

石头科技 (688169)

证券研究报告

2022年08月31日

新品销售情况较好，海外增速承压

事件：公司 2022 年 H1 实现营业收入 29.23 亿元，同比+24.49%，归母净利润 6.17 亿元，同比-5.4%；其中 2022Q2 实现营业收入 15.64 亿元，同比+26.46%，归母净利润 2.74 亿元，同比-18.66%。

国内新品表现亮眼，海外销售增速承压

分品类看，22H1 扫地机销额 29.22 亿元，同比 29.3%，其中 Q2 自有品牌+27%，产品结构对 Q2 拉动明显。从量价拆分看，22H1 扫地机销量突破 110 万台，同比-10.6%，均价 2657 元，同比 44.6%，价格显著带动营收增长。公司在上半年发布多款新品扫地机，其中国内高端新品销售较好，带动市占率显著提升。公司国内线上市占率同比提升 11.68pct，达到 23.57%。22H1 公司高端旗舰产品 G10S 及 G10 位列奥维云网线上扫地机器人累计销量 TOP50 机型榜单第 4 及第 5 名；其中 G10S 于 2022 年 3 月底开始预售，2022 年 4-6 月连续三月位列奥维云网线上扫地机器人销额榜第一。**分渠道看，**国内增速亮眼。根据我们的拆分，Q2 自有品牌扫地机国内收入同比+100%；海外方面，公司上半年在欧洲地区收入端增速整体好于消费行业收入下滑的现状，Q2 承压下滑；二季度美国地区大型促销活动“亚马逊会员日”错期举办，由 6 月改至下半年 7 月举行，部分大促活动周期相应调整，但公司在美国地区营业收入仍实现一定增长。

公司加大推广力度，远期外汇亏损短期影响利润水平

2022 年 H1 公司毛利率为 48.2%，同比-2.54pct，净利率为 21.09%，同比-6.66pct；其中 2022Q2 毛利率为 48.83%，同比-2.91pct，净利率为 17.5%，同比-9.71pct。22Q2 毛销差同比-8.55pct，环比-5.75pct，公司在大促期间增加费用投入使同比和环比毛销差增大。公司原材料备货较充足，原材料价格今年 6 月开始下行，使今年上半年仍有部分原材料价格在高位，对毛利率有负向影响；此外，我们预计公司在 22H1 的大促期间赠品增加也对公司利润有一定的影响。净利率下滑较多的原因之一是由于公司远期外汇产品亏损所致，属于一次性影响。公司 2022 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.14%、2.12%、7.74%、-1.88%，同比+4.74%、-0.44%、-0.73%、-0.9pct；其中 22Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.44%、2.08%、7%、-2.46%，同比+5.64%、-0.5%、-1.34%、-1.45pct。公司销售费用率显著增加，我们认为主要由于国内营收比例上升，公司为拓展市场相应增加了广告及市场推广费用所致。研发费用率上升，主要由于公司研发人员职工薪酬和设计开发及检测费用增加所致。财务费用减少主要是汇兑贡献。

投资建议：我们认为公司新品的推出将补全原有价格带，丰富 sku，产品结构将更加健康均衡。我们预计 22 年下半年公司会继续投入销售和研发费用，不断完善产品，扩大品牌知名度，拓展国内外市场。展望下半年，国内外重要大促节点均在下半年进行，有望助力公司营收业绩增长。基于公司的中报，我们适当下调了营收增速和毛利率水平，预计 22-24 年净利润为 14.7/17.2/20.6 亿元（22-24 年前值为 18/22/27 亿元），当前股价对应动态估值为 20.3x/17.4x/14.6x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨的风险；自有品牌增长不及预期；海外市场扩张不及预期；宏观经济环境变化导致市场需求不及预期等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,530.44	5,837.05	7,121.01	8,792.89	10,662.37
增长率(%)	7.74	28.84	22.00	23.48	21.26
EBITDA(百万元)	1,823.08	2,044.82	1,728.81	1,991.06	2,344.85
归属母公司净利润(百万元)	1,369.41	1,402.48	1,471.31	1,724.44	2,056.88
增长率(%)	74.92	2.41	4.91	17.20	19.28
EPS(元/股)	14.64	15.00	15.73	18.44	21.99
市盈率(P/E)	21.86	21.34	20.34	17.36	14.55
市净率(P/B)	4.21	3.52	3.03	2.63	2.26
市销率(P/S)	6.61	5.13	4.20	3.40	2.81
EV/EBITDA	34.02	22.94	12.49	9.76	7.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	320.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	93.53
流通 A 股股本(百万股)	71.83
A 股总市值(百万元)	29,932.03
流通 A 股市值(百万元)	22,989.27
每股净资产(元)	133.65
资产负债率(%)	14.50
一年内最高/最低(元)	1100.99/308.0

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《石头科技-年报点评报告:国内增速亮眼，Q1 业绩超预期》2022-04-22
- 《石头科技-公司点评:单季度营收增速恢复，加大销售研发费用投入》2022-02-25
- 《石头科技-季报点评:外销海运改善平稳增长，内销新品推出备战大促》2021-11-02

事件：公司 2022 年 H1 实现营业收入 29.23 亿元，同比+24.49%，归母净利润 6.17 亿元，同比-5.4%；其中 2022Q2 实现营业收入 15.64 亿元，同比+26.46%，归母净利润 2.74 亿元，同比-18.66%。

国内新品表现亮眼，海外销售增速承压

分品类看，22H1 扫地机销额 29.22 亿元，同比 29.3%，其中 Q2 自有品牌+27%，产品结构对 Q2 拉动明显。从量价拆分看，22H1 扫地机销量突破 110 万台，同比-10.6%，均价 2657 元，同比 44.6%，价格显著带动营收增长。公司在上半年发布多款新品扫地机，其国内高端新品销售较好，带动市占率显著提升。公司国内线上市占率同比提升 11.68pct，达到 23.57%。22H1 公司高端旗舰产品 G10S 及 G10 位列奥维云网线上扫地机器人累计销量 TOP50 机型榜单第 4 及第 5 名；其中 G10S 于 2022 年 3 月底开始预售，2022 年 4-6 月连续三月位列奥维云网线上扫地机器人销额榜第一。

分渠道看，国内增速亮眼。根据我们的拆分，Q2 自有品牌扫地机国内收入同比+100%；海外方面，公司上半年在欧洲地区收入端增速整体好于消费行业收入下滑的现状，Q2 承压下滑；二季度美国地区大型促销活动“亚马逊会员日”错期举办，由 6 月改至下半年 7 月举行，部分大促活动周期相应调整，但公司在美国地区营业收入仍实现一定增长。

公司加大推广力度，远期外汇亏损短期影响利润水平

2022 年 H1 公司毛利率为 48.2%，同比-2.54pct，净利率为 21.09%，同比-6.66pct；其中 2022Q2 毛利率为 48.83%，同比-2.91pct，净利率为 17.5%，同比-9.71pct。22Q2 毛销差同比-8.55pct，环比-5.75pct，公司原材料备货较充足，原材料价格今年 6 月开始下行，使今年上半年仍有部分原材料价格在高位，对毛利率有负向影响；此外，我们预计公司在 22H1 的大促期间赠品增加也对公司利润有一定的影响。净利率下滑较多的原因之一是由于公司远期外汇产品亏损所致，属于一次性影响。

公司 2022 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 17.14%、2.12%、7.74%、-1.88%，同比+4.74%、-0.44%、-0.73%、-0.9pct；其中 22Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.44%、2.08%、7%、-2.46%，同比+5.64%、-0.5%、-1.34%、-1.45pct。公司销售费用率显著增加，我们认为主要由于国内营收比例上升，公司为拓展市场相应增加了广告及市场推广费用所致。研发费用率上升，主要由于公司研发人员职工薪酬和设计开发及检测费用增加所致。财务费用减少主要是汇兑贡献。

存货与销售费用增加，经营性现金流略显承压

资产负债表端，公司 2022 年 H1 货币资金+交易性金融资产为 50.11 亿元，同比-11.12%，存货为 9.06 亿元，同比+69.92%，主要由于公司新品上市整机备货增加所致。应收票据和账款合计为 2.42 亿元，同比+63.4%，主要由于公司采用信用证方式结算量增加所致。周转端，公司 2022 年 H1 期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 89.26、11 和 99.82 天，同比+25.47%、+7.53 和+19.9 天。

现金流端，公司 2022 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 1.62 亿元，同比-81.67%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 24.05 亿元，同比+79.17%；其中 2022Q2 经营活动产生的现金流量净额为-0.05 亿元，同比-4.55 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 12.49 亿元，同比+69.35%。主要由于公司未到期应收货款增加导致销售货款未全部流入；备货库存增加、销售费用较大增长引起资金支付增加所致。

投资建议

我们认为公司新品的推出将补全原有价格带，丰富 sku，产品结构将更加健康均衡。我们预计 22 年下半年公司会继续投入销售和研发费用，不断完善产品，扩大品牌知名度，拓展国内外市场。展望下半年，国内外重要大促节点均在下半年进行，有望助力公司营收业绩增长。基于公司的中报，我们适当下调了营收增速和毛利率水平，预计 22-24 年净利润为 14.7/17.2/20.6 亿元（22-24 年前值为 18/22/27 亿元），当前股价对应动态估值为 20.3x/17.4x/14.6x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨的风险；自有品牌增长不及预期；海外市场扩张不及预期；宏观经济环境变化导致市场需求不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,424.18	1,321.34	6,559.29	8,285.58	9,456.76
应收票据及应收账款	148.25	129.05	497.89	123.87	609.21
预付账款	17.82	28.97	9.95	47.59	22.59
存货	381.04	595.62	266.14	842.37	648.18
其他	4,060.43	4,444.83	729.94	899.57	883.56
流动资产合计	6,031.73	6,519.81	8,063.22	10,198.97	11,620.30
长期股权投资	12.00	11.89	11.89	11.89	11.89
固定资产	60.94	101.94	57.42	12.89	0.00
在建工程	0.00	1,147.26	1,147.26	1,147.26	1,147.26
无形资产	5.94	5.74	4.60	3.47	2.34
其他	1,732.49	2,020.31	1,276.20	1,676.69	1,655.47
非流动资产合计	1,811.37	3,287.14	2,497.36	2,852.20	2,816.95
资产总计	7,847.93	9,807.39	10,560.58	13,051.17	14,437.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	377.21	820.04	366.82	1,146.45	760.83
其他	298.12	393.15	317.47	510.85	439.18
流动负债合计	675.33	1,213.19	684.30	1,657.30	1,200.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.22	16.75	10.80	14.26	13.94
非流动负债合计	15.22	16.75	10.80	14.26	13.94
负债合计	733.84	1,314.84	695.10	1,671.55	1,213.95
少数股东权益	0.01	1.00	1.00	1.00	1.00
股本	66.67	66.81	93.53	93.53	93.53
资本公积	4,940.81	5,058.35	5,058.35	5,058.35	5,058.35
留存收益	2,114.14	3,379.62	4,718.33	6,235.56	8,079.68
其他	(7.53)	(13.21)	(5.72)	(8.82)	(9.25)
股东权益合计	7,114.09	8,492.56	9,865.48	11,379.61	13,223.30
负债和股东权益总计	7,847.93	9,807.39	10,560.58	13,051.17	14,437.25

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,369.41	1,402.47	1,471.31	1,724.44	2,056.88
折旧摊销	41.29	37.50	45.66	45.66	14.02
财务费用	(31.12)	(57.45)	(93.03)	(4.40)	(5.33)
投资损失	(48.27)	(190.90)	(133.55)	(78.74)	(65.00)
营运资金变动	(1,420.55)	(34.34)	245.67	210.10	(671.75)
其它	1,607.46	361.60	(3.04)	35.75	34.84
经营活动现金流	1,518.21	1,518.87	1,533.02	1,932.81	1,363.66
资本支出	31.79	1,223.14	5.95	(3.46)	0.32
长期投资	12.00	(0.11)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,587.28)	(2,683.94)	3,709.39	2.00	13.93
投资活动现金流	(5,543.49)	(1,460.91)	3,715.35	(1.46)	14.25
债权融资	32.02	59.55	87.96	5.24	6.46
股权融资	4,256.36	(28.29)	(98.38)	(210.31)	(213.19)
其他	(53.99)	(185.93)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,234.39	(154.68)	(10.41)	(205.07)	(206.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	209.11	(96.71)	5,237.96	1,726.29	1,171.17

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,530.44	5,837.05	7,121.01	8,792.89	10,662.37
营业成本	2,205.23	3,029.02	3,598.99	4,434.02	5,365.95
营业税金及附加	29.62	25.77	30.47	39.57	47.98
销售费用	619.99	938.47	1,299.57	1,626.68	1,972.54
管理费用	83.15	118.92	153.91	202.24	245.23
研发费用	262.78	440.80	526.66	659.47	799.68
财务费用	(32.02)	(51.95)	(93.03)	(4.40)	(5.33)
资产/信用减值损失	(30.50)	(32.73)	(42.52)	0.00	0.00
公允价值变动收益	109.77	62.16	(3.04)	35.75	34.84
投资净收益	48.53	190.90	133.55	78.74	65.00
其他	(322.61)	(482.41)	(1.53)	(32.32)	(28.07)
营业利润	1,556.51	1,598.11	1,693.97	1,982.12	2,364.23
营业外收入	0.20	0.02	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.31	0.09	0.51	0.00	0.00
利润总额	1,556.40	1,598.03	1,693.47	1,982.12	2,364.23
所得税	186.99	195.57	222.16	257.67	307.35
净利润	1,369.41	1,402.47	1,471.31	1,724.44	2,056.88
少数股东损益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,369.41	1,402.48	1,471.31	1,724.44	2,056.88
每股收益(元)	14.64	15.00	15.73	18.44	21.99

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.74%	28.84%	22.00%	23.48%	21.26%
营业利润	68.28%	2.67%	6.00%	17.01%	19.28%
归属于母公司净利润	74.92%	2.41%	4.91%	17.20%	19.28%
获利能力					
毛利率	51.32%	48.11%	49.46%	49.57%	49.67%
净利率	30.23%	24.03%	20.66%	19.61%	19.29%
ROE	19.25%	16.52%	14.92%	15.16%	15.56%
ROIC	479.71%	2248.94%	129.41%	112.54%	235.18%
偿债能力					
资产负债率	9.35%	13.41%	6.58%	12.81%	8.41%
净负债率	-20.02%	-15.47%	-66.46%	-72.78%	-71.48%
流动比率	8.40	5.02	11.78	6.15	9.68
速动比率	7.87	4.56	11.39	5.65	9.14
营运能力					
应收账款周转率	26.11	42.10	22.72	28.28	29.09
存货周转率	13.37	11.95	16.53	15.86	14.31
总资产周转率	0.92	0.66	0.70	0.74	0.78
每股指标(元)					
每股收益	14.64	15.00	15.73	18.44	21.99
每股经营现金流	16.23	16.24	16.39	20.67	14.58
每股净资产	76.06	90.79	105.47	121.66	141.37
估值比率					
市盈率	21.86	21.34	20.34	17.36	14.55
市净率	4.21	3.52	3.03	2.63	2.26
EV/EBITDA	34.02	22.94	12.49	9.76	7.79
EV/EBIT	34.80	23.35	12.83	9.99	7.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com