

## 石头科技 (688169.SH) 2023 年业绩完美收官，大幅提高分红比例

2024 年 03 月 29 日

### ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陈怡仲（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

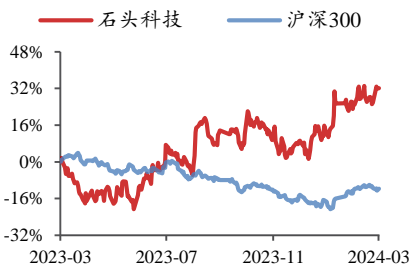
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070024

日期	2024/3/29
当前股价(元)	342.57
一年最高最低(元)	379.99/238.00
总市值(亿元)	450.40
流通市值(亿元)	450.40
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近 3 个月换手率(%)	62.52

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《2023Q4 盈利能力超预期，国内外新品产品力亮眼—公司信息更新报告》-2024.2.27
- 《发布扫地机新品 P10S 和 P10S Pro，产品力领先竞品—公司信息更新报告》-2024.2.18
- 《2023Q4 业绩超预期，新品亮眼看好业绩持续高增—公司信息更新报告》-2024.1.23

### ● 2023 年业绩完美收官，大幅提高分红比例，维持“买入”评级

2023 年实现营收 86.5 亿(同比+30.5%，后同)，归母净利润 20.5 亿(+73.3%)，扣非净利润 18.3 亿(+52.5%)。2023Q4 实现营收 29.7 亿(+32.6%)，归母净利润 6.9 亿(+110.3%)，扣非净利润 5.7 亿元(+68.7%)。2023 年公司合计分红金额（含税）约 8.4 亿，合计分红金额占归母净利润比率为 40.9%，同比大幅提升 25.6pcts。公司内外销齐头并进、盈利能力稳定，我们维持 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 24.1/28.5/33.8 亿元，对应 EPS 为 18.3/21.7/25.7 元，当前股价对应 PE 为 17.9/15.1/12.7 倍，维持“买入”评级。

● **内销：2023 年收入同比增约 30%，看好 2024Q2 新品热销拉动收入持续高增**  
根据我们测算，2023 年公司国内收入占比约 30%，收入同比增长约 30%。2023 年石头内销以价换量效果显著，2023Q4/2023 年公司线上销售额市占率同比分别+3.4%/+2.6%。2024M2 石头销额市占率达 21.2%，环比提升 2.6pcts，已与同期科沃斯份额持平。2024 年 2 月底发布的 P10S 系列产品预售部分渠道断货、表现良好，拉动发货周石头品牌线上渠道销额市占率预计接近 40%，连续 7 天京东，天猫热销榜第一，产品力得到持续验证。叠加 2024 年 3 月底高端 G 系列及超薄 V 系列新品发布，预计补足高端价格带，有望对 2024Q2 国内市场业绩形成有力支撑。

### ● 外销：2023 年欧洲/北美/亚太地区收入同比分别约+30%/+50%/+20%

2023 年外销业务中，欧洲/北美/亚太地区收入占比分别约 50%/20%/30%，收入绝对额同比分别约+30%/+50%/+20%。根据欧睿国际和 IDC 数据，石头扫地机销额已达全球第一，其中北欧销量第一、德国市占率排名第一、韩国销量第一、土耳其销额第一，展现了强劲的外销实力。分地区看：**(1) 北美：**线上渠道稳步拓展下，公司于 2023 年 10 月首次进入美国线下实体连锁零售商店 Target，已从 180 多家拓展到超 1000 多家，1 个 SKU 到 2 个 SKU，2024 年预计有较快增长。**(2) 欧洲：**2023 年公司德亚/法亚/英亚收入同比分别+80%/+1771%/+1756%，亚马逊收归自营后增长势头良好，同时看好提价和进驻线下渠道共同助力增长。

### ● 毛利率大幅提升，收入结构变化下净利率有所波动，但各区域未下降

2023Q4 毛利率 56.7%(+5.9pct)，期间费用率 29.7%(-1.7pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.2/-0.5/-0.7/-0.4pct，归母净利率为 23.3%(+8.6pct)，扣非净利率为 19.3%(+4.1pct)，净利率环比下降主系不同区域占比变化所致，各区域净利率在在费用管控、产品结构升级以及规模效应多重因素影响下保持稳定。

● **风险提示：**新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,629	8,654	10,388	12,480	15,004
YOY(%)	13.6	30.5	20.0	20.1	20.2
归母净利润(百万元)	1,183	2,051	2,406	2,848	3,379
YOY(%)	-15.6	73.3	17.3	18.4	18.7
毛利率(%)	49.3	55.1	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	17.9	23.7	23.2	22.8	22.5
ROE(%)	12.4	18.0	17.4	17.4	17.4
EPS(摊薄/元)	9.00	15.60	18.30	21.66	25.70
P/E(倍)	36.4	21.0	17.9	15.1	12.7
P/B(倍)	4.5	3.8	3.1	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023 年业绩完美收官，内销、欧洲及北美表现优异.....	4
1.1、 按区域拆分：内销及欧洲主战场增长较快，北美市场快速成长.....	5
1.2、 按产品拆分：扫地机稳健增长，洗地机和洗烘一体机翻倍增长.....	5
1.3、 按销售模式拆分：线上亚马逊直销模式快速增长.....	5
2、 2023Q4 毛利率持续提升，净利率同环比改善.....	6
2.1、 盈利能力：收入结构变动下毛利率大幅提升.....	6
2.2、 应收账款周转效率有所提升，现金流状况良好.....	8
3、 公司大幅提高 2023 年分红比例，持续实质回报投资者.....	9
4、 内销：新品热销下，看好公司市占率持续保持提升.....	9
5、 外销：三大增长点下欧洲地区增长无忧，美国稳健增长.....	11
5.1、 欧洲：线下、线上和提价三大增长点下，欧洲地区增长无忧.....	11
5.2、 北美：线上预计实现较好增长，线下渠道仍然广阔.....	12
6、 盈利预测与投资建议.....	13
7、 风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

## 图表目录

图 1： 2023 年公司实现营业收入 86.5 亿元(+30.5%).....	4
图 2： 2023Q4 公司实现营业收入 29.7 亿元(+32.6%).....	4
图 3： 2023 年归母净利润 20.5 亿元(+73.3%).....	4
图 4： 2023Q4 公司实现归母净利润 6.9 亿元(+110.3%).....	4
图 5： 2023 年公司国内/海外收入占比分别约为 30%/70%，外销市场中欧洲/北美/亚太地区收入占比分别约 50%/20%/30%.....	5
图 6： 2023 年智能扫地机及配件营收 80.85 亿元 (+27.41%)，其他智能电器产品营收 5.54 亿元 (+109.40%)，占比分别为 93.6%/6.4%，同比分别-2.4/+2.4pcts.....	5
图 7： 2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 36.25/50.14 亿元,同比分别+61.21%/+14.95%.....	6
图 8： 2023 年公司毛利率为 55.1%(+5.9pct).....	6
图 9： 2023Q4 毛利率为 56.7%(+5.9pct).....	6
图 10： 2023 年智能扫地机及配件/其他智能电器产品毛利率分别为 56.2%/43.3%，同比分别+6.6/-1.2pcts.....	7
图 11： 2023 年直营/经销模式毛利率分别为 58.4%/53.1%，同比分别+3.8/+6.5pcts.....	7
图 12： 2023 年公司期间费用率 29.0%(+1.2pct).....	7
图 13： 2023Q4 期间费用率 29.7%(-1.7pct).....	7
图 14： 2023 年公司净利率为 23.7%(+5.8pct).....	8
图 15： 2023Q4 净利率为 23.3%(+8.6pct).....	8
图 16： 2023 年净营业周期为 8 天 (+9.1 天).....	8
图 17： 2023 年公司经营性现金流净额为 21.9 亿元 (+95.1%).....	8
图 18： 公司 2023 年度合计分红金额占合并报表中归母净利润的比率为 40.85%.....	9
图 19： 石头内销线上市占率持续提高，2024M2 已与科沃斯持平.....	9
图 20： 2023Q1 的利润在全年利润中占比仅 10%.....	10
图 21： 2024W12 石头品牌线上渠道销额市占率达 33%.....	10
图 22： 2024W12 石头 P10S Pro 线上渠道销额市占率达 27%.....	10
图 23： 2024 年 3 月 29 日石头发布了 G 系列（右）及超薄 V 系列（左）新品.....	11

---

图 24: 2023Q2 欧洲地区相比 2022 年并非高基数.....	11
图 25: 相比德国, 石头在法国、英国等地的市占率水平还有较大提升空间.....	12
图 26: 2023 年欧洲亚马逊渠道收回直营后增长较快.....	12
图 27: CES 展会中石头推出了 S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra 旗舰新品, 定价超过 2023 年同期旗舰产品.....	12
图 28: Roborock 已经进驻该 Target 门店, 货架上进驻 SKU 为 S7 Max Ultra.....	13

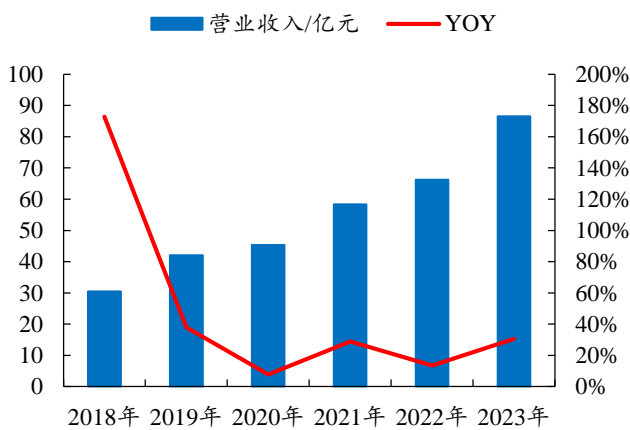
## 1、2023 年业绩完美收官，内销、欧洲及北美表现优异

2023 年公司实现营业收入 86.5 亿元(+30.5%)，归母净利润 20.5 亿元(+73.3%)，扣非归母净利润 18.3 亿元(+52.5%)。单 2023Q4 看，公司实现营业收入 29.7 亿元(+32.6%)，归母净利润 6.9 亿元(+110.3%)，扣非归母净利润 5.7 亿元(+68.7%)。

报告期内，公司内外销齐头并进，其中占比较大的欧洲地区表现优异，同时北美地区快速成长，共同拉动公司收入实现良好增长。与此同时，收入结构变化下毛利率快速提升、资管计划及理财收入提升下归母净利润实现较快增长。

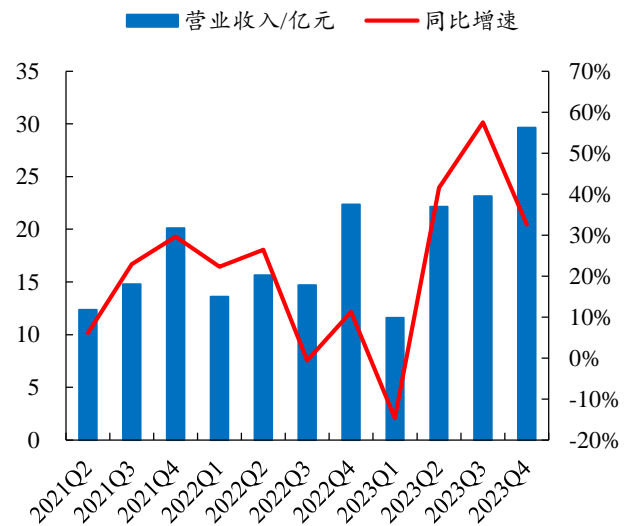
根据欧睿数据，目前石头科技的扫地机器人已经实现了销额全球排名第一，市场占有率在全球超过 14 个国家和地区跻身前三。据 IDC 数据，在欧洲地区，石头科技的扫地机器人在北欧市场销量第一、德国市占率排名第一；在亚太地区，韩国市场销量第一、土耳其市场销额第一。

图1：2023 年公司实现营业收入 86.5 亿元(+30.5%)



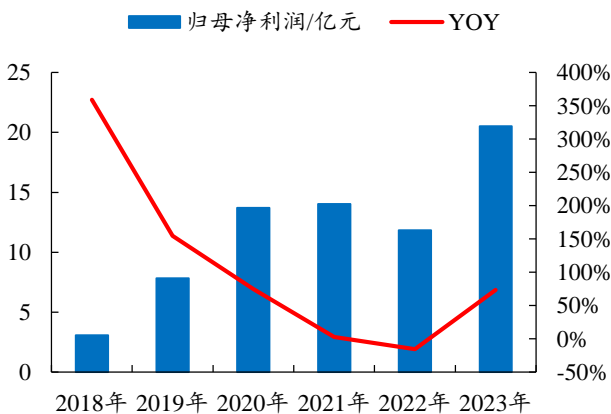
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q4 公司实现营业收入 29.7 亿元(+32.6%)



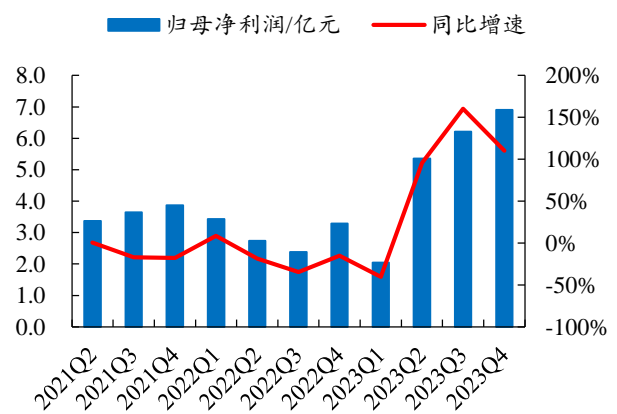
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年归母净利润 20.5 亿元(+73.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 公司实现归母净利润 6.9 亿元(+110.3%)

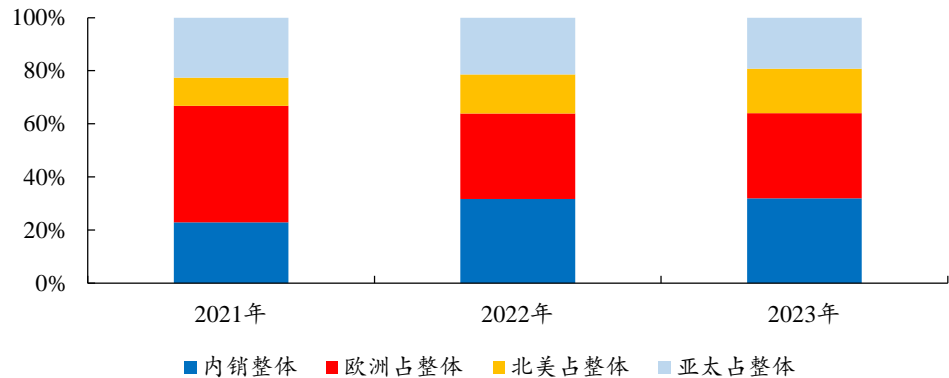


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按区域拆分：内销及欧洲主战场增长较快，北美市场快速成长

根据我们的测算，2023 年公司国内/海外收入占比分别约为 30%/70%，外销市场中欧洲/北美/亚太地区收入占比分别约 50%/20%/30%，2023 年国内/欧洲/北美/亚太地区的收入绝对额同比分别增长约+30%/+30%/+50%/+20%。报告期内公司主力市场内销及欧洲地区增长较快，同时北美市场快速成长。

**图5：2023 年公司国内/海外收入占比分别约为 30%/70%，外销市场中欧洲/北美/亚太地区收入占比分别约 50%/20%/30%**

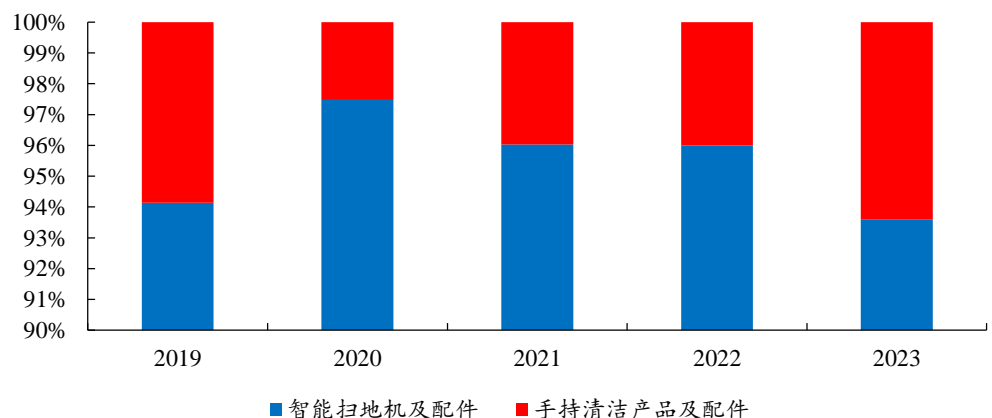


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、按产品拆分：扫地机稳健增长，洗地机和洗烘一体机翻倍增长

2023 年智能扫地机及配件营收 80.85 亿元 (+27.41%)，其他智能电器产品营收 5.54 亿元 (+109.40%)，占比分别为 93.6%/6.4%，同比分别-2.4/+2.4pcts。

**图6：2023 年智能扫地机及配件营收 80.85 亿元 (+27.41%)，其他智能电器产品营收 5.54 亿元 (+109.40%)，占比分别为 93.6%/6.4%，同比分别-2.4/+2.4pcts**

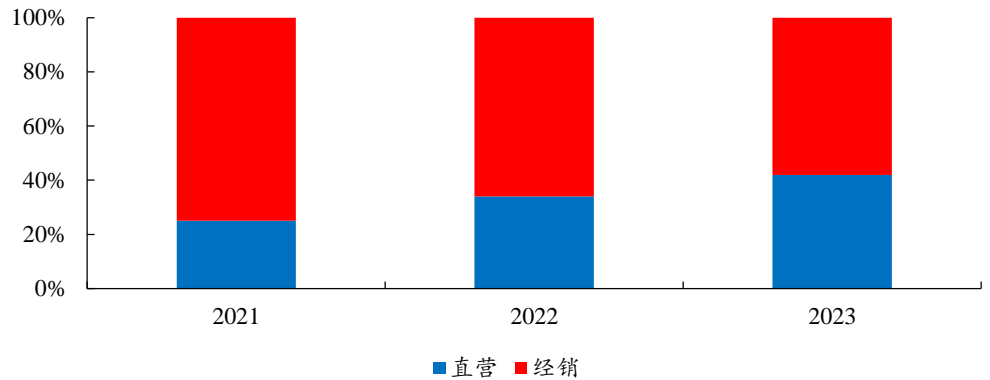


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、按销售模式拆分：线上亚马逊直销模式快速增长

2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 36.25/50.14 亿元,同比分别+61.21%/+14.95%，占比分别为 42.0%/58.0%，同比分别+7.9/-7.9pcts。直销模式快速增长主系美亚渠道产品热销、欧洲亚马逊收归自营管理后快速增长共同拉动所致。

**图7：2023 年公司直销/经销模式分别实现收入 36.25/50.14 亿元,同比分别 +61.21%/+14.95%**



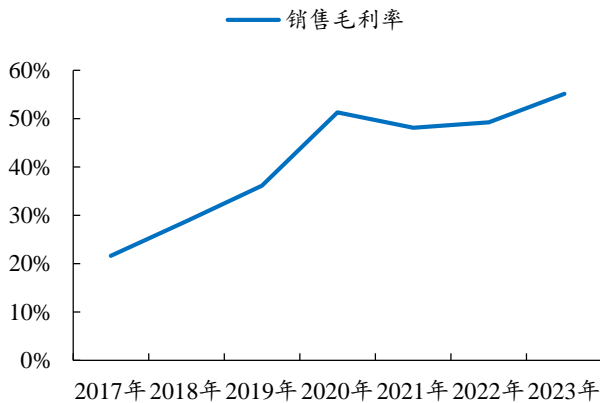
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2023Q4 毛利率持续提升，净利率同环比改善

### 2.1、盈利能力：收入结构变动下毛利率大幅提升

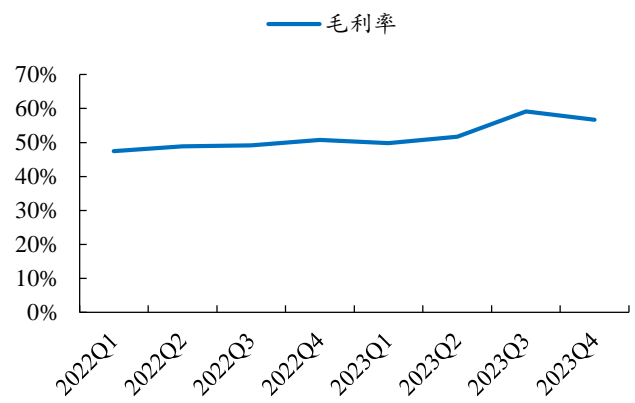
**毛利率:**2023 年公司毛利率为 55.1%(+5.9pct),2023Q4 毛利率为 56.7%(+5.9pct)。  
 (1)分产品看,智能扫地机及配件/其他智能电器产品毛利率分别为 56.2%/43.3%,  
 同比分别+6.6/-1.2pcts。(2)分销售模式看,直销/经销模式毛利率分别为  
 58.4%/53.1%,同比分别+3.8/+6.5pcts。

**图8：2023 年公司毛利率为 55.1%(+5.9pct)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

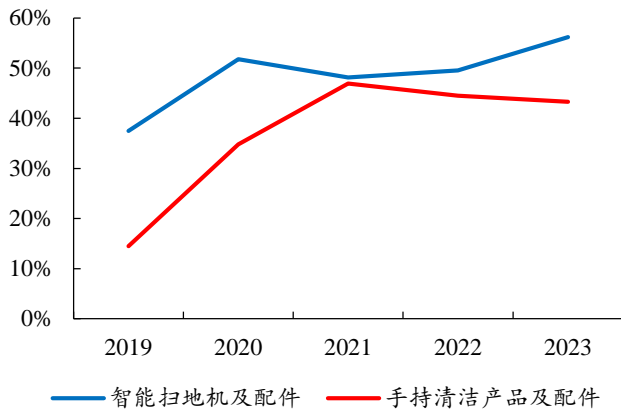
**图9：2023Q4 毛利率为 56.7%(+5.9pct)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

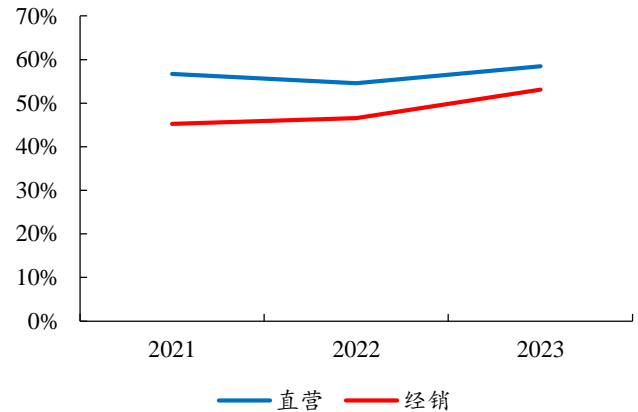


**图10: 2023 年智能扫地机及配件/其他智能电器产品毛利率分别为 56.2%/43.3%，同比分别+6.6/-1.2pcts**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图11: 2023 年直营/经销模式毛利率分别为 58.4%/53.1%，同比分别+3.8/+6.5pcts**

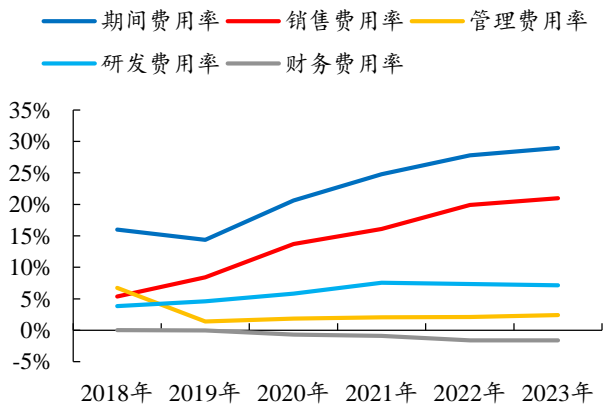


数据来源: Wind、开源证券研究所

**费用端:** 期间费用率 29.0%(+1.2pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.0%/2.4%/7.2%/-1.6%, 同比分别+1.1/+0.3/-0.2/+0.0pct。

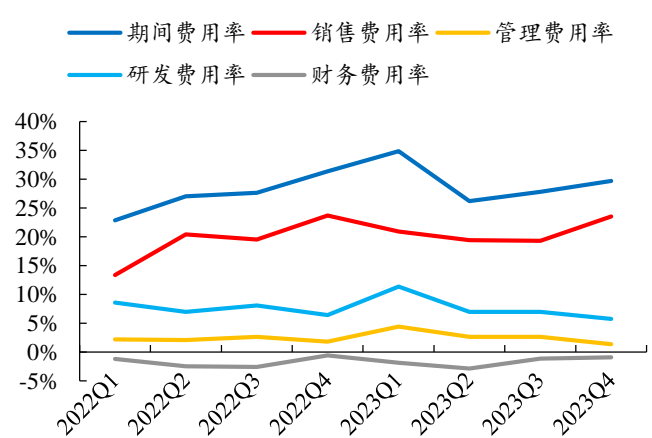
单季度看, 2023Q4 毛利率 56.7%(+5.9pct), 期间费用率 29.7%(-1.7pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/1.3%/5.8%/-0.9%, 同比分别-0.2/-0.5/-0.7/-0.4pct。

**图12: 2023 年公司期间费用率 29.0%(+1.2pct)**



数据来源: Wind、开源证券研究所

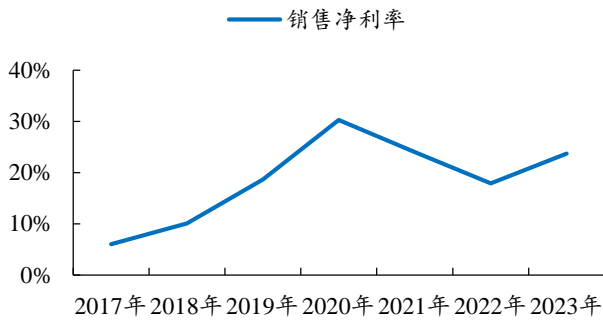
**图13: 2023Q4 期间费用率 29.7%(-1.7pct)**



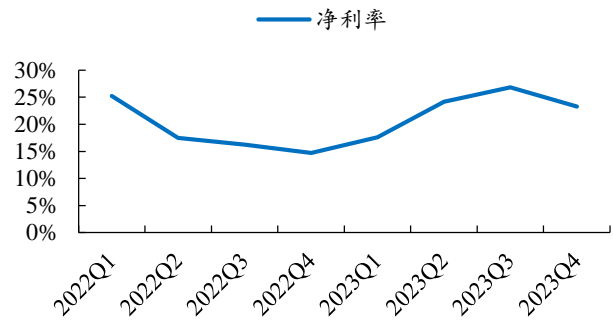
数据来源: Wind、开源证券研究所

**净利率:** 2023 年公司净利率为 23.7%(+5.8pct), 归母净利率为 23.7%(+5.8pct), 提升主系收入结构变化下毛利率快速提升、公允价值变动(资管计划、理财收入提升合计约 0.88 亿元)所致, 扣非净利率为 21.1%(+3pct)。

综合影响下 2023Q4 净利率为 23.3%(+8.6pct), 归母净利率为 23.3%(+8.6pct), 提升主系高毛利率北美地区收入占比继续提升、投资收益增加所致, 扣非净利率为 19.3%(+4.1pct)。2023Q4 整体净利率环比下降主系不同区域占比变化所致, 各区域净利率在在费用管控、产品结构升级以及规模效应多重因素影响下保持稳定。

**图14：2023年公司净利率为23.7%(+5.8pct)**


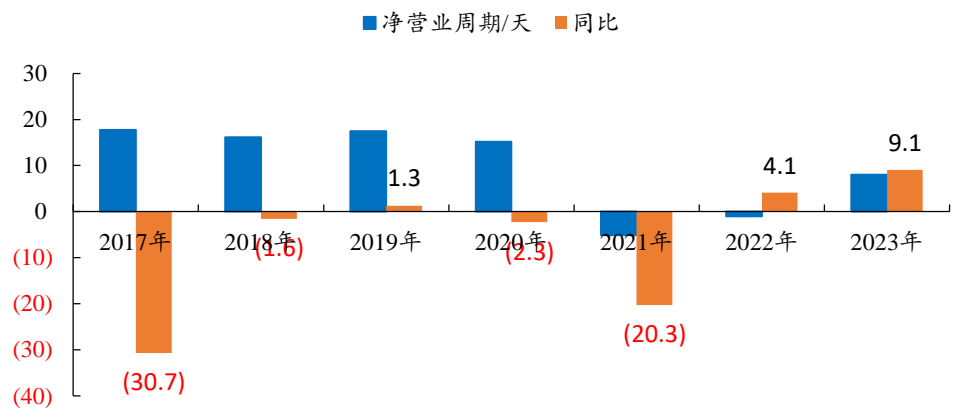
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2023Q4净利率为23.3%(+8.6pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

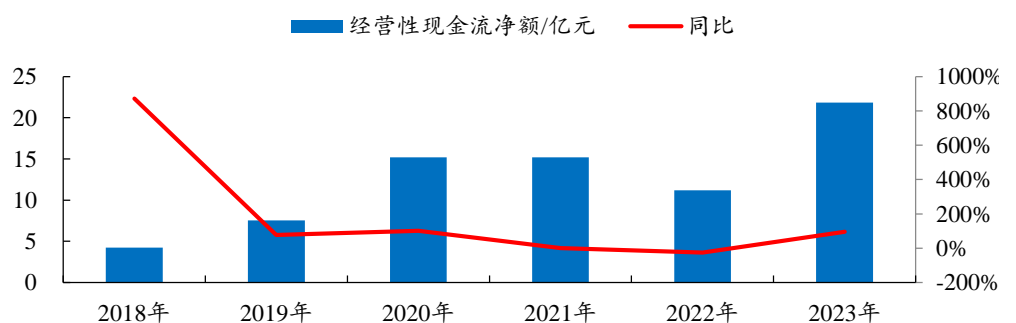
## 2.2、应收账款周转效率有所提升，现金流状况良好

**营运能力：**截至2023年12月31日，公司存货为9.3亿元(+33.8%)，存货周转天数为75.2天(+6.2天)；应收账款及应收票据为2.7亿元(-16.1%)，应收账款及应收票据周转天数为9.4天(-3.2天)；应付账款及应付票据为15亿元(+113.4%)，应付账款及应付票据周转天数为76.5天(-6.1天)，净营业周期为8天(+9.1天)。

**图16：2023年净营业周期为8天(+9.1天)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**现金流：**2023年公司经营性现金流净额为21.9亿元(+95.1%)，经营质量较好。

**图17：2023年公司经营性现金流净额为21.9亿元(+95.1%)**


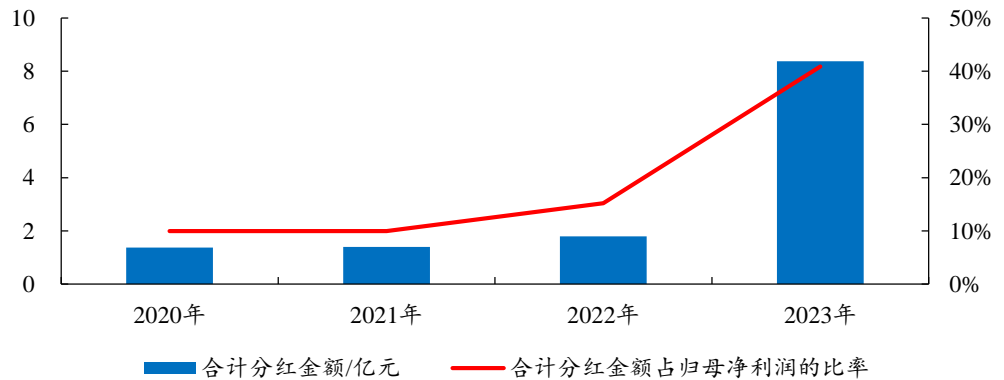
数据来源：Wind、开源证券研究所



### 3、公司大幅提高 2023 年分红比例，持续实质回报投资者

根据公司公告，公司 2023 年度合计分红金额（含税）为约 8.38 亿元，合计分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 40.85%，同比 2022 年的 15.21%，大幅提升了 25.64pcts。

图18：公司 2023 年度合计分红金额占合并报表中归母净利润的比率为 40.85%

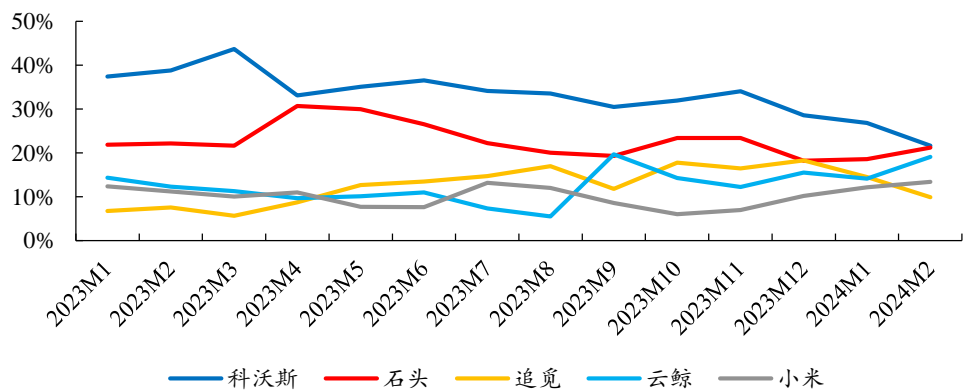


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 4、内销：新品热销下，看好公司市占率持续保持提升

2023 年石头内销以价换量效果显著，2024M2 销额市占率已与科沃斯持平。根据奥维数据，2023Q4/2023 全年石头线上渠道销额分别达 10.2/25.1 亿元，同比分别+40.7%/+19.1%，线上销额市占率同比分别+3.4%/+2.6%，实现较好增长，其中销量同比分别+43.6%/+20.5%，以价换量效果显著。2024M2 石头销额市占率达 21.2%，环比提升 2.6pcts，同期科沃斯份额达 21.6%，环比-5.2pcts，石头份额已与科沃斯持平。

图19：石头内销线上市占率持续提高，2024M2 已与科沃斯持平

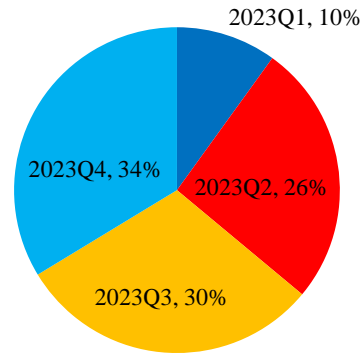


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2024Q1 的作用主要是上新，2024Q2 是决定上半年业绩的关键季度。Q1 的主要作用是新品预售，不仅新品无法确认收入，也会影响老品销售，同时也会产生较多提前投放的营销费用，综合叠加使得 Q1 在全年收入/利润占比很低（2023 年分别在 13%/10%左右）。我们预计公司新品确认的收入与利润将大部分被确认在 Q2，这也

是影响公司上半年业绩的关键季度。

图20: 2023Q1 的利润在全年利润中占比仅 10%

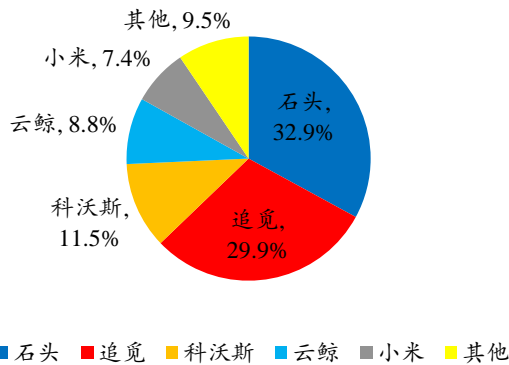


数据来源: Wind、开源证券研究所

持续看好公司在较强产品力引领下, 内销持续扩份额

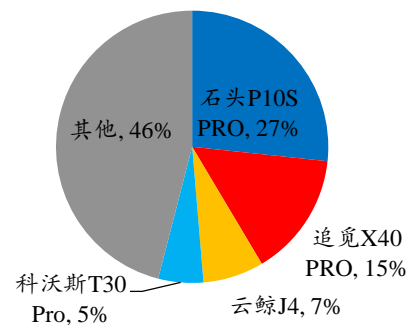
2024 年 2 月底发布的 P10S 系列预售表现良好, 有望拉动 Q2 收入实现较好增长。石头 P10S 系列销售火爆, 第一批产品 3 月 19 日发货, 预售断货、补货后第二批 3 月 31 日发货, 良好的预售数据有望对 2024Q2 业绩形成有力支撑。根据奥维云网数据(线上渠道计入天猫, 京东, 苏宁易购三个渠道), 发货周(24W12)石头品牌线上渠道销额市占率达 32.9%, 其中 P10S Pro 产品销额市占率近 30%。考虑到数据口径不全的问题, 我们预计石头发货周市占率接近 40%, 产品力得到持续验证。

图21: 2024W12 石头品牌线上渠道销额市占率达 33%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图22: 2024W12 石头 P10S Pro 线上渠道销额市占率达 27%



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

高端 G 系列及超薄 V 系列新品发布, 预计补足高端价格带, 助力份额提升。2024 年 3 月 29 日, 2024 石头科技全球发布会发布了具有纯黑配色的 G 系列新品 G20S (CES 展发布的 S8 MAXV 国内版) 以及 8.2cm 超薄的 V 系列新品 V20。当前消费情况仍呈现“K”型分化, 我们看好石头持续在不同价位段上推出具有优异产品力和性价比的新品, 不断丰富产品矩阵、积攒用户口碑、持续扩大内销份额。

2024 年扫地机行业的创新点主要包括边刷外扩、第 2/3 小拖布等, 均为石头年初首创, 持续引领行业。我们持续看好石头凭借优异的产品创新能力及良好的品牌口碑, 持续保持内销份额提升, 助力内销收入保持较高增长。

图23：2024年3月29日石头发布了G系列（右）及超薄V系列（左）新品



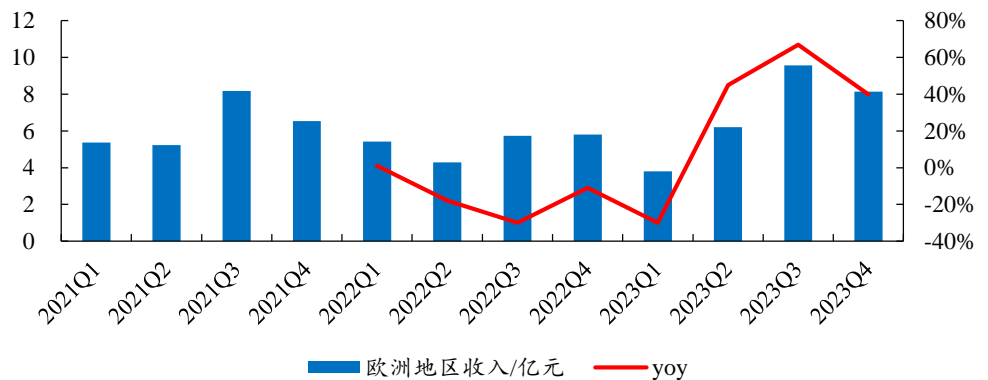
资料来源：石头科技官网

## 5、外销：三大增长点下欧洲地区增长无忧，美国稳健增长

### 5.1、欧洲：线下、线上和提价三大增长点下，欧洲地区增长无忧

与市场观点不同，我们认为相比2021年，2023Q2欧洲地区并非高基数，三大增长点下预计2024Q2仍能保持较快增长。根据我们的测算，欧洲地区2023Q2相比2021Q2仅增长了19%，并未呈现大幅增长、形成高基数，同比2022Q2增长较快主系俄乌冲突下，需求阶段性疲软所致。

图24：2023Q2欧洲地区相比2022年并非高基数



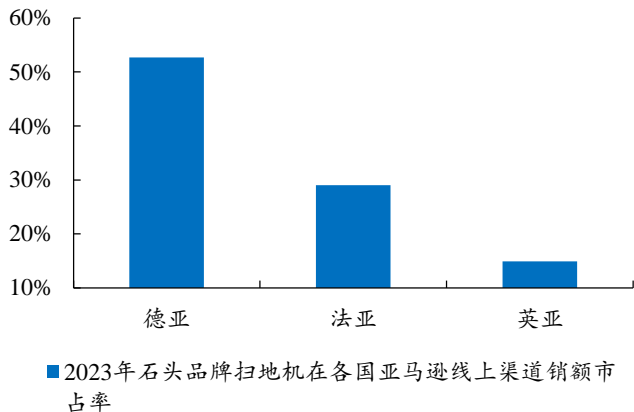
数据来源：公司公告、开源证券研究所

展望2024年，我们认为欧洲仍有三大增长点，预计将共同作用、拉动欧洲地区实现较快增长：

(1) 线下渠道方面，逐步进入意大利、西班牙、法国和英国等低市占率国家的线下渠道。根据久谦数据，2023年石头品牌扫地机在英国/法国/德国亚马逊线上渠道的销额市占率（以头部扫地机品牌收入作为行业收入）分别为14.9%/29.0%/52.7%，英法等国家仍处于较低水平。随着公司逐步拓宽SKU，石头当前已拥有适合推广于更多市场的产品矩阵、有望拉动低市占率国家收入实现较快增长。

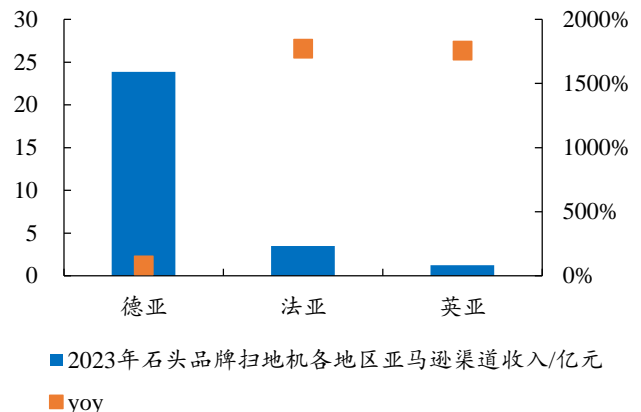
(2) 欧洲亚马逊渠道收回直营后增长较快。2023年以前，公司在欧洲地区的亚马逊线上业务主要由经销商运营，模式以SC为主。2023年起，公司逐步将德国、法国、意大利和西班牙的线上亚马逊业务收回，并转为VC直营模式，实现了销售收入的快速增长。我们认为公司在美亚已积攒起较强的线上亚马逊运营经验，有望复制到欧洲地区，实现线上渠道的较快增长。

图25: 相比德国, 石头在法国、英国等地的市占率水平还有较大提升空间



数据来源: 久谦咨询、开源证券研究所

图26: 2023年欧洲亚马逊渠道收回直营后增长较快



数据来源: 久谦咨询、开源证券研究所

(3) 2024年旗舰产品价格高于2023年, 德国北欧等高市占率地区仍能提价。

2024年美国CES消费电子展(CES2024)于北京时间1月9日至1月13日在美国内华达州拉斯维加斯市举行, 石头科技携3个品类、8个产品参会。我们发现其中3个扫地机新品为世界范围内首发, 且旗舰扫地机新品S8 MaxV Ultra及S8 Max Ultra针对海外用户使用习惯, 主要针对清洁能力和智能化方向进行迭代升级, 产品力持续引领行业, 分别定价1799.99/1599.99美金, 预计在2024年4月上市; 在性价比价格带, 公司推出了全基站产品Q Revo MaxV(国内P10 Pro)以及Q Revo Pro(国内P10 Pro减配版, 尚未在国内上市)。

对比2023Q2, 当时石头的新品主要为S8系列、S7 Max Ultra、以及Q Revo系列。其中S8系列定价749-1599美金, S7 Max Ultra定价1299美金, Q Revo定价899美金。当前公司S8 MaxV系列新品定价更高, 预计在德国、北欧等已完成消费者培育、石头具有较强产品口碑的市场中, 仍能进一步提价、拉动产品结构继续优化。

图27: CES展会中石头推出了S8 MaxV Ultra、S8 Max Ultra旗舰新品, 定价超过2023年同期旗舰产品



资料来源: 开源证券研究所

5.2、北美: 线上预计实现较好增长, 线下渠道仍然广阔

2023年北美线上渠道预计实现较好增长, 广阔的线下渠道预计实现较好增量。基于线上热销趋势, 2023年石头已进驻Target近180家门店, 线下陈列产品为售价约950美元的S7 Max Ultra。2024年公司预计与Target合作新增一个陈列SKU, 且进店数量扩升至1000余家。此外, 石头在BestBuy、Home Depot、Walmart等大型



KA 的线上平台中均有销售, 预计随产品在线上持续验证热销后, 逐步进驻线下渠道。

**图28: Roborock 已经进驻该 Target 门店, 货架上进驻 SKU 为 S7 Max Ultra**



资料来源: 开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

(1)内销端,P10S Pro 新品天猫京东热销榜霸榜第 1 一整周、周市占率接近 40%, 叠加 3.29 新品 G 系列和 V 系列发售, 产品力引领下内销有望持续扩份额。(2)外销端, 欧洲有三大增长点: 一是进入意大利、西班牙、法国等低市占率国家线下渠道, 二是欧洲亚马逊收回直营后增长快, 三是 2024 年旗舰产品价格高于 2023 年, 德国北欧等优势市场仍能提价。美国市场中, 线下渠道仍有增量, 且美亚一直维持较高增长。(3)盈利能力端, 公司一直采取成本加成定价, 费用管控严格, 净利率只与渠道占比有关, 预计各渠道可以保持稳定。

公司内外销齐头并进、盈利能力稳定, 我们维持 2024-2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 24.1/28.5/33.8 亿元, 对应 EPS 为 18.3/21.7/25.7 元, 当前股价对应 PE 为 17.9/15.1/12.7 倍, 维持“买入”评级。

## 7、风险提示

新品销售不及预期; 原材料价格风险; 海外高通胀下需求不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7286	8897	9698	12301	15193	<b>营业收入</b>	6629	8654	10388	12480	15004
现金	1804	893	2309	3962	7068	营业成本	3363	3883	4779	5741	6902
应收票据及应收账款	328	275	0	0	0	营业税金及附加	33	75	71	96	109
其他应收款	61	693	212	875	432	营业费用	1318	1817	2078	2371	2926
预付账款	43	63	64	88	95	管理费用	141	211	208	250	300
存货	694	928	1068	1330	1553	研发费用	489	619	738	924	1125
其他流动资产	4356	6045	6045	6045	6045	财务费用	-106	-139	-92	-175	-266
<b>非流动资产</b>	3547	5480	5514	5609	5793	资产减值损失	-66	-148	-141	-191	-217
长期投资	21	20	20	20	19	其他收益	61	121	120	120	80
固定资产	1315	1286	1263	1289	1381	公允价值变动收益	-64	114	0	0	0
无形资产	7	18	19	20	20	投资净收益	33	62	150	62	98
其他非流动资产	2205	4155	4211	4281	4373	资产处置收益	-6	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	10833	14377	15212	17910	20985	<b>营业利润</b>	1344	2317	2721	3239	3843
<b>流动负债</b>	1204	2879	1309	1432	1403	营业外收入	6	3	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	0	0	0	0
应付票据及应付账款	702	1499	0	0	0	<b>利润总额</b>	1349	2320	2724	3243	3846
其他流动负债	502	1380	1309	1432	1403	所得税	166	269	319	395	467
<b>非流动负债</b>	72	116	116	116	116	<b>净利润</b>	1183	2051	2406	2848	3379
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	72	116	116	116	116	<b>归属母公司净利润</b>	1183	2051	2406	2848	3379
<b>负债合计</b>	1276	2995	1425	1548	1519	EBITDA	1391	2409	2920	3417	3985
少数股东权益	1	1	1	1	1	EPS(元)	9.00	15.60	18.30	21.66	25.70
股本	94	131	131	131	131						
资本公积	5096	5162	5162	5162	5162	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
留存收益	4423	6234	8399	10962	14003	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	9556	11381	13786	16361	19465	营业收入(%)	13.6	30.5	20.0	20.1	20.2
<b>负债和股东权益</b>	10833	14377	15212	17910	20985	营业利润(%)	-15.9	72.4	17.4	19.1	18.6
						归属于母公司净利润(%)	-15.6	73.3	17.3	18.4	18.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	49.3	55.1	54.0	54.0	54.0
						净利率(%)	17.9	23.7	23.2	22.8	22.5
						ROE(%)	12.4	18.0	17.4	17.4	17.4
						ROIC(%)	56.6	102.1	82.0	72.8	85.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	11.8	20.8	9.4	8.6	7.2
						净负债比率(%)	-18.7	-7.6	-16.7	-24.2	-36.3
						流动比率	6.1	3.1	7.4	8.6	10.8
						速动比率	5.0	2.4	5.8	6.9	8.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	29.3	28.7	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.4	3.5	6.4	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	9.00	15.60	18.30	21.66	25.70
						每股经营现金流(最新摊薄)	8.52	16.63	10.75	15.13	26.16
						每股净资产(最新摊薄)	72.68	86.56	104.86	124.44	148.05
						<b>估值比率</b>					
						P/E	36.4	21.0	17.9	15.1	12.7
						P/B	4.5	3.8	3.1	2.6	2.2
						EV/EBITDA	26.9	15.4	12.2	10.0	7.8

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1120	2186	1414	1989	3440
净利润	1183	2051	2406	2848	3379
折旧摊销	96	116	180	204	240
财务费用	-106	-139	-92	-175	-266
投资损失	-33	-62	-150	-62	-98
营运资金变动	-216	74	-914	-801	211
其他经营现金流	195	146	-16	-25	-27
<b>投资活动现金流</b>	-505	-2348	-64	-238	-326
资本支出	255	248	214	300	424
长期投资	-384	-2258	0	0	0
其他投资现金流	134	157	150	62	98
<b>筹资活动现金流</b>	-202	199	66	-98	-8
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	27	38	0	0	0
资本公积增加	38	65	0	0	0
其他筹资现金流	-267	96	66	-98	-8
<b>现金净增加额</b>	433	48	1416	1653	3106

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn