

收入高增，单季盈利波动

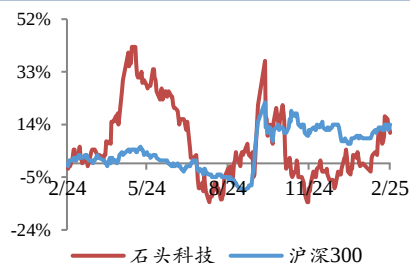
——石头科技 2024Q4 快报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-02-27

收盘价（元）	254.28
近 12 个月最高/最低（元）	469.99/193.00
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）	470
流通市值（亿元）	470

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 24Q3：蓄力长期 2024-10-31
- 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

主要观点：

● 公司发布 2024Q4 业绩快报：

- Q4：收入 49.20 亿元（同比+65.9%），归母净利润 5.09 亿元（同比-26.3%）；扣非归母净利润 4.39 亿元（同比-23.3%）；
- 24 年：收入 119.27 亿元（同比+37.82%），归母净利润 19.81 亿元（同比-3.42%）；扣非归母净利润 16.25 亿元（同比-11.0%）。
- 单季收入较好；Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 22%/28%/14%/10%，Q4 单季净利率下移。

● 收入分析：预计 Q4 内销快于外销

- Q4 内销：我们预计收入增速>+100%快于 Q3（预计+30%）。参考奥维，石头 Q4（扫地机+洗地机+洗衣机合计）线上销额/量/价同比分别+130%/+148%/-7%（Q3 奥维量/价同比分别+45%/-8%），量增爆发；同时，洗地机/洗衣机线上份额提升，Q4 环比分别+6/+1pct；
- Q4 外销：我们预计收入增速>+30%较 Q3（预计大个位数增长）亦有提速。预计欧洲直营占比提升影响 Q3，但 Q4 集中确认；参考公司海外黑五表现，我们预计欧美 GMV 皆同比+>40%，亚太同比+>20%。

● 利润分析：Q4 净利率同环比有所下行

- Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 21.66%/28.04%/13.57%/10.34%，Q4 净利率同/环比分别-13/-3pct，我们分析原因：
- 毛利率：受价格带拉宽影响。①参考奥维，石头 Q4 内销线上均价同/环比分别-7%/-2%；②预计外销腰部产品占比有所加大。
- 净利率：除毛利率影响因素外，③Q4 大促公司争抢份额下，预计其营销费用投放有所加大；④欧洲强化直营及新老代理商切换下，公司或对渠道有所让利。

● 公司 25 年看点

- 渠道增量：关注公司 25 年欧洲渠道重整（公司或加大线上直营占比并就线下代理商引入竞争机制）+美国线下扩张+新兴市场拓展；
- 高端产品：年初公司发布 G30 系列从而拉高产品价格天花板（g30/g30space 发售价分别 5499/6499 元），国补延续下 25 年表现可期，关注海外同系列产品发布。

● 投资建议：

➤ 我们的观点：

公司战略变革期更重份额之下，我们多次强调公司最终盈利水平受“多元变量”（①技术升级；②定价拉宽；③欧洲加大直营占比；④

美国线下初期投入)的综合影响,且互有抵消。长期看,公司全球市场开拓仍有较大空间,关注公司变革 option 及 25 年股价调整后的超跌机遇。

盈利预测: 基于公司处战略变革期更重份额,我们调整盈利预测。预计 2024-2026 年公司收入 119.27/144.65/166.42 亿元(前值 107.78/129.08/149.52 亿元),同比+37.8%/+21.3%/+15.1%,归母净利润 19.81/21.75/26.41 亿元(前值 20.99/23.74/27.39 亿元),同比-3.4%/+9.8%/+21.4%;对应 PE 24/22/18X,维持“买入”评级。

● **风险提示:**

需求不及预期,新品开拓不及预期,海外市场开拓不及预期。

● **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	11927	14465	16642
收入同比 (%)	30.5%	37.8%	21.3%	15.1%
归属母公司净利润	2051	1981	2175	2641
净利润同比 (%)	73.3%	-3.4%	9.8%	21.4%
毛利率 (%)	55.1%	52.3%	50.0%	50.1%
ROE (%)	18.0%	15.7%	15.6%	17.0%
每股收益 (元)	15.66	10.73	11.78	14.30
P/E	18.07	23.71	21.59	17.78
P/B	3.27	3.72	3.37	3.01
EV/EBITDA	16.36	20.18	17.38	13.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 2 月 27 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	8897	11347	13716	16150	
现金	893	2613	4304	6223	
应收账款	275	379	459	528	
其他应收款	693	955	1158	1333	
预付账款	63	92	117	134	
存货	928	1360	1730	1984	
其他流动资产	6045	5948	5948	5948	
非流动资产	5480	6160	6160	6152	
长期投资	20	20	20	19	
固定资产	1286	1236	1180	1116	
无形资产	18	30	42	54	
其他非流动资产	4155	4873	4918	4962	
资产总计	14377	17507	19876	22303	
流动负债	2879	4748	5831	6595	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1499	2197	2794	3205	
其他流动负债	1380	2551	3037	3390	
非流动负债	116	126	126	126	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	116	126	126	126	
负债合计	2995	4873	5957	6721	
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	7275	8561	10223	
归属母公司股东权益	11381	12633	13918	15581	
负债和股东权益	14377	17507	19876	22303	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2186	2996	2695	3017	
净利润	2051	1981	2175	2641	
折旧摊销	141	121	129	136	
财务费用	-100	4	4	4	
投资损失	-62	-83	-87	-83	
营运资金变动	179	1034	404	249	
其他经营现金流	1851	886	1840	2462	
投资活动现金流	-2348	-550	-111	-115	
资本支出	-247	-191	-198	-198	
长期投资	-2258	0	0	0	
其他投资现金流	157	-360	87	83	
筹资活动现金流	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	
现金净增加额	48	1720	1690	1919	

资料来源: wind, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	8654	11927	14465	16642	
营业成本	3883	5689	7236	8301	
营业税金及附加	75	80	102	120	
销售费用	1817	3129	3616	4077	
管理费用	211	262	311	349	
财务费用	-139	-13	-48	-82	
资产减值损失	-148	-69	-69	-69	
公允价值变动收益	114	0	0	0	
投资净收益	62	83	87	83	
营业利润	2317	2090	2382	2875	
营业外收入	3	8	0	0	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	2320	2098	2382	2875	
所得税	269	116	207	233	
净利润	2051	1981	2175	2641	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	2051	1981	2175	2641	
EBITDA	2227	2206	2463	2929	
EPS (元)	15.66	10.73	11.78	14.30	

主要财务比率		2023A	2024E	2025E	2026E
会计年度					
成长能力					
营业收入	30.5%	37.8%	21.3%	15.1%	
营业利润	72.4%	-9.8%	14.0%	20.7%	
归属于母公司净利润	73.3%	-3.4%	9.8%	21.4%	
获利能力					
毛利率 (%)	55.1%	52.3%	50.0%	50.1%	
净利率 (%)	23.7%	16.6%	15.0%	15.9%	
ROE (%)	18.0%	15.7%	15.6%	17.0%	
ROIC (%)	16.0%	15.4%	15.2%	16.3%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.8%	27.8%	30.0%	30.1%	
净负债比率 (%)	26.3%	38.6%	42.8%	43.1%	
流动比率	3.09	2.39	2.35	2.45	
速动比率	2.39	1.89	1.88	1.99	
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.75	0.77	0.79	
应收账款周转率	28.74	36.51	34.53	33.71	
应付账款周转率	3.53	3.08	2.90	2.77	
每股指标 (元)					
每股收益	15.66	10.73	11.78	14.30	
每股经营现金流 (摊薄)	11.83	16.22	14.59	16.33	
每股净资产	86.56	68.39	75.35	84.35	
估值比率					
P/E	18.07	23.71	21.59	17.78	
P/B	3.27	3.72	3.37	3.01	
EV/EBITDA	16.36	20.18	17.38	13.96	

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。