

石头科技 (688169.SH) 内销关注新品及大促, 外销看欧洲增速由负转正

2023年06月08日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陆帅坤 (分析师)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

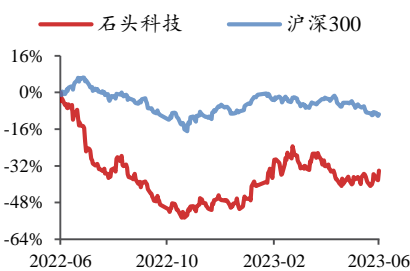
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790523060001

日期	2023/6/8
当前股价(元)	332.49
一年最高最低(元)	718.50/220.00
总市值(亿元)	311.52
流通市值(亿元)	311.52
总股本(亿股)	0.94
流通股本(亿股)	0.94
近3个月换手率(%)	49.13

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《收入延迟贡献+费用前置致 2023Q1 业绩下滑, 看好底部反弹—公司信息更新报告》-2023.4.27

《洗烘一体机 H1 表现亮眼, 新品拉动扫地机份额稳增—公司信息更新报告》-2023.4.2

《再推两款扫地机新品拓宽价格带, 看好份额继续提升—公司信息更新报告》-2023.3.22

● 内销关注新品及大促, 外销看欧洲增速由负转正, 维持“买入”评级

618 大促拉动扫地机销量增速由负转正, 公司推新向上向下拓宽价格带, 性价比款 P10 放量拉动份额持续提升; 外销 Q2 进入低基数、看好欧洲增速由负转正, 美亚延续高增; 叠加技术降本和行业竞争改善下盈利能力预计保持稳定。我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 15.0/17.7/20.7 亿元, 对应 EPS 为 16.0/18.9/22.1 元, 当前股价对应 PE 为 20.7/17.6/15.0 倍, 维持“买入”评级不变。

● 618 预售数据验证内销行业销量增速转正、新品拉动下石头持续提份额逻辑

从魔镜预售数据看, 天猫渠道 618 第一轮预售行业预售量+32%, 其中石头+75%, 市占率达 32.8%, 验证行业销量转好及公司份额提升逻辑。2023Q1 密集推新拉动下, 公司价格带更加完善, 性价比款全能基站扫地机 P10 定价 3299 元, 在 3000-3500 元价格带竞争压力小, 云鲸推新进展较慢, 看好公司份额持续提升。

● 看好 Q2 欧洲地区收入增速由负转正, 美亚市场持续推高卖新、表现良好

欧洲市场作为外销基本盘, 在海运、宏观经济波动等影响下自 2022Q2 起出现下滑, 看好经销商开启新品提货叠加低基数下欧洲收入增速由负转正, 同时法国、西班牙等地区亚马逊渠道有望收回自营, 复制美亚成功案例。北美市场凭借高端产品打法差异化发力亚马逊线上渠道, 保持高速增长, 市占率稳步提高, 黑五期间超过 shark 位居第二, 看好线下渠道突破构成收入新增量。亚太地区, 伴随新品上市拉动日本、韩国等主要市场企稳回升, 持续拓展东南亚等新兴市场。

● 外销改善、内销行业竞争改善和技术降本下, 公司盈利能力预计保持稳定

产品结构提升、原材料跌价和多方位降本利好毛利率稳中向好。技术降本驱动下, 性价比款 P10 等新品保持 50% 左右毛利率水平。费用端, 行业流量竞争放缓、公司新品预售收入延期确认及费用前置投放, 利好销售费率趋稳。2023Q1 后预计远期外汇合约将结清、不再影响净利润, 构成财务费率的低基数利好。叠加高盈利能力的欧洲、亚太市场回暖, 多方面因素改善下, 盈利能力预计保持稳定。

● 风险提示: 新品销售不及预期; 原材料价格风险; 海外高通胀下需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	7,987	9,522	11,260
YOY(%)	28.8	13.6	20.5	19.2	18.2
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,503	1,771	2,072
YOY(%)	2.4	-15.6	27.0	17.8	17.0
毛利率(%)	48.1	49.3	50.0	51.0	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	18.8	18.6	18.4
ROE(%)	16.5	12.4	13.6	14.0	14.3
EPS(摊薄/元)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11
P/E(倍)	22.2	26.3	20.7	17.6	15.0
P/B(倍)	3.7	3.3	2.8	2.5	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 内销：看好二季度行业销量重回正增长，公司拓价格带驱动份额持续提升	4
1.1、 看好二季度行业销量增速由负转正，带动行业渗透率重回提升空间	4
1.2、 竞争格局：看好石头在新品拉动下拓宽价格带、继续提升市场份额	6
1.3、 618 第一轮预售数据行业销量增速由负转正、公司表现好于行业	7
2、 外销：Q2 新品提货开启拉动欧洲市场反转，美亚渠道持续推高卖新、延续高增	9
2.1、 欧洲：2023Q2 进入低基数，新品拉动下经销商提货活力恢复	10
2.2、 美亚：高举高打、推新卖高策略持续奏效，线下渠道突破有望贡献新增量	11
2.3、 亚太：地板场景为主、看好自清洁产品需求释放	12
3、 依托技术降本和行业竞争改善，公司盈利能力预计保持稳定	12
4、 新一轮股权激励及事业合伙人计划推出，绑定核心管理层利益助力公司长期发展	14
5、 盈利预测与投资建议	14
6、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

图 1： 受高价对销量的抑制，2022 年行业零售额+3.4%	4
图 2： 2019-2022 年均价/零售额 CAGR+30.2%/+15.8%	4
图 3： 2016-2019 年扫地机产品渗透率快速提升	4
图 4： 2022 年 4 月，自清洁全能基站产品均价高达 4910 元，在居民人均年可支配收入中占比超过了 13%	4
图 5： 受二季度抑制，2023 年 4 月起行业线上销量-12.3%	5
图 6： 2023 年 4 月石头品牌扫地机线上均价同比-6.1%	5
图 7： 相比于空冰洗彩等家电必选品，扫地机产品的渗透率较低	5
图 8： 空调产品的降价对渗透率提升作用显著	6
图 9： 智能手机的降价对渗透率提升作用显著	6
图 10： 2023 年 4 月石头扫地机销量市占率达到了 23.4%	6
图 11： 2023 年 4 月石头扫地机销额市占率达到了 30.8%	6
图 12： 石头价格带进一步完善、P10 同价位无友商新品，科沃斯 AI 技术领先，云鲸产品推新放缓，追觅微创新	7
图 13： 618 大促在扫地机品类上的集中效应逐渐显现	7
图 14： 石头 2022 年 618 期间销额达 5.3 亿（+199.4%）	7
图 15： 全能基站产品已成为扫地机行业销量的中流砥柱	8
图 16： 2023M4 全能基站款扫地机线上均价-16.6%	8
图 17： 受疫情及全球宏观局势影响，公司外销 2021 年以来有所承压	9
图 18： 2023Q1 欧洲地区占比有所下降，北美市场占比持续提升	10
图 19： 欧洲市场自 2022Q2 起阶段性承压，2023Q2 看好盈利拐点	10
图 20： 石头品牌扫地机在德国亚马逊保持良好增长态势	10
图 21： 2022 全年/2023Q1 石头北美地区业务收入同比分别 58.7%/51.7%	11
图 22： 2022M11 石头美亚销额市占率达 18%	11
图 23： 2023Q1 公司北美市场高端 S7 系列销量占比达 26.5%	11
图 24： 石头 Q5+、S8 pro ultra 等产品在以销量排名的亚马逊 bestseller 均有上榜	11
图 25： 公司亚太市场一季度收入有所承压，增速同比-25.0%	12
图 26： 公司 2023Q1 销售费用率上升主系费用前置投放所致	13

图 27: 2023 年 5 月 26 日国内 ABS 塑料现货价同比下跌 25.4%..... 13

表 1: 从预售期阿里系数数据看, 行业以价换量及石头份额提升逻辑逐步兑现..... 8

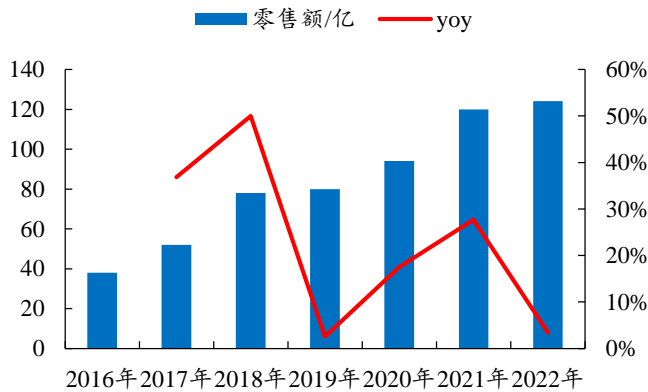
表 2: 预售期天猫数据交叉验证了行业以价换量及石头份额提升逻辑..... 9

1、内销：看好二季度行业销量重回正增长，公司拓价格带驱动份额持续提升

1.1、看好二季度行业销量增速由负转正，带动行业渗透率重回提升空间

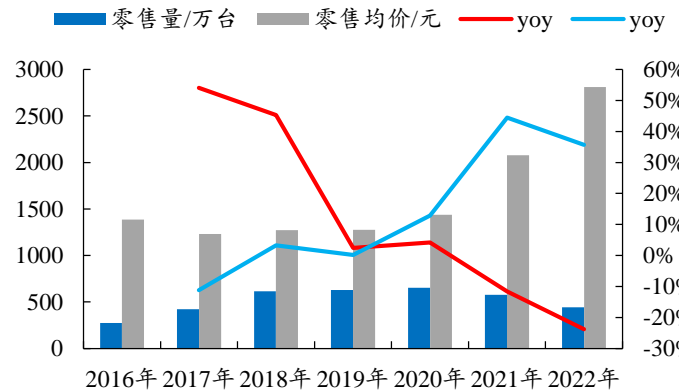
2021年起，行业的销额增长驱动因素由量增转为价增。扫地机行业的增长可以分为两个阶段：2019年以前的量增驱动，以及2019年之后的价增驱动。具体来看，2016-2019年的零售量/零售额 CAGR 分别为 31.8%/28.2%，这个阶段中扫地机作为新品类，热销带动渗透率得到快速提升；2019-2022 年均价/零售额 CAGR 分别为 30.2%/15.8%，这个阶段中，能够胜任清扫工作、完成真正解放双手的基站类产品持续迭代、带动产品均价增长，成为该阶段的销额驱动因素。然而，过高的价格带也使得销量增长出现颓势，以行业还未开始降价的 2022 年 4 月为例，自清洁全能基站产品均价高达 4910 元。

图1：受高价对销量的抑制，2022 年行业零售额+3.4%



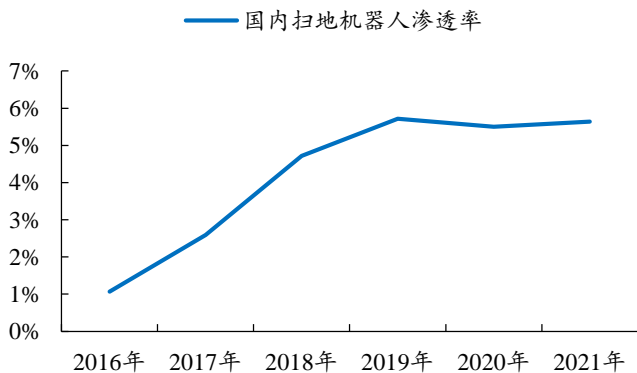
数据来源：AVC、开源证券研究所

图2：2019-2022 年均价/零售额 CAGR+30.2%/+15.8%



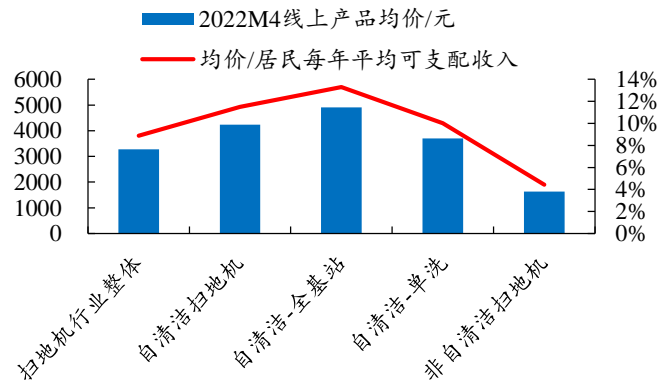
数据来源：AVC、开源证券研究所

图3：2016-2019 年扫地机产品渗透率快速提升



数据来源：AVC、国家统计局、开源证券研究所（注：渗透率口径为扫地机保有量/城镇家庭户数，更换周期为三年）

图4：2022 年 4 月，自清洁全能基站产品均价高达 4910 元，在居民人均年可支配收入中占比超过了 13%

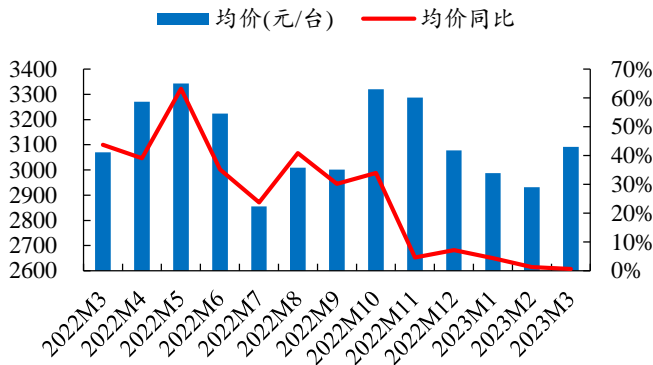


数据来源：AVC、开源证券研究所

看好二季度头部品牌以价换量策略驱动下，行业销量增速由负转正，重回渗透率提升阶段。我们认为自清洁全能基站产品已达到产品足够好用的阶段，行业头部

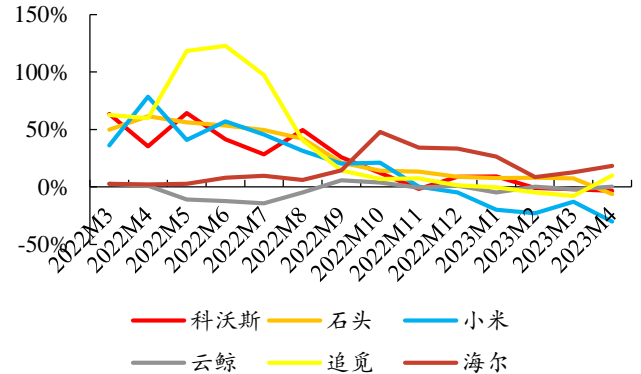
品牌推出性价比款全能基站产品、拓宽产品价格带，二季度大促带动高价产品需求集中释放下，看好行业销量增速由负转正。

图5：受二季度抑制，2023年4月起行业线上销量-12.3%



数据来源：AVC、开源证券研究所

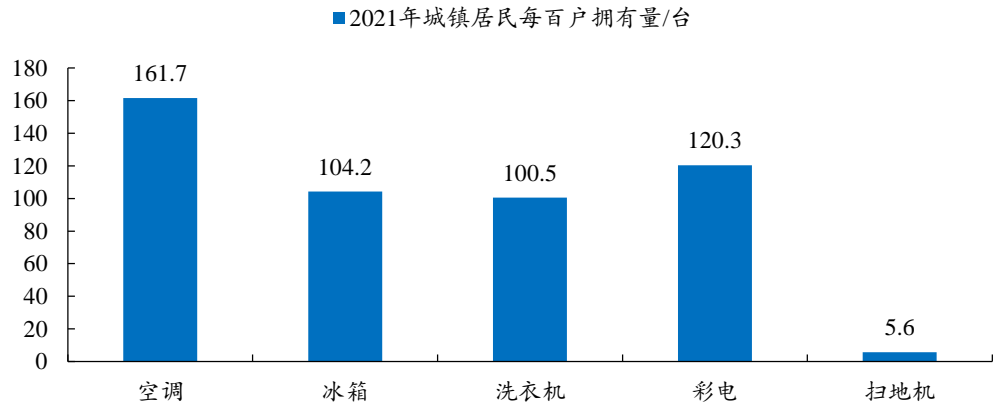
图6：2023年4月石头品牌扫地机线上均价同比-6.1%



数据来源：AVC、开源证券研究所

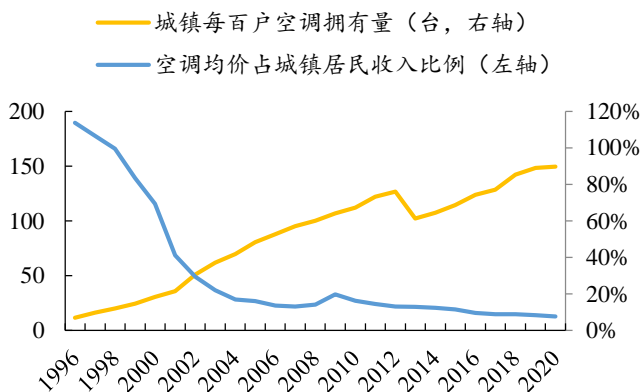
纵向对比看，扫地机产品有望复制空调、智能手机的渗透率提升路径。以城镇家庭户数为分母，产品更换周期为三年下对保有率进行测算，2021年中国扫地机产品城镇居民每百户拥有量为5.6台，相比于空冰洗彩等家电必选品，增长空间较为广阔。我们复盘空调和智能手机的渗透率提升路径看，降价对二者的提升效应明显，我们认为扫地机器人作为足够好用的解放双手工具，有望复制品类成长路径，逐渐通过好用产品的降价，持续提升渗透率水平。

图7：相比于空冰洗彩等家电必选品，扫地机产品的渗透率较低



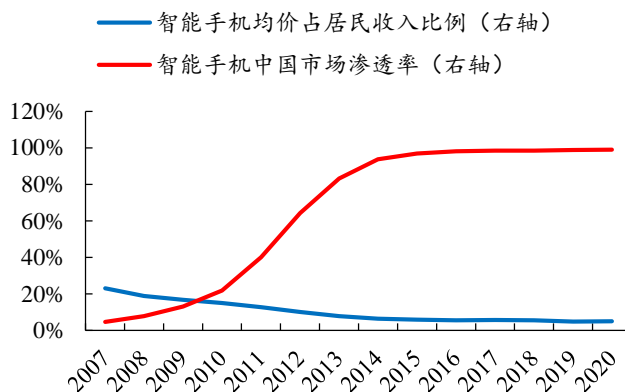
数据来源：国家统计局、AVC、开源证券研究所

图8：空调产品的降价对渗透率提升作用显著



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图9：智能手机的降价对渗透率提升作用显著



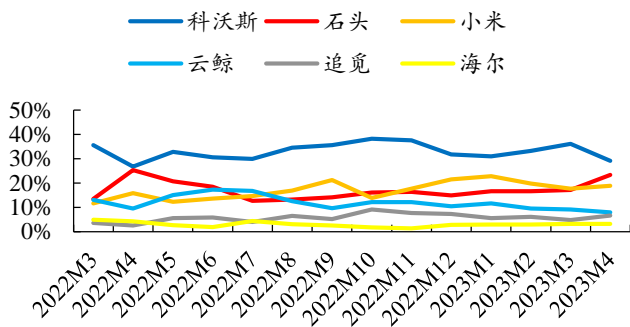
数据来源：IDC、开源证券研究所

1.2、竞争格局：看好石头在新品拉动下拓宽价格带、继续提升市场份额

第一梯队：石头品牌价格带进一步拓宽，4月市占率提升，科沃斯预计维持稳定。新品逐渐发货带动下，石头在2023年4月的销量/销额市占率分别达到了23.4%/30.8%，环比分别+6.3/+9.1pcts。相比于2022年主销款仅G10S，石头2023年的主销新品涵盖入门性价比款P10、旗舰性能款G20以及老品G10S的参数升级款G10S PURE，在3000-5000价格带均有新品储备，且新品P10定位3000-3500价格带，相比竞品同价格带产品优势明显，预计将持续抢占云鲸等第二梯队品牌份额。科沃斯推出X1S、T20以及一点CC等系列新品，有望维持份额稳定。

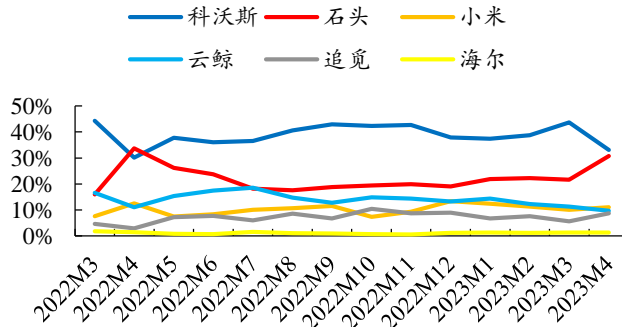
第二梯队：云鲸产品推新放缓，追觅主攻中高端价格带。云鲸2019年曾经凭借J2的自动上下水功能完成市场份额的持续突破，但近年来产品推新放缓。2023年未发布新品下，已有的J3缺少自动集尘模块，同时也无法进行物品识别，产品力缺陷逐渐显现，预计市场份额将持续降低。整体来看追觅份额较低、新品拉动下预计仍将持续提升。

图10：2023年4月石头扫地机销量市占率达到了23.4%



数据来源：AVC、开源证券研究所

图11：2023年4月石头扫地机销额市占率达到了30.8%



数据来源：AVC、开源证券研究所

图12: 石头价格带进一步完善、P10 同价位无友商新品, 科沃斯 AI 技术领先, 云鲸产品推新放缓, 追觅微创新

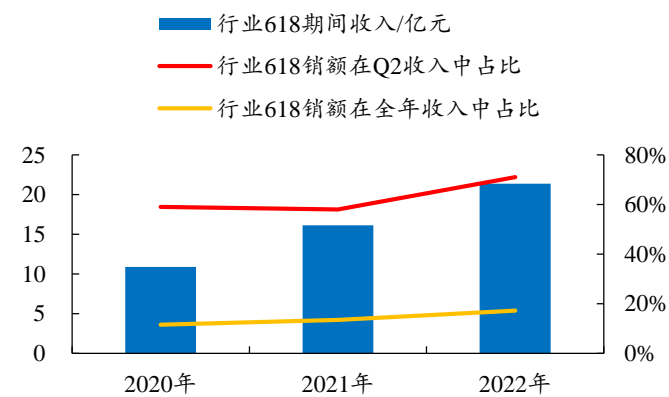
扫地机头部厂家主流产品对比															
	石头G20	石头P10	石头G10S	石头G10S pure 3999	科沃斯X1S PRO 4999	科沃斯T20 pro plus 4499	科沃斯T20 pro 4199	科沃斯T20 max 3999	科沃斯T20 3799	科沃斯X1 OMNI 4299	科沃斯T10 Omni 3099	追觅X20 Pro 5299	追觅W20 3299	云鲸J2 2799	云鲸J3 3999
当前价格	4999	3299	4099	3999	4999	4499	4199	3999	3799	4299	3099	5299	3299	2799	3999
抹布自清洁	✓	✓	✓	✓	✓	布	布	布	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
自动集尘	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	×
热风烘干功能	✓	✓	选配	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	×	×
基站能力	✓	清洗盘易维护	✓	✓	✓	×	×	×	×	✓	✓	✓	×	×	✓
银离子除菌	模块选配, 标配自动添加	选配	✓	✓	✓	✓	选配	选配	选配	✓	选配	选配	选配	×	×
是否自动补水	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	×	×	✓	×	✓	×	×	✓
适配上下水	选购上下水一体机	选购上下水一体机	选配	选购上下水一体机	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配	选配
吸力、边角清扫	6000Pa+双胶刷	5500Pa	5100Pa	5500Pa	6000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	6000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	6000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	6000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	6000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	5000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	5000Pa, 双边刷, 思厚, 双圆盘拖地	7000Pa, 仿生外扩型拖布贴, 双圆盘拖地	5500Pa	2500Pa	3000Pa
拖地方式	四区双震恒湿擦地	双圆盘旋转恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地	震动恒湿擦地
拖布旋转/擦地频率	3000次/分钟	200转/分钟	3000次/分钟	3000次/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟	180转/分钟
拖布是否智控升降	支持, 且胶刷支持480rfl	✓	✓	✓	×	✓	✓	✓	×	×	×	✓	✓	×	✓
最大拖地面积	结构光测距+AI识别避障	结构光测距+多传感器融合	结构光测距+AI识别 Reactive AI 2.0	结构光测距+多传感器融合	AIVI 3D避障	TrueDetect 3D 3.0结构光技术	TrueDetect 3D 3.0结构光技术	TrueDetect 3D 3.0结构光技术	TrueDetect 3D 3.0结构光技术	结构光+ AIVI 3D避障	AIVI 3.0避障	AI Action视觉避障+夜视补光	LDS雷达智能避障	LiDAR红外避障	LiDAR红外避障
智能性	物体识别能力	13类42种障碍物	×	27种障碍物	×	45种物体类型	×	×	×	30种物体类型	30种物体类型	55种物体类型	×	×	×
实时视频通话	×	×	×	×	×	×	×	×	×	✓	✓	×	×	×	×
其他亮点	智能音箱语音控制	智能音箱语音控制	智能音箱语音控制	智能音箱语音控制	YIKO语音助手	YIKO语音助手	YIKO语音助手	YIKO语音助手	YIKO语音助手	YIKO语音助手	YIKO语音助手	AI语音控制	×	×	×

资料来源: 各品牌京东自营官方旗舰店、开源证券研究所

1.3、618 第一轮预售数据行业销量增速由负转正、公司表现好于行业

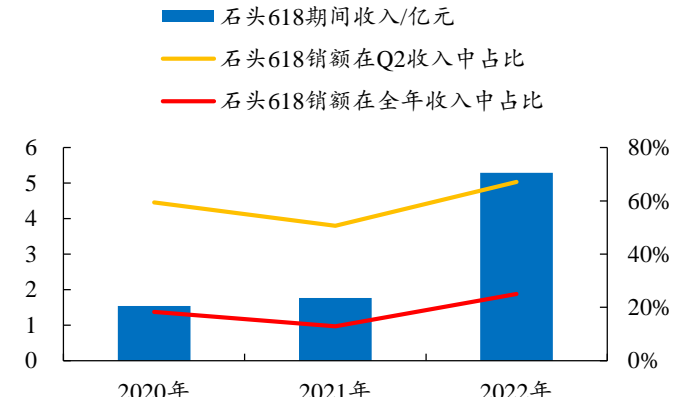
618 大促在扫地机品类上的集中效应逐渐增强。根据奥维云网数据, 2022 年 618 期间, 扫地机行业整体销售额达 21.4 亿元, 同比增长 31.3%, 且 618 期间收入在 Q2/全年的收入占比分别达到 71.1%/17.2%, 收入占比同比分别+13.1/+3.8pcts。具体看石头, 根据奥维云网数据, 2022 年 618 期间销售额达 5.3 亿元, 同比增长 199.4%, 且 618 期间收入在 Q2/全年的收入占比分别达到 67.2%/25.1%, 同比分别+16.6/+12.2pcts。

图13: 618 大促在扫地机品类上的集中效应逐渐显现



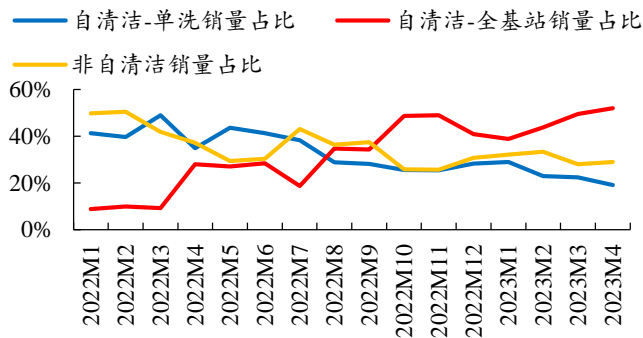
数据来源: AVC、开源证券研究所

图14: 石头 2022 年 618 期间销售额达 5.3 亿 (+199.4%)

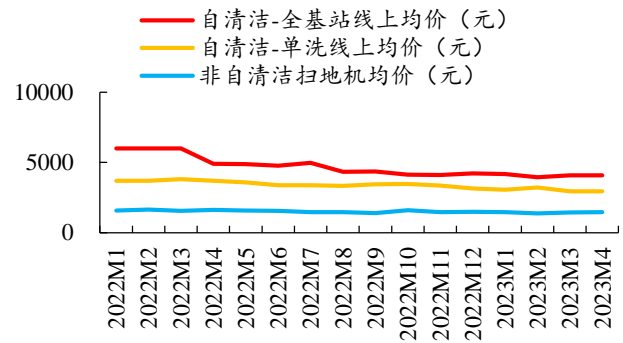


数据来源: Wind、AVC、开源证券研究所

2023 年 618 大促预计将成为行业销量增速转正的关键节点。目前扫地机消费结构已经转变为自清洁产品为主, 2023 年 4 月, 自清洁产品销量占比整体达到 71.1%, 同比提升 8.3pcts, 其中的全基站销量占比持续提升 23.9pcts 至 52.0%, 已成为行业销量的中流砥柱。

图15: 全基站产品已成为扫地机行业销量的中流砥柱


数据来源: AVC、开源证券研究所

图16: 2023M4 全能基站款扫地机线上均价-16.6%


数据来源: AVC、开源证券研究所

从预售期数据看,行业以价换量及石头份额提升逻辑逐步兑现。根据魔镜数据,从行业看,扫地机品类销额/销量同比分别+6.9%/31.8%,扫地机销额同比实现转正。分品牌看,石头预售量/额同比分别为+75.1%/+23.5%,整体预售量 44340 台,预售量市占率 32.8%,其中 P10 系列(均价 3299 元)预售量达 22500 台,占品牌整体预售量比重 50.7%;科沃斯预售量/额同比分别+23.6%/-1.0%,整体预售量 46578 台,预售量市占率 34.4%,其中 T20 Pro(均价 3999 元)预售量达 33500 台,占品牌整体预售量比重 71.9%;

云鲸预售量/额同比分别-22.0%/-24.5%,预售量 2.0 万台,预售量市占率 14.4%;追觅预售量/额同比分别+163.9%/123.9%,预售量 1.5 万台,预售量市占率 11.2%;米家预售量/额同比分别为+81.9%/+1.7%,预售量 0.6 万台,预售量市占率 4.3%;一点预售量/额同比+78.0%/+41.2%,预售量 0.3 万台,预售量市占率 2.3%。

根据久谦数据,从行业看,生活电器大类、扫地机品类销额/销量同比分别+37.8%/35.5%。分品牌看,石头预售量/额同比分别为+94.7%/+81.4%,预售量市占率 35.6%;科沃斯预售量/额同比分别+20.6%/+28.2%,预售量市占率 37.6%;云鲸预售量/额同比分别-5.6%/-5.1%,预售量市占率 17.2%;追觅预售量/额同比分别+141.9%/+151.7%,预售量市占率 26.5%。

表1: 从预售期阿里系数据看,行业以价换量及石头份额提升逻辑逐步兑现

品牌	产品/品类	预售额 (万元)	预售额 YoY	预售量 (台)	预售量 YoY	均价 (元/台)	均价 YoY
科沃斯	T20 pro	13397	-	33500	-	3999	-
	X1S pro	3749	-	7500	-	4999	-
	T10	1550	-	5000	-	3099	-
	品牌合计	19025	-1.0%	46578	23.6%	4084	-20.0%
石头	G20 系列	4499		9000		4999	
	P10 系列	7423		22500		3299	
	G10S Pure	4399		11000		3999	
	品牌合计	17000	23.5%	44340	75.1%	3834	-29.5%
追觅	品牌合计	7064	123.9%	15141	163.9%	4665	-15.2%
米家	品牌合计	1247	1.7%	5850	81.9%	2132	-44.1%
云鲸	品牌合计	7168	-24.5%	19500	-22.0%	3676	-3.2%
yeedi	品牌合计	794	41.2%	3062	78.0%	2594	-20.7%
扫地机品类合计		52481	6.9%	6.9%	31.8%	31.8%	-18.9%

数据来源: 魔镜数据、开源证券研究所 (时间区间为 2023/5/26-2023/5/31, 同比数据时间区间为 2022/5/26-2022/5/31, 平台为阿里系)

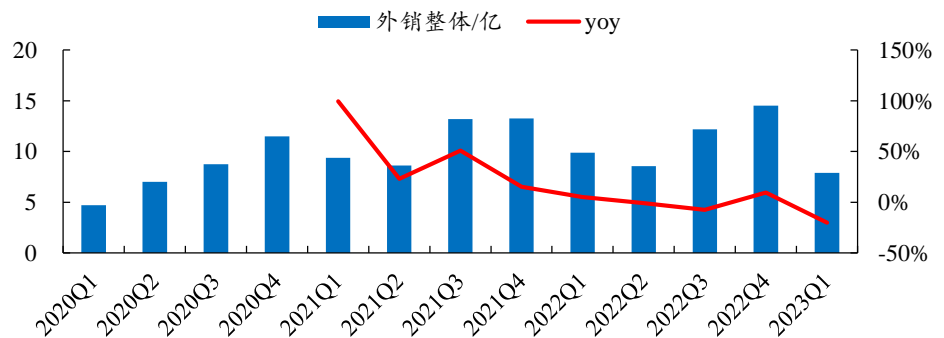
表2: 预售期天猫数据交叉验证了行业以价换量及石头份额提升逻辑

品牌	产品/品类	预售额 (万元)	预售额 YoY	预售量 (台)	预售量 YoY	均价 (元/台)	均价 YoY
【李佳琦直播间】							
科沃斯	T20PRO	6788	——	16975	——	3999	——
	T20PRO	4644	——	8807	——	5274	——
	X1SPRO	3817	——	7636	——	4999	——
	品牌合计	18971	28.2%	43725	20.6%	4339	6.3%
石头	P10 系列	3981	——	12067	——	3299	——
	G20 系列	3881	——	7538	——	5149	——
	品牌合计	16520	81.4%	41452	94.7%	3985	-6.9%
追觅	X20Pro	3556	151.7%	6648	141.9%	5349	4.0%
	品牌合计	11437	——	30851	——	3707	——
云鲸	J3	6007	-5.1%	14834	-5.6%	4050	0.5%
	品牌合计	7439	——	20008	——	3718	——
生活电器-扫地机合计		48688	37.8%	37.8%	35.5%	35.5%	1.7%

数据来源: 久谦数据、开源证券研究所 (时间区间为 2023/5/26-2023/5/31, 同比数据时间区间为 2022/5/26-2022/5/31, 平台为天猫)

2、外销: Q2 新品提货开启拉动欧洲市场反转, 美亚渠道持续推高卖新、延续高增

海外市场自 2022Q2 起阶段性承压。受到海运受阻、海外需求回落等宏观因素影响下, 石头科技外销市场自 2022Q2 起有所承压, 单季度增速由正转负。2022Q4 外销在欧洲圣诞节、美国圣诞节+Primeday 节日促销下同比回正。2023Q1 公司外销收入同比下滑约 20%。

图17: 受疫情及全球宏观局势影响, 公司外销 2021 年以来有所承压


数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

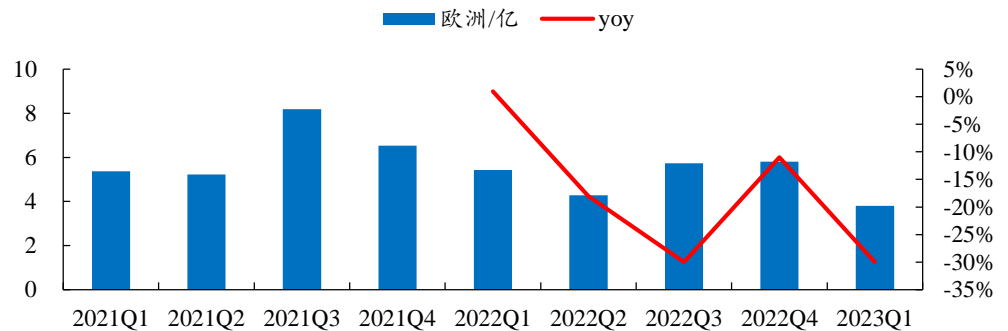
从 2023Q1 地区结构看, 欧洲区域占比有所下降, 北美市场占比提升。2023Q1 公司欧洲/北美/亚太地区在外销收入中占比分别达 48%/19.0%/33%, 同比分别达 -7/+9/-2pcts。

图18: 2023Q1 欧洲地区占比有所下降, 北美市场占比持续提升


数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

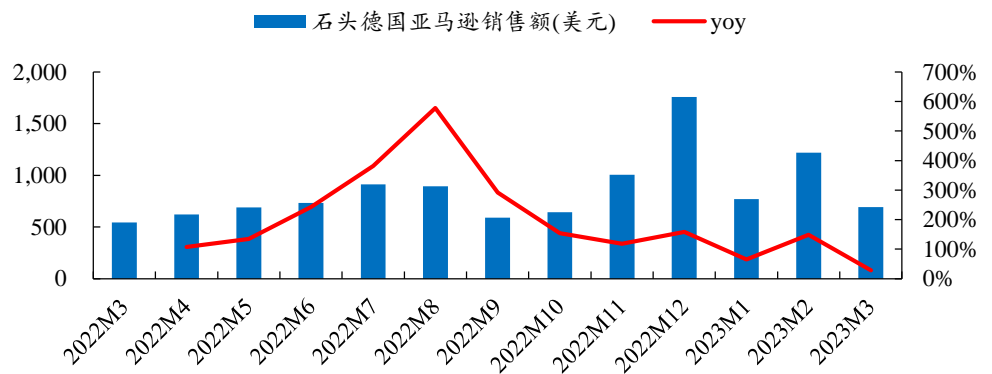
2.1、欧洲: 2023Q2 进入低基数, 新品拉动下经销商提货活力恢复

俄乌冲突以来, 欧洲市场需求自 2022Q2 起持续低迷, 2023Q1 收入同比下滑约 30%。预计 2023Q2 欧洲经销商开始新品提货, 叠加 2022Q2 欧洲市场收入同比下滑约 18.0%, 低基数利好下看好欧洲地区收入增速同比回正。

图19: 欧洲市场自 2022Q2 起阶段性承压, 2023Q2 看好盈利拐点


数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

长期看, 欧洲其他地区有望复制德国成功案例, 持续扩大收入规模。我们认为公司在德国市场、美国亚马逊等渠道的开拓与运营中积累较多经验, 有望在接下来收回欧洲地区亚马逊渠道、精耕细作的开拓过程中持续提升欧洲地区收入规模。

图20: 石头品牌扫地机在德国亚马逊保持良好增长态势


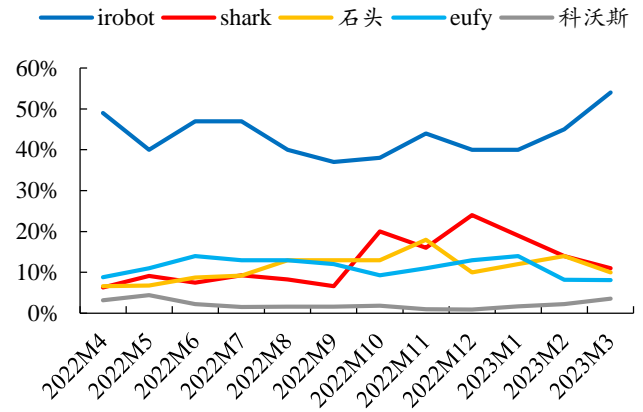
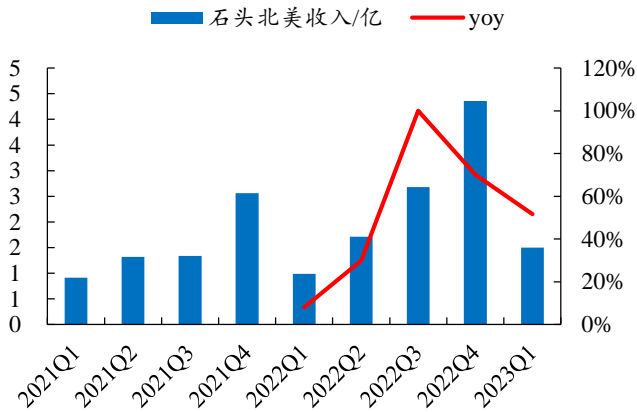
数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

2.2、美亚：高举高打、推新卖高策略持续奏效，线下渠道突破有望贡献新增量

北美市场保持高速增长，市占率稳步提高。凭借高端产品打法差异化发力亚马逊北美渠道，叠加推出 S 系列高端新品、Q 系列性价比款新品持续扩充产品矩阵，石头品牌表现良好，2022 全年/2023Q1 收入同比分别约+60%/+50%。2022M11 公司销额市占率超越 shark、仅次于 irobot。

图21：2022 全年/2023Q1 石头北美地区业务收入同比分别 58.7%/51.7%

图22：2022M11 石头美亚销额市占率达 18%



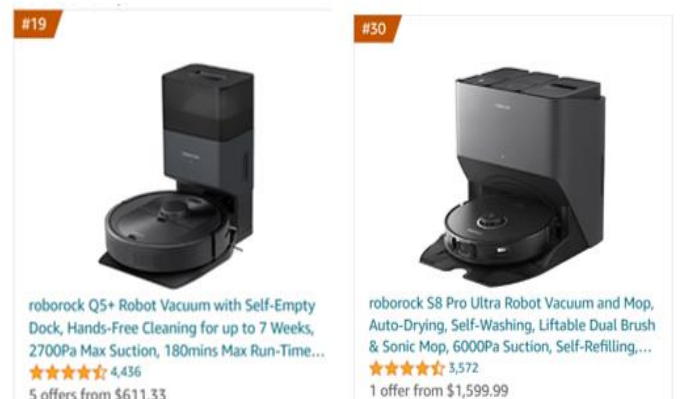
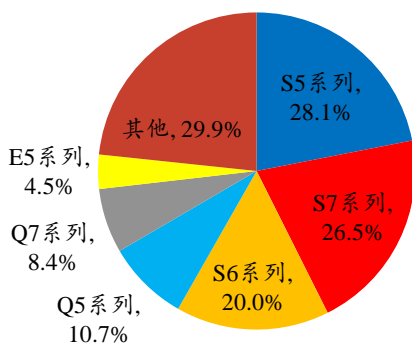
数据来源：久谦数据、开源证券研究所

数据来源：久谦数据、开源证券研究所

北美市场延续高举高打，持续推动产品结构升级。不同于 irobot、shark，石头品牌产品定位高端价格带。2023 年第一季度看，高端旗舰 S 系列产品的合计销量/销额占比分别达 74.6%/80.7%，其中最新的 S7 产品销量/销额占比分别达到 26.5%/44.3%。石头 Q5+、S8 pro ultra 等产品在以销量为排名依据的亚马逊 bestseller 上分别位列第 19/30 名。

图23：2023Q1 公司北美市场高端 S7 系列销量占比达 26.5%

图24：石头 Q5+、S8 pro ultra 等产品在以销量排名的亚马逊 bestseller 均有上榜



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

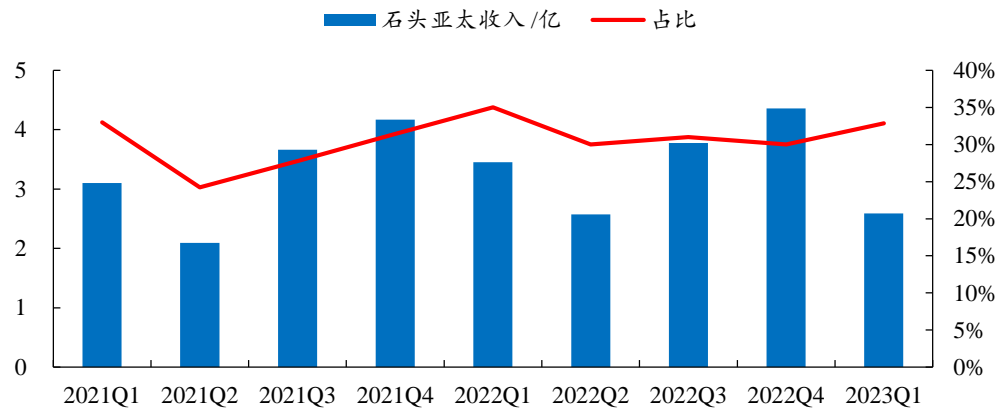
资料来源：亚马逊官网

好美国线下渠道突破。美国市场的线下渠道进驻模式多为线上渠道验证产品力后引入线下货架。目前公司在美亚市场的影响力逐步提升，我们持续看好石头站稳美亚线上渠道后，实现线下渠道突破、构筑新的收入增量。

2.3、亚太：地板场景为主、看好自清洁产品需求释放

亚太市场 2023Q1 有所承压，收入同比下滑约 25.0%，看好日韩市场 2023Q2 伴随新品提货、企稳回升，东南亚等市场持续开拓。考虑到亚太家庭的地面以地板为主，自清洁基站新品有望热销，此外，对于仍处于相对空白的东南亚等地区看，公司有望通过将经销模式收回转为自营，精耕细作推动市场拓展。

图25：公司亚太市场一季度收入有所承压，增速同比-25.0%



数据来源：久谦数据、开源证券研究所

3、依托技术降本和行业竞争改善，公司盈利能力预计保持稳定

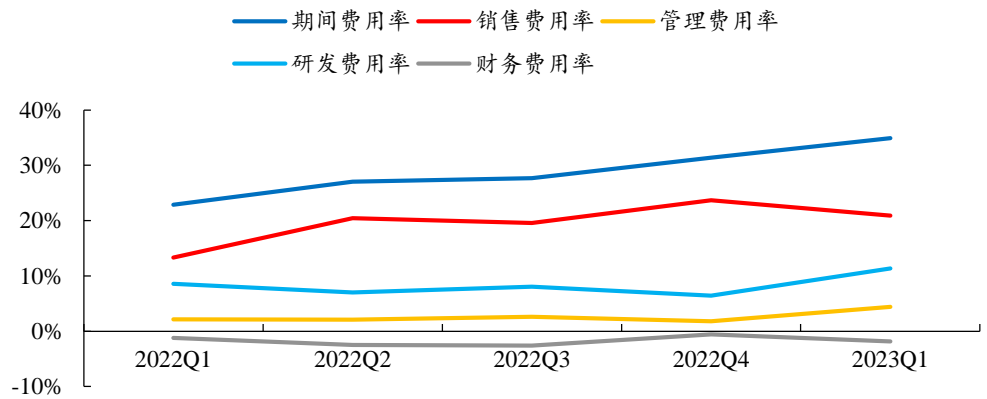
公司销售费用率上升主系新品发布错期及收入确认延后所致。2022Q4/2023Q1 公司期间费用率分别为 31.4%/34.9%(同比分别+3.1/+12.0pcts)，其中销售费用率分别为 23.7%/20.9%，同比分别+2.5/+7.6pcts，是期间费用率上涨的主要原因。销售费用率上升较快主系新品发布错期及收入确认延后所致。同期 2022Q1 仅 G10S 一款新品，而 2023Q1 国内市场连发四款新品，且除了 G10S PURE 外，其余三款产品发货时间均为 4 月。从销售绝对额看，2023Q1 销售费用 2.4 亿，较 2022Q1 销售费用 1.8 亿，仅提升了 33.8%。

行业流量竞争持续放缓，利好 2023Q2 销售费用率趋稳。销售费用率的提升，一方面是在行业整体量缩的背景下，头部品牌为了维持市占率而持续加大营销投放的力度，另一方面在追觅等新品品牌完成融资后，为追求销售规模加大广告投放，使得行业的流量竞争更激烈、流量费用更贵。

从追觅来看，2022 年追觅营销端激进的费用投放策略下亏损较大，2023 年在扭亏导向下预计费用投放力度将下降，同时费用投放上侧重中长期品牌建设、中高端产品销售。且 2023 年行业在以价换量的驱动下有望恢复量增，龙头品牌靠加大流量投放来维持增长的压力预计将减轻，预计 2023 年公司在流量端的竞争压力更小，销售费用率趋于稳定。

财务费用率来看，2022 年因人民币贬值下远期外汇合约亏损导致净利下降约 2pcts，2023 年 Q1 后预计远期外汇合约将结清、不再影响净利润，构成低基数利好。

业务结构看，欧洲、亚太地区等经销模式的净利率水平较高，2023 年欧洲需求回暖，有望带动收入结构改善，提升整体盈利水平。

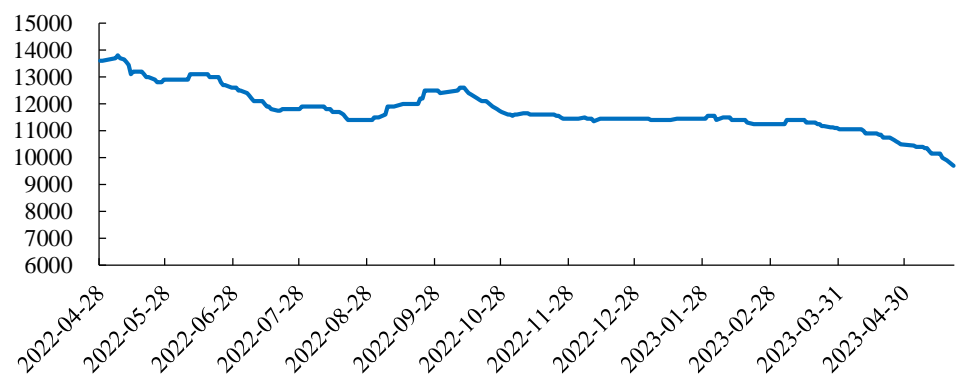
图26：公司 2023Q1 销售费用率上升主系费用前置投放所致


数据来源：Wind、开源证券研究所

产品和收入结构转变、原材料跌价、多方位降本对公司毛利率有正向拉动作用。

(1) 公司有望通过规模的持续扩大，提升对于上游供应商的议价能力、推进商务降本。(2) 通过推动核心零部件二供、三供的引入切换推动供应链降本。(3) 通过技术降本，有望在不损害毛利的前提下实现价格下探。(4) 对原有产品进行减配与组合，在模具复用的情况下进行成本控制。例如石头品牌 2023 年新品 G10S PURE 相比 G10S 减配摄像头避障以及 2 个悬崖传感器，低端 P10 产品更换二线激光雷达，降价的同时实现了毛利率稳定。(5) 2023 年原材料端有望对毛利率端带来正向贡献。根据国内 ABS 塑料现货价，2023 年 5 月 26 日现货价为 9550 元/吨，同比下跌 25.4%。2022 年 10 月以来，国内 ABS 塑料现货价持续下跌，考虑到原材料跌价与企业报表毛利率反映存在滞后性，我们认为原材料跌价对科沃斯、石头科技毛利率的正向贡献有望在 2023 年陆续体现。

综上，我们预计 2023 年石头科技盈利能力有望保持稳定。

图27：2023 年 5 月 26 日国内 ABS 塑料现货价同比下跌 25.4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、新一轮股权激励及事业合伙人计划推出，绑定核心管理层利益助力公司长期发展

公司推出新一轮股权激励计划，拟通过定向发行股票进行激励，激励对象包括管理、技术、业务骨干等 206 人。我们认为将有助于绑定核心骨干与上市公司利益一致性，推动公司长期持续发展。

- (1) 激励人员：管理、技术、业务骨干等 206 人；
- (2) 激励数量：拟向激励对象授予 54.2615 万股限制性股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额 9369.1616 万股的 0.58%；
- (3) 授予价格：166.04 元/股；
- (4) 考核要求：限制性股票归属分 4 期，以 2022 年营业收入为基数，2023-2026 年度营业收入增长率目标值分别不低于 12%、16%、20%、24%；
- (5) 摊销费用：预计总摊销费用 0.91 亿元，其中 2023-2026 年分别摊销 1915.08 万元、3728.36 万元、2053.61 万元、1081.60 万元、362.82 万元。

此外，公司新一轮事业合伙人持股计划发布，对象主要包括高管、核心技术人员及核心业务人员，来源为公司回购专用账户回购的股票。我们认为将有助于改善公司治理水平，提高员工的凝聚力和公司竞争力，促进公司长期、持续、健康发展。

- (1) 激励人员：高管、核心技术人员及核心业务人员等 51 人；
- (2) 激励数量：该员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 23.83 万股，约占该员工持股计划草案公告日公司股本总额 9369.1616 万股的 0.25%；
- (3) 授予价格：166.04 元/股；
- (4) 考核要求：本员工持股计划所获标的股票分 4 期解锁，以 2022 年营业收入为基数，2023-2026 年度营业收入增长率目标值分别不低于 12%、16%、20%、24%；

此次股权激励及员工持股计划具有激励范围广、授予价格低、收入目标要求低等特点。我们认为，作为依靠创新驱动的高科技行业，低目标的股权激励有望留住更多核心人才，实现公司长远发展。

5、盈利预测与投资建议

内销看，618 大促拉动扫地机行业销量增速由负转正，公司推新向上向下拓宽价格带，性价比款 P10 放量拉动份额持续提升；外销看，2023Q2 进入低基数、看好欧洲增速由负转正，美亚延续高增；叠加技术降本和行业竞争改善下盈利能力预计保持稳定，我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 15.0/17.7/20.7 亿元，对应 EPS 为 16.0/18.9/22.1 元，当前股价对应 PE 为 20.7/17.6/15.0 倍，维持“买入”评级不变。

6、风险提示

新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6520	7286	8212	9850	11820
现金	1321	1804	2785	4374	6036
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	189	109	244
预付账款	29	43	44	59	62
存货	596	694	837	951	1120
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
非流动资产	3287	3547	3454	3384	3344
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1170	1040	930
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2248	2298	2359
资产总计	9807	10833	11666	13234	15164
流动负债	1298	1204	534	526	580
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	534	526	580
非流动负债	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
负债合计	1315	1276	606	598	652
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	94	94	94
资本公积	5058	5096	5096	5096	5096
留存收益	3380	4423	5775	7369	9233
归属母公司股东权益	8492	9556	11059	12635	14511
负债和股东权益	9807	10833	11666	13234	15164

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1519	1120	893	1679	1773
净利润	1402	1183	1503	1771	2072
折旧摊销	37	96	229	246	269
财务费用	-52	-106	-210	-251	-284
投资损失	-191	-33	-30	-30	-30
营运资金变动	266	-216	-595	-52	-248
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
投资活动现金流	-1461	-505	-106	-146	-199
资本支出	439	255	127	167	220
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	30	30
筹资活动现金流	-155	-202	193	56	88
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	0	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	193	56	88
现金净增加额	-103	433	981	1589	1663

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5837	6629	7987	9522	11260
营业成本	3029	3363	3993	4666	5405
营业税金及附加	26	33	38	47	54
营业费用	938	1318	1597	2000	2477
管理费用	119	141	240	286	338
研发费用	441	489	639	762	901
财务费用	-52	-106	-210	-251	-284
资产减值损失	-30	-66	-60	-83	-92
其他收益	42	61	52	56	52
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	30	30
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1598	1344	1707	2011	2353
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1598	1349	1712	2016	2358
所得税	196	166	209	246	287
净利润	1402	1183	1503	1771	2072
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1402	1183	1503	1771	2072
EBITDA	1596	1391	1891	2173	2490
EPS(元)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	13.6	20.5	19.2	18.2
营业利润(%)	2.7	-15.9	27.0	17.8	17.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	27.0	17.8	17.0
获利能力					
毛利率(%)	48.1	49.3	50.0	51.0	52.0
净利率(%)	24.0	17.9	18.8	18.6	18.4
ROE(%)	16.5	12.4	13.6	14.0	14.3
ROIC(%)	69.6	56.6	58.2	68.2	72.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.2	4.5	4.3
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-25.2	-34.6	-41.6
流动比率	5.0	6.1	15.4	18.7	20.4
速动比率	4.4	5.0	12.7	15.7	17.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	14.97	12.63	16.04	18.90	22.11
每股经营现金流(最新摊薄)	16.21	11.96	9.54	17.92	18.92
每股净资产(最新摊薄)	90.63	102.00	118.04	134.86	154.88
估值比率					
P/E	22.2	26.3	20.7	17.6	15.0
P/B	3.7	3.3	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	16.2	18.4	13.0	10.6	8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn