

专注研发的扫地机器人新贵，产品端全球竞争力逐步展现



核心观点

- **扫地机器人新贵，由 ODM 业务向自有品牌战略转型。**公司创立于 2014 年，以“米家”扫地机器人 ODM 业务起家，凭借研发优势驱动产品力持续提升，自 2017 年起迅速向自有品牌“石头”、“小瓦”战略转型，推动收入、利润快速增长，近三年 CAGR 分别达 59%、173%；2020 年自有品牌收入占比已提升至 91%，成为推动收入增长的主要动力。公司于内、外销市场共同发力，推测 2020 年公司海外终端市场收入占比已达 60%以上。
- **坚守技术优势，产品端全球竞争力逐步展现。**技术驱动下扫地机器人全球市场规模快速提升，2020 年同比增长 33%至 34 亿美元。当前行业仍处于发展初期，2020 年美国、中国渗透率分别约 15%、5%；以中国市场为例，若渗透率于 2030 年达到 30%，测算未来十年销量 CAGR 将达 21%，公司所处赛道长、空间广。作为产品为王的品类，未来针对消费者需求痛点而持续迭代的移动导航定位、避障、清扫技术，或将成为驱动企业份额提升的关键。公司由 LDS SLAM 到 AI 双目避障，在以智能算法为核心的软硬件结合技术上持续创新，凭借技术优势积累的产品口碑，公司 2020 年全球市占率达 9%，现已成为全球第三大扫地机器人供应商，产品端竞争力逐步展现。
- **内外销共同发力，未来放量可期。**内销方面，公司产品定位高端、聚焦线上，当前市占率约 11%、行业第三，未来渗透率提升推动内销市场高速增长，有望依托技术创新驱动产品力持续提升，市占率仍有较大提升空间。公司同时积极推动自有品牌出海，初期主要借力于第三方现有渠道销往海外，2019-2020 年以欧洲为代表的 EMEA 市场中公司市占率达 9%、14%，市场地位快速提升；未来海外自建渠道逐步完善，公司份额有望加快提升。

财务预测与投资建议

- 预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 17.85/23.61/30.84 亿元。公司依托以智能算法为核心的软硬件技术优势持续创新，产品端全球竞争力已逐步显现，未来内销、外销收入有望快速增长，且优秀的研发团队为未来品类拓展构建技术创新上的延展潜力。给予公司 DCF 目标估值 1712.31 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 研发创新力度不及预期；行业竞争加剧；贸易摩擦的不确定性风险

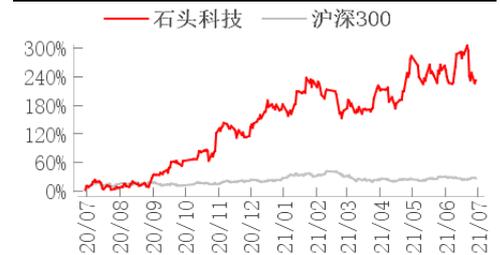
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,205	4,530	6,351	8,617	11,414
同比增长(%)	37.8%	7.7%	40.2%	35.7%	32.5%
营业利润(百万元)	925	1,557	2,100	2,777	3,628
同比增长(%)	142.2%	68.3%	34.9%	32.3%	30.6%
归属母公司净利润(百万元)	783	1,369	1,785	2,361	3,084
同比增长(%)	154.5%	74.9%	30.3%	32.3%	30.6%
每股收益(元)	11.74	20.54	26.77	35.41	46.25
毛利率(%)	36.1%	51.3%	52.6%	53.0%	53.3%
净利率(%)	18.6%	30.2%	28.1%	27.4%	27.0%
净资产收益率(%)	71.7%	31.9%	22.5%	23.9%	24.9%
市盈率	108.9	62.2	47.7	36.1	27.6
市净率	57.4	12.0	9.7	7.8	6.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月29日)	1221元
目标价格	1712.31元
52周最高价/最低价	1494.99/367.5元
总股本/流通A股(万股)	6,667/4,488
A股市值(百万元)	81,400
国家/地区	中国
行业	造纸轻工

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-15.74	-6.15	5.26	232.37
相对表现	-18.16	-5.7	2.95	213.06
沪深300	2.42	-0.45	2.31	19.31



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	李雪君 021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001
证券分析师	吴瑾 021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001
证券分析师	杨震 021-63325888*6090 yangzhen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520060002
证券分析师	刘荫泽 021-63325888*6094 liuyinze@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519110001

目录

1 石头科技：扫地机器人新贵，自有品牌快速崛起.....	5
1.1 由 ODM 业务向自有品牌战略转型，自有品牌业务占比迅速提升	5
1.2 自有品牌高盈利、轻资产高周转，ROE 处于行业较高水平	8
1.3 股权结构较为分散，实控人持股 23.24%.....	11
2 坚守技术优势、专注中高端，产品侧全球竞争力逐步展现	13
2.1 赛道：扫地机器人渗透率有望快速提升，未来空间广阔	13
2.2 优势：以智能算法为核心的软硬件结合技术持续创新，产品优势突出.....	15
产品为王，发掘需求痛点+持续技术创新成为驱动企业市占率提升的关键	15
公司基于以智能算法为核心的软硬件技术持续创新，构建产品端全球竞争力	16
3 内外销共同发力，未来放量可期.....	18
3.1 内销：内销市场投入加码，市占率仍有较大提升空间.....	18
定位高端、聚焦线上，有望于行业渗透率提升背景下实现高增长	18
产品升级、品牌投入持续加码，市占率仍有较大提升空间	19
3.2 外销：自建渠道日臻完善，海外市场加快扩张	20
盈利预测与投资建议	24
盈利预测	24
投资建议	25
风险提示.....	26

图表目录

图 1: 公司研发优势突出, 由 ODM 业务向自有品牌战略转型	5
图 2: 公司主要从事智能清洁电器及其配件的研发和生产	5
图 3: 公司营业收入近三年年均复合增长率为 59%	6
图 4: 公司归母净利润近三年年均复合增长率为 173%	6
图 5: 2021 年一季度公司自有品牌收入占比已提升至 97%	6
图 6: 自有品牌的发展是推动公司收入增长的主要动力	6
图 7: 2019 年上半年公司收入结构中, 自有品牌 (“石头”、“小瓦”) 收入占比达 58%	7
图 8: 2019 年上半年公司毛利润结构中, 自有品牌 (“石头”、“小瓦”) 收入占比达 81%	7
图 9: 公司自有品牌以线下经销为主, 收入占比约 38% (以 2019 年上半年为例)	8
图 10: 自有品牌产品迅速打开海外市场, 2019 年境外收入占比约 45%, 推测 2020 年达 60% 以上	8
图 11: 2020 年公司智能扫地机及配件营业成本中, 委外加工费占比约 43%	8
图 12: 2019H1 欣旺达占代工采购总额的 89%, 公司逐步增加其他代工厂商以降低生产依赖性	8
图 13: 公司 ROE 整体高于行业平均水平	9
图 14: 公司毛利率高于行业平均水平	9
图 15: 公司归母净利率高于行业平均水平	9
图 16: 公司整体费用率低于行业平均水平	10
图 17: 公司销售费用率低于行业平均水平, 整体呈提升态势	10
图 18: 公司管理费用率 (含研发) 低于行业平均水平	10
图 19: 公司研发费用率处于行业平均水平	10
图 20: 公司总资产周转率低于行业平均水平	11
图 21: 公司存货周转率高于行业平均水平	11
图 22: 公司应收账款周转率高于行业平均水平	11
图 23: 石头科技杠杆率逐步下降, 低于行业平均水平	11
图 24: 公司实际控制人昌敬持股 23.24%, 股权结构较为分散	12
图 25: 2015-2018 年扫地机器人全球市场规模快速增长, 2019 年增速有所放缓, 2020 年恢复高速增长	13
图 26: 北美、EMEA、亚太地区作为扫地机器人三大市场, 2020 年市场规模同比增速分别达 26%、33%、40%	13
图 27: 全球扫地机器人市场中, 近年石头科技市占率快速提升, 2020 年达 9%, 位居全球第三	14
图 28: 2020 年美国、中国扫地机器人渗透率分别约 15%、5%, 未来具备较大提升空间	14

图 29: 扫地机器人经历了随机碰撞、规划、智能避障的技术迭代, 售价也在不断提升 (以科沃斯为例)	16
图 30: 分价格端看, 低端扫地机器人逐步退出市场, 中高端产品市占率明显提升 (线上销售额口径)	16
图 31: 石头科技 T7 Pro 搭载了双目摄像头, 配合 AI 算法识别物体实现避障	17
图 32: 公司研发投入较高, 研发费用持续增长	17
图 33: 公司研发人员占比达 50%以上, 处于行业较高水平	17
图 34: 2013 年以来中国扫地机器人规模稳步增长, 2019 年出现小幅下滑, 主要系销量下滑所致	18
图 35: 2020 年以来扫地机器人市场逐步回暖, 大多月份保持双位数增速, 全年线上销售额同比增长 25.27%	18
图 36: 中国扫地机器人线上市场呈现一超多强局面, 2020 年石头科技市占率达 11% (销售额口径)	19
图 37: 石头科技扫地机器人定位高端, 平均单价远高于行业平均水平	19
图 38: 2021 年 3 月底公司新品 T7S 系列发布, 产品价格中枢稳步上行	20
图 39: 伴随新品放量, 2021 年 3-5 月石头扫地机器人淘系平台月度销售均价同比分别提升 10%、16%、13%	20
图 40: 2021 年 3 月底公司携手肖战推出 T7S 系列新品, 内销市场品牌投入力度加大	20
图 41: 2015-2018 年扫地机器人全球市场规模快速增长, 2019 年增速有所放缓, 2020 年恢复高增速	21
图 42: 作为扫地机器人的三大市场, 2020 年北美、EMEA、亚太地区扫地机器人市场规模同比增长 26%、33%、40%	21
图 43: EMEA 扫地机器人市场中, 石头科技市占率快速提升, 2020 年达 14%	22
图 44: 当前美国扫地机器人市场集中度较高, iRobot 市占率达 75%	22
图 45: 以美国市场为例, 公司扫地机器人产品可比型号美国亚马逊零售价较国内市场售价高出 15%以上	24
图 46: 公司境外业务毛利率整体高于境内业务毛利率	24
表 1: 公司股东多具备大公司软件、硬件研发背景, 与公司业务匹配	12
表 2: 假设 2030 年中国扫地机器人渗透率将分别提升至 15%、30%, 则 2020-2030 年销量年均复合增速将分别达 13%、21%	15
表 3: 若北美扫地机器人渗透率将于 2030 年达 30%, 据此估算 2020-2030 年北美市场扫地机器人销售金额 CAGR 将达 12%	21
表 4: 根据亚马逊发布的扫地机器人畅销榜单, 石头科技于德国、荷兰等欧洲国家排名靠前, 美国市场排名仍有较大提升空间	22
表 5: 我们给予公司 DCF 目标估值 1712.31 元	26

1 石头科技：扫地机器人新贵，自有品牌快速崛起

1.1 由 ODM 业务向自有品牌战略转型，自有品牌业务占比迅速提升

核心团队技术研发能力突出，产品驱动下公司由 ODM 业务向自有品牌转型。公司前身石头有限创立于 2014 年，2018 年整体变更为股份有限公司，2020 年底于上交所成功上市。公司主要从事研发基于激光测距模组（LDS）的智能扫地机器人，创始人团队具备深厚的软件和硬件研发经验，在公司创立后不久便达成与小米公司的 ODM 业务合作，并于 2016 年推出小米定制品牌“米家智能扫地机器人”，2019 年推出新产品“米家手持无线吸尘器”；为减轻公司对小米的销售依赖并进一步提高公司盈利水平，公司于 2017 年开始拓展自有品牌业务，包含“石头智能扫地机器人”、“小瓦智能扫地机器人”和“石头手持无线吸尘器”，并且积极进军海外市场，自有品牌业务飞速成长。凭借先进的核心技术和优秀的品牌形象，石头科技在全球智能清洁电器市场份额持续提升。

图 1：公司研发优势突出，由 ODM 业务向自有品牌战略转型



资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

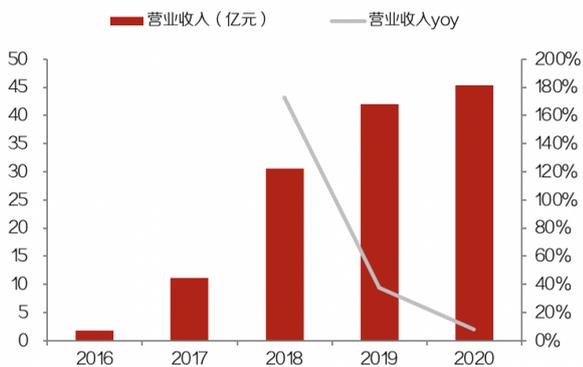
图 2：公司主要从事智能清洁电器及其配件的研发和生产



资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

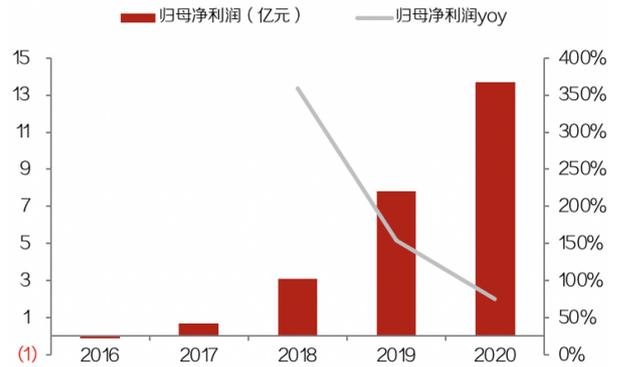
ODM 业务起家，转型自有品牌推动收入、利润快速增长，近三年 CAGR 分别达 59%、173%。公司作为小米定制品牌“米家”ODM 原始设计商起家，凭借研发优势驱动产品力持续提升，自 2017 年起迅速向自有品牌战略转型，推动收入、利润快速增长，2020 年公司实现营业收入 45.30 亿，同比增长 7.74%；实现归母净利润 13.69 亿，同比增长 74.92%，近三年（2017-2020 年）收入、归母净利润年均复合增长率分别达 59%、173%。伴随公司自有品牌业务发展快速，2020 年自有品牌收入占比已提升至 91%，2021 年一季度进一步提升至 97%，现已成为推动公司收入增长的主要动力；由于自有品牌盈利能力整体高于米家 ODM 业务，公司利润增速整体高于收入增速。

图 3：公司营业收入近三年年均复合增长率为 59%



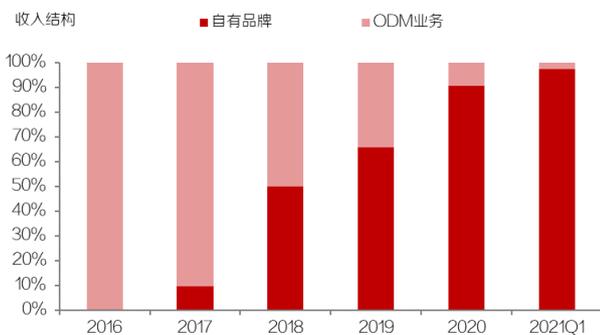
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司归母净利润近三年年均复合增长率为 173%



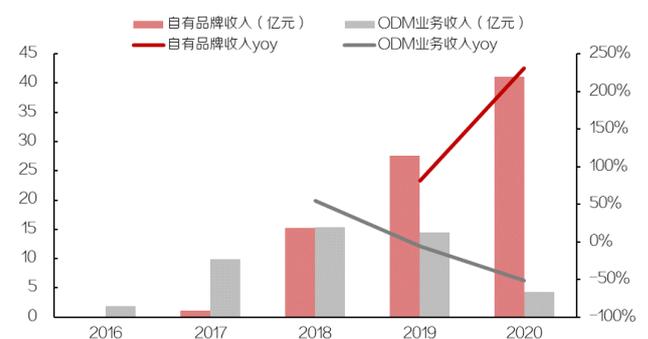
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2021 年一季度公司自有品牌收入占比已提升至 97%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：自有品牌的发展是推动公司收入增长的主要动力

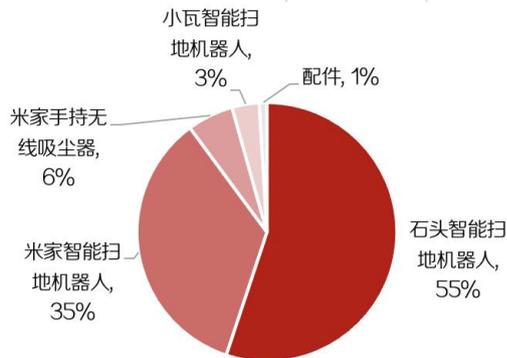


资料来源：公司公告，东方证券研究所

自有品牌为当前公司利润的主要来源，贡献毛利润比重超过 90%。公司主产品为自有品牌（“石头”、“小瓦”）和小米 ODM 定制（“米家”）的智能清洁机器人及其配件，根据公司招股说明书披露，2019 年上半年收入中，“石头智能扫地机器人”、“小瓦智能扫地机器人”以及“米家智能扫地机器人”、“米家手持无线吸尘器”占比分别达 55%、3%、35%、6%；由于公司

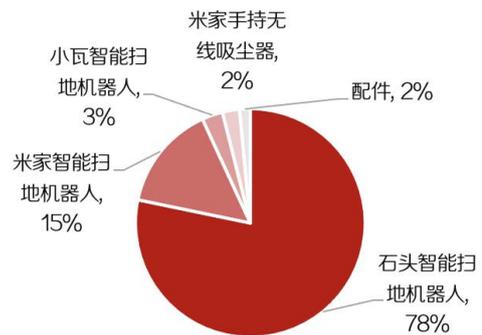
ODM 业务主要采取利润分成模式，盈利能力远低于自有品牌业务（二者毛利率分别约 16%、45%），自有品牌业务是贡献公司利润的主要来源，2019 年上半年占毛利润比重高达 81%。2020 年以来伴随自有品牌业务占比进一步提升，我们推测当前自有品牌贡献公司毛利润比重已超过 95%。

图 7：2019 年上半年公司收入结构中，自有品牌（“石头”、“小瓦”）收入占比达 58%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

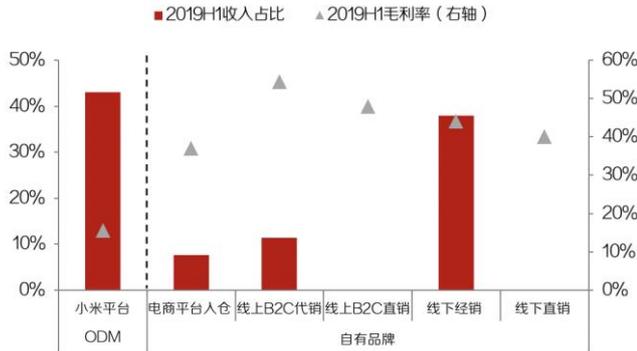
图 8：2019 年上半年公司毛利润结构中，自有品牌（“石头”、“小瓦”）收入占比达 81%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

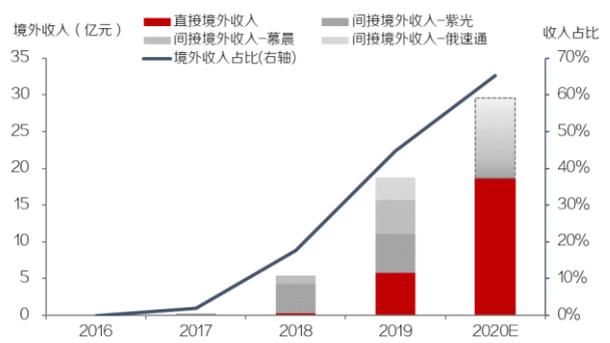
内、外销共同发力，分终端市场来看，推测 2020 年公司海外市场收入占比达 60%以上。分渠道来看，公司 ODM 业务产品主要由小米平台进行销售，伴随自有品牌业务快速发展、ODM 订单下降，ODM 业务对应的小米平台渠道收入占比稳步下降，2019 年上半年约 43%；公司自有品牌业务则采取线上线下结合的销售模式，2019 年上半年线下经销（慕晨、紫光、俄速通等）、线上 B2C 代销（天猫、有品、美国亚马逊等）、电商平台入仓（京东、苏宁易购、唯品会）收入占比分别达 38%、11%、8%。分终端市场来看，近年公司积极推动自有品牌出海，一方面通过美国亚马逊、海外自建分销网络构成直接境外收入，2019 年达 5.81 亿元，2020 年快速增长 221%至 18.68 亿元；另一方面通过国内经销商间接销往海外市场，根据公司年报披露，2019 年慕晨、紫光、俄速通合计实现收入约 12.99 亿元，据此我们推测 2019 年公司实现海外市场收入约 18.80 亿元，占总收入比重已达 45%；2020 年受益于亚马逊、海外自建渠道快速增长，推测公司海外市场收入占总收入比重提升至 60%以上，内、外销共同发力驱动公司自有品牌收入规模快速增长。

图 9：公司自有品牌以线下经销为主，收入占比约 38%（以 2019 年上半年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

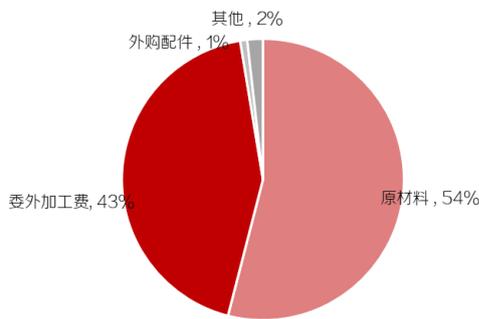
图 10：自有品牌产品迅速打开境外市场，2019 年境外收入占比约 45%，推测 2020 年达 60% 以上



资料来源：公司公告，东方证券研究所

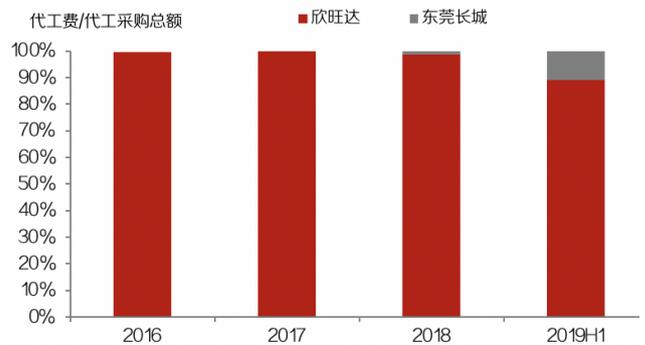
专注研发，公司生产全部采取委托加工的模式，实行轻资产运营。自创立以来，公司专注于产品技术研发，产品生产则全部采取委托加工的轻资产运营模式；拆分成本结构，2020 年公司智能扫地机及配件营业成本中，委外加工费占比约 43%。欣旺达作为公司合作的主要代工厂，2019 年上半年代工费用占公司代工采购总额的比重达 89%，双方合作关系稳定，与此同时公司逐步拓展其他代工厂商以降低依赖性。由于采取委托加工的生产模式，公司可根据订单量安排代工采购计划，盈利能力得以快速提升。

图 11：2020 年公司智能扫地机及配件营业成本中，委外加工费占比约 43%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：2019H1 欣旺达占代工采购总额的 89%，公司逐步增加其他代工厂商以降低生产依赖性



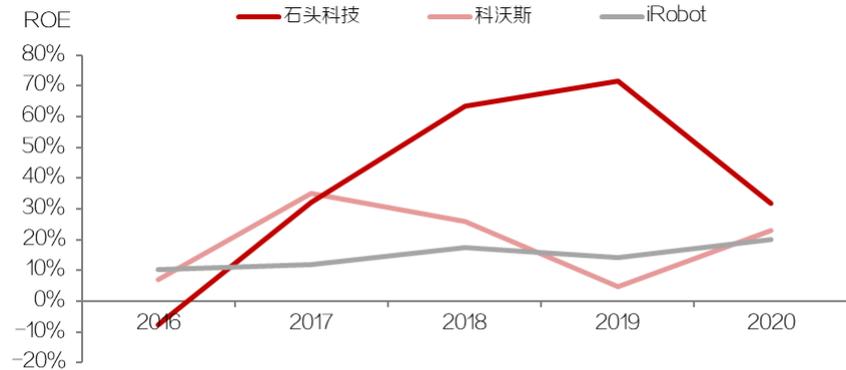
资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 自有品牌高盈利、轻资产高周转，ROE 处于行业较高水平

优异的盈利能力、轻资产带来的高周转使得石头科技 ROE 整体处于行业较高水平。石头科技自 2017 年起积极拓展自有品牌业务，与全球市场范围内的两大竞争对手——科沃斯、iRobot 相比，公司依托于优异的盈利能力及周转效率，ROE 处于行业领先水平。2020 年初公司成功上市后，

伴随总资产规模扩张、资产结构优化，周转效率明显下降，ROE 水平随之逐步回落，2020 年 ROE 达 31.85%，但仍整体高于同行业其他公司。

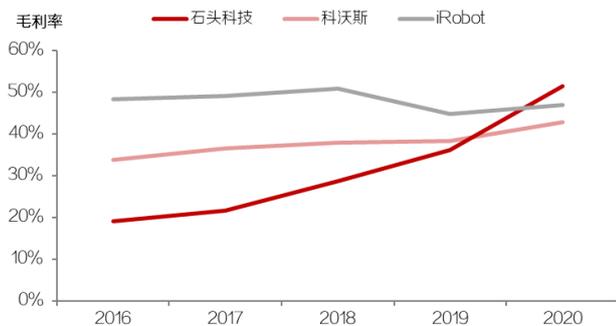
图 13: 公司 ROE 整体高于行业平均水平



资料来源: 公司官网, 公司公告, 东方证券研究所

自主品牌业务快速发展，推动盈利能力稳步提升至行业领先水平。凭借技术优势赢得良好的市场反响，公司自有品牌产品业务快速成长，2020 年毛利率达 51.32%，归母净利率达 30.23%，均处于行业领先水平。伴随自有品牌业务占比稳步提升，公司盈利能力有望稳步改善。

图 14: 公司毛利率高于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 15: 公司归母净利率高于行业平均水平

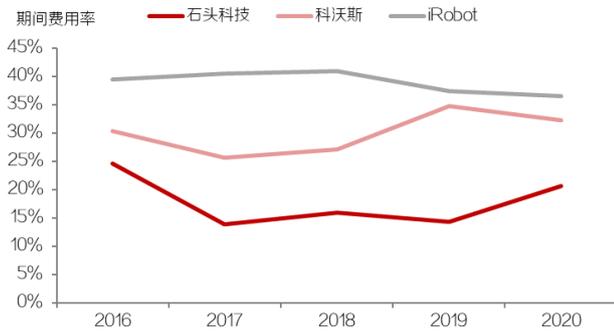


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司目前销售费用投入力度较低，研发费用率稳步提升，整体费用率低于同类型公司。横向维度，伴随自有品牌销售渠道逐步拓宽，公司销售费用率呈稳步提升态势，2020 年公司销售费用率达 13.69%；纵向对比来看，公司销售费用率整体低于行业平均水平，一方面与公司 ODM 产品直接由小米平台负责销售、形成渠道协同有关，另一方面与自有品牌选择适合于自身发展阶段的投放模式有关，公司通过与拥有成熟体系的线下经销商合作打开海外市场，后续预计将在产品力持续

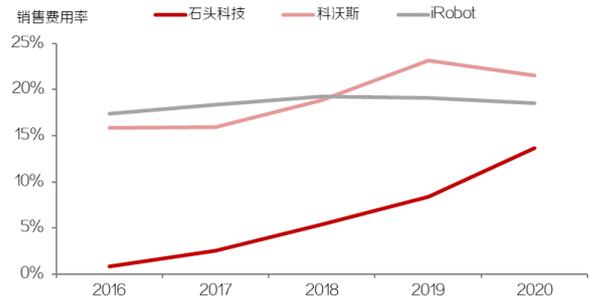
提升的基础上逐步加大国内、海外市场营销力度。2020 年公司管理费用率（含研发）达 7.64%，低于同类型公司；其中研发费用率为 5.80%，处于行业平均水平，且近年呈稳步提升态势。

图 16：公司整体费用率低于行业平均水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：公司销售费用率低于行业平均水平，整体呈提升态势



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：公司管理费用率（含研发）低于行业平均水平



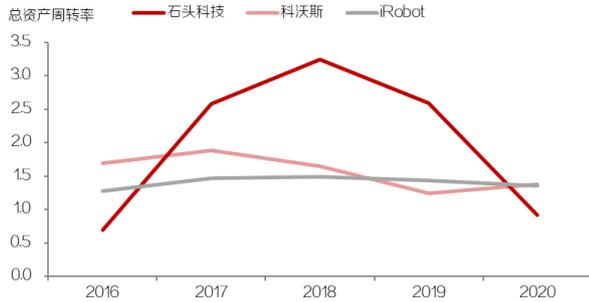
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：公司研发费用率处于行业平均水平

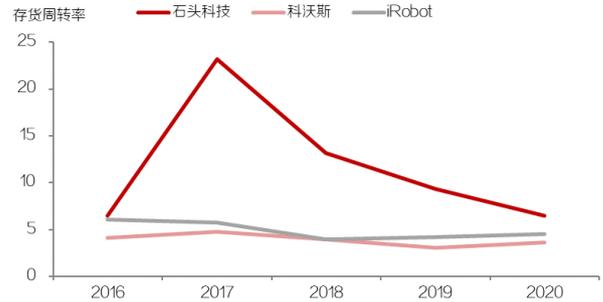


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司周转效率整体高于同类型公司，杠杆率回落到行业较低水平。由于公司产品全部采取委托加工的生产方式，总资产规模小，周转效率整体高于行业平均水平；2020 年公司成功上市，总资产规模快速增长导致总资产周转率显著下降至 0.92，目前略低于同类型公司，带动前期较高的 ROE 水平显著回落。由于公司根据订单向代工厂整机采购，避免货物囤积，存货周转率高于同行业公司；公司主要销售渠道为先款后货的线下经销和实时收现的线上 B2C 模式，应收账款周转率高于同类型企业，现金周转速度较快。杠杆率方面，公司自成立以来经历多轮权益融资，权益乘数逐步下降，2020 年公司权益乘数为 1.10，低于同类型公司。

图 20：公司总资产周转率低于行业平均水平


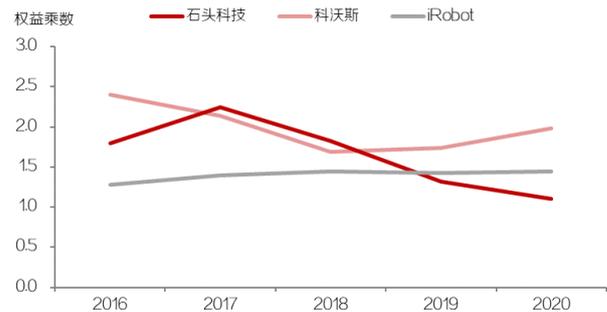
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：公司存货周转率高于行业平均水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：公司应收账款周转率高于行业平均水平

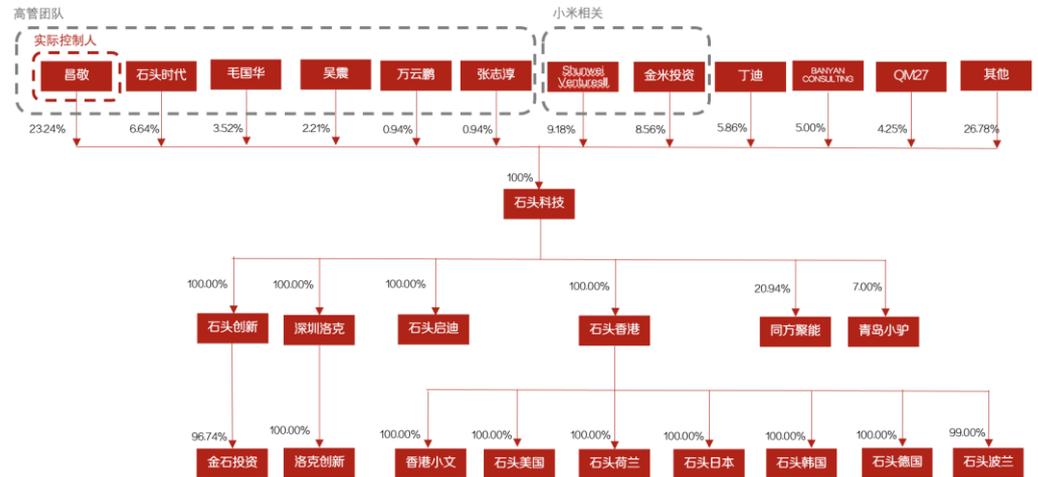

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 23：石头科技杠杆率逐步下降，低于行业平均水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 股权结构较为分散，实控人持股 23.24%

股权结构较为分散，实际控制人昌敬持股 23.24%。昌敬先生为公司实际控制人，截止 2021 年 3 月末直接持有公司 23.24% 的股权。公司创始团队均有微软软件研发经验，核心技术人员都曾任职于微软、华为等知名电子行业公司研发部门。实控人昌敬 2006 年 7 月获得华南理工大学计算机专业硕士学位，毕业后于微软、腾讯、百度等公司从事技术工作，2014 年 7 月创立石头有限公司并担任董事长、总经理，所组建的公司研发团队致力于智能扫地机器人技术研发并荣获多项大奖；子公司中，深圳洛克主要从事智能清洁设备的研发和销售，石头创新主要从事清洁软件开发，石头香港主要从事境外销售业务。

图 24：公司实际控制人昌敬持股 23.24%，股权结构较为分散


注：上图截止日期为 2021 年 3 月 31 日

资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

表 1：公司股东多具备大公司软件、硬件研发背景，与公司业务匹配

姓名	教育背景	工作经历	持股比例	职位
昌敬	华南理工大学计算机专业学士、硕士学位	北京遨游天下科技有限公司技术经理、微软程序经理、腾讯高级产品经理、北京魔图精灵科技有限公司 CEO、百度高级经理	23.24%	董事长、总经理
毛国华	北京科技大学工业自动化专业学士、硕士学位	恩益禧-中科院软件研究所有限公司、微软中国、信比安软件（北京）有限公司、百度	3.52%	董事、副总经理
吴震	浙江大学电子信息技术及仪器专业学士、硕士学位	英特尔亚太研发有限公司、Marvell Semiconductor Group、微软亚太研发中心项目经理	2.21%	董事、副总经理
万云鹏	哈尔滨工业大学通信专业硕士学位	华为产品经理	0.94%	董事、副总经理
张志淳	合肥工业大学无线电技术专业学士学位、中国科学技术大学电磁场与微波技术专业硕士学位	华为硬件部经理、华为手机产品经理、Huawei Tech. Sweden AB 终端分部中方员工主管、华为 TMG 专家组组长	0.94%	监事会主席、职工监事代表

注：股权占比数据截至 2021 年 3 月 31 日

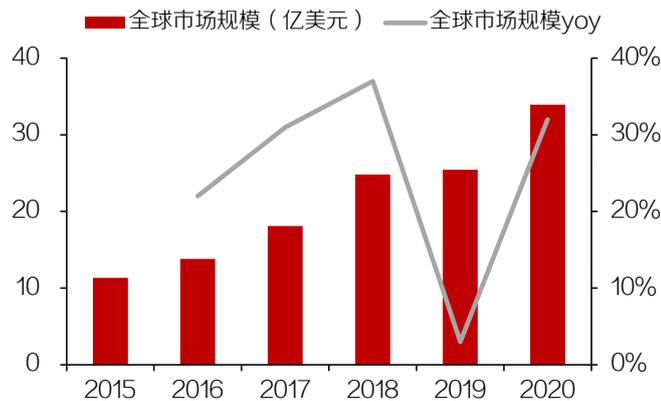
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 坚守技术优势、专注中高端，产品侧全球竞争力逐步展现

2.1 赛道：扫地机器人渗透率有望快速提升，未来空间广阔

2015年以来全球扫地机器人市场规模快速扩张，石头科技等国产品牌市占率稳步提升，当前已成长为全球第三大扫地机器人品牌，2020年市占率达9%。扫地机器人作为替代人力实现地面清洁的智能化解决方案，早期产品均以随机碰撞类为主，清洁力度、智能化程度均难以与消费者需求痛点相匹配，是导致其前期发展速度较为缓慢的主要原因；2015年以来，伴随规划类产品推出，避障算法、清洁技术持续创新，扫地机器人全球市场规模快速提升，根据iRobot公告统计的数据，2015-2018年CAGR达30%，2019年由于随机类产品逐步退出市场、整体增速有所放缓，2020年随着创新型产品的推出，全球扫地机器人行业规模同比增长33%至33.94亿美元，其中北美、EMEA、亚太地区占比分别达28%、34%、38%，2020年同比增速分别为26%、33%、40%。从竞争格局来看，当前美国iRobot仍为全球扫地机器人龙头，但其领先优势逐步缩小，2020年市占率达46%，较2016年下降18pct；后来者如科沃斯、石头科技等公司正迎头赶上，凭借自身通过技术优势建立起的产品口碑，石头科技自有品牌在全球范围内得以快速推广，2020年市占率达9%，同比提升5pct，当前已成为全球第三大扫地机器人供应商。

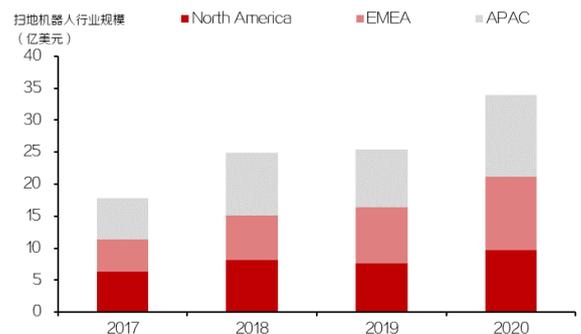
图 25：2015-2018 年扫地机器人全球市场规模快速增长，2019 年增速有所放缓，2020 年恢复高增长



注：统计口径为单价 200 美元/台以上的扫地机器人

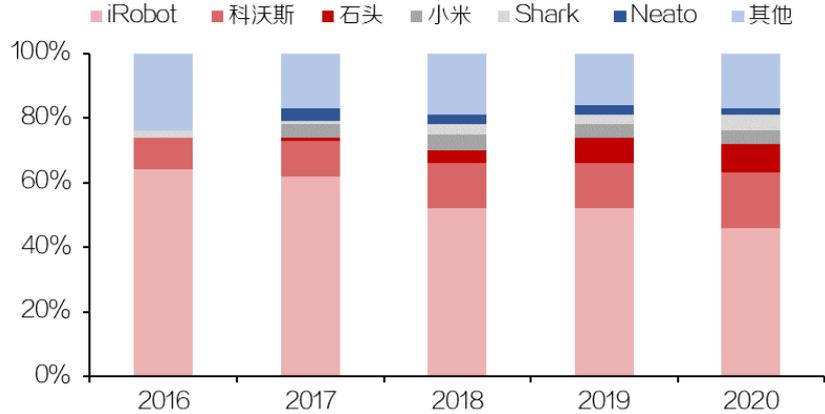
资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

图 26：北美、EMEA、亚太地区作为扫地机器人三大市场，2020 年市场规模同比增速分别达 26%、33%、40%



注：统计口径为单价 200 美元/台以上的扫地机器人；EMEA 指欧洲、中东、非洲三个地区

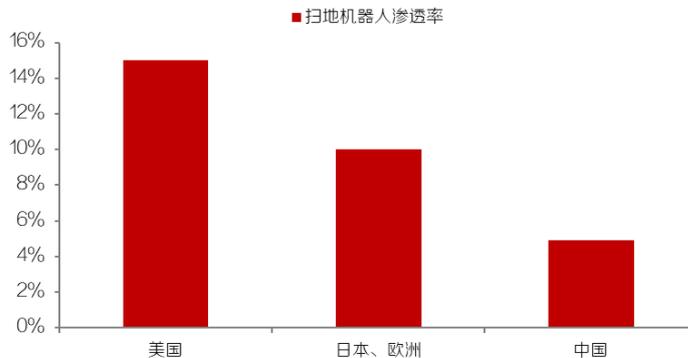
资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

图 27：全球扫地机器人市场中，近年石头科技市占率快速提升，2020 年达 9%，位居全球第三


注：统计口径为单价 200 美元/台以上的扫地机器人

资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

当前全球扫地机器人行业仍处于发展初期，渗透率整体仍处于较低水平，未来提升空间较为广阔。美国作为全球扫地机器人发展相对较早的市场，根据 iRobot 公告披露，2020 年美国扫地机器人渗透率仅为 15%；中国市场方面，我们测算 2020 年扫地机器人渗透率约为 5%，全球扫地机器人渗透率整体均处于较低水平，未来伴随技术持续更新迭代，扫地机器人实用性及智能化持续改善的背景下，行业未来有望迎来渗透率快速提升，参考 iRobot 预测，远期维度美国市场渗透率有望达 70%，提升空间较为广阔。这里我们针对中国市场进行测算，在国内居民可支配收入提升驱动消费升级、人均住宅面积增长带动智能化清扫需求提升，以及单身群体日益庞大催生人机交互性能提升的需求刺激下，扫地机器人技术的持续升级有望驱动国内市场渗透率快速提升。假设中国扫地机器人渗透率于 2030 年达到美国当前水平（即 15%），测算 2030 年扫地机器人销量有望达 2128 万台，2020-2030 年年均复合增速将达 13%；乐观情况下，若中国扫地机器人渗透率加速提升，于 2030 年达到 30%，则测算 2030 年扫地机器人销量将达 4324 万台，2020-2030 年年均复合增速将达 21%，公司所处赛道长、空间广。

图 28：2020 年美国、中国扫地机器人渗透率分别约 15%、5%，未来具备较大提升空间


资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

表 2：假设 2030 年中国扫地机器人渗透率将分别提升至 15%、30%，则 2020-2030 年销量年均复合增速将分别达 13%、21%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口 (亿人)	1383	1390	1395	1400	1439	1444	1448	1452	1455	1458	1460	1462	1463	1464	1464
YOY	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	2.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
平均家庭每户人口 (人)	3.11	3.03	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
家庭户数 (万户)	44,460	45,877	46,513	46,668	47,977	48,141	48,282	48,404	48,508	48,597	48,670	48,727	48,768	48,796	48,811
YOY	0.3%	3.2%	1.4%	0.3%	2.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
①中性预期															
扫地机器人渗透率	15%	22%	3.2%	3.9%	4.5%	5.5%	6.6%	7.6%	8.7%	9.7%	10.8%	11.8%	12.9%	13.9%	15.0%
保有量 (万台)	676	1,025	1,497	1,822	2,149	2,662	3,178	3,696	4,214	4,733	5,252	5,771	6,289	6,806	7,322
销量 (万台)	307	406	577	532	634	920	1,093	1,049	1,152	1,439	1,612	1,568	1,670	1,956	2,128
YOY	48.3%	32.2%	42.1%	-7.8%	19.1%	45.2%	18.8%	-4.0%	9.8%	24.9%	12.0%	-2.7%	6.5%	17.1%	8.8%
②乐观预期															
扫地机器人渗透率	15%	22%	3.2%	3.9%	4.5%	7.0%	9.6%	12.1%	14.7%	17.2%	19.8%	22.3%	24.9%	27.4%	30.0%
保有量 (万台)	676	1,025	1,497	1,822	2,149	3,385	4,627	5,874	7,124	8,378	9,632	10,887	12,141	13,394	14,643
销量 (万台)	307	406	577	532	634	1,642	1,819	1,779	1,884	2,895	3,074	3,034	3,138	4,148	4,324
YOY	48.3%	32.2%	42.1%	-7.8%	19.1%	159.1%	10.8%	-2.2%	5.9%	53.6%	6.2%	-1.3%	3.4%	32.2%	4.2%

注：根据中怡康统计的数据，2020 年扫地机器人销售额同比增长 19.1%，这里假定 2020 年扫地机器人销量增速与销售额增速相等；假设扫地机器人替换周期为四年；此处 2016 年保有量按 2013-2016 年销量之和来计算

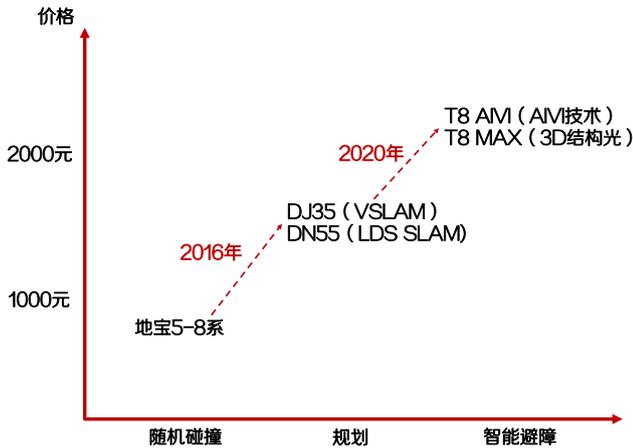
资料来源：中怡康，Wind，东方证券研究所

2.2 优势：以智能算法为核心的软硬件结合技术持续创新，产品优势突出

产品为王，发掘需求痛点+持续技术创新成为驱动企业市占率提升的关键

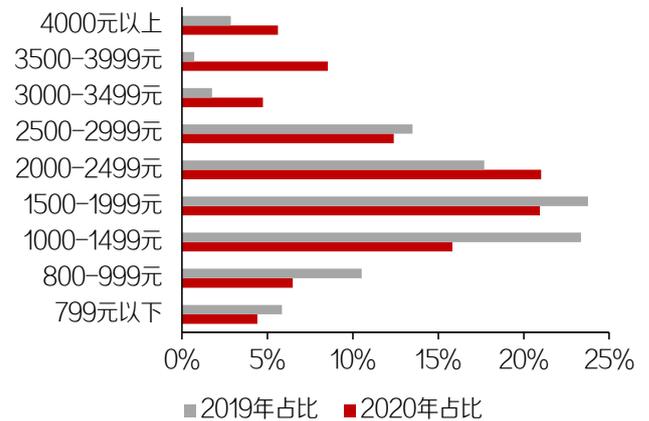
扫地机器人作为典型的产品为王的品类，针对消费者需求痛点而持续迭代创新的移动导航定位、避障、清扫技术，是改善消费者体验、驱动企业份额持续提升的关键。扫地机器人当前仍处于生命周期初期，其形态、功能尚未定型，仍处于持续迭代过程中，经历了由最初的随机碰撞升级至由 SLAM 算法支撑的局部规划、全局规划移动定位技术，以及 2020 年行业内如科沃斯、石头科技等公司开始将 3D 结构光、人工智能识别等技术应用于扫地机器人以提升其智能避障能力，云鲸于 2019 年推出的拖地机器人能够在完成地面清理后自动识别拖布干净程度并清洗、烘干拖布，进一步提高清洁技术的自动化水平，各厂商针对消费者痛点在移动导航定位、避障、清扫技术等方面持续创新。随着搭载更多新兴技术的产品推出，市场逐步向中高端倾斜，价格偏低的随机碰撞类扫地机器人市占率明显下降，2020 年 1499 元以下的产品线上市占率合计为 27%，较 2019 年同比下降 13pct；各品牌旗舰产品所处的 3000 元以上价格带，2020 年线上市占率合计达 19%，同比提升 14pct。

图 29：扫地机器人经历了随机碰撞、规划、智能避障的技术迭代，售价也在不断提升（以科沃斯为例）



资料来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

图 30：分价格端看，低端扫地机器人逐步退出市场，中高端产品市占率明显提升（线上销售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

公司基于以智能算法为核心的软硬件技术持续创新，构建产品端全球竞争力

由 LDS SLAM 到 AI 双目避障，石头科技在以智能算法为核心的软硬件结合技术上持续创新，未来技术沉淀、数据积累优势有望愈发凸显。石头科技作为扫地机器人行业的后起之秀，当前已快速成长为全球市占率排名第三的品牌，其背后源于公司在针对消费者需求痛点挖掘基础上实现的持续技术创新。公司作为国际上将 LDS SLAM（即激光雷达技术及同步定位与地图构建技术）大规模应用于扫地机器人领域的领先企业，于 2016 年 9 月推出搭载 LDS SLAM 技术的首款产品后，即依托产品质量及口碑迅速占领市场，带动 LDS 全局规划类在行业内占比迅速提升；公司于 2020 年发布的 T7 Pro 产品搭载的 AI 双目视觉避障技术，则是对扫地机器人智能化的又一次跨越式提升，即在单目识别的基础上实现更高精确度，同时可获得深度信息，基于 AI 算法根据物体识别结果进行策略性避障，较好地解决了宠物家庭使用扫地机器人易出现清扫事故的需求痛点。作为当前行业内唯一一家实现将双目视觉技术应用于扫地机器人的企业，基于技术沉淀及数据积累带来的先发优势，新进入者预计将难以在短期内跟进，公司依托研发优势构筑的技术壁垒有望持续拓宽。

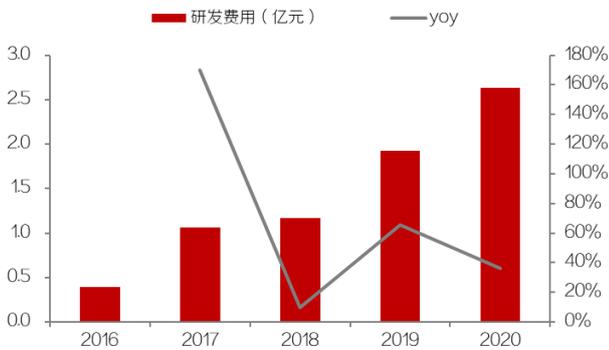
图 31：石头科技 T7 Pro 搭载了双目摄像头，配合 AI 算法识别物体实现避障



资料来源：公司官网，东方证券研究所

专注研发，具备丰富经验的优秀软硬件研发团队为未来持续创新提供延展潜力。公司定位于全球高端智能硬件企业，2020年研发人员占比达56%，研发投入力度持续处于行业较高水平，核心研发团队由来自微软、华为等软、硬件科技企业的技术专家组成，在人工智能、软件算法、电子工程、机械结构设计与供应链管理等多个领域拥有丰富的创新和实践经验，构成公司在扫地机器人产品智能化方向上持续纵深、以及将技术优势拓展至其他品类的创新延展潜力。

图 32：公司研发投入较高，研发费用持续增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：公司研发人员占比达 50% 以上，处于行业较高水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 内外销共同发力，未来放量可期

3.1 内销：内销市场投入加码，市占率仍有较大提升空间

定位高端、聚焦线上，有望于行业渗透率提升背景下实现高增长

2019 年中国扫地机器人市场规模增速放缓，2020 年市场重新回暖，未来行业渗透率提升有望推动内销市场高增长。2013 年以来伴随规划类扫地机器人的逐步铺开以及产品技术的更新迭代，市场规模稳步增长，根据中怡康的统计数据，2018 年中国扫地机器人市场规模达 87 亿元，2013-2018 年年均复合增速达 61%。2019 年由于随机类产品逐步退出市场，扫地机器人总销量有所下滑，导致市场规模同比下降 8.70% 至 79 亿元。2020 年市场重新回暖，根据奥维云网公布的数据，2020 年中国扫地机器人线上销售额除了 5 月份出现小幅下滑外，其余月份基本实现两位数的增长，全年线上销售额同比增长 25.27%。根据测算，2020 年中国市场扫地机器人渗透率约为 5%；未来伴随技术持续更新迭代，若 2030 年中国渗透率达到美国当前对应的水平（约 15%），测算 2020-2030 年中国扫地机器人销量年均复合增速将达 13%；若渗透率提速较快、2030 年达到 30%，测算未来十年销量年均复合增速将达 21%，行业渗透率提升将推动公司内销市场规模稳健增长。

图 34：2013 年以来中国扫地机器人规模稳步增长，2019 年出现小幅下滑，主要系销量下滑所致



资料来源：中怡康，东方证券研究所

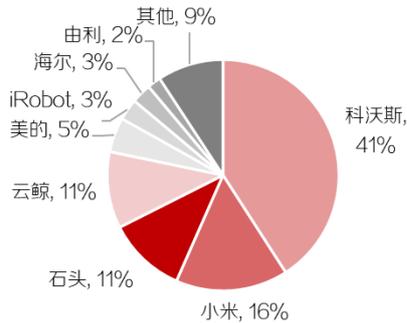
图 35：2020 年以来扫地机器人市场逐步回暖，大多月份保持两位数增速，全年线上销售额同比增长 25.27%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

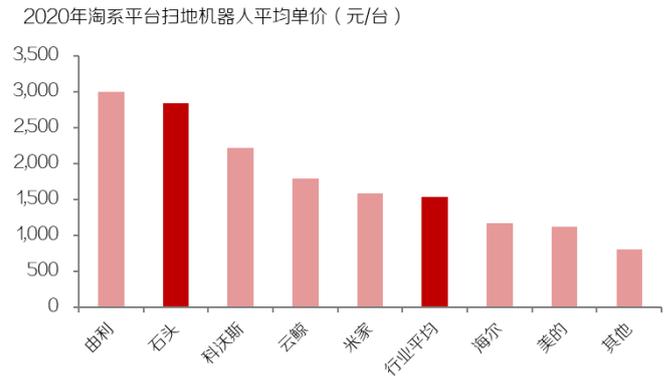
定位高端、聚焦线上，当前公司国内线上市场市占率约 11%。线上作为中国扫地机器人市场最主要的销售渠道，占总销售额的比重可达 90%，因此公司于国内市场主要发力于线上 B2C 代销（天猫、有品等）以及电商平台入仓（京东、苏宁易购、唯品会）等线上渠道，根据奥维云网的统计数据，2020 年中国扫地机器人线上渠道呈现一超多强的局面，其中科沃斯市占率达 41%、位居行业第一；小米、石头科技、云鲸则分别位列第二至四名，市占率分别为 16%、11%、11%。技术支撑下公司产品定位高端，根据淘数据的统计，2020 年石头科技淘系平台扫地机器人平均售价约 2840 元/台，远高于行业平均水平（约 1545 元/台）。

图 36：中国扫地机器人线上市场呈现一超多强局面，2020 年石头科技市占率达 11%（销售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 37：石头科技扫地机器人定位高端，平均单价远高于行业平均水平



资料来源：淘数据，东方证券研究所

产品升级、品牌投入持续加码，市占率仍有较大提升空间

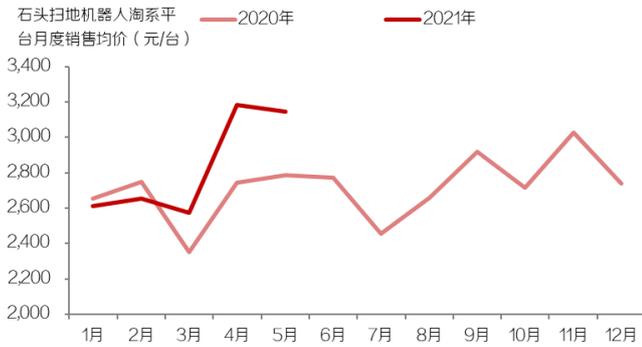
2021 年新品陆续发布配合顶级流量代言，公司内销市场持续加码，量、价齐升驱动下，未来市占率仍有较大提升空间。产品侧，公司于 2021 年 3 月底发布新品 T7S 系列（以主推款 T7S Plus 为例，到手价 2799 元/台，含自动集尘充电座到手价 4399 元/台），产品价格中枢稳步上行；根据淘数据的统计，2021 年 3-5 月石头扫地机器人淘系平台月度销售均价同比分别提升 10%、16%、13%，伴随新品于 2021 年二季度起逐步放量，量、价齐升驱动下内销收入高增长可期。渠道侧，公司于 3 月底同时间官宣肖战作为石头品牌代言人，标志着公司于内销市场的品牌投入力度加大，未来或将配合代言人进行多渠道内容投放，公司品牌知名度有望进一步打开。中长期角度，依托于技术创新驱动产品优势持续提升，未来公司市占率仍有较大提升空间。

图 38：2021 年 3 月底公司新品 T7S 系列发布，产品价格中枢稳步上行



资料来源：淘宝，东方证券研究所

图 39：伴随新品放量，2021 年 3-5 月石头扫地机器人淘系平台月度销售均价同比分别提升 10%、16%、13%



资料来源：淘数据，东方证券研究所

图 40：2021 年 3 月底公司携手肖战推出 T7S 系列新品，内销市场品牌投入力度加大



资料来源：淘宝，东方证券研究所

3.2 外销：自建渠道日臻完善，海外市场加快扩张

海外扫地机器人市场渗透率仍有提升空间，测算北美市场规模未来十年 CAGR 可达 12%。根据 irobot 年报公布的数据，2020 年全球扫地机器人市场零售额达 34 亿美元（约合 235 亿元人民币），同比增速达 32%；其中北美、EMEA、亚太地区作为扫地机器人三大市场，2020 年市场规模分别为 9.6 亿、11.6 亿、12.7 亿美元，分别同比增长 26%、33%、40%，近 5 年（2016-2020 年）年

均复合增长率为 21%、27%、24%。事实上，目前全球扫地机器人渗透率仍然较低，美国作为扫地机器人渗透率最高的国家之一，其 2020 年渗透率也仅为 15%，日本 2019 年扫地机器人渗透率仅为 9%，渗透率提升空间广阔。以北美地区为例，假定 2030 年北美地区扫地机器人的渗透率能够达到 30%，则据估算，未来十年（2020-2030 年）北美市场扫地机器人销售金额 CAGR 将达 12%，2030 年北美扫地机器人市场规模将达 31 亿美元，海外扫地机器人市场高增长可期。

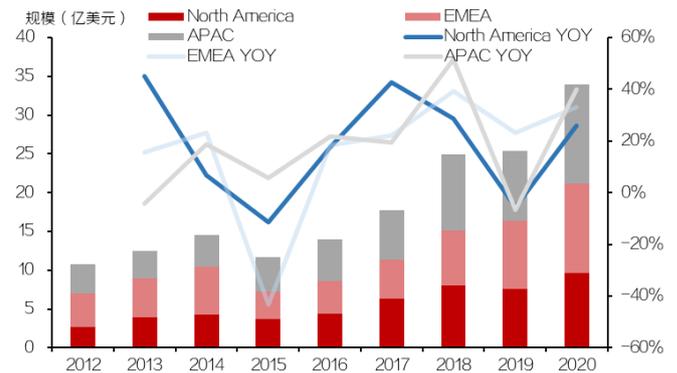
图 41：2015-2018 年扫地机器人全球市场规模快速增长，2019 年增速有所放缓，2020 年恢复高增速



注：统计的口径为 200 美元以上的扫地机器人

资料来源：iRobot，东方证券研究所

图 42：作为扫地机器人的三大市场，2020 年北美、EMEA、亚太地区扫地机器人市场规模同比增长 26%、33%、40%



注：EMEA 指欧洲、中东、非洲三个地区

注：此处仅包含单价高于 200 美元的扫地机器人产品

资料来源：iRobot，东方证券研究所

表 3：若北美扫地机器人渗透率将于 2030 年达 30%，据此估算 2020-2030 年北美市场扫地机器人销售金额 CAGR 将达 12%

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总保有量 (万台)	1,900	2,090	2,280	2,470	2,660	2,850	3,040	3,230	3,420	3,610	3,800
渗透率	15%	17%	18%	20%	21%	23%	24%	26%	27%	29%	30%
总家庭数 (万户)	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667	12,667
销售量 (万台)	241	347	392	381	431	537	582	571	621	727	772
单价 (美元/台)	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
销售金额 (亿美元)	9.63	13.89	15.69	15.24	17.23	21.49	23.29	22.84	24.83	29.09	30.89
YOY	26%	44%	13%	-3%	13%	25%	8%	-2%	9%	17%	6%

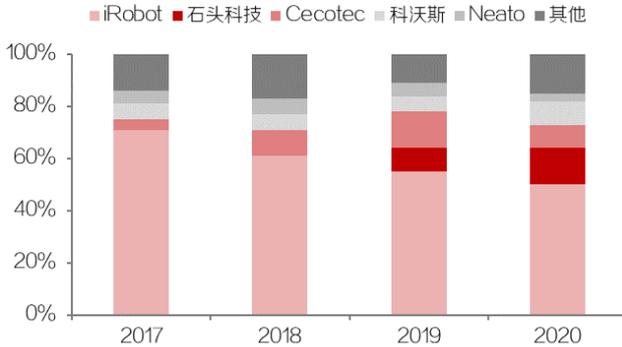
注：假定扫地机器人四年更换一次，美国扫地机器人单价为 400 美元/台

资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

公司借力第三方现有渠道快速打开海外市场，未来伴随海外自建渠道逐步完善，外销规模有望快速增长。公司通过借力第三方资源以及自建渠道相结合的模式，积极推动自有品牌出海，且拓张初期以前者为主，借助慕晨、紫光、俄速通等国内经销商现有成熟渠道销往海外，实现更为快速的海外市场放量。根据 iRobot 公告统计的数据，以欧洲为代表的 EMEA 地区扫地机器人市场中，2019 年石头品牌市占率达 9%、2020 年快速提升至 14%，公司依托于自身通过技术优势建立起

的产品口碑，在短期内实现市场地位快速提升。未来伴随亚马逊、海外自建分销网络代销等渠道逐步完善，公司在欧洲、美国、东南亚等市场份额有望持续提升。

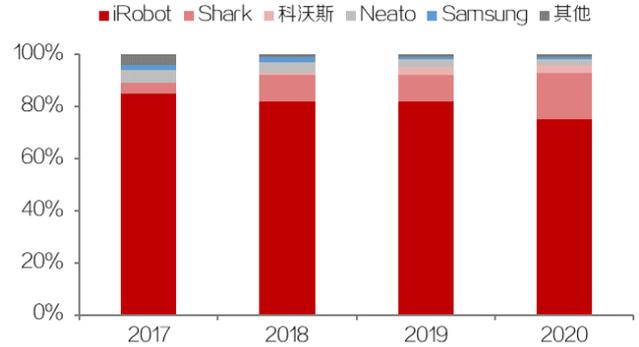
图 43: EMEA 扫地机器人市场中，石头科技市占率快速提升，2020 年达 14%



注：统计口径为单价 200 美元/台以上的扫地机器人

资料来源：iRobot，东方证券研究所

图 44: 当前美国扫地机器人市场集中度较高，iRobot 市占率达 75%



注：统计口径为单价 200 美元/台以上的扫地机器人

资料来源：iRobot，东方证券研究所

表 4: 根据亚马逊发布的扫地机器人畅销榜单，石头科技于德国、荷兰等欧洲国家排名靠前，美国市场排名仍有较大提升空间

德国			
排名	品牌	型号	价格 (RMB)
1	石头科技	E4	1,586
2	eufy	RoboVac G10 Hybrid	2,100
3	eufy by Anker	RoboVac 11S (Slim) mit BoostIQ	1,167
4	Tesvor	-	1,400
5	小米	Xiaomi Mi Robot Vacuum Mop Pro	2,248
6	ZACO	V5sPro	1,258
7	科沃斯	OZMO 920	3,347
8	yeedi	k650	1,167
9	Tesvor	M1	1,789
10	iRobot Roomba	e5 (e5154)	1,945

荷兰			
排名	品牌	型号	价格 (RMB)
1	iRobot Roomba	e5154	1,977
2	科沃斯	Deebot Ozmo T8	3,997
3	eufy	RoboVac 11S (Slim) met BoostIQ	1,556
4	iRobot Roomba	i7 (i7156)	3,804
5	科沃斯	DEEBOT OZMO T8 AIVI	4,835
6	科沃斯	DEEBOT OZMO 950	3,235
7	Neato Robotics	Botvac D7	3,005
8	石头科技	S5 Max	3,259
9	iRobot Roomba	605	2,406
10	小米	Xiaomi Mi Robot Vacuum Mop Pro	2,255

美国			
排名	品牌	型号	价格 (RMB)
1	eufy by Anker	BoostIQ RoboVac 11S (Slim)	976
2	iRobot Roomba	675	1,627
3	eufy by Anker	RoboVac L70 Hybrid	3,254
4	eufy by Anker	RoboVac G30	2,083
5	OKP	OKP Robot Vacuum Cleaner	839
6	Lefant	M201	716
7	iRobot Roomba	i7	7,310
8	Goovi	GOOVI 1600PA	1,126
9	Goovi	GOOVI 2000Pa	962
10	石头科技	Roborock S4 Max	2,148

注：产品价格已按照 2021/3/12 最新汇率折算至人民币单位

资料来源：公司公告，东方证券研究所

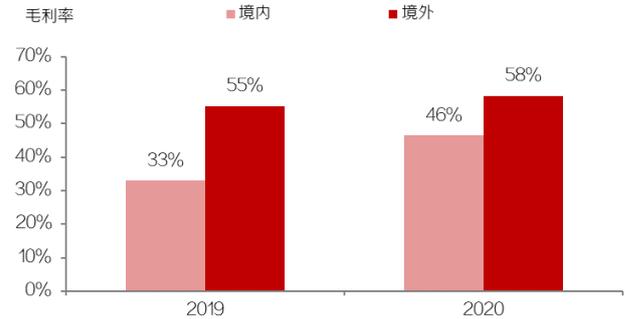
公司外销毛利率显著高于内销，外销收入快速增长有望驱动公司毛利率持续上行。依托于技术优势带来的产品高性价比，公司在海外市场的利润空间较国内更高，以美国市场为例，公司国内发行的 T7S 型号天猫到手价约 2499 元/台，而海外版 S7 美国亚马逊定价约 4176 元/台，更高的海外定价使得公司境外业务（含亚马逊及公司海外自建渠道收入，不含通过国内经销商销售的间接境外收入）毛利率整体高于境内业务，2020 年分别达 58%、46%。伴随公司海外市场渠道日臻完善，外销收入高增长有望驱动公司毛利率稳步上行。

图 45：以美国市场为例，公司扫地机器人产品可比型号美国亚马逊零售价较国内市场售价高出 15%以上

中国型号	中国售价 (元/台)	美国可比型号	美国售价 (美元/台)	美国售价 (元/台)
P5	2,499	S6 Pure	519.99	3,341
T6	2,799	S6	599.99	3,855
T7Pro	3,899	S6 MaxV	699.99	4,497
T7S	2,499	S7	649.99	4,176

注：此处中国市场售价为参考天猫旗舰店到手价格；美国市场售价为参考亚马逊 prime 会员价格；汇率采用 2021/5/19 数据计算

资料来源：iRobot，东方证券研究所

图 46：公司境外业务毛利率整体高于境内业务毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 伴随米家 ODM 占比逐步下降，未来公司收入的大幅增长主要来自于自主品牌扫地机器人内外销共同驱动：①自主品牌内销：国内扫地机器人渗透率提升驱动行业规模增长，公司有望依托产品优势实现市占率稳步提升，假设 2021-2023 年公司自主品牌内销收入同比增速将分别达 60.13%、42.15%、32.75%；②自主品牌外销：受益于亚马逊、海外自建渠道逐步完善，假设 2021-2023 年公司自主品牌海外自建渠道收入（即直接境外收入）同比增速将分别达 54.11%、46.30%、41.46%；假设国内线下经销商收入（即间接境外收入）同比增速将分别达 15.00%、10.00%、10.00%。③米家 ODM：假设 2021-2023 年米家品牌扫地机器人收入将分别下降 50.00%、20.00%、10.00%。
- 2) 伴随技术创新推动产品价格中枢上行，以及公司收入结构中自有品牌占比快速提升，预计 2021-2023 年公司毛利率将分别达 52.59%、53.03%、53.34%。
- 3) 公司国内、海外市场自主品牌广告投入力度将稳步提升，假设 2021-2023 年销售费用率分别为 14.47%、14.63%、14.63%；管理费用率均为 1.84%；研发费用率 2021-2023 年为 6.20%、6.50%、6.70%。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 15.00%

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
智能扫地机器人-米家					
销售收入 (百万元)	1,194.6	308.6	154.3	123.4	111.1
增长率	-17.0%	-74.2%	-50.0%	-20.0%	-10.0%
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
智能扫地机器人-石头					

销售收入（百万元）	2,587.0	3,864.1	5,629.8	7,755.6	10,372.4
增长率	75.0%	49.4%	45.7%	37.8%	33.7%
毛利率	48.2%	55.9%	55.7%	55.6%	55.7%
智能扫地机器人-小瓦					
销售收入（百万元）	134.1	187.7	234.7	281.6	337.9
增长率	45.0%	40.0%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	28.0%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
手持无线吸尘器					
销售收入（百万元）	246.6	114.5	160.3	216.5	259.7
增长率		-53.5%	40.0%	35.0%	20.0%
毛利率	14.5%	34.8%	34.8%	34.8%	34.8%
新业务					
销售收入（百万元）	- 0	- 0	100.0	150.0	225.0
增长率				50.0%	50.0%
毛利率			25.0%	25.0%	25.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	42.7	55.5	72.2	90.2	108.2
增长率	2.2%	30.0%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	4,204.9	4,530.4	6,351.2	8,617.2	11,414.4
增长率	37.8%	7.7%	40.2%	35.7%	32.5%
综合毛利率	36.1%	51.3%	52.6%	53.0%	53.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2021-2023 年收入分别为 63.51/86.17/114.14 亿元，同比增速分别为 40.2%/35.7%/32.5%；归母净利润分别为 17.85/23.61/30.84 亿元，同比增速分别为 30.3%/32.3%/30.6%。公司定位为全球高端智能硬件企业，作为扫地机器人行业新贵，依托以智能算法为核心的软硬件技术优势持续创新，产品端全球竞争力已逐步显现，未来内销、外销收入有望快速增长，且优秀的研发团队为未来品类拓展构建技术创新上的延展潜力。我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 1712.31 元，首次给予“买入”评级。

表 5：我们给予公司 DCF 目标估值 1712.31 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
		1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
WACC (%)	1,712.31	1,947.12	2,265.13	2,767.32	3,678.91	5,845.11	所得税税率T	25.00%
	6.45%	1,770.25	2,022.50	2,402.37	3,039.49	4,328.99	永续增长率Gn(%)	3.00%
	6.95%	1,621.36	1,824.98	2,120.05	2,586.01	3,431.86	无风险利率Rf	3.08%
	7.45%	1,494.39	1,661.18	1,895.31	2,247.90	2,839.28	无杠杆影响的β系数	0.8032
	7.95%	1,384.91	1,523.24	1,712.31	1,986.28	2,418.94	考虑杠杆因素的β系数	0.8033
	8.45%	1,289.62	1,405.58	1,560.50	1,777.97	2,105.46	市场收益率Rm	9.77%
	8.95%	1,205.97	1,304.09	1,432.62	1,608.28	1,862.85	公司特有风险	0.00%
	9.45%	1,132.00	1,215.71	1,323.49	1,467.48	1,669.61	股权投资成本 (Ke)	8.45%
	9.95%	1,066.18	1,138.11	1,229.33	1,348.84	1,512.17	债务比率D/(D+E)	0.02%
	10.45%						债务利率rd	4.65%
						WACC	8.45%	

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **研发创新力度不及预期的风险：**针对消费者需求痛点持续进行技术创新迭代，是驱动扫地机器人行业渗透率提升，以及龙头企业市占率提升的关键，若未来公司研发创新力度、新品上市接受程度不及预期，或将带来公司盈利及估值大幅下跌的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**若未来扫地机器人行业新进入者较多、行业竞争加剧，公司或将面临盈利大幅波动、估值下滑的风险。
- **贸易摩擦的不确定性风险：**公司当前外销收入较高，若中美贸易摩擦加剧，导致公司所产产品关税发生变动，以及自有品牌渠道建设放缓，或将对公司海外业务发展造成一定影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	248	1,424	3,014	5,151	7,955	营业收入	4,205	4,530	6,351	8,617	11,414
应收票据、账款及款项融资	199	148	208	282	374	营业成本	2,686	2,205	3,011	4,048	5,326
预付账款	10	18	25	34	45	营业税金及附加	20	30	42	56	75
存货	297	381	520	699	920	营业费用	354	620	919	1,260	1,670
其他	1,075	4,065	4,031	4,042	4,056	管理费用及研发费用	252	346	510	718	974
流动资产合计	1,828	6,037	7,798	10,208	13,350	财务费用	(2)	(32)	(20)	(35)	(54)
长期股权投资	0	12	12	12	12	资产、信用减值损失	(1)	31	15	18	20
固定资产	67	61	94	131	170	公允价值变动收益	7	110	110	110	110
在建工程	0	0	0	0	1	投资净收益	16	49	49	49	49
无形资产	6	6	5	5	4	其他	6	67	67	67	67
其他	62	1,732	1,716	1,716	1,716	营业利润	925	1,557	2,100	2,777	3,628
非流动资产合计	135	1,811	1,828	1,864	1,903	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,963	7,848	9,625	12,072	15,253	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	925	1,556	2,100	2,777	3,628
应付票据及应付账款	282	377	515	692	911	所得税	142	187	315	417	544
其他	197	341	282	282	282	净利润	783	1,369	1,785	2,361	3,084
流动负债合计	478	719	797	974	1,193	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	55	130	230	归属于母公司净利润	783	1,369	1,785	2,361	3,084
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	11.74	20.54	26.77	35.41	46.25
其他	0	15	0	0	0						
非流动负债合计	0	15	55	130	230	主要财务比率					
负债合计	478	734	852	1,104	1,422		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	50	67	67	67	67	营业收入	37.8%	7.7%	40.2%	35.7%	32.5%
资本公积	553	4,941	4,941	4,941	4,941	营业利润	142.2%	68.3%	34.9%	32.3%	30.6%
留存收益	878	2,114	3,766	5,960	8,823	归属于母公司净利润	154.5%	74.9%	30.3%	32.3%	30.6%
其他	4	(8)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,485	7,114	8,773	10,967	13,830	毛利率	36.1%	51.3%	52.6%	53.0%	53.3%
负债和股东权益总计	1,963	7,848	9,625	12,072	15,253	净利率	18.6%	30.2%	28.1%	27.4%	27.0%
						ROE	71.7%	31.9%	22.5%	23.9%	24.9%
						ROIC	71.5%	31.2%	22.2%	23.4%	24.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.4%	9.4%	8.9%	9.1%	9.3%
净利润	783	1,369	1,785	2,361	3,084	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	30	41	28	49	76	流动比率	3.82	8.40	9.79	10.48	11.19
财务费用	(2)	(32)	(20)	(35)	(54)	速动比率	3.20	7.85	9.11	9.73	10.39
投资损失	(16)	(49)	(49)	(49)	(49)	营运能力					
营运资金变动	(42)	195	(100)	(105)	(129)	应收账款周转率	14.3	26.8	38.5	38.0	37.6
其它	3	(6)	(86)	(92)	(90)	存货周转率	9.4	6.4	6.4	6.4	6.3
经营活动现金流	755	1,518	1,558	2,129	2,838	总资产周转率	2.6	0.9	0.7	0.8	0.8
资本支出	(54)	(53)	(69)	(94)	(125)	每股指标(元)					
长期投资	0	(12)	0	0	0	每股收益	11.74	20.54	26.77	35.41	46.25
其他	(460)	(5,478)	158	158	158	每股经营现金流	15.11	22.77	23.37	31.94	42.58
投资活动现金流	(514)	(5,543)	89	64	33	每股净资产	22.27	106.71	131.60	164.51	207.46
债权融资	0	0	55	75	99	估值比率					
股权融资	0	4,404	0	0	0	市盈率	108.9	62.2	47.7	36.1	27.6
其他	(20)	(170)	(113)	(132)	(166)	市净率	57.4	12.0	9.7	7.8	6.2
筹资活动现金流	(20)	4,234	(58)	(57)	(67)	EV/EBITDA	83.4	50.7	37.7	28.5	21.8
汇率变动影响	0	(7)	-0	-0	-0	EV/EBIT	86.0	52.1	38.2	29.0	22.2
现金净增加额	222	202	1,590	2,137	2,805						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn