

小米集團 (01810.HK)

萬物互聯 數據和服務變現的商業模式

香港 | TMT 行業 | 首次覆蓋

16 November 2021

投資概要

小米集團(1810.HK)是一家以手機、智能硬件和 IoT 平台為核心的互聯網公司。經過十年的發展，公司的年收入突破兩千四百億元人民幣，產品在全球銷住 100 多個國家和地區。在 2021 年第二季，根據 Canalys 的數據，公司首次成為全球第二大的智能手機製造商。同時，公司亦創造出眾多智能硬件產品，其中多個品類銷量第一；並建成了全球最大消費類 IoT 物聯網平台。截至 2021 年 6 月，MIUI 的月活躍用戶達到 4.54 億，並為他們提供一系列創新的互聯網服務。

智能手機海外市佔率不斷提升 並進軍高端手機市場

小米從 2014 年開始全球擴張，2020 年第四季，公司在全球 54 國家和地區的智能手機出貨量排在前五名。目前，小米手機海外市場主要依賴全球三大市場，分別為歐洲市場、印度市場和其他新興市場。在 2021 年第二季，根據 Canalys 的數據，小米在拉美、非洲和西歐這三個市場的出貨量分別增加 300%、150%、50%。小米為搶奪各價格層的市佔率，採用了品牌分拆戰略，並開始沖擊高端市場以及在高端市場上爭奪更多的市場份額。受益於中高端產品銷量持續上升，公司的智能手機 ASP 穩步提升，2020 年 ASP 為約 1040 元人民幣，同比增長 6.1%。在 2021 年上半年，公司在中國大陸地區人民幣 3,000 元或以上及境外定價在 300 歐元及以上的智能手機全球出貨量超過 12 百萬台，超過 2020 年全年的約 10 百萬台。

手機+AIoT 核心戰略

在 AI (人工智能) + IoT (物聯網) 領域上，小米提出了“1+4+X”。通過一台小米智能手機，連接其四個重要的自研平台：智能電視、筆記本電腦、智能音箱、路由器等由小米賦能生態鏈的智能產品，即打造萬物智慧互聯的生態模式。截至 2021 年第二季度，小米電視在中國大陸出貨量連續第十個季度穩居第一，全球智能電視出貨量穩居前五，並在智能電視方面堅持推動電視高端化、大屏化和國際化的戰略。公司 2021 年第二季 IoT 業務收入為 207 億元人民幣，同比增長 35.9%，同時境外市場保持強勁增長，境外 IoT 及生活消費產品收入同比增長 93.8%。

公司 MIUI 用戶規模持續提升 為公司盈利重要引擎

公司通過提供互聯網服務讓用戶擁有完整的移動互聯網體驗，公司基於安卓原生系統的自有操作系統 MIUI 擁有大約 4.54 億月活躍用戶，MIUI 與安卓生態系統充分兼容，包括了安卓生態系統上的所有手機應用程序，以構成一個開放的平台，有利公司提供一系列廣泛的互聯網服務，包括內容、娛樂、金融服務和效能工具。公司開發的應用程序包括小米應用商店、小米瀏覽器、小米音樂和小米視頻。相比其他獲客成本較高的互聯網平台，公司通過硬件銷售獲得用戶的過程本身是盈利的。

估值與投資建議

小米集團的三大主營業務為智能手機、IoT 與生活消費產品和互聯網服務，我們採用分部估值法(SOTP)對公司三項業務分別進行估值，分別給予公司智能手機業務/IoT 與生活消費產品/互聯網服務 20/ 20/ 22 倍 2021 年的市盈率(P/E)，給予目標價為 HKD26.9，對應公司 2021/2022/2023 年的整體市盈率為 21x/ 19x/ 17x，首次給予買入評級。

買入 (首次)

現價 HKD 21.05

(現價截至 11 月 11 日)

目標價 HKD 26.90 (+27.8%)

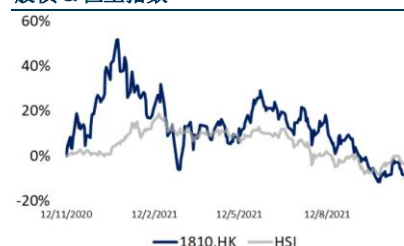
公司資料

普通股股東 (百萬股):	25,097
市值 (港幣億元):	5,344
52 周 最高價/最低價 (港幣元):	35.90/19.86

主要股東 %

雷軍 (A 類)	16.73%
雷軍 (B 類)	9.88%
林斌(A 類)	7.73%
Apoletto Managers Ltd.	6.48%
林斌(B 類)	1.85%

股價 & 恒生指數



Source: Wind, PSHK

財務資料

CNY mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E
Net Sales	205,839	245,866	339,122	447,668
Net Profit	10,044	20,356	27,061	29,880
EPS, CNY	0.4	0.81	1.08	1.19
P/E, x	44.71	22.06	16.59	15.03
BVPS, CNY	3.25	4.94	6.02	7.21
P/BV, x	5.5	3.62	2.97	2.48

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究員

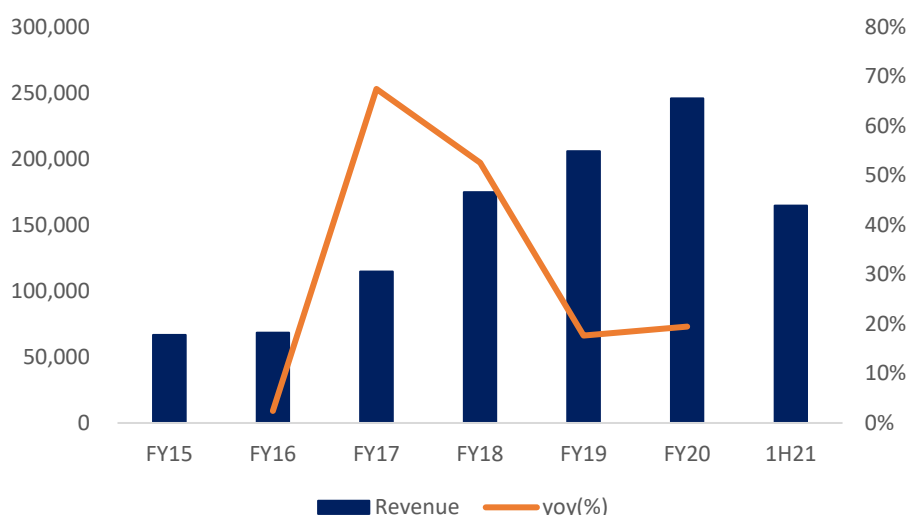
宋承軒 (+852 2277 6527)

samuelsung@phillip.com.hk

公司介紹

小米集團(1810.HK)是一家以手機、智能硬件和 IoT 平台為核心的互聯網公司。公司成立於 2010 年，並在 2018 年 7 月在香港聯交所主板上市。經過十年的發展，公司的年收入突破兩千四百億元人民幣，產品在全球銷往 100 多個國家和地區，根據 Canalys 的統計，在 2020 年第四季，公司在全球 54 個國家和地區的智能手機出貨量排名前五，特別在印度龐大的智能手機市場中，公司連續 13 個季度保持排名第一。公司一直推崇大膽創新的文化，從「鐵人三項」商業模式，到通過「生態鏈」公司集群；從「用戶參與的互聯網開發模式」，到小米線上線下一體的高效新零售創新精神，不斷促進公司的蓬勃發展。在 2021 年第二季，根據 Canalys 最新的數據，公司首次成為全球第二大的智能手機製造商。同時，公司亦創造出眾多智能硬件產品，其中多個品類銷量第一；並建成了全球最大消費類 IoT 物聯網平台。截至 2021 年 6 月，MIUI 的月活躍用戶達到 4.54 億，並為他們提供一系列創新的互聯網服務。

圖一：公司過往六年收入 (百萬人民幣)



來源：公司報告，PSHK

公司發展過程

圖二：公司發展里程碑

年度	事件
2010	4 月公司由創始人雷軍及聯合創始人成立
	8 月 MIUI 首個內測版推出
	12 月米聊 Android 內測版正式發佈
2011	7 月宣佈進入手機市場：MIUI、米聊、小米手機
	9 月米聊註冊用戶超過 700 萬
	10 月小米手機通過小米網正式發售
2012	3 月小米手機售出 100 萬台
2013	10 月紅米手機、新小米盒子開放購買
2014	12 月發佈小米空氣淨化器
2015	4 月小米生態鏈企業、小米手環締造者華米科技宣佈與支付寶達成戰略合作
2017	小米發佈首款自主研发芯片澎湃 S1 和搭載該芯片的小米 5c
	11 月根據 IDC 數據，小米在印度手機市場銷量排名第一
	11 月小米成為全球最大智能硬件 IoT 平台
2018	7 月在香港主板上市
	10 月全球最大的小米之家旗艦店落戶武漢楚河漢街

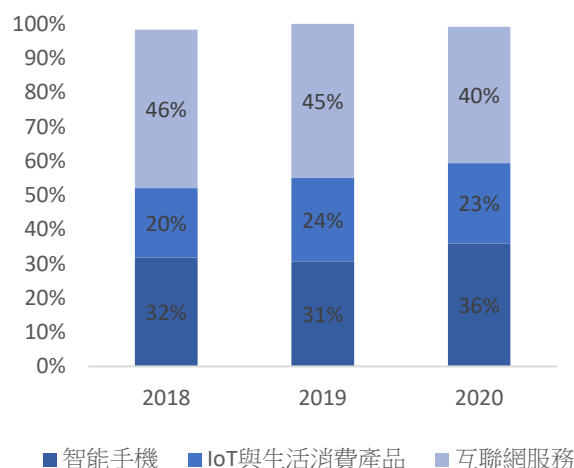
2019	1 月 06 日 TCL 集團發佈公告，宣佈小米集團戰略入股 TCL 集團 4 月 24 日小米聯合凌空天行開發的「天行 I—1」火箭成功發射 5 月 30 日 “BrandZTM 2019 最具价值中国品牌 100 强” 发布，小米首次入围就强势排名第 11 位，并获得最佳新晋品牌奖
2020	1 月 2020 年全球最具价值 500 大品牌榜发布，小米排名第 316 位 5 月小米集团名列 2020 福布斯全球企业 2000 强榜第 384 位
2021	7 月 Canalys 發佈最新數據，小米第二季的出貨量排名全球第二

來源：公司報告，PSHK

經營情況

在 2020 年，公司實現營收 2,459 億元人民幣，同比增長為 19.4%；公司毛利達約 368 億元人民幣，同比增 28.7%，毛利率則 14.9%，同比增 1.0 個百分點。而公司淨利潤達 203 億元人民幣，同比增長 103%，淨利率為 8%，同比增 3.4 個百分點。

圖三：2018-2020 分部業務佔比 (%)



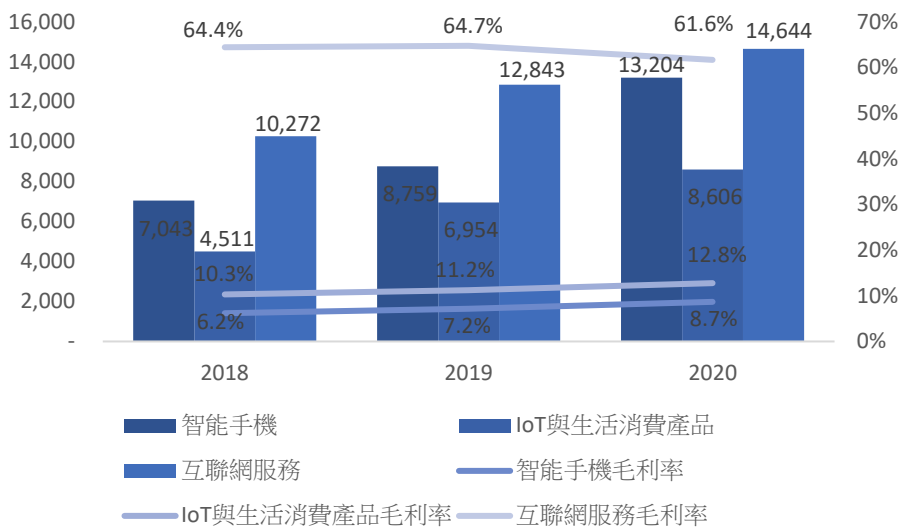
來源：公司報告，PSHK

目前公司的業務主要有智能手機、IoT 與生活消費產品和互聯網服務，其中智能手機一直為公司最大的收入來源，在 2020 年，智能手機收入達 1,522 億元，同比增長達 24.6%，其收入佔總收入約 62%；全球智能手機全年出貨量為 146.4 百萬台，同比增長 17.5%。毛利為 132 億元人民幣，同比增 50.7%，毛利率為 8.7%，同比增 1.5 個百分點，反映公司的整體產品組合有所改善和優化。

而 IoT 與生活消費產品 2020 年的收入達 674 億元人民幣，同比增長 8.6%，其收入佔總收入的 27.4%；其中，包括了智能電視、筆記本電腦、空氣淨化器、掃地機器人、智能攝像頭、智能音箱、路由器等。毛利為 86 億元人民幣，同比增 23.8%，毛利率為 12.8%，同比增 0.9 個百分點。

互聯網服務業務方面，2020 年全年收入達 238 億元人民幣，同比增加 19.7%，其收入佔總收入的 9.7%；其中，公司的廣告業務收入為 127 億元，收入同比增速達 19.2%，公司在重視提升用戶體驗的基礎上，不斷優化算法和內容推薦的精準性；而遊戲業務收入則為 42 億元人民幣，同比增長 31.4%。分部業務的整體毛利為 146 億元人民幣，同比增 14%，毛利率為 61.6%，同比下跌 3.1 個百分點，而 2020 年第四季度的互聯網服務分部毛利率為 68.4%，主要是因公司的廣告及金融科技業務的毛利率上升。

圖四：2018-2020 分部業務收入 (百萬元人民幣)和毛利率 (%)



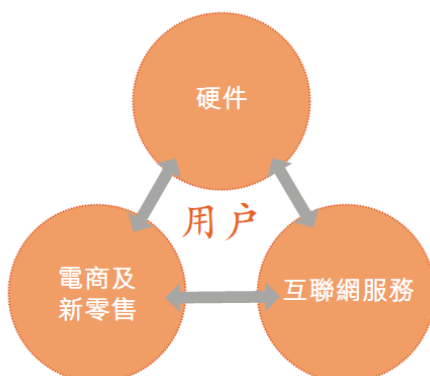
來源：公司報告，PSHK

從公司的收入結構和成長邏輯來看，公司三大業務保持高速增長，但手機和硬件的毛利率因小米的戰略而保持較低的水平。同時，公司互聯網服務的收入雖然只佔公司總收入約 9.7%，但其毛利佔總毛利約四成以上。長遠來看，公司透過智能手機和硬件的銷售進行引流，在保持高客戶黏性下，採用互聯網服務實現變現的戰略。

「鐵人三項」商業模式

公司的商業模式為「鐵人三項」商業模式，由三個相互協作的支柱組成，1) 創新、高質量、精心設計且專注於卓越用戶體驗的硬件；2) 以厚道的價格銷售產品的高效新零售；3) 豐富的互聯網服務。公司作為一家互聯網公司，初期以嶄新的零售渠道，向用戶出售各種自有操作系統 MIUI 驅動的智能硬件產品，從而建立龐大的自有平台，為用戶提供各式各樣的互聯網服務，業務相互緊扣，同時建立一群非常專一且高度忠誠的用戶，稱為米粉。

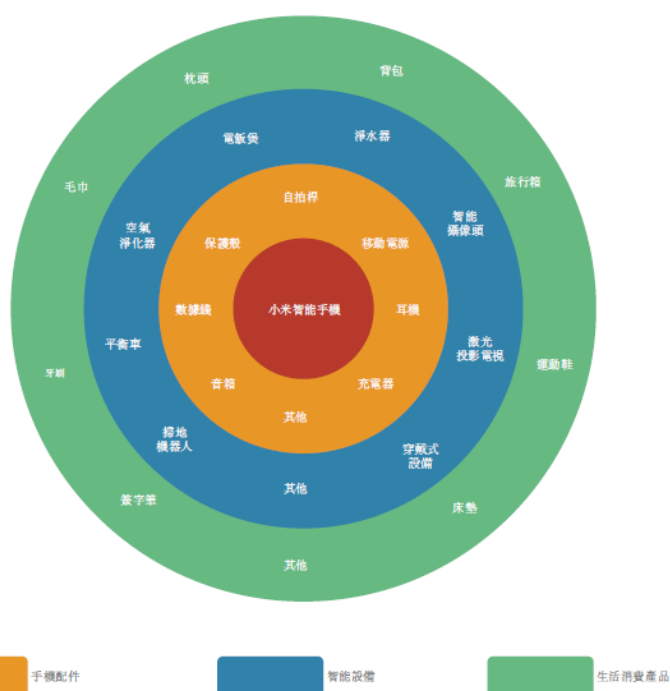
圖五：公司的「鐵人三項」商業模式



來源：公司招股書，PSHK

圖六：小米集團生態鏈企業

逾90家公司專注於開發智能硬件及生活消費產品



來源：公司招股書，PSHK

電商及新零售 結合線上線下銷售渠道

高效的全渠道新零售分銷平台是公司增長策略的核心組成部分，使公司能在高效運營的同時擴展用戶覆蓋範圍和增強用戶體驗。公司成立之初一直專注於產品的在線直銷，以達到最大效率，並與用戶建立直接的數字化互動關係。小米商城和有品為公司自有的直銷電子商務平台，截至 2018 年第一季度，小米商城按商品成交總額計已成為中國大陸第三大 3C 與家電線上零售直銷平台。同時，公司亦利用第三方電子商務平台，如京東、天貓、Flipkart、TVS Electronics 及亞馬遜的本土化銷售及營銷專長、物流設施和支付系統，以增加更多線上購物的渠道。隨後，公司為擴大覆蓋範圍和提供更豐富的用戶體驗，公司通過自營的米家門店顯著擴大了線下零售直銷網絡，在實現線上線下同品同價的同時，亦保持與線上渠道相似的運營效率。公司的線下零售網絡由公司自營的米家零售門店和直接由公司提供產品的第三方線下零售合作夥伴組成。截至 2020 年 12 月，公司在中國大陸零售店的總數超過 3,200 家，較 2020 年 9 月 30 日新增超過 1,000 家。

互聯網服務生態

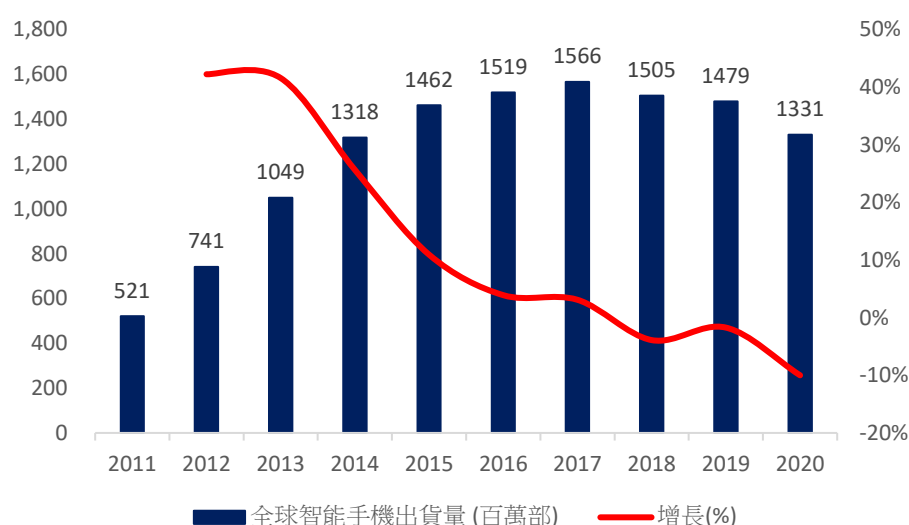
公司通過提供互聯網服務讓用戶擁有完整的移動互聯網體驗，截至 2020 年，公司基於安卓原生系統的自有操作系統 MIUI 擁有大約 3.96 億月活躍用戶，MIUI 與安卓生態系統充分兼容，包括了安卓生態系統上的所有手機應用程序，以構成一個開放的平台，有利公司提供一系列廣泛的互聯網服務，包括內容、娛樂、金融服務和效能工具。截至 2018 年，公司開發了 38 個月活躍用戶超過 10 百萬的應用程序和 18 個月活躍用戶超過 50 百萬的應用程序，包括小米應用商店、小米瀏覽器、小米音樂和小米視頻。相比其他獲客成本較高的互聯網平台，公司通過硬件銷售獲得用戶的過程本身是盈利的。

行業分析

全球手機出貨量復甦 並進入存量市場

在 2020 年，由於疫情、中美貿易摩擦、消費者對新設備的需求放緩改變了智能手機市場的格局。智能手機終端市場表現不佳，銷售渠道受阻、供應鏈生產緊張等因素使智能手機出貨量呈現下跌的狀況。根據市場調研機構 Counterpoint 發佈的數據顯示，2020 年全球智能手機的出貨量為 13.3 億部，較 2019 年下降約 10%。而 2021 年開始，疫情得以緩和，全球手機出貨量開始出現復甦，根據 Canalsys 發佈的數據顯示，第一季和第二季全球出貨量達到約 3.5 億和 3.2 億部，同比分別增加 27%和 11%，但第二季環比則下跌 9%，主要原因是芯片等關鍵組件的供應緊張而導致。

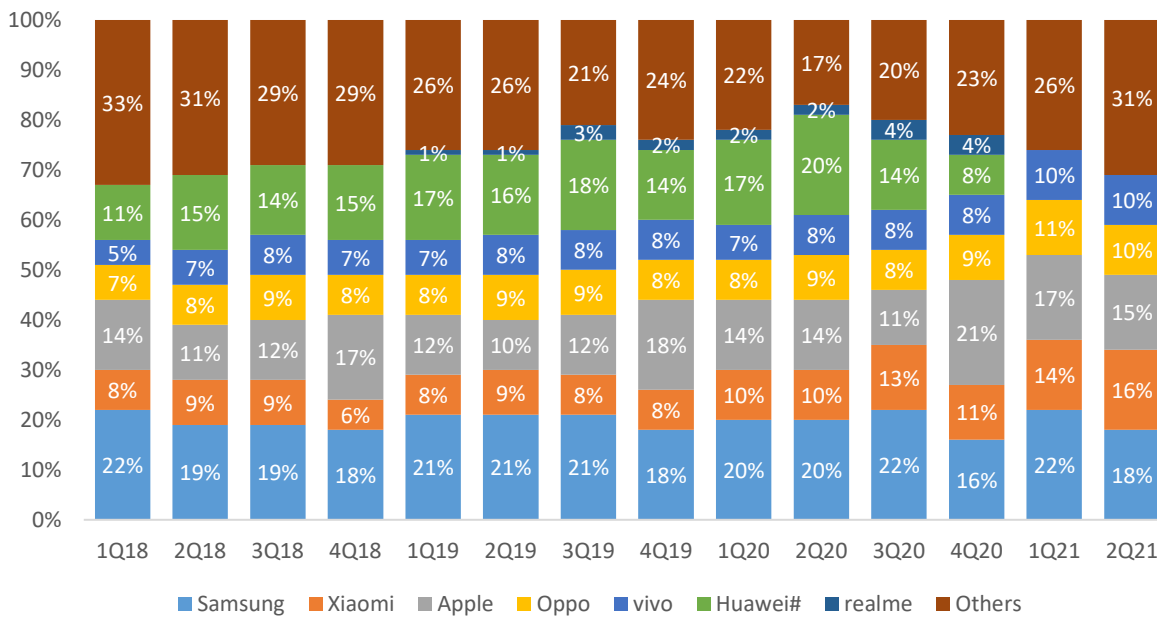
圖七：全球智能手機出貨量(百萬部)和增長(%)



來源：Counterpoint, PSHK

近年來隨著中國手機廠商的崛起，在中國和海外的智能手機市場中頭部競爭格局越趨激烈，主要頭部公司為三星、蘋果、小米、OPPO、VIVO 及華為等。自 2020 年 8 月，美國宣布針對華為的芯片制裁後，華為手機的出貨量受到了明顯的影響，在包括剝離華為榮耀手機品牌的出貨量下，華為在 2020 第四季和 2021 年第一季的整體出貨量為 33 和 15 百萬部，環比跌約 35%和 55%；全球市場份額則從高峰期 2020 年第二季的 20%後，一直下降至 2020 第四季的 8%。同時，小米智能手機業務穩步拓展，根據 Counterpoint 的數據，小米在 2020 年第四季度的全球手機出貨量穩居第三名，市佔率為 11%，而在 2021 年第二季度，小米成功超越蘋果公司，成功成為全球手機出貨量第二大的公司，市佔率為 16%，與第一位三星公司的份額相差約兩個百分點。小米董事會雷軍在 2021 年 8 月 10 日舉辦 2021 年度演講暨小米秋季新品發佈會指出，小米目標在三年內拿下世界第一。

圖八：全球智能手機出貨量佔比 (%)

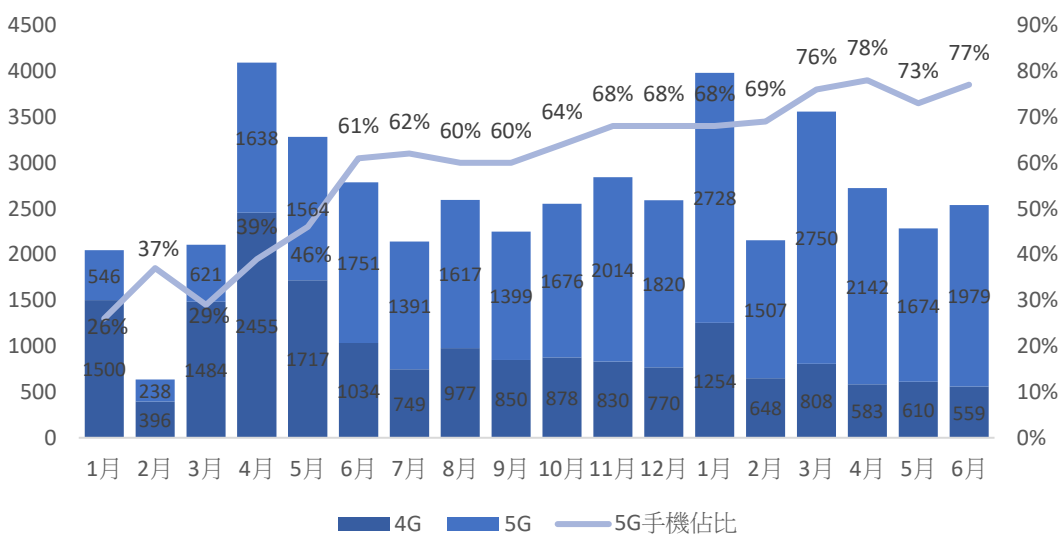


來源：Counterpoint, PSHK

中國智能手機市場

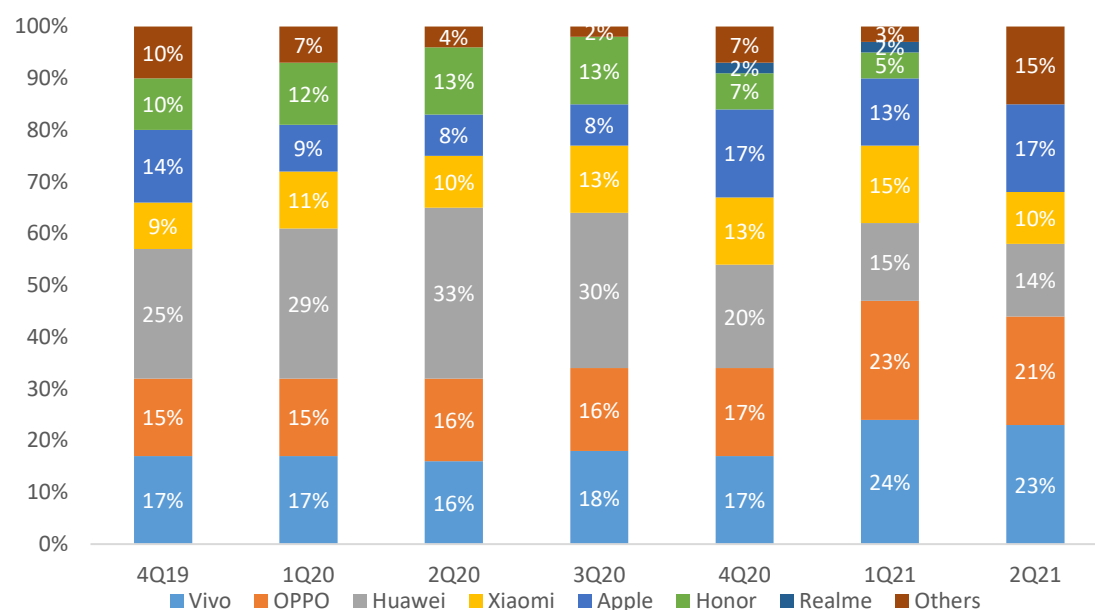
在 2021 年上半年，中國手機市場整體出貨量保持快速增長，根據中國信通院的權威發佈，其上半年的出貨量為 1.74 億部，同比增長 13.7%，其中 5G 手機達 1.28 億部，同比增長 101%，佔整體手機出貨量約 74%。2021 年第二季，受國內手機市場需求提前釋放（第一季出貨量同比增長 100%）、移動芯片短缺、華為缺位等因素，導致第二季 4、5、6 月同比有所下跌，但降幅由 4、5 月的超過 30% 收窄至 6 月的 10%，並實現環比增長 11.7%。另外，根據 Counterpoint 的數據，華為以往在中國手機市場份額第一位，在 2020 年第二季佔約 33%，自華為受美國芯片制裁後，華為的市場份額開始下跌，其 2021 年第二季市場份額只有 14%。而 VIVO 和 OPPO 則成為重大的利益者，在中國的市場上進一步搶佔份額。而小米在中國的市場份額則較平穩。

圖九：中國智能手機出貨量(百萬部)和增長(%)



來源：中國信通院, PSHK

圖十：中國智能手機品牌出貨量佔比 (%)



來源：Counterpoint, PSHK

全球業務擴張

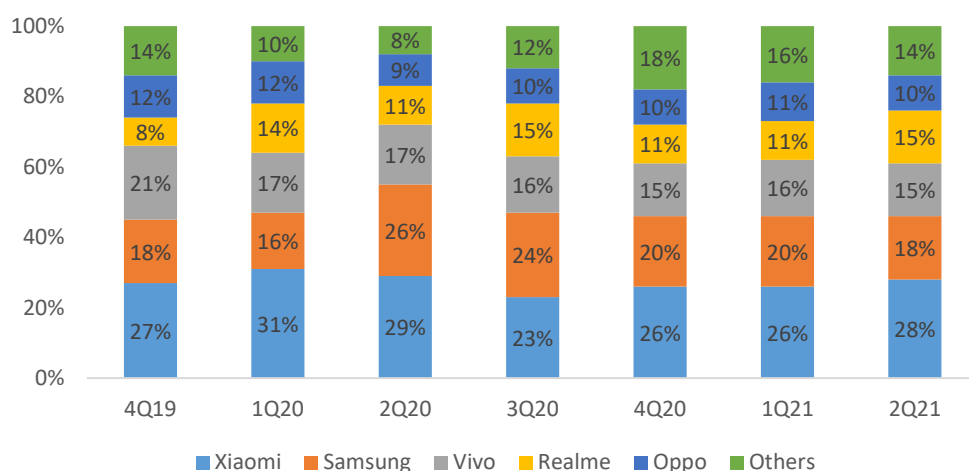
小米從 2014 年開始全球擴張，自 2016 年起加快步伐。截至 2020 年 12 月 31 日，公司的產品在全球銷往 100 多個市場。根據 Canalys 的統計，2020 年第四季，公司在全球 54 個國家和地區的智能手機出貨量排在前五名。在 2020 年，小米境外市場收入達約 1224 億元人民幣，同比增長 34.1%，佔總收入的 49.8%，同比增長 5.5 個百分點，相比 2017 年海外收入的佔比增長了 21.8 個百分點。目前，小米手機海外市場主要依賴全球三大市場，分別為歐洲市場、印度市場和其他新興市場。在 2021 年第二季，根據 Canalys 的數據，小米在拉美、非洲和西歐這三個市場的出貨量分別增加 300%、150%、50%。小米在全球業務版圖上取得顯著的業務縱深擴張，除了依賴性價比高的產品外，針對不同國家和地區制定不同策略亦是小米在海外市場成功的關鍵之一。

印度智能手機市場

印度智能手機市場是全球第二大的消費市場，其成長速度更是最快的國家，每天平均有超過三萬人加入使用智能手機的行列。根據 IDC 數據，2020 年印度智能手機市場萎縮 2%，總銷量達約 1.5 億部。根據 Counterpoint 數據，小米在 2020 年印度銷量排名第一，並且在 2021 年第二季市場份額佔約 28%。另外，三星則在印度市場佔第二大的市場份額，在 2020 年第三季的出貨量更曾經微高於小米，該季的市場份額為 24%。

印度市場是小米首次通往國際化的地方，2014 年，小米正式進入印度市場，開始銷售支援 4G 網絡服務 Mi3 的手機產品，提供更優質的手機功能，而三星、Micromax 等對手仍在銷售 3G 手機。當時，小米堅持其網絡銷售策略，與當地電商 Flipkart 合作，把運用在中國的閃購策略也複製到印度，加快 Mi3 的在印度市場上的滲透率。然而，在 2015 年，印度政府為推行印度制造計劃，將智能手機的進口關稅提高一倍。於小米而言，這既是一個挑戰亦是一個成功的轉捩點。小米與富士康合作，將其供應鏈快速部署到印度，在當地修建手機工廠、研發中心等，並以印上印度製造的標籤，亦免受印度政府關稅政策的影響，這領先蘋果了 5 年。在 2016 年，小米在印度的市場份額從 2015 年的 3.3% 增加至 13.3%，增加了 10 個百分點，奠定了小米在印度市場上的地位。除了將供應鏈部署在印度外，小米亦部署自己的零售店。此前，印度政府規定，在當地開設實體店，必須有 30% 的商品採購源自印度本土。2017 年，小米選擇接受並適應當地的政策，開設小米商店。截至 2020 年，小米在印度已經有 3000 家品牌店，而蘋果直至 2019 年才開設第一家實體店。

圖十一：印度智能手機出貨量佔比 (%)



來源：Counterpoint, PSHK

歐洲智能手機市場

歐洲手機市場份額以往長期由三星、華為和蘋果所佔據，但隨後華為的地位逐漸被小米接替，並小米亦開始挑戰第一的地位。華為早在 2012 年就進入歐洲市場，並通過 7 年時間努力，在 2019 年第一季奪得歐洲手機市場第二位，而且當時華為的出貨量增速已超過第一名的三星，有望未來成為歐洲第一手機廠商。然而，2019 年第四季開始，華為和谷歌的合作出現障礙，其手機部分不能再搭載谷歌 GMS 服務，而導致銷量大受影響。

而小米在 2017 年才開始布局歐洲市場。然而，歐洲整個手機消費市場風格並不統一，小米亦根據西歐和東歐等市場差異而採用不同的策略。根據 GFK 2018 的統計數據顯示，西歐市場智能手機的平均銷售單價（手機廠商賣給運營商和經銷商的價格）為 446.7 美元，是除北美外價格最高的市場；而東歐和中歐則平均銷售單價為 249 美元。小米在東歐採取了性價比的策略，而西歐的手機市場由於更為成熟，其手機銷售渠道主要以運營商為主，約佔 50%，而其他線下銷售渠道佔約 40%，線上則僅有約 10%，主要原因是運營商高額補貼而帶來的優惠價格。因此，在 2018 年小米與香港長江和記組成全球策略聯盟，通過對方旗下的“3 集團”在歐洲銷售智能手機，並加重和其他歐洲頭部運營商的布局，例如小米在法國與四大電商 Orange, SFR, Bouygues 和 Free 達成了手機銷售協議。

根據 Canalsys 的數據，在 2020 年第四季小米在中東歐市場首次排名第一，市佔率達 24.7%，同比增長 17.5%；而西歐地區的智能手機出貨量同比增長 57.3%，市佔率達 10.9%，排名保持前三。其中在西班牙市場，公司連續第四季智能手機出貨量排名第一，市佔率為 27.0%。另外，在 2020 年第四季，公司在法國、意大利、德國市場智能手機出貨量分別實現了 86.2%、61.6%、139.8%的同比增長。小米在歐洲市場保持強勁增長，根據 Strategy Analytics 的數據，在 2021 年第二季，小米在歐洲智能手機市場上首次登頂，市場份額超越三星和蘋果，出貨量約 1270 萬部，同比增長 67.1%，市場份額達 25.3%。

「手機 x AIoT」戰略

自 2017 年開始，經過 4 年多的規劃和驗證，公司在 2020 年 8 月，確立了未來十年的核心戰略 — 手機 x AIoT。公司明確地肯定了智能手機業務的核心地位，透過 AIoT 業務圍繞手機核心業務打造智能生活，成為小米價值的放大器。最後在智能互聯進一步融合下，公司更強調乘法效應，目標滲透更多場景，以贏得更多用戶，成為小米商業模式的護城河。截至 2020 年 12 月，小米 AIoT 連接設備數（不包括智能手機及筆記本計算機）達到 324.8 百萬，同比增長 38%；擁有五件及以上連接小米 AIoT 平台的設備（不包括智能手機及筆記本計算機）的用戶數達 6.2 百萬，同比增長 52.9%；人工智能助理「小愛同學」月活躍用戶數同比增長 43.5%，達 86.7 百萬。為增強小米手機和 IoT 產品之間的協同效應，公司在 2020 年 10 月發佈「一指連」小米 UWB 技術，將手機指向設備即可定向操控；在 11 月公司發佈小米暢快連續，通過手機自動識別附近的 IoT 設備並自動配網；同時亦發佈了基於開源嵌入式操作系統 NuttX 打造的物聯網軟件平台 Xiaomi Vela，打造碎片化的 IoT 應用；另外，公司在 12 月發佈的 MIUI 12.5 系統推出 MIUI+ 服務，實現手機和筆記本電腦的無間協作。未來預期公司會持續提升智能手機和 IoT 產品之間的互聯互通的能力，堅定「手機 x AIoT」的戰略，增強公司整體業務競爭優勢。

推進雙品牌策略 進軍高端市場

小米為搶奪各價格層的市佔率，採用了品牌分拆戰略，主要將手機業務分為 3 大不同的子品牌：定位中高端的小米、專注中低端極致性價比的紅米及鎖定遊戲手機細分市場的黑鯊。當中每個子品牌旗下亦推出各種系列以供米粉選擇。

小米品牌			
系列	定位	價格	機型
Mix 系列	高端旗艦機	5000+	小米 MIX 4、小米 MIX FOLD
數字系列	旗艦機	3000-7000	小米 11 Ultra、小米 11 Pro、小米 11 青春、小米 11
CC 系列	中高端機	1000-4000	小米 CC9 Pro
			
小米 MIX 4		小米 MIX FOLD	
			
		小米 11 Ultra	

紅米品牌			
系列	定位	價格 (人民幣)	機型
Redmi K 系列	高端旗艦機	2000-4000	Redmi K40 Pro、Redmi K40
Redmi X 系列	旗艦機	1000-2500	Redmi 10X Pro 5G、Redmi 10X 5G
Redmi Note 系列	千元機	1000-2000	Redmi Note 10 Pro、Redmi Note 10 5G
Redmi 數字系列	入門機	0-1500	Redmi 9






Redmi K40 Pro

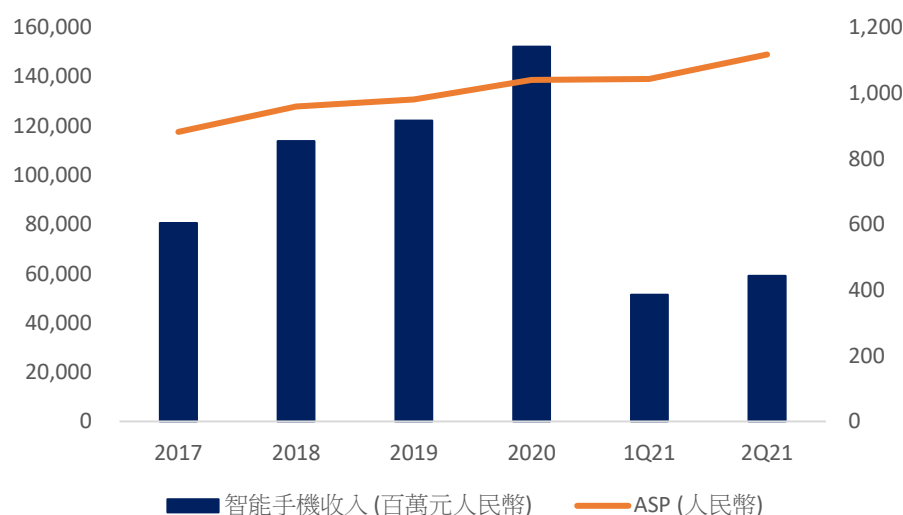
Redmi 10X Pro 5G

Redmi Note 10 Pro

Redmi 9

高端智能手機銷售方面，在 2020 年，小米在中國大陸定價 3,000 元人民幣以及境外定價 300 歐元及以上的高端智能手機銷量約 1,000 萬台。在 2020 年 12 月，公司在中國大陸推出了小米 11，全球首發驍龍 888 處理器，定價 3,999 元人民幣，發售 21 天內銷量突破 100 萬台，反映市場對於小米在高端市場上產品的認可，有利小米長遠沖擊高端市場以及在高端市場上爭奪更多的市場份額。受益於中高端產品銷量持續上升，公司的智能手機 ASP 穩步提升，2020 年 ASP 為約 1040 元人民幣，同比增長 6.1%。在 2021 年上半年，公司在中國大陸地區人民幣 3,000 元或以上及境外定價在 300 歐元及以上的智能手機全球出貨量超過 12 百萬台，超過 2020 年全年的約 10 百萬台。

圖十二：小米智能手機收入 (百萬元人民幣) 和 ASP (人民幣)

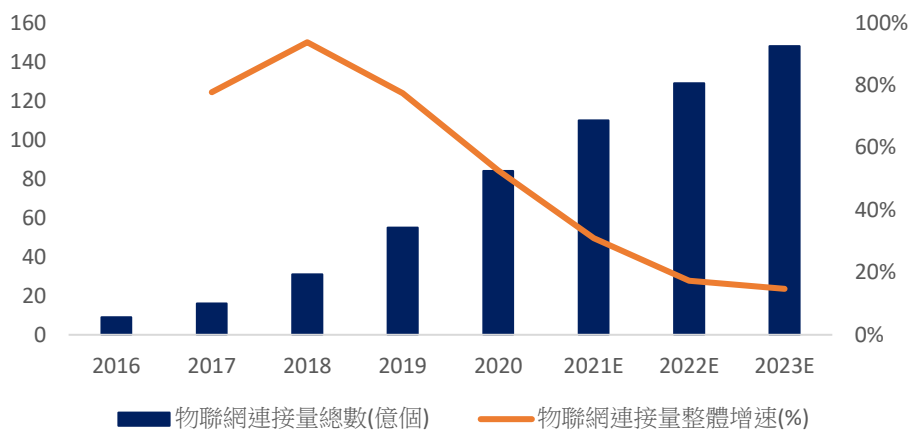


來源：公司報告，PSHK

消費級物聯網 IoT 市場

物聯網(IoT)為設備之間的網絡，可透過互聯網進行無縫通信。根據全球移動通信系統協會(GSMA)發佈的《2021 年移動經濟》報告顯示，2020 年全球物聯網總連接數達 131 億，同比增 9.2%，並預計到 2025 年，全球物聯網總連接數規模將達 240 億，2020-2025 年複合增長率達 12.9%。2019 年的全球物聯網的收入為 3430 億美元，預期到 2025 年收入將增長超過 3 倍。根據艾瑞諮詢《中國個人物聯網行業研究白皮書 2021》的數據，中國物聯網連接量高速增長，在 2019 年連接數達 55 億個，同比增長 75.6%，2016-2019 年複合增長率高達 82.4%，並預計 2023 年將達 148 億個，2020-2023 年複合增長率 20.78%。

圖十三：物聯網連接量總數 (億個) 和增速 (%)



來源：公司報告，PSHK

個人消費級 IoT 市場指 IoT 設備銷售及提供面向消費者的 IoT 驅動服務。與消費相關的 IoT 應用涵蓋範圍廣泛，包括資訊及娛樂、保健、智能家居、家居保安及安全等。由於消費物聯網的目標受眾客戶基數大，用戶需求單一，同時產品種類多，在感應器和設備處理器的支撐技術得到改良時更容易取得先發優勢。供應商透過連接各種產品，於單一生態鏈下，為用戶提高更好的體驗。5G 基礎設施的推出，支援設備的低延遲和高數據密度的連接，以及持續投資軟件技術、雲基礎設施及人工智能將加強 IoT 服務於應用、分析、數據共享及存儲方面的功能，亦有利消費者周邊 IoT 設備數量的發展。

圖十四：2021 年中國個人物聯網產業



來源：艾瑞諮詢，PSHK

個人消費級物聯網的商業邏輯

個人消費物聯網的發展關鍵並不只是表面地依靠硬件銷售獲取利潤，而是通過智能設備獲取全方位的用戶數據，因此行業的變現邏輯長期來看，終端產品銷售只是獲取數據的第一步，而真正的商業邏輯在於其數據價值，例如：1) 廠商利用數據向客戶進行廣告推送、雲存儲和互聯網增值服務中收費；2) 物聯網雲平台利用數據進行演算法訓練打磨技術，並將技術賦能於智能終端廠商與開發者；3) 掌握用戶數據更便於豐富個人物聯網場景和變現方式探索。

因此，部分消費級物聯網(IoT)廠商在發展電子產品時，除了要考慮品質、價格等方面的因素外，亦須提供多類可通過單一應用程式無縫互連的一體化平台，如小米的米家 app、華為的 Hilink、蘋果的閉環生態圈：iTunes 生態圈、iCloud 生態圈、IOS 生態圈和 App Store 生態圈等，廠商通過自家硬件產品在自家生態圈中互聯互通，從而打造硬件、軟件、服務一體化的平台生態圈，以達至雙向互惠的佈局。但目前數據安全的監管和軟件服務仍在開發的情況下，有形的消費和直接體驗對於消費者更為重要。未來隨消費者認知和個人終端連接量的提升，數據與服務變現的商業模式將為用戶和企業帶來更多的效益。

小米 IoT 消費市場生態鏈

2019 年，小米確立“手機+AIoT”為小米的核心戰略。在 AI (人工智能) + IoT (物聯網) 領域上，小米提出了“1+4+X”。通過一台小米智能手機，連接其四個重要的自研平台：智能電視、筆記本電腦、智能音箱、路由器等由小米賦能生態鏈的智能產品，即打造萬物智慧互聯的生態模式。

圖十五：小米 IoT 戰略



來源：公司公告，PSHK

IoT 與生活消費產品

智能電視

由於疫情帶動的居家經濟，在 2020 年全球對於電視的需求逐漸增加，根據 TrendForce 的報告顯示，全球電視出貨量從 2020 年 4 月谷底反彈至 2020 年 10 月見頂，而第四季開始，因為上游半導體供應商 IC 產品短缺導致電視品牌延遲 2020 年第四季出貨時間，2020 年全球電視出貨量達 2.17 億台，同比下降 0.3%。2021 年第一季的相關供應鏈短缺情況延續，導致電視機的交貨時間延長。

圖十六：全球電視機出貨量 (千部) 和同比增長 (%)

Figure 1: Global TV Shipment by Quarter, 2019-2021 (Unit: 1000)



來源：Trendforce，PSHK

另外，根據 TrendForce 的報告顯示，在 2020 年，由於韓國面板製造商產能下降以及中國新面板製造商量產增速放緩，導致電視面板供應量減少。在供需失衡的情況下，40 吋到 55 吋電視面板的價格在六個月內上漲了 60% 以上，而 32 吋面板的價格則提升了一倍以上。隨著市場面板供應趨緊、IC 產品晶圓產能有短缺、代工廠和面板製造商等上游供應鏈對客戶的選擇增加，一線龍頭電視品牌因其龐大的訂單量而在確保代工廠晶圓產能等方面更具有優勢。

隨著在 2020 年下半年電視面板價格逐月上漲，市場主流的 32 吋至 55 吋電視的盈利能力亦逐漸下滑。因此，電視品牌亦開始採購更大尺寸的面板，以應對低價產品利潤下降的情況。在 2020 年下半年，65 英寸和 70 英寸以上的電視面板出貨量分別增長了 23.4% 和 47.8%。

根據行業研究機構 Omdia 數據顯示，在 2020 年，前五名電視品牌的總市場份額首次超過 60%，其中三星銷售收入市場份額創記錄達到 31.9%，同比增 1%，連續 15 年為全球銷售額第一，在 2020 年，三星全年售出約 779 萬台 QLED 電視，同比增長約 46.43%。同時，在高端電視市場和大屏電視市場分別佔 45.4% 和 50.8%，遠遠領先其他品牌；而緊著其後的 LG 和索尼的電視總銷售額則分別佔 16.5% 和 9.1%。而根據 AVC Revo 的數據顯示，按 2020 年全球電視銷售量計算，前五位分別為三星、LG、TCL、海信和小米。

小米智能電視

小米的智能電視從 2013 年 9 月推出，並將其定義為“年輕人的第一台電視”。在 2020 年，小米智能電視全球出貨量達到 1,200 萬台，同比輕微下跌 6.25%，主要是受到疫情和主要部件供應緊張的影響。根據 AVC Revo 的統計，截至 2021 年第二季度，小米電視在中國大陸出貨量連續第十個季度穩居第一，全球智能電視出貨量穩居前五。

另外，公司在智能電視方面，公司堅持推動電視高端化、大屏化和國際化的戰略。在高端化方面，自 2020 年 7 月開始，公司推出高端旗艦產品小米電視大師系列，包括定價均為人民幣 49,999 元的全球首款量產透明電視小米透明電視以及小米電視大師 82 英寸至尊紀念版。在大屏化方面，繼推出 Redmi 智能電視 MAX 98" 後，小米在 2021 年 2 月發佈了 Redmi MAX 86" 超大屏電視，起售價為 7,999 元人民幣。根據奧維雲網的統計，2020 年第四季度，小米和 Redmi 品牌電視在中國大陸 70 寸以上的大屏電視市場零售量排名第一，市佔率達到 27.7%。在國際化方面，公司的智能電視已進入印度、印尼和俄羅斯等，在 2020 年亦開始進入法國、波蘭等重點市場，預期小米手機品牌的滲透率在歐洲等地逐漸增加，有利小米智能電視在海外市場的銷售。其中在印度市場，根據 counterpoint 公布的數據，小米在印度電視市場份額中位居第一名，取得 27% 的市場份額，而 LG 和三星則分別位居第二和第三名，市場份額分別為 14% 和 10%。

小米 & Redmi 品牌中低端市場產品		
系列	價格 (人民幣)	機型
Redmi 系列	2,599-7,999	Redmi 智能電視 X55、Redmi 電視 70"、Redmi MAX 86" 超大屏電視
4A 系列	2,799-3,999	小米電視 4A 60"/70"
4S 系列	5,999	小米電視 4S 75"
E 系列	1,599-3,499	小米全面屏電視 E43K、小米電視 ES55 2022 款
6 系列	5,699-9,999	小米電視 6 55" OLDE/66" OLD、小米電視 6 至尊版 55"/65"/75"
大師系列	9,999-19,999	小米電視 大師 65" OLED/77" OLED
透明電視系列	49999	小米透明電視






Redmi 智慧電視 X55

小米電視 6 至尊版 75"

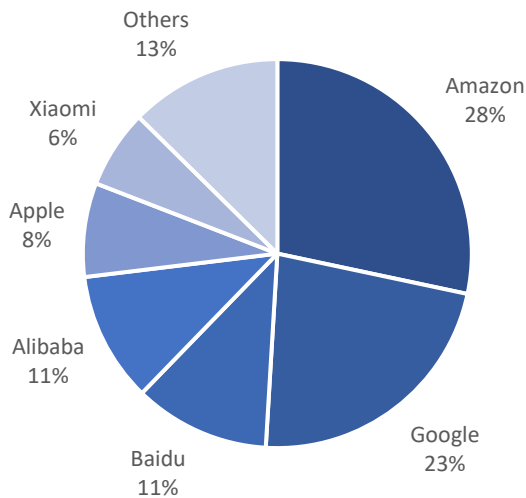
小米電視 大師 77" OLED

小米透明電視

智能音箱

智能音箱最先興於 2014 年，Amazon 的 Echo 音箱首先將語音交互與音箱結合，使音箱實現通話、定鬧鐘、查詢天氣等功能。相比藍牙音箱，智能音箱在安全性、傳輸距離、延遲時間等性能上更優。智能音箱主要應用場景為客廳、廚房、臥室和浴室等，主要功能為語音交互、內容服務、互聯網服務和智能家居控制等。智能音箱現時處於快速發展階段，根據 Strategy Analytics 的數據，儘管 Covid-19 疫情引發市場嚴峻的挑戰，2020 年全球智能音箱的銷售仍達到了創紀錄的水平。在 2020 年第四季，智能屏幕佔智能音箱市場總量的 26%，同比增加了 4 個百分點，主要是不同尺寸和價格型號的可用性不斷增加，推動智能屏幕的強勁增長，而同時帶動智能音箱的需求。目前智能音箱行業較集中，前六大公司佔總市場份額的 87%，當中亞馬遜憑借最先入局的優勢，一直佔據智能音箱行業最大的市場份額，在 2020 年第四季，其智能音箱和智能屏幕佔 28%。未來，智能音箱有望導入更多場景，行業前景向好，根據艾媒諮詢數據顯示，預計 2022 年全球智能音箱供應市場將達到 27.8 億，比 2018 年增長 135.6%。

圖十七：2020 年第四季智能音箱和智能屏幕全球市場份額 (%)



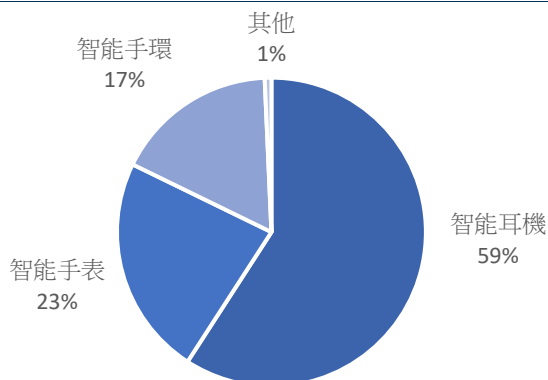
來源：Strategy Analytics, PSHK

小米智能音箱保持其同類產品中擁有高性價比的優勢，用戶可通過 Wi-Fi 連接小米的聲控人工智能音箱和其他智能硬件產品，下達個性化語音命令。小米的智能音箱主要分為小米 AI 音箱和小米小愛音箱 mini 兩種型號。小米智能音箱搭載聲控智能小愛同學可響應用戶的中文命令，並採用優質音響系統，配合環形麥克風，全方位探測語音命令。

智能穿戴裝備

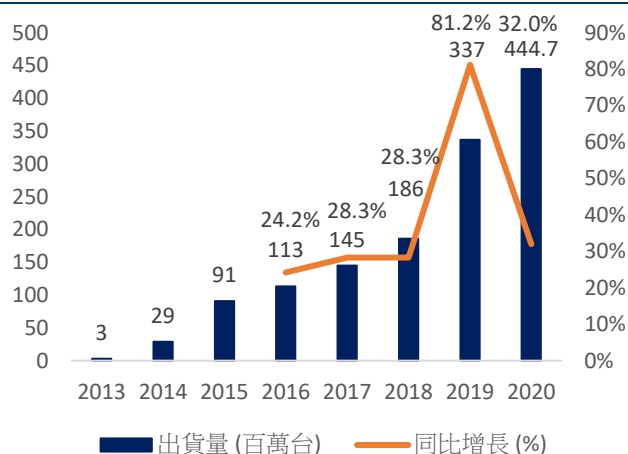
智能可穿戴設備是綜合各類識別、傳感技術、雲服務等交互及存儲技術實現用戶交互、生活娛樂、人體監測等功能的智能設備，目前主要包括了智能耳機、智能手環、智能手表、智能眼鏡等。近年，人工智能產業成為多個國家重點發展項目，產業前景廣闊。根據 IDC 發佈的數據，2013-2020 年，全球可穿戴設備出貨量呈現出明顯的上漲趨勢，不過起步增速較快，近年增速有所下滑。在 2020 年的可穿戴設備出貨量為 4.447 億，同比增 32%，2019 年全球可穿戴設備出貨量為 3.37 億部。在 2020 年，全球可穿戴設備主要為耳戴設備，市場份額約佔 59.14%，而智能手表和智能手環的市場份額則分別為 23.08% 和 17.08%。整體可穿戴設備持續翻新消費性科技商品，目前市場普遍預期可穿戴設備的市場規模增速將超過手機和平板。根據 IDC 的數據，預計 2021 年全球可穿戴設備市場規模為 5.78 億美元左右，並預計 2026 年全球可穿戴設備市場規模將達約 19.68 億美元，21-26 年複合作年增長為 27.8%。

圖十八：2020 年全球可穿戴設備市場份額 (%)



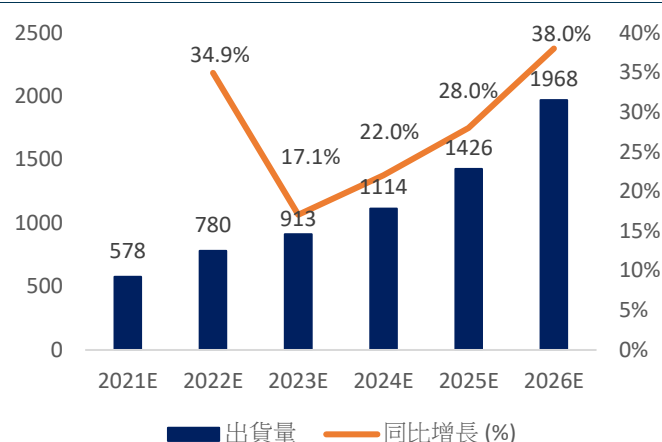
來源：IDC, PSHK

圖十九：2013- 2020 年全球可穿戴設備出貨量(百萬台)及增速 (%)



來源：IDC, PSHK

圖二十：2021- 2026 年預期全球可穿戴設備出貨量(百萬台)及增速 (%)



來源：IDC, PSHK

可穿戴設備行業的競爭者較為集中，根據 IDC 的數據顯示，在 2020 年第四季，全球前四大的廠商佔全球可穿戴設備出貨量約 60%，其中蘋果為全球第一，其出貨量達 55.6 億部，同比增長 27.2%，佔全球約 36.2% 的市場份額；而小米則排名第二，2020 年第四季出貨量為 13.5 億部，同比升 5.5%，佔全球約 8.8% 的市場份額。而三星和華為則為第三和第四名，2020 年第四季出貨量分別為 13 億和 10.2 億部，同比分別增 20.4% 和 7.4%，市場份額則分別為 8.5% 和 6.7%。

互聯網服務

2020 年，在疫情的影響下，互聯網服務成為了全球其中一個實現經濟正增長的主要經濟體。互聯網服務市場覆蓋廣泛，當中包括互聯網零售、在線廣告、在線遊戲、互聯網金融、應用程式商店和其他互聯網服務。而電子設備，特別是智能手機，為用戶連接互聯網的主要媒介。在智能手機的普及和使用戶大幅增加使用互聯網的時間下，擴大了互聯網服務的潛在市場。

同時，由於互聯網服務市場競爭激烈。互聯網服務市場競爭激烈，公司一般需要花費大量營銷費用建立並挽留用戶群。因此，通過銷售硬件設備獲得及挽留用戶的公司可藉以降低獲客成本、增加用戶參與頻率及提高收集數據能力加強互聯網服務的競爭力。

小米通過提供互聯網服務讓用戶擁有完整的移動互聯網體驗，擁有基於安卓原生系統的自有操作系統 MIUI，並與安卓生態系統充分兼容，包括了安卓生態系統上的所有手機應用程式，構成一個開放的平台以提供一系列廣泛的互聯網服務，包括內容、娛樂、金融服務和效能工具。小米的所有智能手機均預置 MIUI，其他安卓智能手機用戶亦可免費安裝 MIUI。小米一直保持全球互聯網用戶的高速度增長。截至 2020 年 12 月，全球 MIUI 月活躍用戶達 396.3 百萬，同比增長 28.0%。其中，中國大陸地區 MIUI 月活躍用戶數為 111.0 百萬。同時，小米電視互聯網用戶數亦保持增長，截至 2020 年 12 月 31 日，小米電視的付費用戶達 4.3 百萬，同比增長 14.4%。

在互聯網服務的變現方面，公司目前主要集中在中國大陸，其重點為互聯網廣告和增值服務。在廣告方面，小米的廣告分銷渠道主要包括小米的手機應用程序和智能電視，如小米應用商店、小米瀏覽器、小米音樂和小米視頻。公司為廣告客戶提供展示類和效果類等多種廣告形式，以滿足客戶的業務需求和營銷目標。對於展示類廣告服務，公司一般按廣告在小米互聯網平台展示的時長向廣告客戶收取費用；而效果類廣告服務則於用戶點擊廣告內容時按每點擊基準、向用戶展示廣告內容時按每顯示基準或用戶下載第三方應用程序時按每下載基準向廣告客戶收取費用。

互聯網增值服務方面，目前大部分收入來自線上遊戲。小米平台上大部分遊戲皆為免費，公司主要通過銷售充值於遊戲內的虛擬貨幣獲取收入，該收入根據與第三方遊戲開發商訂立的收入安排進行分成。而其他互聯網增值服務收入亦包括用戶付費訂閱優質娛樂內容(例如在線視頻、文學和音樂)、直播和互聯網金融服務。

盈利預測

小米公司 2021 年上半年總收入為 1,647 億元人民幣，同比增長 59.5%，毛利為 293.1 億元人民幣，同比增長 92.1%，總利潤為 160.5 億元人，同比增長 141.3%。第二季度總收入更是創單季歷史新高，為 878 億元人民幣，主要因手機出貨量強勁的增長，公司第二季智能手機收入達 591 億元人民幣，同比增長 86.8%。我們預計由於 2021 年下半年全球智能手機終端銷售環比轉弱，同時因為其他手機廠商發佈新型手機，導致智能手機終端市場競爭激烈，小米下半年的整體手機收入會較上半年增長放緩。

而 IoT 業務方面，公司第二季的收入為 207 億元人民幣，同比增長 35.9%。隨著物聯網業務加快進入海外市場，我們預計 IoT 為公司未來的關鍵業務，複製智能手機的銷售邏輯，我們預計公司 IoT 業務在 2021 年能保持 30% 的同比增長。互聯網服務方面，公司在第二季收入達 70 億元人民幣，創下歷史季度收入新高，收入同比增長 19.1%。公司全球互聯網用戶繼續保持高速增長，截至 2021 年 6 月，MIUI 月活躍用戶數同比增長 32.1% 至 453.8 百萬。同時，公司在廣告業務和境外互聯網服務收入分別達到 45 億元人民幣和 11 億元人民幣，同比增長 46.2% 和 96.8%。我們預計互聯網服務能保持穩定增長，但仍需要留意公司用戶的黏性，我們保守估計互聯網服務的收入能保持 15% 的收入增長，並受惠於互聯網服務業務的高毛利率，能為公司帶來強勁的利潤增長。

產品收入 (百萬人民幣)						
智能手機	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	113,800	122,095	152,191	221,160	298,566	373,207
同比增長(%)		7.3%	24.6%	45.3%	35.0%	25.0%
毛利	7,043	8,759	13,204	27,254	35,828	44,785
毛利率(%)	6.2%	7.2%	8.7%	12.3%	12.0%	12.0%
IoT與生活消費產品	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	43,817	62,088	67,410	87,633	113,923	148,100
同比增長(%)		41.7%	8.6%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	4,511	6,954	8,606	12,129	15,949	20,734
毛利率(%)	10.3%	11.2%	12.8%	13.8%	14.0%	14.0%
互聯網服務	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	15,956	19,842	23,755	27,318	31,416	36,128
同比增長(%)		24.4%	19.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	10,272	12,843	14,644	19,937	21,991	25,290
毛利率(%)	64.4%	64.7%	61.6%	73.0%	70.0%	70.0%
其他產品	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1,343	1,814	2,509	3,011	3,764	4,704
同比增長(%)		35.1%	38.3%	20.0%	25%	25%
毛利	366		298	638	753	941
毛利率(%)	27.3%		11.9%	21.2%	20%	20%
合計	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
總收入	174,915	205,839	245,866	339,122	447,668	562,140
同比增長(%)		17.7%	19.4%	37.9%	32.0%	25.6%
毛利	22,192	28,554	36,752	59,958	74,521	91,750
毛利率(%)	12.7%	13.9%	14.9%	17.7%	16.6%	16.3%

來源：公司報告，PSHK

公司估值

小米集團的三大主營業務為智能手機、IoT 與生活消費產品和互聯網服務，我們採用分部估值法(SOTP)對公司三項業務分別進行估值，分別給予公司智能手機業務/IoT 與生活消費產品/ 互聯網服務 20/ 20/ 22 倍 2021 年的市盈率(P/E)，給予目標價為 HKD26.90，對應公司 2021/2022/2023 年的整體市盈率為 21x/ 19x/ 17x，首次給予買入評級。

SOTP 估值法	2021E (港元mn)		估值方法	估值倍數(x)	價值 (港元mn)	每股價值 (港元)
	淨利潤					
智能手機	3,903	PE		20	78,056	3.11
AIoT及生活消費產品	5,464	PE		20	109,284	4.35
互聯網服務	21,855	PE		22	480,801	19.16
其他產品	615	PE		10	6,152	0.25
						26.9

風險因素

- 1) 疫情控制不及預期
- 2) 公司出貨量增長不及預期
- 3) 電動汽車相關業務的發展不及預期

財務數據

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Revenue	205,839	245,866	339,122	447,668	562,140
COGS	(177,285)	(209,114)	(279,164)	(373,147)	(470,390)
Gross Profit	28,554	36,752	59,958	74,521	91,750
S&A expense	(10,378)	(14,539)	(22,043)	(27,755)	(34,853)
R&D expense	(7,493)	(9,256)	(11,869)	(15,668)	(19,675)
Admin. expense	(3,104)	(3,746)	(4,578)	(6,267)	(7,870)
Other gains and losses	4,181	14,825	10,000	10,000	10,000
Operating Profit	11,760	24,035	31,468	34,830	39,352
Finance costs	402	(2,401)	379	302	204
Profit before tax	12,162	21,634	31,846	35,132	39,556
Income tax expense	(2,060)	(1,321)	(4,777)	(5,270)	(5,933)
NCI	59	(43)	8	(18)	(5)
Profit for the year	10,044	20,356	27,061	29,880	33,627

Key Financial Data

Dec Y/E	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Valuation Ratio					
P/E ratio, x	44.71	22.06	16.59	15.03	13.35
P/B ratio, x	5.50	3.62	2.97	2.48	2.09

Per share data (RMB)

EPS	0.40	0.81	1.08	1.19	1.34
BVPS	3.25	4.94	6.02	7.21	8.55

Growth & Margin

Growth					
Revenue Growth	17.7%	19.4%	37.9%	32.0%	25.6%
Gross Profit Growth	28.7%	28.7%	63.1%	24.3%	23.1%
Operating Profit Growth	883.3%	104.4%	30.9%	10.7%	13.0%
Net Profit Growth	-25.9%	102.7%	32.9%	10.4%	12.5%
Margin					
Gross Profit Margin	13.9%	14.9%	17.7%	16.6%	16.3%
Operating Profit Margin	5.7%	9.8%	9.3%	7.8%	7.0%
Net Profit Margin	4.9%	8.3%	8.0%	6.7%	6.0%

Key Ratios

ROE	13.1%	19.8%	19.7%	18.0%	17.0%
ROA	6.1%	9.3%	9.6%	8.8%	8.4%

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Non Current Asset					
PPE	6,992	6,306	6,987	6,288	5,659
Intangible assets	1,672	4,266	3,689	3,112	2,625
Others	37,426	66,826	66,826	66,826	66,826
Total Non Current Assets	46,090	77,397	77,502	76,226	75,111
Current Asset					
Bank balances and cash	25,920	54,752	93,016	133,294	176,173
T/R	6,949	10,161	11,975	18,213	19,087
Inventories	32,585	41,671	56,761	75,276	90,876
Others	72,085	69,698	70,053	71,984	74,109
Total Current Assets	137,539	176,283	231,804	298,767	360,245
Total Assets	183,629	253,680	309,306	374,994	435,355
Non Current Liabilities					
Bond borrowings	4,787	10,635	13,262	14,588	16,047
Others	5,004	11,105	11,105	11,105	11,105
Total Non Current Liabilities	9,791	21,739	24,367	25,693	27,152
Current Liabilities					
Bank borrowings	12,837	6,962	6,052	6,657	7,323
T/P	59,528	72,199	99,039	132,933	157,547
Others	19,815	28,766	28,766	28,766	28,766
Total Current Liabilities	92,181	107,927	133,857	168,356	193,636
Equity					
Share capital	0	0	0	0	0
Reserve	81,330	123,691	150,752	180,632	214,259
Non controlling interest	327	322	330	313	308
Total Equity	81,658	124,014	151,082	180,945	214,567
Total Liabilities and Equity	183,629	253,680	309,306	374,994	435,355

Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
CFO	23,810	21,879	37,886	39,976	42,675
Profit before tax	12,162	21,634	31,846	35,132	39,556
D&A	895	1,043	681	699	629
Chg in working cap	9,555	4,320	9,937	9,140	8,141
Income tax paid	(2,142)	(1,953)	(4,777)	(5,270)	(5,933)
Others	3,259	(6,230)	-	-	-
CFI	(31,570)	(17,679)	(1,717)	(1,931)	(2,125)
Capex	(3,405)	(3,026)	-	-	-
Others	(28,165)	(14,652)	(1,717)	(1,931)	(2,125)
CFF	3,121	26,216	2,096	2,234	2,328
Interest paid	(219)	(500)	379	302	204
Total bond issuance	6,620	(2,004)	1,717	1,931	2,125
Others	(3,279)	28,719	-	-	-
Net Change in Cash	(4,639)	30,415	38,264	40,278	42,879
Foreign exchange	328	(1,583)	-	-	-
Cash and CE at Y/E	25,920	54,752	93,016	133,294	176,173

(現價截至 11 月 11 日)

來源: PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2021 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm