

Q1 内外销承压，静待 Q2 需求回暖

2023 年 04 月 27 日

► **事件：**4 月 26 日，石头科技披露 2022 年年度报告及 2023 年一季报。2022 年全年实现营收 66.29 亿元，同比+13.56%；归母净利润 11.83 亿元，同比-15.62%；实现扣非净利润 11.98 亿元，同比+0.63%。2023Q1 实现营收 11.60 亿元，同比-14.68%；归母净利润 2.04 亿元，同比-40.42%；实现扣非净利润 1.63 亿元，同比-45.97%。

► 点评：

内外销增速放缓，静待 Q2 需求回暖。2022Q4 营收同比+11%，国内市场方面，奥维云网数据显示石头科技 22Q4 国内线上同比增长+12%，环比增速有所放缓，主要受疫情和同期基数较高影响。海外市场 22Q4 大促带动外销增长，同比实现双位数左右增长。23Q1 营收同比-15%，内外销均有承压。国内市场方面，23Q1 新品推出较多，频繁上新产生的销售真空期较多，叠加扫地机行业 23Q1 需求仍偏弱，国内市场收入同比持平。海外市场方面，欧洲亚太 23Q1 淡季需求较弱，叠加经销商提货谨慎，收入下滑较大；北美市场，高端产品持续畅销，收入仍保持高速增长。展望 23Q2，国内市场有望在“618”大促下需求释放，实现较快增长；海外市场方面，我们预计 23Q2 需求回暖，欧洲、亚太市场重回增长通道。

毛利率持续提升，净利率有所承压。22Q4/23Q1 毛利率分别为 50.7%、49.9%，同比分别+6.0pct、+2.4pct，我们预计主要受益于原材料价格下降以及产品结构升级。费用率方面，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.9%/4.4%/11.4%-1.8%，同比分别+7.6/+2.3/+2.8/-0.6pct，综合影响下，2023Q1 净利率为 17.6%，同比-7.6pct。展望 Q2，净利率基数逐季走低，22Q2/22Q3/22Q4 净利率分别为 17.5%/16.2%/14.7%，随着公司后续加强费用管控以及收入增速提速，我们预计盈利弹性逐步释放。

中长期来看，扫地机赛道在全球范围内依然具备高成长性，石头科技具备在全球市场持续份额扩张的潜力。国产扫地机龙头产品力、供应链、迭代创新速度等均强于海外龙头，具备全球竞争优势。以石头科技、科沃斯等为代表的国产龙头全球市占率提升明显，分别从 2017 年的 1%、11%提升至 2020 年的 9%、17%。随着国产品牌在海外市场渠道建设进一步完善，海外份额有望持续提升。

投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.01、18.08、21.67 亿元，同比+26.8%、+20.5%、+19.9%，目前股价对应 PE20x、16x、14x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**海外需求持续低迷；渗透率提升不及预期；行业竞争格局恶化

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,629	7,822	9,386	11,264
增长率 (%)	13.6	18.0	20.0	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,183	1,501	1,808	2,167
增长率 (%)	-15.6	26.8	20.5	19.9
每股收益 (元)	12.63	16.02	19.30	23.13
PE	25	20	16	14
PB	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

314.98 元


分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

相关研究

- 1.石头科技 (688196.SH) 2022 年业绩快报点评：外销表现超预期，国内市场拐点将近-2023/02/28
- 2.石头科技 (688196.SH) 2022 年三季报点评：内销持续高增，海外市场承压-2022/10/31
- 3.石头科技 (688169.SH) 2022 中报点评：收入超预期，盈利能力短期承压-2022/08/30
- 4.石头科技 (688169.SH) 公司点评：自建制造中心，竞争优势多维度提升-2022/06/28
- 5.石头科技 (688169.SH) 公司点评：内销持续超预期，外销迎来低基数-2022/06/06

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,629	7,822	9,386	11,264
营业成本	3,363	3,911	4,693	5,632
营业税金及附加	33	39	47	56
销售费用	1,318	1,564	1,877	2,253
管理费用	141	172	206	248
研发费用	489	587	704	845
EBIT	1,284	1,549	1,858	2,230
财务费用	-106	-135	-156	-170
资产减值损失	-66	-70	-70	-70
投资收益	33	39	47	56
营业利润	1,344	1,715	2,066	2,477
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	1,349	1,715	2,066	2,477
所得税	166	214	258	310
净利润	1,183	1,501	1,808	2,167
归属于母公司净利润	1,183	1,501	1,808	2,167
EBITDA	1,394	1,920	2,339	2,869

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,804	3,449	5,042	6,772
应收账款及票据	328	176	211	253
预付款项	43	39	47	56
存货	694	750	900	1,080
其他流动资产	4,417	4,669	4,828	4,994
流动资产合计	7,286	9,083	11,028	13,155
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	1,315	1,404	1,484	1,805
无形资产	7	7	7	7
非流动资产合计	3,547	3,636	3,716	4,037
资产合计	10,833	12,719	14,743	17,192
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	702	1,071	1,286	1,543
其他流动负债	502	626	736	868
流动负债合计	1,204	1,697	2,022	2,411
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	72	72	72	72
非流动负债合计	72	72	72	72
负债合计	1,276	1,769	2,093	2,483
股本	94	94	94	94
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	9,557	10,950	12,650	14,709
负债和股东权益合计	10,833	12,719	14,743	17,192

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.56	18.00	20.00	20.00
EBIT 增长率	-2.98	20.63	20.00	20.00
净利润增长率	-15.62	26.81	20.46	19.89
盈利能力 (%)				
毛利率	49.26	50.00	50.00	50.00
净利率	17.85	19.19	19.26	19.24
总资产收益率 ROA	10.92	11.80	12.26	12.61
净资产收益率 ROE	12.38	13.71	14.29	14.74
偿债能力				
流动比率	6.05	5.35	5.45	5.46
速动比率	5.04	4.61	4.75	4.79
现金比率	1.50	2.03	2.49	2.81
资产负债率 (%)	11.78	13.91	14.20	14.44
经营效率				
应收账款周转天数	18.03	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	75.28	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.61	0.61	0.64	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	12.63	16.02	19.30	23.13
每股净资产	102.00	116.86	135.01	156.99
每股经营现金流	11.96	25.01	25.45	31.07
每股股利	1.27	1.27	1.27	1.27
估值分析				
PE	25	20	16	14
PB	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.94	13.62	10.50	7.96
股息收益率 (%)	0.40	0.40	0.40	0.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,183	1,501	1,808	2,167
折旧和摊销	110	371	481	639
营运资金变动	-144	440	73	92
经营活动现金流	1,120	2,343	2,385	2,911
资本开支	-255	-500	-600	-1,000
投资	-384	-100	-100	-100
投资活动现金流	-505	-561	-653	-1,044
股权募资	6	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-202	-138	-138	-138
现金净流量	433	1,644	1,593	1,730

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026