

内销放量盈利修复 激励绑定聚焦未来成长

事件

2022 年 4 月 21 日，石头科技发布 2021 年度报告及 2022 年第一季度报告。

2021 年公司实现营收 58.4 亿元，同比+28.8%；归母净利润 14.0 亿元，同比+2.4%。其中 21Q4 实现营收 20.1 亿元，同比+29.6%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比-17.8%。

22Q1 实现营收 13.6 亿，同比+22.3%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比+8.76%。

公司同时发布 2022 年限制性股票激励计划及股票回购方案。

简评

一、收入分析：G10 口碑销量双升，内销收入大幅增长

石头下半年新品 G10 大获成功，内销端放量显著。依靠 G10 优质产品力及营销投放带动，石头双十一取得良好战绩。21Q4 公司实现营收 20.1 亿元，同比+29.6%，环比 Q3 提速 6.74pct。奥维云网数据显示，21Q4 石头线上销额同比+106.54%，跑赢行业 76.46pct，销额市占为 17.38%，同比+6.29pct；

G10 热销延续至一季度，22Q1 公司实现营收 13.6 亿，同比+22.3%，其中内销实现翻倍以上增速，外销中高个位数增长。奥维云网数据显示，2022 年一季度 G10 以 10.73% 的市占率排名国内线上型号榜首。石头线上同比+72.01%，在扫地机器人整体承压背景下跑赢行业 76.24pct，销额市占为 18.92%，同比+8.4pct。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,530	5,837	8,124	10,587	13,142
增长率(%)	7.7	28.8	39.2	30.3	24.1
净利润(百万元)	1,369	1,402	1,811	2,471	3,185
增长率(%)	74.9	2.4	29.1	36.4	28.9
ROE(%)	19.2	16.5	17.8	19.7	20.4
EPS(元/股，摊薄)	20.54	20.99	27.11	36.99	47.68
P/E(倍)	27.8	27.2	21.0	15.4	12.0
P/B(倍)	5.3	4.5	3.7	3.0	2.4

石头科技 (688169)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

18317068758

SAC 执证编号：S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-86451610

SAC 执证编号：S1440521080002

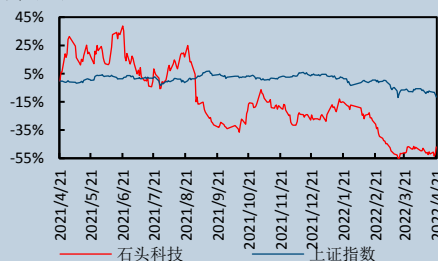
发布日期：2022 年 04 月 22 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

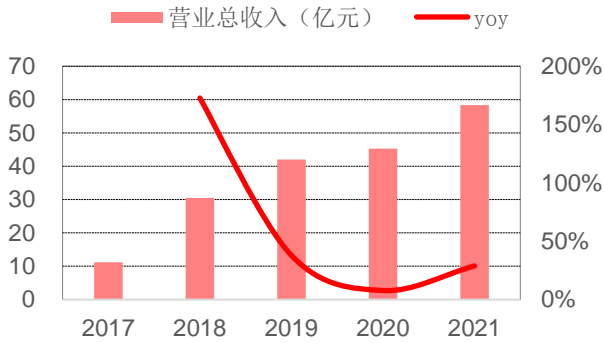
	1 个月	3 个月	12 个月
10.28/15.55	-37.35/-23.98	-46.62/-35.3	
12 月最高/最低价 (元)			1,494.99/466.16
总股本 (万股)			6,680.63
流通 A 股 (万股)			5,131.05
总市值 (亿元)			380.9
流通市值 (亿元)			292.55
近 3 月日均成交量 (万股)			50.92
主要股东			
昌敬			23.2%

股价表现



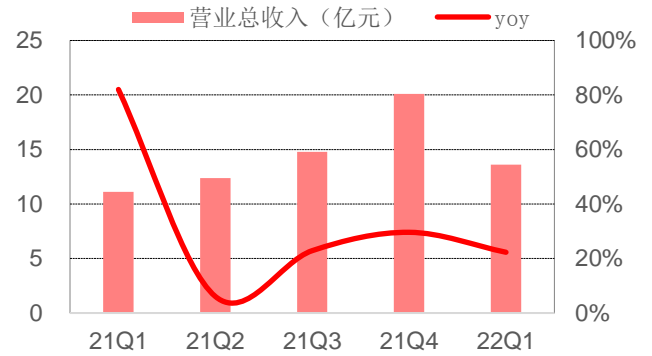
2021 年公司实现营收 58.4 亿元，同比+28.8%，按产品拆分来看：智能扫地机及配件实现收入 56.05 亿元，同比+26.92%（其中销量 281.99 万台，同比 18.25%；均价为 1988 元，同比+8.95%）；吸尘器及配件实现收入 2.32 亿元，同比+101.74%。

图表 1：石头科技年度营收规模及增速（单位：亿元）



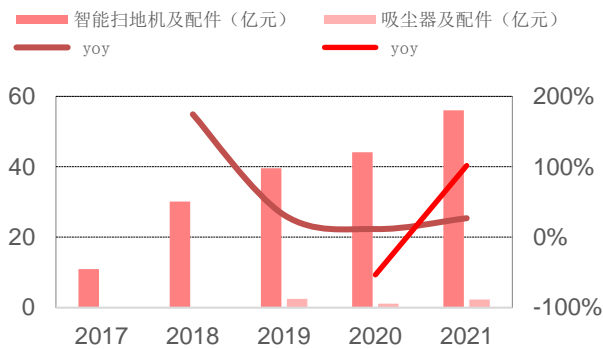
资料来源：WIND 中信建投

图表 2：石头科技季度营收规模及增速（单位：亿元）



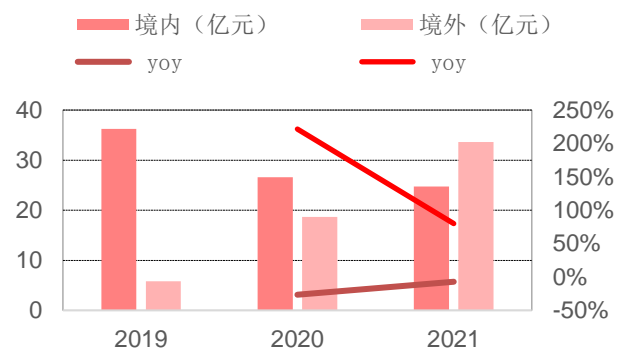
资料来源：WIND 中信建投

图表 3：公司分产品营收规模及增速（单位：亿元）



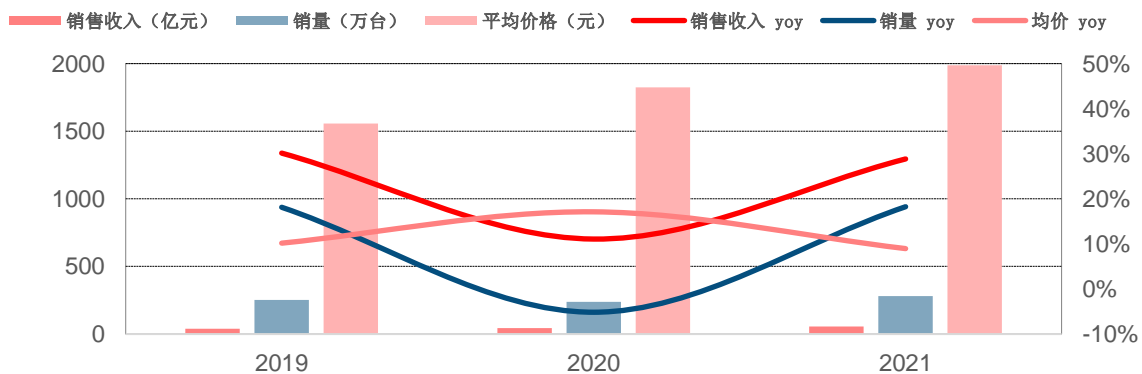
资料来源：WIND 中信建投

图表 4：公司分地区营收规模及增速（单位：亿元）



资料来源：WIND 中信建投

图表 5：石头科技智能扫地机量价拆分



资料来源：公司公告 中信建投

二、盈利分析：成本费用整体增长，22Q1 环比改善

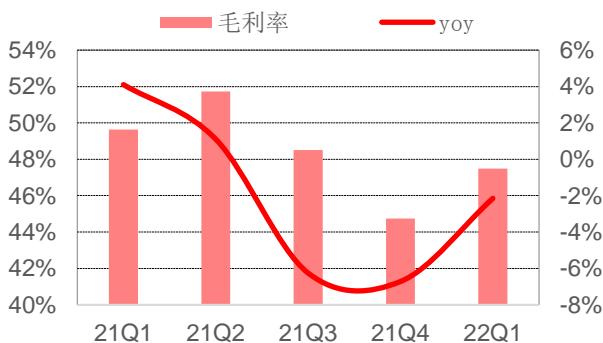
毛利率有所承压：公司 2021 年毛利率为 48.11%，同比-3.22%；其中 21Q4 毛利率 44.74%，同比-6.72%。主要系①会计准则调整后，运费由费用移至成本；②产品结构方面，21 年振动拖布系列产品成本相对较高；③原材料及汇率的不利拖累。22Q1 公司毛利率 47.49%，同比-2.15%，主要系原材料成本影响，因高毛利产品占比提升，降幅环比大幅收窄。

期间费用投入增加：2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.08%/2.04%/7.55%/-0.89%，同比分别 +2.39pct/+0.2pct/+1.75pct/-0.18pct。22Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.35%/2.17%/8.59%/-1.48%，同比分别 +3.62%/-0.37%/-0.03%/-0.11%。

其中：①研发费用率提升主因公司加大研发力度，2021 年底公司研发人员 555 人，同比+45.29%，平均薪酬 56.69 万元，同比+6.6%；②销售费用提升系公司进一步拓展海内外市场，在品牌建设上加大投放，销售端成效显著。

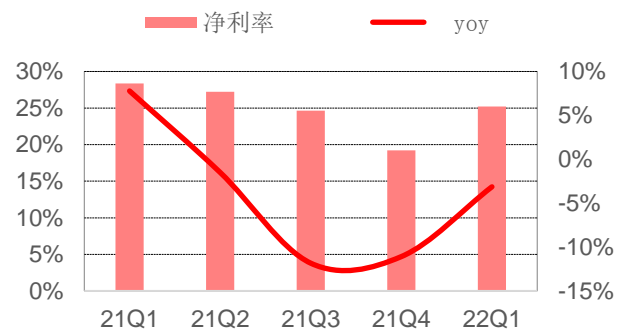
净利率方面，受毛利率及费用率影响，公司 21Q4 净利率为 19.22%，同比-11.09pct，22Q1 净利率为 25.22%，同比-3.14pct，降幅环比大幅收窄。

图表 6：公司毛利率季度变化



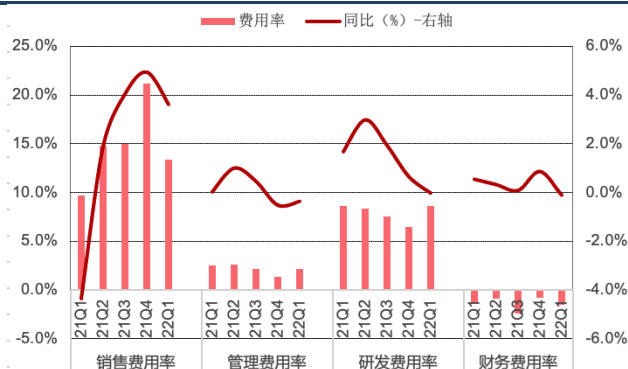
资料来源：WIND 中信建投

图表 7：公司净利率季度变化



资料来源：WIND 中信建投

图表 8：公司期间费用率季度变化



资料来源：WIND 中信建投

三、密集推新补齐产品矩阵，二季度外销迎来较低基数

2022年3月以来公司陆续推出 T8、G10S、G10Spro 等多款新品，在相应价位段具备较强差异化优势，中高端产品矩阵日臻完善。依托 G10 系列强劲表现及前期积攒口碑，叠加营销端延续投放力度，有望在国内市场取得进一步突破。另一方面，海外市场 Q7 Max+扫地机、Dyad 洗地机和 S7 MaxV 产品逐步开始销售，石头海外端型号单一的劣势得以部分弥补，各级市场端表现值得期待。

2月份以来，欧洲地缘冲突对市场需求及港口运输造成较大不确定性。另一方面，21Q2 受深圳疫情及盐田港封锁影响，公司同期外销出货受阻造成收入基数较低，有望在业绩端部分对冲影响。

四、股权激励加码研发，利益绑定聚焦未来成长

公司发布 2022 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 24.83 万股，占总股本的 0.37%，授予价格 50 元/股。激励对象 479 人，占公司员工总数 952 人的 50.32%，其中管理骨干人员 79 人，技术骨干人员和业务骨干人员 400 人。

本激励计划考核年度为 2022-2025 年，并在未来四年内分四次解锁。解锁条件为以 2021 年公司营业收入为基数，2022-2025 年公司营业收入增长率分别不低于 10%/14%/18%/22%，由此推算 2021-2025 年公司营收复合增长率应不低于 5.1%。

考核目标不宜作为业绩指引看待，本次激励重点面向研发研发技术骨干，因研发绩效与公司业绩关联性不强，故方案主要目的系加强利益绑定，与优质企业骨干共同成长。扫地机器人行业系技术密集型行业，公司研发人员占比及薪酬均属行业前列，有望在未来展现较强产品与市场优势。

同时公司拟以集中竞价交易方式回购 10.22 万股用于股权激励计划，最高价不超过 796 元/股，总额不超过 0.81 亿元，主要用于股权激励。

投资建议：预计公司 2022-23 年分别实现营业收入 81.24、105.87 亿元，同比增长 39.2%、30.3%；归母净利润 18.11、24.71 亿元，同比增长 29.1%、36.4%，对应 PE 分别为 21.0X、15.4X，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场需求下降、原材料成本大幅提升、行业竞争加剧等。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6037	6520	7220	9714	12721
现金	1424	1321	2130	4212	7154
应收票据及应收账款合计	148	129	0	0	0
其他应收款	22	147	89	218	163
预付账款	18	29	36	49	57
存货	381	596	701	972	1083
其他流动资产	4043	4298	4264	4264	4264
非流动资产	1811	3287	3327	3344	3323
长期投资	12	12	12	12	11
固定资产	61	102	320	441	479
无形资产	6	6	6	7	8
其他非流动资产	1732	3168	2988	2885	2825
资产总计	7848	9807	10546	13058	16044
流动负债	719	1298	497	542	570
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	377	820	0	0	0
其他流动负债	341	478	497	542	570
非流动负债	15	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	17	17	17	17
负债合计	734	1315	514	558	586
少数股东权益	0	1	1	1	1
股本	67	67	67	67	67
资本公积	4941	5058	5058	5058	5058
留存收益	2114	3380	5042	7260	10139
归属母公司股东权益	7114	8492	10031	12499	15456
负债和股东权益	7848	9807	10546	13058	16044

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1518	1519	932	2119	2934
净利润	1369	1402	1811	2471	3185
折旧摊销	41	37	68	141	210
财务费用	-32	-52	-44	-88	-162
投资损失	-49	-191	-65	-80	-96
经营性应收项目的减少	79	-181	122	-13	-8
经营性应付项目的增加	250	662	-793	44	28
其他经营现金流	109	503	-960	-312	-196
投资活动现金流	-5543	-1461	-19	-22	-25
资本支出	989	439	62	18	-21
长期投资	-4608	-1252	0	0	0
其他投资现金流	-9162	-2273	43	-5	-45
筹资活动现金流	4234	-155	-104	-15	33
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	4388	118	0	0	0
其他筹资现金流	-170	-272	-104	-15	33
现金净增加额	202	-103	809	2082	2942

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4530	5837	8124	10587	13142
营业成本	2205	3029	4021	5188	6374
营业税金及附加	30	26	45	56	72
销售费用	620	938	1349	1768	2208
管理费用	83	119	158	201	250
研发费用	263	441	626	805	986
财务费用	-32	-52	-44	-88	-162
资产减值损失	-31	-30	-16	-29	-44
公允价值变动收益	110	62	45	56	68
其他收益	67	42	30	36	44
投资净收益	49	191	65	80	96
营业利润	1557	1598	2125	2860	3668
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1556	1598	2125	2860	3668
所得税	187	196	314	389	483
净利润	1369	1402	1811	2471	3185
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1369	1402	1811	2471	3185
EBITDA	1555	1596	2141	2906	3708
EPS (元)	20.54	20.99	27.11	36.99	47.68

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.7	28.8	39.2	30.3	24.1
营业利润(%)	68.3	2.7	33.0	34.6	28.3
归属于母公司净利润(%)	74.9	2.4	29.1	36.4	28.9
获利能力					
毛利率(%)	51.3	48.1	50.5	51.0	51.5
净利率(%)	30.2	24.0	22.3	23.3	24.2
ROE(%)	19.2	16.5	17.8	19.7	20.4
ROIC(%)	266.3	69.7	62.7	77.0	94.4
偿债能力					
资产负债率(%)	9.4	13.4	4.9	4.3	3.7
净负债比率(%)	-20.0	-15.5	-21.0	-33.6	-45.9
流动比率	8.4	5.0	14.5	17.9	22.3
速动比率	7.9	4.6	13.1	16.1	20.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	27.1	44.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	5.1	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	20.54	20.99	27.11	36.99	47.68
每股经营现金流(最新摊薄)	21.30	20.24	13.95	31.72	43.91
每股净资产(最新摊薄)	106.71	127.11	152.11	187.56	233.32
估值比率					
P/E	27.8	27.2	21.0	15.4	12.0
P/B	5.3	4.5	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	21.1	20.5	14.9	10.3	7.3

数据来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

马王杰：上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

翟延杰：家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk