

# 收入高增，阶段性盈利承压

## 石头科技(688169)

### 事件概述

公司发布 24 年年报&25 年一季报：

24 年：营业总收入 119.45 亿元 (YOY+38.03%)，归母净利润 19.77 亿元 (YOY-3.64%)，扣非后归母净利润 16.20 亿元 (YOY-11.26%)。

24Q4：营业总收入 49.38 亿元 (YOY+66.54%)，归母净利润 5.04 亿元 (YOY-26.99%)，扣非后归母净利润 4.34 亿元 (YOY-24.11%)。

25Q1：营业总收入 34.28 亿元 (YOY+86.22%)，归母净利润 2.67 亿元 (YOY-32.92%)，扣非后归母净利润 2.42 亿元 (YOY-29.28%)。

### 分析判断

**收入端：持续高增速，25Q1 洗地机表现亮眼。**24 年全年按照地区拆分，境内/境外收入增速分别为 25%/51%，收入高增速主要原因是公司进一步丰富了产品矩阵和价格矩阵，并在主流价格段重点突破，同时通过积极的市场策略，进一步优化销售结构。25Q1 国内市场，受益于家电行业“以旧换新”补贴政策的消费刺激，收入增速显著；海外市场，公司持续深化精细化运营，市场竞争力持续增强。值得一提的是洗地机在今年一季度表现亮眼，增长迅猛。根据奥维数据，Q1 线上石头品牌洗地机销售额同比增速 349%。

**利润端：公司拓宽价格带导致毛利率下滑，叠加高销售费用投放盈利承压。**24 年公司实现归母净利率 16.55% (YOY-7.16pct)；对应 Q4 归母净利率 10.21% (YOY-13.09pct)；25Q1 归母净利率 7.80% (YOY-13.86pct)。24 年公司实现销售毛利率 50.14% (YOY-3.8pct)，25Q1 销售毛利率 45.48% (YOY-9.5pct)，主要原因是市场竞争加剧，公司进一步拓展产品价格段，响应消费者的差异化需求。同时为了开拓市场，及提升在市场导入期的新品类的市场占有率，销售费用有所提升，导致净利率承压。24 年公司销售/管理/研发费用率分别为 24.84%/2.89%/8.13%，同比分别 +5.05pct/+0.46pct/+0.98pct；25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 27.76%/2.63%/7.77%，同比分别 +8.56pct/-0.14pct/-2.80pct。

### 投资建议

结合年报及一季报，我们调整 25-27 年公司收入预测为

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	185.47
股票代码：	688169
52 周最高价/最低价：	469.99/173.0
总市值(亿)	342.61
自由流通市值(亿)	342.61
自由流通股数(百万)	184.72



分析师：纪向阳

邮箱：jixy1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120525020004

联系电话：

分析师：李琳

邮箱：lilin1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120523090001

联系电话：

### 相关研究

- 【华西家电】石头科技点评：24Q2 外销较快增长，盈利能力提升  
2024.09.02
- 【华西家电】石头科技点评：24Q2 外销较快增长，业绩符合预期  
2024.07.16
- 【华西家电】石头科技点评：收入业绩持续高增长  
2024.04.29

163.64/208.08/257.30 亿元（前值为 25/26 年 128.13/147.35 亿元），同比分别+37.00%/+27.15%/+23.66%。对应归母净利润分别为 17.11/24.16/28.96 亿元（前值为 25/26 年 27.13/30.97 亿元），同比分别-13.44%/+41.20%/+19.89%。相应 EPS 分别为 9.26/13.08/15.68 元（前值为 25/26 年 20.64/23.55 元），以 25 年 4 月 29 日收盘价 185.47 元计算，对应 PE 分别为 20.02/14.18/11.83 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

终端消费疲软，渗透率提升不及预期；海外市场拓展不及预期；行业竞争加剧；汇率大幅波动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,654	11,945	16,364	20,808	25,730
YoY (%)	30.5%	38.0%	37.0%	27.2%	23.7%
归母净利润(百万元)	2,051	1,977	1,711	2,416	2,896
YoY (%)	73.3%	-3.6%	-13.4%	41.2%	19.9%
毛利率 (%)	53.9%	50.1%	46.0%	46.0%	46.0%
每股收益 (元)	11.19	10.77	9.26	13.08	15.68
ROE	18.0%	15.4%	11.6%	14.1%	14.4%
市盈率	16.57	17.22	20.02	14.18	11.83

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,945	16,364	20,808	25,730	净利润	1,977	1,741	2,416	2,896
YoY (%)	38.0%	37.0%	27.2%	23.7%	折旧和摊销	162	265	249	287
营业成本	5,956	8,837	11,236	13,894	营运资金变动	-22	380	60	425
营业税金及附加	80	116	150	182	经营活动现金流	1,734	2,246	2,563	3,391
销售费用	2,967	4,255	5,114	6,457	资本开支	-293	-468	-378	-401
管理费用	346	428	557	693	投资	-309	-51	-1	-1
财务费用	-162	-114	-56	-96	投资活动现金流	-352	-313	-167	-135
研发费用	971	1,309	1,644	2,052	股权募资	26	-4	0	0
资产减值损失	-95	-64	-49	-47	债务募资	-190	0	0	0
投资收益	151	156	212	267	筹资活动现金流	-800	-4	0	0
营业利润	2,090	1,909	2,633	3,149	现金净流量	618	1,930	2,396	3,257
营业外收支	7	0	0	0					
利润总额	2,098	1,909	2,633	3,149	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	121	168	217	252	<b>成长能力</b>				
净利润	1,977	1,741	2,416	2,896	营业收入增长率	38.0%	37.0%	27.2%	23.7%
归属于母公司净利润	1,977	1,711	2,416	2,896	净利润增长率	-3.6%	-13.4%	41.2%	19.9%
YoY (%)	-3.6%	-13.4%	41.2%	19.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	10.77	9.26	13.08	15.68	毛利率	50.1%	46.0%	46.0%	46.0%
					净利率	16.5%	10.5%	11.6%	11.3%
					总资产收益率 ROA	11.3%	8.7%	9.9%	10.5%
					净资产收益率 ROE	15.4%	11.6%	14.1%	14.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	1,464	3,394	5,790	9,047	流动比率	2.65	2.91	2.60	2.91
预付款项	98	138	178	221	速动比率	<b>1.89</b>	<b>2.05</b>	<b>1.97</b>	<b>2.21</b>
存货	1,490	2,067	2,477	3,137	现金比率	0.33	0.72	0.82	1.23
其他流动资产	8,700	8,009	9,844	9,061	资产负债率	26.4%	24.7%	29.5%	27.3%
流动资产合计	11,752	13,607	18,290	21,465	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	20	22	22	23	总资产周转率	0.75	0.88	0.94	0.99
固定资产	1,373	1,665	1,684	1,689	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	22	29	35	41	每股收益	10.77	9.26	13.08	15.68
非流动资产合计	5,732	6,070	6,150	6,215	每股净资产	69.67	79.99	93.07	108.75
资产合计	17,485	19,678	24,440	27,680	每股经营现金流	9.39	12.16	13.87	18.36
短期借款	0	0	0	0	每股股利	1.07	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	2,825	2,676	4,574	4,473	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	1,603	2,007	2,455	2,900	PE	17.22	20.02	14.18	11.83
流动负债合计	4,427	4,683	7,029	7,373	PB	3.15	2.32	1.99	1.71
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	187	187	187	187					
非流动负债合计	187	187	187	187					
负债合计	4,615	4,870	7,216	7,560					
股本	185	185	185	185					
少数股东权益	1	31	31	31					
股东权益合计	12,870	14,808	17,223	20,120					
负债和股东权益合计	17,485	19,678	24,440	27,680					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。