

战略变革期重份额抬升

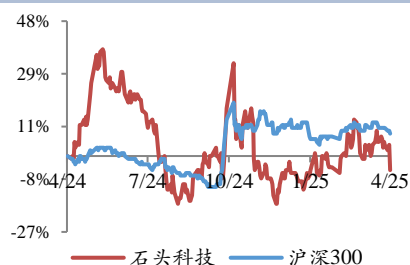
——石头科技 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-03

收盘价（元）	226.03
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）	418
流通市值（亿元）	418

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

1. 石头科技 24Q4 快报：收入高增，单季盈利波动 2025-02-28
2. 石头科技 24Q3：蓄力长期 2024-10-31
3. 石头科技 24Q2：外销拉动，盈利稳定 2024-09-01

主要观点：

● 公司发布 2024 年年报：

- Q4：收入 49.38 亿元（同比+66.54%），归母净利润 5.04 亿元（同比-26.99%）；扣非归母净利润 4.34 亿元（同比-24.11%）；
- 24 年：收入 119.45 亿元（同比+38.03%），归母净利润 19.77 亿元（同比-3.64%）；扣非归母净利润 16.20 亿元（同比-11.26%）。
- 单季收入较好，盈利水平有所波动。

● 收入分析：预计 Q4 内销快于外销

- Q4 内销：我们预计收入增速同比略低于+100%快于 Q3（预计+30%）。Q4 受益国补高速增长，参考奥维，石头洗地机/洗衣机线上份额提升，Q4 环比分别+6/+1pct；
- Q4 外销：我们预计收入增速同比+50%+较 Q3（预计大个位数增长）亦有提速。其中预计欧洲/北美/亚太同比分别+50%/+50%/+30%+；欧洲直营占比提升影响 Q3 但 Q4 集中确认，预计欧洲线上/北美线下 Q4 收入增速均翻倍。

● 利润分析：Q4 毛利/费用率有所波动

- Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 21.66%/28.04%/13.57%/10.21%，其中 Q4 毛/净利率同比分别-9.9/-13.1pct，Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+6.8/+0.9/+0.9/-0.002pct，毛利率和销售费用率波动较大，我们分析原因：
- 毛利率：①内销均价拉宽，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，且 Q4 大促下老品或降价清库；③北美关税影响；
- 净利率：除毛利率影响因素外，④Q4 大促公司争抢份额下，营销费用投放有所加大；⑤洗地机和洗衣机收入高增、但处投入阶段，影响盈利结构。
- 分红：公司拟每股派现 1.07 元，分红总额 1.98 亿元，分红率 10%。

● 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；
- 产品价格带扩张：关注公司高端机型补足拉高价格天花板（新品 g30/g30space 发售价分别 5499/6499 元）+价格下沉拓价格带（提高新品占比而非老品降价下，关注毛利率改善）。
- 关税应对：关注公司通过优化供应链以及视市场需求适当调价来对冲关税的可能。

● 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供应链优化；④欧洲加大直营占比；⑤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 25-26 年盈利预测，并新增 27 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 150.60/173.43/193.15 亿元（25-26 年前值 144.65/166.42 亿元），同比+26.1%/+15.2%/+11.4%，归母净利润 20.58/26.07/30.54 亿元（25-26 年前值 21.75/26.41 亿元），同比+4.1%/+26.7%/+17.1%；对应 PE 20/16/14X，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11945	15060	17343	19315
收入同比 (%)	38.0%	26.1%	15.2%	11.4%
归属母公司净利润	1977	2058	2607	3054
净利润同比 (%)	-3.6%	4.1%	26.7%	17.1%
毛利率 (%)	50.1%	50.0%	50.2%	50.3%
ROE (%)	15.4%	14.0%	15.2%	15.3%
每股收益 (元)	10.77	11.14	14.11	16.53
P/E	20.36	20.29	16.02	13.67
P/B	3.15	2.83	2.44	2.10
EV/EBITDA	18.71	15.74	11.96	9.49

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 3 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11752	15130	18312	21812	营业收入	11945	15060	17343	19315
现金	1464	4731	7374	10409	营业成本	5956	7526	8642	9600
应收账款	1038	478	551	613	营业税金及附加	80	107	125	137
其他应收款	868	1206	1389	1547	销售费用	2967	3976	4422	4539
预付账款	98	121	139	155	管理费用	346	324	364	444
存货	1490	1799	2066	2295	财务费用	-162	-23	-88	-141
其他流动资产	6794	6794	6794	6794	资产减值损失	-95	-69	-69	-69
非流动资产	5732	5726	5712	5691	公允价值变动收益	45	0	0	0
长期投资	20	20	20	19	投资净收益	151	90	87	0
固定资产	1373	1310	1240	1163	营业利润	2090	2253	2837	3315
无形资产	22	34	46	58	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	4317	4361	4406	4450	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	17485	20856	24024	27503	利润总额	2098	2253	2837	3315
流动负债	4427	5922	6723	7411	所得税	121	196	230	261
短期借款	0	0	0	0	净利润	1977	2058	2607	3054
应付账款	2825	2906	3337	3707	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1603	3016	3386	3704	归属母公司净利润	1977	2058	2607	3054
非流动负债	187	187	187	187	EBITDA	2097	2365	2891	3323
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	10.77	11.14	14.11	16.53
其他非流动负债	187	187	187	187					
负债合计	4615	6109	6910	7598					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	185	186	186	186					
资本公积	5219	5218	5218	5218					
留存收益	7465	9341	11709	14500					
归属母公司股东权益	12869	14746	17114	19904					
负债和股东权益	17485	20856	24024	27503					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1734	3562	2999	3502	成长能力				
净利润	1977	2058	2607	3054	营业收入	38.0%	26.1%	15.2%	11.4%
折旧摊销	162	135	142	149	营业利润	-9.8%	7.8%	25.9%	16.8%
财务费用	-184	6	6	6	归属于母公司净利润	-3.6%	4.1%	26.7%	17.1%
投资损失	-151	-90	-87	0	获利能力				
营运资金变动	-22	1384	261	223	毛利率 (%)	50.1%	50.0%	50.2%	50.3%
其他经营现金流	1953	743	2416	2900	净利率 (%)	16.5%	13.7%	15.0%	15.8%
投资活动现金流	-352	-107	-111	-198	ROE (%)	15.4%	14.0%	15.2%	15.3%
资本支出	-293	-198	-198	-198	ROIC (%)	14.0%	13.6%	14.6%	14.5%
长期投资	-309	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	250	90	87	0	资产负债率 (%)	26.4%	29.3%	28.8%	27.6%
筹资活动现金流	-800	-224	-245	-269	净负债比率 (%)	35.9%	41.4%	40.4%	38.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.65	2.55	2.72	2.94
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.89	1.93	2.13	2.37
普通股增加	53	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	58	-1	0	0	总资产周转率	0.75	0.79	0.77	0.75
其他筹资现金流	-911	-224	-245	-269	应收账款周转率	18.20	19.87	33.72	33.20
现金净增加额	618	3267	2642	3035	应付账款周转率	2.75	2.63	2.77	2.73

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	10.77	11.14	14.11	16.53	P/E	20.36	20.29	16.02	13.67
每股经营现金流 (摊薄)	9.39	19.28	16.23	18.96	P/B	3.15	2.83	2.44	2.10
每股净资产	69.67	79.83	92.64	107.75	EV/EBITDA	18.71	15.74	11.96	9.49

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。