

HMI.N 华米科技

中概股

买入 (首次)

目标价: 19.88 美元

现价: 15.05 美元

预期升幅: 32%

## 见龙在田，可穿戴设备积极布局者

2019年3月11日

## 市场数据

日期 2019-3-11

收盘价(美元)	15.05
每 ADS 对应股数	4
总股本(百万股)	238
总市值(百万美元)	894
净资产(百万元)	1,671
总资产(百万元)	2,814
每 ADS 净资产(元)	22.76

## 相关报告

## 海外 TMT 研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

骆奕扬

luoyiyang@xyzq.com.cn

SAC: S0190119030017

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,049	3,569	4,986	6,024
同比增长	31.64%	74.21%	39.69%	20.81%
归母净利润(百万元)	168	275	352	435
同比增长	600%	64%	28%	24%
毛利率	24.14%	24.42%	21.39%	20.86%
净利润率	8.02%	7.56%	7.05%	7.22%
净资产收益率	28.92%	15.04%	15.43%	15.50%
基本每 ADS 收益(元)	10.89	16.99	24.34	30.14
每 ADS 经营现金流(元)	56.26	15.26	28.84	35.74

## 投资要点

- 全球智能可穿戴出货量未来 4 年 CAGR 将超 26%，中国市场增速最快。公司是国产健康手环手表龙头，受益于行业渗透率提高。健康、运动和移动支付三大需求促进市场规模增长，全球智能可穿戴出货量将在 2022 年超 4.5 亿台，18-22 年 CAGR=26.2%。手环手表是智能可穿戴核心品类，2019 年市场受益于 5G、e-SIM 和 CFDA 认证推进，将迎来量价齐升，华米是国产手环手表龙头，18-21 年营收 CAGR 预计达 27%，增长稳健。
- 低价格+低功耗打造产品核心竞争力，自有品牌收入 19 年有望同比增长 86%，收入占比提升至 48%，公司独立性进一步提高。公司产品抓住消费者痛点，以长续航和低成本在竞品中取得优势。小米产品 2018 前 9 月收入占比 65.5%，出货量 1,630 万台，全球排名第一。依托现有优势发力自有品牌，伴随海外渠道成熟，自有品牌收入有望在 2019 年实现 86% 的同比增长，收入结构将大幅改善，公司独立性进一步提高。
- 打造“AI 芯片+传感器+云服务”闭环生态，发力微笑曲线两端，未来估值可期。公司在低功耗可穿戴 AI 芯片研发上进展亮眼，“黄山一号”将赋能产品，构建以健康大数据为基础的健康生态，未来公司通过云服务变现潜力巨大。目前公司已与 TIMEX、PAI Health、迈凯伦应用开展战略合作，提升品牌和渠道能力，未来和保险公司的健康数据合作值得期待。
- 投资建议：公司是国产智能可穿戴龙头，出货量带动营收增长。我们预计公司 2018/19/20/21 年的营收为 36/50/60/73 亿元，归母净利润为 2.8/3.5/4.4/5.1 亿元。首次覆盖给予目标价 19.88 美元/ADS，对应 18/19/20/21 年 PE 为 29/21/18/16，预期涨幅 32%。给予“买入”评级。

**风险提示：** 1. 小米手环销量不及预期；2. 公司定价权不及预期导致毛利率下滑；3. 黄山一号芯片商用不及预期；4. 自有品牌销量不及预期；5. 战略合作进展不及预期；6. 来自小米集团的风险；7. 行业竞争加剧。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



# Outperform

(Initiate)

TMT

## Huami Corp (HMI.N)

Chinese Concept Stock

The dragon appears in the fields, active deployer in smart wearable market

03/11/2019

### Key Data

Mar. 11, 2019

Closing Price (USD)	15.05
Shares 1 ADS equals	4
Total Shares (Mn)	238
Market Cap(USD/Mn)	894
Net Assets (CNY/Mn)	1,671
Total Assets (CNY/Mn)	2,814
BVPS(CNY)	22.76

### Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/CNY)	2,049	3,569	4,986	6,024
YoY (%)	31.64%	74.21%	39.69%	20.81%
Net Profit (Mn/CNY)	168	275	352	435
YoY (%)	600%	64%	28%	24%
Gross Margin (%)	24%	24%	21%	21%
Net Profit Margin (%)	8%	8%	7%	7%
ROE (%)	29%	15%	15%	15%
EPS (CNY)	10.89	16.99	24.34	30.14
OCFPS (CNY)	56.26	15.26	28.84	35.74

### Analyst

ZHANG Yidong

SAC: S0190510110012

SFC: BIS749

### Contact

LUO Yiyang

luoyiyang@xyzq.com.cn

SAC: S0190119030017

### Company Profile

Huami Corp is engaged in developing smart wearable technology. The Company designs and develops biometric and activity data-driven fitness and smart watches. The Company markets its products under the brand name, Amazfit and is the sole partner for Xiaomi wearable products. The smart watches provides features that include activity tracking, sleep tracking, smart notifications from mobile devices, GPS, heart rate sensing, water resistance, wireless syncing with mobile phones. It also provides a mobile application to keep track of the fitness information, set alarms and receive call notifications on the smart watch. The Company is the sole partner of Xiaomi wearables, including the Mi band series. (Source: Reuters)

### Highlights

**The global smart wearable shipments CAGR will exceed 26% in the next four years, and the Chinese market will grow the fastest. The company is the leader in health wearable market, benefiting from increased industry penetration.** The three major demands of health, sports and mobile payments will boost market size. Global smart wearable shipments will exceed 450 million units in 2022 and CAGR = 26.2% in 18-22 years. The smart watch is core category in smart wearable market. Benefit from 5G, e-SIM and CFDA certification, we see the volume and price rise in 2019. Huami is the leader in health wearable market, and CAGR is expected to be 27% in 18-21, which is a solid growth.

**The core competitiveness of Huami's product is low price and low power consumption. Self-branded products' revenue is expected to grow 86% year-over-year in 2019, revenue share will increase to 48%. The company's independence is further improved.** The company's products seize the pain points of consumers and gain advantages with longer battery life and lower price. Xiaomi products accounted for 65.5% of revenue in the first nine months of 2018, with shipments of 16.3 million, ranking first in the world. Relying on the existing advantages, and its overseas distribution channels, self-branded products' revenue is expected to achieve 86% year-on-year growth in 2019, the income structure will be greatly changed, and the company's independence will be further improved.

**Building the AI chip, sensor, cloud service close-loop ecosystem. Carrying out strategic cooperation and moving to both ends of the smile curve, the valuation can be expected in the future.** Huami is making great progress in the development of low-power wearable AI chips. "Huangshan No.1" will strengthen the wearable products' performance and build a health-ecosystem based on biometric and activity big data. The company will have great potential to make profit through cloud services. With the strategic cooperation between TIMEX, PAI Health, and McLaren Applied Technologies, the brand and channel capabilities are expected to be enhanced. Company valuation will be expected to be driven by new business model of offering health risk services to the insurance industry.

### Earnings forecasts and investment recommendations:

We estimate revenue for Huami to CNY 3.57bn (+74.2%)/4.99bn (+39.7%)/6.02bn (+20.8%)/7.25bn (+20.4%) for 2018/19/20/21, and the net income attributable to Huami Corp is 275/352/435/509 million. We give the "Outperform" rating for the initial coverage.

**Potential risks:** low market performance of Xiaomi product; unexpected low pricing power leads to a decline in gross margin; low market performance of Huangshan No.1 Chip; low market performance of Self-branded product; slow progress of business cooperation; risk from Xiaomi group; industry competition intensified.

## 目 录

1、华米科技：专注于智能可穿戴领域的小米生态链企业.....	5
1.1、公司简介.....	5
1.2、公司发展历史及产品列表.....	6
1.3、公司股权结构.....	8
1.4、公司的管理团队.....	8
2、智能手环手表的需求在哪？健康、运动、移动支付.....	9
2.1、健康：心率监测需求持续攀升，老龄化将加速健康需求增长.....	10
2.2、运动：健身 APP 月活超 7 亿，运动数据记录需求稳健增长.....	11
2.3、移动支付：需求高速增长，NFC 支付交易规模同比翻 3 倍.....	11
2.4、5G、e-SIM、CFDA 认证提高用户体验，是需求增长“催化剂”.....	12
3、立足大单品，发力自有品牌，收入结构有望改善.....	14
3.1、如何理解华米的智能手环&手表产品.....	14
3.2、立足“小米手环”大单品，低价格+低功耗是核心竞争力.....	15
3.3、“自有品牌”Amazfit 正处成长期，收入翻倍式增长.....	17
3.4、积极开展战略合作，“AI 芯片+传感器+云服务”未来 5 年重塑估值.....	19
4、盈利预测与估值.....	20
4.1、盈利预测主要假设及结果.....	20
4.2、DCF 估值：首次覆盖给予目标价：19.88 美元/ADS.....	22
5、风险提示.....	23
图 1、公司收入及构成.....	5
图 2、公司毛利率、调整后归母净利率.....	5
图 3、分业务毛利率.....	5
图 4、全球可穿戴市场出货量分布.....	5
图 5、公司的发展历程图.....	6
图 6、截至 2018.3.31 公司股权结构.....	8
图 7、截至 2018.12.31 公司股权结构.....	8
图 8、主流智能穿戴产品按身体部位分类.....	9
图 9、Gartner 全球可穿戴设备出货量预测.....	10
图 10、Gartner 预测全球可穿戴设备出货量 2019 年分产品占比.....	10
图 11、1990-2015 年中国城乡居民心血管病死亡率变化.....	10
图 12、运动健身 APP 活跃用户数.....	11
图 13、2013-2020 年中国第三方支付市场交易规模.....	11
图 14、1Q17-1Q18 中国 NFC 支付交易规模.....	11
图 15、2012 年-2017 年中国非现金支付笔数.....	12
图 16、智能手表手环组成结构.....	14
图 17、智能手表产业链.....	14
图 18、小米手环 1 成本拆分.....	15
图 19、公司小米产品收入及毛利润.....	16
图 20、小米产品收入及来自关联方的应收款.....	16
图 21、小米手环的出货量变化.....	17
图 22、全球智能手表出货量，2Q17 VS 2Q18.....	18
图 23、Amazfit 和 Mi Band 的谷歌指数.....	18
图 24、Amazfit 的全球搜索热度分布.....	18
图 25、自有品牌产品及其他收入及毛利润.....	19

图 26、	自有品牌收入占比及发货量 .....	- 19 -
图 27、	华米科技的合作伙伴 .....	- 19 -
图 28、	健康数据变现的业务模式 .....	- 20 -
图 29、	公司未来收入变动分析 .....	- 21 -
表 1、	华米科技与小米集团的收入关系 .....	- 6 -
表 2、	公司产品列表 .....	- 7 -
表 3、	公司高管团队 .....	- 8 -
表 4、	5G 技术迭代将提高智能可穿戴产品通信质量 .....	- 12 -
表 5、	国内运营商 e-SIM 业务开通情况 .....	- 13 -
表 6、	全球健康产品 FDA 认证情况 .....	- 13 -
表 7、	当前市场主要手环参数及价格 .....	- 16 -
表 8、	当前市场主要手环参数及价格 .....	- 17 -
表 9、	出货量与平均单价预测 .....	- 20 -
表 10、	盈利预测结果 .....	- 21 -
表 11、	华米科技 FCFE 测算（第一阶段） .....	- 22 -
表 12、	华米科技 FCFE 测算（第二阶段） .....	- 22 -
表 13、	华米科技 DCF 估值结果 .....	- 22 -
表 14、	华米科技 DCF 估值敏感性测试 .....	- 23 -
附表	.....	- 24 -

## 报告正文

# 1、华米科技：专注于智能可穿戴领域的小米生态链企业

## 1.1、公司简介

华米科技是专注于智能可穿戴领域的小米生态链企业，是智能可穿戴行业龙头。公司产品主要分为小米品牌产品和自有品牌 Amazfit 产品，小米品牌产品包涵小米手环及智能秤、自有品牌 AMAZFIT 产品包涵智能手表及智能手环等。2017 年全年，公司收入达 20.5 亿，其中小米产品收入 16.2 亿，占比 79%，自有品牌及其他收入占比 21%；公司整体毛利率 24.1%；调整后归母净利润达 2.3 亿元人民币，同比增长 182%。根据 IDC 披露的数据，2018 年第三季度，小米手环出货量超越苹果和 Fitbit，位列全球第一。

图1、公司收入及构成



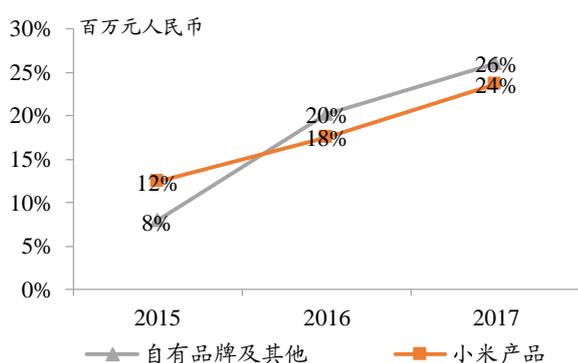
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司毛利率、调整后归母净利润率



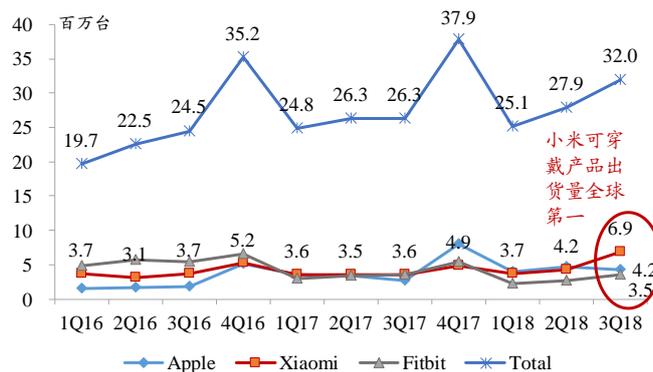
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、分业务毛利率



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、全球可穿戴市场出货量分布



资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

公司是小米集团可穿戴设备唯一合作伙伴，搭小米快车，高速成长。公司是小米生态链企业，为小米提供“小米手环”系列产品，产品毛利润按照 50:50 分成，自有品牌 Amazfit 也通过小米渠道销售，向小米支付渠道费用。受益于小米生态“投资+孵化”全方位扶持，公司快速成长为行业龙头。公司目前在智能穿戴技

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

术领域积累了丰富的生物特征识别经验，拥有全球用户海量的生物识别与运动数据库，能够为用户提供综合评估及分析等服务。

表1、华米科技与小米集团的收入关系

亿元人民币	2015A	2016A	2017A	备注
华米科技营收	8.96	15.56	20.49	
小米品牌收入占比	97.13%	92.14%	78.80%	
小米集团营收	668.11	684.34	1146.25	
IoT与生活消费品	86.91	124.15	234.48	
小米集团来自华米科技的收入（计入IoT与生活消费品）				
收入	9.80	16.87	20.14	
小米产品	9.79	16.86	19.96	华米科技小米产品的收入+毛利 假设渠道费用为售价的10%
Amazfit(渠道收入)	0.01	0.02	0.18	
来自华米收入占小米IoT收入%	11.3%	13.6%	8.6%	
来自华米收入占小米总收入%	1.5%	2.5%	1.8%	

资料来源：小米集团年报，华米科技年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、公司发展历史及产品列表

自主研发国产平板电脑，创始团队具备研发实力。华米科技前身为华恒科技，华恒是黄汪于2009年创立的国产平板电脑公司，旗下“智者”品牌平板电脑实现自主研发、生产及销售，在智能终端领域积累了丰富的创业经验。2014年可穿戴设备迎来风口，Fitbit、Go-Pro等公司产品在全球范围内大卖，同年，华米科技获得小米和顺为资本投资，于2014年7月正式成立。

图5、公司的发展历程图



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

“小米手环”奠定基本盘，开创自有品牌 Amazfit，发力微笑曲线两端。公司 2014 年成立后随即发布小米手环 1，价格为 79 元人民币，作为不到百元的智能手环，高性价比让小米手环成为市场爆款，为公司打下了智能穿戴领域的基本盘。基于小米手环 1 的成功，公司在 2015 年开创了自有品牌 Amazfit，发布了一系列自有品牌手表和手环产品，价格相对小米产品较高，目标人群也和小米产品有一定差异。

自有品牌的建立让公司从一个 ODM 代工企业转型成为一家独立的智能终端产品供应商，业务价值量逐渐改善。华米的业务模式因自有品牌的建立，向微笑曲线两端发力。从原先的小米负责定义产品和定义市场，华米负责产品制造，到华米独立负责定义产品、研发制造和自建渠道，业务价值量有了显著提高。

表2、公司产品列表

自 营/ 代 工	产 品 类 别	产 品 名	价 格	上 市 时 间	续 航 时 间	处 理 器	主 要 传 感 器	连 接 方 式	实 时 心 率 监 测	电 池 容 量
小 米	手环	小米手环 1	99	2014年8月						
	手环	小米手环 2	149	2016年6月	20天	Dialog DA14681超低功耗智能蓝牙可穿戴设备芯片+ADI adxl362加速度传感器	低功耗加速度传感器+PPG	蓝牙4.0		70mAh
	手环	小米手环 3	169	2018年6月	20天	同上	PPG心率传感器、三轴加速度传感器	蓝牙4.2	无	110mAh
	手环	小米手环 3 NFC版	199	2018年9月	20天	同上			无	110mAh
	手环	小米手环 4		预计19年		或搭载黄山一号			期待	
	手环	月霜、赤道	299	2016年8月	10天		ADI产加速传感器			15mAh
	手环	米动健康手环	699	2017年4月	约7天		PPG连续心率传感器 低功耗加速度传感器 心电传感器		有	95mAh
	手环	米动手环	299	2017年9月	12天		PPG心率传感器、三轴加速度传感器	蓝牙 4.0	无	170mAh
	手环	米动健康手环1S	699	2018年9月	约7天		PPG连续心率传感器 低功耗加速度传感器 心电传感器	蓝牙 4.0	有	95mAh
自 营 品 牌	手表	智能运动手表	799	2016年8月	5天		PPG心率传感器 加速度传感器 GPS	Wi-Fi IEEE 802.11b/g 2.4GHz; 蓝牙4.0版	无	290mAh
	手表	智能手表青春版	399	2017年7月			PPG心率传感器 三轴加速度传感器	蓝牙4.0	无	
	手表	智能运动手表2	999	2017年12月	5天		PPG心率传感器、三轴加速度传感器	Wi-Fi IEEE 802.11b/g 2.4GHz; 蓝牙4.0版	有	290mAh 锂聚合物
	手表	智能运动手表2S	1299	2017年12月	5天		同上	蓝牙、Wi-Fi	有	290mAh
	手表	智能手表	799	2018年9月	5天		光学传感器、加速度传感器	Bluetooth 4.2 BLE+BR/EDR Wi-Fi 2.4GHz 802.11b/g	有	390mAh 锂聚合物电池
	手表	与天美时合作智能手表		2018下半年		或搭载黄山一号				
	健康	可穿戴动态心电记录仪	1899	2019年125已结束众筹，未正式发售						

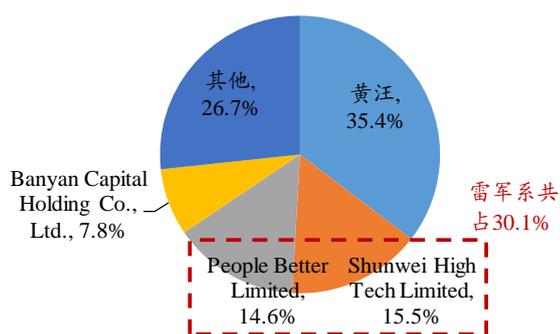
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 1.3、公司股权结构

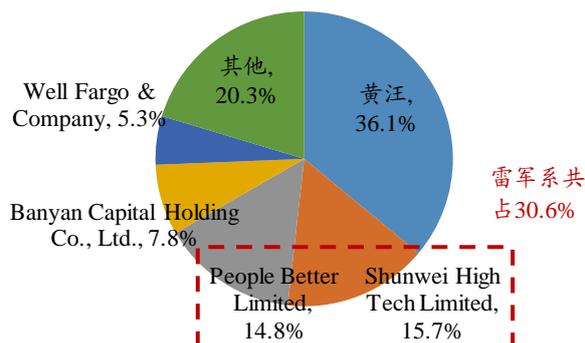
CEO 黄汪是公司实际控制人，雷军系资本股权和投票权仅次于黄汪。公司同股不同权，每一股 A 类股具有 1 票投票权，每一股 B 类股具有 10 票投票权，截至 2018 年 3 月 31 日，公司 CEO 黄汪股权占比为 35.4%，投票权占比为 43.8%；雷军系股权占比为 30.1%，投票权占比为 37.1%。黄汪对公司具有绝对控制权。

图6、截至 2018.3.31 公司股权结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、截至 2018.12.31 公司股权结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.4、公司的管理团队

CEO 技术出身，高管团队经验丰富，为公司高速发展奠定基础。华米是黄汪的第四次创业，公司高管团队均具有较丰富的产业及投资经验。CEO 黄汪毕业于中科大微电子专业，技术出身，是中国最早将 Linux 用于嵌入式系统的技术专家，对智能终端领域的技术趋势具有深入理解。公司在他的带领下积极布局终端 AI 芯片研发，于 2018 年 9 月 7 日发布全球首款智能穿戴领域 AI 芯片“黄山一号”，并于 2019 年 2 月 20 日领投半导体明星初创公司 GreenWaves Technology。

表3、公司高管团队

姓名	职务	简介
黄汪	董事会主席，CEO	1997 年毕业于中国科技大学物理学微电子专业 现任华米科技 CEO 2009 年组建了合肥华恒电子科技有限公司，推出了国内第一款的平板电脑 SmartQ5，并建立了自主品牌“智器”。
崔大伟	CFO	2015 年 8 月至 2017 年 4 月，担任中国数字视频控股有限公司(股份代号:8280)首席财务官 1996 年 1 月至 2013 年 8 月担任多项职务，包括爱康国宾(纳斯达克:KANG)首席财务官
杨昕	COO	1992 年加州大学伯克利分校和 1994 年斯坦福大学分别获得计算机科学学士学位和硕士学位 曾担任中国风险投资公司顺威资本的副总裁 2012 年到 2014 年，担任微软的主要集团项目经理，负责产品研发
王辉	健康与医疗业务副总裁兼北京业务总经理	2000 年获中国科技大学电子信息工程学士学位，2005 年获通信和信息系统博士学位 2007 年至 2014 年，在联想集团担任首席产品总监 2005 年至 2007 年，在 NEC 实验室工作

资料来源：官网资料，公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、智能手环手表的需求在哪？健康、运动、移动支付

智能穿戴的不可替代之处在于其与人体能够直接接触，进而可以接触式获得人体健康数据。目前人们使用的智能产品主要通过视觉（手机）和听觉（智能音箱）进行交互，较难长时间监测人体健康信息，如心率、血糖等。而智能可穿戴产品能够长时接触人体，在世界全面数字化的今天，智能可穿戴产品有望成为人体生物信息数字化的关键枢纽。

手表、手环是智能可穿戴产品较好的切入点。人们佩戴装饰物（手表、项链、戒指等）往往都有特殊目的和意义（如手表象征身份，婚戒表示婚姻状况等），观念短期难以改变，与年龄和所属社会阶层相关。智能手表手环相比其他智能可穿戴产品而言具有更大的机会。原因主要有三：1. 智能手机的普及让人们传统手表的需求减弱，手腕上空出来可以佩戴智能产品；2. 智能手表手环所接触的手腕具有较多人体生物信息，数据采集效率较高；3. 手环手表具有更丰富的应用场景。

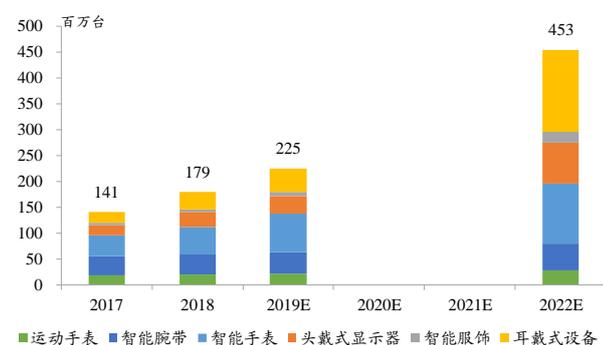
图8、主流智能穿戴产品按身体部位分类



资料来源：理财网，兴业证券经济与金融研究院整理

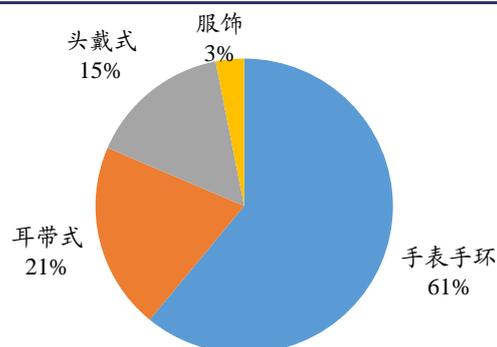
健康、运动、移动支付三大需求场景促进智能手表手环发展，百亿美元市场持续扩大。手环手表的应用场景众多，我们认为未来的主要需求场景为健康、运动和移动支付。应用场景需求扩大将提升产品需求，行业出货量将受产品需求提升而持续上行。根据 Gartner 的预测，2019 年全球终端用户在穿戴式设备上的支出预计将达到 420 亿美元，其中智能手表为 162 亿美元，出货量方面，预计 2019 年手环手表的出货量占全球智能可穿戴总出货量 61%，2022 年将达到年出货量 4.53 亿台。

图9、Gartner 全球可穿戴设备出货量预测



资料来源：Gartner，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、Gartner 预测全球可穿戴设备出货量 2019 年分产品占比

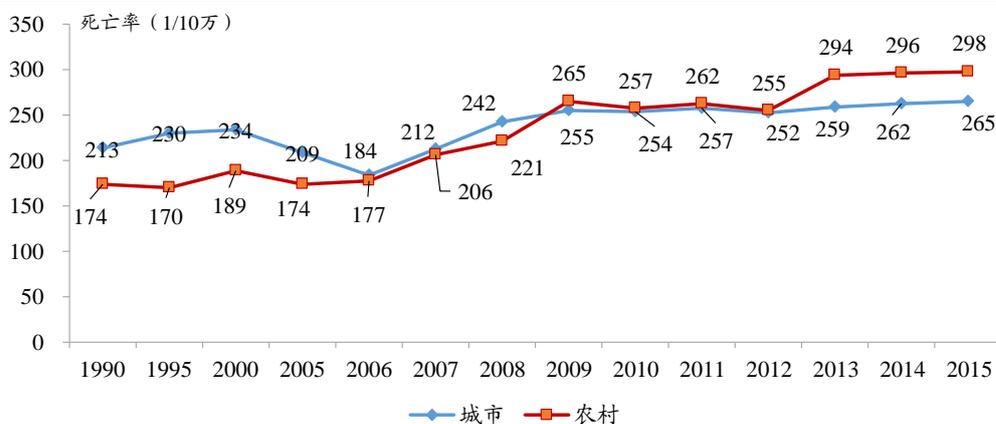


资料来源：Gartner，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.1、健康：心率监测需求持续攀升，老龄化将加速健康需求增长

心血管患病率提高，心血管病监测和预防需求稳步提高。根据国家心血管中心的数据，2017 年我国心血管病现患人数约 2.9 亿，随着高血压、吸烟、不合理膳食、超重肥胖、大气污染等更加普遍，患病率处于持续上升阶段。我国 30-59 岁人口约 6.06 亿，对健康产品和服务具有较高需求。华米科技分析心电数据超过 1195 万条，经医生确认的房颤症状超 1.3 万人次，帮助人们发现心脏健康问题。

图11、1990-2015 年中国城乡居民心血管病死亡率变化



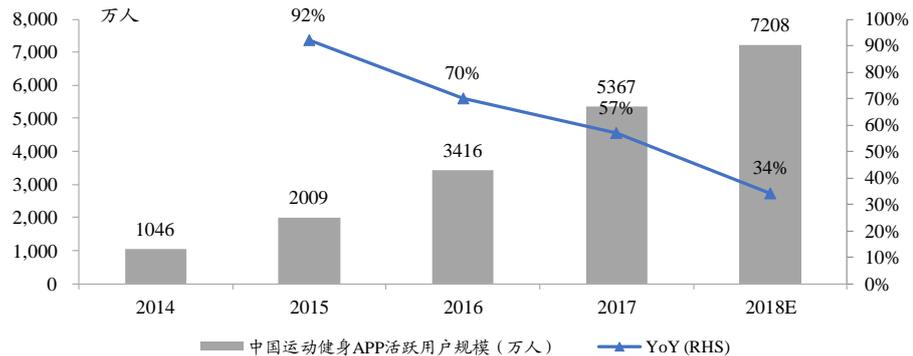
资料来源：国家心血管病中心，兴业证券经济与金融研究院整理

相对其他医疗器械，健康手环手表更便携，低价满足基本需求。与专业医疗器械相比，健康手表手环外形更美观，更便携，且价格更低。用户可以随时监测身体健康数据，低成本知晓心率、血糖、血压等健康信息。随着智能手表手环收集的健康数据量逐渐提高，功能和算法将进一步迭代，软件层面对病情监测的精确度会提升，进一步提高产品用户体验。

## 2.2、运动：健身 APP 月活超 7 亿，运动数据记录需求稳健增长

运动需求持续提高，心率、计步、定位等应用场景提高手表手环在运动市场的需求。根据比达咨询的数据，2017 年我国运动健身 APP 活跃用户数达 5.367 亿人，预计 2018 年将超 7 亿。华米目前 APP 的 MAU 为 1700 万，未来增长空间较大。智能手表手环内置的 PPG/ECG 传感器、三轴加速传感器、螺旋仪、GPS 等传感器将满足运动者心率监测、计步及定位的需求。

图12、运动健身 APP 活跃用户数



资料来源：比达咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.3、移动支付：需求高速增长，NFC 支付交易规模同比翻 3 倍

移动支付是连接线上和线下的重要通道。“多场景+技术提升”驱动了移动支付的高速增长——“无现金社会”价值凸显。第三方支付交易规模由 2013 年的 1.2 万亿增长到了 2017 年的近百万亿，据艾瑞咨询预测，到 2020 年将达到 307.2 万亿，复合增速超过 30%。

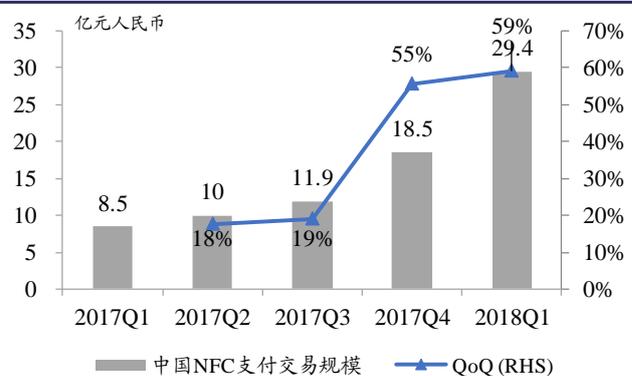
NFC 虽非主流支付方式，但 NFC 支付规模快速提高，对支付设备需求将同比提高。NFC 支付相对其他支付方式而言，支付规模较小且份额集中，据苹果公司披露，中国 NFC 支付 90% 市场份额为苹果所有。未来受益于苹果教育市场，预计用户习惯将逐渐接受 NFC 支付方式，进而有利于其他支付设备如手环手表的销售。

图13、2013-2020 年中国第三方支付市场交易规模



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

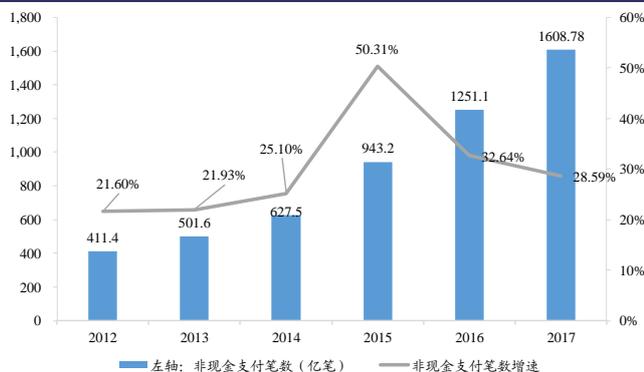
图14、1Q17-1Q18 中国 NFC 支付交易规模



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图15、2012年-2017年中国非现金支付笔数



资料来源：2012-2017 央行支付体系运行总体情况报告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 2.4、5G、e-SIM、CFDA 认证提高用户体验，是需求增长“催化剂”

全球 5G 浪潮来临，5G 将提高通信数据传输速度进而提高智能可穿戴产品使用体验，刺激需求。

表4、5G 技术迭代将提高智能可穿戴产品通信质量

通信技术	牌照发放	典型频段	传输速度	关键技术	技术标准	主要应用
1G	1987 年	899/900MHz	2.4kbps	FDMA、模拟语音调制、蜂窝结构组网	NMT、AMPS 等	模拟语音业务
2G	1994 年 7 月	900MHz 与 1800MHz;	64Kbps	CDMA、TDMA	GSM、CDMA	数字语音传输
3G	2009 年 1 月	WCDMA 上行/下行: 1940~1955MHz; 2130-2145MHz	125Kbs~2Mbps	多址技术、Rake 接收技术、Turbo 编码、RS 卷积码等	CDMA2000、TD-CDMA、WCDMA	同时传送声音及数据信息
4G	2013 年 12 月	TDD-LTE: 2555-2575MHz; 2300-2320MHz ; FDD-LTE: 1755-1785MHz; 1850-1880MHz	2Mbps~1Gbps	OFDM、SC-FDMA、MIMO	LTE、LTE-A、WiMax	快速传输数据、音频、视频、图像
5G	2019 年 发放临时牌照	3400MHz~3600MHz; 3,5GHz	理论 10Gbps	毫米波、大规模 MIMO、NOMA、OFDMA、SC-FDMA、FBMC、全双工技术等		快速传输 高清视频、智能家居服务等

资料来源：CSDN，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

e-SIM 卡的推出将实现“一号双终端”功能，强化手机手表交互，体现手表手环通信功能。手环手表与手机的交互之前主要以蓝牙完成，部分手环手表支持独立卡槽，相当于独立手机号，消费者需要同时将手环和手表带在身边，这导致手环手表的通信功能完全被手机替代。运营商推出 e-SIM 业务后，给主号码来电时，双终端共振，任意终端均可拨出电话，手环手表不必和手机一同携带，手环手表的通信功能得以体现。

国内运营商 s-SIM 业务尚处区域性试验阶段，全国范围开放后手表手环需求有望进一步增长。目前国内 e-SIM 业务并没有全面放开，三大运营商分别在部分城市开展 e-SIM 业务实验期，且当前国内 e-SIM 支持机型并不包括华米产品。未来 e-SIM 业务全国范围开展后，将会刺激手环手表整体需求，届时公司产品中进入 e-SIM 支持的机型需求将显著增长。

表5、国内运营商 e-SIM 业务开通情况

运营商	e-SIM 实验期	开通地点	支持机型
中国移动	2019-1-23 至 2019-12 月	天津、广州、上海、南京、杭州、深圳、成都共 7 个城市	iPhone 6 及以上设备，运行 iOS 12.1.2 系统及以上版本 Apple Watch Series 4, Series 3 (GPS+蜂窝网络) 运行 Watch OS 5.1.2 及以上
中国联通	2018-3-7 至 2019-3-6	上海、天津、广州、深圳、长沙、郑州、武汉	Apple Watch Series 3 (GPS + 蜂窝网络)
中国电信	2018-12-5 起免费试用一年	上海、广州、深圳、南京、武汉、成都、杭州	HUAWEI WATCH 2 Pro、HUAWEI Watch 2 保时捷设计版、HUAWEI Watch 2 2018 版、Samsung Galaxy Watch 智能手表

资料来源：三大运营商官网，兴业证券经济与金融研究院整理

CFDA 认证将提高可穿戴设备健康监测的精度，具有 CFDA 认证的产品更具市场竞争力。公司目前可穿戴动态心电仪已通过 CFDA 认证，属于二类医疗器械，该产品 2019 年 1 月 25 日已结束众筹，发货 825 台，目前尚未正式发售。获得 CFDA 认证的产品将在国内市场取得竞争优势。

表6、全球健康产品 FDA 认证情况

公司名称	国家	产品	简介	FDA 认证现状
华米	中国	Amazfit 可穿戴动态心电仪	ECG+PPG	CFDA 认证
智柔	中国	心电贴片	拥有柔性电子技术相关专利	
九安医疗	中国	ihealth 心电仪	上传数据，医生远程监控	
迈瑞医疗	中国	Mr.Wear	医用级心电测量技术	
神念科技	中国	心电手表	心电解决方案包括芯片算法应用	
熙健	中国	掌上心电	售价 799	CFDA 认证
美信	中国	心电手表	光学脉搏血氧仪和心率传感器	
心书科技	中国	HeartBOOK	心电监测系统解决方案	
维灵	中美	心电帖	心电远程监控设备	预计 2019 年推出
Zensorium	新加坡	Tinke 心电帖	压力管理智能可穿戴设备	
CardiacSense	以色列	智能手表	PPG+ECG	预计 2019 年中期获得 FDA 批准
苹果	美国	Apple Watch Series 4	模拟导联心电图	FDA 批准上市
iRhythm	美国	Zio AT 心电帖	2006 年成立，开创贴片式 ECG 监测	FDA 批准上市
Cardiac Insight	美国	Cardea SOLO 心电贴	存储七天的 ECG 数据分析后发给医生	FDA 批准上市
AliveCor	美国	KardiaBand	AI 算法支持数据分析	FDA 批准上市
Cardiac Monitoring Service	美国	CMS	全美拥有超 4000 名医生用户	CE 批准
Cardiologs	美国	Cardiologs ECG Analysis Platform		
InfoBionic	美国	MoMe Kardia	硬件装置适配心电监测仪器	FDA 认证
Peerbridge Health	美国	Cor	在对照试验中，监测效果好于心电图	FDA 批准上市
美敦力	美国	可穿戴式心脏监测系统 SEEQ	传感器粘贴在用户皮肤上	FDA 认证

资料来源：各公司官网，动脉网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、立足大单品，发力自有品牌，收入结构有望改善

#### 3.1、如何理解华米的智能手环&手表产品

我们分别通过“是什么”、“目前公司的手表手环产品有什么联系”、“未来手表手环产品发展趋势”来理解公司的产品。

**是什么？智能可穿戴产品=零部件+工业设计组装。**智能手表手环的主要功能是收集人体生物信息，本质是多种传感器模组的组合。以华米 2018 年 9 月发布的智能手表为例，内置光学传感器、加速度传感器、陀螺仪、地磁传感器、气压传感器、环境光传感器、佩戴检测传感器等，同时内置 GPS 模组和低功耗蓝牙模组来实现相应功能。智能手环手表商家向上游零部件厂商购买零部件组装后，经过工业设计包装上市。

**目前什么联系？**

**1. 华米“生产”小米手环，“经营”自有品牌手环手表。**公司生产小米品牌产品过程中，单纯将各零部件组装而成，工业设计由小米来做，华米在小米产品的销售中不具有定义产品和定义市场的能力。在自有品牌 Amazfit 的销售中，公司需要自定义产品和市场，具有独立的工业设计部门和销售团队。

**2. 手环=健康产品；手表=健康产品+便携低配版手机。**手环目前是低配版手表，未来手环产品将垂直健康领域，发展为健康产品，而公司的手表将以健康需求为中心，拓展应用场景，优化使用体验，扩大市场需求。

图16、智能手表手环组成结构

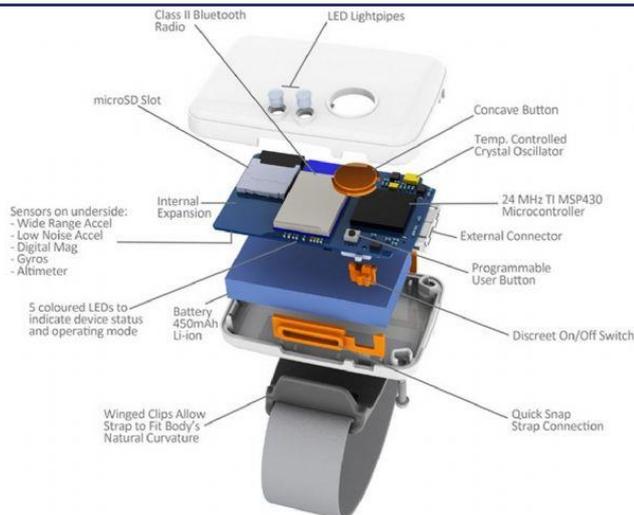


图17、智能手表产业链



资料来源：DigiTimes，兴业证券经济与金融研究院整理

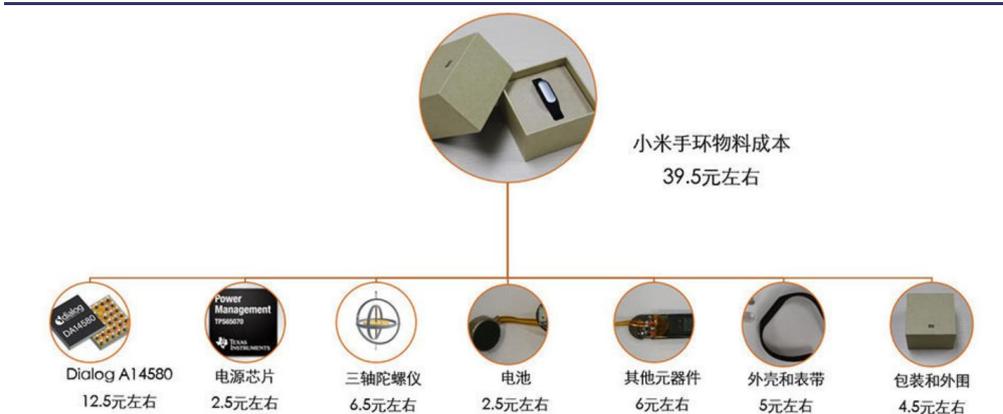
资料来源：MoneyDJ，兴业证券经济与金融研究院整理

**3. 借力小米生态，在上游零部件采购过程中享有较高议价能力，具有成本优势。**公司产业链上游是各类传感器生产商，在采购零部件过程中，由于手环手表部分零部件和小米生态中其他产品共用，共同采购能够优先获得上游产能，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

并且以较低的价格购入零部件，为公司带来成本优势。

图18、小米手环1 成本拆分



资料来源：网易数码，兴业证券经济与金融研究院整理

**未来发展趋势？健康手环产品将持续高增长。健康功能将是公司手表最大卖点。**  
智能手环和手表的区别主要体现在外形、功耗、功能和价格上。

- 1. 外形上：**手表具有更大的屏幕，表盘更像传统手表，而手环屏幕面积较小，体积也相对较小；
- 2. 功耗和功能上：**手环受制于体积小、屏幕小，电池容量、功能数量和产品性能上均弱于手表，由于心率数据需要连续长时间的监测，两款产品对功耗均有较高要求，功耗将是公司未来产品的重要看点；
- 3. 价格上：**手表由于集成了更多模组，成本更高，价格显著高于手环。

纵观智能手机的发展趋势，大屏高性能产品在人机交互上更胜一筹，随着 e-SIM 和 CFDA 认证的推进，手表的通信需求和健康需求有望强化。我们认为智能可穿戴领域，屏幕较小功能较单一的手环目前仍是低配版手表，未来将垂直健康领域，在心率监测上做的更精密，续航更强，但交互功能依旧较弱；而屏幕更大、性能更好的手表将会通过增加传感器和优化软件来拓展应用场景，提高用户体验。

### 3.2、立足“小米手环”大单品，低价格+低功耗是核心竞争力

高性价比打穿市场，“小米手环”成公司大单品，市场表现可持续。小米手环是公司最主要的小米产品，2014 年以一款 99 元的小米手环打开市场，并创下口碑。小米手环系列产品如同小米手机一样，始终坚持高性价比策略，目前仍是同类手环中价格最低的选择。由于公司和小米集团对上游供应链议价能力较强，公司产品的成本优势将可持续，高性价比预计将依然是未来小米手环产品的最大特点。

表7、当前市场主要手环参数及价格

产品名	价格	上市时间	续航时间	主要传感器	连接方式	实时心率监测	电池容量	颜色选择
小米手环 3	169	2018年6月	约20天	PPG 心率传感器、三轴加速度传感器	蓝牙 4.2	无	110mAh	
米动健康手环 1S	699	2018年9月	约7天	PPG 连续心率传感器、低功耗加速度传感器、心电传感器	蓝牙 4.0	有	95mAh	
荣耀手环 4	199	2018年9月	6天~20天	6轴惯性传感器；分离式 PPG 心率计；红外光佩戴检测传感器	蓝牙 4.2	有	100mAh	
华为 TalkBand B5 (运动版)	999	2018年7月	3.5天	陀螺仪,加速度传感器,心率传感器,霍尔传感器	蓝牙,wifi	无	108mAh	
Garmin vívosmart 4	1,199	2018年8月	约7天	腕式光学心率、气压式高度计、加速度计、环境光传感器、Pulse Ox	蓝牙 /ANT+	有	7天续航	
Fitbit charge3	1298	2018年8月	7天	三轴加速度传感器、气压式高度计、光学心率		有	8天续航	
Misfit Ray	799	2016年5月	6个月	三轴加速度传感器、气压式高度计、光学心率	蓝牙 4.0	无	3粒 393 纽扣电池	

资料来源：各公司官网，中关村在线，兴业证券经济与金融研究院整理

小米产品毛利率持续改善，但关联方积压货款影响现金流。小米产品 2017 年毛利率提高到 23.6%，主要是由于新产品功能增多性能提高，进而产品附加值提高而导致。小米手环的经营状况持续走强，2018 年发布的小米手环 3 再次大卖，开卖不到半年销量超 1000 万，市场表现强劲。值得注意的是，小米手环强劲的表现并没有为公司带来相应的现金流。根据公司年报披露的数据，来自关联方的应收款随小米产品收入的提高而同步提高，截至 2018 年 9 月 30 日，来自关联方的应收款达到 6.63 亿元人民币，同年前 9 个月小米产品收入为 15.86 亿。

图19、公司小米产品收入及毛利润



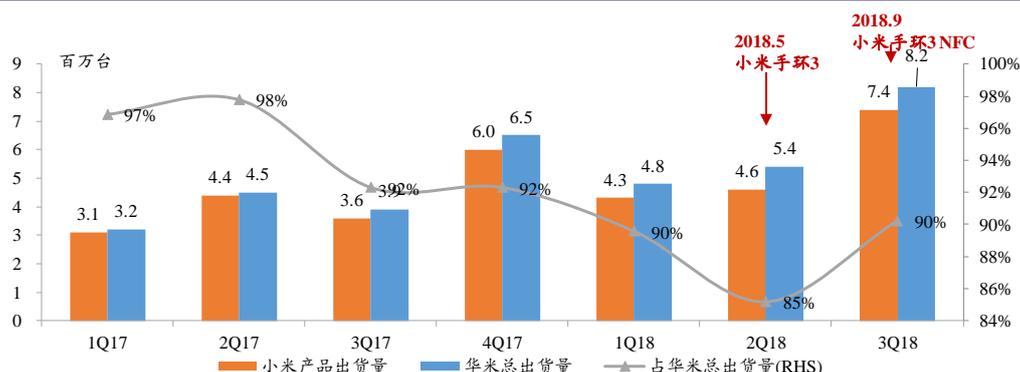
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、小米产品收入及来自关联方的应收款

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：比值=小米产品收入/来自关联方应收款

经营层面，小米产品出货量随新品发布表现强劲，19年搭载黄山一号芯片的小米手环4值得期待。小米产品的出货量和发布新品时间强相关，通常情况下，新品发布当季及下一季度销量表现较好，公司于18Q2发布了小米手环3，18Q4发布了手环3的NFC版，出货量激增。预计19Q4有望发布新一代小米手环，由于5G、e-SIM、CFDA有望在新一代小米手环中得到应用，2019年新品值得期待。

图21、小米手环的出货量变化



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、“自有品牌”Amazfit 正处成长期，收入翻倍式增长

自有品牌手表价格虽高，但仍具性价比。公司2018年9月推出的Amazfit智能手表定价799元，虽高出小米手环系列产品，但相对于其他智能手表仍是相对低价。公司的Amazfit智能手表开GPS下续航35小时，续航指标优于同类，同时搭载PPG心率传感器。未来随着新款手表搭载黄山一号芯片，手表性能将进一步提高。

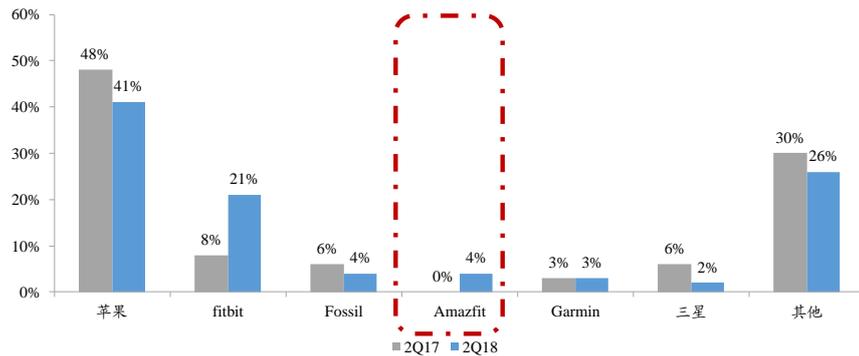
表8、当前市场主要手环参数及价格

产品名	价格	上市时间	重量	开GPS续航	主要传感器	连接方式	实时心率	电池容量	颜色选择
Amazfit 智能手表	799	2018年9月	46g	35小时	光学传感器、加速度传感器、陀螺仪 GPS	Bluetooth 4.2 BLE+BR/EDR Wi-Fi	有	390 mAh	
Apple Watch Series 4	3199	2018年9月	36.7g	18小时	电极式心率传感器、第二代光学心率传感器、加速度传感器、优化的陀螺仪 GPS	4G LTE 和 UMTS、Wifi、蓝牙 5.0	有	1120 mAh	
华为 watch GT	1288	2018年10月	46g	22小时	光学心率传感器 加速度传感器 陀螺仪传感器 GPS	蓝牙 4.2	有	420 mAh	
Fitbit Versa	2299	2018年3月	40g	10小时	3轴加速计，光学心率监视器 GPS	Wifi、蓝牙 4.0	有	400 mAh	
Garmin vivoactive3	2480	2017年9月	43g	11小时	腕式光学心率、加速度传感器、GPS、Glonass	蓝牙、Ant+	有		

资料来源：各公司官网，中关村在线，兴业证券经济与金融研究院整理

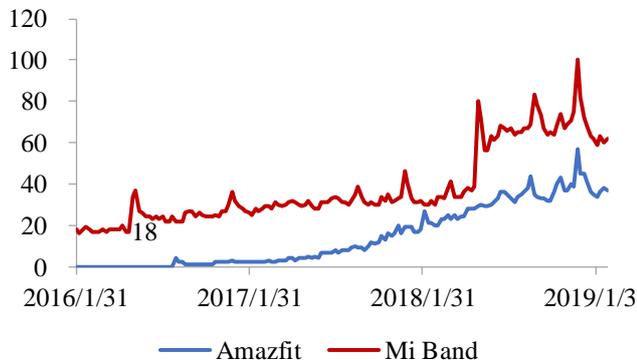
**自建海外销售团队，Amazfit 手环出海首战告捷，19 年将再发力。**公司 2018 年 1 月成立海外市场营销团队，2Q18 小米手环在印度市占率达到 46%，2018 前 9 个月自有产品海外出货量占总出货量超 50%，2019 年公司将深耕海外市场。美国、印度、印度尼西亚、西班牙和俄罗斯将是 2019 年自有品牌发力主要海外地区。根据 google trends 的数据，截至 2019 年 2 月，Amazfit 的全球搜索热度分布中，排名前 5 的国家分别为西班牙、捷克、斯洛伐克、匈牙利和缅甸。美国市场中，公司将与 Best Buy、沃尔玛、亚马逊等渠道商，及 TIMEX（钟表公司）展开合作，或在 19 年推出合作版智能手表。

图22、全球智能手表出货量，2Q17 VS 2Q18



资料来源：Counterpoint Research，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、Amazfit 和 Mi Band 的谷歌指数



资料来源：Google Trends，兴业证券经济与金融研究院整理

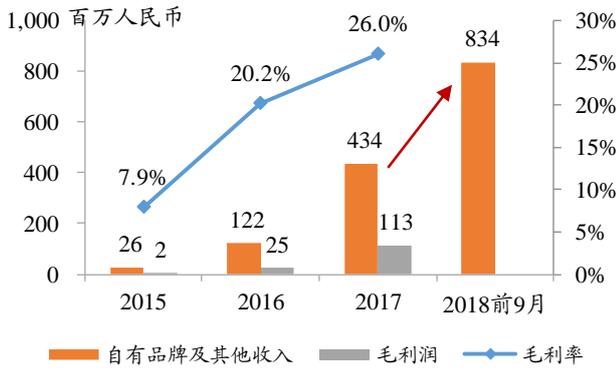
图24、Amazfit 的全球搜索热度分布



资料来源：Google Trends，兴业证券经济与金融研究院整理

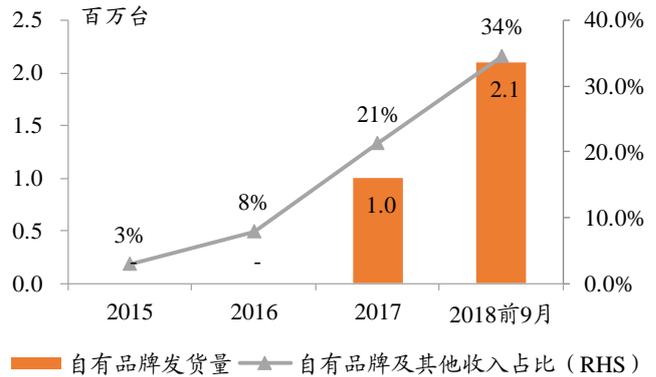
**Amazfit 出货量快速翻倍，自有品牌及其他收入高速增长。**根据公司披露数据，自有品牌及其他分部收入 2015-2017 年 CAGR 为 311%，2018 年前 9 月达 8.34 亿，再创新高。这部分收入的增长主要是由于自有品牌 Amazfit 的手环手表产品的销量提高而带动。自 2015 年创立品牌以来 Amazfit 在国内外分别发布了多款手环手表，出货量在 2018 前 9 月达到 210 万台，处于品牌成长期，出货量高速增长。

图25、自有品牌产品及其他收入及毛利润



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、自有品牌收入占比及发货量



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、积极开展战略合作，“AI 芯片+传感器+云服务”未来5年重塑估值

公司先后与小米、PAI Health、TIMEX 和迈凯伦应用技术建立合作关系，公司有意打造健康数据驱动的“AI 芯片+传感器+云服务”业务生态：

**第一步：从 ODM 企业过渡到具有全业务流程的独立硬件公司。** 公司通过大量铺设产品收集健康数据，构建数据和算法壁垒，为数据变现打下基础。

**第二步：积累更多健康数据，并迭代出成熟的算法，转型为健康数据驱动的外部服务公司。**

未来5年公司估值随业务模式变化将迎来跨越式上升，关注公司自有品牌的发展进度，及业务合作的进展。

图27、华米科技的合作伙伴

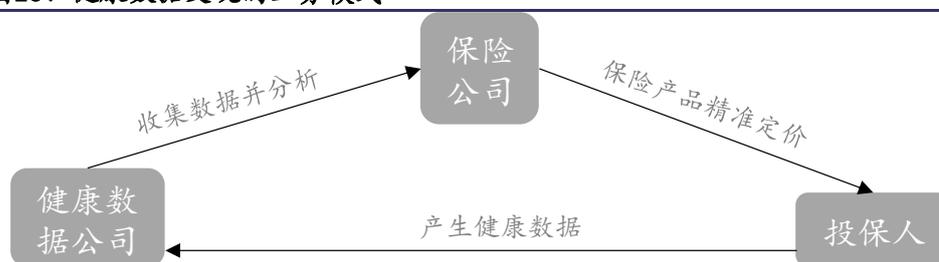
2014 全方位扶持，渠道、研发		小米集团是中国领先的智能手机制造商，以小米手机为中心构建了产品生态，华米是小米生态链公司之一
2018.7 保险行业健康算法，服务变现		PAI Health是一家专注于智能可穿戴行业的算法公司，公司在通过健康数据和保险公司合作上具有经验
2018.11 美国渠道、品牌合作		TIMEX是美国著名的钟表公司，在产品和渠道上均具有多年经验
2019.1 健康数据、品牌合作		迈凯伦应用技术是全球设计和技术解决方案的领导者，擅长赛车、公共交通、运动健康等领域的大数据分析和决策咨询

资料来源：公司公告，各公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**第一步：**公司与TIMEX达成合作，TIMEX是美国著名钟表公司，在美国有较全成熟的销售渠道，合作的达成有利于公司在海外市场的销售，共同推出的联名款手表有望在2019年能够发布，新款手表在海外市场的表现值得期待。

**第二步：**公司与算法公司PAI Health达成合作，PAI是第一个科学有效地将心率数据转化为个性化的运动量点数的系统，合作将推进公司服务于保险公司、医疗服务提供商和企业雇主。新的商业模式将会以投保人数计价，未来与大型保险公司的合作将对公司收入结构产生较大影响。该商业模式在美国较为成熟，美国人寿保险巨头John Hancock停止承保传统人寿保险，只销售通过可穿戴设备和智能手机追踪健身和健康数据的“互动式”保单。目前公司在欧洲和美国已开展小规模试验合作，预计2020年能够小规模变现。

图28、健康数据变现的业务模式



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、盈利预测主要假设及结果

**主要假设：**我们假设公司2019年将推出与TIMEX合作的新款手表、新一代小米手环、Amazfit可穿戴动态心电仪正式发布，预测小米手环出货量未来将保持稳健增长，自有品牌正处于成长期，出货量增速较快，但总量不及小米手环。预计2021年公司年度出货量将达3440万台，其中小米产品占比78%，自有品牌占比22%。预计公司整体平均单价2021年将达到210.9元，其中小米品牌为110.3元，自有品牌为679.0元。由于公司始终坚持性价比策略，总体毛利率预计在19年下滑至21.4%，其中小米品牌毛利率将下滑至19%，自有品牌及其他分部毛利率将下滑至24%。

表9、出货量与平均单价预测

	预测					趋势	YoY				
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E		2017	2018E	2019E	2020E	2021E
年度出货量(百万)	18.1	25.4	29.9	32.1	34.4	↗	1.7%	40.3%	17.8%	7.4%	7.1%
平均单价(元)	113.2	140.5	166.7	187.6	210.9	↗	29.5%	24.1%	18.6%	12.5%	12.4%
小米品牌出货量(百万)	17.1	23.1	26.1	27.2	28.3	↗	-1.7%	35.1%	12.8%	4.5%	4.0%
占比%	94.5%	90.9%	87.0%	83.0%	78.0%	↘					
平均单价(元)	94.4	99.0	100.0	105.0	110.3	↗	14.5%	4.9%	1.0%	5.0%	5.0%
自有品牌出货量(百万)	1.0	3.1	3.9	4.9	6.1	↗	144.3%	206.0%	26.4%	26.6%	24.3%
占比%	5.5%	11.7%	13.0%	17.0%	22.0%	↗					
平均单价(元)	434.4	419.1	615.9	646.7	679.0	↗		-3.5%	46.9%	5.0%	5.0%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院预测

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

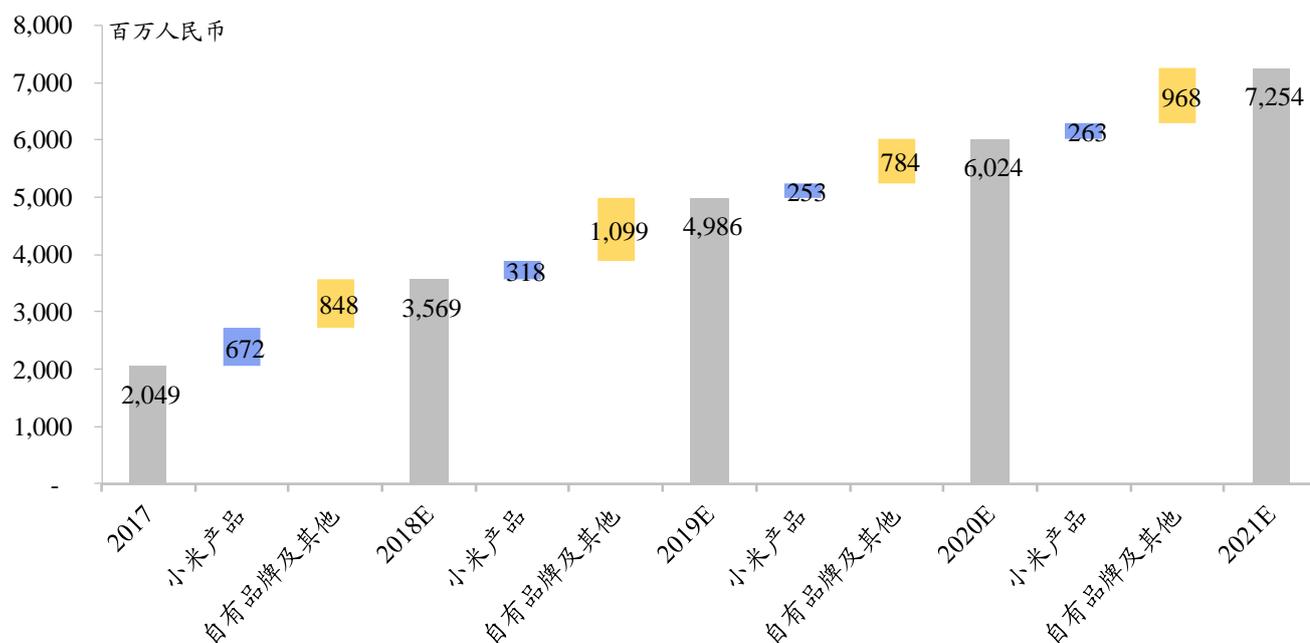
**预测结果:** 我们预测公司整体收入在 2021 年将达到 73 亿元人民币, 其中小米品牌收入达到 31 亿元, 自有品牌及其他收入将达到 41 亿元。公司三费率预计较为稳定, 经营利润在 2021 年有望达到 4.4 亿元。

表10、盈利预测结果

单位: 百万人民币	预测						YoY				
	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	趋势	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>2,048.9</b>	<b>3,569.4</b>	<b>4,986.2</b>	<b>6,023.7</b>	<b>7,254.2</b>		<b>31.6%</b>	<b>74.2%</b>	<b>39.7%</b>	<b>20.8%</b>	<b>20.4%</b>
小米品牌	1,614.5	2,286.9	2,605.0	2,858.2	3,121.1		12.6%	41.6%	13.9%	9.7%	9.2%
占比	79%	64%	52%	47%	43%						
自有品牌及其他	434.4	1,282.6	2,381.2	3,165.5	4,133.1		255.1%	195.3%	85.7%	32.9%	30.6%
占比	21%	36%	48%	53%	57%						
<b>毛利率</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.4%</b>	<b>21.4%</b>	<b>20.9%</b>	<b>20.3%</b>						
小米品牌	23.6%	23.0%	19.0%	18.5%	18.0%						
自有品牌及其他	26.0%	27.0%	24.0%	23.0%	22.0%						
<b>毛利润</b>	<b>494.7</b>	<b>871.7</b>	<b>1,066.4</b>	<b>1,256.8</b>	<b>1,471.1</b>		<b>21.4%</b>	<b>76.2%</b>	<b>22.3%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.0%</b>
小米品牌	381.7	526.0	495.0	528.8	561.8		4.2%	37.8%	-5.9%	6.8%	6.2%
占比	77%	60%	46%	42%	38%						
自有品牌及其他	113.0	345.7	571.5	728.1	909.3		229.1%	206.0%	65.3%	27.4%	24.9%
占比	23%	40%	54%	58%	62%						
<b>销售费用</b>	<b>44.0</b>	<b>135.6</b>	<b>189.5</b>	<b>228.9</b>	<b>275.7</b>		<b>58.2%</b>	<b>208.1%</b>	<b>39.7%</b>	<b>20.8%</b>	<b>20.4%</b>
一般及管理费用	114.9	171.3	174.5	168.7	174.1		11.9%	49.1%	1.9%	-3.4%	3.2%
研发费用	153.8	285.6	398.9	481.9	580.3		16.3%	85.6%	39.7%	20.8%	20.4%
<b>经营利润</b>	<b>182.0</b>	<b>279.1</b>	<b>303.6</b>	<b>377.4</b>	<b>441.0</b>		<b>1260%</b>	<b>53.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>24.3%</b>	<b>16.9%</b>
经营利润率	8.9%	7.8%	6.1%	6.3%	6.1%						
<b>归母净利润</b>	<b>167.68</b>	<b>275.35</b>	<b>351.53</b>	<b>435.20</b>	<b>509.03</b>			<b>64%</b>	<b>28%</b>	<b>24%</b>	<b>17%</b>
Non-GAAP净利润	230.47	407.20	446.47	530.14	603.97			77%	10%	19%	14%

资料来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

图29、公司未来收入变动分析



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理及预测

## 4.2、DCF 估值：首次覆盖给予目标价：19.88 美元/ADS

我们通过 DCF 估值模型对华米科技进行估值，估值结果为 19.88 美元/ADS。第一阶段 FCFF 由预测的现金流量信息计算得出；第二阶段 FCFF 按给定年增长率计算；第三阶段长期增长率取 2%。整体加权平均资本成本 WACC 取 10%。根据计算，华米科技的 FCFF 折现计算的每 ADS 价值 19.88 美元。

表11、华米科技 FCFF 测算（第一阶段）

(单位: 百万人民币)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
收入	896.5	1,556.5	2,048.9	3,569.4	4,986.2	6,023.7	7,254.2
EBIT	-40.2	13.4	182.0	279.1	303.6	377.4	441.0
EBIT/收入	-4.48%	0.86%	8.88%	7.82%	6.09%	6.26%	6.08%
+ 折旧与摊销	0.3	2.4	3.7	6.5	9.0	12.3	16.3
EBITDA	-39.9	15.8	185.7	285.7	312.6	389.7	457.3
EBITDA/收入	-4.45%	1.01%	9.06%	8.00%	6.27%	6.47%	6.30%
- 营运资本增加	22.0	51.2	-26.2	187.9	39.0	26.4	-18.6
- 资本支出	2.9	11.5	21.5	19.2	22.2	28.9	34.2
- 所得税费用	0.9	-3.1	-27.6	-14.2	16.7	20.7	24.2
自由现金流	-65.7	-43.8	218.0	92.8	234.7	313.7	417.4

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院预测

表12、华米科技 FCFF 测算（第二阶段）

第二阶段	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
FCFF	468	519	571	622	672	726	777	823	864	899
yoy	12.00%	11.00%	10.00%	9.00%	8.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%	4.00%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

表13、华米科技 DCF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	879	11.18%
第二阶段	3,331	42.37%
第三阶段 (终值)	3,652	46.45%
企业价值 AEV	7,862	100.00%
- 少数股东权益	0	0.00%
- 净债务	-74	-0.94%
总股本价值	7,936	100.94%
股数 (百万股)	238	
每股价值 (人民币)	33.38	
每股价值 (美元)	4.97	
每 ADS (美元)	19.88	

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

表14、华米科技 DCF 估值敏感性测试

WACC	长期增长率(g)								
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
7.50%	24.99	25.96	27.08	28.38	29.92	31.77	34.03	36.85	40.48
8.00%	23.20	24.01	24.93	25.99	27.23	28.69	30.45	32.60	35.28
8.50%	21.64	22.31	23.08	23.95	24.96	26.14	27.53	29.20	31.24
9.00%	20.25	20.82	21.46	22.19	23.02	23.98	25.10	26.42	28.01
9.50%	19.02	19.50	20.04	20.65	21.34	22.14	23.05	24.11	25.37
10.00%	17.91	18.33	18.79	19.30	19.88	20.54	21.29	22.16	23.17
10.50%	16.92	17.27	17.67	18.11	18.60	19.15	19.78	20.49	21.32
11.00%	16.02	16.33	16.67	17.04	17.46	17.93	18.45	19.05	19.73
11.50%	15.20	15.47	15.76	16.09	16.44	16.84	17.29	17.79	18.35
12.00%	14.46	14.69	14.95	15.23	15.53	15.88	16.25	16.68	17.15
12.50%	13.77	13.98	14.20	14.45	14.71	15.01	15.33	15.69	16.10

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

## 5、风险提示

1. 小米手环销量不及预期;
2. 公司定价权不及预期导致毛利率下滑;
3. 黄山一号芯片商用不及预期;
4. 自有品牌销量不及预期;
5. 战略合作进展不及预期;
6. 来自小米集团的风险;
7. 行业竞争加剧。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万人民币					单位: 百万人民币				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1,295</b>	<b>2,822</b>	<b>3,599</b>	<b>4,333</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,049</b>	<b>3,569</b>	<b>4,986</b>	<b>6,024</b>
货币资金	370	1,312	1,605	1,941	营业成本	1,554	2,698	3,920	4,767
存货	250	465	653	781	<b>毛利</b>	<b>495</b>	<b>872</b>	<b>1,066</b>	<b>1,257</b>
应收账款	33	86	170	244	销售费用	-44	-136	-189	-229
来自关联方应收账款	578	817	965	1,099	管理费用	-115	-171	-175	-169
预付账款	51	93	131	156	研发支出	-154	-286	-399	-482
短期投资	14	50	75	112	其他	10	5	31	37
<b>非流动资产</b>	<b>170</b>	<b>247</b>	<b>337</b>	<b>468</b>	<b>税前利润</b>	<b>192</b>	<b>284</b>	<b>335</b>	<b>414</b>
固定资产	29	40	51	66	所得税	-28	-14	17	21
无形资产	5	7	9	10	<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>275</b>	<b>352</b>	<b>435</b>
商誉	6	6	6	6	少数股东损益	1	0	0	0
长期投资	85	153	229	344	<b>归属母公司净利润</b>	<b>168</b>	<b>275</b>	<b>352</b>	<b>435</b>
其他非流动资产	45	42	42	42	<b>EPS (元)</b>	<b>0.68</b>	<b>1.06</b>	<b>1.52</b>	<b>1.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,466</b>	<b>3,069</b>	<b>3,935</b>	<b>4,801</b>	<b>Non-GAAP EPS (元)</b>	<b>3.40</b>	<b>1.76</b>	<b>1.93</b>	<b>2.29</b>
<b>流动负债</b>	<b>877</b>	<b>1,228</b>	<b>1,647</b>	<b>1,982</b>	<b>主要财务比率</b>				
应付账款	708	963	1,307	1,589	<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
应付关联方金额	8	8	8	8	<b>成长性</b>				
应计费用及其他	94	169	245	298	营业收入增长率	31.6%	74.2%	39.7%	20.8%
其他流动负债	68	88	88	88	营业利润增长率		53.4%	8.7%	24.3%
<b>负债合计</b>	<b>888</b>	<b>1,238</b>	<b>1,658</b>	<b>1,993</b>	净利润增长率		64.8%	27.7%	23.8%
归母权益	226	1,831	2,278	2,808	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	2	0	0	0	毛利率	24.1%	24.4%	21.4%	20.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>578</b>	<b>1,831</b>	<b>2,278</b>	<b>2,808</b>	净利率	8.0%	7.6%	7.1%	7.2%
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,466</b>	<b>3,069</b>	<b>3,935</b>	<b>4,801</b>	ROE	28.9%	15.0%	15.4%	15.5%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万人民币					资产负债率	60.6%	40.3%	42.1%	41.5%
<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	1.48	2.30	2.18	2.19
税前利润	192	284	335	414	速动比率	1.19	1.92	1.79	1.79
折旧和摊销	4	7	9	12	<b>营运能力(次)</b>				
股权激励	63	132	95	95	资产周转率	1.40	1.16	1.27	1.25
营运资金的变动	26	-188	-39	-26	应收帐款周转率	40.9	79.0	62.3	41.7
其他	-22	-5	0	0	<b>每股资料(元)</b>				
所得税	-28	-14	17	21	每ADS收益	2.7	4.2	6.1	7.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>238</b>	<b>220</b>	<b>417</b>	<b>516</b>	每ADS经营现金	14.1	3.8	7.2	8.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-39</b>	<b>-117</b>	<b>-123</b>	<b>-181</b>	每ADS净资产	34.1	31.7	39.4	48.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>20</b>	<b>839</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
现金净变动	216	943	293	335	PE	47.5	28.8	22.6	18.2
现金的期初余额	153	370	1,312	1,605	PB	13.7	4.3	3.5	2.8
现金的期末余额	370	1,312	1,605	1,941					

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited 和四川省蓝光发展股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。