

继续坚定实施规模领先战略

2025 年 4 月 29 日

核心观点

- **公司公告：**2025Q1 营业收入 34.28 亿元，同比+86.22%；归母净利润 2.67 亿元，同比-32.92%。公司收入增长超预期，利润率低于我们预期。
- **继续坚定实施规模领先战略：**1) 公司牺牲部分利润，提高市场份额的战略下，单季度营业收入快速增长，超预期；但归母净利润低于预期。2) 2024 年一季度至 2025 年一季度，公司归母净利润率分别为 21.7%、28.0%、13.6%、10.2%、7.8%，快速下降。2024Q4、2025Q1 营业收入分别同比+66.5%、+86.2%，实现快速增长。3) 公司销售费用率快速提升，提升市场份额主要靠增加营销费用投放，并非直接下调产品价格。
- **扫地机市场份额继续提升：**1) 2024 年石头通过规模领先战略，扫地机销量第一次排名全球第一。2024 石头扫地机销量 345 万台（年报公告），超过第二名 17%。2) 奥维云网零售监测，2025 年 1-3 月石头在中国扫地机线上零售额份额分别为 23.0%、26.1%、25.5%，排名第二，但和第一名已经相差不大。3) Sensor Tower 数据监测，2025Q1 石头海外市场 APP 下载量同比+50%，反映了石头海外销量快速增加。石头在欧洲增加线上直销比例的改革具有成效，带动了欧洲的快速增长；在美国、亚太地区也继续保持快速增长。4) 对于 4 月以来美国关税影响，公司在美国库存较多，其次东南亚供应商已经可以供应一半的美国 SKU，并积极扩产，因此美国关税的负面影响将控制在较小范围内。
- **洗地机份额快速提升：**1) 公司提升洗地机产品竞争力，并加大洗地机营销力度，最近一年份额明显提升，成为市场重要品牌之一。新品 A30 Pro Steam 洗地机创新了蒸汽热水双效清洁技术，成为业务新的增长点。2) 奥维云网零售监测，2025 年 1-3 月石头在中国洗地机线上零售额份额分别为 10.3%、13.0%、17.8%，市场排名攀升至第三。3) 洗地机业务目前处于投入期，毛利率、利润率偏低，洗地机业务占比提升是公司综合毛利率、净利润率下降的原因之一。
- **投资建议：**考虑到公司坚定地实施规模领先战略，利润率低于我们预期，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.04/21.56/28.19 亿元，EPS 分别为 8.68/11.67/15.26 元每股。我们预计利润率的下降导致公司在 2025 年面临利润下降的压力，尤其是上半年。我们预计 2026 年利润率将趋于稳定，预计公司将在 2026 年重新进入收入和利润的快速增长期，维持对公司的“推荐”评级。

主要财务指标预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	16,396	21,266	26,634
收入增速%	38.0	37.3	29.7	25.2
归母净利润(百万元)	1,977	1,604	2,156	2,819
利润增速%	-3.6	-18.9	34.4	30.8
摊薄 EPS(元)	10.70	8.68	11.67	15.26
PE	17.3	21.4	15.9	12.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示：**竞争加剧的风险、国际贸易环境不确定性的风险。

石头科技（股票代码：688169.SH）

推荐 维持

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-4-29

股票代码	688169.SH
A 股收盘价(元)	185.47
上证指数	3,286.65
总股本(万股)	18,472
实际流通 A 股(万股)	18,472
流通 A 股市值(亿元)	342.61

相对沪深 300 表现图

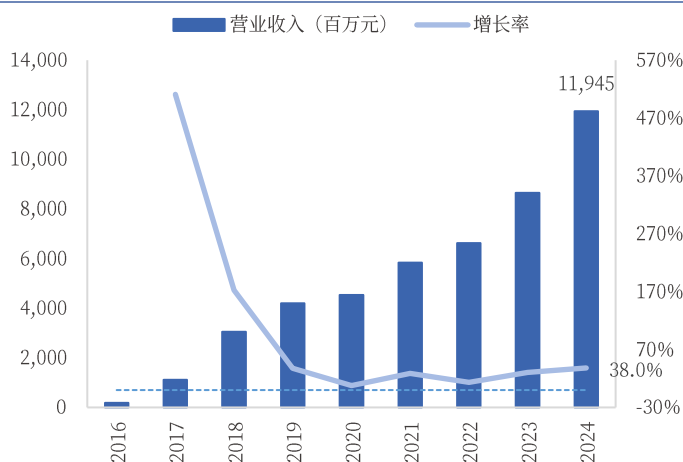


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

一、公司经营发展情况

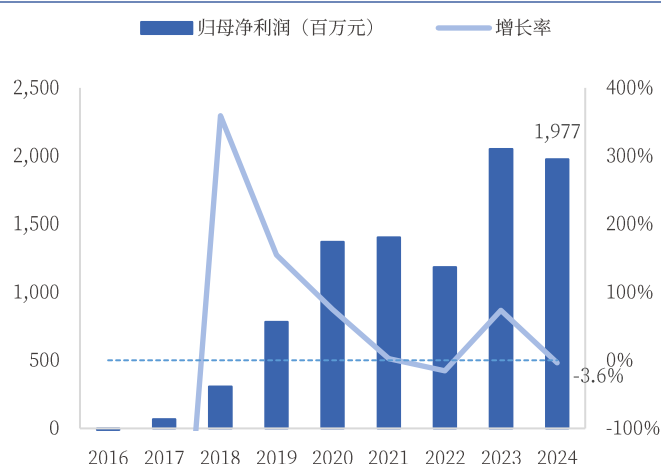
公司目前专注于提升产业优势：1) 2020年公司上市，当年归母净利润率达到30.2%，但因缺乏必要销售投入，收入规模处于二线水平。2) 2021年至2023年，随着销售费用投入增加，利润率有所下降，但市场份额持续上升，规模上升至一线。2023年，iRobot、科沃斯、石头扫地机销量分别303万台、284万台、260万台。3) 到了2024年第三季度，石头的竞争策略更加注重市场份额提升。具体措施包括，在中国加大营销投入；在美国承担关税成本而不提高产品价格；在欧洲一方面降价，另一方面显著提升线上直销的比例，这些因素共同导致了利润率的下降。2024年，石头的营收达到119亿元，同比增长38.0%。2024年石头的扫地机收入和销量已经位居全球首位。

图1：公司年度营业收入及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

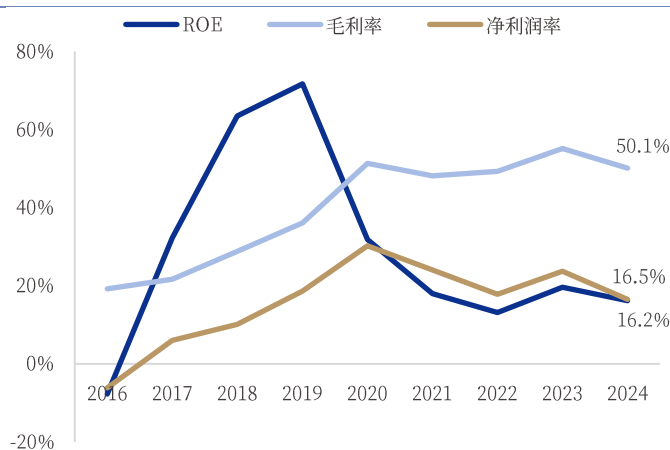
图2：公司年度归属于母公司净利润及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2024年会计准则变化，部分销售费用归入生产成本，导致毛利率下降。但剔除该影响，公司的产品竞争策略也导致综合毛利率下降。

图3：公司年度ROE、毛利率、净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

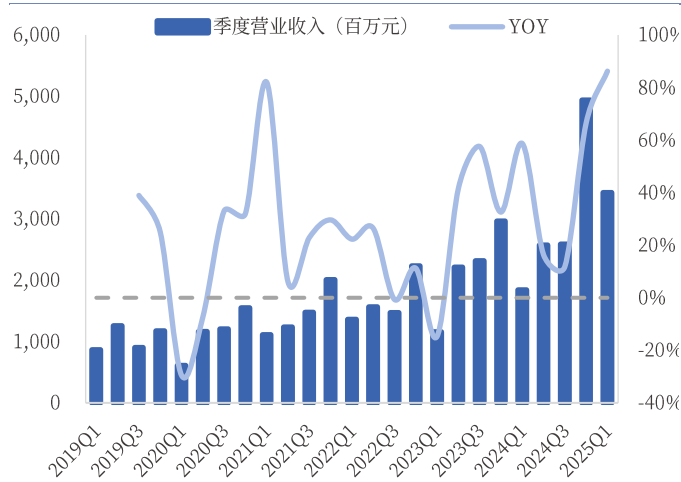
图4：公司半年度归母净利润率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

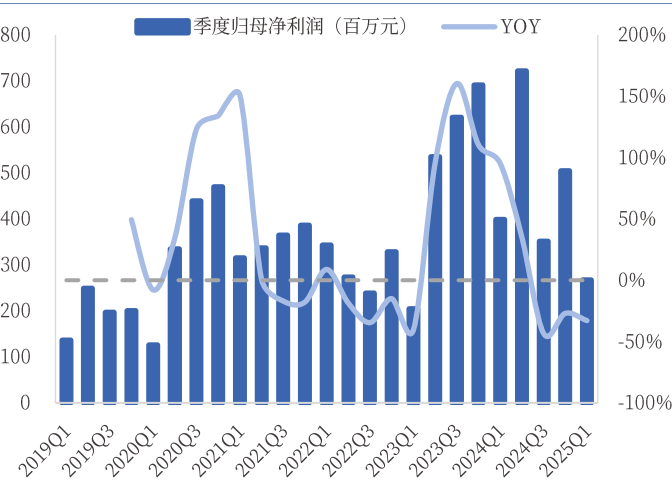
从产业的角度审视，公司的战略选择是明智的。1) 根据公司 2024 年年报，公司在 2024 年实现营收 119.45 亿元，同比增长 38.03%；归母净利润 19.77 亿元，同比下滑 3.64%，扣非归母净利润 16.20 亿元，同比减少 11.26%。从单季角度来看，1Q2024-1Q2025 的归母净利润率分别为 21.66%、28.04%、13.57%、10.21%、7.80%，下降趋势明显，导致 3Q2024、4Q2024、1Q2025 的利润同比下滑。尽管部分投资者对公司利润率的下降感到困惑，但考虑到产业发展的阶段，扫地机的用户体验已趋于成熟，并且进入了长期渗透率提升的增长阶段。在这样的背景下，抢占市场份额并实现规模效应是行业普遍采取的策略。2) 我们预计从 2025 年开始，公司的利润率有望筑底，同时市场份额将迅速增长，直至明显领先于第二名。如果持续当前的策略，公司有望在中国、欧洲和美国的扫地机市场份额中均占据首位。

图5：公司季度营业收入以及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司季度归母净利润以及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2024 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 24.84%、2.89%、-1.35%、8.13%，同比分别提高了 3.84、0.46、0.25、0.98 个百分点，总费用率达到 34.51%，同比增加 5.53 个百分点；其中 24Q4 销售费用率为 28.43%，管理费用率为 2.28%，财务费用率为-0.94%，研发费用率为 6.71%，主要系公司为加强市场拓展和产品研发，销售费用和研发费用有所抬升。

表 1：石头科技业务分拆

	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入（百万元）	4530	5837	6629	8654	11945
主营业务收入（百万元）	4530	5837	6611	8639	11918
按产品					
——扫地机器人	4416	5605	6346	8085	10848
——其他智能电器产品	115	232	265	554	1070
按地区(年报口径)					
——境内收入	2662	2473	3128	4411	5531
——境外收入	1868	3364	3483	4229	6388
按销售模式					
——直营	1117	1459	2249	3625	5241
——经销	3413	4378	4362	5014	6677
营业收入 YoY	7.7%	28.8%	13.6%	30.5%	38.0%
主营业务收入 YoY	7.7%	28.8%	13.3%	30.7%	38.0%
按产品					

——扫地机器人	11.6%	26.9%	13.2%	27.4%	34.2%
——其他智能电器产品	-53.5%	102.4%	14.1%	109.4%	93.1%
按地区(年报口径)					
——境内收入	-26.5%	-7.1%	26.5%	41.0%	25.4%
——境外收入	221.3%	80.1%	3.5%	21.4%	51.1%
按销售模式					
——直营		30.6%	54.1%	61.2%	44.6%
——经销		28.3%	-0.4%	15.0%	33.2%
毛利率	51.3%	48.1%	49.3%	55.1%	50.1%
按产品					
——扫地机器人	51.8%	48.2%	49.5%	56.2%	52.1%
——其他智能电器产品	34.8%	46.9%	44.5%	43.3%	33.0%
按地区(年报口径)					
——境内收入	46.4%	47.8%	45.1%	49.3%	46.5%
——境外收入	58.3%	48.4%	53.1%	61.7%	53.7%
按销售模式					
——直营	61.8%	56.7%	54.6%	58.4%	52.2%
——经销	46.1%	45.2%	46.6%	53.1%	48.9%
销量(万台)					
扫地机器人	238	282	225	260	345
其他智能电器产品	9	12	12	26	62
均价(元/台)					
扫地机器人	1852	1988	2825	3116	3145
其他智能电器产品	1285	1865	2166	2162	1729

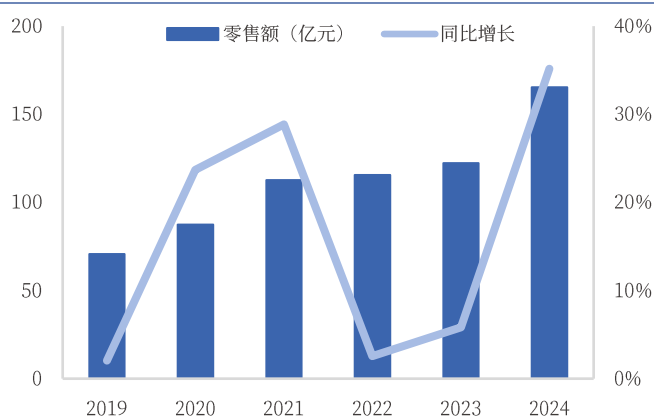
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、清洁电器：政策拉动需求释放，扫地机景气高

（一）清洁电器内销市场受益国家补贴

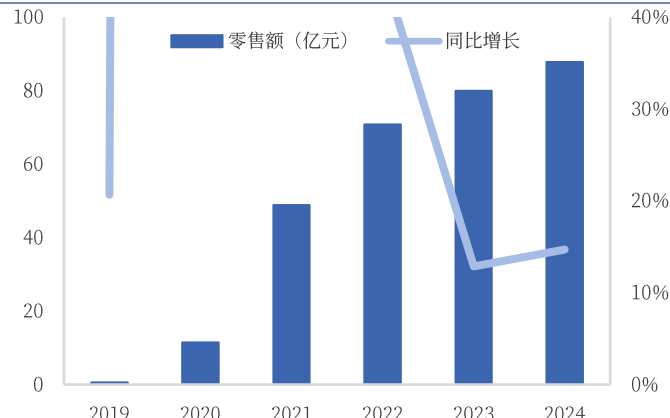
受益于以旧换新补贴和新年促销活动等拉动，清洁电器延续较好增势，线上零售额在 2024 年 1 月同期基数较高基础上录得良好增长。根据奥维云网数据，2025 年 1-2 月我国清洁电器线上零售量 377.44 万台，同比增长 36.3%，线上零售额监测为 46.68 亿元，同比增长 42.9%，在以旧换新政策加持下，行业销售热度维持在较高区间。其中扫地机器人 1-3 月线上零售量/零售额同比增速分别为 62.9%/53.4%，增速亮眼。扫地机是天然受益于 AI 升级赋能的品类，叠加政策拉动下，高客单价消费释放充分，高景气有望延续。

图7：扫地机器人线上零售额及同比增速



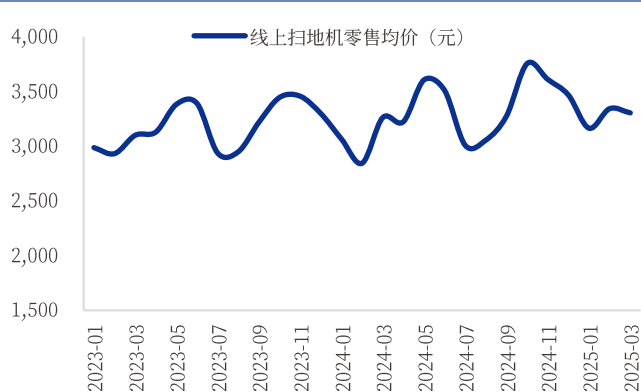
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图8：洗地机线上零售额及同比增速



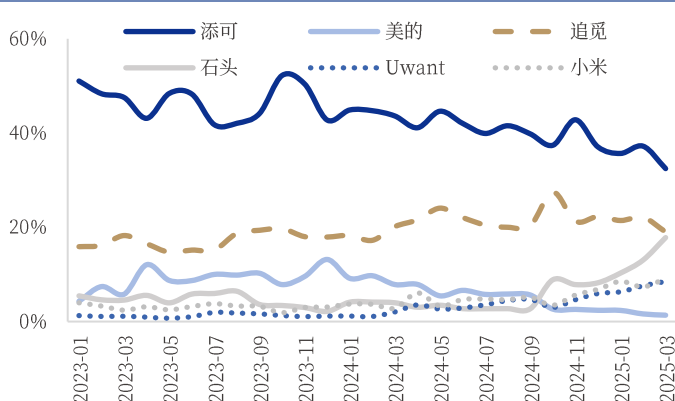
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图9：扫地机线上均价变化



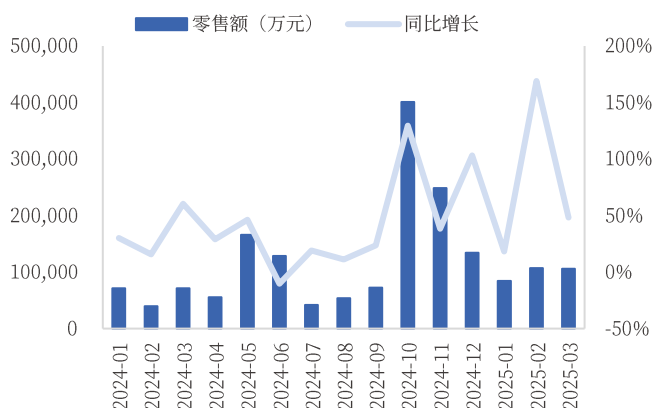
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图10：扫地机线上主要品牌份额变化（销售额口径）



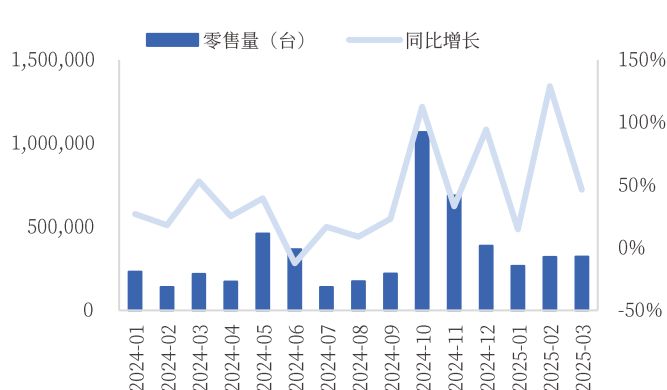
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图11: 扫地机器人月度线上零售额及同比增速



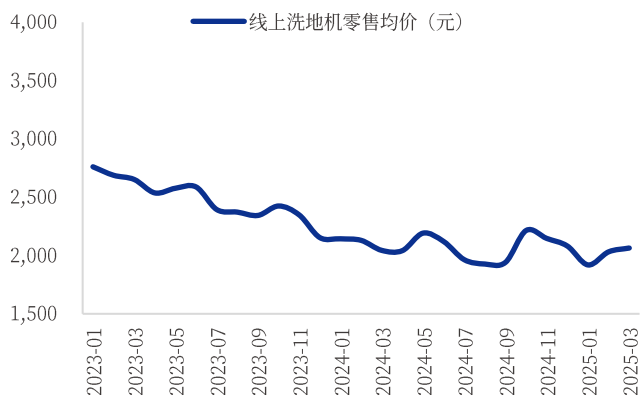
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图12: 扫地机器人月度线上零售量及同比增速



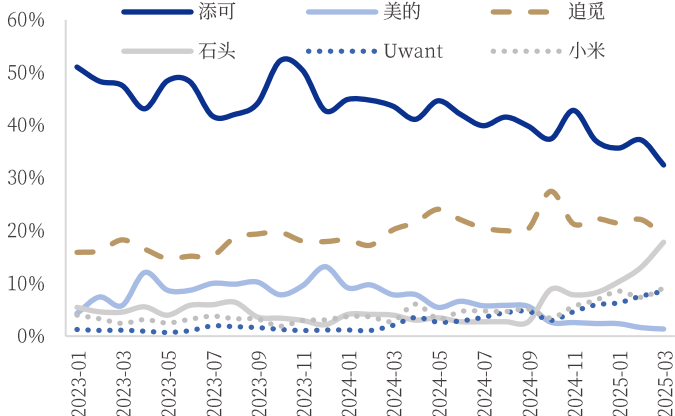
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图13: 洗地机线上均价变化



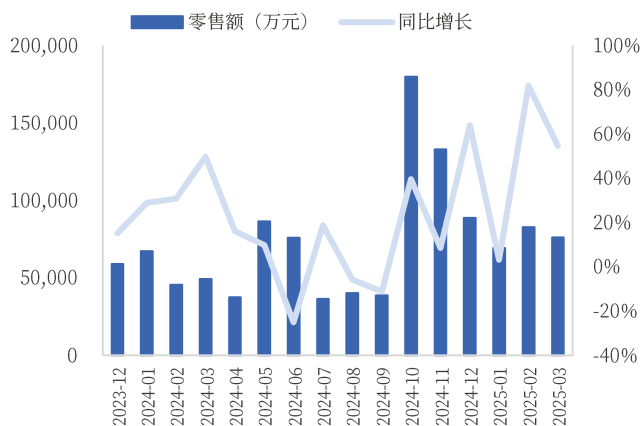
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图14: 洗地机线上主要品牌份额变化（销售额口径）



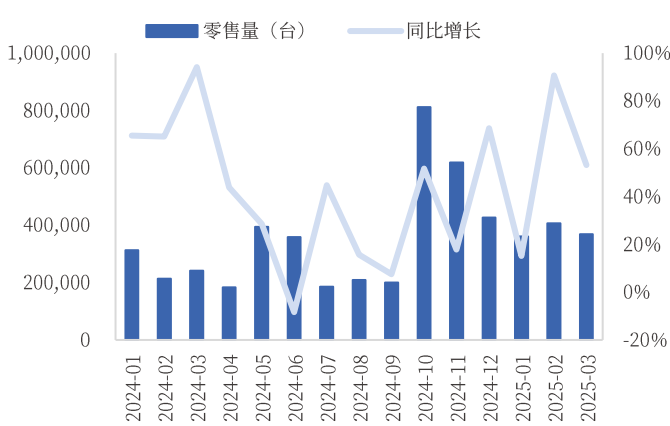
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图15: 洗地机月度线上零售额及同比增速



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图16: 洗地机月度线上零售量及同比增速

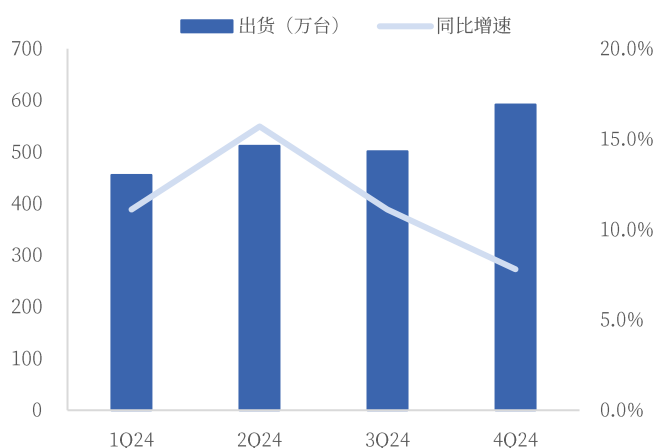


资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

（二）全球扫地机市场中，中国企业份额快速增长

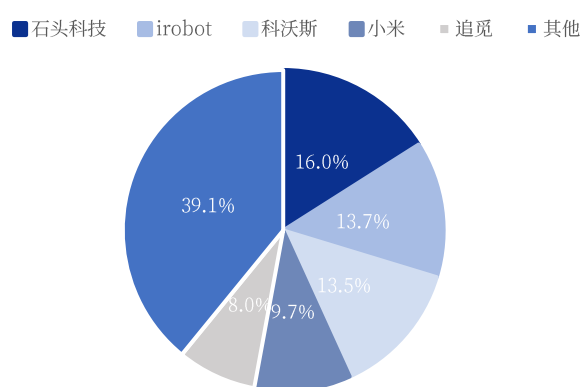
IDC 数据显示，2024 年全球智能扫地机器人市场全年出货量 2060.3 万台，对比 2023 年同比增长 11.2%。中国出货量达 539 万台，同比增长 6.7%，其中四季度受到“国补”政策刺激，出货 175 万台，同比增长 28.2%；海外出货量测算达 1521 万台，同比增长 9.4%。2024 年，石头科技、irobot、科沃斯、小米、追觅在全球市场份额中分别占比 16.0%、13.7%、13.5%、9.7%和 8.0%。石头科技全球量额双第一，出货量上首度超过 irobot。其出海优先布局对智能家居产品需求较高的发达国家市场，线上线下并重，研发销售同步发力。Irobot 2024 年全球出货量下滑 6.7%，份额下滑 2.6%。产品在西欧、亚太市场受到中国厂商冲击，市场空间遭挤压。其在新兴国家市场的本土化布局较为乏力，产品线相对单一，可能对长期增长构成一定制约。

图17：扫地机器人全球出货量（万台）



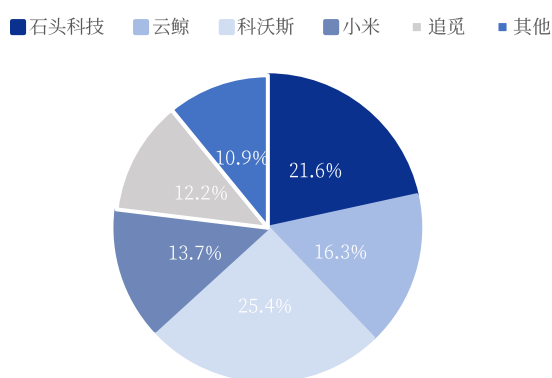
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图18：2024 年扫地机器人全球市场品牌份额（按台数）



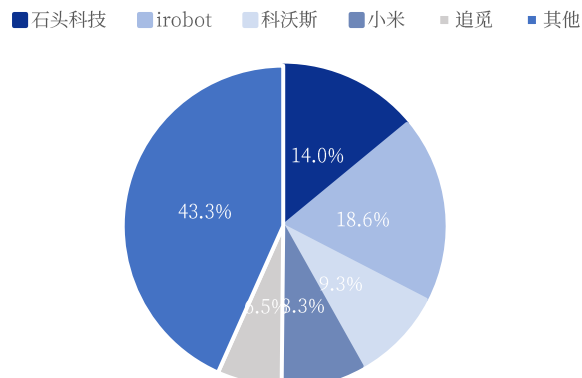
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图19：2024 年扫地机器人中国市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图20：2024 年扫地机器人海外市场品牌份额（按台数）



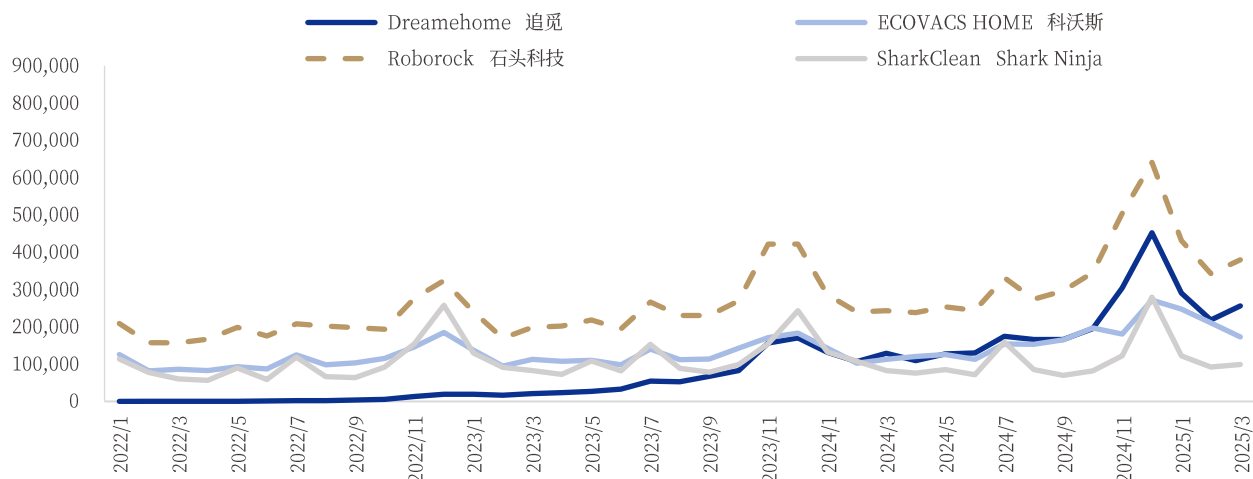
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

备注：中国扫地机品牌海外市场份额以其全球出货量*全球份额-中国出货量*中国份额后差值除以全球出货量-中国出货量方法测算

备注：irobot 全球份额及为其海外市场份额

根据 Sensor Tower 数据，从海外 APP 下载量角度看，追觅、石头、科沃斯的 APP 下载量快速增长，SharkNinja 的下载量增长缓慢，表明中国扫地机品牌海外的市场份额在快速增加。

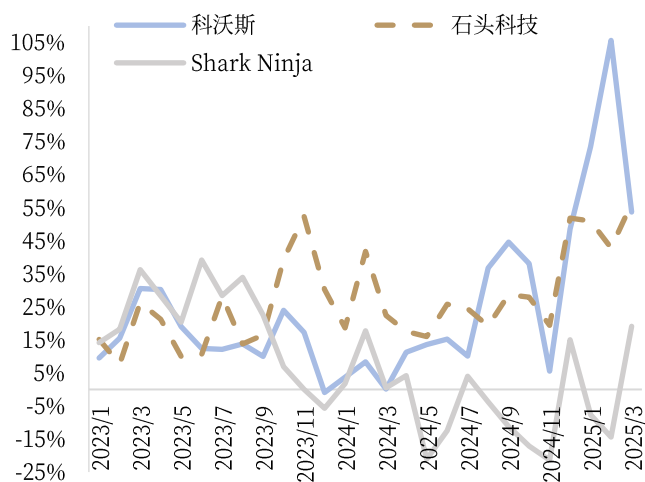
图21: 科沃斯、石头科技、SharkNinja、追觅 app 海外月度下载量情况



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

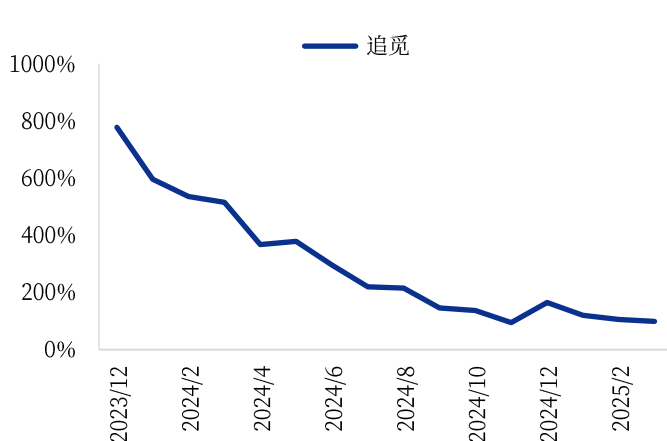
备注: 海外指全球下载量与中国大陆下载量轧差值

图22: 科沃斯、石头科技、SharkNinja (左轴) app 海外下载量月度同比增速



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

图23: 追觅 (右轴) app 海外下载量月度同比增速



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

三、投资建议

考虑到公司坚定地实施规模领先战略，利润率低于我们预期，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.04/21.56/28.19 亿元，EPS 分别为 8.68/11.67/15.26 元每股。我们预计利润率的下降导致公司在 2025 年面临利润下降的压力，尤其是上半年。我们预计 2026 年利润率将趋于稳定，预计公司将在 2026 年重新进入收入和利润的快速增长期，维持对公司的“推荐”评级。

表 2：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	16,396	21,266	26,634
收入增速%	38.0	37.3	29.7	25.2
归母净利润（百万元）	1,977	1,604	2,156	2,819
利润增速%	-3.6	-18.9	34.4	30.8
摊薄 EPS(元)	10.70	8.68	11.67	15.26
PE	17.3	21.4	15.9	12.2

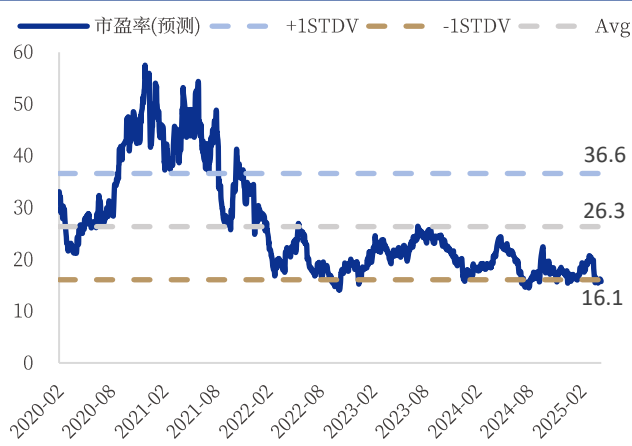
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图24：石头科技历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图25：石头科技历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

四、风险提示

竞争加剧的风险、国际贸易环境不确定性的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,752	13,849	16,991	20,701
现金	1,464	3,110	5,187	7,855
应收账款	1,038	603	758	961
其它应收款	868	851	1,171	1,404
预付账款	98	124	160	196
存货	1,490	1,928	2,481	3,051
其他	6,794	7,234	7,234	7,235
非流动资产	5,732	5,256	5,321	5,323
长期投资	20	20	20	20
固定资产	1,373	1,415	1,489	1,515
无形资产	22	18	13	8
其他	4,317	3,803	3,799	3,779
资产总计	17,485	19,105	22,313	26,024
流动负债	4,427	4,590	5,858	7,032
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,825	2,722	3,576	4,342
其他	1,603	1,868	2,282	2,690
非流动负债	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0
其他	187	187	187	187
负债合计	4,615	4,777	6,044	7,218
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	12,869	14,327	16,267	18,805
负债和股东权益	17,485	19,105	22,313	26,024
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,734	1,828	2,454	3,043
净利润	1,977	1,604	2,156	2,819
折旧摊销	162	207	244	277
财务费用	-184	3	3	3
投资损失	-151	-115	-149	-186
营运资金变动	-22	163	202	132
其它	-46	-35	-2	-3
投资活动现金流	-352	-21	-158	-90
资本支出	-293	-243	-307	-276
长期投资	-309	0	0	0
其他	250	221	149	186
筹资活动现金流	-800	-176	-219	-285
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-800	-176	-219	-285
现金净增加额	618	1,646	2,077	2,668

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,945	16,396	21,266	26,634
营业成本	5,956	8,584	10,988	13,583
营业税金及附加	80	141	183	230
营业费用	2,967	4,509	5,848	7,458
管理费用	346	400	518	586
财务费用	-162	-26	-59	-101
资产减值损失	-95	0	0	0
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资净收益	151	115	149	186
营业利润	2,090	1,757	2,450	3,204
营业外收入	12	5	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	2,098	1,762	2,450	3,204
所得税	121	159	294	384
净利润	1,977	1,604	2,156	2,819
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,977	1,604	2,156	2,819
EBITDA	2,097	1,943	2,635	3,380
EPS（元）	10.70	8.68	11.67	15.26

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	38.0%	37.3%	29.7%	25.2%
营业利润增速	-9.8%	-15.9%	39.4%	30.8%
归属母公司净利润增速	-3.6%	-18.9%	34.4%	30.8%
毛利率	50.1%	47.6%	48.3%	49.0%
归母净利率	16.5%	9.8%	10.1%	10.6%
ROE	15.4%	11.2%	13.3%	15.0%
ROIC	14.0%	10.9%	12.8%	14.4%
资产负债率	26.4%	25.0%	27.1%	27.7%
净负债比率	-9.8%	-20.4%	-30.7%	-40.8%
流动比率	2.65	3.02	2.90	2.94
速动比率	1.89	2.08	2.07	2.16
总资产周转率	0.75	0.90	1.03	1.10
应收账款周转率	18.20	19.98	31.25	30.99
应付账款周转率	2.75	3.10	3.49	3.43
每股收益	10.70	8.68	11.67	15.26
每股经营现金	9.39	9.89	13.28	16.47
每股净资产	69.67	77.56	88.06	101.80
P/E	17.33	21.36	15.89	12.15
P/B	2.66	2.39	2.11	1.82
EV/EBITDA	18.71	16.12	11.11	7.87
P/S	2.87	2.09	1.61	1.29

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn