

证券研究报告—动态报告

家用电器

其他家用电器

石头科技(688169)

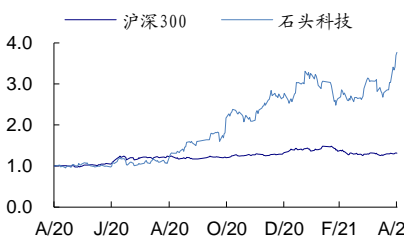
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 05 月 05 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	67/45
总市值/流通(百万元)	94,000/63,276
上证综指/深圳成指	3,447/14,439
12 个月最高/最低(元)	1438.30/342.00

相关研究报告:

《石头科技-688169-2020 年业绩快报点评: 自主品牌提盈利, 内外销表现靓丽》——
2021-02-10

证券分析师: 陈伟奇

电话:
E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110004

证券分析师: 王兆康

电话: 0755-81983063
E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

自主品牌表现靓丽, 产品+市场+品牌多维发力

● 2020 年表现超预期, 2021Q1 高增延续

2020 年公司收入 45.3 亿元/+7.7%, 归母净利 13.7 亿元/+75%, 扣非归母净利 12.1 亿元/+59%。其中 Q4 营收 15.5 亿元/+32%, 归母净利 4.7 亿元/+135%。2020 年分红 2.055 元/股 (含税), 分红率 10%。2021Q1 收入+82%至 11.1 亿元, 归母净利润+151%至 3.2 亿元。

● 国内自主品牌拉升毛利率, 海外积极开拓

公司 2020 年自主品牌收入大增 49%至 41 亿元, 占比+25%至 91%。分区域看: 境内非代工收入+3%至 22 亿元 (含出口代理); 自有渠道外销收入+221%至 18.7 亿元。在自主品牌占比提升的背景下, 公司智能硬件毛利率大增 15pct 至 51.3%, 其中境内毛利率+13pct 至 46% (含代工), 境外毛利率+3pct 至 58%; 2021Q1 毛利率稳增+4pct 至 50%。

● 费用率提升主要为拓市场+揽人才

2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别 +6/+0.4/+1.2/-1pct 至 14%/8%/-1%, 2021Q1 则分别 -4/+0/+1.8/+0 至 10%/2.5%/8.6%/-1%。其中 2020 销售费用率提升主要受市场拓展推广费等增加影响, 而管理和研发费用主要支出于股份支付和人员增加。另外 2020 经营性净现金流+101%至 15 亿, 主要由于经营性负债提升, 整体资金周转保持高效。

● 展望: 技术为基, 营销与市场加码

Q1 末公司合同负债余额较期初大增 85%至 8 亿元, 收入端增长动力足。2021 年以来公司产品、渠道和品牌营销升级, 3 月推出升级款 T7S 系列, 高配版上探至行业较高水平, 而技术日臻成熟背景下, 预计自清洁产品推出同样可期; 市场方面, 欧洲精细化布局加速, 亚洲有望实现突破。国内市场在 SKU 丰富化背景下, 营销活动也有望进一步多元化, 叠加启用顶部流量明星合作, 有利于强化内销的市占率水平。

● 投资建议: 维持“买入”评级

基于国内外 Q1 靓丽表现上调盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润为 18.2/23.3/29.2 亿, 同比+33%/28%/26% (2021-2022 前值为 17.5/21.9, 2023 为新增), 对应 PE 为 52/40/32 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 新品推进不及预期; 行业竞争加剧; 海外扩展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,530	5,929	7,584	9,330
(+/-%)	7.7%	30.9%	27.9%	23.0%
净利润(百万元)	1,369	1,821	2,325	2,924
(+/-%)	74.9%	33.0%	27.7%	25.8%
摊薄每股收益(元)	20.54	27.31	34.87	43.86
EBIT Margin	29.3%	31.5%	32.4%	33.2%
净资产收益率(ROE)	19.2%	20.8%	21.7%	22.9%
市盈率(PE)	69	52	40	32
EV/EBITDA	69.1	49.6	36.7	28.6
市净率(PB)	13.21	10.74	8.76	7.36

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

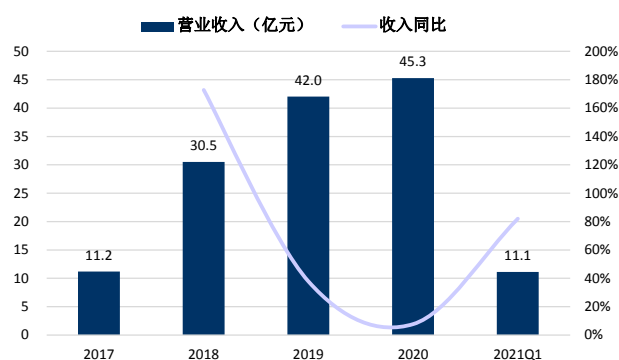
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
688169.SH	石头科技	1410	94000	20.54	27.31	34.87	43.86	69	52	40	32	买入
603486.SH	科沃斯	164.01	93903	1.14	2.35	3.25	4.34	144	70	50	38	买入

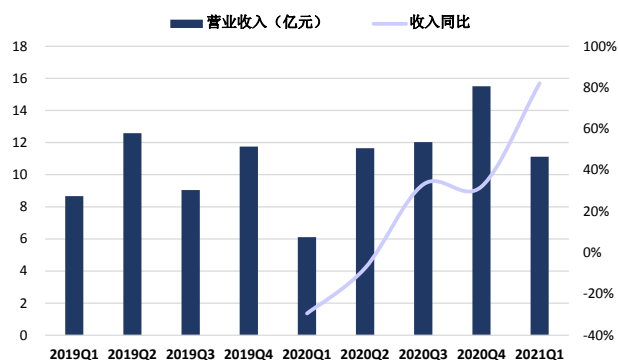
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

图 1: 公司营收及增速



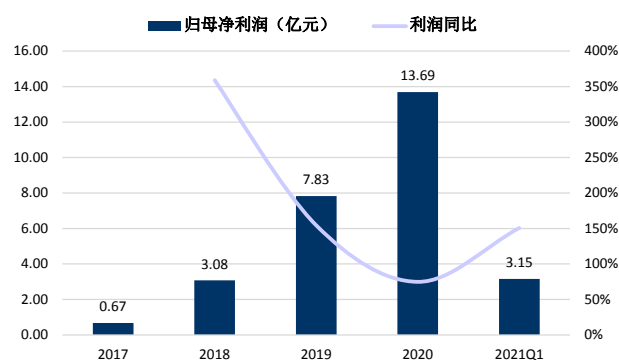
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速



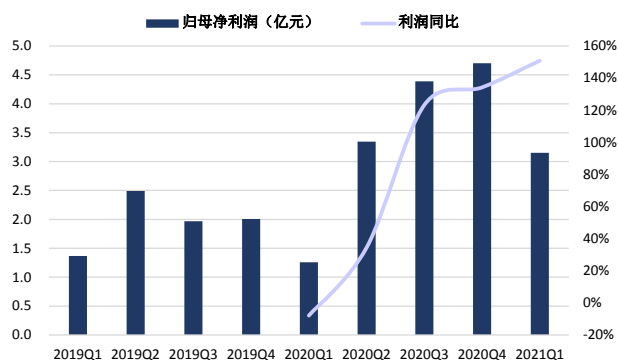
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速



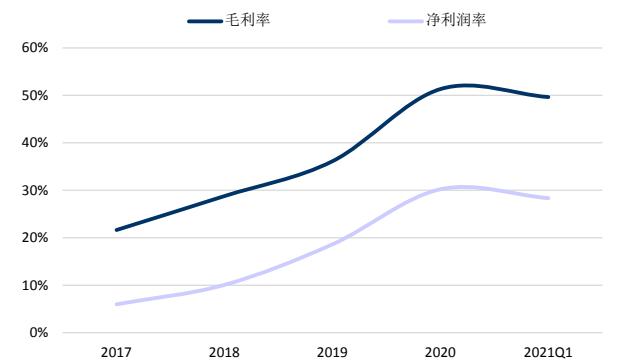
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速



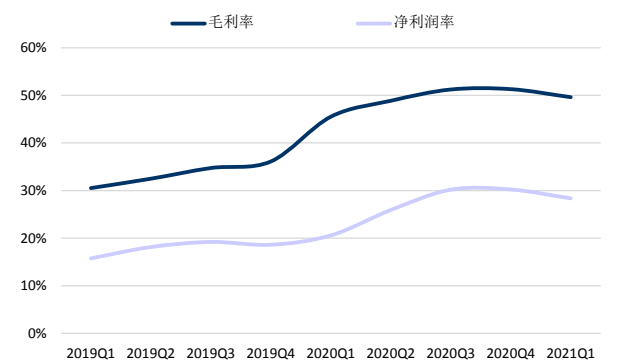
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率及净利率



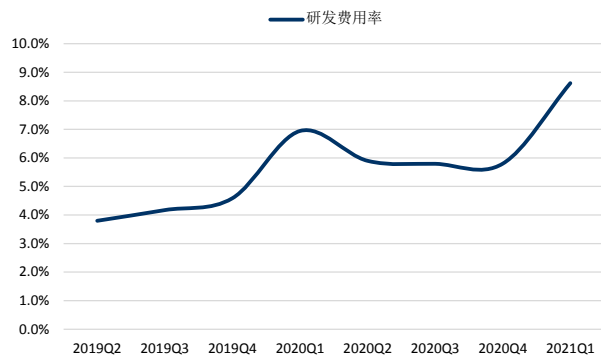
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率及净利率



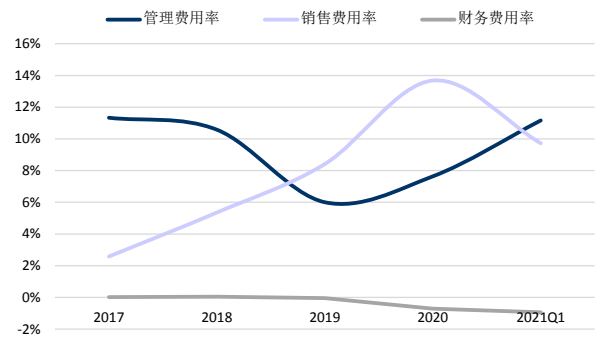
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司研发费用率情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司期间费用情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1424	1756	1531	2325	营业收入	4530	5929	7584	9330
应收款项	171	223	372	387	营业成本	2205	2724	3433	4181
存货净额	381	373	471	603	营业税金及附加	30	33	44	53
其他流动资产	164	159	211	282	销售费用	620	830	1054	1287
流动资产合计	6037	6811	7745	8756	管理费用	346	475	592	709
固定资产	61	987	2160	3480	财务费用	(32)	(34)	(33)	(39)
无形资产及其他	6	6	5	5	投资收益	49	118	83	101
投资性房地产	1732	1732	1732	1732	资产减值及公允价值变动	140	50	66	85
长期股权投资	12	18	27	36	其他收入	6	0	0	0
资产总计	7848	9554	11670	14010	营业利润	1557	2069	2642	3323
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(0)	0	0	(0)
应付款项	377	466	502	658	利润总额	1556	2069	2642	3323
其他流动负债	341	312	409	535	所得税费用	187	249	317	399
流动负债合计	719	778	911	1194	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1369	1821	2325	2924
其他长期负债	15	23	30	40					
长期负债合计	15	23	30	40	现金流量表 (百万元)				
负债合计	734	801	941	1234	净利润	1369	1821	2325	2924
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	31	373	423	571
股东权益	7114	8753	10729	12776	折旧摊销	41	46	127	232
负债和股东权益总计	7848	9554	11670	14010	公允价值变动损失	(140)	(50)	(66)	(85)
					财务费用	(32)	(34)	(33)	(39)
					营运资本变动	(1415)	401	263	647
					其它	(31)	(373)	(423)	(571)
					经营活动现金流	(145)	2218	2649	3717
					资本开支	(205)	(1295)	(1656)	(2038)
					其它投资现金流	(3002)	(403)	(860)	0
					投资活动现金流	(3219)	(1704)	(2525)	(2047)
					权益性融资	4381	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(133)	(182)	(349)	(877)
					其它融资现金流	425	0	0	0
					融资活动现金流	4540	(182)	(349)	(877)
					现金净变动	1176	332	(225)	793
					货币资金的期初余额	248	1424	1756	1531
					货币资金的期末余额	1424	1756	1531	2325
					企业自由现金流	(409)	795	899	1567
					权益自由现金流	16	825	927	1601

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	20.54	27.31	34.87	43.86
每股红利	2.00	2.73	5.23	13.16
每股净资产	106.71	131.29	160.93	191.63
ROIC	62%	51%	54%	50%
ROE	19%	21%	22%	23%
毛利率	51%	54%	55%	55%
EBIT Margin	29%	31%	32%	33%
EBITDA Margin	30%	32%	34%	36%
收入增长	8%	31%	28%	23%
净利润增长率	75%	33%	28%	26%
资产负债率	9%	8%	8%	9%
息率	0.1%	0.2%	0.4%	0.9%
P/E	68.6	51.6	40.4	32.1
P/B	13.2	10.7	8.8	7.4
EV/EBITDA	69.1	49.6	36.7	28.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032