石头科技（688169.SH）

更积极的投入，更强的决心，盈利暂有承压

石头科技发布 2024 年三季报，前三季度公司实现营收 70 亿元，同比+23%，归母净利润 14.7 亿元，同比+8%；实现扣非归母净利润 11.9 亿元，同比-5%。其中 Q3 营收 26 亿，同比+12%，实现归母净利润 3.5 亿元，同比-43%；实现扣非归母净利润 3.2 亿元，同比-45%。

- **内销实现高增长。**预计 Q3 内销同比+30%。根据奥维，24Q3 扫地机行业线上零售量+10%，零售额+12%。石头线上销量、销额同比均+41%，销额市占率 25%，市场份额稳居第一，继续超越科沃斯（23%）、云鲸（20%），并和追觅（13%）拉开明显差距。随今年双十一大促较去年提前，叠加以旧换新补贴，预计 Q4 内销将进一步增长。
- **海外持续扩张，欧洲推进渠道结构调整。**1）美国市场：根据久谦数据，Q3 美亚销额延续 Q2 高增趋势，同比+39%，美国线上市占率自 23Q4 起提升至线上首位。美国大选即将落地，关税情况将更明确，我们预计公司将加码海外产能满足美国市场需求，助力公司在美扩张。2）欧洲市场：估计小幅承压，主要系渠道结构调整下自营比例提升，原经销渠道收入减少，Q3 增加的自营渠道收入延后至 Q4 确认。3）亚洲市场：估计保持稳健增长。产品方面，公司加快海外上新节奏，和国内同步推出 Qrevo Curv、Qrevo Slim 等新品。
- **均价降低影响毛利，销售费率大幅增长。**24Q3 毛利率 53.9%，同比-5.2pct，毛利率承压主要系公司拓宽产品价位布局，推动产品放量；此外会计准则更新后，售后费用调整至营业成本。公司 Q3 销售/管理/研发/财务费用分别为 26.2%/3.8%/8.9%/-0.5%，分别+6.9/+1.2/+1.9/+0.6pct，销售费用率提升主要系公司更积极地抢占市场，加大营销投入力度；此外双十一大促费用提前投入但收入确认在四季度。
- **投资建议：公司产品力出众，此前营销投入较为保守。公司目前坚定提升份额的决心，积极加大营销投入开疆扩土。中长期成长动力更加充足，我们持续看好公司。Q3 业绩有所承压影响全年业绩，适当下调公司盈利预测。**预计公司 2024-2026 年归母净利润同比+4%/+21%/+20%，当前股价对应 PE 估值分别为 21/17/14 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：扫地机器人需求不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧等。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6629	8654	10462	12911	15865
同比增长	14%	31%	21%	23%	23%
营业利润(百万元)	1344	2317	2403	2918	3515
同比增长	-16%	72%	4%	21%	20%
归母净利润(百万元)	1183	2051	2126	2581	3107
同比增长	-16%	73%	4%	21%	20%
每股收益(元)	6.41	11.10	11.51	13.97	16.82
PE	36.8	21.2	20.5	16.9	14.0
PB	4.6	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：235.6 元

基础数据

总股本（百万股）	185
已上市流通股（百万股）	185
总市值（十亿元）	43.5
流通市值（十亿元）	43.5
每股净资产（MRQ）	66.6
ROE（TTM）	17.6
资产负债率	26.5%
主要股东	昌敬
主要股东持股比例	21.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-19	6
相对表现	5	-27	-3

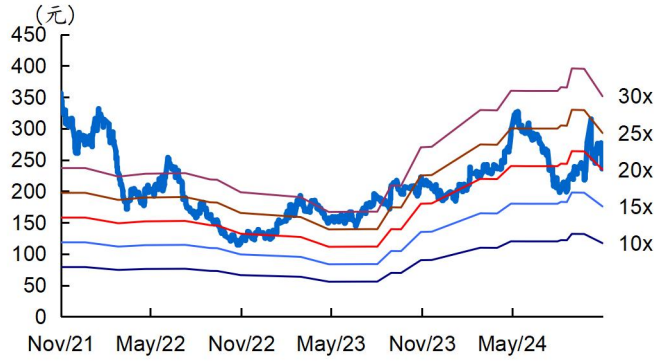
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《石头科技（688169）—业绩增长符合预期，海外持续扩张》2024-09-03
2、《石头科技（688169）—业绩稳健增长，海外持续扩张》2024-07-17
3、《石头科技（688169）—业绩超预期，外销持续高增长》2024-05-01

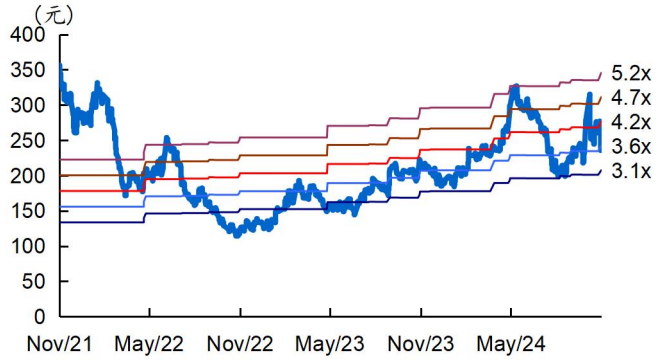
史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
闫哲坤 S1090523070001
yanzhekun@cmschina.com.cn
彭子豪 S1090522120001
pengzihao@cmschina.com.cn

图 1：石头科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：石头科技历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7286	8897	10984	13420	16338
现金	1804	893	2344	3913	5786
交易性投资	3795	5024	5024	5024	5024
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	328	275	332	410	504
其它应收款	61	693	838	1034	1271
存货	694	928	1135	1419	1763
其他	604	1084	1311	1619	1991
非流动资产	3547	5480	5445	5414	5386
长期股权投资	21	20	20	20	20
固定资产	1315	1286	1259	1234	1211
无形资产商誉	7	18	17	15	13
其他	2205	4155	4149	4145	4141
资产总计	**10833**	**14377**	**16429**	**18834**	**21724**
流动负债	1204	2879	3344	4019	4835
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	702	1499	1833	2292	2848
预收账款	65	85	104	130	162
其他	436	1295	1407	1596	1825
长期负债	72	116	116	116	116
长期借款	0	0	0	0	0
其他	72	116	116	116	116
负债合计	**1276**	**2995**	**3460**	**4135**	**4951**
股本	94	131	184	184	184
资本公积金	5035	5011	5204	5204	5204
留存收益	4427	6238	7580	9310	11384
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	9556	11381	12968	14698	16773
负债及权益合计	**10833**	**14377**	**16429**	**18834**	**21724**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1120	2186	1705	2120	2615
净利润	1183	2051	2126	2581	3107
折旧摊销	96	116	113	109	106
财务费用	(100)	(100)	(90)	(80)	(70)
投资收益	(33)	(62)	(298)	(298)	(298)
营运资金变动	3	259	(151)	(200)	(240)
其它	(30)	(77)	6	8	9
投资活动现金流	(505)	(2348)	220	220	220
资本支出	(255)	(248)	(78)	(78)	(78)
其他投资	(250)	(2100)	298	298	298
筹资活动现金流	(202)	199	(474)	(771)	(962)
借款变动	(231)	244	(26)	0	0
普通股增加	27	38	53	0	0
资本公积增加	(23)	(24)	193	0	0
股利分配	(140)	(240)	(785)	(851)	(1032)
其他	165	181	90	80	70
现金净增加额	413	37	1451	1569	1873

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6629	8654	10462	12911	15865
营业成本	3363	3883	4748	5937	7376
营业税金及附加	33	75	90	111	137
营业费用	1318	1817	2490	2970	3570
管理费用	141	211	251	310	381
研发费用	489	619	748	924	1135
财务费用	(106)	(139)	(90)	(80)	(70)
资产减值损失	(76)	(169)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动收益	(64)	114	114	114	114
其他收益	61	121	121	121	121
投资收益	33	62	62	62	62
营业利润	1344	2317	2403	2918	3515
营业外收入	6	3	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	1349	2320	2405	2921	3518
所得税	166	269	279	340	411
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1183	2051	2126	2581	3107

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	14%	31%	21%	23%	23%
营业利润	-16%	72%	4%	21%	20%
归母净利润	-16%	73%	4%	21%	20%
获利能力					
毛利率	49.3%	55.1%	54.6%	54.0%	53.5%
净利率	17.9%	23.7%	20.3%	20.0%	19.6%
ROE	13.1%	19.6%	17.5%	18.7%	19.7%
ROIC	12.0%	18.3%	16.7%	18.1%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	11.8%	20.8%	21.1%	22.0%	22.8%
净负债比率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.1	3.1	3.3	3.3	3.4
速动比率	5.5	2.8	2.9	3.0	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	5.2	4.8	4.6	4.6	4.6
应收账款周转率	29.0	28.7	34.5	34.8	34.7
应付账款周转率	4.4	3.5	2.8	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	6.41	11.10	11.51	13.97	16.82
每股经营净现金	6.07	11.83	9.23	11.47	14.15
每股净资产	51.73	61.61	70.20	79.57	90.80
每股股利	0.64	3.99	4.60	5.59	6.73
估值比率					
PE	36.8	21.2	20.5	16.9	14.0
PB	4.6	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	33.5	19.5	18.4	15.1	12.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。