

公司研究/公告点评

2021年01月28日

机械设备/通用机械

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 1172.02
目标价格(元): 1641.14

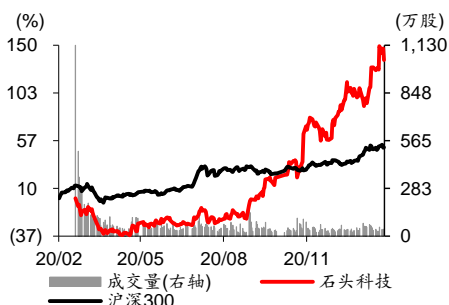
肖群稀 SAC No. S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

关东奇来 SAC No. S0570519040003
研究员 SFC No. BQI170
021-28972081
guandongqilai@htsc.com

相关研究

- 1 《石头科技(688169 SH,买入): 三个维度看石头科技的星辰大海》 2021.01
- 2 《石头科技(688169 SH,增持): 海外市场乘风远航, 商用蓝海蓄新力》 2020.10
- 3 《石头科技(688169 SH,增持): 利润稳增, 自主品牌海内外齐发力》 2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

技术、市场双发力, 20Q4 创佳绩

石头科技(688169)

技术为基, 市场为矛, 2020 石头品牌进一步强化全球竞争力

业绩预告: 预计 2020 年实现归母净利润 13.2~13.9 亿元/yoy+69%~78%, 高于我们此前预期 (12.6 亿元), 其中 Q4 单季实现 4.2~4.9 亿元/yoy+109%~144%。技术与市场协同发力是公司高速增长的主因: 1) 技术角度, 2020 旗舰新品 T7 Pro 所采用的 AI 双目视觉避障技术是扫地机器人深度智能化的又一步重大升级, 石头已经蜕变为国内外业内前沿技术的引领者; 2) 市场角度, 公司海外重点发展美、欧及东南亚市场, 美国亚马逊等新渠道拓展迅猛, 全球分销网络逐步建立为欧美市占率进一步提升奠定基础。预计 2020~22 年 EPS 为 20.29、26.47、34.94 元, “买入”评级。

技术创新开辟“动态壁垒”, 2021 海外新品有望进一步扩大全球竞争优势

2014 年创立以来, 石头先后成为激光导航在扫地机器人大规模应用的重要推动者、扫地机器人 AI 双目视觉的先发引领者、商用清洁机器人的前沿布局者, 更长维度看, 静态壁垒会被不断追赶, 而通过持续技术创新开辟“动态壁垒”的能力, 构筑了石头宽广的“护城河”。据 gsmarena 报道, 石头近期在 CES2021 展示新品 S7, 零售价 649 美元, 或于 3 月 24 日美国开售。产品升级要点: 1) 50Hz 声波震动拖布, (超声波识别到地毯时/清洁完成后) 可自动抬升拖布 5mm; 2) 2500Pa 大吸力, 470 毫升垃圾桶, 300 毫升水箱, 最多可使用 3 个小时; 3) 自动垃圾桶扩展坞或是未来方向。

商用清洁机器人前期测试, 建议从三个角度看公司的长期发展潜力

石头在扫地机器人领域对算法、数据、硬件等方面的深厚积累具备较强的智能化产品延展潜力, 目前公司商用清洁机器人正与合作客户进行前期产品测试, 我们认为未来 3-5 年或是国内外技术成熟、市场崛起的起点。建议从三个维度思考长期价值: 1) 扫地机器人是智能家居生态中的千亿级 AI+消费市场, 赛道长、空间大; 2) 从激光导航到 AI 双目视觉再到商用机器人, 不断向技术纵深处探索、持续创造新壁垒的精神和能力是石头宽广的护城河; 3) 中国庞大市场和工程师红利提供了诞生全球服务机器人龙头的沃土, 我们认为石头具备这一潜质。

我们认为石头科技具备全球服务机器人领军者潜质, 维持“买入”评级

长远来看, 石头不应被单一定义为扫地机器人或一般家用消费品公司, 而是一家具备多元化、平台化发展潜力的服务机器人、智能产品研发设计公司。受益于前沿技术落地及全球分销网络构建, 石头产品的全球竞争力正在进一步强化, 我们上调 2020~2022 年收入预测, 预计 2020~22 年归母净利润 13.5、17.7、23.3 (前值 12.6、15.6、19.3) 亿元, 对应 PE 为 58、44、34 倍。可比公司 2021 年平均 PE 为 53 倍 (Wind 一致预测), 考虑到 2020 年以来公司全球竞争优势及行业领军者潜质进一步突显, 给予公司 2021 年目标 PE 62 倍, 目标价 1641.14 (前值 1445.84) 元。

风险提示: 行业竞争加剧、产品价格及毛利率下行的风险; 产品及技术研发不及预期的风险; 海外市场拓展不及预期、海外疫情扩散的风险; 家庭渗透率提升进度低于预期的风险; 股东减持致股价短期波动的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	66.67
流通 A 股 (百万股)	16.41
52 周内股价区间 (元)	319.20-1,240.00
总市值 (百万元)	78,135
总资产 (百万元)	7,675
每股净资产 (元)	99.28

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,051	4,205	4,588	5,770	7,497
+/-%	172.72	37.81	9.11	25.77	29.92
归属母公司净利润 (百万元)	307.59	782.86	1,353	1,765	2,329
+/-%	359.11	154.52	72.81	30.44	31.98
EPS (元, 最新摊薄)	4.61	11.74	20.29	26.47	34.94
PE (倍)	254.02	99.81	57.75	44.28	33.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比上市公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603486 CH	科沃斯	648	0.21	0.91	1.57	2.20	537	126	73	52
300024 CH	机器人	193	0.19	0.19	0.23	0.26	66	64	54	47
002747 CH	埃斯顿	305	0.08	0.16	0.27	0.38	464	223	132	96
002242 CH	九阳股份	239	1.07	1.19	1.38	1.57	29	26	23	20
002959 CH	小熊电器	164	1.72	2.89	3.59	4.53	61	36	29	23
002032 CH	苏泊尔	660	2.34	2.28	2.63	2.96	34	35	31	27
002705 CH	新宝股份	421	0.83	1.33	1.65	1.95	61	38	31	26
平均值							179	78	53	42

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2021年1月27日

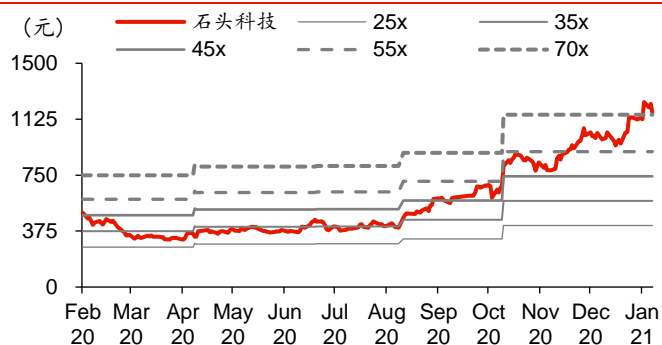
图表2: 报告涉及公司信息一览表

公司名称	股票代码
IRBT US	IROBOT

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

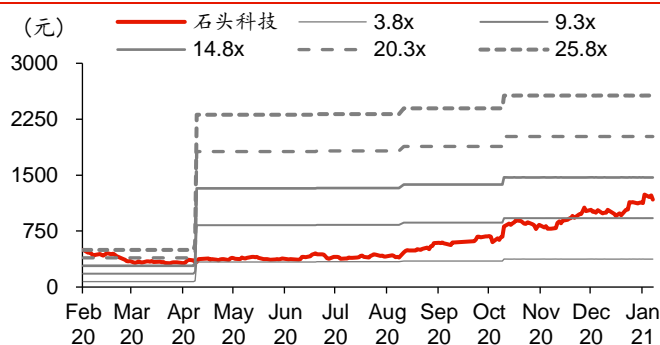
PE/PB - Bands

图表3: 石头科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 石头科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,195	1,828	7,652	9,566	12,076
现金	25.87	247.81	5,876	7,565	9,508
应收账款	381.71	198.71	434.60	453.15	796.34
其他应收账款	0.00	103.97	125.43	163.09	211.76
预付账款	1.51	10.11	12.83	16.02	21.46
存货	277.70	296.58	222.91	396.04	555.37
其他流动资产	508.51	970.83	979.99	973.19	983.43
非流动资产	81.85	135.40	156.84	172.81	183.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	48.77	67.42	83.64	94.84	101.02
无形资产	0.00	6.16	11.39	16.16	20.46
其他非流动资产	33.07	61.82	61.82	61.82	61.82
资产总计	1,277	1,963	7,809	9,739	12,259
流动负债	577.76	478.35	551.88	850.84	1,176
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	404.02	281.76	397.58	654.63	1,010
其他流动负债	173.74	196.59	154.30	196.21	165.44
非流动负债	0.00	0.42	0.42	0.42	0.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.42	0.42	0.42	0.42
负债合计	577.76	478.77	552.31	851.26	1,176
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	50.00	50.00	66.67	66.67	66.67
资本公积	552.98	553.00	5,055	5,055	5,055
留存公积	96.05	878.06	2,058	3,597	5,629
归属母公司股东权益	699.39	1,485	7,256	8,888	11,083
负债和股东权益	1,277	1,963	7,809	9,739	12,259

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	424.84	755.47	1,085	1,654	1,850
净利润	307.59	782.86	1,353	1,765	2,329
折旧摊销	17.75	30.37	14.71	20.19	25.67
财务费用	1.43	(1.67)	(113.48)	(156.69)	(215.77)
投资损失	(4.47)	(16.27)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营运资金变动	(61.68)	(28.59)	(122.02)	73.23	(241.94)
其他经营现金	164.23	(11.22)	(7.43)	(7.43)	(7.43)
投资活动现金	(458.64)	(513.65)	11.28	11.28	11.28
资本支出	60.98	49.58	36.16	36.16	36.16
长期投资	(408.00)	(483.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	10.33	18.92	47.43	47.43	47.43
筹资活动现金	(33.47)	(20.13)	4,532	23.35	82.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	48.80	0.00	16.67	0.00	0.00
资本公积增加	316.01	0.02	4,502	0.00	0.00
其他筹资现金	(398.28)	(20.15)	13.48	23.35	82.44
现金净增加额	(67.28)	221.94	5,628	1,689	1,943

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,051	4,205	4,588	5,770	7,497
营业成本	2,173	2,686	2,208	2,631	3,330
营业税金及附加	19.50	20.11	32.12	40.39	52.48
营业费用	163.29	353.79	608.44	794.30	1,066
管理费用	206.09	59.59	112.61	175.58	150.04
财务费用	1.43	(1.67)	(113.48)	(156.69)	(215.77)
资产减值损失	(0.21)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.43	7.43	7.43	7.43	7.43
投资净收益	4.47	16.27	40.00	40.00	40.00
营业利润	381.94	924.93	1,599	2,085	2,752
营业外收入	0.10	0.22	0.22	0.22	0.22
营业外支出	0.14	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	381.91	925.13	1,599	2,085	2,752
所得税	74.32	142.27	245.87	320.71	423.28
净利润	307.59	782.86	1,353	1,765	2,329
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	307.59	782.86	1,353	1,765	2,329
EBITDA	398.62	945.59	1,491	1,938	2,548
EPS (元, 基本)	4.61	11.74	20.29	26.47	34.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	172.72	37.81	9.11	25.77	29.92
营业利润	373.83	142.16	72.83	30.44	31.99
归属母公司净利润	359.11	154.52	72.81	30.44	31.98
获利能力 (%)					
毛利率	28.79	36.12	51.88	54.41	55.58
净利率	10.08	18.62	29.49	30.58	31.07
ROE	43.98	52.73	18.64	19.86	21.01
ROIC	143.92	273.38	292.73	439.11	343.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.24	24.38	7.07	8.74	9.59
净负债比率 (%)	(3.70)	(16.69)	(80.98)	(85.11)	(85.79)
流动比率	2.07	3.82	13.86	11.24	10.27
速动比率	1.46	3.02	13.30	10.67	9.72
营运能力					
总资产周转率	3.24	2.60	0.94	0.66	0.68
应收账款周转率	7.93	14.28	14.28	12.83	11.86
应付账款周转率	6.38	7.83	6.50	5.00	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.61	11.74	20.29	26.47	34.94
每股经营现金流(最新摊薄)	6.37	11.33	16.27	24.81	27.74
每股净资产(最新摊薄)	10.49	22.27	108.84	133.31	166.25
估值比率					
PE (倍)	254.02	99.81	57.75	44.28	33.55
PB (倍)	111.72	52.63	10.77	8.79	7.05
EV_EBITDA (倍)	194.87	81.42	47.86	35.96	26.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、关东奇来，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com