

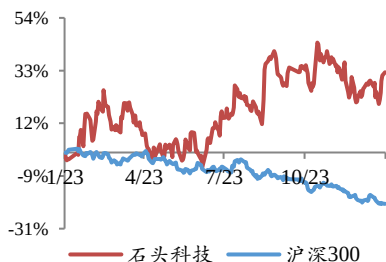
产品为基，出海前景广阔

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-15

收盘价（元）	290.15
近 12 个月最高/最低（元）	193.02/ 306.08
总股本（百万股）	131
流通股本（百万股）	131
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	381
流通市值（亿元）	381

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

相关报告

主要观点：

● 全球领先的智能扫地机器人品牌，Q3 业绩拐点向上重回高增

公司自主研发 LDS、激光雷达和 SLAM 算法，智能扫地机器人产品力领先，引领行业发展。公司 2023Q1-3 实现营业收入 56.89 亿元，同比+29.51%；归母净利润 13.60 亿元，同比+59.10%。公司 2023Q3 单季实现营业收入 23.15 亿元，同比+57.56%；归母净利润 6.21 亿元，同比+160.38%，内外销并举业绩超预期。

● 核心看点：内销以价换量提高渗透，出海加速抢占份额

内销：迎合行业性价比和全能化趋势，产品力加持下有望持续放量。根据奥纬云网，2023 年扫地机器人行业均价下移，全能款数量提升。公司 2023 年推出新品旗舰机 G20 全能系列和性价比款 P10 和 P10 pro 系列，拉低全能款入门门槛。公司产品力领先，积极通过降本等方法以价换量持续提升公司市场占有率。截止 2023 年 6 月 30 日，公司扫地机器人线上市场零售额份额达到 26.3%，同比提升 2.7 个百分点。

外销：创新产品加快海外市场产品结构提升，有望实现量价齐升。海外龙头 iRobot 定位中低端，产品迭代较慢。基于海外市场的特点，公司推出了 Q5、Q8、S7 等扫地机器人产品，助力海外产品结构从单机产品逐步过渡到具备自清洁、自集尘、烘干等多功能复合产品。在北美扫地机器人 Bestseller 榜单前 50 中，石头产品占据 8 席，且价位集中在 600-900 美元，显著高于行业平均水平。

● 投资建议

预计 2023-2025 年收入分别为 87.77、108.97、130.08 亿元，对应增速分别为 32.4%、24.1%、19.4%，归母净利润分别为 19.06、23.13、27.34 亿元，对应增速分别为 61.0%、21.3%、18.2%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场需求不及预期；行业竞争加剧；新品迭代和放量不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6629	8777	10897	13008
收入同比（%）	13.6%	32.4%	24.1%	19.4%
归属母公司净利润	1183	1906	2313	2734
净利润同比（%）	-15.6%	61.0%	21.3%	18.2%
毛利率（%）	49.3%	52.8%	52.1%	51.4%
ROE（%）	12.4%	16.9%	17.0%	16.7%
每股收益（元）	12.66	14.50	17.59	20.79
P/E	19.57	20.02	16.50	13.95
P/B	2.43	3.38	2.80	2.34
EV/EBITDA	15.09	16.36	12.66	10.03

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

正文目录

1 扫地机器人头部品牌，内外销并举重回高增.....	4
2 核心看点：内销以价换量提高渗透，出海加速抢占份额	4
3 投资建议.....	5
风险提示：	5
财务报表与盈利预测	6

图表目录

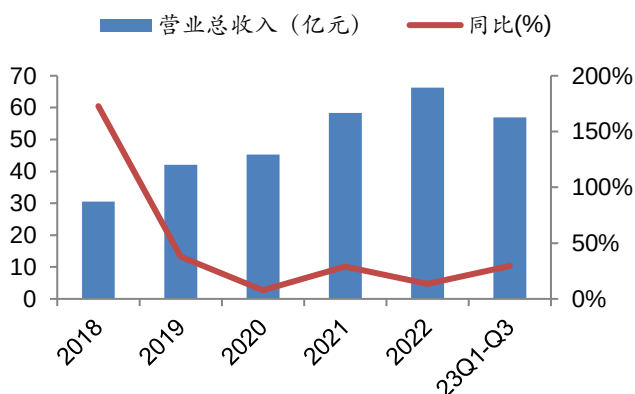
图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司归母净利润及增速	4
图表 3 部分美亚 BESTSELLER 扫地机器人	5

1 扫地机器人头部品牌，内外销并举重回高增

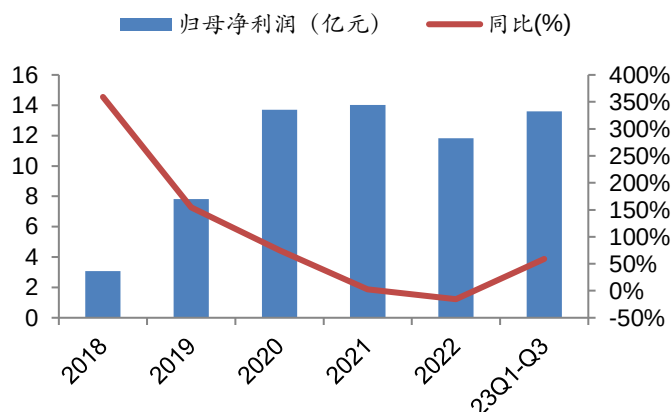
从小米生态链到全球领先的智能扫地机器人品牌。公司成立于 2014 年，同年成为小米生态链企业，2016 年推出旗下第一款产品“米家扫地机器人”，2017 年 9 月推出的首款自有品牌“石头智能扫地机器人”。公司自主研发 LDS（Laser Distance Sensor）激光雷达和 SLAM（Simultaneous Localization And Mapping）算法，智能扫地机器人产品力领先，引领行业发展。目前公司产品矩阵包括智能扫地机器人、洗地机、洗衣机及其他智能电器。2023H1，公司发布分子筛低温烘干洗烘一体机 H1，向全球领先的科技家电企业持续进发。

内外销并举，Q3 业绩拐点向上重回高增。2018-2022 年公司营收 CAGR 为 21.4%，归母净利润 CAGR 为 40.1%。伴随公司从代工到自有品牌转型成功，公司盈利能力持续释放。公司 2023Q1-3 实现营业收入 56.89 亿元，同比+29.51%；归母净利润 13.60 亿元，同比+59.10%。公司 2023Q3 实现营业收入 23.15 亿元，同比+57.56%；归母净利润 6.21 亿元，同比+160.38%。我们认为，公司业绩增长超预期主要来源于内销以价换量，公司推出主打性价比的 P 系列新品抢占市场份额；外销定位中高端，重点发展美国、欧洲及亚太市场，Q8 Max+、s7 maxv ultra 等海外新品放量带动收入增长和产品结构改善。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

2 核心看点：内销以价换量提高渗透，出海加速抢占份额

内销：迎合行业性价比和全能化趋势，产品力加持下有望持续放量。根据奥纬云网，2023 年扫地机器人行业均价下移，如自清洁款均价从 2022 年双十一的 3572 元下探至 2023 年双十一的 3308 元；全能款数量提升，销额占比从 2022 年双十一的 67.4% 上升至 2023 年双十一的 76.9%。公司 2023 年推出新品旗舰机 G20 全能系列和性价比款 P10 和 P10 pro 系列，拉低全能款入门门槛。公司产品力领先，积极通过降本等方法以价换量持续提升公司市场占有率。截止 2023 年 6 月 30 日，公司扫地机器人线上市场零售额份额达到 26.3%，同比提升 2.7 pp，零售量份额达到

21.2%，同比提升 2.8 pp。

外销:创新产品加快海外市场产品结构提升,有望实现量价齐升。根据 GFK2023 年相关报告显示, 41%的海外消费者愿意为简化生活的产品支付溢价。其中最典型的例子是智能扫地机器人, 尽管其价格是标准版本的 4 倍(智能扫地机器人均价为 423 美元, 普通性能扫地机器人均价为 116 美元), 但是消费者仍愿意为其支付价格, 但海外龙头 iRobot 定位中低端, 产品迭代较慢。基于海外市场的特点, 公司推出了 Q5、Q8、S7 等扫地机器人产品, 助力海外产品结构从单机产品逐步过渡到具备自清洁、自集尘、烘干等多功能复合产品。截至 2023 年 12 月 28 日, 在美亚扫地机器人 Bestseller 榜单前 50 中, 石头产品占据 8 席, 且价位集中在 600-900 美元, 显著高于行业平均水平。2023 年石头科技因其优异的产品创新能力和市场表现, 荣获亚马逊"年度产品创新领航品牌"的称号。

图表 3 部分美亚 Bestseller 扫地机器人

排名	价格 (美元)	评论数	产品名称
1	159.98	21357	iRobot Roomba 694 Robot Vacuum
2	298	29397	Shark AI Ultra Voice Control Robot Vacuum
4	349	17317	iRobot Roomba Combo i5+ Self-Emptying Robot Vacuum and Mop
6	249.99	11440	Eufy BoostIQ RoboVac 11S MAX
7	229	12123	iRobot Roomba Combo i5 Robot Vacuum & Mop
8	176.08	76666	iRobot Roomba 692 Robot Vacuum
9	129.99	688	ROPVACNIC Robot Vacuum Cleaner with 3000Pa
10	399.99	3131	Shark AI Ultra 2-in-1 Robot Vacuum & Mop
12	699.99	2229	Roborock Q5+ Robot Vacuum
33	899.99	2317	Roborock S7 Max Ultra Robot Vacuum and Mop Combo
34	599.97	1083	Roborock Q8 Max+ Robot Vacuum and Mop
36	1599.99	835	Roborock S8 Pro Ultra Robot Vacuum and Mop
43	699.99	1515	Roborock Q5 Pro+ Robot Vacuum and Mop
45	869.99	514	Roborock Q7 Max+ Robot Vacuum and Mop
50	899.99	3131	Roborock Q Revo Robot Vacuum and Mop

资料来源: 美国亚马逊, 华安证券研究所

注: 数据截至 23 年 12 月 28 日

3 投资建议

预计 2023-2025 年收入分别为 87.77、108.97、130.08 亿元, 对应增速分别为 32.4%、24.1%、19.4%, 归母净利润分别为 19.06、23.13、27.34 亿元, 对应增速分别为 61.0%、21.3%、18.2%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

市场需求不及预期; 行业竞争加剧; 新品迭代和放量不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7286	7621	10306	13434
现金	1804	1677	3993	6771
应收账款	328	323	419	517
其他应收款	61	121	154	172
预付账款	43	45	59	72
存货	694	815	1043	1264
其他流动资产	4356	4639	4638	4639
非流动资产	3547	5334	5353	5323
长期投资	21	27	33	40
固定资产	1315	1333	1302	1221
无形资产	7	7	7	7
其他非流动资产	2205	3967	4011	4056
资产总计	10833	12955	15658	18757
流动负债	1204	1584	1982	2347
短期借款	0	0	0	0
应付账款	699	920	1177	1400
其他流动负债	505	664	805	947
非流动负债	72	73	73	73
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	72	73	73	73
负债合计	1276	1657	2055	2420
少数股东权益	1	1	1	1
股本	94	131	131	131
资本公积	5096	5133	5133	5133
留存收益	4366	6032	8338	11072
归属母公司股东权	9556	11297	13602	16336
负债和股东权益	10833	12955	15658	18757

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1120	2060	2368	2753
净利润	1183	1906	2313	2734
折旧摊销	110	97	100	98
财务费用	-100	3	3	3
投资损失	-33	-88	-109	-130
营运资金变动	-144	192	29	14
其他经营现金流	1432	1663	2317	2753
投资活动现金流	-505	-2017	-43	28
资本支出	-255	-184	-146	-96
长期投资	-384	-6	-6	-7
其他投资现金流	134	-1826	109	130
筹资活动现金流	-202	-173	-10	-3
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	27	38	0	0
资本公积增加	38	37	0	0
其他筹资现金流	-267	-247	-10	-3
现金净增加额	433	-127	2315	2778

利润表	单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6629	8777	10897	13008
营业成本	3363	4145	5219	6323
营业税金及附加	33	45	54	65
销售费用	1318	1755	2179	2602
管理费用	141	219	251	286
财务费用	-106	-33	-31	-77
资产减值损失	-66	-31	-33	-33
公允价值变动收益	-64	0	0	0
投资净收益	33	88	109	130
营业利润	1344	2171	2635	3115
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	1349	2171	2635	3115
所得税	166	265	323	381
净利润	1183	1906	2313	2734
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1183	1906	2313	2734
EBITDA	1424	2235	2704	3137
EPS（元）	12.66	14.50	17.59	20.79

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.6%	32.4%	24.1%	19.4%
营业利润	-15.9%	61.5%	21.4%	18.2%
归属于母公司净利	-15.6%	61.0%	21.3%	18.2%
获利能力				
毛利率 (%)	49.3%	52.8%	52.1%	51.4%
净利率 (%)	17.9%	21.7%	21.2%	21.0%
ROE (%)	12.4%	16.9%	17.0%	16.7%
ROIC (%)	12.0%	16.5%	16.7%	16.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.8%	12.8%	13.1%	12.9%
净负债比率 (%)	13.3%	14.7%	15.1%	14.8%
流动比率	6.05	4.81	5.20	5.73
速动比率	4.97	3.74	4.22	4.80
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.74	0.76	0.76
应收账款周转率	29.28	26.97	29.34	27.78
应付账款周转率	4.43	5.12	4.98	4.91
每股指标 (元)				
每股收益	12.66	14.50	17.59	20.79
每股经营现金流薄)	8.52	15.67	18.01	20.94
每股净资产	102.00	85.92	103.46	124.25
估值比率				
P/E	19.57	20.02	16.50	13.95
P/B	2.43	3.38	2.80	2.34
EV/EBITDA	15.09	16.36	12.66	10.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 1 月 15 日

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。