

石头科技 (688169.SH)

Q4 国内收入高增，利润承压

核心观点:

- **公司披露 2021 年度业绩快报。**2021 年石头科技实现营业收入 58.37 亿元 (YoY+28.84%)，归母净利润 14.02 亿元 (YoY+2.40%)。据此计算，2021Q4 单季收入 20.1 亿元 (YoY+29.6%)，归母净利润 3.86 亿元 (YoY-17.8%)。Q4 净利率下滑主要系公司加大国内外营销投放、海运与原材料成本上升等因素所致。
- **2021Q4 石头国内表现亮眼，海外受黑五错配、海运影响等略显疲软。**
 - (1) **国内：**据奥维云网数据，2021Q4 石头实现销额 6.57 亿 (YoY+106.64%)，销量 18.57 万台 (YoY+47%)，均价 3536 元 (YoY+40.58%)。新品带动均价提升，根据淘数据，G10 销额占石头扫地机比例，10/11/12 月分别为 11.7%/64.9%/71.3%。2022 年新品有望进一步带动均价提升，抢占市场份额，拉动公司国内收入高速增长。
 - (2) **海外：**受黑五节点提前，海运拥堵，以及美国市场竞争加剧等因素，海外销售较为疲软。根据美亚数据，Q4 石头美亚总销额达 2.65 亿。随着今年 S7 MAX Ultra 系列以及 Q 系列新品在海外推出，海外销售有望回暖。
- **公司发布减持公告。**本次减持涉及石头时代、天津金米、丁迪、高榕、启明、万云鹏、王璇、孙佳 8 名股东，拟通过集中竞价或大宗交易的方式减持，计划减持数量分别不超过 2.55%、2%、1.5%、2.5%、2%、0.2%、0.001%、0.001%，合计为 10.752%。
- **盈利预测与投资建议：**预计 22-23 年归母净利润同比增长 20.0%、22.7%，对应 22 年 PE 26 倍，参考可比公司估值以及扫地机成长性优于传统小家电行业，给予公司 22 年 PE 30 倍，对应合理价值 759.65 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**清洁电器行业竞争加剧，扫地机渗透率不及预期等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,205	4,530	5,836	7,852	9,858
增长率 (%)	37.8%	7.7%	28.8%	34.5%	25.6%
EBITDA (百万元)	932	1,475	1,502	1,914	2,374
归母净利润 (百万元)	783	1,369	1,406	1,688	2,072
增长率 (%)	154.5%	74.9%	2.7%	20.0%	22.7%
EPS (元/股)	15.66	20.54	21.09	25.32	31.08
市盈率 (P/E)	-	50.44	30.77	25.63	20.88
ROE (%)	52.7%	19.2%	16.5%	16.5%	16.9%
EV/EBITDA	-	45.86	28.24	21.35	16.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

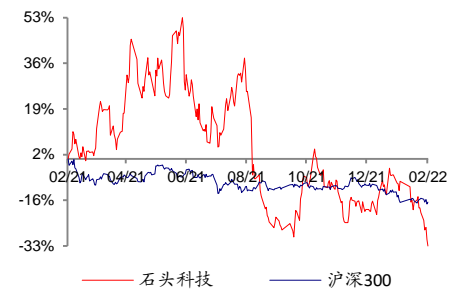
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	649.00 元
合理价值	759.65 元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-25

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

高润鑫



SAC 执证号: S0260521040004



gaorunxin@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

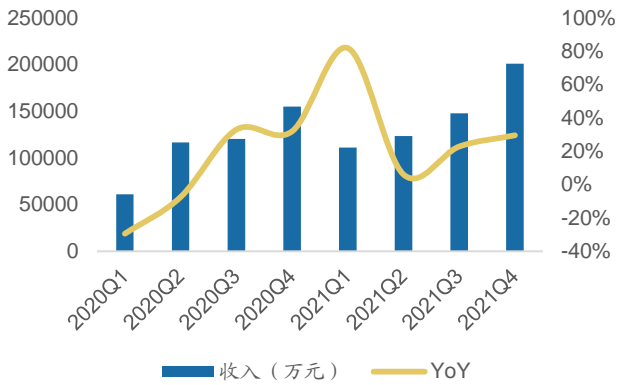
请注意，高润鑫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

石头科技 (688169.SH):新品	2022-01-13
S7 系列发布，期待经营改善	
石头科技 (688169.SH):Q3	2021-10-31
海外增长超预期，利润承压	
石头科技 (688169.SH):Q2	2021-08-30
供给受限收入承压，期待新品	
放量	

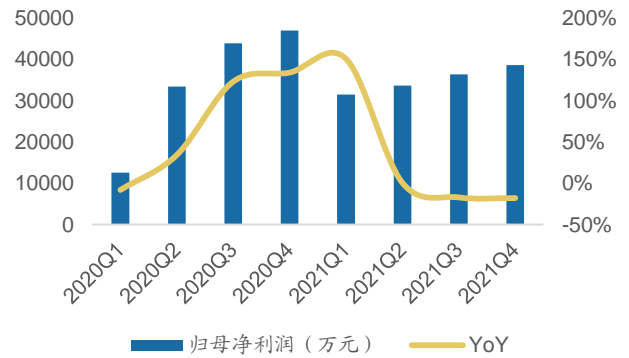
请务必阅读末页的免责声明

图 1: 石头科技分季度营业收入及增速



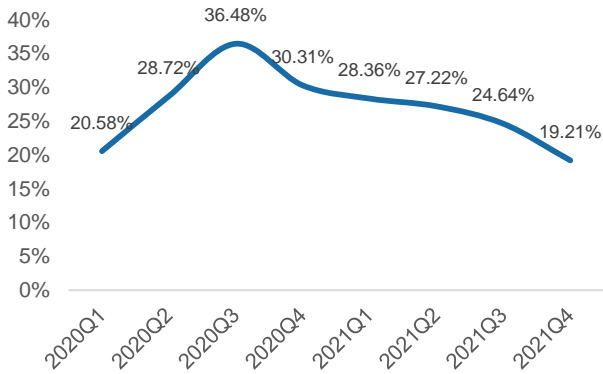
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 石头科技分季度归母净利润及增速



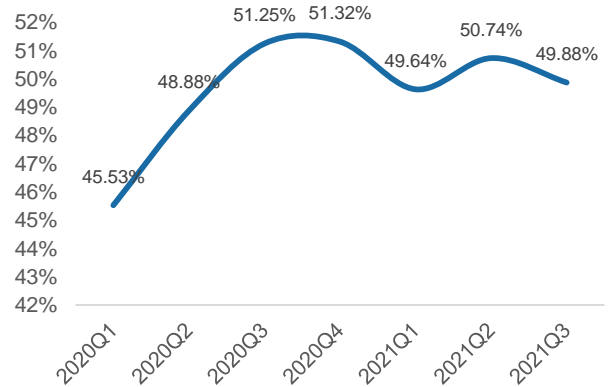
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 石头科技分季度净利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 石头科技分季度毛利率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

收入端: **国内收入:** 2022年新品推出有望带动均价提升, 抢占市场份额, 拉动收入增长, 预计22-23年国内收入增速22%、19%; **海外收入:** 预计22-23年收入增速45%、30%。综上, 我们预计公司2022-2023年营业收入增速为35%、26%。

考虑到产品结构升级, 但行业竞争可能加剧, 因此我们预计2022-2023年毛利率分别为49.7%、49.3%, 预计22-23年净利率分别为21.5%、21.0%。

综上, 预计22-23年归母净利润同比增长20.0%、22.7%, 对应22年PE 26倍, 参考可比公司估值以及扫地机成长性优于传统小家电行业, 给予公司22年PE 30倍, 对合理价值759.65元/股, 给予“买入”评级。。

表1: 2020-2023年分地区收入(亿元)及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	45.3	58.4	78.5	98.6
YoY	8%	29%	35%	26%
国内收入	26.6	26.8	32.8	39.1
YoY	-27%	1%	22%	19%
海外收入	18.7	31.6	45.7	59.5
YoY	222%	80%	45%	30%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表2: 2020-2023年石头科技毛利率及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
小米代工	16%	16%	16%	16%
国内自有品牌	52%	47%	50%	48%
海外自有品牌	57%	52%	50%	50%
实际毛利率	52.1%	50.4%	49.7%	49.3%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

表 3: 石头科技可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益(元人民币)			市盈率(X)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
603486.SH	科沃斯	138.35	1.12	3.54	4.74	123.53	39.08	29.19
603355.SH	莱克电气	24.65	0.57	1.14	1.38	43.25	21.62	17.86
688696.SH	极米科技	466.63	7.17	9.68	13.65	65.08	48.21	34.19
300866.SZ	安克创新	93.04	2.11	2.61	3.46	78.00	36.84	27.76

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为股价为 2021-2-25 收盘价, 安克创新的盈利预测来自 wind 一致预期。

风险提示: 行业竞争加剧、扫地机渗透率不及预期等。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,828	6,037	7,302	9,194	11,472
货币资金	248	1,424	2,359	3,914	5,867
应收及预付	209	166	411	550	685
存货	297	381	317	432	548
其他流动资产	1,075	4,065	4,215	4,298	4,371
非流动资产	135	1,811	1,808	1,815	1,819
长期股权投资	0	12	12	12	12
固定资产	67	61	58	65	68
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	62	1,732	1,732	1,732	1,732
资产总计	1,963	7,848	9,149	11,048	13,330
流动负债	478	719	614	825	1,034
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	289	377	396	541	685
其他流动负债	189	341	217	284	349
非流动负债	0	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	15	15	15	15
负债合计	479	734	629	840	1,049
股本	50	67	67	67	67
资本公积	553	4,941	4,941	4,941	4,941
留存收益	878	2,114	3,520	5,209	7,281
归属母公司股东权益	1,485	7,114	8,520	10,208	12,281
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,963	7,848	9,149	11,048	13,330

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,205	4,530	5,836	7,852	9,858
营业成本	2,686	2,205	2,894	3,946	5,002
营业税金及附加	20	30	35	47	59
销售费用	354	620	846	1,178	1,479
管理费用	60	83	128	173	197
研发费用	193	263	467	628	789
财务费用	-2	-32	-9	-16	-24
资产减值损失	0	-31	0	0	0
公允价值变动收益	7	110	50	40	30
投资净收益	16	49	70	30	30
营业利润	925	1,557	1,654	1,986	2,438
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	925	1,556	1,654	1,986	2,438
所得税	142	187	248	298	366
净利润	783	1,369	1,406	1,688	2,072
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	783	1,369	1,406	1,688	2,072
EBITDA	932	1,475	1,502	1,914	2,374
EPS (元)	15.66	20.54	21.09	25.32	31.08

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	755	1,518	899	1,567	1,968
净利润	783	1,369	1,406	1,688	2,072
折旧摊销	30	41	37	35	41
营运资金变动	-29	265	-425	-86	-85
其它	-29	-157	-120	-70	-60
投资活动现金流	-514	-5,543	36	-12	-15
资本支出	-50	-989	-34	-42	-45
投资变动	-483	-4,608	-50	-40	-30
其他	19	54	120	70	60
筹资活动现金流	-20	4,234	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	7	4,381	0	0	0
其他	-27	-147	0	0	0
现金净增加额	222	202	935	1,555	1,953
期初现金余额	26	248	1,424	2,359	3,914
期末现金余额	248	450	2,359	3,914	5,867

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	37.8%	7.7%	28.8%	34.5%	25.6%
营业利润	142.2%	68.3%	6.3%	20.0%	22.7%
归母净利润	154.5%	74.9%	2.7%	20.0%	22.7%
获利能力					
毛利率	36.1%	51.3%	50.4%	49.7%	49.3%
净利率	18.6%	30.2%	24.1%	21.5%	21.0%
ROE	52.7%	19.2%	16.5%	16.5%	16.9%
ROIC	51.4%	17.7%	14.6%	15.7%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	9.4%	6.9%	7.6%	7.9%
净负债比率	32.2%	10.3%	7.4%	8.2%	8.5%
流动比率	3.82	8.40	11.90	11.15	11.10
速动比率	3.18	7.70	11.20	10.49	10.46
营运能力					
总资产周转率	2.14	0.58	0.64	0.71	0.74
应收账款周转率	21.16	33.37	14.60	14.60	14.60
存货周转率	14.18	11.89	18.40	18.16	17.98
每股指标 (元)					
每股收益	15.66	20.54	21.09	25.32	31.08
每股经营现金流	15	23	13	24	30
每股净资产	29.69	106.71	127.81	153.13	184.21
估值比率					
P/E	-	50.44	30.77	25.63	20.88
P/B	-	9.71	5.08	4.24	3.52
EV/EBITDA	-	45.86	27.23	20.56	15.75

广发家电行业研究小组

曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：高级分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
符 超 然：研究助理，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。