

公司研究

欧洲业务承压，净利率同比下行

——石头科技（688169.SH）2022 年三季报点评

增持（维持）

当前价：235.02 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.94
总市值(亿元):	220.19
一年最低/最高(元):	220.00/732.79
近 3 月换手率:	47.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.80	-11.65	-47.71
绝对	-4.91	-27.88	-66.22

资料来源：Wind

相关研报

销售费用率持续向上，国内收入快速增长——石头科技（688169.SH）2022 年半年报点评（2022-08-30）

新品拉动国内收入，销售费用持续投入——石头科技（688169.SH）2021 年报 & 2022 年一季报点评（2022-04-25）

要点

事件：

公司发布 2022 年三季报：1-3Q21 实现营收 43.9 亿元，YoY+14.8%；归母净利润 8.6 亿元，YoY-15.9%。其中 3Q22 实现营收 14.7 亿元，YoY-0.6%；归母净利润 2.4 亿元，YoY-34.5%。

点评：

国内量价齐升，欧洲业务承压。分区域看，1) 海外：公司相继推出多款全基站新品，海外市场放量明显。22Q1-Q3 公司的收入结构为海外：国内=7:3，其中 22Q3 海外：国内=8:2（海外收入中欧洲：北美：亚太=45%：25%：30%）。估计 22Q3 欧洲市场收入下滑，主因俄乌战争+高通胀下可选品需求较弱，但德国市场表现相对亮眼，营收实现双位数增长。北美市场收入实现翻倍增长，亚太市场营收小幅增长，主要系新品的接受度较高（业绩电话会）。2) 国内：公司积极拓展 SKU+打开价格区间，实现扫地机产品量价齐升。据奥维云网，1-3Q22 石头扫地机线上零售量/额同比 +31%/+94%，高于行业同比（-29%/+1%），其中 3Q22 石头扫地机线上零售量/额同比+13%/+52%，零售量/额的市场份额同比+5.3pcts/+7.6pcts；公司坚持高端化策略，截至目前仅 9 月下调过一次价格，22 年 9 月石头扫地机均价相比 22 年 6 月下降 4%（同期行业均价下降 10%），主销产品 G10S 自 4748 元（6 月）降至 4396 元（9 月），9 月 G10S 的零售额市占率相比 8 月有所回升（由 10.0%回升至 11.7%）。

Q3 净利率同比明显下行，前三季度经营性净现金同比-66%。1-3Q22 公司毛利率 48.5%，YoY-1.4pcts，其中 3Q22 毛利率 49.2%，YoY+0.7pcts，指标改善系产品结构改善+自营渠道占比提升（国内和美国业务为自营，欧洲业务经销为主）。1-3Q22 公司归母净利率 19.5%，YoY-7.1pcts，其中 3Q22 归母净利率 16.2%，YoY-8.4pcts，主要系销售费用率同比大幅提升，此外公允价值变动净收益明显减少（远期外汇合约带来的损失）。3Q22 销售费用率 19.6%，YoY+4.6pcts，主因行业竞争激烈+推新投入较多营销费用；研发费用率 8.1%，YoY+0.5pcts，主要系股权激励费用影响；管理费用率 2.6%，YoY+0.5pcts。资产负债表方面，3Q22 末公司货币资金+交易性金融资产 49.86 亿元，占总资产比达 47%，经营安全垫充分；3Q22 末存货同比 +72%，或因库存商品增长较多；3Q22 应收科目同比+113%，应付科目同比增加 24%。现金流方面，1-3Q22 公司经营性净现金 3.9 亿元，YoY-66%，其中 3Q22 公司经营性净现金 2.3 亿元，YoY-15%。

盈利预测、估值与评级：公司是将激光雷达技术及相关算法大规模应用于智能扫地机器人领域的领先企业，在强劲的研发实力支持下，产品矩阵不断丰富，自有品牌渗透率提升带动盈利水平增长。考虑到欧美需求或因通胀上行呈现一定收缩，以及行业竞争或将压缩相关公司净利率水平，下调公司 2022-24 年净利润为 11.4/13.1/14.9 亿元（相较前次预测分别下调 21%/16%/14%），现价对应 PE 为 19、17、15 倍，维持“增持”评级。

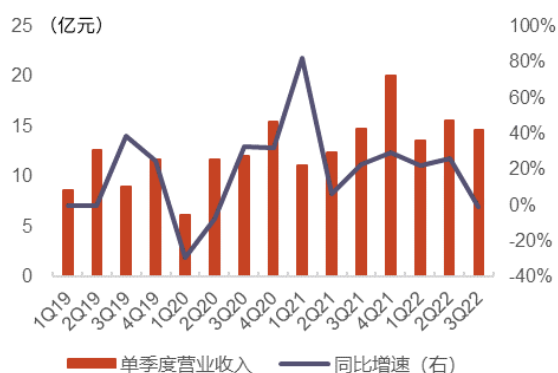
风险提示：原材料明显涨价，市场竞争加剧，海运通路不畅。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,530	5,837	6,267	7,050	8,074
营业收入增长率	7.74%	28.84%	7.36%	12.51%	14.52%
净利润 (百万元)	1,369	1,402	1,138	1,306	1,487
净利润增长率	74.92%	2.41%	-18.85%	14.72%	13.91%
EPS (元)	20.54	20.99	12.15	13.94	15.87
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.25%	16.52%	11.99%	12.22%	12.35%
P/E	11	11	19	17	15
P/B	2.2	1.8	2.3	2.1	1.8

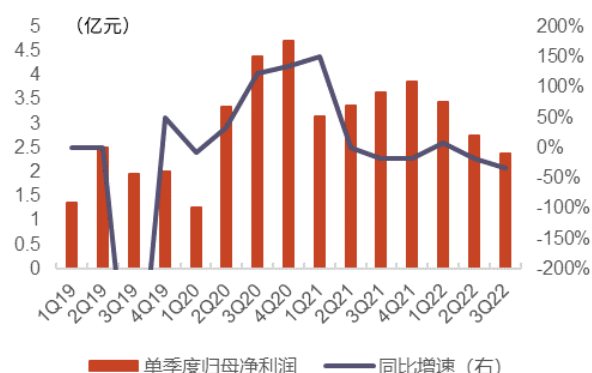
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-10-31, 2020 年末/2021 年末/2022 年 Q3 末股本数为 6,666.67/6,680.63/9,368.74 (万股)

图 1: 公司单季度营收及同比



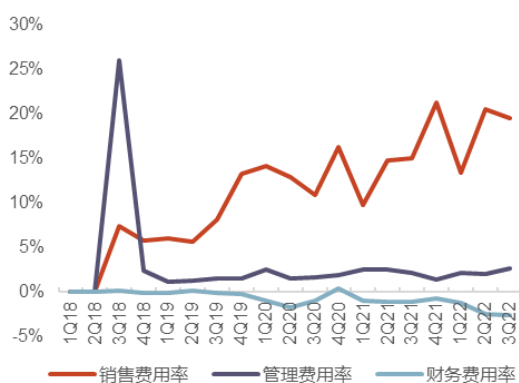
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



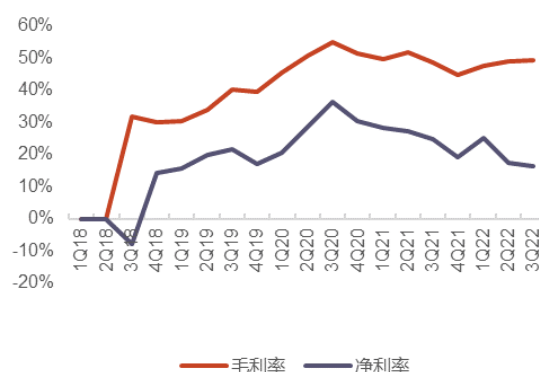
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,530	5,837	6,267	7,050	8,074
营业成本	2,205	3,029	3,292	3,670	4,202
折旧和摊销	41	37	50	80	104
税金及附加	30	26	44	49	57
销售费用	620	938	1,191	1,340	1,534
管理费用	83	119	125	141	161
研发费用	263	441	470	529	606
财务费用	-32	-52	-55	-49	-48
投资收益	49	191	50	50	50
营业利润	1,557	1,598	1,306	1,487	1,687
利润总额	1,556	1,598	1,301	1,484	1,690
所得税	187	196	163	178	203
净利润	1,369	1,402	1,138	1,306	1,487
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,369	1,402	1,138	1,306	1,487
EPS(元)	20.54	20.99	12.15	13.94	15.87

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,518	1,519	498	1,209	1,394
净利润	1,369	1,402	1,138	1,306	1,487
折旧摊销	41	37	50	80	104
净营运资金增加	-88	30	675	234	307
其他	196	50	-1,366	-411	-504
投资活动产生现金流	-5,543	-1,461	-22	-551	-555
净资本支出	-989	-439	-55	-60	-65
长期投资变化	12	12	0	0	0
其他资产变化	-4,566	-1,034	33	-491	-490
融资活动现金流	4,234	-155	-93	-64	-82
股本变化	17	0	27	0	0
债务净变化	0	8	-8	0	0
无息负债变化	255	573	-386	87	122
净现金流	202	-103	383	594	757

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	51.3%	48.1%	47.5%	48.0%	48.0%
EBITDA 率	32.4%	23.9%	20.2%	21.0%	21.1%
EBIT 率	31.5%	23.2%	19.4%	19.8%	19.8%
税前净利润率	34.4%	27.4%	20.8%	21.0%	20.9%
归母净利润率	30.2%	24.0%	18.2%	18.5%	18.4%
ROA	17.4%	14.3%	10.9%	11.2%	11.3%
ROE (摊薄)	19.2%	16.5%	12.0%	12.2%	12.4%
经营性 ROIC	52.1%	34.5%	25.3%	27.5%	29.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	9%	13%	9%	9%	9%
流动比率	8.40	5.02	8.39	8.87	9.22
速动比率	7.87	4.56	7.67	8.14	8.48
归母权益/有息债务	-	1117.25	-	-	-
有形资产/有息债务	-	1282.65	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	7,848	9,807	10,412	11,691	13,170
货币资金	1,424	1,321	1,704	2,299	3,056
交易性金融资产	3,797	4,052	4,457	4,903	5,393
应收账款	136	125	184	207	237
应收票据	12	4	63	71	81
其他应收款 (合计)	22	147	125	141	161
存货	381	596	638	714	820
其他流动资产	102	181	203	242	293
流动资产合计	6,037	6,520	7,508	8,713	10,184
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12	12
固定资产	61	102	355	515	604
在建工程	0	1,147	887	691	545
无形资产	6	6	10	20	33
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,381	1,173	1,195	1,195	1,195
非流动资产合计	1,811	3,287	2,904	2,978	2,985
总负债	734	1,315	922	1,009	1,131
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	377	820	494	550	630
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	17	24	24	24	24
流动负债合计	719	1,298	895	983	1,104
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	1	11	11	11	11
非流动负债合计	15	17	26	26	26
股东权益	7,114	8,493	9,490	10,682	12,039
股本	67	67	94	94	94
公积金	4,974	5,092	5,078	5,078	5,078
未分配利润	2,081	3,346	4,331	5,522	6,879
归属母公司权益	7,114	8,492	9,489	10,681	12,038
少数股东权益	0	1	1	1	1

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	13.69%	16.08%	19.00%	19.00%	19.00%
管理费用率	1.84%	2.04%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.71%	-0.89%	-0.88%	-0.70%	-0.60%
研发费用率	5.80%	7.55%	7.50%	7.50%	7.50%
所得税率	12%	12%	13%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	2.06	2.10	1.21	1.39	1.59
每股经营现金流	22.77	22.74	5.31	12.91	14.88
每股净资产	106.71	127.11	101.29	114.01	128.49
每股销售收入	67.96	87.37	66.89	75.25	86.18

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	11	11	19	17	15
PB	2.2	1.8	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.7	8.3	13.5	11.0	8.9
股息率	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE