

迭代升级夯实技术壁垒，海外渠道持续丰富

投资要点

- **事件：**2023年公司实现营收86.5亿元，同比增长30.5%；归母净利润20.5亿元，同比增长73.3%；扣非后归母净利润18.3亿元，同比增长52.5%。单季度来看，Q4公司实现营收29.7亿元，同比增长32.6%；归母净利润6.9亿元，同比增长110.3%；扣非后归母净利润5.7亿，同比增长68.6%。2023年公司分红率金额（含回购）8.4亿元，合计分红金额占当期归母净利润比率自2022年的15.2%提升至2023年的40.9%。
- **扫地机器人量价齐增，洗地机高速发展。**分产品来看，2023年公司智能扫地机及配件产销量分别同比增长29%/15.5%至287.3万台/259.5万台，营收同比增长27.4%至80.9亿元，量价均有所提升；其它智能电器产品产销量分别同比增长111.6%/109.8%至29.9万台/25.6万台，营收同比增长109.4%至5.5亿元。分区域来看，内外销分别实现营收44.1亿元/42.3亿元，分别同比增长41%/21.4%。分销售模式来看，直营与经销分别实现营收36.3亿元/50.1亿元，分别同比增长61.2%/15%。国内市场公司扫地机器人线上市场零售额份额达到23.9%，同比提升2.6%，海外市场持续丰富渠道、推动产品升级，带动海外量价齐增，随公司海外搭建自营渠道，国内营收快速增长，预计未来直营占比将不断提升。
- **产品结构改善带动盈利能力提升。**公司2023年主营业务毛利率同比提升6pp至55.3%，其中智能扫地机及配件/其他智能电器产品毛利率分别为56.2%/43.3%，分别同比+6.6pp/-1.2pp，国内扫地机器人主要依靠新品、爆品例如P系列对毛利率进行拉动，国外则持续推进产品升级提升毛利率水平。费用率方面，2023年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为21%/2.4%/-1.6%/7.2%，分别同比+1.1pp/+0.3pp/0pp/-0.2pp。净利率方面，2023年公司净利率同比提升比5.8pp至23.7%，盈利能力稳中有增，主要得益于毛利率的增长。
- **夯实公司技术壁垒，海外渠道持续丰富。**2023年公司研发投入6.2亿元，同比增长26.7%，公司持续将研发投入转化为产品优势，2023年Q2推出的P系列销量提升迅速；渠道方面，公司深耕本土、拓展国际，实现海内外业务可持续发展，产品遍布全球170多个国家和地区，已有超过1,500万家庭使用石头扫地机器人，2023年入驻美国线下渠道Target门店共180家，预计后续将持续丰富海外国家、渠道，带动海外市场高速发展。
- **盈利预测与投资建议。**公司不断加大研发投入，提升扫地机器人核心竞争力，海内外产品结构升级，渠道持续丰富，实现量价齐增；洗地机产品快速发展，成为公司第二成长曲线。预计公司2024-2026年EPS分别为19.22元、23.05元、28.29元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海内外需求不及预期、渠道拓展不及预期、竞争加剧等风险。

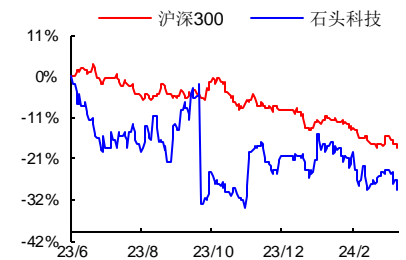
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8653.78	10698.99	13056.04	15708.87
增长率	30.55%	23.63%	22.03%	20.32%
归属母公司净利润(百万元)	2051.22	2526.47	3030.28	3719.02
增长率	73.32%	23.17%	19.94%	22.73%
每股收益EPS(元)	15.60	19.22	23.05	28.29
净资产收益率ROE	18.02%	18.63%	18.77%	19.23%
PE	22	18	15	12
PB	3.95	3.32	2.78	2.33

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓
执业证号：S1250518090001
电话：023-63786049
邮箱：gmh@swsc.com.cn
联系人：方建钊
电话：18428374714
邮箱：fjz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.31
流通A股(亿股)	1.31
52周内股价区间(元)	245.00-371.48
总市值(亿元)	449.56
总资产(亿元)	143.77
每股净资产(元)	86.56

相关研究

1. 石头科技（688169）：收入持续高增，盈利显著提升（2023-11-01）
2. 石头科技（688169）：新品放量增长，Q2业绩高增（2023-08-31）
3. 石头科技（688169）：国内份额持续优化，Q1经营承压（2023-04-29）

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到公司海外渠道持续丰富，国内份额持续提升，假设 2024-2026 年公司国内营收增速分别为 35%/33%/30%；海外营收增速分别为 19.1%/16.9%/15.1%。

假设 2：公司持续改善产品结构，假设 2024-2026 年公司国内销售毛利率为 52%、52.5%、53%；国外销售毛利率分别为 57%、57.5%、58%。

假设 3：考虑到公司自营比例不断提升，加大营销投入，假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 20.5%、21%、21%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	8653.8	10699.0	13056.0	15708.9
	增速	30.5%	23.6%	22.0%	20.3%
	营业成本	3882.6	4821.9	5828.8	6948.5
	毛利率	55.1%	54.9%	55.4%	55.8%
国内销售	营业收入	2592.7	3500.1	4655.2	6051.7
	增速	45.0%	35.0%	33.0%	30.0%
	营业成本	1296.34	1680.06	2211.20	2844.30
	毛利率	50.0%	52.0%	52.5%	53.0%
国外销售	营业收入	5963.57	7100.36	8301.39	9556.68
	增速	27.71%	19.06%	16.92%	15.12%
	营业成本	2802.88	3053.15	3528.09	4013.81
	毛利率	53.0%	57.0%	57.5%	58.0%

数据来源：Wind, 西南证券

公司不断加大研发投入，提升扫地机器人核心竞争力，海内外产品结构升级，渠道持续丰富，实现量价齐增；洗地机产品快速发展，成为公司第二成长曲线。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 19.22 元、23.05 元、28.29 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8653.78	10698.99	13056.04	15708.87	净利润	2051.20	2526.46	3030.26	3718.99
营业成本	3882.55	4821.87	5828.84	6948.55	折旧与摊销	115.54	102.73	106.33	109.93
营业税金及附加	74.60	92.24	112.56	135.43	财务费用	-138.60	-107.52	-118.16	-198.73
销售费用	1817.25	2193.29	2741.77	3298.86	资产减值损失	-148.05	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	210.98	1016.40	1240.32	1492.34	经营营运资本变动	726.03	-69.38	112.26	162.19
财务费用	-138.60	-107.52	-118.16	-198.73	其他	-420.20	-98.78	-133.08	-114.64
资产减值损失	-148.05	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	2185.93	2323.52	2967.61	3647.74
投资收益	62.47	35.00	35.00	35.00	资本支出	28.05	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	114.31	114.31	114.31	114.31	其他	-2376.27	956.17	149.31	149.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2348.21	896.17	89.31	89.31
营业利润	2317.21	2862.01	3430.03	4211.74	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.58	2.88	3.10	2.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2319.78	2864.89	3433.13	4214.68	股权融资	103.21	0.00	0.00	0.00
所得税	268.58	338.44	402.87	495.68	支付股利	0.00	-341.89	-449.17	-527.52
净利润	2051.20	2526.46	3030.26	3718.99	其他	95.77	78.22	118.16	198.73
少数股东损益	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	筹资活动现金流净额	198.97	-263.67	-331.01	-328.79
归属母公司股东净利润	2051.22	2526.47	3030.28	3719.02	现金流量净额	48.47	2956.01	2725.91	3408.27
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	892.97	3848.98	6574.90	9983.17	成长能力				
应收和预付款项	1030.37	962.67	1247.55	1531.17	销售收入增长率	30.55%	23.63%	22.03%	20.32%
存货	928.19	1137.21	1391.48	1654.99	营业利润增长率	72.36%	23.51%	19.85%	22.79%
其他流动资产	6045.34	5289.08	5347.39	5413.02	净利润增长率	73.32%	23.17%	19.94%	22.73%
长期股权投资	20.35	20.35	20.35	20.35	EBITDA 增长率	71.87%	24.54%	19.63%	20.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1285.74	1248.19	1207.04	1162.29	毛利率	55.13%	54.93%	55.36%	55.77%
无形资产和开发支出	18.45	16.15	13.85	11.55	三费率	21.84%	29.00%	29.59%	29.23%
其他非流动资产	4155.23	4152.35	4149.47	4146.58	净利率	23.70%	23.61%	23.21%	23.67%
资产总计	14376.64	16674.99	19952.02	23923.11	ROE	18.02%	18.63%	18.77%	19.23%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.27%	15.15%	15.19%	15.55%
应付和预收款项	1934.02	1960.37	2439.91	2978.91	ROIC	115.23%	161.05%	175.90%	204.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.51%	26.71%	26.18%	26.25%
其他负债	1061.12	1152.27	1368.66	1609.28	营运能力				
负债合计	2995.14	3112.63	3808.57	4588.19	总资产周转率	0.69	0.69	0.71	0.72
股本	131.48	131.48	131.48	131.48	固定资产周转率	6.65	8.44	10.64	13.26
资本公积	5161.86	5161.86	5161.86	5161.86	应收账款周转率	28.42	32.24	29.86	29.90
留存收益	6234.26	8418.84	10999.95	14191.45	存货周转率	4.68	4.63	4.58	4.55
归属母公司股东权益	11380.53	13561.40	16142.50	19334.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.03%	—	—	—
少数股东权益	0.98	0.96	0.94	0.92	资本结构				
股东权益合计	11381.50	13562.36	16143.45	19334.92	资产负债率	20.83%	18.67%	19.09%	19.18%
负债和股东权益合计	14376.64	16674.99	19952.02	23923.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.09	3.75	3.94	4.16
					速动比率	2.77	3.37	3.57	3.79
					股利支付率	0.00%	13.53%	14.82%	14.18%
					每股指标				
					每股收益	15.60	19.22	23.05	28.29
					每股净资产	86.56	103.15	122.78	147.05
					每股经营现金	16.63	17.67	22.57	27.74
					每股股利	0.00	2.60	3.42	4.01
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2294.15	2857.23	3418.20	4122.94					
PE	21.92	17.79	14.84	12.09					
PB	3.95	3.32	2.78	2.33					
PS	5.19	4.20	3.44	2.86					
EV/EBITDA	15.23	11.18	8.55	6.26					
股息率	0.00%	0.76%	1.00%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
