

从云米看小米的生态链赋能

投资要点

- **核心逻辑:** 小米生态链企业云米科技 (VIOT) 于 9 月 25 日正式登陆纳斯达克, 再次验证了小米生态链赋能的成功。小米投资云米等生态链企业, 云米以小米智能净水器为起点结合小米的渠道销售, 发展物联网家电新物种。本文主要从三个方面分析小米对云米的赋能方式: 品牌赋能、渠道赋能和思维赋能。
- **小米品牌赋能:** 以云米为例, 小米品牌赋能主要体现在小米推出云米制造的小米智能净水器, 为云米带来了品牌效应, 助力云米在创业初期便获得消费者的认可。截至 2017 年, 小米净水器单品累计销售额超 10 亿元; 2018 年第一季度, 小米净水器在国内净水设备市场零售份额达 5.8%, 同比增长 65.7%, 成为国内十大净水器之一。2018 年上半年云米实现营业收入 10.4 亿元, 同比增长 284%。云米物联网家居营业收入主要来自其智能净水系统, 实现收入达到 4.32 亿元, 其业务快速发展的核心源于与小米合作的爆款净水器。
- **小米渠道赋能:** 小米渠道赋能主要体现在小米利用营销渠道销售云米智能产品。小米智能净水器等相关产品通过小米渠道对外销售; 云米自营品牌通过小米“有品”对外销售, “有品”收取云米销售金额的 8% 作为服务费用。2018 年上半年, 云米向小米支付 280 万元用于“有品”渠道销售。小米渠道营销为云米带来高客流量: 小米拥有 2 亿米粉群, 米家 APP 拥有 5000 万用户, 而“有品”目前日活用户近一百万。因此基于小米的推广, 云米拥有至少两种 IoT 智能家居的家庭用户比例从 2016 年第一季度的 3.5% 增加到 2018 年第二季度的 12.5%; 截至 2018 年 6 月 30 日, 云米家庭用户数量达到了 122.23 万户。
- **小米思维赋能:** 小米思维赋能主要体现为互联网、AI、IoT 三大思维赋能。1) 互联网思维: 小米利用极致性价比的产品吸引客户, 再通过商品迭代提高消费者体验与客户粘性; 云米利用高性价比商品引流, 再利用 IoT 和 AI 技术来形成用户粘性和网络效应。2) AI 思维: 小米在产品设计中通过光学和声学及后续算法将产品尽可能智能化; 云米硬件融合 AI、互联网、大数据算法等, 不断对家电做出颠覆式的创新。3) IoT 思维: 小米的 IoT 思维实现泛互联化与去中心化; 云米把未来家电打造为以 IoT 的产品矩阵和智能联动构建全屋互联的场景体验。
- **盈利预测与评级:** 预计小米 18/19/20 年 EPS 分别为人民币 0.40/0.65/0.86 元, 对应的动态市盈率为 36/22/17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 硬件销量或不及预期的风险; 互联网服务变现或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	114,625	179,841	257,852	372,992
增长率	67.5%	56.9%	43.4%	44.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-43,826	8,956	14,708	19,397
增长率	--	--	64.2%	31.9%
每股收益 EPS	--	0.40	0.65	0.86
净资产收益率	34.5%	6.9%	10.2%	11.8%
PE	-	36	22	17

数据来源: 公司资料, 西南证券

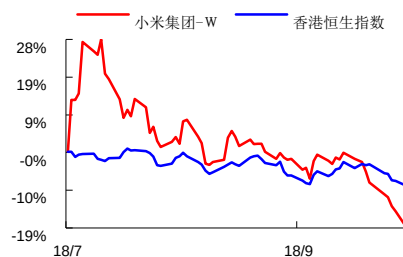
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青
电话: 021-68415309
邮箱: lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	13.58-21.55
3 个月平均成交量(百万)	75.58
流通股数(亿股)	225.78
市值(亿港元)	3,066.04

相关研究

1. 小米集团-W (1810.HK): 组织调整布局下半场, “442 阵型” 强化互联网属性 (2018-09-16)
2. 小米集团-W (1810.HK): Q2 业绩增长超预期, 生态链赋能效果显著 (2018-08-23)
3. 小米集团-W (1810.HK): 从亚马逊飞轮看小米的护城河 (2018-08-01)
4. 小米集团-W (1810.HK): 科技独角兽的非凡之路 (2018-07-16)
5. 小米集团-W (1810.HK): 从 Costco 看小米 (2018-07-12)

目 录

1 小米品牌赋能	1
1.1 小米净水器发布，云米打开智能家居市场	1
1.2 小米品牌持续赋能，云米业绩大幅增长	4
2 小米渠道赋能	9
2.1 小米渠道全线赋能，云米收获高客流量	9
2.2 小米渠道助力，云米从中获利	10
3 小米思维赋能	13
3.1 互联网思维：高性价比产品引流	13
3.2 AI 思维：智能科技，以人为本	15
3.3 IoT 思维：全屋互联网家电	17
4 盈利预测与估值	20
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 云米的沿革	1
图 2: 小米 RO 反渗透技术净水器	2
图 3: 公司近三年来云米和小米品牌业务营收占比	4
图 4: 云米历年与小米渠道的营收及占比 (单位: 百万元)	4
图 5: 2017 年云米主营业务占比	4
图 6: 云米历年物联网智能家居各项业务营收占比	5
图 7: 2018 年上半年物联网智能家居各项业务毛利率	5
图 8: 云米营业收入及小米 IoT 营收 (单位: 百万元)	6
图 9: 云米营收和小米 IoT 营业收入同比增速	6
图 10: 云米的小米应收与总应收账款 (单位: 百万元) 及占比	6
图 11: 小米应付账款 (单位: 亿元)	6
图 12: 云米存货、应收、应付账款周转天数	7
图 13: 小米存货、应收、应付周转天数	7
图 14: 云米现金流 (单位: 百万元)	7
图 15: 小米现金流 (单位: 亿元)	7
图 16: 云米和小米研发投入 (单位: 百万人民币)	8
图 17: 云米和小米研发投入营收占比	8
图 18: 小米从生态链企业采购至销售流程图	9
图 19: 小米生态圈生态赋能	10
图 20: 向小米支付销售费用、总营销费用及占比 (单位: 万元)	11
图 21: 小米销售营销开支 (单位: 亿元)	11
图 22: 小米与云米合作交易方案	11
图 23: 小米 IoT 与云米毛利率	12
图 24: 小米和云米毛利率数据假设举例	12
图 25: 小米和云米的三大思维	13
图 26: 小米智能手机业务毛利率同行对比	14
图 27: 小米 IoT 业务毛利率及同行对比	14
图 28: 云米智能家居产品扩张路径	14
图 29: 小米生态链主要合作企业及产品	15
图 30: 云米 AI 涉及方面	16
图 31: 云米 AI 油烟机 EyeBot 功能	16
图 32: 家电的前世今生	17
图 33: 云米全屋 IoT 物联网场景	18
图 34: 云米全屋智能家居场景应用	19

表 目 录

表 1：净水器产品对比	2
表 2：分业务收入及毛利率	20
表 3：可比公司估值情况	21
附：财务报表	22

1 小米品牌赋能

云米的产品线以成立之初的小米净水器为起点，如今已发展覆盖至物联网智能家居产品（智能净水系统、智能厨房产品）、互补消费品（净水器过滤器）及增值业务（销售水质仪表和滤水器投手等）。

小米对云米的第一种赋能方式是品牌赋能：小米智能净水器的推出为云米带来了品牌效应，助力云米在创业初期便获得消费者的认可并打开智能家居市场。截至 2017 年，小米净水器单品累计销售额超 10 亿元，实现了销量的持续攀升；此外，2018 年第一季度，小米净水器在中国净水设备市场的零售份额为 5.8%，同比增长 65.71%。

1.1 小米净水器发布，云米打开智能家居市场

2015 年 7 月，小米推出的小米净水器以其简洁大方的设计、高性价比战略和成功的互联网营销推广，迅速打开社会知名度，而小米净水器来自生态链企业云米。

云米告别传统家电功能单一的孤岛式体验，创造基于 IoT 和 AI 技术的互联网家电新物种，使得家电设备在多重场景下发生联动，构建全屋智能互联的全新体验。2014 年 5 月，佛山市云米电器科技有限公司正式成立；2014 年 7 月，小米对云米进行天使轮融资，云米成为小米生态链首批 5 家创业公司之一；2015 年 1 月，云米获得红杉资本和顺为资本等 A 轮融资。

图 1：云米的沿革

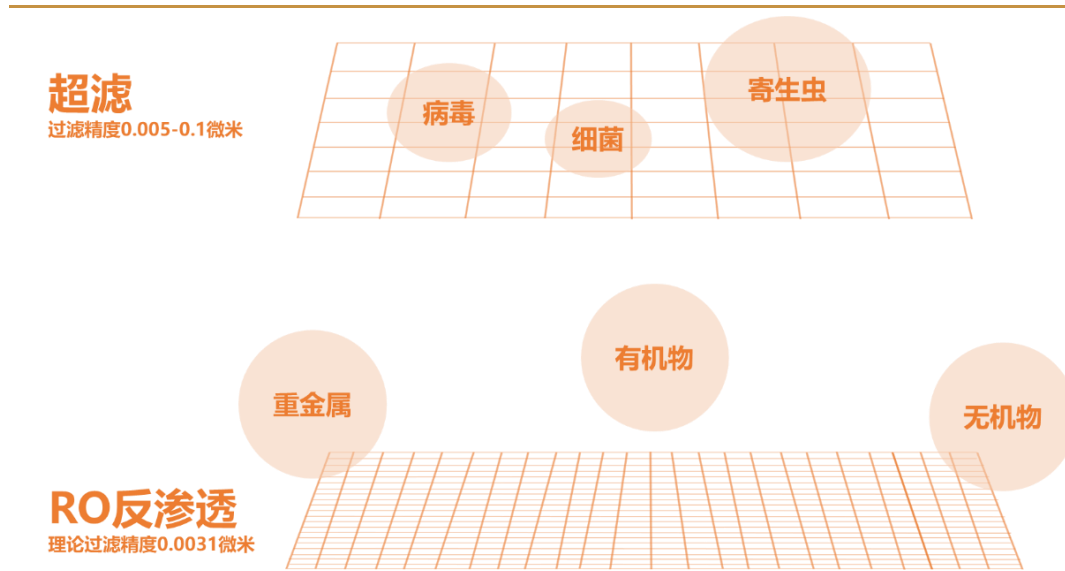


数据来源：西南证券

云米借助小米品牌的知名度、权威度、美誉度、好感度和满意度，在净水器并不为消费者熟悉的时代，使尚处于早期的小米净水器产品得到消费者认可。2016 年，小米关联方营收占云米总营收比高达 96%，成为云米营业收入的主要动力；此外，小米净水器沿用小米简洁的设计理念，相继获得德国 iF 设计奖和德国创意设计红点奖；截至 2017 年，小米净水器单品累计销售超 10 亿元，高性价比净水器成为云米爆款产品。

小米净水器沿用小米的经营理念，旨在提高用户生活水平。烧开的自来水无法除去对身体有害的重金属、铁锈泥沙、耐高温细菌及余氯、农药；而饮用运用 RO 反渗透技术的小米净水器过滤之后的新鲜纯净水，会改善用户健康生活品质。拥有 RO 反渗透技术的小米净水器在小米品牌的赋能下，迅速成为市场关注的热点。

图 2：小米 RO 反渗透技术净水器



数据来源：小米商城，西南证券整理

小米净水器运用高超的技术与科技提高滤水效果与便捷度。其 RO 反渗透技术是精度非常高的水过滤技术，精度达万分之一微米，能去除大部分细菌、抗生素、重金属、水垢等；“立体集成水路”是小米净水器最重要的技术攻关，大大缩小产品体积提升出水量；小米净水器内置 TDS 检测，可以实时监测净水的 TDS 值；此外，小米净水器可与小米智能家庭 APP 联通实行智能管理，方便用户手机上实时查看过滤效果。

小米沿用小米“为发烧而生”的宗旨，采用高性价比战略。小米净水器的零售价为 1299 元，大大低于同等性能的同类产品的价格。相比传统净水器，小米采用的是精选进口的优质原材料滤芯、精选日本可丽来椰壳活性炭、美国进口陶氏/GE/海德能反渗透膜等优质材料。相比史密斯、霍尼韦尔、美的和沁园等的家用净水器，在核心技术与滤芯运用产品大致相同的情况下，消费者更愿意选择性价比更高的小米净水器。

表 1：净水器产品对比

代表性产品及定价	产品图片	核心技术	滤芯	规格
小米净水器 1299		RO 反渗透技术 立体集成水路	优质 PP 棉滤芯 进口椰壳活性炭滤芯 RO 反渗透滤芯 后置椰壳活性炭滤芯	额定总净水量 1200L

代表性产品及定价	产品图片	核心技术	滤芯	规格
史密斯家用净水器 2688		高效反渗透 净化系统	PP 棉滤芯 前置活性炭滤芯 长效反渗透滤芯 MF 活性炭复合滤芯	额定总净水量 3600L
霍尼韦尔家用净水器 3999		经典反渗透系统	CBPA 压缩活性炭复合 滤芯 RO 反渗透滤芯 CB 活性炭滤芯	额定净水量 3000L
美的家用净水器 2499		无罐一体芯技术 RO 五膜页技术	PP 棉滤芯 颗粒活性炭滤芯 烧结活性炭滤芯 反渗透 RO 膜滤芯 后置活性炭滤芯	额定净水量 2000L
沁园家用净水器 2999		膜法水深度处理 集成技术	聚丙烯熔喷滤芯 反渗透滤芯 前后双置活性炭滤芯	额定净水量 1000L

数据来源：天猫，西南证券整理

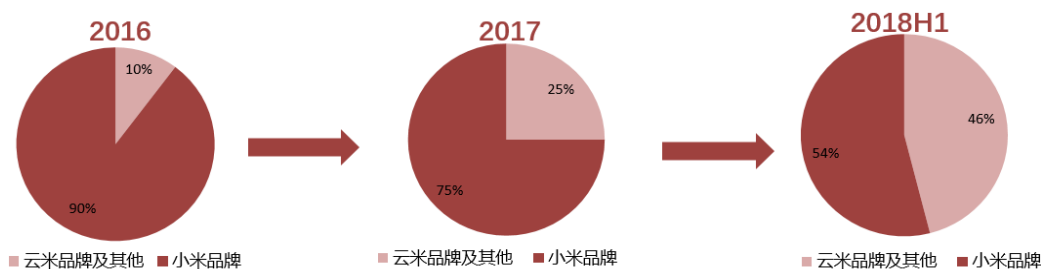
基于小米净水器的成功，云米继续对智能产品进行迭代和创新。2016 年 6 月，云米发布全球第一台人工智能净水器 V1；2016 年 12 月，发布全球首台一秒即热净水器；2017 年 8 月，发布互联网冰箱；2018 年 3 月和 6 月，云米发布全球第一台 AI 人工智能油烟机和全球首台 ERO 净水器。2018 年 9 月，云米向美国证券交易委员会（SEC）提交 IPO 申请。

1.2 小米品牌持续赋能，云米业绩大幅增长

云米营收分布：小米品牌赋能云米，成为云米主要营收来源

云米的主营业务按**产品品牌**分为：小米品牌、云米品牌及其他产品。2016 年与 2017 年，来自小米渠道的营收占比分别为 95.9%和 84.7%；2018 年上半年，来自小米渠道的营收实现人民币 6.5 亿元，营收占比为 62.6%。因此，小米渠道的收入是云米的主要营收来源，并且云米依附小米品牌迅速打开了智能家居的大门。

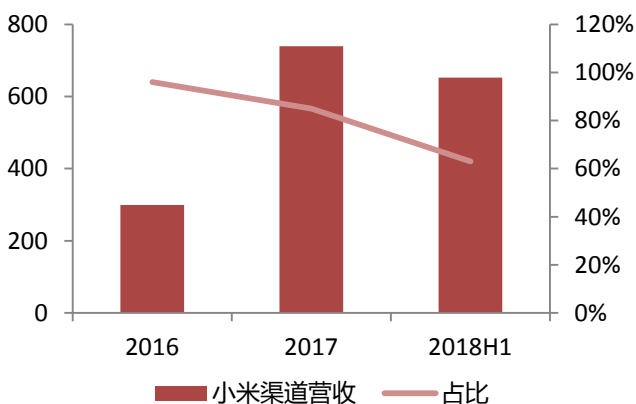
图 3：公司近三年来云米和小米品牌业务营收占比



数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

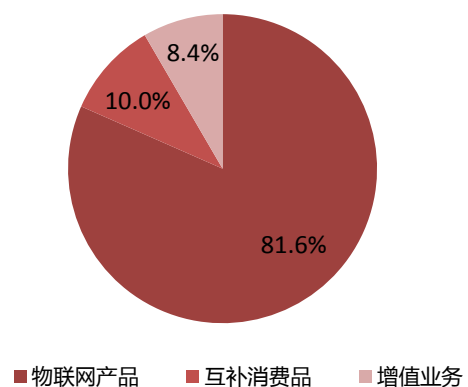
云米的主营业务按**产品功能、形态和模式**大致分为：物联网智能家居产品（智能净水系统、智能厨房产品、其他智能产品）、互补消费品（净水器过滤器）和增值业务（销售水质仪表和滤水器投手等，提供安装服务）。2017 年，公司收入主要来自物联网智能家居，占比 81.6%；互补消费品收入占比 10%；增值服务收入占比 8.4%。

图 4：云米历年与小米渠道的营收及占比（单位：百万元）



数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

图 5：2017 年云米主营业务占比



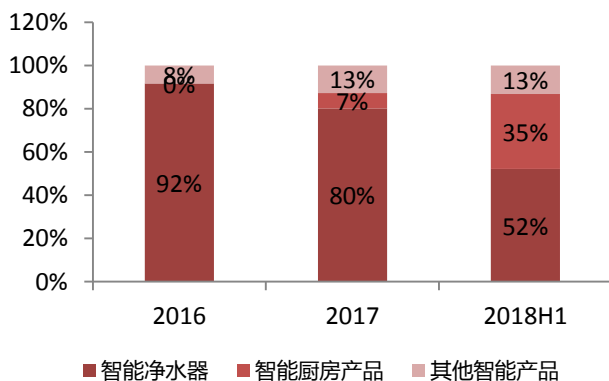
数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

物联智能家居：小米智能净水器推动云米发展

云米物联网智能家居产品大致分为：智能净水系统、智能厨房产品和其他智能产品。其中，云米品牌通过小米智能净水器迅速打开智能家居市场，而智能厨房产品和其他智能产品等有望成为云米发展的新动力。截至 2018 年 6 月 30 日，云米向市场推出 40 多种物联网产品线。

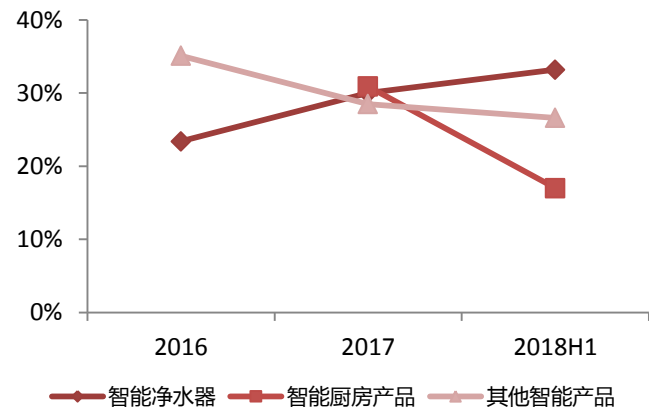
2018 年上半年，物联网家居产品营收主要来自智能净水系统，智能净水系统实现营收 4.32 亿元，同比增长 120%，占物联网家居产品收入的 52.17%，云米净水器业务的快速发展主要源于与小米的合作研发与销售，并生产的小米爆款净水器；此外，智能厨房产品和其他智能产品实现总营收 3.9 亿元，同比增长 1023%，营收占比分别为 34.54%和 13.29%。2018 年上半年，由小米净水器引领的云米智能净水系统规模效应显著，毛利率为 33.2%；云米的智能厨房产品和其他智能产品尚在培育期，毛利率波动幅度较大，分别为 17%和 26.6%。

图 6：云米历年物联网智能家居各项业务营收占比



数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

图 7：2018 年上半年物联网智能家居各项业务毛利率

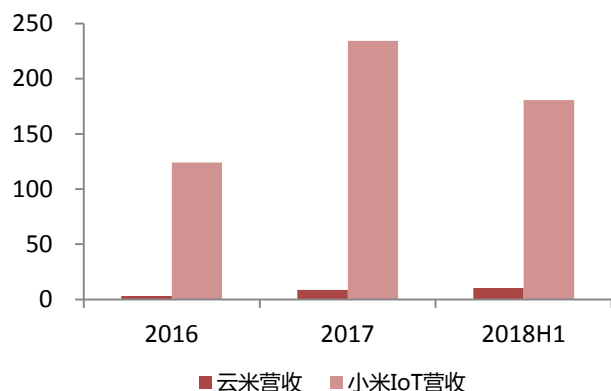


数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

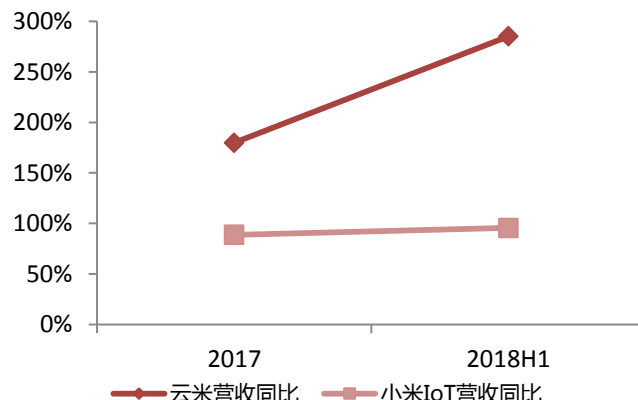
营业收入对比：云米小米营业收入实现大幅攀升

云米自 2015 年推出第一款产品小米净水器以来，整体业绩呈现快速上升的趋势。2017 年公司实现营业收入 8.73 亿元，同比增长 179%；2018 年上半年实现营业收入 10.4 亿元，同比增长 284%。与此同时，小米的 IoT 物联网营业收入也在稳定上涨，2018 年第二季度，小米 IoT 物联网收入实现 104 亿元，同比增长 104.3%；2018 年上半年，小米 IoT 物联网与生活消费品实现营收 180.7 亿元。

2017 年，云米毛利润实现 1.03 亿元，是去年同期毛利润的 5.98 倍；小米 IoT 毛利润实现 19.51 亿元，同比增长 92.59%。营业收入与毛利润高速增长的原因主要在于物联网产品需求大幅增加，包括智能水净化系统及其他智能厨房产品需求的强劲增长。

图 8：云米营业收入及小米 IoT 营收（单位：百万元）


数据来源：云米招股说明书，Wind，西南证券整理

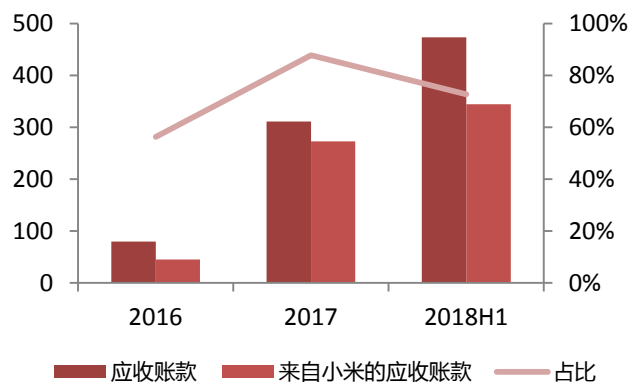
图 9：云米营收和小米 IoT 营业收入同比增速


数据来源：Wind，西南证券整理

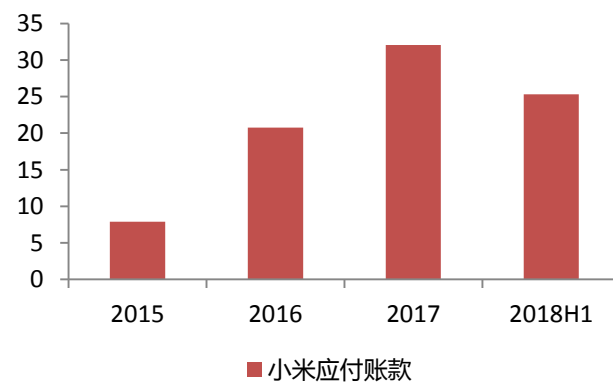
应收账款对比：小米不断购入智能家居，云米应收账款持续上升

云米科技的应收账款主要来自于小米，即小米从云米购入的小米净水器等智能产品。2017 年，云米来自小米的应收款项为人民币 2.73 亿元，占云米总应收账款 88%；2018 年上半年，来自小米的应收款项为人民币 3.44 亿元，占云米整体应收账款 73%。

此外，随着小米生态链企业的不断壮大，小米应付账款也随购买生态链企业硬件产品数量的增多而上涨。2017 年，小米向云米等关联企业支付采购金额 19.31 亿人民币。此外，2015 年度至 2018 年第一季度，小米对联营企业、有重大影响被投资企业、实际控制人重大影响企业的应付账款在各报告期分别达到 7.91 亿、20.77 亿、32.05 亿和 25.33 亿。

图 10：云米的小米应收与总应收账款（单位：百万元）及占比


数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

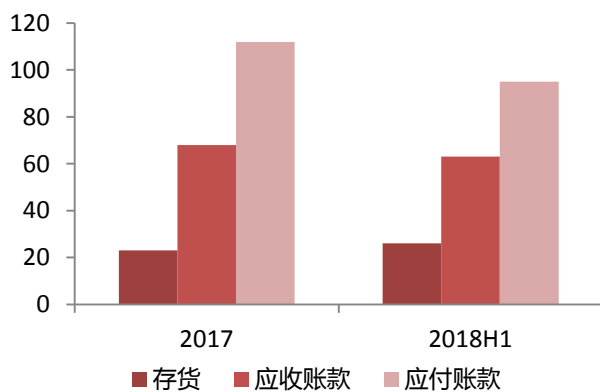
图 11：小米应付账款（单位：亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

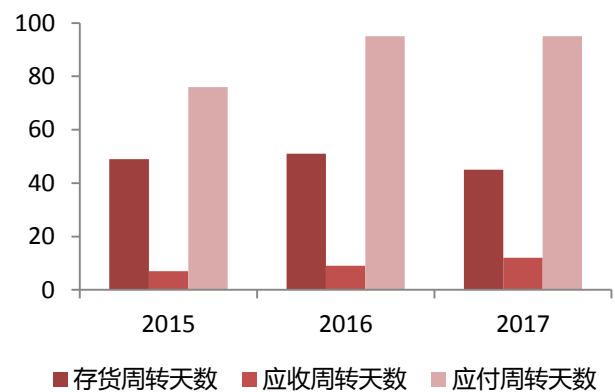
周转率对比：较长应付周转天数，保障云米现金流，体现小米高地位

2017 年及 2018 年上半年，云米存货周转天数分别为 23 天及 26 天，较短的存货周转天数表明了小米在短时间内购入云米物联网智能家居产品，反映了小米对智能产品的巨大需求。2018 年上半年，云米应收账款周转天数为 63 天，由于云米的应收账款大部分来自于小米，因此较长的应收账款天数也表明云米对小米的信任和依赖。2017 及 2018 年上半年，公司的应付账款周转天数分别为 112 天和 95 天，较长的应付账款使得公司保证了充足的现金流。

此外，2015 年至 2017 年，小米的应付账款周转天数分别为 76 天、95 天、95 天，其应付账款周转天数呈现增长的趋势，占用云米生态链合作企业等供应商款项期限延长代表小米话语权有增强趋势以及在行业中的市场地位较强；小米的存货周转天数为 49 天、51 天和 45 天；小米应收账款大多为应收中国大陆和印度渠道分销商及客户、互联网服务发展相关的款项，其应收账款天数为 7 天、9 天和 12 天。

图 12：云米存货、应收、应付账款周转天数


数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

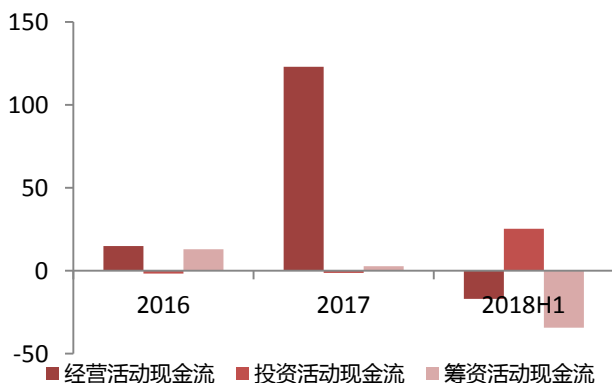
图 13：小米存货、应收、应付周转天数


数据来源：Wind，西南证券整理

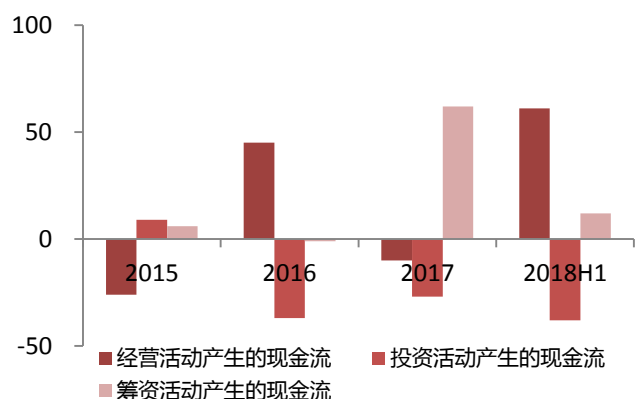
现金流对比：生态链企业的赋能促进云米和小米现金流的高涨

云米主要通过经营活动产生的现金流和历史股权融资活动为公司业务提供资金。云米经营活动现金流在 2018 年上半年为-1788 万人民币，这主要归因于来自小米的应收账款及其他应收票据的增加，为 2.09 亿元；其次，由于智能家居产品需求的扩张，云米库存存货和供应商预付账款分别增长 1.16 亿元与 4760 万元。投资活动现金流在 2018 年上半年实现 2530 万元，其中 3140 万元投资现金流来自于小米的贷款偿还。

小米的经营性活动现金流在 2017 年与 2018 年上半年分别为-10 亿元与 74 亿元，其中自营产品与向云米等生态链合作企业所购存货增加 68 亿元；2018 年上半年，小米投资活动现金净额为-43 亿元，主要是由于按公允价值计入损益之短期投资所用现金净额为 355 亿元，这是因为小米不断扩张其物联网智能产品，加大对生态链的投资与建立。

图 14：云米现金流（单位：百万元）


数据来源：云米招股说明书，西南证券整理

图 15：小米现金流（单位：亿元）


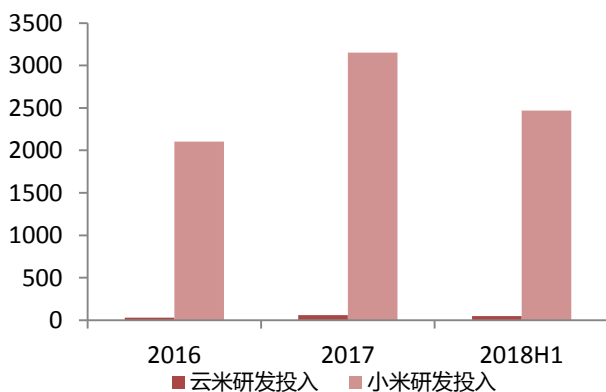
数据来源：Wind，西南证券整理

研发投入对比：小米研发下放至生态链企业，云米研发投入量不断提升

截至 2018 年 6 月 30 日，云米研发团队由 124 名硬件工程师和 104 名软件工程师和设计师组成，占员工总数的 43.3%。云米研发投入由 2016 年的 2992 万元增加至 2017 年的 6075 万元，同比增长 103%，分别占公司营业收入的 9.61%和 6.99%。公司研发开支主要包括薪酬福利、股权激励支持、高技术研发人员的招聘，根据公司 2015 股权激励计划，2016 年和 2017 年云米分别向员工授出 186 万和 270 万股份。

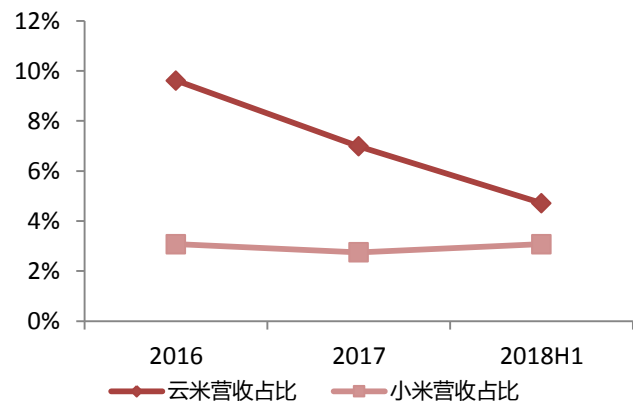
2017 年，小米研发投入为 31.51 亿元人民币，占收入的比例为 2.75%；截至 2018 年 6 月 30 日，其研发投入为 24.67 亿元，占收入比 3.07%。小米研发投入有三点特点：1) 小米研发投入占小米整体运营费用的三分之一，这达到了高效的目的；2) 小米研发人员总数高达 5515 人，占公司总员工数的 38%；3) 小米将研发投入下放至生态链企业，其投资的生态链企业，例如云米等，自身的研发投入在不断加持助力为小米提供高性价比产品。

图 16：云米和小米研发投入（单位：百万人民币）



数据来源：云米招股说明书，Wind，西南证券整理

图 17：云米和小米研发投入营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

2 小米渠道赋能

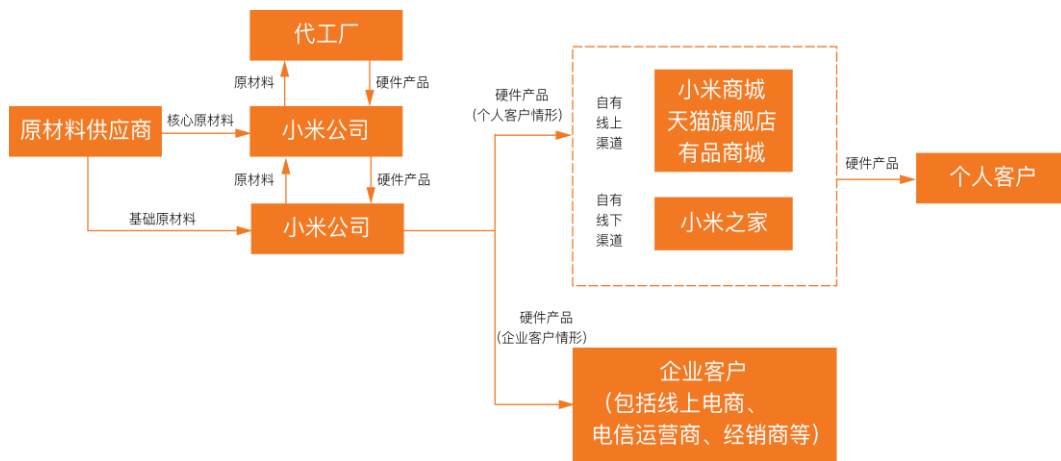
小米对云米的第二种赋能方式是渠道赋能：云米作为小米的生态链企业，其自营品牌产品可通过小米“有品”电商平台进行销售，“有品”平台收取云米销售金额的 8% 作为服务费用（不包括退还给客户的产品退货或双方就特定产品线达成的其他协议，以及向小米存款）。这直接减轻了云米在营销与品牌建立上的负担并为云米带来高客流量。因此，基于小米渠道的推广，云米拥有至少两种全屋物联网智能家居的家庭用户比例从 2016 年第一季度的 3.5% 增加到 2018 年第二季度的 12.5%；拥有至少两种云米物联网产品的家庭用户 2017 年达到 89.41 万人，同比增长 157%；截至 2018 年 6 月 30 日，云米家庭用户数量达到了 122.23 万户。

2.1 小米渠道全线赋能，云米收获高客流量

云米的成功壮大离不开与小米的合作及小米销售渠道的赋能。小米主要从云米等生态链企业采购小米定制智能家居及生活消费品，并利用公司销售渠道对外销售。

小米和云米采用合作与分工模式共同制作与营销产品：对于智能家居产品而言，云米负责产品研发设计、外包生产等，而小米参与产品定义、设计等环节的讨论并全权负责销售；对于与产业链企业合作的智能硬件产品，云米等生态链企业自行采购原材料或通过小米采购基础原材料，并按要求生产智能硬件及生活消费品等生态链产品；此外，云米挑选优质代工厂，其中滤芯由阿波罗生产、净水器组装由新宝股份完成。

图 18：小米从生态链企业采购至销售流程图



数据来源：西南证券

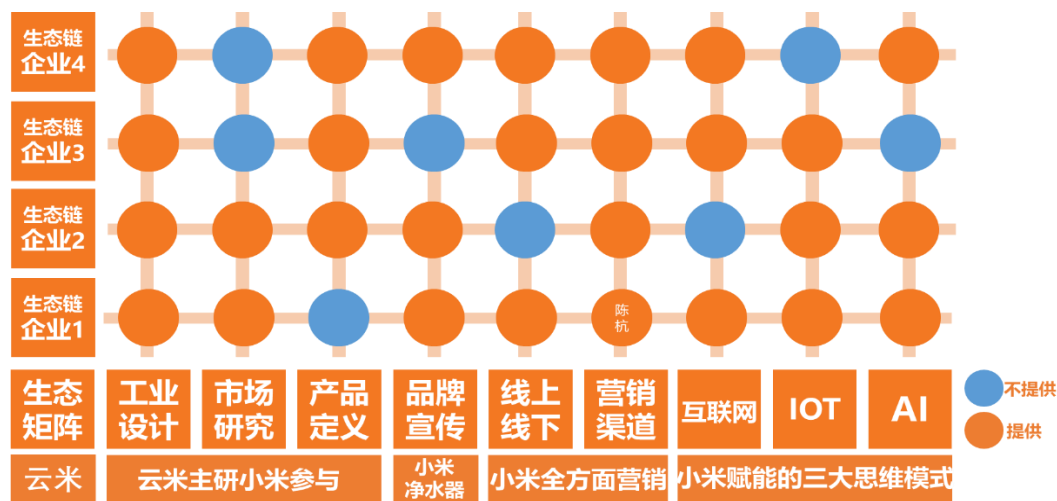
小米向云米等生态链企业采购商品，然后通过线上渠道和线下渠道向个人客户及公司客户销售。其中，云米自营产品由小米“有品”渠道销售。小米“有品”主要负责对精品生活电商产品的销售；云米将利用小米指定的仓储和物流服务自行安排物流服务，并在发货后 24 小时内将相关的货运信息记录到“有品”平台。“有品”依托小米生态链体系，延续小米的“爆品”模式，致力于将“小米式的极致性价比”延伸到更广泛的家居生活领域。

此外，小米将在以下几种情况退货云米产品：1) 云米产品销售额连续季度低于预期；2) 小米就售后或客户服务质量问题收到超过十起投诉；3) 由于质量、物流、售后等其他原因

的重大缺陷或涉及误导性宣传，导致云米给用户或小米造成损失；4) 云米产品价格在有品渠道高于其他渠道，并且未及时做出调整；5) 云米产品的声誉未达到商定的标准。

基于小米的销售渠道，小米拥有的 2 亿米粉群不断帮助云米拓展智能家居的热度。小米米家 APP 拥有 5000 万用户，而“有品”目前日活用户近一百万。小米成功的市场营销推广使得小米净水器在 2017 年“双十一”开启的 10 个多小时之内，出货量近 10 万台，全渠道销售额达到 1 亿。

图 19：小米生态圈生态赋能



数据来源：西南证券

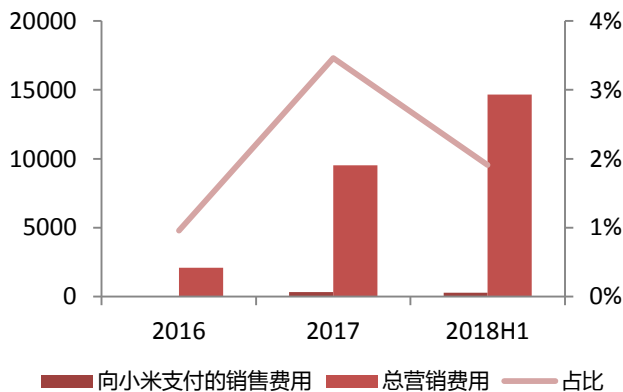
小米利用积累的资源为云米进行生态赋能----庞大的用户群、相对成熟的产品方法论、宣传渠道等九大生态资源。因此，云米等生态链企业借助小米的投资和渠道，完成品牌的建立和产品的销售，构筑起一个独特的生态链模式。此外，云米沿用小米新零售理念，打破时间和地域的限制开启 F2C 新零售模式，将线下体验和线上零售深度整合，加上现代物流系统，辅以家居大数据、云计算等创新技术，为用户提供优质产品。因此，拥有至少两种云米物联网产品的家庭用户 2017 年达到 89.41 万人，同比增长 157%；截至 2018 年 6 月 30 日，云米家庭用户数量达到了 122.23 万户。

2.2 小米渠道助力，云米从中获利

营销开支对比：云米依附有品，小米保驾护航

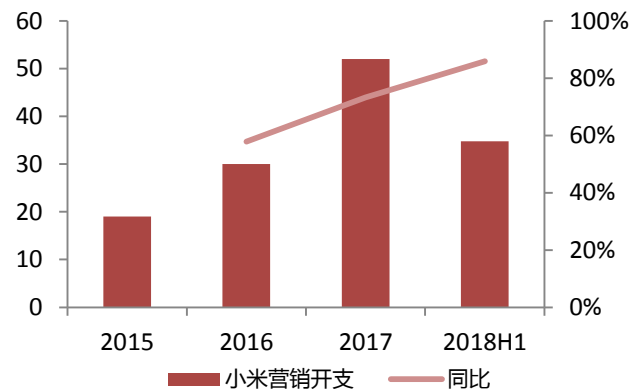
前文提到，云米产品通过小米“有品”电商平台进行销售，“有品”平台收取云米销售金额的 8%作为服务费用（不包括退还给客户的产品退货或双方就特定产品线达成的其他协议，以及向小米存款）。2016 年，60%的云米品牌产品通过小米渠道进行销售。云米分别于 2016 年、2017 年及 2018 年上半年向小米支付人民币 20 万元、330 万元、280 万元的佣金，用于在“有品”渠道销售云米自有品牌产品。小米提供的“有品”渠道减轻了云米在销售渠道与品牌建立上的负担，使云米可以快速打开智能家居市场，专注制造高性价比产品赢得口碑。

图 20: 向小米支付销售费用、总营销费用及占比 (单位: 万元)



数据来源: 云米招股说明书, 西南证券整理

图 21: 小米销售营销开支 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

2018 年第二季度, 小米的销售及推广开支为 20.75 亿元, 同比增长 81.5%。而对小米来说, 通过市场广告等营销宣传则可以依靠其大规模的出货量, 获得零售毛利, 以及对其股权的投资收益。小米的盈利相对云米等生态链企业还包括股权投资占股生态链企业所得的投资收益, 2018 年第一季度, 小米的投资收益实现 2.7 亿元。

盈利获取方式: 小米支付家居成本, 利润平分再还云米

云米提供给小米的智能家居产品目前包括小米品牌的净水系统、净水器过滤器、水壶和水质仪表等其他配套产品。云米与小米有三点商业合作协议:

- 1) 上述云米提供给小米的智能家居产品专为小米设计且只能出售给小米, 云米承担主要研发责任而小米负责参与产品定义和设计等环节的讨论, 产品技术与知识产权归双方共同拥有;
- 2) 小米以包含原材料、外包制造、模型、物流等所有成本的价格购买云米提供的智能家居产品, 并支付知识产权许可费以及与这些产品的制造和交付物流有关的费用;
- 3) 小米负责小米净水器等智能家居的销售, 其零售价由小米和云米按高性价比战略共同设定, 并按 50: 50 的比例和云米分享这些产品销售所产生的毛利。

图 22: 小米与云米合作交易方案



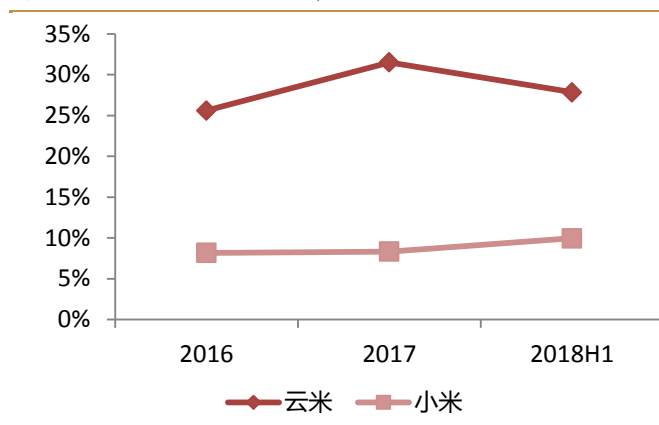
数据来源: 西南证券

毛利率对比：采购分成战略差异，云米毛利略高小米

云米整体毛利率呈现稳中上升的趋势，2017 年云米毛利率为 31.5%，同比上涨 5.91 个百分点；2018 年上半年云米毛利率为 27.84%。从细分产品来看，云米可消耗产品毛利率显著高于公司其他主营业务，其毛利率为 50%，有望成为公司利润增长点的强力渠道。小米 IoT 与生活消费产品的毛利率在 2017 年和 2018 年上半年分别为 8.32% 和 9.96%，远低于云米的毛利率水平。

小米生态链毛利率相对较低部分原因是由于双方的协议差异，即，小米对云米智能净水器等家居的采购和利润分成，以及小米全权负责小米净水器等智能产品的销售。基于上述讨论的机制，云米的智能物联网家居营业收入（智能家居成本价叠加其销售利润）相对于小米营收（智能家居销售的营业收入）较低。因此，在小米和云米的智能家居产品利润平分的情况下，云米生态链企业的毛利略高于小米。

图 23：小米 IoT 与云米毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：小米和云米毛利率数据假设举例

小米 IoT 投资方	营收 (共同定价)	成本	利润	利润平分	毛利
	1200	900	300	150	12%
云米等生态链企业	营收 (成本)	营收 (利润平分)	成本	利润	毛利
	900	150	900	150	15%

数据来源：西南证券

3 小米思维赋能

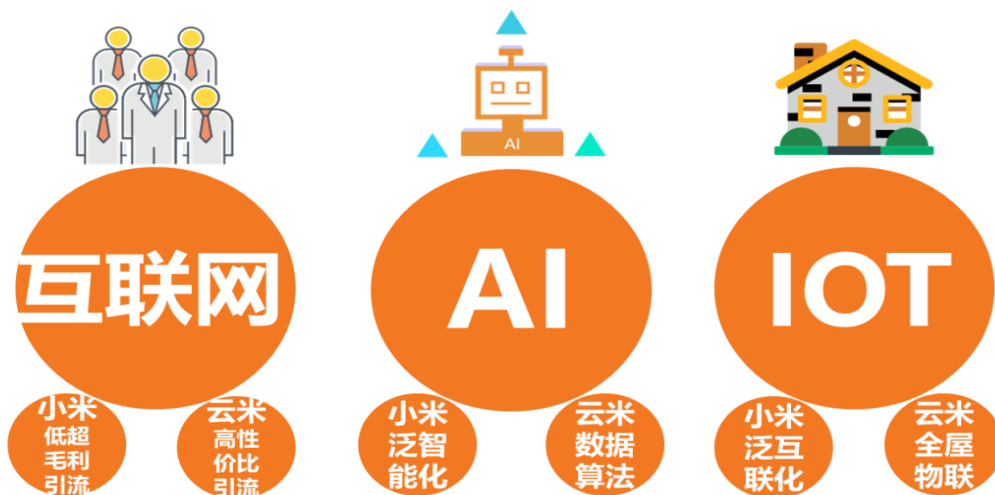
小米对云米的第三种赋能方式为思维赋能，包括互联网、AI、IoT 三种思维赋能。这三大维度的思维同时铸就了小米和云米的竞争优势，三种思维方式下物联智能生态边界不断扩张，最终形成科技的新物种。

互联网思维：指小米利用低价格产品吸引原始客户，再通过产品的不断迭代提高消费者体验与用户粘性；云米利用高性价比商品引流，高科技技术支持云米不断创新智能家居，并通过小米有品渠道打造良好口碑。

AI 思维：指小米在产品设计中通过大量的光学和声学模块及其后续算法接口，将产品尽可能的智能化；云米硬件融合 AI、互联网、大数据算法等，不断对家电做出颠覆式的创新。

IoT 思维：小米的 IoT 思维主要体现在实现泛互联化与去中心化；云米则主要体现在把未来家电打造为以 IoT 的产品矩阵和智能联动构建全屋互联的场景体验。

图 25：小米和云米的三大思维



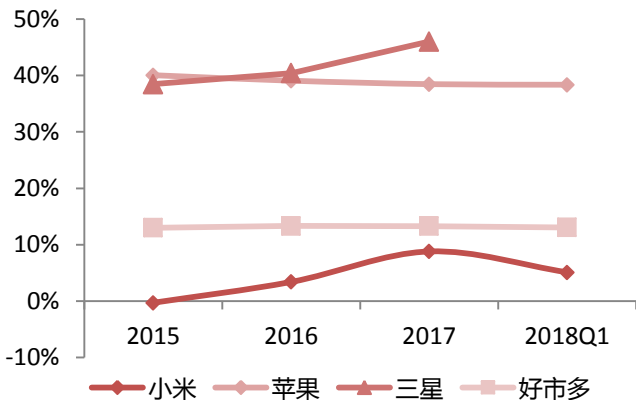
数据来源：西南证券

3.1 互联网思维：高性价比产品引流

小米：低毛利率引流、快速迭代产品、铸就良好口碑

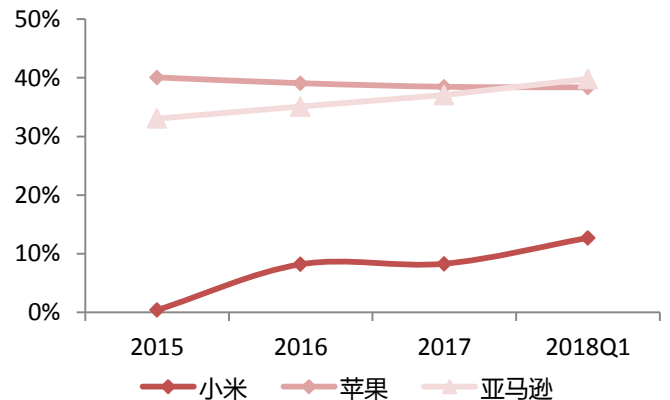
互联网的第一个思维即免费思维，而硬件商品的物联网思维即低毛利率。小米用成本来定价，团结可以团结的所有用户并最大化产品节点数。例如小米智能手机业毛利率在同等配置的智能机中保持了远低于主要竞争对手的毛利率；此外，2015-2017 年，小米的 IoT 和生活消费产品毛利率分别为 0.4%、8.2%、8.3%，相比同样有物联网生态链布局的苹果、亚马逊等竞争对手，公司的毛利率也只有竞争对手的约 1/4 水平。通过低价格和高品质的产品，小米拥有了大量的用户和流量。

图 26：小米智能手机业务毛利率同行对比



数据来源：相关公司年报，西南证券整理

图 27：小米 IoT 业务毛利率及同行对比



数据来源：相关公司年报，西南证券整理

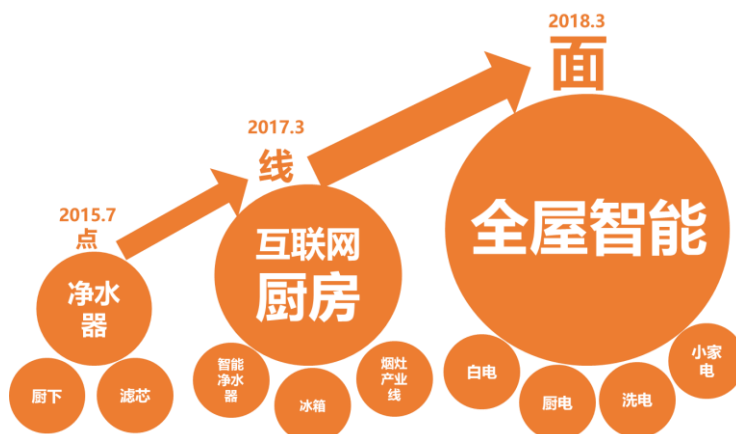
互联网的第二个思维即快速迭代需求。小米的竹林模式就可以理解为其应用快速迭代的思维方式来应对快速变化的市场。小米的竹林模式通过“投资+孵化”的方式进行生态赋能，构建泛集团公司，通过多样化商品满足不同消费者的需求。

互联网的第三个思维即口碑相传的良好口碑。小米与生态链企业的合作是双方共赢发展的必然结果，符合双方各自的利益并带来良好的商誉。一方面，通过与生态链企业进行业务合作，公司以高效的方式丰富了自身的产品体系，为用户提供更多创新、高质量、精心设计、用户体验卓越的智能硬件产品，提高客户满意度与客户粘性。

云米：高性价比引流、技术创新商品、依附小米有品

云米延续小米的免费互联网思维，小米净水器与云米智能洗碗机等智能产品通过高性价比战略积累客流量。云米打造的小米智能净水器价格（1299）普遍低于净水市场其他产品，如美的净水器（2499）、沁园净水器（2999）。此外，目前家电市场洗碗机由于价格昂贵，在中国的普及率极低（约为 0.3%），远低于欧美等 50% 以上的普及率。而云米应用顶尖科技开发出价格仅为 1999 的互联网洗碗机吸引了大量的顾客，为后续推出全屋智能家居做了铺垫。

图 28：云米智能家居产品扩张路径



数据来源：西南证券

云米对其智能产品链条的拓展路径进行着不断的迭代与创新。2015 年，云米第 1 代产品小米净水器面世，完成了云米的单点突破；2017 年，云米首次参加 AWE，通过从智能净水器到冰箱、烟灶产品线的三点连线布局打造互联网厨房，智能家居平台初具规模；2018 年，云米定位全屋互联网家电，营造全新消费场景。

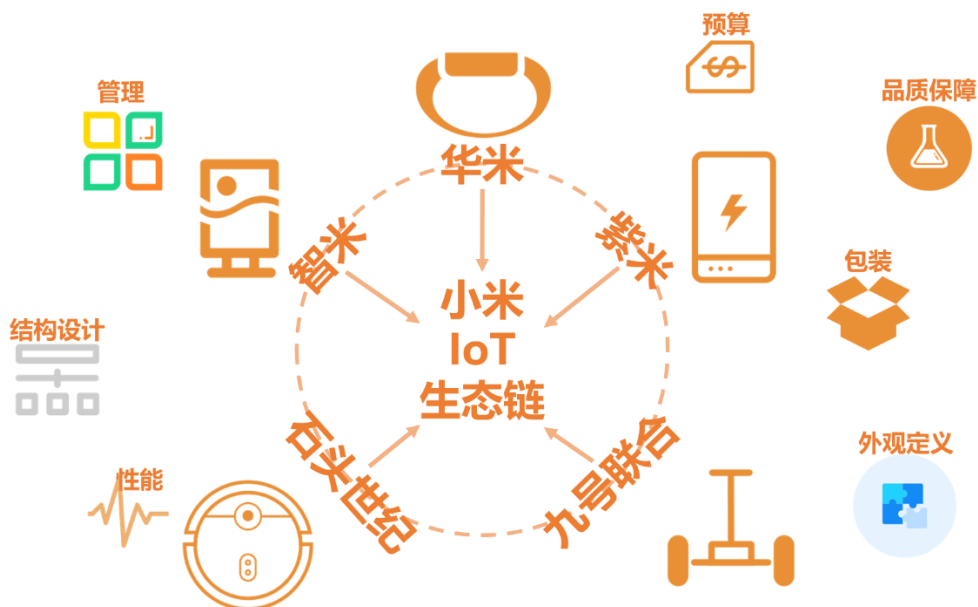
作为生态链企业，云米产品借助小米的渠道和品牌，通过“小米有品”渠道进行销售。小米的“有品”渠道中拥有众多米粉和忠实的用户，这使得云米智能家居产品的市场关注远胜一般中小企业。基于小米和云米共同的高性价比战术积累的广大消费者，云米品牌净水器、洗碗机、互联网冰箱等家电都获得了极高的销售量和良好的口碑。

3.2 AI 思维：智能科技，以人为本

小米 AI：科技以人为本的产品设计理念

小米将 AI 理解成产品的一种属性，而不是一种炫技的壁垒。小米在产品设计中，都渗透着泛智能化的思维方式，即通过大量的光学和声学模块及随后的算法接口，将产品尽可能的智能化创造出之前无法想象的组合。因此，小米营造出的是一种现实扭曲力场。

图 29：小米生态链主要合作企业及产品



数据来源：西南证券

随着 AI 技术的发展以及万物互联的时代，智能硬件大爆发期即将到来。2015 年小米生态链企业开发了智能净水器，随后推出智能空气净化器、电饭煲等传统白电，平衡车等智能出行设备，以及无人机、测压仪、智能玩具等智能设备。小米主要从智米采购智能空气净化器、从华米采购小米智能手环、从紫米采购移动电源、从九号联合采购平衡车、从石头世纪采购米家智能扫地机器人。

对于小米定制智能 AI 硬件及生活消费产品，公司与生态链企业共同设计和研发，主要包括产品定义、外观、性能、结构设计、品质标准建立等，从而确定符合小米产品一贯的工艺及品质标准，生态链企业负责定制产品后续生产和供货。

云米 AI：硬件软件融合，颠覆家电创新

作为小米的生态链企业，云米的智能家电实施软硬结合，做出颠覆式的创新和用户体验的重大突破。软硬结合即硬件融合 AI、互联网、大数据算法等。2016 年，云米成立一只秘密团队，AI 人工智能实验室 (AI lab)，重点探索 AI 技术在家电上的应用。云米净水器目前已拥有 50 亿多条水质大数据，是全球最大的家庭水质大数据库。

图 30：云米 AI 涉及方面



数据来源：西南证券

云米发布全球第一台 AI 油烟机 EyeBot，为油烟机装上像人一样的眼睛。EyeBot 植入一枚油烟识别摄像头，运用 AI 图像识别技术，对油烟的轨迹进行实时捕捉、动态追踪，实时感知油烟大小。通过 AI 智能算法，云米 EyeBot 能够自动检测并智能定期清洁屏幕，不让摄像头成为摆设。云米首次在油烟机上应用 AI 三维立体空间降噪：通过植入 2 个麦克风，AI 可实时捕捉环境噪音幅度，通过动态算法释放相反幅度的声波，从而抵消噪音。

图 31：云米 AI 油烟机 EyeBot 功能



数据来源：西南证券

除油烟机外，云米还在多个家电上应用 AI 技术进行创新，包括冰箱、洗碗机、洗衣机、热水器。云米互联网冰箱搭载 VioBrain 人工智能系统，拥有超大互联屏幕支持 AI 语言交互，提供丰富的娱乐活动。此外，云米小 V 智能音箱是全屋 AI 智能电器的语音操控人。为了方便用户对智能家居系统的整体控制，云米开发了一个装有摄像头的语言音箱。通过搭载最新 vioBrain 人工智能系统的云米音箱，用户可以利用语音来控制全屋智能设备。

3.3 IoT 思维：全屋互联网家电

小米 IoT：一系列思维方式的创新

2017 年小米 IoT 生态链勾画全屋物联网家电概念，实现真正意义上的家庭全部物品互联互通的变化。此外，小米生态圈中的产品通过小米的物联网操作系统 MIoT，可以实现去中心化的互相连接，打造完整物联网生态圈，建立用户对整套智能家居的粘性，打造强大的客户网络效应。因此，小米的 IoT 思维有两大亮点：

1) 泛互联化：小米致力于做到将万物进行互联。使生活中的智能家居，如灯泡、电风扇、洗衣机、烤箱、插线板、电饭煲、温度计、门锁等都具备互联网的属性。这样主要有三大好处：成为产品的一个卖点、单个产品具有网络化经济效益、产生了互联的数据。

2) 去中心化：小米 IoT 的思维方式之一就是去中心化，没有任何一个智能家居是中心入口。因此，小米的电冰箱能控制热水器，小米的抽油烟机能控制净水器，小米的音响能控制小米洗衣机。这样的好处就是单个节点的效用都最大化，而且能适用绝大多数的使用场景。

云米 IoT：产品矩阵，构建场景联动

随着传统单机智能家电领域行业格局的稳定以及中国智能白色家电零售额的不断攀升，小米在家电业务呈圈层式布局，而云米从小米净水器等功能家电产品突破，目前开始进军 IoT 物联网市场，并在 2017 年将公司定义为“全屋互联网家电”企业。IoT@Home 平台是云米的核心业务，包括一个创新的 IoT 物联网家居产品生态系统和一套互补的消费品和增值业务。截至 2018 年 6 月 30 日，公司 IoT@Home 平台拥有超过 120 万家庭用户。

图 32：家电的前世今生



数据来源：西南证券

云米在小米 IoT 思维下，勾画全屋物联网家电概念，实现真正意义上的家庭全部物品互联互通的变化，把未来家电打造为以 IoT 的产品矩阵和智能联动构建全屋互联的场景体验。云米打破传统家电的单个产品应用和孤岛式的功能，围绕家的场景进行产品的场景组合，分别构造了厨房、浴室（阳台、卫生间）以及卧室（客厅）三大核心场景。通过 IoT 的产品矩阵，构建场景联动，形成两大智能系统。

图 33：云米全屋 IoT 物联网场景



数据来源：西南证券

云米打造了四大全屋互联网场景：

- 1) 互联网厨房：云米全新互联网厨房可为用户自动点火做饭，AI 图像识别抽油烟机可自动根据烟雾大小进行排烟，大屏冰箱还可方便用户边烹饪边追剧同时控制全屋家电；
- 2) 互联网卫生间/阳台：用户可通过云米智能魔镜调节热水器水温，同时可智能语音控制洗衣机，还能连接体脂秤、肌肤水分检测笔随时查看用户健康状况；
- 3) 互联网客厅/卧室：云米使得家电、灯光、指纹锁、开关互联互通，用户可以用语音遥控风扇调节风量，让扫地机器人清扫房间，打开灯光和窗帘；
- 4) 全屋智能净水系统：通过植入多种水质传感器，云米使得全屋的水质数据互联，通过水质大数据让水家电之间相互判断，智能调节至最佳状态。

图 34：云米全屋智能家居场景应用



数据来源：西南证券

云米小 V 是智能家庭的终极入口，在收到用户的语音指令后，会像“小管家”一样对全屋的互联网家电发号施令，例如空调、电视、风扇、扫地机、窗帘、灯光等等。如果用户想实时查看家中动态，便可语音通知智能音箱，小 V 再将信息传达给云米互联网冰箱，冰箱屏幕自动切换到房间的监控方便用户随时查看。因此，云米在陈小平等拥有丰富家电运营经验的高管带领下，在 IoT 物联网时代打造了全屋互联网智能 AI 家电的场景模式，叠加小米互联网的赋能，这将为云米提供差异化竞争的战略优势。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1:全球智能手机出货量未来两年保持 2%左右的增长率,小米出货量全球占比 2019 和 2020 年分别达到 10%和 12%,小米销售手机单价保持逐年上涨的趋势,2019 年 2020 年涨幅分别达到 5%和 8%;

假设 2:随着小米生态链企业布局逐渐扩展,公司生态链模式日趋成熟,未来三年 IoT 和生活消费产品业务保持高速增长,2022 年在公司总营业收入中占比达到 50%,毛利率稳定在 8.5%-9%的水平;

假设 3:随着公司智能手机出货量连续两个季度保持全球第一同比增速,公司互联网月活用户数继续保持较快增长,2018 年 MIUI 月活用户数达到 2.35 亿,人均互联网收入达到 65 元,互联网服务业务毛利率维持在 65%的水平。

基于以上假设,我们预测公司 2018-2020 年分业务收入如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	114,625.0	179,841.3	257,852.1	372,992.3
	增速	67.5%	56.9%	43.4%	44.7%
	毛利率	13.22%	13.78%	14.19%	14.12%
智能手机	收入	80,564.0	120,040.4	150,050.5	187,563.1
	增速	65.2%	49.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	8.8%	9.5%	9.5%	9.5%
IoT 和生活消费产品	收入	23,448.0	44,551.2	84,647.3	152,365.1
	增速	88.9%	90.0%	90.0%	80.0%
	毛利率	8.3%	8.8%	9.0%	8.5%
互联网服务	收入	9,896.0	14,547.1	22,402.6	32,259.7
	增速	51.4%	47.0%	54.0%	44.0%
	毛利率	60.2%	64%	65%	65%
其他	收入	717.0	702.7	751.8	804.5
	增速	0	-2.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%

数据来源:公司公告,西南证券

按 IDC 统计,小米智能手机 2018 年一季度全球出货量同比增速 87.8%,增速全球第一;2018 年二季度同比逆势增长 48.8%,增速依旧全球第一。而华米科技和云米科技等生态链企业相继登陆资本市场再次验证了小米生态链赋能的成功,我们认为小米的商业模式已经在各个市场发展阶段得到了市场验证。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40、0.65、0.86 元人民币,对应 PE 分别为 36、22、17 倍,参考亚马逊和全球互联网巨头成长路径和市场表现,考虑小米的业绩增长和科技互联网综合属性,维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价 (美元)	市值 (亿美元)	PE			PS		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
AMZN.O	亚马逊	1889.65	9217	185.80	119.43	82.10	5.18	3.88	3.17
BIDU.O	百度	205.62	720	29.04	23.34	20.84	5.85	4.79	3.96
GOOG.O	谷歌	1157.35	8051	57.42	26.81	23.10	7.26	6.80	5.69
BABA.N	阿里巴巴	154.63	3977	45.62	41.91	27.73	10.95	6.85	4.96
0700.HK	腾讯控股	38.19	3636	45.08	30.31	24.17	10.53	7.74	5.91

数据来源：Bloomberg，西南证券整理

5 风险提示

硬件销量或不及预期的风险；互联网服务变现或不及预期的风险。

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	68,434	114,625	179,841	257,852	372,992
毛利	7,249	15,154	24,775	36,585	52,661
EBIT	3,493	9,503	11,104	16,966	23,523
财务收入(费用)	-86	27	367	1,609	1,150
联营公司	-150	-232	-270	-774	-1,119
非经常性项目	0	0	0	0	1
税前利润	1,176	-41,829	10,701	17,102	22,555
税项	-684	-2,060	-1,712	-2,223	-2,932
非控股权益	-62	-63	-32	-171	-226
已终止经营业务利润	--	--	--	--	--
净利润(归属母公司)	553	-43,826	8,956	14,708	19,397

资产负债表

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
现金及现金等价物	10,304	14,500	113,395	127,362	143,331
应收账款	3,688	13,614	11,760	20,460	32,762
存货	8,378	16,343	22,539	32,938	48,958
其他流动资产	8,266	16,682	10,162	11,703	12,850
物业、厂房及设备	848	1,731	3,029	4,908	7,638
无形资产	1,120	2,274	2,274	2,274	2,274
其他非流动资产	18,161	24,726	24,456	23,683	22,564
总资产	50,766	89,870	187,616	223,329	270,378
应付账款	17,578	34,003	35,262	51,528	75,475
短期借款	3,769	3,551	5,158	9,861	12,172
其他流动负债	4,717	9,579	8,683	8,719	10,112
长期借款	390	7,251	7,251	7,251	7,251
递延税项负债	116,370	162,696	1,200	1,200	1,200
其他非流动负债	0	0	0	0	0
总负债	142,823	217,080	57,554	78,559	106,211
股本	0.15	0.15	0.36	0.36	0.36
储备	-92,192	-127,273	130,000	144,708	164,105
股东权益	-92,192	-127,272	130,000	144,708	164,106
非控股权益	134	62	62	62	62
总权益	-92,058	-127,211	130,062	144,770	164,167
净现金(负债)	6,146	3,697	100,986	110,250	123,908

现金流量表

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	1,176	-41,829	10,701	17,102	22,554
税项	9,779	54,893	-162,339	-2,582	-1,865
营运资本变动	-626	-7,534	1,671	-3,980	-5,195
经营现金流量	10,626	6,089	-149,197	12,014	17,613
资本开支	-706	-1,769	-1,798	-2,579	-3,730
自由现金流量	9,920	4,320	-150,996	9,435	13,883
股息	1,721	4,071	0	0	0
其他非流动资产变动	-5,538	-13,338	-0	-0	0
股本变动	0	0	0.2	0	0
其他	-6,034	3,191	248,284	-171	-226
净现金流量	69	-1,756	97,289	9,264	13,658
期初净现金(负债)	5,954	5,954	3,697	100,986	110,250
期末净现金(负债)	6,023	4,198	100,986	110,250	123,908

财务比率

12月31年结(百万 CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
增长(%)					
收入	2.4	67.5	56.9	43.4	44.7
EBITDA	1019.4	172.1	16.8	52.8	38.6
EBIT	1920.8	178.6	14.9	53.4	38.5
净利润	--	--	--	64.2	31.9
每股盈利	--	--	--	64.2	31.9
利润率(%)					
毛利	10.6	13.2	13.8	14.2	14.1
EBITDA	5.1	8.3	6.2	6.6	6.3
EBIT	4.8	8.0	5.9	6.3	6.0
净利润	0.8	--	5.0	5.7	5.2
其他比率					
ROE(%)	(0.6)	34.5	6.9	10.2	11.8
ROA(%)	1.1	(48.8)	4.8	6.6	7.2
净负债率	6.5	3.3	(77.6)	(76.2)	(75.5)
利息覆盖率(倍)	18.9	42.8	155.8	177.7	182.0
应收账款周转天数	19.7	43.4	23.9	29.0	32.1
应付账款周转天数	104.9	124.8	83.0	85.0	86.0
存货周转天数	50.0	60.0	53.1	54.3	55.8
有效税率(%)	58.2	(4.9)	16.0	13.0	13.0

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn