

# 硬核科技，强势成长

太平洋建材分析师：刘国清  
执业资格证书编码：S1190517040001

- ▶ **公司情况：**公司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。公司是国际上将激光雷达技术及相关算法大规模应用于智能扫地机器人领域的领先企业。2019年，公司实现营业收入42亿元，同比增长37.81%；归属于母公司股东的净利润7.83亿元，同比增长154.52%。公司营业收入从2016年1.83亿元，增长到2019年42亿元，年复合增长达到184%，归母净利润从2016年-1100万增长到2019年7.83亿元。此次上市募集金额主要投向新一代扫地机器人项目、商用清洁机器人产品开发项目、石头智连数据平台开发项目、补充营运资金。
- ▶ **看点1：业绩进入快速增长期，盈利能力及资产质量变好。**公司2016-2019H1营收分别为1.83、11.19、30.51、30.3亿元。同时公司盈利能力快速提升，2016-2019H1净利率分别为-6.14%、5.99%、10.08%与18.14%。资产改善，应收账款/总资产比例在不断降低，2016-2019H1应收账款/总资产比例分别为43.37%、62.81%、29.89%与23.25%。公司目前处于渗透率偏低的成长型行业，未来业绩有望不断创出新高。
- ▶ **看点2：由小米代工变成自主品牌龙头。**2014年代工米家智能扫地机器人(产品2016年推出)，自2017年起推广自主品牌石头扫地机器人，2018年推出自主品牌小瓦品牌机器人。截止到2019年上半年，米家品牌、石头品牌与小瓦品牌的营收占比分别为34.82%、55.08%与3.40%，毛利率分别为13.91%、46.18%、28.03%，自主品牌的毛利润合计占比超过75%，自主品牌将有助于公司进一步提升盈利能力。
- ▶ **看点3：聚焦核心软件设计环节，制造外协压缩成本。**智能化、清洁能力提升是扫地机器人的方向，公司专注于产品研发，快速进行功能迭代，制造外协压缩整体成本。2019H1公司原材料与委托加工费在营业成本中的占比为57.49%、40.97%，合计超过98%。未来来看，公司是为数不多已经成功放量的扫地机器人企业，未来将保持积累大量的家居环境处理经验优势，聚焦于核心环节，不断提高其算法性能。
- ▶ **盈利预测：**19-21年实现归母净利润7.83亿元，10亿和13.83亿，增速分别为154.53%，27.9%和38.11%，对应估值分别为28、22、16倍。

# 目录

一

公司：爆发增长的家庭清洁机器人龙头企业

二

行业：未来仍有巨大空间

三

主要看点：产品结构升级、研发优势突出

四

盈利预测与估值

## 1.1、公司情况

- 公司于 2014 年 7 月初成立，创立时即确立了以基于激光测距模组（LDS）的智能扫地机器人为主要产品的发展方向。
- 公司创立之初只有 5 名员工，均有微软软件研发团队的背景。经过约 2 个月的开发，在 2014 年 9 月中旬，创始团队向投资人演示了同步定位与地图构建（SLAM）的原型，证明了公司在软件上可以实现智能扫地机器人领域 SLAM 算法这一关键技术。最终，小米决定投资公司并委托公司开发米家智能扫地机器人。公司核心技术全部来自于自主研发。在合作研发过程中，小米的产品经理负责明确定制产品的设计目标，具体的功能实现由公司通过研发独立完成。
- 公司主要产品为智能扫地机器人、手持无线吸尘器及相关配件，包括 2016 年 9 月推出的小米定制品牌“米家智能扫地机器人”，2017 年 9 月推出的首款自有品牌“石头智能扫地机器人”和 2018 年 3 月推出的自有品牌“小瓦智能扫地机器人”。2019 年 4 月，公司推出小米定制品牌“米家手持无线吸尘器”。

### 石头科技发展历程

2014年：立之初  
受到小米投资与  
委托，生产米家  
智能扫地机器人，

2019年：米家手  
持式吸尘器

2017：开始在市  
场上推广自主品  
牌石头品牌扫地  
机器人

2018年：推出自  
主品牌小瓦品牌  
机器人

## 1.1、公司情况

- 扫地机器人为公司主业，截止到2019H1，石头科技营收中94%为扫地机器人，6%为米家手持式吸尘器，公司扫地机产品覆盖了全局规划类（依靠激光雷达或者视觉导航，石头主要为激光雷达）、局部规划（惯性导航，依靠陀螺仪导航）、随机类扫地机器人（依靠碰撞感应，无规划），其中全局规划（小米1代+石头）占比达到90%，4%为随机（小瓦）。

### 石头科技分产品销售情况

#### 米家智能扫地机器人

##### 激光导航智能扫地机器人



- ◆融合LDS激光测距传感器和多种传感器的SLAM算法构建地图
- ◆智能路径规划
- ◆配备大风压风机和高效清扫结构，使得清扫更加彻底
- ◆能够进行划区清扫
- ◆适用于更为复杂的清扫环境

#### 石头智能扫地机器人

##### 激光导航扫拖一体智能机器人



- ◆融合LDS激光测距传感器和多种传感器的SLAM算法构建地图
- ◆制定全面高效的智能清扫路线
- ◆自动保存用户地图
- ◆自定义清扫禁区 and 虚拟墙并进行划区清扫
- ◆能够实现扫拖一体

##### 激光导航智能扫地机器人



- ◆融合LDS激光测距传感器和陀螺仪、加速度计、里程计等多种传感器的SLAM算法构建地图
- ◆用户可以自定义清扫禁区 and 虚拟墙
- ◆首次使用半透上盖工艺，优化了整机降噪表现

#### 小瓦智能扫地机器人

##### 随机碰撞式智能扫地机器人



- ◆采用随机清扫方式
- ◆1600Pa吸力和640ml尘盒
- ◆可以实现多模式自动切换
- ◆适用于小面积清扫

##### 惯性导航扫拖一体智能机器人

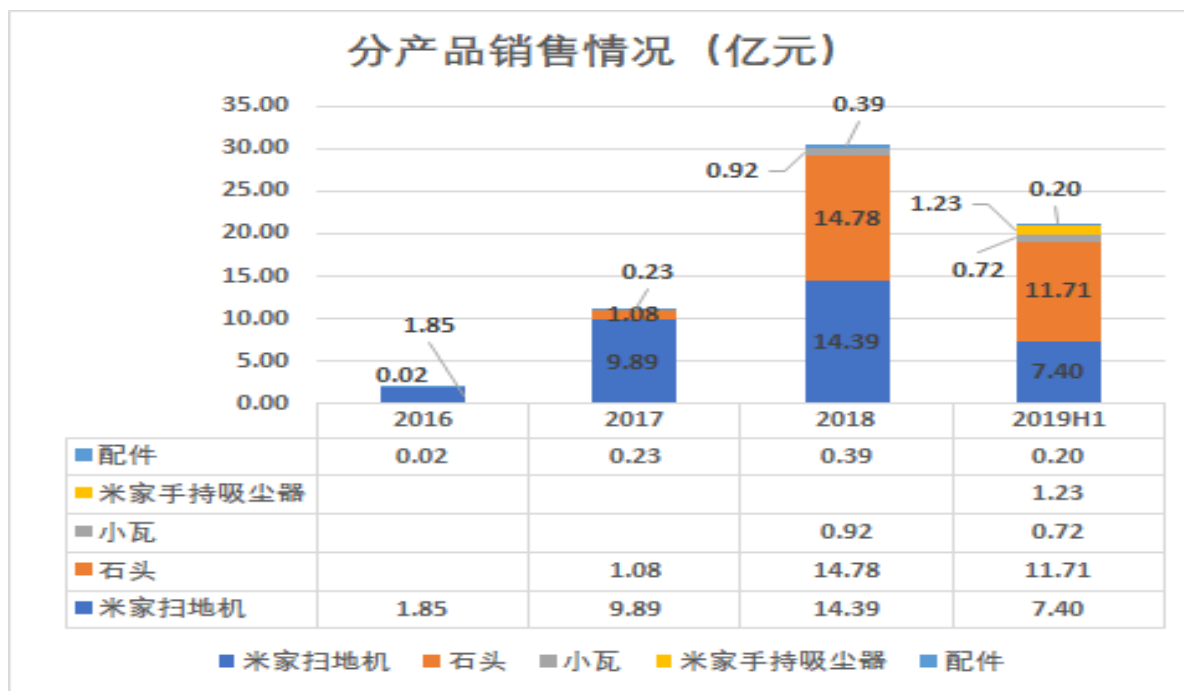


- ◆基于地面追踪传感器和惯性测量单元构建地图
- ◆可实现自主路径规划和扫拖一体
- ◆具有大吸力

## 1.2、公司财务情况

- 扫地机器人为公司主业，截止到2019H1，总体销售额达到21.25亿元，石头科技营收中94%为扫地机器人，6%为米家手持式吸尘器，扫地机器人中米家扫地机（代工）达到7.4亿元，石头、小瓦分别达到11.71、0.72亿元。
- 2019年，公司实现营业收入42亿元，同比增长37.81%；归属于母公司股东的净利润7.83亿元，同比增长154.52%。主要增长点在于石头自有品牌高速增长，尤其是在海外市场，另外一点，公司2019年开始进行米家手持吸尘器代工，同样也贡献了增量。

### 石头科技分产品销售情况



## 1.2、公司财务情况

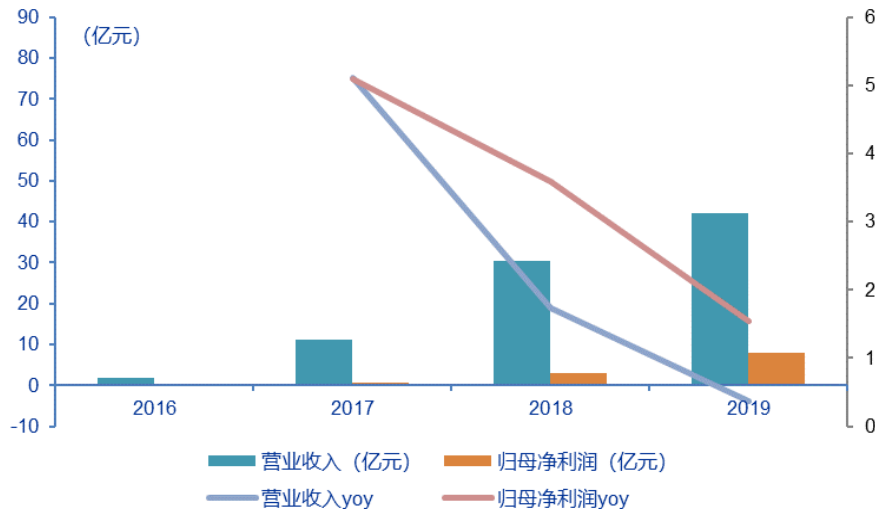
### 石头科技分产品销售情况

产品	2018收入 (亿元)	销量 (万台)	成本价 (元/台)	平均价 (元/台)
米家扫地机器人	14.4	124.1	986.0	1,159.9
石头扫地机器人	14.8	79.2	1,081.2	1,866.1
小瓦扫地机器人	0.9	9.6	733.8	965.1

## 1.2、公司财务情况

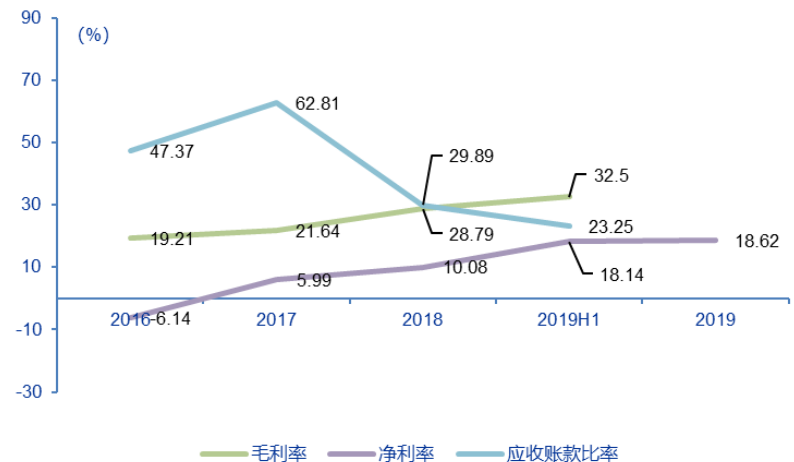
- 业绩进入快速增长期，盈利能力及资产质量变好。公司营业收入从2016年1.83亿元，增长到2019年42亿元，年复合增长达到184%，归母净利润从2016年-1100万增长到2019年7.83亿元，成长性非常强，同时，公司盈利能力也在不断提升，毛利率从2016年19.21%提升至2019H1的32.5%，净利率从2016年的-6%提升至2019年的18.62%。
- 应收账款/总资产比例在不断降低，2016-2019H1应收账款/总资产比例分别为43.37%、62.81%、29.89%与23.25%。

### 业绩高速增长



资料来源：石头科技招股书，太平洋证券研究院

### 盈利能力不断增强

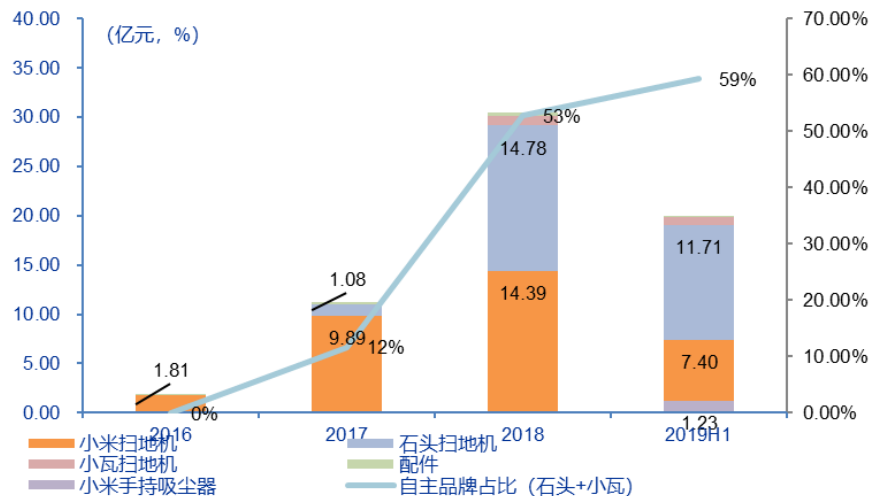


资料来源：石头科技招股书，太平洋证券研究院

## 1.2、公司财务情况

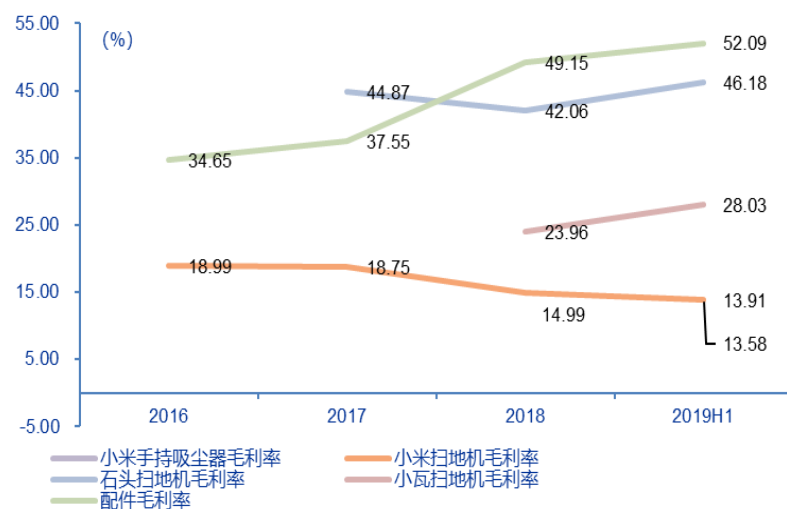
- 由小米代工模式转向自主品牌龙头。2014年代工米家智能扫地机器人(产品2016年推出)，自2017年起推广自主品牌石头扫地机器人，2018年推出自主品牌小瓦品牌机器人。截止到2019年上半年，米家品牌、石头品牌与小瓦品牌的营收占比分别为34.82%、55.08%与3.40%，自主品牌比例从2017年12%，提升至2019H1的59%，石头品牌的毛利润占比超过75%。
- 可以看到，自主品牌占比不断增加，显著提升公司的盈利能力，石头品牌毛利率在40%以上，而小米代工毛利率为13%-14%。

### 自主品牌迅速提高占比



资料来源：石头科技招股书，太平洋证券研究院

### 自主品牌盈利能力高企



资料来源：石头科技招股书，太平洋证券研究院

## 1.3、公司股权情况

- 股权结构：昌敬为实际控制人，顺为、金米为小米，石头时代为员工持股、丁迪为自然人，高榕（Banyan Consulting Limited）、启明（QM27 Limited）、无锡沃达、GIG（CITY-SCAPE PTE. LTD）均为投资机构，毛国华、吴震、万云鹏、张志淳为公司高管。

### 石头科技股权结构



### 1.3、公司股权情况

- 股权激励：截至本招股说明书签署日，石头时代为公司设立的员工持股平台，为实施员工股权激励，公司增资扩股引入石头时代。本次增资的价格为 125.79 元/股，对应公司估值约为 4,380 万元，公司共授予 60 名员工股票期权，其中研发人员 48 人，管理部门 8 人，销售部门 4 人，均为公司核心研发、销售等人员，持有公司 10% 股权。

## 1.4、公司募投项目情况

- 募投项目：此次上市募集金额主要投向新一代扫地机器人项目、商用清洁机器人产品开发项目、石头智连数据平台开发项目、补充营运资金。
- 新一代扫地机器人项目：在公司现有技术储备基础上，针对物体识别、语音识别、场景识别、降噪音、电控水箱、自动回收垃圾等方面进行研发。

### 石头科技募投项目

序号	项目名称	总投资额	募集资金
1	新一代扫地机器人项目	75,759.54	75,000.00
2	商用清洁机器人产品开发项目	28,896.32	28,000.00
3	石头智连数据平台开发项目	14,805.70	14,000.00
4	补充营运资金	13,156.99	13,156.99
合计		132,618.55	130,156.99

资料来源：石头科技招股书，太平洋证券研究院

# 目录

一

公司：爆发增长的家庭清洁机器人龙头企业

二

行业：未来仍有巨大空间

三

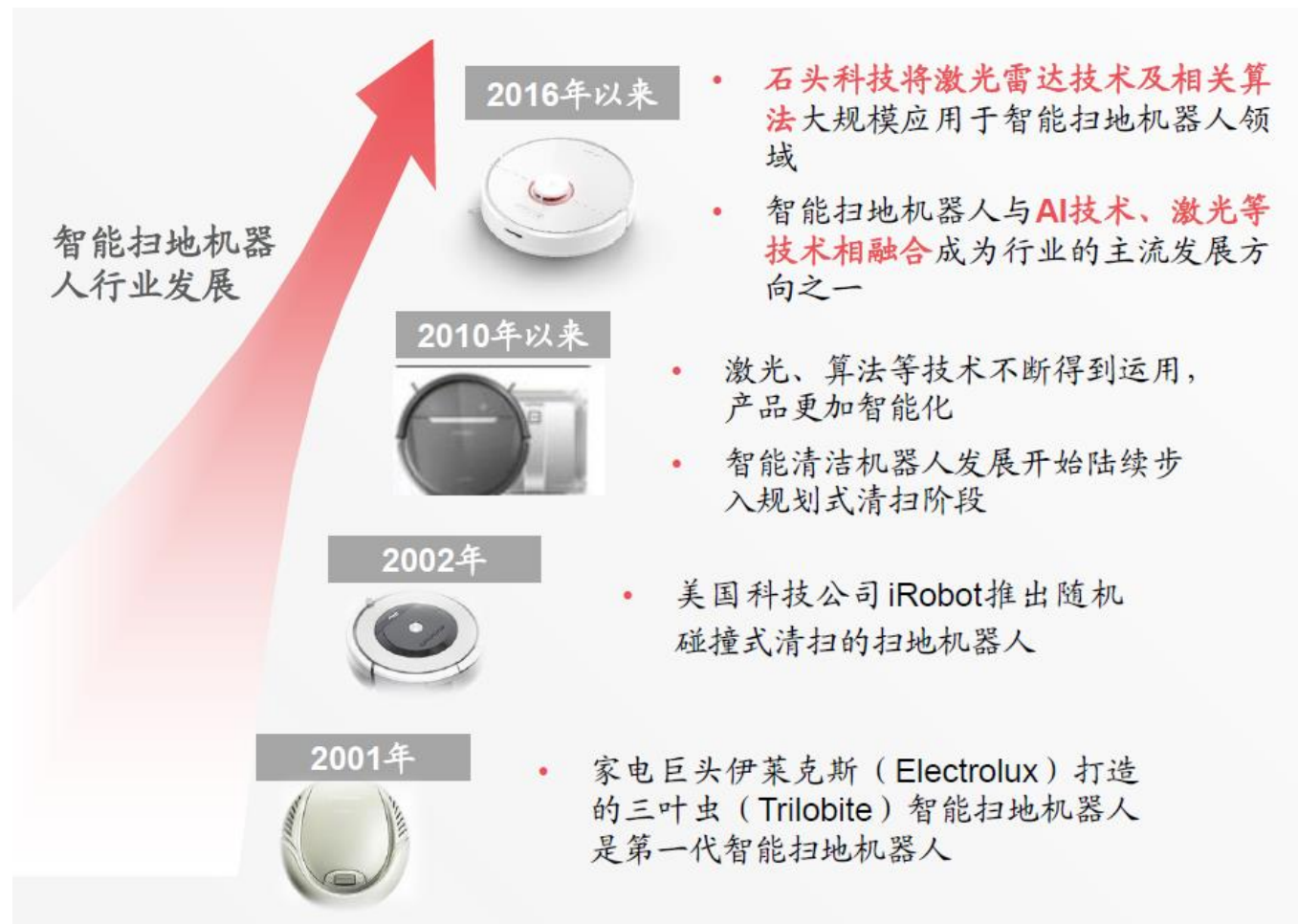
主要看点：产品结构升级、研发优势突出

四

盈利预测与估值

## 二、行业还有巨大空间

### 从随机向全局规划产品过渡



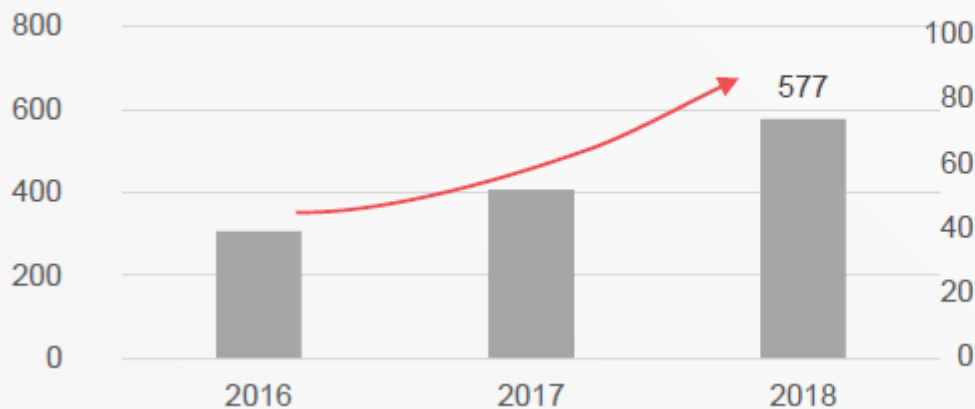
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

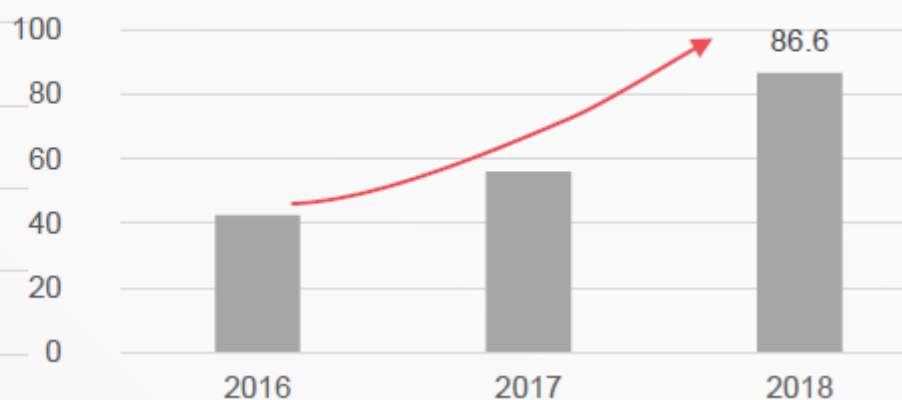
- 18年国内扫地机器人市场销售额达到87亿元，同比17年增长超50%。2019年1-11月，扫地机器人零售额达到71.4亿，规模同比增长仅2%（2018年扫地机器人增速达到54.6%），行业增速显著放缓，其中线上作为主力渠道，零售额占比接近90%。
- 从国内市场占有率看，2019年上半年国内市场前三大品牌分别为科沃斯、小米和石头，市场占有率分别为48%、12%和11%，合计市场占有率为71%。从国内线上市场占有率看，2019年上半年线上市场前五大品牌分别为科沃斯、小米、石头、海尔和iRobot，分别占比为43.4%、13.3%、12.7%、5.0%、4.8%，合计市场占有率为79.2%。

### 国内行业市场规模

中国智能扫地机器人销售量（万台）



中国智能扫地机器人销售额（亿元）



资料来源：中怡康，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 美国为全球扫地机器人发展最早也是最好的地区，根据美国目前的渗透率来看，渗透率在iRobot的带动下，近15年提升到了11%的渗透率。
- 国内扫地机器人的渗透率仍然很低，扫地机器人在2012才逐步放量，目前预计仅在5%左右，未来有很大空间。

### 国内行业未来还有巨大空间

	扫地机器人	吸尘器	洗衣机
渗透率	5%左右	23%	90%以上
销量（2018年销量，万台）	500-600	2281	4770

资料来源：太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 从全球来看，预计扫地机器人销量在1300-1500万台，对比吸尘器产品，目前仅为1/10左右，我们认为随着扫地机器人产品的完善、用户体验的提升，未来将会不断接近吸尘器的渗透率。

### 全球渗透率仍有极大提升潜力

	扫地机器人	吸尘器	洗衣机
渗透率	全球渗透率3%	欧美日本韩国等发达国家70%-90%	90%以上
销量 (2018年销量, 万台)	1300-1500	12000	15000-17000

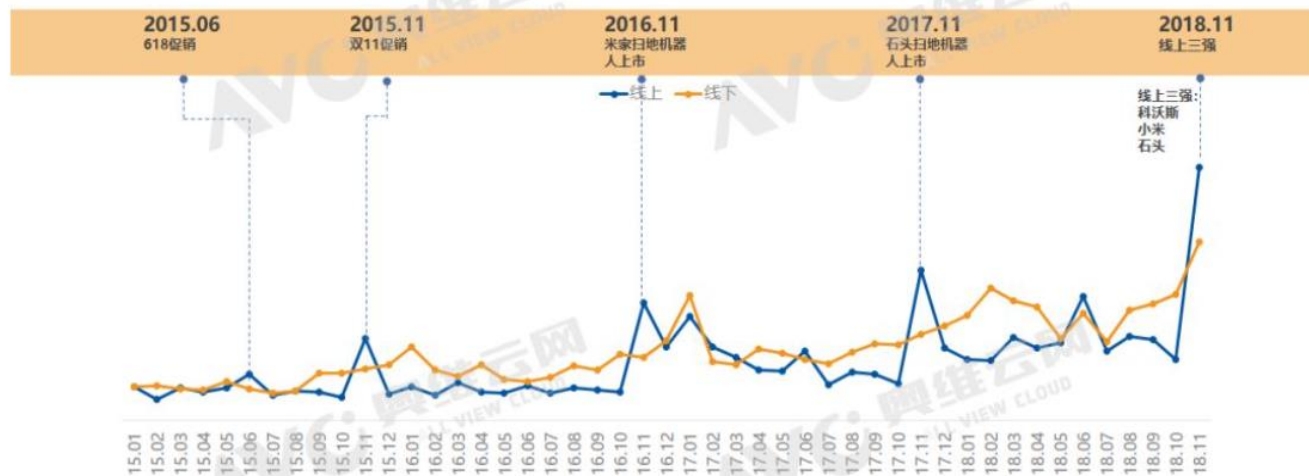
资料来源：产业在线网，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 2016-2018年小米、石头、科沃斯陆续推出扫地机器人新品，将LDS-SLAM、VSLAM全局规划类扫地机器人推出市场，以新技术引领了行业的趋势，带动消费者的购买，2019年大部分新产品都是在原有功能上的提升，没有让人眼前一亮的新技术。
- 结合用户的问题，我们认为扫地机器人核心问题将主要集中于提升清扫能力、智能能力方面，在清扫能力方面，扫地机器人将通过增强吸力，拖地功能完善等来解决，智能能力方面，扫地机器人将通过更加好的算法以及传感器来进行解决，人工智能、智能交互仍然将是扫地机器人未来的趋势。

### 爆品将带动扫地机器人发展

2015-2018机器人分渠道零售额指数走势



备注：销售额指数=当期销售额/首期销售额\*100，图中首期是指2015年第一月

资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 石头2019年发布T6新品，功能持续升级，从智能上，进行房间自动分区（卧室、客厅灯），在清洁功能方面，进行全面降噪处理，同时推出了创新一次性抹布，即用即抛，无需二次清理。
- 石头将于2020年3月推出T7，强化算法，强化拖地，强化地图管理。

### 石头科技T6新品荣获2019德国IF设计奖



资料来源：石头科技官网等公开资料，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 在清洁性能上，2020年CES展中云鲸智能科技(东莞)有限公司带来了一款能够自我清洁的扫拖机器人“Narwal T10”。Narwal T10配备一个清洁基站（与充电桩融合），它既可以吸尘和擦拭地板，也可以实现拖布的自我清洁。
- 在智能性上，科沃斯在2019年发布的DG70，在激光雷达导航的基础商，增加了AIVI视觉识别，在机器正前方加装了摄像头，可以主动侦测障碍物，进而识别并躲避。尤其是家中的电线、拖鞋、袜子在家庭中经常出现的障碍物。

### 行业新品层出不穷



资料来源：科沃斯官网及公开资料，太平洋证券研究院

## 二、行业还有巨大空间

- 2018年9月，iRobot推出了新品i7、e5，i7加入了一个Clean Base™ 自动集尘充电座，能自动地将扫地机器人集尘盒中的污垢吸入集尘充电座中的一次性集尘袋中，一次性集尘袋可以容纳相当于30个集尘盒体积的灰尘和污垢。e5能够进一步升级了主刷的防毛发缠绕设计，提升用户体验。iRobot 2019年5月推出了Roomba S9+与Braava Jet M6（擦地机器人）两款全新的清洁机器人产品，这两款机器人产品可通过iRobot的Imprint智能规划功能进行协同工作，在S9完成扫地功能后，M6进行拖地。

### iRobot扫地机器人持续升级

<p><b>Roomba s9/s9+</b></p>  <p><b>\$1,099 \$1,399</b> with Clean Base™ Automatic Dirt Disposal vSLAM Advanced Navigation 40x the air power* Deepest cleaning robot yet</p> <p>Introduced in May 2019</p>	<p>Imprint™ Smart Mapping</p>  <p>Clean Base™ Automatic Dirt Disposal</p> 	<p><b>Roomba i7/i7+</b></p>  <p><b>\$699 \$1,099</b> with Clean Base™ Automatic Dirt Disposal vSLAM Advanced Navigation 10x the air power*</p> <p>Introduced in Sept. 2018</p>	<p><b>Roomba 900</b></p>  <p><b>\$649</b> vSLAM Advanced Navigation 5x the air power*</p>
<p><b>Roomba e5</b></p>  <p><b>\$375</b></p> <p>Introduced in Sept. 2018</p>	<p>AeroForce® Cleaning System Virtually no Maintenance</p> 	<p>Cloud Connectivity</p> 	<p>Washable Bin</p> 
<p><b>Roomba 675</b></p>  <p><b>\$299</b></p>	<p>Cloud Connectivity</p> 	<p>Dual multi-surface brushes</p> 	<p>Intelligent Navigation</p> 

资料来源：iRobot官网，太平洋证券研究院

# 目录

一

公司：爆发增长的家庭清洁机器人龙头企业

二

行业：未来仍有巨大空间

三

主要看点：产品结构升级、研发优势突出

四

盈利预测与估值

### 3.1、产品结构升级，自主经营是方向

- 生产模式：公司产品全部采用委托加工方式生产，无自建生产基地。公司与代工厂商签署委托加工合同，由公司以书面或电子方式传送订单给代工厂商，订单包含产品的种类、数量、送达交货时间以及公司指定的交货地点、联系人和单价等。
- 公司目前采用的代工厂商主要包括欣旺达和东莞长城。

#### 石头科技生产以代工为主

受托加工厂商	2019H1		2018		2017		2016	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
欣旺达	54,225.36	89.17%	98,517.36	98.80%	33,073.63	100.00%	5,299.93	99.68%
东莞长城	6,583.88	10.83%	1,198.90	1.20%	-	-	-	-
合计	60,809.23	100.00%	99,716.26	100.00%	33,073.63	100.00%	5,299.93	99.68%

### 3.1、产品结构升级，自主经营是方向

- 销售模式：公司采用线上与线下相结合的销售模式，其中自有品牌产品的线下销售以经销模式为主。
- 小米模式主要为走小米渠道、线上 B2C 平台（第三方）：官网+天猫+有品+美亚、电商平台入仓：京东+苏宁+唯品会为主、线下经销：紫光、慕晨、俄速通等海外经销商。

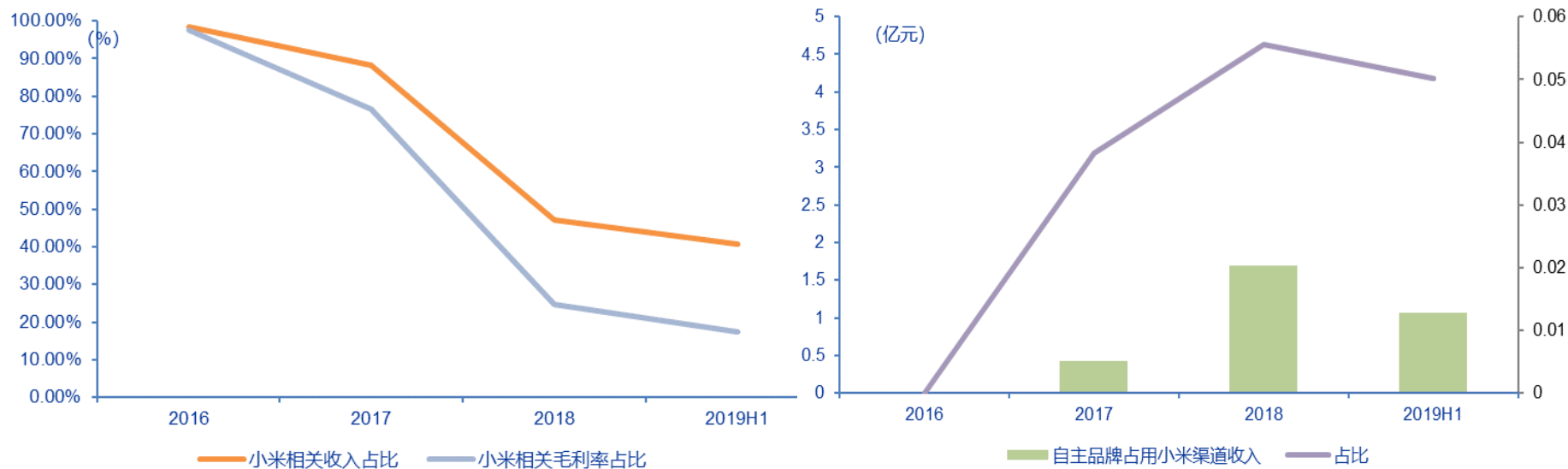
#### 石头科技销售渠道情况

销售模式	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
小米模式	91,404.62	43.01%	152,916.54	50.17%	101,095.16	90.36%	18,312.70	100.00%
线上销售								
线上 B2C 平台 (第	24,134.13	11.36%	39,000.89	12.80%	6,502.70	5.81%	-	-
线上 B2C 平台 (官	126.75	0.06%	206.53	0.07%	45.92	0.04%	-	-
电商平台入仓	16,059.28	7.56%	35,280.03	11.58%	1,991.64	1.78%	-	-
小计	40,320.17	18.97%	74,487.45	24.45%	8,540.26	7.63%	-	-
线下销售								
线下经销	80,761.26	38.00%	77,323.13	25.37%	2,239.70	2.00%	-	-
线下直销	44.75	0.02%	45.1	0.01%	6.64	0.01%	-	-
小计	80,806.01	38.02%	77,368.23	25.38%	2,246.34	2.01%	-	-
合计	212,530.79	100%	304,772.21	100%	111,881.76	100%	18,312.70	100%

### 3.1、产品结构升级，自主经营是方向

- 公司最早期业务为为小米代工米家扫地机器人，同时，小米通过天津金米以及顺为分别持有公司11.85%、12.85%的股权。
- 2019H1，小米业务毛利润占比仅为17.31%，同时自主品牌依赖小米渠道仅为5.02%。公司后续将会逐步加大自主品牌占比，进一步减少小米相关业务占比。

#### 石头科技小米相关占比逐步降低



### 3.1、产品结构升级，自主经营是方向

- 股权：小米公司控制的天津金米持有公司 11.85%的股权，公司董事高雪为天津金米在公司董事会的代表。小米相关方顺为持有公司 12.85%股份，公司董事程天为其在公司董事会的代表。天津金米和顺为对公司的投资均为参股投资，其在公司董事会中占有席位，具有表决权，但对公司经营决策无控制权。
- 研发：在公司与小米合作研发项目的过程中，小米指派一名产品经理、一名项目经理以及一名 ID 设计人员负责产品定义、项目进程跟踪以及 ID 设计。公司指派研发人员独立完成产品的具体研发及技术积累的过程。小米不参与共有知识产权的具体发明创造过程及技术升级改造的过程。
- 生产委外：石头科技除通过小米方采购部分电源线、WIFI 模组等少数原材料外，其余主要原材料的采购和委托加工厂商的选择均独立自主进行，小米方不对石头科技指定供应商和代工厂商。
- 产品销售：石头科技拥有独立销售团队，自有品牌产品销售具有独立性。目前自主品牌通过小米渠道为10,678.18 万元， 占比为5.02%。
- 专利：公司与米家产品相关的专利与小米共有。截至报告期末，公司与小米共有 59 项境内专利，5 项境外专利。根据公司与小米签订的业务合作协议等约定，双方均有权自行实施使用共有知识产权，无需向另一方通报及分享收益。

## 3.2、核心研发能力强悍


- 创始人之前是百度产品经理，对于软件终端有深刻理解。
- 创世软件团队来自微软，硬件团队来自华为、诺基亚、富士康等。

### 石头科技管理人团队



昌敬，石头科技的创始人兼公司董事长、总经理

2007年11月至2010年2月在微软任程序经理  Microsoft

2010年2月至2011年2月任腾讯高级产品经理  Tencent 腾讯

2011年2月至2011年12月创立北京魔图精灵科技有限公司并任CEO

2011年12月至2014年7月任百度高级产品经理



2014年创立公司



毛国华，副总经理，具有多年研发运营经验，曾于微软、百度等公司任职



吴震，副总经理，具有多年软件研发经验，曾于英特尔、微软等公司任职



张志淳，副总经理，具有多年硬件研发经验，曾任华为 Technology Management Group 专家组组长



万云鹏，副总经理，具有多年项目管理经验，曾任华为产品经理



## 3.2、核心研发能力强悍

- 昌敬 男，出生于 1982 年 8 月，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，住址为湖南省岳阳市\*\*\*，公民身份证号码为 4306021982\*\*\*\*2512。1999 年 9 月至 2006 年 7 月就读于华南理工大学计算机专业并先后获得学士学位和硕士学位。2006 年 7 月至 2007 年 11 月入职北京傲游天下科技有限公司任技术经理，2007 年 11 月至 2010 年 2 月在微软任程序经理，2010 年 2 月至 2011 年 2 月任腾讯高级产品经理，2011 年 2 月至 2011 年 12 月创立北京魔图精灵科技有限公司并任 CEO，2011 年 12 月至 2014 年 7 月任百度高级经理。2014 年 7 月加入公司，现任公司董事长、总经理。

## 3.2、核心研发能力强悍

- 聚焦核心软件设计环节，制造外协压缩成本。2019H1公司原材料与委托加工费在营业成本中的占比为57.49%、40.97%，合计超过98%。

### 石头科技制造基本外协，聚焦核心设计环节

项目	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	82,468.80	57.49%	123,347.80	56.77%	53,383.08	60.89%	9,450.78	63.88%
委外加工费	58,770.83	40.97%	90,326.37	41.57%	32,359.10	36.91%	5,103.28	34.50%
外购配件销售成本	907.04	0.63%	1,576.91	0.73%	1,276.67	1.46%	56.59	0.38%
模具摊销	1,123.42	0.78%	1,673.43	0.77%	503.4	0.57%	127.46	0.86%
人工成本	99.71	0.07%	146.22	0.07%	50.32	0.06%	28.75	0.19%
其他	86.53	0.06%	217.19	0.10%	96.51	0.11%	27.2	0.18%
合计	143,456.33	100.00%	217,287.92	100.00%	87,669.08	100.00%	14,794.07	100.00%

## 3.2、核心研发能力强悍

- 聚焦核心软件设计环节，制造外协压缩成本。智能化是扫地机器人的方向，信息获取到处理，动作控制、清扫细节是关键环节。积累大量的家居环境处理经验才能使算法性能不断提高，在这个层面上国内只有公司和科沃斯具备这样的条件。

### 石头科技研发投入持续加大

公司	指标	2019年1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
科沃斯					
	研发人员数量	未披露	788	610	536
	研发人员占员工人数的比例/%	未披露	12.42	9.33	8.93
	研发费用金额/万元	12,533.64	20,512.91	12,406.78	9,818.21
	研发费用占营业收入的比例/%	5.16	3.6	2.79	3.07
福玛特					
	研发人员数量	未披露	未披露	40	42
	研发人员占员工人数的比例/%	未披露	未披露	16.06	14.33
	研发费用金额/万元	未披露	未披露	382.73	540.22
	研发费用占营业收入的比例/%	未披露	未披露	4.63	4.05
石头科技					
	研发人员数量	246	173	80	69
	研发人员占员工人数的比例/%	50.2	53.4	56.34	71.88
	研发费用金额/万元	8,075.60	11,661.56	10,627.72	3,935.93
	研发费用占营业收入的比例/%	3.8	3.82	9.5	21.49

# 目录

一

公司：爆发增长的家庭清洁机器人龙头企业

二

行业：未来仍有巨大空间

三

主要看点：产品结构升级、研发优势突出

四

盈利预测与估值

## 4. 盈利预测与估值

- 米家扫地机器人（代工）：公司此块业务是传统起家业务，由于小米定价问题，赚钱效应不强，预计未来占比将会逐渐降低，预计2019-2021年营收同比增速分别为-27%、-14%、-11%，毛利率有望保持相对稳定，预计未来三年综合毛利率分别为13.91%、13%、13%。
- 自主品牌扫地机器人（石头，小瓦）：公司未来将重点打造自主品牌扫地机器人，此块业务有望保持较高增长，新品持续迭代，预计石头2019-2021年营收同比增速分别为85.4%、20%、25%，毛利率有望保持相对稳定，预计石头未来三年综合毛利率分别为46%、47%、48%；预计小瓦2019-2021年营收同比增速分别为63%、13%、18%，毛利率有望保持相对稳定，预计小瓦未来三年综合毛利率分别为28%、30%、30%。
- 米家手持吸尘器（代工）：该项占目前比较小，是2019年新增业务，预计未来将会不断增长，假定2020-2021年营收同比增速分别为30%、67%；假定毛利率分别为13.6%、13.6%、13.6%。

## 4. 盈利预测与估值

### 石头科技盈利预测与估值

单位: 亿元	会计科目	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业总计	合计收入	1.87	11.20	30.48	42.05	47.48	61.01
	yoy		499%	172%	38%	13%	29%
	合计利润	0.08	0.67	3.08	7.82	9.78	12.06
	yoy		723%	359%	154%	25%	23%
	销售毛利率	19%	22%	29%	36%	38%	40%
小米	营业收入	1.85	9.89	14.39	10.50	9.00	8.00
	yoy		435%	46%	-27%	-14%	-11%
	毛利率	19%	19%	15%	14%	13%	13%
	营业占比	99%	88%	47%	25%	19%	13%
石头	收入		1.08	14.78	27.15	33.00	45.00
	yoy			1269%	85%	22%	25%
	毛利率		45%	42%	46%	47%	48%
	营业占比		10%	48%	65%	70%	74%
小瓦	收入			0.92	1.50	1.70	2.00
	yoy				63%	13%	18%
	毛利率			24%	28%	30%	30%
	营业占比			3%	4%	4%	3%
手持吸尘器	收入				2.30	3.00	5.00
	yoy					30%	67%
	毛利率				14%	14%	14%
	营业占比				5%	6%	8%
配件	收入	0.02	0.23	0.39	0.60	0.78	1.01
	yoy		1050%	70%	54%	30%	30%
	毛利率	35%	38%	49%	53%	55%	55%
	营业占比	1%	2%	1%	1%	2%	2%

## 4. 盈利预测与估值

### 投资建议

预计公司 2019 年-2021年各财务指标:

- 营业收入分别为42.05亿元、47.47亿元和61亿元，增速分别为37.81%，12.9%和28.5%。
- 实现归母净利润7.83亿元，10亿和13.83亿，增速分别为154.53%，27.9%和38.11%，对应估值分别为28、22、16倍。
- 毛利率分别为35.9%，37.97%和40.12%（假设公司实现自主品牌不断提升，代工业务占比持续下滑）
- 服务机器人行业处于发展初期，未来有望保持快速增长，公司为扫地机器人行业龙头企业，研发能力强悍，新品不断推出，首次覆盖，给予买入评级。

### 公司盈利预测

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3051.25	4204.93	4747.36	6100.36
增长率	172.72%	37.81%	12.90%	28.50%
归属母公司净利润（百万元）	307.59	782.78	1001.23	1382.84
增长率	359.11%	154.49%	27.91%	38.11%
每股收益EPS（元）	4.61	11.74	15.02	20.74
PE	72	28	22	16
PB	31.66	14.75	8.84	5.69

## 风险提示



- 风险一：扫地机器人行业放缓
- 风险二：费用率出现较大提升
- 风险三：新品推出不及预期

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

### 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。