

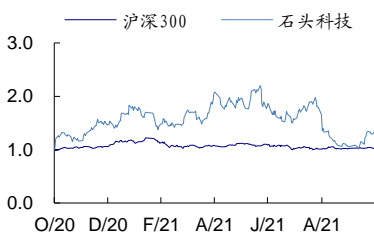
证券研究报告—动态报告

石头科技(688169)
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月31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)	60,111/40,500
上证综指/深圳成指	3,547/14,451
12个月最高/最低(元)	1494.99/646.98

相关研究报告:

《石头科技-688169-2021年半年报点评:短期扰动承压,新品蓄势待发》——2021-09-04
 《石头科技-688169-2020年年报及2021年一季报点评:自主品牌表现靓丽,产品+市场+品牌多维发力》——2021-05-06
 《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: 0755-81982606
 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

联系人:邹会阳

电话: 0755-81981518
 E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

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
广营销高研发,内销亮眼外销受阻
● 营收稳健增长,利润高基数下承压

石头科技 2021 年前三季度实现营收 38.27 亿/+28.43%, 归母净利润 10.16 亿/+12.98%, 扣非归母净利润 8.93 亿/+7.35%。其中单三季度营收 14.79 亿/+22.88%, 同比 2019 年同期增长 63.46%; 归母净利润 3.64 亿/-17.01%, 同比 2019 年同期增长 85.29%; 扣非归母净利润 3.19 亿/-19.79%, 同比 2019 年同期增长 70.45%。在 2020 年三季度高基数的影响下, 叠加费用投入增加, 公司单三季度营收和利润表现承压。

● 推新品广营销抢占市场,短期扰动不改长期发展潜力

公司内销通过推新品、加大营销力度等方式增长较快, 外销受海运及塞港影响预计增长承压。1) 内销方面, 公司三季度发布自清洁扫地机器人 G10、洗地机 U10、吸尘器 H7 等新品, 表现优异。根据淘数据, 8-9 月石头扫地机器人 G10 淘系平台销售额达到 2292 万元, 9 月自清洁扫地机器人销售额占比已达到 54.3%; 整个 Q3 公司扫地机器人淘系 GMV 达到 0.95 亿元, 同比增长 61.38%。从销量及评论数上来看, 石头新品在京东的销售表现或好于淘系, 预计内销增速处于较高水平。此外, 公司在营销上也有较多的动作, 包括京东新品明星直播、小红书投放及微博明星互动等, 助力品牌知名度的提升。2) 外销方面, 公司外销占比较高, 但主要销售地欧洲和美国均受到海运和船只塞港的影响, 预计外销表现有所承压。但长期来看, 清洁电器尤其是扫地机器人和洗地机等在我国及欧美等国的渗透仍处于较低水平, 行业渗透率长期向上趋势确定性较高, 短期扰动不改公司长期增长潜力。

● 海运原材料影响毛利率,高研发高营销蓄势成长

受海运及原材料成本高企影响, 公司单三季度毛利率降低 6.26pct 至 48.50%。费用端, 公司加大营销费用和新产品研发投入, 销售/研发费用率分别+4.05/+1.94pct 至 14.98%/7.58%, 管理/财务费用率分别+0.46/-0.05pct 至 2.13%/-1.02%。受毛利率和费用率的挤压, 公司单三季度净利率下滑 11.84pct 至 24.64%, 从历史数据来看, 盈利水平依然较高。

● 投资建议:维持“买入”评级

考虑到海运及原材料的影响, 下调盈利预测, 预计 21-23 年净利润 15/21/26 亿(前值 17/22/27 亿), PE 为 40/29/23x, 维持“买入”评级。

● 风险提示:行业竞争加剧;原材料价格大幅波动;海运缓解不及预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,205	4,530	5,903	7,525	9,206
(+/-%)	37.8%	7.7%	30.3%	27.5%	22.3%
净利润(百万元)	783	1369	1504	2078	2577
(+/-%)	154.5%	74.9%	9.8%	38.2%	24.0%
摊薄每股收益(元)	15.66	20.54	22.56	31.17	38.65
EBIT Margin	21.2%	29.3%	27.8%	31.0%	31.7%
净资产收益率(ROE)	52.7%	19.2%	18.2%	21.4%	22.4%
市盈率(PE)	57.5	43.8	39.9	28.9	23.3
EV/EBITDA	49.8	44.8	36.5	25.0	19.7
市净率(PB)	30.6	8.5	7.4	6.3	5.3

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

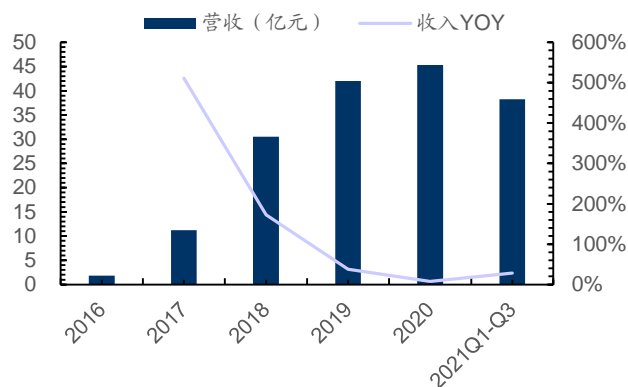
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

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
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
603486.SH	科沃斯	171.50	981	1.14	3.82	5.04	151	45	34	买入
平均							151	45	34	
688169.SH	石头科技	900.00	601	20.54	22.56	31.17	44	40	29	买入

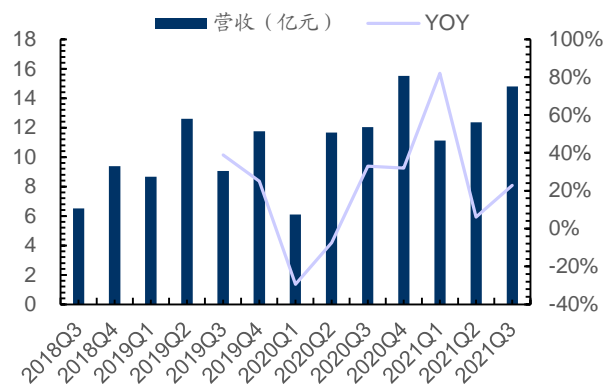
资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

图 1: 公司营收及增速



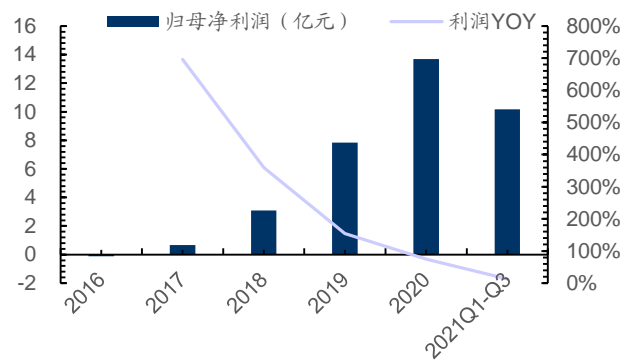
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营收及增速



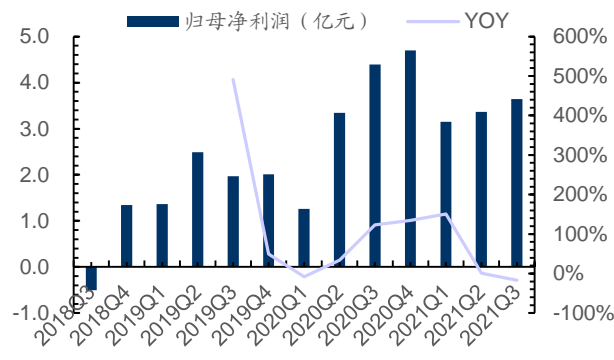
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速



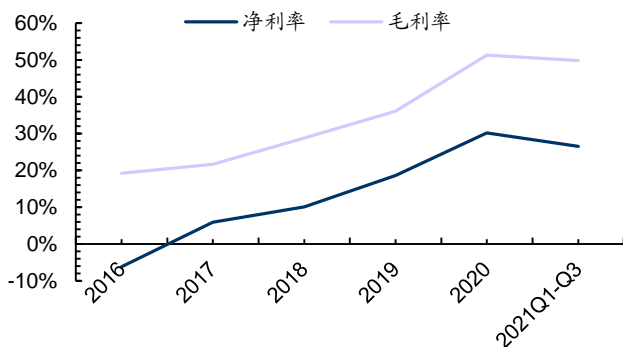
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速



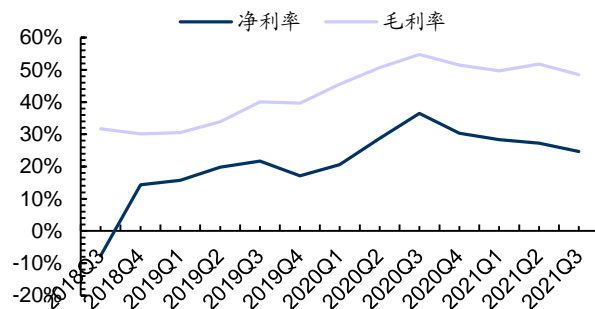
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



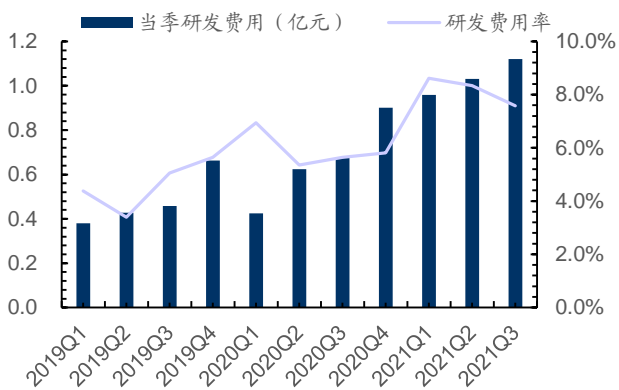
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



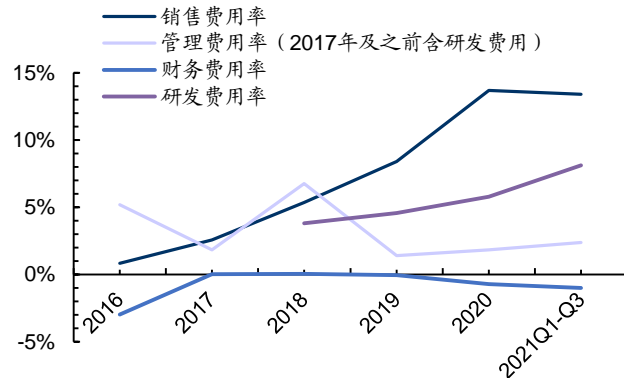
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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	1762	1550	2370	营业收入	4530	5903	7525	9206
应收款项	171	222	370	382	营业成本	2205	2843	3417	4166
存货净额	381	389	469	600	营业税金及附加	30	33	44	52
其他流动资产	164	158	209	278	销售费用	620	826	1054	1289
流动资产合计	6037	6831	7757	8791	管理费用	346	561	678	783
固定资产	61	917	1994	3184	财务费用	(32)	(35)	(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	9504	11516	13748	营业利润	1557	1743	2385	2971
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	487	499	656	利润总额	1556	1743	2385	2971
其他流动负债	341	328	415	541	所得税费用	187	239	307	394
流动负债合计	719	814	914	1197	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	1504	2078	2577
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	837	945	1237	净利润	1369	1504	2078	2577
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	31	338	375	506
股东权益	7114	8242	9697	11500	折旧摊销	41	46	126	230
负债和股东权益总计	7848	9079	10641	12738	公允价值变动损失	(140)	50	66	85
					财务费用	(32)	(35)	(33)	(39)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1415)	387	204	586
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(31)	(338)	(375)	(506)
每股收益	20.54	22.56	31.17	38.65	经营活动现金流	(145)	1987	2474	3477
每股红利	2.00	5.64	9.35	11.60	资本开支	(205)	(1289)	(1644)	(2011)
每股净资产	106.71	123.63	145.45	172.51	其它投资现金流	(3002)	(403)	(860)	0
ROIC	62%	44%	53%	48%	投资活动现金流	(3219)	(1698)	(2513)	(2020)
ROE	19%	18%	21%	22%	权益性融资	4381	0	0	0
毛利率	51%	52%	55%	55%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	28%	31%	32%	支付股利、利息	(133)	(376)	(623)	(773)
EBITDA Margin	30%	29%	33%	34%	其它融资现金流	425	0	0	0
收入增长	8%	30%	27%	22%	融资活动现金流	4540	(376)	(623)	(773)
净利润增长率	75%	10%	38%	24%	现金净变动	1176	(87)	(662)	685
资产负债率	9%	9%	9%	10%	货币资金的期初余额	248	1424	1762	1550
息率	0.2%	0.6%	1.0%	1.3%	货币资金的期末余额	1424	1337	1100	2234
P/E	43.8	39.9	28.9	23.3	企业自由现金流	(409)	559	720	1334
P/B	8.4	7.3	6.2	5.2	权益自由现金流	16	589	749	1368
EV/EBITDA	44.3	36.1	24.8	19.5					

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