）开设了一家超大零售店，店内饰以未来主义风格的盆景，且还有一处咖啡吧。与吉隆坡的苹果门店类似，我们发现尽管这家门店展示的产品数量不及其他面积更小的店铺，但也成功吸引了顾客流量。

图表 15: 吉隆坡新开业的苹果门店人头攒动



资料来源：华兴证券（香港）

图表 16: 吉隆坡苹果门店屋顶设计中的当地元素



资料来源：华兴证券（香港）

图表 17: 雅加达 Oppo 旗舰零售店内的艺术装饰



资料来源：华兴证券（香港）

图表 18: Oppo 雅加达门店内的咖啡吧提供别样顾客体验



资料来源：华兴证券（香港）

**小米 IoT 产品 SKU 明显驱动业绩增长。**在吉隆坡、柔佛和雅加达的大多数大型购物区内均可轻松找到小米零售店。与其他中国手机厂商的零售店相比，我们发现在走访的每个购物区/商城内，小米门店的人流绝大多数由 IoT 产品驱动。每个国家的小米体验店相对而言符合了一定的大小和布局标准。IoT 的 SKU，尤其是电视、吸尘器、电瓶车占据了店铺区域的很大部分。我们发现体积较大的“大体积 SKU”相比电动牙刷、监控摄像头和电吹风这类“小身形 SKU”更能吸引顾客的注意力和人流量。

图表 19: 吉隆坡 Exchange TRX 购物中心的小米体验店



资料来源：华兴证券（香港）

图表 20: 隆坡 Exchange TRX 购物中心小米体验店的 AIoT 区域



资料来源：华兴证券（香港）

**东南亚售卖的 SKU 数量与中国仍有较大差距。**海外市场和中国除了智能手机产品的路线图不同之外，我们发现所走访东南亚各国零售店内展示的平板电脑在型号数量上也不及中国。小米线上商店也显示一些高端型号不在东南亚售卖（图表 21）。值得注意的是，与中国和马来西亚相比，印尼小米线上商店的 SKU 缺乏多样性和选择性。在马来西亚和印尼，IoT 区域尚未展示空调和冰箱。我们看到这类 SKU 在许多海外市场无法购买，因为有特定的服务功能要求。我们走访的门店里也未看到其他饰品和小物件，比如智能眼镜和音响。

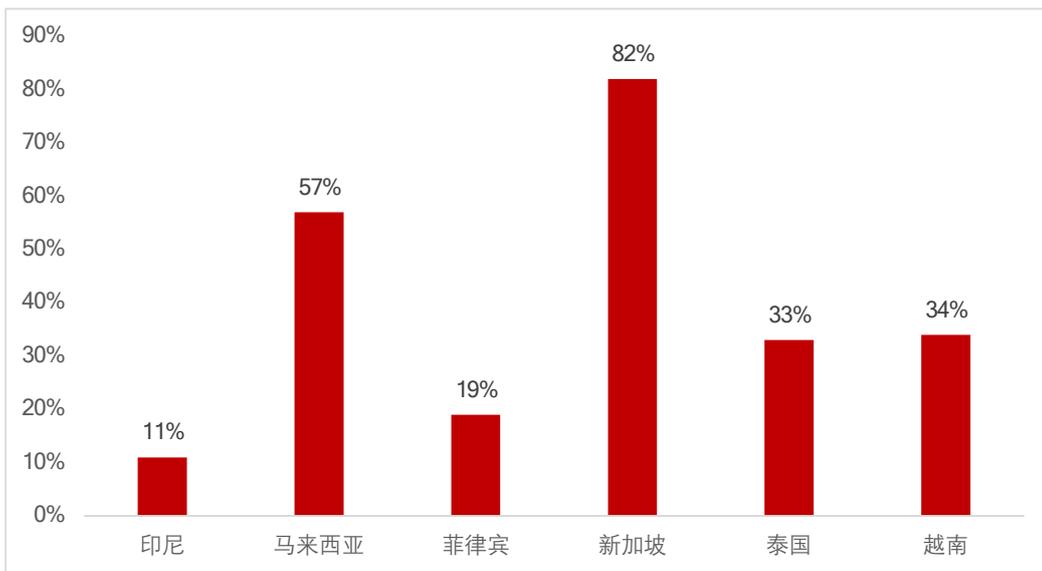
**图表 21：中国、马来西亚、印尼小米平板电脑可购买型号对比（仅限线上商店）**

型号(RAM + 存储GB)	中国	马来西亚	印尼
POCO Pad		仅限海外	
红米SE	6+128	6+128	4+128
	8+128	X	X
	8+256	8+256	X
红米Pro	6+128	6+128	X
	8+128	X	X
	8+256	8+256	8+256
小米Pad 6	8+128	8+128	X
	8+256	8+256	8+256
小米Pad 6S Pro	8+128	X	X
	8+256	8+256	8+256
	12+256	X	X
	12+512	12+512	X
	12+1024		
小米Pad 6 Max, Pad 7 & 7 Pro		X	X

资料来源：公司报告，华兴证券（香港）汇编

整体而言，随着小米继续提升产品组合的可及性，我们认为其有较大潜力进一步促进海外 IoT 收入增长。管理层在 3Q24 的业绩会上表示，小米年初至今已付出了更多努力来推动进展，我们认为这对提升其 2025 年和 2026 年收入增长的影响更大。

更重要的是，很多 IoT 和家电产品在东南亚国家的渗透率依然较低。在我们看来，随着许多东南亚顾客进阶成为中产阶级，小米具有竞争力的 IoT 定价策略对其会产生吸引力。

**图表 22：2021 年空调拥有率**


资料来源：Euromonitor

总结我们的实地考察，我们发现小米具备较大潜力在东南亚多国进一步发展其智能手机和 IoT 业务。比较简单的做法是提高小米在该地区产品 SKU 的数量，我们预计 2025-26 年会迎来更多进展。我们认为扩大门店面积和开设更多旗舰店是下一步举措。我们走访的所有门店面积仍然明显小于中国一二线城市的小米门店，限制了可展示的 SKU 数量和顾客体验。最后，我们认为小米将继续创建其全球消费者体验和营销语言，以期长期内与其他中国厂商区分开来。

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
智能机	157,461	189,453	205,683	217,578
IoT产品	80,108	98,833	108,092	113,601
其他	33,433	67,995	109,695	134,145
其他收入	(32)	(0)	0	0
<b>营业收入</b>	<b>270,970</b>	<b>356,281</b>	<b>423,470</b>	<b>465,323</b>
营业成本	(213,494)	(281,822)	(334,843)	(365,866)
<b>毛利润</b>	<b>57,476</b>	<b>74,459</b>	<b>88,628</b>	<b>99,457</b>
管理及销售费用	(43,451)	(53,848)	(63,165)	(70,822)
<b>息税前利润</b>	<b>20,009</b>	<b>21,113</b>	<b>27,142</b>	<b>30,435</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>22,032</b>	<b>23,857</b>	<b>30,850</b>	<b>34,831</b>
利息收入	2,002	4,056	2,800	3,400
利息支出	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>22,011</b>	<b>25,169</b>	<b>29,942</b>	<b>33,835</b>
所得税	(4,537)	(5,426)	(5,988)	(6,767)
<b>净利润</b>	<b>17,475</b>	<b>19,794</b>	<b>23,962</b>	<b>27,076</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>19,273</b>	<b>25,036</b>	<b>27,642</b>	<b>31,708</b>
基本每股收益 (RMB)	0.70	0.79	0.95	1.07
稀释每股调整收益 (RMB)	0.76	0.99	1.08	1.24

**资产负债表**

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>199,053</b>	<b>233,925</b>	<b>255,295</b>	<b>287,141</b>
货币资金	91,223	84,786	130,244	135,269
应收账款	12,151	18,109	19,018	24,328
存货	44,423	83,748	63,032	89,329
其他流动资产	51,256	47,282	43,001	38,217
<b>非流动资产</b>	<b>125,195</b>	<b>132,070</b>	<b>138,950</b>	<b>144,325</b>
固定资产	13,721	20,596	27,476	32,851
无形资产	8,629	8,629	8,629	8,629
商誉	0	0	0	0
其他	35,723	35,723	35,723	35,723
<b>资产</b>	<b>324,247</b>	<b>365,995</b>	<b>394,244</b>	<b>431,467</b>
<b>流动负债</b>	<b>115,588</b>	<b>138,092</b>	<b>143,187</b>	<b>154,242</b>
短期借款	6,183	6,183	6,183	6,183
预收账款	0	0	0	0
应付账款	62,099	84,603	89,698	100,752
长期借款	21,674	21,674	21,674	21,674
非流动负债	22,724	22,224	21,424	20,524
<b>负债</b>	<b>159,986</b>	<b>181,991</b>	<b>186,285</b>	<b>196,440</b>
股份	163,996	183,790	207,752	234,828
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>163,996</b>	<b>183,790</b>	<b>207,752</b>	<b>234,828</b>
少数股东权益	266	215	207	199
<b>负债及所有者权益</b>	<b>324,247</b>	<b>365,995</b>	<b>394,244</b>	<b>431,467</b>

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

**现金流量表**

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>17,475</b>	<b>19,794</b>	<b>23,962</b>	<b>27,076</b>
折旧摊销	2,024	2,744	3,707	4,396
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资本变动	21,802	(17,264)	29,176	(15,776)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>41,300</b>	<b>5,275</b>	<b>56,845</b>	<b>15,696</b>
资本支出	(7,662)	(9,620)	(10,587)	(9,772)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(27,507)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(35,169)</b>	<b>(9,620)</b>	<b>(10,587)</b>	<b>(9,772)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	4,213	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(4,718)	(500)	(800)	(900)
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(505)</b>	<b>(500)</b>	<b>(800)</b>	<b>(900)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>6,024</b>	<b>(4,845)</b>	<b>45,458</b>	<b>5,024</b>
<b>自由现金流</b>	<b>33,638</b>	<b>(4,345)</b>	<b>46,258</b>	<b>5,924</b>

**关键假设**

	2023A	2024E	2025E	2026E
智能机出货量 (百万台)	146	170	181	186

**财务比率**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(3.2)	31.5	18.9	9.9
毛利润	20.8	29.5	19.0	12.2
息税折旧及摊销前利润	408.9	8.3	29.3	12.9
净利润	606.3	13.3	21.1	13.0
调整后净利润	126.3	29.9	10.4	14.7
稀释每股调整收益	604.9	12.7	20.5	12.4
调整后稀释每股调整收益	126.4	29.3	9.9	14.1
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	21.2	20.9	20.9	21.4
息税折旧摊销前利润率	8.1	6.7	7.3	7.5
息税前利润率	7.4	5.9	6.4	6.5
净利率	6.4	5.6	5.7	5.8
调整后净利率	7.1	7.0	6.5	6.8
净资产收益率	10.7	10.8	11.5	11.5
总资产收益率	5.4	5.4	6.1	6.3
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.3
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	17.8	31.3	28.5	25.0
市净率	2.1	4.2	3.7	3.3
市销率	2.9	2.2	1.9	1.7

## 附录

### 分析师声明

本人刘睿兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

### 重要信息披露

#### 香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 [www.sfc.hk](https://www.sfc.hk) 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

### 分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

### 公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：小米集团（1810 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

**股票评级和释义：**公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

**买入**--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**持有**--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

**卖出**--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**暂未评级**--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

**未覆盖**--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

**板块评级和释义：**根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

**增持**--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

## 一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

### 【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本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。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，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，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

### 【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888