

石头科技 (688169.SH) 11 月内销超预期、美亚重回正增长，看好 2022 年业绩逐季改善

2021 年 12 月 15 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

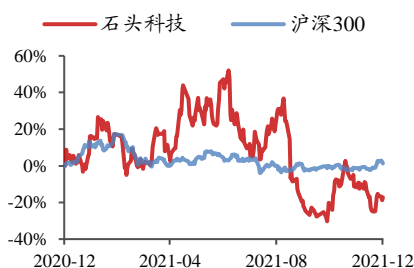
日期	2021/12/15
当前股价(元)	810.00
一年最高最低(元)	1,494.99/675.89
总市值(亿元)	541.00
流通市值(亿元)	364.50
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.45
近 3 个月换手率(%)	76.15

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 内外销收入均超预期，新品放量趋势显现》-2021.10.30

《公司信息更新报告-9 月内外销改善，迎来布局新时点》-2021.10.14

《公司信息更新报告-受海运影响 Q2 增速放缓，期待新品放量》-2021.8.31

● 11 月内销超预期、美亚重回正增长，看好 2022 年业绩逐季改善

2021M11 内销维持高增长，伴随自清洁产品放量 2022 年内销将有望延续高增长；2021M11 外销向好叠加预计 2022Q1 海外上新、海运缓解，外销有望重回高增长；伴随收入放量、成本费用端改善，盈利能力预计将得到修复。考虑 2021Q4 海外市场增速疲软，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年的归母净利润 15.9/20.8/26.4 亿元（原值为 16.7/22.5/28.3 亿元），EPS 为 23.9/31.2/39.6 元，当前股价对应 PE 为 33.3/25.5/20.1 倍，考虑预计 2022 年业绩逐季改善，维持“买入”评级不变。

● 内销：M11、双 12、Q4 超预期，阿里渠道实现翻倍增长，新品放量趋势已定

根据生意参谋，石头阿里渠道扫地机 GMV 持续超预期：2021W49+W50（11 月 29 日-12 月 12 日）的 GMV+142%；2021M11 的 GMV+147%；截至 12 月 12 日，2021Q4 累计 GMV+140%。根据奥维数据，2021M11 石头品牌扫地机线上市场零售额份额为 16.6%（+5.2%），市场份额明显提升。我们预计石头品牌热销主系石头 G10 产品力强、推广成效显著，自清洁产品需求旺盛，2022 有望延续高增。

● 外销：M11 石头美亚渠道重回正增长，收入增速或迎来逐季改善

根据 JS 数据，即使受消费回流线下和高基数影响，石头美亚 GMV 仍环比改善：2021M11 的 GMV +3%，增速较 2021M10(-47%)环比改善；2021M1 市占率占比 12.6%，同比+4.5pcts，环比+3.4pcts。考虑 2020M12 基数较低，2021M12 的 GMV 增速有望环比提升，预计 2022Q1 推新拓宽价格带，外销增速或迎来逐季改善。

● 成本端：海运和原材料涨势趋于缓解，价格高点已有回落

中国出口集装箱运价指数显示，2021W49 美东航线/中欧航线运价指数较最高点分别-7.39%/-6.82%。2021W49 塑城 ABS 价格/钢材综合价格/铝材价格/铜材价格指数较最高点分别-9.12%/-16.37%/-5.65%/-6.41%，成本端情况有望边际改善。

● 风险提示：行业竞争加剧；原材料供应短缺；海外疫情风险加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,205	4,530	5,939	7,659	9,713
YOY(%)	37.8	7.7	31.1	28.9	26.8
归母净利润(百万元)	783	1,369	1,593	2,082	2,643
YOY(%)	154.5	74.9	16.3	30.7	26.9
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	26.8	27.2	27.2
ROE(%)	52.7	19.2	18.6	19.7	20.1
EPS(摊薄/元)	11.72	20.50	23.85	31.18	39.57
P/E(倍)	67.8	38.8	33.3	25.5	20.1
P/B(倍)	35.8	7.5	6.2	5.0	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 内销：2021M11、2021 双 12、2021Q4 累计持续超预期，阿里渠道均实现翻倍以上增长，新品 G10 放量趋势已定	3
2、 外销：2021M11 石头美亚渠道重回正增长，增速环比改善	4
3、 成本：海运和原材料涨势趋于缓解，价格较高点已有回落	5
4、 展望 2022 年：自清洁需求拉动下内销有望延续高增长、份额稳步提升；海运缓解下外销有望逐季改善、重回高增长	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

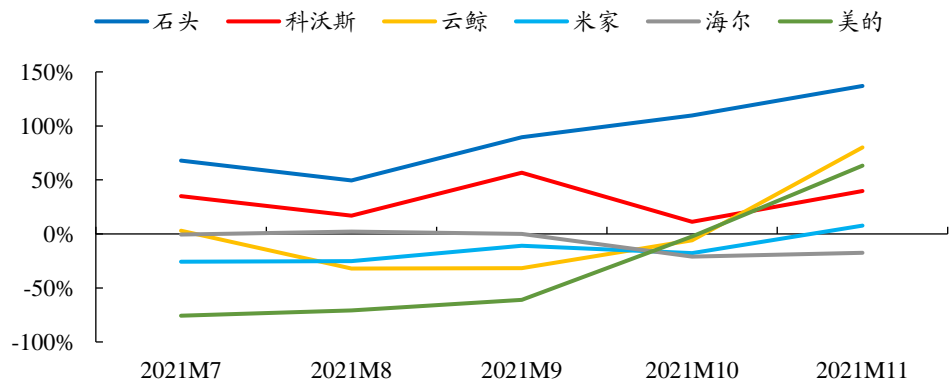
图 1： 石头品牌阿里渠道扫地机 GMV 增速自 2021M8-2021M11 持续提升	3
图 2： 2021W50（12 月 6 日-12 月 12 日）石头品牌阿里渠道扫地机 GMV+156%	3
图 3： 2021Q4 石头品牌阿里渠道扫地机累计 GMV 同比增长 140%	4
图 4： 2021M11 石头品牌美亚 GMV 增速+3%，环比有所改善	4
图 5： 2021M11 石头品牌美亚 GMV 市占率达 12.6%，环比改善明显	4
图 6： 美东航线运价指数较最高点有所回落	5
图 7： 中欧航线运价指数较最高点有所回落	5
图 8： 中国塑料价格指数持续回落	5
图 9： 钢材综合价格指数仍处于下降趋势	5
图 10： 铝材价格指数上涨趋缓	6
图 11： 铜材价格指数上涨趋缓	6

1、内销：2021M11、2021 双 12、2021Q4 累计持续超预期，阿里渠道均实现翻倍以上增长，新品 G10 放量趋势已定

根据生意参谋数据，受益于双 11 销售超预期，2021M11 石头品牌阿里渠道扫地机的 GMV 同比增长 147%，增速自 2021M8 以来持续提升，高增长趋势持续。

石头品牌国内线上市场份额稳步提升。根据奥维数据，2021M11 石头品牌扫地机线上市场零售额份额为 16.6% (+5.2%)，2021M1-M11 石头品牌扫地机累计线上销售额份额为 13.51% (+2.51%)。

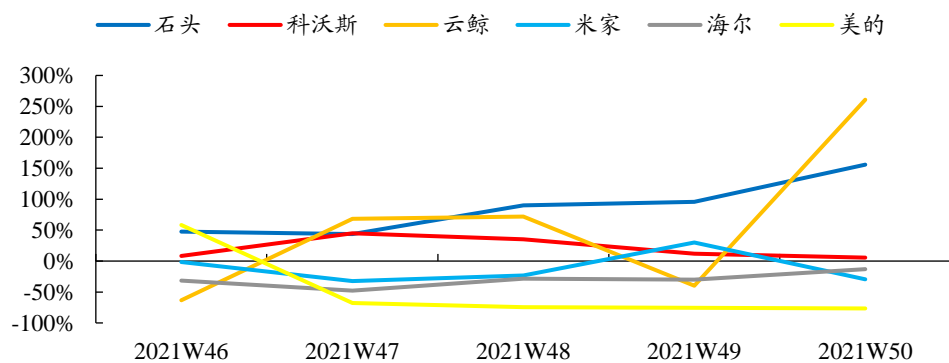
图1：石头品牌阿里渠道扫地机 GMV 增速自 2021M8-2021M11 持续提升



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

对于双 12 销售，我们用 2021W49+W50（11 月 29 日-12 月 12 日）的生意参谋数据来看，石头品牌阿里渠道扫地机 GMV 同比增长 142%，延续了 11 月高增长的良好态势，12 月内销增长有望持续超预期。

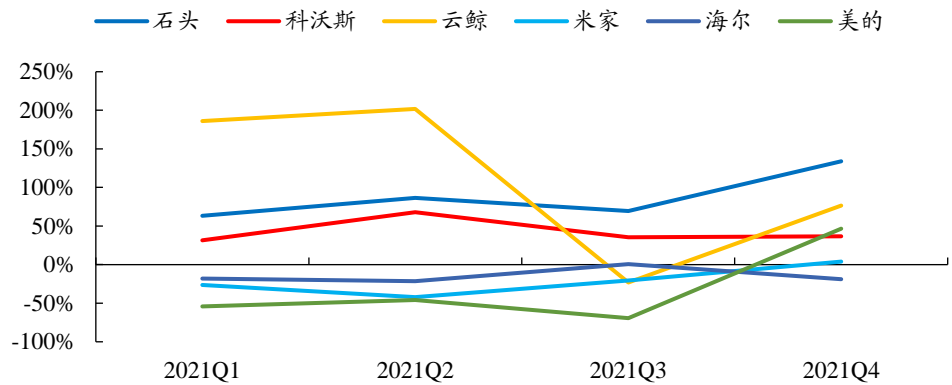
图2：2021W50（12 月 6 日-12 月 12 日）石头品牌阿里渠道扫地机 GMV+156%



数据来源：生意参谋、开源证券研究所

截至 12 月 12 日，2021Q4 石头品牌阿里渠道扫地机累计 GMV 同比增长 140%，增速较 2021Q3（+70%）环比提升。GMV 的快速增长进一步推高公司市场占有率。

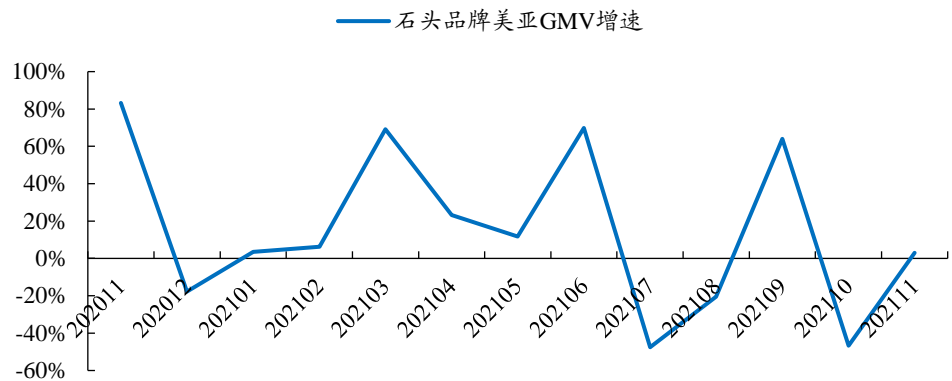
我们预计内销持续超预期，主系石头 G10 扫地机产品力强、性价比优、推广成效显著、放量趋势已成，拉动石头品牌 GMV 高增。

图3: 2021Q4 石头品牌阿里渠道扫地机累计 GMV 同比增长 140%


数据来源: 生意参谋、开源证券研究所 (注: 其中 2021Q4 累计数据截至 12 月 12 日)

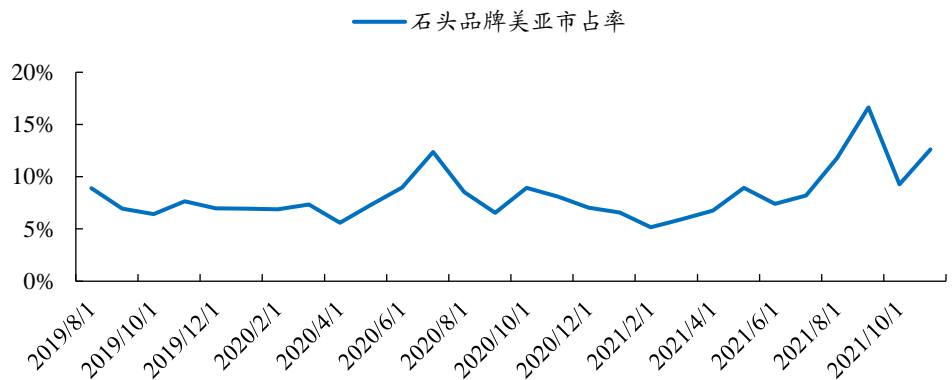
2、外销: 2021M11 石头美亚渠道重回正增长, 增速环比改善

根据 JS 数据, 即使受到消费回流线下和高基数影响, 2021M11 石头品牌美亚 GMV 仍重回正增长, 11 月 GMV+3%, 增速环比较 2021M10 的-47%有所改善。

图4: 2021M11 石头品牌美亚 GMV 增速+3%, 环比有所改善


数据来源: jungle scout、开源证券研究所

石头品牌持续跑赢市场大盘, 美亚市占率稳步提升。根据 JS 数据, 2021M11 石头品牌美亚 GMV 市占率占比 12.6%, 同比 2020M11+4.5pcts, 环比 2021M10+3.4pcts。

图5: 2021M11 石头品牌美亚 GMV 市占率达 12.6%, 环比改善明显


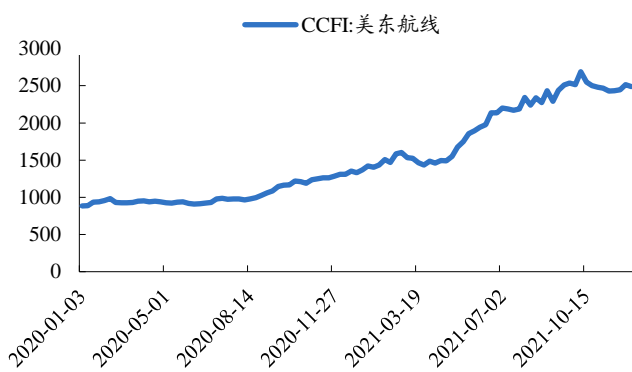
数据来源: jungle scout、开源证券研究所

我们判断或受益于LDS产品换机潮的出现,石头品牌市占率提升趋势有望延续。考虑到需求受“会员日”、“黑五”两个大促挤压,2020M12石头品牌美亚GMV基数较低,2021M12石头品牌美亚GMV有望延续环比提升。

3、成本：海运和原材料涨势趋于缓解，价格较高点已有回落

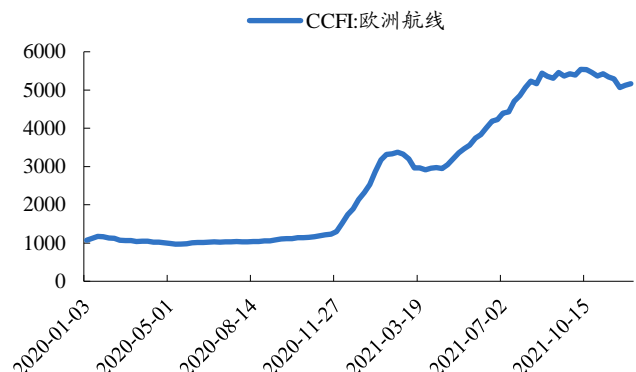
海运端：价格进入平台区，涨势趋于缓解。中国出口集装箱运价指数显示,2021W49美东航线/中欧航线运价指数分别为2489.21/5161.89,环比分别-0.97pcts/+0.79pcts,较最高点分别-7.39%/-6.82%,仍看好后期海运淡季来临下需求与运力矛盾逐步缓解,预计海运运价将在2022年春节过后进一步下探。

图6：美东航线运价指数较最高点有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中欧航线运价指数较最高点有所回落



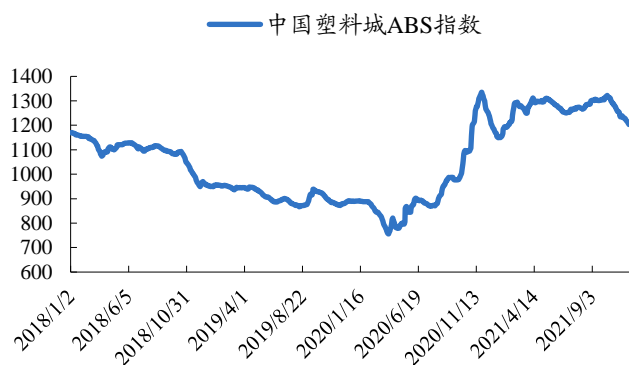
数据来源：Wind、开源证券研究所

原材料端：“保供稳价”政策效果逐步显现，塑料、铝、铜价格指数回落持续，钢材价格略有回调：

(1) 12月10日中国塑料城ABS指数为1202.12,较12月03日下降0.43%,较2020年同期下降4.13%,较2021年最高点下降9.12%。

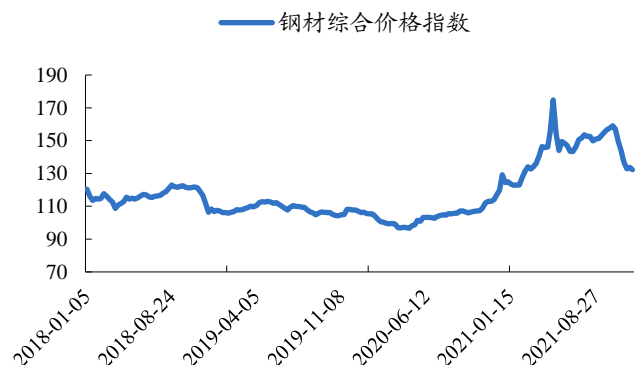
(2) 12月10日钢材综合价格指数为133.05,较12月03日上升0.51%,较2020年同期上涨13.54%,较2021年最高点下降16.37%。

图8：中国塑料价格指数持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：钢材综合价格指数仍处于下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

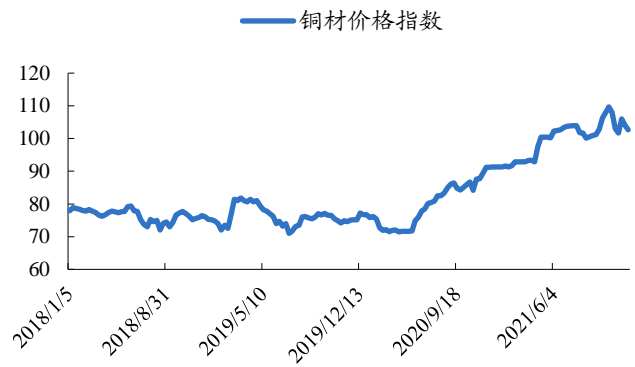
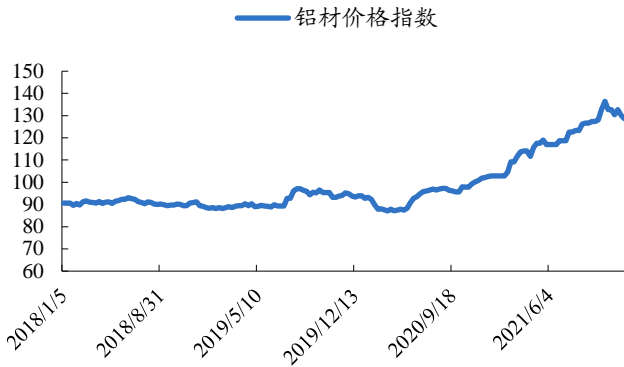
(3) 12月03日铝材价格指数为128.72,较11月26日下降1.17%,较2020年

同期上涨 26.43%，较 2021 年最高点下降 5.65%。

(4) 12 月 03 日**铜材价格指数**为 104.16，较 11 月 26 日下降 1.46%，较 2020 年同期上涨 12.48%，较 2021 年最高点下降 6.41%。

图10: 铝材价格指数上涨趋缓

图11: 铜材价格指数上涨趋缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、展望 2022 年：自清洁需求拉动下内销有望延续高增长、份额稳步提升；海运缓解下外销有望逐季改善、重回高增长

内销方面，石头 G10 扫地机产品力优、性价比强，自清洁产品需求旺盛，公司 2022 年上半年主卖 G10，价格高于 2021 年主推款 t7s 和 t7splus，均价预计将同比提升；且由于 2021 年公司内外销产品没有区分开发，导致 2021 年的自清洁产品 G10 选择跟随战略，但在公司研发体系持续补强后，可针对内外销市场分别开发新品，预计明年国内市场有望推出更多针对国内应用场景的新品、进一步拓宽价格带，预计将再次引领市场。我们看好公司在国内品牌营销改善下，市场份额的稳步提升，叠加洗地机业务作为收入增量，预计 2022 年公司内销收入有望维持高增长。

外销方面，看好公司在研发体系补强后，预计 2022Q1 针对海外市场上线专供款产品进一步拓宽价格带，从而平稳度过高基数。海运、原材料的因素均已较此前高点明显回落、有望在 2022 年进一步缓解，配合 LDS 产品换机潮以及 2022Q2 起的低基数，公司 2022 年外销收入增速有望实现逐季改善、重回高增长。

行业层面，扫地机器人行业渗透率低、规模空间大，产品清洁能力、导航避障的迭代升级空间仍然较大，在 irobot、科沃斯、石头、云鲸等品牌主导下国内外竞争格局优异。

公司竞争优势明显，海运、原材料等负面因素边际改善、品牌营销短板逐步补齐、产品价格带稳步拓宽，收入端有望重回高增长，并实现盈利能力修复。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1828	6037	8632	10677	13233
现金	248	1424	5574	6488	9364
应收票据及应收账款	199	148	440	620	637
其他应收款	104	22	168	60	240
预付账款	10	18	5	31	10
存货	297	381	14	359	220
其他流动资产	971	4043	2431	3119	2761
非流动资产	135	1811	561	683	827
长期投资	0	12	15	19	23
固定资产	67	61	77	82	86
无形资产	6	6	7	8	9
其他非流动资产	62	1732	462	575	710
资产总计	1963	7848	9192	11361	14060
流动负债	478	719	618	771	911
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	282	377	461	524	692
其他流动负债	197	341	157	247	219
非流动负债	0	15	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	15	4	5	6
负债合计	479	734	622	776	917
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	67	67	67	67
资本公积	553	4941	4941	4941	4941
留存收益	878	2114	3617	5551	7958
归属母公司股东权益	1485	7114	8570	10585	13143
负债和股东权益	1963	7848	9192	11361	14060

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	755	1518	1505	1655	2512
净利润	783	1369	1593	2082	2643
折旧摊销	30	41	19	26	34
财务费用	-2	-32	-99	-193	-256
投资损失	-16	-49	-5	-3	-3
营运资金变动	-29	229	3	-253	98
其他经营现金流	-11	-41	-5	-4	-3
投资活动现金流	-514	-5543	2683	-866	192
资本支出	50	989	28	5	4
长期投资	-483	-4608	-3	-6	-5
其他投资现金流	-947	-9162	2708	-867	191
筹资活动现金流	-20	4234	-38	125	172
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	4388	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-170	-38	125	172
现金净增加额	222	202	4150	914	2876

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4205	4530	5939	7659	9713
营业成本	2686	2205	2668	3356	4211
营业税金及附加	20	30	36	46	58
营业费用	354	620	1069	1532	2040
管理费用	60	83	106	115	126
研发费用	193	263	333	398	466
财务费用	-2	-32	-99	-193	-256
资产减值损失	0	-31	12	23	39
其他收益	6	67	5	4	3
公允价值变动收益	7	110	5	3	3
投资净收益	16	49	5	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	925	1557	1831	2393	3038
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	925	1556	1831	2393	3038
所得税	142	187	238	311	395
净利润	783	1369	1593	2082	2643
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	783	1369	1593	2082	2643
EBITDA	948	1555	1745	2238	2833
EPS(元)	11.72	20.50	23.85	31.18	39.57

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	37.8	7.7	31.1	28.9	26.8
营业利润(%)	142.2	68.3	17.6	30.7	26.9
归属于母公司净利润(%)	154.5	74.9	16.3	30.7	26.9
获利能力					
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	26.8	27.2	27.2
ROE(%)	52.7	19.2	18.6	19.7	20.1
ROIC(%)	52.3	18.7	17.5	18.2	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	9.4	6.8	6.8	6.5
净负债比率(%)	-16.7	-20.0	-65.0	-61.3	-71.2
流动比率	3.8	8.4	14.0	13.9	14.5
速动比率	3.0	7.5	13.8	13.3	14.2
营运能力					
总资产周转率	2.6	0.9	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	14.3	26.1	20.2	14.4	15.4
应付账款周转率	7.8	6.7	6.4	6.8	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.72	20.50	23.85	31.18	39.57
每股经营现金流(最新摊薄)	11.31	22.73	22.54	24.79	37.61
每股净资产(最新摊薄)	22.23	106.51	128.32	158.48	196.78
估值比率					
P/E	67.8	38.8	33.3	25.5	20.1
P/B	35.8	7.5	6.2	5.0	4.0
EV/EBITDA	54.8	30.8	25.9	19.4	14.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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的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	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	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