

石头科技 (688169.SH)

产品驱动，内外销乘风而起

核心观点：

- **公司竞争力：团队优秀，技术过硬。**公司的创始人团队均来自微软、华为等企业，产业背景深厚，为产品设计和研发打下坚实基础。凭借大量的研发投入，公司在 LDS SLAM 产品领域已经取得较强竞争力，性价比不断提升，目前已成为全局规划式产品主流。
- **内销：赛道景气向上，公司聚焦核心产品。(1) 国内市场：**长期来看，我国扫地机渗透率处于较低水平（根据欧睿等数据，内陆/沿海分别为 0.4%/5%），未来随国内收入水平提升，有望进一步提升渗透率。长周期下短期增长依靠产品创新驱动需求，扫地机可选属性较强，产品驱动消费者需求，渗透率速度取决于产品的好用程度。同样，品牌间份额的此消彼长主要依靠产品拉力。**(2) 石头策略：**公司致力于聚焦旗舰产品，强化消费者对其高端品牌的认知，根据头豹研究院的数据，2017-2019 年内销份额提升 10.4pct 至 11.1%。
- **外销：制造优势在渠道红利下释放，增长可持续性较强。(1) 海外市场：**消费者教育较为充分，但扫地机渗透率提升及结构升级仍有空间。根据 IFR 等数据，2019 年全球扫地机渗透率（扫地机/吸尘器）仅为 17%，仍有提升空间。同时海外向全局规划类产品升级空间较大。**(2) 石头策略：**借力跨境电商，输出极致产品。根据 iRobot 年报，2019 年石头科技在 EMEA（欧洲、中东及非洲）区域市占率达 9%。公司高端价位上极具性价比的优势，并引导欧洲消费需求向全局规划类转化。随海外跨境电商和线下渠道铺设，公司有望更快速扩大海外市场份额。
- **盈利预测与估值：**我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.48、15.35、18.39 亿元，同比增长 59.4%、23.0%、19.8%。考虑到可比公司估值，以及公司所处赛道增速好于一般小家电行业，给予 2021 年 40x PE，对应合理价值 920.8 元/股，“买入”评级。
- **风险提示：**扫地机市场增速不及预期，行业竞争加剧等。

盈利预测：

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,051	4,205	4,435	5,463	6,587
增长率（%）	172.7%	37.8%	5.5%	23.2%	20.6%
EBITDA（百万元）	391	923	1,338	1,720	2,090
归母净利润（百万元）	308	783	1,248	1,535	1,839
增长率（%）	359.1%	154.5%	59.4%	23.0%	19.8%
EPS（元/股）	6.15	15.66	18.72	23.02	27.59
市盈率（P/E）	-	-	41.76	33.96	28.34
ROE（%）	44.0%	52.7%	45.5%	35.9%	30.1%
EV/EBITDA	-	-	37.92	28.70	22.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

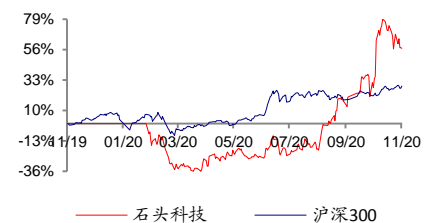
公司评级

公司评级	买入
当前价格	781.86 元
合理价值	920.80 元
报告日期	2020-11-29

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	66.67/16.30
总市值/流通市值（百万元）	52124.00/12742.62
一年内最高/最低（元）	892.00/319.20
30 日日均成交量/成交额（百万）	0.44/361.51
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	96.44/104.84

相对市场表现



分析师：



曾婵

SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：



代川

SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

目录索引

一、公司竞争力：团队优秀，技术过硬.....	4
二、内销：赛道景气向上，公司聚焦核心产品.....	5
（一）国内市场：长期渗透率提升空间大，短期增长依靠产品驱动	5
（二）石头策略：聚焦旗舰产品，打造高端品牌.....	6
三、外销：制造优势在渠道红利下释放，增长可持续性较强.....	7
（一）海外市场：消费者教育相对充分，但扫地机渗透率提升及结构升级仍有空间	7
（二）石头策略：借力跨境电商，输出极致产品.....	7
四、盈利预测和投资建议.....	10
五、风险提示.....	12

图表索引

图 1: 2016-2019 年石头科技研发费用 CAGR 为 69.8%，科沃斯研发费用 CAGR 为 41.4%	5
图 2: 石头科技研发人员占比较高已经过半	5
图 3: 我国扫地机渗透率与其他小家电相比仍处于较低水平	5
图 4: 我国扫地机零售额（亿元）及增速	5
图 5: 2017-19 年国内扫地机器人市场中，石头科技市占率提升 10.4pct 至 11.1%	6
图 6: 手持吸尘器每百户保有量（台/百户）：欧美等发达国家远高于中国	7
图 7: 2017-2019 年全球扫地机器人行业市场规模及渗透率	7
图 8: 2019 年石头科技在海外市场（除中国）市占率快速提升至 3%	8
图 9: 2019 年石头科技在 EMEA 市占率突增至 9%	8
图 10: 核心经销商收入占主营业务收入比重：2019 年达到 30.89%	8
表 1: 创始人团队构成	4
表 2: 激光导航（LDS SLAM）和视觉导航（VSLAM）优劣势对比	4
表 3: 石头科技国内产品策略：聚焦旗舰产品	6
表 4: 美国、德国、法国、西班牙、英国、日本亚马逊平台销量排名前 20 名：石头在德国、英国等地优势明显	9
表 5: 欧洲（德国）亚马逊销量排名前 20 名代表产品	10
表 6: 2020-2022 年收入与收入增速预测	11
表 7: 2020-2022 年毛利率预测	11
表 8: 石头科技可比公司 PE 估值情况可比（市值统计截止 2020.11.27 收盘）	12

一、公司竞争力：团队优秀，技术过硬

团队优秀：创始团队来自微软、华为等。董事长昌敬先后在微软、腾讯、百度深耕多年，担任过程序经理和高级产品经理等职位，对于软件研发和产品设计有着扎实的行业经验。副总经理毛国华、吴震、万云鹏等人也先后在微软、英特尔、华为等企业任职。创始人团队深厚的产业背景，为公司发展奠定了重要基础。

表1：创始人团队构成

姓名	职务	学历	就职履历	持股比例
昌敬	董事长、总经理	华南理工硕士	微软、腾讯、百度	23.24%
毛国华	董事、副总经理	北京科技大学硕士	微软、百度等	3.69%
吴震	董事、副总经理	浙江大学硕士	英特尔、微软等	2.38%
万云鹏	董事、副总经理	哈尔滨工业大学硕士	华为	1.44%
张志淳	监事会主席	中国科学技术大学硕士	华为	1.44%

数据来源：招股书，三季度报，广发证券发展研究中心

注：昌敬、毛国华、吴震三人的持股比例依据是 2020 年三季度报，万云鹏和张志淳的持股比例依据是 2019 年年报

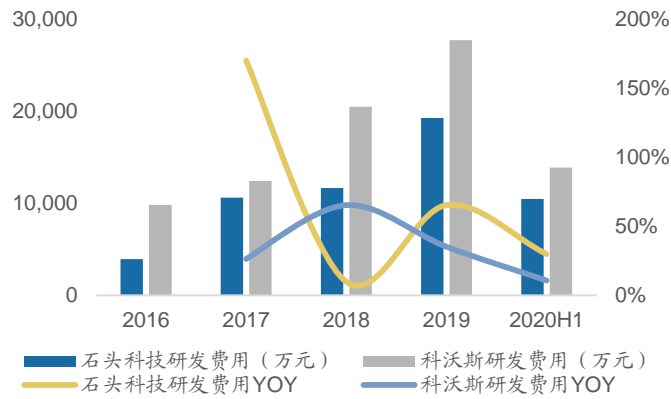
技术过硬：石头科技研发投入较高，是首家大规模将LDS SLAM应用到扫地机器人的企业。2016年石头科技推出高性价比的LDS SLAM产品——米家扫地机器人一代，销量快速提升，各个厂家也开始纷纷布局，激光导航技术也随之成熟，测距模组价格不断下降，LDS SLAM产品性价比不断提升，目前也成为全局规划式产品主流。

表 2：激光导航（LDS SLAM）和视觉导航（VSLAM）优劣势对比

	LDS SLAM 激光导航	VSLAM 视觉导航
传感器	激光雷达	摄像头
传感器成本	较高	低
探测条件	受 Lidar 探测范围限制	受环境光线条件影响大，夜间无法工作
计算负荷	小，地图可用于直接导航	大，地图无法直接用于导航
累计误差	精度、可靠性高	存在误差，定位精度不如激光导航
获取信息	单一，获取信息有限	丰富，采集信息多样
技术成熟度	成熟	室内环境较成熟

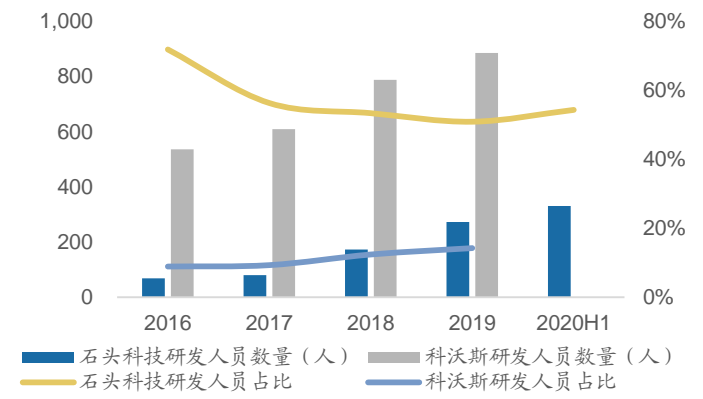
数据来源：石头科技招股书、科沃斯年报，广发证券发展研究中心

图 1：2016-2019 年石头科技研发费用 CAGR 为 69.8%，科沃斯研发费用 CAGR 为 41.4%



数据来源：公司中报、年报、招股书，广发证券发展研究中心

图 2：石头科技研发人员占比较高已经过半



数据来源：公司中报、年报、招股书，广发证券发展研究中心

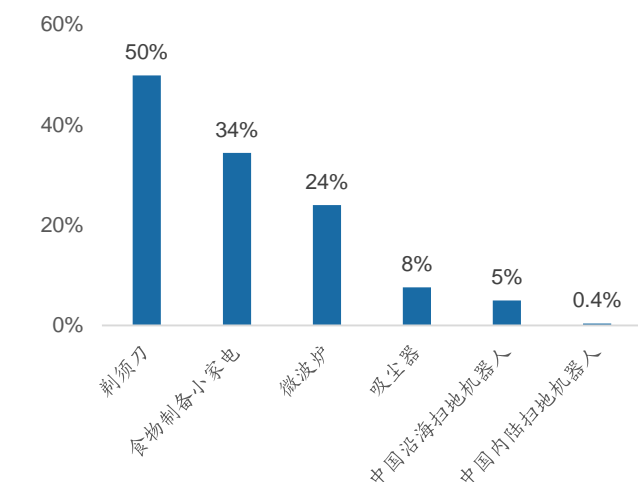
二、内销：赛道景气向上，公司聚焦核心产品

（一）国内市场：长期渗透率提升空间大，短期增长依靠产品驱动

我国扫地机渗透率不足5%，仍有较大提升空间。根据欧睿等数据，我国内陆及沿海扫地机渗透率均远低于其他小家电，随着我国居民消费水平的提高和产品的不断优化，扫地机有望加速渗透。

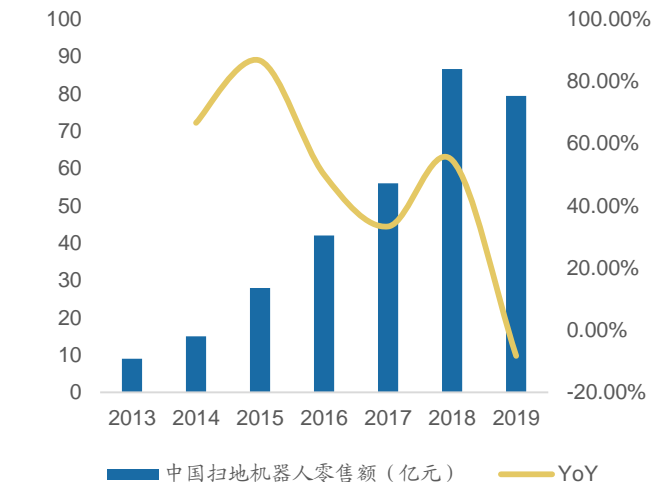
短期增长主要依靠产品创新推进。虽然长周期视角下的渗透率提升确定性较强，但行业的可选消费属性较强，具备典型的产品驱动需求特征，故而短期渗透率提升主要取决于当期产品创新是否解决用户痛点。相同的，技术迭代尚未成熟，行业格局也存在极大不稳定性，品牌间短期份额的此消彼长主要依靠产品创新推动。

图 3：我国扫地机渗透率与其他小家电相比仍处于较低水平



数据来源：Euromonitor, Bloomberg, 科沃斯招股说明书，广发证券发展研究中心

图 4：我国扫地机零售额（亿元）及增速

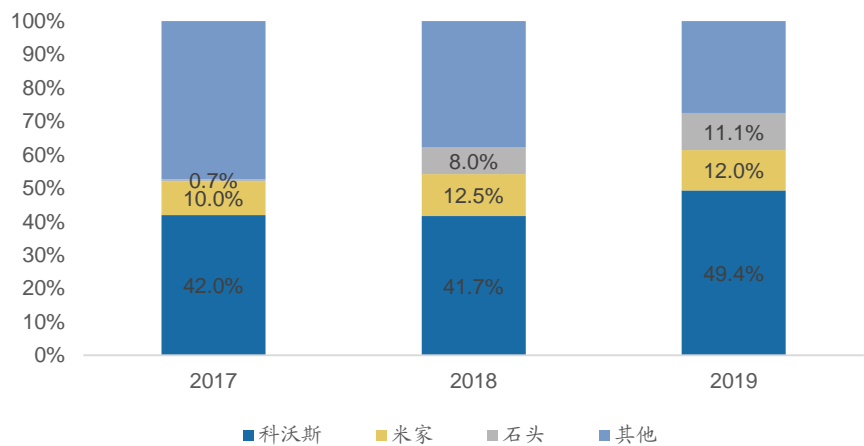


数据来源：头豹研究院，广发证券发展研究中心

(二) 石头策略：聚焦旗舰产品，打造高端品牌

推新聚焦：聚焦旗舰产品，依靠产品力拉升品牌认知。在短期内，扫地机销量的增长仍然依靠产品的创新，因此石头科技在产品策略上极大精简SKU，将最新技术应用用于旗舰产品并聚焦该产品宣传，依靠核心产品不断强化消费者对于石头的品牌认知。公司凭借着出色的产品力，越来越受到国内消费者的喜爱，根据头豹研究院的数据，国内扫地机市场份额也从2017年的0.7%提升到2019年的11.1%。

图5：2017-19年国内扫地机器人市场中，石头科技市占率提升10.4pct至11.1%



数据来源：头豹研究院，广发证券发展研究中心

表3：石头科技国内产品策略：聚焦旗舰产品

上市时间	类型	原价	卖点
2020.5	T7 Pro	3899	AI 双目视觉导航
2020.3	T7	2899	全新 RR mason 7.0 算法系统
2020.2	P5	2499	-
2019.5	T4	1999	-
2019.3	T6	2799	一次性拖布、拖地增压
2017.9	石头扫拖一体机器人	2499	

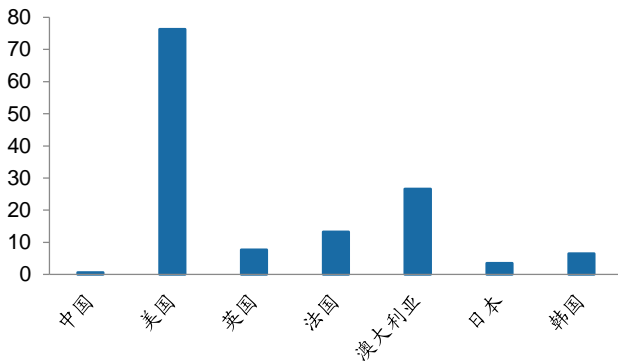
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

三、外销：制造优势在渠道红利下释放，增长可持续性较强

（一）海外市场：消费者教育相对充分，但扫地机渗透率提升及结构升级仍有空间

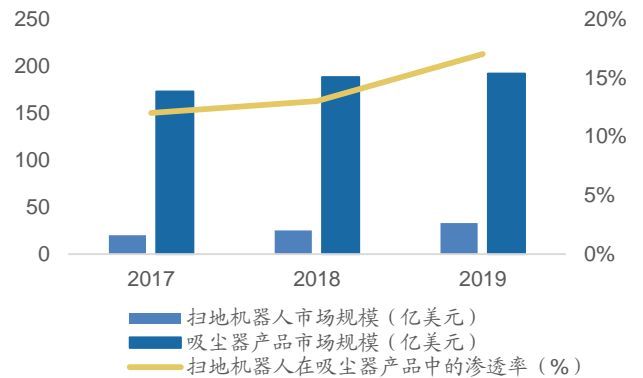
海外市场清洁电器普及率高，但扫地机渗透率仍有提升空间，且产品有望进一步向全局规划转化。扫地机作为吸尘器产品的补充，用户对其接受程度往往与吸尘器类清洁电器的渗透率正相关。根据欧睿数据，欧美地区手持吸尘器保有量远高于中国，已经具备清洁类电器的消费能力和习惯。根据IFR及欧睿数据，2019年全球扫地机相对吸尘器渗透率仅为17%，仍有较大提升空间。同时，产品结构方面，欧洲等地区仍以随机类为主，全局类产品仍有较大发展空间。

图 6：手持吸尘器每百户保有量（台/百户）：欧美等发达国家远高于中国



数据来源：欧睿，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 7：2017-2019 年全球扫地机器人行业市场规模及渗透率



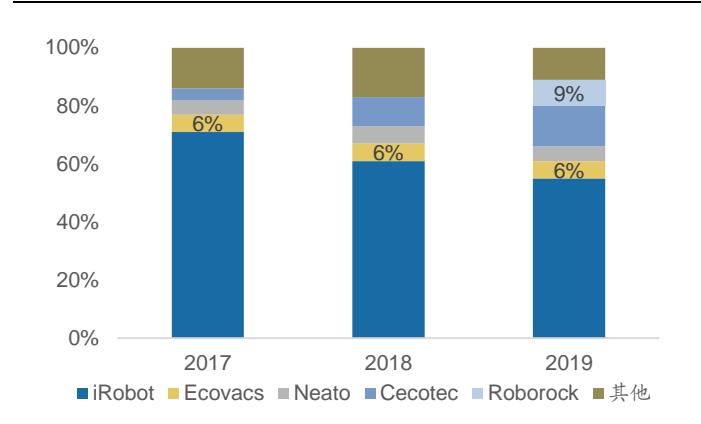
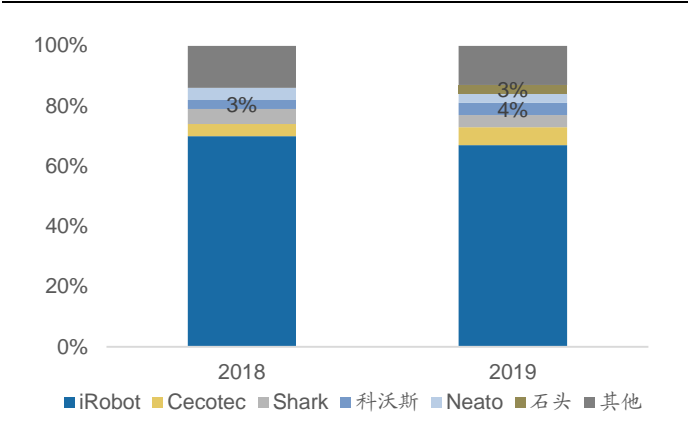
数据来源：欧睿，IFR，广发证券发展研究中心

（二）石头策略：借力跨境电商，输出极致产品

石头在欧洲区域市占率已至9%。根据iRobot年报，2019年石头科技在海外市场（除中国）市占率已经提升至3%，EMEA（欧洲、中东及非洲）区域表现更佳市占率达9%。较好的海外表现主要系石头在渠道和产品端策略上能够顺势而为。

图 8: 2019年石头科技在海外市场(除中国)市占率快速提升至3%

图 9: 2019年石头科技在 EMEA 市占率突增至 9%

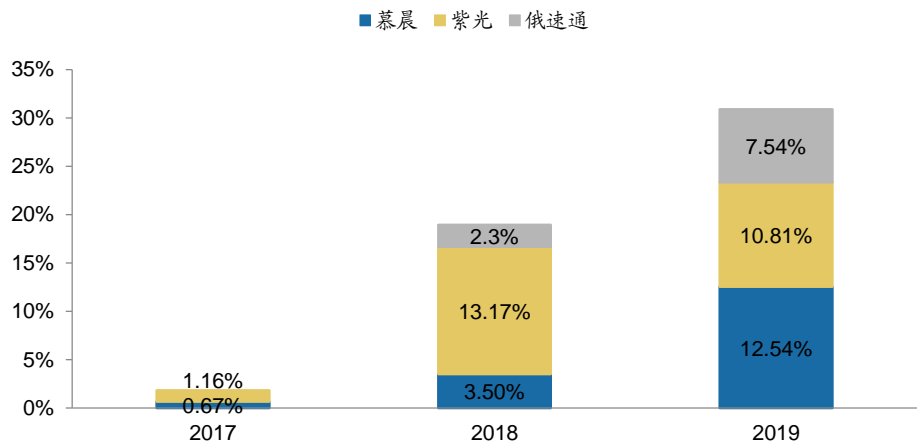


数据来源: iRobot 官网投资者会议, 广发证券发展研究中心
注: 统计口径不包括单价在 200 美元以下的产品

数据来源: iRobot 官网投资者会议, 广发证券发展研究中心
注: 统计口径不包括单价在 200 美元以下的产品, EMEA 主要系欧洲、中东及非洲

渠道策略: 借力跨境电商等外部渠道资源高效率、低成本放量。石头与慕晨等跨境电商企业合作, 利用第三方渠道资源快速打开海外市场。根据公司招股说明书等, 2019年石头收入结构中慕晨、紫光、俄速通合计占比30.89%。石头节约了海外渠道的拓展成本和时间, 更快速、更低成本的实现海外放量。

图10: 核心经销商收入占主营业务收入比重: 2019年达到30.89%



数据来源: 石头招股书、年报, 广发证券发展研究中心

产品策略: 向上依托性价比抢占高端市场, 向下引导中低端市场产品升级。石头在海外份额提升主要来源于以下两类消费群体:

- (1) **高端市场:** 石头在产品性能相近的情况下价格更低, 用相对更有性价比的产品抢占高端市场。

(2) **中低端市场:** 正如前文所述, 欧洲市场虽然扫地机普及率高于我国, 但主要以随机类等中低端产品为主, 主要原因在于以iRobot为代表的国外扫地机品牌全局规划类产品均价较高。但石头等国内厂商通过相对能接受的溢价, 和品质跃升较大的产品, 逐渐引导欧洲消费者从中低端产品向全局规划类产品进行升级, 唤醒部分海外消费者因价格较高而被压抑的产品升级需求。

未来, 公司有望继续依托产品与渠道优势, 同时拓展海外渗透区域, 外销增长可持续性较强。

表 4: 美国、德国、法国、西班牙、英国、日本亚马逊平台销量排名前 20 名: 石头在德国、英国等地优势明显

排名	美国		德国		法国		西班牙		英国		日本	
	品牌	价格 (元)	品牌	价格 (元)	品牌	价格 (元)	品牌	价格 (元)	品牌	价格 (元)	品牌	价格 (元)
1	ILIFE	1072	石头	3159	LEFANT	1267	iRobot	1550	科沃斯	1916	iRobot	2223
2	iRobot	1930	科沃斯	3483	Festnight	897	Cecotec	1180	LEFANT	1219	Kyvol	1068
3	iRobot	2211	MEDION	1158	iRobot	3747	Cecotec	1605	科沃斯	1567	Eufy	1137
4	Shark	3500	Tesvor	1425	科沃斯	1821	Cecotec	3552	Eufy	2351	ILIFE	1060
5	iRobot	3684	Tesvor	1820	Bagotte	1662	LEFANT	1267	Eufy	1654	iRobot	11929
6	Eufy	948	Eufy	1425	iRobot	1976	LEFANT	1742	Eufy	1942	iRobot	1808
7	iRobot	2557	小米	2502	iRobot	2209	Cecotec	2446	Bagotte	1393	Kyvol	1597
8	Eufy	1420	Tesvor	2770	KYVOL	1267	Cecotec	1892	Venga	1480	科沃斯	1265
9	iRobot	5720	ZACO	1700	Proscenic	1892	iRobot	3000	Bagotte	2177	Kyvol	1574
10	石头	1809	Eufy	2137	Lefant	2058	iRobot	2367	Lefant	1393	Eufy	3500
11	ILIFE	797	MEDION	1543	科沃斯	3325	HUAXU	712	Hosome	1393	Eufy	1584
12	ILIFE	1474	iRobot	3325	KYVOL	2296	小米	2161	石头	5224	ILIFE	1399
13	Shark	1474	Tesvor	1900	iRobot	1180	Festnight	871	Muzili	1393	科沃斯	2350
14	iRobot	5459	ZACO	792	Bagotte	1453	iRobot	6721	科沃斯	3222	iRobot	2714
15	iRobot	3939	iRobot	1669	Muzili	1292	小米	1789	Eufy	2090	Eufy	1712
16	iRobot	1763	Eufy	1900	TEENO	1007	Cecotec	1346	石头	3309	iRobot	4909
17	石头	1285	Hosome	1520	iRobot	4633	小米	1900	Neato	3309	Amarey	930
18	Neato	4019	石头	2533	Zigma	2201	iRobot	1575	iRobot	4392	Kyvol	1533
19	Eufy	1285	iRobot	6333	ANNEW	564	Rowenta	1180	Dibea	1393	MOOSOO	976
20	iRobot	7679	石头	1900	Ultenic	1734	IKOHS	1583	Hosome	1672	OHYAMA	1215

数据来源: 亚马逊, 广发证券发展研究中心

注: 其中eufy为安克创新旗下品牌, ILIFE为深圳智意科技旗下品牌, 图中价格单位为人民币, 美国亚马逊商品原价格的单位为美元, 德国、法国、西班牙、英国亚马逊商品原价格的单位为欧元, 日本亚马逊商品原价格的单位为日元, 根据2020年11月22日即期汇率折算

表 5: 欧洲 (德国) 亚马逊销量排名前 20 名代表产品

品牌	石头科技	科沃斯	MEDION	Tesvor	Eufy	ZACO	iRobot	iRobot	Eufy	石头科技
型号	S5 MAX	Ozmo920	18501	M1	11S	V5x	981	i7+	30C	E35
导航方式	激光导航	激光导航	随机碰撞	随机碰撞	随机碰撞	随机碰撞	视觉导航	视觉导航	随机碰撞	随机碰撞
吸力/Pa	2000	1500	—	4000	1300	—	—	—	1500	2000
拖地模式	扫拖一体	扫拖一体	扫拖一体	扫拖一体	无	扫拖一体	无	无	无	扫拖一体
水箱/ml	290	240	—	350	无	—	无	无	无	140
噪音/dB	69	66	65	80	55	60	60	60	55	68
续航/min	180	110	90	150	100	120	120	120	100	150
尘盒/ml	460	430	300	600	600	300	600	400	600	640
价格/元	3159	3483	1158	1820	1425	1700	3325	6333	1900	1900

数据来源: 亚马逊, 广发证券发展研究中心

注: 图中价格单位为人民币, 根据2020年11月22日即期汇率折算

四、盈利预测和投资建议

1. 收入端

公司2020年前三季度收入下滑2%，但增速环比H1改善14pct。公司逐渐重视自主品牌业务的发展，随着产品的不断创新和品牌力的积累，自主品牌业务有望维持较快增长；而“去小米化”的趋势则导致小米代工业务不断缩小。整体而言，随着自主品牌在国内的铺设，消费者对于公司品牌的认可度会越来越高，内销收入因此会保持高增长。海外方面，公司利用慕晨等社会化渠道资源，实现高效率低成本的快速放量。未来以欧洲为代表的海外市场仍有较大市占率提升的空间，公司产品兼具产品质量与性价比，有望继续抢占市场份额。

- (1) 小米代工：考虑到公司致力于自有品牌发展，预计2020-2022年给小米代工的收入增速分别为-65%、-40%、-67%。
- (2) 国内自有品牌：考虑到扫地机行业仍有较大发展潜力，且公司不断打磨产品力，推动品牌力提升，预计2020-2022年国内自有品牌收入增速分别为15%、25%、20%。
- (3) 国内经销商海外收入：公司与慕晨等国内经销商建立了较为紧密的合作，预计2020-2022年收入增速25%、20%、15%。
- (4) 海外收入（亚马逊+海外经销商）：海外市场发展空间广阔，且公司未来在海外端将加强自营布局，预计2020-2022年收入增速123%、50%、40%。

表 6: 2020-2022 年收入与收入增速预测

营收渠道	收入预测 (亿元)				收入增速预测 (%)			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
小米代工	14.41	5.00	3.00	1.00	-6%	-65%	-40%	-67%
国内自有品牌	8.83	10.16	12.69	15.23		15%	25%	20%
国内经销商海外收入	12.98	16.23	19.47	22.39	25%	25%	20%	15%
海外收入 (亚马逊+海外经销商)	5.81	12.97	19.46	27.25		123%	50%	40%
总收入	42.05	44.35	54.63	65.87	38%	5%	23%	21%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 利润端

- (1) 毛利率: 与小米合作较为稳定, 毛利率不变; 国内自有品牌产品结构持续升级, 预计未来三年毛利率稳中有升; 海外自有品牌中毛利较高的亚马逊直营渠道占比提升, 未来毛利率有望持续提升。综上, 预计2020-2022年毛利率分别为51%、54%、56%。

表 7: 2020-2022 年毛利率预测

营收渠道	毛利率预测 (%)			
	2019A	2020E	2021E	2022E
小米代工	16%	16%	16%	16%
国内自有品牌	40%	52%	53%	53%
海外自有品牌	50%	57%	58%	58%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

- (2) 销售费用: 考虑到自有品牌占比不断提升, 对于渠道开拓、品牌营销等方面需求增加, 预计2020-2022年销售费用率分别为13%、15%、17%。
- (3) 管理费用: 随公司收入规模不断增长, 管理费用率会被摊薄, 预计2020-2022年管理费用率分别为2%、1.9%、1.9%。
- (4) 研发费用: 扫地机行业技术尚未成熟, 公司未来将在软件、硬件等方面不断加强研发, 推陈出新, 预计2020-2022年研发费用率保持5%水平。

综上, 公司2020-2022年营业总收入分别为44.35、54.63、65.87亿元, 同比增长5.5%、23.2%、20.6%; 归母净利润分别为12.48、15.35、18.39亿元, 同比增长59.4%、23.0%、19.8%。

3. 可比公司估值

考虑到可比公司估值2021年32倍，考虑公司所处赛道为扫地机行业，渗透率低于一般小家电行业，且增速水平较高，给予2021年40x PE，对应合理价值920.8元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8: 石头科技可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2020.11.27收盘）

公司名称	公司代码	现价 (元/人民币)	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
科沃斯	603486	65.74	371.15	121	423	694	96.62	87.65	53.45
小熊电器	002959	102.80	160.37	268	466	582	23.70	34.43	27.56
苏泊尔	002032	70.95	582.56	1920	1769	2029	32.21	32.94	28.71
九阳股份	002242	32.98	253.01	824	899	1013	23.01	28.16	24.98
新宝股份	002705	41.38	331.65	687	1175	1384	19.00	28.23	23.97
行业平均							38.91	42.28	31.73
石头科技	688169	781.86	521.24	783	1248	1535	41.76	33.96	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020-11-27 收盘价; 所有公司 2019 年归母净利润为年报数据, 2020、21 年预测数据与广发外发报告一致

五、风险提示

（一）扫地机器人销售不及预期

公司主要产品集中在扫地机器人领域，若产品无法持续抓住消费者的痛点，满足消费者及时的需求，则可能面临销售下滑的风险，影响公司收入。

（二）行业竞争加剧

扫地机厂商纷纷进入行业，行业竞争加剧不仅影响公司份额，也可能带来价格下滑等风险。

（三）汇率大幅波动

公司海外业务占比较高，汇率的大幅波动将对公司出口业务产生极大影响，引起汇兑亏损，影响公司利润。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,195	1,828	2,998	4,560	6,452
货币资金	26	248	1,385	2,773	4,487
应收及预付	392	209	312	382	457
存货	278	297	237	274	319
其他流动资产	500	1,075	1,064	1,131	1,189
非流动资产	82	135	104	112	115
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	67	64	72	75
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	6	6	6	6
其他长期资产	33	62	34	34	34
资产总计	1,277	1,963	3,211	4,820	6,746
流动负债	578	478	459	533	620
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	405	289	296	343	399
其他流动负债	173	189	162	190	221
非流动负债	0	0	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	6	6	6
负债合计	578	479	465	539	626
股本	50	50	67	67	67
资本公积	553	553	553	553	553
留存收益	96	878	2,126	3,661	5,500
归属母公司股东权益	699	1,485	2,746	4,281	6,120
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,277	1,963	3,211	4,820	6,746

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,051	4,205	4,435	5,463	6,587
营业成本	2,173	2,686	2,163	2,503	2,909
营业税金及附加	20	20	27	33	40
销售费用	163	354	621	847	1,120
管理费用	206	60	89	109	125
研发费用	117	193	222	273	329
财务费用	1	-2	-14	-18	-20
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	7	50	40	30
投资净收益	4	16	40	30	30
营业利润	382	925	1,468	1,806	2,164
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	382	925	1,468	1,806	2,164
所得税	74	142	220	271	325
净利润	308	783	1,248	1,535	1,839
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	308	783	1,248	1,535	1,839
EBITDA	391	923	1,338	1,720	2,090
EPS (元)	6.15	15.66	18.72	23.02	27.59

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	425	755	1,154	1,428	1,744
净利润	308	783	1,248	1,535	1,839
折旧摊销	18	30	24	22	27
营运资金变动	107	-29	-3	-59	-62
其它	-7	-29	-115	-70	-60
投资活动现金流	-459	-514	-30	-40	-30
资本支出	-61	-50	-20	-30	-30
投资变动	-408	-483	-50	-40	-30
其他	10	19	40	30	30
筹资活动现金流	-33	-20	13	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	7	17	0	0
其他	-33	-27	-4	0	0
现金净增加额	-67	222	1,137	1,388	1,714
期初现金余额	93	26	248	1,385	2,773
期末现金余额	26	248	1,385	2,773	4,487

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	172.7%	37.8%	5.5%	23.2%	20.6%
营业利润增长	373.8%	142.2%	58.8%	23.0%	19.8%
归母净利润增长	359.1%	154.5%	59.4%	23.0%	19.8%
获利能力					
毛利率	28.8%	36.1%	51.2%	54.2%	55.8%
净利率	10.1%	18.6%	28.1%	28.1%	27.9%
ROE	44.0%	52.7%	45.5%	35.9%	30.1%
ROIC	122.5%	221.1%	268.8%	276.2%	284.1%
偿债能力					
资产负债率	45.2%	24.4%	14.5%	11.2%	9.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.07	3.82	6.54	8.55	10.41
速动比率	1.59	3.18	6.00	8.02	9.89
营运能力					
总资产周转率	3.24	2.60	1.71	1.36	1.14
应收账款周转率	7.93	14.28	14.60	14.60	14.60
存货周转率	13.16	9.35	9.13	9.13	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	6.15	15.66	18.72	23.02	27.59
每股经营现金流	8.50	15.11	17.31	21.42	26.16
每股净资产	13.99	29.69	41.19	64.21	91.79
估值比率					
P/E	-	-	41.76	33.96	28.34
P/B	-	-	18.98	12.18	8.52
EV/EBITDA	-	-	37.92	28.70	22.79

广发家电行业研究小组

曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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