

石头科技 (688169) / 家电

证券研究报告/公司点评

2024 年 3 月 29 日

评级：买入（维持）

市场价格：341.93

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,629	8,654	10,452	12,176	14,100
增长率 yoy%	14%	31%	21%	16%	16%
净利润 (百万元)	1,183	2,051	2,313	2,630	3,008
增长率 yoy%	-16%	73%	13%	14%	14%
每股收益 (元)	9.00	15.60	17.60	20.00	22.88
每股现金流量	8.52	16.63	24.22	17.07	28.29
净资产收益率	12%	18%	17%	17%	16%
P/E	38.0	21.9	19.4	17.1	14.9

备注：股价选自 20240328 收盘价

投资要点

■ **公司发布 2023 年报：此前已有业绩快报，表现符合预期。**

23Q4：收入 30 亿 (+33%)，归母 6.9 亿 (+110%)，扣非 5.7 亿 (+69%)

23 全年：收入 87 亿 (+31%)，归母 20.5 亿 (+73%)，扣非 18 亿 (+52%)

分红：拟每 10 股转增 4.0 股派 46.8 元。

■ **23 年业绩回顾：多动力向上**

①**分品类**：扫地机 23 年收入 81 亿+27%，其他业务 6 亿+109%。主业务成长亮眼，另洗地机/洗烘一体机等高增新业务亦贡献了 4pct 的收入同比增量。

②**分量价**：扫地机业务量+16%，价+10%，量价均有双位数增长，全球提份额+全基站产品提结构的逻辑持续。

③**分地区**：据我们预计拆分，预估国内收入约同比+30%，欧洲+30%，北美+40%，亚太双位数增长。国内布局入门级产品，量增为主；海外基站类快速渗透，价增为主。

④**盈利端**：23 年毛利率 55.1% (+5.9pct)，净利率 23.7% (+5.9pct)。可见盈利核心拉动为产品结构升级带来的毛利增长。

■ **24 年增长抓手：全面开花**

①**新业务拉动**：洗衣机、洗地机等新品类从 0 到 1 正引入更多 SKU、并有望铺向更多海外渠道。预计新业务有望对公司表现持续形成拉动。

②**美国线下拓展**：公司在 target 门店拓展顺利，线下进店预计将在 24 年贡献明显增量。我们估算美国线下渠道全年可能带来 4-5 亿级别收入增量，拉动收入 5pct 增长。

③**扫地机国内外有机增长**。考虑以上两块增量，若扫地机主业有机增长达到 10-15%，就将有较好的总收入增速兑现。我们对石头完成 20% 的收入增长较为乐观，且认为扫地机的有机增长仍有超预期可能。

■ **投资建议：买入评级**

当前石头 450 亿市值约对应 24 年 22.5 亿利润，20xPE 的市场预期。我们认为：①业绩端兑现可能性较大，往上有调增可能；②估值端石头作为全球品牌的价值有望被放大，20x 估值往下可能性小，往上有可能上探。今年持有石头大概率仍有较好的业绩、估值保障，且可期待往上进一步超预期。

结合 23 年报调整盈利预测，预计 24-25 年归母 23 亿、26 亿（前值 22、26 亿），对应估值 19、17x。持续看好公司作为家电品牌出海领军龙头的稀缺价值，维持买入评级。

风险提示：海外需求不及预期，内销景气不及预期，竞争加剧

基本状况

总股本(百万股)	131
流通股本(百万股)	131
市价(元)	341.93
市值(亿元)	450
流通市值(亿元)	450

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司深度：

《石头科技如何做到一日千里》
2020. 02. 21

公司点评：

- 《高增超预期持续》2024. 1. 23
- 《内外高增超预期》2023. 8. 30
- 《悲观出清，向上可期》2023. 4. 27
- 《海外超预期，α显著》2022. 2. 29
- 《期待海外拐点》2022. 10. 30
- 《自建工厂保障灵活性》2022. 6. 28
- 《新品发布，催化市场》2022. 3. 18

图表 1: 石头科技财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	893	3,911	5,495	8,513	营业收入	8,654	10,452	12,176	14,100
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,883	4,911	5,773	6,760
应收账款	275	244	189	177	税金及附加	75	63	80	100
预付账款	63	74	87	101	销售费用	1,817	2,090	2,313	2,679
存货	928	927	1,787	1,537	管理费用	211	219	256	296
合同资产	0	3	1	1	研发费用	619	773	901	1,043
其他流动资产	6,738	5,635	5,813	6,111	财务费用	-139	-96	-48	-109
流动资产合计	8,897	10,791	13,370	16,441	信用减值损失	-22	-5	-5	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-148	-100	-50	-50
长期股权投资	20	20	20	20	公允价值变动收益	114	100	0	0
固定资产	1,286	1,593	1,935	2,310	投资收益	62	50	100	100
在建工程	0	100	100	0	其他收益	121	90	40	40
无形资产	18	22	27	34	营业利润	2,317	2,626	2,986	3,416
其他非流动资产	4,155	4,159	4,163	4,168	营业外收入	3	3	2	2
非流动资产合计	5,480	5,894	6,246	6,531	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	14,377	16,685	19,616	22,972	利润总额	2,320	2,629	2,988	3,418
短期借款	0	97	226	335	所得税	269	316	358	410
应付票据	0	1	2	2	净利润	2,051	2,313	2,630	3,008
应付账款	1,499	1,416	1,682	1,989	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,051	2,313	2,630	3,008
合同负债	85	188	219	254	NOPLAT	1,929	2,229	2,588	2,912
其他应付款	216	216	216	216	EPS (按最新股本摊薄)	15.60	17.60	20.00	22.88
一年内到期的非流动负债	26	26	26	26					
其他流动负债	1,053	1,222	1,384	1,568					
流动负债合计	2,879	3,166	3,754	4,391					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	116	116	116	116					
非流动负债合计	116	116	116	116					
负债合计	2,995	3,282	3,870	4,507					
归属母公司所有者权益	11,381	13,402	15,744	18,464					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	11,382	13,403	15,745	18,465					
负债和股东权益	14,377	16,685	19,616	22,972					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,186	3,184	2,244	3,719
现金收益	2,028	2,328	2,719	3,064
存货影响	-235	1	-861	250
经营性应收影响	181	119	93	46
经营性应付影响	915	-82	266	308
其他影响	-703	817	27	49
投资活动现金流	-2,348	-71	-550	-630
资本支出	-98	-521	-484	-447
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-2,250	450	-66	-183
融资活动现金流	199	-95	-111	-70
借款增加	9	97	129	109
股利及利息支付	-240	-288	-276	-352
股东融资	7	0	0	0
其他影响	423	96	36	173

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	30.5%	20.8%	16.5%	15.8%
EBIT增长率	75.4%	16.1%	16.1%	12.5%
归母公司净利润增长率	73.3%	12.8%	13.7%	14.4%
获利能力				
毛利率	55.1%	53.0%	52.6%	52.1%
净利率	23.7%	22.1%	21.6%	21.3%
ROE	18.0%	17.3%	16.7%	16.3%
ROIC	141.0%	63.8%	46.8%	37.5%
偿债能力				
资产负债率	20.8%	19.7%	19.7%	19.6%
债务权益比	1.2%	1.8%	2.3%	2.6%
流动比率	3.1	3.4	3.6	3.7
速动比率	2.8	3.1	3.1	3.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	13	9	6	5
应付账款周转天数	102	107	97	98
存货周转天数	75	68	85	89
每股指标 (元)				
每股收益	15.60	17.60	20.00	22.88
每股经营现金流	16.63	24.22	17.07	28.29
每股净资产	86.56	101.94	119.75	140.44
估值比率				
P/E	22	19	17	15
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	48	41	35	31

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。