

换新节奏影响短期业绩 期待新品上市表现

核心观点

石头科技发布 2022 年年报与 2023 年一季报，在全球地缘冲突与通胀的长期拖累之后，22Q4 公司外销表现企稳，美国市场依托强劲产品力取得较大突破。内销端口碑影响力尽显，带动份额持续提升。23Q1 因新品上市跨期，公司收入与盈利端暂时承压，经营业绩有望在后续季度陆续追回。

事件

2023 年 4 月 27 日，石头科技发布 2022 年年报与 2023 年一季度报。

2022 年公司实现营业总收入 66.29 亿元，同比+13.56%，归母净利润 11.83 亿元，同比-15.62%。

单季度来看，22Q4 公司实现营业总收入 22.36 亿元，同比+11.25%，归母净利润 5.76 亿元，同比-15.24%；

23Q1 公司实现营业总收入 11.60 亿元，同比-14.68%，归母净利润 2.04 亿元，同比-40.42%。

简评

收入端：22Q4 外销企稳，23Q1 新品节奏短暂影响营收表现

2022 年受欧洲地缘冲突和全球通胀影响，扫地机行业海外需求整体承压。但石头凭借优质创新能力带动的新品放量，在北美与国内地区取得亮眼表现，在全球消费弱景气的背景下全年实现 13.56% 的双位数增长。

22Q4 拆分来看，我们预计①欧洲地区销售基本企稳，参考往期约实现低双位数左右下滑；②北美地区受黑五、圣诞等旺季拉动，销售延续强势表现，预计实现较高双位数增长；③国内地区由 G10S 系列带动下，各平台销售份额仍高位提升。但因去年同期 G10 高基数，增速由前期翻倍左右回落至双位数左右区间，整体公司四季度实现 11.3% 的收入增长。

23Q1 新品上市跨期暂时拖累收入表现。①内销层面，一季度公司上市 G10S Pure、P10、G20 系列等多款新品，上新频次与密

石头科技 (688169)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

18317068758

SAC 执证编号：S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-86451610

SAC 执证编号：S1440521080002

发布日期：2023 年 05 月 04 日

当前股价：303.06 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-18.42/-20.32	-1.64/-3.29	-25.53/-34.59
12 月最高/最低价 (元)		725.88/220.0
总股本 (万股)		9,369.16
流通 A 股 (万股)		9,369.16
总市值 (亿元)		283.94
流通市值 (亿元)		283.94
近 3 月日均成交量 (万股)		92.23
主要股东		
昌敬		23.05%

股价表现



相关研究报告

23.02.27	【中信建投小家电】石头科技(688169): 外销企稳显露韧性,降本提效盈利能力表现稳健
22.10.30	【中信建投小家电】石头科技(688169): 内销、美国维持高增,营销发力利润暂承压

度显著高于往年，预售较长的销售真空期与老品资源倾斜下降对收入端产生影响，预计一季度公司内销整体持平；

②外销层面，一季度整体处于提货淡季，经销商普遍等待新品并放缓老品库存补充节奏。我们预计23Q1欧洲、亚太地区约双位数下滑，北美仍维持高双位数增长。

盈利端：毛利率整体稳健，费用率提升拖累利润

2022年公司实现毛利率49.26%，同比增长1.16pct。22Q4实现毛利率50.72%，同比增长5.98pct，23Q1公司实现毛利率49.85%，同比增长2.36pct。尽管行业出现价格战，但公司整体跟进力度较低，叠加供应链降本增效，毛利端仍实现稳健增长。

负向规模效应导致石头费用率整体提升，2022年公司实现销售费用率19.89%(+5.43pct)，管理费用率2.13%(+0.09pct)，研发费用率7.37%(-0.18pct)，财务费用率-1.60%(-0.71pct)，激烈竞争下全年营销开支有所提升。23Q1公司实现销售费用率20.93%(+7.59pct)，管理费用率4.43%(+2.26pct)，研发费用率11.36%(+2.77pct)，财务费用率-1.84%(-0.62pct)。一季度费用率大幅提升主因报告期内扫地机、洗衣机密集上新，研发与营销开支相应增加，收入端体量下降，规模效应反向影响等。

净利率方面，22全年与23Q1公司分别实现归母净利润率17.85%、17.61%，同比分别下降6.17、7.61pct，主要系费用率显著增加拖累。

投资建议：我们认为扫地机行业解决消费者较为底层的懒人需求，经济回暖后渗透率仍将维持提升，看好公司强劲科技力带动的未来成长空间。预计公司23-25年收入分别为75、91、108亿元，增速分别为13.7%、20.7%、18.8%，归母净利润为13.6、16.7、20.0亿元，增速为15.2%、22.2、19.8%，对应PE分别为20.8X、17.0X、14.2X，维持“买入”评级。

风险提示：1、宏观经济增速不及预期，清洁电器属于耐用消费品，与居民收入预期息息相关。若宏观经济增长放缓，或对公司产品销售形成较大影响；2、原材料价格下行不及预期：公司原材料成本占营业成本比重较大，若大宗价格再度上涨，公司盈利能力将会减弱；3、海外市场风险：海外环境近年不确定性加剧，公司外销占比较高，若外需下降则业绩将受到相应冲击；4、市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,520.26	7,285.61	8,978.92	11,038.98	13,430.63
现金	1,321.34	1,804.45	3,637.32	5,374.61	7,413.58
应收票据及应收账款	129.50	327.51	264.64	319.29	379.19
其他应收款	146.79	60.90	98.63	119.00	141.32
预付账款	28.97	42.81	38.56	46.52	55.25
存货	595.62	693.65	728.59	882.53	1,050.17
其他流动资产	4,298.05	4,356.28	4,211.18	4,297.02	4,391.12
非流动资产	3,287.14	3,547.44	3,323.17	3,098.89	2,878.36
长期投资	11.89	20.66	20.54	20.43	20.32
固定资产	124.56	1,399.97	1,180.64	961.31	741.98
无形资产	5.74	6.52	5.43	4.34	3.26
其他非流动资产	3,144.95	2,120.30	2,116.55	2,112.80	2,112.80
资产总计	9,807.39	10,833.05	12,302.09	14,137.87	16,308.99
流动负债	1,298.08	1,204.12	1,416.50	1,712.66	2,035.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	820.04	702.39	823.45	997.44	1,186.90
其他流动负债	478.04	501.73	593.05	715.23	848.47
非流动负债	16.75	71.56	55.98	40.74	25.90
长期借款	8.95	69.03	53.45	38.22	23.37
其他非流动负债	7.80	2.53	2.53	2.53	2.53
负债合计	1,314.84	1,275.69	1,472.48	1,753.41	2,061.27
少数股东权益	1.00	0.99	0.98	0.97	0.96
股本	66.81	93.69	93.69	93.69	93.69
资本公积	5,058.35	5,096.45	5,096.45	5,096.45	5,096.45
留存收益	3,366.41	4,366.24	5,638.49	7,193.35	9,056.62
归属母公司股东权益	8,491.56	9,556.38	10,828.63	12,383.49	14,246.76
负债和股东权益	9,807.39	10,833.05	12,302.09	14,137.87	16,308.99

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,518.87	1,120.47	1,861.83	1,779.09	2,095.08
净利润	1,402.47	1,183.47	1,363.15	1,665.96	1,996.40
折旧摊销	58.96	110.17	224.16	224.16	220.41
财务费用	-51.95	-105.75	-6.55	-13.55	-20.89
投资损失	-190.90	-32.84	-90.76	-90.76	-90.76
营运资金变动	266.16	-215.92	351.94	-26.61	-29.97
其他经营现金流	34.14	181.33	19.88	19.88	19.88
投资活动现金流	-1,460.91	-504.94	70.99	70.99	70.99
资本支出	446.67	260.09	0.00	0.00	0.00
长期投资	-1,254.71	-384.02	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-652.86	-381.01	70.99	70.99	70.99
筹资活动现金流	-154.68	-202.40	-99.95	-112.79	-127.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	8.95	60.08	-15.59	-15.23	-14.85
其他筹资现金流	-163.63	-262.48	-84.36	-97.56	-112.26
现金净增加额	-102.84	433.04	1,832.87	1,737.29	2,038.97

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,837.05	6,628.72	7,533.54	9,089.21	10,794.35
营业成本	3,029.02	3,363.26	3,796.90	4,599.14	5,472.73
营业税金及附加	25.77	33.41	40.16	48.45	57.54
销售费用	938.47	1,318.33	1,514.24	1,799.66	2,104.90
管理费用	118.92	141.21	165.74	181.88	216.00
研发费用	440.80	488.61	560.50	654.42	755.60
财务费用	-51.95	-105.75	-6.55	-13.55	-20.89
资产减值损失	-30.15	-66.07	-55.20	-66.60	-79.10
信用减值损失	-2.58	-3.62	-2.18	-2.64	-3.13
其他收益	41.76	61.32	56.70	56.70	56.70
公允价值变动收益	62.16	-63.80	0.00	0.00	0.00
投资净收益	190.90	32.84	90.76	90.76	90.76
资产处置收益	0.00	-5.92	-1.97	-1.97	-1.97
营业利润	1,598.11	1,344.39	1,550.64	1,895.44	2,271.71
营业外收入	0.02	5.65	1.96	1.96	1.96
营业外支出	0.09	0.83	0.41	0.41	0.41
利润总额	1,598.03	1,349.21	1,552.19	1,896.99	2,273.25
所得税	195.57	165.74	189.04	231.03	276.85
净利润	1,402.47	1,183.47	1,363.15	1,665.96	1,996.40
少数股东损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
归属母公司净利润	1,402.48	1,183.48	1,363.16	1,665.97	1,996.41
EBITDA	1,605.04	1,353.63	1,769.80	2,107.60	2,472.78
EPS (元)	14.97	12.63	14.55	17.78	21.31

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.84	13.56	13.65	20.65	18.76
营业利润(%)	2.67	-15.88	15.34	22.24	19.85
归属于母公司净利润	2.41	-15.62	15.18	22.21	19.83
获利能力					
毛利率(%)	48.11	49.26	49.60	49.40	49.30
净利率(%)	24.03	17.85	18.09	18.33	18.49
ROE(%)	16.52	12.38	12.59	13.45	14.01
ROIC(%)	65.90	40.08	29.61	40.35	48.76
偿债能力					
资产负债率(%)	13.41	11.78	11.97	12.40	12.64
净负债比率(%)	-15.45	-18.16	-33.09	-43.09	-51.87
流动比率	5.02	6.05	6.34	6.45	6.60
速动比率	4.38	4.97	5.50	5.61	5.76
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.61	0.61	0.64	0.66
应收账款周转率	46.40	20.24	29.41	29.41	29.41
应付账款周转率	3.69	4.81	4.62	4.62	4.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	14.97	12.63	14.55	17.78	21.31
每股经营现金流(最新)	16.21	11.96	19.87	18.99	22.36
每股净资产(最新摊薄)	90.63	102.00	115.58	132.17	152.06
估值比率					
P/E	20.25	23.99	20.83	17.04	14.22
P/B	3.34	2.97	2.62	2.29	1.99
EV/EBITDA	30.35	13.48	12.24	9.52	7.35

数据来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

马王杰：上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队

翟延杰：家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk