石头科技（688169.SH）

2020 年 10 月 30 日

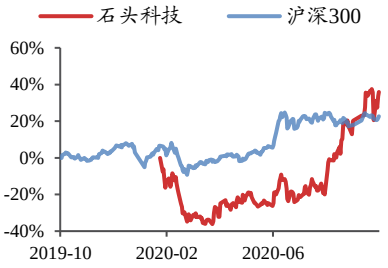
Q3 业绩大超市场预期，境外收入持续高增长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	676.65
一年最高最低(元)	704.99/315.11
总市值(亿元)	451.10
流通市值(亿元)	110.28
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.16
近 3 个月换手率(%)	181.73

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-新品配件全面升级 H6，预计 Q3 继续维持较高增速》-2020.10.21

《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

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● Q3 业绩大超市场预期，上调盈利预测，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度收入 29.79 亿元(-1.66%)，归母净利润 8.99 亿元(+54.49%)，其中 Q3 单季度收入 12.03 亿元（+32.93%），归母净利润 4.39 亿元（+122.84%）。考虑 Q4 双 11、“黑五”、圣诞节等购物节来临，上调盈利预测预计 2020-2022 年归母净利润 12.33/14.85/19.35 亿元（原值 11.01/14.27/19.58 亿元），对应 EPS 为 18.50/22.28/29.02 元（原值 16.52/21.41/29.37 元），当前股价对应 PE 为 37/30/23 倍，看好自有品牌、海外渠道占比提升带来盈利能力提升，维持“买入”评级。

● 预计自有品牌占比提升，境外收入继续保持高增长

我们预计：1）分品牌来看，2020Q3 单季度米家品牌收入占比为中单位数，自有品牌增速约 60%。2）分境内/境外来看，根据 Jungle Scout 美国亚马逊数据，预计 2020Q3 境外收入（自建渠道+亚马逊，不包括慕晨等经销商）占收入比重超过 30%，同比增速约 100%，推算境内收入同比增速约 40%。

● 盈利能力大幅提升，积极备货 Q4 旺季

旗舰机型放量，规模效应下公司销售毛利率大幅提升。2020Q1-3 销售毛利率 51.25%，同比提升 16.50pct。其中 Q3 单季度销售毛利率 54.76%，同比提升 14.73pct 费用端，海外渠道拓展、加大研发投入，2020Q1-3 期间费用率同比提升 6.6pct 至 18.69%。2020Q1-3 销售净利率 30.18%，同比提升 10.97pct，其中本期“投资收益”、“其他收益”对当期净利率影响约 2.35pct。米家品牌占比下降致应收账款周转天数下滑，同时积极备货 Q4 旺季，2020Q1-3 存货额 5.37 亿元(+81.12%)。

● 海外销售加速，国内受益于产品结构优化趋势

根据 Jungle Scout 数据，核心机型在美国亚马逊渠道 10 月销售额超 5000 万元。国内市占率稳定，售价稳步提升。根据 AUV 数据，2020Q3 自有品牌零售均价环比提升 7.7pct。截止 9 月，销额/销量市占率分别较 2020 年初提升 0.6pct/0.43pct 至 6.97%/10.85%。随着行业 LDS、VSLAM 类产品占比提升，公司有望充分受益。

● 风险提示： 行业竞争加剧，技术迭代风险

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	4,284	5,352	6,927
YOY(%)	172.7	37.8	1.9	24.9	29.4
归母净利润(百万元)	308	783	1,233	1,485	1,935
YOY(%)	359.1	154.5	57.5	20.4	30.3
毛利率(%)	28.8	36.1	50.3	52.9	54.1
净利率(%)	10.1	18.6	28.8	27.8	27.9
ROE(%)	44.0	52.7	47.1	36.5	32.4
EPS(摊薄/元)	4.61	11.74	18.50	22.28	29.02
P/E(倍)	146.7	57.6	36.6	30.4	23.3
P/B(倍)	64.5	30.4	17.2	11.1	7.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 收入端：Q3 同比提升 32.98%，预计自有品牌占比再升 3
2、 盈利情况：T7 Pro、S6 MaxV 在 Q3 逐步放量，毛净利率大幅提升 3
2.1、 产品结构优化叠加规模效应，销售毛利率稳步提升 3
2.2、 海外渠道积极拓展、大力投入研发致公司费用率有所提升 4
2.3、 净利率稳步提升，2020Q1-3 归母净利润超过 2019 全年 5
3、 运营情况：积极为 Q4 旺季备货 5
4、 随着 Q4 旺季来临，持续看好公司海外业务拓展继续加速 6
5、 盈利预测及投资建议 6
6、 风险提示 6
附：财务预测摘要 7

图表目录

图 1： 预计自有品牌占比持续提升 3
图 2： 2020Q1-3 销售毛利率同比提升 16.50% 4
图 3： 2020Q3 销售毛利率环比提升 4
图 4： 积极拓展海外渠道、重视研发，费用率略有提升 4
图 5： 公司销售净利率稳步提升 5
图 6： 2020 前三季度归母净利润同比提升 54.49% 5
图 7： 2020Q3 应收账款周转天数下滑 5
图 8： 2020Q3 存货周转天数提升，积极为 Q4 备货 5

表 1： 2020Q3 单季度收入同比提升 32.98% 3
表 2： 核心品类在亚马逊 10 月销售额超 5000 万 6

1、 收入端：Q3 同比提升 32.98%，预计自有品牌占比再升

石头科技 2020 前三季度收入 29.80 亿，同比下滑 1.66pct，其中 Q3 单季度收入 12.03 亿元，同比提升 32.98%，环比提升 3.28%。

表1：2020Q3 单季度收入同比提升 32.98%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q1-3	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q1-3
主营业务收入（亿元）	8.66	12.59	9.05	30.30	6.11	11.65	12.03	29.80
YoY					-29.45%	-7.44%	32.98%	-1.66%

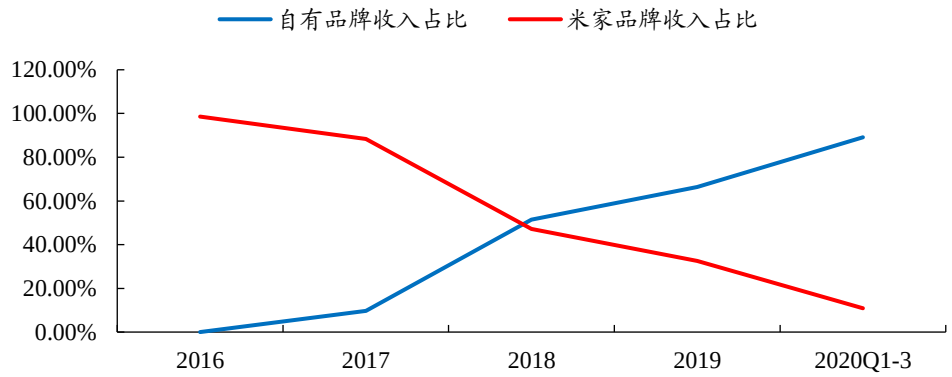
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计：

1）分品牌来看，预计 2020 前三季度自有品牌收入占比接近 90%，2020Q3 单季度米家品牌收入占比为中个位数，自有品牌占比超过 90%。Q3 自有品牌增速约 60%。

2）分境内/境外来看，根据 Jungle Scout 美国亚马逊数据，预计 2020Q3 境外收入（自建渠道+亚马逊，不包括慕晨等经销商）占收入比重超过 30%，同比增速接近 100%

图1：预计自有品牌占比持续提升



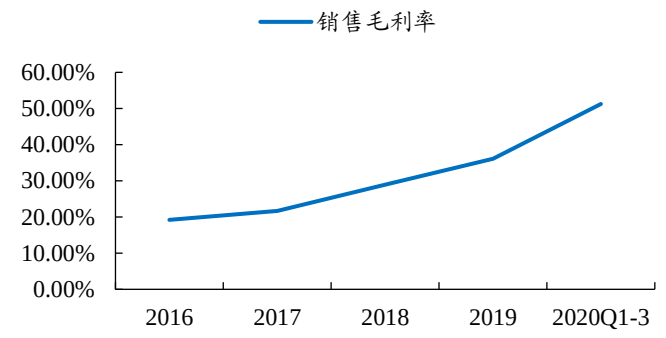
数据来源：Wind、开源证券研究所测算

2、 盈利情况：T7 Pro、S6 MaxV 在 Q3 逐步放量，毛净利率大幅提升

2.1、 产品结构优化叠加规模效应，销售毛利率稳步提升

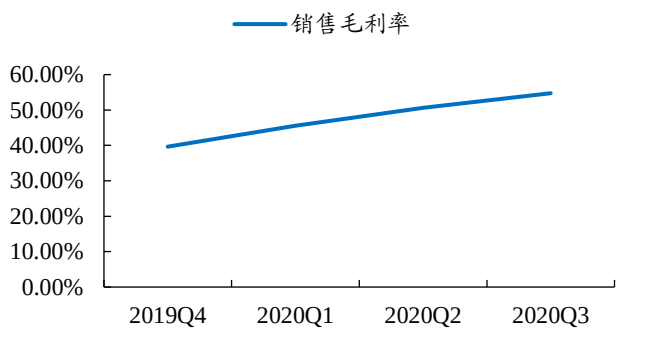
旗舰机型逐步放量，规模效应下公司整体销售毛利率稳步提升。5 月下旬上市的旗舰机型 T7 Pro（海外版 S6 MaxV 机型）将单价上探至 3000 元以上（海外 750 美金），并在 Q3 逐步放量，带动公司整体毛利率提升。此外，随着公司扫地机器人销量逐步提升，规模效应下毛利率也有所提升。2020Q1-3 公司销售毛利率 51.25%，同比提升 16.50pct。其中 Q3 单季度销售毛利率 54.76%，环比 Q2 提升 4.12pct。

图2：2020Q1-3 销售毛利率同比提升 16.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020Q3 销售毛利率环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 海外渠道积极拓展、大力投入研发致公司费用率有所提升

2020Q1-3 期间费用率较 2019 年同期提升 6.6pct 至 18.69%，其中：

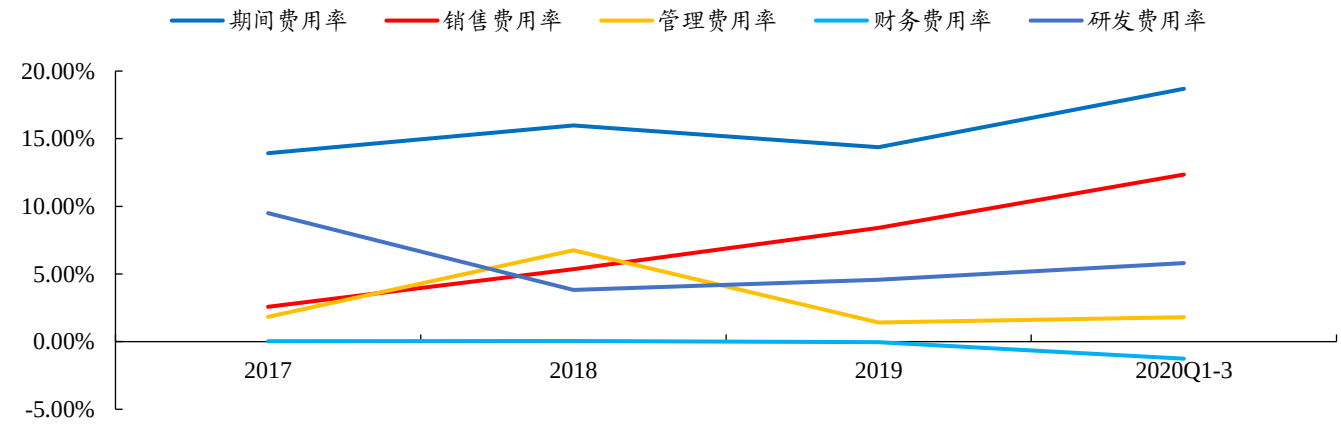
2020Q1-3 销售费用率 12.35%，较 2019 年同期提升 5.84pct，2020Q1-3 销售费用 3.68 亿（+86.35%）。主要系公司进一步拓展海外市场导致推广费、平台费及相应的人工费用提升。

2020Q1-3 研发费用率 5.80%，较 2019 年同期提升 1.63pct，2020Q1-3 研发费用 1.73 亿（+36.55%）。主要系加大新技术和新产品的研发投入，研发人员人数与薪酬增加所致。

2020Q1-3 财务费用率-1.26%，较 2019 年同期下滑 1.30pct，2020Q1-3 财务费用 -0.38 亿元（-3046.23%），主要系新增募集资金和自有资金带来的存款利息增加。

2020Q1-3 管理费用率 1.80%，较 2019 年同期提升 0.44pct。

图4：积极拓展海外渠道、重视研发，费用率略有提升

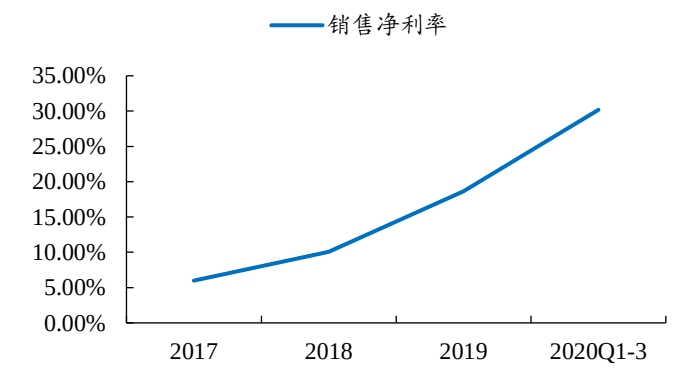


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 净利率稳步提升，2020Q1-3 归母净利润超过 2019 全年

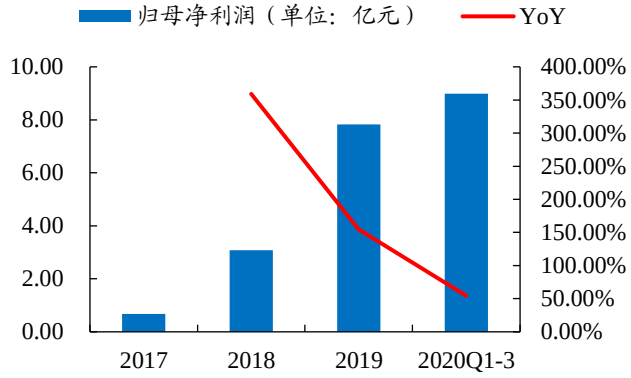
毛利率提升幅度高于费用率，公司销售净利率稳步提升。2020 年前三季度，公司销售净利率 30.18%，较 2019 年同期提升 10.97pct。2020Q3 单季度销售净利率为 36.48%，较 Q2 环比提升 7.76%，其中“理财收益”及“其他收益-即征即退税款”占收入比重约 2.35%。受益于净利率提升，公司 2020Q1-3 归母净利利润 8.99 亿元（+54.49%），其中 Q3 单季度归母净利润 4.39 亿元（+122.84%）。

图5：公司销售净利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 前三季度归母净利润同比提升 54.49%



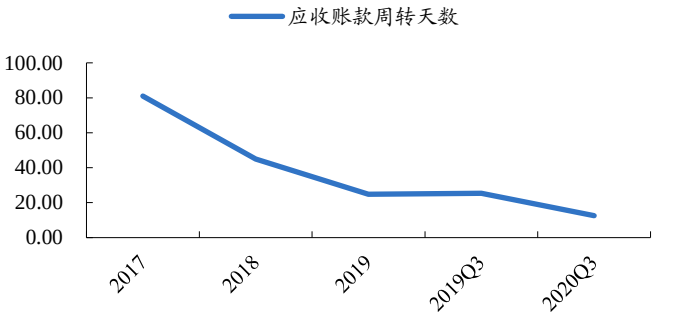
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 运营情况：积极为 Q4 旺季备货

应收账款周转天数减小，结构合理。2020Q1-3 公司应收账款周转天数 12.56 天较 2019 年同期减少 12.74 天，主要系米家品牌占比减少，对小米的应收账款减少。

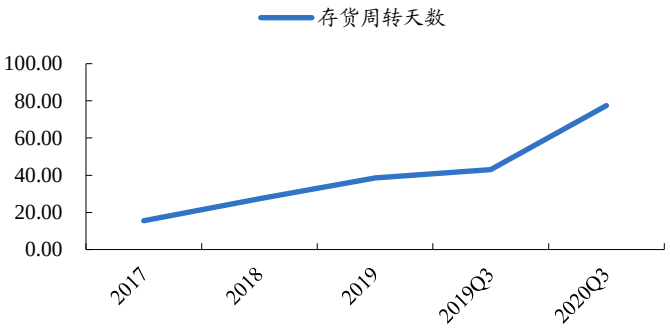
为 Q4 旺季备货，致使公司存货周转天数增加。2020Q1-3 公司存货周转天数为 77.49 天较 2019 年同期增加 34.39 天，其中 2020Q1-3 存货额 5.37 亿元（+81.12%），主要系为 Q4 双十一、黑五、圣诞节备货所致。

图7：2020Q3 应收账款周转天数下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020Q3 存货周转天数提升，积极为 Q4 备货



数据来源：Wind、开源证券研究所

经营性活动现金流净额大幅提升。受益于期销售毛利增加，以及预收账款余额增加，2020H1 公司经营性活动产生的现金流净额为 13.89 亿元，同比提升 96.89%。

4、 随着 Q4 旺季来临，持续看好公司海外业务拓展继续加速

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。受益于 10 月份的亚马逊会员日，根据 Jungle Scout 数据，旗舰机型 Roborock S6 MaxV（750 美金/台）10 月在美国亚马逊月均销售突破 1680 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 10 月销售分别约 2760 台、2010 台、2310 台。核心产品 10 月销售额超 5000 万元。

国内受益于产品结构优化趋势，双 11 有望助力公司业绩提升。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，石头自有品牌线上年累计销量/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。

表2：核心品类在亚马逊 10 月销售额超 5000 万

产品名称	售价	平均月收入	平均月销售
Roborock E4（套装）	$285.82	$685,968.00	2,400
Roborock Robot Vacuum Cleaner　Vacuum	$279.99	$201,592.80	720
Roborock S5 MAX	$549.00	$1,103,490.00	2,010
Roborock S4	$399.99	$1,103,972.40	2,760
Roborock S6 Pure	$599.99	$1,385,976.90	2,310
Roborock S4 Max	$429.99	$116,097.30	270
Roborock S6	$649.89	$1,052,821.80	1,620
Roborock S6 MaxV	$749.99	$1,259,983.20	1,680
Roborock E4	$269.99	$866,667.90	3,210
合计（美元）		$7,776,570.30	
合计（万元 RMB）		¥5,210.30	

数据来源：Jungle Scout、开源证券研究所

5、 盈利预测及投资建议

考虑 Q4 双 11、“黑五”、圣诞节等购物节来临，上调盈利预测预计 2020-2022 年归母净利润 12.33/14.85/19.35 亿元（原值 11.01/14.27/19.58 亿元），对应 EPS 为 18.50/22.28/29.02 元（原值 16.52/21.41/29.37 元），当前股价对应 PE 为 37/31/24 倍，看好自有品牌、海外渠道占比提升带来盈利能力提升。

维持“买入”评级

6、 风险提示

行业竞争加剧，技术迭代风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1195	1828	3145	4448	6667
现金	26	248	1656	2916	4737
应收票据及应收账款	390	199	573	270	894
其他应收款	55	104	13	157	46
预付账款	2	10	5	19	9
存货	278	297	214	277	226
其他流动资产	445	971	685	807	756
非流动资产	82	135	88	105	118
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	67	56	66	71
无形资产	0	6	7	8	9
其他非流动资产	33	62	25	31	38
资产总计	1277	1963	3233	4553	6786
流动负债	578	478	599	467	806
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	404	282	508	325	666
其他流动负债	174	197	90	141	140
非流动负债	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
负债合计	578	479	599	467	806
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	2072	3498	5336
归属母公司股东权益	699	1485	2634	4086	5979
负债和股东权益	1277	1963	3233	4553	6786

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	425	755	1119	1329	1736
净利润	308	783	1233	1485	1935
折旧摊销	18	30	12	14	18
财务费用	1	-2	-93	-94	-90
投资损失	-4	-16	-11	-16	-6
营运资金变动	-62	-29	-22	-57	-118
其他经营现金流	164	-11	-1	-3	-3
投资活动现金流	-459	-514	280	-128	37
资本支出	61	50	-10	11	6
长期投资	-408	-483	0	0	0
其他投资现金流	-806	-947	269	-118	43
筹资活动现金流	-33	-20	9	60	48
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	-7	60	48
现金净增加额	-67	222	1408	1261	1820

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3051	4205	4284	5352	6927
营业成本	2173	2686	2130	2519	3179
营业税金及附加	20	20	18	26	35
营业费用	163	354	496	605	855
管理费用	206	60	80	200	171
研发费用	117	193	216	315	419
财务费用	1	-2	-93	-94	-90
资产减值损失	0	0	1	40	66
其他收益	4	6	9	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
营业利润	382	925	1457	1762	2303
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	382	925	1457	1761	2302
所得税	74	142	224	276	368
净利润	308	783	1233	1485	1935
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	308	783	1233	1485	1935
EBITDA	399	948	1440	1706	2205
EPS(元)	4.61	11.74	18.50	22.28	29.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	172.7	37.8	1.9	24.9	29.4
营业利润(%)	373.8	142.2	57.5	20.9	30.7
归属于母公司净利润(%)	359.1	154.5	57.5	20.4	30.3
获利能力					
毛利率(%)	28.8	36.1	50.3	52.9	54.1
净利率(%)	10.1	18.6	28.8	27.8	27.9
ROE(%)	44.0	52.7	47.1	36.5	32.4
ROIC(%)	43.9	52.3	46.2	35.1	30.8
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	24.4	18.5	10.2	11.9
净负债比率(%)	-3.7	-16.7	-63.2	-71.7	-79.4
流动比率	2.1	3.8	5.3	9.5	8.3
速动比率	1.6	3.0	4.8	8.8	7.9
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.61	11.74	18.50	22.28	29.02
每股经营现金流(最新摊薄)	6.37	11.33	16.78	19.93	26.03
每股净资产(最新摊薄)	10.49	22.27	39.27	61.04	89.44
估值比率					
P/E	146.7	57.6	36.6	30.4	23.3
P/B	64.5	30.4	17.2	11.1	7.6
EV/EBITDA	112.0	46.4	29.7	24.3	18.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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（中高风险），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