

首次覆盖报告

买入

涂鸦智能 (TUYA US)

Q2 收入同比+118%超预期，物联网生态快速拓展

事件：北京时间 2021 年 8 月 18 日，公司公布 2021Q2 业绩，公司收入 8470 万美元，同比+118%，净亏损 3810 万美元，同比+159%，环比收窄 6%。Non-GAAP 净利润率 31.3%，相比去年同期 35.7%小幅提升。

我们的观点：

公司物联网云平台接入品类持续拓展，不断向下游不同场景延伸

公司 Q2 收入超出 Q1 公司给出的总营收指引 (7800-8100 万美元)，公司 IoT PaaS 云平台二季度收入 7690 万美元，同比+163.9%。我们认为受以下核心因素驱动：

1) 公司 PaaS 云平台接入品类数大幅扩展，Q2 新增设备 SKU 数约为 10 万种，新增智能洗手手机、升降桌椅、葡萄酒冷藏柜等多个品类，新添无人健身房、机场、无人自习室、植物大棚等多个场景。

2) 客户数目与收入留存均进一步提升，后续客户转化与产品放量有望持续驱动。从客户数目来看，本季度公司收入超过 10 万美元的客户达到 285 名，净收入扩张率达 211%，7 个季度高于 160%以上。截至 2021 年 8 月，公司新增贝壳找房、力高集团、江苏宗申等重要客户。后续客户转化与产品放量有望持续驱动。

SaaS 业务从智慧社区、酒店等进一步向智能运营、智慧工业延伸

2021 年 Q2，涂鸦智能的 SaaS 及其它收入同比增长约 171.4%，达到 340 万美元。我们认为公司 SaaS 有望持续高增，主要在于智慧社区、智慧酒店中的各种事物实现物联网功能的组件化。如领先房地产集团由于丰富的硬件生态和物联网平台的软件能力，持续与公司、公司硬件生态合作方合作社区项目。此外，公司亦进军智能化自助设备领域，赋能娱乐、生活、零售等各类自助设备的智能化运营。未来在智慧工业、智慧运营及全球 SaaS 业务值得期待。

物联网开发平台生态进一步完善，研发加大投入

公司致力于将物联网平台不同的操作功能和用例解耦为单个组件，从而满足开发者需求，开发者数量从第一季度末的 32 万人增加到第二季度末的 38 万人，同时，为研发不同品类、场景、通讯协议及研发开发者平台，公司加大投入研发，本季度研发投入 4270 万美元，不包括股权激励支出约为 3970 万美元，占总收入超过 45%，研发人员达到 2570 名，同比增长约 120%，达到员工总数约 72%。此外，公司亦构建了全方位的保障安全体系，涵盖安全防御、隐私保护、系统审计的数据三位一体。第二季度公司通过 ioXt 联盟物联网安全认证评估，成为会员。

三季度收入指引在 8300 万美元至 8600 万美元之间

公司预计三季度下游客户可能面临短期挑战，包括亚马逊卖家政策、原材料价格上涨和半导体组件短缺，我们认为，从季节性角度来看 7 月和 8 月通常是消费电子 OEM 的淡季，此外公司将继续通过物联网平台的强大功能和创新支持客户持续拓展下游应用。从而在三季度及全年支持客户销售。

投资建议：我们认为在物联网渗透率提高及智能化的趋势中，公司作为第三方云平台具有广阔的市场空间与生态前景，看好公司高留存率与新场景驱动下的收入增长与未来逐步创造网络效应，预计公司 21-23 年分别收入 3.2\5.3\8.3 亿美元，同比+81%/62%/58%，Non-GAAP 净利润-0.9\ -1.1\ -1.5 亿美元，给予 27 美元目标价，“买入”评级。

风险提示：新客户拓展与收入扩张率不及预期，下游需求，宏观经济风险，竞争加剧

目标价格:	27.00 美元
当前价格 (24 Aug):	11.15 美元
上涨/下跌空间	142.2%

基本数据

52 週最高	27.65
52 週最低	9.72
市盈率(P/E)	-56.64
收益率	-
市净率(P/B)	5.09
市销率(P/S)	23.67
EV/EBITDA	-99.68
已发行股份 (m)	559.76
市值 (USDm)	6,241.32

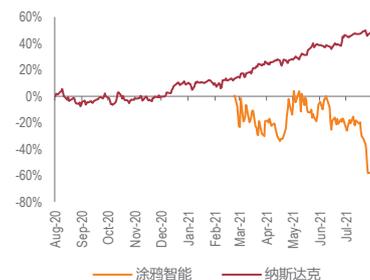
资料来源：万得信息

财务数据估值

	21E	22E	23E
营业收入(百万元)	325	526	831
增长率(%)	81%	62%	58%
EBITDA(百万元)	-101	-124	-158
净利润(百万元)	-151	-226	-306
增长率(%)	126%	50%	35%
EPS(元/股)	11.20	6.04	6.79
市盈率(P/E)	14	26	23
市净率(P/B)	2	2	1
市销率(P/S)	3.5	3.2	2.3
EV/EBITDA	13	10	8

资料来源：天风证券研究所

股价走势



资料来源：贝格数据

Kong Rong (孔蓉)

CE No.: BRG887
equity@tfisec.com

天风国际资产管理有限公司在此鸣谢天风证券有限公司成员，唐海清，吴立，姜佳汛和李泽宇，对本报告的贡献和支持

以上目标价格为天风国际资产管理有限公司对此上市公司涂鸦智能 (TUYA US) 当前的预测。目标价格有机会因市场波动或其他因素而变动。天风国际资产管理有限公司有机会在未来发出与本公众号所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

图 1: 涂鸭智能收入预测

单位: 千美元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2A	21Q3E	21Q4E	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	18946	38833	59080	63015	56868	84663	86356	95855	179874	323743	524345	838177
yoy	17%	78%	76%	84%	200%	118%	46%	52%		80%	62%	60%
qoq	-45%	105%	52%	7%	-10%	49%	2%	11%				
IoT PaaS收入	15,216	29,144	52,846	54,471	49,823	76,863	76,158	85,312	151,677	288,157	472,497	753,805
yoy	19%	82%	134%	118%	227%	164%	44%	57%	99%	90%	64%	60%
毛利率	30%	33%	35%	40%	42%	42%	42%	42%	36%	42%	45%	50%
SaaS收入	720	1236	1777	2393	2321	3400	4797.9	5743.2	6,126	16,262	32524.2	65048.4
毛利率		75.6%			76.0%	75.1%	76.0%	76.0%	75.6%	75.8%	76.0%	76.0%
分销收入	3010	8453	4457	6151	4,724	4,400	5,400	4,800	22,071	19,324	19,324	19,324
毛利率		13.5%			13.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.50%	13%	13.5%	13.5%
毛利	5739	11748	20330	24120	23383	35720	36335	40820	61937	136258	241199	427471
毛利率	30%	30%	34%	38.3%	41%	42%	42%	43%	34%	42%	46%	51%
营业成本	13207	27085	38750	38895	33495.25	48943.29	50021.34	55035.472	117937	187485	283146	410707
研发费用	15825	16086	20052	25467	34709	42700	44041.69	43134.952	77430	164586	252,517	382,335
占比	84%	41%	34%	40%	61%	50%	51%	45%	43%	51%	48%	46%
销售费用	8519	7443	9802	11792	16412	19400	17271.25	19171.09	37556	72254	115,801	182,827
占比	45%	19%	17%	19%	29%	20%	20%	20%	21%	22%	22%	22%
管理费用	3430	3825	4393	6220	16062	16280	17271.25	17253.981	17868	66867	126654	185,369
占比	18%	10%	7%	10%	28%	24%	20%	18%	10%	21%	24%	22%
其它运营费用/收入	-252	-28	-137	-654	-2523	-1117	-2132	-2131	-1071	-7903	-20974	-33527
占比	-1.3%	-0.1%	-0.2%	-1.0%	-4.4%	-1%	-2%	-2%	-1%	-2%	-4%	-4%
总费用	145%	70%	58%	68%	114%	93%	89%	81%	73%	91%	90%	86%
运营利润	-21783	-15578	-13780	-18705	-41277	-41543.3	-40117.3	-36609	-69846	-159547	-232799	-289533
其它非运营收入	1182	912	705	341	744	3655.3	2320	3102	3140	9821	8220	9210
税前利润	-20601	-14666	-13075	-18364	-40533	-37888	-37797	-33507	-66706	-149725	-224579	-280323
税费	-38	-76	-75	-17	-371	-242	-252	-232	-206	-1097	-1207	-1327
归母净利润	-20639	-14742	-13150	-18381	-40904	-38130	-38049	-33739	-66912	-150822	-225786	-281650
期权费用		9446			16,782	15011	15212	15,305	9446	62310	112200	157300
Non GAAP 净利润					-24122	-23119	-22837	-18434	-57466	-88512	-113586	-124350
Non GAAP 净利润率									-32%	-27%	-22%	-15%
Share-based Compensation Expense					16,782	15011	15212	15305	9446	62310	112200	157300
SBC (R&D)					3,845	2,956	2,986	3,015	2,596	15,003	21,805	30,300
SBC (S&M)					2,139	1,482	1,497	1,512	1,529	6,018	10,932	15,191
SBC (G&A)					10,798	10,573	10,730	10,778	5,321	41,290	79,463	111,809
Non-GAAP Expense:R&D					30,864	39,744	41,056	40,120	74,834	149,583	230,712	352,035
Non-GAAP Expense:S&M					14,273	17,918	15,774	17,659	36,027	66,237	104,869	167,635
Non-GAAP Expense:G&A					5,264	5,707	6,542	6,476	12,547	25,577	47,191	73,561
Non-GAAP 研发费用率					54%	47%	48%	42%	42%	46%	44%	42%
Non-GAAP 销售费用率					25%	21%	18%	18%	20%	20%	20%	20%
Non-GAAP 管理费用率					9%	7%	8%	7%	7%	8%	9%	9%
GAAP Operating Income					-41277	-43115	-40117	-36609	-69846	-159547	-232799	-289533
non-GAAP Operating Income					-24495	-28104	-24905	-21304	-60400	-97237	-120599	-132233
Adjusted EBITDA					-25518	-29007	-25144	-21536	-60077	-101205	-123802	-134535

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所预测

图 2: 涂鸦智能收入拆分 (千美元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Ending Premium Customers	100	127	188	286	388
Beginning. >\$100k Customers	100	127	188	286	367
growth rate	27%	48%	52%	28%	6%
Net Customer Adds	164	61	98	81	21
average sales per customer(>\$100k Customers)	523	702	884	1,128	1,678
End. <\$100k Customers	2201	3108	3999	5203	6296
growth rate		27%	22%	17%	17%
End. Customers	2,328	3,296	4285	5570	6684
growth rate		42%	30%	30%	20%
收入					
>\$100k Customers income ratio	87.00%	87.00%	87.00%	87.00%	87.00%
>\$100k Customers income	42,000	156,490	282,466	457,920	723,124
Renewal Revenue					
Last Year Revenue		76,365	151,677	290,488	475,897
Expansion Rate	188%	181%	176%	152%	147%
Renewal Billings		138,221	266,959	441,542	699,568
New Customer Billings		13,456	23,529	34,355	48,637
yoy					
average sales		14	24	27	44
PaaS	76,365	151,677	290,488	475,897	748,205
yoy		99%	92%	64%	57%
SaaS and Others	1,950	6,126	16,262	32,524	65,048
Smart Device Distribution	27,474	22,071	17,924	17,924	17,924
Total Revenue	105,789	179,874	324,674	526,345	831,177
yoy		70%	81%	62%	58%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本出版物署名分析师在此声明：本出版物所表述的所有观点均准确地反映了分析师对目标证券和发行人的个人看法。分析师所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本出版物中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。分析师所得报酬的任何部分也不与天风证券股份有限公司（“天风证券”）或其全球范围内的关联公司和下属公司开展的任何投资银行业务有联系。

一般声明

本出版物内出现的名词“天风集团”意指天风证券股份有限公司及其全球范围内的附属公司和分支公司，包括天风国际资产管理有限公司。本出版物及其内含的所有材料是由天风集团以及（如适用）在第一页或本出版物其他地方注明的工作人员所属的一个或多个天风集团旗下公司准备的。

本出版物的所有内容均属机密，仅供天风集团的客户使用，天风集团不因收件人仅仅收到本出版物而视其为天风集团的客户。本出版物中的信息均来自我们认为可靠的来源，但天风集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本出版物中的信息、意见等均仅供天风集团的客户参考，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出版物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。天风集团的客户应当对本出版物中的信息和意见进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业和财务顾问的意见。对依据或者使用本出版物所造成的一切后果，天风集团不承担任何法律责任。如果向任何接收人提供本出版物，本出版物的提供仅基于接收人有能力独立判断投资风险，能对自己投资决策有独立判断能力，并能根据自己对潜在投资带来的机会和风险、市场因素和其他投资考虑因素的独立判断来做出投资决策。

本出版物所载的意见、评估及预测仅为本出版物发布之时的意见、评估及预测。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。除另有说明外，所引用的任何业绩数据都代表过往的表现。过往的表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，天风集团可能会发出与本出版物所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本出版物中不含任何关于预测收益一定可以实现的表达或保证。在分析当中有决定收益的相关假设。这些假设的改变可能对本出版物预测的收益产生重大影响。

天风集团的销售人员、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出版物意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，并且得出与本出版物意见及建议不一致的结论。天风集团没有将此意见及建议向出版物所有接收者进行更新的义务。天风集团的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本出版物中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

天风集团对于在研究业务当中可能产生的利益冲突有着完备的识别和管理章程。天风集团的分析师以及其他参与本研究出版物撰写和宣传的员工有着独立于天风集团投资银行业务线的管理体系。投资银行、自营交易以及研究业务各自之间有着信息壁垒，确保任何机密以及/或者价格敏感信息被妥善处置。

本出版物中所示分析师及/或支援人员、以及天风集团的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能不时与我们的客户讨论各种交易策略，其中提及的交易策略可能会涉及对本出版物讨论的股票证券市场价格产生短期影响的助动因素或事件。这些影响可能与分析师对股票的预期价格产生抵触。但是任何此类的交易策略不同于也不会影响分析师对股票的基本评级。

在适用法律许可的情况下，天风集团可能会持有本出版物中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，天风集团的客户应当考虑到天风集团及/或其相关人员可能存在影响本出版物及其中表达的观点客观性的潜在利益冲突，天风集团的客户在作出决策时，包括但不限于在作出投资决策时，请勿依赖本出版物中的意见。

香港：本出版物在香港由天风国际资产管理有限公司（中央编号：ASF056）发布。天风国际资产管理有限公司是受香港证券及期货事务监察委员会监管并在其核准下开展《证券及期货条例》（第571章）内的第4类受规管活动（就证券提供意见）、第5类受规管活动（就期货合约提供意见）和第9类受规管活动（提供资产管理）。香港地区读者有任何关于本出版物的疑问可以直接咨询本公司香港销售代表。

新加坡：本出版物在新加坡由天风国际资产管理有限公司发布。本出版物仅意欲向新加坡的机构投资者（如新加坡法例第289章《证券及期货法》所定义）发布。本出版物的收件人不应向机构投资者之外的人传播本出版物。

美利坚合众国：本出版物在美国由天风国际资产管理有限公司根据《1934年美国证券交易法》第15a-6条发布，并且只能向“主要美国机构投资者”（如第15a-6条所定义）发布。天风国际资产管理有限公司不是美国注册经纪交易商。

本出版物首页所列的分析师不是在美国金融业监管局（FINRA）注册或取得资格的研究分析师，不受FINRA第2711条关于与研究对象公司沟通、公开露面以及研究分析师交易证券有关的限制。

其他司法管辖地区：研究出版物在其他司法管辖地区下的发布可能会受限于当地适用之法规，但在合规于特定司法管辖下的法律法规后会变得可行。本研究出版物不针对或旨在分发于任何属于或位于任何分布，出版，供应或使用此类研究出版物属违法之地区，州，国家或其他司法管辖区的公民或居民的任何个人或实体。

评级定义

投资评级

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	在报告发布日期后的 6 个月内，相对同期该股票的司法管辖区之指数的涨跌幅	买入 增持 中立 卖出	预期股价相对收益 20%以上 预期股价相对收益 10%到 20% 预期股价相对收益 -10%到 10% 预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	在报告发布日期后的 6 个月内，相对同期该行业的司法管辖区之指数的涨跌幅	强于大市 中性 弱于大市	预期行业指数涨幅 5%以上 预期行业指数涨幅 -5%到 5% 预期行业指数涨幅 -5%以下

管辖区	用于定义评级的指数
中国大陆	沪深 300 指数
中国-香港	恒生指数
中国-澳门	恒生指数
美国	标准普尔 500 指数

* 除非另外说明，否则本出版物里的“元”是代表人民币。

本出版物版权归天风集团所有。任何未经天风集团书面允许的发布、复制、出版以及引用均属未经授权行为。

联系方式

香港

天风国际资产管理有限公司
香港中环干诺道中 41 号盈置大厦 11 楼
邮箱：research_tfi@tfisec.com
电话：852 3899 7399