

2022 年 06 月 28 日

石头科技 (688169.SH)

布局自主产能，有望加速产品迭代

■ **事件：**根据石头科技 6 月 28 日发布的《关于使用部分超募资金新建募投项目的公告》。石头科技计划使用超募资金人民币 4.6 亿元增资公司全资子公司惠州石头智能科技有限公司（以下简称“惠州石头”），用于自建制造中心，项目建设期计划为 23 个月。项目拟建设地点为广东省惠州市仲恺高新区潼侨镇侨阳路 1 号。石头计划采用租赁方式建设厂房，预计租赁总面积 5.1 万平方米，其中生产面积 4.2 万平方米，宿舍 9000 平方米。公司已完成意向性协议签署，租赁期 7 年。

■ **自建产能有利于石头通过试产加速产品迭代：**石头自成立起专注技术研发，生产全部采用委托加工方式，无自建生产基地。在扫地机行业快速迭代的背景下，自建产能能够更好地帮助石头缩短研发到量产的周期，加速公司产品迭代。

■ **自建产能有利于石头更好地应对市场需求的变化：**自建产能可以加强石头对市场需求的响应速度，增强订单承接能力，降低季节性变化、关税政策窗口变化、区域性市场爆发等不确定因素可能引起的交付风险。石头实现“研产销”一体化后，销售端的数据信息、客户口碑的及时反馈，将用于指导制造中心的生产计划，可以最大程度、最高效率地作用于生产指导和技术改良，进一步提升交付能力和响应能力。

■ **石头具备产线设计、供应链管理的能力，有能力快速适应产能自建：**目前在与代工厂合作中，石头主导了产线布局、工艺流程和生产方案的设计，也建立了严格的质量控制和管理体系，在物料管理、供应商管理、产品质量管理等方面均有严密的管理方案。石头创始人团队中具有众多拥有丰富供应链管理背景的人才，供应链管理团队具备深厚的专业背景、丰富的经验储备和实战业绩。

■ **如何看待提升自产比例对公司盈利能力的影响：**1) 固定资产投入带来的折旧会对公司生产成本带来每年约数千万元的提升；2) 公司需要招聘更多生产人员，并为生产人员提供配套设施，管理费用率预计会有所提升；3) 公司部分原材料转为自行采购，可以有效节省代采费用（石头此前将产品包装材料及连接器交由代工厂代采后，代工厂会收取采购成本的 2% 作为物料管理费）。随着公司销售规模的不断扩大，自主生产能够实现的降本提效空间逐渐扩大，我们期待石头能够通过智能制造提升制造环节的效率，进一步提升公司的盈利能力。

■ **投资建议：**石头领先的产品力是未来收入增长的基础，精简 SKU 和优秀的经营管理能力使其维持行业领先的盈利能力。商用扫地机、手持等品类有望逐渐放量。预计石头 2022~23 年 EPS 分别为 26.15/31.73 元，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**疫情恶化，行业竞争加剧

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	4,530.4	5,837.1	7,331.1	9,241.5	11,352.8
净利润	1,369.4	1,402.5	1,746.9	2,119.8	2,643.8
每股收益(元)	20.50	20.99	26.15	31.73	39.57
每股净资产(元)	106.49	127.11	149.53	176.50	210.14

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	32.0	31.2	25.1	20.7	16.6
市净率(倍)	6.2	5.2	4.4	3.7	3.1
净利润率	30.2%	24.0%	23.8%	22.9%	23.3%
净资产收益率	19.2%	16.5%	17.5%	18.0%	18.8%
股息收益率	0.5%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%
ROIC	479.7%	2248.9%	160.0%	126.2%	214.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

投资评级 买入-A

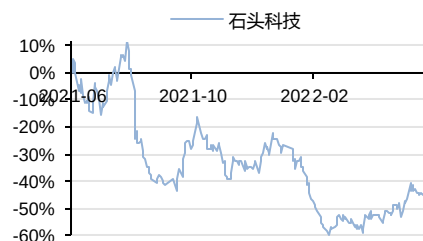
维持评级

6 个月目标价：750 元
 股价 (2022-06-28) 628.95 元

交易数据

总市值(百万元)	43,823.60
流通市值(百万元)	33,658.68
总股本(百万股)	66.81
流通股本(百万股)	51.31
12 个月价格区间	483.39/1337.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.95	9.58	-42.28
绝对收益	15.9	14.78	-48.61

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
 zhanglc@essence.com.cn

韩星雨

报告联系人

hanxy@essence.com.cn

相关报告

石头科技：Q1 单季度盈利能力环比改善/张立聪	2022-04-22
石头科技：Q4 单季度收入增速环比提升/张立聪	2022-02-25
石头科技：Q3 单季度收入保持较快增长/张立聪	2021-10-30
石头科技：期待自清洁扫地机及洗地机新品放量/张立聪	2021-08-30
石头科技：清洁电器维持高景气，期待石头新品厚积薄发/张立聪	2021-08-16

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,530.4	5,837.1	7,331.1	9,241.5	11,352.8	成长性					
减:营业成本	2,205.2	3,029.0	3,527.2	4,461.6	5,474.5	营业收入增长率	7.7%	28.8%	25.6%	26.1%	22.8%
营业税费	29.6	25.8	44.0	55.4	68.1	营业利润增长率	68.3%	2.7%	27.1%	21.4%	24.7%
销售费用	620.0	938.5	1,274.1	1,663.5	1,998.1	净利润增长率	74.9%	2.4%	24.6%	21.4%	24.7%
管理费用	83.2	118.9	132.0	166.3	204.4	EBITDA 增长率	64.8%	2.8%	34.1%	22.8%	23.0%
研发费用	262.8	440.8	513.2	628.4	737.9	EBIT 增长率	65.8%	3.2%	27.7%	21.5%	25.0%
财务费用	-32.0	-52.0	-29.3	-32.3	-34.1	NOPLAT 增长率	71.7%	1.2%	26.9%	21.5%	25.0%
资产减值损失	-31.0	-30.2	-	-	-	投资资本增长率	-78.4%	1683.6%	54.0%	-26.5%	17.9%
加:公允价值变动收益	109.8	62.2	161.3	166.3	170.3	净资产增长率	379.2%	19.4%	17.6%	18.0%	19.1%
投资和汇兑收益	48.5	190.9	-	-	-						
营业利润	1,556.5	1,598.1	2,031.3	2,464.9	3,074.2	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.1	-	-	-	毛利率	51.3%	48.1%	51.9%	51.7%	51.8%
利润总额	1,556.4	1,598.0	2,031.3	2,464.9	3,074.2	营业利润率	34.4%	27.4%	27.7%	26.7%	27.1%
减:所得税	187.0	195.6	284.4	345.1	430.4	净利润率	30.2%	24.0%	23.8%	22.9%	23.3%
净利润	1,369.4	1,402.5	1,746.9	2,119.8	2,643.8	EBITDA/营业收入	34.4%	27.5%	29.3%	28.6%	28.6%
						EBIT/营业收入	33.5%	26.9%	27.3%	26.3%	26.8%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	5	5	29	47	40
货币资金	1,424.2	1,321.3	2,231.4	4,474.1	6,504.0	流动营业资本周转天数	8	-5	-2	-1	3
交易性金融资产	3,796.8	4,052.1	4,052.1	4,052.1	4,052.1	流动资产周转天数	312	387	342	340	353
应收帐款	158.2	272.1	268.3	310.3	400.5	应收帐款周转天数	18	13	13	11	11
应收票据	12.5	3.7	12.6	8.0	17.3	存货周转天数	27	30	29	30	31
预付帐款	17.8	29.0	9.8	15.0	15.4	总资产周转天数	390	544	511	476	457
存货	381.0	595.6	580.9	956.9	990.8	投资资本周转天数	14	35	67	56	42
其他流动资产	246.1	246.4	246.4	246.4	246.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.2%	16.5%	17.5%	18.0%	18.8%
长期股权投资	12.0	11.9	11.9	11.9	11.9	ROA	17.4%	14.3%	15.9%	15.8%	17.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	479.7%	2248.9%	160.0%	126.2%	214.7%
固定资产	60.9	101.9	1,078.8	1,352.4	1,143.9	费用率					
在建工程	-	1,147.3	482.2	-	-	销售费用率	13.7%	16.1%	17.4%	18.0%	17.6%
无形资产	5.9	5.7	4.6	3.5	2.3	管理费用率	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	1,732.5	2,020.3	2,019.2	2,018.1	2,016.9	研发费用率	5.8%	7.6%	7.0%	6.8%	6.5%
资产总额	7,847.9	9,807.4	10,998.0	13,448.5	15,401.5	财务费用率	-0.7%	-0.9%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	20.6%	24.8%	25.8%	26.3%	25.6%
应付帐款	452.7	929.2	621.2	1,265.5	958.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	9.4%	13.4%	9.2%	12.3%	8.8%
其他流动负债	265.9	368.9	369.5	373.7	386.8	负债权益比	10.3%	15.5%	10.1%	14.0%	9.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	8.40	5.02	7.47	6.14	9.09
其他非流动负债	15.2	16.8	16.8	16.8	16.8	速动比率	7.87	4.56	6.89	5.55	8.35
负债总额	733.8	1,314.8	1,007.4	1,656.0	1,361.8	利息保障倍数	-47.4	-30.2	-68.3	-75.2	-89.3
少数股东权益	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	分红指标					
股本	66.7	66.8	66.8	66.8	66.8	DPS(元)	3.49	2.10	3.92	4.76	5.94
留存收益	7,054.9	8,438.0	9,922.8	11,724.7	13,971.9	分红比率	17.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	7,114.1	8,492.6	9,990.6	11,792.5	14,039.7	股息收益率	0.5%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,369.4	1,402.5	1,746.9	2,119.8	2,643.8	EPS(元)	20.50	20.99	26.15	31.73	39.57
加:折旧和摊销	41.3	37.5	149.4	209.7	209.7	BVPS(元)	106.49	127.11	149.53	176.50	210.14
资产减值准备	31.0	30.2	-	-	-	PE(X)	32.0	31.2	25.1	20.7	16.6
公允价值变动损失	-109.8	-62.2	161.3	166.3	170.3	PB(X)	6.2	5.2	4.4	3.7	3.1
财务费用	-31.1	-57.5	-29.3	-32.3	-34.1	P/FCF	27.6	111.2	37.9	17.1	18.1
投资损失	-48.3	-190.9	-	-	-	P/S	9.7	7.5	6.0	4.7	3.9
少数股东损益	-	-0.0	-	-	-	EV/EBITDA	39.7	29.2	16.5	12.6	9.6
营运资金的变动	-1,382.1	11.7	-269.8	231.2	-426.9	CAGR(%)	15.7%	23.5%	30.7%	15.7%	23.5%
经营活动产生现金流量	1,518.2	1,518.9	1,758.4	2,694.7	2,562.8	PEG	2.0	1.3	0.8	1.3	0.7
投资活动产生现金流量	-5,543.5	-1,460.9	-621.3	-166.3	-170.3	ROIC/WACC	50.2	235.2	16.7	13.2	22.4
融资活动产生现金流量	4,234.4	-154.7	-227.1	-285.6	-362.5	REP	20.5	0.2	1.3	2.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034