

成长领先海外同业，全球竞争力稳固

华泰研究

2021 年 10 月 30 日 | 中国内地

季报点评

通用机械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

1226.95

研究员

SAC No. S0570512070051

肖群稀

xiaoqunxi@htsc.com

+86-755-82492802

研究员

SAC No. S0570519040003

关东奇来

guandongqilai@htsc.com

+86-21-28972081

研究员

SAC No. S0570520080005

时威

shiyu013577@htsc.com

SFC No. BRI005

联系人

SAC No. S0570120100012

黄菁伦

huangjinglun@htsc.com

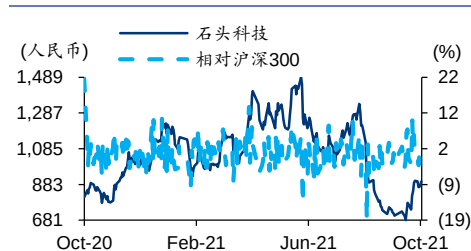
华泰证券 2022 年度投资峰会



基本数据

目标价(人民币)	1226.95
收盘价(人民币 截至 10 月 29 日)	900.00
市值(人民币百万)	60,111
6 个月平均日成交额(人民币百万)	629.49
52 周价格范围(人民币)	681.60-1,488.99
BVPS(人民币)	120.90

股价走势图



资料来源: Wind

收入增长领先海外扫地机器人同业企业，印证公司全球份额提升趋势

公司 Q1-3 实现营收 38.27 亿元，同比+28.43%，实现归母净利 10.16 亿元，同比+12.98%。Q3 分别实现营收、归母净利 14.79 亿元、3.64 亿元，同比+22.88%、-17.01%。虽然受原材料价格上涨、海运运力紧张等短期因素影响，Q3 利润有所下降，但公司收入、利润增速及毛利率韧性均领先于海外扫地机器人龙头 iRobot (IRBT US)，印证公司全球竞争力及份额提升趋势，海运缓解后有望迎来新一轮高成长。预计 2021-23 年 EPS 为 23.15、30.64、40.16(前值 27.99、37.36、48.86)元，可比公司 21 年平均 PE 为 50x(Wind 一致预测，前值 53x)，考虑到公司全球竞争优势及领军者潜质，给予 21 年目标 PE 53x(前值 56x)，目标价 1226.95(前值 1567.44)元。买入评级。

毛利率、净利率短期承压，公司成长性及毛利率韧性强于海外龙头

Q1-3 毛利率同比-1.37pct 至 49.88%，归母净利率同比-3.63pct 至 26.55%。受原材料成本上涨等影响，公司 21Q3 毛利率 48.50%，同比-6.26pct/环比-3.23pct；归母净利率 24.64%，同比-11.84pct/环比-2.57pct。海外龙头企业 iRobot 21Q3 收入同比+7%，净利润同比-39%，毛利率同比-11.2pct 至 36.93%，在海运承压、原材料涨价的行业逆风期，公司 Q3 收入、利润增速及毛利率韧性均领先于海外龙头，印证公司全球份额提升趋势稳固。

G10、U10 新品发布推动国内份额明显提升，海外市场的修复值得期待

1) 国内: 公司 8 月末发布扫地机器人/手持洗地机双新品，据奥维数据，9 月扫地机器人线上市场石头份额达 14.7%，同比+6.2pct/环比+4.5pct，清洁电器(含洗地机)线上石头份额达 7.0%，同比+3.2pct/环比+3.0pct。2) 海外: 扫地机器人全球产能集中在中国(包括欧美本土品牌)，海外收入增长放缓的根源不在于需求侧，而在供给侧(运力)，海运缓解后，前期压制的需求有望集中释放，叠加石头产品的份额提升潜力，海外市场长期成长可期。

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

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 双目视觉及 AI 结构光技术的先发引领者、商用清洁机器人的前沿布局者；长远来看，石头是国内较为稀缺的执著推动服务机器人真正技术进化的前瞻型研发设计公司。考虑海运及原材料影响下调盈利预测，预计 21-23 年归母净利润 15.46、20.46、26.82(前值 18.7、24.9、32.6)亿元，对应 PE 为 39、29、22 倍。

风险提示: 行业竞争加剧、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; 海运运力风险; 股东减持致股价短期波动的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	4,205	4,530	5,771	7,621	9,992
+/-%	37.81	7.74	27.38	32.06	31.11
归属母公司净利润(人民币百万)	782.86	1,369	1,546	2,046	2,682
+/-%	154.52	74.92	12.92	32.34	31.08
EPS(人民币，最新摊薄)	11.72	20.50	23.15	30.64	40.16
ROE(%)	52.73	19.25	18.14	19.62	20.67
PE(倍)	76.78	43.90	38.87	29.37	22.41
PB(倍)	40.49	8.45	7.05	5.76	4.63
EV EBITDA(倍)	62.24	35.55	31.53	22.69	16.58

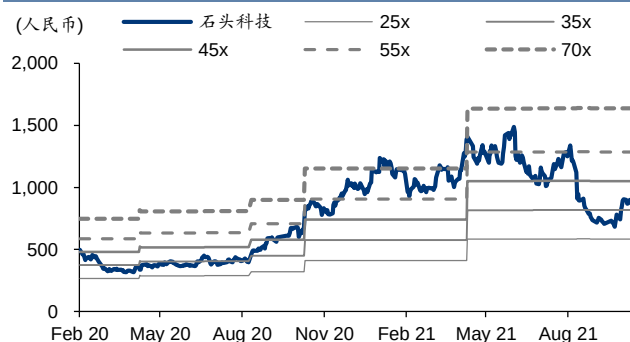
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

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)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
603486 CH	科沃斯	981	171.50	1.12	3.48	4.78	6.20	153	49	36
002747 CH	埃斯顿	230	26.45	0.15	0.24	0.40	0.56	179	111	66
688017 CH	绿的谐波	161	134.00	0.68	1.31	1.90	2.66	197	103	70
002242 CH	九阳股份	179	23.35	1.23	1.28	1.45	1.67	19	18	16
002959 CH	小熊电器	89	57.15	2.74	2.19	2.90	3.59	21	26	20
002032 CH	苏泊尔	429	53.00	2.28	2.55	2.89	3.23	23	21	18
002705 CH	新宝股份	185	22.43	1.35	1.13	1.47	1.78	17	20	15
平均值							87	50	35	26

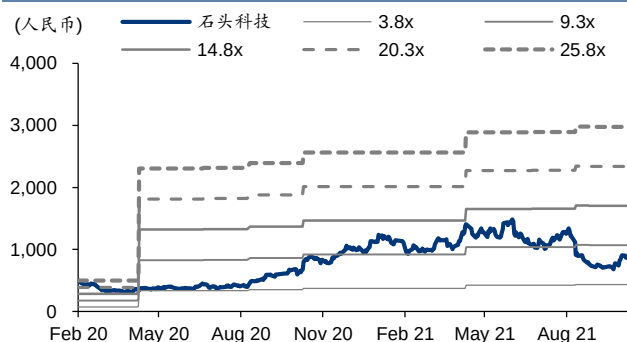
资料来源: Wind, 华泰研究; 数据日期: 2021 年 10 月 29 日

图表2: 石头科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 石头科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,828	6,037	7,959	10,247	13,573
现金	247.81	1,424	3,001	5,163	8,053
应收账款	198.71	135.78	248.95	259.12	365.36
其他应收账款	103.97	22.38	138.57	73.98	204.69
预付账款	10.11	17.82	17.76	29.23	32.38
存货	296.58	381.04	509.41	658.95	865.30
其他流动资产	970.83	4,055	4,043	4,062	4,052
非流动资产	135.40	1,811	1,836	1,853	1,873
长期投资	0.00	12.00	24.00	36.00	48.00
固定投资	67.42	60.94	73.75	79.76	87.86
无形资产	6.16	5.94	5.04	4.14	3.24
其他非流动资产	61.82	1,732	1,733	1,733	1,734
资产总计	1,963	7,848	9,795	12,100	15,445
流动负债	478.35	718.62	1,256	1,652	2,452
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	281.76	377.21	910.71	1,262	2,045
其他流动负债	196.59	341.41	345.21	389.71	407.06
非流动负债	0.42	15.22	15.22	15.22	15.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.42	15.22	15.22	15.22	15.22
负债合计	478.77	733.84	1,271	1,667	2,467
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
股本	50.00	66.67	66.67	66.67	66.67
资本公积	553.00	4,941	4,941	4,941	4,941
留存公积	878.06	2,114	3,506	5,347	7,761
归属母公司股东权益	1,485	7,114	8,523	10,433	12,978
负债和股东权益	1,963	7,848	9,795	12,100	15,445

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	755.47	1,518	1,542	2,132	2,853
净利润	782.86	1,369	1,546	2,046	2,682
折旧摊销	30.37	41.29	18.34	25.23	33.26
财务费用	(1.67)	(32.02)	(56.73)	(60.09)	(78.50)
投资损失	(16.27)	(48.53)	(48.53)	(49.00)	(49.00)
营运资金变动	(28.59)	228.61	192.21	269.54	364.46
其他经营现金	(11.22)	(40.55)	(110.00)	(100.00)	(100.00)
投资活动现金	(513.65)	(5,543)	115.97	106.28	96.09
资本支出	49.58	989.43	30.56	30.72	40.91
长期投资	(483.00)	(4,608)	(12.00)	(12.00)	(12.00)
其他投资现金	18.92	53.57	158.53	149.00	149.00
筹资活动现金	(20.13)	4,234	(80.27)	(76.91)	(58.50)
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	0.00	16.67	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.02	4,388	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(20.15)	(170.09)	(80.27)	(76.91)	(58.50)
现金净增加额	221.94	201.93	1,577	2,161	2,890

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,205	4,530	5,771	7,621	9,992
营业成本	2,686	2,205	2,898	3,802	4,960
营业税金及附加	20.11	29.62	37.73	49.82	65.32
营业费用	353.79	619.99	882.22	1,171	1,545
管理费用	59.59	83.15	99.78	119.74	143.68
财务费用	(1.67)	(32.02)	(56.73)	(60.09)	(78.50)
资产减值损失	0.00	(31.04)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.43	109.77	110.00	100.00	100.00
投资净收益	16.27	48.53	48.53	49.00	49.00
营业利润	924.93	1,557	1,757	2,326	3,049
营业外收入	0.21	0.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	925.13	1,556	1,757	2,326	3,049
所得税	142.27	186.99	211.14	279.43	366.27
净利润	782.86	1,369	1,546	2,046	2,682
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	782.86	1,369	1,546	2,046	2,682
EBITDA	945.59	1,541	1,687	2,249	2,904
EPS (人民币, 基本)	11.72	20.50	23.15	30.64	40.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	37.81	7.74	27.38	32.06	31.11
营业利润	142.16	68.28	12.91	32.34	31.08
归属母公司净利润	154.52	74.92	12.92	32.34	31.08
获利能力 (%)					
毛利率	36.12	51.32	49.79	50.11	50.35
净利率	18.62	30.23	26.79	26.85	26.85
ROE	52.73	19.25	18.14	19.62	20.67
ROIC	273.38	778.12	(14,064)	(712.81)	(400.03)
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.38	9.35	12.98	13.78	15.97
净负债比率 (%)	(16.69)	(20.01)	(35.21)	(49.48)	(62.05)
流动比率	3.82	8.40	6.34	6.20	5.54
速动比率	3.02	7.51	5.73	5.64	5.07
营运能力					
总资产周转率	2.60	0.92	0.65	0.70	0.73
应收账款周转率	14.28	26.11	28.81	28.81	30.65
应付账款周转率	7.83	6.69	6.69	6.69	6.69
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	11.72	20.50	23.15	30.64	40.16
每股经营现金流(最新摊薄)	11.31	22.73	23.08	31.92	42.71
每股净资产(最新摊薄)	22.23	106.51	127.61	156.20	194.31
估值比率					
PE (倍)	76.78	43.90	38.87	29.37	22.41
PB (倍)	40.49	8.45	7.05	5.76	4.63
EV EBITDA (倍)	62.24	35.55	31.53	22.69	16.58

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、关东奇来、时或，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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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，华泰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。华泰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。

华泰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，华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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、时或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。本披露中所提及的“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

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

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