



扫地机器人行业高增长不减，公司仍保持领先

2018.12.27

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

●**吸尘器属性决定空间：预计未来扫地机器人市场规模可达 300 亿元。**我们假设未来吸尘器渗透率达到饱和时，扫地机器人占吸尘器比例上限为 50%。基于我们的测算，普通吸尘器稳态年零售量为 3949 万台，扫地机器人年零售量 1975 万台；若按 1500 元零售均价，扫地机器人行业规模为 296 亿元。

●**服务机器人属性决定增速：我们预计扫地机器人未来三年复合增速 36%。**扫地机器人的环境感知、路线规划、自学习、人机交互等能力是家庭服务机器人的主要方向，是决定消费选择的最主要因素，也是扫地机器人行业技术发展最活跃的因素。我们预计未来三年，扫地机器人占普通吸尘器的比例继续上升分别为 40%、43%和 46%，对应的零售量分别为 567 万台、762 万台和 1019 万台，增速分别为 40%、34%和 34%。

●**扫地机器人行业双寡头格局初显，公司仍保持领先。**(1) 科沃斯和米家系扫地机器人作为市场上主力产品，在各项性能上大致相当，都有着较强的品牌影响力，未来有可能形成“双寡头”格局。目前公司的机器人业务主要研发方向在三维 SLAM 技术、大数据、物联网技术等，保障了产品技术的快速更新。(2) 公司擅长线上运营，线下布局已具规模。(3) 产能扩大、自产比例提高、产品结构优化，公司盈利能力继续提升。

●**出口业务增速亮眼，服务机器人海外快速扩张。**(1) 清洁类小家电业务主要为吸尘器代工，增长稳定。(2) 公司海外市场主要以亚马逊电商平台销售为主，2017 年服务机器人在海外亚马逊平台的销售呈现爆发式增长。公司将投入 1.4 亿元进行用于国际市场营销。我们预计未来三年服务机器人出口增速分别为 99%、50%、33%。

●**盈利预测与估值。**我们预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 32.62%、30.60%、27.32%，EPS 分别为 1.38、1.81、2.30 元。按 2019 年预计 EPS 的 30 倍估算，合理股价为 54.3 元，较 20181227 收盘价 45.35 元有 19.74%的空间，首次给予“强烈推荐”评级。

●**风险提示：**1、服务机器人市场竞争加剧，行业均价下行；2、宏观经济不景气，服务机器人需求下滑；3、海外拓展不顺利，出口不及预期。

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4551.03	5981.90	7467.27	9127.42
同比(%)	38.89%	31.44%	24.83%	22.23%
归属母公司净利润	375.66	498.22	650.66	828.38
同比(%)	636.48%	32.62%	30.60%	27.32%
毛利率(%)	36.58%	37.00%	37.50%	38.00%
净利率(%)	8.24%	8.31%	8.69%	9.06%
每股收益(元)	1.04	1.38	1.81	2.30
P/E	43.46	32.77	25.09	19.71
P/B	12.99	9.30	6.79	5.05

强烈推荐(首次)

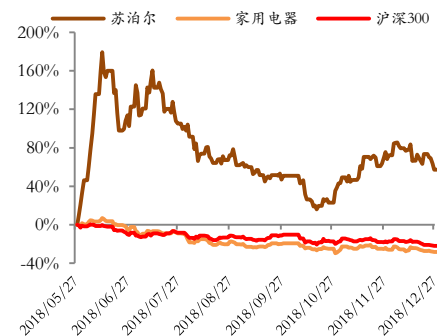
现价: 45.35

目标价: 54.30

股价空间: 19.74%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
沪深 300	-4.80	-12.14	-15.31
家用电器	-4.62	-10.32	-27.12
苏泊尔	-3.80	7.08	-24.45

基本资料

总市值(亿元)	181
总股本(亿股)	4.00
流通股比例	10.00%
资产负债率	45.12%
大股东	苏州创领智慧投资管理有限 公司
大股东持股比例	42.11%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. 扫地机器人高增速依然保持，预计未来市场规模可达 300 亿元	5
1.1 吸尘器属性决定空间：预计未来扫地机器人市场规模可达 300 亿元	5
1.2 服务机器人属性决定增速：我们预计扫地机器人未来三年复合增速 36%	6
1.2.1 服务机器人分类和技术：家庭服务机器人占比超 1/3	6
1.2.2 预计未来三年扫地机器人复合增速 36%	7
2. 扫地机器人行业双寡头格局初显，公司仍保持领先	9
2.1 扫地机器人双寡头格局初显，公司技术领先	12
2.2 公司擅长线上运营，线下布局已具规模	14
2.3 产能扩大、产品结构优化，公司盈利能力持续提升	15
3. 出口业务增速亮眼，服务机器人海外快速扩张	17
3.1 清洁类小家电业务主要为吸尘器代工，增长稳定	17
3.2 服务机器人海外市场增长较快	19
4. 公司整体盈利预测	20



图表目录

图表 1.	木地板销量跟商品房销售面积呈强相关.....	5
图表 2.	2012 年木地板渗透率快速提升.....	5
图表 3.	基于 2030 年城镇人口的吸尘器销量测算.....	5
图表 4.	2017 年全球服务机器人市场规模约为 83.5 亿美元, 同比增长 14.7%.....	6
图表 5.	各类服务机器人应用领域.....	6
图表 6.	2016 年全球家庭服务机器人市场规模增长 17.3%.....	7
图表 7.	扫地机器人渗透率有巨大提升空间.....	7
图表 8.	扫地机器人技术发展历程.....	8
图表 9.	2017 年扫地机器人零售量 406 万台, 同比增长 32%.....	8
图表 10.	2017 年扫地机器人零售额 56 亿元, 同比增长 30%.....	8
图表 11.	2017 年扫地机器人零售量占普通吸尘器比例达到 35.8%.....	9
图表 12.	2017 年扫地机器人线上零售量占比达到 93%.....	9
图表 13.	扫地机器人行业测算.....	9
图表 14.	公司产品发展历程.....	9
图表 15.	公司产品分类.....	10
图表 16.	公司 2018 年前三季度收入增速 28.2%.....	11
图表 17.	公司服务机器人业务收入快速增长.....	11
图表 18.	公司服务机器人业务收入占比持续提升.....	11
图表 19.	公司服务机器人业务以地宝为主.....	11
图表 20.	公司 2018 年前三季度扣非归母净利润增速 51.0%.....	11
图表 21.	公司服务机器人业务毛利占比持续提升.....	11
图表 22.	2018w1-w43 科沃扫地机器人线上市场份额为 35.5%.....	12
图表 23.	2017 年科沃斯扫地机器人线下市场份额为 48.6%.....	12
图表 24.	2018 双十一科沃斯扫地机器人线上市场份额达 51.4%.....	12
图表 25.	市场主流品牌旗舰产品对比.....	13
图表 26.	2018 前三季度科沃斯研发费用率为 4.0%.....	13
图表 27.	2017 年公司累计专利数目达 649 项.....	13
图表 28.	公司线上线下渠道分布.....	14
图表 29.	公司线上渠道三种销售模式对比.....	14
图表 30.	服务机器人收入渠道分布.....	14
图表 31.	电商平台推广费和线上收入同步增加.....	15
图表 32.	科沃斯销售费用种品牌广告费占比上升.....	15
图表 33.	2017 年公司家庭服务机器人产能 282 万台.....	16
图表 34.	2017 年公司代工占比为 25.4%.....	16
图表 35.	公司整体毛利率持续提升.....	16
图表 36.	公司毛利率与 iRobot 有较大差距.....	16
图表 37.	公司扫地机器人结构持续优化.....	16
图表 38.	公司全局规划类出厂价最高.....	16
图表 39.	我国吸尘器产品出口数量稳步增长.....	17
图表 40.	清洁类小家电制造行业出口集中度较高.....	17
图表 41.	公司清洁类小家电业务收入保持稳定.....	17



图表 42.	公司清洁类小家电业务主要以代工为主.....	17
图表 43.	科沃斯、莱克电器出口情况对比.....	18
图表 44.	科沃斯和莱克电器出口情况对比.....	18
图表 45.	2017 年公司 OEM/ODM 清洁类小家电业务主要客户	18
图表 46.	科沃斯海外市场布局情况.....	19
图表 47.	科沃斯服务机器人海外收入高速增长.....	19
图表 48.	科沃斯服务机器人海外收入占比提高.....	19
图表 49.	公司国际市场营销项目规划情况.....	20
图表 50.	公司总收入测算表.....	20
图表 51.	公司重要财务指标预测	21



1. 扫地机器人高速增长依然保持，预计未来市场规模可达 300 亿元

根据中怡康数据，2017 年，我国扫地机器人零售量为 406 万台，同比增长 32%，近 4 年复合增速高达 63.4%；零售额为 56 亿元，同比增长 30%，近 4 年复合增速高达 62.7%。2013-2017 年期间，普通吸尘器（狭义吸尘器）零售量年复合增速为 27.6%，低于扫地机器人；扫地机器人零售量占普通吸尘器比例从 2013 年 13.3% 增长至 2017 年 35.8%。

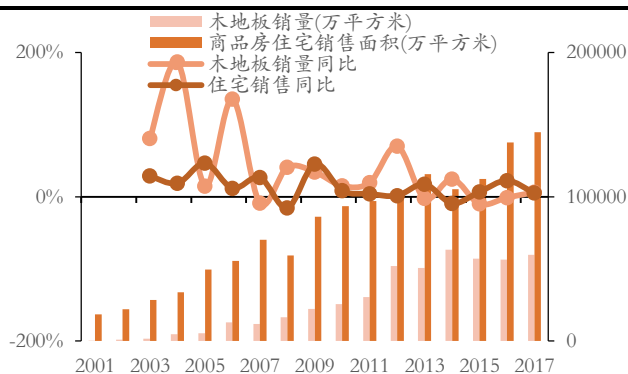
我们认为，扫地机器人具有服务机器人和吸尘器双重属性。吸尘器属性决定扫地机器人的空间和基本增速；服务机器人属性大部分决定了每年的增速和品牌市场份额。

1.1 吸尘器属性决定空间：预计未来扫地机器人市场规模可达 300 亿元

自 2014 年开始，我国广义吸尘器（狭义吸尘器、扫地机器人、除螨仪）市场加速增长。我们分析有三大因素：第一，吸尘器技术已经成熟，高端品牌如戴森和莱克已经完全达到家庭清洁效果，并保证排出的空气无二次污染。随着国内消费者对吸尘器尘气分离技术认知的加深，吸尘器将逐渐成为家庭必备清洁工具，并以耐用消费品属性成为中国家庭刚需；第二，木地板的普及带来吸尘器市场增长。我们测算，2015 年，木地板的渗透率（木地板销量/（商品房销售面积+二手房销售面积））为 40%。第三，人们对家庭清洁具有刚性需求。

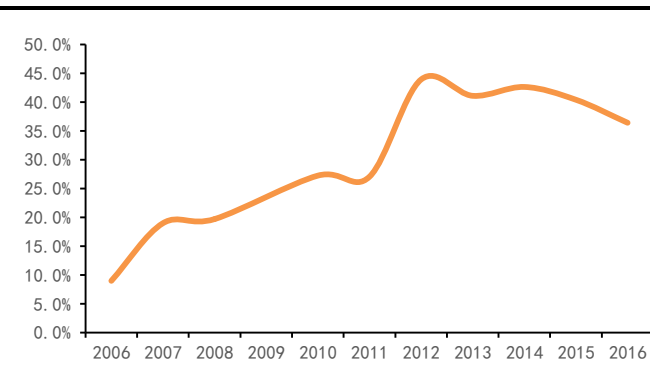
国内越来越多的家庭在装修中选择木质地板，除了新房的地面铺装外，许多家庭把原有的地面铺饰更换成木质地板，木质地板的销量呈增长态势。我们认为，木地板渗透率=木地板销量/（商品房销售总面积+二手房销售面积），可以看到木地板的渗透率在 2010-2015 年期间从 27% 上升到 40%。

图表1. 木地板销量跟商品房销售面积呈强相关



资料来源：国家统计局，中国林业年鉴，广证恒生整理

图表2. 2012 年木地板渗透率快速提升



资料来源：国家统计局，中国林业年鉴，广证恒生整理

由于吸尘器在清洁木地板方面的显著效果以及二者的强相关性，目前吸尘器的技术已经成熟，并且类似白电，将成为家庭刚需。我们假设：一、木地板渗透率为 40%，铺设木地板的家庭中有 90% 选择购买吸尘器；非木地板渗透率为 60%，其中 50% 购买吸尘器；二、吸尘器更新时间为 6 年；三、扫地机器人占吸尘器比例上限为 50%。

图表3. 基于 2030 年城镇人口的吸尘器销量测算

项目	2030E
城镇总人口 (万人)	101,963
每户人数 (人)	2.84
城镇总户数 (万户)	35,903
木地板户数 (万户)	14,361
木地板引致的吸尘器存量 (万台)	12,925



非木地板户数 (万户)	21,542
非木地板引致的吸尘器存量 (万台)	10,771
吸尘器总存量 (万台)	23,696
2017 年我国吸尘器总存量 (万台)	4,072
稳态吸尘器每年销量 (万台)	3949
扫地机器人每年销量 (万台)	1975

资料来源: 国家统计局, 中怡康, 广证恒生测算

按照我们的估计, 未来吸尘器稳态存量可达到 23969 万台, 年销量 3949 万台, 对应扫地机器人年零售量 1975 万台。若按 1500 元零售均价, 扫地机器人行业规模为 296 亿元。

1.2 服务机器人属性决定增速: 我们预计扫地机器人未来三年复合增速 36%

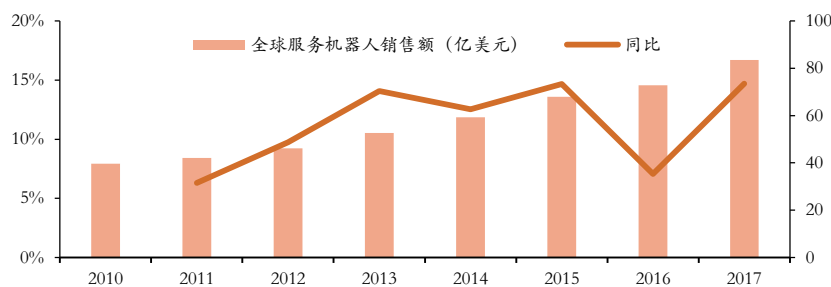
扫地机器人的环境感知、路线规划、自学习、人机交互等能力是家庭服务机器人的主要方向, 是决定消费选择的最主要因素, 也是扫地机器人行业技术发展最活跃的因素。

1.2.1 服务机器人分类和技术: 家庭服务机器人占比超 1/3

根据国际机器人联盟 (IFR) 的分类, 机器人可分为工业机器人和服务机器人。工业机器人主要用于制造业当中, 服务机器人主要用于生活服务, 两者最大的区别在于服务机器人的工作环境充满未知性, 更加侧重环境感知和人机交互能力。因此服务机器人对人工智能技术和传感器性能要求更高。

根据 IFR 官网公布的统计数据, 截至 2017 年, 全球服务机器人市场规模约为 83.5 亿美元, 2010-2017 年均复合增长率约为 11.2%, 预计 2017-2020 年全球服务机器人市场总规模约 461 亿美元。

图表4. 2017 年全球服务机器人市场规模约为 83.5 亿美元, 同比增长 14.7%



资料来源: IFR, 广证恒生整理

我国服务机器人产业起步较晚, 目前仍处于起步阶段, 发展较为迅速。根据《中国服务机器人市场现状调研与发展前景分析报告 (2015-2020 年)》中的数据, 2014 年我国服务机器人销售额 45.56 亿元, 同比增长 34%。

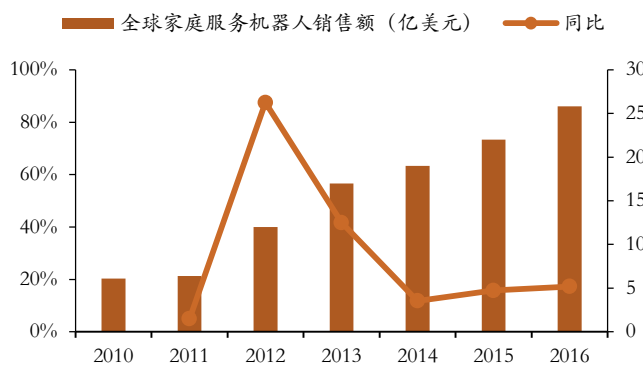
图表5. 各类服务机器人应用领域

类别	下游应用领域
专用服务机器人	国防、农业、物流、医疗、救援等专业性较强的领域, 最终用户以企业客户为主
家庭服务机器人	家务、娱乐、陪护、住宅监护等生活类等生活类应用场景, 最终用户以个人客户为主
商用服务机器人	银行、餐厅、卖场、大型企业等商业应用场景, 最终用户以企业客户为主

资料来源: 招股说明书

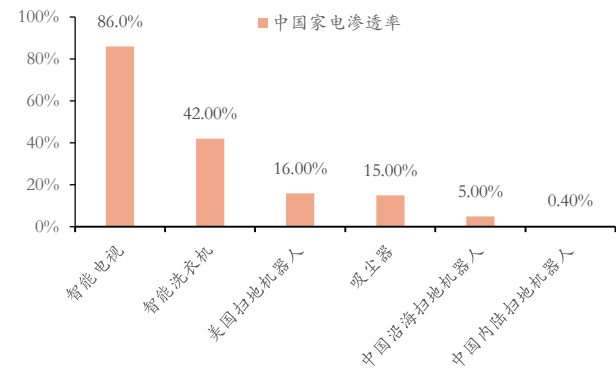
2016 年全球家庭服务机器人总销售额为 25.8 亿美元，同比增长 17.3%，占全球服务机器人销售额 35.5%。据 IFR 预计，2017-2020 年全球家庭服务机器人销售总额预计将达到 219 亿美元。

图表6. 2016 年全球家庭服务机器人市场规模增长 17.3%



资料来源：IFR，广证恒生整理

图表7. 扫地机器人渗透率有巨大提升空间



资料来源：中国产业信息网，广证恒生整理

目前家务机器人在家用服务机器人销售量中占据着主要部分，根据 Technavio 的研究报告，2013 年全球家庭服务机器人总销售量中，家务机器人约占 69%，预计 2018 年家务机器人销售量占家庭服务机器人的比重将达到 75%。扫地机器人是目前家务机器人中的主导品类，根据 IFR 的数据，2013 年家务机器人销量中约 96% 以上为扫地机器人。

我国家庭清洁大部分还是采用传统的人工清洁方式或普通吸尘器设备，以扫地机器人为代表的家庭服务机器人目前在中国市场的渗透率较低。根据 GFK 统计数据，我国扫地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%，与发达国家相比仍有较大差距。

1.2.2 预计未来三年扫地机器人复合增速 36%

以技术变革作为主线，全球扫地机器人行业的发展可以划分为以下三个阶段。

第一阶段是 1997 年全球第一台扫地机器人在瑞典伊莱克斯诞生，以随机清扫模式的扫地机器人产品开始涌现。2002 年 iRobot 推出 Roomba 系列产品，正式实现扫地机器人的规模量产并走向市场。但此阶段的扫地机器人智能化水平和工作效率都很低，仅能通过碰撞障碍物来调整方向。

第二阶段是 2010 年罗技创始人 Giacomo 推出激光扫描定位+规划式清扫模式的扫地机器人，通过激光实现实时定位与环境地图构建 (SLAM)，并规划出清扫路线。随后几年 SLAM 技术根据传感器的不同分为两个发展方向：一种是基于 LDS 激光测距传感器的 SLAM 技术，另一种是基于摄像头视觉传感的 VSLAM 技术。此阶段的扫地机清扫效率和清洁效果都有了很大提高，并能实现断点续扫功能，目前市面上的中高端产品基本都采用了这一类技术。

第三阶段是人工智能与扫地机器人的融合应用，从而实现人机交互、复杂障碍环境识别等功能，进一步提高扫地机器人的实用性并实现智能化。人工智能作为目前各大扫地机器人生产商的主要研究方向，需要大量的用户数据积累加技术积淀，将会成为企业核心竞争力的关键要素。

图表8. 扫地机器人技术发展历程

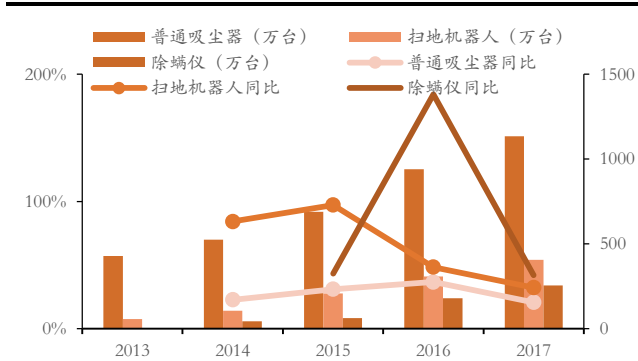


资料来源：广证恒生整理

2009 年公司以“Ecovacs 科沃斯”品牌率先打开国内扫地机器人市场，2011 年国际扫地机器人品牌 iRobot 通过代理商渠道进入中国市场。随后几年国内市场汇聚了各类国产品牌（科沃斯、福玛特、海尔、美的等）、国际巨头（iRobot、浦桑尼克、飞利浦、三星等）。2016、2017 年小米、石头科技相继加入，扫地机器人市场加速发展。

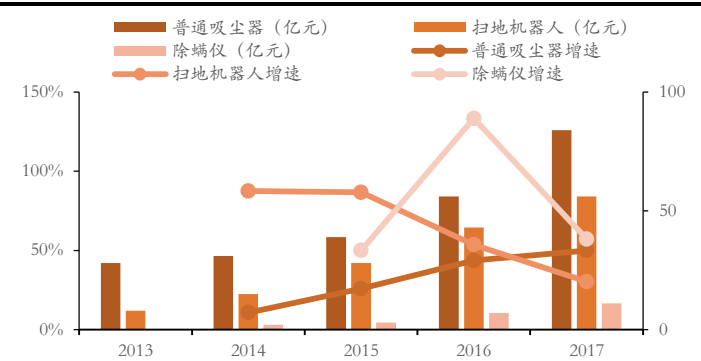
技术的进步、电子商务的快速发展、主流品牌的市场培育，是近年来扫地机器人行业迅速扩容的三个主要因素。扫地机器人零售量由 2013 年 57 万台增长至 2017 年 406 万台，线上零售量占比由 2013 年的 70% 提升至 2017 年的 93%，占普通吸尘器零售量比例由 2013 年的 13.3% 提升至 2017 年的 35.8%。

图表9. 2017 年扫地机器人零售量 406 万台，同比增长 32%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

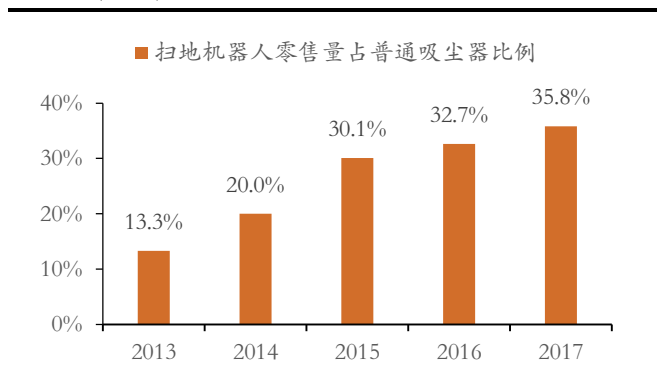
图表10. 2017 年扫地机器人零售额 56 亿元，同比增长 30%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

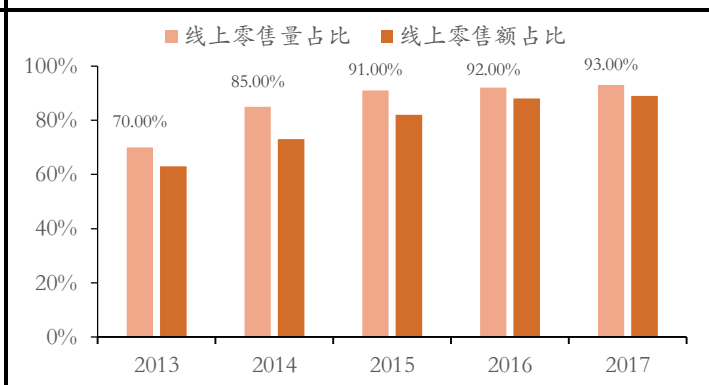


图表11. 2017年扫地机器人零售量占普通吸尘器比例达到35.8%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表12. 2017年扫地机器人线上零售量占比达到93%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

我们预计未来三年，扫地机器人占普通吸尘器的比例继续上升，分别为40%、43%和46%，对应的零售量分别为567万台、762万台和1019万台，增速分别为40%、34%和34%。

图表13. 扫地机器人行业测算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
普通吸尘器零售量(万台)	688	940	1134	1417.5	1772	2215
增速	31.0%	36.6%	20.6%	25.0%	25.0%	25.0%
扫地机器人占比	30%	33%	36%	40%	43%	46%
扫地机器人零售量(万台)	207	307	406	567	762	1019
增速	97.1%	48.3%	32.3%	39.6%	34.4%	33.7%

资料来源：中怡康，广证恒生测算

2. 扫地机器人行业双寡头格局初显，公司仍保持领先

公司前身为泰怡凯电器(苏州)有限公司，成立于1998年，主要为飞利浦、松下等世界吸尘器品牌做吸尘器代工业务。2006年公司正式创立科沃斯品牌，并于2009年推出地宝7产品，正式进军扫地机器人市场。2010年公司发布了空气净化机器人沁宝，逐步拓展家庭服务机器人产品业务。目前公司已成长为全球知名的家庭服务机器人制造商，业务遍布亚洲、欧洲和北美等地。

图表14. 公司产品发展历程

时间	事件
2000	成立 HSR(Home Service Robot)家庭服务机器人研发小组。
2001	研制出第一台自动行走吸尘的机器人，也是扫地机器人地宝的前身。
2004	设计开发的第一款双旋风吸尘器上市。
2005	中国第一款卧式超音速离心多级旋风 ZW0514 风靡德国市场，第一次打败 Dyson 的 NSL。
2008	地宝7系研发成功。
2009	空气净化机器人立项，发布全球第一台会说话、会跳舞的地宝730。
2010	发布全球第一台空气净化机器人沁宝 A330。
2011	推出全球首款家用擦窗机器人窗宝5系。
2012	发布全球首款单面擦窗机器人窗宝7系；发布“管家”机器人概念产品亲宝。

2013	在南京举办新品发布会，发布全球首款具有全局规划、远程操控等功能的地宝9系，正式宣告地面清洁4.0时代的到来。
2014	发布沁宝 A630、窗宝 W830、窗宝 W930 以及地宝 DM81 四款产品；科沃斯官网正式上线。
2015	科沃斯机器人与迪士尼合作推出复仇者联盟系列扫地机器人，并联合天猫、京东、阿里影业等进行电影推广及新品上市活动；发布地宝 DR95，搭载科沃斯机器人最新研发的 Smart Navi 技术，引领“先建图、后清扫”的全局规划新风潮。
2016	发布“管家”机器人 UNIBOT，并阐述家庭服务机器人的发展路径是“工具-管家-伴侣”。
2017	发布产品空气净化机器人沁宝 AA3、扫地机器人地宝 DG3、擦窗机器人无线窗宝、公共服务机器人旺宝 3 四款新品。

资料来源：公司官网，广证恒生整理

目前，公司主营业务是家庭服务机器人和清洁类小家电，家庭服务机器人业务以扫地机器人（地宝）为主，擦窗机器人（窗宝）、空气净化机器人（沁宝）多样产品共同布局，且已逐步拓展到商业机器人领域（旺宝）；公司清洁小家电方面依然以 OEM/ODM 业务为主，但也建立起了自己的品牌“TEK 泰怡凯”。

图表15. 公司产品分类

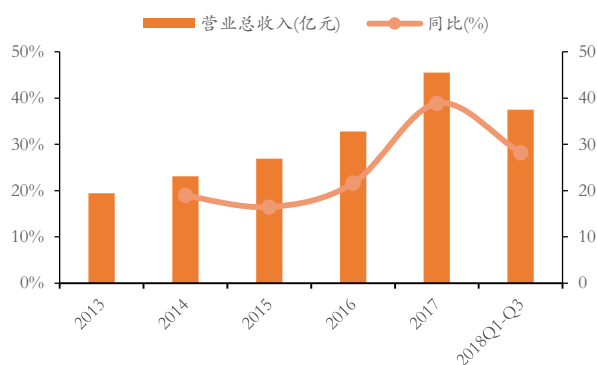


资料来源：招股说明书，广证恒生整理

从收入端来看，公司 2013-2017 年营业收入年复合增速为 23.7%，2018 年前三季度收入 37.5 亿元，同比增长 28.2%，服务机器人业务爆发式增长是近几年公司收入较快增长的主要原因。公司 2009 年推出第一款扫地机器人地宝以来，以扫地机器人为主体的服务机器人业务快速发展，2017 年服务机器人业务收入 28.7 亿元，同比增长 52.7%，近 4 年复合增速高达 56.0%；服务机器人业务占公司营业总收入比例持续提高，由 2013 年的 24.7% 上升至 2018 年上半年的 68.3%。

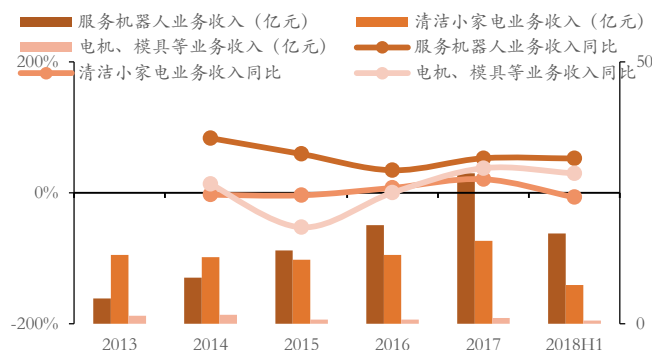
相比于服务机器人业务的快速发展，公司早期的主营业务清洁小家电则表现平平，收入由 2013 年 13.1 亿元增长至 2017 年 15.8 亿元，复合增速仅为 4.8%；2018 年上半年清洁小家电业务收入 7.4 亿元，同比下滑 7.0%，占公司营业总收入比例由 2013 年的 67.5% 下滑至 29.4%

图表16. 公司2018年前三季度收入增速28.2%



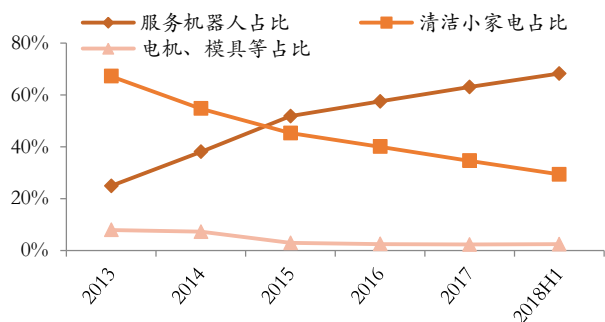
资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

图表17. 公司服务机器人业务收入快速增长



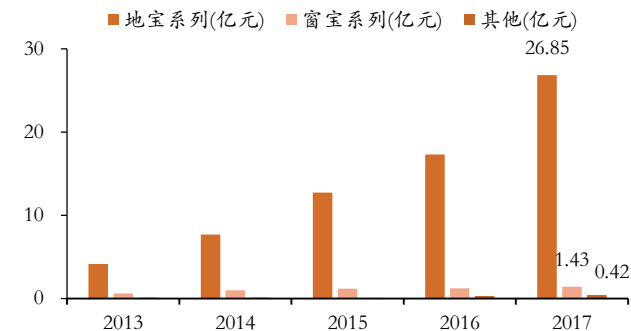
资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

图表18. 公司服务机器人业务收入占比持续提升



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

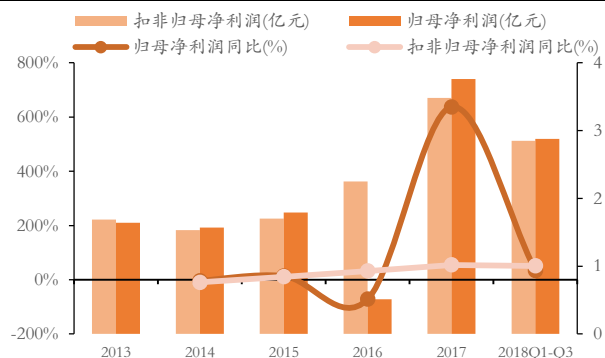
图表19. 公司服务机器人业务以地宝为主



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

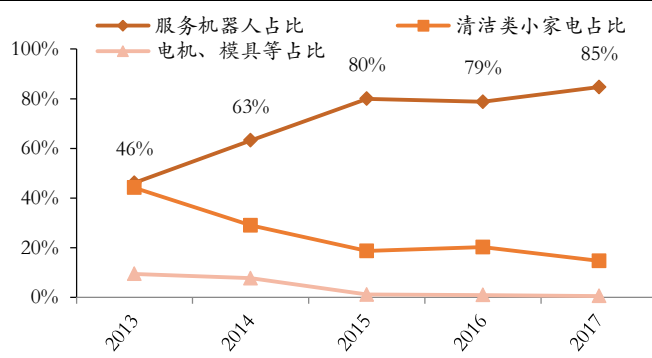
从利润端来看,公司2013-2017年归母净利润年复合增速为23.1%,扣非归母净利润年复合增速为19.8%;2018年前三季度归母净利润2.88亿元,同比增长33.9%,扣非归母净利润2.85亿元,同比增长51.0%。得益于服务机器人较高的毛利率,服务机器人毛利占比从2013年46%上升至2018年上半年85%,超过收入占比的提升幅度,服务机器人为公司主要的利润来源。

图表20. 公司2018年前三季度扣非归母净利润增速51.0%



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

图表21. 公司服务机器人业务毛利占比持续提升



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

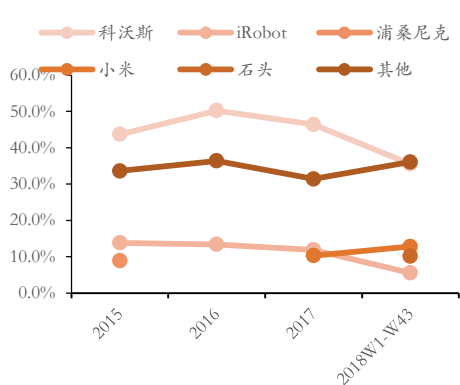
2.1 扫地机器人双寡头格局初显，公司技术领先

据中怡康统计，2015-2017年科沃斯扫地机器人线上份额分别为43.7%、50.2%、46.4%，线下市场份额分别为44.7%、47.8%、48.6%。其线下市场份额保持稳步提升趋势，但线上在2017年同比下滑了3.8pct。此外，2018年前43周公司线上市场份额为35.5%，下滑趋势较为明显，份额下跌的一个重要原因是受小米系进入的影响。

2016年8月米家推出扫地机器人产品，凭借其平台优势和高性价比策略迅速抢占线上市场，随后米家扫地机器人的生态链企业石头科技也推出了自己品牌的产品。中怡康数据显示，2017年线上扫地机器人市场小米份额为10.3%，2018年前43周小米市场份额为12.8%，石头为10.1%。小米系的迅速崛起对行业内企业带来较大冲击，2017年iRobot扫地机器人在中国线上市场份额为11.9%，同比下滑1.5pct。

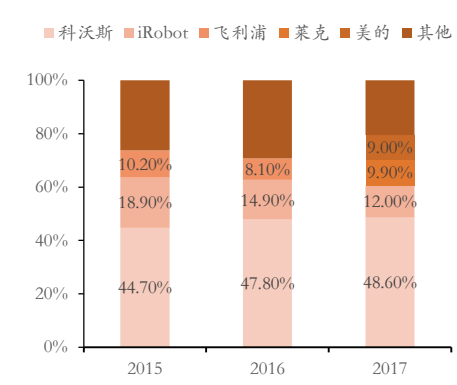
今年双十一期间，科沃斯线上市场份额为51.4%，小米+石头份额为26.7%，公司以其优秀的品牌与销售实力保障了其活动期间的行业龙头地位。

图表22. 2018w1-w43 科沃扫地机器人线上市场份额为35.5%



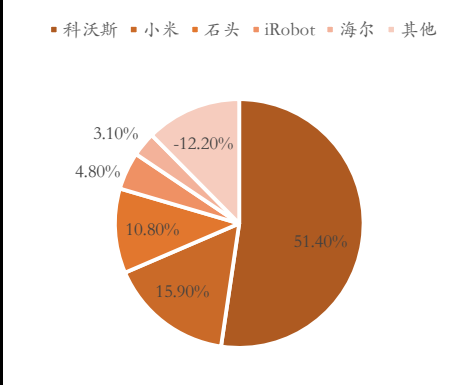
资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表23. 2017年科沃斯扫地机器人线下市场份额为48.6%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图表24. 2018双十一科沃斯扫地机器人线上市场份额达51.4%



资料来源：中怡康，广证恒生整理

目前市场上绝大多数扫地机器人产品可以按照价位分为低端（1000元以下）、中端（1000-2000元）、高端（2000元以上）三个档次。由于iRobot等国外品牌价位较高，我们以其产品性能对标国内产品进行档次划分，并选取了科沃斯、米家石头系列、iRobot在不同档次的旗舰产品进行对比。我们主要从控制技术、功能性、实际工作能力三方面角度进行分析。

在核心控制技术上，2018年科沃斯推出DJ3系列以及DN系列扫地机器人旗舰新品，其中DJ35产品采用了全新视觉导航技术Smart Eye，DN系列产品采用了公司最新一代Smart Navi 2.0激光导航技术+蓝鲸2.0扫拖一体清洁系统，实现从视频传感VSLAM与激光传感SLAM产品的全面布局。米家与石头的产品中高端产品大多以激光传感SLAM技术为主，iRobot中高端产品全部采用视频传感VSLAM技术。但视频传感VSLAM技术受环境光线因素影响较大，在昏暗处几乎无法工作。另外视觉识别对算法技术要求更高，还有待进一步完善。此外，三家品牌的低端产品都采用随机式控制，智能化程度偏低。

从功能性角度来看，科沃斯与石头的旗舰产品基本都配有水箱和拖地功能，而米家的产品只具备扫地功能。但由于拖布体积较小且拆洗较为麻烦，目前实用性都比较有限。科沃斯与石头的高端产品（价位2000元以上）都具备手机App指定区域清扫功能，进一步提高了扫地机器人的实用性，而三家品牌的中低端产品（价位2000以下）尚未能配备此功能。

从实际工作能力来看，米家系列产品最大风压可达1600Pa以上，保持了小米一贯的“高性价比”作风，科沃斯的大部分产品都未提及最大风压，只有地宝魔镜S公布了最大风压为1000Pa。但高风压并不代表绝对的清扫能力提高，从中国消费者协会的评测结果来看，科沃斯的随机式产品地宝魔镜S的地板和角落清



洁率分别达到了 83.8%与 84.7%，米家全规划旗舰产品地板和角落清洁率分别为 87.4%与 93.1%，两者差距甚小。此外，第三方评测显示，科沃斯与米家产品的越障碍能力都在 1.5-2cm 左右。

整体来看，科沃斯和米家系列扫地机器人作为市场上主力产品，在各项性能上大致相当。虽然米家目前只有一款旗舰产品，但其生态链企业石头科技迅速弥补了低端与高端市场的产品空白。双方在扫地机器人行业都有着较强的品牌影响力，未来有可能形成“双寡头”格局。

图表25. 市场主流品牌旗舰产品对比

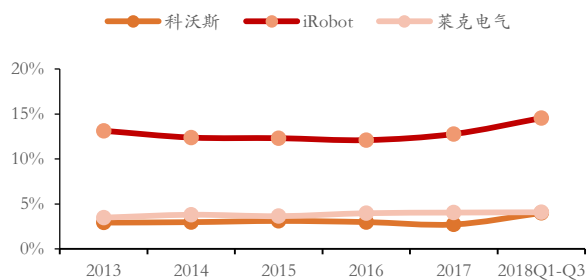
	产品型号	价格(元)	传感方式及规划算法	工作吸力	有无拖地	清洁率测评 (中消协)	行动能力	上市时间
低端市场	【科沃斯】地宝魔镜S	999	随机式	最大风压1000pa	有 (220ml水箱)	地板: 83.81% 边角: 84.72%	官方未提 (约 1.8cm越障)	2016
	【石头】小瓦青春版	999	随机式	最大风压1600pa	有		2cm越障	2018
	【iRobot】Roomba651	2199	随机式	最大风压官方未提	无	地板: 67.03% 边角: 57.85%	2cm越障	2017
中端市场	【科沃斯】地宝DD35	1499	半规划+smart move				官方未提 (约 1.8cm越障)	2017
	【科沃斯】地宝DJ35	1599	全规划+视频传感vs-lam; 语音交互)	最大风压官方未提	有 (300ml水箱)		官方未提 (约 1.8cm越障)	2018
	【米家】扫地机器人	1699	全规划+激光传感slam	最大风压1800pa	无	地板: 87.44% 边角: 93.13%	1.5cm越障	2016
	【石头】小瓦规划版	1799	半规划+电眼惯性导航规划	最大风压1800pa	有		2cm越障	2018
高端市场	【iRobot】Roomba961	3799	全规划+视频传感vs-lam+ 双向滚刷防缠绕	最大风压为 roomba691五倍	无	地板: 87.16% 边角: 68.41%	2cm越障	
	【科沃斯】地宝DN55	2599	全规划+激光传感slam+指定区域清扫	最大风压官方未提	有 (240ml水箱、 微控出水)		1.8cm	2018
	【石头】S50	2399	全规划+激光传感slam+指定区域清扫+自动识别地毯并增压清扫	最大风压2000pa	有		2cm越障	2017
	【iRobot】Roomba980	8499	全规划+视频传感vs-lam+ 双向滚刷防缠绕+指定区域清扫	最大风压为 roomba691十倍	无	地板: 93.34% 边角: 77.85%	2cm越障	2017

资料来源: 公司官网, 中国消费者协会, 广证恒生整理

从研发投入上来看, 2018 前三季度公司的研发费用率为 4%, 莱克电气为 4.08%, iRobot 为 14.6%。公司的研发投入水平与莱克较为接近, 但与专业的机器人生产制造商 iRobot 有着较大差距。2017 年底公司累计拥有境内外专利 649 项, 其中境内发明专利 191 项。公司扫地机器人的清洁系统、Smart Move 技术、Smart Navi 技术总共拥有 7 项实用新型专利, 擦窗机器人拥有 8 项专利, 空气净化器拥有 3 项专利, 吸尘器拥有 19 项专利。

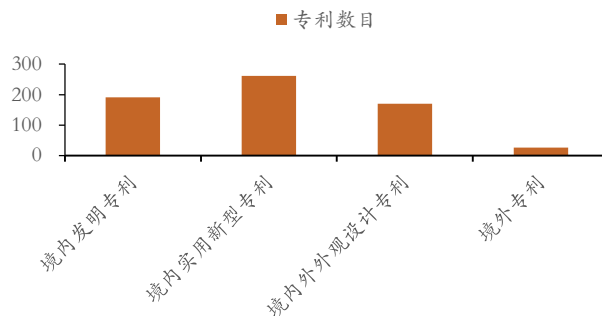
目前公司的机器人业务主要研发方向在于三维 SLAM 技术、大数据、物联网技术等。2018 年 7 月公司成立了科沃斯 (南京) 人工智能研究院, 与南京大学人工智能学院达成合作。公司未来在人工智能领域, 尤其机器人应用方向的研究实力有望进一步提高, 这将成为公司打造核心竞争力的关键。

图表26. 2018 前三季度科沃斯研发费用率为 4.0%



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

图表27. 2017 年公司累计专利数目达 649 项



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

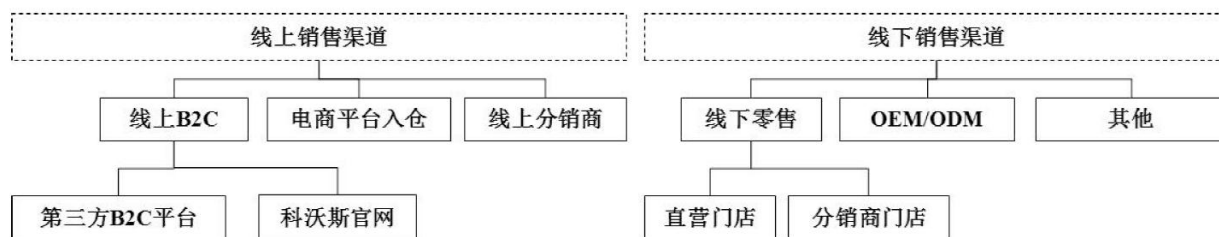
2.2 公司擅长线上运营，线下布局已具规模

公司拥有完善的线上、线下销售渠道。线上渠道主要分为三种模式：（1）线上 B2C。线上 B2C 店铺均为公司及其子公司经营，直接销售给终端消费者。此模式下，销售周期较短，均价和毛利率较高。（2）电商平台入仓。公司将商品发往电商平台的仓库，由电商平台负责推广、销售及配送。此模式下，销售周期较长，均价和毛利率居中。（3）线上分销商。公司先将产品销售给分销商，再由分销商通过指定的线上渠道进行销售。此模式下，需要对线上分销商让渡部分利润，均价和毛利率较低。

除了 OEM/ODM 业务，公司线下渠道以分销商门店为主、公司直营门店为辅。直营门店由销售分公司经营，主要位于市场影响力较强、具有战略意义的一、二线城市。

公司家庭服务机器人产品主要通过线上渠道进行销售。清洁类小家电除了代工部分，以“TEK 泰怡凯”自有品牌主要通过线上销售。

图表28. 公司线上线下渠道分布



资料来源：招股说明书

图表29. 公司线上渠道三种销售模式对比

线上模式	对应客户代表	渠道销售周期 (天)	渠道均价 (元)	毛利率
线上 B2C	终端消费者	60	1132.7	59.8%
电商平台入仓	京东、唯品会、苏宁易购、亚马逊	90-120	807.4	41.4%
线上分销商模式	苏州米牛电子商务有限公司、苏州速洁妙电子贸易有限公司、杭州宇川信息技术有限公司	--	609.6	34.1%

资料来源：招股说明书，广证恒生整理

由于扫地机器人、擦窗机器人等产品是一种新型的家庭清洁类产品形态，产品受众多为年轻消费群体。因此，公司服务机器人的主要销售渠道是年轻消费者聚集的线上电商平台。2015 年、2016 年和 2017 年，公司通过线上渠道销售服务机器人产品占服务机器人产品收入比重分别为 82.93%、81.41%和 70.92%，比重较高。其中，B2C 渠道零售额占服务机器人产品收入比重为 57.22%、47.93%和 41.08%，线上 B2C 渠道是公司服务机器人销售的第一大渠道。

图表30. 服务机器人收入渠道分布

销售渠道		2015		2016		2017	
		金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
线上渠道	B2C	8.0	57.2%	9.0	47.9%	11.8	41.1%
	电商平台入仓	2.7	19.7%	4.0	21.2%	5.9	20.7%
	线上分销商	0.9	6.1%	2.4	12.4%	2.6	9.1%
线上小计		11.6	82.9%	15.3	81.4%	20.4	70.9%



线下渠道	线下零售	18.5	13.2%	2.5	11.9%	3.4	11.9%
	OEM/ODM	--	--	0.1	0.4%	3.0	10.3%
	其他	0.5	3.9%	1.2	6.3%	2.0	6.9%
线下小计		2.4	17.1%	3.5	18.6%	8.4	29.1%
合计		14.0	100.0%	18.8	100.0%	28.7	100.0%

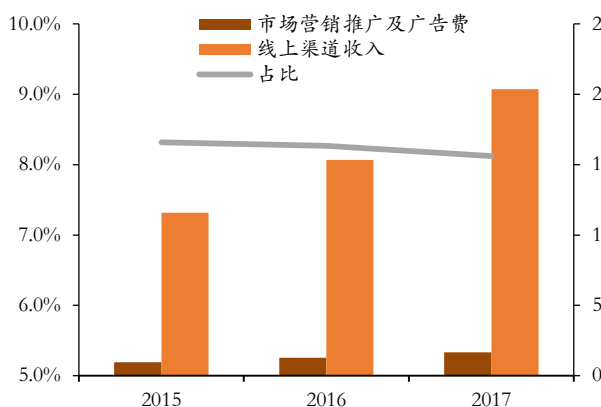
资料来源：招股说明书

目前公司在天猫业绩较好的主力店铺均为公司直营，形成以品牌旗舰店为核心，科畅、科瀚和速洁妙三个直营专卖店为主力，每个店铺主打一两款单品的策略，形成一家多店的天猫线上销售体系，迅速占领市场份额。通过在线直营的方式，公司产品投放之后很快就能收到消费者大量的使用反馈，研发部门可以立即对这些反馈做出反应，并与制造部门对接进行处理或更新，利于公司的产品研发始终处于市场前沿，加快更新换代周期。

为引入店铺流量，商家需向电商平台支付大量的营销推广费用。2015至2017年，公司在电商平台投入大量营销推广，公司电商平台推广费和线上渠道收入同步增长。随着线上市场的逐步稳定，公司加大了科沃斯整体品牌形象的推广力度。尤其是在2016年，公司为配合新品推出，投入了大量品牌广告，强调科沃斯品牌“是机器人，更是家人”的产品定位，品牌广告费占比逐步提升。

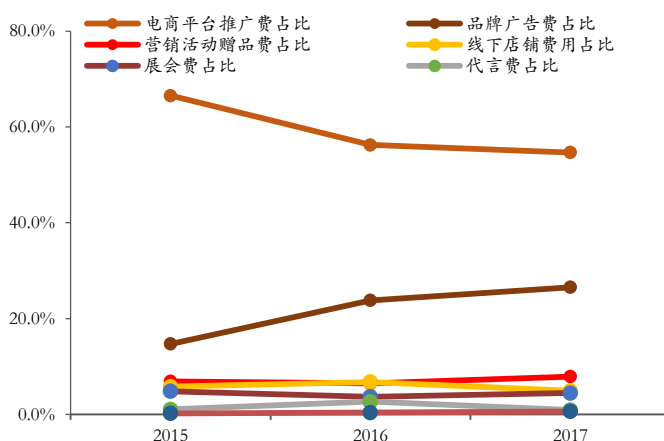
除了线上，公司积极布局线下销售渠道，公司在沃尔玛、特力屋、苏宁、国美等购物中心、家电连锁商超设立专柜、专厅或体验店，以“店中店”的形式销售产品。2018年上半年，公司新增零售网点122家，网点总数达955家。线下门店协同线上，与消费者展开互动，对于公司的线下品牌宣传以及新产品推广有着重要意义。

图表31. 电商平台推广费和线上收入同步增加



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表32. 科沃斯销售费用种品牌广告费占比上升



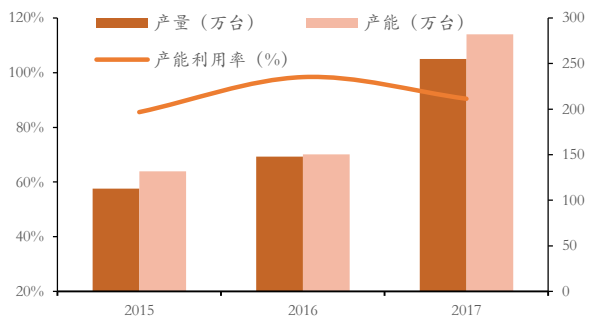
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

我们预计未来三年公司扫地机器人内销收入分别为25.6亿元、31.7亿元、39.3亿元，增速分别为29.4%、24.0%、23.9%。

2.3 产能扩大、产品结构优化，公司盈利能力继续提升

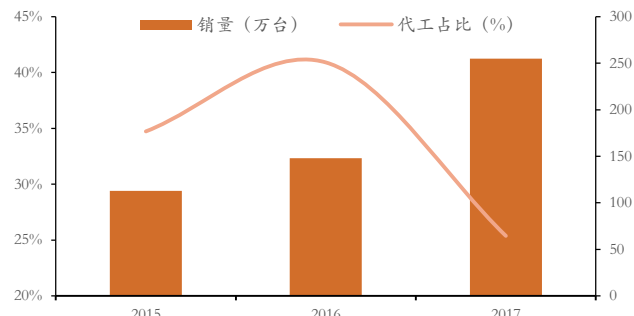
公司产能方面，2017年公司家庭服务机器人产能为282万台，同比提高了87.8%；公司实际产量为255万台，产能利用率高达94.6%。从销量端来看，公司2017年家庭服务机器人销量为333.4万台，代工比率为25.4%，同比下滑15.5pct。目前来说公司自身产能依然不足，需要从ODM代工厂采购产品以满足市场需求。公司于2018年上市公开募集资金8.03亿元，3.4亿元将用于年产400万台家庭服务机器人项目的扩张计划，未来产能有望有大幅度的提升。

图表33. 2017 公司家庭服务机器人产能 282 万台



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

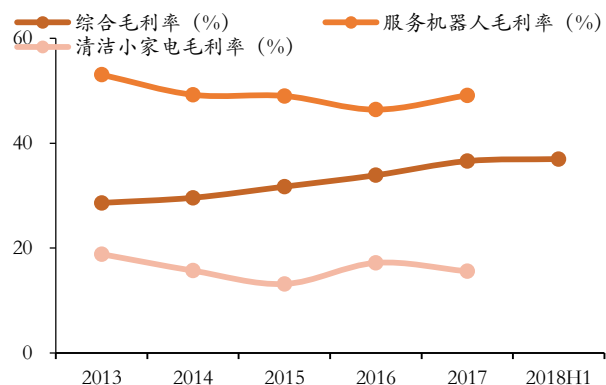
图表34. 2017 年公司代工占比为 25.4%



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

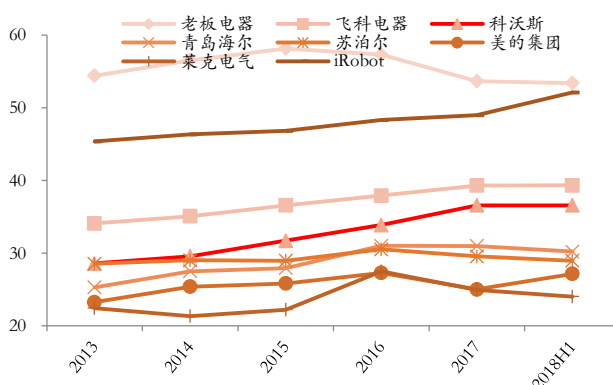
从毛利率角度看，2013-2017 年公司整体毛利率由 28.6% 上升至 36.6%，主要因为毛利率较高的服务机器人业务占比持续提升。具体来看，2013-2016 年服务机器人毛利率呈下降趋势，其中 2016 年为 46.4%，较 2015 年下降 2.6pcts，主要原因是出厂均价较低的线上分销及电商平台入仓销售占比明显上升，服务机器人整体出厂均价下降较多。2017 年家庭服务机器人毛利率有所上升，主要原因有三个：毛利率较高的局部规划类和全局规划类产品销售占比上升；销售渠道构成有所变化，毛利较高的海外市场销售占比上升、毛利较低的线上分销商销售占比下降；毛利率较低的代工采购产品占比有所下滑。

图表35. 公司整体毛利率持续提升



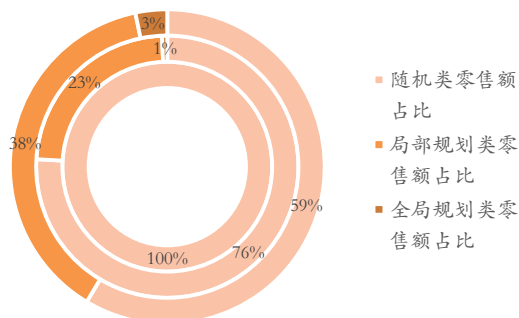
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表36. 公司毛利率与 iRobot 有较大差距



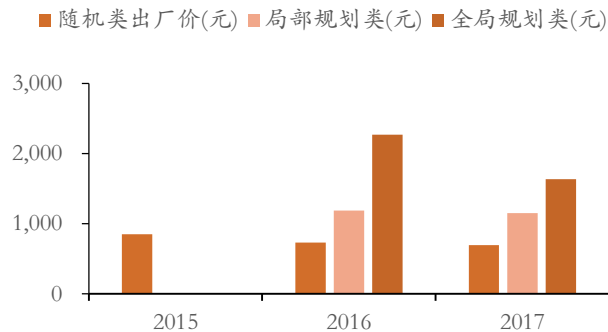
资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表37. 公司扫地机器人结构持续优化



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表38. 公司全局规划类出厂价最高



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

从同行对比来看, 2018 年上半年公司毛利率为 37%, 较海外服务机器人龙头 iRobot 52.1% 的毛利率低, 高于青岛海尔、美的集团、苏泊尔等国内传统家电企业和吸尘器企业莱克电气。

我们认为, 随着公司产能扩大、自产比例提高, 产品结构持续优化, 公司整体毛利率有望继续提升。

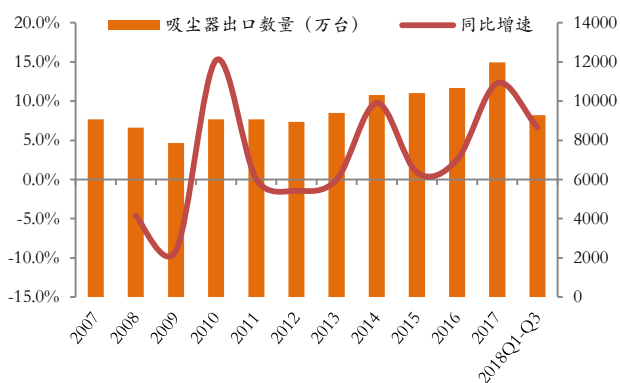
3. 出口业务增速亮眼, 服务机器人海外快速扩张

公司海外市场收入主要分为服务机器人产品零售和代工, 清洁类小家电代工两部分。2017 年, 公司海外市场贡献收入 22.5 亿元, 同比增长 59.0%, 占公司总收入 49.4%。其中, 服务机器人出口收入 7.6 亿元, 清洁类小家电出口收入 14.5 亿元。公司布局海外市场较早, 目前海外市场已经成为公司重要的收入来源。

3.1 清洁类小家电业务主要为吸尘器代工, 增长稳定

我国以吸尘器为主的清洁类小家电主要通过代工出口, 出口需求一直比较稳定。根据中国海关总署信息中心统计, 2017 年我国吸尘器出口数量为 11,979 万台, 2007 至 2017 年间年复合增速为 2.6%。2015 年、2016 年出口规模前十的制造商出口金额占国内吸尘器出口总额比例为 47.7%、46.9%。

图表39. 我国吸尘器产品出口数量稳步增长



资料来源: 中国海关总署信息中心, 广证恒生整理

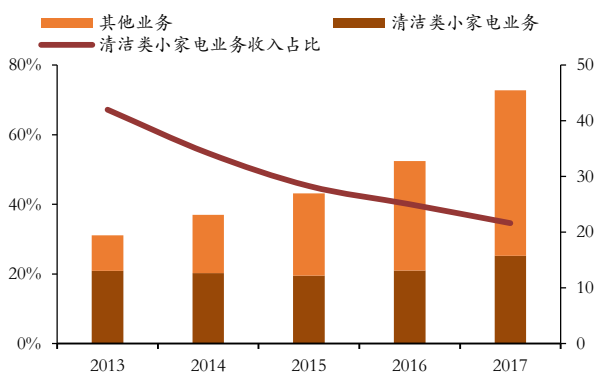
图表40. 清洁类小家电制造行业出口集中度较高

	2015 年	2016 年
前十大出口商占国内吸尘器出口总金额的比重	47.7%	46.9%
国内吸尘器出口总金额 (亿美元)	33.5	33.4
公司吸尘器出口市场占有率	4.2%	4.5%

资料来源: 中国海关总署信息中心

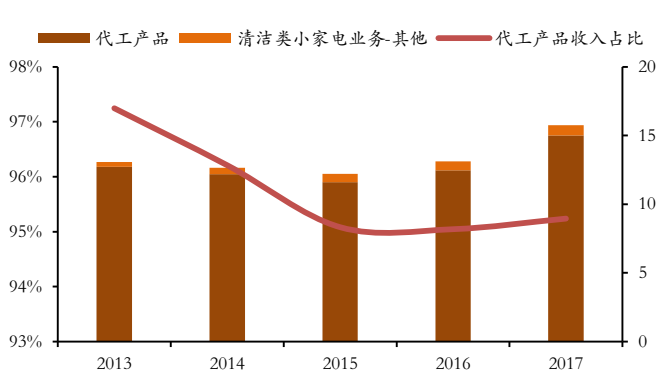
公司作为较早进入清洁类小家电行业的厂商之一, 自成立初期, 就开始为各品牌提供代工业务, 清洁类小家电收入中代工业务占比极高。2013 年至 2017 年, 代工收入占清洁类小家电收入占比均保持在 95% 以上, 目前吸尘器的国际市场较为成熟, 公司清洁类小家电业务收入基本保持稳定。据招股说明书披露, 2016 年公司在国内吸尘器行业出口排名第 4。

图表41. 公司清洁类小家电业务收入保持稳定



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

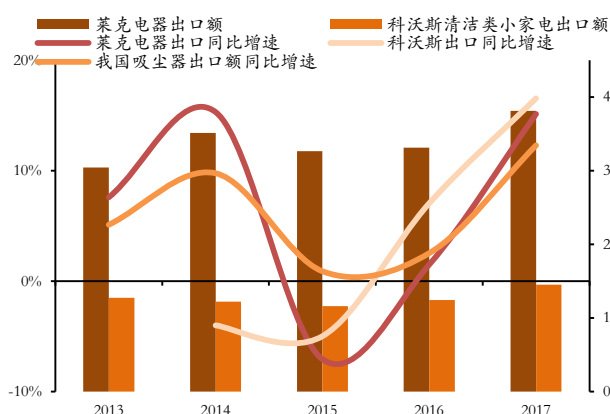
图表42. 公司清洁类小家电业务主要以代工为主



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理



图表43. 科沃斯、莱克电器出口情况对比



资料来源：招股说明书，广证恒生整理

图表44. 科沃斯和莱克电器出口情况对比

	2015年	2016年
莱克电气小家电产品销售均价 (元)	262.9	293.7
科沃斯清洁类小家电产品销售均价 (元)	302.4	306.3
莱克电器在吸尘器出口市场排名	1	1
科沃斯在吸尘器出口市场排名	6	4

资料来源：招股说明书，广证恒生整理

公司在吸尘器代工方面具备大规模、高质量、快速交付的生产能力，与各知名品牌运营商建立了稳定的合作关系，订单数量稳定。公司代工的客户主要包括创科实业、优罗普洛、雪华铃等知名国际吸尘器制造品牌，2017年前三大客户代工收入占全部代工收入的80.1%，客户集中度较高。面对国内劳动力成本不断上升、原材料价格波动的影响，代工企业只有实现规模效应才能有效控制成本，保证盈利空间，新进入企业由于缺乏规模优势，抗风险能力较弱。目前，国内规模较大的代工企业有科沃斯、莱克电器等，行业格局较为稳定，代工业务较为成熟。我们预计公司清洁类小家电收入未来三年复合增速为5%。

图表45. 2017年公司OEM/ODM清洁类小家电业务主要客户

公司名称	公司类型	旗下品牌	代工产品类型	代工收入	占总收入比例	毛利率
优罗普洛	国际知名清洁类家电品牌商	Shark	清洁类小家电	6.9	15.2%	12.7%
		Ninja	服务机器人	1.1	2.5%	38.2%
创科实业	高级家居、装修及建筑工具的世界级供应商之一	Hoover Dirt Devil Vax	清洁类小家电	4.1	9.1%	18.6%
Candy集团	欧洲大型电器制造企业	Candy Hoover Rosières Iberna	清洁类小家电	1.1	2.3%	31.2%
CECOTEC INNOVACIONES, S.L.	西班牙家电品牌商	CONGA OLLAS GM CECOMIX CECOMIXER HOGAR	服务机器人	1	2.3%	40.4%
安克创新科技	美国3C数码配件品牌商	Anker	服务机器人	1	1.7%	38.4%
Severin Asia Ltd	德国知名高品质小家电制造商	雪华铃	清洁类小家电	0.5	1.2%	10.2%

资料来源：招股说明书，广证恒生整理



3.2 服务机器人海外市场增长较快

科沃斯在国内市场一直处于行业龙头地位，同时也较早地对国际市场进行了布局。公司在海外市场采取“先难后易”的国际化策略——即先进入市场成熟、竞争激烈的发达国家的市场，后进入发展中国家市场。公司从2012年开始，先后在德国、美国、日本建立分公司，形成了以中国为核心，美国、德国、日本协同的研发销售体系，并发力拓展国际市场。

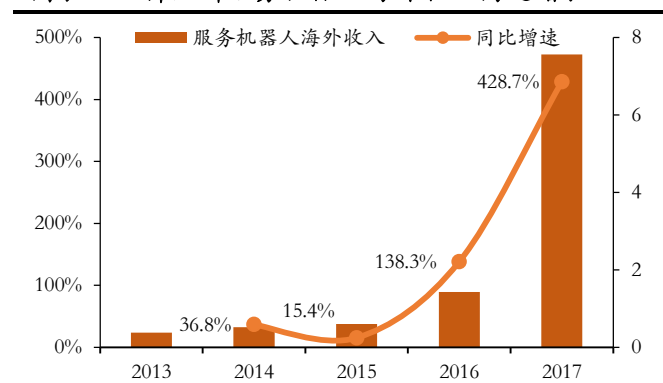
图表46. 科沃斯海外市场布局情况

公司名称	成立时间	公司地点	运营市场	运营状况	市场表现
Ecovacs Germany	2012.2.15	德国, 杜塞尔多夫	欧洲市场	经过数年的发展, 在当地已经具备了良好的分销渠道基础	2017年6月, 科沃斯扫地机器人在德国市场的占有率达34.1%, 排名第一
Ecovacs US	2012.10.16	美国, 加利福尼亚州	美国	负责服务机器人及其配件在美国等国家和地区的海外销售	2018年, “黑色星期五”销售旺季期间, 科沃斯机器人在美国全渠道零售额同比增长100%
Ecovacs Japan	2014.5.9	日本, 东京	日本	由于成立时间较晚, 目前仍处在市场拓展的初期	科沃斯地宝 N79 是亚马逊日本网站扫地机器人产品类别中最畅销的产品
Ecovacs UK	2017.5.26	英国	英国	截至2017年12月31日, 尚未实际开展经营	具有先进的激光导航技术和强大的扫拖一体功能地宝 OZMO 930 在德国、西班牙、意大利、法国和英国等欧洲国家销量领先
Ecovacs France	2017.6.16	法国	法国	截至2017年12月32日, 尚未实际开展经营	
Ecovacs Spain	2017.10.26	西班牙	西班牙	截至2017年12月33日, 尚未实际开展经营	
亚太区销售及市场推广总部	2018.4.16	香港	亚太	负责加强亚太区市场的用户服务水平和合作伙伴关系	——

资料来源: 招股说明书, 搜狐新闻, 网易新闻, 广证恒生整理

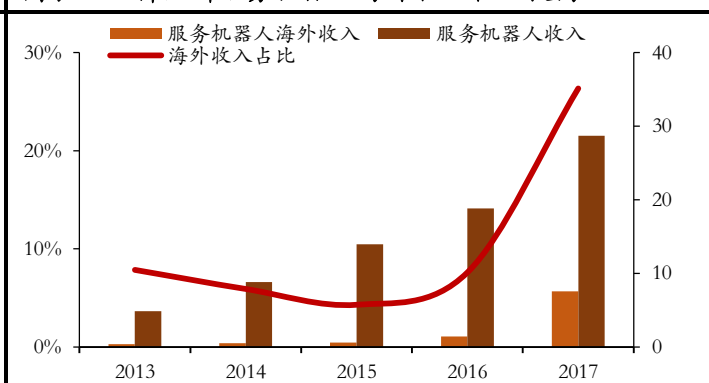
随着公司海外布局的逐步深入, 公司海外业务收入实现突破式增长。2017年, 公司服务机器人业务海外市场收入7.56亿, 同比增长428.7%, 近三年复合增速为74.2%。海外市场也成为公司服务机器人收入的重要来源, 2017年, 公司服务机器人海外市场收入占比为26.3%。从收入渠道上看, 由于海外的线下营销力量比较有限, 目前公司海外市场主要以线上亚马逊电商平台销售为主, 2017年服务机器人在海外亚马逊平台的销售呈现爆发式增长, 拉动了整体海外业绩提高。

图表47. 科沃斯服务机器人海外收入高速增长



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理

图表48. 科沃斯服务机器人海外收入占比提高



资料来源: 招股说明书, 广证恒生整理



目前,公司通过线上渠道的推广,在海外市场已经占据了一定市场份额。根据公司招股说明书披露,公司将投入 1.4 亿元进行用于国际市场营销,包括人员团队扩充、经营场所扩建、概念店建设等。随着公司海外市场线上、线下渠道的相互配合、不断完善,公司服务机器人业务海外收入有望持续保持高速增长。我们预计未来三年公司服务机器人业务海外收入增速分别为 99%、50%、33%。

图表49. 公司国际市场营销项目规划情况

项目	针对市场	未来计划
海外营销团队与经营规模的扩充	欧洲	(1) 扩充本部的营销团队。 (2) 划设立分公司,扩大对当地零售终端、分销商、海外电商平台等各类分销渠道的覆盖。 (3) 在德国汉堡、西班牙巴塞罗那、法国巴黎、英国伦敦等四个城市各开设 1 家科沃斯品牌概念店,作为线下产品展示窗口。
	美国	进一步增强在美国市场的分销商渠道开拓力度。
	日本	(1) 将进一步扩充位于东京的销售团队,和当地的各类分销商建立稳定的合作关系。 (2) 分别在大阪市和福冈市设立分公司。
信息化管理平台建设	海外	推进 Ecovacs Germany、Ecovacs US、Ecovacs Japan 的营销网络信息化管理平台升级,构建基于信息化系统的营销中心和统一的信息化管理平台。
海外自营电商平台建设	海外	未来三个海外下属公司还将分别建立起各自的自营电商平台,建立科沃斯家庭服务机器人产品在海外市场的线上销售渠道。

资料来源:招股说明书,广证恒生整理

4. 公司整体盈利预测

基于以上分析,我们预计未来三年公司整体收入分别为 59.8 亿元、74.7 亿元、91.3 亿元,增速分别为 31.4%、24.8%、22.2%。

图表50. 公司总收入测算表

		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
服务机器人	扫地机器人(地宝)内销收入	12.2	16.0	19.8	25.6	31.7	39.3
	增速		31.4%	23.7%	29.4%	24.0%	23.9%
	扫地机器人(地宝)外销收入	0.5	1.3	7.1	14.1	21.1	28.1
	增速		140.4%	438.2%	99%	50%	33%
	窗宝收入	1.17	1.22	1.43	1.64	1.89	2.17
	增速	17.0%	4.3%	17.2%	15%	15%	15%
	其他服务机器人收入	0.07	0.30	0.42	0.59	0.82	1.15
增速	-22.2%	328.6%	40.0%	40%	40%	40%	
清洁类小家电收入		12.20	13.12	15.75	16.54	17.36	18.23
增速		-3.6%	7.5%	20.0%	5%	5%	5%
电机、模具等收入		0.79	0.82	1.06	1.38	1.79	2.33
增速		-53.0%	3.8%	29.3%	30%	30%	30%
公司整体收入		26.95	32.77	45.51	59.82	74.67	91.27
增速			21.6%	38.9%	31.4%	24.8%	22.2%

资料来源:广证恒生

单位:亿元



图表51. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4551.03	5981.90	7467.27	9127.42
同比(%)	38.89%	31.44%	24.83%	22.23%
归属母公司净利润	375.66	498.22	650.66	828.38
同比(%)	636.48%	32.62%	30.60%	27.32%
毛利率(%)	36.58%	37.00%	37.50%	38.00%
净利率(%)	8.24%	8.31%	8.69%	9.06%
ROE(%)	34.91%	32.94%	31.19%	29.33%
每股收益(元)	1.04	1.38	1.81	2.30
P/E	43.46	32.77	25.09	19.71
P/B	12.99	9.30	6.79	5.05
EV/EBITDA	-1.27	22.16	16.76	12.71

资料来源: 广证恒生

单位:百万元

我们预计公司 2018-2020 年净利润增速分别为 32.62%、30.60%、27.32%，EPS 分别为 1.38、1.81、2.30 元。我们按 2019 年预计 EPS 的 30 倍估算，合理股价为 54.3 元，较 20181227 收盘价 45.35 元有 19.74% 的空间，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 一、服务机器人市场竞争加剧，行业均价下行。
- 二、宏观经济不景气，服务机器人需求下滑。
- 三、海外拓展不顺利，出口不及预期。



附录：财务报表预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2085.65	3020.07	4113.04	5441.05
现金	720.99	1114.52	1731.78	2579.36
应收账款	566.94	784.50	1009.41	1189.30
其它应收款	26.46	44.59	47.67	59.79
预付账款	42.34	55.28	68.46	83.02
存货	632.12	936.61	1159.90	1406.43
其他	96.80	84.56	95.82	123.16
非流动资产	615.61	583.74	564.35	526.85
长期投资	102.44	102.44	102.44	102.44
固定资产	365.81	313.81	256.31	195.36
无形资产	85.24	112.43	138.36	169.08
其他	62.12	55.05	67.23	59.97
资产总计	2701.26	3603.81	4677.38	5967.90
流动负债	1430.17	1837.59	2261.91	2725.09
短期借款	9.15	9.15	9.15	9.15
应付账款	916.11	1196.26	1481.45	1796.32
其他	504.92	632.19	771.32	919.62
非流动负债	7.32	4.74	4.80	5.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.32	4.74	4.80	5.63
负债合计	1437.50	1842.34	2266.72	2730.72
少数股东权益	7.86	6.74	5.27	3.40
股本	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	383.67	383.67	383.67	383.67
留存收益	512.85	1011.06	1661.72	2490.10
归属母公司股东权益	1256.52	1754.74	2405.39	3233.78
负债和股东权益	2701.26	3603.81	4677.38	5967.90

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	485.88	454.36	690.95	900.37
净利润	374.82	498.22	650.66	828.38
折旧摊销	103.40	99.28	106.42	114.04
财务费用	33.24	-13.22	-20.89	-31.88
投资损失	-18.60	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-18.09	-129.87	-42.43	-7.51
其它	11.11	-0.06	-2.80	-2.66
投资活动现金流	-89.62	-74.04	-94.59	-84.67
资本支出	-50.34	-28.90	-49.95	-34.42
长期投资	45.63	0.01	0.01	0.01
其他	-84.90	-45.15	-44.66	-50.26
筹资活动现金流	9.63	13.22	20.89	31.88
短期借款	9.15	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.48	13.22	20.89	31.88
现金净增加额	405.89	393.53	617.25	847.58

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4551.03	5981.90	7467.27	9127.42
营业成本	2886.05	3768.60	4667.04	5659.00
营业税金及附加	39.84	44.50	55.55	67.90
营业费用	727.01	1029.36	1286.70	1576.21
管理费用	404.32	533.70	667.12	820.56
财务费用	33.24	-13.22	-20.89	-31.88
资产减值损失	48.60	29.91	37.34	45.64
公允价值变动收益	2.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	452.32	589.06	774.41	989.99
营业外收入	6.94	12.03	11.99	10.32
营业外支出	4.41	0.00	0.00	0.00
利润总额	454.85	601.08	786.40	1000.31
所得税	80.03	103.99	137.21	173.79
净利润	374.82	497.09	649.19	826.52
少数股东损益	-0.85	-1.12	-1.47	-1.87
归属母公司净利润	375.66	498.22	650.66	828.38
EBITDA	547.98	687.15	871.93	1082.47
EPS (摊薄)	1.04	1.38	1.81	2.30

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	38.89%	31.44%	24.83%	22.23%
营业利润增长率	568.16%	30.23%	31.47%	27.84%
归属于母公司净利润增长	636.48%	32.62%	30.60%	27.32%
获利能力				
毛利率	36.58%	37.00%	37.50%	38.00%
净利率	8.24%	8.31%	8.69%	9.06%
ROE	34.91%	32.94%	31.19%	29.33%
ROIC	28.82%	27.53%	26.15%	24.65%
偿债能力				
资产负债率	53.22%	51.12%	48.46%	45.76%
净负债比率	0.64%	0.50%	0.40%	0.33%
流动比率	1.46	1.64	1.82	2.00
速动比率	1.02	1.13	1.31	1.48
营运能力				
总资产周转率	1.88	1.90	1.80	1.71
应收账款周转率	8.60	8.85	8.33	8.30
应付账款周转率	3.38	3.57	3.49	3.45
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.38	1.81	2.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.35	1.26	1.92	2.50
每股净资产 (最新摊薄)	3.49	4.87	6.68	8.98
估值比率				
P/E	43.46	32.77	25.09	19.71
P/B	12.99	9.30	6.79	5.05
EV/EBITDA	-1.27	22.16	16.76	12.71

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。