

# 石头科技 (688169.SH)

优于大市

## 2024 年报点评：主动变革抢占市场，四季度营收增长超 60%

### 核心观点

**四季度营收增长加速，盈利有所承压。**公司 2024 年实现营收 119.4 亿/+38.0%，归母净利润 19.8 亿/-3.6%，扣非归母净利润 16.2 亿/-11.3%。其中 Q4 收入 49.4 亿/+66.5%，归母净利润 5.0 亿/-27.0%，扣非归母净利润 4.3 亿/-24.1%。公司拟每 10 股派发现金股利 10.7 元，并转增 4 股，对应现金分红率为 10%；同时公司拟回购股份用于实施员工持股计划及/或股权激励，回购总额为 0.5-1.0 亿元。2024 年下半年开始公司采取更为积极的市场投放和定价策略，推动国内外收入的强劲增长，但同时也影响短期利润率的表现。

**海外渠道主动作为，各区域收入强劲增长。**公司进一步拓宽海外产品价格段，主动调整销售结构，提高自营渠道比例，掌握产品布局和营销策略的主动性；并利用已建立的市场规模优势及品牌口碑优势，进一步拓展北美、欧洲及亚太市场。2024 年公司境外收入 63.9 亿，同比增长 51.1%；预计 Q4 北美、欧洲收入增长超 50%，亚太收入增长超 30%。

**国补政策助力，Q4 内销收入迎爆发。**2024 年家电以旧换新政策推出后，清洁电器零售需求迎来强劲增长，奥维云网数据显示，1-9 月我国清洁电器销售额同比增长 11%，国补政策实施的 10-12 月同比增长超 46%；2024 年我国扫地机器人零售额同比增长 41%至 194 亿，其中 Q4 增速预计在大几十。公司凭借丰富的价格布局和积极的市场策略，表现好于行业，线上销售数据显示，Q4 公司在京东、天猫、抖音的合计零售额同比增长超过 100%。

**新品类增长突出。**2024 年公司推出洗烘一体机 Z1、Q1 等新品，进一步拓展产品使用场景，带动公司其他智能电器产品收入同比增长 93.1%至 10.7 亿。

**积极的定价和投放策略及关税影响盈利能力。**同口径下，公司 2024 年毛利率同比-3.8pct 至 50.1%，其中国内/国外毛利率分别-1.6/-6.7pct，主要受产品价格段拓宽及美国关税影响。全年销售/管理/研发/财务费用率分别+5.0/+0.5/+1.0/+0.2pct 至 24.8%/2.9%/8.1%/-1.4%，公司采取更为积极的市场策略，强化海内外市场拓展，期间费用率均有所上升。2024 年公司归母净利率同比-7.2pct 至 16.5%，Q4 归母净利率-13.1pct 至 10.2%。

**风险提示：**关税及国际贸易形势风险；行业竞争加剧；海外扩展不及预期；新品销售不及预期；汇率大幅波动。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是全球扫地机行业龙头，国内外产品矩阵、渠道加速扩张。考虑到美国加关税带来的不确定性和公司采取积极的市场策略，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 21.3/27.3/32.3 亿（前值为 29.4/34.0/-亿），增速为 8%/28%/19%，对应 PE=20/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,654	11,945	15,976	19,554	23,109
(+/-%)	30.5%	38.0%	33.7%	22.4%	18.2%
净利润(百万元)	2051	1977	2132	2725	3230
(+/-%)	73.3%	-3.6%	7.9%	27.8%	18.5%
每股收益(元)	15.60	10.70	11.54	14.75	17.48
EBIT Margin	23.7%	13.6%	12.5%	12.9%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	15.4%	15%	17%	18%
市盈率 (PE)	14.5	21.1	19.6	15.3	12.9
EV/EBITDA	15.1	26.6	22.4	18.4	15.7
市净率 (PB)	2.6	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 家用电器·小家电

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

**联系人：李晶** cnlijing29@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	226.03 元
总市值/流通市值	41753/41753 百万元
52 周最高价/最低价	469.99/193.00 元
近 3 个月日均成交额	789.26 百万元

### 市场走势

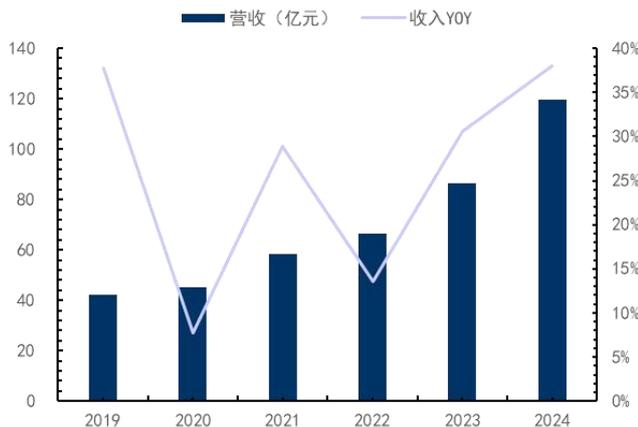


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

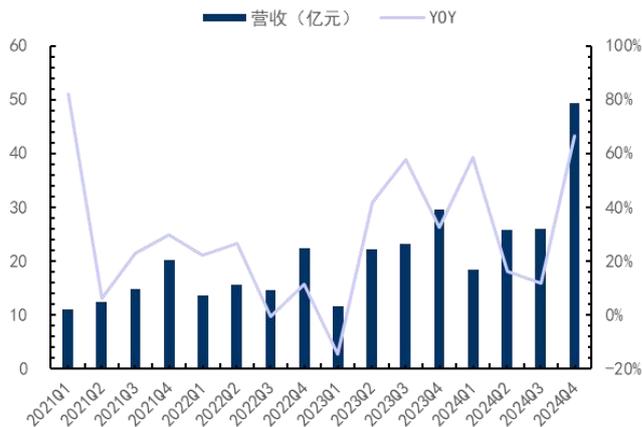
- 《石头科技 (688169.SH) - 2024 年中报点评：外销增长动能充足，盈利持续提升》——2024-09-05
- 《石头科技 (688169.SH) - 2023 年年报点评：新品优异带动国内外销售，盈利能力显著提升》——2024-04-02
- 《石头科技 (688169.SH) - 2023 年年度业绩预增点评：国内外新品销售强劲，四季度业绩翻倍增长》——2024-01-24
- 《石头科技 (688169.SH) - 2023 年中报点评：技术优势得到彰显，经营实现大幅改善》——2023-09-01
- 《石头科技 (688169.SH) - 2022 年年报 & 2023 年一季报点评：一季度经营承压，新品频出静待行业回暖》——2023-05-03

图1: 公司营业收入及增速



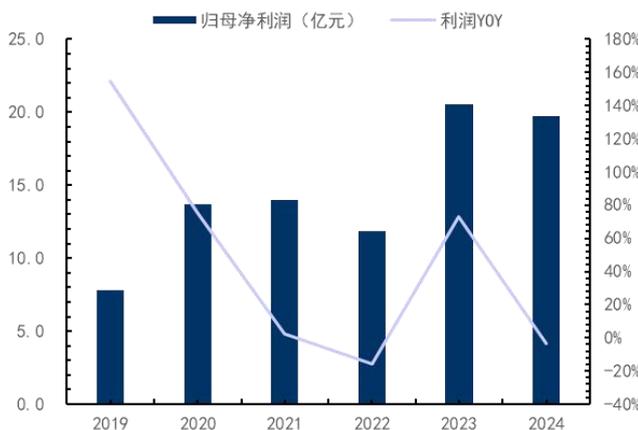
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



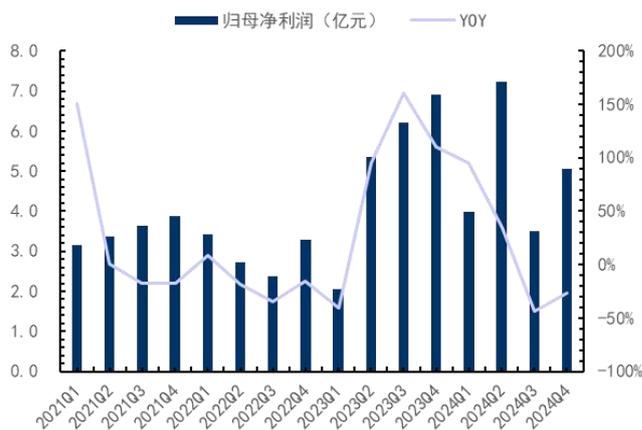
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



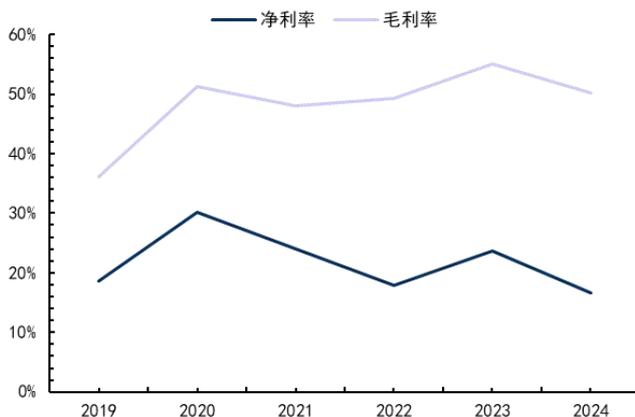
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



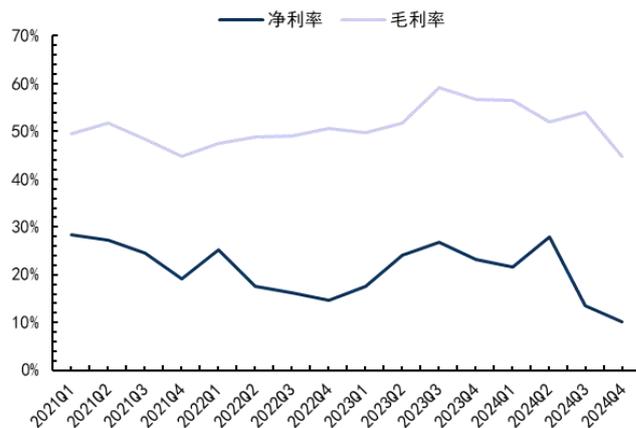
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



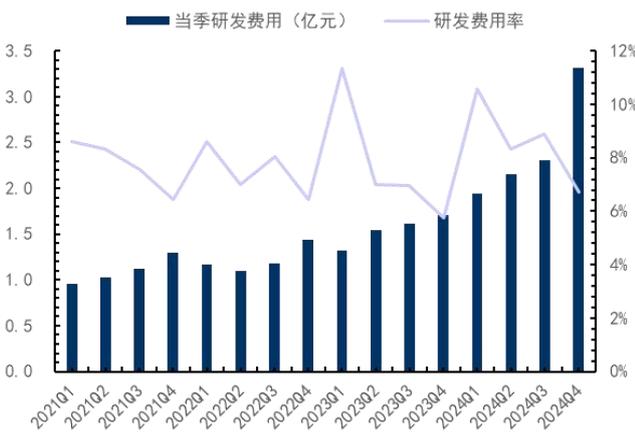
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



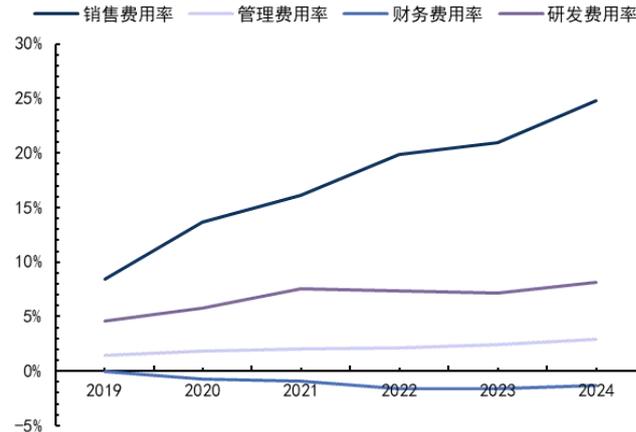
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)		
688169.SH	石头科技	226.03	418	15.60	10.70	11.54	14.75	14.5	21.1	19.6	15.3	1.2	优于大市	
603486.SH	科沃斯	54.71	315	1.06	2.36	2.75	3.08	51.5	23.2	19.9	17.8	1.6	优于大市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
现金及现金等价物	893	1464	3354	5033	6926	<b>营业收入</b>	<b>8654</b>	<b>11945</b>	<b>15976</b>	<b>19554</b>	<b>23109</b>
应收款项	968	1907	2550	2810	3566	营业成本	3883	5956	8284	10162	12034
存货净额	928	1490	1930	2453	2916	营业税金及附加	75	80	109	133	167
其他流动资产	277	523	505	700	856	销售费用	1817	2967	3914	4693	5431
<b>流动资产合计</b>	<b>8897</b>	<b>11752</b>	<b>14839</b>	<b>18146</b>	<b>21414</b>	管理费用	830	1317	1678	2054	2427
固定资产	1286	1373	1457	1512	1588	财务费用	(139)	(162)	(192)	(239)	(276)
无形资产及其他	18	22	22	21	20	投资收益	62	151	82	99	111
投资性房地产	4155	4317	4317	4317	4317	资产减值及公允价值变动	(55)	(39)	(76)	(57)	(28)
长期股权投资	20	20	20	20	20	其他收入	122	192	133	116	123
<b>资产总计</b>	<b>14377</b>	<b>17485</b>	<b>20654</b>	<b>24015</b>	<b>27359</b>	营业利润	2317	2090	2321	2909	3533
短期借款及交易性金融负债	26	44	29	33	35	营业外净收支	3	7	14	28	16
应付款项	1499	2825	3931	4534	5614	利润总额	2320	2098	2335	2937	3549
其他流动负债	1354	1559	2091	2882	3145	<b>所得税费用</b>	<b>269</b>	<b>121</b>	<b>202</b>	<b>212</b>	<b>319</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2879</b>	<b>4427</b>	<b>6052</b>	<b>7449</b>	<b>8795</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2051	1977	2132	2725	3230
其他长期负债	116	187	240	296	356	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>116</b>	<b>187</b>	<b>240</b>	<b>296</b>	<b>356</b>	<b>净利润</b>	2051	1977	2132	2725	3230
<b>负债合计</b>	<b>2995</b>	<b>4615</b>	<b>6292</b>	<b>7745</b>	<b>9151</b>	资产减值准备	82	(53)	3	1	4
少数股东权益	1	1	1	1	1	折旧摊销	110	121	157	175	193
股东权益	11381	12869	14362	16269	18207	公允价值变动损失	55	39	76	57	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14377</b>	<b>17485</b>	<b>20654</b>	<b>24015</b>	<b>27359</b>	财务费用	(139)	(162)	(192)	(239)	(276)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(1122)	(360)	630	473	32
每股收益	15.60	10.70	11.54	14.75	17.48	其它	(82)	53	(3)	(1)	(4)
每股红利	1.82	3.33	3.46	4.43	6.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>1095</b>	<b>1777</b>	<b>2995</b>	<b>3430</b>	<b>3482</b>
每股净资产	86.56	69.67	77.75	88.07	98.57	资本开支	0	(112)	(320)	(287)	(300)
ROIC	33%	25%	28%	36%	41%	其它投资现金流	(1559)	(537)	(131)	(650)	0
ROE	18%	15%	15%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1558)</b>	<b>(649)</b>	<b>(451)</b>	<b>(937)</b>	<b>(300)</b>
毛利率	55%	50%	48%	48%	48%	权益性融资	12	26	0	0	0
EBIT Margin	24%	14%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	15%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(240)	(615)	(640)	(818)	(1292)
收入增长	31%	38%	34%	22%	18%	其它融资现金流	19	648	(15)	4	2
净利润增长率	73%	-4%	8%	28%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(448)</b>	<b>(556)</b>	<b>(655)</b>	<b>(814)</b>	<b>(1290)</b>
资产负债率	21%	26%	30%	32%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>(911)</b>	<b>571</b>	<b>1890</b>	<b>1679</b>	<b>1893</b>
息率	0.6%	1.5%	1.5%	2.0%	3.1%	货币资金的期初余额	1804	893	1464	3354	5033
P/E	14.5	21.1	19.6	15.3	12.9	货币资金的期末余额	893	1464	3354	5033	6926
P/B	2.6	3.2	2.9	2.6	2.3	企业自由现金流	801	1180	2284	2692	2701
EV/EBITDA	15.1	26.6	22.4	18.4	15.7	权益自由现金流	820	1828	2445	2918	2955

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032