

证券研究报告

公司研究

点评报告

石头科技 (688169.SH)

投资评级

上次评级

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: +86 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q1 短期承压, 静待需求复苏及新品成长

2023 年 04 月 27 日

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 22 年公司实现营业收入 66.29 亿元, 同比+13.56%; 实现归母净利润 11.83 亿元, 同比-15.62%; 实现扣非后归母净利润 11.98 亿元, 同比+0.63%。拟每 10 股派发现金红利 12.7 元, 合计 22 年分红率为 15.21%。23 年 Q1 公司实现营业收入 11.60 亿元, 同比-14.68%; 实现归母净利润 2.04 亿元, 同比-40.42%; 实现扣非后归母净利润 1.63 亿元, 同比-45.97%。

➤ **Q1 经营短暂承压, 静待海内外需求复苏。** 22 年公司在国内清洁电器行业整体零售额规模增长仅 4%、海外市场需求受到俄乌冲突、高通胀等影响扰动的情况下, 仍录得较为稳健的收入增长, Q4 单季度收入增长为 11.25%。

分品类来看, 22 年智能扫地机及配件收入为 63.46 亿元, 同比+13.22%, 手持清洁产品及配件收入为 2.65 亿元, 同比+14.14%, 公司经营仍以扫地机为核心。分地区来看, 22 年境内/境外收入分别为 31.28/34.83 亿元, 同比+26.47%/+3.54%。分销售模式来看, 22 年直营/经销收入分别为 22.49/43.62 亿元, 同比+54.10%/-0.36%, 直营模式收入的显著提升主要受到境内收入增加、海外电商平台收入增加因素的驱动。

相较于 Q4 的平稳增长, 23 年 Q1 公司营收增速明显承压放缓。我们认为主要的影响因素为: 1) 海外欧美主要市场经济周期回落、消费需求被压抑, 参考 Q1 我国吸尘器出口金额下滑约 10%, 公司境外收入受到较大影响, 而去年同期基数相对较高。2) 国内消费环境复苏较缓慢, 行业增长出现瓶颈, Q1 奥维口径扫地机线上销售额增速为-16.46%, 其中公司增速为-3.4%。

一季度为行业销售淡季, 后续随着出口基数降低, 海内外消费需求若能逐步复苏, 公司收入端增速有望得到改善。

➤ **毛利率明显改善, 销售费用率同比增长。** 2022 全年毛利率为 49.26%, 同比+1.15pct; 净利率为 17.85%, 同比-6.18pct。分地区来看, 境内/境外毛利率分别为 45.10%/53.10%, 同比-2.66/+4.74pct; 分销售模式来看, 直营/经销毛利率分别为 54.60%/46.59%, 同比-2.11/+1.35pct。Q4 单季度毛利率为 50.72%, 同比+5.98pct; 净利率为 14.69%, 同比-4.54pct。我们认为, 22 年整体毛利率有所增长主要得益于原材料成本下降、海外产品结构升级均价进一步上探。而净利率方面则主要受到远期外汇合同损失影响大幅降低, 22 年扣非后净利率同比下滑约 2pct。费用率方面, 22 年全年销售、管理、研发费用率分别为 19.89%、2.13%、7.37%, 分别同比+3.81、+0.09、-0.18pct; Q4 单季度销售、管理、研发费用率分别为 23.70%、1.82%、6.43%, 分别同比+2.52、+0.46、-0.30pct。

23 年 Q1 公司整体毛利率为 49.85%, 同比+2.36pct; 净利率为 17.61%,

同比-7.61pct。费用率方面，23 年 Q1 销售、管理、研发费用率分别为 20.93%、4.43%、11.36%，分别同比+7.58、+2.26、+2.77pct。一季度公司推出多款新品，相关销售费用前置及研发费用投入有所增长。

- **经营性现金流净额减少，存货周转能力有所下降。**1) 截至 23 年 Q1 公司现金+其他流动资产合计 25.91 亿元，同比+57.80%；应收票据和应收账款合计 1.60 亿元，同比+8.11%；公司存货为 6.76 亿元，同比-0.44%；合同负债+其他流动负债合计 1.23 亿元，同比-8.21%。2) 从周转情况来看，公司 23 年 Q1 期末存货周转天数同比+25.53 天，应收账款周转天数同比+10.85 天，两项周转能力有所下降。3) 22 年公司经营性现金流净额为 11.20 亿元，同比-26.27%；23 年 Q1 经营性现金流净额为 1.37 亿，同比-17.96%。
- **盈利预测：**我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 76.98/89.94/103.61 亿元，分别同比 +16.1%/+16.8%/+15.2%；归母净利润 13.93/16.88/19.50 亿元，分别同比+17.7%/+21.2%/+15.5%，对应 PE 为 20.11/16.60/14.37 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、海内外需求复苏不及预期、新品研发不及预期、单一品类收入依赖性较高、行业竞争加剧、汇率波动等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,837	6,629	7,698	8,994	10,361
增长率 YoY %	28.8%	13.6%	16.1%	16.8%	15.2%
归属母公司净利润 (百万元)	1,402	1,183	1,393	1,688	1,950
增长率 YoY%	2.4%	-15.6%	17.7%	21.2%	15.5%
毛利率%	48.1%	49.3%	50.9%	50.8%	50.7%
净资产收益率ROE%	16.5%	12.4%	13.1%	13.8%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	15.02	12.66	14.87	18.02	20.81
市盈率 P/E(倍)	19.91	23.62	20.11	16.60	14.37
市净率 P/B(倍)	2.35	2.93	2.63	2.29	2.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,520	7,286	8,581	10,235	12,203
货币资金	1,321	1,804	3,181	4,581	6,366
应收票据	4	0	2	1	2
应收账款	125	328	309	389	437
预付账款	29	43	44	53	61
存货	596	694	642	805	908
其他	4,445	4,417	4,403	4,406	4,430
非流动资产	3,287	3,547	3,612	3,712	3,800
长期股权投资	12	21	21	21	21
固定资产	102	1,315	1,344	1,403	1,451
无形资产	6	7	7	8	8
其他	3,168	2,205	2,240	2,281	2,320
资产总计	9,807	10,833	12,192	13,948	16,003
流动负债	1,298	1,204	1,454	1,648	1,905
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	3	2	3	3
应付账款	820	699	865	982	1,144
其他	478	502	587	663	758
非流动负债	17	72	77	82	87
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	72	77	82	87
负债合计	1,315	1,276	1,531	1,730	1,992
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属母公司股东权益	8,492	9,556	10,660	12,217	14,010
负债和股东权益	9,807	10,833	12,192	13,948	16,003

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,837	6,629	7,698	8,994	10,361
同比	28.8%	13.6%	16.1%	16.8%	15.2%
归属母公司净利润	1,402	1,183	1,393	1,688	1,950
同比	2.4%	-15.6%	17.7%	21.2%	15.5%
毛利率(%)	48.1%	49.3%	50.9%	50.8%	50.7%
ROE%	16.5%	12.4%	13.1%	13.8%	13.9%
EPS (摊薄)(元)	15.02	12.66	14.87	18.02	20.81
P/E	19.91	23.62	20.11	16.60	14.37
P/B	2.35	2.93	2.63	2.29	2.00
EV/EBITDA	13.51	18.47	13.20	11.83	9.24

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,837	6,629	7,698	8,994	10,361
营业成本	3,029	3,363	3,780	4,425	5,104
营业税金及附加	26	33	38	45	52
销售费用	938	1,318	1,617	1,889	2,176
管理费用	119	141	172	216	259
研发费用	441	489	577	675	777
财务费用	-52	-106	-29	-53	-78
减值损失合	-30	-66	-10	-10	-5
投资净收益	191	33	77	90	104
其他	101	-12	-26	46	53
营业利润	1,598	1,344	1,583	1,925	2,223
营业外收支	0	5	5	0	0
利润总额	1,598	1,349	1,588	1,925	2,223
所得税	196	166	195	236	273
净利润	1,402	1,183	1,393	1,688	1,950
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	1,402	1,183	1,393	1,688	1,950
EBITDA	1,382	1,424	1,889	1,989	2,354
EPS (当年)(元)	15.02	12.66	14.87	18.02	20.81

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,519	1,120	2,006	1,746	2,218
净利润	1,402	1,183	1,393	1,688	1,950
折旧摊销	59	110	376	244	361
财务费用	-57	-100	-29	-53	-78
投资损失	-191	-33	-77	-90	-104
营运资金变	352	-144	267	-61	74
其它	-46	104	77	18	14
投资活动现金流	-1,461	-505	-375	-273	-359
资本支出	-439	-255	-452	-363	-462
长期投资	-1,255	-384	65	0	0
其他	233	134	12	90	104
筹资活动现金流	-155	-202	-74	-73	-74
吸收投资	8	6	0	0	0
借款	0	99	0	0	0
支付利息或股息	-137	-141	-79	-78	-79
现金流净增加额	-103	433	1,376	1,400	1,785

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	"
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。