

## 石头科技 (688169.SH) 2023Q2 业绩大超预期，国内外竞争优势持续提升

2023年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

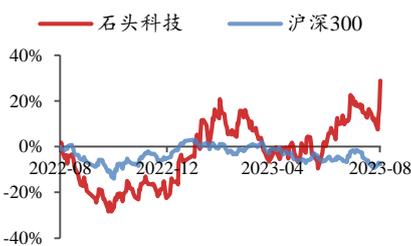
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790523060001

日期	2023/8/31
当前股价(元)	293.49
一年最高最低(元)	395.00/220.00
总市值(亿元)	385.28
流通市值(亿元)	385.28
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	54.72

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《推出新品 P10 Pro 看好份额提升，新品叠加外销高增利好盈利能力稳定——公司信息更新报告》-2023.8.29

《iRobot 之困境，石头科技之海外机会——公司深度报告》-2023.8.21

《内销关注新品及大促，外销看欧洲增速由负转正——公司深度报告》-2023.6.8

### ● 2023Q2 业绩大超预期，国内外竞争优势持续提升，维持“买入”评级

Q2 实现营收 22.1 亿元 (+41.6%)，归母净利润 5.4 亿元 (+95.5%)，扣非归母净利润 5.0 亿元 (+73.5%)。Q2 收入超预期，主系中国、美国、欧洲、亚太等区域全线实现 40% 以上增长，内销推出多款扫地机新品、持续拉宽价格带、抢占市场份额；美国市场延续推高卖贵、抢占 iRobot 中高端市场份额；对于欧洲推出多款新品、叠加需求回暖，经销商提货迎来恢复。Q2 利润超预期主系欧洲等经销区域恢复，结构持续提升。我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 17.0/20.0/23.0 亿元（2023-2025 年原值 15.0/17.7/20.7 亿元），对应 EPS 为 12.95/15.23/17.52 元，当前股价对应 PE 为 22.7/19.3/16.8 倍，维持“买入”评级。

### ● 内外销全线开花，海外中高端定位、内销同质优价策略下市场份额持续提升

公司在海外树立起了中高端品牌定位，在美国亚马逊，石头科技市占率超 20%，稳居第二，并在高端市场超过 iRobot，看好持续抢占份额。在欧洲市场表现优异，德国市占率超 40%，后续有望强化德国、北欧等区域，开拓南欧、西欧等区域，通过亚马逊开店进一步抢占份额。国内市场，公司线上销售额市占率从 2021Q1 的 10% 持续提升到 2023Q2 的 30%，主系坚持同质优价的推新策略，不急于抢先发售，却都在同一时期和友商产品进行差异化竞争，借力打力的同时提供给消费者更优的产品使用体验，带动份额持续提升。我们看好新品 P10 Pro 依托“智能动态机械臂+热水复洗”的功能升级卖点，以及 3999 的定价优势，持续抢占份额。

### ● Q2 净利率提升显著，成本加成定价、严控费率下净利率稳定性强

Q2 毛利率 51.7% (+2.9pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别 -1.0/+0.6/+0/-0.4pct，销售费用率优化主系内销竞争格局改善及经销模式区域复苏。Q2 净利率 24.2% (+6.7pct)，扣非净利率 22.5% (+4.1pct)。考虑到技术降本、商务降本、自产比例提升等多措并举，叠加成本加成的定价方式，看好在维持毛利率的同时拉宽价格带促进销量释放，严控费率叠加行业竞争格局改善，净利率维持稳定。

### ● 风险提示：新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	8,294	9,983	11,808
YOY(%)	28.8	13.6	25.1	20.4	18.3
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,700	2,000	2,300
YOY(%)	2.4	-15.6	43.7	17.6	15.0
毛利率(%)	48.1	49.3	51.0	51.5	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	20.5	20.0	19.5
ROE(%)	16.5	12.4	15.3	15.5	15.4
EPS(摊薄/元)	10.68	9.02	12.95	15.23	17.52
P/E(倍)	27.5	32.6	22.7	19.3	16.8
P/B(倍)	4.5	4.0	3.5	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023Q2 收入超预期，国内外竞争优势持续提升.....	3
2、 外销：欧洲基本盘修复，中高端定位看好抢 iRobot 份额.....	5
3、 内销：坚持同质优价推新策略，市场份额持续提升.....	6
4、 盈利能力端：成本加成定价、严格控费下净利率水平稳定.....	7
5、 盈利预测与投资建议.....	9
6、 风险提示.....	9
附：财务预测摘要.....	10

## 图表目录

图 1： 2023Q2 公司实现营业收入 22.1 亿元 (+41.6%) .....	3
图 2： 2023H1 公司实现营业收入 33.7 亿元 (+15.4%) .....	3
图 3： 2023Q2 公司实现归母净利润 5.4 亿元 (+95.5%) .....	3
图 4： 2023H1 公司实现归母净利润 7.4 亿元 (+19.9%) .....	3
图 5： 2023Q2 公司实现扣非净利润 5.0 亿元 (+73.5%) .....	4
图 6： 2023H1 公司实现扣非净利润 6.6 亿元 (+12.3%) .....	4
图 7： 2023Q2 公司净利率 24.2% (+6.7pct) .....	4
图 8： 2023H1 公司净利率 21.9% (+0.9pct) .....	4
图 9： 2023Q2 公司销售费用率 19.4% (-1.0pct) .....	4
图 10： 2023H1 销售费用率 19.9% (+2.8pct) .....	4
图 11： 北美市场保持高速增长，2023Q2 收入增长 40%.....	5
图 12： 公司美亚市占率稳步提高，黑五期间超过 Shark 位居第二.....	5
图 13： 2023Q2 公司外销实现增长 42.5%.....	6
图 14： 2023Q2 内销占比 40.4%，外销占比 59.6%.....	6
图 15： 公司 2023Q2 欧洲收入增长 45%.....	6
图 16： 德国线上亚马逊市场成功有望复制，持续拓展至其他欧洲地区市场.....	6
图 17： 复盘内销历史，公司每一轮推新都带动销额市占率显著提升.....	7
图 18： P10 和 G10S PURE 在产品发货月线上销量市占率分别达到 6.62%/10.36%.....	8
图 19： 2023 年 5~6 月石头扫地机线上双位数增长.....	9
图 20： 新品发货后 4 月石头线上销额市占率大幅提升.....	9

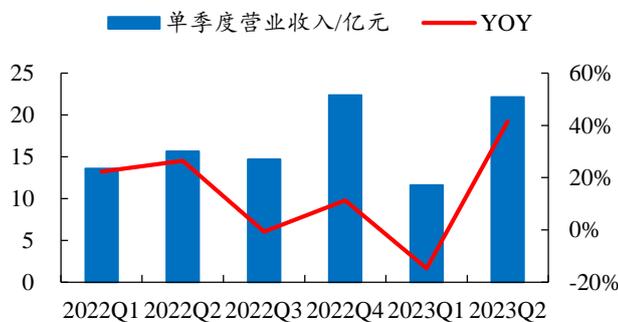
## 1、2023Q2 收入超预期，国内外竞争优势持续提升

2023H1 实现营收 33.7 亿元 (+15.4%)；实现归母净利润 7.4 亿元 (+19.9%)；扣非净利润 6.6 亿元 (+12.3%)。2023Q2 公司实现营业收入 22.1 亿元 (+41.6%)，归母净利润 5.4 亿元 (+95.5%)，扣非归母净利润 5.0 亿元 (+73.5%)。

2023Q2 收入高增主系中国、美国、欧洲、亚太等区域全线高增，均实现 40% 以上增长，公司内销推出 P10、G10S Pure、G20 等多款扫地机新品、持续拉宽价格带、抢占市场份额；针对美国市场推出 S8 Pro 等新品，延续推高卖贵、高举高打策略、抢占 iRobot 中高端市场份额；对于受俄乌冲突影响较大的欧洲区域，消费需求逐步回暖，推出新品带动经销商提货积极性恢复，低基数下体现出高增长弹性。

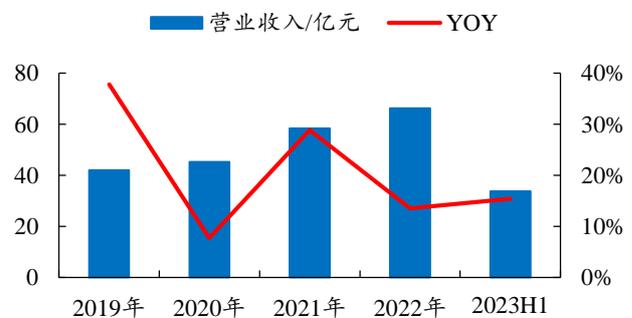
2023Q2 利润增速快于收入，主系公司利润率更高的欧洲、亚太等经销模式区域持续恢复，区域结构持续向好，新品热销带动产品结构持续提升。

图1：2023Q2 公司实现营业收入 22.1 亿元 (+41.6%)



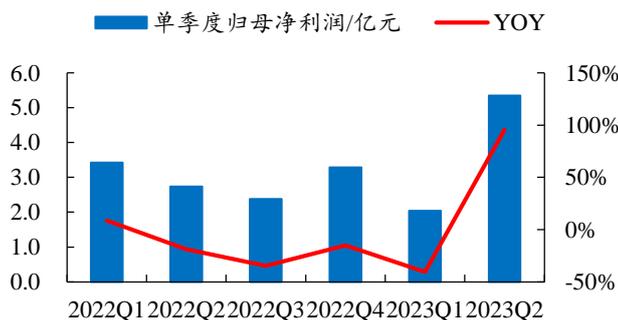
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 公司实现营业收入 33.7 亿元 (+15.4%)



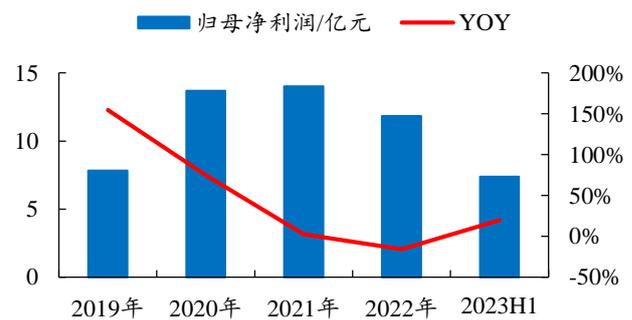
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q2 公司实现归母净利润 5.4 亿元 (+95.5%)



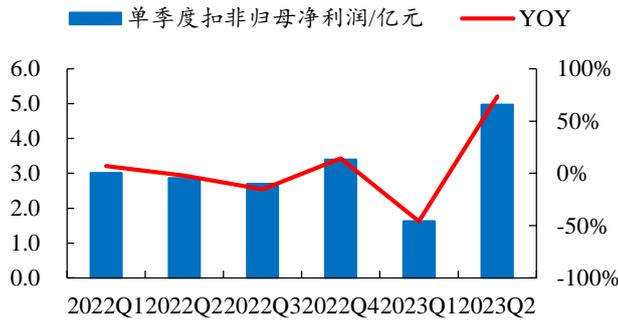
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023H1 公司实现归母净利润 7.4 亿元 (+19.9%)



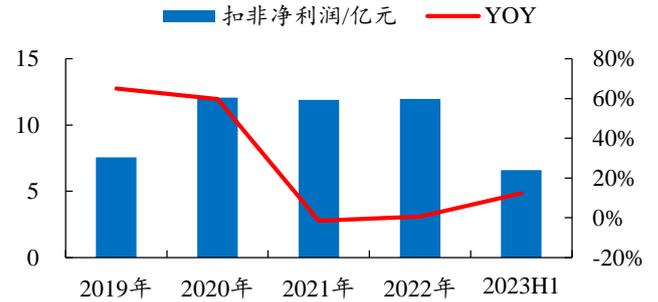
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q2 公司实现扣非净利润 5.0 亿元（+73.5%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

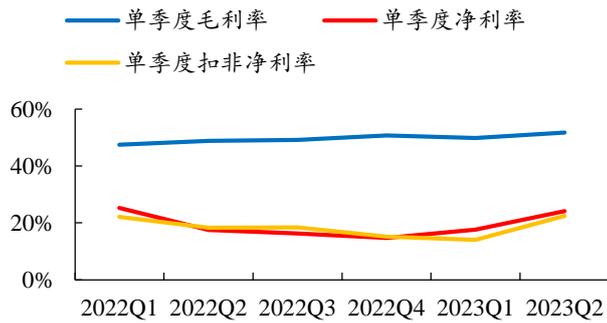
图6：2023H1 公司实现扣非净利润 6.6 亿元（+12.3%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

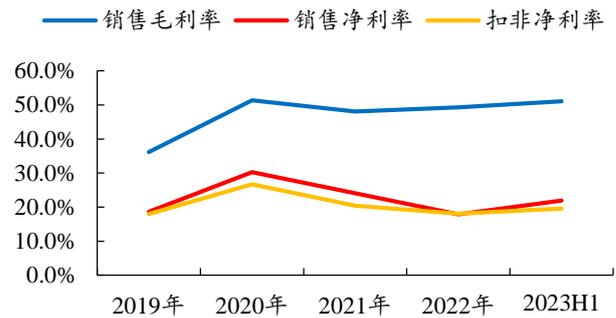
2023Q2 毛利率 51.7%(+2.9pct)，主系公司产品结构持续升级、技术降本叠加人民币贬值拉动。2023Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.4%/2.7%/7.0%/-2.9%，同比分别-1.0/+0.6/+0/-0.4pct，销售费用率优化明显，预计受益于行业竞争格局改善。综合影响下 2023Q2 净利率为 24.2%(+6.7pct)，扣非净利率为 22.5%(+4.1pct)，盈利能力提升显著。

图7：2023Q2 公司净利率 24.2%（+6.7pct）



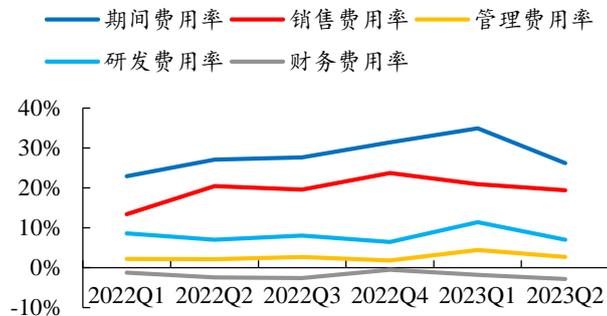
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023H1 公司净利率 21.9%（+0.9pct）



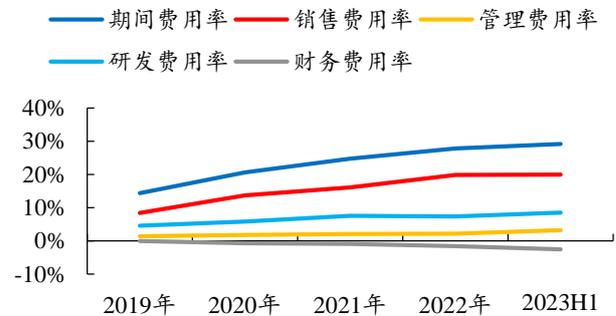
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q2 公司销售费用率 19.4%（-1.0pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023H1 销售费用率 19.9%（+2.8pct）



数据来源：Wind、开源证券研究所

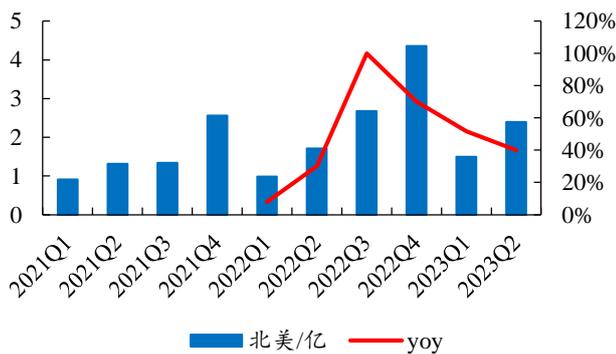
## 2、外销：欧洲基本盘修复，中高端定位看好抢 iRobot 份额

2023H1 公司外销占比约 60%，是基本盘业务。在海外市场方面，公司重点发展美国、欧洲及亚太市场。公司逐步建立全球分销网络，截至目前，公司产品遍布全球 100 多个国家和地区，已有超过 1000 万家庭使用石头扫地机器人。同时公司在主要海外市场设立当地分公司和海外公司，以提高市场地位，并提供更好的售后服务，目前公司已在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地设立了海外公司，在美国 Amazon、Home Depot、Target、Bestbuy、WalMart 等线上平台开设线上品牌专卖店。

公司在 2017 年出海，作为行业 LDS 的创立者，一开始就以中高端品牌形象面向欧美，并且借助慕晨的现有渠道快速铺开渠道。近几年产品研发都照顾到海外用户痛点，也是国内最早做拖布抬升功能的。2021 年开始，海外渠道逐渐掌握到自己手里。公司在海外树立起了中高端品牌定位，决定在海外市场长期发展的定位和空间。

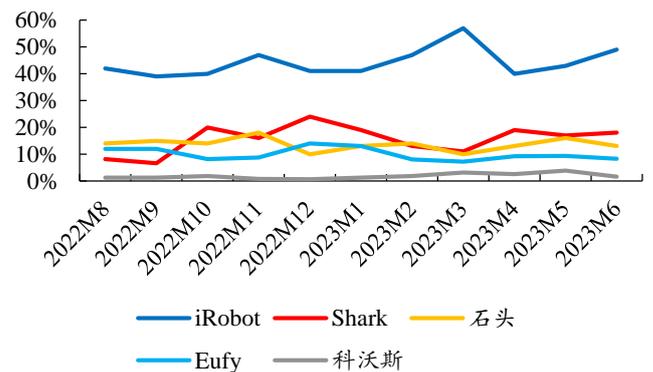
在美国亚马逊，石头科技市占率超 20%，稳居第二，并在高端市场超过 iRobot。23 年 1-7 月份美亚 500 美金以上的销额市占率达到 41%，800 美金以上市占率达 62% 左右。凭借高端产品持续发力亚马逊渠道，公司北美市场表现良好，2022/2023Q1 收入同比分别 58.7%/51.7%。公司市占率稳步提高，黑五期间超过 Shark 位居第二，Prime Day 表现良好。2022M11 公司销额市占率达 18.0%，超过 Shark 位居第二。Prime Day (7.12-7.13) 公司延续优异表现，从第三方数据来看，美亚 GMV 有 50% 以上的增长，增速超过 4+5 月。公司基站类产品占比提升，量价齐升，2023 年 Prime Day 市占率在 20% 左右，2022 年仅 10% 出头。因此，在 iRobot 处在经营困境中，公司能依托中高端品牌定位、持续抢占份额。

图11：北美市场保持高速增长，2023Q2 收入增长 40%



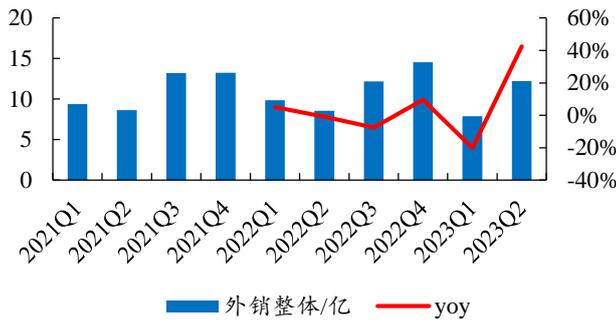
数据来源：开源证券研究所

图12：公司美亚市占率稳步提高，黑五期间超过 Shark 位居第二

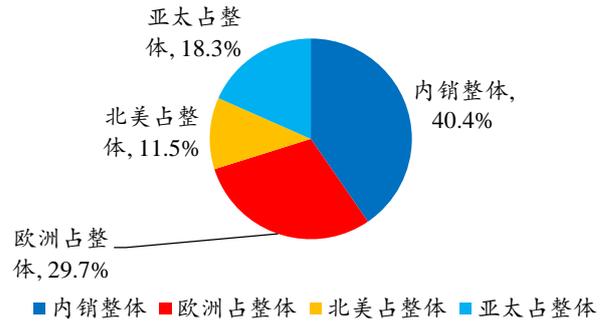


数据来源：久谦数据、开源证券研究所

欧洲市场自 2022Q2 起阶段性承压，但随着海外 4-7 月完成上新，终端需求回暖，高净利率区域持续恢复。欧洲其他市场有望复制德国成功案例。根据亚马逊数据，石头扫地机德国市场 2022 年/2023H1 销额市占率均位居第一，在大盘承压下同比增长分别增长 244%/37%。德国全渠道市占率接近 40%。我们认为法国、西班牙等地居民消费水平与德国相当，公司有望复制德国成功案例，持续提升公司当地市占率水平。

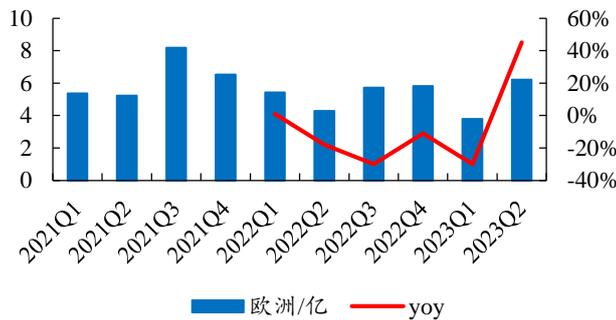
**图13: 2023Q2 公司外销实现增长 42.5%**


数据来源: 开源证券研究所

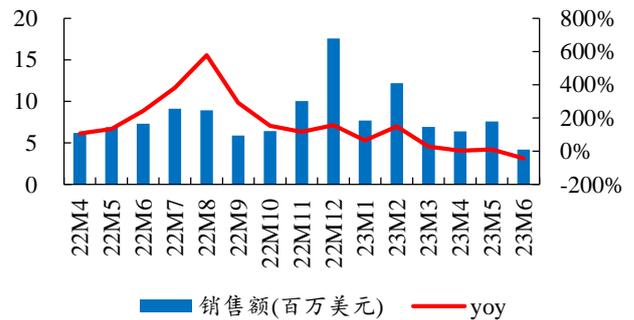
**图14: 2023Q2 内销占比 40.4%，外销占比 59.6%**


数据来源: 开源证券研究所

公司在欧洲和亚太是经销模式、净利率高，营收占比约 50%，预计净利率超 20%，美国和中国是电商直营，净利率预计超 10%。因此，当欧洲和亚太的收入占比越高，公司的净利率越高。从 2021 年到 2023Q1，欧洲亚太占比持续下降，拖累了石头净利率，从 Q2 开始，预计将不再拖累。后续公司在美国市场有望持续抢 iRobot 份额、产品结构升级、突破线下渠道；公司在欧洲市场有望强化德国、北欧等区域，开拓南欧、西欧等区域，通过欧洲亚马逊线上开店进一步抢占市场份额。

**图15: 公司 2023Q2 欧洲收入增长 45%**


数据来源: 开源证券研究所

**图16: 德国线上亚马逊市场成功有望复制，持续拓展至其他欧洲地区市场**


数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

### 3、内销：坚持同质优价推新策略，市场份额持续提升

在国内市场，公司聚焦资源，夯实中高端品牌形象，布局多价格段产品，做到产品覆盖各价位段；另一方面，公司不断加大自有品牌的宣传与推广，通过传统电商合作、新型渠道布局等方式增加品牌知名度。公司内销占比约 30%。根据奥维云网，石头科技线上销售额市占率自 2021 年以来持续提升，线上销售额市占率从 2021Q1 的 10%提升到 2023Q2 的 30%，科沃斯线上销售额市占率 2021Q1 的 45%下降到 2023Q2 的 35%。回顾历史，我们发现公司的推新延续了一贯的同质优价策略。

**2021 年上半年科沃斯推出视觉导航的洗拖布产品 N9+。2021 年 9 月，公司推出 LDS 导航的洗拖布产品 G10，在消费者普遍认可洗拖布产品性能时做到了产品质量更佳。根据奥维云网线上数据，2021 年 9 月推出 G10 后，2021 年 10 月石头品牌销售额市占率达 19.2%，同比提升 8.5pcts。**

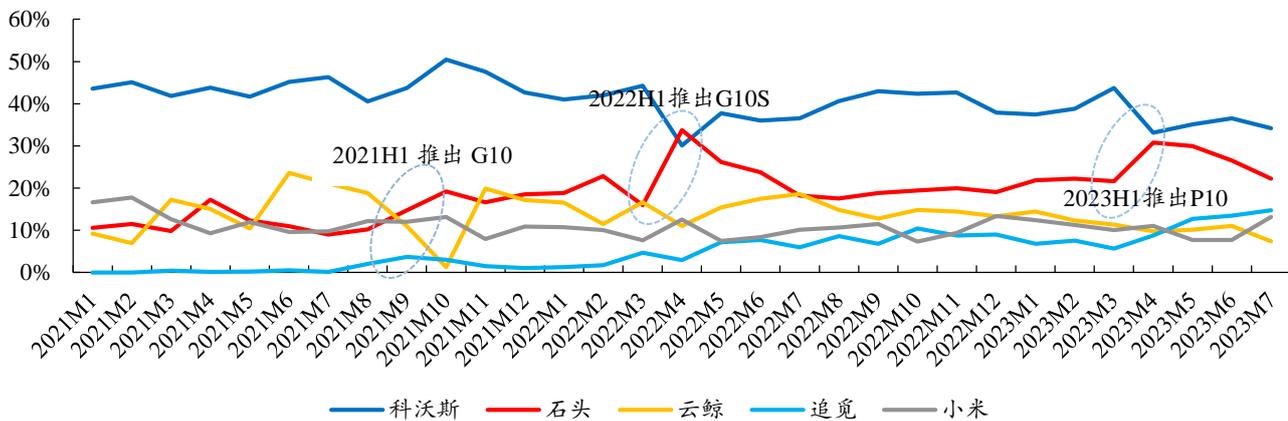
**2022 年下半年科沃斯推出全能基站产品 X1 OMNI，并投入较多费用教育市场，而 5999 元的定价却只能吸引部分消费群体购买。2022 年 3 月，公司推出全能基站**

产品 G10S，售价 4799 元，降低了全能基站产品购买门槛。根据奥维云网线上数据，2022 年 3 月推出 G10S 后，2022 年 4 月石头品牌销售额市占率达 33.7%，同比提升 16.3pcts。

**2023 年 618 新品周期，公司使用主品牌继续推出更低价格的全能基站产品 P10。** 2023 年，在全行业“以价换量”背景下，公司使用主品牌推出了售价 3299 元的全能基站产品 P10，采用友商持续进行宣传的旋转加压拖布功能，可以教育消费者旋转拖布并非高端，而友商没有用主品牌推出 3000 价格带产品，使石头 P10 抢占较多市场份额。根据奥维云网线上数据，2023 年 4 月石头品牌销售额市占率达 30.8%，环比提升 9.1pcts。

**2023 年 8 月 28 日，石头推出新品 P10 Pro。** 追觅高端机 X20/X30PRO 系列主打机械臂外扩解决贴边扫，科沃斯 X2 主打方形机也是解决贴边扫，但是价格都在 5000+；科沃斯走量机型 T20 Pro 主打热水洗拖布，但是价格也在 3999，本次石头新品针对友商卖点，推出“动态机械臂+热水复洗”，功能强大但只卖 3999，性价比高。

图17：复盘内销历史，公司每一轮推新都带动销售额市占率显著提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

通过复盘我们发现，公司推新方面不急于抢先发售，却都在同一时期和友商产品进行差异化竞争，或功能改进，或价格更低，借力打力的同时提供给消费者更优的产品使用体验，持续热销，且一个个爆款的打造形成了口碑积累良性循环，带动公司份额持续提升。我们看好公司新品 P10 Pro 依托“智能动态机械臂+热水复洗”的功能升级卖点，以及 3999 的定价优势，复刻 G10、G10S 以及 P10 的热销表现，持续抢占市场份额。

#### 4、盈利能力端：成本加成定价、严格控费下净利率水平稳定

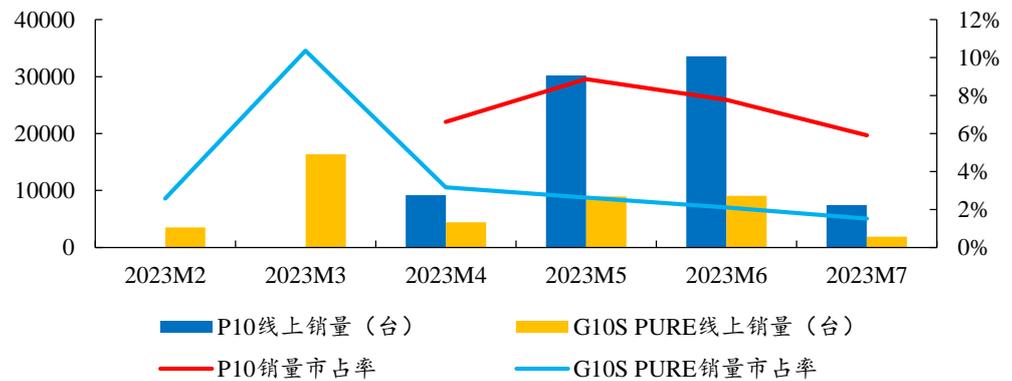
石头科技新品定价采取成本加成法，保证毛利率稳定。不同于其他厂商对产品定价，公司采取成本+50%毛利定价策略进行新品定价，毛利率稳定。新品推出后，老品不会大幅降价，而是通过推出新品覆盖更低价格带进行竞争，因此原有产品的利润率不会受到较大影响。

推出低价新品且利润率不受损的底层能力，源于公司持续的技术降本能力。公司通过技术研发，在使用更少部件的同时实现同等甚至更好的功能，也更匹配消费者需求。算法是石头技术的核心技术，在算法提升后可以降低对硬件的要求。2023Q1

石头推出的新品 G10S PURE 相比 G10S 减配 2 个悬崖传感器，降价的同时实现了毛利率稳定。根据奥维云网数据，P10 和 G10S PURE 在产品发货月线上销量市占率分别达到 6.62%/10.36%，展现了较高的市场认可度。

在生产方面，公司已自建工厂，2023H1 自建工厂已经开始投产，公司生产模式将逐步转变为自主生产和委外加工相结合的方式，预计毛利率提升有望受益。

**图18：P10 和 G10S PURE 在产品发货月线上销量市占率分别达到 6.62%/10.36%**



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

公司严控销售费用的投放比例，中国和美国电商直营渠道，费用投放以维持 10% 净利率作为底线，欧洲亚太经销渠道，费用投放以维持 20% 以上的净利率作为底线，投放更为节制，且通过产品矩阵的丰富、投放效率持续改进。

渠道结构方面，公司在内销以盈利能力更好的天猫、京东传统平台为主、占比达 80% 且较为稳定，而抖音、线下等渠道占比较低，石头科技销售费用率一直低于行业，注重转化率，低净利率的抖音、线下渠道占比较低。科沃斯 2023Q2 毛利率下降主要是降价以及低毛利渠道占比提升等原因，净利率下降还包括新业务亏损等，这些因素并非行业性质。

国内扫地机行业竞争格局改善，预计国内扫地机营销费用投放环境改善。(1) 科沃斯中报披露，2023H1 销售费用增加主要因为达人直播收入比重增加导致平台服务费及佣金增加所致，大幅增长 65%，而市场营销推广及广告费仅增长 12% 左右，并未大幅增加。(2) 追觅 2023 年更注重净利润，产品推广偏向高端，预计营销费用有所收敛。(3) 云鲸市场份额持续下降，预计费用投放空间有限。

考虑到技术降本、商务降本、自产比例提升等多措并举，叠加成本加成式的定价方式，预计公司有望在维持毛利率的同时持续拉宽价格带，促进行业渗透率提升。此外，在严控费率叠加行业竞争格局改善的驱动下，看好净利率维持稳定。

**图19：2023年5-6月石头扫地机线上双位数增长**

品牌	同比	2022全年	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	2023H1
科沃斯	销额同比	-10.4%	-35.1%	-10.6%	-8.0%	-8.0%	2.7%	4.2%	-21.1%
	销量同比	-31.3%	-40.6%	-9.7%	-6.2%	-4.8%	8.0%	5.6%	-23.7%
石头	销额同比	30.3%	9.2%	-0.9%	-2.0%	-3.4%	-4.9%	-1.4%	3.5%
	销量同比	54.8%	-17.5%	-6.2%	26.4%	-23.8%	26.5%	14.8%	-3.4%
小米	销额同比	17.8%	-23.3%	-13.3%	17.4%	-18.8%	31.9%	18.5%	-10.4%
	销量同比	31.4%	7.7%	8.2%	7.6%	-6.1%	-4.1%	-3.1%	7.8%
云鲸	销额同比	-12.6%	-17.8%	8.2%	22.3%	-26.8%	14.4%	-5.5%	-2.1%
	销量同比	-32.1%	2.4%	40.3%	40.2%	4.7%	24.0%	5.1%	20.0%
追觅	销额同比	28.7%	-19.7%	-22.9%	-12.8%	-30.1%	-7.7%	-10.0%	-18.4%
	销量同比	-7.8%	-38.2%	3.5%	-36.5%	-26.5%	-27.3%	-35.0%	-30.5%
海尔	销额同比	-3.9%	-35.1%	3.2%	-35.2%	-26.6%	-35.8%	-45.1%	-28.4%
	销量同比	-4.0%	-4.9%	0.3%	-2.1%	0.2%	13.2%	18.4%	-2.9%
科沃斯	销额同比	556.7%	280.7%	331.6%	13.4%	149.7%	94.9%	79.9%	133.9%
	销量同比	421.4%	281.8%	352.8%	23.1%	126.9%	74.7%	60.5%	147.6%
石头	销额同比	26.0%	-0.3%	-4.7%	-7.9%	10.1%	11.6%	12.1%	-5.5%
	销量同比	-35.1%	-49.9%	-51.3%	-30.4%	-23.6%	-14.8%	-27.4%	-45.1%
小米	销额同比	-41.8%	-60.4%	-55.2%	-38.2%	-35.4%	-30.5%	-38.2%	-53.2%
	销量同比	11.5%	26.3%	8.6%	12.7%	18.3%	22.6%	17.4%	17.5%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

**图20：新品发货后4月石头线上销额市占率大幅提升**

	2022全年	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	2023H1	
销量市占率	科沃斯	34.4%	31.0%	33.2%	36.2%	29.1%	31.9%	33.1%	30.5%
	石头	16.8%	16.7%	16.6%	17.1%	23.4%	24.6%	22.4%	21.1%
	小米	15.6%	22.9%	19.8%	17.7%	18.9%	13.7%	14.6%	19.5%
	云鲸	12.9%	11.6%	9.5%	9.1%	8.0%	8.7%	9.7%	8.7%
	追觅	5.6%	5.6%	6.1%	4.8%	6.6%	8.8%	9.5%	6.3%
	海尔	2.9%	3.0%	3.0%	3.3%	3.2%	1.6%	1.2%	3.1%
销额市占率	科沃斯	39.8%	37.4%	38.8%	43.7%	33.2%	35.1%	36.5%	35.2%
	石头	21.3%	21.9%	22.2%	21.6%	30.8%	30.0%	26.6%	27.7%
	小米	9.4%	12.4%	11.3%	10.0%	11.0%	7.7%	7.7%	11.1%
	云鲸	15.0%	14.4%	12.3%	11.3%	9.7%	10.2%	11.0%	10.7%
	追觅	7.0%	6.8%	7.6%	5.7%	8.8%	12.7%	13.5%	8.2%
	海尔	1.0%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	0.6%	0.5%	1.3%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 17.0/20.0/23.0 亿元（2023-2025 年原值 15.0/17.7/20.7 亿元），对应 EPS 为 12.95/15.23/17.52 元，当前股价对应 PE 为 22.7/19.3/16.8 倍，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6520	7286	8268	10048	12166
现金	1321	1804	2801	4525	6305
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	199	114	256
预付账款	29	43	47	61	67
存货	596	694	864	992	1181
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
<b>非流动资产</b>	3287	3547	3481	3423	3387
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1187	1065	959
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2258	2312	2374
<b>资产总计</b>	9807	10833	11749	13471	15553
<b>流动负债</b>	1298	1204	539	533	590
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	539	533	590
<b>非流动负债</b>	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
<b>负债合计</b>	1315	1276	610	604	661
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	131	131	131
资本公积	5058	5096	5059	5059	5059
留存收益	3380	4423	5953	7753	9823
<b>归属母公司股东权益</b>	8492	9556	11138	12865	14891
<b>负债和股东权益</b>	9807	10833	11749	13471	15553

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1519	1120	1051	1896	1966
净利润	1402	1183	1700	2000	2300
折旧摊销	37	96	231	250	275
财务费用	-52	-106	-216	-261	-297
投资损失	-191	-33	-30	-31	-31
营运资金变动	266	-216	-630	-57	-275
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-1461	-505	-134	-161	-208
资本支出	439	255	155	184	231
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	-155	-202	81	-12	23
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	37	0	0
资本公积增加	118	38	-37	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	81	-12	23
<b>现金净增加额</b>	-103	433	997	1723	1780

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5837	6629	8294	9983	11808
营业成本	3029	3363	4064	4842	5668
营业税金及附加	26	33	39	49	57
营业费用	938	1318	1576	1977	2444
管理费用	119	141	249	299	354
研发费用	441	489	663	799	945
财务费用	-52	-106	-216	-261	-297
资产减值损失	-30	-66	-63	-88	-96
其他收益	42	61	50	56	47
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	31	31
资产处置收益	0	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	1598	1344	1932	2273	2613
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1598	1349	1937	2277	2618
所得税	196	166	236	277	318
<b>净利润</b>	1402	1183	1700	2000	2300
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	1402	1183	1700	2000	2300
EBITDA	1596	1391	2117	2436	2749
EPS(元)	10.68	9.02	12.95	15.23	17.52

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.8	13.6	25.1	20.4	18.3
营业利润(%)	2.7	-15.9	43.7	17.6	15.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	43.7	17.6	15.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	48.1	49.3	51.0	51.5	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	20.5	20.0	19.5
ROE(%)	16.5	12.4	15.3	15.5	15.4
ROIC(%)	69.6	56.6	64.5	74.9	77.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.2	4.5	4.3
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-25.1	-35.2	-42.3
流动比率	5.0	6.1	15.3	18.9	20.6
速动比率	4.4	5.0	12.6	15.8	17.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.6	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	10.68	9.02	12.95	15.23	17.52
每股经营现金流(最新摊薄)	11.57	8.54	8.00	14.44	14.97
每股净资产(最新摊薄)	64.68	72.80	84.84	98.00	113.43
<b>估值比率</b>					
P/E	27.5	32.6	22.7	19.3	16.8
P/B	4.5	4.0	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	20.8	23.7	15.1	12.4	10.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn