

## 家用电器

2022年04月22日

# 石头科技 (688169)

## ——2021 年报暨 2022 年一季报点评：盈利超预期，新推股权激励和事业合伙人计划，上调至买入评级

报告原因：有业绩公布需要点评

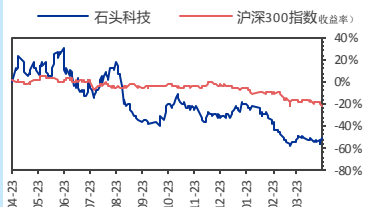
### 买入 (上调)

市场数据：	2022年04月21日
收盘价(元)	570.15
一年内最高/最低(元)	1494.99/466.16
市净率	4.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	29255
上证指数/深证成指	3079.81/11084.28

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022年03月31日
每股净资产(元)	132.31
资产负债率%	11.31
总股本/流通A股(百万)	67/51
流通B股/H股(百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 相关研究

《石头科技(688169)点评：2021年业绩快报点评：业绩表现低于预期，持续加码研发有望加速释放新品红利》 2022/02/27

《石头科技(688169)点评：2021年三季报业绩点评：业绩略低于预期，期待四季度销售旺季》 2021/11/01

#### 证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

#### 联系人

刘嘉玲  
(8621)23297818×转  
liujl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- **营收持续高增长，一季报业绩超预期。**公司2021年实现营收58.37亿，同比增长28.84%。实现归母净利润14.02亿，同比增长2.41%。其中Q4单季度公司实现营收20.10亿，同比增长29.59%，实现归母净利润3.86亿，同比下滑17.87%，符合前期发布的业绩快报。公司同期披露22年一季报实现营收13.60亿，同比增长22.30%，实现归母净利润3.43亿，同比增长8.76%，公司一季报收入符合业绩前瞻报告中给出的预期，净利润好于预期。
- **享清洁赛道红利，自主品牌+高端产品持续提升。分业务看，1)公司主营扫地机业务实现营收56亿，同比+26.9%，实现销量282万台，同比+18.3%，均价+7%至1988元/台。在自主品牌和高端新品占比持续提升拉动下，公司扫地机单价连续5年提升，但受原材料涨价带动代工成本上涨，毛利率下降2.3pcts至48.2%，根据GFK数据，2021年国内扫地机器人的市场规模约110亿元，同比+21.7%，公司增速领先行业，根据奥维云网数据2022年Q1公司线上零售额市占率达18.9%，位列行业第二，市场份额大幅提升8.4pcts，竞争优势显著；2)手持清洁电器业务2.3亿，同比+102.4%，销售毛利率+13.4pcts至46.9%；2021年公司自主品牌销售占比98.8%，同比+40.8%，彻底摆脱对小米依赖；分地区看，境内收入同比-7.1%至24.7亿，但毛利率逆势提升1.7pcts，境外收入同比+80.1%至33.6亿，但受加工费涨价以及汇率波动影响，海外毛利率-7.2pcts至48.4%。**
- **盈利能力进入修复通道。**2021年公司实现销售毛利率48.1%，同比下降3.2pcts，若剔除运费口径变化影响，毛利率仅下降1.8pcts，在原材料价格大幅攀升，国际海运费用暴涨的背景下，公司持续优化产品结构，2021年发布了新品智能扫拖机器人G10、双刷洗地机U10，同时进一步降低对小米低毛利贴牌产品的依赖，收入结构持续优化，2022年一季度毛利率同比下降2.1pcts，降幅逐季收窄；2021年公司海外市场拓展力度持续加大，广告及推广费用增长101.3%，导致销售费率提升2.4pcts，因限制性股权激励带来的股权支付费用导致管理费率提升2pcts，公司逆势加大研发投入，研发费率提升1.8pcts至7.6%，显著高于家电行业平均3%水平，持续不断的研发投入是公司扫地机产品源源不断推陈出新、改善体验、优化避障的有力保障。2021年公司最终实现销售净利率24%同比下降6.2pcts，但2022年一季度净利率降幅已收窄至3.2pcts。
- **新推限制性股权激励和事业合伙人计划，中高层员工共享公司成长红利。**公司同期推出限制性股权激励和事业合伙人计划，限制性股权激励计划拟向479人授予24.8万股，授予价格50元/股，较最新收盘价570.15元折价91%，股票来自公司定向增发，业绩考核要求以2021年营收为基数，2022-2024年营收增速不低于10%/14%/18%/22%，预计将产生1.3亿待摊销股权支付费用在未来5年摊销，事业合伙人持股计划拟向39人授予10.2万股，购买价格为50元/股，股票来自公司回购账户中股票，业绩考核要求以2021年营收为基数，若2022-2024年营收增速不低于12%/16%/20%/24%，则100%解锁，若低于前值，但不低于10%/14%/18%/22%，则解锁80%，若仍低于则不解锁，预计将产生0.5亿待摊销股权支付费用。
- **上调至买入评级。**我们维持公司2022-23年盈利预测分别为18.87/24.53亿元，新增2024年盈利预测30.14亿元，同比增长35%、30%、23%，对应当前市盈率分别为20.2倍、15.5倍和12.6倍，公司近期发布旗舰机型G10S，集自清洁与自动集尘于一体，产品体验大幅提升，同时商用扫地机器人首款产品也已在多个项目和场景落地应用，我们看好公司持续创新带动消费升级，当前估值极具性价比，上调至“买入”投资评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，国际海运费用波动风险。

#### 财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,837	1,360	7,624	9,712	11,766
同比增长率(%)	28.8	22.3	30.6	27.4	21.2
归母净利润(百万元)	1,402	343	1,887	2,453	3,014
同比增长率(%)	2.4	8.8	34.5	30.0	22.9
每股收益(元/股)	20.99	5.13	28.24	36.72	45.11
毛利率(%)	48.1	47.5	51.2	52.3	52.8
ROE(%)	16.5	3.9	18.2	19.1	19.0
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,530	5,837	7,624	9,712	11,766
其中: 营业收入	4,530	5,837	7,624	9,712	11,766
减: 营业成本	2,266	3,029	3,721	4,637	5,559
减: 税金及附加	30	26	46	58	71
主营业务利润	2,235	2,782	3,857	5,017	6,136
减: 销售费用	559	938	1,220	1,535	1,832
减: 管理费用	83	119	183	243	294
减: 研发费用	263	441	610	777	941
减: 财务费用	-32	-52	-52	-79	-132
经营性利润	1,362	1,336	1,896	2,541	3,201
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	1	-3	-1	-1	-1
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-31	-30	-29	-8	-7
加: 投资收益及其他	225	295	310	311	310
营业利润	1,557	1,598	2,177	2,843	3,503
加: 营业外净收入	0	0	0	0	0
利润总额	1,556	1,598	2,177	2,843	3,503
减: 所得税	187	196	290	390	489
净利润	1,369	1,402	1,887	2,453	3,014
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,369	1,402	1,887	2,453	3,014
全面摊薄总股本	67	67	67	67	67
每股收益 (元)	21.43	21.03	28.24	36.72	45.11

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。