

石头科技（688169.SH）

积极市场策略下收入进一步提速，短期盈利水平下滑

事件：公司发布 2025 年一季报。公司 25Q1 实现营业收入 34.3 亿元，同比+86.2%；归母净利润为 2.7 亿元，同比-32.9%；扣非归母净利润为 2.4 亿元，同比-29.3%。

国内受益于以旧换新补贴政策，海外持续深化精细化运营，公司收入进一步提速。公司收入快速提升主要系公司进一步丰富产品矩阵和价格矩阵，在主流价格段重点突破，同时采用积极的市场策略，进一步优化销售结构，此外新品类在海内外市场也取得了优异的市场表现。国内：25Q1 公司受益于家电行业以旧换新补贴政策刺激，增长显著。海外：持续深化精细化运营，市场竞争力增强。

短期毛利率下滑、盈利水平承压。1) 毛利率：25Q1 公司毛利率 45.5%，同比-11.0pct。2) 费率端：25Q1 销售/管理费/研发/财务费率分别为 27.8%/2.6%/7.8%/-2.2%，同比变动+7.0pct/-0.1pct/-2.8pct/-1.4pct。销售费用率提升较多主要系公司加强海内外拓展，以及为了提升在市场导入期的新品类的市场占有率。3) 净利率：25Q1 净利率 7.8%，同比-13.9pct。

海外生产实力逐步增强，积极市场策略下销售结构、渠道布局有望进一步优化。生产能力方面，公司采用自建工厂和国内外代工厂相结合的方式，完善供应链布局，面对贸易摩擦，目前公司海外产能布局可覆盖美国市场半数以上并在持续快速爬坡。未来公司将持续丰富产品矩阵及价格矩阵，推进产品结构升级，同时通过积极的市场策略，进一步优化销售结构和渠道布局，助力业务向更好、更高质量发展迈进。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.8/25.4/30.7 亿元，同比+5.2%/+22.2%/+20.8%，维持“增持”评级。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、新品开拓不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,654	11,945	16,060	19,355	22,995
增长率 yoy（%）	30.5	38.0	34.5	20.5	18.8
归母净利润（百万元）	2,051	1,977	2,080	2,542	3,071
增长率 yoy（%）	73.3	-3.6	5.2	22.2	20.8
EPS 最新摊薄（元/股）	11.10	10.70	11.26	13.76	16.63
净资产收益率（%）	18.0	15.4	14.1	14.9	15.5
P/E（倍）	16.7	17.3	16.5	13.5	11.2
P/B（倍）	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7

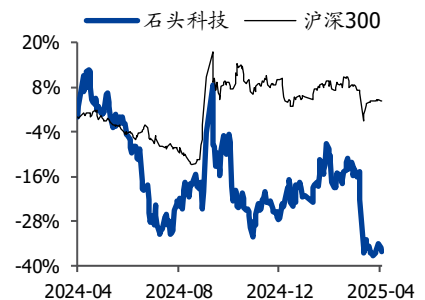
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	小家电
前次评级	增持
04 月 29 日收盘价（元）	185.47
总市值（百万元）	34,260.60
总股本（百万股）	184.72
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	3.01

股价走势



作者

分析师 徐程颖

执业证书编号：S0680521080001

邮箱：xuchengying@gszq.com

分析师 鲍秋宇

执业证书编号：S0680524080003

邮箱：baoqiuyu@gszq.com

分析师 陈思琪

执业证书编号：S0680524070002

邮箱：chensiqi@gszq.com

相关研究

- 《石头科技（688169.SH）：积极市场策略下收入高增，短期盈利水平下滑》 2025-04-04
- 《石头科技（688169.SH）：业务拓展进一步加强，盈利水平有所下滑》 2024-10-31
- 《石头科技（688169.SH）：内外销持续增长，盈利水平进一步提升》 2024-08-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8897	11752	14698	17896	21713
现金	893	1464	4963	7773	10994
应收票据及应收账款	275	1038	446	538	0
其他应收款	693	868	134	161	703
预付账款	63	98	129	156	0
存货	928	1490	1793	2035	2784
其他流动资产	6045	6794	7233	7233	7233
非流动资产	5480	5732	5382	5441	5461
长期投资	20	20	20	20	20
固定资产	1286	1373	1389	1397	1365
无形资产	18	22	27	32	37
其他非流动资产	4155	4317	3945	3991	4037
资产总计	14377	17485	20080	23337	27174
流动负债	2879	4427	5133	6101	7175
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1499	2825	3362	4071	4856
其他流动负债	1380	1603	1771	2031	2318
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	5320	6288	7361
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	131	185	185	185	185
资本公积	5162	5219	5223	5223	5223
留存收益	6234	7596	9484	11772	14536
归属母公司股东权益	11381	12869	14759	17048	19812
负债和股东权益	14377	17485	20080	23337	27174

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2186	1734	3743	3079	3507
净利润	2051	1977	2080	2542	3071
折旧摊销	141	162	145	154	192
财务费用	-100	-184	0	0	0
投资损失	-62	-151	-161	-194	-230
营运资金变动	179	-22	1710	580	477
其他经营现金流	-22	-46	-31	-3	-3
投资活动现金流	-2348	-352	-43	-15	21
资本支出	-247	-293	-209	-209	-209
长期投资	-2258	-309	0	0	0
其他投资现金流	157	250	166	194	230
筹资活动现金流	199	-800	-217	-254	-307
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	4	0	0
其他筹资现金流	96	-911	-221	-254	-307
现金净增加额	48	618	3499	2810	3221

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8654	11945	16060	19355	22995
营业成本	3987	5956	8069	9770	11655
营业税金及附加	75	80	108	130	154
营业费用	1713	2967	4336	5129	5979
管理费用	211	346	369	445	529
研发费用	619	971	1285	1548	1840
财务费用	-139	-162	-50	-50	-50
资产减值损失	-148	-95	0	0	0
其他收益	121	193	257	310	368
公允价值变动收益	114	45	0	0	0
投资净收益	62	151	161	194	230
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	2317	2090	2361	2886	3487
营业外收入	3	12	5	5	5
营业外支出	0	4	2	2	2
利润总额	2320	2098	2364	2889	3490
所得税	269	121	284	347	419
净利润	2051	1977	2080	2542	3071
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2051	1977	2080	2542	3071
EBITDA	2227	1935	2458	2993	3632
EPS (元/股)	11.10	10.70	11.26	13.76	16.63

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	38.0	34.5	20.5	18.8
营业利润(%)	72.4	-9.8	12.9	22.3	20.8
归属母公司净利润(%)	73.3	-3.6	5.2	22.2	20.8
获利能力					
毛利率(%)	53.9	50.1	49.8	49.5	49.3
净利率(%)	23.7	16.5	13.0	13.1	13.4
ROE(%)	18.0	15.4	14.1	14.9	15.5
ROIC(%)	16.0	12.8	13.6	14.5	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	26.4	26.5	26.9	27.1
净负债比率(%)	-6.7	-9.8	-32.4	-44.5	-54.5
流动比率	3.1	2.7	2.9	2.9	3.0
速动比率	2.4	1.9	2.1	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	28.7	18.2	21.6	39.3	85.5
应付账款周转率	3.6	2.8	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	11.10	10.70	11.26	13.76	16.63
每股经营现金流(最新摊薄)	11.83	9.39	20.26	16.67	18.99
每股净资产(最新摊薄)	61.61	69.67	79.90	92.29	107.25
估值比率					
P/E	16.7	17.3	16.5	13.5	11.2
P/B	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.4	20.3	12.0	8.9	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com