

分析师: 欧洋君
 登记编码: S0730522100001
 ouyj@ccnew.com 021-50586769

经营短期承压, 期待需求修复成果释放

——石头科技(688169)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

市场数据(2023-06-01)

收盘价(元)	309.62
一年内最高/最低(元)	714.96/229.20
沪深 300 指数	3,806.87
市净率(倍)	3.04
流通市值(亿元)	290.09

发布日期: 2023 年 06 月 02 日

基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	104.48
每股经营现金流(元)	1.46
毛利率(%)	49.85
净资产收益率_摊薄(%)	2.09
资产负债率(%)	10.97
总股本/流通股(万股)	9,369.16/9,369.16
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

核心观点:

智能扫地机龙头 2022 年收入稳增, 全年营收规模同比增长 13.56% 达 66.29 亿元, 但受大额远期外汇合同损失等影响, 同期归母净利润水平同比下滑 15.62% 为 11.83 亿元。2023Q1 公司经营明显承压, 营业收入/归母净利润同比-14.68%/-40.42%, 主要分析为当期海外销售淡季以及高通胀环境拖累终端出货, 以及公司为新品宣发投入费用增多所致。随着后续欧洲及亚太市场需求回暖, 渠道拓展成效释放, 叠加国内终端需求稳增态势, 公司业绩有望实现较快修复, 给予公司“买入”投资评级。

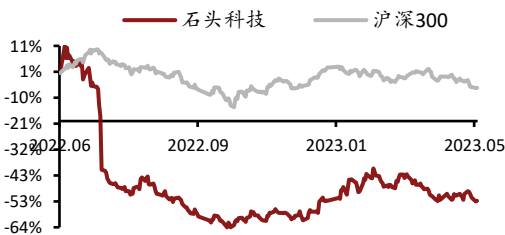
投资要点:

内销收入及份额稳增, 海外需求阶段下滑。分地区来看, 公司 2022 年国内/外销营收为 31.28 亿元/34.83 亿元, 同比+26.47%/+3.54%, 其中, 内销增速显著高于同期行业整体水平 (+3.4%), 且市场份额较上年进一步提升, 头部优势持续稳固; 外销增速较明显下滑, 主要受海外宏观环境扰动抑制终端需求影响, 且在进入销售淡季以及高通胀持续情况下, 2023Q1 公司海外市场延续承压表现。参照我国海关总署统计 2023 年 1-3 月吸尘器出口金额同比-9.1%的情况, 预计同期扫地机等清洁电器出口增速均有一定程度回落, 拖累公司经营短期承压。

均价提升推动毛利率优化, 新品宣发致费用增加。公司毛利率水平持续改善, 2022 年整体与 2023Q1 同比分别提升 1.15pct 和 2.36pct, 主要受益于原材料成本优化以及产品结构升级推动。根据奥维云网数据显示, 2023Q1 公司产品国内线上/线下均价同比上涨 298 元/660 元每台, 其中配置“激光+视觉导航”等中高端机型双端市场均价涨幅超过 35%/40%, 出货占比提升 21pct/6pct 以上, 有效带动收入结构优化。另一方面, 由于报告期内公司推出多款新品, 导致销售各项费用投入明显增长, 其中 2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+7.58pct/+5.03pct/+2.77pct/-0.62pct。随着未来产品持续打开市场, 规模效应显现下, 公司盈利能力或将稳步提升。

行业景气度修复暂缓, 以价换量有望稳固成长。受益于 2019 年扫地机自清洁技术的发展成熟, 行业迎来新一轮增长红利, 产品均价整体明显提升。不过, 在短期多种客观因素冲击下, 行业增速逐步趋缓, 特别是受洗地机行业价格下探影响, 扫地机市场走弱。根据奥维云网数据显示, 2022 年国内扫地机器人销售量为 441.4 万台, 同比下滑 23.6%, 而在市场均价提升情况下, 行业零售额规模同比增长 3.4% 达 124 亿元。尽管提价在一定程度上抑制了市场增

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源, 中原证券

联系人: 马崧琦
电话: 021-50586973
地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编: 200122

量，但随着消费者对品牌及产品技术认可的提升，以价换量成效显著。目前我国扫地机器人渗透率相较海外市场仍然偏低，且需求主要集中在高线城市，下沉市场由于对其产品认识尚且不足，市场增量受限但成长空间广阔。同时基于行业技术不断迭代，自清洁与洗拖一体等标配赋能产品力提升考虑，未来或将逐渐替代传统洗地机增长空间，保持长期高成长性。

产品上新&海外渠道拓展，持续强化品牌竞争。2023年初以来公司陆续推出 G20、P10 等新品，产品线不断丰富的时候，对不同价段市场及目标用户拓展日渐完善，品牌竞争力持续提升。此外，公司于海外市场建设稳步发力，目前已在美国、日本、德国等地设立海外公司，同时积极拓展线上渠道，品牌专卖店开设覆盖亚马逊、家得宝、塔吉特、百思买、沃尔玛等知名零售商。近年来公司品牌在海外市场份额增长迅速，相较国内其他出海品牌优势突显，随着未来公司于重点欧美及东南亚市场的深入发展，营收水平有望伴随品牌影响力持续提升。

投资评级与盈利预测：

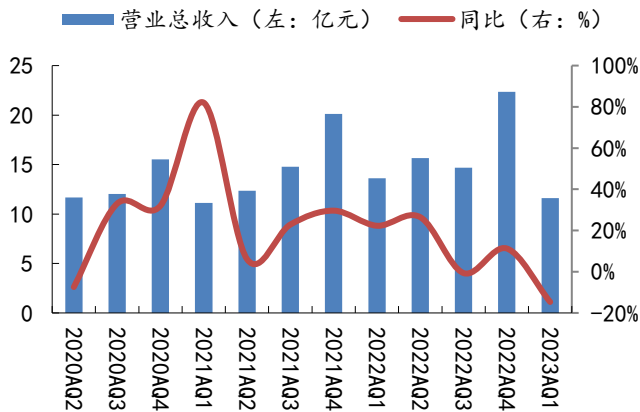
作为智能扫地机行业龙头，公司技术及渠道优势突出，产品线与海外市场布局逐步成熟。未来在行业景气及需求回暖下，公司业绩有望企稳增长。预计公司2023-2025年可实现归母净利润分别为13.89亿元、16.55亿元、19.67亿元，同比增速分别为17.38%、19.16%、18.86%，对应EPS分别为14.83、17.67、21.00元/股，根据6月1日309.62元收盘价计算，对应PE分别为20.8X、17.5X、14.7X。综上分析，给予公司“买入”投资评级。

风险提示：海外需求增长不及预期；原材料价格及汇率持续波动；行业竞争加剧。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	7,592	8,973	10,582
增长比率(%)	28.84	13.56	14.53	18.19	17.93
净利润(百万元)	1,402	1,183	1,389	1,655	1,967
增长比率(%)	2.41	-15.62	17.38	19.16	18.86
每股收益(元)	14.97	12.63	14.83	17.67	21.00
市盈率(倍)	20.68	24.51	20.88	17.53	14.74

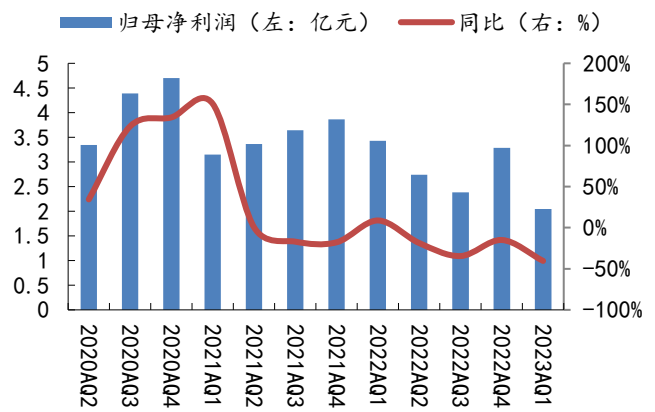
资料来源：聚源，中原证券

图 1：公司近 3 年单季度营业收入与同比增速



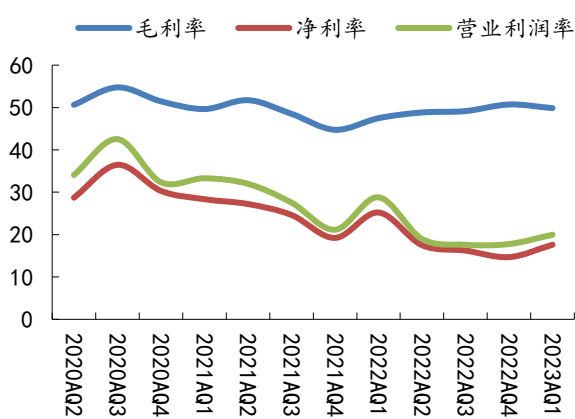
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司近 3 年单季度归母净利润与同比增速



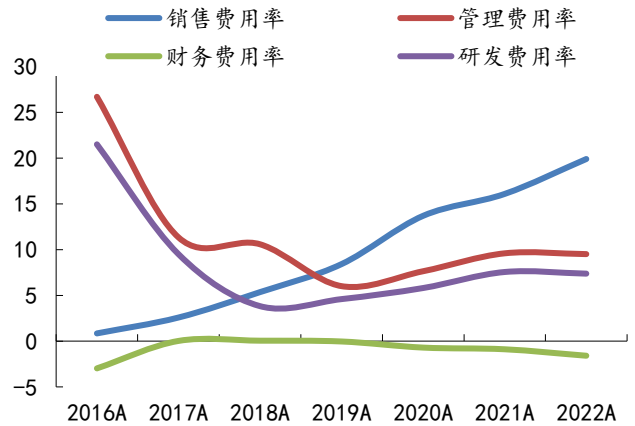
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司近 3 年单季度盈利水平



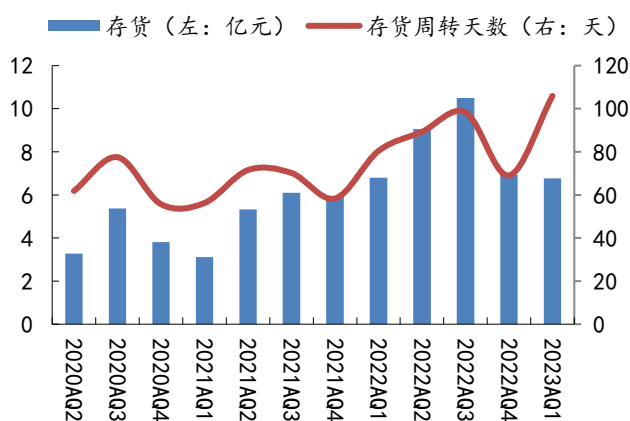
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司 2016-2023 年各项费用率情况



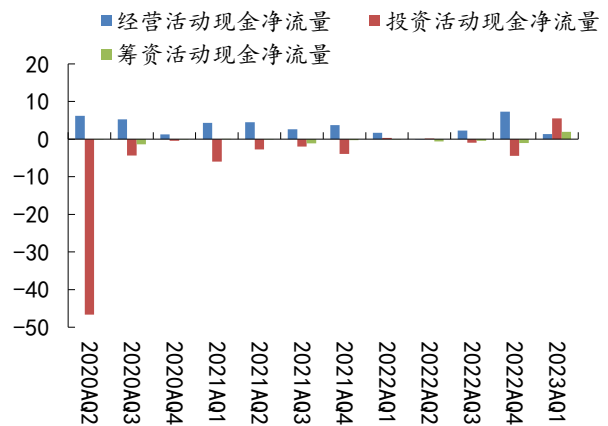
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司近 3 年单季度存货与周转天数



资料来源：Wind，中原证券

图 6：公司近 3 年单季度活动现金流情况



源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,520	7,286	8,047	10,014	12,380
现金	1,321	1,804	2,475	4,138	6,163
应收票据及应收账款	129	328	380	461	541
其他应收款	147	61	65	75	91
预付账款	29	43	45	53	64
存货	596	694	776	919	1,081
其他流动资产	4,298	4,356	4,305	4,367	4,440
非流动资产	3,287	3,547	4,379	4,431	4,475
长期投资	12	21	21	21	21
固定资产	102	1,315	1,441	1,493	1,537
无形资产	6	7	7	7	7
其他非流动资产	3,168	2,205	2,911	2,911	2,911
资产总计	9,807	10,833	12,426	14,446	16,855
流动负债	1,298	1,204	1,267	1,485	1,743
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	713	854	1,023
其他流动负债	478	502	555	631	720
非流动负债	17	72	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	71	71	71
负债合计	1,315	1,276	1,338	1,556	1,814
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	94	94	94
资本公积	5,058	5,096	5,126	5,126	5,126
留存收益	3,380	4,423	5,925	7,727	9,879
归属母公司股东权益	8,492	9,556	11,086	12,888	15,040
负债和股东权益	9,807	10,833	12,426	14,446	16,855

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,519	1,120	1,595	2,016	2,439
净利润	1,402	1,183	1,389	1,655	1,967
折旧摊销	59	110	281	346	420
财务费用	-57	-100	0	0	0
投资损失	-191	-33	-38	-40	-42
营运资金变动	352	-144	-135	-87	-84
其他经营现金流	-46	104	97	142	178
投资活动现金流	-1,461	-505	-943	-352	-415
资本支出	-439	-255	-402	-393	-457
长期投资	-1,255	-384	0	0	0
其他投资现金流	233	134	-541	40	42
筹资活动现金流	-155	-202	27	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	0	0	0
资本公积增加	118	38	29	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	-2	0	0
现金净增加额	-103	433	671	1,663	2,024

资料来源：聚源，中原证券

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,837	6,629	7,592	8,973	10,582
营业成本	3,029	3,363	3,774	4,458	5,259
营业税金及附加	26	33	38	45	51
营业费用	938	1,318	1,518	1,777	2,063
管理费用	119	141	166	187	205
研发费用	441	489	562	668	790
财务费用	-52	-106	-36	-50	-58
资产减值损失	-30	-66	-72	-87	-94
其他收益	42	61	61	63	63
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	38	40	42
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1,598	1,344	1,547	1,844	2,193
营业外收入	0	6	6	6	7
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1,598	1,349	1,552	1,849	2,198
所得税	196	166	163	194	231
净利润	1,402	1,183	1,389	1,655	1,967
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,402	1,183	1,389	1,655	1,967
EBITDA	1,382	1,424	1,797	2,146	2,560
EPS (元)	15.02	12.66	14.83	17.67	21.00

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	28.84	13.56	14.53	18.19	17.93
营业利润 (%)	2.67	-15.88	15.08	19.19	18.91
归属母公司净利润 (%)	2.41	-15.62	17.38	19.16	18.86
获利能力					
毛利率 (%)	48.11	49.26	50.29	50.32	50.30
净利率 (%)	24.03	17.85	18.30	18.45	18.59
ROE (%)	16.52	12.38	12.53	12.84	13.08
ROIC (%)	13.65	11.95	12.14	12.42	12.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.41	11.78	10.77	10.77	10.76
净负债比率 (%)	15.48	13.35	12.07	12.07	12.06
流动比率	5.02	6.05	6.35	6.74	7.10
速动比率	4.38	4.97	5.30	5.70	6.08
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.64	0.65	0.67	0.68
应收账款周转率	44.71	29.28	21.47	21.35	21.12
应付账款周转率	5.06	4.43	5.34	5.69	5.60
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	14.97	12.63	14.83	17.67	21.00
每股经营现金流 (最新摊薄)	16.21	11.96	17.03	21.51	26.04
每股净资产 (最新摊薄)	90.63	102.00	118.33	137.56	160.53
估值比率					
P/E	20.68	24.51	20.88	17.53	14.74
P/B	3.42	3.04	2.62	2.25	1.93
EV/EBITDA	38.35	15.09	14.81	11.63	8.96

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。