

## 收入超预期，盈利短暂承压

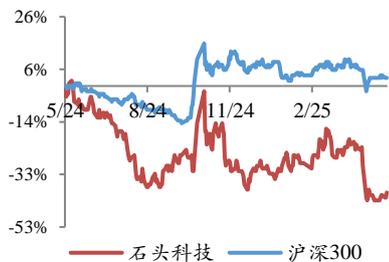
——石头科技 25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-02

收盘价（元）	193.48
近 12 个月最高/最低（元）	469.99/173.00
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）	357
流通市值（亿元）	357

### 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 24A: 战略变革期重份额抬升 2025-04-06
- 石头科技 24Q4 快报: 收入高增, 单季盈利波动 2025-02-28
- 石头科技 24Q3: 蓄力长期 2024-10-31

### 主要观点:

#### ● 公司发布 25Q1 业绩报告:

- Q1: 收入 34.28 亿元 (同比+86.22%), 归母净利润 2.67 亿元 (同比-32.92%); 扣非归母净利润 2.42 亿元 (同比-29.28%);
- 收入高增超预期, 24Q1/24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 净利率分别为 21.7%/28.0%/13.6%/10.2%/7.8% 单季净利率延续下行。

#### ● 收入分析: 预计内销外销均有提速

- 25Q1 内销: 我们预计收入增速同比+100%+较 24Q4 (同比略低于+100%) 略提速。参考奥维线上石头扫地机 25Q1 销售额/量/价分别同比+90%/+81%/+5% (24Q4 分别同比+104%/+102%/+1%)、洗地机销售额/量/价分别同比+349%/+369%/-4% (24Q4 分别同比+242%/+298%/-14%), 扫地机洗地机价格均环比优化、量能延续释放; 其中石头洗地机/扫地机份额环比分别+5/+0pct, 洗地机市占率显著提升得益于公司产品思路转变、从产品单一打包到打出 A30 系列组合拳;
- 25Q1 外销: 我们预计收入增速同比+60%+较 24Q4 (约+50%) 亦有所提速, 其中预计 25Q1 欧洲/亚太/北美地区分别同比+100%/+50%/+50%+较 24Q4 (同比分别+50%/+30%/+50%+) 欧亚提速、北美延续高增。其中欧洲显著提速得益于线下经销商调整后修复加速+线上自营渠道延续翻倍。

#### ● 利润分析: 毛利率环比趋稳/费投扩大拉低净利

- 毛利率: Q1 为 45.5% 同/环比分别-9.5/+0.6pct, 外销等的价格带拓宽下毛利率延续 24Q4 (同比-9.9pct) 同比趋势、但环比趋稳; 公司 3 月中下旬推出的一系列新品毛利率高于降价老品、但收入后置未显著贡献 Q1 当季毛利率;
- 净利率: Q1 为 7.8% 同/环比分别-13.9/-2pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+8.6/-0.1/-2.8/-1.4pct, 公司当前瞄准提份额下营销投入较大, 尤其是洗地机/洗衣机等新品类仍处投入期拉低整体净利率, 预计扫地机净利率仍>10%。

#### ● 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。国内国补支撑高增且 Q1 新品密集发布 Q2 报表有望进一步体现贡献; 海外越南产能可覆盖北美半数以上 SKU 并在持续快速爬坡, 欧洲重整及

新兴拓展下 Q1 加速、潜力可期。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：**基于公司最新业绩表现，我们调整盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 161.66/191.37/217.43 亿元（前值 150.60/173.43/193.15 亿元），同比+35.3%/+18.4%/+13.6%，归母净利润 19.33/23.47/27.38 亿元（前值 20.58/26.07/30.54 亿元），同比-2.2%/+21.4%/+16.6%；对应 PE 18/15/13X，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	16166	19137	21743
收入同比 (%)	38.0%	35.3%	18.4%	13.6%
归属母公司净利润	1977	1933	2347	2738
净利润同比 (%)	-3.6%	-2.2%	21.4%	16.6%
毛利率 (%)	50.1%	49.7%	49.8%	49.9%
ROE (%)	15.4%	13.2%	14.0%	14.3%
每股收益 (元)	10.77	10.47	12.71	14.82
P/E	20.36	18.49	15.23	13.06
P/B	3.15	2.45	2.14	1.86
EV/EBITDA	20.28	14.01	11.02	8.70

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 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
<b>流动资产</b>	11752	15816	18999	22422	<b>营业收入</b>	11945	16166	19137	21743
现金	1464	4703	7175	9976	营业成本	5956	8123	9606	10901
应收账款	1038	513	607	690	营业税金及附加	80	114	138	154
其他应收款	868	1295	1533	1741	销售费用	2967	4510	5358	5762
预付账款	98	131	155	176	管理费用	346	348	402	500
存货	1490	1942	2297	2606	财务费用	-162	-23	-88	-137
其他流动资产	6794	7233	7233	7233	资产减值损失	-95	-69	-69	-69
<b>非流动资产</b>	5732	5308	5295	5274	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	<b>营业利润</b>	2090	2117	2554	2972
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	3944	3989	4033	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	17485	21125	24294	27696	<b>利润总额</b>	2098	2117	2554	2972
<b>流动负债</b>	4427	6334	7396	8323	所得税	121	184	207	234
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1977	1933	2347	2738
应付账款	2825	3137	3709	4209	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1603	3197	3686	4114	<b>归属母公司净利润</b>	1977	1933	2347	2738
<b>非流动负债</b>	187	187	187	187	EBITDA	1935	2229	2609	2984
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	10.77	10.47	12.71	14.82
其他非流动负债	187	187	187	187					
<b>负债合计</b>	4615	6520	7582	8510					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	185	186	186	186					
资本公积	5219	5222	5222	5222					
留存收益	7465	9195	11303	13778					
归属母公司股东权益	12869	14603	16711	19186					
<b>负债和股东权益</b>	17485	21125	24294	27696					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1734	3557	2829	3268
净利润	1977	1933	2347	2738
折旧摊销	162	135	142	149
财务费用	-184	6	6	6
投资损失	-151	-90	-87	0
营运资金变动	-22	1532	351	306
其他经营现金流	1953	443	2065	2501
<b>投资活动现金流</b>	-352	-102	-111	-198
资本支出	-293	-198	-198	-198
长期投资	-309	0	0	0
其他投资现金流	250	96	87	0
<b>筹资活动现金流</b>	-800	-233	-245	-269
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	53	1	0	0
资本公积增加	58	3	0	0
其他筹资现金流	-911	-237	-245	-269
<b>现金净增加额</b>	618	3239	2472	2801

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.0%	35.3%	18.4%	13.6%
营业利润	-9.8%	1.3%	20.7%	16.3%
归属于母公司净利润	-3.6%	-2.2%	21.4%	16.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	50.1%	49.7%	49.8%	49.9%
净利率 (%)	16.5%	12.0%	12.3%	12.6%
ROE (%)	15.4%	13.2%	14.0%	14.3%
ROIC (%)	12.8%	12.9%	13.4%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.4%	30.9%	31.2%	30.7%
净负债比率 (%)	35.9%	44.6%	45.4%	44.4%
流动比率	2.65	2.50	2.57	2.69
速动比率	1.89	1.82	1.93	2.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.84	0.84	0.84
应收账款周转率	18.20	20.84	34.16	33.51
应付账款周转率	2.75	2.73	2.81	2.75
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	10.77	10.47	12.71	14.82
每股经营现金流 (摊薄)	9.39	19.26	15.31	17.69
每股净资产	69.67	79.06	90.47	103.86
<b>估值比率</b>				
P/E	20.36	18.49	15.23	13.06
P/B	3.15	2.45	2.14	1.86
EV/EBITDA	20.28	14.01	11.02	8.70

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。