

石头科技 (688169.SH)

一季报超预期，关注后续改善趋势

石头凭借技术创新持续引领行业、巩固中高端优势，叠加竞争格局优化处于行业高增和盈利恢复周期，具备中长期投资价值，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 2025年公司实现营业收入186.95亿元，同比增长56.51%；实现归母净利润13.63亿元，同比下降31.03%；扣非归母净利润10.92亿元，同比下降32.60%。收入端的高增长主要得益于国内“以旧换新”政策推动及海外市场通过品牌建设、渠道拓展实现的稳步提升。利润端的下滑则主要源于公司为拓展全价格带产品矩阵、加大品牌与渠道建设投入导致毛利率与费用率承压，以及对洗地机、洗烘一体机、割草机等新业务的战略性投入。2026年Q1单季度实现营业收入42.27亿元，同比增长23.31%；实现归母净利润3.23亿元，同比增长20.83%。

□ 核心主业优势巩固，全球化战略成效显著。扫地机器人作为公司基本盘，其全球领导地位得到进一步巩固。根据IDC报告，2025年公司智能扫地机器人全球销量市占率达27.0%，持续位居全球第一。海外市场是增长主引擎：全年境外业务收入达104.42亿元，同比增长63.46%，占主营收入比重提升至56%。欧洲市场通过精细化渠道运营和对法、意、西等新市场的成功开拓，增长尤为亮眼。北美市场虽受关税政策扰动，但通过拓展Target、Costco等线下渠道，仍保持了正增长。亚太市场在韩国、澳洲等优势区域持续渗透，并积极开拓中东、东南亚等新兴市场。国内市场竞争加剧致利润承压：受益于“以旧换新”政策，境内收入同比增长48.96%至82.39亿元。但行业竞争加剧，尤其在国补退坡后，公司为维持市场份额采取了“自补”策略，导致境内毛利率下降至35.07%。

□ 新业务投入期拖累短期业绩，2026年减亏逻辑清晰。2025年利润下滑的主要原因在于新业务的战略性投入，而非主业的系统性恶化。洗地机：第二成长曲线确立，已迈入盈利期。2025年洗地机业务表现亮眼，带动“其他智能电器”收入同比大增227.75%。洗烘一体机：战略调整见效，亏损大幅收窄。该业务公司果断调整运营策略，收缩投入，预计2026年将延续减亏趋势，对整体利润的拖累将显著减小。智能割草机：打开户外场景新空间，商业化进展顺利。作为战略新品类，割草机于2025年9月发布，年底开始出货。2025年处于前期投入阶段，26年有望成为新的增长引擎。

□ 盈利能力短期承压，关注后续改善趋势。26Q1扣非归母净利润增速明显滞后于收入增速，主要归因于汇率波动带来的短期冲击。公司Q1外币资产一定敞口，叠加人民币对美元、欧元等主要结算货币升值，导致产生汇兑损失。伴随洗地机、割草机等高毛利新业务进入盈利期、洗烘一体机业务减亏趋势延续，将持续优化收入和利润结构。随短期汇兑损失扰动因素减弱，以及美国关税退税等潜在利好兑现，公司盈利增速有望在后续季度迎来修复与提升。

□ 投资评级：我们预计公司26-28年归母净利润为20/25/30亿元，分别增长46%/26%/20%，对应PE为15/12/10倍，维持“强烈推荐”投资评级

□ 风险提示：宏观经济下行、政策退坡、原材料价格/海运费大幅上涨/风险。

强烈推荐（维持）

消费品/家电

目标估值：NA

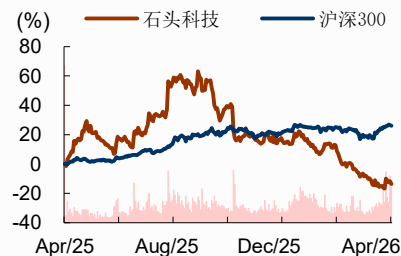
当前股价：115.43元

基础数据

总股本（百万股）	259
已上市流通股（百万股）	259
总市值（十亿元）	29.9
流通市值（十亿元）	29.9
每股净资产（MRQ）	55.2
ROE（TTM）	9.9
资产负债率	27.0%
主要股东	昌敬
主要股东持股比例	20.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-37	-14
相对表现	-12	-40	-40



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《石头科技(688169)——全球收入份额持续高增，盈利有望开启修复》2025-08-18
- 《石头科技(688169)——内销格局优化，外销增利提效》2025-07-18
- 《石头科技(688169)——把握TACO交易机会，新消费爆发市占全系领先》2025-06-03

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

牛侯航 S1090525060005

✉ niuyuhang@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	11945	18695	22824	27822	33580
同比增长	38%	57%	22%	22%	21%
营业利润(百万元)	2090	1447	2107	2661	3168
同比增长	-10%	-31%	46%	26%	19%
归母净利润(百万元)	1977	1363	1987	2507	3007
同比增长	-4%	-31%	46%	26%	20%
每股收益(元)	7.63	5.26	7.67	9.67	11.60
PE	15.1	21.9	15.1	11.9	9.9
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	11752	15078	16613	19287	22465
现金	1464	2319	2253	3015	3974
交易性投资	4991	5467	5467	5467	5467
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1038	1118	1365	1664	2008
其它应收款	868	421	514	626	756
存货	1490	2655	3233	3906	4699
其他	1901	3098	3782	4609	5562
非流动资产	5732	4592	4680	4754	4816
长期股权投资	20	11	11	11	11
固定资产	1373	1489	1587	1669	1738
无形资产商誉	22	20	18	16	15
其他	4317	3072	3064	3058	3054
资产总计	17485	19669	21293	24041	27282
流动负债	4427	5473	5247	6084	7070
短期借款	0	900	0	0	0
应付账款	2825	2921	3557	4298	5170
预收账款	200	107	130	157	189
其他	1402	1545	1560	1629	1711
长期负债	187	185	185	185	185
长期借款	0	0	0	0	0
其他	187	185	185	185	185
负债合计	4615	5658	5431	6269	7255
股本	185	259	259	259	259
资本公积金	5072	4983	4983	4983	4983
留存收益	7612	8769	10619	12530	14785
少数股东权益	1	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	12869	14011	15861	17772	20026
负债及权益合计	17485	19669	21293	24041	27282

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1734	774	855	1280	1682
净利润	1977	1363	1987	2506	3007
折旧摊销	127	234	250	265	277
财务费用	(184)	(117)	(130)	(120)	(100)
投资收益	(151)	(112)	(369)	(297)	(267)
营运资金变动	52	(388)	(883)	(1074)	(1234)
其它	(87)	(207)	0	0	0
投资活动现金流	(352)	(159)	30	(42)	(72)
资本支出	(293)	(481)	(339)	(339)	(339)
其他投资	(59)	322	369	297	267
筹资活动现金流	(800)	230	(951)	(476)	(652)
借款变动	(392)	305	(945)	0	0
普通股增加	53	74	0	0	0
资本公积增加	61	(89)	0	0	0
股利分配	(735)	(198)	(136)	(596)	(752)
其他	213	137	130	120	100
现金净增加额	582	845	(66)	762	959

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11945	18695	22824	27822	33580
营业成本	5956	10778	13122	15856	19075
营业税金及附加	80	76	93	113	136
营业费用	2967	4894	5706	6816	8227
管理费用	346	431	479	584	705
研发费用	971	1420	1666	2059	2485
财务费用	(162)	(153)	(130)	(120)	(100)
资产减值损失	(85)	(171)	(150)	(150)	(150)
公允价值变动收益	45	67	67	67	67
其他收益	193	190	190	130	100
投资收益	151	112	112	100	100
营业利润	2090	1447	2107	2661	3168
营业外收入	12	6	6	6	30
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	2098	1447	2106	2660	3192
所得税	121	84	120	154	186
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	1977	1363	1987	2507	3007

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	38%	57%	22%	22%	21%
营业利润	-10%	-31%	46%	26%	19%
归母净利润	-4%	-31%	46%	26%	20%
获利能力					
毛利率	50.1%	42.3%	42.5%	43.0%	43.2%
净利率	16.5%	7.3%	8.7%	9.0%	9.0%
ROE	16.3%	10.1%	13.3%	14.9%	15.9%
ROIC	14.9%	8.7%	12.1%	14.2%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	28.8%	25.5%	26.1%	26.6%
净负债比率	0.2%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.8	3.2	3.2	3.2
速动比率	2.3	2.3	2.6	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转率	4.9	5.2	4.5	4.4	4.4
应收账款周转率	18.2	17.3	18.4	18.4	18.3
应付账款周转率	2.8	3.8	4.1	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	7.63	5.26	7.67	9.67	11.60
每股经营净现金	6.69	2.99	3.30	4.94	6.49
每股净资产	49.67	54.07	61.21	68.59	77.29
每股股利	0.76	0.53	2.30	2.90	3.48
估值比率					
PE	15.1	21.9	15.1	11.9	9.9
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.2	21.8	14.9	11.8	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。