

石头科技 (688169)

份额盈利齐升，业绩表现亮眼

事件：

石头科技披露 2023 年年报：2023 年营收 86.5 亿元，同比+30.6%，业绩 20.5 亿元，同比+73.3%，扣非业绩 18.3 亿元，同比+52.5%；四季度营收 29.7 亿元，同比+32.6%，业绩 6.9 亿元，同比+110.3%，扣非业绩 5.7 亿元，同比+68.6%。公司拟派发现金红利 6.1 亿元，占全年业绩 30.0%，叠加半年度现金红利与累计回购，年内合计分红金额 8.4 亿元，占业绩 40.9%。

基本盘与新业务共振，Q1 有望延续优异增长

2023 年，公司扫地机业务收入+27.4%至 80.9 亿，量/价同比+15.5%/+10.3%，预计海外产品结构优化对均价带动较明显，其他智能家电产品收入+109.4%至 5.5 亿，量/价同比+109.8%/-0.2%，剔除其中洗烘一体机销量，预计洗地机年销量实现接近翻倍增长；分地区看，预计全年内外销增速接近。基于公司产品力优势，我们认为石头 2024Q1 海内外出货仍将延续较快增长。

产品结构优化&费用摊薄，盈利能力大幅改善

Q4 公司毛利率同比+5.9pct 至 56.7%，预计国内及海外各地区毛利率均在 50%以上，主要得益于新品带动；全年扫地机/其他智能家电分别同比+6.6/-1.2pct；四季度公司销售/管理/研发/财务费用率同比-0.2/-0.5/-0.7/-0.4pct，预计主要由于营收增长较快，规模效应摊薄费用；叠加外汇远期不再拖累当期业绩，四季度公司归母/扣非净利率分别同比+8.6/+4.1pct。

超薄产品展现研发实力，海内外份额或持续提升

3 月 29 日石头将发布两款新品，从宣发材料看，V20 拥有 8.2cm 超薄机身，可穿梭于家具下方，预计整机与激光器结构优化对降低高度均有贡献；G20S 与海外此前新品 S8 MaxV Ultra 相差不大，有望补齐公司高端产品在吸力、边角清洁的表现。当前 iRobot 经营持续承压，石头是为数不多卡位北美的国产品牌，我们认为公司有望凭借优秀产品力，持续重塑全球扫地机格局。

盈利预测、估值与评级

预计公司 24-26 年营收分别为 106、129、157 亿元，同比增速分别为 +22%/+22%/+22%，业绩分别为 24、28、34 亿元，同比增速分别为 +18%/+16%/+19%，EPS 分别为 18.5、21.5、25.5 元，23-26 年 CAGR 为+18%。鉴于公司技术领先、海内外多价位布局得当、份额持续提升、股东回报强化，我们给予公司 24 年 22 倍 PE，目标价 405.94 元，维持“买入”评级。

风险提示：1) 海内外需求不及预期；2) 原材料价格与汇率大幅波动。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6629	8654	10558	12880	15714
增长率(%)	13.56%	30.55%	22.00%	22.00%	22.00%
EBITDA(百万元)	1354	2322	3068	3511	4084
归母净利润(百万元)	1183	2051	2426	2825	3352
增长率(%)	-15.62%	73.32%	18.27%	16.44%	18.66%
EPS(元/股)	9.00	15.60	18.45	21.49	25.49
市盈率(P/E)	38.0	21.9	18.5	15.9	13.4
市净率(P/B)	4.7	4.0	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	13.5	13.7	12.2	9.9	7.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 28 日收盘价

行业：家用电器/小家电
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：341.93 元
 目标价格：405.94 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	131.48/131.48
流通 A 股市值(百万元)	44,956.09
每股净资产(元)	86.56
资产负债率(%)	20.83
一年内最高/最低(元)	379.99/238.00

股价相对走势

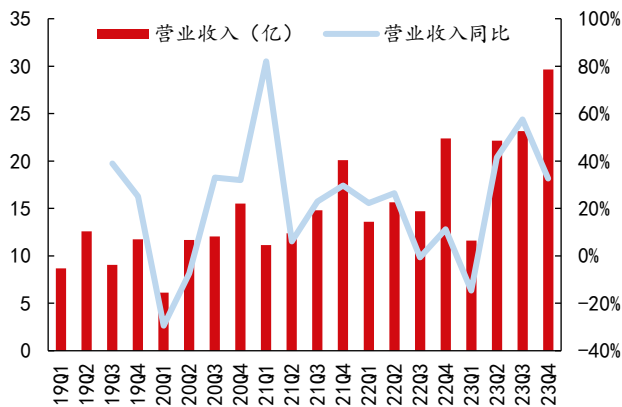


作者

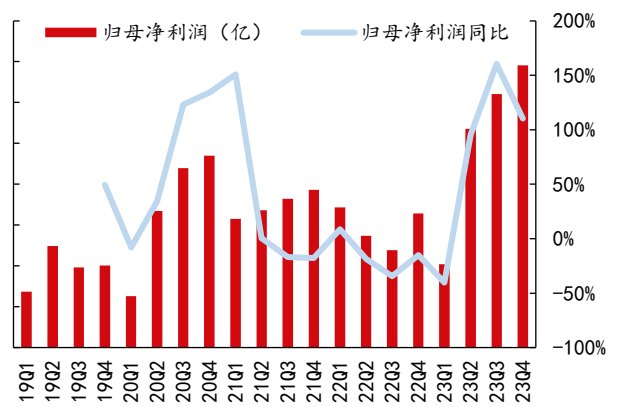
分析师：管泉森
 执业证书编号：S0590523100007
 邮箱：guanqs@glsc.com.cn
 分析师：孙珊
 执业证书编号：S0590523110003
 邮箱：sunshan@glsc.com.cn
 分析师：莫云皓
 执业证书编号：S0590523120001
 邮箱：moyh@glsc.com.cn

相关报告

1、《石头科技(688169)：2023 年业绩快报点评：盈利能力达新高，期待 2024 年表现》2024.02.27
 2、《石头科技(688169)：2023 年业绩预增公告点评：海内外多价位布局，助业绩超预期增长》2024.01.23

图表1：23Q4 公司营收 29.7 亿元，同比+32.6%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：23Q4 公司业绩 6.9 亿元，同比+110.3%


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2023 年公司分产品及分销售模式表现

		营业收入	营收YOY	毛利率	毛利率同比变动 (pct)
分产品	智能扫地机及配件	80.85	27.41%	56.15%	6.63
	其他智能电器产品	5.54	109.40%	43.31%	-1.17
分销售模式	直营	36.25	61.21%	58.43%	3.83
	经销	50.14	14.95%	53.08%	6.49

资料来源：公司公告，国联证券研究所（单位：亿元）

图表4：2023 全年及 2023Q4 公司利润表各项目变动

项目	2023Q4	2022Q4	同比变动	2023A	2022A	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	43.35%	49.28%	-5.94pct	44.87%	50.74%	-5.87pct
毛利率	56.65%	50.72%	5.94pct	55.13%	49.26%	5.87pct
营业税金及附加	0.89%	0.73%	0.16pct	0.86%	0.50%	0.36pct
销售费用率	23.53%	23.70%	-0.18pct	21.00%	19.89%	1.11pct
管理费用率	1.34%	1.82%	-0.48pct	2.44%	2.13%	0.31pct
研发费用率	5.77%	6.43%	-0.67pct	7.15%	7.37%	-0.22pct
财务费用率	-0.94%	-0.56%	-0.37pct	-1.60%	-1.60%	-0.01pct
其他收益	1.67%	1.77%	-0.10pct	1.40%	0.93%	0.48pct
投资净收益	1.05%	-2.02%	3.07pct	0.72%	0.50%	0.23pct
公允价值变动净收益	0.91%	1.33%	-0.42pct	1.32%	-0.96%	2.28pct
信用减值损失	-0.74%	-0.20%	-0.54pct	-0.25%	-0.05%	-0.20pct
资产减值损失	-1.61%	-1.60%	-0.02pct	-1.71%	-1.00%	-0.71pct
资产处置收益	0.01%	-0.10%	0.11pct	0.01%	-0.09%	0.10pct
营业利润率	27.35%	17.78%	9.58pct	26.78%	20.28%	6.50pct
营业外收入	0.02%	0.25%	-0.23pct	0.03%	0.09%	-0.05pct
营业外支出	0.00%	0.01%	-0.01pct	0.00%	0.01%	-0.01pct
利润总额	27.37%	18.01%	9.36pct	26.81%	20.35%	6.45pct
所得税	4.07%	3.32%	0.74pct	3.10%	2.50%	0.60pct
净利润	23.30%	14.69%	8.61pct	23.70%	17.85%	5.85pct
少数股东损益	0.00%	0.00%	0.00pct	0.00%	0.00%	0.00pct
归母净利润率	23.30%	14.69%	8.61pct	23.70%	17.85%	5.85pct

资料来源：Wind，国联证券研究所

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1804	893	3209	6015	9278	营业收入	6629	8654	10558	12880	15714
应收账款+票据	328	275	364	444	541	营业成本	3363	3883	4645	5667	6914
预付账款	43	63	66	80	98	营业税金及附加	33	75	64	78	95
存货	694	928	994	1213	1480	营业费用	1318	1817	2217	2769	3457
其他	4417	6738	6268	6541	6875	管理费用	630	830	972	1185	1446
流动资产合计	7286	8897	10900	14293	18271	财务费用	-106	-139	-3	-13	-25
长期股权投资	21	20	20	20	20	资产减值损失	-66	-148	-113	-138	-169
固定资产	1400	1415	1121	827	533	公允价值变动收益	-64	114	50	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	33	62	95	95	95
无形资产	7	18	14	10	6	其他	52	101	61	58	55
其他非流动资产	2120	4026	4012	3997	3997	营业利润	1344	2317	2755	3209	3808
非流动资产合计	3547	5480	5167	4854	4556	营业外净收益	5	3	3	3	3
资产总计	10833	14377	16067	19147	22827	利润总额	1349	2320	2758	3211	3810
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	166	269	332	386	459
应付账款+票据	702	1499	1340	1635	1995	净利润	1183	2051	2426	2825	3352
其他	502	1380	1039	1270	1553	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	1204	2879	2380	2906	3548	归属于母公司净利润	1183	2051	2426	2825	3352
长期带息负债	69	110	83	57	33	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	3	6	6	6	6	成长能力					
非流动负债合计	72	116	89	64	39	营业收入	13.56%	30.55%	22.00%	22.00%	22.00%
负债合计	1276	2995	2469	2969	3587	EBIT	-19.57%	75.41%	26.32%	16.08%	18.37%
少数股东权益	1	1	1	1	1	EBITDA	-15.66%	71.54%	32.12%	14.44%	16.32%
股本	94	131	131	131	131	归属于母公司净利润	-15.62%	73.32%	18.27%	16.44%	18.66%
资本公积	5096	5162	5162	5162	5162	获利能力					
留存收益	4366	6087	8303	10884	13946	毛利率	49.26%	55.13%	56.00%	56.00%	56.00%
股东权益合计	9557	11382	13598	16178	19240	净利率	17.85%	23.70%	22.98%	21.93%	21.33%
负债和股东权益总计	10833	14377	16067	19147	22827	ROE	12.38%	18.02%	17.84%	17.46%	17.42%
现金流量表						ROIC	38.32%	37.72%	39.24%	45.91%	54.52%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	1183	2051	2426	2825	3352	资产负债率	11.78%	20.83%	15.37%	15.51%	15.71%
折旧摊销	110	141	313	313	298	流动比率	6.1	3.1	4.6	4.9	5.1
财务费用	-106	-139	-3	-13	-25	速动比率	5.0	2.4	3.8	4.1	4.4
存货减少(增加为“-”)	-98	-235	-66	-219	-267	营运能力					
营运资金变动	-216	74	-187	-61	-73	应收账款周转率	20.2	31.5	29.2	29.2	29.2
其它	247	293	-51	146	194	存货周转率	4.8	4.2	4.7	4.7	4.7
经营活动现金流	1120	2186	2432	2991	3479	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	-260	-244	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-384	-2258	0	0	0	每股收益	9.0	15.6	18.5	21.5	25.5
其他	139	153	117	73	73	每股经营现金流	8.5	16.6	18.5	22.7	26.5
投资活动现金流	-505	-2348	117	73	73	每股净资产	72.7	86.6	103.4	123.0	146.3
债权融资	60	41	-27	-26	-25	估值比率					
股权融资	27	38	0	0	0	市盈率	38.0	21.9	18.5	15.9	13.4
其他	-289	121	-207	-232	-265	市净率	4.7	4.0	3.3	2.8	2.3
筹资活动现金流	-202	199	-234	-257	-290	EV/EBITDA	13.5	13.7	12.2	9.9	7.8
现金净增加额	433	48	2316	2807	3262	EV/EBIT	14.7	14.6	13.6	10.9	8.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年03月28日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼