

## 石头科技 (688169.SH) 新品配件全面升级 H6, 预计 Q3 继续维持较高增速

2020 年 10 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

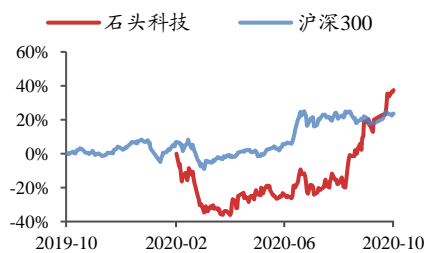
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/10/21
当前股价(元)	684.60
一年最高最低(元)	704.99/315.11
总市值(亿元)	456.40
流通市值(亿元)	111.57
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.16
近 3 个月换手率(%)	175.47

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-自有品牌 Q2 恢复高增长, 带动 H1 业绩超市场预期》-2020.8.31

《公司信息更新报告-股权激励草案出台, 绑定核心员工利益》-2020.8.1

《公司信息更新报告-核心痛点“避障”能力大幅提升, 盈利能力有望再升》-2020.5.21

● **新品配件全面升级 H6, 预计 2020Q3 维持较高增长速度, 维持“买入”评级**  
公司发布三款配件新品: 专用尘袋 (59 元/个), 拖地伴侣 (399 元/个), 地毯吸头 (699 元/个)。其中: (1) 专用尘袋对 H6 产品实现细节优化。(2) 拖地伴侣可以让 H6 用户快速将吸尘器升级到吸拖一体功能。(3) 地毯吸头配件可以自动识别地毯, 切换至更大吸力的“地毯清洁”模式。我们认为, 相较于市面火爆的洗地机产品, “升级版 H6” 可以让客户“按需选择”。此外更小的体积及可拆卸模式可以更方便地触达床底、柜子等场景。我们预计公司 2020Q3 收入继续保持快速增长, 其中自有品牌国内市场收入增速约 20%, 海外市场收入增速接近 30%。毛利率持续上行, 利润增速高于收入增速。上调盈利预测, 预计 2020-2022 年归母净利润为 11.01/14.27/19.58 亿元 (原 9.01/11.34/14.51 亿元), 对应 EPS 为 16.52/21.41/29.37 元, 当前股价对应 PE 为 42x/32x/23x, 维持“买入”评级。

● **外销: 海外自建渠道继续保持较高增长**

根据 Jungle Scout 数据, 6 月初新上市的旗舰机型 Roborock S6 MaxV (750 美金/台) 在美国亚马逊月均销售突破 1000 台, 实现快速放量。主力销售机型 S4、S5 Max、S6 Pure 在美国亚马逊渠道 Q3 月均销售分别约 3000 台、2100 台、1400 台。我们预计 2020Q3 石头自有品牌在美国亚马逊渠道收入突破 1 亿元, 继续保持高速增长。随着 Q4 “黑五”、圣诞节等购物节来临, 自有品牌外销有望进一步提升。

● **内销: 三季度零售价格大幅提升, 市占率保持稳定**

根据奥维云网数据: 1) 2020Q3 石头自有品牌线上零售端均价约 2740 元, 较 Q2 环比提升 7.7%, 主要系 T7 Pro 在 Q3 逐步放量; 2) 截止 2020/9, 石头自有品牌线上累计销量/销额市占率分别较年初提升 0.6pct/0.43pct 至 6.97%/10.85%, 市占率基本保持稳定。随着均价提升, 规模效应带来成本下降, 毛利率有望持续提升。从行业角度看, 2020H1 激光导航类、视觉导航类产品线上零售额占比同比提升 19.80pct, 公司有望充分受益于产品结构优化趋势。

● **风险提示: 海外疫情影响海外渠道拓展进度, 行业竞争加剧**

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,051	4,205	4,037	5,044	6,529
YOY(%)	172.7	37.8	-4.0	24.9	29.4
归母净利润(百万元)	308	783	1,101	1,427	1,958
YOY(%)	359.1	154.5	40.6	29.6	37.2
毛利率(%)	28.8	36.1	49.6	52.9	54.1
净利率(%)	10.1	18.6	27.3	28.3	30.0
ROE(%)	44.0	52.7	44.3	36.8	33.8
EPS(摊薄/元)	4.61	11.74	16.52	21.41	29.37
P/E(倍)	148.4	58.3	41.5	32.0	23.3
P/B(倍)	65.3	30.7	18.4	11.8	7.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1195	1828	2977	4244	6458
现金	26	248	1563	2726	4623
应收票据及应收账款	390	199	528	266	831
其他应收款	55	104	6	154	37
预付账款	2	10	5	19	8
存货	278	297	191	272	202
其他流动资产	445	971	685	807	756
<b>非流动资产</b>	82	135	88	104	116
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	67	56	65	69
无形资产	0	6	7	8	9
其他非流动资产	33	62	25	31	38
<b>资产总计</b>	1277	1963	3066	4349	6574
<b>流动负债</b>	578	478	563	452	761
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	404	282	473	313	622
其他流动负债	174	197	90	140	139
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	578	479	564	452	761
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	50	67	67	67
资本公积	553	553	553	553	553
留存收益	96	878	1944	3314	5175
<b>归属母公司股东权益</b>	699	1485	2502	3896	5813
负债和股东权益	1277	1963	3066	4349	6574

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	425	755	1031	1236	1814
净利润	308	783	1101	1427	1958
折旧摊销	18	30	12	14	17
财务费用	1	-2	-88	-88	-87
投资损失	-4	-16	-11	-16	-6
营运资金变动	-62	-29	17	-98	-66
其他经营现金流	164	-11	-1	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-459	-514	280	-127	38
资本支出	61	50	-10	10	6
长期投资	-408	-483	0	0	0
其他投资现金流	-806	-947	269	-117	43
<b>筹资活动现金流</b>	-33	-20	4	55	45
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	49	0	17	0	0
资本公积增加	316	0	0	0	0
其他筹资现金流	-398	-20	-12	55	45
<b>现金净增加额</b>	-67	222	1315	1163	1897

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3051	4205	4037	5044	6529
营业成本	2173	2686	2035	2374	2996
营业税金及附加	20	20	17	24	33
营业费用	163	354	467	570	700
管理费用	206	60	116	189	161
研发费用	117	193	203	265	342
财务费用	1	-2	-88	-88	-87
资产减值损失	0	0	1	38	62
其他收益	4	6	3	2	2
公允价值变动收益	2	7	2	3	3
投资净收益	4	16	11	16	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	382	925	1301	1693	2331
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	382	925	1301	1693	2330
所得税	74	142	200	265	372
<b>净利润</b>	308	783	1101	1427	1958
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	308	783	1101	1427	1958
EBITDA	399	948	1286	1642	2237
EPS(元)	4.61	11.74	16.52	21.41	29.37

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	172.7	37.8	-4.0	24.9	29.4
营业利润(%)	373.8	142.2	40.7	30.1	37.7
归属于母公司净利润(%)	359.1	154.5	40.6	29.6	37.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.8	36.1	49.6	52.9	54.1
净利率(%)	10.1	18.6	27.3	28.3	30.0
ROE(%)	44.0	52.7	44.3	36.8	33.8
ROIC(%)	43.9	52.3	43.4	35.4	32.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.2	24.4	18.4	10.4	11.6
净负债比率(%)	-3.7	-16.7	-62.9	-70.3	-79.8
流动比率	2.1	3.8	5.3	9.4	8.5
速动比率	1.6	3.0	4.9	8.7	8.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.2	2.6	1.6	1.4	1.2
应收账款周转率	7.9	14.3	11.1	12.7	11.9
应付账款周转率	6.4	7.8	5.4	6.0	6.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.61	11.74	16.52	21.41	29.37
每股经营现金流(最新摊薄)	6.37	11.33	15.47	18.53	27.21
每股净资产(最新摊薄)	10.49	22.27	37.28	58.19	86.94
<b>估值比率</b>					
P/E	148.4	58.3	41.5	32.0	23.3
P/B	65.3	30.7	18.4	11.8	7.9
EV/EBITDA	113.3	46.9	33.8	25.7	18.0

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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10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16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