

# 石头科技 (688169)

证券研究报告

2020年02月24日

## 深度报告：依托小米，科技致远

### 扫地机器人行业新贵，短期内业务飞速增长

公司成立于2014年7月，是一家专注于家用智能清洁机器人及其他清洁电器研发和生产的公司。2016年公司推出旗下第一款“米家扫地机器人”。17年公司自有品牌扫地机器人面世，19年米家手持无线吸尘器上市。公司主营业务中扫地机器人占比90%以上，产品全部采用代工方式生产。2017年后公司营收规模迅速扩大，利润水平逐渐升高。

### 扫地机器人专注于国内市场，手持吸尘器市场需求增速快

**产品打造品牌矩阵，满足用户多元化需求。**公司的主营业务可分为扫地机器人和手持吸尘器两大块，其中扫地机器人包括米家扫地机器人和自有品牌（石头+小瓦）扫地机器人两部分。米家扫地机器人主打性价比，石头扫地机器人定位在中高端市场，千元档小瓦扫地机器人主要抢占低端市场。**公司业务重心主要在国内市场。**与国外相比，国内扫地机器人渗透率低，未来行业前景广阔。销售渠道采用小米+自有品牌销售模式，小米模式与米家采取利润分成，毛利率水平较低。自有品牌销售重点在线上的京东等第三方平台及线下的外贸经销商，18年起自有品牌在线上线下迅速放量。另外**手持吸尘器市场也在迅速兴起。**公司复制米家扫地机器人成功模式，产品定位在中低端高性价比市场，同时依托小米品牌的溢价，预计未来将快速打开并抢占市场。

### 竞争优势：商业模式+依托小米+研发优势+员工激励

公司生产完全外包，轻资产模式使ROE远高于同行水平。公司的米家小米品牌依托小米模式销售，使公司整体销售费用率较低。由于在初期可以借力小米渠道推广，使公司后期能迅速扩大规模并逐步降低成本。未来小米将会布局智能家居，石头扫地机器人作为小米的核心品类可以进一步享受流量红利。研发方面，研发投入逐年上升，人均产值突飞猛进。同时公司股权激励人员比例大，为公司业绩增长增添保障。

**投资建议：**公司在国内扫地机器人行业属于头部企业，未来随着扫地机器人行业渗透率的提升，公司凭借轻资产的模式、小米的品牌溢价、对研发的大力投入以及积极的员工激励政策将具有较大的潜力。我们预计公司19-21年收入规模41.75、50.38、61.45亿元，增速为36.81%、20.68%、21.98%，净利润7.39、9.09、11.18亿元，增速为140.1%、23.09%、23.02%，对应EPS分别14.77、13.64、16.78元/股。基于行业可比公司的PE及市值，同时考虑科创板上市的部分溢价，我们给予公司合理估值区间为2020年33-40倍PE，对应2020年300-364亿元市值。目标价格区间为450-546元，给予“增持”评级。

**风险提示：**小米订单不及预期；客户集中度较高的风险；宏观经济环境变化导致市场需求不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,118.82	3,051.25	4,174.53	5,037.97	6,145.34
增长率(%)	510.95	172.72	36.81	20.68	21.98
EBITDA(百万元)	192.77	513.92	880.42	1,081.47	1,318.67
净利润(百万元)	67.00	307.59	738.53	909.06	1,118.34
增长率(%)	(696.05)	359.11	140.10	23.09	23.02
EPS(元/股)	1.00	4.61	14.77	13.64	16.78
市盈率(P/E)	497.64	108.39	33.86	36.68	29.81
市净率(P/B)	123.76	47.67	17.39	5.02	4.30
市销率(P/S)	29.80	10.93	5.99	6.62	5.43
EV/EBITDA	0.00	0.00	27.39	25.06	20.12

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	462元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	66.67
流通A股本(百万股)	15.53
A股总市值(百万元)	30,800.00
流通A股市值(百万元)	7,176.64
每股净资产(元)	25.80
资产负债率(%)	31.82
一年内最高/最低(元)	538.88/448.03

### 作者

蔡雯娟	分析师
SAC执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
卢璐	联系人
llu@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



## 内容目录

<b>1. 扫地机器人行业新贵，短期内业务飞速增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 依托小米短期内迅速成长.....	4
1.2. 营收规模迅速扩大，利润水平逐渐升高.....	5
<b>2. 扫地机器人专注于国内市场，手持吸尘器市场需求增速快</b> .....	<b>6</b>
2.1. 国内市场为主要重心.....	7
2.1.1. 19 年行业整体规模增长受限，国内市场渗透率低未来前景广阔.....	7
2.1.2. 国内市场较为集中，公司在激光导航领域市占率第一.....	8
2.1.3. 市场渠道结构：小米+自有品牌销售模式.....	9
小米模式：基本采取与小米利润分成，毛利率水平较低.....	10
自有品牌模式：线上——电商平台入仓+B2C 线上第三方平台+官网.....	10
线下——外贸经销商比例增加.....	11
2.2. 海外公司营收占比较小，尚处于起步阶段.....	12
2.3. 手持吸尘器市场迅速兴起.....	12
<b>3. 竞争优势：商业模式+依托小米+研发优势+员工激励</b> .....	<b>14</b>
3.1. 商业模式：公司生产完全外包，轻资产模式高 ROE.....	14
3.2. 依托小米系：初期借力小米渠道推广，迅速扩大规模使成本逐渐降低.....	15
3.3. 研发优势：研发投入逐年上升，人均产值突飞猛进.....	17
3.4. 员工激励优势：股权激励人员比例大，助力公司业绩增长.....	18
<b>4. 投资建议</b> .....	<b>18</b>
4.1. 盈利预测.....	18
4.2. 估值分析.....	20
4.3. 投资建议.....	20
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1：公司发展里程碑.....	4
图 2：石头科技股权结构图.....	4
图 3：营收自 17 年大幅上升.....	5
图 4：归母净利润持续升高.....	5
图 5：2019H1 公司主营业务拆分（单位：亿元）.....	6
图 6：同行业毛利率对比.....	6
图 7：同行业净利率对比.....	6
图 8：公司产品价格分布.....	7
图 9：行业整体零售额增速放缓（亿元）.....	7
图 10：行业整体零售量增速明显放缓（万台）.....	7
图 11：2019H1 国内市场市占率.....	8

图 12: 2019H1 国内线上市场市占率 .....	8
图 13: 2019 年 1-11 月导航方式零售额占比 .....	8
图 14: 公司销售渠道图 (2019H1 销售渠道营收占比) .....	9
图 15: 公司销售模式营收 (单位: 亿元) .....	9
图 16: 公司各销售模式毛利率水平 .....	9
图 17: 小米模式下米家扫地机器人利润分配情况 (单位: 亿元) .....	10
图 18: 电商平台入仓客户占该模式营收情况 (单位: 万元) .....	10
图 19: B2C 线上代销平台客户占该模式营收情况 (单位: 万元) .....	11
图 20: 2018 年石头扫地机器人新品发布 .....	11
图 21: 线下经销客户占该模式营收情况 (单位: 万元) .....	12
图 22: 无线吸尘器在总体吸尘器销量占比情况 (单位: 台) .....	13
图 23: 历年无线推杆和立式产品的推总规模及变化 (单位: 亿元, 万台) .....	13
图 24: 2019 年 1-11 月 TOP5 品牌价格段线上线下市场分布 (销额) .....	14
图 25: ROE (摊薄) 水平对比 .....	15
图 26: 经营性现金净流量/营业总收入情况对比 .....	15
图 27: 杜邦拆分 .....	15
图 28: 整体销售费用率 .....	16
图 29: 可比公司销售费用率 (处理后) .....	16
图 30: 石头销售费用各项明细 (单位: 万元) .....	16
图 31: 研发费用率 .....	17
图 32: 研发人员人数及研发人员比例 .....	17
图 33: 人均产值 (单位: 万元) .....	18
表 1: 前十大股东占比 .....	5
表 2: 中国区扫地机器人线上 2019 年 1-11 月累计 .....	9
表 3: 海外公司营收净利润情况 (单位: 万元) .....	12
表 4: 手持吸尘器两种模式营收情况 (单位: 万元) .....	14
表 5: 公司各年平均单位成本 .....	17
表 6: 石头和科沃斯股权激励人数及比例 .....	18
表 7: 米家和石头扫地机器人线上销量和销额情况 .....	19
表 8: 收入拆分 (单位: 万元) .....	19
表 9: 利润表 (单位: 百万元) .....	20
表 10: 同行业公司对比 .....	20

## 1. 扫地机器人行业新贵，短期内业务飞速增长

### 1.1. 依托小米短期内迅速成长

石头科技成立于 2014 年 7 月，是一家专注于家用智能清洁机器人及其他清洁电器研发和生产的公司。2016 年公司推出旗下第一款“米家扫地机器人”。公司于 2017 年 3 月进军台湾，上市一个月获得售出 1.5 万台的佳绩，该年双 11 全网产品销售额达到 1.99 亿。2019 年公司推出自有品牌石头扫地机器人 T6 和 T4 系列，同时米家手持无线吸尘器上市，众筹金额突破 4100 万。

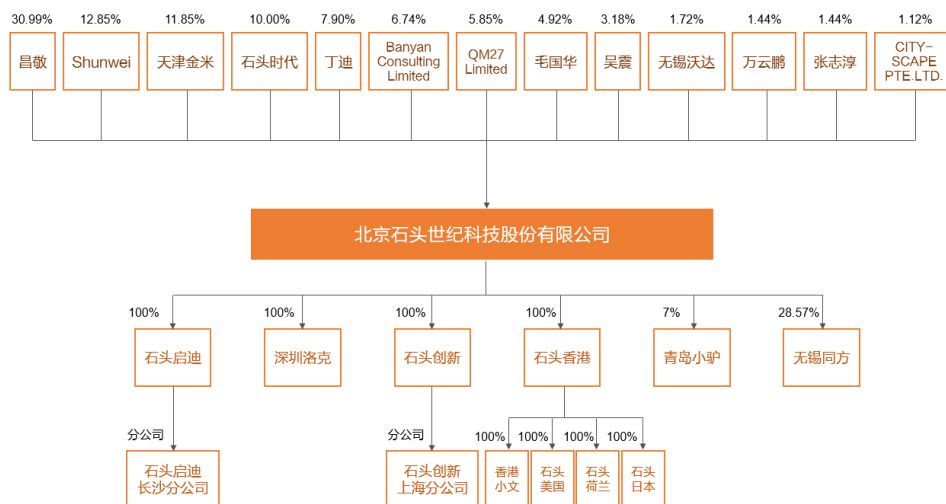
图 1：公司发展里程碑



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从招股说明书的股权结构来看，公司董事长昌敬持股比例最高，为 30.99%。小米相关方顺为持有公司 12.85% 股份，小米公司控制的天津金米持有公司 11.85% 的股权，分列第二大及第三大股东，合计持有公司 24.7% 的股份。

图 2：石头科技股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

本次公司共发行 16.67 万股，发行后前十大股东占总股本比例为 72%。其中公司董事长昌敬持股仍占比最大，为 23.24%。小米关联方的持股比例为 18.53%。

表 1: 前十大股东占比

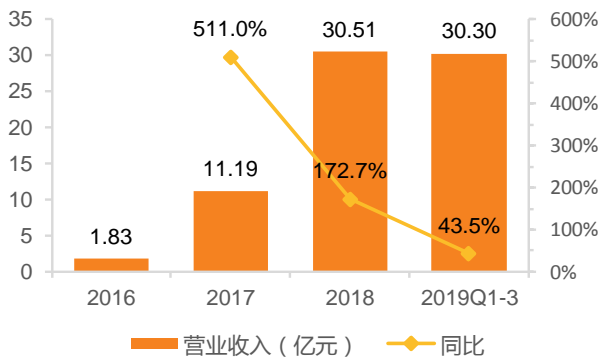
排名	股东名称	发行前占总股本比例(%)	发行后占总股本比例(%)
1	昌敬	30.99%	23.24%
2	Shunwei Ventures III (Hong Kong) Limited	12.85%	9.64%
3	天津金米投资合伙企业(有限合伙)	11.85%	8.89%
4	北京石头时代信息咨询合伙企业(有限合伙)	10.00%	7.50%
5	丁迪	7.90%	5.93%
6	高榕	6.74%	5.05%
7	启明	5.85%	4.39%
8	毛国华	4.92%	3.69%
9	吴震	3.18%	2.38%
10	无锡沃达创业投资合伙企业(有限合伙)	1.72%	1.29%
	合计	96.00%	72.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.2. 营收规模迅速扩大, 利润水平逐渐升高

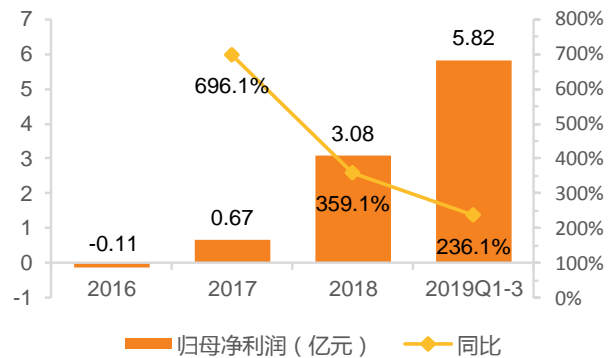
**公司营收及净利润持续升高。**2019 前三季度营收为 30.3 亿元, 基本与 2018 年持平, 同比 43.5%。2017 年起公司归母净利润由负转正, 2019 年前三季度归母净利润与去年全年相比增长了近一倍, 同比增速达 236.1%。

图 3: 营收自 17 年大幅上升



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 归母净利润持续升高

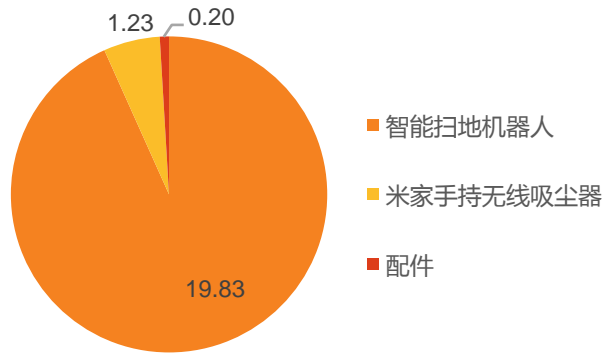


资料来源: wind, 天风证券研究所

**产品全部采用代工方式生产。**公司产品全部采用委托加工方式生产, 无自建生产基地, 主要委托加工厂商为欣旺达。2016-2019H1 公司对欣旺达的委托加工采购额分别为 0.53 亿元、3.31 亿元、9.85 亿元和 5.42 亿元, 占公司委托加工采购总额的比例分别为 99.68%、100.00%、98.80%和 89.17%。

**扫地机器人占比 90%以上。**公司主营业务扫地机器人 2019H1 营收为 19.83 亿元, 占总营收水平的 93.3%。此外, 公司于 2019 年上半年新增了米家手持吸尘器业务, 2019H1 营收为 1.23 亿元。

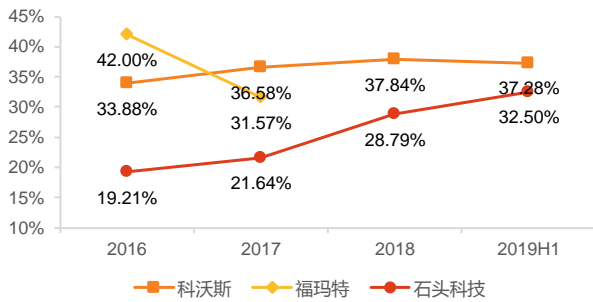
图 5：2019H1 公司主营业务拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

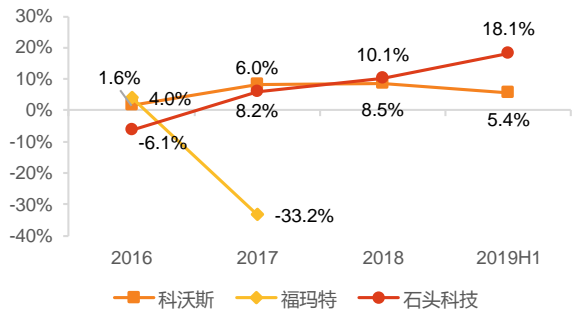
**毛利率和净利率逐年上升。**毛利率方面，2016 年由于公司主营业务是为小米代工，因此毛利率水平较低，2017 年后随着公司自有品牌扫地机器人营收占比增加，公司毛利率水平从 21.64% 增至 2019H1 的 32.5%，与国内行业龙头科沃斯仅相差 4.78pct。同时公司净利率在逐渐上升，2017-2018 年净利润增长速度分别为 696.06% 和 359.11%，远超同行业可比公司。

图 6：同行业毛利率对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：同行业净利率对比

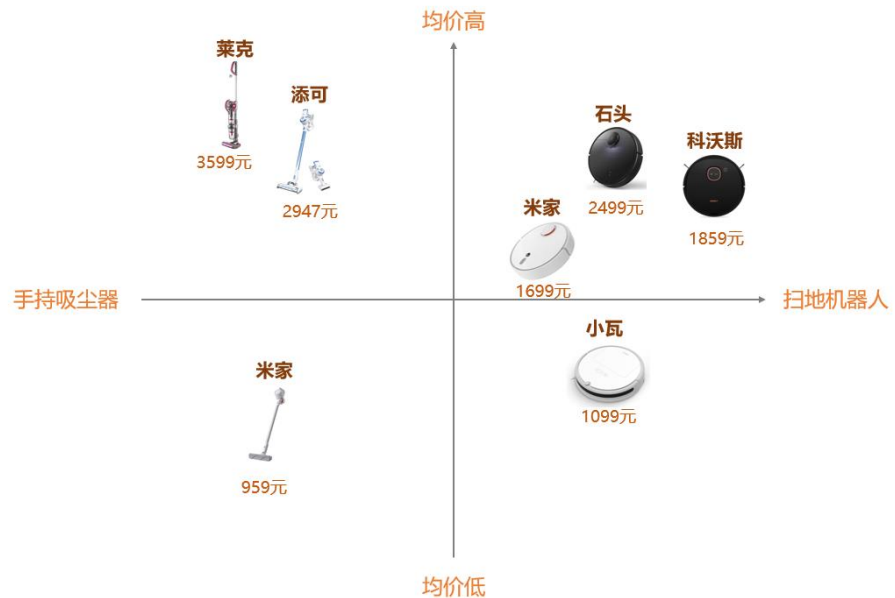


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2. 扫地机器人专注于国内市场，手持吸尘器市场需求增速快

**公司打造品牌矩阵，满足用户多元化需求。**公司的主营业务可分为扫地机器人和手持吸尘器两大块，其中扫地机器人包括为小米代工的米家扫地机器人和自有品牌（石头+小瓦）扫地机器人两大部分。公司发布的“米家”智能扫地机器人，定价 1,699 元，主打性价比；“石头”智能扫地机器人，定价 2,499 元，主打扫拖一体多功能，采用了市面上主流的激光导航技术，定位在中高端市场；千元档位“小瓦”扫地机器人，定价 1,099 元，采取随机清扫方式，主要吸引年轻客户，抢占低端市场。根据公司的主营业务情况可分为扫地机器人国内、国外和手持吸尘器三大市场，接下来将逐一进行分析。

图 8：公司产品价格分布



资料来源：公司官网，天猫商城，天风证券研究所

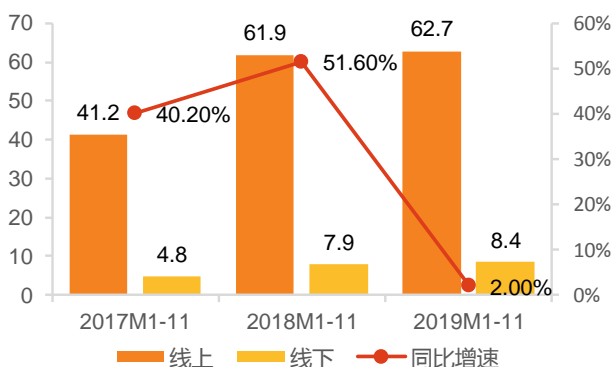
## 2.1. 国内市场为主要重心

### 2.1.1. 19 年行业整体规模增长受限，国内市场渗透率低未来前景广阔

受宏观经济环境的影响，扫地机器人的增速承压。2018 年由于激光导航新技术的推出，使扫地机器人市场迅速扩大。2019 年受国内消费市场整体增速放缓，清洁类服务机器人消费市场线上增速下滑明显。根据奥维云网的数据显示，2019 年 1-11 月，扫地机器人零售额线上线下整体规模同比增长仅 2%，其中线上零售额同比增长 1.2%，线下同比增长 6.3%。线上作为主力渠道，零售额占比接近 90%。

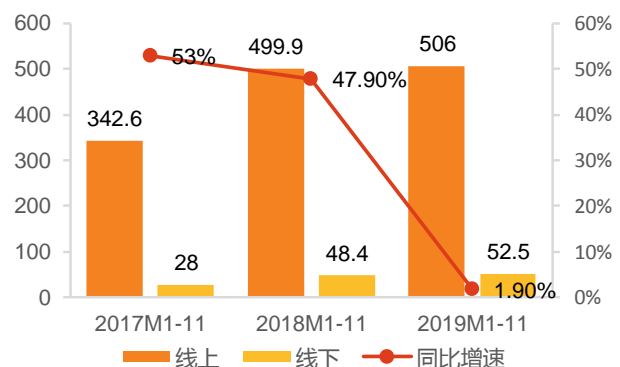
线上销量增速放缓，线下均价略有下滑。从销量上看，2019 年国内线上销量增速为 1.2%，线下增速为 8.5%，线上销量增速收缩明显。均价方面，线下均价出现小幅下滑。2019 年 1-11 月线上扫地机器人均价为 1239 元，同比仅提升 1 元；线下均价出现下滑，从 1627 元降至 1606 元，同比下降 1.3%。

图 9：行业整体零售额增速放缓（亿元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 10：行业整体零售量增速明显放缓（万台）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

国内渗透率低，未来行业前景广阔。虽然 19 年国内扫地机器人行业整体增速放缓，但由于扫地机器人在中国的渗透率仍然不高，因此在未来尚有较大的市场空间。美国家庭扫地机器人的渗透率为 16%，而我国家庭服务机器人在沿海城市的产品渗透率仅为 5%，内地城市仅为 0.4%。根据中国产业信息网预计，2020 年我国扫地机器人销售规模可达 168.84 亿

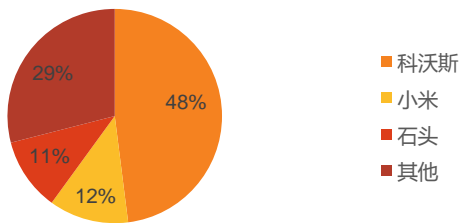
元，销量 1125.60 万台；2021 年将增长到 224.36 亿元，销量达 1495.72 万台，2018~2021 年销售额的 CAGR 达到了 42.71%。

### 2.1.2. 国内市场较为集中，公司在激光导航领域市占率第一

智能扫地机器人行业品牌头部集中效应较为明显。根据中怡康的测算，从国内市场占有率看，2019 年上半年国内市场前三大品牌分别为科沃斯、小米和石头，市场占有率分别为 48%、12%和 11%，合计市场占有率为 71%。目前我国扫地机器人销售主要以线上渠道为主，从国内线上市场占有率看，2019 年上半年线上市场前五大品牌分别为科沃斯、小米、石头、海尔和 iRobot，分别占比为 43.4%、13.3%、12.7%、5.0%、4.8%，合计市场占有率为 79.2%。从国内市场 and 国内线上市场的市占率来看，市场份额主要集中于科沃斯、小米和石头三大品牌。

图 11：2019H1 国内市场市占率

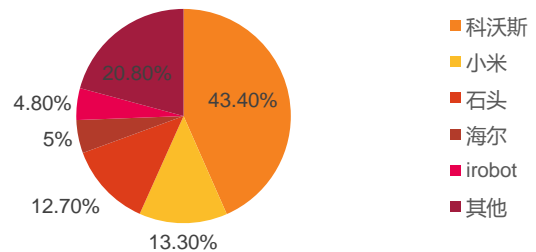
2019H1 国内市场市占率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：2019H1 国内线上市场市占率

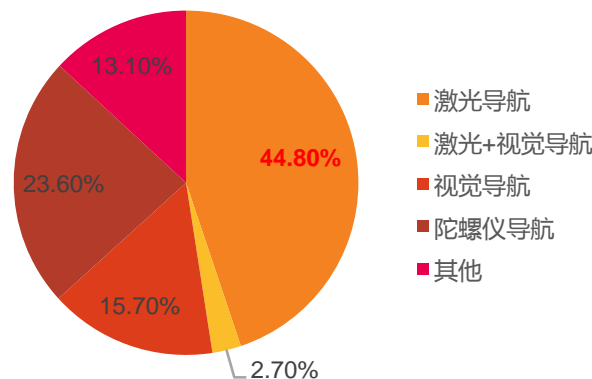
2019H1 国内线上市场市占率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司在激光导航领域线上市占率第一。激光导航技术自 18 年推出后在 19 年逐步成为行业主流，全行业产品的导航技术结构升级。激光导航产品线上市场零售额占比 44.8%，同比提升 8.5%。其中科沃斯零售额占比 38.4%，小米和石头占比分别为 24.7%和 23.9%。

图 13：2019 年 1-11 月导航方式零售额占比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

线上市场中自有品牌份额集中在高端市场，小米产品份额集中在中低端市场。在整体行业向高端化迈进的趋势下，品牌之间在不同价位段产品销量占比的区分越来越明显。据中怡康线上检测数据显示，在中国大区线上市场，2019 年 1-11 月，2000 元以上的高端产品线上，石头科技零售额份额为 33%，在 1000-2000 元的中低端价格段，小米的份额占比为 27.2%。

表 2：中国区扫地机器人线上 2019 年 1-11 月累计

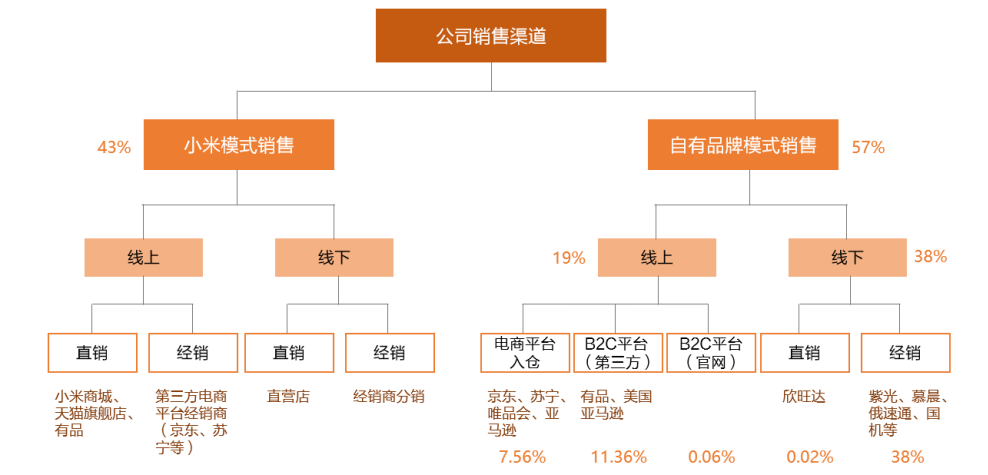
品牌零售额份额	科沃斯	石头	小米
价格：1000-2000元	48.70%	1.40%	27.20%
价格：2000+元	45.40%	33%	0%

资料来源：中国日报中文网，天风证券研究所

### 2.1.3. 市场渠道结构：小米+自有品牌销售模式

公司销售方式可分为小米模式销售和自有品牌销售，小米模式和自有品牌销售都可分为线上和线下销售两种模式。

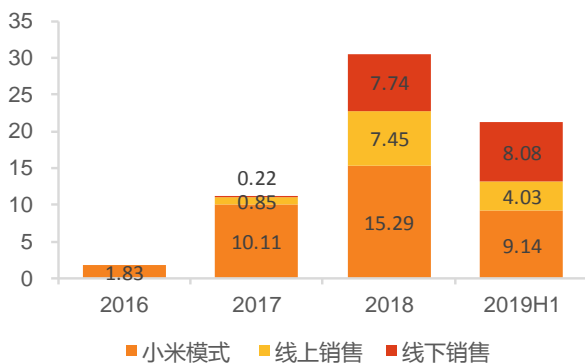
图 14：公司销售渠道图（2019H1 销售渠道营收占比）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

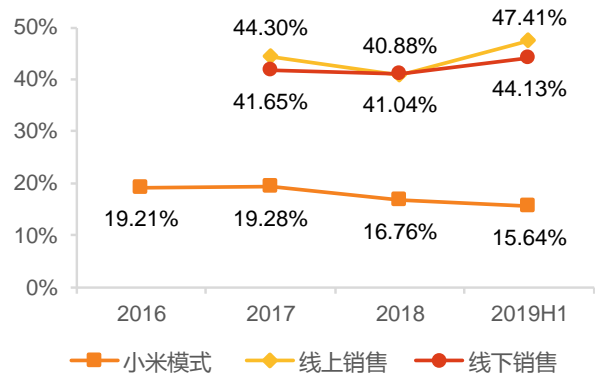
**自有品牌线下销售比例逐步上升。**在国内市场上，扫地机器人的销售渠道主要是依靠线上进行。除去用小米模式销售的米家机器人外，2019H1 石头自有品牌的线上销售渠道的营收仅占总营收水平的 19%，更多的是采用线下经销的方式进行销售。2016 年公司主要采用小米模式进行销售，2017 年后小米模式销售比例逐渐下降，2019H1 时已降至 50%以下。公司自有品牌销售模式中线下销售营收占比逐步上升，2019H1 小米模式销售和自有品牌销售营收占比分别为 43%和 57%，其中自有品牌销售中线上线下销售的营收占比分别为 19%和 38%。从各销售模式的毛利率水平看，小米模式的毛利率远低于自有品牌销售的毛利率，且小米品牌销售的毛利率呈逐年下降的趋势，2019H1 仅为 15.6%。自有品牌销售的毛利率则在 40%以上。

图 15：公司销售模式营收（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：公司各销售模式毛利率水平

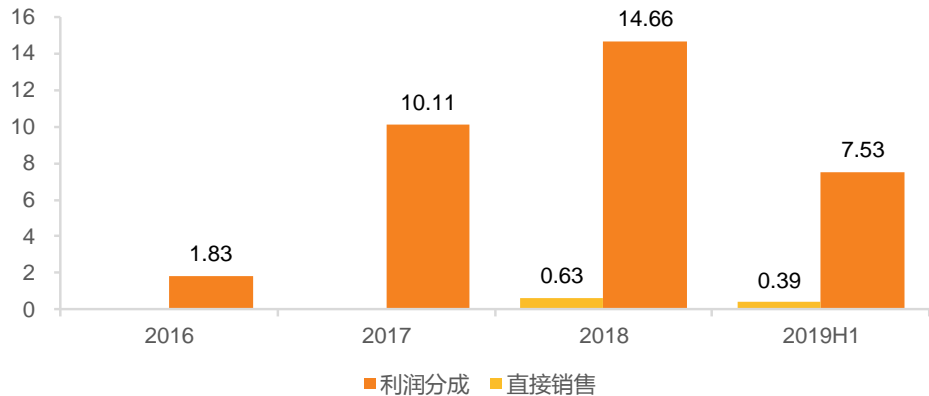


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**小米模式：基本采取与小米利润分成，毛利率水平较低**

米家扫地机器人在中国台湾以外市场采取利润分成模式，小米负责后续产品销售。公司作为 ODM 原始设计商，为小米提供定制产品“米家智能扫地机器人”、“米家手持无线吸尘器”及相关备件。石头科技负责定制产品的整体开发、生产和供货，小米负责后续产品的销售。根据招股书，公司与小米就米家智能扫地机器人的分成比例均为 50%:50%。小米在台湾地区销售的石头智能扫地机器人将通过直销方式销售。从利润分配情况来看，米家扫地机器人主要采用利润分成的模式，台湾地区的销售额较少。

图 17：小米模式下米家扫地机器人利润分配情况（单位：亿元）

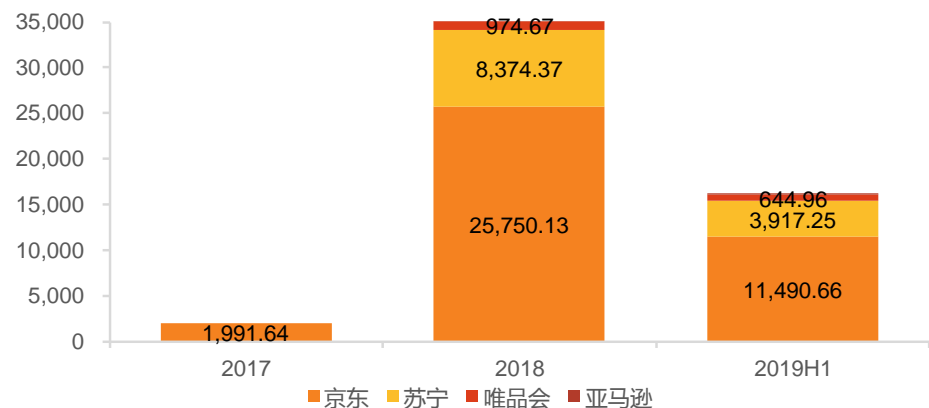


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**自有品牌模式：线上——电商平台入仓+B2C 线上第三方平台+官网**

线上销售主要有线上 B2C 模式和电商平台入仓两种形式，线上 B2C 包括第三方平台和公司官网两种。**电商平台入仓**的客户主要有京东、苏宁、唯品会和亚马逊，其中京东贡献了大部分营收，2019H1 占该模式收入比重 70%以上。

图 18：电商平台入仓客户占该模式营收情况（单位：万元）

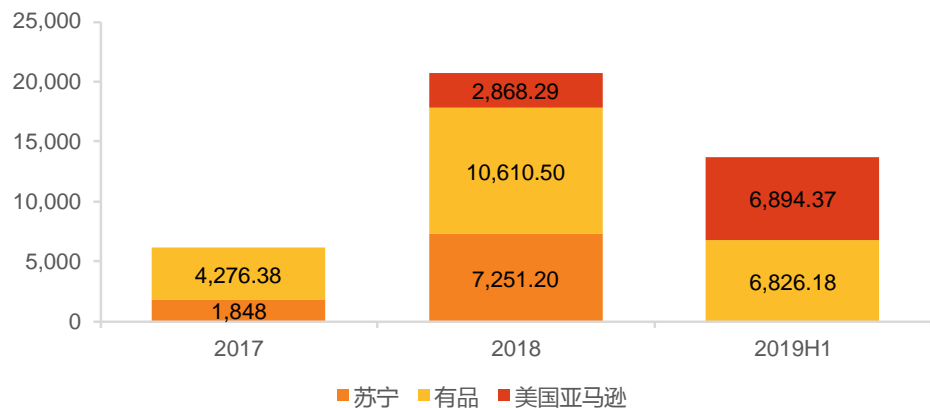


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

B2C 线上代销平台客户主要是苏宁、美国亚马逊和有品。2018 年公司开始在美国亚马逊上进行销售，2019H1 公司在美国亚马逊和小米有品的销售额基本持平，美国亚马逊和有品占该模式收入比重分别为 50.25%和 49.75%。由于对苏宁的销售模式于 2018 年 5 月由线上 B2C 模式转为电商平台入仓模式，因此 2019H1 公司线上代销平台客户仅为有品和美国亚马逊。

马逊。

图 19: B2C 线上代销平台客户占该模式营收情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

此外, 线上在公司官网商城也在销售米家和自有品牌的扫地机器人, 但营收占比很小, 2019H1 官网渠道营收仅占总营收水平的 0.06%。综合线上自有品牌的销售渠道, 京东平台销售额的占比最大, 2019H1 营收占比为 5.4%, 其次为美国亚马逊和小米有品营收占比分别为 3.24%和 3.21%。公司自 2018 年后加大了自有品牌在京东平台上的推广力度, 当年 5 月和 7 月发布的小瓦和石头两款扫地机器人的首发平台也从小米有品转为京东平台首发。

图 20: 2018 年石头扫地机器人新品发布



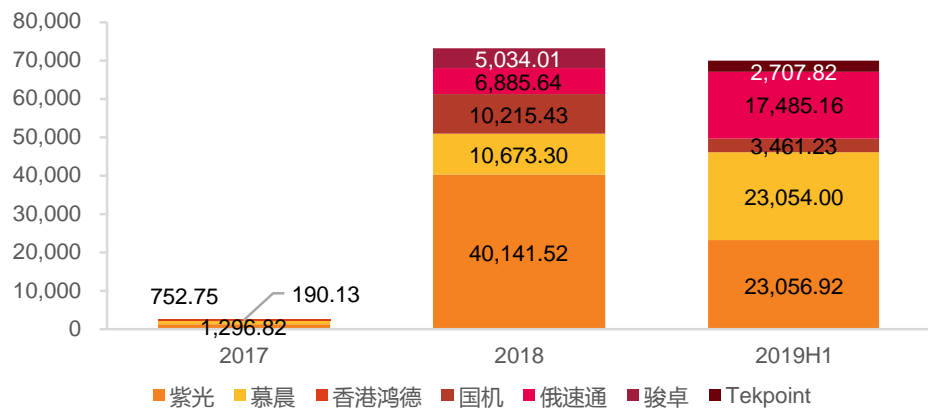
资料来源: 官方微博, 天风证券研究所

### 线下——外贸经销商比例增加

线下经销渠道较为集中, 且主要是面向海外市场销售的经销商。公司自有品牌产品的线下销售主要通过经销商渠道进行, 营收占比较高的均为经营进出口贸易的经销商。在海外市场方面, 公司将利用潜在的市场规模及高性价比产品, 重点发展美国、欧洲及东南亚市场。根据招股书, 公司线下前五大客户 2017-2019H1 营收分别占该模式收入比重的 100%、94.34%和 86.39%。紫光供应链管理有限公司自 2017 年起一直是公司线下经销的第一大客户, 2019H1 主营业务为线下海外分销的跨境电商服务公司慕晨和进出口供应链服务公司俄速通的比例大幅上升, 分别占该模式营收的 28.55%和 21.65%。公司于 2017 年 11 月建立线下

经销渠道，近年来国内外经销商数量猛增，2018 年经销商已由 3 家增至 17 家，2019H1 已达到 39 家，其中国内经销商 30 家，海外经销商 9 家。

图 21：线下经销客户占该模式营收情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.2. 海外公司营收占比较小，尚处于起步阶段

根据架构图，石头科技境外的公司包括子公司石头香港和其旗下的香港小文、石头美国、石头荷兰、石头日本五家公司。石头香港、香港小文的主营业务为智能清洁设备的研发、销售，石头美国、石头荷兰、石头日本未开展实际生产经营。2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月，公司直接销售给注册在境外的客户的收入分别为 190.13 万元、3,063.39 万元和 18,025.61 万元，占公司营业收入的比例分别为 0.17%、1.00%和 8.48%，占比较小。由于目前公司的海外公司营业收入较少，预计公司短期内的经营重心应仍在国内市场。

表 3：海外公司营收净利润情况（单位：万元）

	2018		2019H1	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
石头香港	91.02	6.03	11,120.97	1,278.14
香港小文	2,971.96	-582.35	6,904.65	-723.02

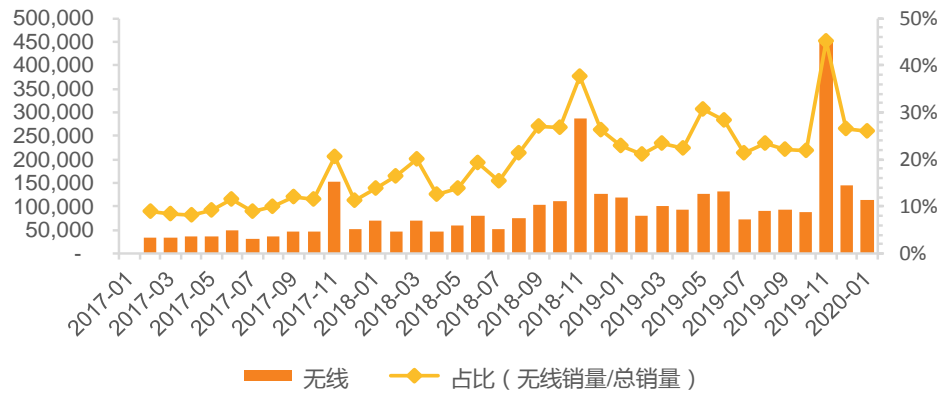
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 2.3. 手持吸尘器市场迅速兴起

作为扫地机器人这几年快速提升的竞品，手持吸尘器也成为石头的补充产品。手持吸尘器因其使用的方便快捷成为吸尘器市场上迅速增长的新势力。公司于 2019 年推出米家手持吸尘器，产品定位与米家扫地机器人相同，属于中低端市场的高性价比产品。2019H1 手持吸尘器营业收入为 1.23 亿元，营收占比 5.76%。

据捷孚凯（GfK 中国）零售监测数据显示，在线市场手持吸尘器零售额占比从 2014 年的 8%上升至 2018 年上半年的 32%，而线下市场更是从 2014 年的 13%上升至 71%，占据绝对主导地位。天猫数据中，无线吸尘器的销量和占总体吸尘器销量的比例也在呈逐年上升的趋势，从 2017 年 2 月的 8.82%上升至 2020 年 1 月的 26%。

图 22：无线吸尘器在总体吸尘器销量占比情况（单位：台）



资料来源：天猫数据，天风证券研究所

**2019 年吸尘器整体市场增速放缓。**根据奥维云网数据，吸尘器市场在 2016-2018 年始终维持在年均 30%以上的增速，受国内消费增速放缓的影响，2019 年行业整体增速放缓，零售额规模 178 亿元，同比增长仅 2.5%。从各品类占比的情况看，无线推杆和立式产品的增速大幅下降，2019 年 1-11 月零售额和零售量增速分别下降至 6.3%和 26.2%。

图 23：历年无线推杆和立式产品的推总规模及变化（单位：亿元，万台）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

**产品呈现高性价比化，深耕中低端市场。**2019 年国内无线手持推杆和立式品牌美的、小米、睿米、苏泊尔等布局的产品主要集中在中低端，产品性价比优势明显，新品低价、老品降价，双线市场均价都出现大幅度下降，行业整体零售量同比提升 26.2%，远超零售额同比增幅 6.3%。

图 24：2019 年 1-11 月 TOP5 品牌价格段线上线下市场分布（销额）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

米家手持吸尘器与米家扫地机器人一样定位在高性价比产品。手持吸尘器市场上目前已经有 Dyson 这样的头部品牌打开了市场，米家手持吸尘器在进入市场时免去了消费者教育的投入，同时又有米家品牌的保证以及其核心用户群的忠实用户，使米家手持吸尘器能复制米家扫地机器人的成功路径，快速打开并抢占市场。

公司的手持吸尘器采用分成和直销两种模式。直接销售方式包括米家手持无线吸尘器（国内版）及相关配件，米家手持无线吸尘器（海外版）采取分成模式。手持吸尘器营收占比为 5.76%，其中直销模式和分成模式占比分别为 4.35%和 1.41%，毛利率为 12.88%和 15.73%。从两种营收模式看，米家手持吸尘器的营收大部分来自国内市场。

表 4：手持吸尘器两种模式营收情况（单位：万元）

项目	2019H1				
	收入金额	营收占比	成本	毛利	毛利率
直接销售模式	9,247.33	4.35%	8,056.09	1,191.24	12.88%
分成模式	3,003.81	1.41%	2,531.37	472.44	15.73%
米家手持无线吸尘器合计	12,251.14	5.76%	10,587.46	1,663.68	13.58%

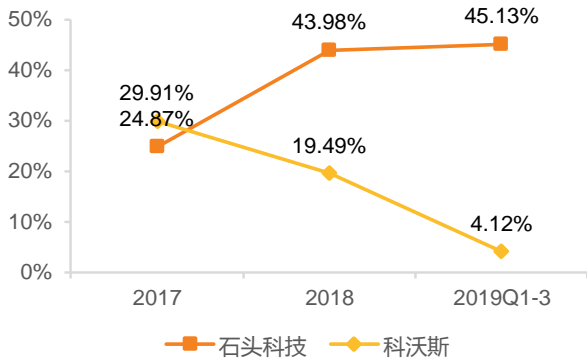
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3. 竞争优势：商业模式+依托小米+研发优势+员工激励

#### 3.1. 商业模式：公司生产完全外包，轻资产模式高 ROE

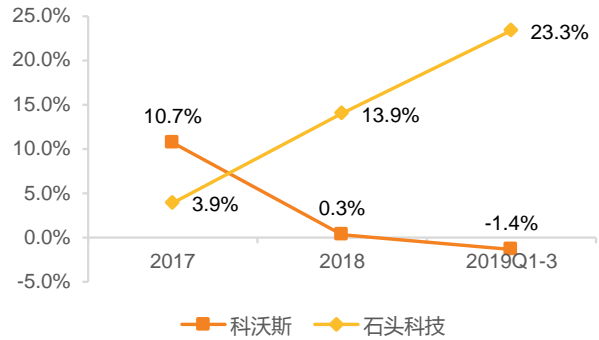
石头由于生产完全外包，与科沃斯自主生产相比，属于轻资产发展模式。对比两者的 ROE 可以发现石头科技的 ROE 水平从 17 年的 24.87%迅速提升至 18 年的 43.98%。同时公司经营性现金流情况也较好，2019 前三季度经营性现金净流量占营业总收入比例为 23.3%。相比之下，由于在 2019 年科沃斯加大研发投入，新增对添可手持吸尘器业务的投入以及代工业务完全去除等因素，使公司前三季度经营性现金净流量占营业总收入比例为 -1.4%。

图 25: ROE (摊薄) 水平对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

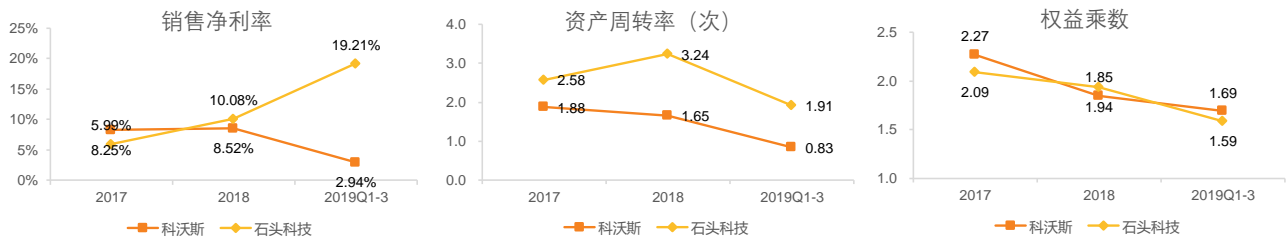
图 26: 经营性现金净流量/营业总收入情况对比



资料来源: wind, 天风证券研究所

将两公司的 ROE 进行杜邦拆分, 可以发现由于石头科技 2018 年起净利润水平较高, 2019 前三季度销售净利率为 19.21%, 远高于科沃斯的 2.94%。同时由于石头科技生产均为代工, 因此资产周转率也高于科沃斯, 2017-2019Q1-3 分别为 2.58、3.24 和 1.91 次, 平均比科沃斯高 1 次左右。

图 27: 杜邦拆分



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3.2. 依托小米系: 初期借力小米渠道推广, 迅速扩大规模使成本逐渐降低

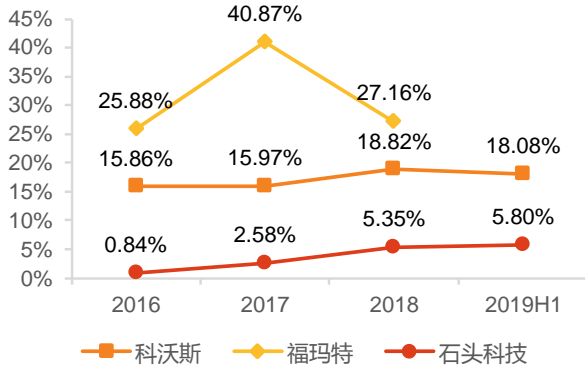
小米品牌依托小米模式销售, 使公司整体销售费用率较低。公司销售费用占营业收入比例远低于可比公司平均水平, 主要由于米家智能扫地机器人主要通过小米模式销售, 公司属于小米 IoT 核心标的, 代工产品依托小米销售渠道, 初期发展无需负担销售推广的费用。小米负责对米家扫地机器人进行推广, 更多的销售费用是由小米集团而不是石头科技来承担, 因此整体的销售费用率较低。小米模式在初期可以保证收入利润, 尤其是现金流发展的同时快速上量, 使石头科技的业务规模短期内迅速扩大。

石头科技销售费用主要用于自有品牌的推广, 科沃斯的销售费用主要用于国内市场的产品推广, 将两者的销售费用率进行合理化处理后进行对比, 科沃斯和石头的销售费用率有不同程度的上升, 其中科沃斯涨幅更大, 年均销售费用率在 30% 以上, 主要是因为科沃斯作为行业的领导者需要对扫地机器人品类进行消费者教育和宣传, 因此在销售费用端投入较大。尽管石头为了发展自主品牌, 营销费用上较以往投入更多, 但具体来看, 2016-2019H1 销售费用率分别为 26.7%、10.4% 和 9.9%, 与同行业可比公司相比仍处于较低的水平。

无论是扫地机器人还是手持吸尘器, 米家品牌产品始终坚持高性价比的路线。市场上头部

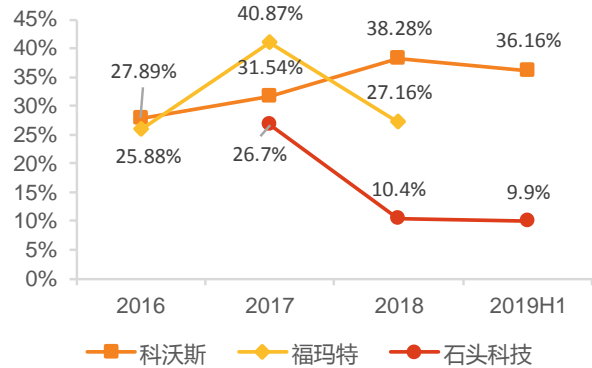
品牌进行品类推广和消费者教育后，小米会推出相应的具有更高性价比的产品吸引消费者和自己品牌的粉丝购买，从而极大的降低了销售费用的成本，同时高性价比也成为了小米的标签。石头和小瓦扫地机器人则是小米为满足不同市场的需求所打造的产品，在销售和推广时能享受到小米品牌所带来的品牌溢价，直接减少了公司销售费用的支出。未来小米将会布局智能家居，石头扫地机器人作为小米的核心品类可以进一步享受流量红利。

图 28：整体销售费用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

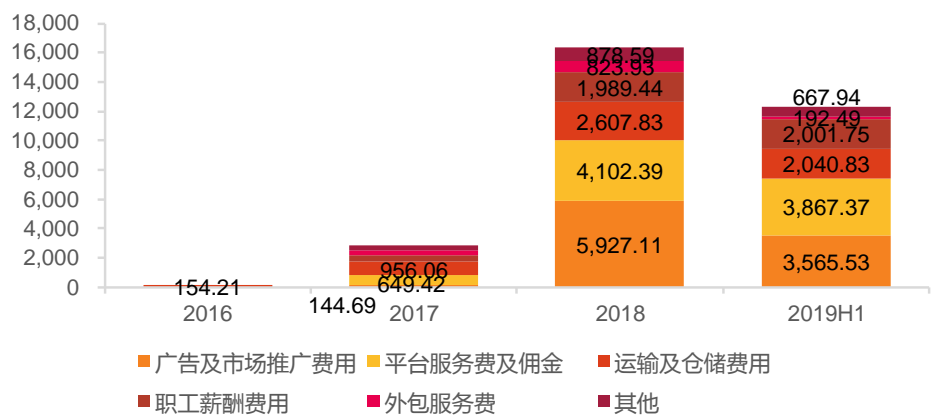
图 29：可比公司销售费用率（处理后）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

从销售费用绝对值看，2016-2019H1 销售费用分别为 154.21、2,881.10、16,329.30 和 12,335.91 万元。2016 年费用主要为运输和仓储的费用。2017 年公司自有品牌推出后公司广告及市场推广费开始增加，2018 和 2019H1 广告推广和平台服务佣金占公司销售费用的 60%左右。由于 2018 年起公司自有品牌迅速放量，2018 年和 2019H1 自有品牌营收分别为 15.71 亿和 12.43 亿元，营收增长远高于销售费用的增长，因此 2018 年后公司销售费用率呈现大幅降低。

图 30：石头销售费用各项明细（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2019H1 米家品牌与石头品牌的单台成本略有降低。从各年公司产品的单台成本看，2016-2018 年米家品牌和石头品牌的单机成本上升，主要由于公司自采的锂电池组等原材料价格略有上升，导致原材料成本增加；同时委托加工厂商代采的电阻电容和塑胶粒子等材料价格上涨，相应委托加工费上涨所致。从成本增速来看，米家品牌的成本增速从 2017 年的 2.5% 下降到 2018 年的 0.5%。

表 5：公司各年平均单位成本

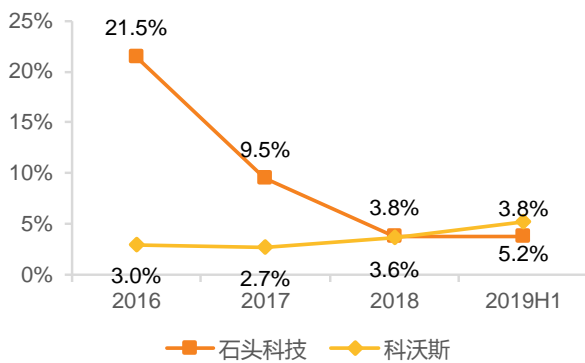
	平均单台成本（元）			
	2016	2017	2018	2019H1
米家品牌	957.39	981.49	985.99	969.65
yoy		2.5%	0.5%	
石头品牌		1063.06	1081.22	1037.04
yoy			1.7%	
小瓦品牌			733.79	801.97
米家手持				653.61

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. 研发优势：研发投入逐年上升，人均产值突飞猛进

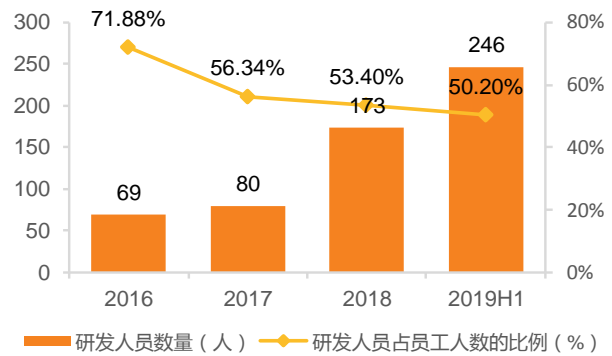
公司研发和生产团队都是各自领域的专家，来自于微软、华为、百度、富士康；拥有软件算法、电子工程、机械结构设计、制造生产等不同专业的背景和经验。研发费用上，2016年至2018年高于同行业可比公司，主要原因为公司创立初期研发投入较大且收入规模较小。2018年，公司研发投入占比与同行业可比公司基本一致。研发人员人数不断增加，研发人员占员工数量的比例始终保持在50%以上。

图 31：研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

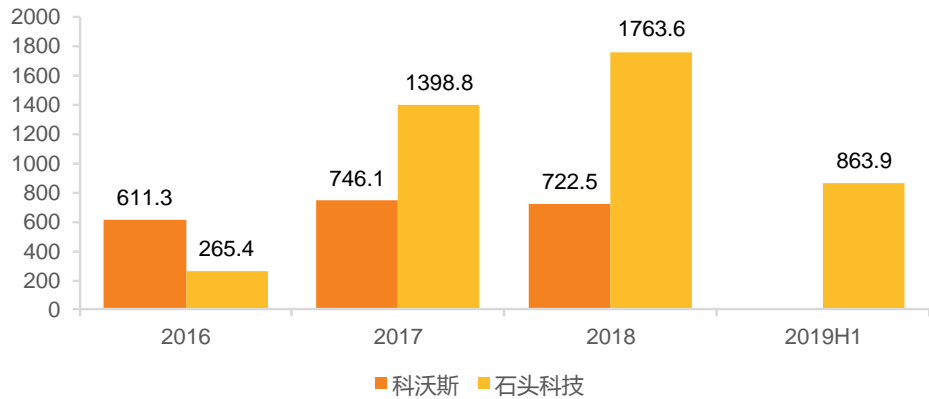
图 32：研发人员人数及研发人员比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

由于生产外包的缘故，石头科技人均产值远高于科沃斯，2017年人均产值已达1398.8万元，2016-2018年CAGR达88%。

图 33：人均产值（单位：万元）



资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

### 3.4. 员工激励优势：股权激励人员比例大，助力公司业绩增长

两公司股权激励的人员集中于研发人员和管理人员。从股权激励人员比例中可以看出石头科技进行股权激励人员的比例远高于科沃斯。公司对优秀员工进行股权激励能充分调动员工的积极性，增强员工的稳定性和工作上的使命感，为公司业绩增长增添保障。

表 6：石头和科沃斯股权激励人数及比例

石头科技		科沃斯	
部门	人数	部门	人数
研发部门	48	核心技术人员	121
管理部门	8	管理人员	138
销售部门	4	其他骨干	17
员工总数	490	员工总数	6346
股权激励人员比例	12.2%	股权激励人员比例	4.3%

资料来源：招股说明书，wind，天风证券研究所

## 4. 投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们按照公司不同的产品进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

**假设 1：**公司自有品牌发展增速高于米家品牌，小米对公司的订单保持平稳。根据天猫数据，米家扫地机器人四季度销售额占全年销售额比例为 40%左右，一、二季度销售额占比合计为 40%左右。目前公司四季度具体销量情况尚未公布，按照往年天猫数据的情况、米家品牌占公司总营收的比例，以及公司给予 2019 年盈利预测区间值（379,508-417,459 万元），给予 2019-2021 年增速分别为 15.8%、14.5%、13.1%。

**假设 2：**公司自有品牌石头扫地机器人营收占比不断增长，且石头扫地机器人逐量价齐升，2019-2021 年收入增速分别为 39.1%、25.5%和 27.5%。

表 7：米家和石头扫地机器人线上销量和销额情况

	米家		石头		米家		石头	
	销量 (台)	销量占比	销量 (台)	销量占比	销额 (亿元)	销额占比	销额 (亿元)	销额占比
2018Q1	41359	15.9%	20259	22.7%	0.69	16.3%	0.49	22.8%
2018Q2	71032	27.3%	22579	25.3%	1.13	26.8%	0.53	24.6%
2018Q3	37700	14.5%	11608	13.0%	0.61	14.6%	0.25	11.9%
2018Q4	109726	42.2%	34641	38.9%	1.79	42.3%	0.87	40.8%
<b>合计</b>	<b>259817</b>		<b>89087</b>		<b>4.22</b>		<b>2.13</b>	
2019Q1	55766	20.5%	17251	14.8%	0.86	20.4%	0.45	15.0%
2019Q2	49282	18.2%	33174	28.5%	0.76	18.1%	0.81	27.3%
2019Q3	34352	12.7%	15979	13.7%	0.57	13.5%	0.41	13.7%
2019Q4	132090	48.7%	49882	42.9%	2.01	47.9%	1.32	44.0%
<b>合计</b>	<b>271490</b>		<b>116286</b>		<b>4.20</b>		<b>2.99</b>	

资料来源：天猫数据，天风证券研究所

表 8：收入拆分 (单位：万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>智能扫地机器人</b>						
<b>米家品牌</b>						
收入	18,051.99	98,855.11	143,892.62	166,628.17	190,722.60	215,707.26
增速		447.6%	45.6%	15.8%	14.5%	13.1%
<b>石头品牌</b>						
收入		10,771.11	147,807.84	205,533.23	257,861.99	328,774.04
增速			1272.3%	39.1%	25.5%	27.5%
<b>小瓦品牌</b>						
收入			9,247.31	15,067.12	16,905.31	18,283.09
增速				62.9%	12.2%	8.1%
<b>米家手持无线吸尘器</b>						
收入				25,253.17	31,844.24	43,690.30
增速					26.1%	37.2%
<b>配件</b>						
收入	260.71	2,255.54	3,824.44	4,971.77	6,463.30	8,079.13
增速		765.2%	69.6%	30.0%	30.0%	25.0%
<b>总收入</b>						
收入	18,312.70	111,881.76	305,125.04	417,453.46	503,797.46	614,533.83
增速		511.0%	172.7%	36.8%	20.7%	22.0%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**销售费用方面**，2017-2019H1 自有品牌的销售费用率分别为 26.7%、10.4%和 9.9%，主要由于 2017 年公司刚发展自有品牌因此销售费用率较高，2018 年后自有品牌营收迅速扩大，分别为 15.71 和 12.43 亿元，销售费用为 1.63 和 1.23 亿元，自有品牌营收增速远高于销售费用的增速，因此自有品牌的销售费用率水平较低，但高于公司综合销售费用率。介于未来公司将扩大自有品牌的推广，预计销售费用率将有一定的上升，结合公司 2017-2019H1 综合销售费用率 (2.6%、5.4%和 5.8%) 的情况，分别给予 19-21 年的销售费用率为 5.8%、6%和 6.2%。

**管理费用方面**，由于 18 年公司对高管股权激励一次性支付费用 1.58 亿元，使当年公司管理费用率上升至 6.8%。2019 年后公司无该项费用，结合 2019H1 公司管理费用率为 1.3%，给予 19-21 年的管理费用率分别为 1.3%、1.5%和 1.6%。

**研发费用方面**，2016 年研发费用率为 21.5%，主要由于公司于 9 月刚开始实现销售，当年收入水平较低，而前期研发投入较大所致。17 年研发费用增加主要由于 2017 年度公司授予技术人员期权确认相关费用 0.5 亿元使股份支付费用较高。2018 年公司研发费用趋于稳定，研发费用绝对值的增长主要来自于职工薪资的增长，技术人员可行权确认的股份支付费用较低，因此研发费用率为 3.8%。2019H1 与 2018 年的变化不大，研发费用率为 3.8%。综合以上情况给予 19-21 年研发费用率 3.8%、3.7%和 3.7%。

表 9：利润表（单位：百万元）

年度报表	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	183.1	1,118.8	3,051.3	4,174.5	5,038.0	6,145.3
减:营业成本	147.9	876.7	2,172.9	2,830.1	3,386.5	4,095.3
营业税金及附加	0.2	4.5	19.5	25.0	20.2	30.7
销售费用	1.5	28.8	163.3	242.1	302.3	381.0
销售费用率	0.8%	2.6%	5.4%	5.8%	6.0%	6.2%
管理费用	9.5	20.5	206.1	54.3	75.6	98.3
管理费用率	5.2%	1.8%	6.8%	1.3%	1.5%	1.6%
研发费用	39.4	106.3	116.6	158.6	186.4	227.4
研发费用率	21.5%	9.5%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%
财务费用	-5.5	0.3	1.4	2.1	2.5	3.1
财务费用率	-3.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	1.3	2.6	0.2	1.5	1.4	1.0
加:公允价值变动收益	-	-	2.4	2.5	2.5	2.5
投资收益	0.0	1.4	4.5	5.5	3.8	4.6
汇兑收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	-11.2	80.6	381.9	868.8	1,069.4	1,315.6
加:营业外收入	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
减:营业外支出	-	-	0.1	-	-	-
利润总额	-11.2	80.6	381.9	868.9	1,069.5	1,315.7
减:所得税	-	13.6	74.3	130.3	160.4	197.4
税后利润	-11.2	67.0	307.6	738.5	909.1	1,118.3
减:少数股东损益	-	-	-	-	-	-
净利润	-11.2	67.0	307.6	738.5	909.1	1,118.3

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

基于公司以上经营情况，我们预计公司 19-21 年收入规模 41.75、50.38、61.45 亿元，增速为 36.81%、20.68%、21.98%，净利润 7.39、9.09、11.18 亿元，增速为 140.1%、23.09%、23.02%，对应 EPS 分别 14.77、13.64、16.78 元/股。

## 4.2. 估值分析

公司主营业务为扫地机器人，因此挑选与公司同行业的科沃斯进行比较。同时公司属于小家电行业，且公司于 2019 年新增小米手持机器人业务，因此在小家电行业挑选了苏泊尔和主营业务为手持吸尘器的莱克电气作为可比公司进行估值分析。此外，公司的扫地机器人业务兼具机械行业的属性，因此挑选机械行业中主营业务部分接近的机器人进行对比。基于行业可比公司的 PE 及市值，同时考虑科创板上市的部分溢价，我们给予公司合理估值区间为 2020 年 33-40 倍 PE，对应 2020 年 300-364 亿元市值。

表 10：同行业公司对比

行业	公司名称	PE(TTM)	市值(亿元)	2019年预测PE	2020年预测PE
扫地机器人行业	603486.SH 科沃斯	51.0	152.4	38.8	29.4
小家电行业	603355.SH 莱克电气	21.0	98.2	20.1	17.9
	002032.SZ 苏泊尔	32.6	591.8	30.7	26.3
机械行业	300024.SZ 机器人	65.2	265.2	52.6	43.7
	<b>平均值</b>	<b>42.4</b>	<b>276.9</b>	<b>35.5</b>	<b>29.3</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.3. 投资建议

公司在国内扫地机器人行业属于头部企业，在产品方面，公司打造产品矩阵，满足消费者多元化的需求，同时公司拥有核心技术，并大力投入研发进行产品迭代和完善。在渠道方面，公司依托小米销售渠道的同时也积极开发自有品牌的渠道以及海外市场。未来随着扫地机器人行业渗透率的提升，公司将具有较大的潜力。我们预计公司 19-21 年收入规模 41.75、50.38、61.45 亿元，增速为 36.81%、20.68%、21.98%，净利润 7.39、9.09、11.18 亿元，增速为 140.1%、23.09%、23.02%，对应 EPS 分别 14.77、13.64、16.78 元/股。基于行业可比公司的 PE 及市值，同时考虑科创板上市的部分溢价，我们给予公司合理估值区

间为 2020 年 33-40 倍 PE,对应 2020 年 300-364 亿元市值,目标价格区间为 450-546 元,给予“增持”评级。

## 风险提示

**小米订单不及预期:**公司已显著加大自有品牌业务拓展,与小米关联交易占比逐步降低,但仍与小米存在较大关联交易。如果小米未来向公司采购金额显著下降,公司的业务和经营业绩将受到重大不利影响。

**客户集中度较高的风险:**公司的主要客户包括小米、紫光、京东等。如果未来公司不能维持与主要客户的合作、主要客户的经营状况恶化,或公司在新客户、新市场领域的开拓未能取得成效,公司的业务和经营业绩将受到不利影响。

**宏观经济环境变化导致市场需求不及预期:**公司主营业务为智能清洁机器人等智能硬件的设计、研发、生产(以委托加工生产方式实现)和销售,主要产品智能扫地机器人的销售情况与我国居民的可支配收入及消费观念息息相关。居民可支配收入以及消费观念受宏观经济政策和经济运行周期的影响较大。未来如果国家宏观经济环境发生重大变化或者宏观经济出现波动,且公司未能针对由此带来的行业需求波动调整经营策略,可能导致公司营业收入和利润出现阶段性的下降。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	93.16	25.87	419.50	5,733.27	6,262.51
应收票据及应收账款	379.60	390.11	651.44	666.85	941.20
预付账款	14.65	1.51	24.42	13.72	24.31
存货	52.54	277.70	399.96	446.68	690.90
其他	39.54	500.11	489.56	543.72	579.12
<b>流动资产合计</b>	<b>579.49</b>	<b>1,195.30</b>	<b>1,984.87</b>	<b>7,404.24</b>	<b>8,498.04</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	19.14	48.77	39.20	29.63	29.63
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.73	33.07	13.14	17.32	21.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>24.87</b>	<b>81.85</b>	<b>52.34</b>	<b>46.95</b>	<b>50.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>604.36</b>	<b>1,277.15</b>	<b>2,037.22</b>	<b>7,451.19</b>	<b>8,548.85</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	277.55	404.02	529.29	690.97	679.28
其他	57.41	173.74	70.36	123.92	114.93
<b>流动负债合计</b>	<b>334.96</b>	<b>577.76</b>	<b>599.65</b>	<b>814.89</b>	<b>794.21</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>334.96</b>	<b>577.76</b>	<b>599.65</b>	<b>814.89</b>	<b>794.21</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1.20	50.00	50.00	66.67	66.67
资本公积	236.97	552.98	552.98	4,825.99	4,825.99
留存收益	268.20	649.03	1,387.57	6,569.63	7,687.98
其他	(236.97)	(552.63)	(552.98)	(4,825.99)	(4,825.99)
<b>股东权益合计</b>	<b>269.40</b>	<b>699.39</b>	<b>1,437.57</b>	<b>6,636.30</b>	<b>7,754.64</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>604.36</b>	<b>1,277.15</b>	<b>2,037.22</b>	<b>7,451.19</b>	<b>8,548.85</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	67.00	307.59	738.53	909.06	1,118.34
折旧摊销	5.64	17.75	9.57	9.57	0.00
财务费用	0.97	(0.00)	2.09	2.52	3.07
投资损失	(1.44)	(4.47)	(5.51)	(3.81)	(4.60)
营运资金变动	(47.09)	(10.94)	(322.55)	135.47	(559.10)
其它	18.63	114.92	2.50	2.50	2.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>43.71</b>	<b>424.84</b>	<b>424.63</b>	<b>1,055.30</b>	<b>560.22</b>
资本支出	14.06	47.38	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(65.60)	(506.02)	(28.56)	(28.69)	(27.90)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(51.54)</b>	<b>(458.64)</b>	<b>(28.56)</b>	<b>(28.69)</b>	<b>(27.90)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	56.41	363.73	(2.44)	4,287.16	(3.07)
其他	(56.41)	(397.21)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>(33.47)</b>	<b>(2.44)</b>	<b>4,287.16</b>	<b>(3.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(7.83)</b>	<b>(67.28)</b>	<b>393.63</b>	<b>5,313.77</b>	<b>529.25</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,118.82</b>	<b>3,051.25</b>	<b>4,174.53</b>	<b>5,037.97</b>	<b>6,145.34</b>
营业成本	876.69	2,172.88	2,830.13	3,386.54	4,095.28
营业税金及附加	4.49	19.50	25.05	20.15	30.73
营业费用	28.81	163.29	242.12	302.28	381.01
管理费用	20.51	206.09	54.27	75.57	98.33
研发费用	106.28	116.62	158.63	186.41	227.38
财务费用	0.25	1.43	2.09	2.52	3.07
资产减值损失	2.62	0.20	1.50	1.44	1.05
公允价值变动收益	0.00	2.43	2.50	2.50	2.50
投资净收益	1.44	4.47	5.51	3.81	4.60
其他	(2.88)	(17.60)	(16.03)	(12.62)	(14.19)
<b>营业利润</b>	<b>80.61</b>	<b>381.94</b>	<b>868.76</b>	<b>1,069.38</b>	<b>1,315.60</b>
营业外收入	0.01	0.10	0.10	0.10	0.10
营业外支出	0.00	0.14	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>80.61</b>	<b>381.91</b>	<b>868.86</b>	<b>1,069.48</b>	<b>1,315.70</b>
所得税	13.62	74.32	130.33	160.42	197.35
<b>净利润</b>	<b>67.00</b>	<b>307.59</b>	<b>738.53</b>	<b>909.06</b>	<b>1,118.34</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>67.00</b>	<b>307.59</b>	<b>738.53</b>	<b>909.06</b>	<b>1,118.34</b>
每股收益(元)	1.00	4.61	14.77	13.64	16.78

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	510.95%	172.72%	36.81%	20.68%	21.98%
营业利润	-816.83%	373.83%	127.46%	23.09%	23.02%
归属于母公司净利润	-696.05%	359.11%	140.10%	23.09%	23.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.64%	28.79%	32.20%	32.78%	33.36%
净利率	5.99%	10.08%	17.69%	18.04%	18.20%
ROE	24.87%	43.98%	51.37%	13.70%	14.42%
ROIC	156.02%	219.75%	349.14%	167.20%	283.25%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.42%	45.24%	29.43%	10.94%	9.29%
净负债率	-34.58%	-3.70%	-29.18%	-86.39%	-80.76%
流动比率	1.73	2.07	3.31	9.09	10.70
速动比率	1.57	1.59	2.64	8.54	9.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.45	7.93	8.02	7.64	7.64
存货周转率	29.63	18.48	12.32	11.90	10.80
总资产周转率	2.58	3.24	2.52	1.06	0.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	4.61	14.77	13.64	16.78
每股经营现金流	0.66	6.37	6.37	15.83	8.40
每股净资产	4.04	10.49	28.75	99.54	116.32
<b>估值比率</b>					
市盈率	497.64	108.39	33.86	36.68	29.81
市净率	123.76	47.67	17.39	5.02	4.30
EV/EBITDA	0.00	0.00	27.39	25.06	20.12
EV/EBIT	0.00	0.00	27.69	25.28	20.12

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告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，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com