

石头科技 (688169.SH)

2022 年年报&2023 年一季报点评： 一季度经营承压，新品频出静待行业回暖

核心观点

Q1 收入利润均承压，同比双位数下滑。2022 年公司实现收入 66.3 亿/+13.6%，归母净利润 11.8 亿/-15.6%，扣非归母净利润 12.0 亿/+0.6%；2022Q4 实现收入 22.4 亿/+11.3%，归母净利润 3.3 亿/-15.0%，扣非归母净利润 3.4 亿/+14.4%；2023Q1 实现收入 11.6 亿/-14.7%，归母净利润 2.0 亿/-40.4%，扣非归母净利润 1.6 亿/-46.0%。公司拟每 10 股派发现金红利 12.7 元（含税）。Q1 收入下滑主要系行业处于销售淡季且海外高通胀抑制终端需求；公司 Q1 推出多款新品，相关销售费用前置及研发投入增长导致盈利承压。

内销市占进一步夯实，外销欧洲、亚太地区有所拖累。1) **内销：**公司加大自有品牌宣传，与传统电商合作充分挖掘平台流量并持续布局新型渠道；通过经销方式在部分核心城市开设线下体验店，进一步丰富线下销售渠道。2022 年内销收入 31.5 亿/+27.2%；2023Q1 内销行业地位进一步夯实，Q1 线上、线下销额市占率分别+3.0pct/+5.4pct 至 21.9%/6.6%（奥维口径）。公司积极布局多价位段产品，旗舰款新品 G20、性价比款 P10 自 3 月上市以来快速放量，已分别实现销售额 0.34 亿、0.16 亿（淘系口径）。但考虑到新品结算集中于 Q2，预计 2023Q1 内销收入基本持平。2) **外销：**公司积极建立全球分销网络，并通过持续营销投放提高消费者品牌认知，重点发展美国、欧洲及东南亚市场，2022 年公司境外收入 34.8 亿/+3.5%。当前海外消费出现分化，公司高端款 S7、S8 系列受到消费者青睐，但海外需求受高通胀影响整体仍略疲软。根据第三方数据跟踪，预计公司 2023Q1 欧洲与亚太地区均有双位数下滑，而美国地区延续强劲表现，预计 Q1 实现高双位数增长。

毛利率稳中有升，费用投放前置影响盈利。2022 年公司毛利率 49.3%/+1.2pct，销售、管理、研发费用率分别为 19.9%/2.1%/7.4%，同比+3.8/+0.1/-0.2pct，其中销售费率提升主要系公司拓展海内外市场的营销投放加大，同时受到直营占比提升结构性影响。2023Q1 公司毛利率同比+2.4pct 至 49.9%，主要系平台化规模支撑及高端产品结构拉动。Q1 公司推出多款新品，销售费用投放前置及研发投入加大，销售、研发费用率分别+7.6/+2.8pct 至 20.9%/11.4%，大楼折旧摊销导致管理费率提升 2.3pct 至 4.4%，不考虑上述影响预计公司内生费率整体维稳。受期间费率大幅提升影响，Q1 公司净利率同比-7.6pct 至 17.6%，随着规模效应带来持续降本以及新品结算实现收入贡献，预计公司费用投放效率将有所改善，期待后续盈利能力维稳回升。

风险提示：行业竞争加剧；海外扩展不及预期；新品销售不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到全球经济及可选消费发展形势，调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 13.6/16.4/19.2 亿（前值为 14.3/17.0/-1 亿），增速 15%/20%/17%，对应 PE=21、17、15 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	7,759	9,108	10,524
(+/-%)	28.8%	13.6%	17.0%	17.4%	15.6%
净利润(百万元)	1402	1183	1365	1637	1918
(+/-%)	2.4%	-15.6%	15.3%	19.9%	17.2%
每股收益(元)	20.99	12.63	14.57	17.47	20.47
EBIT Margin	22.0%	19.4%	18.5%	19.0%	19.6%
净资产收益率 (ROE)	16.5%	12.4%	13%	14%	15%
市盈率 (PE)	14.4	24.0	20.8	17.3	14.8
EV/EBITDA	16.3	21.5	18.9	15.9	13.5
市净率 (PB)	2.4	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	303.06 元
总市值/流通市值	28394/28394 百万元
52 周最高价/最低价	725.88/220.00 元
近 3 个月日均成交额	319.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

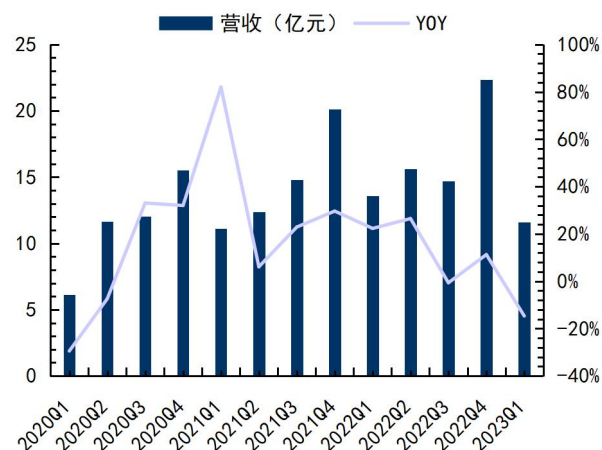
- 《石头科技(688169.SH)-石头分子筛洗烘一体机潜力展望》——2023-03-03
- 《石头科技(688169.SH)-2022 年度业绩快报点评：四季度外销强劲，内销地位进一步夯实》——2023-03-03
- 《石头科技(688169.SH)-2022 年三季报点评：外销拖累收入表现，盈利有所承压》——2022-11-07
- 《石头科技(688169.SH)-2022 年中报点评：内销如期增长，市占与效率仍处提升通道》——2022-09-05
- 《石头科技(688169.SH)-石头硬核科技，淬炼扫地机龙头》——2022-06-30

图1：公司营业收入及增速



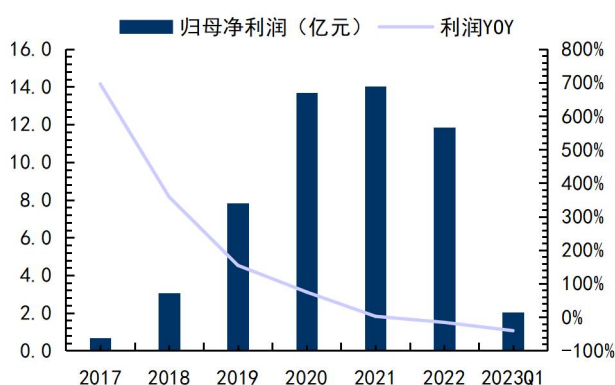
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



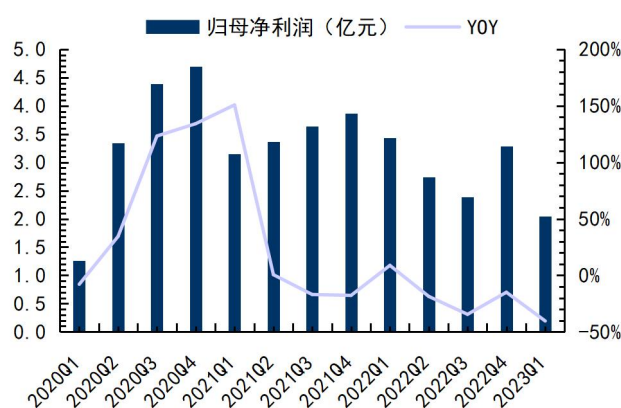
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速

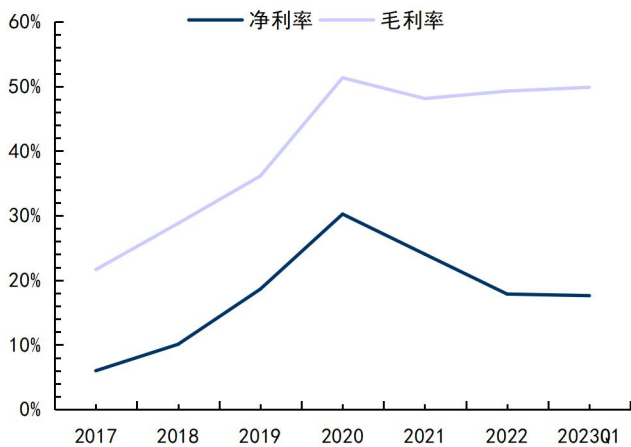


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

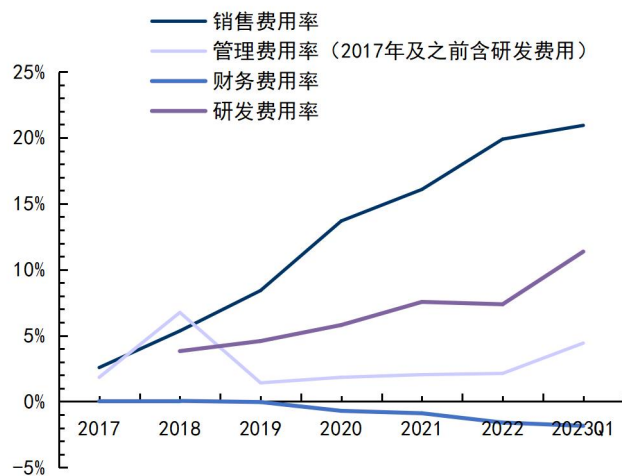
图4：公司单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率 (2022 年起成本含运费)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
688169.SH	石头科技	303.06	284	12.63	14.57	17.47	20.47	24.0	20.8	17.3	14.8	1.2	买入
603486.SH	科沃斯	69.50	398	2.96	3.40	4.05	4.67	23.5	20.4	17.2	14.9	1.2	买入
300866.SZ	安克创新	73.22	298	2.42	2.81	3.28	3.88	42.4	21.1	22.3	18.9	1.3	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测;

注: 安克创新盈利预测采用 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1321	1804	2794	2929	3951	营业收入	5837	6629	7759	9108	10524
应收款项	276	388	455	499	603	营业成本	3029	3363	4054	4764	5460
存货净额	596	694	764	929	1069	营业税金及附加	26	33	42	49	53
其他流动资产	245	126	251	284	290	销售费用	938	1318	1474	1703	1947
流动资产合计	6520	7286	8565	9801	11073	管理费用	560	630	753	866	1000
固定资产	1249	1315	1417	1677	1954	财务费用	(52)	(106)	(143)	(47)	(78)
无形资产及其他	6	7	6	6	6	投资收益	191	33	120	115	89
投资性房地产	2020	2205	2205	2205	2205	资产减值及公允价值变动	95	6	(144)	(24)	(48)
长期股权投资	12	21	25	32	38	其他收入	(24)	(84)	0	0	0
资产总计	9807	10833	12218	13720	15276	营业利润	1598	1344	1554	1864	2183
短期借款及交易性金融负债	8	17	8	11	12	营业外净收支	(0)	5	2	2	3
应付款项	820	702	839	1077	1164	利润总额	1598	1349	1556	1866	2186
其他流动负债	470	485	627	716	807	所得税费用	196	166	191	229	268
流动负债合计	1298	1204	1474	1804	1982	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1402	1183	1365	1637	1918
其他长期负债	17	72	95	121	156	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	17	72	95	121	156	净利润	1402	1183	1365	1637	1918
负债合计	1315	1276	1569	1925	2138	资产减值准备	(1)	36	3	9	12
少数股东权益	1	1	1	1	1	折旧摊销	37	93	150	174	204
股东权益	8492	9556	10648	11794	13137	公允价值变动损失	(95)	(6)	144	24	48
负债和股东权益总计	9807	10833	12218	13720	15276	财务费用	(52)	(106)	(143)	(47)	(78)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(117)	(289)	43	121	(26)
每股收益	20.99	12.63	14.57	17.47	20.47	其它	1	(36)	(3)	(9)	(12)
每股红利	2.05	1.51	2.91	5.24	6.14	经营活动现金流	1228	982	1701	1957	2143
每股净资产	127.11	102.00	113.65	125.88	140.21	资本开支	0	(200)	(398)	(468)	(540)
ROIC	30%	23%	23%	26%	28%	其它投资现金流	(185)	(190)	(27)	(860)	0
ROE	17%	12%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(185)	(399)	(430)	(1334)	(547)
毛利率	48%	49%	48%	48%	48%	权益性融资	(6)	6	0	0	0
EBIT Margin	22%	19%	18%	19%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(137)	(141)	(273)	(491)	(575)
收入增长	29%	14%	17%	17%	16%	其它融资现金流	(865)	177	(9)	3	1
净利润增长率	2%	-16%	15%	20%	17%	融资活动现金流	(1145)	(99)	(282)	(488)	(574)
资产负债率	13%	12%	13%	14%	14%	现金净变动	(103)	483	990	134	1022
息率	0.5%	0.5%	1.0%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	1424	1321	1804	2794	2929
P/E	14.4	24.0	20.8	17.3	14.8	货币资金的期末余额	1321	1804	2794	2929	3951
P/B	2.4	3.0	2.7	2.4	2.2	企业自由现金流	1047	730	1053	1343	1448
EV/EBITDA	16.3	21.5	18.9	15.9	13.5	权益自由现金流	182	907	1091	1395	1509

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032