

2024年01月26日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

335

公司基本资讯

| | |
|-----------------|---------------|
| 产业别 | 机械设备 |
| A 股价(2024/1/25) | 288.02 |
| 上证指数(2024/1/25) | 2906.11 |
| 股价 12 个月高/低 | 332.01/193.02 |
| 总发行股数(百万) | 131.48 |
| A 股数(百万) | 131.48 |
| A 市值(亿元) | 378.68 |
| 主要股东 | 昌敬(22.10%) |
| 每股净值(元) | 81.25 |
| 股价/账面净值 | 3.54 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 3.2 -3.7 23.6 |

近期评等

出刊日期 前日收盘 评等

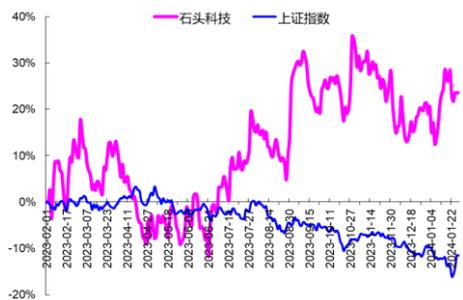
产品组合

| | |
|----------|-------|
| 智能扫地机及配件 | 96.0% |
| 手持吸尘器及配件 | 4.0% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|----|-------|
| 基金 | 42.7% |
|----|-------|

股价相对大盘走势



石头科技(688169.SZ)

买进 (Buy)

4Q 业绩大幅提升, 看好公司海外业务增长

事件: 公司发布2023年业绩预增预告, 2023年公司归母净利润录得20亿元-22亿元, 同比增长69.0%-85.9%; 扣非后净利润录得18亿元-20亿元, 同比增长50.3%-67.0%, 其中非经常性损益主要来自于税收返还、理财收益等项目。据此计算, 4Q公司归母净利润录得6.4亿元-8.4亿元, 同比增长95.1%-156.1%; 扣非后净利润录得5.5亿元-7.5亿元, 同比增长61.8%-120.6%。

点评:

■ **国内扫地机器人市场有所回暖, 公司市占率进一步提升:** 2020年后国内扫地机器人市场陷入增长瓶颈(图1), 主要是因为单机型扫地机功能有限。随着“扫地机+自清洁基站”等技术突破, 基站型扫地机对人的依赖性大大降低, 更好地满足了消费者对智慧化和便利性的需求, 进而推动国内扫地机器人市场回暖。根据奥维云网资料, 2023年1-11月国内扫地机器人销量同比增长4%, 同时单价较高的全能基站机型渗透率同比提升27pcts至79%, 零售均价的提升进一步带动扫地机器人零售额增长, 2023年1-11月国内市场零售额同比增长17.15%。

公司方面, 2023年公司持续完善产品矩阵, 先后推出旗舰产品G20、高性价比产品P10及P10 Pro等多款扫地机器人(如图3), 覆盖中高端需求。其中, 8月发布的P10及P10 Pro凭借体验升级和高性价比获得市场高度认可, 推动公司市占率显著提升(如图4), 2023年全年公司国内线上零售额份额同比提升2.6pcts至23.9%, 位居国内第二。

■ **公司海外产品竞争力较强, 看好线上线下协同发展:** 公司出海步伐领先, 2022年海外收入高达34.8亿元, 占总营收的53%(如图5), 主要覆盖欧美线上管道, 毛利率较国内更高(如图6)。我们看好公司在海外市场的发展, 主要是因为:

①**公司海外产品竞争力较强。**海外扫地机器人市场庞大, 但仍以单机为主, 高单价的基站型扫地机替换空间巨大。公司出海产品涵盖旗舰产品S8、性价比产品Q系列等基站机型, 价格带全面, 在地板、地毯、宠物等场景得分均高于同价位产品(如表1)。得益于产品竞争力较强, 公司2023年于美国亚马逊市占率约14.3%, 仅次于iRobot(25%)。此外, 公司2024年新旗舰S8 MaxV Ultra吸力可达10000PA(如表2), 更为贴合海外对扫地机高吸力的需求(美国室内地毯面积占比超50%), 并具备LDS导航、语音控制、机械臂等先进功能, 性能较iRobot等厂商有明显优势, 有望助力2024年公司市场份额继续提升。

②**公司成功树立高端品牌形象。**海外消费者对品牌认可度高, 而公司凭借技术变革和多媒体行销, 已成功树立高端品牌形象, 据魔镜Oversea统计的美亚资料显示, 公司在\$788以上高端市场上遥遥领先(如图7, 仅统计TOP品牌)。随着2024年千美元级新产品上市, 公司品牌影响力有望进一步提升。

③**公司线下管道取得重大突破。**目前海外50%以上的电器类产品仍旧通过零售商等线下管道销售, 国产品牌拓展线上管道相对容易, 但入驻线

下实体店困难重重，绝大多数线下消费场景被 iROBOT 等厂商垄断。但是，公司凭借在美亚等线上管道的销量验证，以及高端的品牌形象，于 2023Q4 入驻 target180 余家精选店铺，成功实现美国线下管道的突破。公司未来将继续向线下零售管道渗透，我们看好公司海外线上线下的协同发展，预计公司海外份额将持续提升。

- 公司降本控费仍有空间，优惠税率政策持续增厚利润：**公司产品主要由代工厂生产，自建的惠州工厂于 2023 年 H1 部分试产，预计 2024 年将投产运营，届时有望帮助公司实现降本增效。费用方面，公司仍处开拓海外市场阶段，销售费用增长较快，2023 年 Q1-Q3 销售、管理、研发费用率分别为 19.68%、3.01%、7.88%，同比分别提升 1.73、0.72、0.03pcts，但公司费用控制明显优于科沃斯（科沃斯同期销售、管理、研发费用率分别为 32.43%、3.95%、5.74%）。此外，公司子公司北京石头创新科技有限公司于 2023 年 7 月获国家重点软件企业认定，预计 2023 年对公司净利润影响额约 0.55 亿元，2024 年及以后石头科技将按照 10% 的税率征税，有望持续增厚利润。
- 盈利预测及投资建议：**我们看好公司海外业务线下管道继续突破，外销收入将快速增长，同时公司国内业务有望受益于市场回暖。我们预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 20.61、24.02、27.05 亿元，yoy 分别为 +74.15%、+16.55%、+12.59%，EPS 为 15.68、18.27、20.57 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 18.37、15.76、14.00 倍，我们看好公司海外业绩增长，对此给予公司“买进”的投资建议。
- 风险提示：**价格竞争激烈、国内扫地机器人市场回暖不及预期、部分器件供货紧张、海外管道拓展不及预期、贸易战风险

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1402 | 1183 | 2061 | 2402 | 2705 |
| 同比增减 | % | 2.41 | -15.62 | 74.15 | 16.55 | 12.59 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 21.03 | 12.66 | 15.68 | 18.27 | 20.57 |
| 同比增减 | % | -1.87 | -39.80 | 23.82 | 16.55 | 12.59 |
| A 股市盈率(P/E) | X | 13.70 | 22.75 | 18.37 | 15.76 | 14.00 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 2.1 | 1.27 | 1.57 | 2.56 | 3.09 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.74 | 0.44 | 0.54 | 0.89 | 1.07 |

【投资评等说明】

| 评等 | 定义 |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy) | 潜在上涨空间 \geq 35% |
| 买进 (Buy) | 15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35% |
| 区间操作 (Trading Buy) | 5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15% |
| 中立 (Neutral) | 无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股 |

图 1: 2016-2022 年 11 月国内扫地机器人销量 (单位: 万台, %)

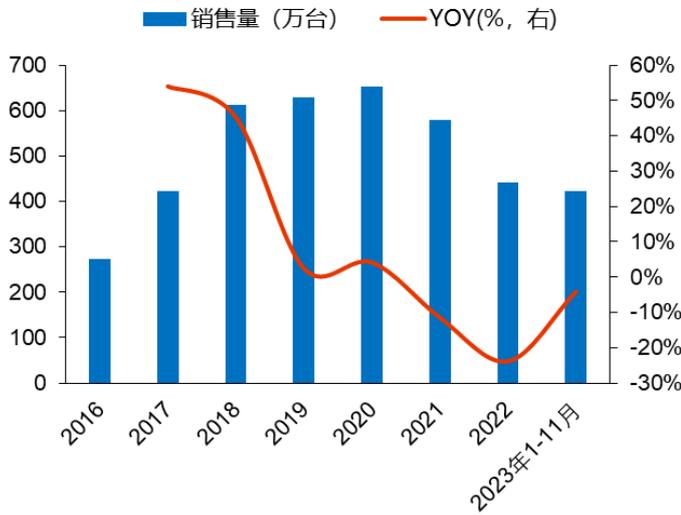
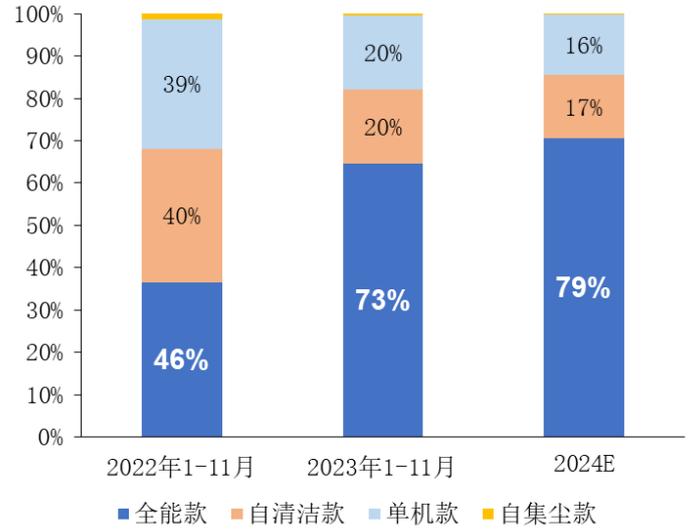


图 2: 国内扫地机器人市场产品结构对比 (单位: 元, %)

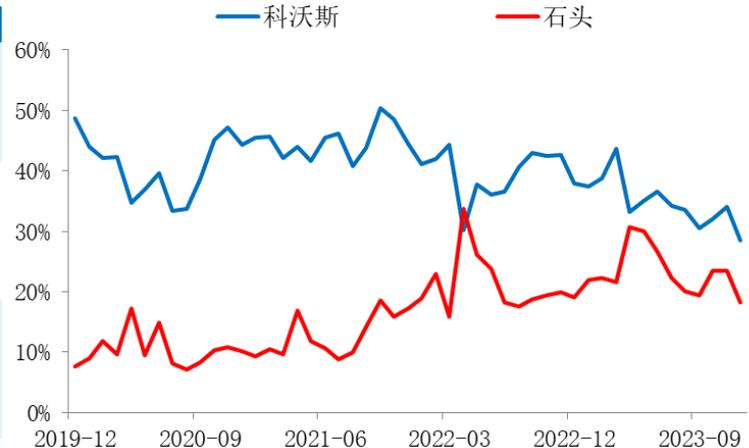


资料来源: 奥维云网, 群益金鼎证券

图 3: 公司国内在架产品

| 定位 | 名称 | 产品 | 价格 | 优势 |
|-----|---------|----|-------------|--|
| 高端 | G20 | | ¥ 4999-5599 | 6000PA 吸力, 双刷头 双震擦地 自清洁、自集尘 自烘干、抑菌 全环境 AI 避障 |
| 中高端 | P10 PRO | | ¥ 3999-4599 | 7000PA 吸力 高温除菌 AI 语音、视频通话 伸缩机械臂 |
| 中低端 | P10 | | ¥ 2999-3599 | 5500PA 吸力 自集尘 |

图 4: 2019-2023 年公司 and 科沃斯国内线上市场市占率对比 (单位: %)



资料来源: 公司官网, 奥维云网, 群益金鼎证券

图 5：2019-2022 年公司营收地域结构（单位：亿元，%）

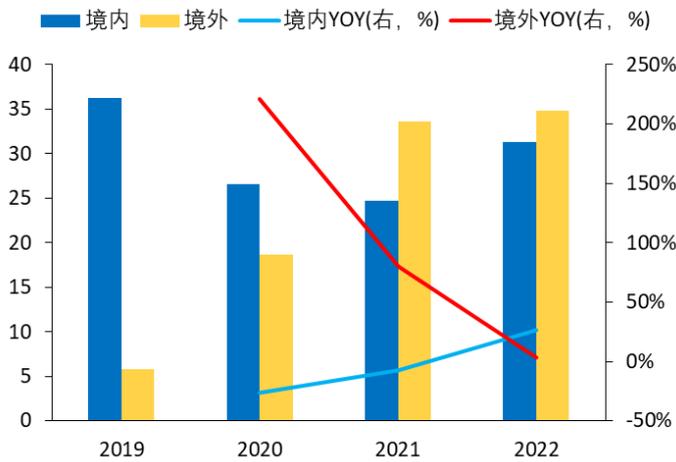
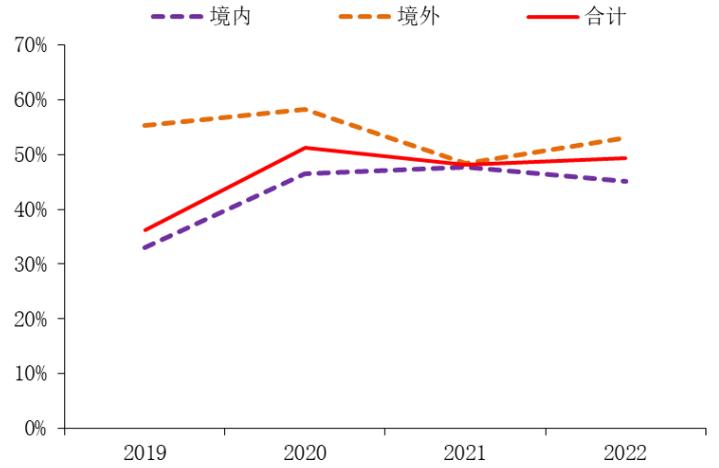


图 6：2019-2022 年公司毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

表 1：2023 年美国电商平台在售扫地机器人评分对比

| 产品 | 石头 S8+/AS8 | iROBOT Roomba j7+ | 石头 s7 MaxV | shark RV2310AE | eufy RoboVac G20 |
|---------|------------|-------------------|------------|----------------|------------------|
| 发行年份 | 2023 | 2021 | 2022 | 2023 | 2022 |
| 产品类型 | 全能型基站 | 自清洁基站 | 自清洁基站 | 自清洁基站 | 单机 |
| 价格 (美元) | 1299 | 1000 | 459 | 499 | 279 |
| 场景评分：地板 | 8.0 | 7.4 | 7.7 | 7.1 | 7.1 |
| 低绒地毯 | 7.5 | 6.7 | 7.0 | 7.1 | 6.2 |
| 高绒地毯 | 7.2 | 6.6 | 6.5 | 6.4 | 6.1 |
| 宠物 | 5.8 | 5.3 | 5.3 | 4.8 | 4.3 |

资料来源：rtings.com，美国亚马逊，群益金鼎证券

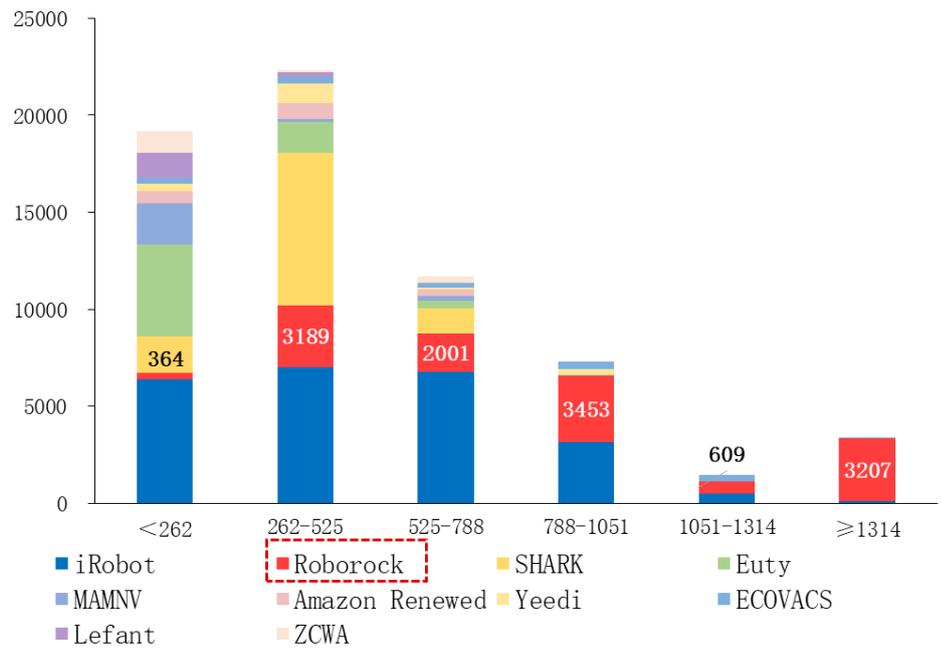
表 2：2024 年海外扫地机器人机型对比

| 公司 | 石头科技 | | | | 科沃斯 | 追觅 | 云鲸 | iRobot |
|---------|---------------|--------------|-------------|------------|---------|-----------|--------------|-----------|
| 型号 | S8 MaxV Ultra | S8 Max Ultra | Q Revo MaxV | Q Revo Pro | X2 PRO | X30 Ultra | Freo X Ultra | Combo j9+ |
| 上架时间 | 2024.4 | 2024.4 | 2024.4 | 2024.4 | — | 2024.4 | 2024.3 | 2023.9 |
| 售价 (美元) | \$1,800 | \$1,600 | \$1,120 | \$999 | \$1,150 | \$1,241 | \$1,499 | \$867 |
| 产品类型 | 全基站 | 全基站 | 全基站 | 全基站 | 全基站 | 全基站 | 全基站 | 全基站 |
| 导航方式 | LDS | LDS | LDS | LDS | 半固态雷射雷达 | LDS | LDS | 视觉导航 |
| 吸力 | 10000Pa | 8000Pa | 7000Pa | 7000Pa | 8700Pa | 8300Pa | 8200Pa | — |
| 热洗拖布 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | × | × |
| 边角清洁 | 动态机械臂 | 动态机械臂 | 机械臂 | 机械臂 | 沿边扭动 | 机械臂 | 沿边扭动 | — |

| | | | | | | | | |
|----------------|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 视频通话 | √ | × | √ | — | √ | × | × | × |
| 内置语音控制 | √ | × | √ | × | √ | × | × | √ |
| 接入 Google Home | √ | √ | √ | — | × | × | × | × |

资料来源：美国亚马逊，CES2024，公司官网，群益金鼎证券；注：“—”表示未明确，

图 7：2022 年 8 月-2023 年 9 月美亚扫地机器人 TOP 品牌各价格段销售额（单位：万美元）



资料来源：魔镜 Oversea，群益金鼎证券

附一：合并损益表

| 百万元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 营业收入 | 5837 | 6629 | 8591 | 10636 | 12456 |
| 经营成本 | 3029 | 3363 | 3888 | 4936 | 6129 |
| 营业税金及附加 | 26 | 33 | 66 | 71 | 82 |
| 销售费用 | 938 | 1318 | 1700 | 2035 | 2242 |
| 管理费用 | 119 | 141 | 229 | 277 | 282 |
| 财务费用 | -52 | -106 | -130 | -1 | -7 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | -120 | -20 | -72 |
| 投资收益 | 191 | 33 | 41 | 88 | 54 |
| 营业利润 | 1598 | 1344 | 2329 | 2727 | 3035 |
| 营业外收入 | 0 | 6 | 4 | 3 | 4 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| 利润总额 | 1598 | 1349 | 2332 | 2730 | 3039 |
| 所得税 | 196 | 166 | 271 | 328 | 334 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1402 | 1183 | 2061 | 2402 | 2705 |

附二：合并资产负债表

| 百万元 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1321 | 1804 | 3854 | 5007 | 7333 |
| 应收帐款 | 125 | 328 | 229 | 252 | 277 |
| 存货 | 596 | 694 | 1040 | 1249 | 1498 |
| 流动资产合计 | 6520 | 7286 | 8160 | 9629 | 11362 |
| 长期投资净额 | 12 | 21 | 21 | 26 | 31 |
| 固定资产合计 | 102 | 1315 | 1381 | 1588 | 1827 |
| 在建工程 | 1147 | 0 | 50 | 200 | 240 |
| 无形资产 | 3287 | 3547 | 5499 | 6323 | 7272 |
| 资产总计 | 9807 | 10833 | 13658 | 15952 | 18634 |
| 流动负债合计 | 1298 | 1204 | 2408 | 2769 | 3185 |
| 长期负债合计 | 17 | 72 | 86 | 103 | 124 |
| 负债合计 | 1315 | 1276 | 2494 | 2873 | 3309 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 |
| 股东权益合计 | 8492 | 9556 | 11163 | 13078 | 15323 |
| 负债和股东权益总计 | 9807 | 10833 | 13658 | 15952 | 18634 |

附三：合并现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1519 | 1120 | 1950 | 2569 | 2782 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1461 | -505 | -1116 | -1861 | -982 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -155 | -202 | 1216 | 446 | 527 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -103 | 433 | 2049 | 1153 | 2326 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。