

【广发家电&海外】云米科技 (VIOT.O)

全屋互联家电新物种

核心观点:

- **从生态链企业到全屋互联家电新物种。**云米科技为小米提供净水器、大厨电及扫地机器人产品,并打造了覆盖大部分家电品类的自主品牌。2018 年公司实现收入人民币 25.6 亿元 (YoY +193.3%), 2019 年前三季度实现收入人民币 29.1 亿元 (YoY +81.0%) 仍处于高速成长期。2018 年公司小米业务收入 11.8 亿元, 占总收入的 45.9%, 虽然仍是贡献较大的业务之一但占比已有较大幅度的下降。考虑到 2019 年前三季度公司自主品牌收入的高速增长, 预计自主业务占比将继续提升。
- **差异化定位与避“重”就“轻”是成就云米高速增长的两个抓手。**
差异化定位: 公司起步时选择高速成长但格局尚未固化的净水器行业作为突破口背靠小米迅速做起规模, 随后打造“全屋互联家电”, 以高性价比、高颜值产品迅速吸引年轻、具备“发烧友”特征的目标客群;
避“重”就“轻”: 通常情况下传统家电企业产能与渠道大多以自建为主, 投资回报周期长但壁垒高难突破。而云米采用了生产与渠道双“轻”的模式, 生产端依靠管理层在家电领域的资源优势, 选择优质供应商外包解决; 渠道端通过构建 F2C 模式将经销商从库存中解放出来集中于营销降低了资金与管理门槛, 门店仅承担体验属性, 扩张速度快。
- **盈利预测与投资评级。**我们认为云米有望凭借在家电领域的积累、差异化的定位、避“重”就“轻”的商业模式, 在第三消费社会的大时代下快速抓住自身的核心目标客群迎来增长。预计公司 2019-21 年 Non-GAAP 归母净利润分别为人民币 2.7/3.2/4.5 亿元, 最新收盘价对应 2020 年 PE 估值为 6.9x。采用 FCFF 估值法估算合理价值为 8.62 美元/ADS, 对应 2020 年 PE 为 13.3x, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**智能家居普及不及预期; 地产不及预期; 原材料价格波动。
注: 本文除特别说明外, 均使用人民币为货币币种。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	873	2,561	4,334	5,424	7,774
增长率 (%)	76.1%	193.3%	69.2%	25.2%	43.3%
EBITDA (百万元)	105	81	301	404	565
Non-GAAP 归母净利润	99	182	271	322	449
EPS (元/股)	0.47	0.87	1.30	1.54	2.15
市销率 (P/S)	2.54	0.87	0.51	0.41	0.29
市盈率 (P/E)	22.43	12.21	8.19	6.90	4.95
EV/EBITDA	18.49	15.50	2.82	1.26	0.04

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

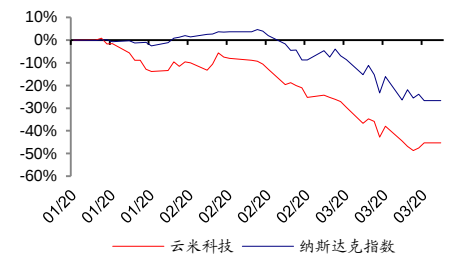
买入

当前价格	4.50 美元/ADS
合理价值	8.62 美元/ADS
报告日期	2020-03-24

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	208.79/96.05
总市值/流通市值 (百万美元)	318.75/146.63
一年内最高/最低 (美元/ADS)	8.97/4.20
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.12/0.54
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-42.68/-44.55

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604

分析师:

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意, 王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、从小米生态链企业到全屋互联家电新物种	4
（一）起步于小米生态链，依托大平台助力快速成长	6
（二）拓展自主品牌，开创全屋互联网家电	9
二、差异化定位 + 避“重”就“轻”，成就后起之秀	11
（一）差异化：定位全屋智能互联家电，产品可玩性高	12
（二）差异化：高颜值 + 高性价比，目标“发烧友”客群	14
（三）避“重”就“轻”：外包代工“轻”生产，扁平化 F2C“轻”渠道	17
三、盈利预测	19
四、风险提示	21

图表索引

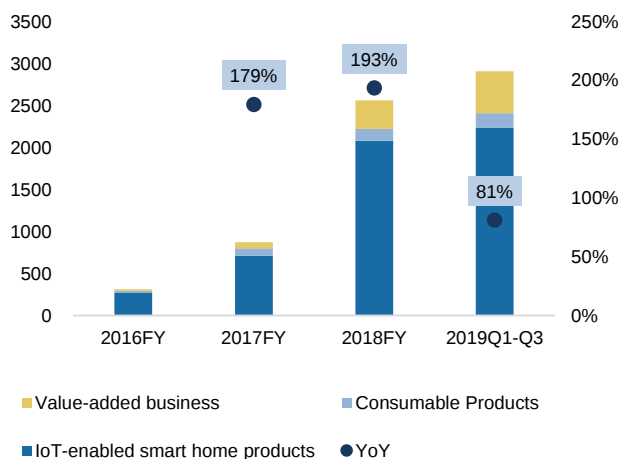
图 1: 云米收入拆分（左轴，人民币百万元）及总收入增速（右轴）	4
图 2: 各产品线收入占比（内圈到外圈分别为 2016FY、2017FY、2018FY）	4
图 3: 各产品线毛利率	5
图 4: 综合毛利率、净利率	5
图 5: 期间费用率	5
图 6: 净资产收益率	5
图 7: 公司小米品牌产品销售收入规模（左轴，人民币百万元）及增速（右轴）	6
图 8: 小米以生态链模式全面拓展产品边界	7
图 9: 云米科技股权及业务构架	8
图 10: 2019 年米家品牌与云米合作产品新增烟灶套装、扫拖一体机器人	8
图 11: 小米净水器的全产业链过程梳理	9
图 12: 云米全屋互联产品	10
图 13: 云米收入分渠道拆分	11
图 14: 云米收入分品牌拆分（人民币百万元）	11
图 15: 用户数量（左轴，百万人）以及使用两个以上设备的用户占比（右轴）	11
图 16: 净水器市场零售额（左轴，人民币亿元）及同比增速（右轴）	12
图 17: 云米科技品类扩张	13
图 18: 家电产品演进趋势	13
图 19: 中国 IoT 智能家电产品市场规模（人民币亿元）	14
图 20: 中国 IoT 智能家电产品渗透率	14
图 21: 云米科技研发投入（左轴，人民币百万元）及增速（右轴）	15
图 22: 云米科技全球设计奖项及国家认证	15
图 23: 云米选择的代工企业均有较强的制造实力	17
图 24: 云米关键零部件均由优质供应商供货	17
图 25: 云米 F2C 新零售模式	17
图 26: 云米线下体验店数量（左轴，家）及同比增速	18
表 1: 云米科技旗下自主品牌已覆盖大部分主要家电品类	10
表 2: 公司创始人及管理层团队成员简介	12
表 3: 云米冰箱竞品对比	15
表 4: 云米洗衣机竞品对比	16
表 5: 云米热水器竞品对比	16
表 6: 云米烟灶竞品对比	16
表 7: 云米对线下加盟商的 6 大支持措施	18
表 8: 业务收入拆分预测（人民币，千元）	20
表 9: DCF（FCFF，WACC）估值模型主要财务数据预测	20
表 10: DCF（FCFF，WACC）估值模型基本假设	20
表 11: DCF（FCFF，WACC）估值模型敏感性测试（美元/ADS）	21

一、从小米生态链企业到全屋互联家电新物种

云米科技是一家致力于运用互联网方法改造传统家电产业的年轻高科技公司，是小米物联网生态链中负责净水器 + 大厨电部分的重要合作伙伴。除了与小米的合作外，云米还打造了覆盖大部分家电品类的自主品牌，完成了从为小米提供净水器的生态链企业到“全屋互联家电新物种”的升级，具备了完善自主可控的产品矩阵、商业模式、研发团队、代工厂以及分销网络等核心要素

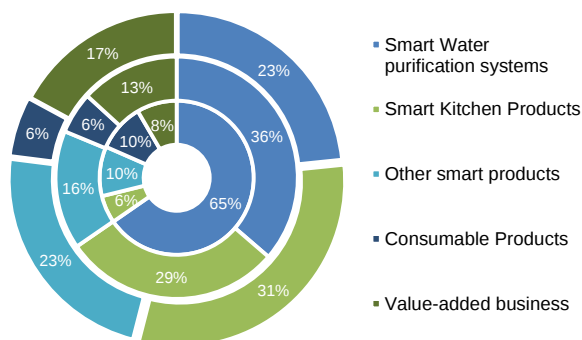
公司创立后的第5年2018FY收入已达到人民币**25.6亿元**（YoY +193.3%），2019年前三季度实现收入人民币**29.1亿元**（YoY +81.0%）。根据2019Q3 Earning Presentation，公司预计2019全年收入应在人民币**43.1亿至43.5亿元**之间，对应同比增速为**68.1%至69.7%**，仍处于高速成长期。

图 1：云米收入拆分（左轴，人民币百万元）及总收入增速（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：各产品线收入占比（内圈到外圈分别为2016FY、2017FY、2018FY）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

拆分来看，云米收入主要来自于IoT@Home平台上的三块主营业务：

1. 物联网智能家居家电产品（IoT-enabled smart home products）：

销售小米品牌的净水器以及云米品牌的其他家电产品。包括全套用水解决方案、全套智能厨房家电以及洗衣机、热水器、扫地机器人、智能门锁等一系列家电产品。2019年前三季度实现收入22.4亿元（YoY +70.7%），占总营收的77.0%。

2. 消耗品（Consumable products）：

销售使用在家电产品上相关的消耗品。包括净水器滤芯、冰箱空气滤芯等。2019年前三季度实现收入1.7亿元（YoY +71.3%），占总营收的5.9%。

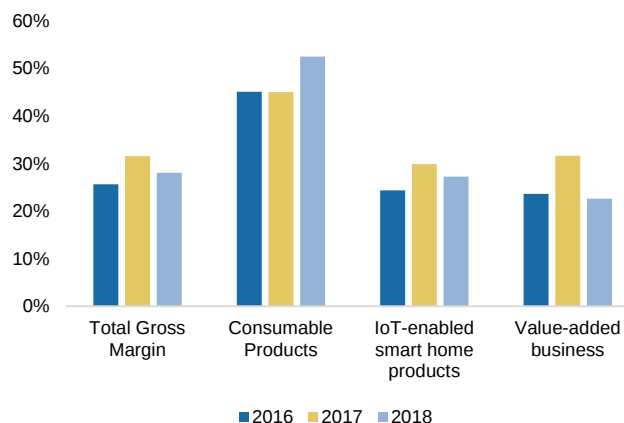
3. 增值服务（Value-added business）：

通过产品收集用户行为数据，准确地描绘出用户画像辨别消费需求，通过产品结合生态链伙伴提供增值服务。如娱乐内容、通过产品内嵌的电商平台销售日用品等。

2019年前三季度收入5.0亿元（YoY +155.1%），占总营收的17.1%。

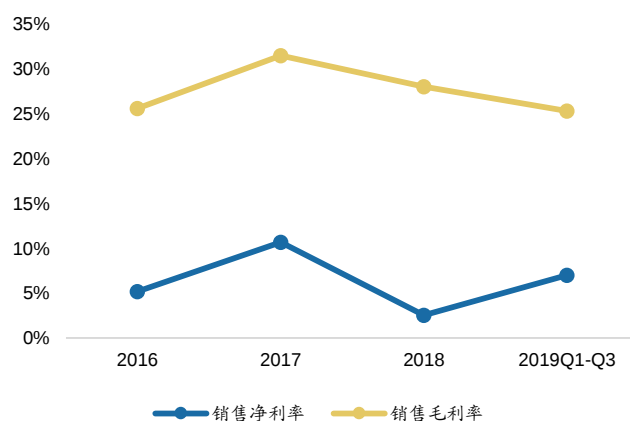
总体来看近年公司营收增速较快，智能净水器业务收入占比快速下降至23%，智能厨电、其他智能产品占比提升至31%和23%，全屋互联网家电战略布局初显成效。

图 3：各产品线毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

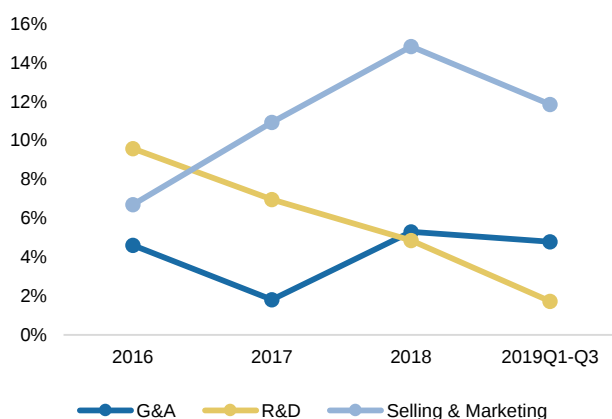
图 4：综合毛利率、净利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

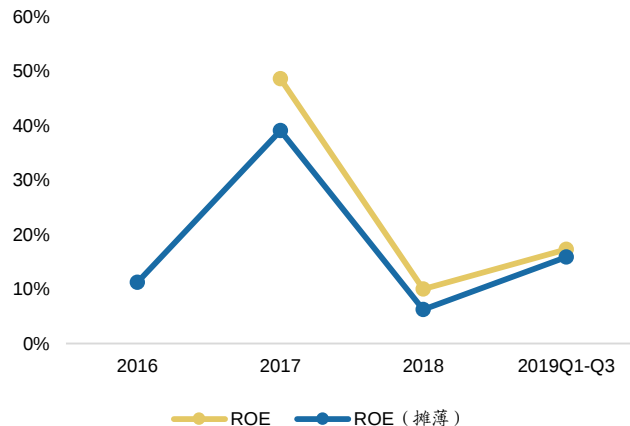
公司销售毛利率基本保持在25%以上，净利率水平通常在5-10%左右。随着公司自主品牌收入占比的提升预计未来仍能看到毛利率的稳步提升。

图 5：期间费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：净资产收益率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从期间费用率来看，公司业务早期以销售小米品牌为主，营销费用率较低。近几年

因自主品牌推广需要，营销费用率持续提升，但随着收入规模上行逐渐有所摊薄。另外公司早期研发投入较高，核心技术的积累推动了产品市场的高速增长，随着收入规模的扩大，研发费用率呈现下降趋势。

图 7：公司小米品牌产品销售收入规模（左轴，人民币百万元）及增速（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

与其他生态链公司的合作模式类似，云米来自小米产生的销售收入通常在产品交付后被分成两笔款项同时确认：

- (1) 第一笔款项：覆盖产品在开发、制造以及物流阶段公司产生的BOM成本；
- (2) 第二笔款项：小米销售产品后50%的毛利润将与公司进行分成，在确认收入时考虑顾客的历史表现、产品的终端零售价格以及市场趋势进行估测。

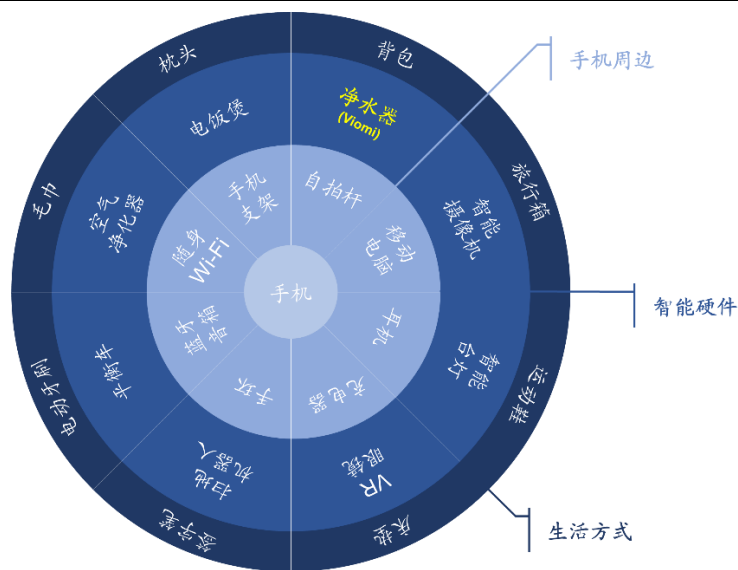
2018FY公司销售小米品牌的产品收入达到11.8亿元（YoY +79%）再创历史新高，占公司总收入比例达45.9%，仍是对贡献较大的业务之一。

从长期的视角来看，在小米“手机 + AIoT”双引擎战略中大家电将是其长期持续发展驱动力的重要拼图之一。云米科技在家电领域不断完善的产品布局为未来和小米进一步加强合作创造了条件，在相关收入持续增长。

（一）起步于小米生态链，依托大平台助力快速成长

小米2014年开始以投资、孵化企业的模式沿着“手机周边——智能硬件——生活耗材”三大圈层进行生态链的布局，迄今为止与其合作的生态链公司已超过100家。其中家电产品作为IoT时代继手机后又一重要的潜在交互及流量入口，对于小米整体布局的重要性不言而喻，而云米科技正是小米生态链中家电分支的关键合作伙伴之一。

图 8：小米以生态链模式全面拓展产品边界

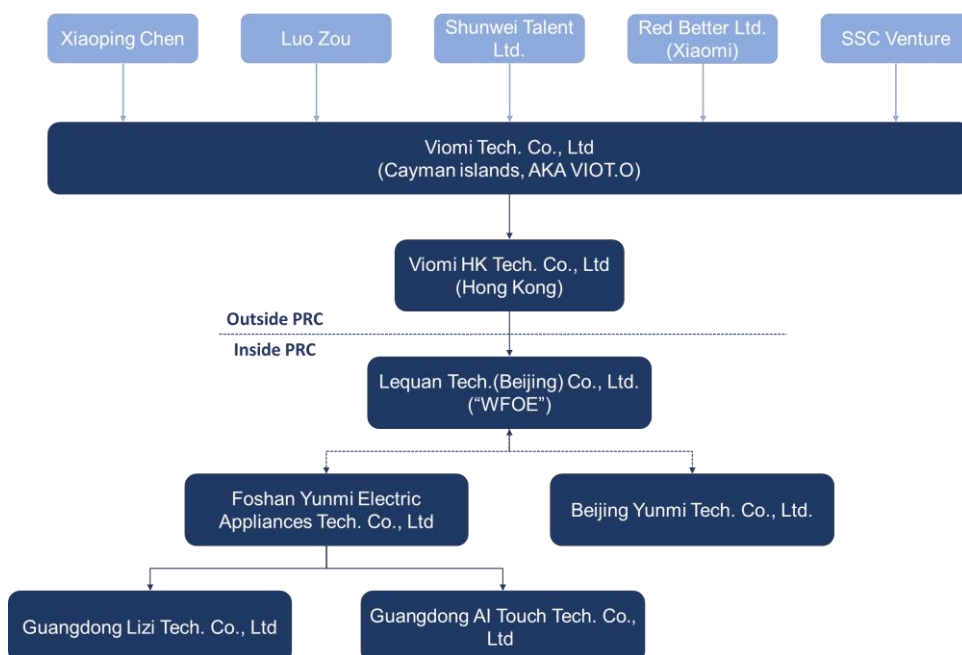


数据来源：《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著），广发证券发展研究中心

云米科技于2014年5月由前美的集团生活电器事业部总经理陈小平牵头创立，2015年7月联合小米发布第一款净水器产品开始成为其重要合作伙伴，随后又为小米提供厨电及扫地机器人产品。公司于2018年9月NASDAQ挂牌上市。在云米初期的发展中，我们可以看到小米在资本、业务、资源等方面对公司提供了助力：

- (1) **资本助力：**截止至2019年12月31日小米集团的全资子公司Red Better Ltd.，小米董事长雷军控制的私募股权基金Shunwei Talent Ltd.分别持有云米科技15.96%、15.76%的股权，为公司的第二、第三大股东；

图 9：云米科技股权及业务构架



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

* 注：实线指股权关系，虚线指协议关系

由于云米科技在境外上市并且从事电商类的互联网增值服务，因此考虑到监管规定公司采用了VIE架构的模式。其中Foshan Yunmi、Beijing Yunmi为公司实际运营业务的两家主体，通过合同协议约束而不是股权关系来规定了投票权、经济收益等权责归属于上市公司。

- (2) **业务助力：**小米与云米的合作除了王牌产品净水器、滤芯外，同时还包括水壶、水质测量仪在内的一系列补充产品。2019年云米再次负责6月16日发售的米家油烟机、燃气灶套装，以及8月16日发售的扫拖一体机器人的设计与生产。整体看，两公司间的合作持续而稳定，未来存在进一步继续拓宽产品线的可能；

图 10：2019年米家品牌与云米合作产品新增烟灶套装、扫拖一体机器人

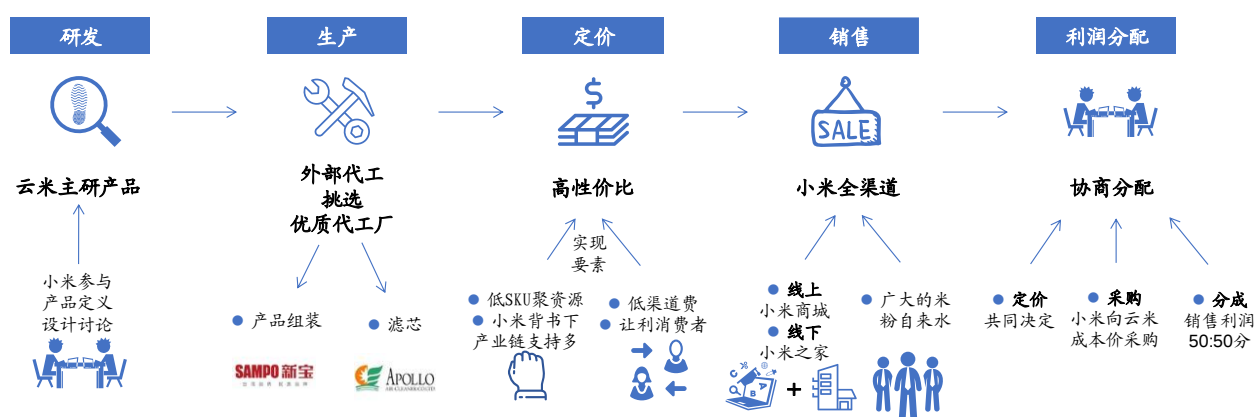


数据来源：米家官方微博，广发证券发展研究中心

在与小米的合作中，云米主要负责产品技术研发、工业设计（其中小米会介入部分的前期环节）和外包生产环节，小米则主要负责销售部分，具体看：

- **研发：**云米承担、小米参与产品定义、设计等环节的讨论；
- **生产：**外部代工。由云米挑选优质代工厂。以净水器为例，其组装由新宝股份完成；
- **定价：**保持小米一贯的极致性价比；
- **销售：**小米全渠道进行，包括线上小米商城、有品以及线下小米之家等。

图 11：小米净水器的全产业链过程梳理



数据来源：公司官网，《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著），广发证券发展研究中心

(3) **资源助力：**作为战略合作伙伴，小米对公司开放了生态系统下的用户、供应链资源、市场、数据、平台、渠道等。例如云米可通过有品电商品台销售产品等，在帮助云米发展自身业务的同时也丰富了小米的产品线。

（二）拓展自主品牌，开创全屋互联网家电

随着与小米的合作不断深入以及净水器产品取得的优异表现，公司逐步构建起了进一步发展的基石。公司开始以“覆盖智能家庭全场景”的思路拓展自有品牌的产品矩阵，旨在将传统家电孤岛式的体验升级为整体的场景体验。

截止至2019年，云米品牌已覆盖厨房、客厅、卧室、卫生间、阳台、全屋净水等主要家庭生活场景，完成了从“小米生态链企业”向“全屋互联家电新物种”的转变。

图 12: 云米全屋互联产品



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 1: 云米科技旗下自主品牌已覆盖大部分主要家电品类

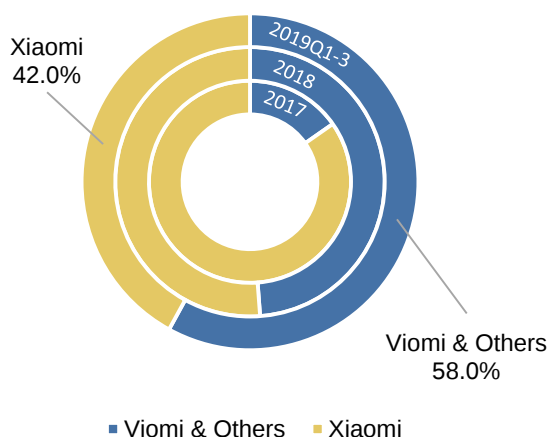
厨房	净水器	冰箱	油烟机	燃气灶	洗碗机	破壁机	蒸烤一体机	电水壶	
客厅/卧室	智能音箱	扫地机器人	风扇	管线机	即饮热水器	智能门锁	智能家居:	智能网关	智能窗帘
卫生间/阳台	云米魔镜	电热水器	燃气热水器	洗衣机	智能马桶	体脂秤		智能开关	手机 APP
全屋净水	中央水处理	洗碗机	燃气热水器	电热水器	洗衣机	净水器	管线机	即饮热水器	

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

从收入结构来看, 公司来自自主品牌、自建渠道的销售收入占比不断提升:

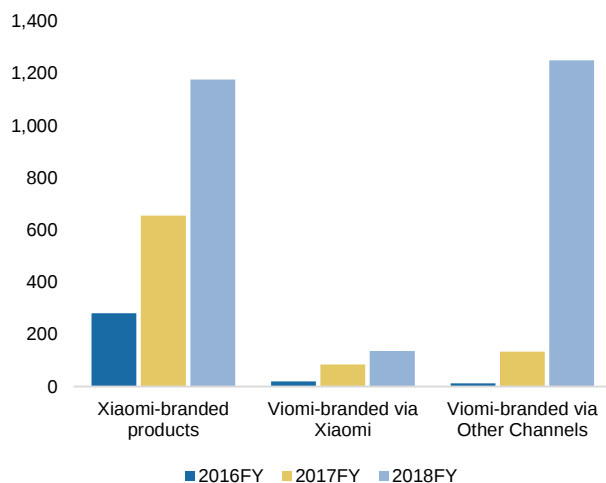
2018FY 云米品牌收入 13.9 亿元 (YoY+534.9%), 占总收入比重达到 54.1% (YoY+29.1pct); 其中, 通过自建渠道产生的销售收入达到 12.5 亿元, 占公司总收入的 48.8% (YoY+33.5pct), 2019Q1-Q3 进一步提升至 58.0%。

图 13: 云米收入分渠道拆分



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

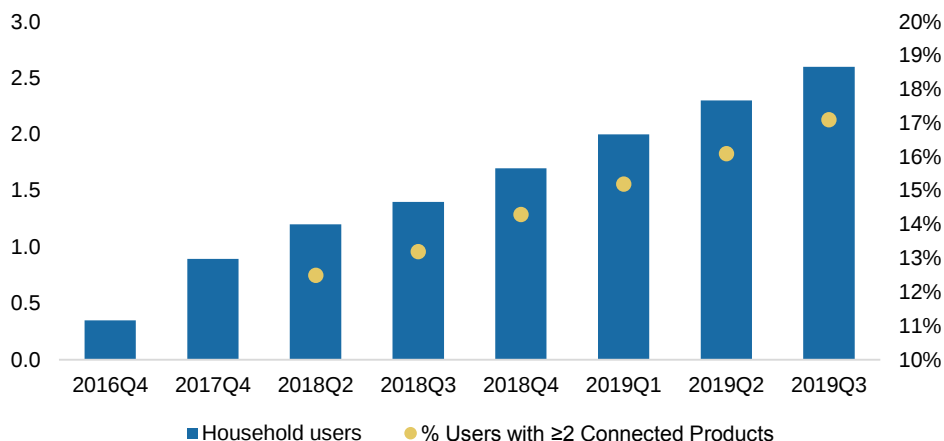
图 14: 云米收入分品牌拆分（人民币百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

全屋互联模式下用户黏性较强，云米品牌用户群体规模不断扩张。截至2019年Q3，云米家庭用户规模达260万，其中拥有至少两种联网家电产品的用户占比达到17.1%。

图 15: 用户数量（左轴，百万人）以及使用两个以上设备的用户占比（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、差异化定位 + 避“重”就“轻”，成就后起之秀

管理层团队是公司的操盘手，决定着公司潜力与能力。云米的创始人团队兼具家电行业的经验与资源以及互联网行业基因，是公司取得阶段性胜利最为重要的驱动力。

表 2: 公司创始人及管理层团队成员简介

姓名	年龄	职务	简历
陈小平	44	创始人、董事长、CEO	1994 年-2014 年间曾于美的集团历任多项职务，包括生活电器事业部总经理、研发中心副总裁、行政管理部与制造管理部部长等，在车间、财务、产品、研发、市场等多个条线均有任职经历。 小米科技联合创始人、高级副总裁、集团组织部部长等，负责物联网产品业务。刘德是中国工业设计的领军人物，与他的团队一起曾获得过 5 次红点设计奖，18 次 iF 设计奖、10 次红星设计奖等。 刘德同时兼任中国工业设计协会副会长、国家制造强国建设战略咨询委员会成员等。
刘德	45	董事	
邹洛	37	董事、副总裁	2005 年-2014 年间曾于广东美的消费及家用电器公司任人力资源经理。 百度资本 CFO。曾于 2017 年任百度集团 CFO；2013 年-2016 年任小米集团财务及投资副总裁；
张金玲	47	独立董事	2010 年-2013 年任思科网络亚太日本及大中华地区 Financial Controller；2006 年-2010 年任希捷科技 Financial and Operational Controller。
吴伟江	42	独立董事	2009 年至今历任友邦吊顶市场与战略部门、副总裁；此前历任广东欧普照明市场经理助理、广东华帝集团零售业务部总监等。
蒋顺	34	CFO	2007 年-2018 年间历任 Morgan Stanley 投行部门 ED、Deutsche Bank 公司金融部门 VP、HSBC Group Associate。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

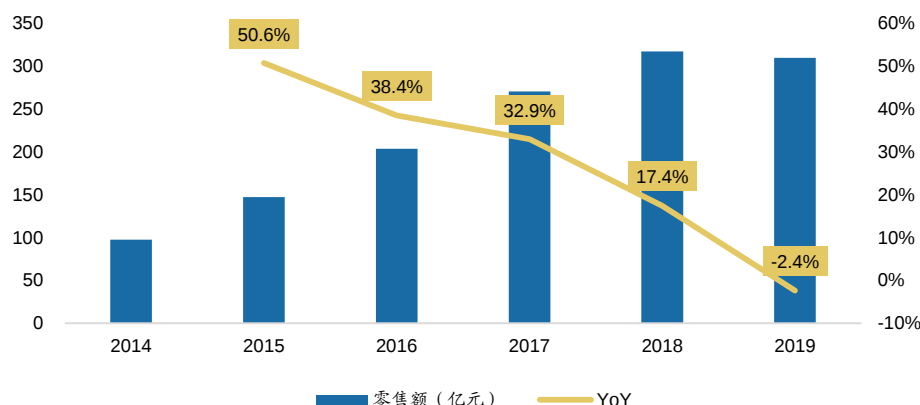
CEO陈小平曾任美的集团高级管理人员，在中国家电行业拥有20多年从业经历，从产品开发到运营、从供应链管理到营销积累了资深的行业经验和丰富的行业资源。

在强手如云的家电市场中，云米在管理层的领导下作为新晋的后起之秀快速、精准、成功地抓住了庞大家电消费者中的目标客群主要可以归功于以下几个层面：

（一）差异化：定位全屋智能互联家电，产品可玩性高

传统家电行业格局较为固化，行业壁垒较难突破，云米选择了通过净水器产品切入市场。2015年7月云米发布第一款小米净水器，2016年8月发布自主品牌云米净水器。

图 16: 净水器市场零售额（左轴，人民币亿元）及同比增速（右轴）



数据来源：奥维云网（AVC），广发证券发展研究中心

奥维云网(AVC)数据显示,2014年-2017年净水器市场零售额年复合增长率达40.5%,云米科技牢牢把握彼时净水器品类增长迅速、市场格局不稳定、集中度低的时机,借助小米粉丝群体和渠道实现净水器品类的快速拓展,扩大了自主品牌影响力。

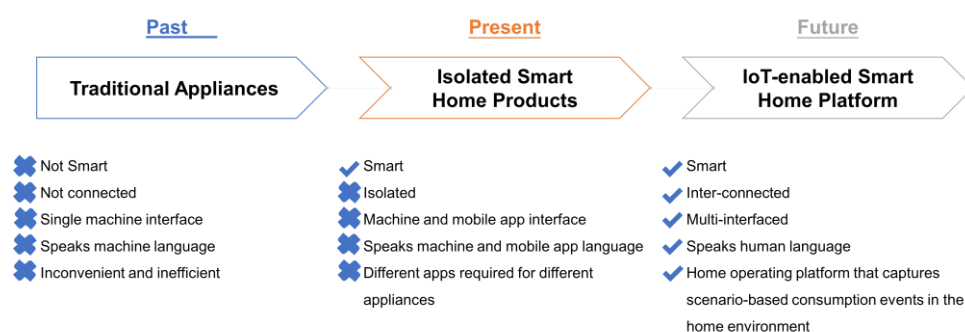
图 17: 云米科技品类扩张



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

随后公司建立自主品牌。配合打造“全屋互联网家电”的公司战略,为用户提供智能家电/家居一体化解决方案,云米科技快速拓展旗下产品品类,从2017年起,短短三年内已经实现60+家电品类扩张,6大智能系统覆盖多个家庭生活场景。

图 18: 家电产品演进趋势



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

随后云米将自身定位于通过互联网方式改造传统家电的科技服务企业，与传统家电单品功能化的定位实现差异化，在家电纵深演进的智能家电领域展开新的竞争。

力争基于IoT和AI技术实现设备在多重场景下的联动，将告别传统家电单一的孤岛式体验，引导消费者的需求从“功能性”转向“体验感”：

➤ 过去：传统功能性家电

传统家电设备仅执行单个功能，并且不智能或互联，通常被视为日常用品。

➤ 当前：单机智能家电

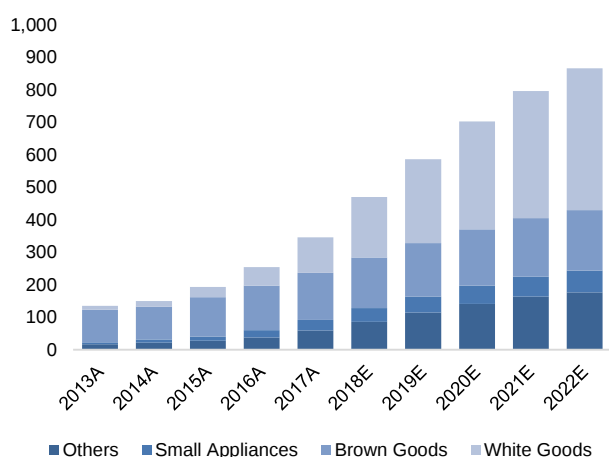
可通过App控制和操作，但用户必须通过不同平台分别与每个设备进行交互。

➤ 未来：物联网智能家居平台

在无缝互联的生态系统内，家用电器可以相互通信以优化用户体验。消费者将能够随时随地通过多个接口访问和控制设备，通过语音、面部和手势识别技术实现更为人性化的人机交互，从而触发消费者和消费行为的转变。

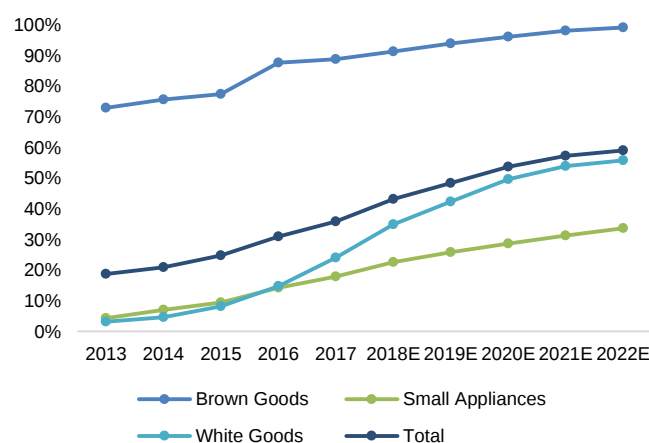
公司招股说明书显示，当下我国IoT智能家居市场依然有着较大的发展空间。2017年中国IoT智能家居产品市场零售额为3456亿元，2022年有望达到8652亿元；IoT智能家电产品的渗透率有望35.8%增长到59.0%。

图 19: 中国IoT智能家电产品市场规模(人民币亿元)



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 20: 中国IoT智能家电产品渗透率



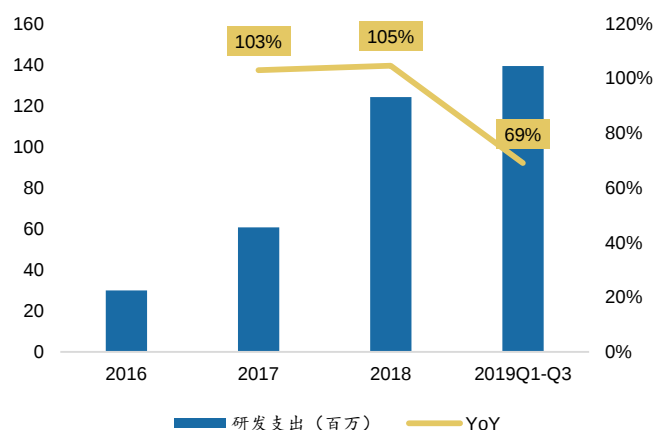
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）差异化：高颜值 + 高性价比，目标“发烧友”客群

公司主要精力集中于产品核心研发+工业设计，从性能、外观设计和性价比上打造产品市场竞争力，同时基于全屋互联的战略，不断拓展家电全品类布局。云米外观设计

计通常采用充满科技感的时尚简约风格，迎合用户的家电审美诉求，屡获大奖。

图 21: 云米科技研发投入（左轴，人民币百万元）及增速（右轴）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 22: 云米科技全球设计奖项及国家认证



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司技术储备较强，年报数据显示，截至2018年12月31日，公司研发人员总数约286名，占员工总数的45.6%，研发费用投入保持100%以上的高增速。

据官网数据显示，公司累计获得国内发明专利近300项、国际专利超过100项，并获得9项高新技术产品称号和16项高新技术项目称号。

另外，性能规格不输头部主流产品的情况下，云米的家电产品定价更具优势，高性价比是其拓展市场、提升用户规模的重要基础。

表 3: 云米冰箱竞品对比

冰箱	云米	美菱	西门子	海尔
型号	BCD-486WMSD	BCD-418WPCX	BCD-481W	BCD-475WLDPC
产品类型	十字对开门式冷藏冷冻冰箱			
售价 (人民币, 元)	2999	3499	6599	3699
耗电量 (Kwh/24h)	1.15	0.98	1.2	1.05
智能类型	其他智能	×	×	×
冷冻室容积 (L)	181	163	149	163
冷藏室容积 (L)	305	255	329	312
能效等级	二级	二级	二级	二级
噪声 (dB)	39	37	39	40
制冷方式	风冷	风冷	混合制冷	风冷
制冷控制系统	电脑温控	电脑温控	电脑温控	电脑温控

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 4: 云米洗衣机竞品对比

洗衣机	云米	小天鹅	西门子	海尔
型号	WD10S	TD100V62WADG5	WJ45UQ080W	EG10014HBX39GU1
产品类型		洗烘一体机		
售价 (人民币, 元)	2599	3999	7499	3699
能效等级	一级	一级	一级	一级
脱水功率 (W)	400	500	500	450
洗涤公斤量 (kg)	10	10	10	10
功率 (W)	2000	1800	200	200
智能类型	✓	已连接天猫智能	×	✓
箱体材质	PCM 钢板	PCM 钢板	镀锌钢板	钢板
内桶材质	不锈钢	不锈钢	不锈钢	不锈钢
排水方式	下排水	上排水	上排水	下排水

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 5: 云米热水器竞品对比

热水器	云米	美的	海尔	A.O.史密斯
型号	JSQ25-VGW131	JSQ25-13HP7	JSQ25-13WN3S(12T)	JSQ26-VJSX
产品类型		零冷水 天然气		静音零冷水 天然气
售价 (人民币, 元)	1999	2999	3799	6258
控制方式	微电脑式	微电脑式	微电脑式	微电脑式
能效等级	二级	/	二级	二级
排烟方式	强排式	强排式	强排式	强排式
热水器升位 (L)	13	13	13	13
恒温	✓	✓	✓	✓
防冻	✓	✓	✓	✓

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 6: 云米烟灶竞品对比

	云米	老板	华帝	美的
型号	CXW-260-VK701+JZT-VG301	67X2+36B0	i11030+i10039B	DT570R+Q360B
产品类型		顶吸式油烟机+嵌入式双眼燃气灶		
售价 (人民币, 元)	2599	6180	2599	2799
烟机吸力(m³/min)	21	19	15	17.5
灶具火力(W)	4200	4200	4100	4200
风压(pa)	400	360	320	320
烟灶互联	✓	×	×	无互联, 智能感温开机
低电量提醒	✓	×	×	×
噪音(db)	52	53.5	53	55.5

手机控制	APP 监控	APP 监控	×	APP 监控
扰烟区(mm)	895	895	900	895

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）避“重”就“轻”：外包代工“轻”生产，扁平化 F2C “轻”渠道

除了强大的研发与设计实力，全代工生产的轻资产模式是支撑公司产品品类的快速扩张能力的另一重要原因：

1. **“轻”生产**：公司将绝大部分产品制造业务外包给制造商，仅在自有工厂组装净水器的某些关键组件和高端产品，例如紫外线模块，即热模块和V系列净水器。

与完全依靠自建产能的模式相比，外包生产可以降低公司前期的固定资产投入，突破资本对业务规模的限制，并且能够以更低的成本获得更大的灵活性。制造实力和零部件品质为产品质量提供重要保障，而云米在家电行业内的资源优势在代工企业和供应商的选择上彰显无疑，供应商均为知名企业。

图 23：云米选择的代工企业均有较强的制造实力



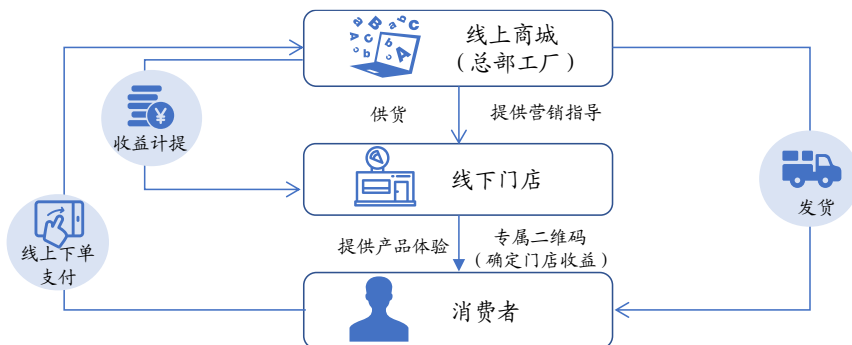
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 24：云米关键零部件均由优质供应商供货



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 25：云米F2C新零售模式



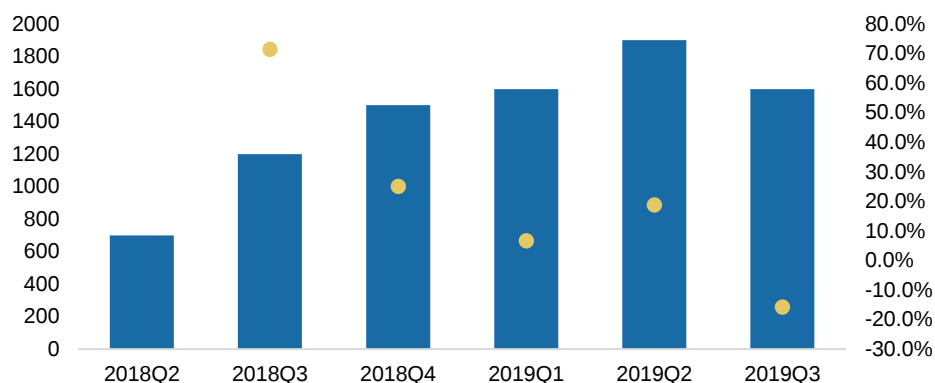
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. **“轻”渠道：**公司采用全渠道零售（Omnichannel）F2C模式，即消费者在线上或线下体验店下单购买产品，工厂生产后不经过经销商，直接通过物流体系送达终端消费者。这种“云分销”的模式大幅提升了渠道效率，同时将线上零售与线下体验深度结合，迎合了现代消费者购买习惯，促进了公司覆盖网络的快速扩展。

目前，云米的F2C新零售平台包括云米线下体验店和高效的在线零售渠道网络：

1. **线下体验店：**截至2019年Q3，公司已经建立了包含1600家线下体验店的大型网络，Q3公司优化线下渠道绩效，关停了部分表现不佳的门店导致数量上有所下降。线下网络的铺设采用第三方招商的轻资产模式，进一步减轻渠道拓展的阻力。

图 26：云米线下体验店数量（左轴，家）及同比增速



数据来源：《小米生态链战地笔记》（小米生态链谷仓学院著）、广发证券发展研究中心

云米智能家居体验馆对加盟商吸引力较强：

- **门槛低：**加盟门槛要求较低，并且公司提供终端建设、销售培训等六大支持措施，协助加盟商长远发展；
- **成本低，易操作：**F2C分销模式下，用户只需购进首批样品，减少库存占用资金，中间商层级少保证利润空间；
- **品类全：**全品类产品矩阵，促成客户一站式购物，平均客单价高达2-3万元，全屋智能互联体验帮助提高复购率
- **摩擦小：**线下产品与线上渠道同款同价，减少了线上渠道抢单现象，并且提供家庭全场景体验，进一步丰富客户购买体验。

表 7：云米对线下加盟商的6大支持措施

支持项目	支持措施
零售终端建设	从店面选址到装修设计全程跟踪，装修支持；
产品销售培训	专人专场会议培训以及云米网上学院在线学习，每月返厂参观；

品牌公关传播
促销推广活动
市场规范管理
持续发展支持

实施品牌战役，快速提升品牌知名度；
各地配套动销地推活动，快速做大做强；
获得区域利益保护，一个城市只有一个客户，线上线下产品同价；
总部匹配相应政策和资源支持，协助加盟商一起长远发展；

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. 线上渠道：

线上直销渠道目前已经涵盖天猫、京东、苏宁易购以及小米有品第三方线上平台，同时开发自有云米商城移动应用程序和微信小程序，可通过云米官方网站提供了完整产品系列的功能技术详解以及客户服务、售后服务计划。

采取线上线下同款同价的模式，杜绝了渠道冲突，线上便捷与线下用户体验深度融合、优势互补，全渠道引流优势明显。

三、盈利预测

参照日本的经验来看，中国正逐步进入第三消费社会的早期阶段。消费主体逐渐从“家庭”转向“个人”，产品需求从“量”转化为“质”，是大众化时代结束，个性化时代到来。我们认为，在这样的宏观大背景下，需求的分化在家电领域也将持续上演，云米有望凭借管理层在家电领域多年的积累、差异化的定位以及避“重”就“轻”的商业模式，在“不变”与“变”大时代下快速抓住自身的核心目标客群。

短期来看，云米已经在净水器市场获得了竞争优势，未来有望继续扩大规模；中期来看，在全屋互联网家电领域，公司在产品、渠道、营销已经迈入了第一步，未来有望带来更大的发展空间；同时借助物联网设备数量的增加以及用户数据的积累，公司有望在做好硬件制造商的同时转型场景服务商，开辟新的盈利模式。

因此，我们在预测公司收入时提出如下核心假设：

1. 线下门店拓展空间大：截止至2019Q3云米线下门店数量仅1600家，远低于综合型家电龙头格力、美的的终端数量，也低于厨电龙头老板、华帝的终端数量；
2. 成套属性有望加强：截止至2019Q3云米拥有两件以上联网设备的用户占比约为17.1%，考虑到云米的套系化设计以及门店的成套陈列，该占比有望继续提升，由此将带来后发品类，即报表中Other Smart Products收入的快速增长；
3. 疫情短期抑制线下购物：由于新冠疫情导致线下购物通道受阻，而大家电由于部分具有安装属性受到的影响可能更大，因此假设2020年增速有所下降，但又考虑到家电需求刚性偏强，不会无故产生无故消失，因此未来相关消费有望恢复；
4. 分品类看：净水器产品进入成熟期，2020年在疫情催化下短期或有较好表现，但需求或略有透支，2021年增速略有下降；智能厨电产品由于目前规模仍有较大成长空间，且前期受到抑制的地产竣工有望恢复，因此给予相对较快的增速；
5. 耗材与增值服务：由于耗材与增值服务源自于设备的使用，因此我们按照IoT设备收入的占比进行估测。

表 8: 业务收入拆分预测 (人民币, 千元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
智能互联家电产品	2,081,273	3,362,490	4,409,952	6,295,040
YoY	192.2%	61.6%	31.2%	42.7%
智能净水器	930,178	964,977	1,061,475	1,114,549
YoY	63.0%	3.7%	10%	5%
智能厨电	744,990	1,218,859	1,462,630	1,974,551
YoY	1370.7%	63.6%	20%	35%
其他智能家电	406,105	1,178,655	1,885,847	3,205,940
YoY	346.9%	190.2%	60%	70%
耗材	141,940	260,398	352,796	535,078
占智能互联家电产品收入的比例	6.8%	7.7%	8.0%	8.50%
增值业务	338,016	711,214	661,493	944,256
占智能互联家电产品收入的比例	16.2%	21.2%	15.0%	15.0%
总收入	2,561,229	4,334,102	5,424,242	7,774,374
YoY	193.3%	69.2%	25.2%	43.3%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 9: DCF (FCFF, WACC) 估值模型主要财务数据预测

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入增速	193.3%	69.2%	25.2%	43.3%	22.6%	19.0%	15.2%	12.1%	8.3%	6.0%	4.7%
毛利率	28.0%	27.3%	27.1%	27.0%	26.9%	26.9%	27.0%	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
销售费用率	14.8%	12.5%	12.0%	12.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用率	5.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用率	4.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

DCF (FCFF, WACC) 估值模型核心假设:

- (1) 股权成本: 使用CAPM模型估算。其中: 无风险收益率使用最新美国10年期国债收益率; beta使用公司上市以来, 纳斯达克指数与公司股价收益率进行拟合测算; 风险溢价使用过去10年纳斯达克指数年化复合收益率;
- (2) 债权成本: 假设债权成本为5%;
- (3) 目标资产负债率: 使用目前股权市场价值与总负债的账面价值比例进行估算;
- (4) WACC: 使用以上数据进行加权平均估算;
- (5) 永续增长率: 假设为2%。

表 10: DCF (FCFF, WACC) 估值模型基本假设

股权成本 (%)	15.81
无风险收益率 (%)	0.92

风险溢价 (%)	13.82
贝塔值	1.08
债券成本 (%)	5.00
目标资产负债率 (%)	27.34
加权资本成本 (%)	12.85
永续增长率 (%)	2
企业价值 (人民币, 百万元)	4265
债务价值 (人民币, 百万元)	4
总股本内在股权价值 (人民币, 百万元)	4262
内在股权价值 (美元/ADS)	8.62

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 11: DCF (FCFF, WACC) 估值模型敏感性测试 (美元/ADS)

		永续增长率						
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
加 权 资 本 成 本 (%)	10.5%	9.28	9.44	9.62	9.81	10.03	10.28	10.56
	11.0%	8.91	9.05	9.21	9.38	9.57	9.78	10.02
	11.5%	8.57	8.70	8.83	8.98	9.15	9.33	9.53
	12.0%	8.26	8.37	8.49	8.62	8.77	8.92	9.10
	12.5%	7.98	8.07	8.18	8.29	8.42	8.56	8.71
	13.0%	7.71	7.80	7.89	7.99	8.10	8.23	8.36
	13.5%	7.47	7.54	7.63	7.72	7.81	7.92	8.04

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

(一) 智能家居消费者教育的推进速度不及预期

云米科技自身的产品矩阵主要是围绕着智能家居、万物互联的概念与愿景所搭建的。若智能家居对消费者教育的推进速度不及预期,可能会影响消费者对相关产品的购买意愿,进而影响其渗透率以及公司市占率的提升;

(二) 房地产销售与竣工情况不及预期

尽管云米科技的产品目前渗透率、市占率较低,具备穿越周期的空间和可能性,但无法否认的是商品房住宅竣工后产生的配置需求仍是构成家电产品内销市场的主要需求之一。若房地产销售与竣工情况不及预期,可能会导致消费者对家电的需求减弱,进而影响公司的销量;

(三) 原材料价格大幅波动

家电产品使用的主要原材料与零部件成本通常与冷轧板、铜、铝、塑料等具备较高的相关性，若相关大宗原材料价格大幅波动则会对公司的采购成本有显著的影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	665	1903	2860	3572	4865	经营活动现金流	124	222	420	359	511
货币资金	280	970	1374	1712	2198	净利润	93	65	254	322	449
应收账款	254	373	619	775	1111	折旧摊销	2	2	6	9	13
预付及其他流动资产	81	328	473	592	850	营运资金变动	29	-128	160	27	49
非流动资产	6	20	30	41	53	其它	0	283	0	1	1
长期投资	0	0	0	0	0	投资活动现金流	-1	-152	-15	-20	-25
物业, 设备及装修租	3	11	21	31	43	资本支出	1	14	15	20	25
无形资产净值	0	0	0	0	0	投资变动	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	9	9	9	9	其他	0	-138	0	0	0
资产总计	672	1923	2890	3613	4918	筹资活动现金流	3	605	-1	-1	-1
流动负债	432	852	1565	1966	2822	债券融资	0	0	0	0	0
应付账款	292	548	1050	1315	1889	股权融资	3	605	0	0	0
递延收入	27	86	146	190	272	其他	0	0	-1	-1	-1
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	现金净增加额	123	690	404	338	486
其他应缴税项	12	10	22	27	39	期初现金余额	157	280	970	1374	1712
应计及其他流动负债	102	207	347	434	622	期末现金余额	280	970	1374	1712	2198
非流动负债	0	0	0	0	1						
负债合计	432	852	1565	1966	2823						
夹层股本	408	0	0	0	0						
普通股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
库存股	0	0	0	0	0						
留存收益	-161	-96	159	480	929						
其他综合收益	-18	-30	-30	-30	-30						
归属母公司股东权益	239	1068	1322	1644	2093						
少数股东权益	0	3	3	3	3						
负债和股东权益	672	1923	2890	3613	4918						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	873	2561	4334	5424	7774	成长能力(%)					
营业成本	598	1843	3150	3945	5668	营业收入	76%	193%	69%	25%	43%
销售费用	95	380	542	651	933	Non-GAAP 归母净利	-49%	84%	49%	19%	39%
管理费用	16	136	108	136	194	获利能力(%)					
研发费用	61	124	238	298	428	毛利率	32%	28%	27%	27%	27%
利息收入	2	9	5	7	9	净利率	11%	7%	6%	6%	6%
汇兑损益	0	0	0	0	0	ROE	41%	17%	21%	20%	21%
投资净收益	0	0	0	0	0	偿债能力					
政府补贴	0	0	0	0	0	资产负债率(%)	64%	44%	54%	54%	57%
其他收入	0	0	0	0	0	流动比率	1.54	2.23	1.83	1.82	1.72
除税前溢利	108	89	318	402	561	速动比率	1.35	1.85	1.53	1.52	1.42
所得税	-15	-24	-64	-80	112	营运能力					
净利润	93	65	254	322	449	总资产周转率	3.33	1.97	1.80	1.67	1.82
优先股赎回价值增值	85	15	0	0	0	应收账款周转率	83.37	8.18	8.74	7.78	8.25
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股指标(元/股)					
Non-GAAP 归母净利	99	182	271	322	449	每股收益	0.5	0.9	1.3	1.5	2.1
						每股经营现金流	0.6	1.1	2.0	1.7	2.4
						每股净资产	1.1	5.1	6.3	7.9	10.0
						估值比率					
						P/E	22.43	12.21	8.19	6.90	4.95
						P/B	9.31	2.08	1.68	1.35	1.06
						P/S	2.54	0.87	0.51	0.41	0.29
						EV/EBITDA	18.49	15.50	2.82	1.26	0.04

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。