

# 如何看公司利润换市场份额优势

2026 年 01 月 17 日

## 核心观点

- 事件：**公司发布关于香港联交所审议公司发行 H 股的公告，根据前三季度已审计业绩及后三个月未经审计业绩，预计 2025 年全年归母净利润（未审计）不低于 13.4 亿元。折合 25Q4 归母净利润不低于 3 亿元（同比-40.1%），低于市场预期，预计单季度净利润率约 5%，创下历史新低。虽然公司利润持续低于预期，但在份额方面的领先优势越发明显，公司正处于整合市场的过程中，短期以利润换份额的战略也不失为当下符合产业特征的策略。展望 2026 年，公司通过控制洗衣机等业务的亏损幅度，以及减少自补，利润率将有所改善。
- 24Q3 以来坚持规模导向：**1) 石头虽然是全球扫地机品牌第一，但在中国、美国、欧洲单一市场都未能取得明显市场份额优势。在此背景下，公司执行规模导向策略，一方面收入快速增长，另一方面单季度净利润率持续走低。2) 公司净利润率持续走低，在财务方面的体现是多元化的，包括增加引流导致销售费用率提升，中国市场自补政策导致毛利率下降；新业务的亏损也有重要影响，上半年洗衣机业务亏损较多，第四季度割草机新品的推广也导致亏损；以及高强度的研发投入。3) 公司在中国、美国、欧洲单一市场第一的优势还未明显，我们预计 2026 年策略依然更注重收入规模。但是对自补，以及洗衣机业务的亏损预计会有控制和改善。
- 内销国补退坡，但海外业务持续高增长：**1) 国补退坡导致国内清洁电器零售下滑。2025 年上半年，许多地方政府选择补贴清洁电器；2025 年下半年国补减少，企业以自补为主，导致盈利能力下降。我们预计 2026 年部分地方将继续补贴清洁电器。2) 据 AVC 数据，2024 年 10 月国内清洁电器市场开始高基数，2025Q4 线上扫地机/洗地机零售额分别实现 53.1/31.9 亿元，分别同比 -32.2%/-20.7%。其中，石头 25Q4 线上扫地机/洗地机零售额分别为 18.8/8.8 亿元，分别同比 -4.3%/+157.1%。石头扫地机份额提升，零售下滑幅度明显小于市场；石头洗地机份额大幅提升，零售规模同比高增长。3) 海外市场，据 Sensor Tower 数据，石头科技海外 APP 下载量 2025Q4 同比+61%，全年累计同比+56%。石头在美国市场线上影响力大，线下渠道影响力小。随着美国 iRobot 破产重组，中国扫地机代工龙头杉川控股 iRobot。在美国线下渠道切换过程中，石头或有机会。
- 新品开发，具身智能是重要方向：**1) 石头在 CES 2026 发布全球首款轮腿架构扫地机器人石头 G-Rover，可以在楼梯、斜坡、多级门槛等传统清洁“盲区”中自主移动与清扫。带机械手臂的扫地机、以及可以爬楼梯的扫地机属于高端探索产品，目前还不具备大规模推广的体验。2) 活水洗扫地机受消费者欢迎，公司产品体验目前处于追赶中。3) 我们预计，未来公司发展具身智能的家庭服务机器人是重要的发展方向。
- 投资建议：**我们下调盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 188.6/231.5/289.7 亿元，分别同比+57.9%/+22.7%/+25.2%，归母净利润 13.8/21.2/28.3 亿元，分别同比 -30.1%/+53.7%/+33.2%，EPS 分别为 5.33/8.19/10.91 元每股，当前股价对应 29.1/18.9/14.2 P/E，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

## 石头科技（股票代码：688169）

**推荐**      **维持评级**

## 分析师

**何伟**✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525010001**刘立思**✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130524070002**杨策**✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130520050005**陆思源**✉: lusiuyan\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130525060001

## 市场数据

2026 年 01 月 16 日

股票代码	688169
A 股收盘价(元)	155.01
上证指数	4,101.91
总股本(万股)	25,911
实际流通 A 股(万股)	25,911
流通 A 股市值(亿元)	402

## 相对沪深 300 表现图

2026 年 01 月 16 日



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河家电】公司点评\_石头科技：规模继续明显扩张，费用控制在推进中
- 【银河家电】公司点评\_石头科技：转向经营质量与规模并重
- 【银河家电】公司点评\_家电行业\_石头科技：筹划 H 股上市，有助企业国际化-20250607

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	18,862	23,147	28,969
收入增长率%	38.03	57.91	22.72	25.15
归母净利润(百万元)	1,977	1,381	2,123	2,827
利润增长率%	-3.64	-30.11	53.67	33.18
摊薄 EPS(元)	7.63	5.33	8.19	10.91
PE	20.32	29.08	18.92	14.21

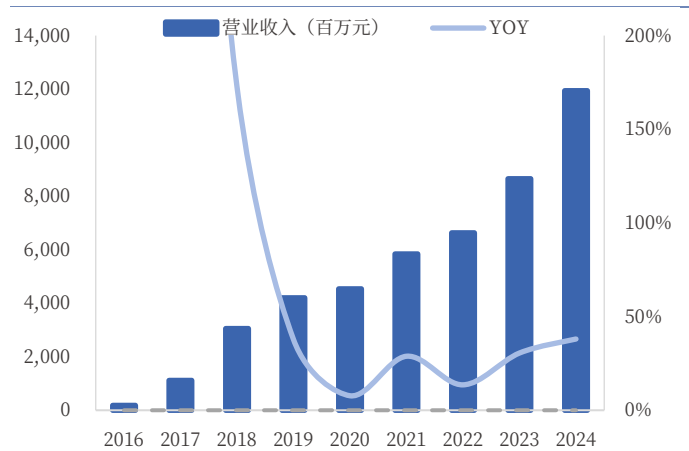
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 一、公司经营情况

**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~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。

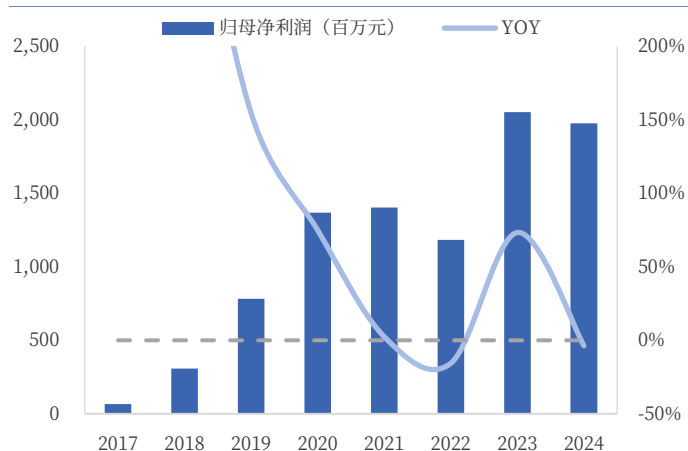
2024 年，石头的营收达到 119.4 亿元，同比+38.0%。2024 年石头的扫地机收入和销量已经位居全球首位。

图1：公司营业收入（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

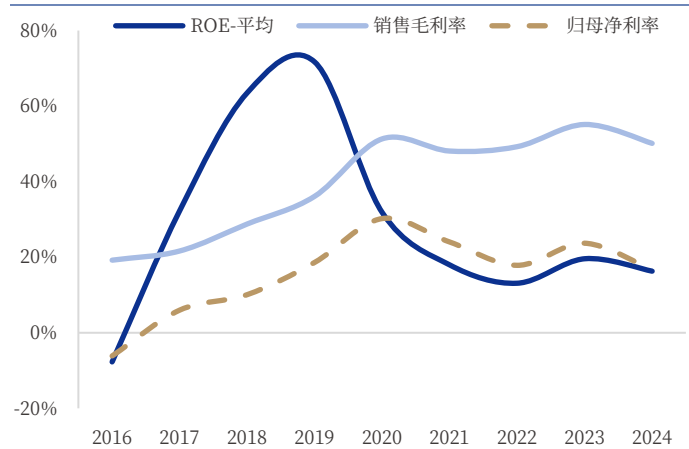
图2：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

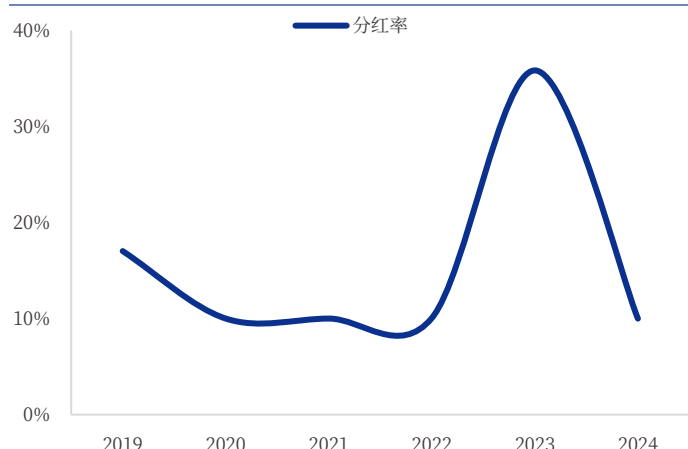
2024 年，公司 ROE-平均为 16.3%，毛利率为 50.1%，归母净利率为 16.5%，分红率为 10%。2024 年会计准则变化，部分销售费用归入生产成本，导致毛利率下降。但剔除该影响，公司的产品竞争策略也导致综合毛利率下降。

图3：公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图4：公司年度分红率

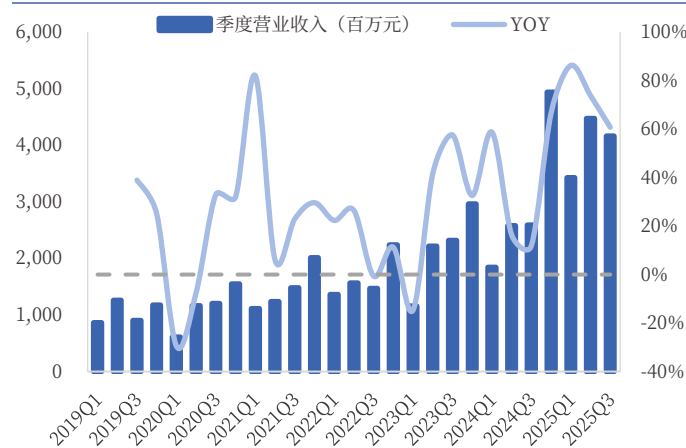


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

2025Q1/Q2/Q3, 公司分别实现收入 34.3/44.8/41.6 亿元, 分别同比+86.2%/+73.8%/+60.7%, 归母净利润 2.7/4.1/3.6 亿元, 分别同比-32.9%/-43.2%/+2.5%。

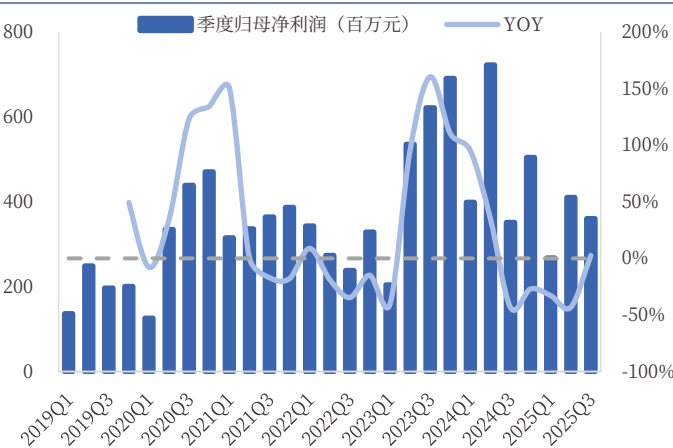
公司发布关于香港联交所审议公司发行 H 股的公告, 根据前三季度已审计业绩及后三个月未经审计业绩, 预计 2025 年全年归母净利润 (未审计) 不低于 13.4 亿元。折合 25Q4 归母净利润不低于 3 亿元 (同比-40.1%), 低于市场预期, 预计单季度净利润率约 5%, 创下历史新低。

图5: 公司营业收入 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图6: 公司归母净利润 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

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%
<b>毛利率</b>	<b>51.3%</b>	<b>48.1%</b>	<b>49.3%</b>	<b>55.1%</b>	<b>50.1%</b>
<b>按产品</b>					
——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%
<b>按地区(年报口径)</b>					
——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%
<b>按销售模式</b>					
——直营	61.8%	56.7%	54.6%	58.4%	52.2%
——经销	46.1%	45.2%	46.6%	53.1%	48.9%
<b>销量(万台)</b>					
扫地机器人	238	282	225	260	345
其他智能电器产品	9	12	12	26	62
<b>均价(元/台)</b>					
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、投资建议

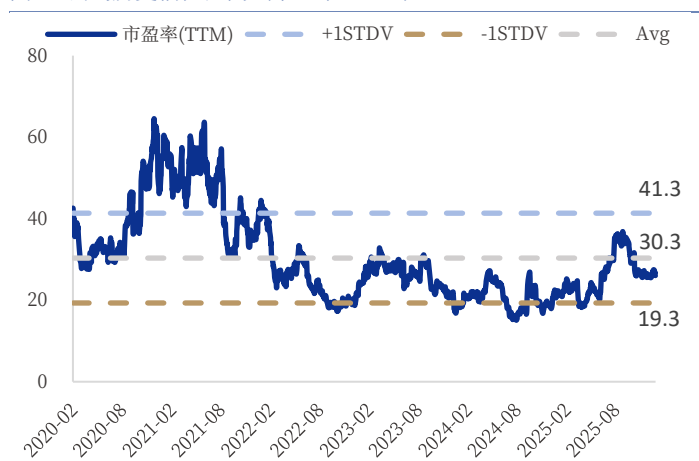
我们下调盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 188.6/231.5/289.7 亿元，分别同比+57.9%/+22.7%/+25.2%，归母净利润 13.8/21.2/28.3 亿元，分别同比-30.1%/+53.7%/+33.2%，EPS 分别为 5.33/8.19/10.91 元每股，当前股价对应 29.1/18.9/14.2 P/E，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	18,862	23,147	28,969
收入增长率%	38.03	57.91	22.72	25.15
归母净利润(百万元)	1,977	1,381	2,123	2,827
利润增长率%	-3.64	-30.11	53.67	33.18
摊薄 EPS(元)	7.63	5.33	8.19	10.91
PE	20.32	29.08	18.92	14.21

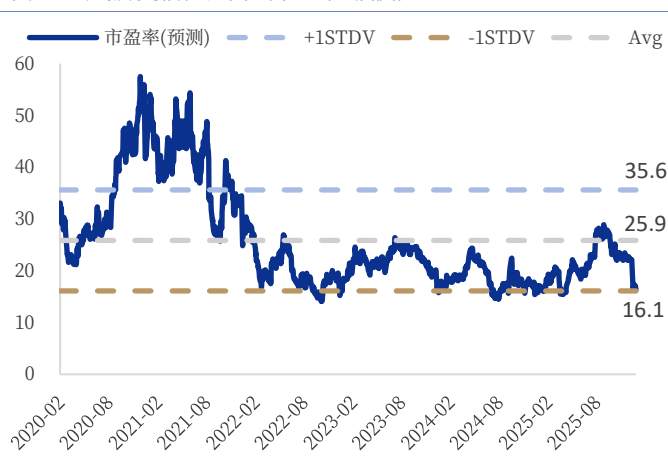
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图7：公司历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图8：公司历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## 三、风险提示

国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

## 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	14,148	17,257	21,338
现金	1,464	2,793	4,787	7,259
应收账款	1,038	1,057	1,348	1,942
其它应收款	868	978	1,274	1,527
预付账款	98	156	188	233
存货	1,490	2,369	2,864	3,581
其他	6,794	6,795	6,795	6,796
非流动资产	5,732	5,755	5,789	5,766
长期投资	373	373	373	373
固定资产	1,373	1,379	1,405	1,391
无形资产	22	25	27	28
其他	3,964	3,979	3,984	3,974
资产总计	17,485	19,903	23,046	27,104
流动负债	4,427	5,588	6,746	8,189
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,825	3,429	4,214	5,180
其他	1,603	2,159	2,532	3,009
非流动负债	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0
其他	187	187	187	187
负债总计	4,615	5,775	6,933	8,376
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	12,869	14,127	16,112	18,727
负债和股东权益	17,485	19,903	23,046	27,104

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,734	1,572	2,282	2,763
净利润	1,977	1,381	2,123	2,827
折旧摊销	162	198	235	269
财务费用	-184	3	3	3
投资损失	-151	-132	-162	-203
营运资金变动	-114	36	167	-110
其他	46	86	-83	-24
投资活动现金流	-352	-117	-147	-75
资本支出	-293	-249	-309	-278
长期投资	-309	0	0	0
其他	250	132	162	203
筹资活动现金流	-800	-126	-141	-215
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-800	-126	-141	-215
现金净增加额	618	1,329	1,994	2,472

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
营业总收入	11,945	18,862	23,147	28,969
营业成本	5,956	10,812	12,950	16,205
税金及附加	80	163	200	250
销售费用	2,967	4,866	5,671	6,953
管理费用	346	434	532	637
研发费用	971	1,547	1,898	2,375
财务费用	-162	-196	-223	-263
资产减值损失	-95	-95	-108	-100
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资收益及其他	354	323	396	495
营业利润	2,090	1,464	2,407	3,207
营业外收入	12	7	7	8
营业外支出	4	1	2	3
利润总额	2,098	1,470	2,412	3,213
所得税	121	88	289	386
净利润	1,977	1,381	2,123	2,827
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,977	1,381	2,123	2,827
EBITDA	2,097	1,471	2,424	3,219
EPS（元）	7.63	5.33	8.19	10.91

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	38.0%	57.9%	22.7%	25.2%
营业利润增长率	-9.8%	-30.0%	64.4%	33.2%
归母净利润增长率	-3.6%	-30.1%	53.7%	33.2%
毛利率	50.1%	42.7%	44.1%	44.1%
净利率	16.5%	7.3%	9.2%	9.8%
ROE	15.4%	9.8%	13.2%	15.1%
ROIC	14.0%	8.4%	11.8%	13.7%
资产负债率	26.4%	29.0%	30.1%	30.9%
净资产负债率	35.9%	40.9%	43.0%	44.7%
流动比率	2.65	2.53	2.56	2.61
速动比率	1.89	1.76	1.84	1.92
总资产周转率	0.75	1.01	1.08	1.16
应收账款周转率	18.20	18.01	19.25	17.61
应付账款周转率	2.75	3.46	3.39	3.45
每股收益	7.63	5.33	8.19	10.91
每股经营现金流	6.69	6.07	8.81	10.66
每股净资产	49.67	54.52	62.18	72.27
P/E	20.32	29.08	18.92	14.21
P/B	3.12	2.84	2.49	2.14
EV/EBITDA	18.55	25.53	14.67	10.28
PS	3.36	2.13	1.74	1.39



## 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、大消费组组长。**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；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。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

**杨策，家电行业分析师。**伦敦国王大学理学硕士，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。

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

**陆思源，家电行业分析师。**加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn