

公司研究 | 点评报告 | 石头科技 (688169.SH)

# 营收延续高增，盈利有望迎来拐点

## 报告要点

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 79.03 亿元，同比+78.96%，实现归母净利润 6.78 亿元，同比-39.55%，实现扣非归母净利润 5.00 亿元，同比-41.96%；对应单二季度公司实现营收 44.75 亿元，同比+73.78%，实现归母净利润 4.10 亿元，同比-43.21%，实现扣非后归母净利润 2.58 亿元，同比-50.30%。

## 分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

石头科技 (688169.SH)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 营收延续高增，盈利有望迎来拐点

### 事件描述

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 79.03 亿元，同比+78.96%，实现归母净利润 6.78 亿元，同比-39.55%，实现扣非归母净利润 5.00 亿元，同比-41.96%；对应单二季度公司实现营收 44.75 亿元，同比+73.78%，实现归母净利润 4.10 亿元，同比-43.21%，实现扣非后归母净利润 2.58 亿元，同比-50.30%。

### 事件评论

- **内销国补有效拉动，叠加公司积极竞争策略，公司营收延续高速增长。**2025 年上半年/一季度/二季度公司增速分别达 78.96%/86.22%/73.78%。行业维度来看，内销方面国补形成有力拉动，据奥维推总数据，2025 年上半年/一季度/二季度内销扫地机器人全渠道销额分别同比+41.09%/+51.67%/+35.08%，外销方面或正迎来全基站产品价格下拓带来的行业红利期，景气度亦超预期，作为验证来看，2025H1 科沃斯品牌海外营收同比+52%。公司维度来看，更加积极的竞争策略下公司扫地机器人份额同比迎来一定提升，内销层面据奥维云网数据，2025H1 石头科技于线上/线下扫地机器人销额份额分别达 28.1%/21.0%，分别同比+2.95/+2.25pct；外销层面，公司在优势市场的市场地位进一步巩固，在布局较少的市场份额也迎来突破，据卖家精灵，公司 2025Q2 于德国/法国/西班牙/英国亚马逊销额份额分别达 46%/23%/17%/17%，分别同比+18/-1/-1/+8pct。此外，公司洗地机内销取得快速突破，并开始逐步打开外销市场，据奥维云网数据，2025H1 石头在内销洗地机线上/线下销额份额分别达 19.0%/5.7%，分别同比+15.3/+4.8pct，我们预计洗地机外销盈利情况好于内销，公司逐步打开洗地机海外市场有望贡献一定利润。
- **盈利能力环比改善，Q3 或迎来拐点。**2025 年上半年公司归母净利率/扣非归母净利率分别达 8.57%/6.32%，分别同比-16.81/-13.17pct，其中单二季度公司归母净利率/扣非归母净利率分别达 9.16%/5.77%，分别同比-18.87/-14.40pct，分别环比+1.36/-1.29pct。单二季度来看，公司毛利率达 43.86%，同比-9.15pct，环比+7.53pct，同比下滑预计主要系关税扰动影响以及公司营收结构和产品定价布局有所变化。费用率方面公司单二季度销售/管理/研发/财务费率分别达 27.11%/3.05%/9.36%/-1.55%，分别同比 +6.46/-0.21/+1.01/+1.89pct，分别环比-7.10/+0.63/+0.57/-1.29pct。预计后续公司越南产能布局逐步完善关税影响相对可控，此外洗地机有望扭亏&洗衣机有望减亏，公司盈利能力或迎来拐点。
- **投资建议：**公司作为清洁电器龙头企业，以技术驱动产品迭代升级，国内及全球市场同步推进，已经具有较高品牌认知度，我们认为扫地机市场具有较广阔前景，同时公司有望通过技术和产品的领先性以及卓越的品牌形象进一步提升市场份额，实现规模和利润较高增长。后续来看公司有望在关税影响可控&洗地机扭亏&洗衣机减亏的助力下迎来业绩拐点。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.47，28.87，34.24 亿元，对应 PE 分别为 26.16，18.55，15.64 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、经济形势不确定性带来的需求波动风险；
- 2、行业竞争加剧带来份额和利润下行风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	206.70
总股本(万股)	25,909
流通A股/B股(万股)	25,909/0
每股净资产(元)	51.68
近12月最高/最低价(元)	333.50/142.89

注：股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《积极打法延续，收入大幅高增》2025-05-09
- 《石头科技 2024 年年报点评：积极打法延续，营收增长亮眼，利润率有所回落》2025-04-09
- 《新品或开启扫地机新纪元，Q4 内外销增长可观》2025-01-21



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

1、**经济形势不确定性带来的需求波动风险。**公司定位于全球市场，而当前宏观经济形势处于不确定波动中，居民消费支出趋于相对谨慎理性，对产品价格敏感度相对较高，由此可能带来公司销售端的波动，及相应市场推广费用的加大，从而带来销售转化效率降低等。

2、**行业竞争加剧带来份额和利润下行风险。**清洁电器作为潜在空间较大的消费领域，家电企业均积极参与布局，随着技术红利的消退，行业的潜在竞争可能加剧，可能会对公司市场份额带来侵蚀的可能，同时可能会带来价格策略竞争，从而对公司的盈利带来压力。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>11945</b>	<b>18133</b>	<b>21542</b>	<b>26090</b>	货币资金	1464	1115	1938	3076
营业成本	5956	9279	10941	13327	交易性金融资产	4991	5491	5991	6491
<b>毛利</b>	<b>5989</b>	<b>8854</b>	<b>10600</b>	<b>12763</b>	应收账款	1038	596	885	1215
%营业收入	50%	49%	49%	49%	存货	1490	2288	2758	3469
营业税金及附加	80	121	144	175	预付账款	98	148	197	267
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2671	3293	3751	4305
销售费用	2967	4842	5385	6523	<b>流动资产合计</b>	<b>11752</b>	<b>12931</b>	<b>15519</b>	<b>18822</b>
%营业收入	25%	27%	25%	25%	长期股权投资	20	20	20	20
管理费用	346	508	560	652	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	1373	1624	1854	2061
研发费用	971	1487	1745	2113	无形资产	22	28	28	28
%营业收入	8%	8%	8%	8%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-162	-83	-96	-76	递延所得税资产	247	247	247	247
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	4070	4070	4070	4070
加：资产减值损失	-95	-38	-38	-38	<b>资产总计</b>	<b>17485</b>	<b>18921</b>	<b>21739</b>	<b>25249</b>
信用减值损失	11	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	45	0	0	0	应付款项	2825	1780	1799	1826
投资收益	151	127	151	183	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2090</b>	<b>2323</b>	<b>3278</b>	<b>3888</b>	应付职工薪酬	209	325	274	267
%营业收入	17%	13%	15%	15%	应交税费	277	544	431	391
营业外收支	7	3	3	3	其他流动负债	1116	1094	1170	1276
<b>利润总额</b>	<b>2098</b>	<b>2326</b>	<b>3280</b>	<b>3891</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>4427</b>	<b>3742</b>	<b>3673</b>	<b>3759</b>
%营业收入	18%	13%	15%	15%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	121	279	394	467	应付债券	0	0	0	0
净利润	1977	2047	2887	3424	递延所得税负债	22	22	22	22
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>1977</b>	<b>2047</b>	<b>2887</b>	<b>3424</b>	其他非流动负债	165	165	165	165
少数股东损益	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>4615</b>	<b>3930</b>	<b>3860</b>	<b>3947</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>7.63</b>	<b>7.90</b>	<b>11.14</b>	<b>13.21</b>	归属于母公司所有者权益	12869	14991	17878	21301
					少数股东权益	1	1	1	1
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>12870</b>	<b>14992</b>	<b>17878</b>	<b>21302</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>17485</b>	<b>18921</b>	<b>21739</b>	<b>25249</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1734</b>	<b>350</b>	<b>1568</b>	<b>1850</b>					
取得投资收益收回现金	250	127	151	183	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-91	-406	-400	-400	每股收益	7.63	7.90	11.14	13.21
其他	-511	-495	-495	-495	每股经营现金流	6.69	1.35	6.05	7.14
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-352</b>	<b>-774</b>	<b>-744</b>	<b>-712</b>	市盈率	28.74	26.16	18.55	15.64
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.41	3.57	3.00	2.51
股权融资	26	74	0	0	EV/EBITDA	21.97	26.24	17.88	14.67
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	11.3%	10.8%	13.3%	13.6%
筹资成本	-615	0	0	0	净资产收益率	15.4%	13.7%	16.1%	16.1%
其他	-211	0	0	0	净利率	16.5%	11.3%	13.4%	13.1%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-800</b>	<b>74</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	26.4%	20.8%	17.8%	15.6%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>582</b>	<b>-350</b>	<b>823</b>	<b>1138</b>	总资产周转率	0.68	0.96	0.99	1.03

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。