

收入快速增长，盈利质量环比改善

—石头科技(688169)公司点评报告

买入|维持

报告要点:

● 事件:

- (1) 公司发布 2021 年年报，全年实现营业收入 58.37 亿元，同比增长 28.84%；归母净利润 14.02 亿元，同比增长 2.41%；
- (2) 公司发布 2022 年一季报，报告期实现营业收入 13.60 亿元，同比增长 22.30%；归母净利润 3.43 亿元，同比增长 8.76%；
- (3) 公司拟向管理骨干、技术骨干和业务骨干等人员共计不超过 479 人（占总人数 50.32%）授予不超过 24.8284 万股限制性股票（占总股本 0.3716%），授予价格为 50 元/股。

● **境外业务高速增长，智能手持带来增量收入，22Q1 盈利质量环比改善。**公司 21 年全年智能扫地机业务实现营收 56.05 亿元，同比增长 26.93%，销量 281.99 万台，同比 18.25%，主要基于公司新品研发上市、其产品性能过硬、营销投放效果显现，驱动公司实现量价齐升。其中，境外业务整体实现收入 33.64 亿元，同比增长 80.05%，主要基于公司境外自建渠道高速增长所致。公司在 21 年推出智能手持洗地机产品助力手持业务快速增长，实现手持类业务 2.31 亿元，同比增长 102.43%。毛利率层面，公司受到全球缺芯、原材料涨价等影响，毛利率整体下降 3.21%（新会计准则将销售费用中运输费用放入成本项，统一口径下，毛利率下降大致为 1.88%），未来随着供应链逐步恢复，成本压力有望缓解。从 22 年一季度来看，公司基于一贯优秀的产品及精准的高端新品定价，在 21 年一季度高基数的前提下实现同比 22.30% 增长，我们预计公司基于后续高端新品持续放量，有望实现收入持续快速增长。基于高端新品销售状况较好，毛利率及费用率环比改善，单季度盈利质量环比改善。

● **大力拓展海内外市场，积极布局家用新品及商用智能产品，销售、研发费用投入增加。**2021 年公司发生销售费用 9.38 亿元，同比增长 67.74%，销售费率 16.08%，相对去年同期有较大提升，主要系公司为进一步拓展海内外市场，相应推广费、平台费及人工费用增加，以及本期股份支付费用增加所致；研发费用 4.41 亿元，同比增长 67.74%，研发费率 7.55%，主要系公司持续加大家用新产品及商用扫地机研发投入，相应研发人员成本和股份支付费用增加，同时研发活动领用材料增加所致；管理费用 1.19 亿元，同比增长 43.02%，管理费率 2.04%，主要本期新增股份支付费用及职能部门人员增加所致；财务费用-0.52 亿元，增加-0.20 亿元，主要系公司充裕的账上现金，带来利息收入增加所致。

● **SKU 增多、海外国内市场持续拓展，驱动公司快速增长；激励落地，提升团队凝聚力、强化研发能力。**我们预计基于公司持续加大研发投入，智能扫地机产品功能持续提升迭代及新品基数积累持续加深，未来将推出更多品类的 SKU 及新品。公司利用潜在的市场规模及高品质产品，重点发展美国、欧洲及东南亚市场，逐步建立全球分销网络，已在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地设立海外公司，未来有望进一步提升用户体验，扩展市场。公司依靠高品质产品，利用多种营销方式，持续加大国内市场曝光度，逐步增强品牌影响力，实现收入快速增长。公司 22 年激励落地，以技术研发人员为主，基于公司前瞻性研发布局与收入转化落地存在差异，因此相对确定性激励，将更有利于公司研发团队稳定性、强化研发能力。

● 投资建议与盈利预测

我们预计公司 22-24 年有望实现收入 74.34、94.77、121.33 亿元，归母净利润 17.96、23.03、29.57 亿元，对应 PE 21.28、16.60、12.93x，维持“买入”评级。

当前价： 572.00 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：1488.99 / 483.39

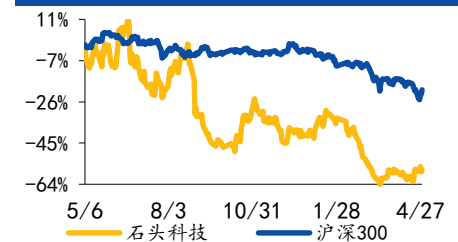
A 股流通股（百万股）： 51.31

A 股总股本（百万股）： 66.81

流通市值（百万元）： 29349.62

总市值（百万元）： 38213.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 张世杰

执业证书编号 S0020521120003

电话 021-51097188

邮箱 zhangshijie@gyzq.com.cn

● 风险提示

外部区域冲突加剧；疫情对供应链及货运影响加剧；原材料成本持续上升。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4530.44	5837.05	7433.91	9476.95	12132.96
收入同比(%)	7.74	28.84	27.36	27.48	28.03
归母净利润(百万元)	1369.41	1402.48	1795.92	2302.59	2956.56
归母净利润同比(%)	74.92	2.41	28.05	28.21	28.40
ROE(%)	19.25	16.52	17.26	17.93	18.55
每股收益(元)	20.50	20.99	26.88	34.47	44.26
市盈率(P/E)	27.91	27.25	21.28	16.60	12.93

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6036.57	6520.26	8653.22	11460.02	14992.80
现金	1424.18	1321.34	2508.80	3985.23	5974.95
应收账款	135.78	125.34	151.43	183.85	223.61
其他应收款	22.38	146.79	178.41	217.97	266.93
预付账款	17.82	28.97	33.80	40.51	48.68
存货	381.04	595.62	732.32	882.78	1127.35
其他流动资产	4055.36	4302.21	5048.46	6149.69	7351.28
非流动资产	1811.37	3287.14	3361.05	3372.50	3405.75
长期投资	12.00	11.89	12.00	12.00	12.00
固定资产	60.94	101.94	1207.91	1143.21	1078.52
无形资产	5.94	5.74	3.89	1.54	-1.31
其他非流动资产	1732.49	3167.57	2137.25	2215.75	2316.54
资产总计	7847.93	9807.39	12014.27	14832.53	18398.55
流动负债	718.62	1298.08	1596.58	1980.24	2447.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	377.21	820.04	1013.98	1286.64	1643.10
其他流动负债	341.41	478.04	582.60	693.60	804.60
非流动负债	15.22	16.75	9.00	11.00	13.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.22	16.75	9.00	11.00	13.00
负债合计	733.84	1314.84	1605.58	1991.24	2460.70
少数股东权益	0.01	1.00	1.00	1.00	1.00
股本	66.67	66.81	66.81	66.81	66.81
资本公积	4940.81	5058.35	5178.35	5308.35	5448.35
留存收益	2114.14	3379.62	5175.54	7478.13	10434.69
归属母公司股东权益	7114.08	8491.56	10407.69	12840.29	15936.85
负债和股东权益	7847.93	9807.39	12014.27	14832.53	18398.55

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1518.21	1518.87	1469.27	2027.86	2564.98
净利润	1369.41	1402.47	1795.92	2302.59	2956.56
折旧摊销	41.29	37.50	37.66	66.85	67.35
财务费用	-32.02	-51.95	-65.14	-66.14	-70.14
投资损失	-48.53	-190.90	-147.63	-176.12	-207.20
营运资金变动	228.61	266.16	61.31	108.43	76.90
其他经营现金流	-40.55	55.60	-212.86	-207.76	-258.49
投资活动现金流	-5543.49	-1460.91	-467.15	-747.56	-785.40
资本支出	989.43	439.25	0.00	0.00	0.00
长期投资	4607.63	1251.75	5.86	0.00	0.00
其他投资现金流	53.57	230.10	-461.29	-747.56	-785.40
筹资活动现金流	4234.39	-154.68	185.35	196.14	210.14
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	16.67	0.14	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4387.81	117.54	120.00	130.00	140.00
其他筹资现金流	-170.09	-272.35	65.35	66.14	70.14
现金净增加额	201.93	-102.84	1187.46	1476.43	1989.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4530.44	5837.05	7433.91	9476.95	12132.96
营业成本	2265.75	3029.02	3755.46	4765.33	6085.56
营业税金及附加	29.62	25.77	32.71	41.70	53.39
营业费用	559.47	938.47	1240.16	1581.85	2028.07
管理费用	83.15	118.92	174.52	191.69	206.68
研发费用	262.78	440.80	562.41	709.93	895.84
财务费用	-32.02	-51.95	-65.14	-66.14	-70.14
资产减值损失	-31.04	-30.15	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动收益	109.77	62.16	147.63	176.12	207.20
投资净收益	48.53	190.90	147.63	176.12	207.20
营业利润	1556.51	1598.11	2040.81	2616.57	3359.72
营业外收入	0.20	0.02	0.10	0.10	0.10
营业外支出	0.31	0.09	0.09	0.09	0.09
利润总额	1556.40	1598.03	2040.82	2616.58	3359.73
所得税	186.99	195.57	244.90	313.99	403.17
净利润	1369.41	1402.47	1795.92	2302.59	2956.56
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1369.41	1402.48	1795.92	2302.59	2956.56
EBITDA	1565.78	1583.66	2013.34	2617.28	3356.93
EPS (元)	20.54	20.99	26.88	34.47	44.26

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	7.74	28.84	27.36	27.48	28.03
营业利润 (%)	68.28	2.67	27.70	28.21	28.40
归属母公司净利润 (%)	74.92	2.41	28.05	28.21	28.40
获利能力					
毛利率 (%)	49.99	48.11	49.48	49.72	49.84
净利率 (%)	30.23	24.03	24.16	24.30	24.37
ROE (%)	19.25	16.52	17.26	17.93	18.55
ROIC (%)	2407.47	122.49	174.82	275.66	437.14
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.35	13.41	13.36	13.42	13.37
净负债比率 (%)	0.00	0.58	0.47	0.38	0.31
流动比率	8.40	5.02	5.42	5.79	6.13
速动比率	7.85	4.55	4.95	5.33	5.65
营运能力					
总资产周转率	0.92	0.66	0.68	0.71	0.73
应收账款周转率	26.80	43.78	52.10	54.84	57.77
应付账款周转率	6.88	5.06	4.10	4.14	4.15
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	20.50	20.99	26.88	34.47	44.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	22.73	22.74	21.99	30.35	38.39
每股净资产 (最新摊薄)	106.49	127.11	155.79	192.20	238.55
估值比率					
P/E	27.91	27.25	21.28	16.60	12.93
P/B	5.37	4.50	3.67	2.98	2.40
EV/EBITDA	19.71	19.49	15.33	11.79	9.19

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188