

文 | 潘潇雨

编辑 | 彭孝秋

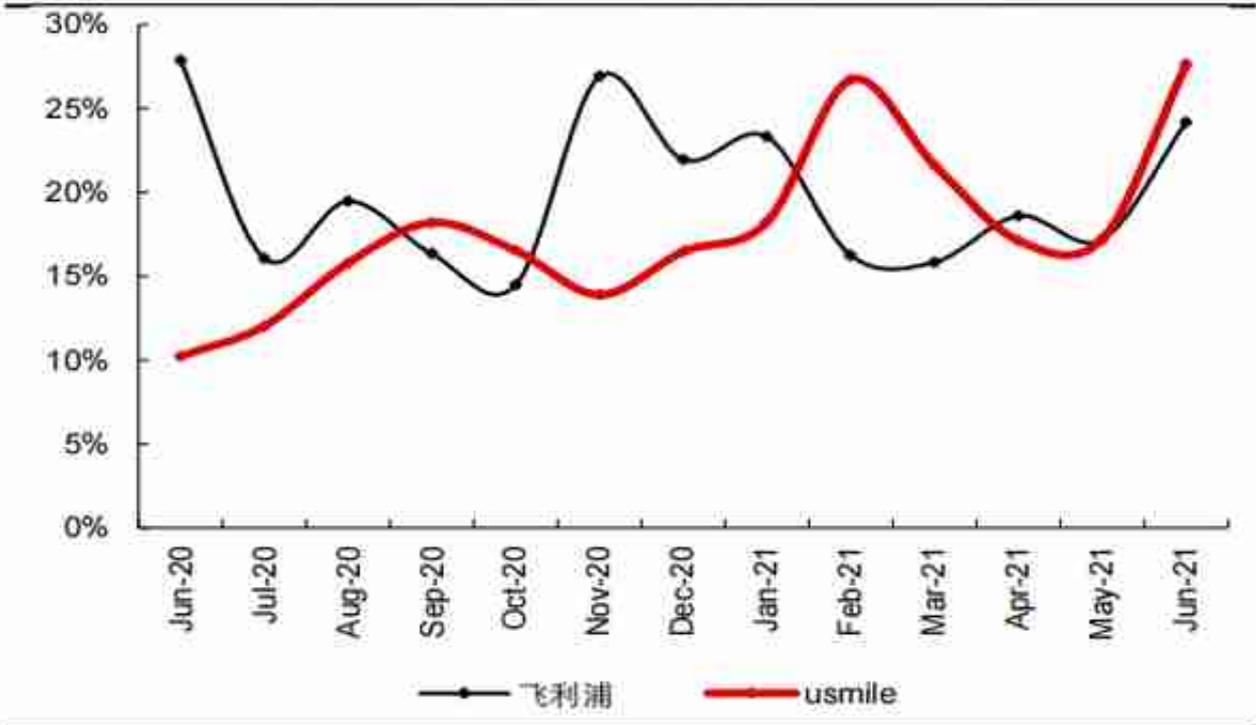
最近一段时间，冲上市的牙膏牙刷公司越来越多。比如以牙膏为主的广州舒客，以电动牙刷为主的深圳素士科技。

作为小米生态链里又一家IPO企业，素士科技被看作电动牙刷第一股。

从2015年起家至今，可以看到素士的业绩正在逐年攀升。

从2018年的5.34亿元营收，增长到2020年的13.71亿元，再到2021年上半年的9.06亿元，年均复合增长率达60.17%。

图 32: usmile 的销额份额在今年 6 月反超飞利浦成为行业第一



资料来源：淘数据，长江证券研究所

usmile的销售份额

usmile的成功离不开营销理念，其定位15-25岁年轻女性，依靠大量营销投放、爆款新年礼盒，以及品牌代言等。

业务五：科技股权投资

第三季度，公司的投资项目追觅Dreamo已成长为国内智能家电领域头部企业，完成新一轮融资30亿人民币后，最新估值达到170亿人民币，公允价值增加为公司带来投资利润达10.9亿元。同时，公司也按滴滴截止2021年9月30日的最新股价，对所持滴滴的股份在第三季度确认了公允价值变动损失3.49亿元，充分考虑了风险计提和释放。

昆仑万维2021年第三季度报告

追觅的估值翻了近50倍，也使素士这笔投资回报十分可观——高达1.4亿元，甚至接近了2018年至2020年3年净利润的总和。

但是，围绕素士的品牌讨论，却始终绕不开“小米”二字。

小米的竹林效应

拆分素士的营收可以发现，从2018年到2021年H1，与小米关联销售额分别占比为73.52%、61.31%、60.60%和56.40%。

尽管这个份额在逐年下降，并且素士在招股书中也透露了想要摆脱小米的意味。但显然，素士与小米的关系，并不是那么容易拆分。

在小米自己看来：“小米对生态链的公司来说，扮演着多种角色：投资人、孵化器、质检员、设计师、售后服务站……小米生态链模式更像是一片竹林，小米通过竹林发达的根系，向生态链企业输送各种养分，而这片竹林中的竹子，又通过地下根系交织在一起。”¹

竹林效应从素士身上可见一般。首先是及时的资本输血，2016年小米入股素士，这为素士带来了强劲背书，同时也加速了后续的融资步伐。

值得一提的，随着素士估值一路高涨，在历次融资路程中，创始人孟凡迪也在其中变现了近5000万元。

根据招股书显示，2018年B轮融资中，素士获得近亿元融资，并支付了云沐投资567万元中介费。其中，顺为、峰谷、安智科技通过近1000万元，稀释了孟凡迪手中3.25%的股权，这一轮素士估值达到了3亿元。

在第二年的C轮融资中，素士获得了2亿元融资，并支付了重庆云沐晖378万元中介

费。而随着苏州昆仲、上海景林、兰馨创投、深圳承远等机构入局，估值达到了10亿元。

随后，在2020年Pre-IPO轮融资中，素士获得了1.75亿元融资，估值来到了16.7亿元。而在这一轮中，孟凡迪通过转让股权给赣州心月狐和深圳承远，变现了近3000万元。

不过，事实上素士收到的投资金额却并没有这么多。根据招股书显示，素士还有2亿元左右的投资金额并未到账。

来源：素士招股书

根据招股书显示，小米控制的天津金米持有素士8.57%股权，同时，小米相关方顺为科技持有10.90%股份，二者分别为素士的第二、四大股东。高比例的控股，也意味着小米对素士的决策依然有较强影响力。

其次是小米带来的供应链渠道，做手机这些年，小米在供应链端积累的信誉与溢价能力，对于初创企业来说，无疑是最直接的优惠。例如在2015年，纳恩博与小米合作的九号平衡车，推出的1999元零售价产品，彻底击破了当时5000至10000元市场价。

再次是销售渠道，对生态链中获准使用“米家”和“小米”品牌的产品，小米开放四大渠道，包括PC端的小米网，手机App上的小米商城和米家商城，还有线下店面小米之家。所以身处小米生态链中的企业，几乎不需要花费成本就可以打通多种营销渠道。

最后是客户，在素士的五大客户中，可以看到近五年来小米始终占据了第一位置。值得一提的是，素士在前五大客户小米集团、明岳明喜、启橙云方、江苏卓米和深圳贝惠儿，销售收入占据了当期营业收入的82.86%、78.08%、72.16%和66.86%，对比终端消费者，小米及分销商，仍是素士的主要收入来源。

用小米的话来说，在最初小米可以为企业成长提供充足营养和水分，让企业从幼竹阶段快速进入成熟期，并诞生一个个爆款产品。在此时，小米生态链上企业一边吸收来自小米的营养，一边锻炼自己团队，强身健体，进而完成原始积累。

但是这样的双赢状态，却很难维持下去。

一方面是小米的性价比路线，直接导致企业毛利过低。

以2021年为例，米家品牌毛利甚至不足自有品牌的二分之一。原因在于，小米生态链上的企业与小米之间，实际上采用了OEM/ODM模式，处于微笑曲线底端的生产制造环节，自然难以获得可观利润。

另一方面是与小米纠葛。

首先是小米对于代工厂的把控，在为米家品牌代工时，更换代工厂需要取得小米同意，并且其自有品牌的代工厂商与米家品牌产品代工厂商存在重合情况。

更值得探讨的是，在没有自建工厂采用代工模式的方式下，素士的产品质量却并不如意。对比同样采用代工的usmile，素士在黑猫投诉平台上的投诉量达到了114条。其中，关于素士的投诉，主要集中在吹风机质量不过关方面。

其次是专利上的掣肘，素士与小米存在9项共享产品专利，这意味着小米无需素士的允许，能够直接使用这些专利。这对于想要打出自主品牌的素士，无疑也是一大风险。另一方面是此前，飞利浦曾因为专利问题起诉素士，要求素士赔偿1000万元经济损失费。

尽管素士已经在刻意弱化与小米的捆绑，但是在小米生态链的补给滋养下，想要将品牌连根拔起，却并非一件易事。

围绕小米的恩怨情仇

素士在走的这条路，其实可以从小米生态链上的一员——石头科技身上管窥一斑。

作为小米生态链上的明星企业，石头科技与小米关系也是人们最为乐道的话题。在自有品牌与高利润的双重影响下，石头科技毫不犹豫地走上了去小米道路。根据石头科技招股书，从2016年至2019年，石头科技与小米集团的关联交易额占比从100%降至了43.01%。到了2020年上半年，石头科技自有品牌销量占比已高达86.25%。

同样的路径，也在素士科技上重演。

与石头科技一样，迈出去小米的这一步，素士底气首先来源于高速增长的市场空间。

按照零售额统计，近年来全球小家电市场规模保持快速增长，从2014年的779亿美元增至2018年的983亿美元。其中，个护小家电增长尤为明显。根据捷孚凯（GFK）数据，国内个护小家电市场规模从2015年的130亿元增至2019年的416亿元，复合增长率超过30%。

根据奥维云网（AVC）统计的数据，2020年上半年，我国家庭平均拥有的小家电产品个数为9.5个，而美国、英国、日本的家庭平均小家电保有量分别为31.5个、27.5个以及16.5个，市场渗透率仍有极大的上升空间。

而对于个护小家电产品，我国庞大的人口基数则为行业增长提供了有力支撑。随着“Z世代”开始成为消费主力军，在更注重健康、品质、时尚的理念下，个护小家电更易获得市场青睐。

特别对于科技公司来说，一个最大的问题就在于——不确定性。这由科技公司属性决定，谁都不一定能够始终站在科技的制高点上。所以，当一家科技公司拥有了大量生活耗材类的生意时，就能够对这家科技公司不确定属性产生巨大的对冲作用。²

行业利好是企业成长强大的助推，而像个护小家电这样的蚂蚁市场，也正是小米生态链最适宜拼杀的战场。蚂蚁市场的规律是，要么产品质量差，要么就是产品走向价格昂贵的另一极端。巨大的市场空白地带，也为素士、石头科技这样的企业，带来了改造空间。

石头科技的成功离不开一次次爆品，特别是其自有品牌通过将单线激光雷达装在量产的扫地机器人上，实现对“扫地”场景的重新定义。也使得石头科技后起直上，市场份额直逼老大科沃斯。

但是这样的颠覆以及野心，却并没有在素士身上体现。

首先是素士的市占率极低。根据西南证券数据显示，截至2020年一季度末，素士的市占率仅有1.7%，不及米家的4.3%，而usmile更是达到了12.5%。

单位：元/支，万支，万元

项目	2021年1-6月		2020年度		2019年度		2018年度
	金额/数量	变动	金额/数量	变动	金额/数量	变动	金额/数量
米家品牌							
销售单价	74.03	7.73%	68.72	-17.53%	83.33	-30.96%	120.70
销售数量	302.72	-	542.59	38.70%	391.18	139.18%	163.56
销售收入	22,411.53	-	37,288.18	14.39%	32,598.51	65.13%	19,741.39
素士品牌							
销售单价	170.26	4.84%	162.39	-2.85%	167.16	16.97%	142.91
销售数量	31.72	-	84.80	-8.11%	92.29	63.09%	56.59
销售收入	5,399.92	-	13,771.72	-10.73%	15,427.57	90.76%	8,087.55
品敬品牌							
销售单价	36.82	-6.37%	39.32	-9.91%	43.65	-	-
销售数量	5.97	-	18.29	-11.70%	20.71	-	-
销售收入	219.87	-	719.16	-20.46%	904.13	-	-

电动牙刷销售情况

不过可以肯定的是，目前电动牙刷市场格局未定。一面是如飞利浦、欧乐 B 等海外高端品牌，在国内市场依旧享有品牌优势且产品力较强，另一面是如usmile等国内新兴品牌，正在积极抢占市场，如今正是打响品牌之争的激烈阶段。

再次是，在同一个领域小米的合作企业并不止一家，在小米生态链中同样处于个护小家电的企业还有须眉科技（SMATE）、青禾小贝（贝医生）、乐秀电子（ZHIBA I直白）等。

即便强悍如石头科技，在小米减仓后，仍免不了市值跌破千亿。那么对于本就不强悍的素士来说，强行去小米，或许并不是一条容易的路。

注：1、2引自《小米生态链战地笔记》