

石头科技 (688169)

证券研究报告

2021年01月30日

海外销售持续景气，Q4 业绩再超预期

事件: 公司预计 20 年实现归母净利润 13.2-13.9 亿元, 同比 68.61%-77.55%; 扣非净利润 12-12.7 亿元, 同比 58.91%-68.17%。其中 Q4 实现归母净利润 4.2-4.9 亿元, 同比 109.6%-144.5%; 扣非净利润 3.7-4.4 亿元, 同比 91.5%-127.8%。

自有品牌外销保持高速增长，新品销售情况出色

公司国内外 Q4 销售情况出色。海外方面，公司销售热度持续提升，根据公司 20H1 中报披露，海外收入同比超过 200%，受益于黑五网一等海外 Q4 的大促活动，我们预计公司海外营收规模同比上升，海外营收占比提高，根据我们的测算，若美亚占海外收入的 35%左右，则 20 年全年有望实现翻倍的增长，海外其他地区的营收增速也将超过 50%。公司于 20 年 11 月 25 日发布公告对子公司和孙公司石头启迪、石头香港、石头荷兰、石头美国、石头德国进行增资，预计未来公司将进一步布局扩大海外市场的营收规模。**国内方面，自有品牌销售增长良好。**Q4 也是国内双十一双十二促销旺季，我们预计公司在国内的销售情况也保持良好的水平。根据我们的测算，预计国内自有品牌扫地机器人销额增速在 16%左右。

海外高端机型受到好评，Q4 利润水平再超预期

高端新品获得消费者广泛认可。根据石头美亚的页面显示，20 年新品 AI 双目避障技术扫地机器人 S6 MaxV 用户星级评价获得 4.5 星好评（满分 5 星）。我们预计海外高价格段产品的销量增加提升公司整体的利润水平。2021 年 CES 展上公司展示了新一代扫拖一体扫地机器人 S7，产品的两大亮点一是在拖地时可以智能识别地毯，自动提升拖地抹布，防止地毯弄湿；二是震动拖地功能可以将地板顽固污渍去除拖得更干净。该新品售价为 649 美元，我们预计新品的推出有望进一步提升公司的毛利率。此外，公司在 Q4 对闲置资金进行了现金管理，同时收到基于技术领先的政府补助，这在一定程度上提升了公司整体的利润水平。另外公司在 Q4 也收到了销售软件产品即征即退上期及本期增值税退税款，并对汇率波动开展了远期结汇这些业务对公司净利润也有部分贡献。

投资建议

公司为国内扫地机器人头部企业，20 年公司积极发展自有品牌扫地机器人扩大海外市场规模，产品在海外线上渠道受到好评。同时公司推出的新品不断探索高端价格带，从而提升和稳固整体的利润水平。随着公司在海外市场销售规模的持续扩张，营收有望进一步提升。基于公司 20 年的业绩预告，我们适当上调了公司的营收增速，预计 20-22 年净利润为 13.4 亿元、18.1 亿元、22.8 亿元（前值为 12.5 亿元、14.9 亿元、16.8 亿元），当前股价对应 20-22 年动态估值为 59.9x、44.5x、35.3x。维持“增持”评级。

风险提示: 业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露的 2020 年年报为准。自有品牌增长不及预期；海外市场扩张不及预期；宏观经济环境变化导致市场需求不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,051.25	4,204.90	4,608.46	6,325.75	7,994.22
增长率(%)	172.72	37.81	9.60	37.26	26.38
EBITDA(百万元)	513.92	1,139.50	1,581.40	2,152.97	2,685.81
净利润(百万元)	307.59	782.86	1,344.81	1,807.97	2,281.47
增长率(%)	359.11	154.52	71.78	34.44	26.19
EPS(元/股)	4.61	11.74	20.17	27.12	34.22
市盈率(P/E)	261.82	102.87	59.88	44.54	35.30
市净率(P/B)	115.15	54.24	11.44	9.25	7.48
市销率(P/S)	26.39	19.15	17.48	12.73	10.07
EV/EBITDA	0.00	0.00	46.75	33.51	26.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	1208 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	66.67
流通 A 股股本(百万股)	16.30
A 股总市值(百万元)	80,533.33
流通 A 股市值(百万元)	19,687.78
每股净资产(元)	99.28
资产负债率(%)	13.77
一年内最高/最低(元)	1262.62/315.1
	1

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《石头科技-季报点评:海外市场营收高速增长，费用投入显著增加》 2020-10-30
- 《石头科技-半年报点评:自有品牌销售提升，营收结构变化带动毛利率上升》 2020-08-31
- 《石头科技-季报点评:疫情影响业绩略下滑，自有占比提高提升毛利率水平》 2020-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	25.87	247.81	6,107.65	7,857.00	9,418.73
应收票据及应收账款	390.11	198.71	697.38	188.88	931.00
预付账款	1.51	10.11	11.24	10.14	16.71
存货	277.70	296.58	233.04	515.73	543.83
其他	500.11	1,074.56	491.57	702.49	631.57
流动资产合计	1,195.30	1,827.78	7,540.88	9,273.74	11,541.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	48.77	67.42	43.04	18.65	18.65
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	6.16	5.23	4.31	3.38
其他	33.07	61.82	33.54	42.81	46.06
非流动资产合计	81.85	135.40	81.81	65.77	68.08
资产总计	1,277.15	1,963.42	7,622.77	9,339.61	11,610.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	404.02	281.76	447.67	449.62	675.23
其他	173.74	196.59	135.75	179.49	173.07
流动负债合计	577.76	478.35	583.42	629.11	848.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.42	0.14	0.19	0.25
非流动负债合计	0.00	0.42	0.14	0.19	0.25
负债合计	577.76	478.77	583.56	629.30	848.55
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	4,826.01	4,826.01	4,826.01
留存收益	649.03	1,431.06	6,972.54	8,643.65	10,694.85
其他	(552.63)	(549.41)	(4,826.01)	(4,826.01)	(4,826.01)
股东权益合计	699.39	1,484.65	7,039.20	8,710.31	10,761.52
负债和股东权益总计	1,277.15	1,963.42	7,622.77	9,339.61	11,610.07

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	307.59	782.86	1,344.81	1,807.97	2,281.47
折旧摊销	17.75	30.37	25.31	25.31	0.93
财务费用	(0.00)	(0.48)	(36.73)	0.63	0.80
投资损失	(4.47)	(18.92)	(35.18)	0.00	0.00
营运资金变动	(10.94)	(108.46)	(155.35)	82.95	(460.37)
其它	114.92	70.12	44.77	0.00	0.00
经营活动现金流	424.84	755.47	1,187.64	1,916.86	1,822.82
资本支出	47.38	54.75	0.28	(0.05)	(0.06)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(506.02)	(568.40)	425.44	(29.98)	(29.97)
投资活动现金流	(458.64)	(513.65)	425.72	(30.03)	(30.04)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	363.73	4.92	4,322.82	(0.63)	(0.80)
其他	(397.21)	(25.05)	(76.35)	(136.86)	(230.26)
筹资活动现金流	(33.47)	(20.13)	4,246.47	(137.49)	(231.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(67.28)	221.70	5,859.84	1,749.35	1,561.72

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,051.25	4,204.90	4,608.46	6,325.75	7,994.22
营业成本	2,172.88	2,685.99	2,211.87	2,995.05	3,814.42
营业税金及附加	19.50	20.11	33.03	41.14	51.96
营业费用	163.29	353.79	555.88	729.13	919.34
管理费用	206.09	59.59	81.58	98.14	123.91
研发费用	116.62	192.80	262.44	334.64	399.71
财务费用	1.43	(1.67)	(36.73)	0.63	0.80
资产减值损失	0.20	0.00	(12.48)	0.00	0.00
公允价值变动收益	2.43	7.43	44.77	0.00	0.00
投资净收益	4.47	16.27	35.18	0.00	0.00
其他	(17.60)	(54.34)	(159.90)	0.00	0.00
营业利润	381.94	924.93	1,592.81	2,127.02	2,684.08
营业外收入	0.10	0.21	1.19	0.00	0.00
营业外支出	0.14	0.01	10.08	0.00	0.00
利润总额	381.91	925.13	1,583.92	2,127.02	2,684.08
所得税	74.32	142.27	239.10	319.05	402.61
净利润	307.59	782.86	1,344.81	1,807.97	2,281.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	307.59	782.86	1,344.81	1,807.97	2,281.47
每股收益(元)	4.61	11.74	20.17	27.12	34.22

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	172.72%	37.81%	9.60%	37.26%	26.38%
营业利润	373.83%	142.16%	72.21%	33.54%	26.19%
归属于母公司净利润	359.11%	154.52%	71.78%	34.44%	26.19%
获利能力					
毛利率	28.79%	36.12%	52.00%	52.65%	52.29%
净利率	10.08%	18.62%	29.18%	28.58%	28.54%
ROE	43.98%	52.73%	19.10%	20.76%	21.20%
ROIC	219.75%	368.50%	472.50%	412.97%	712.29%
偿债能力					
资产负债率	45.24%	24.38%	7.66%	6.74%	7.31%
净负债率	-3.70%	-16.69%	-86.77%	-90.20%	-87.52%
流动比率	2.07	3.82	12.93	14.74	13.61
速动比率	1.59	3.20	12.53	13.92	12.96
营运能力					
应收账款周转率	7.93	14.28	10.29	14.28	14.28
存货周转率	18.48	14.64	17.40	16.90	15.09
总资产周转率	3.24	2.60	0.96	0.75	0.76
每股指标(元)					
每股收益	4.61	11.74	20.17	27.12	34.22
每股经营现金流	6.37	11.33	17.81	28.75	27.34
每股净资产	10.49	22.27	105.59	130.65	161.42
估值比率					
市盈率	261.82	102.87	59.88	44.54	35.30
市净率	115.15	54.24	11.44	9.25	7.48
EV/EBITDA	0.00	0.00	46.75	33.51	26.27
EV/EBIT	0.00	0.00	47.51	33.91	26.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com