

欧洲收入错期拖累业绩 关注 Q4 国补催化

核心观点

石头科技发布 2024 年三季报，收入端因欧洲渠道自营化调整，收入确认错期导致短期降速。亚太、美国市场增速持续高位，国内增速环比显著提速。盈利方面因公司加大营销、研发投入以应对未来竞争，利润率出现较大回落。展望 Q4，国补政策推动下公司线上销售呈现爆发式增长，欧洲自营化带来的收入错期效应也将在黑五、圣诞旺季带动下逐步消除，公司业绩反弹可期。

事件

2024 年 10 月 30 日，石头科技发布 2024 年三季度业绩报告。

2024Q1-3 公司实现营业总收入 70.06 亿元，同比+23.17%，归母净利润 14.72 亿元，同比+8.22%；扣非净利润 11.86 亿元，同比-5.40%。

单季度来看，24Q3 公司实现营业总收入 25.91 亿元，同比+11.91%，归母净利润 3.51 亿元，同比-43.4%，扣非净利润 3.25 亿元，同比-45.25%。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,628.72	8,653.78	10,920.21	13,107.53	15,406.59
YoY(%)	13.56	30.55	26.19	20.03	17.54
净利润(百万元)	1,183.48	2,051.22	2,125.37	2,446.96	2,893.39
YoY(%)	-15.62	73.32	3.61	15.13	18.24
毛利率(%)	49.26	55.13	54.60	54.10	54.20
净利率(%)	17.85	23.70	19.46	18.67	18.78
ROE(%)	12.38	18.02	16.16	16.11	16.44
EPS(摊薄/元)	6.41	11.10	11.51	13.25	15.66
P/E(倍)	35.03	20.21	19.51	16.94	14.33
P/B(倍)	4.34	3.64	3.15	2.73	2.36

资料来源：iFinD，中信建投证券

石头科技 (688169.SH)

维持

买入

马王杰

mawangjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070002

翟延杰

zhaiyanjie@csc.com.cn

010-56135260

SAC 编号:S1440521080002

发布日期：2024 年 11 月 03 日

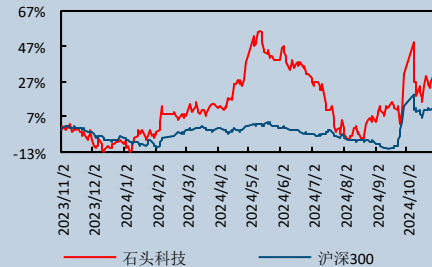
当前股价：224.44 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-19.24/-17.31	-28.67/-40.01	-28.97/-37.36
12 月最高/最低价 (元)		465.10/198.91
总股本 (万股)		18,472.31
流通 A 股 (万股)		18,472.31
总市值 (亿元)		414.59
流通市值 (亿元)		414.59
近 3 月日均成交量 (万)		351.71
主要股东		
昌敬		21.03%

股价表现



简评

一、Q3 内销环比提速，欧洲自营化调整致使收入确认错期

①内销层面，国内市场依靠精品驱动，在市场恢复叠加国补政策的双重刺激下，内销端收入增长环比提速，预计实现较高双位数增长。

②外销层面，亚太及北美市场高基数下延续较高双位数增长，主因系于新品发布带动的市占率进一步提升。欧洲市场由于自营亚马逊渠道占比提升，收入确认错期导致营收出现明显下滑。

展望 Q4，国补带动下扫地机销售呈现爆发式增长，预计内销端收入有望环比继续提速。欧洲自营化带来的收入错期效应也将在黑五、圣诞旺季带动下逐步消除，公司营收端反弹可期。

二、毛利率整体承压，盈利能力下滑

24Q3 公司归母净利润同比下降 43.4%。具体来看，公司 Q3 毛利率为 53.95%，同比下降 5.16pct，主因系产品结构的扩大调整以及价格中枢的下移造成。

费用端有所扩张，主要系布局未来竞争引致的销售和研发费用激增。24Q3 销售费用率为 26.18%，同比增加 6.85pct；管理费用率增加 1.16pct 至 3.80%；研发费用率增加 1.92pct 至 8.90%。财务费用率提升 0.64pct 至 -0.49%。扫地机市场竞争激烈且正处于关键期，公司根据行业发展进行战略调整，加大产品研发力度与营销投入力度，有望在未来竞争中逐步兑现成果。

净利率明显下降。24Q3 公司净利率为 13.57%，同比下降 13.26pct，主要原因为欧洲市场预售产品收入确认错期造成负向规模效应，产品价格带中枢下探以及品牌营销投入的扩大。伴随后续错期效应抹平及营销投放显效，公司盈利能力有望企稳回升。

三、懒人需求驱动行业长期成长，看好头部企业发展前景

扫地机行业短期受前期疫情与消费弱复苏影响，增长动能仍需恢复，国补以来的爆发式增长彰显行业成长潜力。长期看我们认为扫地机重点针对懒人需求，具备解决普遍存在但仍未被满足的消费刚需属性。扫地机有望复制过往洗衣机“清洁刚需+解放双手”的逻辑，实现从“可选”到“必选”的转变。同时，扫地机产品具备较强的科技属性，参考过往数据看消费者对体验的重视度高于价格，优质的头部公司有望积累品牌势能，承接行业未来增长红利。

弱市场环境下，石头份额端持续突破，彰显核心竞争实力。内销端面对强劲竞品实现份额持续提升，外销在爆款型号放量带动下，产品在北美市场快速出圈，销量累积有望提升公司整体声浪，并助力主流线下渠道取得突破。

投资建议：我们认为扫地机行业解决消费者较为底层的懒人需求，经济回暖后渗透率仍将维持提升，看好公司强劲科技力带动的未来成长空间。预计公司 2024、2025、2026 年收入分别为 109、131、154 亿元，增速分别为 26.2%、20.0%、17.5%，归母净利润为 21.3、24.5、28.9 亿元，增速为 3.6%、15.1%、18.2%，对应 PE 分

别为 20X、17X、14X，维持“买入”评级。

风险提示：1、宏观经济增速不及预期，清洁电器属于耐用消费品，与居民收入预期息息相关。若宏观经济增长放缓，或对公司产品销售形成较大影响；2、原材料价格下行不及预期：公司原材料成本占营业成本比重较大，若大宗价格再度上涨，公司盈利能力将会减弱；3、海外市场风险：海外环境近年不确定性加剧，公司外销占比较高，若外需下降则业绩将受到相应冲击；4、市场竞争加剧：弱市场环境下，行业竞争更为激烈，公司存在份额丢失及低价竞争拖累盈利的风险。

分析师介绍

马王杰

上海交通大学硕士，曾就职于申万宏源、天风证券和国盛证券。深度覆盖白电、厨电以及各类小家电公司。所在团队曾获得 2016 年新财富家电行业第五名、水晶球第二名；2017 年新财富入围；2018 年金牛奖家电行业最佳团队。

翟延杰

家用电器行业研究员，北京大学金融硕士，专注于白色家电、厨电及小家电新消费等产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk