

筹划 H 股上市，有助企业国际化

2025 年 6 月 7 日

核心观点

- **公司公告：**筹划发行 H 股股票并在香港交易所上市。
- **A+H 上市有助企业国际化：**1) 我们预计，公司筹划 H 股上市并非融资需求，而是为更好地发展国际业务。中国扫地机龙头在全球技术领先，在发展过程中实现了海外市场和国内市场同步发展。相比而言，传统的消费行业公司一般先在中国市场发展壮大，然后拓展海外市场。2) 当前 H 股资本市场对消费股的关注度更高。相比而言，最近几年 A 股市场消费公司关注度低。2024 年以来新消费龙头股价表现活跃，主要的新消费龙头在 H 股上市，H 股已形成新消费板块。此外，2024 年下半年美的集团 H 股成功上市具有很好的示范效应。3) 海外市场上市有助于海外投资者了解公司，方便未来的海外资本运作，能够对海外公司高管进行股权激励。历史上，在欧洲上市流动性偏弱，而在美国上市面临监管风险，因此在 H 股上市更为合适。
- **公司继续规模领先的策略：**1) 2024Q3 以来公司坚定地执行规模领先策略，牺牲了一些超额利润率，但是扫地机、洗地机市场份额快速提升。同时也导致单季度利润同比下降，引起投资者的疑虑。2) 我们认为清洁电器是一个全球化的大单品赛道，且处于渗透率提升期。当前追求“小而美”和超额利润的战略，长期没有市场份额领先的情况下最终也很难守住“小而美”和超额利润。整合市场，在中国、美国、欧洲等单一市场都成为当地份额领先的第一名，且和第二名份额拉开差距，方能获得规模优势。3) 2024 年，公司扫地机全球销量第一，但优势不明显，2025 年需要继续扩大优势。2025 年，公司在中国洗地机市场发力，市场份额逐月快速上升，4 月单月线上零售额份额已上升至第二。我们预计当前洗地机的竞争策略以扩大份额为主，不追求盈利，未来还会拓展到全球市场。
- **我们与市场的不同观点：**1) 中国扫地机/洗地机市场需求显著受益国家补贴政策。市场担忧 2025 年下半年国家补贴政策的延续性，如无法延续或导致零售市场需求波动。2) 美国高关税政策下，公司供应链国际化进程加速。当前公司已将越来越多在美国销售的型号的供应链转移至东南亚。切换过程中，市场担心短期对美国业务利润的影响。3) H 股上市将导致 EPS 摊薄。4) 我们预计，市场以上的担忧针对 2025 年的短期利润；随着公司产业优势持续扩大，公司 2026 年利润有望重回高增长。
- **投资建议：**我们维持盈利预测，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 8.68/11.66/15.25 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)	10.69	8.68	11.66	15.25
PE	20.83	25.67	19.10	14.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险、美国关税风险。

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

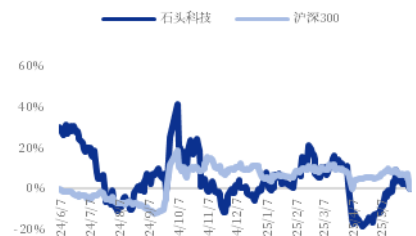
分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-6-6

股票代码	688169.SH
A 股收盘价(元)	222.70
上证指数	3,385.36
总股本(万股)	18,485
实际流通 A 股(万股)	18,485
流通 A 股市值(亿元)	411.67

相对沪深 300 表现图



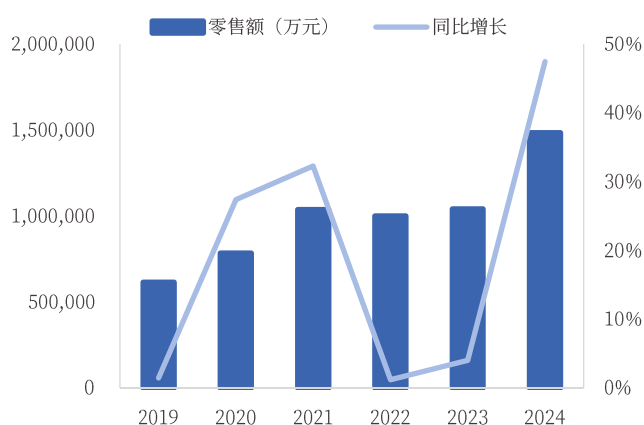
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

一、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

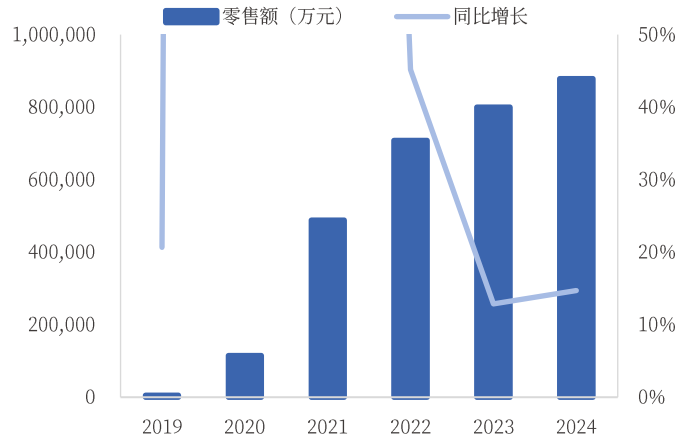
根据奥维云网数据，2025 年 1-4 月我国清洁电器线上零售量 709 万台，同比+36.3%，线上零售额监测为 91 亿元，同比增长+46.5%，在以旧换新政策加持下，行业销售热度较高。其中扫地机器人 1-4 月线上零售量/零售额同比增速分别为 58.1%/67.0%，增速亮眼。扫地机是天然受益于 AI 升级赋能的品类，叠加政策拉动下，高客单价消费释放充分，高景气有望延续。

图1：扫地机器人线上零售额及同比增速



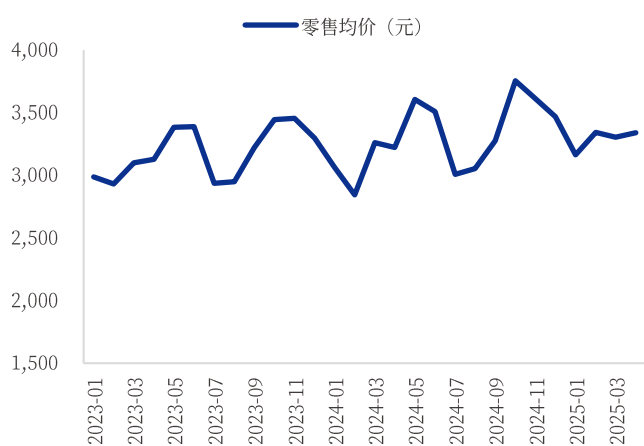
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图2：洗地机线上零售额及同比增速



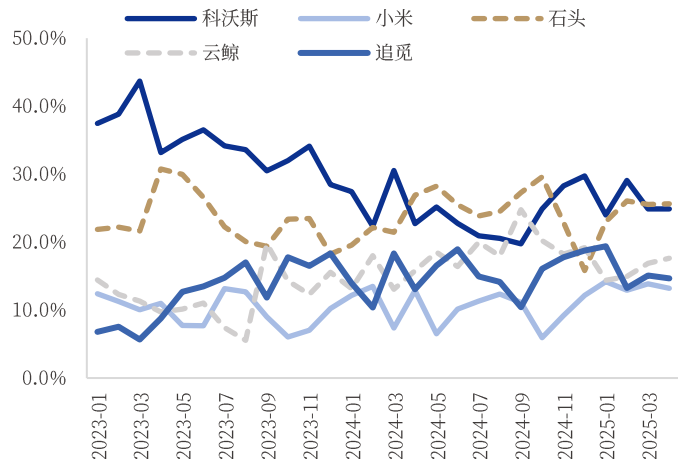
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图3：扫地机线上均价变化



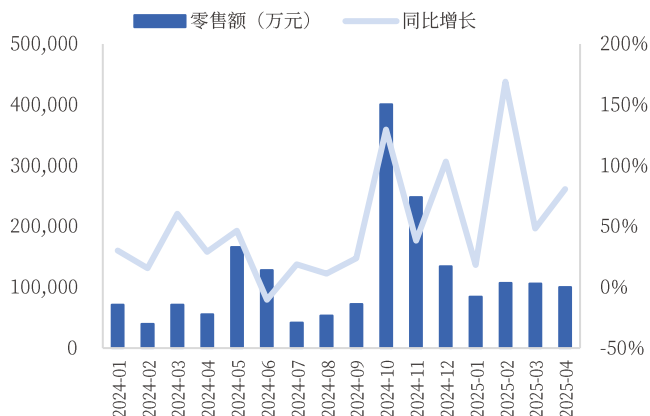
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图4：扫地机线上主要品牌份额变化（销售额口径）



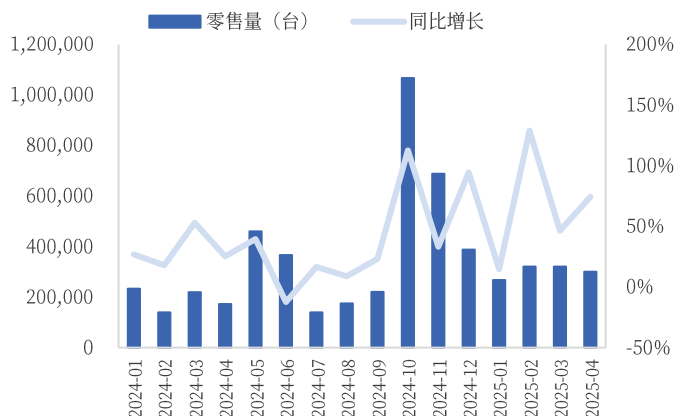
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图5：扫地机器人月度线上零售额及同比增速



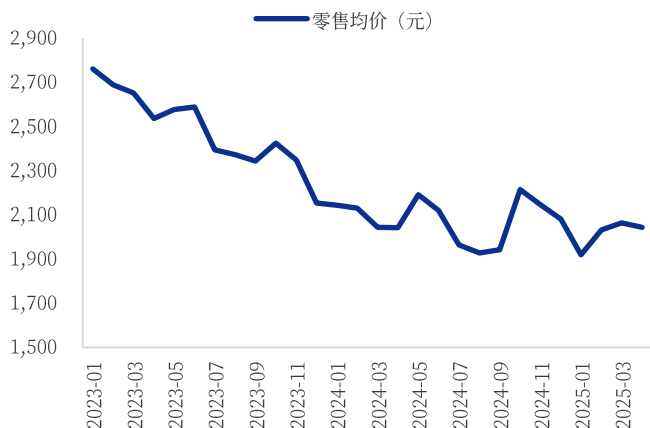
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图6：扫地机器人月度线上零售量及同比增速



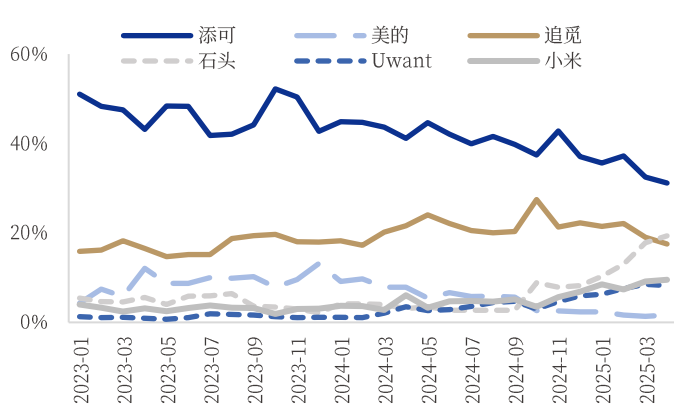
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图7：洗地机线上月度零售均价



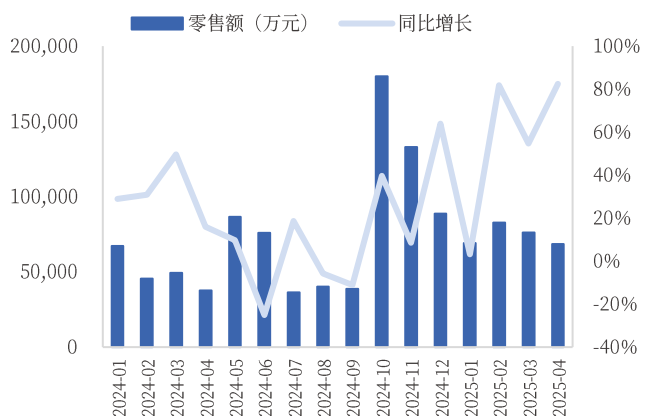
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图8：洗地机线上主要品牌份额变化（零售额口径）



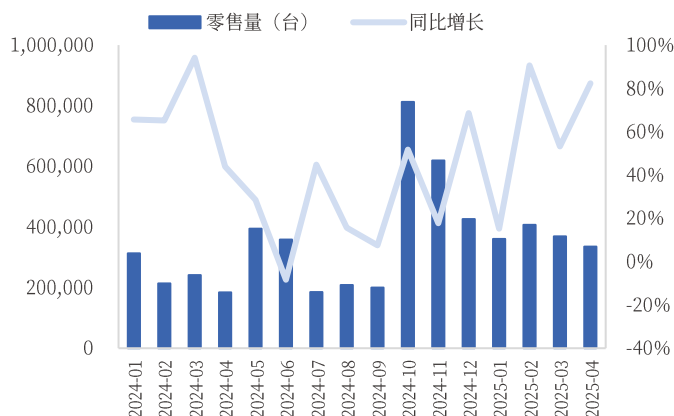
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图9：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10：洗地机月度线上零售量及同比增速

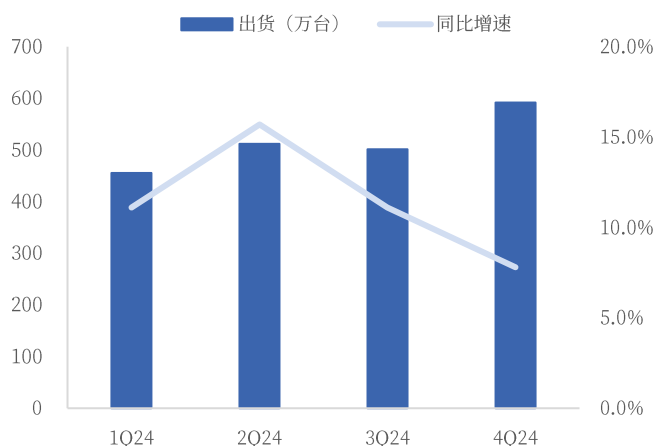


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

（二）全球扫地机市场中，中国企业份额快速增长

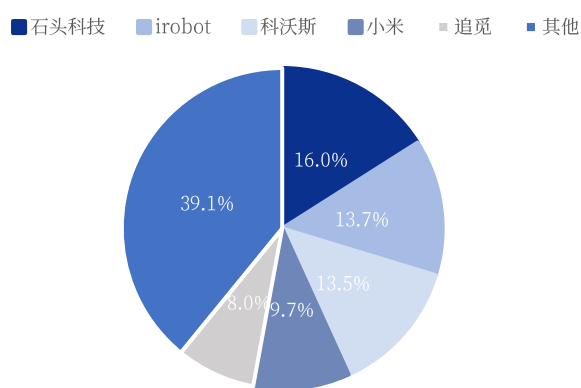
IDC 数据显示，2024 年全球智能扫地机器人市场全年出货量 2060 万台，同比增长 11.2%。中国出货量达 539 万台，同比增长 6.7%，其中四季度受到“国补”政策刺激，出货 175 万台，同比增长 28.2%；海外出货量测算达 1521 万台，同比增长 9.4%。2024 年，石头科技、irobot、科沃斯、小米、追觅在全球市场份额中分别占比 16.0%、13.7%、13.5%、9.7%和 8.0%。石头科技全球量额双第一，出货量上首度超过 irobot。其出海优先布局对智能家居产品需求较高的发达国家市场，线上线下并重，研发销售同步发力。Irobot 2024 年全球出货量下滑 6.7%，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11：扫地机器人全球出货量（万台）



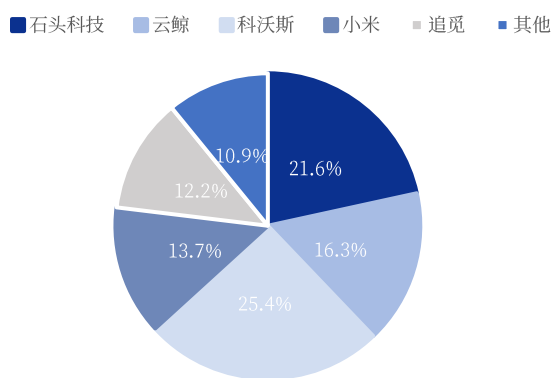
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图12：2024 年扫地机器人全球市场品牌份额（按台数）



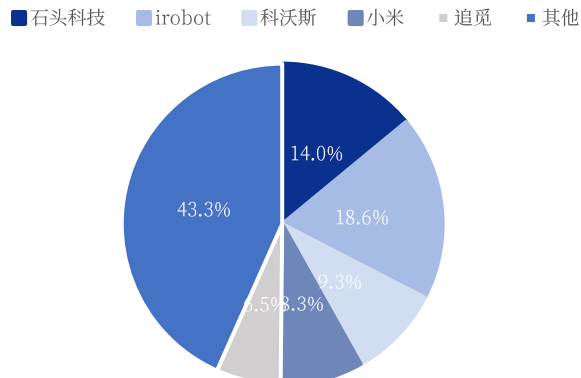
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图13：2024 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14：2024 年扫地机器人海外市场品牌份额（按台数）



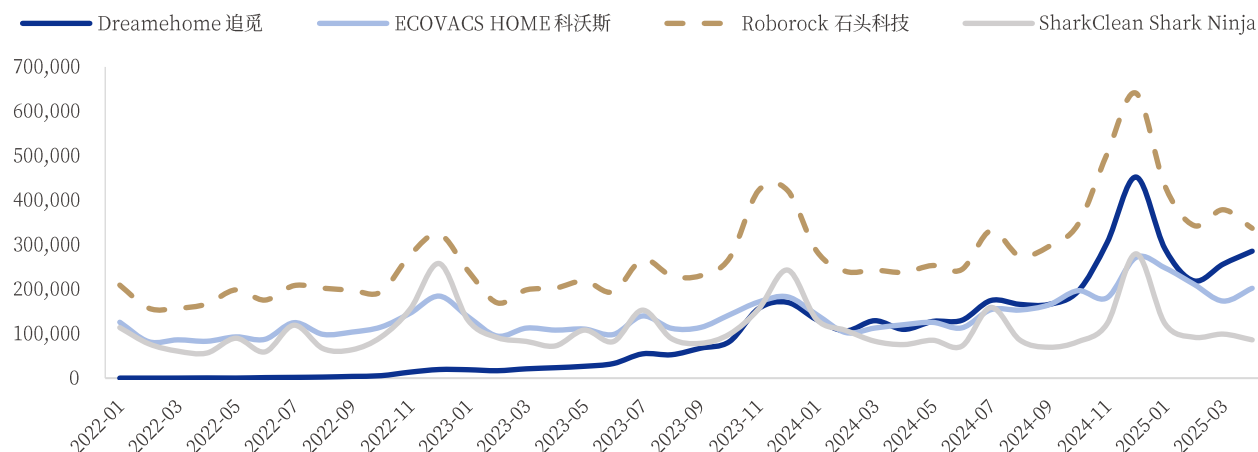
资料来源：IDC，中国银河证券研究院

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。

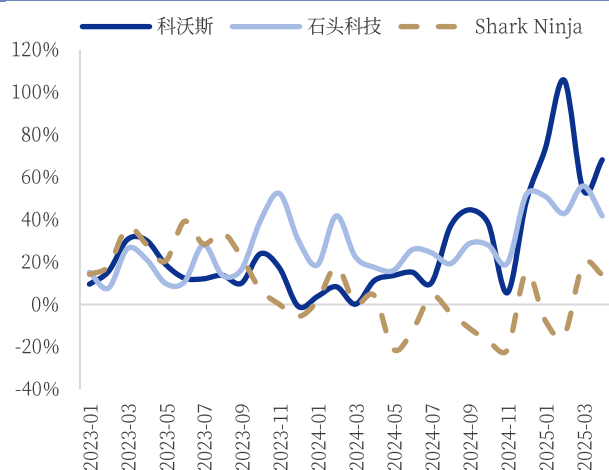
图15: 科沃斯、石头科技、SharkNinja、追觅 app 海外月度下载量情况



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

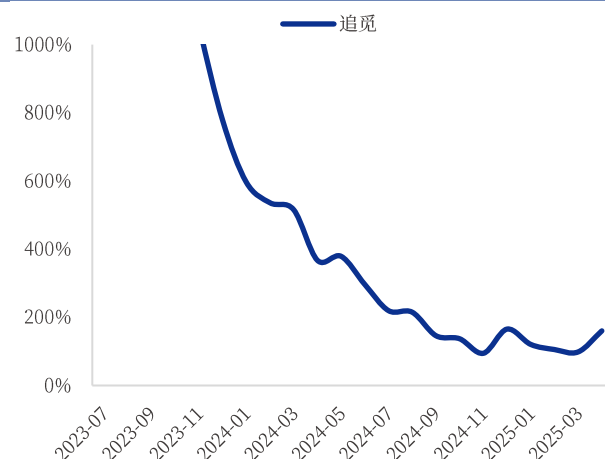
备注: 海外指全球下载量与中国大陆下载量轧差值

图16: 科沃斯、石头科技、SharkNinja 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17: 追觅 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

二、投资建议

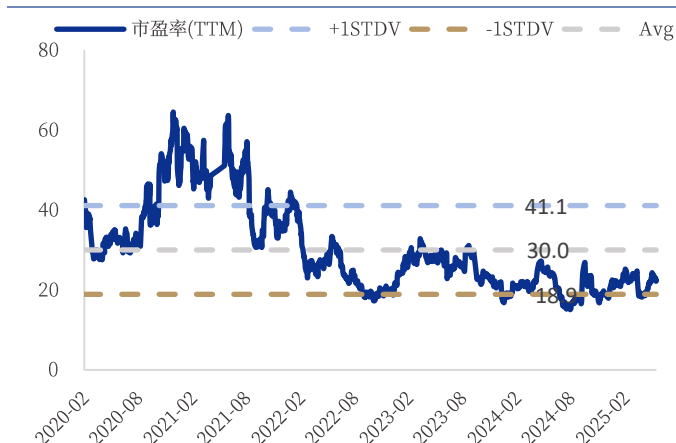
我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.04/21.56/28.19 亿元，EPS 分别为 8.68/11.66/15.22 元每股。我们预计利润率的下降导致公司在 2025 年面临利润下降的压力，尤其是上半年。我们预计 2026 年利润率将趋于稳定，预计公司将在 2026 年重新进入收入和利润的快速增长期，维持对公司的“推荐”评级。

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)	10.69	8.68	11.66	15.25
PE	20.83	25.67	19.10	14.60

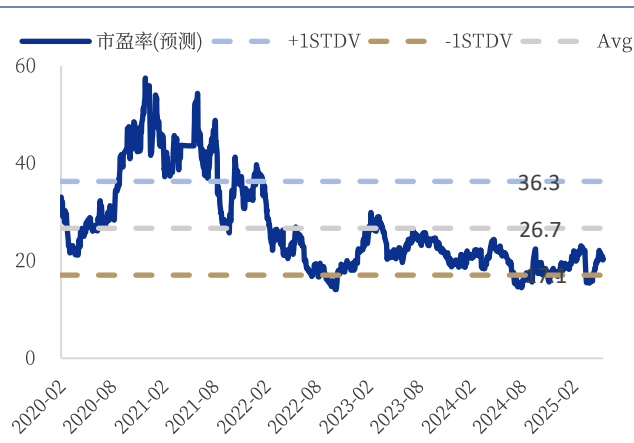
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：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2：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

三、风险提示

市场竞争加剧的风险、美国关税风险。

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	13,840	16,983	20,692
现金	1,464	3,101	5,179	7,847
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	19,097	22,304	26,015
流动负债	4,427	4,590	5,858	7,032
短期借款	-	-	-	-
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	-	-	-	-
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	14,318	16,259	18,796
负债和股东权益	17,485	19,097	22,304	26,015
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)	-	-	-
其他	250	221	149	186
筹资活动现金流	(800)	(185)	(219)	(285)
短期借款	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-
其他	(800)	(185)	(219)	(285)
现金净增加额	618	1,637	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)	(100)
资产减值损失	(95)	-	-	-
公允价值变动收益	45	-	-	-
投资净收益	151	115	149	186
营业利润	2,090	1,757	2,450	3,203
营业外收入	12	5	-	-
营业外支出	4	-	-	-
利润总额	2,098	1,762	2,450	3,203
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）	10.69	8.68	11.66	15.25

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	38.03%	37.27%	29.70%	25.24%
营业利润增速	-9.79%	-15.93%	39.40%	30.77%
归属母公司净利润增速	-3.64%	-18.86%	34.42%	30.77%
毛利率	50.14%	47.65%	48.33%	49.00%
归母净利率	16.55%	9.78%	10.14%	10.58%
ROE	15.36%	11.20%	13.26%	15.00%
ROIC	13.96%	10.89%	12.79%	14.38%
资产负债率	26.39%	25.02%	27.10%	27.75%
净负债比率	-9.84%	-20.36%	-30.71%	-40.75%
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	10.69	8.68	11.66	15.25
每股经营现金	9.38	9.89	13.27	16.46
每股净资产	69.62	77.46	87.95	101.68
P/E	20.83	25.67	19.10	14.60
P/B	3.20	2.88	2.53	2.19
EV/EBITDA	18.72	19.68	13.73	9.91
P/S	3.45	2.51	1.94	1.55

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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