

石头科技 (688169.SH) 内销以价换量成效显著，外销持续抢夺中高端份额

2023年10月28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）

陆帅坤（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

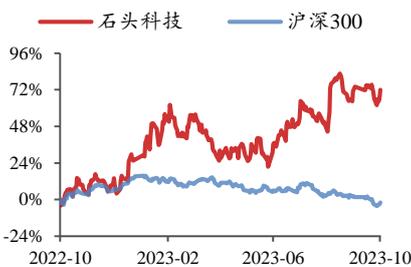
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790523060001

日期	2023/10/27
当前股价(元)	291.77
一年最高最低(元)	395.00/220.00
总市值(亿元)	383.61
流通市值(亿元)	383.61
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近3个月换手率(%)	49.34

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《洗烘一体机推新 H1 Neo，看好性价比优势抢夺份额——公司信息更新报告》-2023.9.6

《2023Q2 业绩大超预期，国内外竞争优势持续提升——公司信息更新报告》-2023.8.31

《推出新品 P10 Pro 看好份额提升，新品叠加外销高增利好盈利能力稳定——公司信息更新报告》-2023.8.29

● Q3 业绩大超预期，内销以价换量成效显著，外销持续抢占中高端份额

公司 Q1-3 实现营收 56.9 亿元(+29.5%)，归母净利润 13.6 亿元(+59.1%)，扣非净利润 12.5 亿元(+46.1%)。单 Q3 实现营收 23.1 亿元(+57.6%)，归母净利润 6.2 亿元(+160.4%)，扣非净利润 5.9 亿元(+119.5%)。Q3 业绩超预期，内销以价换量成效显著，外销持续抢夺中高端份额。我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 19.3/22.1/26.5 亿元(2023-2025 年原值 17.0/20.0/23.0 亿元)，对应 EPS 为 14.6/16.8/20.1 元，当前股价对应 PE 为 19.9/17.4/14.5 倍，维持“买入”评级。

● 内销以价换量成效显著，外销加速推新抢占中高端需求、产品结构持续提升

分内外销看，Q3 海外收入占比约 80%，同比增长超 65%。其中欧洲增速最快且各区域增速均超过 50%。2023Q1-3 欧洲区域收入超过 2021 年前三季度水平。外销高增主系 Q REVO 等产品上新、满足海外中高端需求、持续抢夺 iRobot 市场份额，全能基站占比持续提升、价增贡献高于销量贡献。海外龙头 iRobot 产品老化、营销收缩，销售下滑拖累行业，海外中高端扫地机需求旺盛，看好石头突破渠道端，带动行业开启新一轮产品升级。内销方面，Q3 国内收入预计占比约 20%，同比增长超 45%，天猫、京东渠道占比约 70%。内销高增主系销量增长拉动、均价端预计略有下滑，通过降本带动价格带下探、实现以价换量效果显著。

● 高毛利美国区域占比提升带动 Q3 毛利率提升显著，盈利能力稳定性强

Q3 公司毛利率为 59.1% (+10.0pct)，提升显著主系高毛利的美国地区占比提升和产品结构提升拉动。期间费用率 27.8%(+0.2pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.3%/2.6%/7.0%/-1.1%，同比分别-0.2/+0.0/-1.1/+1.5pct，综合影响下净利率为 26.8% (+10.6pct)，扣非净利率 25.6% (+7.2pct)。盈利能力提升显著，主系高净利率的欧洲、亚太区域占比提升，且因 Q3 促销较少、各区域净利率水平有所提升，以及 2022Q3 有套保亏损影响。考虑到 Q4 国内外迎来大促，净利率预计环比略有下降；公司各区域毛利率稳定、严控费率，净利率稳定性较强。

● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	8,750	10,509	12,615
YOY(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,925	2,207	2,649
YOY(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
EPS(摊薄/元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
P/E(倍)	27.4	32.4	19.9	17.4	14.5
P/B(倍)	4.5	4.0	3.4	2.9	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6520	7286	8452	10440	12885
现金	1321	1804	2980	4902	6953
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	213	116	279
预付账款	29	43	52	62	75
存货	596	694	849	1004	1221
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
非流动资产	3287	3547	3520	3465	3456
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1212	1093	1004
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2272	2326	2398
资产总计	9807	10833	11972	13905	16341
流动负债	1298	1204	536	535	596
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	536	535	596
非流动负债	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
负债合计	1315	1276	608	606	668
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	131	131	131
资本公积	5058	5096	5059	5059	5059
留存收益	3380	4423	6156	8142	10525
归属母公司股东权益	8492	9556	11363	13297	15672
负债和股东权益	9807	10833	11972	13905	16341

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1519	1120	1259	2085	2245
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
折旧摊销	37	96	233	255	283
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
投资损失	-191	-33	-30	-31	-31
营运资金变动	266	-216	-637	-63	-326
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
投资活动现金流	-1461	-505	-176	-169	-243
资本支出	439	255	197	191	266
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	31	31
筹资活动现金流	-155	-202	92	6	49
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	37	0	0
资本公积增加	118	38	-37	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	92	6	49
现金净增加额	-103	433	1176	1922	2051

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5837	6629	8750	10509	12615
营业成本	3029	3363	4025	4834	5803
营业税金及附加	26	33	41	51	61
营业费用	938	1318	1767	2228	2649
管理费用	119	141	262	315	378
研发费用	441	489	700	841	1009
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
资产减值损失	-30	-66	-66	-92	-103
其他收益	42	61	47	57	51
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	31	31
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1598	1344	2188	2508	3010
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1598	1349	2193	2513	3015
所得税	196	166	268	306	366
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1402	1183	1925	2207	2649
EBITDA	1596	1391	2373	2669	3139
EPS(元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
营业利润(%)	2.7	-15.9	62.8	14.6	20.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
获利能力					
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
ROIC(%)	69.6	56.6	71.9	81.0	85.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.1	4.4	4.1
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-26.2	-36.8	-44.4
流动比率	5.0	6.1	15.8	19.5	21.6
速动比率	4.4	5.0	13.0	16.5	18.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
每股经营现金流(最新摊薄)	11.55	8.52	9.58	15.86	17.08
每股净资产(最新摊薄)	64.59	72.68	86.42	101.14	119.20
估值比率					
P/E	27.4	32.4	19.9	17.4	14.5
P/B	4.5	4.0	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	20.6	23.5	13.3	11.1	8.8

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