

## 家用电器

2025 年 04 月 30 日

## 石头科技 (688169)

——2025 年一季报点评：收入超预期增长，盈利能力阶段性承压

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 29 日

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 收盘价 (元)        | 185.47            |
| 一年内最高/最低 (元)   | 469.99/173.00     |
| 市净率            | 2.7               |
| 息率 (分红/股价)     | 2.52              |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 34,261            |
| 上证指数/深证成指      | 3,286.65/9,849.80 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元)       | 71.15   |
| 资产负债率%          | 28.78   |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 185/185 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/-     |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

刘正 A0230518100001  
liuzheng@swsresearch.com  
刘嘉玲 A0230522120003  
liujl@swsresearch.com

## 联系人

程恺雯  
(8621)23297818x  
chengkw@swsresearch.com

## 投资要点：

- **公司收入超过预期。**石头科技 2025 年 Q1 单季度实现营收 34.28 亿元，同比增长 86%；实现归母净利润 2.67 亿元，同比下降 33%；实现扣非归母净利润 2.42 亿元，同比下降 29%。公司收入超过预期，利润低于预期。收入方面，公司内销收入主要受益于以旧换新补贴，我们预计有接近翻倍增长，海外主要区域欧洲、北美、亚太均实现高速增长，欧洲线上市场突破明显，亚太韩国等市场表现突出；毛利率及净利率方面，北美地区受到关税影响拉低毛利率，欧洲由于渠道切换预计净利率略有下降。
- **以旧换新叠加海外大促带动扫地机放量，洗地机等产品有望成为新成长级。**2025Q1 内销以旧换新政策延续，带动扫地机品类销售高速增长，外销市场北美受到关税扰动较大，但新一轮关税未作用至 Q1 发货商品，预计关税对利润率影响与 24Q4 持平，欧洲切换至自营、产品策略进行积极调整，订单端快速放量。2024 年全年来看公司扫地机业务实现收入 108 亿元，同比+34%，其他智能家电产品收入 11 亿元，同比+93%。内销方面，在国补的推动下，24Q4 行业出货量达 175 万台，同比增长 28%。公司扫地机国内销售实现高速增长，并推出机械臂等多款新品引领行业前沿方向。外销方面，根据 IDC 数据 24 年全球扫地机销额 93.1 亿美金，同比+20%，仍具有较高增长潜力。公司北美始终贡献较高增速，线下有所贡献，截至 2024 年 12 月，公司产品 Target 已经覆盖到 1398 家门店，Bestbuy 覆盖到 900 家门店；亚太渠道稳定增长；欧洲历经销售渠道向自营切换，目前已企稳，自营渠道快速放量，经销渠道预计销售重新实现增长。其他家电产品方面，公司推出洗地机 A30 系列、洗烘一体机 Z1、Q1 系列等新品，销售表现均较为良好。
- **开展积极的市场及产品线布局策略，毛利及费用率有一定影响。**毛利率方面，公司 24 年智能硬件毛利率为 50.36%，同比-3.75pcts。24H2 公司开始积极拓展价位段以覆盖更多市场，部分中低价位段没有新品，采用老品打折方式，毛利率受到影响。第二，关税变化使成本增加。25 年会继续完善价格带并向高端拓展，中低价格段通过新品推出完善价位段。
- **盈利预测与投资评级。**公司外销表现强劲，内销增长多价格带覆盖，但受到渠道及产品结构调整影响净利率，我们下调 25-27 年盈利预测分别为 20.2/24.1/28.8 亿元（前值为 22.2/26.1/31.3 亿元），同比分别+2.2%/19.0%/19.6%，对应当前市盈率分别为 17/14/12 倍，公司扫地机领域品牌力+产品力显著领先，海外市场空间广阔，维持“买入”“投资评级”。
- **风险提示：**关税政策调整风险，原材料价格波动风险，国际海运费波动风险。

## 财务数据及盈利预测

|             | 2024   | 2025Q1 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 11,945 | 3,428  | 15,966 | 19,276 | 23,708 |
| 同比增长率 (%)   | 38.0   | 86.2   | 33.7   | 20.7   | 23.0   |
| 归母净利润 (百万元) | 1,977  | 267    | 2,021  | 2,405  | 2,876  |
| 同比增长率 (%)   | -3.6   | -32.9  | 2.2    | 19.0   | 19.6   |
| 每股收益 (元/股)  | 10.77  | 1.46   | 10.94  | 13.02  | 15.57  |
| 毛利率 (%)     | 50.1   | 45.5   | 47.6   | 47.4   | 46.5   |
| ROE (%)     | 15.4   | 2.0    | 13.9   | 14.6   | 15.2   |
| 市盈率         | 17     |        | 17     | 14     | 12     |

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入                  | 8,654 | 11,945 | 15,966 | 19,276 | 23,708 |
| 其中: 营业收入               | 8,654 | 11,945 | 15,966 | 19,276 | 23,708 |
| 减: 营业成本                | 3,987 | 5,956  | 8,372  | 10,144 | 12,679 |
| 减: 税金及附加               | 75    | 80     | 136    | 164    | 0      |
| 主营业务利润                 | 4,592 | 5,909  | 7,458  | 8,968  | 11,029 |
| 减: 销售费用                | 1,713 | 2,967  | 3,992  | 4,858  | 5,974  |
| 减: 管理费用                | 211   | 346    | 399    | 482    | 593    |
| 减: 研发费用                | 619   | 971    | 1,277  | 1,542  | 1,897  |
| 减: 财务费用                | -139  | -162   | -159   | -248   | -315   |
| 经营性利润                  | 2,188 | 1,787  | 1,949  | 2,334  | 2,880  |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -22   | 11     | -4     | -4     | -5     |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -148  | -95    | -20    | 0      | 0      |
| 加: 投资收益及其他             | 183   | 344    | 200    | 210    | 180    |
| 营业利润                   | 2,317 | 2,090  | 2,176  | 2,591  | 3,106  |
| 加: 营业外净收入              | 3     | 7      | 10     | 10     | 10     |
| 利润总额                   | 2,320 | 2,098  | 2,186  | 2,601  | 3,116  |
| 减: 所得税                 | 269   | 121    | 165    | 196    | 240    |
| 净利润                    | 2,051 | 1,977  | 2,021  | 2,405  | 2,876  |
| 少数股东损益                 | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 2,051 | 1,977  | 2,021  | 2,405  | 2,876  |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                        |
|--------|-----|--------------|------------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhysc.com">maojiong@swhysc.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhysc.com">liqing3@swhysc.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhysc.com">xiaoxia@swhysc.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhysc.com">zhangxiaozhuo@swhysc.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhysc.com">zhuxiaoyi@swhysc.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhysc.com">panyeming@swhysc.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。