

## 石头科技 (688169.SH) CES 展发布 Saros 系列新品, 开启扫地机创新纪元

2025 年 01 月 09 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陈怡仲 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790123070024

日期	2025/1/8
当前股价(元)	240.91
一年最高最低(元)	469.99/193.00
总市值(亿元)	445.02
流通市值(亿元)	445.02
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	1.85
近 3 个月换手率(%)	148.31

### ● CES 展发布 Saros 系列新品, 开启扫地机创新纪元, 维持“买入”评级

2025 年 1 月 7 日, 公司在北美 CES 展发布 Saros 系列 Z70、10、10R 三款新品, 在公司成立十周年之际使用了新的系列名, 其中 Saros Z70 搭载可折叠进机身的机械手臂, 能够实现物体抓取和归位, 开启了扫地机器人迈向家庭服务机器人的新纪元。我们认为公司创新实力强劲, 有望在更积极的产品和销售策略下持续拉动份额提升, 不断扩大品牌声量。考虑收入确认节奏, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 21.5/25.0/33.3 亿元 (原值为 21.8/24.9/30.6 亿), 对应 EPS11.65/13.57/18.03 元, 当前股价对应 PE19.1/16.4/12.3 倍, 维持“买入”评级。

### ● Saros Z70 新品搭载机械手臂, 能够创新性的实现障碍物的移除和归位功能

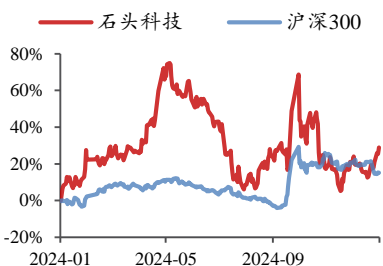
Saros Z70 对应国内的 G30 Space, Saros 10 对应国内 G30, Saros 10R 对应国内 2024 年发布的 G20S Ultra。从新品的区别上看, Saros 10 与国内已发布的 Saros 10R 相比: (1) 双圆盘拖布更换为了平板震动拖布, 因此拖布外扩方案改为常态外延圆盘小拖布; (2) 嵌入式激光雷达方案更换为可升降激光雷达方案; (3) 吸力提升至 22000Pa。除此之外, 其余参数与 Saros 10 保持一致, 例如底盘升降、防缠绕系统及主刷、边刷和拖布三升降系统等。Saros Z70 与 Saros 10 相比: (1) 在维持产品平面平整、厚度仍为 7.98cm 的同时, 新增折叠到机器人主机中的五轴机械臂 OmniGrip™, 可在精密传感器、摄像头和 LED 灯辅助下识别和举起 300 克的物体, 并移动到预编程区域 (例如, 将袜子带到洗衣篮, 将垃圾带到垃圾桶, 将拖鞋带到指定区域等); (2) 吸力提升至 22000Pa, 其余参数一致。

### ● 扫地机器人仍有望持续实现能力边界外扩, 逐渐进化为家庭服务机器人阶段

我们认为当前扫地机器人携带的机械手臂只是发展的第一阶段, 期间扫地机可以实现袜子、大纸团和拖鞋等简单障碍物的拾起和移除功能, 解决了以前在清扫过程中遇到障碍物时需要绕开、从而形成清洁盲区的痛点, 也进一步拓宽了产品能力边界。与此同时, 我们判断机械手臂可以伴随硬件优化、AI 技术发展和算法持续积累下持续进化, 慢慢实现诸如辅助越障、上下楼等功能, 且归位物品的种类也会进一步提升至重量和体积更大的物体, 最终可能进化为家庭服务机器人形态。机械手臂技术需要较深的软硬件技术积累, 从头部厂商的机械臂专利布局看, 2022 年底石头即申请了机械手臂相关专利族合计 16 个, 在头部厂商中居于引领地位。我们认为当前头部厂商已进行过较为长久的扫地机技术积累, 长尾厂商预计难以跟进, 有利于头部厂商持续保持竞争优势, 持续拉动行业集中度提升。

### ● 风险提示: 新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行等。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《收入错期、费用前置下业绩阶段性承压, 看好 2024Q4 内外销实现高增—公司信息更新报告》-2024.10.31

《全球扫地机龙头, 有望在更积极策略下迎来再起航—公司深度报告》-2024.9.11

《2024Q2 业绩超预期中, 盈利能力保持提升—公司信息更新报告》-2024.8.30

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,629	8,654	11,454	15,363	20,327
YOY(%)	13.6	30.5	32.4	34.1	32.3
归母净利润(百万元)	1,183	2,051	2,149	2,503	3,325
YOY(%)	-15.6	73.3	4.8	16.4	32.9
毛利率(%)	49.3	55.1	54.5	54.0	53.5
净利率(%)	17.9	23.7	18.8	16.3	16.4
ROE(%)	12.4	18.0	16.6	16.6	18.5
EPS(摊薄/元)	6.42	11.12	11.65	13.57	18.03
P/E(倍)	34.7	20.0	19.1	16.4	12.3
P/B(倍)	4.3	3.6	3.2	2.7	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 CES 展发布 Saros 系列新品，开启扫地机器人创新纪元 .....	3
2、 预计石头 2024-2026 年收入复合增速超 30%.....	7
3、 盈利预测与投资建议 .....	9
4、 风险提示 .....	9
附：财务预测摘要 .....	10

## 图表目录

图 1： 石头科技主展台的外形以科技元素为主.....	3
图 2： CES 展会中有 Saros 10/10R 专门的演示区域.....	3
图 3： CES 展会中，顶流 Saros Z70 人气较高，有最大的演示区域 .....	4
图 4： CES 展发布 Saros 系列新品，开启扫地机器人创新纪元.....	5
图 5： Saros Z70 能抓取不超过 300g 的物体 .....	5
图 6： Saros Z70 能实现大块垃圾清理、物品归位等功能 .....	5
图 7： 扫地机器人仍有望持续实现能力边界外扩，逐渐进化为家庭服务机器人阶段 .....	6
图 8： 机械手臂技术需要较深的软硬件技术积累，石头的专利布局相对成熟.....	6
图 9： 公司国内外战报显示 GMV 取得快速增长 .....	7
图 10： 预计 2024Q4&2025Q1 收入增长 50%以上 .....	7
图 11： 公司近期加大费用投放下，有较多出圈的营销动作.....	8
图 12： 我们预计在更积极的投放策略和产品策略下，2025-2026 年收入复合增速与在 30%以上.....	8
图 13： 2024Q4 起净利率预计随费用投放效率提升而触底企稳.....	8



## 1、CES 展发布 Saros 系列新品，开启扫地机器人创新纪元

2025 年 1 月 7 日，石头科技在 CES 展中发布搭载机械手臂的新品 Saros Z70，以及 Saros 10/10R 共计三款产品，其中 Saros Z70 对应国内的 G30 Space，Saros 10 对应国内 G30，Saros 10R 对应国内 G20S Ultra。

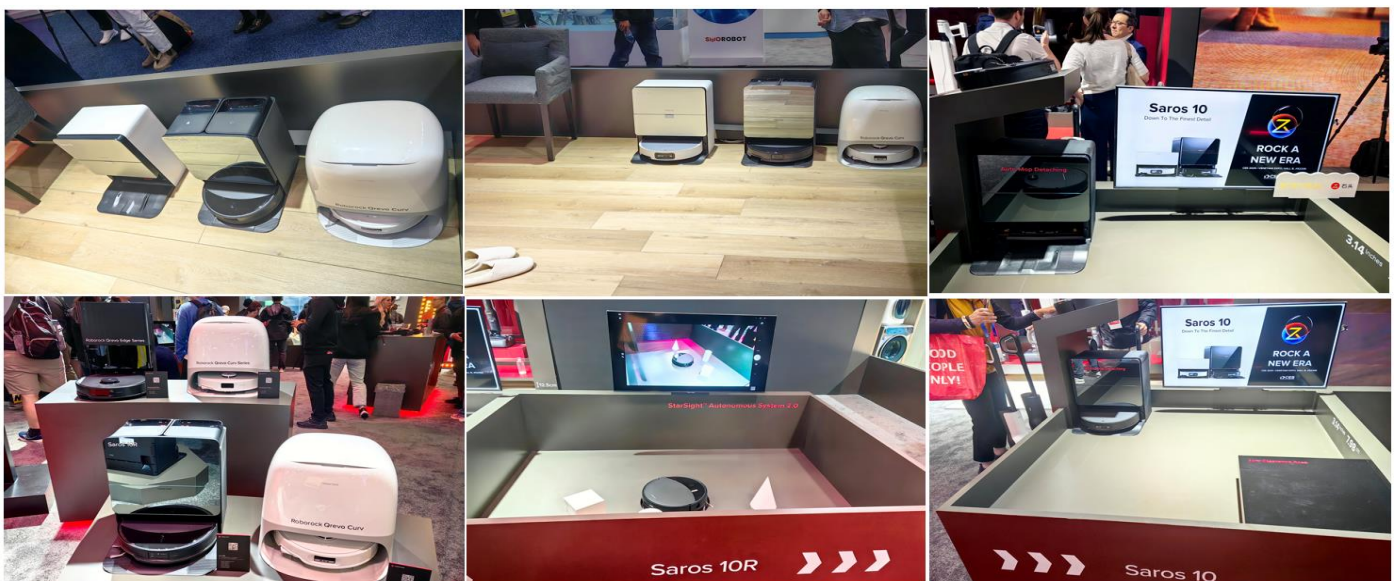
图1：石头科技主展台的外形以科技元素为主



资料来源：开源证券研究所

从功能上看，Saros 10 与国内已发布的 G20S Ultra 相比：（1）双圆盘拖布更换为了平板震动拖布，因此可伸缩拖布外扩功能改为常态外延圆盘小拖布；（2）嵌入式激光雷达方案更换为可升降激光雷达方案；（3）吸力提升至 22000Pa。

图2：CES 展会中有 Saros 10/10R 专门的演示区域



石头Saros 10R展台及演示台实拍

石头Saros 10展台及演示台实拍

资料来源：开源证券研究所



Saros Z70 与 Saros 10 相比: (1)在维持产品平面平整、厚度仍为 7.98cm 的同时，新增折叠到机器人主机中的五轴机械臂 OmniGrip™，可在精密传感器、摄像头和 LED 灯辅助下举起 300 克的物体，并移动到预编程区域（例如，将袜子带到洗衣篮，将垃圾带到垃圾桶，将拖鞋带到指定区域等）。(2) 吸力提升至 22000Pa。

图3: CES 展会中，顶流 Saros Z70 人气较高，有最大的演示区域



石头Saros Z70展台及演示台实拍

资料来源：开源证券研究所

我们认为本次 CES 展中，石头推出的扫地机新品产品力仍然保持引领，其中机械手臂功能有望开启自“随机碰撞到 LDS”后另一个比较大的技术跃迁，引领行业迈入新的创新阶段。我们认为石头等头部厂商在硬软件技术的不断积累和发展下，扫地机器人最终有望进化发展为最终的家庭服务机器人形态。

**图4: CES 展发布 Saros 系列新品, 开启扫地机器人创新纪元**

Roborock							
图片							
型号	Saros Z70	Saros 10	Saros 10R	Qrevo Curv/Edge (右)	Qrevo slim	S8 MaxV Ultra	S8 Max Ultra
美亚售价	/	/	/	\$1,600	\$1,400	\$1,800	\$1,600
上架时间	2025年1月	2025年1月	2025年1月 (国内为2024年9月)	2024年6月	2024年7月	2024年4月	2024年4月
产品类型	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站	全基站
对应国内型号	G30 Space	G30	G20S Ultra	P20 Pro	V20	G20S	
对应国内售价 (国补前)	/	5499/5999 (上下水)	4999/5599 (上下水)	3999/4599 (上下水)	3499/3999 (上下水)	4799/5399 (上下水)	
导航及避障方式	3DToF+RGB摄像头+补光灯+横向结构光	可升降双视野LDS+3D结构光+摄像头+横向结构光	3DToF+RGB摄像头+补光灯+横向结构光	结构光+RGB识别+自动补光	3DToF+RGB识别	LDS+结构光+RGB识别	LDS+结构光
吸力	22000Pa	22000Pa	19000Pa	18500Pa	11000Pa	10000Pa	8000Pa
热水洗拖布	80摄氏度	80摄氏度	80摄氏度	75摄氏度	✓	✓	✓
边角清洁	扫拖双机械臂	边刷可伸缩+常态外延圆盘小拖布	扫拖双机械臂	扫拖双机械臂	扫拖双机械臂	边刷可伸缩+常态外延圆盘小拖布	边刷可伸缩+常态外延圆盘小拖布
集尘桶容积	7周	7周	7周	7周	7周	/	/
机身厚度	7.98cm	7.98cm	7.98cm	10.3cm	8.2cm	10.3cm	10.3cm
越障高度	4cm	4cm	4cm	4cm	2cm	2cm	2cm
脏污检测	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×
视频通话	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
语音控制	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×
接入Google Home	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
组件智控升降	边刷、主刷均支持, 拖布(22mm)三重升降	边刷、主刷均支持, 拖布(22mm)三重升降	边刷、主刷均支持, 拖布(22mm)三重升降	整体抬升10mm, 其中拖布抬升17mm	10mm拖布抬升	✓	✓
亮点	配备机械手臂OmniGrip™, 可举起重达300克的物体, 并移动到预编程区域	平板震动拖布	顶配旗舰	质价比款	超薄机身		

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

**Saros Z70 的机械手臂能够抓取不超过 300g 的物品, 实现大块垃圾清理、物品归位等功能。**在清扫过程中, Saros Z70 会首先检测并标记它可以举起的物体, 然后第二次返回遗漏的区域, 举起物体后进行盲区打扫, 随后完成物品归位。除了可以识别预编程的 108 个对象外, Saros Z70 还可以通过定制的人工智能驱动识别技术, 使用户能够在应用程序中定义和标记多达 50 个新对象, 以实现个性化交互和增强功能。例如, 通过预设制脏衣篓、鞋架和垃圾桶的位置, 并标记诸如拖鞋、纸团、毛巾等物品, 实现大块垃圾清理、物品归位等功能。

**图5: Saros Z70 能抓取不超过 300g 的物体**


资料来源: 公司官网

**图6: Saros Z70 能实现大块垃圾清理、物品归位等功能**


资料来源: 公司官网

扫地机器人仍有望持续实现能力边界外扩, 逐渐进化为家庭服务机器人阶段。我们认为当前扫地机器人携带的机械手臂只是发展的第一阶段, 期间扫地机可以实现袜子、大纸团和拖鞋等简单障碍物的抬起和移除功能, 解决了以前在清扫过程中遇到障碍物时需要绕开、从而形成清洁盲区的痛点, 也进一步拓宽了地面清洁功能外的能力边界。与此同时, 我们判断机械手臂可以持续进化, 预计发展到第二个阶段后, 伴随硬件优化、AI 技术的发展和算法持续积累, 可以实现诸如辅助越障、上

下楼等功能，且归位物品的种类也会进一步提升至重量和体积更大的物体。第三个阶段可能可以进化为家庭服务机器人形态。

图7：扫地机器人仍有望持续实现能力边界外扩，逐渐进化为家庭服务机器人阶段



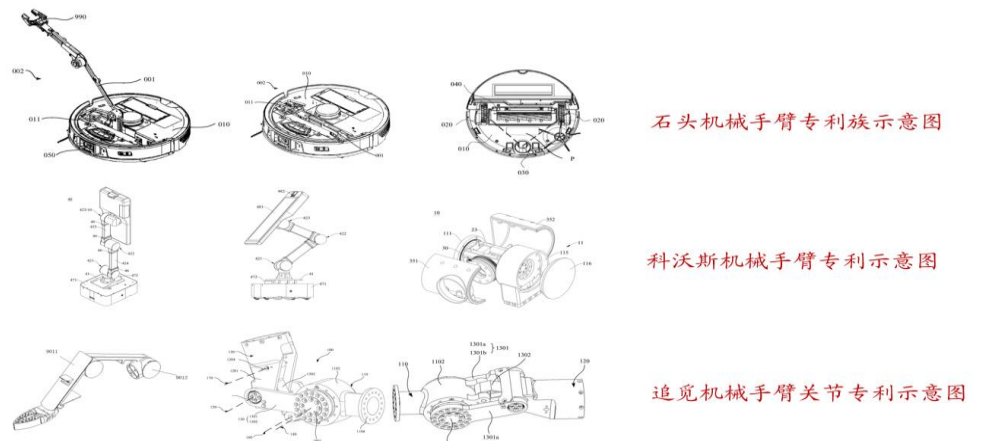
资料来源：摄图网、开源证券研究所

机械手臂技术需要较深的软硬件技术积累，头部厂商均有机械手臂专利布局，石头相对成熟。当前石头发布的机械手臂扫地机新品 Saros Z70 机身厚度仍然只有 7.98cm，且机身保持平整，并在此基础上非常完美的适配了机械手臂，能够通过预编程和自定义能力完成多项简单任务，充分体现了扫地机器人软硬件结合的特点，预计技术壁垒较高，对算法和硬件的技术积累有一定要求。

根据国家知识产权局，2022 年底石头申请了名为“机械关节、机械臂和自移动清洁设备”的实用新型专利/发明专利族合计 16 个，详细说明了折叠机械手臂应用于扫地机中的技术方案。此外，追觅也于 2023 年底申请了一个名为“一种机械臂关节、机械臂和仿生机器人”的实用新型专利，主要介绍了机械手臂关节构造，并于 2024 年中申请了“清洁机器人的控制方法和清洁机器人”发明专利族合计两个，介绍了有机械臂的扫地机产品的运行方法。科沃斯也曾于 2022 年底申请过“机械臂系统及其应用的关节装置”专利族合计两个。

我们认为当前头部厂商已进行过较为长久的扫地机技术积累，长尾厂商预计难以跟进，有利于头部厂商持续保持竞争优势，持续拉动行业集中度提升。

图8：机械手臂技术需要较深的软硬件技术积累，石头的专利布局相对成熟



资料来源：国家知识产权局、开源证券研究所



## 2、预计石头 2024-2026 年收入复合增速超 30%

公司收入具有较为明显的大促效应，内外销售业绩集中在双十一/黑五期间释放，公司战报和第三方数据显示，更积极的产品和销售策略下，内外销均实现较快增长。

根据公司海外战报，2024 年黑五期间 Roborock 品牌清洁品类产品销售量达 45 万台。分地区看：(1)德国线上渠道 GMV+38%，德亚市占第一、7 款产品霸榜 Amazon 畅销产品榜单 TOP10、核心渠道市占率超 50%；(2)北美地区渠道 GMV/线上 GMV/官方商城 GMV 同比分别+330%/+63%/+68%；(3)北欧整体/北欧 800+价格段 GMV 同比分别+42%/+94%，核心渠道市占率超 90%；(4)澳洲/中东/韩国 GMV 同比分别+270%/+75%/+32%，韩国电商年度大促 GMV 第一、新加坡双平台 GMV 第一。

根据公司内销战报，2024 年双十一期间（10.7-11.3）石头奥维口径线上全渠道位居清洁电器品牌 Top1、洗衣机黑马品牌 Top1。分渠道看，双十一期间（10.1-11.11）：(1)京东：全品类+196%（销额同比，下同），其中扫地机+239%、洗衣机+282%。扫地机 P20 Pro 获得 10 月扫地机金榜&热卖榜 Top1、A30 Pro 获扫地机新品销额 Top1，Z1 在 12kg 洗衣机品类中获 Top2（10.7-11.3）；(2)天猫：洗衣机+408%，扫地机净销额品牌榜（10.14-11.11）&店铺榜 Top1、扫地机品牌榜 Top3；(3)抖音：扫地机+105%，扫地机+2532%、洗衣机+12672%。

从第三方数据看，根据奥维云网，2024Q4 累计（2024W40-W51，对应时间段 9 月 30 日-12 月 22 日）看，石头扫地机线上渠道销额同比+106%，其中量/价同比分别+106%/+0.05%，扫地机线上渠道销额同比+236%，其中量/价同比分别+292%/-14%。根据久谦数据，2024Q4 累计（M10-11）看，美亚/德亚销额同比分别+24%/+15%。

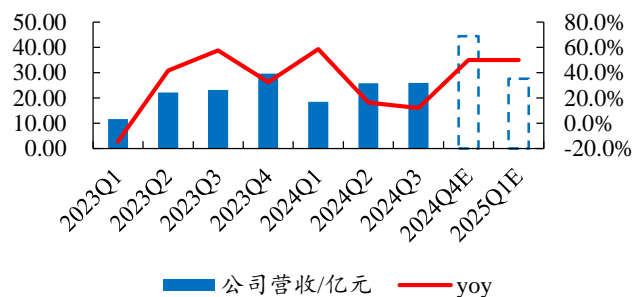
我们预计在更积极的销售和产品策略下，公司 GMV 有望实现较快增长，考虑到热销导致收入确认时点不同步的因素，预计 2024Q4&2025Q1 收入增长 50%以上。与此同时，2025Q2 起公司进入收入低基数，预计也能够保持较快的收入增速。

图9：公司国内外战报显示 GMV 取得快速增长

地区	国内			北美			
	渠道	京东	天猫	抖音	渠道	线上	官方商城
战报		全品类销额同比+196%，其中扫地机+239%、洗衣机+282%。	洗衣机+408%	扫地机+105%，扫地机+2532%、洗衣机+12672%	增速330%	增速63%	增速68%
地区	亚太及其他			欧洲			
	韩国	新加坡	澳洲	中东	德国	北欧	
战报	增速+32%，电商大促GMV第一	双平台GMV第一	增速+270%	增速+75%	线上增速+38%，德亚市占第一，核心渠道超50%	整体800+价格段GMV同比分别+42%/+94%，核心渠道市占率90%+	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图10：预计 2024Q4&2025Q1 收入增长 50%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为收入实现较快增长的原因主要源于更积极的策略，包括加大费用投放以及拓宽产品价格带两方面。

在费用投放方面，我们预计渠道销售费用的投放的主要区域包括高毛利率的美亚、占比逐步提升的欧亚，以及欧洲线下渠道。品牌端的投放方面，近期石头策划了多起较为出圈的营销事件，例如“扫地机上太空”、“烘干一座城”等，同时也与瑞典乒乓球明星莫雷高德代言，巩固海外优势市场。我们认为石头在费用投放上有的放矢，韩国和北欧等高市占率的地方投放较少，但在德国等竞争激烈的地方花的

多，力求达到较高的费用投放效率。

在拓宽价格带方面，石头没有采取老品降价的方式覆盖更多的人群，而是通过推出更宽价格带的新品，当前的价格覆盖 140-1800 美金区间。低端新品多复用老品模具后增删功能，不需要重新开模，因此毛利率也能维持在较高的水平。推出低价格段产品能够更好覆盖北美线下、西南欧等地区，以美亚为例，2025 年 1 月 8 日下午，我们观察到以销量为排名依据的美亚 bestseller 排行榜中，前十名产品均价为 252 美金，最低价格的产品为石头 Q5 Pro，售价仅为 139.99 美金。此外，石头 Q5 Max+ 售价 409.99 美金，排名第 11。又如，黑五期间北欧核心渠道市占率已经超过 90%，我们认为主要原因就是代言人效应+低价格带产品的推出覆盖了更多消费人群。

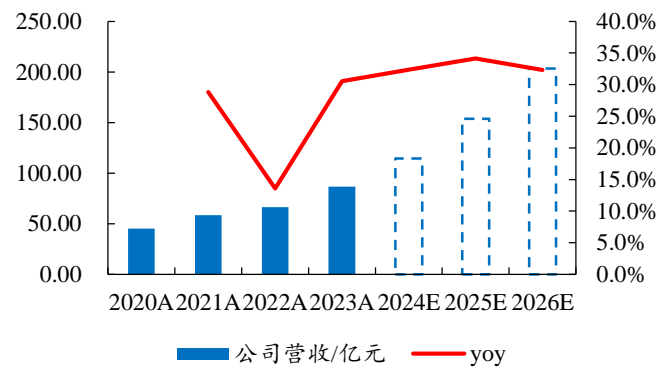
我们预计在更积极的投放策略和产品策略下，2025-2026 年收入复合增速与在 30% 以上，进一步巩固公司扫地机龙头地位，持续提升品牌影响力。

图11：公司近期加大费用投放下，有较多出圈的营销动作



资料来源：公司官网、开源证券研究所

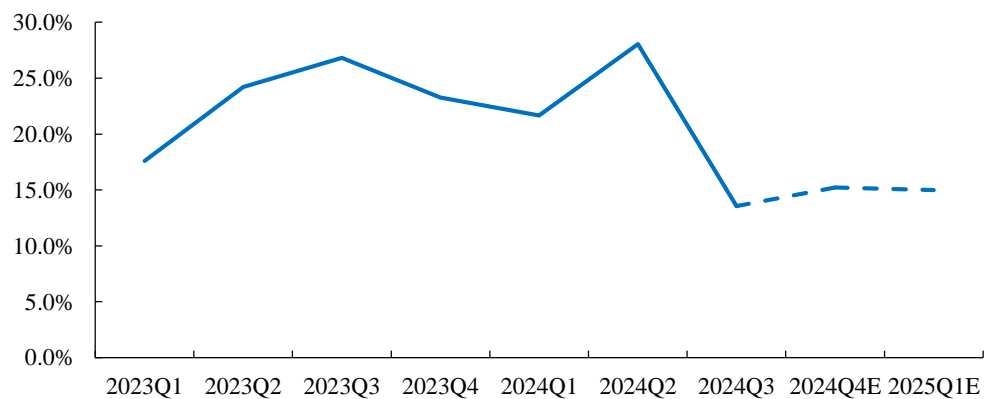
图12：我们预计在更积极的投放策略和产品策略下，2025-2026 年收入复合增速与在 30% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024Q4 起净利率预计随费用投放效率提升而触底企稳。2024Q3-Q4 公司采取了两个季度的饱和营销动作，我们预计主系业务人员摸索高效的投放方式&渠道所致。随着业务人员逐渐掌握投放节奏并优选出高效的投放渠道后，我们预计 2025 年的费用投放效率会更高，在投放节奏和强度持平下，即净利率会企稳至 15% 左右。

图13：2024Q4 起净利率预计随费用投放效率提升而触底企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所



### 3、盈利预测与投资建议

我们认为公司创新实力强劲，有望在更积极的产品和销售策略下持续拉动份额提升，不断扩大品牌声量，考虑收入确认节奏，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 21.5/25.0/33.3 亿（原值为 21.8/24.9/30.6 亿），对应 EPS11.65/13.57/18.03 元，当前股价对应 PE19.1/16.4/12.3 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行风险等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7286	8897	9867	13345	15398	<b>营业收入</b>	6629	8654	11454	15363	20327
现金	1804	893	1673	3904	5372	营业成本	3363	3883	5212	7067	9452
应收票据及应收账款	328	275	518	548	861	营业税金及附加	33	75	70	93	131
其他应收款	61	693	305	1034	737	营业费用	1318	1817	2692	3841	5041
预付账款	43	63	77	110	137	管理费用	141	211	292	392	508
存货	694	928	1249	1703	2245	研发费用	489	619	939	1252	1626
其他流动资产	4356	6045	6045	6045	6045	财务费用	-106	-139	-93	-198	-299
<b>非流动资产</b>	3547	5480	5634	5957	6484	资产减值损失	-66	-148	-137	-224	-270
长期投资	21	20	20	20	19	其他收益	61	121	127	60	118
固定资产	1315	1286	1350	1541	1885	公允价值变动收益	-64	114	45	50	50
无形资产	7	18	19	20	20	投资净收益	33	62	80	64	50
其他非流动资产	2205	4155	4245	4377	4560	资产处置收益	-6	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	10833	14377	15502	19302	21882	<b>营业利润</b>	1344	2317	2430	2846	3782
<b>流动负债</b>	1204	2879	2469	4149	3789	营业外收入	6	3	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	1125	2645	2251	<b>利润总额</b>	1349	2320	2434	2850	3785
其他流动负债	502	1380	1344	1505	1538	所得税	166	269	285	347	460
<b>非流动负债</b>	72	116	116	116	116	<b>净利润</b>	1183	2051	2149	2503	3325
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	72	116	116	116	116	<b>归属母公司净利润</b>	1183	2051	2149	2503	3325
<b>负债合计</b>	1276	2995	2585	4266	3905	EBITDA	1391	2409	2645	3058	4006
少数股东权益	1	1	1	1	1	EPS(元)	6.42	11.12	11.65	13.57	18.03
股本	94	131	184	184	184						
资本公积	5096	5162	5109	5109	5109	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
留存收益	4423	6234	8168	10421	13413	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	9556	11381	12916	15036	17977	营业收入(%)	13.6	30.5	32.4	34.1	32.3
<b>负债和股东权益</b>	10833	14377	15502	19302	21882	营业利润(%)	-15.9	72.4	4.9	17.1	32.9
						归属于母公司净利润(%)	-15.6	73.3	4.8	16.4	32.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	49.3	55.1	54.5	54.0	53.5
						净利率(%)	17.9	23.7	18.8	16.3	16.4
						ROE(%)	12.4	18.0	16.6	16.6	18.5
						ROIC(%)	56.6	102.1	79.9	95.4	79.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	11.8	20.8	16.7	22.1	17.8
						净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-12.9	-25.9	-29.9
						流动比率	6.1	3.1	4.0	3.2	4.1
						速动比率	5.0	2.4	3.0	2.5	3.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
						应收账款周转率	29.3	28.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.4	3.5	7.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	6.42	11.12	11.65	13.57	18.03
						每股经营现金流(最新摊薄)	6.07	11.85	8.36	15.46	12.34
						每股净资产(最新摊薄)	51.81	61.70	70.02	81.51	97.46
						<b>估值比率</b>					
						P/E	34.7	20.0	19.1	16.4	12.3
						P/B	4.3	3.6	3.2	2.7	2.3
						EV/EBITDA	25.4	14.6	13.0	10.5	7.6

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1120	2186	1542	2853	2276
净利润	1183	2051	2149	2503	3325
折旧摊销	96	116	185	228	296
财务费用	-106	-139	-93	-198	-299
投资损失	-33	-62	-80	-64	-50
营运资金变动	-216	74	-549	455	-914
其他经营现金流	195	146	-71	-71	-82
<b>投资活动现金流</b>	-505	-2348	-215	-437	-723
资本支出	255	248	340	552	823
长期投资	-384	-2258	0	0	0
其他投资现金流	134	157	125	114	100
<b>筹资活动现金流</b>	-202	199	-547	-184	-86
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	27	38	53	0	0
资本公积增加	38	65	-53	0	0
其他筹资现金流	-267	96	-547	-184	-86
<b>现金净增加额</b>	433	48	780	2231	1467

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

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

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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



## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

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

### 北京

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

### 西安

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