



石头科技 (688169.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

内外销共振，Q2 盈利水平显著提升

业绩简评

2023年8月30日公司披露半年报业绩，上半年实现营收33.7亿元，同比+15.4%；实现归母净利润7.4亿元，同比+19.9%；实现扣非归母净利润6.6亿元，同比+12.3%。其中，Q2实现营收22.1亿元，同比+41.6%；实现归母净利润5.4亿元，同比+95.5%；实现扣非归母净利润5.0亿元，同比+73.5%。

经营分析

Q2 业绩超预期，内销拐点已现，外销维持亮眼增速，欧洲区域恢复明显。公司国内外新品于Q2陆续上新，拉动内外销收入均有显著提升。分区域来看，内销：3月末上新品P10补全行业3000-3500元扫地机全能基站产品线，根据奥维数据P10线上市占率6月已达10.3%，23M6公司线上零售额市占率已达27%/+8pct。外销：新推旗舰新品S8系列和Q系列口碑良好，公司欧洲区域收入占外销比约50%，预计利润率超20%，而其他境外市场如美国、亚太利润率均约10%，22年以来欧洲市场表现低迷，但2Q23欧洲市场回暖明显，预计达40%以上增长，带动公司收入与盈利能力同步提升。**毛利率持续上修，费用控制出色，盈利能力显著回升。**1H23、2Q23公司毛利率分别为51.1%/+2.9pct、51.7%/+2.9pct，整体毛利率延续修复态势主因本币贬值带来外销毛利率提升，供应链的商务降本，稳定的价格体系等。Q2公司销售/管理/财务/研发费用率为19.4%/9.7%/-2.9%/7.0%，同比-1.0pct/+0.6pct/-0.4%/持平，费率维持平稳，销售费用率下降主因营销费用投放更为精准，以及新品销售费用投放前置。结合子公司获得税务返还利好，综合来看，公司1H23、2Q23净利率分别为21.9%/+0.8pct、24.2%/+6.7pct。

8月各家扫地机新品陆续推出，石头新推P10Pro具备智能动态机械臂，可解决贴边拖地问题，定价3999元，同时推新产品还有追觅高端机型X20Pro/X30Pro同样主打延伸机械臂解决贴边拖地问题；科沃斯新旗舰X2通过首创方形机身解决贴边拖地问题，但两款竞品价格均在5000元以上，公司新品更具价格优势。长期来看，看好公司强研发能力加持下产品持续推新+渠道拓展下收入持续增长，以及持续降本+稳定定价策略下盈利水平的稳定性。

盈利预测、估值与评级

预计公司2023-2025年实现归母净利16.0/19.9/24.3亿元，同比+35.0%/+24.2%/+22.2%，公司现价对应PE为22.0/17.7/14.5x，维持“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；汇率变动风险。

国金证券研究所

分析师：苏晨 (执业S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

联系人：鲍秋宇

baoqueiyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：267.00元

相关报告：

- 《内销延续高增趋势，盈利能力有所承压-石头科技22Q3业绩点评》，2022.10.31
- 《内销延续翻倍高增，扣非利润保持平稳-石头科技22H1业绩点评》，2022.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	7,915	9,472	11,382
营业收入增长率	28.84%	13.56%	19.40%	19.68%	20.16%
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,598	1,985	2,425
归母净利润增长率	2.41%	-15.62%	35.00%	24.23%	22.16%
摊薄每股收益(元)	20.993	12.632	12.170	15.119	18.470
每股经营性现金流净额	21.45	11.20	26.32	37.12	40.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.52%	12.38%	14.45%	15.46%	16.14%
P/E	38.73	19.61	21.94	17.66	14.46
P/B	6.40	2.43	3.17	2.73	2.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,530	5,837	6,629	7,915	9,472	11,382
增长率		28.8%	13.6%	19.4%	19.7%	20.2%
主营业务成本	-2,205	-3,029	-3,363	-3,808	-4,495	-5,384
%销售收入	48.7%	51.9%	50.7%	48.1%	47.4%	47.3%
毛利	2,325	2,808	3,265	4,107	4,978	5,998
%销售收入	51.3%	48.1%	49.3%	51.9%	52.6%	52.7%
营业税金及附加	-30	-26	-33	-36	-43	-51
%销售收入	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-620	-938	-1,318	-1,575	-1,885	-2,265
%销售收入	13.7%	16.1%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
管理费用	-83	-119	-141	-237	-284	-341
%销售收入	1.8%	2.0%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-263	-441	-489	-633	-758	-911
%销售收入	5.8%	7.6%	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	1,330	1,284	1,284	1,626	2,008	2,430
%销售收入	29.3%	22.0%	19.4%	20.5%	21.2%	21.3%
财务费用	32	52	106	47	99	167
%销售收入	-0.7%	-0.9%	-1.6%	-0.6%	-1.0%	-1.5%
资产减值损失	-31	-33	-70	-16	1	0
公允价值变动收益	110	62	-64	20	0	0
投资收益	49	191	33	40	40	40
%税前利润	3.1%	11.9%	2.4%	2.3%	1.8%	1.5%
营业利润	1,557	1,598	1,344	1,777	2,208	2,697
营业利润率	34.4%	27.4%	20.3%	22.5%	23.3%	23.7%
营业外收支	0	0	5	0	0	0
税前利润	1,556	1,598	1,349	1,777	2,208	2,697
利润率	34.4%	27.4%	20.4%	22.5%	23.3%	23.7%
所得税	-187	-196	-166	-179	-223	-272
所得税率	12.0%	12.2%	12.3%	10.1%	10.1%	10.1%
净利润	1,369	1,402	1,183	1,598	1,985	2,425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,369	1,402	1,183	1,598	1,985	2,425
净利率	30.2%	24.0%	17.9%	20.2%	21.0%	21.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,369	1,402	1,183	1,598	1,985	2,425
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	72	92	180	1,023	1,346	1,362
非经营收益	-188	-328	-98	-102	-57	-68
营运资金变动	229	266	-216	-53	204	120
经营活动现金净流	1,482	1,433	1,049	2,466	3,477	3,839
资本开支	-989	-439	-255	-565	-69	-69
投资	-4,608	-1,255	-384	0	0	0
其他	54	233	134	40	40	40
投资活动现金净流	-5,543	-1,461	-505	-525	-29	-29
股权募资	4,381	8	6	61	0	0
债权募资	0	0	0	-9	0	0
其他	-147	-163	-208	-164	-201	-245
筹资活动现金净流	4,234	-155	-202	-112	-201	-245
现金净流量	166	-189	362	1,829	3,247	3,566

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,424	1,321	1,804	3,615	6,848	10,404
应收款项	171	276	388	420	427	513
存货	381	596	694	767	724	723
其他流动资产	4,061	4,327	4,399	4,396	4,401	4,409
流动资产	6,037	6,520	7,286	9,197	12,401	16,048
%总资产	76.9%	66.5%	67.3%	74.0%	86.3%	95.8%
长期投资	343	806	134	134	134	134
固定资产	61	1,249	1,315	1,643	362	-935
%总资产	0.8%	12.7%	12.1%	13.2%	2.5%	-5.6%
无形资产	10	16	14	22	30	37
非流动资产	1,811	3,287	3,547	3,230	1,972	708
%总资产	23.1%	33.5%	32.7%	26.0%	13.7%	4.2%
资产总计	7,848	9,807	10,833	12,427	14,373	16,757
短期借款	0	8	17	10	10	10
应付款项	453	929	801	960	1,072	1,211
其他流动负债	266	361	386	349	410	483
流动负债	719	1,298	1,204	1,318	1,492	1,703
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	17	72	52	38	28
负债	734	1,315	1,276	1,371	1,530	1,732
普通股股东权益	7,114	8,492	9,556	11,055	12,842	15,024
其中：股本	67	67	94	94	94	94
未分配利润	2,081	3,346	4,376	5,814	7,600	9,782
少数股东权益	0	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	7,848	9,807	10,833	12,427	14,373	16,757

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	20.541	20.993	12.632	12.170	15.119	18.470
每股净资产	106.711	127.107	102.003	84.215	97.822	114.445
每股经营现金净流	22.228	21.446	11.197	26.316	37.116	40.977
每股股利	2.055	2.100	1.270	1.705	2.118	2.588
回报率						
净资产收益率	19.25%	16.52%	12.38%	14.45%	15.46%	16.14%
总资产收益率	17.45%	14.30%	10.92%	12.86%	13.81%	14.47%
投入资本收益率	16.41%	13.25%	11.76%	13.20%	14.04%	14.53%
增长率						
主营业务收入增长率	7.74%	28.84%	13.56%	19.40%	19.68%	20.16%
EBIT增长率	48.96%	-3.43%	-0.01%	26.63%	23.53%	20.99%
净利润增长率	74.92%	2.41%	-15.62%	35.00%	24.23%	22.16%
总资产增长率	299.71%	24.97%	10.46%	14.71%	15.66%	16.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.5	8.2	12.5	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	56.1	58.8	70.0	75.0	60.0	50.0
应付账款周转天数	54.5	72.1	82.5	80.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	4.9	6.4	72.4	74.4	11.6	-32.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.94%	-63.59%	-58.42%	-67.11%	-82.95%	-94.57%
EBIT利息保障倍数	-41.5	-24.7	-12.1	-34.6	-20.4	-14.5
资产负债率	9.35%	13.41%	11.78%	11.03%	10.64%	10.34%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-28	买入	783.00	1065.69~ 1217.90
2	2022-02-27	买入	649.00	N/A
3	2022-04-22	买入	570.15	N/A
4	2022-08-30	买入	316.00	N/A
5	2022-10-31	买入	229.20	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究