

家用电器行业

一季报季，继续推荐白电和小家电龙头

● 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注上半年业绩有望改善的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及有望充分受益中央空调行业发展红利的**海信家电（A、H）**。

● 一周行情回顾（2019.04.08-2019.04.12）

沪深 300 指数下降 1.8%。本周家电板块表现优于大盘，申万家电指数上涨 1.3%，跑赢市场 3.1 个百分点，其中白电指数上涨 2.0%，视听器材指数下降 4.6%。

● 本周行业要闻

行业动态

➢ 《冰箱卧放运输特殊要求》协会标准通过审定

据国家电网消息，4月9日，《电冰箱卧放运输特殊要求》标准通过了专家组审定，该项标准的发布将填补目前我国电冰箱卧放运输的标准空白，顺应市场上冰箱卧放运输的切实需求，对卧放运输过程中产品质量的保证发挥重要意义。

➢ 被中国大幅反超，韩国面板专利危机重重

据韩国知识产权局报告，2000年至2018年4月提交的专利申请中，美国提交525件申请，中国大陆申请了353件，韩国提交了243份申请，在专利申请数量方面，远远落后于美国和中国大陆。

➢ 明星细分产品“茶吧机”热卖

据中怡康线上\线下周度零售监测数据，2019年1-8周茶吧机占传统饮水机 and 直饮机市场的零售额份额大幅提升，线上达到27.8%，比2018年扩大22个百分点，线下达到29.3%，比2018年扩大21个百分点，茶吧机线上线下均实现大幅扩容。

● 本周重点报告回顾

➢ 格力电器（000651.SZ）深度报告：空间依旧广阔，龙头续写征途

➢ 美的集团（000333.SZ）转型全球科技集团，多元化龙头再启航

➢ 广发家电“科创”系列报告：石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头

● **汇率跟踪：**本周人民币兑美元汇率小幅升值。

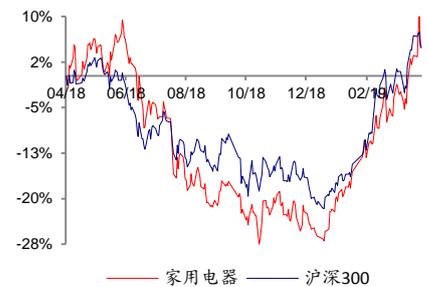
● **原材料价格：**本周铝价格下降，铜、冷轧板卷、原油价格上升。

● **面板价格：**截止2019年3月，面板价格小幅回升。

● **风险提示：**原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；市场竞争环境恶化。

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-04-14

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

广发家电“科创”系列报告： 2019-04-12

石头科技：正在崛起的扫地

机器人新龙头

美的集团（000333.SZ）：转 2019-04-10

型全球科技集团，多元化龙

头再启航

联系人： 黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价		EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/04/12	合理价值 (元/股)	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E	2018A/E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	17.22	19.65	1.19	1.31	14.44	13.18	8.01	6.52	19.27	18.49
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	51.29	64.03	3.09	3.37	16.58	15.20	13.45	11.51	24.19	23.65
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	54.55	61.00	4.43	4.79	12.32	11.40	6.99	6.09	32.61	29.10
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	72.53	78.40	2.03	2.45	35.67	29.66	21.32	22.95	28.27	27.86
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	24.26	27.25	0.98	1.09	24.69	22.25	16.76	21.00	19.80	21.21
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	45.00	56.25	1.94	2.25	23.20	20.02	14.62	14.16	32.47	33.39
海信家电	000921.SZ	增持	人民币	14.27	14.35	1.01	1.12	14.13	12.74	5.47	12.84	18.74	17.20
海信家电	00921.HK	增持	港币	11.52	11.71	1.18	1.31	9.76	8.80	5.47	12.84	18.74	17.20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

 注: 海信家电(A、H)、苏泊尔、飞科电器、九阳股份 2018 年 EPS 为 2018 年年报公布数据, 港币人民币汇率取 2019.04.12 汇率
 收盘价: 1 港币=0.856 人民币。

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾（2019.04.08-2019.04.12）	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
原材料价格变动跟踪	9
汇率跟踪	9
本周重点报告回顾	10
格力电器（000651.SZ）深度报告：空间依旧广阔，龙头续写征途（2019-04-09）	10
美的集团（000333.SZ）转型全球科技集团，多元化龙头再启航（2019-04-10）	11
广发家电“科创”系列报告：石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头（2019-04-12）	12
风险提示	13

图表索引

图 1: 本周家电板块表现优于沪深 300.....	6
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝价格下降, 铜、冷轧板卷、原油价格上升.....	9
图 3: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升.....	9
图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值.....	9
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值.....	5
表 2: 本周家电指数跑赢市场 3.1 个百分点.....	6

投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔。同时建议关注今年上半年业绩有望改善的小家电龙头九阳股份、飞科电器以及有望充分受益中央空调行业发展红利的海信家电（A、H）。

表 1：覆盖公司盈利预测及估值

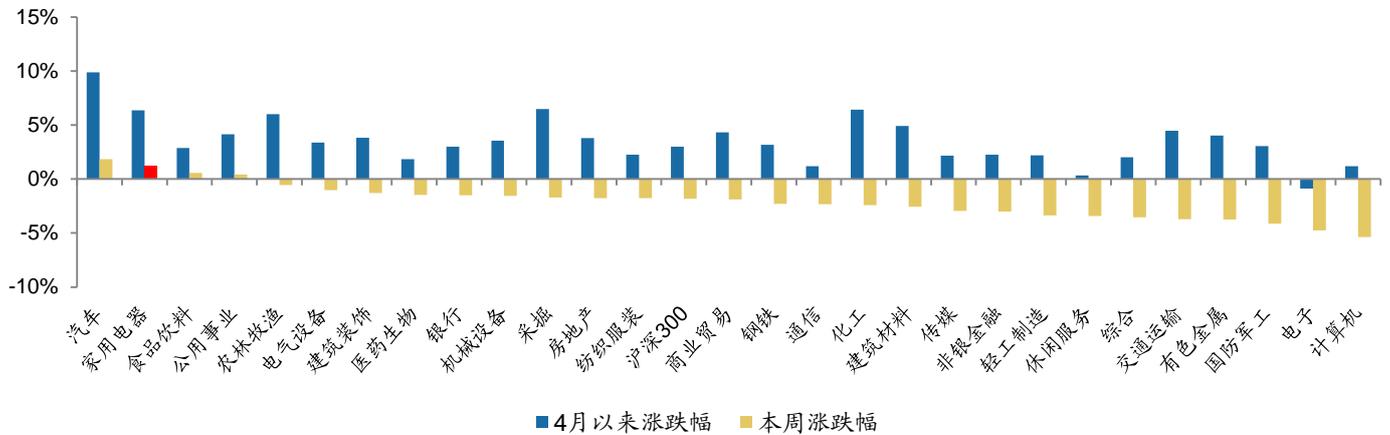
公司代码	公司简称	评级	股价 2019/04/12	货币	EPS			净利润增速			PE	
					17A	18A/E	19E	17A	18A/E	19E	18A/E	19E
600690.SH	青岛海尔	买入	17.22	人民币	1.14	1.19	1.31	38%	10%	10%	14.4	13.2
000333.SZ	美的集团	买入	51.29	人民币	2.63	3.09	3.37	18%	18%	9%	16.6	15.2
000651.SZ	格力电器	买入	54.55	人民币	3.72	4.43	4.79	45%	19%	8%	12.3	11.4
002032.SZ	苏泊尔	买入	72.53	人民币	1.61	2.03	2.45	23%	26%	20%	35.7	29.7
002242.SZ	九阳股份	买入	24.26	人民币	0.90	0.98	1.09	-1%	9%	11%	24.7	22.2
603868.SH	飞科电器	买入	45.00	人民币	1.92	1.94	2.25	36%	1%	16%	23.2	20.0
000921.SZ	海信家电	增持	14.27	人民币	1.48	1.01	1.12	86%	-32%	11%	14.1	12.7
00921.HK	海信家电	增持	11.52	港币	1.73	1.18	1.31	86%	-32%	11%	9.8	8.8
002705.SZ	新宝股份	增持	13.68	人民币	0.50	0.63	0.76	-5%	24%	20%	22.1	18.7
002677.SZ	浙江美大	增持	14.43	人民币	0.47	0.58	0.67	51%	24%	15%	24.7	21.4
603579.SH	荣泰健康	增持	36.38	人民币	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	19.4	16.0
603355.SH	莱克电气	增持	25.77	人民币	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	21.7	19.1
002508.SZ	老板电器	增持	31.84	人民币	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	20.4	19.5
600060.SH	海信电器	增持	10.61	人民币	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	11.7	9.7
002615.SZ	哈尔斯	增持	6.79	人民币	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	21.8	17.8
002050.SZ	三花智控	买入	16.20	人民币	0.58	0.61	0.69	25%	5%	14%	26.7	23.1
000418.SZ	小天鹅 A	买入	61.30	人民币	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	20.8	18.5
002429.SZ	兆驰股份	增持	3.13	人民币	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	18.6	14.6
603515.SH	欧普照明	增持	36.13	人民币	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	30.3	25.4
002035.SZ	华帝股份	增持	14.49	人民币	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	18.5	17.0
002403.SZ	爱仕达	增持	9.48	人民币	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	16.3	14.2
603486.SH	科沃斯	增持	53.33	人民币	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	43.2	36.3
000100.SZ	TCL 集团	增持	3.84	人民币	0.10	0.23	0.27	-19%	137%	17%	16.9	14.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：浙江美大、海信家电（A、H）、苏泊尔、飞科电器、九阳股份、小天鹅A、三花智控2018年EPS与净利润增速为其2018年年报公布数据，海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得，港币转换人民币汇率取2019.04.12汇率收盘价：1港币=0.856人民币。

一周行情回顾（2019.04.08-2019.04.12）

图 1：本周家电板块表现优于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑赢市场 3.1 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	4月以来涨跌幅
沪深 300	-1.8%		3.0%
家用电器	1.3%	3.1	6.4%
视听器材 (申万)	-4.6%	-2.8	-2.2%
白色家电 (申万)	2.0%	3.8	7.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业回顾

本周行业要闻回顾

行业动态

《冰箱卧放运输特殊要求》协会标准通过审定

4月9日，由中国家用电器协会电冰箱专委会牵头的协会标准《电冰箱卧放运输特殊要求》审定会在京召开。会上《电冰箱卧放运输特殊要求》标准通过了专家组审定，并给出了“标准水平达到行业领先”的审定结论。标准审定组由来自安徽万朗磁塑集团有限公司、全国图形符号标准化技术委员会、青岛日日顺物流有限公司、北京京东世纪贸易有限公司、安得智联科技股份有限公司、乐金电子(中国)有限公司、四川长虹民生物流股份有限公司合肥分公司的8位专家组成。中国家用电器协会副理事长王雷，副秘书长万春晖，海尔、博西、美的、美菱、海信等标准组参编单位代表参加了会议。

背景解读：顺势而生的冰箱卧放标准

长期以来，冰箱产品在国内陆路运输和海运运输中，都存在着卧放的运输需求。陆路

运输中，大多数短途配送都采用小型厢式货车或面包车，主要是因为大中城市道路限高、限行，冰箱需要躺放运输；长途运输中，国家出台的车辆超限政策（中华人民共和国交通运输部令 2016 年第 62 号）对车辆运输成本影响很大，很多家电企业开始卧放长途运输。**在海运运输中，海运集装箱采用高柜上层卧放一层，平均单台运输成本降低 24%，大大提高了装箱量。**

在此背景下，为了保障运输过程中的产品质量、驱动产业技术升级、顺应冰箱及物流行业的切实需求，2017 年 7 月 29 日，中国家用电器协会电冰箱专业委员会召开工作会议，确定由电冰箱专业委员会牵头，海尔为主起草单位，汇同美的、海信、美菱、博西、TCL、奥马、晶弘、惠而浦、东芝、三星、星星、加西贝拉、恩布拉科、黄石东贝、钱江、美芝等 12 家冰箱整机企业及 5 家冰箱压缩机生产企业组成了标准工作组，共同开始起草《电冰箱卧放运输特殊要求》。标准组全体成员在近一年半的时间中历经了多轮的讨论、验证、意见征求，最终形成了本次会议所讨论的《电冰箱卧放运输特殊要求》标准送审稿。

群策群意：商家、物流、研究机构、家电行业共商冰箱卧放实施

会上，在听取了海尔冰箱开发部费斌经理对《电冰箱卧放运输特殊要求》标准的编制情况介绍后，标准审定组专家进行了现场问询，并逐条对标准送审稿进行了审定。在近三个小时的审定会议上，标准审定组专家对标准本身及冰箱卧放运输相关的质量控制、产品特性传播、消费者认知、运输过程安全性等内容进行了广泛而深入的询问讨论，并一致认为该标准在保证产品质量、规范物流过程、降低物流成本、改变社会对冰箱运输方式的认知等方面均具有深远的意义。

中国家用电器协会副理事长王雷对会议进行了总结：1 标准组对本次审定会上提出的修改意见最终将形成报批稿；2 将通过国家电网、《电器》杂志等媒体的进一步宣传，让更多冰箱企业、物流企业采用实施本标准；3 将在行业内更大范围的公开和推广与电冰箱卧放相关的技术改善手册；4 协会将积极寻求合作，推动与冰箱卧放运输相关的社会资源有效整合利用，为消费者带来更好的产品体验。

据悉，标准工作组将根据审定组专家意见对标准进一步完善，《电冰箱卧放运输特殊要求》将于近期发布。该项标准的发布将填补目前我国电冰箱卧放运输的标准空白，顺应市场上冰箱卧放运输的切实需求，对卧放运输过程中产品质量的保证发挥重要意义。（新闻来源：国家电网）

► 被中国大幅反超，韩国面板专利危机重重

集微网消息，前段时间，据韩国知识产权战略局（KISTA）表示，尽管韩国在全球存储器半导体市场占据主导地位，但其在半导体领域的专利竞争力仍然非常薄弱。

特别需要指出的是 OLED 面板的专利数量。据韩媒中央日报报导，韩国专利厅厅长朴原住表示，通过分析有关全球显示技术专利大数据，中国大陆在 OLED（有机发光二极管）相关的新专利数量方面已领先于韩国，预期中国 OLED 面板的市占率可能在 5-10 年后超越韩国。

朴原住指出，在 OLED 的新专利数量方面，中国已大幅超过韩国，考量到在韩国专利数量被中国反超 7 年后，LCD 市占率也被夺走的情况，对于 OLED 也有同样的预想；特别是在被视为新技术的 Mini LED 市场，韩国的专利数量也已落后于美国和中国，未来在显示器的市场中，韩国也可能将面临危机。

8 日，据奥维睿沃数据，韩国在 Mini LED 显示器领域的专利申请量占比不到 15%。韩国担忧，韩国公司可能在未来显示器市场失去领先地位。

根据韩国知识产权局 4 月 1 日发布的报告，美国和中国大陆在 Mini LED 领域的全球专利申请量超过一半，而韩国仅占 14.4%。

该报告分析了 2000 年至 2018 年 4 月提交的专利申请。美国提交 525 件申请，其次是大陆，申请了 353 件，中美合计申请量占全球申请量的 51.9%。韩国提交了 243 份申请，台湾申请 140 份，爱尔兰申请 91 份。

在专利申请数量方面，韩国远远落后于美国和中国大陆。而且在提交专利申请的国家的数量而言，韩国远远落后于其他国家。韩国每个专利平均只获得两个市场。这意味着除韩国外，韩国平均每个专利只获得一个国家。这使得韩国在前十大专利申请国中排名第九。（新闻来源：国家电网）

➤ 明星细分产品“茶吧机”热卖

细分人群、细分场景，近两年，针对不同人群，不同用水场景的净水产品层出不穷，例如，针对女性洗脸、洗澡需求的美容沐浴软水机、针对高端人士喝茶需求的茶饮机、针对高端人士喝咖啡需求的咖啡机等等。说到细分人群、细分场景的净水产品，不得不提到近两年销售火爆的茶吧机。

茶吧机种类多样，按净化方式，主要分为净化型和非净化型，目前以立式茶吧饮水机最为常见。立式茶吧饮水机融合四大创新功能，满足多种饮水需求：双壶设计实现泡煮一体；智能调温，实现多段控温，满足泡奶、泡茶、泡咖啡等多种饮水需求；养生壶智能恒温保温茶水、牛奶等；下置式水桶设计，通过自吸泵抽水实现自动上水。2018 年开始，随着主流净水品牌纷纷布局茶吧机，茶吧机快速成长，逐渐成为净饮水市场的明星细分产品。

茶吧机线上线下均大幅扩容

根据中怡康线上\线下周度零售监测数据，茶吧机占传统饮水机和直饮机市场的零售额份额，2018 年线上为 5.6%，线下为 8.1%，2019 年 1-8 周，零售额占比大幅提升，线上达到 27.8%，比 2018 年扩大 22 个百分点，线下达到 29.3%，比 2018 年扩大 21 个百分点，茶吧机线上线下均实现大幅扩容，迅速成为传统饮水机和直饮机市场最热卖的细分产品。

线下均价是线上均价的 2 倍左右

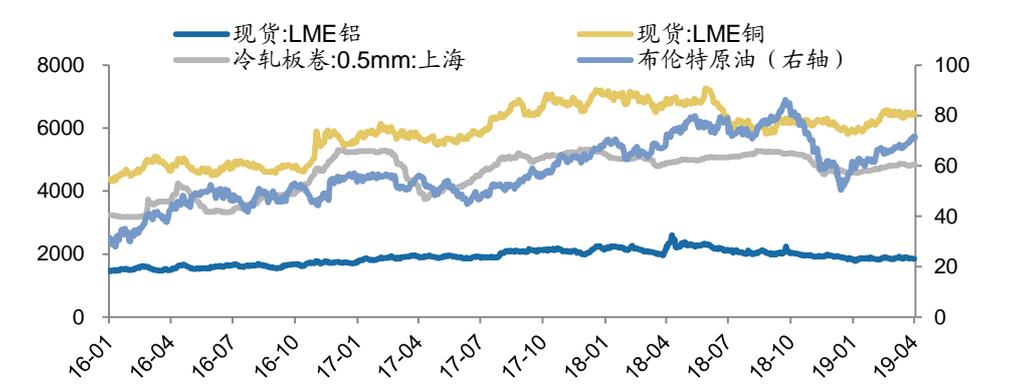
由于线上线下参与品牌和产品布局的差异，茶吧机线上线下均价差异显著。根据中怡康线上\线下周度零售监测数据，2019 年 W1-W8，茶吧机线下均价为 1269 元，线上均价为 609 元，线下均价大概是线上均价的 2 倍左右。

线下双寡头竞争，线上竞争激烈

根据中怡康线上\线下周度零售监测数据，2019 年 W1-W8，安吉尔线下零售额份额为 49.3%，美的为 36.4%，安吉尔、美的两个品牌的占比超过 85%，线下呈现双寡头竞争。线上竞争激烈，TOP5 品牌零售额占比为 77%，TOP10 品牌零售额占比为 95.4%，品牌集中度相对较高。（新闻来源：中怡康时代）

原材料价格变动跟踪

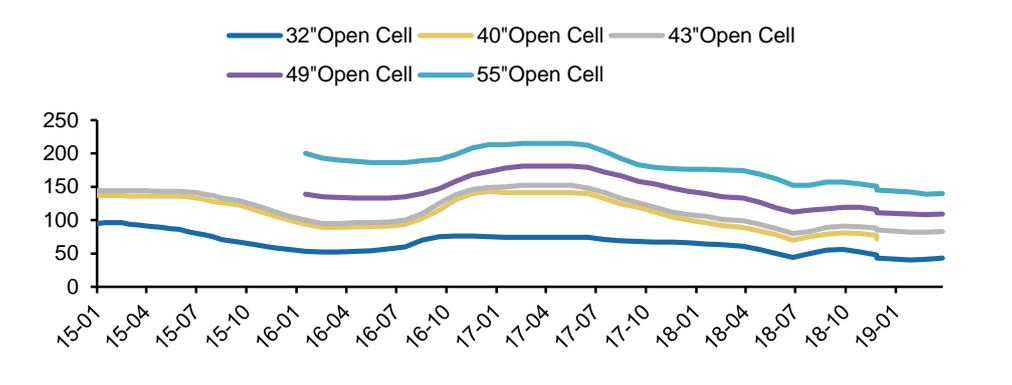
图 2: 白电主要原材料价格一览: 本周铝价格下降, 铜、冷轧板卷、原油价格上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位分别为美元/吨、美元/吨、人民币元/吨、美元/桶

图 3: 面板价格: 截止 2019 年 3 月, 面板价格小幅回升

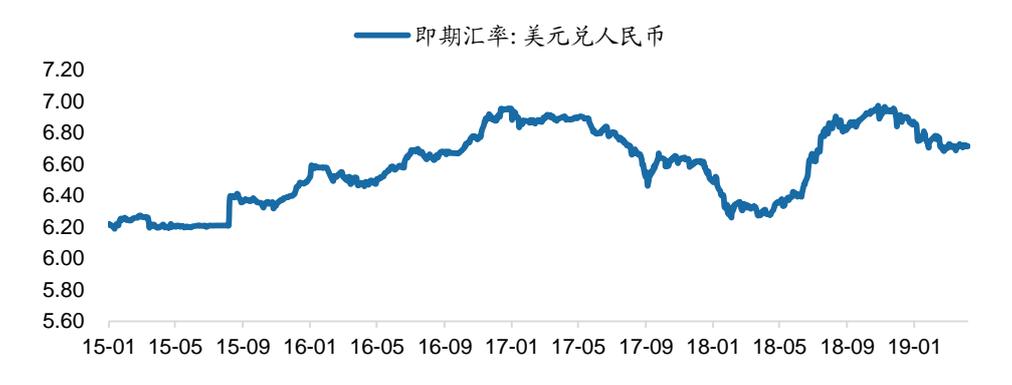


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 4: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅升值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

格力电器 (000651.SZ) 深度报告：空间依旧广阔，龙头续写征途 (2019-04-09)

● 格力电器：行业龙头续写征途

格力电器是我国空调行业龙头。公司业绩预告 2018 全年营业收入超过 2000 亿元，归母净利润超过 260 亿元。格力电器随中国空调行业经历扩张期、洗牌期、最终进入如今的寡头垄断期。产业在线及暖通中央空调数据显示格力电器在分体空调、中央空调内销市占率均连续多年保持行业第一。

● 空调行业：国内未触顶，中央空调是增量，海外空间足

(1) 分体式空调：基于社科院预测中国 2050 年城镇化率将达到 80%，假设城镇、农村每百户保有量分别为 250 台、150 台，空调更换周期 10 年，工商用需求占家用需求比例为 20%，长期来看我国分体空调需求量有望达到 1.29 亿台/年，相较于 2018 年我国空调内销出货量仍有 39% 提升空间，但需求释放将是循序渐进的过程；(2) 中央空调：基于艾肯家电网数据测算，2018 年初家用渗透率最高不超过 2.7%，在消费升级带动下，高价值的中央空调有望从价的维度加速扩容整体空调市场；(3) 海外市场：以印度等东南亚国家为代表的新兴市场纬度低、人口密集、空调刚需性强。虽然当下受制于经济发展，但长期空间值得期待。

● 护城河：产品口碑好、生产成本集约、优质经销商深度绑定

格力电器作为空调行业龙头有三大高壁垒的护城河：(1) 产品口碑好造就溢价；(2) 规模化与产业链纵向布局造就生产成本集约；(3) 深度绑定优质经销商、自建专卖店造就最大程度把握渠道资源与利润。

● 发展空间：市占率提升仍有空间，长期成长空间依旧

根据产业在线数据，格力电器 2018 年内销出货量份额 38.1%，外销出货量份额 24.1%，我们认为内销份额有小幅提升空间，外销份额提升空间大且盈利能力改善空间足。暖通中央空调数据显示格力中央空调国内销售额份额 15.5%，技术、渠道、品牌助力中央空调市场再度演绎国产替代，其长期市占率有望向分体空调看齐。基于全球空调行业空间与格力电器竞争优势，我们认为格力电器空调业务长期空间依旧广阔，多元化基于丰厚的在手资金也具备较大潜力，因此格力电器未来有望继续实现稳定增长。

● 投资建议：估值具备修复空间

短期行业渠道库存压力无碍格力电器长期发展空间，我们预计 2018—2020 年公司归母净利润为 266.3、287.9、324.0 亿元。最新收盘价对应 PE (TTM) = 11x。参照同为白电龙头的美的集团与青岛海尔平均 PE (TTM) = 17x，考虑控股股东股权转让尚未确定，公司治理结构改善存在不确定性，给予格力电器对应 2019 年 PE 近 13 倍，对应合理价值 61.00 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

地产销售大幅下滑；国内消费力持续减弱；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；空调终端需求不及预期；空调渠道库存过高。

美的集团(000333.SZ)转型全球科技集团,多元化龙头再启航(2019-04-10)

● “多元化业务+现代化治理”造就今日美的

业务多元化实现全品类、多区域覆盖。公司自创立以来不断通过内生发展扩张产品线,于2008年实现产品品类覆盖白电、厨电、小家电及上游压缩机等产品。2010年后,从产品品类多元化发展到业务区域多元化,通过并购海外企业进行国际化布局。2017收购德国库卡,则标志着向全球科技集团的转变。

管理现代化激发企业的活力、提升运营效率。良好的公司治理制度是核心竞争软实力。为顺应不同阶段对专业化、协同性的不同需求,公司事业部结构经历了由分散到集中的历程;此外,公司通过任用职业经理人、推出管理团队持股计划以及全方位、持续性的股权激励充分调动了管理团队及员工的积极性。

● “全品类布局+产业链贯通”缔造多元化王者

白电:公司深耕白电,目前在三大品类市场份额均位居第二,协同性与运营力是公司的重要竞争力。1)通过对上游厂商的布局掌控了压缩机和电机两大核心零配件;2)通过对物流服务商的布局以及渠道改革,进一步加强了产品的协同性;3)通过T+3运营模式提升了运营力。

小家电:美的的优势领域,深耕26年,品类齐全,渠道资源深厚,稳居厨房小家电行业龙头位置,产品具有高性价比,美的清洁小家电布局较晚于厨房小家电,性价比优势将助力美的持续受益小家电国产化趋势。

厨电:内销量市占率第三,高性价比与美的白电品牌力外溢效应,增厚了美的厨电产品的竞争优势。随着公司对厨电产品重视度提升,未来市场量有望持续提升。

● 布局机器人业务,转型全球科技集团

公司2015年开始布局机器人业务,并逐渐向“全球领先科技集团”转型。1)服务机器人:公司成立美的安川推广服务机器人,人口老龄化趋势将推动这一需求增长。2)工业机器人:通过收购工业机器人技术全球领先的库卡,实现工业机器人、医疗仓储自动化服务的整合,有望推动协同效应逐步体现;此外,公司收购上游零部件厂商 Servotronics 或将改善库卡盈利能力。

● 投资建议

不考虑美的对小天鹅的吸收合并,我们预测2018-2020年公司归母净利润分别为204.0、222.5、247.7亿元,同比分别增长18.0%、9.1%、11.4%。公司龙头地位稳固,同时正从家电集团向科技集团不断迈进;组织结构改革进展顺利,业绩有望持续增长。考虑到公司业务多元,故选取家电龙头作为可比公司,参考可比公司平均估值2019年19xPE,给予合理价值64.03元人民币/股,维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨;房地产市场低迷;行业竞争格局恶化。

广发家电“科创”系列报告：石头科技：正在崛起的扫地机器人新龙头（2019-04-12）

● 石头科技：成立不到五年的扫地机器人新秀正在崛起

石头科技成立于 2014 年 6 月，根据公司招股说明书数据，目前创始人昌敬持股 30.99% 为公司第一大股东，小米系的顺为与天津金米分别持股 12.85%、11.85%，核心高管均有持股。公司本次公开发行新股总数不超过 1666.7 万股，占发行后总股本比例 25%，拟募集资金金额扣除发行费用后约 13.0 亿元，主要用于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等。

公司专注于家用智能清洁机器人的研发和销售，生产外包。根据公司官方网站，2016 年 9 月联合小米发布首款产品“米家”扫地机器人，2017 年 9 月发布第二款自有品牌产品“石头”扫拖一体机，凭借产品领先、小米背书，销量快速增长，根据中怡康数据，目前两款产品占据国内市场份额合计超过 20%。根据公司招股说明书数据，2018 年公司实现营业收入 30.5 亿元（YoY+172%），实现归母净利润 3.1 亿元（YoY+359%），扣非后归母净利润 4.6 亿元（YoY+407%）。

● 扫地机器人行业：消费升级背景下行业空间广阔，石头科技后来居上跃居行业第二

扫地机器人行业规模近年来高速发展，根据中怡康数据，2018 年中国扫地机器人市场总销售量为 577 万台（YoY+42%），总销售额 86.6 亿元（YoY+55%）。依据测算我国扫地机器人城镇家庭渗透率在 2018 年初也仅为 6%，发展空间仍然广阔。LDS 激光+VSLAM 融合导航将是扫地机器人产品的发展趋势，结合大数据分析 with 人工智能算法，未来的扫地机器人将更加智能化，应用场景也将更加多元，保有量有望持续提升。

根据中怡康数据，扫地机器人目前以线上销售为主，2018 年线上销售占比达 92%；科沃斯连续多年占据行业第一，2018 年线上销售额市占率 38.6%，但相比 2016 年高位 50.2% 已有所下滑。石头科技自发布首款产品尚未满三年，目前米家+石头的合计销售额市占率已经达到 23.7%，稳居行业第二。与传统龙头 iRobot 和科沃斯对比，石头收入规模、毛利率暂时落后，但增速大幅领先；凭借较低的销售费用率和周转率，净利率和 ROE 亦更高。

● 核心竞争力：团队优势、技术突出、小米助力

（1）团队优势：以董事长昌敬为代表的高管团队多为互联网产品出身，能够准确把握用户需求。（2）技术突出：公司以行业领先的 LDS 激光雷达与 SLAM 算法、人工智能导航算法为核心，并辅以大量的运动控制模块调试连续打造米家、石头两大爆款产品；（3）小米助力：小米在渠道、品牌上的支持使公司早期可以专注产品树立口碑，根据公司招股说明书数据，2016-18 年小米模式销售金额占比分别为 100%、90.4%、50.2%。。

● 风险提示

扫地机器人在国内的渗透不及预期；扫地机器人行业竞争加剧；与小米的合作关系发生变化；与代工厂的合作关系发生变化。

风险提示

原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

广发家电行业研究小组

- 曾 焯：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁雨辰：分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王朝宁：分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。