

石头科技 (688169.SH)

2024Q4 收入增长超预期，北美关税预计影响有限

2025 年 04 月 06 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陈怡仲（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

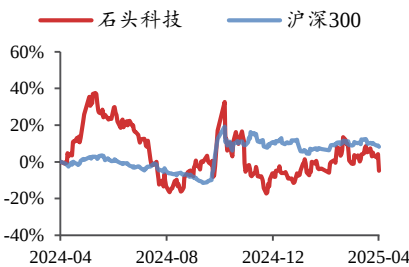
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070024

日期	2025/4/6
当前股价(元)	226.03
一年最高最低(元)	469.99/193.00
总市值(亿元)	417.53
流通市值(亿元)	417.53
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	1.85
近 3 个月换手率(%)	105.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《石头洗地机份额快速提升，有望成为第二增长曲线—公司深度报告》-2025.3.30

《更积极的产品和营销策略下，2024Q4 收入超预期—公司信息更新报告》-2025.2.27

《AI 机器人+消费（1）：石头机械手臂新品开启预约，公司有望成为 AI 机器人技术下游应用的标杆企业—公司深度报告》-2025.2.17

● 2024Q4 收入增长超预期，北美关税预计影响有限，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 119.4 亿(同比+38.0%，下同)，归母净利润 19.8 亿(-3.6%)，扣非归母净利润 16.2 亿元 (-11.3%)。2024Q4 实现营收 49.4 亿 (+66.5%)，归母净利润 5.0 亿 (-27.0%)，扣非归母净利润 4.3 亿 (-24.1%)。2024 年公司分红和回购合计 2.25 亿元，占归母净利润比重 11.39%，2025 年计划回购 0.5-1 亿元股份，彰显发展信心。公司欧洲线下恢复加快，我们维持 2025 年、上调 2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 23.0/29.7/37.8 亿（2026 年原值为 29.0 亿元），对应 EPS 为 12.45/16.06/20.45 元，当前股价对应 PE 为 18.2/14.1/11.1 倍。公司在更积极的产品、销售策略后收入如期高增，关税预计影响有限，看好作为 AI 机器人技术应用标杆企业拔高估值，维持“买入”评级。

● 2024Q4 欧洲线下回归较快增长，北美线下拓店顺利，关税影响预计有限

分地区看，2024 年公司内销预计同比增长超 40%，外销同比增长约 35%，其中欧洲/北美/亚太同比分别增长约 25%/60%/30%。单 2024Q4 看，内销增长预计达大双位数，海外市场欧洲/北美/亚太增速同比分别预计超+50%/+50%/+30%，其中欧洲线上/线下增速分别达约+100%/+20%，北美地区公司预计综合消费者需求、销量预期及供应链效率决定关税应对方案，不排除提价可能。**分品类看**，2024 年智能扫地机及配件收入 108.5 亿元 (+34.2%)，其他智能电器产品收入 10.7 亿元 (+93.1%)、占比已达 9.0%，洗地机及洗衣机逐渐打造第二增长曲线。线下渠道进驻顺利，2024 年公司在国内核心城市商圈通过经销方式开设近 200 家线下体验店；截至 2024 年 12 月，公司覆盖北美 Target 1398 家、Bestbuy 900 家门店。展望 2025 年，内销国补延续、外销消费景气度有望回升，看好公司在更积极的产品/销售策略下持续保持收入高增。内销看，2025 年石头扫地机线上渠道累计（截至 3 月 30 日）量/价同比分别+55%/+6%，其中同比分别+82%/+5%；外销方面，石头 2025M1-2 美亚/德亚销额同比分别+80%/+75%，积极策略持续展露成效。

● 关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳

2024Q4 毛利率 48.4%（还原后口径，同比-8.3pct），主系（1）欧洲为快速覆盖中低价位段采取老品打折措施；（2）美国关税增加成本约 1 亿元；（3）低毛利率的洗地机、洗衣机业务增速较快带来结构性影响；2024Q4 期间费用率 36.5%（+6.8pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+8.4pct（还原后）/+0.9pct/+0.9pct/持平，叠加其他收益增加/资产减值损失减少分别同比正向影响净利率+1.1/+1.5pct，净利率为 10.2% (-13.1pct)，归母净利率为 10.2% (-13.1pct)，扣非净利率为 8.8% (-10.5pct)。非经中，软件退税错期确认导致减少/公允价值变动收益减少/政府补助减少，三个因素分别同比拖累净利率 1.9/0.4/0.4pct。我们认为公司主动放弃高净利率是为了更好的收入增长及份额提升，同时也能够充分压缩竞对空间，当前策略已经逐步收获成效，2025 年净利率有望见底趋稳。

● **风险提示：**新品销售不及预期；竞争加剧风险；海外高通胀下需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,654	11,945	17,820	22,983	28,895
YOY(%)	30.5	38.0	49.2	29.0	25.7
归母净利润(百万元)	2,051	1,977	2,300	2,967	3,778
YOY(%)	73.3	-3.6	16.4	29.0	27.3
毛利率(%)	53.9	50.1	50.0	50.0	50.0
净利率(%)	23.7	16.5	12.9	12.9	13.1
ROE(%)	18.0	15.4	15.2	16.7	17.9
EPS(摊薄/元)	11.10	10.70	12.45	16.06	20.45
P/E(倍)	20.4	21.1	18.2	14.1	11.1
P/B(倍)	3.7	3.2	2.8	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2024Q4 欧洲线下恢复良好，北美关税预计影响有限	3
2、 关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

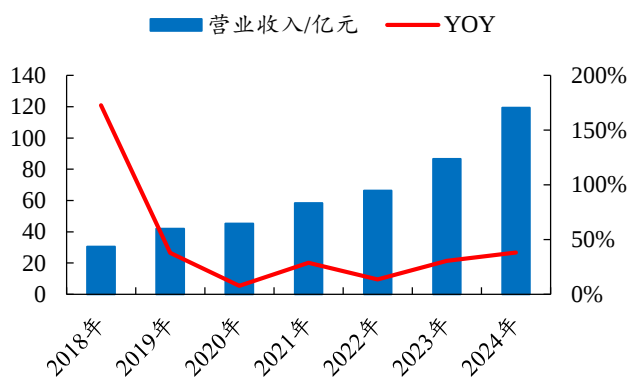
图表目录

图 1： 2024 年公司实现营业收入 119.4 亿元（+38.0%）	3
图 2： 2024 年公司实现归母净利润 19.8 亿元（-3.6%）	3
图 3： 2024Q4 公司实现营业收入 49.4 亿元（+66.5%）	3
图 4： 2024Q4 公司实现归母净利润 5 亿元（-27.0%）	3
图 5： 2024 年毛利率 50.1%，归母净利率 16.5%（-7.2pct）	4
图 6： 2024 年期间费用率 34.5%（+5.5pct）	4
图 7： 2024Q4 毛利率 44.9%，归母净利率 10.2%	4
图 8： 2024Q4 期间费用率 36.5%（+6.8pct）	4
图 9： 截止 2024 年底，公司净营业周期为-37.8 天（-45.8 天）	5
图 10： 2024 年公司经营性现金流净额为 17.3 亿元（-20.7%）	5

1、2024Q4 欧洲线下恢复良好，北美关税预计影响有限

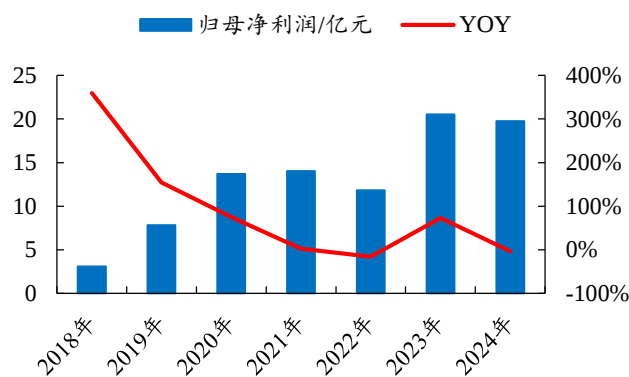
2024 年公司实现营业收入 119.4 亿元（同比+38.0%，下同），归母净利润 19.8 亿元（-3.6%），扣非归母净利润 16.2 亿元（-11.3%）。单 2024Q4 看，公司实现营业收入 49.4 亿元（+66.5%），归母净利润 5 亿元（-27.0%），扣非归母净利润 4.3 亿元（-24.1%）。

图1：2024 年公司实现营业收入 119.4 亿元（+38.0%）



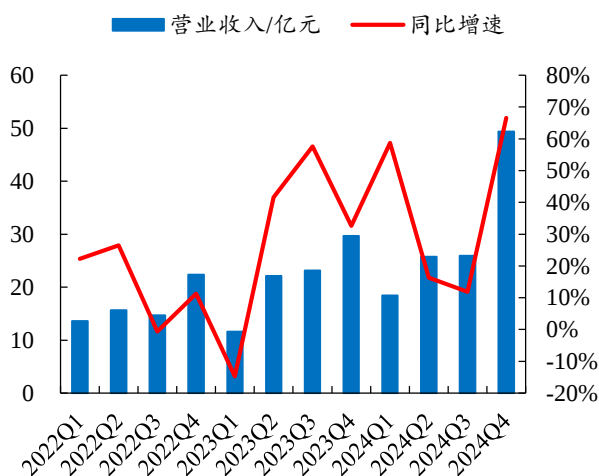
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024 年公司实现归母净利润 19.8 亿元（-3.6%）



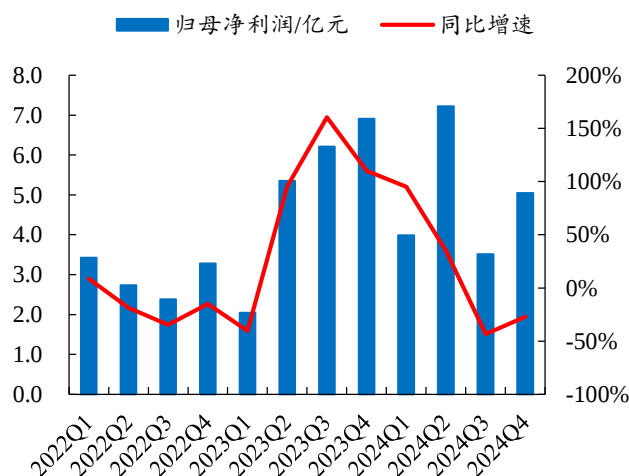
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024Q4 公司实现营业收入 49.4 亿元（+66.5%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q4 公司实现归母净利润 5 亿元（-27.0%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区看，2024 年公司内销预计同比增长超 40%，外销同比增长约 35%，其中欧洲/北美/亚太同比分别增长约 25%/60%/30%。单 2024Q4 看，内销增长预计达大双位数，海外市场欧洲/北美/亚太同比增速分别预计超+50%/+50%/+30%，其中欧洲线上/线下增速分别达约+100%/+20%，北美地区公司预计综合消费者需求、销量预期及供应链效率决定关税应对方案，不排除提价可能。

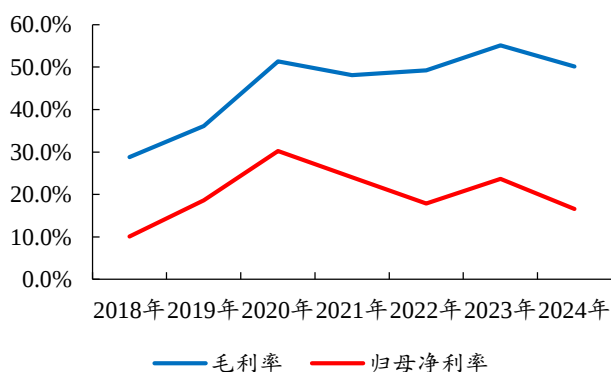
分品类看，2024 年智能扫地机及配件收入 108.5 亿元（+34.2%），其他智能电器产品收入 10.7 亿元（+93.1%）、占比已达 9.0%，洗地机及洗衣机逐渐打造第二增长曲线。线下渠道进驻顺利，2024 年公司在国内核心城市商圈通过经销方式开设近 200 家线下体验店；截至 2024 年 12 月，覆盖北美 Target 1398 家、Bestbuy 900 家门店。

展望 2025 年，内销国补延续、外销消费景气度有望回升，看好公司在更积极的产品/销售策略下持续保持收入高增。内销看，2025 年扫地机行业线上渠道累计（截至 3 月 30 日）量/价同比分别+55%/+6%，其中石头同比分别+82%/+5%；外销方面，石头 2025M1-2 美亚/德亚销额同比分别+80%/+75%，积极策略持续展露成效。

2、关税及饱和营销等多重因素下盈利能力阶段性承压，预计见底趋稳

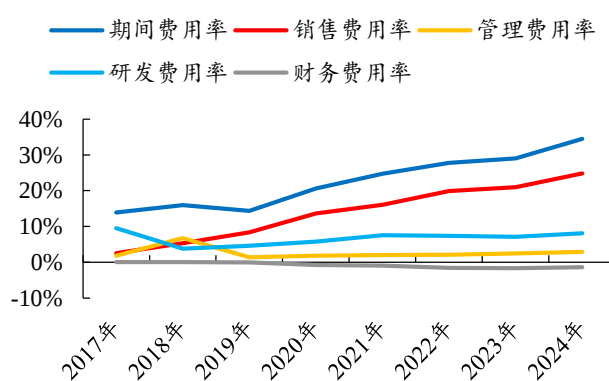
2024 年毛利率 50.1% (-5pct)，分品类看，智能扫地机及配件毛利率 52.07% (-2.87pcts)，其他智能电器产品 33.00% (-9.1pcts)。2024 年期间费用率 34.5% (+5.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.8%/2.9%/8.1%/-1.4%，同比分别+3.8/+0.5/+1.0/+0.2pct，综合影响下净利率为 16.5% (-7.2pct)，归母净利率为 16.5% (-7.2pct)，扣非净利率为 13.6% (-7.5pct)。

图5：2024 年毛利率 50.1%，归母净利率 16.5%(-7.2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

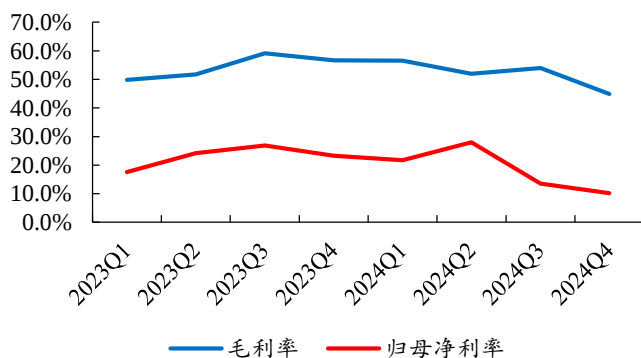
图6：2024 年期间费用率 34.5% (+5.5pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

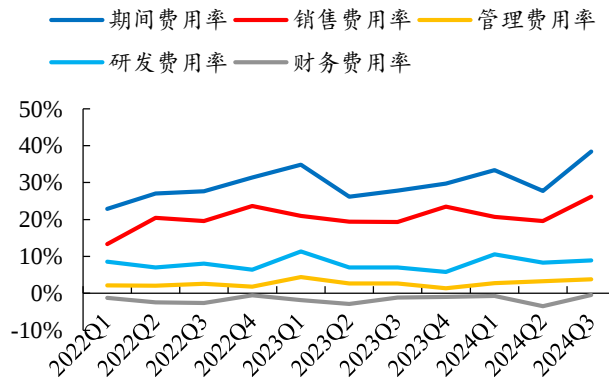
单季度看，2024Q4 毛利率 44.9% (-11.8pct)，期间费用率 36.5% (+6.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+4.9pct/+0.9pct/+0.9pct/持平。叠加其他收益增加/资产减值损失减少，同比正向影响净利率+1.1/+1.5pct，综合影响下净利率为 10.2% (-13.1pct)，归母净利率为 10.2% (-13.1pct)，扣非净利率为 8.8% (-10.5pct)，非经中，软件退税减少（错期确认）/公允价值变动收益减少/政府补助减少，三个因素分别同比拖累净利率 1.9/0.4/0.4pct。

图7：2024Q4 毛利率 44.9%，归母净利率 10.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q4 期间费用率 36.5% (+6.8pct)

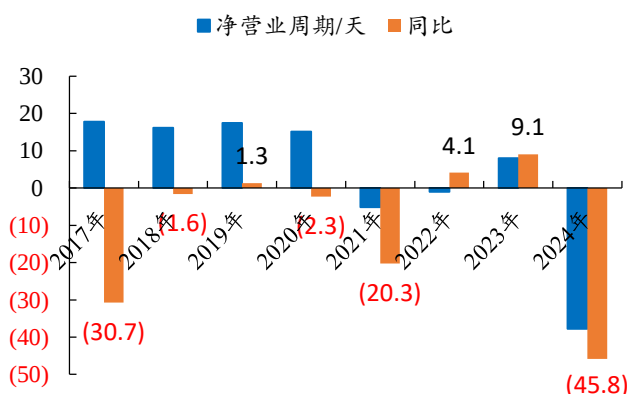


数据来源：Wind、开源证券研究所

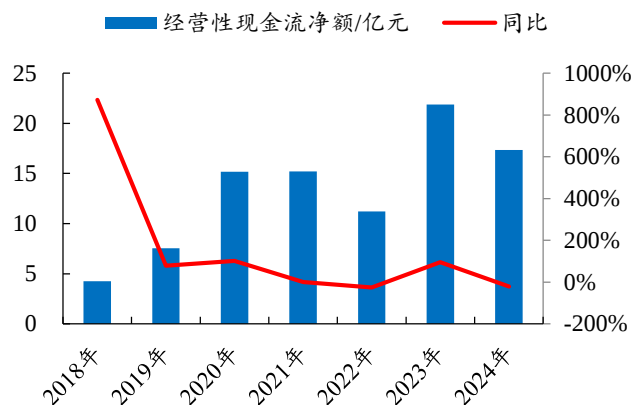
截至 2024 年 12 月 31 日，公司存货为 14.9 亿元(+60.5%)，存货周转天数为 73.1 天(-2.1 天)；应收账款及应收票据为 10.4 亿元(+277.9%)，应收账款及应收票据周转天数为 19.8 天(+10.4 天)；应付账款及应付票据为 28.2 亿元(+88.4%)，应付账款及应付票据周转天数为 130.7 天(+54.1 天)，净营业周期为-37.8 天(-45.8 天)，2024 年经营性现金流净额为 17.3 亿元(-20.7%)。

图9：截止 2024 年底，公司净营业周期为-37.8 天(-45.8 天)

图10：2024 年公司经营性现金流净额为 17.3 亿元(-20.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2024 年公司实现营收 119.4 亿(同比+38.0%，下同)，归母净利润 19.8 亿(-3.6%)，扣非归母净利润 16.2 亿元(-11.3%)。2024Q4 实现营收 49.4 亿(+66.5%)，归母净利润 5.0 亿(-27.0%)，扣非归母净利润 4.3 亿(-24.1%)。2024 年公司分红和回购合计 2.25 亿元，占归母净利润比重 11.39%，2025 年计划回购 0.5-1 亿元股份，彰显发展信心。

公司欧洲线下恢复加快，我们维持 2025 年、上调 2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 23.0/29.7/37.8 亿（2026 年原值为 29.0 亿元），对应 EPS 为 12.45/16.06/20.45 元，当前股价对应 PE 为 18.2/14.1/11.1 倍。公司在更积极的产品、销售策略后收入如期高增，关税预计影响有限，看好作为 AI 机器人技术应用标杆企业拔高估值，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品销售不及预期、地缘政治波动、海外宏观经济景气度下行风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8897	11752	13440	17754	20173
现金	893	1464	2436	4985	6713
应收票据及应收账款	275	1038	480	1726	883
其他应收款	693	868	1461	1543	2234
预付账款	63	98	142	167	221
存货	928	1490	2128	2538	3328
其他流动资产	6045	6794	6794	6794	6794
非流动资产	5480	5732	6372	6975	7558
长期投资	20	20	20	21	21
固定资产	1286	1373	1827	2272	2843
无形资产	18	22	22	22	21
其他非流动资产	4155	4317	4502	4660	4673
资产总计	14377	17485	19812	24728	27731
流动负债	2879	4427	4455	6788	6398
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1499	2825	2764	4970	4411
其他流动负债	1380	1603	1691	1818	1987
非流动负债	116	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	116	187	187	187	187
负债合计	2995	4615	4642	6975	6585
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	131	185	185	185	185
资本公积	5162	5219	5219	5219	5219
留存收益	6234	7596	9666	12336	15736
归属母公司股东权益	11381	12869	15169	17752	21144
负债和股东权益	14377	17485	19812	24728	27731

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2186	1734	1538	3395	2482
净利润	2051	1977	2300	2967	3778
折旧摊销	116	127	179	247	328
财务费用	-139	-162	-186	-280	-418
投资损失	-62	-151	-65	-44	-67
营运资金变动	74	-114	-605	600	-1034
其他经营现金流	146	57	-85	-95	-104
投资活动现金流	-2348	-352	-708	-742	-786
资本支出	248	293	818	850	911
长期投资	-2258	-309	-0	-0	-0
其他投资现金流	157	250	110	108	125
筹资活动现金流	199	-800	143	-104	32
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	38	53	0	0	0
资本公积增加	65	58	0	0	0
其他筹资现金流	96	-911	143	-104	32
现金净增加额	48	618	972	2549	1728

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8654	11945	17820	22983	28895
营业成本	3987	5956	8910	11491	14447
营业税金及附加	75	80	110	152	203
营业费用	1713	2967	4633	5861	7224
管理费用	211	346	410	529	665
研发费用	619	971	1247	1724	2312
财务费用	-139	-162	-186	-280	-418
资产减值损失	-148	-95	-214	-229	-318
其他收益	121	193	54	26	77
公允价值变动收益	114	45	45	64	59
投资净收益	62	151	65	44	67
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	2317	2090	2606	3379	4301
营业外收入	3	12	4	4	4
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	2320	2098	2605	3378	4300
所得税	269	121	305	412	523
净利润	2051	1977	2300	2967	3778
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	2051	1977	2300	2967	3778
EBITDA	2409	2181	2801	3589	4528
EPS(元)	11.10	10.70	12.45	16.06	20.45

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	38.0	49.2	29.0	25.7
营业利润(%)	72.4	-9.8	24.7	29.7	27.3
归属于母公司净利润(%)	73.3	-3.6	16.4	29.0	27.3
获利能力					
毛利率(%)	53.9	50.1	50.0	50.0	50.0
净利率(%)	23.7	16.5	12.9	12.9	13.1
ROE(%)	18.0	15.4	15.2	16.7	17.9
ROIC(%)	102.1	65.8	54.8	68.9	62.3
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	26.4	23.4	28.2	23.7
净负债比率(%)	-7.6	-11.0	-16.0	-28.0	-31.7
流动比率	3.1	2.7	3.0	2.6	3.2
速动比率	2.4	1.9	2.1	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	28.7	18.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	2.8	6.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.10	10.70	12.45	16.06	20.45
每股经营现金流(最新摊薄)	11.83	9.39	8.32	18.38	13.43
每股净资产(最新摊薄)	61.61	69.67	82.12	96.10	114.47
估值比率					
P/E	20.4	21.1	18.2	14.1	11.1
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	14.9	16.2	12.3	8.9	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn