

石头科技 (688169.SH)

内外环境压力下, Q3 增速放缓

核心观点:

- **公司发布 2022 年三季报。**2022 年前三季度公司营业收入 43.92 亿元, 同比+14.8%; 归母净利润 8.55 亿元, 同比-15.9%, 扣非归母净利润 8.58 亿元, 同比-3.9%。毛利率 48.5% (YoY+0.2pct), 归母净利率 +19.5% (YoY-7.1pct)。销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.9%/2.3%/7.8%/-2.1%, 同比+6.1pct/-0.1pct/-0.3pct/-1.1pct。22Q3 单季收入 14.69 亿元, 同比-0.7%; 归母净利润 2.38 亿元, 同比-34.5%, 扣非归母净利润 2.70 亿元, 同比-15.3%。毛利率 49.2% (YoY+2.7pct), 归母净利率+16.2% (YoY-8.4pct)。净利率下滑主要系公司为进一步拓展海内外市场, 增加广告及市场推广投入, 导致销售费用上升, 远期合约导致公允价值变动亦有负向影响。22Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.6%/2.6%/8.1%/-2.6%, 同比+6.6pct/+0.5pct/+0.5pct/-1.6pct。管理费用率提升主要系股权激励费用。
- **国内保持高速增长, 但份额环比回落, 海外承压。**(1) **国内:** 据奥维云, Q3 石头线上销额 2.73 亿元 (YoY+51.8%), 线上销量 6.8 万台 (YoY+13.4%), 均价 4006 元 (YoY+33.8%)。Q3 线上销额市占率达 18.2% (YoY+6.7pct), 在市场竞品较激进的价格策略下, 石头份额环比 Q2 回落 8.1pct。(2) **海外:** 欧洲市场受通胀影响, 整体消费较疲软, 影响扫地机销售。美亚主要系错期, 去年亚马逊 PrimeDay 在 6 月, 今年于 Q3 举办, 故有翻倍增长。期待新品进一步提升海外份额。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 22-23 年归母净利润同比增长-22.2%、10.3%, 对应 22 年 PE20.19x、23 年 PE18.30x, 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 23 年 PE20x, 对应合理价值 256.81 元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 扫地机渗透率不及预期, 汇率大幅波动。

盈利预测:

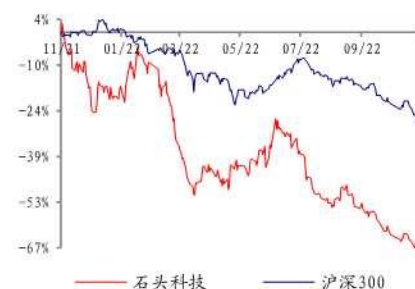
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,530	5,837	6,284	7,288	8,435
增长率 (%)	7.7%	28.8%	7.7%	16.0%	15.7%
EBITDA (百万元)	1,423	1,382	1,177	1,409	1,599
归母净利润 (百万元)	1,369	1,402	1,090	1,203	1,341
增长率 (%)	74.9%	2.4%	-22.2%	10.3%	11.5%
EPS (元/股)	20.54	20.99	11.64	12.84	14.32
市盈率 (P/E)	50.44	38.73	20.19	18.30	16.42
ROE (%)	19.2%	16.5%	11.3%	11.1%	11.0%
EV/EBITDA	47.55	38.35	17.22	13.60	11.20

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

	增持
当前价格	235.02 元
合理价值	256.81 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-01

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



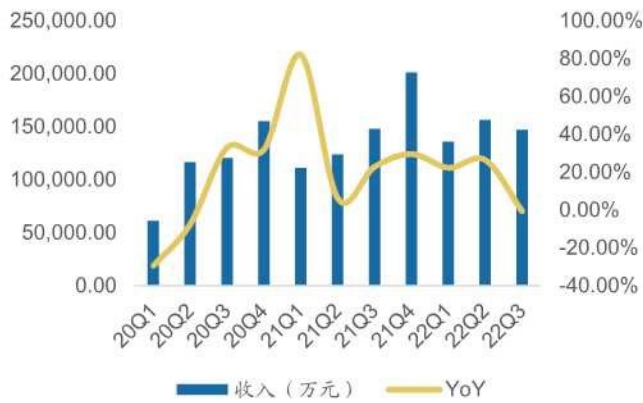
daichuan@gf.com.cn

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:

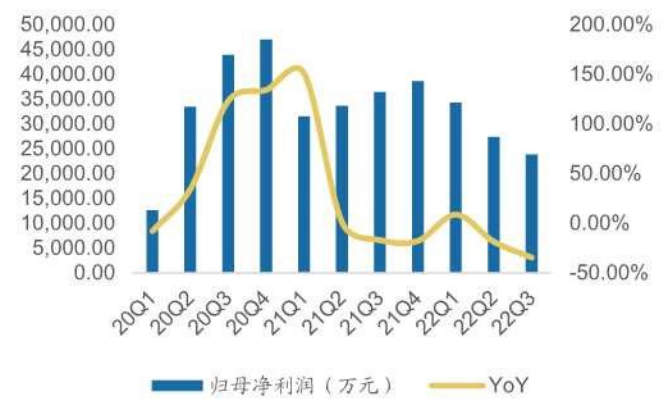
石头科技 (688169.SH): 国内收入高增, 期待海外逐步恢复	2022-08-30
石头科技 (688169.SH): Q1 国内收入高增, 净利率环比改善	2022-04-22

图 1: 石头科技分季度营业收入及增速



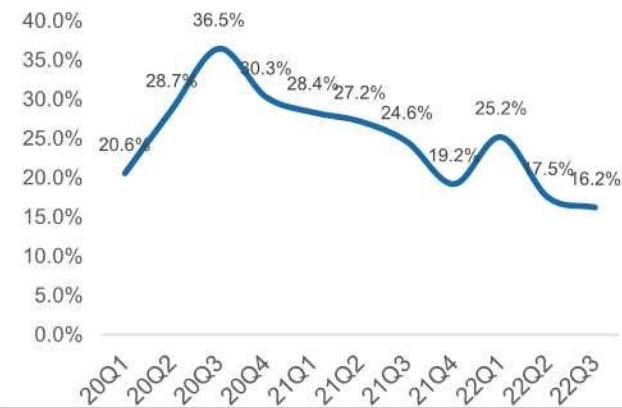
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 石头科技分季度归母净利润及增速



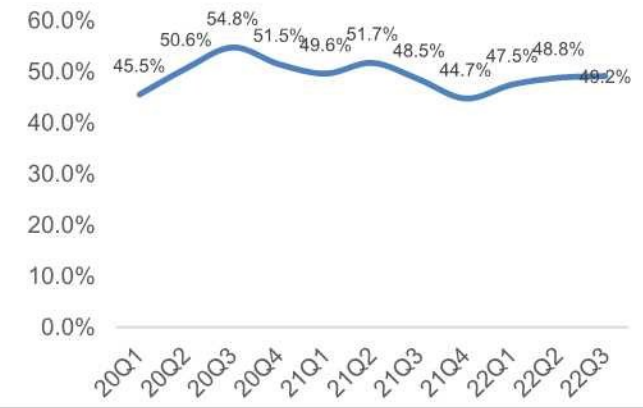
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 3: 石头科技分季度净利率



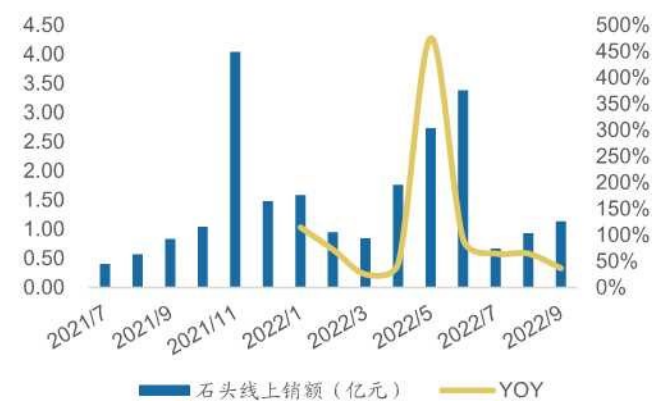
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

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

图 5: 石头科技线上销额及同比



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 石头科技线上销额市占率及同比



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

收入端：随公司新品持续放量，有望凭借优秀产品力和良好用户口碑实现稳步增长，预计22-23年国内自有品牌收入同比分别增长60%、28%，代工业务收入同比分别为0%、-17%；海外销售受市场需求疲弱及高通胀态势影响，业绩短期承压，预计22-23年海外收入同比-12%、8%。综上，预计公司22-23年营业收入增速分别为8%、16%。

考虑到公司市场营销及推广投入加大，但行业竞争可能加剧，公司销售费率或将进一步提升并保持高位。因此我们预计22-23年毛利率分别为48.3%、47.3%，22-23年净利率分别为17.4%、16.5%。

综上，预计22-23年归母净利润同比增长-22.2%、10.3%，对应22年PE20.19x、23年PE18.30x，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23年PE20x，对应合理价值256.81元/股，给予“增持”评级。

表1：石头科技收入拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45.3	58.3	62.8	72.9	84.3
YoY	8%	29%	8%	16%	16%
国内收入	26.6	24.7	32.6	39.6	47.8
YoY	-27%	-7%	32%	22%	21%
小米代工	4.08	0.60	0.60	0.50	0.50
YoY	-72%	-85%	0%	-17%	0%
国内自有品牌	10.6	15.89	25.43	32.55	40.69
YoY	20%	50%	60%	28%	25%
海外收入	30.6	41.8	36.8	39.8	43.2
YoY	63%	37%	-12%	8%	8%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2：石头科技利润率、费用率拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计毛利率	50.0%	48.1%	48.3%	47.3%	46.4%
销售费用率	12.3%	16.1%	20.0%	18.5%	18.0%
管理费用率	1.8%	2.0%	2.3%	2.1%	2.1%
研发费用率	5.8%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%
净利率	30.2%	24.0%	17.4%	16.5%	15.9%

数据来源：Wind、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)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603486.SH	科沃斯	58.30	3.51	2.86	3.43	42.95	20.38	17.00
002959.SZ	小熊电器	57.18	1.81	2.35	2.76	35.26	24.33	20.72
002032.SZ	苏泊尔	40.01	2.40	2.53	2.66	25.89	15.81	15.04
002242.SZ	九阳股份	14.54	0.97	0.70	0.82	23.87	20.77	17.73
002705.SZ	新宝股份	15.99	0.96	1.36	1.53	25.77	11.76	10.45

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2022-10-31 收盘价, 盈利预测与广发外发报告一致。

风险提示:

(一) 行业竞争加剧

当前扫地机器人行业竞争加剧, 公司盈利或不及预期。

(二) 扫地机渗透率不及预期等。

渗透率不及预期, 可能会产生销售下滑风险, 从而影响公司业绩。

(三) 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损, 影响公司利润。

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,037	6,520	7,079	8,388	9,853
货币资金	1,424	1,321	1,758	2,869	4,123
应收及预付	166	158	443	511	587
存货	381	596	356	421	496
其他流动资产	4,065	4,445	4,521	4,588	4,647
非流动资产	1,811	3,287	3,245	3,252	3,261
长期股权投资	12	12	12	12	12
固定资产	61	102	95	101	109
在建工程	0	1,147	1,147	1,147	1,147
无形资产	6	6	6	6	6
其他长期资产	1,732	2,020	1,985	1,986	1,987
资产总计	7,848	9,807	10,324	11,641	13,114
流动负债	719	1,298	697	811	943
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	377	820	445	526	620
其他流动负债	341	478	252	285	323
非流动负债	15	17	17	17	17
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	15	17	17	17	17
负债合计	734	1,315	714	828	959
股本	67	67	94	94	94
资本公积	4,941	5,058	5,058	5,058	5,058
留存收益	2,114	3,380	4,470	5,673	7,014
归属母公司股东权益	7,114	8,492	9,609	10,812	12,153
少数股东权益	0	1	1	1	1
负债和股东权益	7,848	9,807	10,324	11,641	13,114

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,530	5,837	6,284	7,288	8,435
营业成本	2,266	3,029	3,250	3,838	4,524
营业税金及附加	30	26	25	29	34
销售费用	559	938	1,257	1,348	1,518
管理费用	83	119	145	153	177
研发费用	263	441	490	568	658
财务费用	-32	-52	-8	-12	-17
资产减值损失	-31	-30	-32	-34	-36
公允价值变动收益	110	62	50	40	30
投资净收益	49	191	75	28	26
营业利润	1,557	1,598	1,283	1,415	1,578
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	1,556	1,598	1,283	1,415	1,578
所得税	187	196	192	212	237
净利润	1,369	1,402	1,090	1,203	1,341
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,369	1,402	1,090	1,203	1,341
EBITDA	1,423	1,382	1,177	1,409	1,599
EPS (元)	20.54	20.99	11.64	12.84	14.32

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,518	1,519	384	1,183	1,348
净利润	1,369	1,402	1,090	1,203	1,341
折旧摊销	41	59	60	59	75
营运资金变动	265	352	-673	-44	-49
其它	-157	-295	-93	-34	-20
投资活动现金流	-5,543	-1,461	25	-72	-94
资本支出	-989	-439	-50	-100	-120
投资变动	-4,608	-1,255	-50	-40	-30
其他	54	233	125	68	56
筹资活动现金流	4,234	-155	27	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	4,381	8	27	0	0
其他	-147	-163	0	0	0
现金净增加额	202	-103	437	1,111	1,254
期初现金余额	248	450	1,321	1,758	2,869
期末现金余额	450	347	1,758	2,869	4,123

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.7%	28.8%	7.7%	16.0%	15.7%
营业利润	68.3%	2.7%	-19.7%	10.3%	11.5%
归母净利润	74.9%	2.4%	-22.2%	10.3%	11.5%
获利能力					
毛利率	50.0%	48.1%	48.3%	47.3%	46.4%
净利率	30.2%	24.0%	17.4%	16.5%	15.9%
ROE	19.2%	16.5%	11.3%	11.1%	11.0%
ROIC	17.1%	13.6%	9.9%	10.6%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	9.4%	13.4%	6.9%	7.1%	7.3%
净负债比率	10.3%	15.5%	7.4%	7.7%	7.9%
流动比率	8.40	5.02	10.15	10.34	10.45
速动比率	7.70	4.52	9.58	9.77	9.88
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.60	0.61	0.63	0.64
应收账款周转率	33.37	46.57	14.60	14.60	14.60
存货周转率	11.89	9.80	17.64	17.33	17.01
每股指标 (元)					
每股收益	20.54	20.99	11.64	12.84	14.32
每股经营现金流	23	23	4	13	14
每股净资产	106.71	127.11	102.56	115.40	129.72
估值比率					
P/E	50.44	38.73	20.19	18.30	16.42
P/B	9.71	6.40	2.29	2.04	1.81
EV/EBITDA	47.55	38.35	17.22	13.60	11.20

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：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。
- 陈 尧：研究员，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022年加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。