

## 蓄力长期

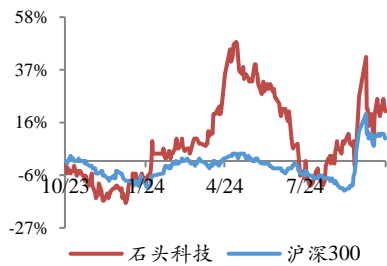
——石头科技 2024Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价（元）	264.79
近 12 个月最高/最低（元）	169.99/193.00
总股本（百万股）	185
流通股本（百万股）	185
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	489
流通市值（亿元）	489

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

### 联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

### 相关报告

- 石头科技 24Q2：外销拉动，盈利稳定 2024-09-01
- 石头科技 24Q2：剔除退税影响，业绩总体符合预期 2024-07-14
- 全球挖潜下再超预期 2024-04-29

### 主要观点：

#### ● 公司发布 2024Q3 业绩报告：

- Q3：收入 25.9 亿元（同比+11.9%），归母净利润 3.5 亿元（同比-43.4%）；扣非归母净利润 3.3 亿元（同比-45.3%）；
- Q1-Q3：收入 70.1 亿元（同比+23.2%），归母净利润 14.7 亿元（同比+8.2%）；扣非归母净利润 11.9 亿元（同比-5.4%）。

#### ● 收入分析：整体符合预期

- 内销：我们预计 Q3 约同比+30%。拆分量价来看，预计价格同比中个位数下滑、量同比双位数增长。9 月新品 P20Pro 预计显著拉动量增，定价 3000+元价格带依然聚焦性价比；
- 外销：我们预计 Q3 同比大个位数增长，较 Q2 外销约 20%的同比增长有所降速。分国别来看，预计延续 Q2 增速排序北美>亚太>欧洲，但我们预计欧洲受直营占比提升影响、Q3 收入确认较经销渠道有所滞后，公司提直营未来有望不断提升 C 端掌控。

#### ● 利润分析：有所波动

- Q3 毛利率 53.95%，同比-5.2pct；Q3 净利率 13.57%，同比-13.3pct；销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.85/+1.16/+1.92/+0.64pct，四费合计同比+10.57pct；
- 我们分析 Q3 毛利率影响因素：①国内：均价下移拓客；②海外：公司加大腰部产品并强化直营渠道，叠加直营渠道涉及 Q3 收入确认滞后影响，我们预计 Q4 有所表现。
- 我们分析 Q3 净利率影响因素：①推新品费投加大致 Q3 销售费用率+6.85pct；②美国关税有所加大。

#### ● 投资建议：

##### ➤ 我们的观点：

公司历史投放“克制”，海外高增往往使其盈利弹性高于同业；当前重塑战略转守为攻，调价格+加大投放+加大直营，转化远期收入；我们分析变革期净利率波动是“多元变量”（①全基站品类拉动升级；②定价下移拓客；③线上直营加大；④北美线下渠道开拓的初期投入）的综合影响，公司长期发展仍看全球市占率提升，关注公司变革期。

**盈利预测：**根据公司 Q3 财报，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年公司收入 107.78/129.08/149.52 亿元（前值 107.50/128.75/149.17 亿元），同比+24.6%/+19.8%/+15.8%，归母净利润 20.99/23.74/27.39 亿元（前值 24.76/29.12/33.59 亿元），同比+2.3%/+13.1%/+15.4%；对应 PE 23/21/18X，维持“买入”评

级。

● 风险提示:

行业景气度波动，行业竞争加剧，新品不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8654	10778	12908	14952
收入同比 (%)	30.5%	24.6%	19.8%	15.8%
归属母公司净利润	2051	2099	2374	2739
净利润同比 (%)	73.3%	2.3%	13.1%	15.4%
毛利率 (%)	55.1%	54.2%	53.0%	52.7%
ROE (%)	18.0%	16.5%	16.7%	17.1%
每股收益 (元)	15.66	11.36	12.85	14.83
P/E	18.07	23.31	20.60	17.86
P/B	3.27	3.84	3.44	3.06
EV/EBITDA	16.36	18.98	16.36	13.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8897	10201	12318	14655	<b>营业收入</b>	8654	10778	12908	14952
现金	893	1788	3379	5232	营业成本	3883	4937	6064	7066
应收账款	275	342	410	475	营业税金及附加	75	72	91	108
其他应收款	693	863	1034	1197	销售费用	1817	2533	3033	3514
预付账款	63	80	98	114	管理费用	211	237	278	314
存货	928	1180	1450	1689	财务费用	-139	-13	-31	-63
其他流动资产	6045	5948	5948	5948	资产减值损失	-148	-69	-69	-69
<b>非流动资产</b>	5480	6160	6160	6152	公允价值变动收益	114	0	0	0
长期投资	20	20	20	19	投资净收益	62	75	77	75
固定资产	1286	1236	1180	1116	<b>营业利润</b>	2317	2383	2694	3107
无形资产	18	30	42	54	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	4155	4873	4918	4962	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	14377	16361	18478	20807	<b>利润总额</b>	2320	2383	2694	3107
<b>流动负债</b>	2879	3484	4116	4685	所得税	269	284	320	368
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2051	2099	2374	2739
应付账款	1499	1906	2341	2728	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1380	1578	1775	1957	<b>归属母公司净利润</b>	2051	2099	2374	2739
<b>非流动负债</b>	116	126	126	126	EBITDA	2227	2491	2791	3180
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	15.66	11.36	12.85	14.83
其他非流动负债	116	126	126	126					
<b>负债合计</b>	2995	3610	4242	4811					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	131	185	185	185					
资本公积	5162	5172	5172	5172					
留存收益	6087	7393	8877	10638					
归属母公司股东权益	11381	12750	14235	15996					
<b>负债和股东权益</b>	14377	16361	18478	20807					

<b>现金流量表</b>				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2186	2186	2606	2959
净利润	2051	2099	2374	2739
折旧摊销	141	121	129	136
财务费用	-100	4	4	4
投资损失	-62	-75	-77	-75
营运资金变动	179	91	106	84
其他经营现金流	1851	1955	2337	2724
<b>投资活动现金流</b>	-2348	-566	-120	-123
资本支出	-247	-198	-198	-198
长期投资	-2258	0	0	0
其他投资现金流	157	-368	77	75
<b>筹资活动现金流</b>	199	-746	-894	-983
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	38	54	0	0
资本公积增加	65	10	0	0
其他筹资现金流	96	-810	-894	-983
<b>现金净增加额</b>	48	895	1591	1853

<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	30.5%	24.6%	19.8%	15.8%
营业利润	72.4%	2.8%	13.1%	15.3%
归属于母公司净利润	73.3%	2.3%	13.1%	15.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	55.1%	54.2%	53.0%	52.7%
净利率 (%)	23.7%	19.5%	18.4%	18.3%
ROE (%)	18.0%	16.5%	16.7%	17.1%
ROIC (%)	16.0%	16.2%	16.3%	16.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	20.8%	22.1%	23.0%	23.1%
净负债比率 (%)	26.3%	28.3%	29.8%	30.1%
流动比率	3.09	2.93	2.99	3.13
速动比率	2.39	2.30	2.39	2.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.70	0.74	0.76
应收账款周转率	28.74	34.95	34.34	33.82
应付账款周转率	3.53	2.90	2.86	2.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	15.66	11.36	12.85	14.83
每股经营现金流 (摊薄)	11.83	11.83	14.11	16.02
每股净资产	86.56	69.02	77.06	86.59
<b>估值比率</b>				
P/E	18.07	23.31	20.60	17.86
P/B	3.27	3.84	3.44	3.06
EV/EBITDA	16.36	18.98	16.36	13.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。