

战略转型顺利推进，科沃斯+添可双轮驱动高增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **潜心发展二十余年，铸就国内领先机器人制造商。**公司是中国扫地机器人领军企业，2019 年战略调整期后恢复高速增长，2020 年实现营收、归母净利润同比增长 36%、431%。以自有品牌扫地机器人为主的服务机器人业务是公司主要收入来源，2020 年占比达 60%；清洁类小家电为第二大主业，2020 年收入占比达 38%，其中子品牌添可推出以来快速增长，收入占比迅速提升至 17%。公司于国内外市场共同发力，2020 年占比分别为 53%、47%。
- **扫地机器人行业蓬勃发展，产品、渠道优势助力公司内外销快速增长。**扫地机器人技术发展驱动全球市场规模快速增长，2020 年同比增长 33%至 34 亿美元。科沃斯在行业技术迭代的过程中主动进行战略调整，退出代工业务、减少低端产品销售，推行全价格带覆盖的产品战略，得益于出色的技术研发能力与完善、立体化的海内外销售渠道，公司战略转型顺利推进，2020 年全球市占率达 17%，位列全球第二。伴随渗透率持续提升驱动行业增长，公司依托产品、渠道优势实现份额提升，公司国内、海外收入有望稳健扩张。
- **清洁电器市场潜力巨大，洗地机或成为破局关键，添可高增长可期。**目前中国大陆清洁电器渗透率仅为 12%，远低于美、日、韩等国（80%+）。参考韩国于 1990 年代实现渗透率快速提升的发展历程，我们发现当前中国清洁电器市场存在诸多共性，其具备在未来几年加速渗透的可能性，洗地机或成为破局关键，添可有望受益于中国清洁电器渗透率提升+洗地机品类份额提升而快速增长。作为洗地机引领者，添可国内市占率近 60%；凭借出色的产品性能以及丰富的营销经验，添可海外业务亦有望持续蓬勃发展。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.29、20.80、27.29 亿元。考虑到公司作为中国扫地机器人领军企业，依托出色的技术研发能力与完善的海内外销售渠道，有望持续进行产品与技术的更新迭代，子品牌添可引领洗地机新品类，未来高增长确定性强，给予公司 DCF 目标估值 235.65 元，首次给予“增持”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

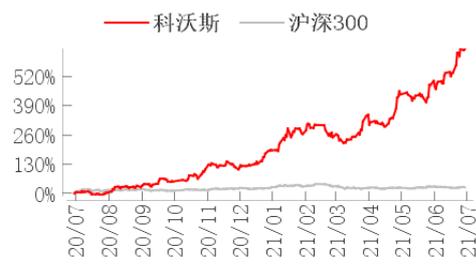
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,312	7,234	11,385	15,143	18,843
同比增长(%)	-6.7%	36.2%	57.4%	33.0%	24.4%
营业利润(百万元)	141	728	1,684	2,453	3,220
同比增长(%)	-74.2%	416.1%	131.5%	45.7%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	121	641	1,429	2,080	2,729
同比增长(%)	-75.1%	431.2%	122.8%	45.6%	31.2%
每股收益(元)	0.21	1.12	2.50	3.63	4.77
毛利率(%)	38.3%	42.9%	47.9%	49.3%	50.2%
净利率(%)	2.3%	8.9%	12.5%	13.7%	14.5%
净资产收益率(%)	4.9%	23.0%	36.6%	38.2%	38.6%
市盈率	1,021.2	192.2	86.3	59.3	45.2
市净率	49.8	39.8	26.2	20.0	15.4

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)	224.55 元
目标价格	235.65 元
52周最高价/最低价	228.8/27.43 元
总股本/流通A股(万股)	57,254/56,014
A股市值(百万元)	128,565
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年06月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.24	27.26	67.4	640.51
相对表现	-0.18	27.71	65.09	621.2
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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 潜心发展二十余年，铸就国内领先机器人制造商	6
1.1 服务机器人业务稳步增长，添可子品牌迅速崛起	6
1.2 战略调整初见成效，公司整体经营情况向好	9
1.3 股权结构清晰、稳定，激励计划激发员工积极性	13
2 服务机器人行业蓬勃发展，公司依托产品、渠道优势逐步实现战略转型 ...	15
2.1 技术创新驱动发展，国内扫地机器人市场成长空间广阔	15
2.2 研发能力夯实技术基础，支撑中高端品类全覆盖战略	19
2.3 完善国内市场布局，拓展海外销售渠道，助力公司长期发展	23
深化已有合作、开拓新兴平台，力图构建立体化销售渠道	23
因地制宜拓展海外销售渠道，公司外销收入增长可期	25
3 清洁电器市场潜力巨大，洗地机有望成为破局关键	27
3.1 清洁电器市场规模持续扩大，渗透率提升空间广阔	27
3.2 参考 1990 年代韩国市场，洗地机有望引领国内清洁电器渗透率快速提升	28
3.3 巩固洗地机现有优势，添可持续扩充产品矩阵，打造中高端、智能化的生活电器品牌	31
盈利预测与投资建议	34
盈利预测	34
投资建议	35
风险提示	36

图表目录

图 1: 机器人行业潜心发展二十余年, 铸就国内领先机器人制造商	6
图 2: 2020 年公司营收达 72.34 亿元, 同比提升 36.17%	7
图 3: 2020 年公司归母净利润达 6.41 亿元, 同比增长 431.22%	7
图 4: 服务机器人是公司主要收入来源, 清洁类小家电有望成为发展新动力	8
图 5: 以 2020 年为例, 服务机器人自有品牌收入占公司总收入的 60%, 清洁类小家电收入合计占比为 38%	8
图 6: 公司 2019 年开始主动退出服务机器人 ODM 业务	8
图 7: 2019 年起公司清洁类小家电 OEM/ODM 业务收入有所下滑, 自有品牌“添可”快速成长	8
图 8: 2020 年公司国内、国外收入分别为 38.55 亿元、33.79 亿元, 同比增长 37.27%、34.95%	9
图 9: 2020 年公司国内、国外收入占比分别为 53%、47%, 内外销市场共同发力	9
图 10: 公司 ROE 处于行业中游水平	10
图 11: 公司总体毛利率稳中有升	10
图 12: 公司归母净利率呈现波动状态, 低于石头科技与 iRobot	10
图 13: 公司期间费用率呈上升趋势, 高于石头科技, 与 iRobot 水平相近	11
图 14: 公司销售费用率呈上升趋势, 高于石头科技与 iRobot	11
图 15: 公司管理费用率(含研发)处于行业中游	12
图 16: 公司研发费用率与石头科技相近, 低于 iRobot	12
图 17: 公司服务机器人业务以线上 B2C 销售为主, 线下经销占比不大	12
图 18: 石头科技销售渠道以小米模式以及线下经销为主	12
图 19: 公司 2020 年总资产周转率高于石头科技, 与 iRobot 较为接近	13
图 20: 公司存货周转率有所改善, 始终低于石头科技, 与 iRobot 较为接近	13
图 21: 公司股权结构清晰、稳定, 决策能力强(截至 2021 年 3 月末)	14
图 22: 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	16
图 23: iRobot 一直保持全球扫地机器人市场领先地位, 国产品牌科沃斯、石头科技市占率稳步提升	16
图 24: 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%	16
图 25: 2021 年中国扫地机器人市场景气度仍然较高, 1-5 月线上销售额累计同比增长 26%	17
图 26: 线上渠道方面, 市场呈现出一超多强的局面, CR4 为 78% (销售额口径)	17
图 27: 线下渠道方面, 科沃斯市占率高达 80%, 处于绝对领先地位 (销售额口径)	17
图 28: 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)	18

图 29: 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)	18
图 30: 2020 年美国扫地机器人渗透率为 15%, 预计潜在渗透率可达 30%.....	19
图 31: 2019 年公司迅速退出服务机器人 ODM 业务	20
图 32: 服务机器人自有品牌毛利率高于代工业务	20
图 33: 2016 年起全局规划类产品在扫地机器人业务中的收入占比快速提升	20
图 34: 科沃斯中高端市场份额快速提升 (线上销售额)	20
图 35: 2016 年起外购服务机器人的销量占比逐年降低	21
图 36: 自主生产产品毛利率始终高于外购成品毛利率	21
图 37: 2020 年科沃斯有 20 款产品位列线上销售额 Top50	22
图 38: 公司研发人员数量近 5 年年均复合增长率达 15%	22
图 39: 公司研发费用近 5 年年均复合增长率达 32%	22
图 40: 线上销售方面, 公司与主流电商平台均有稳定的合作关系	24
图 41: 公司 2020 年市场营销推广及广告费占比较 2015 年提升 6.19pct	24
图 42: 截至 2021 年 5 月 21 日, 科沃斯扫地机器人相关视频的抖音观看量已超过 4.2 亿次	24
图 43: 科沃斯目前拥有 605 家线下专卖店, 基本实现全国各个省份全覆盖	25
图 44: 2020 年科沃斯扫地机器人北美市场市占率为 3%, 位列第三	26
图 45: 2020 年科沃斯欧洲、中东、非洲地区扫地机器人市占率为 9%, 位列第三	26
图 46: 2020 年中国清洁电器零售规模达 240 亿元, 同比增长 20%, 近 5 年 (2015-2020 年) 年均复合增速达 26%	27
图 47: 扫地机器人、吸尘器是清洁电器中规模最大的两个品类, 洗地机排名第三 (2020 年线上零售额口径)	27
图 48: 中国大陆清洁电器渗透率远低于世界其他国家与地区	28
图 49: 韩国清洁电器渗透率在 1990 年代呈现爆发式提升的态势	28
图 50: 1990 年代韩国人均国民总收入突破 10000 美元	29
图 51: 乌拉圭回合后, 韩国进口总额维持高增速	30
图 52: 洗地机自推出以来迅速获取市场份额	31
图 53: 2020 年添可营收达 12.59 亿元, 同比提升 361.64%	32
图 54: 2020 年 3 月至 2021 年 4 月间, 添可洗地机市占率达 59%, 稳居第一	32
图 55: 添可洗地机在双十一过后仍维持较好的销售情况, 业绩增长势头向好	32
图 56: 美国 50% 以上地面材质中适合使用洗地机清理	33
图 57: 添可相关视频的 TikTok 观看量已超过 6640 万次	33
表 1: 公司连续颁布股权激励计划, 激发员工积极性	14
表 2: 第二次股权激励需同时达成母公司、添可品牌、个人等多层次考核指标	15
表 3: 第一次股权激励主要鼓励自有品牌机器人的发展	15

表 4：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%.....	19
表 5：科沃斯共有 7 款产品位列 2020 年线上销售额 Top10.....	22
表 6：公司目前对现有销售渠道基本实现全覆盖，形成了线上销售为主、线下为辅的销售体系	23
表 7：公司在美国、欧洲、日本等地均设立销售子公司，着重开拓海外业务.....	25
表 8：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%.....	26
表 9：韩国三大家电公司均于 1990 年前后成立相关研究机构，重点关注消费者需求.....	30
表 10：参考韩国发展史，乐观情形下若中国清洁电器渗透率于 2030 年达 50%，则 2020-2030 年销量年均复合增速将达 15%.....	30
表 11：洗地机相较于市场其他产品功能更完善.....	31
表 12：扩充产品矩阵，打造中高端、智能化的生活电器品牌.....	33
表 13：我们给予公司 DCF 目标估值 235.65 元.....	36

1 潜心发展二十余年，铸就国内领先机器人制造商

1.1 服务机器人业务稳步增长，添可子品牌迅速崛起

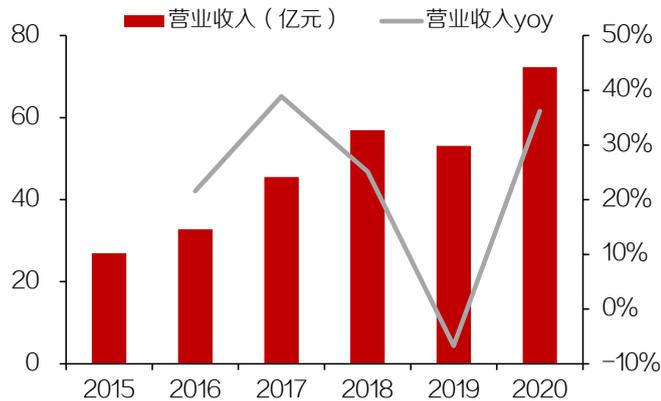
机器人行业潜心发展二十余年，铸就国内领先机器人制造商。公司于1998年创立，从吸尘器代工厂商起步，经过多年的技术进步与品类扩充，已形成了“Ecovacs 科沃斯”家庭服务机器人、“TINECO 添可”高端智能生活电器以及科沃斯商用服务机器人三大产品线。其中家庭服务机器人主要包括扫地机器人“地宝”、擦窗机器人“窗宝”、空气净化机器人“沁宝”等，“TINECO 添可”智能生活电器包括智能洗地机、智能吸尘器、智能吹风机、智能料理机等产品。在不断扩充品类版图的同时，公司积极开拓海外市场，先后于美国、德国、日本等国设立销售子公司。2018年公司主动调整策略，减少代工业务，集中发力自有品牌，产品定位逐步高端化；同年公司正式挂牌上市，登陆上交所主板。

图 1：机器人行业潜心发展二十余年，铸就国内领先机器人制造商

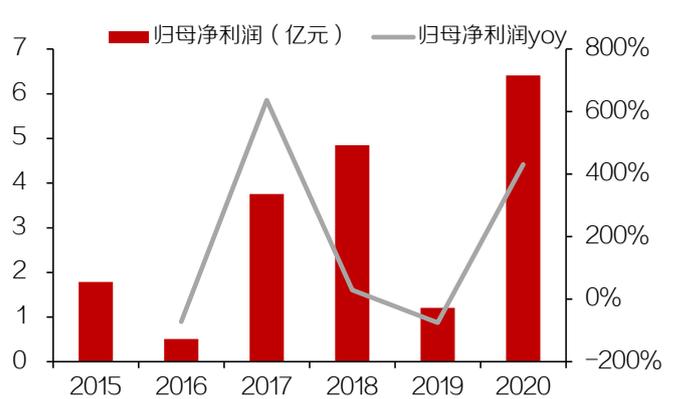


资料来源：公司官网，东方证券研究所

战略调整阵痛期已过，公司**2020年**实现营收、净利双增长。公司在2019年主动调整策略，退出服务机器人代工业务，减少低端产品销售，导致2019年业绩下滑，营收、归母净利润分别同比下降6.70%、75.12%。2020年以来，在海外疫情不确定性增加的背景下，公司聚焦中国市场，坚持既定战略调整方向，进一步加大科沃斯、添可自有品牌业务的产品技术升级，当年推出的T8系列扫地机器人与添可芙万洗地机成为销售大单品，助力自有品牌崛起，同时为利润端带来改善，公司实现营收、净利双增长，公司2020年实现营业收入72.34亿元，同比增长36.17%；同期实现归母净利润6.41亿元，同比增长431.22%。

图 2：2020 年公司营收达 72.34 亿元，同比提升 36.17%


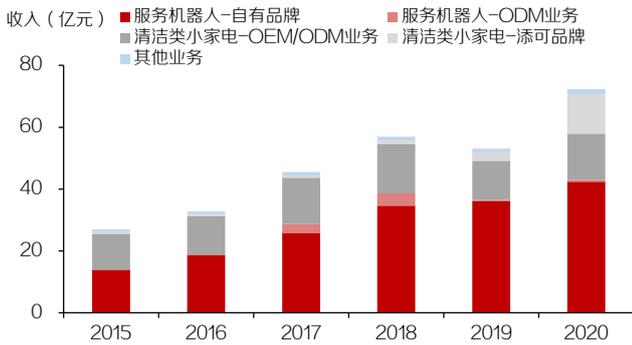
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2020 年公司归母净利润达 6.41 亿元，同比增长 431.22%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

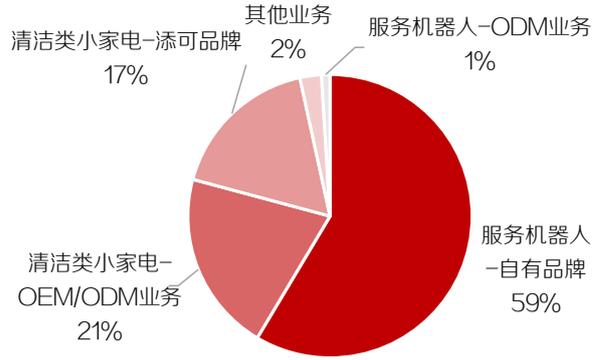
服务机器人业务是公司主要收入来源，添可崛起成为公司发展新动力。①以自有品牌为主的服务机器人业务贡献公司主要收入来源。近年来随着扫地机器人产品迭代更新、销售渠道不断拓宽，公司服务机器人业务收入占比逐年提升，2020 年服务机器人业务实现收入 43.05 亿元，占公司总收入比重达 59.51%。公司于 2019 年主动调整策略，退出服务机器人 ODM 业务，集中力量发展自主品牌，2020 年公司服务机器人 ODM 业务收入占总收入比重仅为 0.96%。②清洁类小家电业务是公司另一重要收入来源，主要包括 OEM/ODM 业务以及自有品牌“添可”。来受中美贸易摩擦以及海外代工客户向东南亚转移代工业务的影响，2019 年公司清洁类小家电 OEM/ODM 业务收入有所下滑，2020 年增速由负转正，实现收入 14.92 亿元，同比增长 17.87%，占公司总收入比重约 20.63%；同期公司自有品牌“添可”准确把握消费者痛点，打造出爆款大单品，2020 年发布的智能洗地机芙万（Floor One）一经推出即受到市场认可，市占率已达 70%，因而业绩出现爆发式增长，2020 添可品牌收入达 12.59 亿元，同比增长 361.64%，占公司总收入比重达 17.41%。随着公司自有品牌添可的快速崛起，清洁类小家电收入规模相应快速增长，2020 清洁类小家电收入占比为 38.04%，有望成为公司发展新动力。

图 4：服务机器人是公司主要收入来源，清洁类小家电有望成为发展新动力



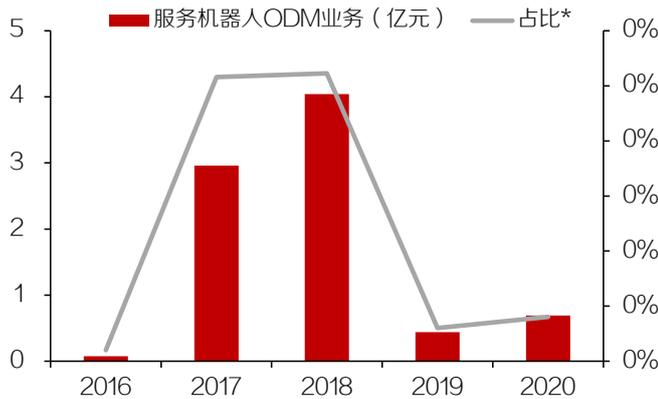
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：以 2020 年为例，服务机器人自有品牌收入占公司总收入的 60%，清洁类小家电收入合计占比为 38%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

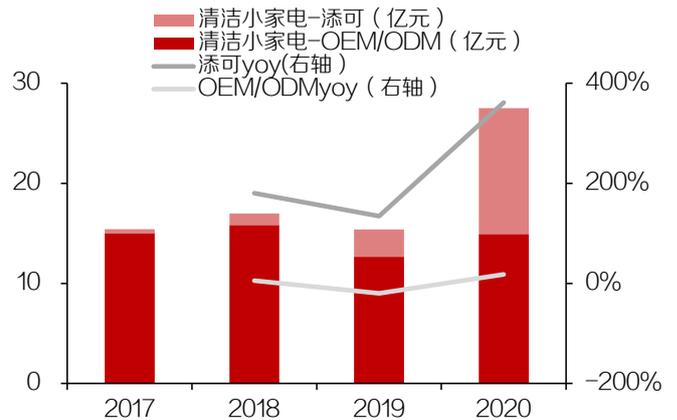
图 6：公司 2019 年开始主动退出服务机器人 ODM 业务



*注：此处占比为服务机器人 ODM 业务占服务机器人业务收入的比重

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2019 年起公司清洁类小家电 OEM/ODM 业务收入有所下滑，自有品牌“添可”快速成长

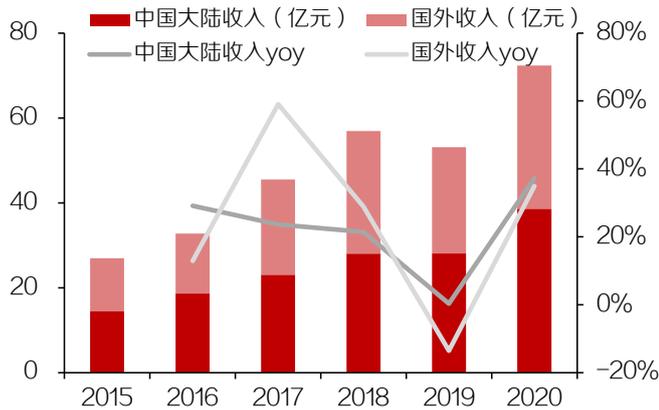


资料来源：公司公告，东方证券研究所

分地区来看，公司内外销共同发力，2020 年占比分别达 53%、47%。2020 年公司国内、国外收入分别为 38.55 亿元、33.79 亿元，占比分别为 53.29%、46.71%，近年来内外销占比基本稳定。国内业务主要包括科沃斯扫地机器人与添可的销售业务，一直保持稳定增长；国外业务包括清洁类小家电 OEM/ODM 业务以及服务机器人、清洁类小家电的自有品牌销售业务，其中清洁类小家电 OEM/ODM 业务在 2019 年受中美贸易摩擦影响，业务规模有所下滑，但随着贸易摩擦逐步缓和，

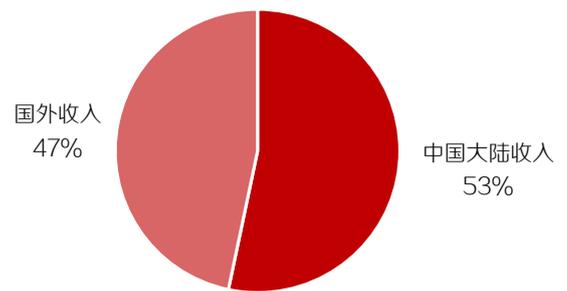
2020 年该部分业务开始回暖。随着公司国际市场销售渠道的逐步建立，2017 年起公司自主品牌服务机器人产品在海外亚马逊等平台销售呈现爆发式增长，成为海外市场增长的关键驱动力。未来公司国内与国外业务有望齐头并进，一同助力公司业绩增长。

图 8：2020 年公司国内、国外收入分别为 38.55 亿元、33.79 亿元，同比增长 37.27%、34.95%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：2020 年公司国内、国外收入占比分别为 53%、47%，内外销市场共同发力

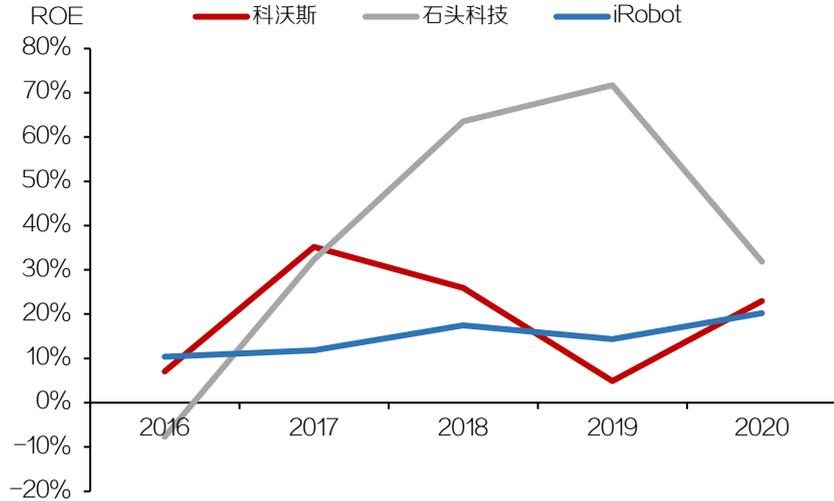


资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 战略调整初见成效，公司整体经营情况向好

横向对比扫地机器人上市企业，科沃斯 ROE 水平处于行业中游。2020 年公司 ROE 为 22.99%，横向对比石头科技、iRobot 等扫地机器人上市企业，公司 ROE 水平整体处于行业中游，主要系公司销售费用投入较高导致的较低净利率，以及重资产运营模式带来的较低周转效率所致，公司通过自建产线的模式，基本可实现中高端产品自产；而石头科技、iRobot 采取轻资产运营模式，大多采用委托加工的方式，无自建生产基地。纵向来看，公司 2020 年 ROE 同比大幅提升 18.13pct，主要源于自主品牌占比提升推动的净利率改善。

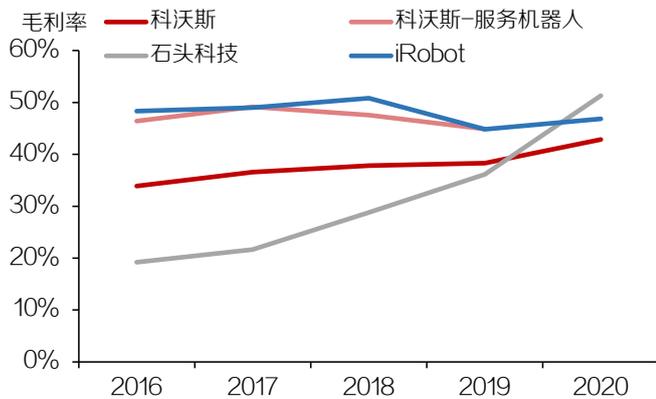
图 10：公司 ROE 处于行业中游水平



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

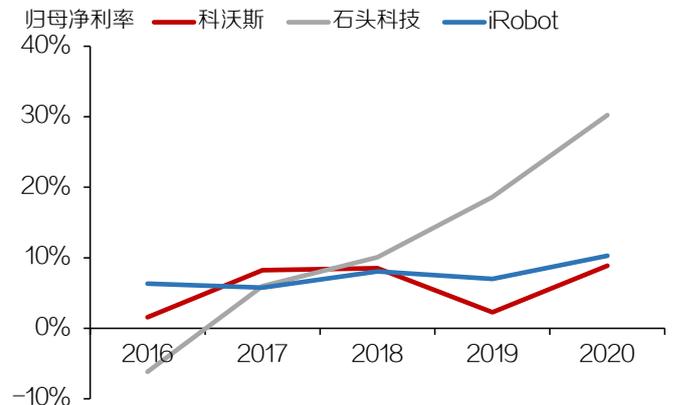
公司毛利率稳中有升，净利率在区间内波动震荡，2020 年同比有所改善。随着产品高端化、低毛利的代工业务占比逐步降低，公司整体毛利率稳中有升，2020 年公司毛利率达 42.86%，较去年同期提升 4.57pct；其中，公司服务机器人毛利率与 iRobot 基本一致。公司净利率近年来整体呈现区间震荡状态，2020 年净利率为 8.86%，同比提升 6.59pct，盈利能力有所改善，但仍低于石头科技与 iRobot。

图 11：公司总体毛利率稳中有升



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

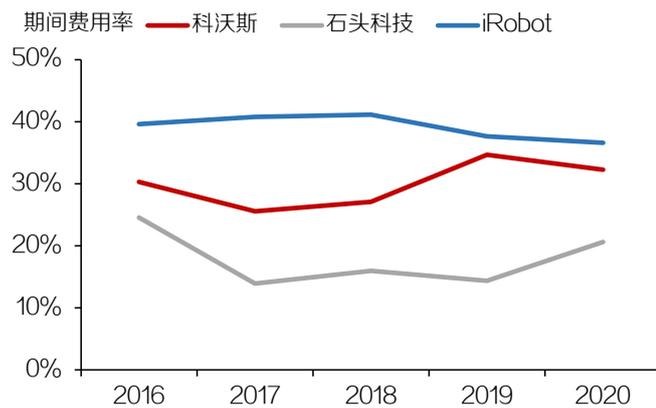
图 12：公司归母净利率呈现波动状态，低于石头科技与 iRobot



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

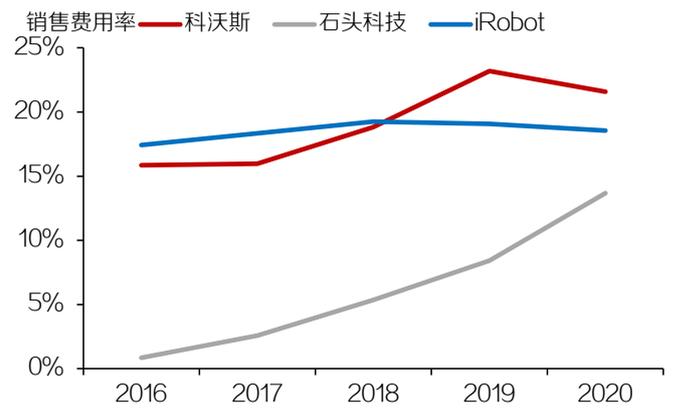
公司期间费用率呈上升趋势，主要系销售费用率逐年抬升。公司自 2017 年以来期间费用率稳步提升，2020 年费用率为 32.26%，同比下降 2.43pct，主要系新会计准则下，运输费用计入营业成本所致（影响毛利率 2.58%），但较 2017 年提高 6.67pct，主要系销售费用以及研发费用大幅提升。公司 2020 年销售费用率为 21.58%，较 2017 年提高 5.60pct，公司 2018 年以来为促进添可品牌发展、加大市场投入，营销推广费用提高，与此同时公司不断拓展海外业务，因此销售费用不断攀升。研发方面，公司近年来始终重视科技创新、产品研发，在新型传感模组和机器视觉等方面不断加大研发投入，2020 年研发费用率为 4.67%，与石头科技较为接近，但与海外扫地机器人巨头 iRobot 近年来约 12% 的研发费用率相比偏低。

图 13：公司期间费用率呈上升趋势，高于石头科技，与 iRobot 水平相近



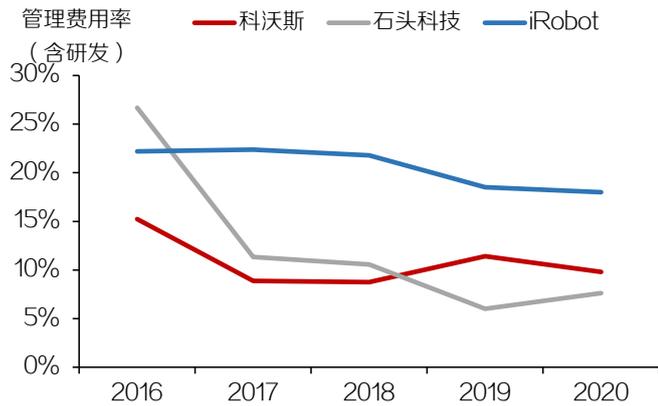
资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

图 14：公司销售费用率呈上升趋势，高于石头科技与 iRobot



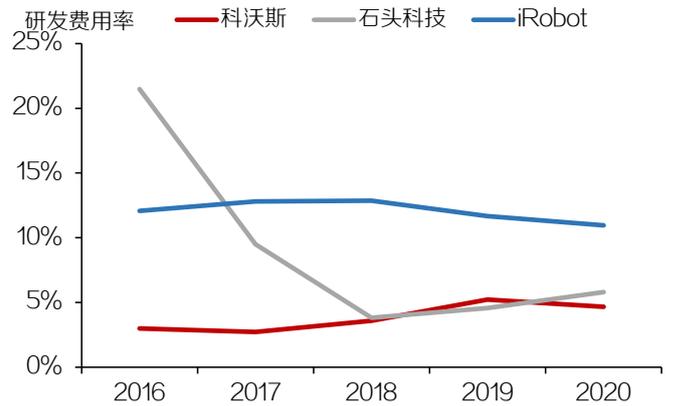
资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

图 15：公司管理费用率（含研发）处于行业中游



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

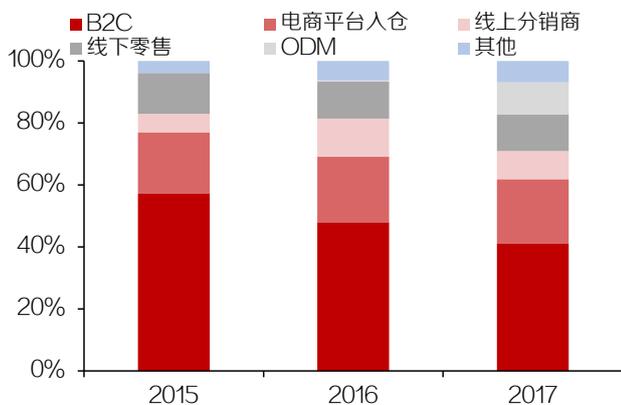
图 16：公司研发费用率与石头科技相近，低于 iRobot



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

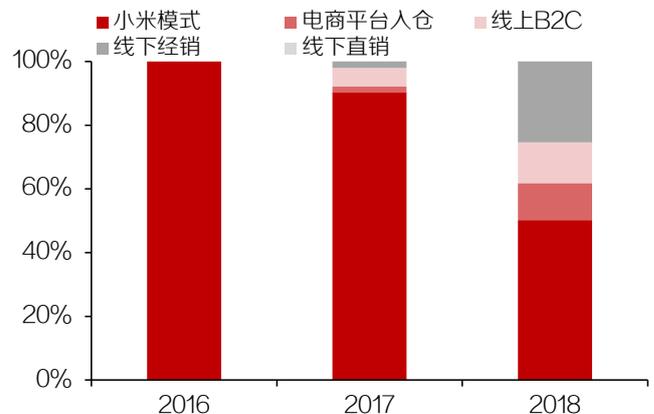
公司销售费用率高于可比公司，主要系销售渠道分布差异所致。公司与石头科技在期间费用率上的差异与两家公司在销售渠道分布上的差异密切相关。公司服务机器人销售渠道中，线上渠道占比较高（含 B2C、电商分仓），其中 2017 年 B2C 收入占比达 41%，由于 B2C 业务收入受访客流量影响较大，为实现流量导入，商家需向平台支付大量的营销推广费用；此外，公司线下实体店主要位于具有较高知名度的购物中心、百货商场或家电连锁商超等场所，面向国内中高端市场，因此销售费用较高。反观石头科技，目前销售渠道主要以小米模式、线下经销为主，大多业务借力于拥有现成销售网络的经销商，因此石头科技整体费用率低于科沃斯。

图 17：公司服务机器人业务以线上 B2C 销售为主，线下经销占比不大



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

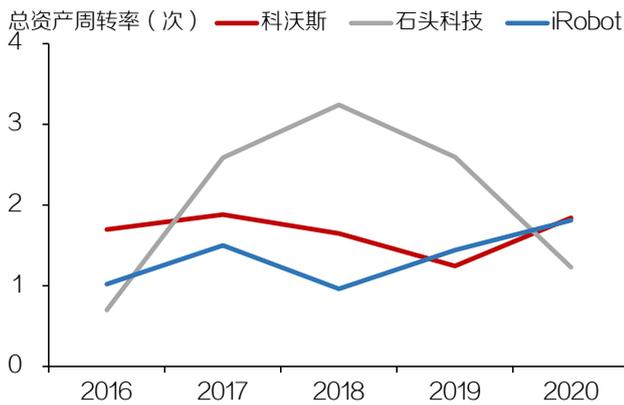
图 18：石头科技销售渠道以小米模式以及线下经销为主



资料来源：石头科技招股书，东方证券研究所

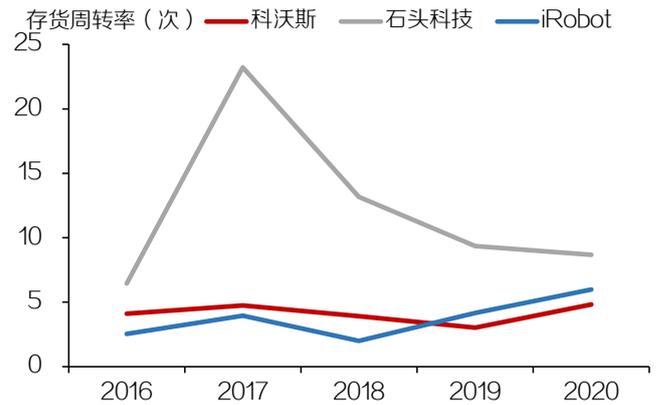
公司总资产周转率有所回升，渠道分布特点导致存货周转率偏低。公司 2020 年资产周转速度有所改善，2020 年总资产周转率为 1.84 次，同比提升 0.60 次。公司存货周转率一直维持在较低水平，2020 年存货周转率 4.83 次，一直低于石头科技，整体与 iRobot 存货周转速度相近，主要是由于公司有部分自建渠道，需要根据未来市场需求量进行提前备货；而石头科技实行以订单拉动整个供应链系统的生产模式，不需要大规模备货，因此两家公司存货周转率存在一定差异。

图 19：公司 2020 年总资产周转率高于石头科技，与 iRobot 较为接近



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

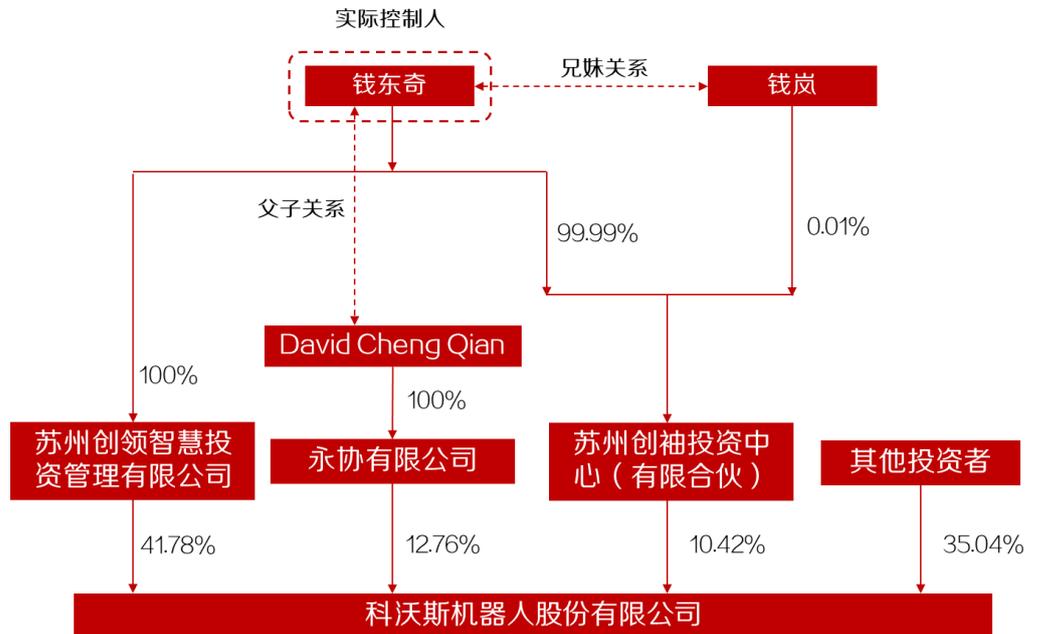
图 20：公司存货周转率有所改善，始终低于石头科技，与 iRobot 较为接近



资料来源：公司公告，iRobot 公告，石头科技公告，东方证券研究所

1.3 股权结构清晰、稳定，激励计划激发员工积极性

公司股权结构清晰、稳定，决策能力强。截至 2021 年 3 月 31 日，公司实际控制人钱东奇通过控股苏州创领智慧投资管理有限公司、苏州创袖投资中心合计持有公司 52.20% 的股份，钱东奇之子 David Cheng Qian 通过控股永协有限公司持有公司 12.76% 的股份。公司整体股权结构清晰、稳定，决策能力强，有助于公司长期发展。

图 21：公司股权结构清晰、稳定，决策能力强（截至 2021 年 3 月末）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司连续颁布股权激励计划，激发员工积极性，助力公司良好发展态势。公司于 2019 年 8 月、2021 年 1 月连续公布两次股权激励计划，激励对象分别为母公司部分高管、员工与子公司添可智能部分高管、员工。其中第二次股权激励对象均为在添可智能任职的中高管及核心员工，激励对象必须同时完成总公司层面、添可层面以及个人考核三个层面的各项指标后才能全部或部分解除限售、获得收益。添可作为公司未来重要的着力点，有望成为公司又一业务闪光点。

表 1：公司连续颁布股权激励计划，激发员工积极性

时间	股票数量（万股）	占公司股权比例	激励对象
2019 年 8 月	672	1.20%	公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务人员）、其他骨干员工
2021 年 1 月	956	1.69%	添可智能高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务人员）、其他骨干员工， 所有激励对象均在添可智能任职

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：第二次股权激励需同时达成母公司、添可品牌、个人等多层次考核指标

考核指标**	2021E	2022E	2023E
净利润增长率*	20%	20%	20%
添可营业收入增长率	50%	25%	15%
添可净利润增长率	50%	25%	15%

*注：净利润增长率指标以扣除非经常性损益且剔除股份支付费用影响后的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据

**注：三个经营目标同时达成且个人考核通过的情况下，激励对象才能全部或部分解除限售、获得收益

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：第一次股权激励主要鼓励自有品牌机器人的发展

考核指标	2019E (2019A)	2020E	2021E	2022E
自有品牌家用机器人营收增长率	10% (4.3%)	20%	20%	20%
净利润增长率*		25%	25%	25%

*注：净利润增长率指标以扣除非经常性损益且剔除股份支付费用影响后的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据

注：以上两个考核指标只要达成其一就可解除限售、获得收益

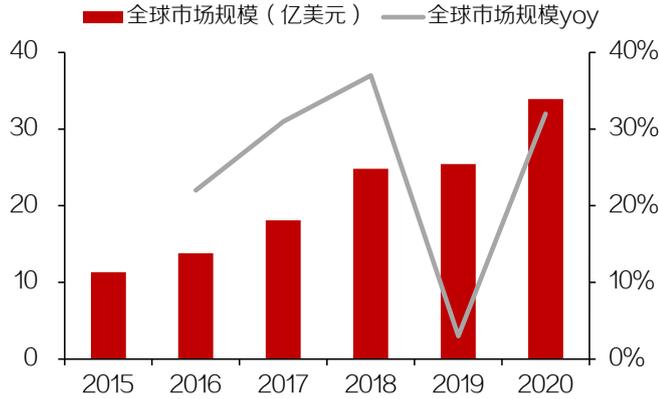
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 服务机器人行业蓬勃发展，公司依托产品、渠道优势逐步实现战略转型

2.1 技术创新驱动发展，国内扫地机器人市场成长空间广阔

2015年后扫地机器人全球市场规模快速扩大，iRobot始终处于世界领先地位，科沃斯、石头科技等后来者迎头赶上，2020年科沃斯市占率达17%。2015年以来随着规划类产品的推出以及清洁能力的不断提升，扫地机器人全球市场规模快速提升，根据iRobot公告中的数据，2015-2018年间年均复合增速达30%，2019年增速有所放缓，2020年随着创新型产品的推出，市场恢复高增速，同比增长33%，整体规模达34亿美元，其中北美、EMEA、亚太地区扫地机器人市场规模分别为9亿、12亿、13亿美元，分别同比增长26%、33%、40%。目前美国机器人公司iRobot仍然是全球扫地机器人领军企业，2020年市占率达46%，但其领先优势逐步缩小，市占率较2016年下降18pct；后来者如科沃斯、石头科技等公司正迎头赶上，2020年科沃斯全球市占率达17%，现已成为世界第二大扫地机器人供应商。

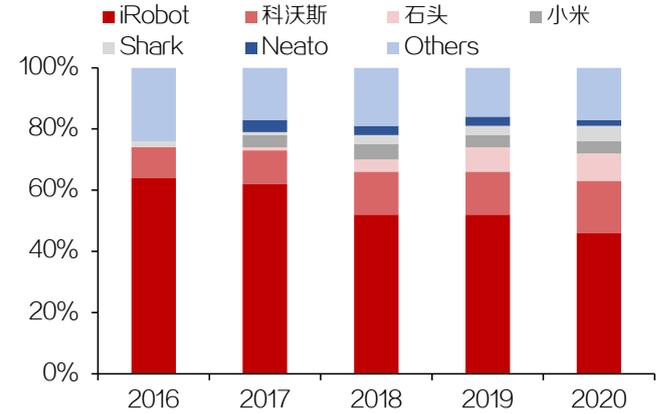
图 22：2015-2018 年扫地机器人全球市场规模快速增长，2019 年增速有所放缓，2020 年恢复高增速



注：统计的口径为 200 美元以上的扫地机器人

资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

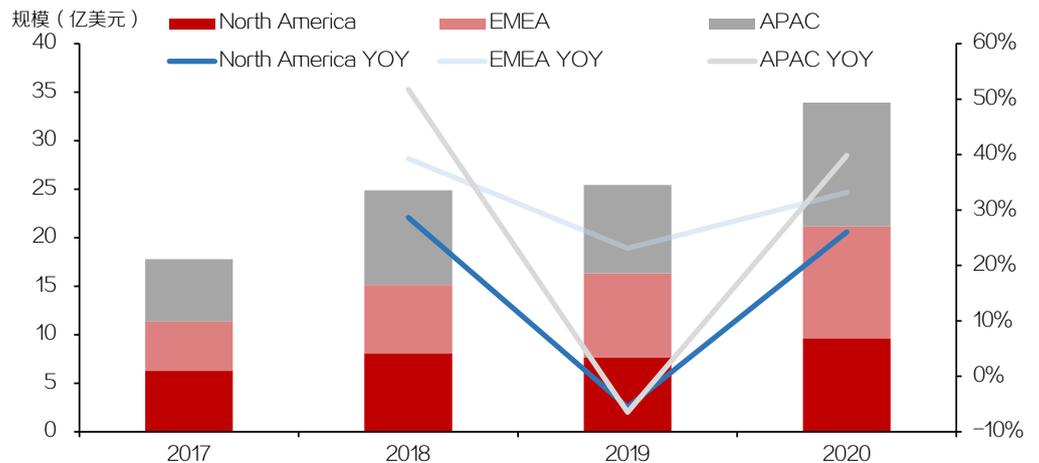
图 23：iRobot 一直保持全球扫地机器人市场领先地位，国产品牌科沃斯、石头科技市占率稳步提升



注：统计的口径为 200 美元以上的扫地机器人

资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

图 24：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：只计入单价高于 200 美元的扫地机器人产品

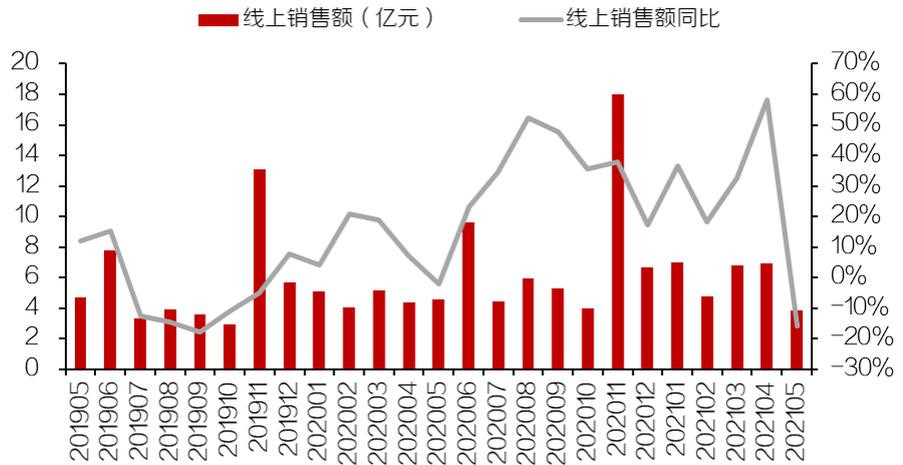
注：EMEA 指欧洲、中东、非洲三个地区

资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

国内线上、线下渠道中，科沃斯均占据稳固龙头地位，2020 年市占率分别达 41%、80%。2021 年以来扫地机器人市场仍然维持着较高的景气度，根据奥维云网统计的数据，2021 年 1-5 月国内线

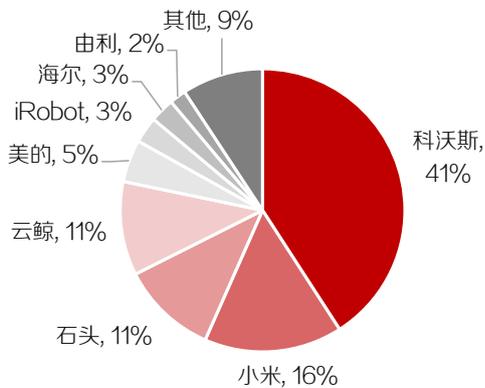
上扫地机器人销售额同比增速达 26%。线上渠道作为中国扫地机器人市场最主要的销售渠道，占总销售额的 90%，根据奥维云网的统计数据，2020 年线上渠道呈现一超多强的局面，科沃斯市占率达 41%，龙头地位稳固；小米、石头科技、云鲸市占率分别为 16%、11%、11%，CR4 达 78%。线下渠道方面，科沃斯凭借自身品牌力与渠道力占据绝对领先优势，2020 年市占率高达 80%。

图 25：2021 年中国扫地机器人市场景气度仍然较高，1-5 月线上销售额累计同比增长 26%



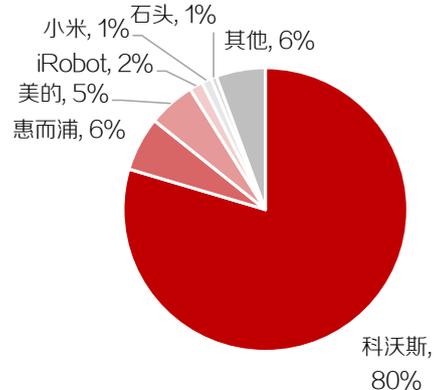
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 26：线上渠道方面，市场呈现出一超多强的局面，CR4 为 78% (销售额口径)



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

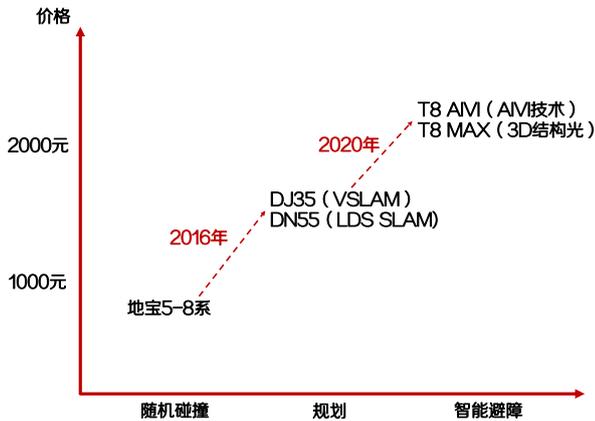
图 27：线下渠道方面，科沃斯市占率高达 80%，处于绝对领先地位 (销售额口径)



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

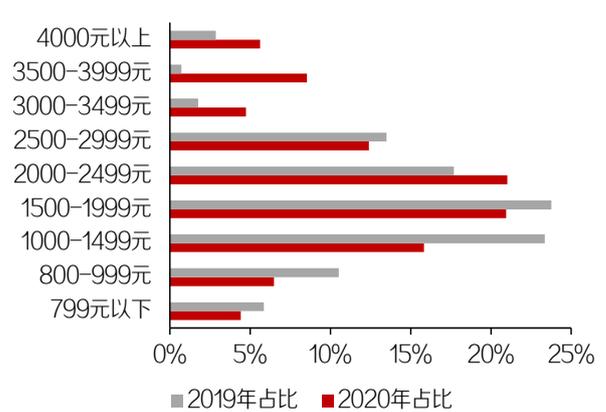
技术创新引领产品高端化，低价扫地机器人逐步退出市场。扫地机器人过去几年在移动导航、清洁以及避障三大环节完成了几次重要的技术升级，移动导航技术方面，产品由最初的随机碰撞升级至由 SLAM 算法支撑的局部规划、全局规划，2020 年前后行业内如科沃斯、石头科技等公司开始将 AI 识别、3D 结构光等技术应用于扫地机器人，提升其智能避障能力，解决消费者痛点。随着搭载新兴技术的产品持续推出，市场价格带整体上移，价格偏低的随机碰撞类产品市占率明显下降，2020 年 1499 元以下的产品线上市占率合计为 27%，同比下降 13pct；各品牌旗舰产品所处的 3000 元以上价格带产品线上市占率合计达 19%，同比提高 14pct。

图 28：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：公司招股说明书，公司官网，东方证券研究所

图 29：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

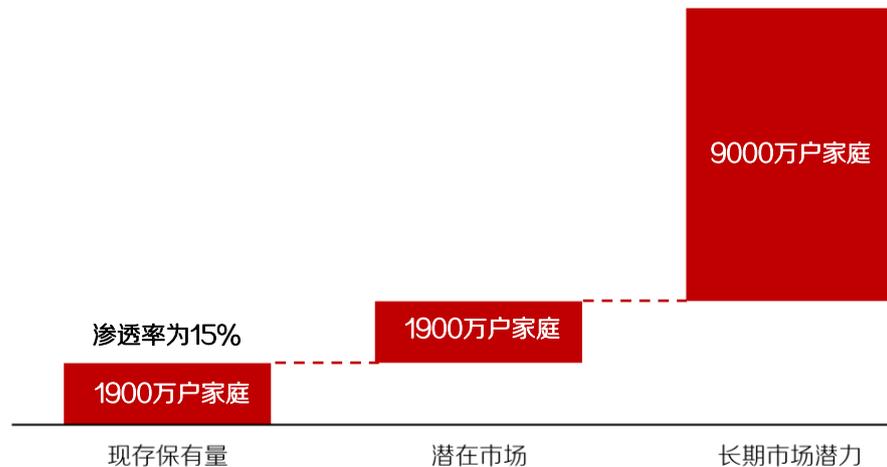
对标美国市场，若 2030 年中国扫地机器人渗透率由当前不足 5% 的较低水平分别提升至 15%、30%，预计 2020-2030 年中国扫地机器人销量 CAGR 将分别达 13%、21%。据 iRobot 最新公告，2020 年美国市场扫地机器人渗透率为 15%，未来有望提升至 30%；据我们测算，2020 年中国市场扫地机器人渗透率约 4.5%，低于美国（15%）与日本（9%）的渗透率水平。扫地机器人作为典型的产品为王的品类，针对消费者需求痛点而持续迭代创新的移动导航定位、避障、清扫技术能够增强产品实用性、改善消费者体验，从而驱动中国扫地机器人行业渗透率快速上行。对标美国市场，若中国扫地机器人渗透率于 2030 年达到美国当前水平，即 15%，我们测算 2030 年中国扫地机器人销量将达 2128 万台，2020-2030 年年均复合增速达 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 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%。

表 4：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)	13.83	13.90	13.95	14.00	14.39	14.44	14.48	14.52	14.55	14.58	14.60	14.62	14.63	14.64	14.64
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%	32%	39%	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%	32%	39%	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增长 19.1%，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

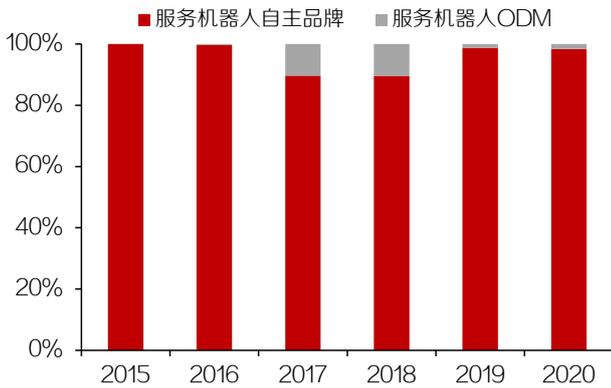
资料来源：中怡康，Wind，东方证券研究所

图 30：2020 年美国扫地机器人渗透率为 15%，预计潜在渗透率可达 30%


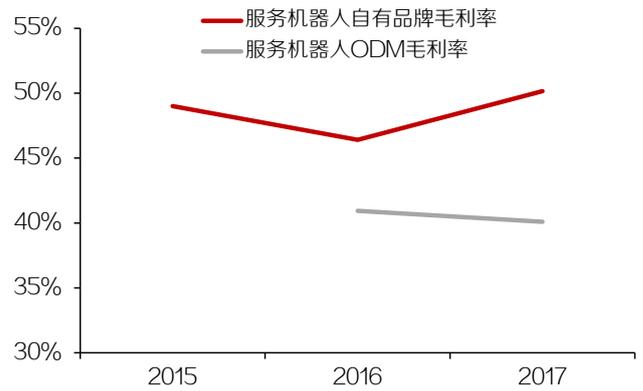
资料来源：iRobot 官网，东方证券研究所

2.2 研发能力夯实技术基础，支撑中高端品类全覆盖战略

公司主动退出代工业务、大力发展自主品牌，战略调整引领毛利率上行。公司自 2019 年以来，主动退出服务机器人代工业务，将精力集中于发展自有品牌。2020 年公司服务机器人自有品牌销售份额占比已达 98.39%。虽然退出代工业务将在短期内导致营收规模下滑，但自有品牌相较代工业务盈利质量更高、稳定性更强，2017 年公司服务机器人自有品牌毛利率为 49.12%，较同期服务机器人 ODM 业务毛利率高出 9.03pct，战略调整将有利于公司长远维度发展。

图 31：2019 年公司迅速退出服务机器人 ODM 业务


资料来源：公司公告，东方证券研究所

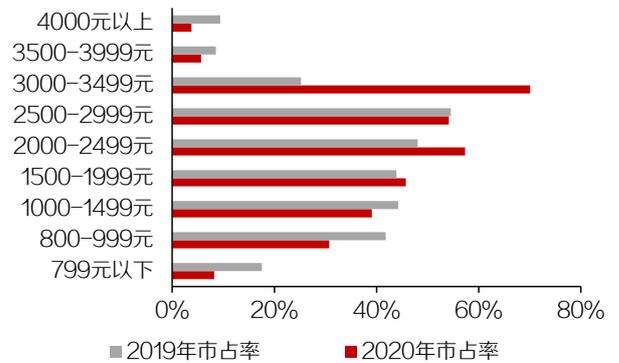
图 32：服务机器人自有品牌毛利率高于代工业务


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2018 年起公司扫地机器人开始业务转型，中高端市场份额快速提升。科沃斯于 2016 年开始推出全局规划类扫地机器人产品，但占比较低，仅占地宝销售额的 0.64%；2018 年起公司大力推广处于中高价格带的全局规划类产品，截至 2020 年年底，公司全局规划类扫地机器人在扫地机器人业务中的收入占比已达 81%。伴随全局规划类产品的顺利推出，公司在中高端市场的份额随之快速提升，根据奥维云网统计的数据，2020 年科沃斯在 3000-3499 元这一价格带中的线上占比达 70%，同比提升 45pct；此外公司在 1000-1499 元、1500-1999 元、2000-2499 元、2500-2999 元这四个价格带中市场份额均高于 39%。公司通过 T5、T8、N8 等一系列爆款的推出，成功在中高端市场中站稳脚跟，并迅速成为市场中坚力量。

图 33：2016 年起全局规划类产品在扫地机器人业务中的收入占比快速提升

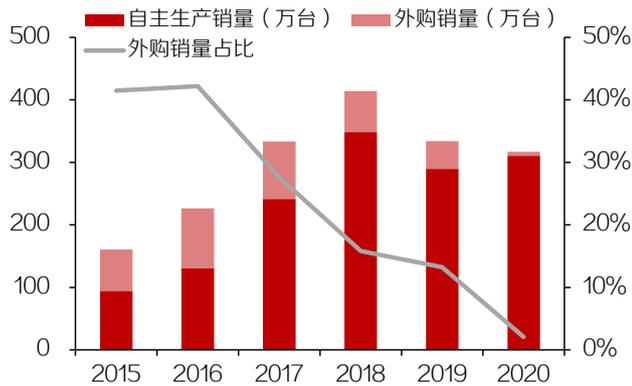

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：科沃斯中高端市场份额快速提升（线上销售额）


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

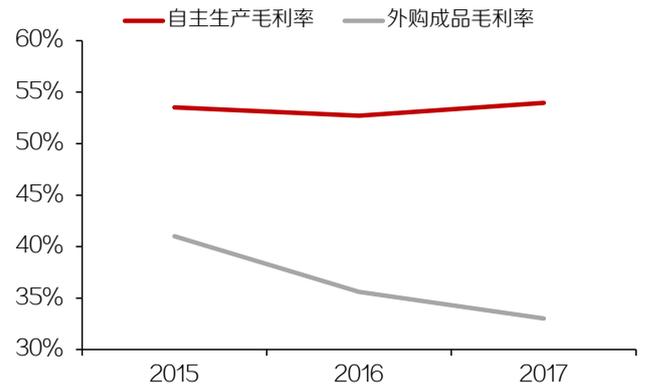
自主生产增强产销灵活性，提升整体盈利水平。公司服务机器人除自产外，部分由 ODM 代工商生产，近年来公司外购成品的销量占比逐年降低，2020 年外购服务机器人销量为 7 万台，占比为 2%，较 2016 年降低 39pct。目前公司已基本实现中高端产品自产，由于智能产品更新速度快、非标准化程度较高，不同海外市场的产品在设计、认证标准上也有所区别，拥有自主产能对公司灵活调整多品类和多 SKU 的生产十分重要；此外公司凭借自身规模优势，对供应链的整合与议价能力较强，有利于提升盈利水平。公司自主生产的服务机器人毛利率始终高于外购成品，2017 年自主生产服务机器人毛利率为 53.97%，较外购成品毛利率高出 20.96pct。

图 35：2016 年起外购服务机器人的销量占比逐年降低



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：自主生产产品毛利率始终高于外购成品毛利率



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

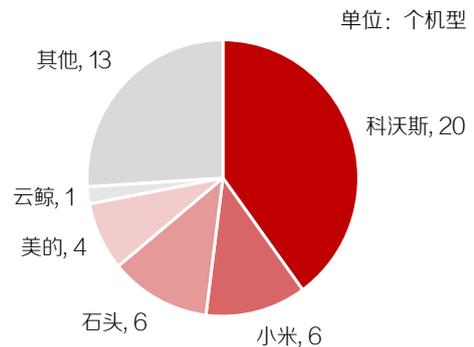
产品系列化、全价格带覆盖战略支撑公司业务转型。科沃斯顺利、迅速转型的背后蕴藏着其独特的产品战略，科沃斯大多推出系列化产品，不同产品搭载的技术、功能覆盖，因而价格也有清晰的区别，精准定位不同需求的消费者群体。这一产品战略颇有成效，根据奥维云网公布的数据，2020 年线上销售额 Top10 中有七款科沃斯产品，包括定位于不同价格带的 DJ 系列、N 系列与 T 系列，其中 T8 MAX 排名第二（若将 T8 MAX 与 T8 Power 视为同一产品，则这款产品市占率最高，达 12.90%），此外科沃斯还有 20 款产品进入线上销售额 Top50，领先于其他竞争对手。

表 5：科沃斯共有 7 款产品位列 2020 年线上销售额 Top10

品牌	机型	销售额市占率	均价
云鲸	J1	10.72%	3992
科沃斯	T8 MAX	9.34%	2525
小米	米家扫拖机器人	8.96%	1585
石头	T7	4.05%	2462
科沃斯	T8 POWER	3.56%	2687
科沃斯	T8 AIVI	3.12%	3344
科沃斯	DJ35	2.56%	1151
科沃斯	T5 POWER	2.51%	2188
科沃斯	T5 MAX	2.41%	2247
科沃斯	N8	2.21%	1615

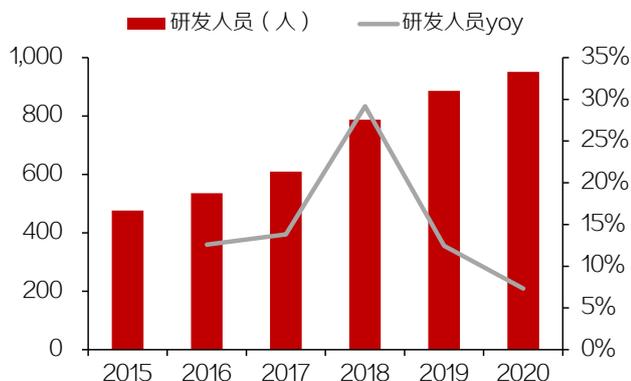
注：标灰为 2020 新上榜机型

资料来源：奥维云网，东方证券研究所

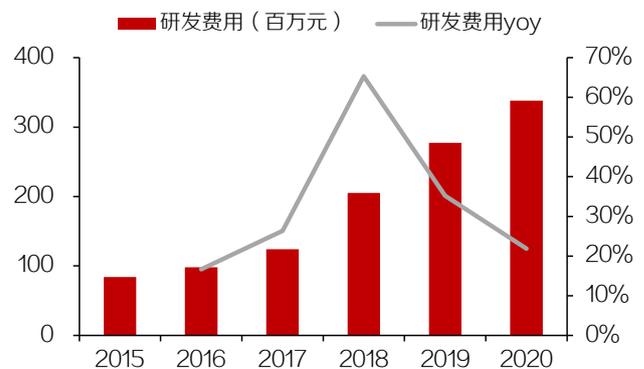
图 37：2020 年科沃斯有 20 款产品位列线上销售额 Top50


资料来源：奥维云网，东方证券研究所

出色的研发创新能力是助力公司实现系列化、全价格带产品战略的关键因素。公司坚持的系列化、全价格带覆盖的产品战略需要在不同产品之间做清晰的功能区分，因而对自身的技术储备、产品设计能力要求极高。科沃斯通过持续的研发投入，坚持同时开发 LDS SLAM 和 VSLAM，并不断在新产品中尝试应用先进技术，如在 T8 MAX 中采用 3D 结构光避障技术，T8 AIVI 中采用深度摄像头+AI 识别避障技术，N9+ 中加入拖布清洗基站，从而能够实现系列化的产品战略。公司近年来持续加大研发投入，2020 年研发人员为 951 人，研发费用达 3.38 亿元，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增长率分别为 15%、32%。

图 38：公司研发人员数量近 5 年年均复合增长率达 15%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：公司研发费用近 5 年年均复合增长率达 32%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 完善国内市场布局，拓展海外销售渠道，助力公司长期发展

深化已有合作、开拓新兴平台，力图构建立体化销售渠道

公司目前已构建出完善的销售渠道。经过多年不断地渠道建设，公司目前对现有销售渠道基本实现全覆盖，形成了线上销售为主、线下为辅的销售体系。公司线上销售主要有 B2C、电商平台入仓以及线上分销商等形式，线下销售除为国际品牌商代工外，还包括线下零售等形式。

表 6：公司目前对现有销售渠道基本实现全覆盖，形成了线上销售为主、线下为辅的销售体系

一级渠道	二级渠道	业务模式
线上销售	B2C	将公司官网、第三方 B2C（天猫为主）作为销售平台，消费者下单后自动匹配订单发货，同对接公司的 SAP 系统
	电商平台入仓	科沃斯委托第三方物流公司将商品发往电商平台的仓库，由电商平台负责产品推广、订单管理、物流配送、售后
	线上分销商	公司将产品通过线下渠道销售给分销商，再由分销商通过科沃斯指定的线上渠道进行销售
线下销售	线下零售	分销商门店为主、直营门店为辅，大多在购物中心、百货商场或家电连锁商超等零售机构设立专柜、专厅或体验店，以“店中店”的形式销售产品。
	ODM/OEM	为创科实业、优罗普洛、雪华铃、松下电器等知名国际品牌商客户 ODM/OEM 服务
	其他	电视购物、线下团购，以及直接将商用机器人、电机等商用产品销售给国内外企业客户等

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

巩固主流线上平台合作关系，积极开拓新兴电商平台。线上销售是公司的主要销售渠道，公司在国内的线上销售渠道主要有 B2C、电商平台入库以及线上分销商三种形式，其中 B2C 平台主要依托天猫商城，电商平台入库则包括公司与京东自营、苏宁易购、亚马逊、唯品会、一号店、天猫超市等平台的合作。公司与主流电商平台的合作年限长，运营经验丰富，连续多年蝉联天猫、京东、苏宁易购“双十一”扫地机器人销售冠军，2020 年科沃斯“双十一”全渠道最终成交额超 10.4 亿元，同比 2019 年双 11 增长 33%。在继续深化与主流平台的合作外，公司加快布局了抖音、快手、小红书等内容电商平台，2020 年公司全网种草超过 5000 篇，全网发布了 30000 多条短视频，在完成种草后，又通过直播、短视频等方式变现，其中与抖音达人“亮哥侃装修”合作的一条短视频就实现 200 台扫地机器人的销售。

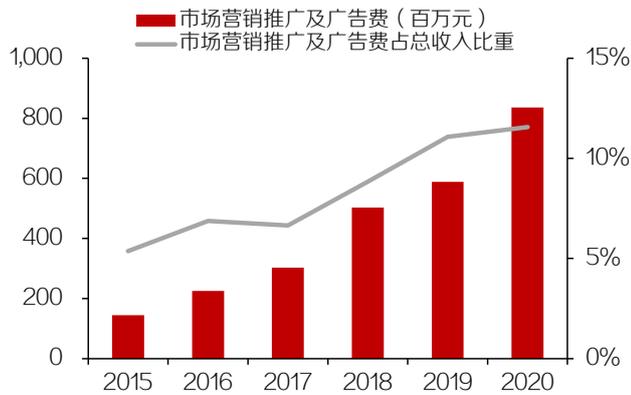
图 40：线上销售方面，公司与主流电商平台均有稳定的合作关系



资料来源：公司官网，东方证券研究所

多元化营销模式吸引流量，支撑线上渠道建设。为推广自有品牌、导入线上流量，公司始终维持较高的营销投入力度，2020 年公司市场营销推广及广告费达 8.36 亿元，占总收入的 11.56%，较 2015 年提升 6.19pct。除了加大费用支出外，公司还采取了多样化的新兴营销方式、开展多渠道的品牌传播，采用广告投放、电视剧植入、主播带货等方式形成全路径、全时段的触点，其中 2019 年公司线上当红主播实力带货累计成交额破 6000 万。此外公司对社交传媒重视程度较高，与国内主要社交平台（如微博、抖音）均建立合作关系，2019 年公司微博粉丝阅读互动 8900 万余次，截至 2021 年 5 月 21 日，抖音短视频科沃斯扫地机器人相关视频播放总量达 4.2 亿次。

图 41：公司 2020 市场营销推广及广告费占比较 2015 年提升 6.19pct



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 42：截至 2021 年 5 月 21 日，科沃斯扫地机器人相关视频的抖音观看量已超过 4.2 亿次

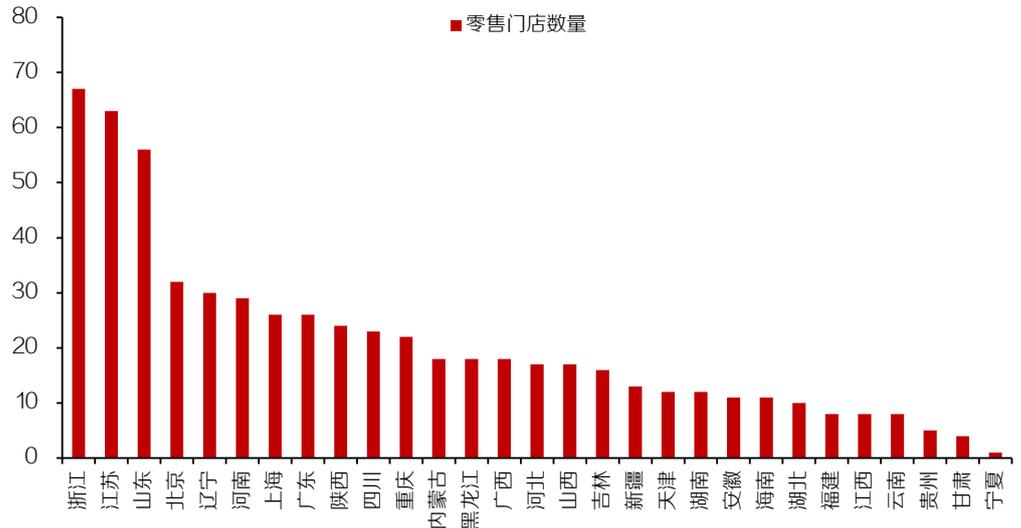


资料来源：抖音，东方证券研究所

线下新兴业态建设持续提升品牌知名度。尽管公司线下零售收入占比总体不高，但线下零售店兼具品牌展示与体验的功能，对品牌知名度具备重要的支撑作用。目前线下零售主要以分销为主、直营为辅，在全国范围内拥有专卖店 605 家，基本覆盖全国各省份。公司在与苏宁、国美、山姆、Costco 等平台保持深度合作的基础上，也着手加快新兴业态、新兴渠道的建设，例如在购物中心、数码渠

道、机场等开设店铺，同时在一线、新一线、省会城市等城市建设更多品牌体验店，以提升品牌知名度与影响力。

图 43：科沃斯目前拥有 605 家线下专卖店，基本实现全国各个省份全覆盖



资料来源：公司官网，东方证券研究所

因地制宜拓展海外销售渠道，公司外销收入增长可期

因地制宜制定销售策略，公司不断拓展海外销售区域。公司自 2012 年起在海外设立子公司，招募专业团队在当地开拓销售渠道，在 Amazon 等线上销售平台自建站点，并与 Bestbuy, Target, Home Depot 和 Costco 等零售企业达成合作关系。目前公司已先后在美国、德国、日本、英国、法国、西班牙、意大利等国家设立销售子公司，同时公司在部分发展中国家与地区采取分销的模式进行销售。此外，公司也逐步加大在海外的中高端产品投放力度，覆盖更加完整与全面的市场价格段。公司的一系列销售手段卓有成效，2020 年亚马逊会员日期间，科沃斯销售额突破 7660 万元，同比增长 45%。

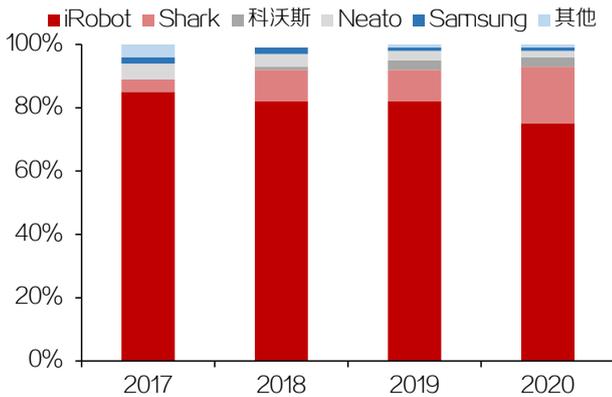
表 7：公司在美国、欧洲、日本等地均设立销售子公司，着重开拓海外业务

公司	所在地	成立时间
Ecovacs US	美国	2012 年
Ecovacs Germany	德国	2012 年
Ecovacs Japan	日本	2014 年
Ecovacs UK	英国	2017 年
Ecovacs France	法国	2017 年
Ecovacs Spain	西班牙	2017 年
Ecovacs Italy	意大利	2018 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

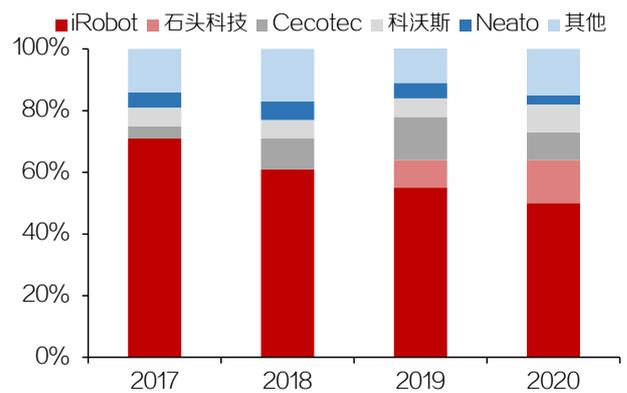
海外市场规模、公司市场份额双提升，有望构成公司海外业务规模快速扩张的持续驱动力。得益于公司的海外策略，公司海外业务规模不断扩大，我们认为主要驱动因素有两点：渗透率提升下海外市场规模不断扩容，以及科沃斯海外市场占有率稳中有升。据 iRobot 公告数据，2020 年北美、EMEA（欧洲、中东、非洲）、亚太地区扫地机器人市场规模分别为 9 亿美元、12 亿美元、13 亿美元，分别同比增长 26%、33%、40%。这里我们以北美为例展开测算，据 iRobot 估计，当前美国市场扫地机器人渗透率约为 15%，未来潜在渗透率有望达到 30%，假设这一水平将于 2030 年达到，则 2020-2030 年年均复合增速将达 12%。在海外市场持续扩容的同时，科沃斯凭借持续的海外渠道建设投入以及高性价比的产品，市场占有率稳中有升。2020 年公司 EMEA 地区占有率为 9%，同比提升 3pct，稳居第三；北美地区占有率为 3%，同比维稳，位列第三。随着公司加大海外产品投放力度，逐步将国内全品类覆盖的产品战略复制到海外，依托产品及渠道优势，公司市占率预计稳健提升。

图 44：2020 年科沃斯扫地机器人北美市场占有率为 3%，位列第三



资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

图 45：2020 年科沃斯欧洲、中东、非洲地区扫地机器人市占率为 9%，位列第三



资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

表 8：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）	1900	2090	2280	2470	2660	2850	3040	3230	3420	3610	3800
渗透率	15%	17%	18%	20%	21%	23%	24%	26%	27%	29%	30%
总家庭数（万户）	12667	12667	12667	12667	12667	12667	12667	12667	12667	12667	12667
销售量（万台）	241	347	392	381	431	537	582	571	621	727	772
单价（美元）	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：假设北美家庭数量保持稳定、扫地机器人更换周期为 4 年，

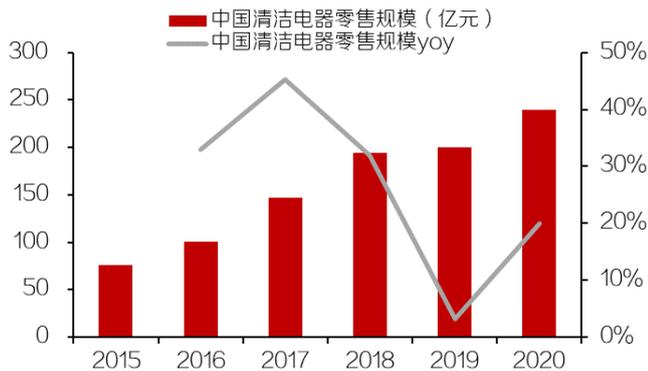
资料来源：iRobot 公告，东方证券研究所

3 清洁电器市场潜力巨大，洗地机有望成为破局关键

3.1 清洁电器市场规模持续扩大，渗透率提升空间广阔

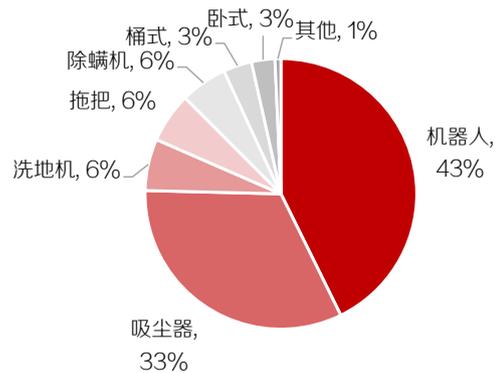
清洁电器市场规模持续增长，洗地机已成为重要品类之一。随着产品技术更新迭代以及新品类的不断推出，中国清洁电器市场规模持续扩大，据奥维云网的统计数据，2020 年中国清洁电器零售规模为 240 亿元，同比增长 20%，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增速达 26%。清洁电器主要包括吸尘器、扫地机器人、洗地机、除螨机等品类，按线上零售额口径来计，2020 年扫地机器人、吸尘器占比最高，分别为 43%、33%，新品类洗地机目前占比为 6%、排名第三。

图 46：2020 年中国清洁电器零售规模达 240 亿元，同比增长 20%，近 5 年（2015-2020 年）年均复合增速达 26%



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

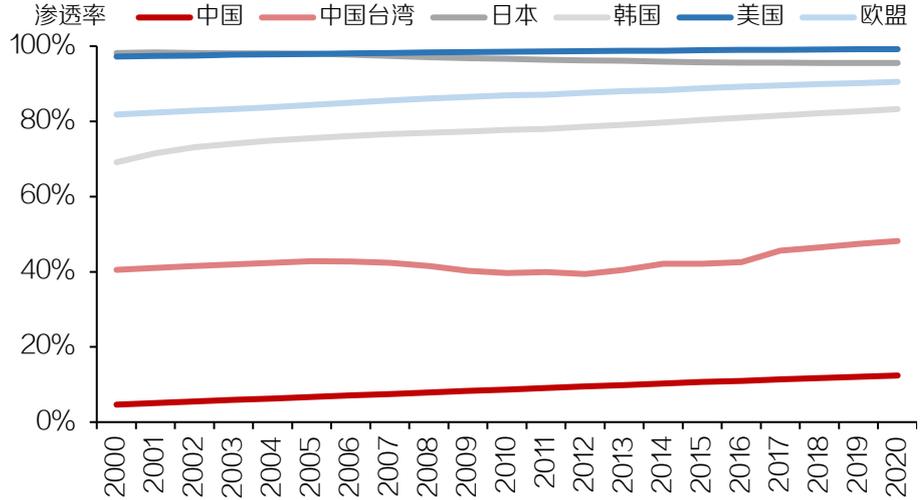
图 47：扫地机器人、吸尘器是清洁电器中规模最大的两个品类，洗地机排名第三（2020 年线上零售额口径）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

中国大陆清洁电器渗透率缓慢上升，但仍远低于世界各国水平。根据 Euromonitor 统计的数据，2020 年中国大陆清洁电器渗透率已达 12%，较 2010 年提升 4pct，处于缓慢提升状态；而美国、日本、韩国、欧盟等国家与地区目前渗透率水平均高于 80%，中国台湾地区渗透率也在 50% 左右，中国大陆与其他国家与地区相比，未来清洁电器渗透率仍存较大提升空间。

图 48：中国大陆清洁电器渗透率远低于世界其他国家与地区

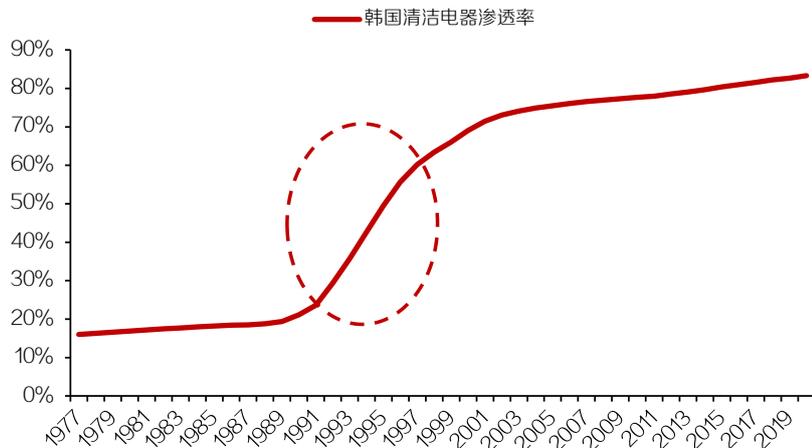


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

3.2 参考 1990 年代韩国市场，洗地机有望引领国内清洁电器渗透率快速提升

参考韩国市场，其清洁电器渗透率在 1990 年代呈现爆发式提升的态势。根据 Euromonitor 的数据，韩国清洁电器渗透率在 1989 年为 19%，相较于 1977 年提升 3pct，处于缓慢增长阶段；而后韩国清洁电器行业经历了快速增长的十年，2000 年清洁电器的渗透率已达 69%，较 1990 年提升 50pct。我们认为韩国当时以人均收入提升、住宅建设计划推行为主的需求侧刺激，和以产业转型升级、产品不断推陈出新为主的供给端驱动是推动清洁电器加速渗透的主要原因。

图 49：韩国清洁电器渗透率在 1990 年代呈现爆发式提升的态势

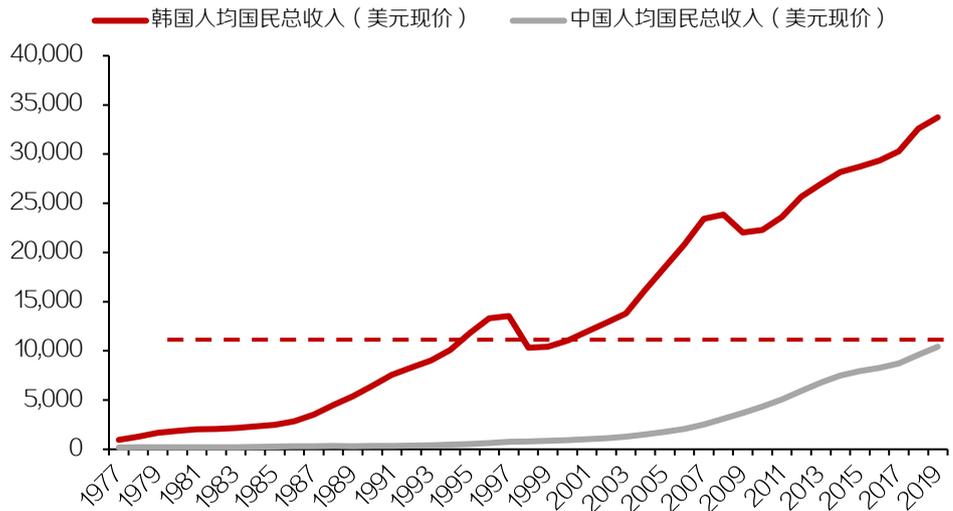


注：1990 年代韩国清洁电器仅包括吸尘器等产品，不包含扫地机器人

资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

需求端，人均收入提升与公寓住宅的盛行刺激韩国清洁电器消费需求快速增长。从需求端看，我们认为主要有两大因素带动了韩国清洁电器的蓬勃发展：①**国民收入突破 10000 美元，耐用消费品与服务业开支增加**。低成本劳动力消失的另一面是全民收入的提升，1994 年韩国人均国民收入突破 10000 美元，整体耐用消费品的消费支出提高。②**房屋建设政策的推行给清洁电器行业带来机遇**。1989 后韩国持续推行首都圈新城市开发计划以及 200 万户住宅建设计划，使得年轻一代更容易、早于上一代地住上公寓，提升了国民对清洁电器的整体需求。

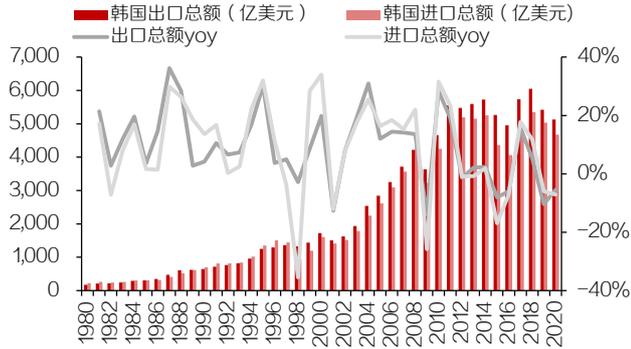
图 50：1990 年代韩国人均国民总收入突破 10000 美元



资料来源：韩国统计局，东方证券研究所

供给端，产业转型升级、企业在竞争下不断创新带动韩国清洁电器行业蓬勃发展。韩国国内的家电企业在 1989 年以前主要以 OEM 业务为主，但随着工资水平的上涨，低成本劳动力红利消失，OEM 业务逐渐向中国等国家转移；此外经历“乌拉圭回合”后，韩国国际贸易规模扩大，本土家电企业不仅要出海竞争，更要与进口产品竞争本土市场，因此这些企业被迫开始转型，加强自身产品设计与创新。当时的三大家电公司 LG 电子、三星电子、大宇电子将重点放在了开拓新市场、创造新需求上，他们先后成立市场研究部门，想要把韩国人日常生活固有的文化特征反映到产品的功能和外观上，提升产品竞争力。其中，LG 电子发现公寓居住者存在大量的地板清洗需求，于是在 1991 年推出拖把吸尘器，一举成功，此后公司持续进行技术迭代，1992 年推出圆形拖把吸尘器、1993 年加入动力驱动、1995 年推出棉拖把吸尘器；三星电子与大宇电子也不甘落后，推出各自的吸尘器产品。三家公司在 1990 年代一直处于降低噪音、提升吸力的竞争中，每年都会春秋旺季推出搭

载新技术的新产品。精准解决消费者痛点、具有竞争力的产品不断推出同时带动了韩国的清洁电器热潮，渗透率因此快速提升。

图 51：乌拉圭回合后，韩国进口总额维持高增速


资料来源：Wind，东方证券研究所

表 9：韩国三大家电公司于 1990 年前后成立相关研究机构，重点关注消费者需求

公司	设立机构	设立时间
LG 电子	Lifesoft 研究室	1989 年
三星电子	生活文化研究中心	1990 年
大宇电子	商品评价研究组	1992 年

资料来源：Archives of Design Research，东方证券研究所

对标韩国发展史，中国清洁电器未来有望加速渗透。与 1990 年代的韩国清洁电器行业相比，中国清洁电器行业目前在供需端有不少相似之处：中国企业如科沃斯正逐步退出代工业务，发力自有品牌；中国国民人均收入于 2020 年突破 10000 美元，达到韩国 1994 年对应的水平；科沃斯旗下子品牌添可推出的洗地机产品成功抓住了中国消费者的拖地需求，创造出全新的市场品类与需求。我们预计，在洗地机等新品类的引领下，未来十年中国清洁电器渗透率有望加速提升；中性情形下，假设 2030 年渗透率将由当前的 12% 提升至 30%，预计 2030 年中国清洁电器销量将达 4795 万台，未来 10 年年均复合增速为 9%；乐观情形下，若 2030 年渗透率达 50%，预计 2030 年销量将达 8325 万台，未来 10 年年均复合增速达 15%。

表 10：参考韩国发展史，乐观情形下若中国清洁电器渗透率于 2030 年达 50%，则 2020-2030 年销量年均复合增速将达 15%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国人口数量（百万人）	1383	1390	1395	1400	1405	1409	1414	1419	1424	1428	1433	1438	1443	1448	1452
YOY	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
中国家庭户数（百万户）	461	463	465	467	468	470	471	473	475	476	478	479	481	483	484
①中性情形															
中国清洁电器渗透率	11.0%	11.4%	11.7%	12.1%	12.4%	14.0%	15.7%	17.3%	18.9%	20.5%	22.2%	23.8%	25.4%	27.0%	30.0%
保有量（百万台）	50.7	52.8	54.4	56.5	58.1	65.9	73.8	81.7	89.7	97.8	105.9	114.0	122.2	130.5	145.2
销量（百万台）	12.4	15.0	17.2	17.9	20.2	22.8	25.1	25.9	28.2	30.9	33.2	34.0	36.4	39.1	47.9
YOY	36.8%	20.6%	14.9%	4.2%	12.4%	13.2%	10.0%	3.1%	8.8%	9.6%	7.6%	2.5%	6.9%	7.6%	22.5%
①乐观情形															
中国清洁电器渗透率	11.0%	11.4%	11.7%	12.1%	12.4%	15.8%	19.3%	22.7%	26.2%	29.6%	33.1%	36.5%	40.0%	43.4%	50.0%
保有量（百万台）	50.7	52.8	54.4	56.5	58.1	74.4	90.9	107.5	124.2	141.1	158.0	175.0	192.2	209.5	242.1
销量（百万台）	12.4	15.0	17.2	17.9	20.2	31.4	33.7	34.5	36.9	48.2	50.6	51.6	54.0	65.5	83.2
YOY	36.8%	20.6%	14.9%	4.2%	12.4%	55.5%	7.5%	2.5%	6.8%	30.7%	5.1%	1.9%	4.8%	21.1%	27.2%

注：假设一户家庭有 3 口人

注：清洁电器更换速度假设为 4 年一换

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

资料来源：Euromonitor，wind，东方证券研究所

洗地机实现吸、拖、洗一体化，有望受益于中国清洁电器渗透率提升+洗地机品类份额提升而快速增长。与市场中其他的清洁电器如吸尘器、电动拖把、蒸汽拖把相比，洗地机实现了吸尘、拖地、自清洗一体化，对于劳动力的解放程度相对更高。自2020年添可推出智能洗地机芙万后，洗地机得到市场认可，市场份额迅速提升，2020年12月洗地机在线上清洁电器中的销售额占比已达12.0%，较2020年1月提升了11pct。随着更多厂商推出洗地机产品，这一新品类有望进一步实现对吸尘器、电动拖把等产品的替代，市场份额提升的确定性较强。据奥维云网数据，2020年洗地机整体市场规模为14亿元；若2030年洗地机成为清洁电器第三极，占据国内清洁电器的份额由12%提升至30%，假设清洁电器的销售均价为1000元，则在乐观预测下，2030年洗地机销售规模可达250亿元，2020-2030年年均复合增速达34%。

图 52：洗地机自推出以来迅速获取市场份额



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

表 11：洗地机相较于市场其他产品功能更完善

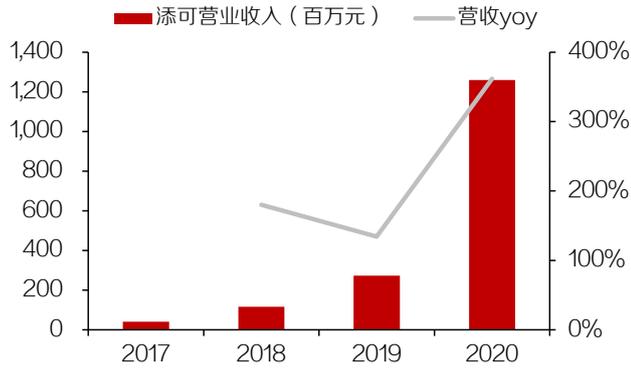
	吸尘	拖地	自清洗	产品特点
洗地机	✓	✓	✓	边吸边拖、自清洁
吸尘器	✓	-	部分有	电机转动产生气旋，清理地面、沙发、床单、窗帘，同时也能够除螨
电动拖把	-	✓	-	通过拖把头高速转动或者高频振动模拟人手擦地
蒸汽拖把	-	✓	-	利用高温产生的压力和蒸汽对地板进行清洁，具有杀菌消螨的作用

资料来源：东方证券研究所

3.3 巩固洗地机现有优势，添可持续扩充产品矩阵，打造中高端、智能化的生活电器品牌

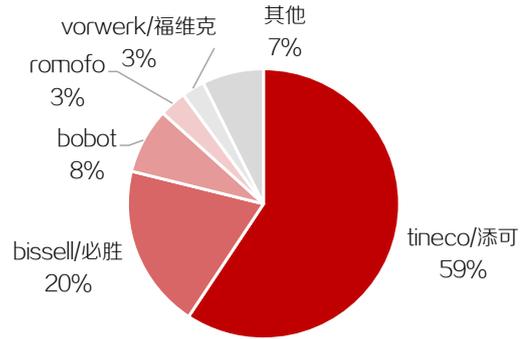
2020年添可营收大幅增长，市场占有率稳居第一。2020年2月添可推出智能洗地机芙万，成为热销大单品，引领洗地机新品类，带动了添可营收的大幅增长，添可2020年营收达12.59亿元，同比提升361.64%；受益于双十一以及海外黑五等购物节，添可全年营收有望持续高增长。作为目前洗地机行业的领军品牌，2020年3月至2021年4月间，添可洗地机在淘系平台上的市占率达59%，大幅领先第二名，稳居第一。

图 53：2020 年添可营收达 12.59 亿元，同比提升 361.64%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

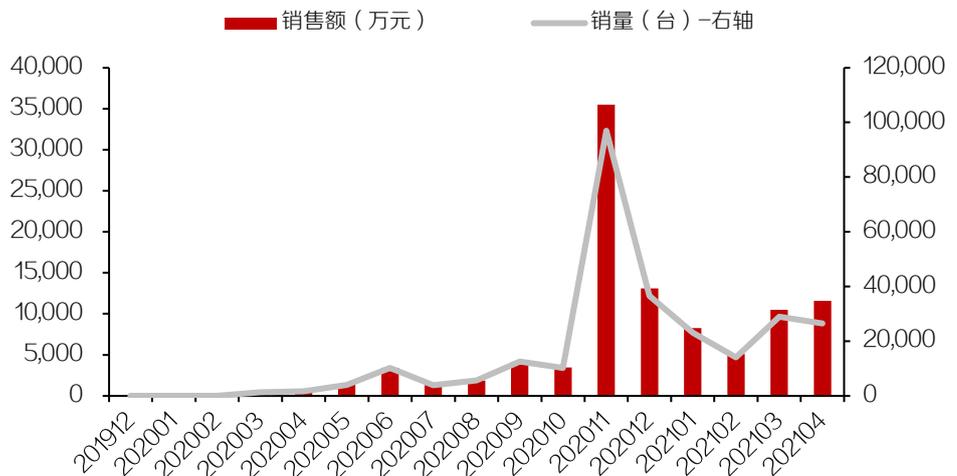
图 54：2020 年 3 月至 2021 年 4 月间，添可洗地机市占率达 59%，稳居第一



资料来源：淘数据，东方证券研究所

国内洗地机市场增量逻辑强，添可国内业务收入增长具有持续性。我们认为增量逻辑与替代逻辑会在未来几年支撑国内洗地机行业的成长：①中国清洁电器渗透率远低于东亚、欧美各国清洁电器渗透率水平，对标 1990 年代的韩国，我们认为当前中国清洁电器市场具备在未来几年保持高增长的条件。②洗地机精确把握中国消费者痛点，形成吸尘、拖地、自清洗的闭环，推出后形成了对吸尘器、电动拖把等产品的替代，迅速占领市场份额。洗地机有望同时受增量逻辑、替代逻辑支撑快速成长，而添可作为洗地机品类的引领者，预计业绩增长具有持续性，根据淘数据，添可洗地机在双十一大促后几个月内的销售表现远好于双十一之前，业绩增长势头整体向好。

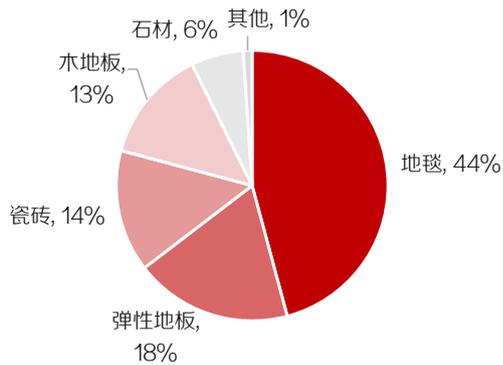
图 55：添可洗地机在双十一过后仍维持较好的销售情况，业绩增长势头向好



资料来源：淘数据，东方证券研究所

产品性能与海外销售能力形成良性循环，助力添可品牌出海。添可海外业务推广顺利，2020年添可黑五海外全渠道收入达2.2亿元，同比增长256%。我们认为添可海外业务的增长主要源于替代性需求，美国清洁电器渗透率已经高于90%，新品类的增长主要来自于对吸尘器、电动拖把等其他清洁电器份额的替代。尽管美国约44%的地面由地毯铺设，但仍有高于50%的地面材质如木地板、瓷砖、密封地板等需要拖、擦清理，而洗地机相较于吸尘器、电动拖把等产品实现了功能的集成与升级，使用便利性更强。与此同时，科沃斯原有的海外销售渠道营销经验丰富，与高性能的产品相结合形成了良性循环。科沃斯于2012在美国设立子公司负责销售，至今已有较为成熟的销售渠道与推广方式，添可品牌从成立之初即面向包括美国和欧洲在内的主要海外市场进行布局，搭建了线上线下相结合的多层次销售网络，在新品牌铺货、引流方面具有先天优势。添可在海外短视频平台TikTok上广受关注，部分产品使用视频点击量超过100万次，添可相关视频在TikTok平台的观看次数已超过6640万次，社交媒体的大规模传播在短时间内给添可带来大量客流，出色的产品性能保证了优秀的消费者口碑，由此构成良性循环，助力添可实现海外业务的蓬勃发展。

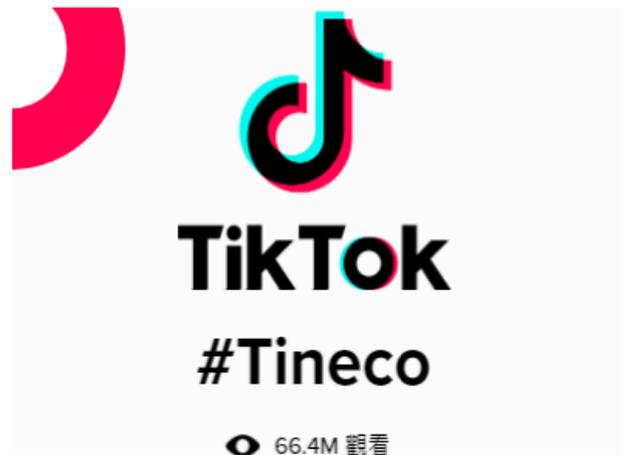
图 56：美国 50%以上地面材质中适合使用洗地机清理



注：2018年美国地面材料市场销售总额占比

资料来源：中国建筑装饰装修材料协会弹性地板分会，东方证券研究所

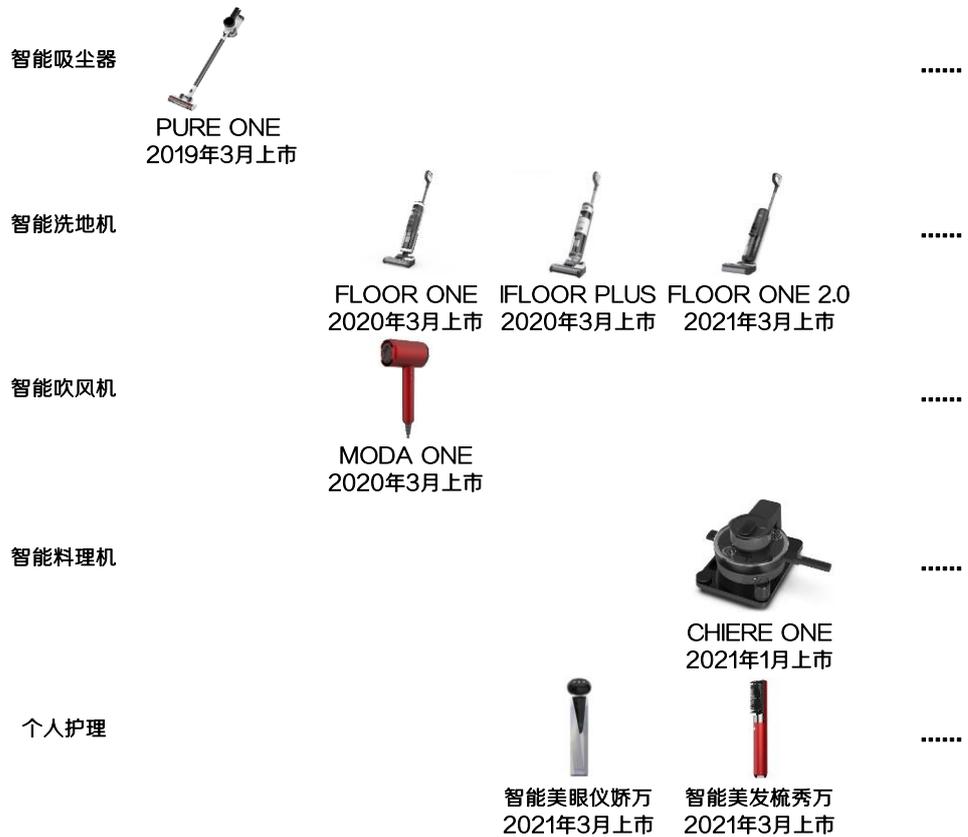
图 57：添可相关视频的 TikTok 观看量已超过 6640 万次



资料来源：TikTok，东方证券研究所

持续扩充添可产品矩阵，打造中高端、智能化的生活品牌。除洗地机外，添可还于2019年3月、2020年3月、2021年1月和2021年3月推出PURE ONE智能吸尘器、MODA ONE智能吹风机、CHIERE ONE智能料理机、智能美眼仪娇万和智能美发仪秀万，在发挥原有清洁电器的优势外，一举切入生活电器与个人护理领域。这与公司的定位密不可分，添可并不局限于清洁领域，而是定位于中高端、智能化的生活电器，试图在深入研究消费者需求、痛点后，通过智能化的技术创新打造新品类、引领市场，不断为品牌发展注入新动力。未来伴随添可品牌产品矩阵持续丰富、完善，添可收入规模有望延续高增长态势。

表 12：扩充产品矩阵，打造中高端、智能化的生活电器品牌



资料来源：公司官网，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) 服务机器人业务仍是公司最主要的业务收入来源，其中，公司 2019 年起主动退出 ODM 业务，我们预计 2021 年公司将退出服务机器人 ODM 业务；自有品牌方面，结合 2021 年上半年实际销售情况，针对线上、线下各渠道收入增速进行预测，预计未来线上渠道仍将保持高于线下渠道的速度增长，我们预计 2021-2023 年公司服务机器人收入同比增速将分别达 54.62%、36.34%、23.86%。
- 2) 智能生活电器业务是公司着重发展的业务，其中代工业务受中美贸易摩擦以及下游客户业务结构调整影响，我们预计 2021-2023 年清洁类小家电 OEM/ODM 业务收入增速仅维持 5%；添可品牌发展势头迅猛，伴随清洁电器渗透率提升以及洗地机份额的迅速扩大，叠加添可品类矩阵愈发丰富，我们预计 2021-2023 年添可收入增速为 134.25%、41.30%、33.65%；综合而言，预计 2021-2023 年智能生活电器业务收入增速将分别达 64.15%、28.70%、25.54%。

- 3) 伴随公司产品结构持续优化、产品升级推进，毛利率仍有上行空间，预计 2021-2023 年公司毛利率将分别达 47.90%、49.25%、50.16%。
- 4) 品牌推广、流量导入以及渠道建设需要持续性的营销投入，因此我们预计 2021-2023 年公司销售费用率将分别达 22.70%、22.94%、23.10%；2021-2023 年管理费用率为 5.82%、5.36%、5.14%；研发费用率整体稳定在 4.67%。
- 5) 假设 2021-2023 年公司所得税率维持 15.00%。

2. 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
服务机器人					
销售收入（百万元）	3,654.8	4,304.8	6,656.0	9,074.5	11,239.4
增长率	-5.4%	17.8%	54.6%	36.3%	23.9%
毛利率	44.9%	48.0%	49.7%	49.8%	49.9%
智能生活电器					
销售收入（百万元）	1,538.8	2,751.4	4,516.3	5,812.7	7,297.1
增长率	-9.4%	78.8%	64.1%	28.7%	25.5%
毛利率	24.6%	36.4%	46.7%	49.7%	51.9%
其他业务					
销售收入（百万元）	118.7	177.6	213.1	255.7	306.8
增长率	-8.1%	49.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	13.3%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
合计	5,312.2	7,233.8	11,385.4	15,142.8	18,843.3
增长率	-6.7%	36.2%	57.4%	33.0%	24.4%
综合毛利率	38.3%	42.9%	47.9%	49.3%	50.2%

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 113.85、151.43、188.43 亿元，同比增速分别达 57.4%、33.0%、24.4%；归母净利润分别为 14.29、20.80、27.29 亿元，同比增速分别达 122.8%、45.6%、31.2%。考虑到公司作为中国扫地机器人领军企业，依托出色的技术研发能力与完善的海内外销售渠道，有望持续进行产品与技术的更新迭代，子品牌添可引领洗地机新品类，未来高增长确定性强，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 235.65 元，首次给予“增持”评级。

表 13：我们给予公司 DCF 目标估值 235.65 元

目标价敏感性分析							估值假设		
		永续增长率Gn(%)							
		235.65	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%		
WACC (%)	6.45%	308.54	347.34	408.60	519.83	784.18	所得税税率T		25.00%
	6.95%	274.72	304.08	348.30	422.48	572.62	永续增长率Gn(%)		3.00%
	7.45%	246.54	269.16	301.95	353.72	447.71	无风险利率Rf		3.08%
	7.95%	222.77	240.46	265.29	302.69	365.42	无杠杆影响的β系数		0.8032
	8.45%	202.49	216.50	235.65	263.40	307.22	考虑杠杆因素的β系数		0.8036
	8.95%	185.04	196.25	211.24	232.27	263.95	市场收益率Rm		9.77%
	9.45%	169.89	178.95	190.82	207.05	230.57	公司特有风险		0.00%
	9.95%	156.64	164.02	173.54	186.25	204.09	股权投资成本 (Ke)		8.46%
	10.45%	144.98	151.04	158.74	168.82	182.60	债务比率D/(D+E)		0.07%
								债务利率rd	
							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、出口代工订单减少，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	1,088	1,965	3,093	4,138	5,645	营业收入	5,312	7,234	11,385	15,143	18,843
应收票据、账款及款项融资	957	1,349	2,028	2,697	3,356	营业成本	3,278	4,134	5,932	7,685	9,392
预付账款	50	100	157	209	260	营业税金及附加	37	54	85	113	141
存货	1,000	1,285	1,844	2,388	2,919	营业费用	1,232	1,561	2,584	3,473	4,352
其他	75	274	306	335	364	管理费用及研发费用	606	709	1,195	1,519	1,850
流动资产合计	3,170	4,973	7,428	9,769	12,545	财务费用	5	63	(16)	(22)	(31)
长期股权投资	175	171	171	171	171	资产、信用减值损失	32	106	43	42	41
固定资产	775	762	809	828	855	公允价值变动收益	3	7	7	7	7
在建工程	5	6	0	0	1	投资净收益	(2)	45	45	45	45
无形资产	89	87	83	79	75	其他	17	69	69	69	69
其他	122	163	157	157	157	营业利润	141	728	1,684	2,453	3,220
非流动资产合计	1,166	1,190	1,220	1,235	1,259	营业外收入	7	5	5	5	5
资产总计	4,336	6,162	8,648	11,004	13,804	营业外支出	3	1	1	1	1
短期借款	195	109	188	109	109	利润总额	144	732	1,688	2,458	3,224
应付票据及应付账款	1,201	2,026	2,908	3,767	4,603	所得税	23	88	253	369	484
其他	436	904	706	706	706	净利润	121	644	1,435	2,089	2,740
流动负债合计	1,832	3,039	3,802	4,582	5,418	少数股东损益	1	3	6	9	12
长期借款	0	0	117	230	366	归属于母公司净利润	121	641	1,429	2,080	2,729
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.21	1.12	2.50	3.63	4.77
其他	14	11	0	0	0						
非流动负债合计	14	11	117	230	366	主要财务比率					
负债合计	1,847	3,049	3,918	4,811	5,784		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	9	12	18	27	39	成长能力					
实收资本(或股本)	564	564	573	573	573	营业收入	-6.7%	36.2%	57.4%	33.0%	24.4%
资本公积	929	940	1,363	1,363	1,363	营业利润	-74.2%	416.1%	131.5%	45.7%	31.2%
留存收益	989	1,630	2,776	4,229	6,046	归属于母公司净利润	-75.1%	431.2%	122.8%	45.6%	31.2%
其他	(6)	(33)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,485	3,113	4,730	6,192	8,020	毛利率	38.3%	42.9%	47.9%	49.3%	50.2%
负债和股东权益总计	4,332	6,162	8,648	11,004	13,804	净利率	2.3%	8.9%	12.5%	13.7%	14.5%
						ROE	4.9%	23.0%	36.6%	38.2%	38.6%
						ROIC	4.7%	23.6%	34.3%	35.7%	36.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	42.6%	49.5%	45.3%	43.7%	41.9%
净利润	121	644	1,435	2,089	2,740	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	69	74	116	127	146	流动比率	1.73	1.64	1.95	2.13	2.32
财务费用	5	63	(16)	(22)	(31)	速动比率	1.15	1.18	1.43	1.57	1.74
投资损失	2	(45)	(45)	(45)	(45)	营运能力					
营运资金变动	121	396	(687)	(478)	(474)	应收账款周转率	5.8	6.5	6.9	6.4	6.2
其它	(56)	64	57	34	33	存货周转率	2.9	3.4	3.5	3.4	3.3
经营活动现金流	262	1,197	860	1,705	2,370	总资产周转率	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
资本支出	(296)	(43)	(146)	(142)	(170)	每股指标(元)					
长期投资	(26)	3	0	0	0	每股收益	0.21	1.12	2.50	3.63	4.77
其他	(26)	(160)	53	53	53	每股经营现金流	0.46	2.12	1.50	2.98	4.14
投资活动现金流	(348)	(200)	(93)	(89)	(118)	每股净资产	4.33	5.42	8.23	10.77	13.94
债权融资	(7)	(4)	117	113	136	估值比率					
股权融资	0	10	432	0	0	市盈率	1,021.2	192.2	86.3	59.3	45.2
其他	27	(90)	(187)	(684)	(881)	市净率	49.8	39.8	26.2	20.0	15.4
筹资活动现金流	20	(84)	362	(571)	(746)	EV/EBITDA	562.7	139.6	67.7	47.2	36.2
汇率变动影响	10	(34)	-0	-0	-0	EV/EBIT	829.7	152.7	72.4	49.7	37.9
现金净增加额	(56)	878	1,128	1,045	1,507						

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