



证券研究报告
(优于大市, 维持)

石头科技深度报告: 扫地机器人的行业新贵, α 与 β 的共同进击

陈子仪 SAC执业证书编号: S0850511010026

刘璐 SAC执业证书编号: S0850519100003

2020-10-20

我们从行业 β 与公司 α 的角度分析石头科技的增长空间及其相对优势。

行业 β : 我们认为扫地机器人行业成熟期后的行业销量超过冰洗直指空调，有望成为行业第二个类空调的大单品。

- i) 海外市场基于较好的清洁电器使用习惯和传统，空间大、渗透快、格局好、利润厚。
- ii) 国内市场长期看空间广阔，行业竞争分化，头部品牌持续“推新卖贵”，产品创新驱动行业持续增长。

公司 α :

- i) 海外渠道扩张。
- ii) 国内结构升级+品类扩张。

➤ 行业 β :

- 行业空间大，内生增长率高

➤ 公司 α :

- 海外：渠道扩张带动收入快速提升
- 国内：均价提升+品类扩展助力基本盘扎实

市场空间大于冰洗，直指空调!

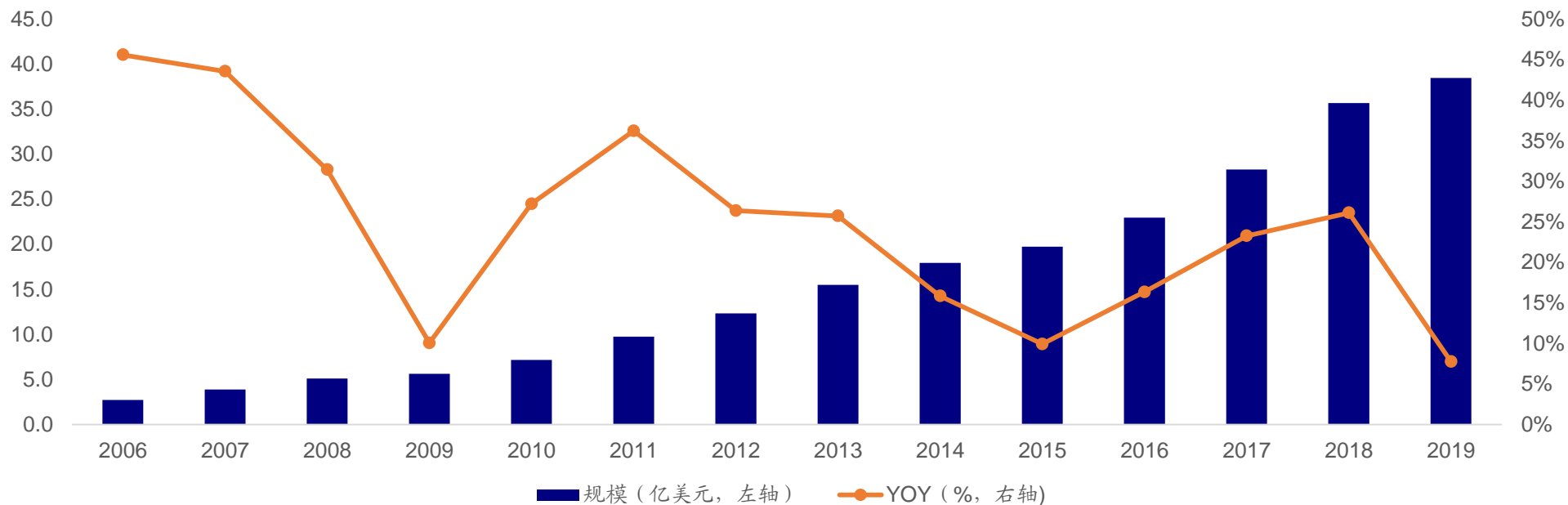
- 海外：空间大，渗透快，格局好，利润厚
- 国内：长期空间可观，龙头持续“推新卖贵”

有望成为类空调的超级大单品，仍处快速成长期



下一个有望比肩空调的大单品----扫地机器人。扫地机器人在功能上将消费者的双手从繁重家务中解脱出来，我们认为其发展可类比于洗衣机的普及。同样作为解放劳动力双手的家电，洗衣机的发展即经历了从“家庭可选”到“家庭必需”的过程，而目前扫地机器人产品的不断进步，则在推动其消费者认知及产品渗透率不断提升。从全球角度看，据euromonitor数据，扫地机器人在2019年之前行业规模年增速均在双位数，过去五年（2015-2019年）复合增速仍高达18%，是仍处于成长期的家电品类。

图 全球扫地机器人市场规模及增速



有望成为类空调的超级大单品，仍处快速成长期



我们以主要发达国家人口及户数规模来测算最终形态下扫地机器人的市场空间。在最终渗透率达50%，更新周期为3年的假设下，海外主要发达地区更新常量可近8000万台，整体已经接近空调亿台规模的水平，因此我们认为扫地机器人有望成为类空调的超级大单品。

图 海外主要发达国家及地区市场空间测算

地区	人口规模 (百万)	平均户数 (万)	渗透率假设	更新周期假设 (年)	最终更新常量 (万台)
北美	328.2	13130	50%	3	2188
英国	66.8	2673	50%	3	446
欧元区(百万人)	342.8	13712	50%	3	2285
俄罗斯	146.8	5871	50%	3	979
日韩	178.9	7156	50%	3	1193
澳大利亚	25.2	1007	50%	3	168
新马泰	95.0	3798	50%	3	633
总计					7891

海外具备扩张空间，成熟市场渗透率仍可大幅提升

从全球市场来看，扫地机器人在欧洲及北美的销售额占据全球市场的半壁江山，2019年北美及西欧销售额合计占比达47%。海外在吸尘器为主的清洁电器方面有较为深厚的消费者使用习惯，美国吸尘器保有量甚至超过户均一台。而目前扫地机器人与吸尘器的年销量差距仍较大，我们认为品类整体仍有较大拓展空间。

图 2019年吸尘器及扫地机器人销量对比(万台)

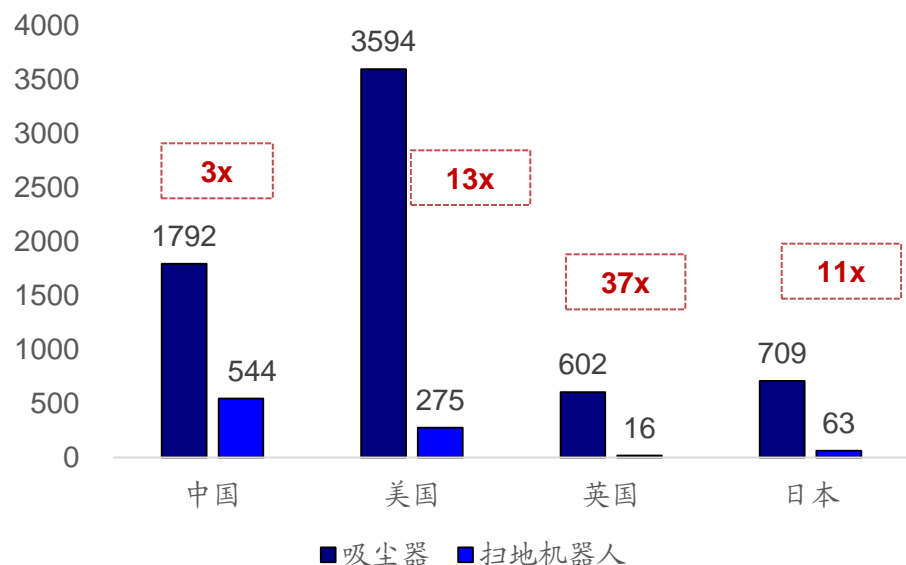
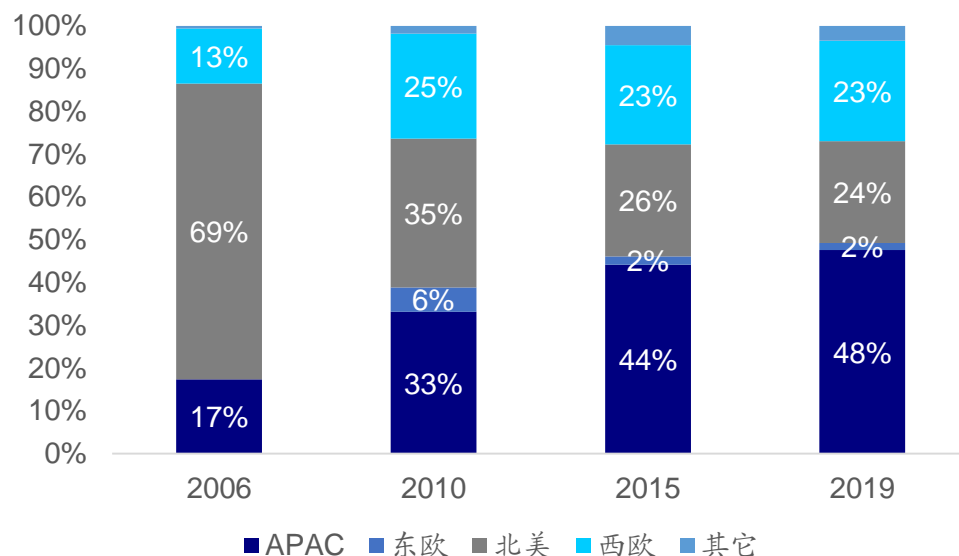


图 分地区扫地机器人市场规模占比情况



海外具备扩张空间：北美

从2019年数据来看，北美市场占据全球总市场的接近四分之一。根据欧睿数据，2011年以来北美地区的扫地机器人行业均为正增长，且其中7年的行业增速均在双位数。格局来看，iRobot的Roomba扫地机器人独占鳌头，市场份额达67%，位于第二梯队的Neato、shark及科沃斯等则占据个位数份额。我们认为：iRobot在北美地区的龙头地位和品牌沉淀难以撼动，但二线品牌份额仍低，具备进步空间。线下市场被大KA把持的情况下，线上亚马逊/跨境电商成为国内扫地机器人突围北美市场非常好的切入点。

图 北美市场扫地机器人销售规模及增速

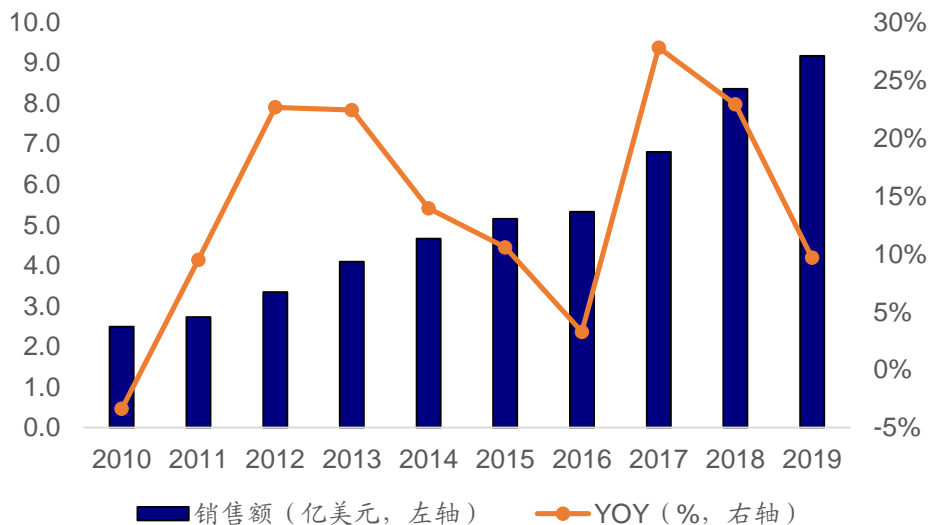
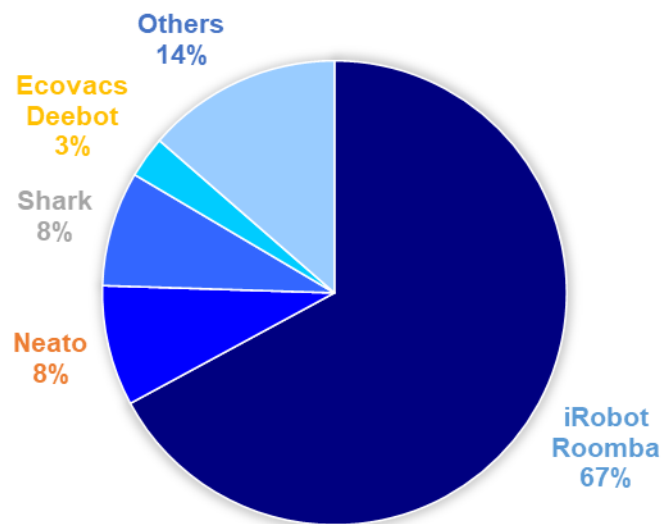


图 北美市场扫地机器人品牌格局 (2019)



海外具备扩张空间： 西欧

西欧地区整体市场规模与北美相差不大。2019年销售规模约9.0亿美元，同比增长9%。但由于内部市场并非铁板一块，西欧市场的扫地机器人品牌格局相对分散，品牌数量显著多于北美地区。除龙头iRobot占据32%的市场份额外，占据个位数市场份额的品牌亦有十余个。我们认为欧洲市场的品牌分散给予有产品力的品牌更好的突围机会，采取“逐点击破”的方式进行市场拓展。

图 西欧市场扫地机器人销售规模及增速

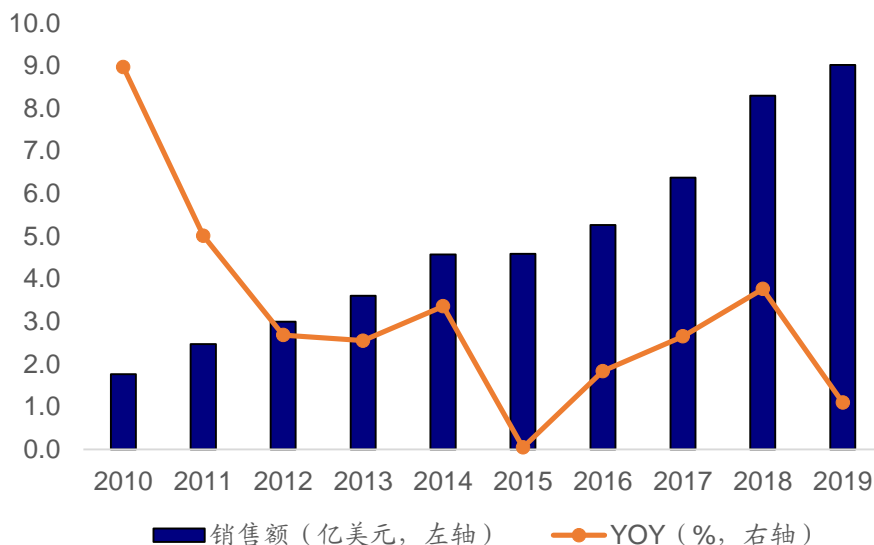
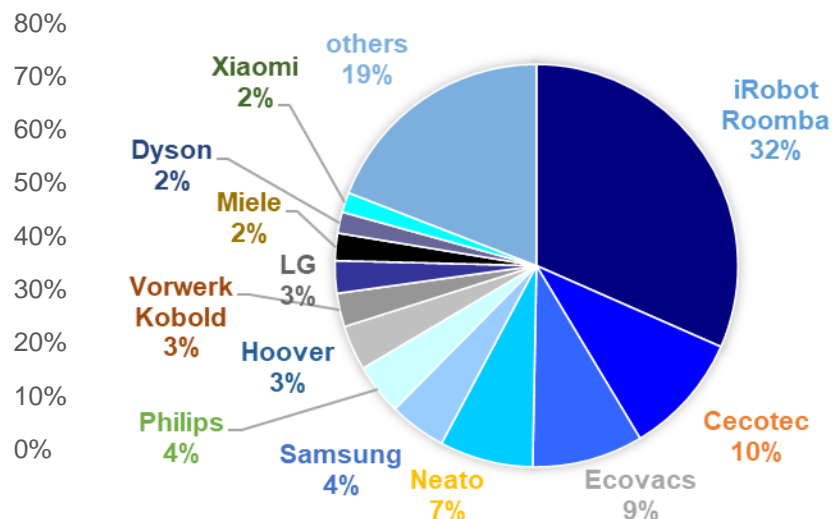


图 西欧市场扫地机器人品牌格局 (2019)



海外具备扩张空间：空间及增速测算



我们以海外最终耗时15年达到50%渗透率来假设计算，行业最终进入完全更新需求对应的年增速分别为：美国15%、英国25%、欧元区16%。

表 扫地机器人海外主要地区空间及增速测算及敏感性分析

渗透率假设	50%				
达成年份假设(年)	15				
更新周期假设(年)	3				
	人口规模(百万人)	平均户数(万户)	对应销量(万台)	2019年销量(万台)	年增速
美国	328.2	13130	2188	274.5	14.8%
英国	66.8	2673	446	16.26	24.7%
欧元区	342.8	13712	2285	238.4	16.3%

渗透率敏感性分析(假设15年达成)

	30%	40%	50%	60%
美国	11.0%	13.1%	14.8%	16.2%
英国	20.5%	22.9%	24.7%	26.2%
欧元区	12.4%	14.5%	16.3%	17.7%

达到渗透率所需时间敏感性分析(假设达50%)

	10年	15年	20年	25年
美国	23.1%	14.8%	10.9%	8.7%
英国	39.2%	24.7%	18.0%	14.2%
欧元区	25.4%	16.3%	12.0%	9.5%

海外龙头iRobot份额流失但增长稳健

从全球扫地机器人龙头iRobot的经营情况来看，据欧睿数据，近年来iRobot在全球市场的份额均有所下滑，欧洲及美国地区份额流失较多，尽管如此，公司收入规模依然维持了双位数以上的复合增长。一方面，全球龙头的份额流失但收入增长证明行业增长韧性十足；另一方面，流失的份额对应着国内成长期扫地机器人企业的份额提升。

图 IROBOT收入规模及增速

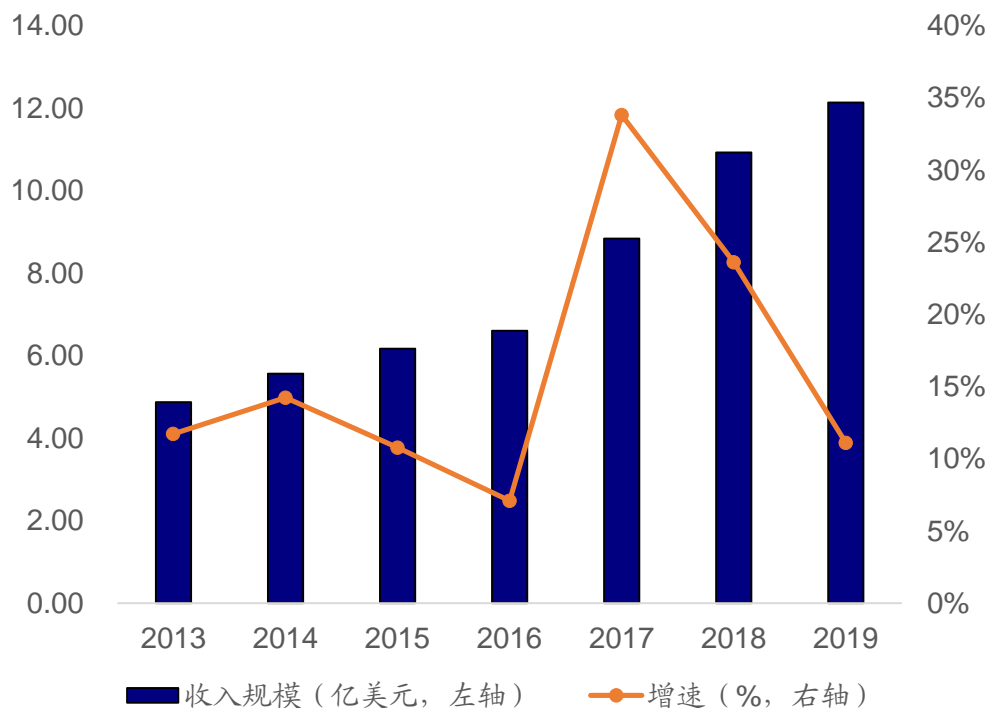
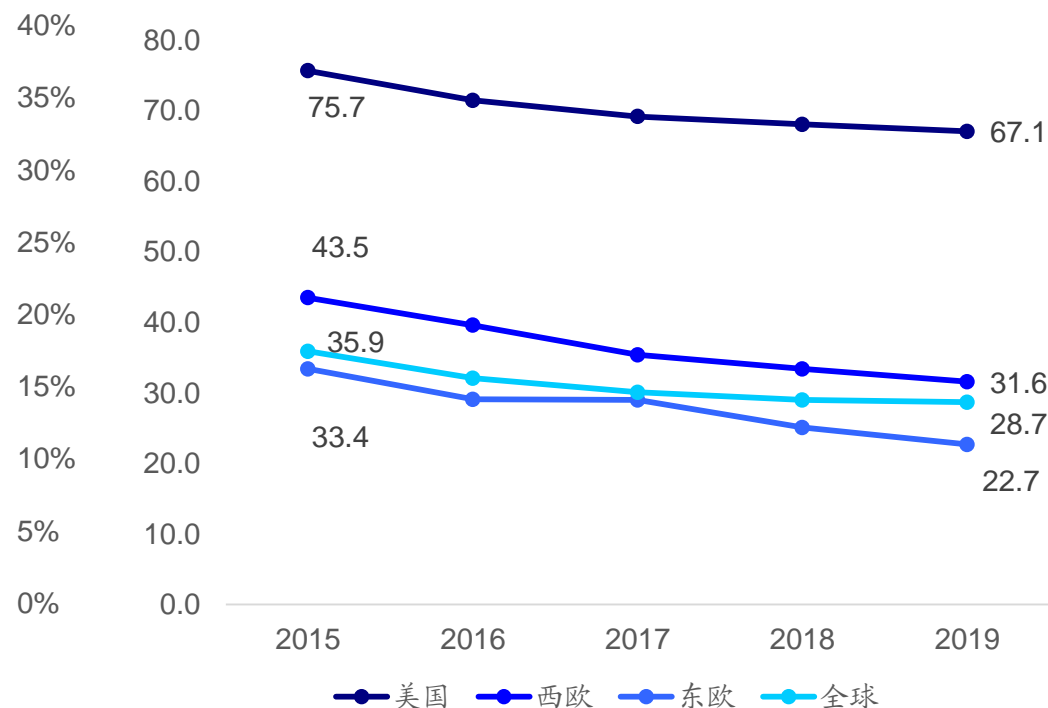


图 IROBOT近年份额不断流失 (%)



海外均价高于国内，利润空间更大

海外均价显著高于国内均价。据欧睿数据，2019年扫地机器人在东欧，北美及西欧地区均价均超过300美元，比国内均价高约50%。从石头扫地机器人出口及国内定价来看，国内旗舰机T7售价约2499元，T7pro售价3299元，海外对应旗舰款S6定价599美金，折合人民币约4200元。S6 MAX定价749美金，折合人民币约5250元。海外产品定价更高，利润更厚。

图 2019年分地区扫地机器人均价（美元）

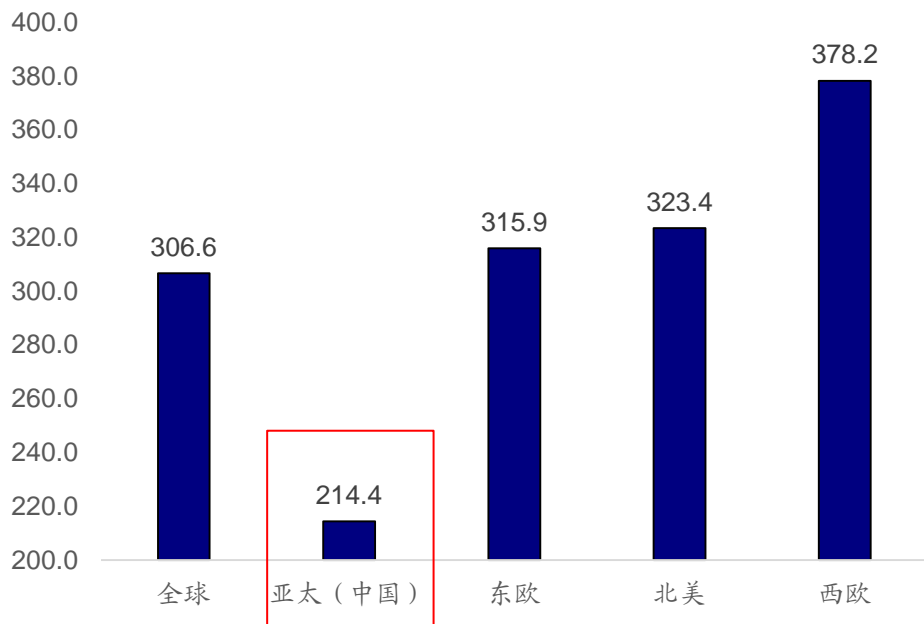
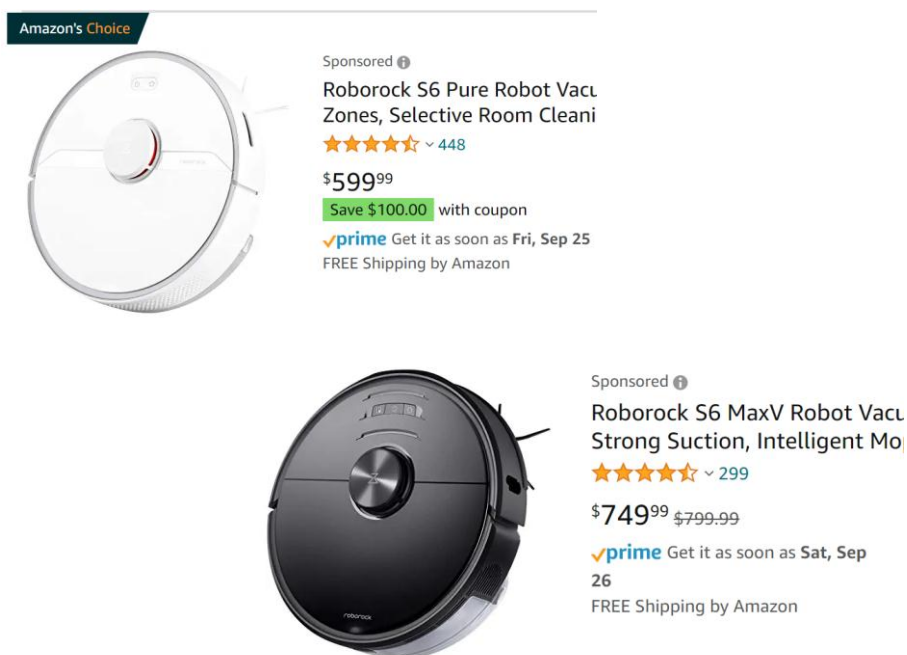


图 石头海外旗舰机S6/S6 Max定价



国内长期空间仍然可观

从区域销售占比数据来看，国内扫地机器人行业蓬勃发展，近10年中国区规模及增速不断上行带动了亚太区占比及增速的上行。我们假设国内扫地机器人最终渗透率达30%，若以10年去达成该目标，则对应的未来十年行业复合增速为18%；假设最终渗透率达50%，若以15年去达成该目标，则对应的未来十年行业复合增速为15%。

表 扫地机器人国内空间及增速测算及敏感性分析

2019年销量 (万台)	存量 (万台)	家庭数 (万户)	渗透率	最终渗透率	最终更新常量(万台)
543.6	1948	28001	7.0%	50%	4667

2020-2029年复合增速		最终渗透率						
		30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
达成所需 年份 (年)	5	39%	43%	47%	51%	54%	57%	59%
	10	18%	20%	21%	23%	24%	25%	26%
	15	12%	13%	14%	15%	15%	16%	17%
	20	9%	9%	10%	11%	11%	12%	12%
	25	7%	7%	8%	9%	9%	9%	10%
	30	6%	6%	7%	7%	7%	8%	8%
	35	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%
	40	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
	45	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%

➤ 行业 β :

- 行业空间大，内生增长率高

➤ 公司 α :

- 海外：渠道扩张带动收入快速提升
- 国内：均价提升+品类扩展助力基本盘扎实

石头科技：短时间实现快速成长的行业新贵

石头科技：短时间实现快速成长的行业新贵。石头科技成立于2014年7月，2016年9月公司推出首款产品----小米定制品牌的“米家智能扫地机器人”，2017年9月推出首款自有品牌“石头智能扫地机器人”，2018年3月推出自有品牌“小瓦智能扫地机器人”。公司从作为小米生态链公司依托小米迅速成长，到自主品牌“石头”快速崛起，短时间内即实现了爆发式增长。

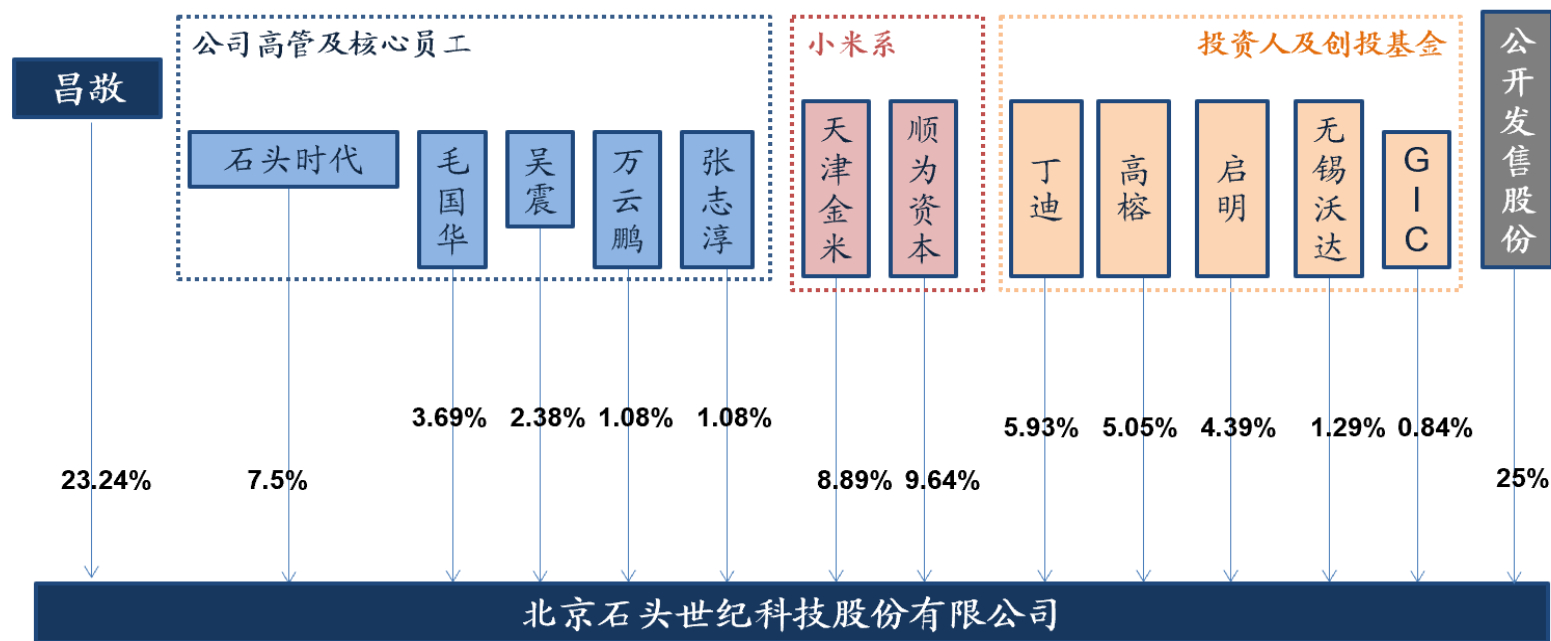


图 石头科技产品发展历程

石头科技：脱胎于小米生态链的创业公司

石头科技脱胎于小米生态链，创始团队“跨界竞争”。实际控制人及创始人昌敬持股**23.24%**，相较一众家族式企业，控股比例并不高。公司核心股东可以划分为三类，一则为以实际控制人昌敬为首的高管及核心员工系，除直接持股的毛国华、吴震、万云鹏、张志淳外，石头时代为公司主要员工持股平台，上市时已通过石头时代对核心员工的股权激励做了一定安排。二则为参股不控股的小米系，天津金米与顺为资本上市时共持股**18.53%**。三则为**GIC**、高榕、启明等战略投资者。

图 石头科技股权结构图



石头科技：短时间实现快速成长的行业新贵



短时间实现收入及利润规模的迅速成长。2020年因为与小米合作的“米家扫地机器人”占比大幅降低，截至20H1的营业收入增速转负。但盈利能力更强的自主品牌成长能力的续接使得公司整体盈利能力仍处于提升通道当中，净利率仍在上提。

图 石头科技营业收入规模及增速

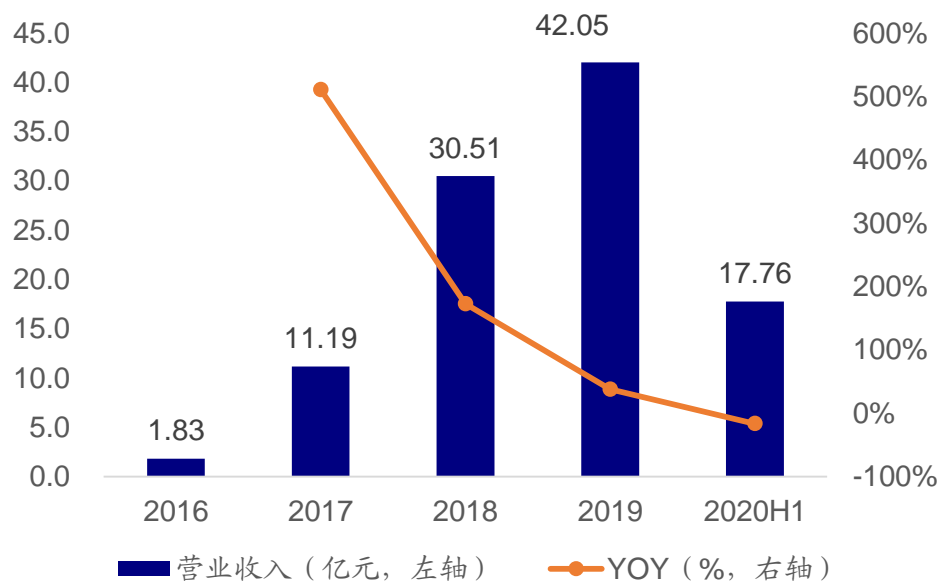
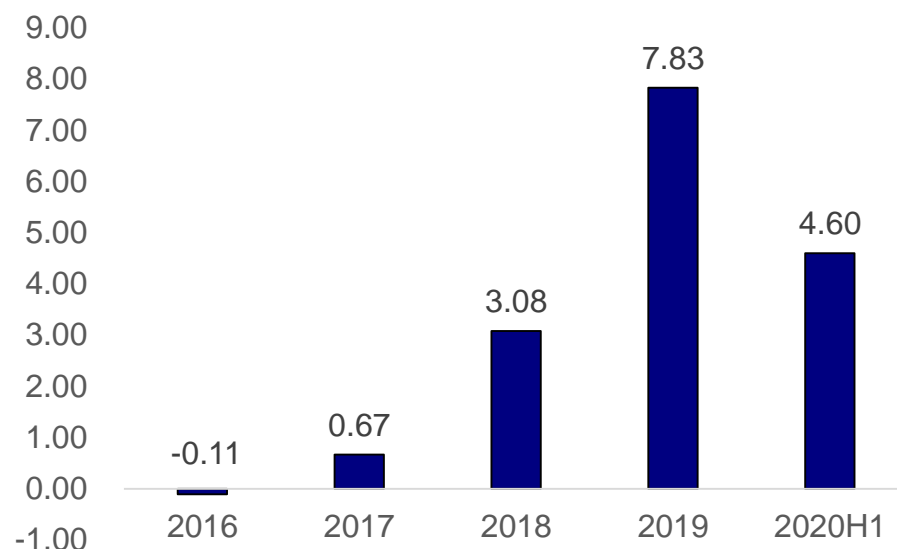


图 石头科技归母净利润规模 (亿元)



α: 海外渠道继续扩张，大有可为

公司不断加大海外渠道的投入。20H1实现境外收入5.6亿元，同比增长210.6%，占收入比重达31.5%，扩张进展顺利。据20H1半年报，公司海外重点发展美国、欧洲及东南亚市场，目前已在美国、日本、荷兰、波兰等地设立了海外公司，2020年受疫情影响海外渠道建设步伐有所放缓，我们预计后续在北美及欧洲市场的渠道拓展仍将进一步加速展开。海外自主品牌丰厚的利润率将带动公司整体净利率维持稳定。

图 自主品牌占比不断上升

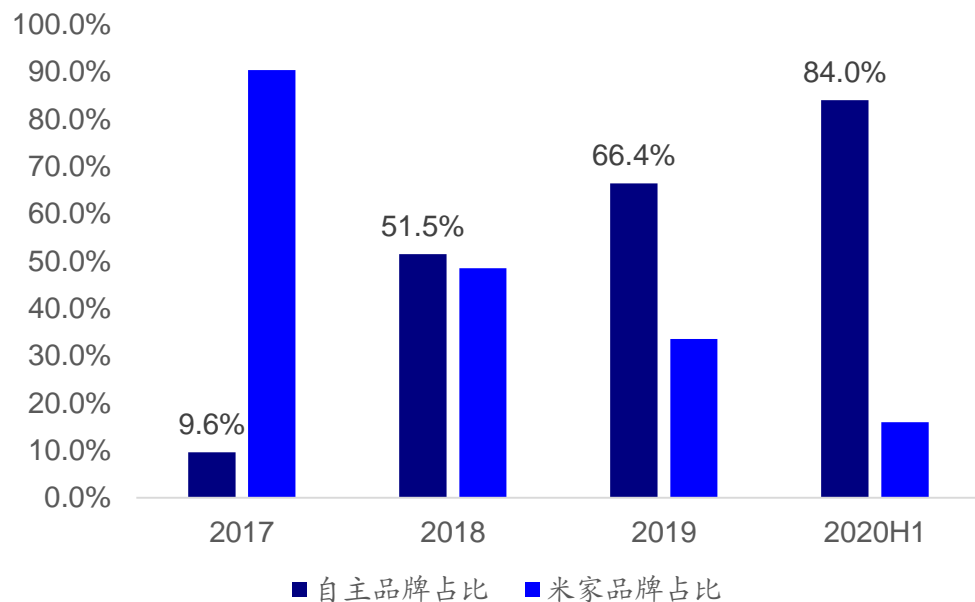
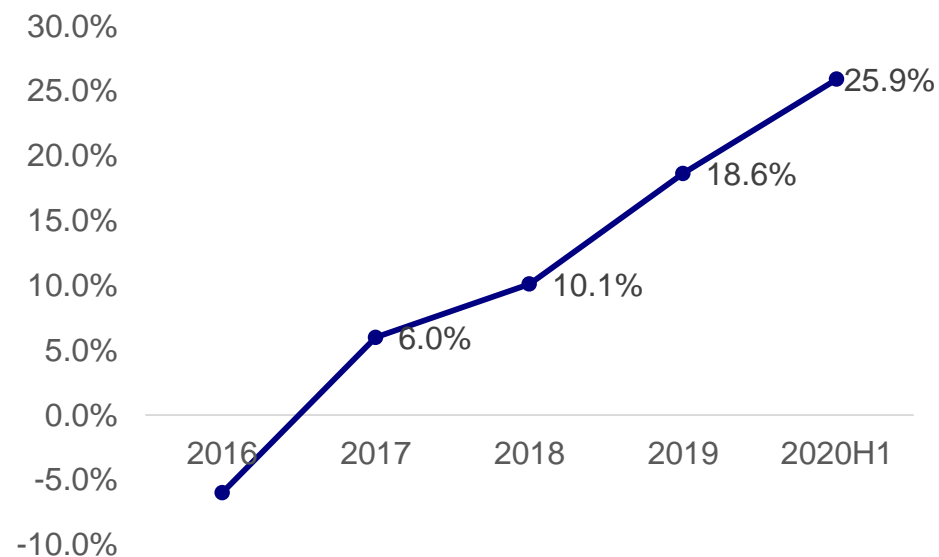


图 自主品牌占比提升推动净利率提升



α: 国内市场龙头持续“推新卖贵”，均价上提

行业整体均价虽有下行，但龙头仍维持了价格的稳定上行，旗舰产品继续“推新买贵”。据淘数据统计，科沃斯及石头品牌的扫地机器人除个别月份促销致同比价格略微下行，其整体均价在2020年基本维持上行趋势，截至20年8月，科沃斯均价同比上行11%，石头均价同比上行6%。

图 科沃斯扫地机器人均价及均价YOY

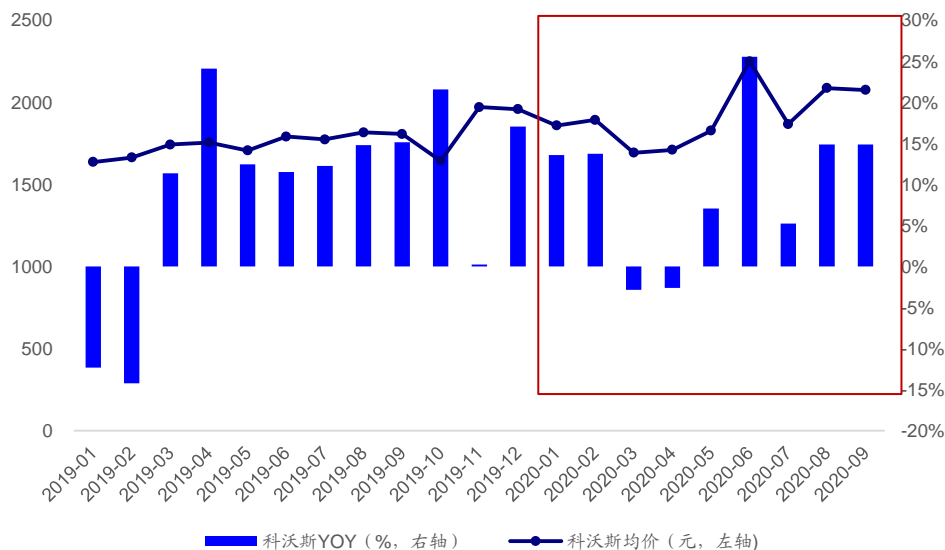
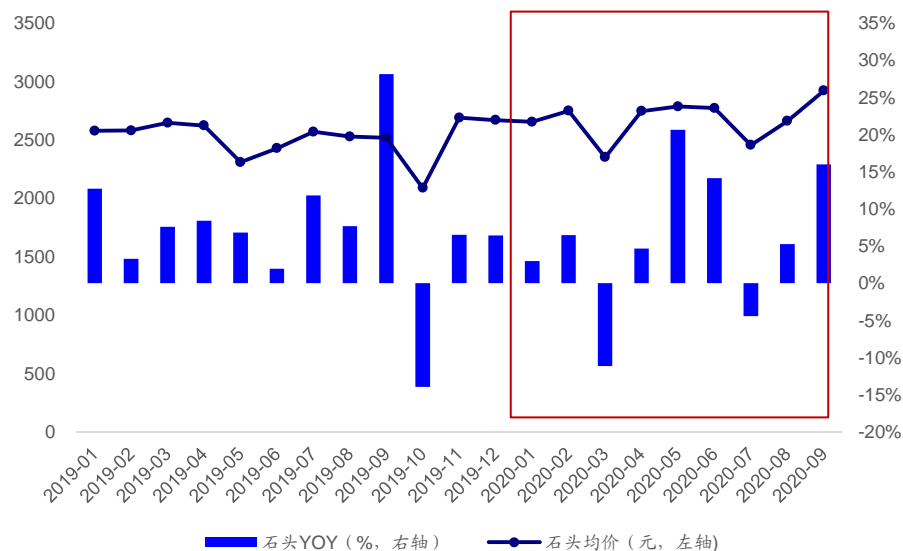


图 石头扫地机器人均价及均价YOY



α: 国内市场龙头持续“推新卖贵”，均价上提

从旗舰新品来看定价趋势，科沃斯2020年主打旗舰新品T8 AIVI及T8 MAX，据官网活动售价基本为3299元及2699元；石头2020年主打的T7Pro及T7活动售价目前则为3299元及2499元，两家公司的旗舰主打产品依然稳站行业高端产品线。













中高端机型		性价比机型	
	科沃斯 地宝T5 MAX 2899RMB		云鲸 J1 4299RMB
	科沃斯 地宝T8 3399RMB		石头 T7 2899RMB
	科沃斯 地宝T8 AIVI 3999RMB		石头 T7 pro 3899RMB
	米家 扫拖机器人 1999RMB		科沃斯 DJ65 2199RMB
	米家 扫拖机器人1C 1299RMB		科沃斯 DJ35 1699RMB
	美的 M7 1799RMB		美的 i5Y 1599RMB

图 电商平台热销主流扫地机器人产品分类

备注：图中价格为产品定价，非活动价
资料来源：淘数据，海通证券研究所

α: 新品类及新渠道有待拓张，成长空间可期

商用产品及手持产品待放量，未来扫地机自清洁产品推出有望继续获取市场份额。公司募投项目中的商用清洁机器人项目投资2.9亿元正在推进中，主要开发面向商用市场的智能清洁机器人，未来放量后有望为公司贡献新的利润增长点。目前除年度旗舰款扫地机器人系列外，公司2020年开始推出无线手持吸尘器产品，拓宽了在清洁电器领域的产品品类。国内吸尘器市场空间仍待挖掘，石头品牌手持未来有望带来增量。

图 石头商用清洁机器人项目安排 (万元)

序号	投资项目	金额	占比	投资进度		
				T1	T2	T3
1	场地购置	13,300.00	46.03%	13,300.00	-	-
2	装修工程	940.00	3.25%	940.00	-	-
3	设备和软件	1,231.24	4.26%	1,231.24	-	-
4	研发投入	13,425.08	46.46%	4,967.00	5,458.50	2,999.58
合计		28,896.32	100.00%	20,438.24	5,458.50	2,999.58

图 石头无线手持产品H6

《向往的生活4》官方指定产品

无线手持吸尘器H6
全能高配
样样强大

✓ 99.97%高效过滤
✓ 150AW强劲吸力

赠

石头手持无线吸尘器H6
强劲高能 轻而有力

¥ 2499 ~~¥ 2699~~

服务: 官方正品 满99元包邮 7天无理由退货

花呗分期 (免手续费)

¥833 * 3期 ¥416.5 * 6期

选择数量

盈利预测与投资建议



我们认为，扫地机器人作为小家电中渗透率低，成长空间大的细分行业，随着未来新中产阶级的崛起和生活水平的不断提升，产品普及率将大概率提升，成熟期后的行业销量超过冰洗直指空调，有望成为行业第二个类空调的大单品。行业 β 的基础上，石头科技基于海外渠道扩张与国内推新卖贵、产品升级及新渠道拓展，形成 α 与 β 的共同进击。我们预计公司20-22年实现EPS17.25元、22.42元及28.44元，同比增长46.9%、30.0%及26.8%。公司2020年受疫情及小米“断供”影响业绩，因此我们切换估值至2021年，给予2021年34-40X的PE估值，对应合理价值区间为762.3元-896.8元，给予“优于大市”评级。

表 石头科技可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2020/10/19	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002032.SZ	苏泊尔	73.87	606.53	2.34	2.40	2.78	31.59	30.75	26.53
002242.SZ	九阳股份	44.84	344.00	1.07	1.20	1.40	41.74	37.26	32.01
603486.SH	科沃斯	53.88	303.46	0.21	0.65	0.96	251.41	82.94	56.03

备注：表中可比公司EPS均采用wind一致预期。

表 石头科技销售扫地机器人收入预测

销售扫地机器人	2018 年报	2019 年报	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	3009.5	3958.3	4015.1	4723.3	5708.3
成本(百万元)	2149.9	2475.2	1952.4	2093.7	2451.6
毛利(百万元)	859.6	1483.2	2062.7	2629.6	3256.7
毛利率(%)	28.56	37.47	51.37	55.67	57.05
分产品收入占比	2018 年报	2019 年报	2020E	2021E	2022E
自主品牌	51.5%	66.4%	84.1%	89.3%	91.7%
米家品牌	47.2%	27.7%	8.0%	2.0%	0.0%
其它(配件+吸尘器)		5.9%	7.9%	8.7%	8.3%

表 石头科技主要财务数据及预测表

主要财务数据和预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3051	4205	4360	5172	6224
(+/-)YoY(%)	172.7%	37.8%	3.7%	18.6%	20.3%
净利润(百万元)	308	783	1150	1495	1896
(+/-)YoY(%)	359.1%	154.5%	46.9%	30.0%	26.8%
全面摊薄EPS(元)	4.61	11.74	17.25	22.42	28.44
毛利率(%)	28.8%	36.1%	50.0%	53.9%	55.4%
净资产收益率(%)	44.0%	52.7%	47.0%	40.4%	35.7%

盈利预测与投资建议



主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4205	4360	5172	6224
每股收益	11.74	17.25	22.42	28.44	营业成本	2686	2179	2383	2774
每股净资产	22.27	36.72	55.54	79.66	毛利率%	36.1%	50.0%	53.9%	55.4%
每股经营现金流	11.33	15.44	20.68	26.62	营业税金及附加	20	25	26	32
每股股利	0.00	3.00	3.60	4.32	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	354	545	672	840
P/E	57.92	39.43	30.33	23.91	营业费用率%	8.4%	12.5%	13.0%	13.5%
P/B	30.54	18.52	12.25	8.54	管理费用	60	84	134	118
P/S	8.09	10.40	8.77	7.28	管理费用率%	1.4%	1.9%	2.6%	1.9%
EV/EBITDA	-0.27	33.28	24.87	18.99	EBIT	893	1310	1708	2167
股息率%	—	0.4%	0.5%	0.6%	财务费用	-2	-14	-19	-34
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	36.1%	50.0%	53.9%	55.4%	资产减值损失	0	12	10	10
净利润率	18.6%	26.4%	28.9%	30.5%	投资收益	16	26	32	35
净资产收益率	52.7%	47.0%	40.4%	35.7%	营业利润	925	1377	1790	2271
资产回报率	39.9%	39.1%	35.3%	31.9%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	221.1%	175.9%	160.0%	169.5%	利润总额	925	1377	1790	2271
盈利增长 (%)					EBITDA	923	1335	1748	2216
营业收入增长率	37.8%	3.7%	18.6%	20.3%	所得税	142	227	295	375
EBIT增长率	139.4%	46.8%	30.4%	26.9%	有效所得税率%	15.4%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润增长率	154.5%	46.9%	30.0%	26.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	783	1150	1495	1896
资产负债率	24.4%	16.8%	12.6%	10.6%					
流动比率	3.8	5.3	7.0	8.5	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	3.2	4.9	6.5	8.0	货币资金	248	901	1856	3258
现金比率	0.5	1.8	3.5	5.2	应收账款及应收票据	199	387	427	526
经营效率指标					存货	297	210	238	274
应收帐款周转天数	25.6	32.4	30.1	30.9	其它流动资产	1085	1117	1217	1313
存货周转天数	39.0	35.3	36.5	36.1	流动资产合计	1828	2615	3738	5372
总资产周转率	2.6	1.8	1.4	1.2	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	72.4	28.1	16.0	14.6	固定资产	67	243	402	453
					在建工程	0	10	25	45
					无形资产	6	12	12	12
					非流动资产合计	135	326	501	571
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1963	2942	4239	5944
净利润	783	1150	1495	1896	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	282	299	320	375
非现金支出	30	37	51	60	预收账款	8	5	7	9
非经营收益	-29	-56	-62	-65	其它流动负债	189	189	209	249
营运资金变动	-29	-101	-105	-116	流动负债合计	478	493	536	633
经营活动现金流	755	1029	1379	1775	长期借款	0	0	0	0
资产	-50	-216	-215	-120	其它长期负债	0	0	0	0
投资	-483	-30	-30	-30	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	19	56	62	65	负债总计	479	494	536	633
投资活动现金流	-514	-190	-183	-85	实收资本	50	67	67	67
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1485	2448	3703	5311
股权募资	7	17	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-27	-204	-240	-288	负债和所有者权益合计	1963	2942	4239	5944
融资活动现金流	-20	-187	-240	-288					
现金净流量	222	653	956	1402					

行业增速放缓，竞争加剧；

海外疫情影响渠道扩张，自主品牌拓展不及预期。

分析师声明

陈子仪
刘璐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

家电研究团队：

家电分析师：

陈子仪

SAC执业证书编号：S0850511010026

Email: chenzy@htsec.com

分析师：刘璐

SAC执业证书编号：S0850519100003

Email: ll11838@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。