

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

石头科技(688169)

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理
联系电话: 18800112133
邮箱: yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

石头科技：海外渠道发展潜力巨大，积极营销扩大国民度

2024年2月27日

- **事件：**石头科技发布 2023 年业绩快报，23 年公司预计实现营业收入 86.54 亿元，同比+30.55%，预计实现归母净利润 20.54 亿元，同比+73.57%。
- **收入增速跑赢国内行业大盘，Q4 盈利能力大幅改善。**根据奥维云网数据，国内 23 年扫地机器人销额同比增长 10%，洗地机销额同比增长 22%，我们认为公司 23 年全年收入增速跑赢行业的原因：1) 一方面在于公司在国内积极推动产品结构变革，满足国内不断变化的消费需求；2) 另一方面公司在海外推出多款新品、拓展当地市场，竞争力不断提升。Q4 公司预计实现营业收入 29.65 亿元，同比+32.60%，预计实现归母净利润 6.94 亿元，同比+111.24%。Q4 归母净利润率预计为 23.40%，同比+8.71pct。
- **内销以价换量，积极营销进一步提升品牌国民度。**23 年公司通过 P10 新品打开 3000 元价位带市场，后又推出了 P10 PRO 更新版本，根据奥维云网数据，截至 24W07 (2.18)，P10 PRO 系列产品(含上下水版本) 24 年线上累计销额市占率达到了 11.61%，P10 系列(含上下水版本) 线上累计销额市占率为 4.05%。24 年 2 月，石头继续推出 P10S Pro 两款新品，分别定价 3999 元和 4599 元(自动上下水版本)，还推出了洗地机新品 A20 Air。根据奥维云网数据，24 年 1 月石头扫地机线上线下销额分别同比-11.08%/+366.12%，洗地机线上线下销额分别同比-19.89%/+10.47%。除了产品推新，石头也通过积极的营销策略进一步打开品牌知名度，石头洗地机 A20 系列登上了 24 年龙年春晚舞台，我们认为这种植入营销的方式可以进一步推动石头品牌知名度的快速提升。
- **海外线下渠道有序拓展中。**23 年四季度石头首次进入美国线下渠道 target，S7 Max Ultra 单品入驻 180 余家精选店铺，我们认为 24 年石头有望进入更多 Target 线下门店(全美近 2000 家)，打开北美线下市场。产品方面，公司目前在海外的 SKU 涵盖了多个价位带，亚马逊官方店中既包括了 1199.99 美元的 S8 Pro Ultra，也包括了 359.99 美元的 Q5+，面向不同需求的客户。在今年 CES 展上，石头推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra、Q Revo MaxV、Q Revo Pro、Flexi Pro 和 Flexi Lite 共 6 款新品。随着产品布局的拓展和线上线下渠道覆盖的拓展，石头在海外的市占率和营收规模或将加速提升。
- **盈利预测：**我们看好石头科技作为清洁电器龙头在国内外的多价格段、多渠道布局。我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 86.54/106.36/124.70 亿元，分别同比+30.6%/+22.9%/+17.2%；归母净利润 20.54/25.03/29.36 亿元，分别同比+73.6%/+21.8%/+17.3%，对应 PE 为 20.95/17.20/14.65 倍。

- **风险因素:** 原材料价格波动、海内外需求不及预期、新品研发不及预期、单一品类收入依赖性较高、行业竞争加剧、汇率波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,837	6,629	8,654	10,636	12,470
增长率 YoY %	28.8%	13.6%	30.6%	22.9%	17.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,402	1,183	2,054	2,503	2,936
增长率 YoY%	2.4%	-15.6%	73.6%	21.8%	17.3%
毛利率%	48.1%	49.3%	54.7%	54.8%	53.8%
净资产收益率ROE%	16.5%	12.4%	17.1%	17.3%	16.9%
EPS(摊薄)(元)	10.67	9.00	15.62	19.03	22.33
市盈率 P/E(倍)	30.68	36.36	20.95	17.20	14.65
市净率 P/B(倍)	5.07	4.50	3.58	2.97	2.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 2 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,520	7,286	8,708	11,184	14,112	
货币资金	1,321	1,804	1,046	3,441	6,099	
应收票据	4	0	2	2	2	
应收账款	125	328	288	315	327	
预付账款	29	43	59	68	83	
存货	596	694	1,088	1,068	1,279	
其他	4,445	4,417	6,224	6,289	6,320	
非流动资产	3,287	3,547	5,701	5,940	6,264	
长期股权投资	12	21	21	21	21	
固定资产(合计)	102	1,315	1,709	1,907	2,192	
无形资产	6	7	7	8	8	
其他	3,168	2,205	3,964	4,005	4,044	
资产总计	9,807	10,833	14,409	17,125	20,376	
流动负债	1,298	1,204	2,335	2,573	2,883	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	3	2	3	4	
应付账款	820	699	1,524	1,603	1,759	
其他	478	502	809	967	1,120	
非流动负债	17	72	68	73	78	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	17	72	68	73	78	
负债合计	1,315	1,276	2,403	2,646	2,961	
少数股东权益	1	1	1	1	1	
归属母公司股东权益	8,492	9,556	12,005	14,477	17,414	
负债和股东权益	9,807	10,833	14,409	17,125	20,376	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,837	6,629	8,654	10,636	12,470	
同比(%)	28.8%	13.6%	30.6%	22.9%	17.2%	
归属母公司净利润	1,402	1,183	2,054	2,503	2,936	
同比(%)	2.4%	-15.6%	73.6%	21.8%	17.3%	
毛利率(%)	48.1%	49.3%	54.7%	54.8%	53.8%	
ROE%	16.5%	12.4%	17.1%	17.3%	16.9%	
EPS(摊薄)(元)	10.67	9.00	15.62	19.03	22.33	
P/E	30.68	36.36	20.95	17.20	14.65	
P/B	5.07	4.50	3.58	2.97	2.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,837	6,629	8,654	10,636	12,470	
营业成本	3,029	3,363	3,918	4,808	5,756	
营业税金及附加	26	33	43	53	62	
销售费用	938	1,318	1,731	2,053	2,369	
管理费用	119	141	277	319	374	
研发费用	441	489	649	766	873	
财务费用	-52	-106	-211	-35	-118	
减值损失合计	-30	-66	-10	-10	-5	
投资净收益	191	33	39	53	37	
其他	101	-12	53	65	76	
营业利润	1,598	1,344	2,329	2,781	3,263	
营业外收支	0	5	5	0	0	
利润总额	1,598	1,349	2,334	2,781	3,263	
所得税	196	166	280	278	326	
净利润	1,402	1,183	2,054	2,503	2,936	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,402	1,183	2,054	2,503	2,936	
EBITDA	1,382	1,424	2,234	2,852	3,269	
EPS(当年)(元)	15.02	12.66	15.62	19.03	22.33	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,519	1,120	2,793	2,733	3,082	
净利润	1,402	1,183	2,054	2,503	2,936	
折旧摊销	59	110	110	106	124	
财务费用	-57	-100	2	2	2	
投资损失	-191	-33	-39	-53	-37	
营运资金变动	352	-144	734	156	40	
其它	-46	104	-69	20	16	
投资活动现金流	-1,461	-505	-3,928	-311	-427	
资本支出	-439	-255	-553	-364	-464	
长期投资	-1,255	-384	-1,500	0	0	
其他	233	134	-1,875	53	37	
筹资活动现金流	-155	-202	-251	-27	3	
吸收投资	8	6	-2	-30	0	
借款	0	99	0	0	0	
支付利息或股息	-137	-141	-242	-2	-2	

EV/EBITDA	38.35	15.09	18.83	13.91	11.33	现金流净增 加额	-103	433	-1,384	2,395	2,559
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------------	------	-----	--------	-------	-------

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。