

自主品牌占比提升, 多因素影响增速暂缓

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2021 年半年报, 2021 年 H1 公司实现营收 23.5 亿元, 同比增长 32.2%; 实现归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 41.6%; 实现扣非净利润 5.7 亿元, 同比增长 32.2%。非经常性损益主要是持有交易性金融资产等产生的投资收益 9957 万元。单季度来看, Q2 公司实现营收 12.4 亿元, 同比增长 6.1%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比增加 0.5%。
- **行业持续高景气, 多因素影响, 公司 Q2 增速暂缓。** 根据奥维云网数据显示, 2021 年上半年国内扫地机器人行业销售额同比增长 38.7%。在扫地机行业景气度上行的背景下, 公司推出两款 T7 S 系列扫地机器人叠加积极的营销投放, 上半年公司扫地机共实现销售收入 2.3 亿元。其中自有品牌扫地机器人实现销售收入 2.2 亿元, 收入占比提升至 94.8%。报告期内, 公司存货同比增长 39.9%, 主要系深圳盐田港停运时段影响, 部分商品没能及时发货。我们推测, 受此影响公司 Q2 部分收入也未能及时予以确认。此外, 行业整体芯片缺乏问题也影响了公司产能。
- **自主品牌占比提升, 盈利能力优化。** 报告期内, 公司综合毛利率 50.7%, 同比增加 1.9pp, 毛利率稳中有升, 主要是盈利较优的自有品牌业务占比提升 11.9pp 至 98.2%。费用率方面, 公司销售费用率为 12.4%, 同比减少 0.9pp。其中公司聘请代言人等销售费用主要在 Q2 进行摊销, Q2 销售费用率同比提升 1.9pp。2021H1 公司管理费用率为 11%, 同比提升 3.2pp。管理费用大幅提升主要原因有二: (1) 报告期内公司股份支付费用增加及职能部门人员增加。(2) 公司强化技术储备以及产品研发, 研发费用率同比提升 2.6pp。综合来看, 公司净利率为 27.8%, 同比提升 1.8pp。
- **研发持续加码, 产品迭代升级。** 公司进一步加大研发投入, 报告期内公司研发投入 1.9 亿元, 同比增长 89.8%; 研发费用率为 8.5%, 同比提升 2.6pp。公司授权专利/授权软件著作权/授权商标及作品著作权分别新增 47/5/30 项, 丰富的专利储备为公司新品研发奠定了技术基础, 本期内公司在推出两款 T7 S 系列扫地机器人。公司凭借着研发的高投入以及产品的高效转化, 高端旗舰产品不断推出, 8 月公司发布年度双旗舰新品 G10/U10, 新品在功能、性能以及用户使用体验等方面都有了较为明显的改善。随着新品销售放量, 未来公司的销售表现值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 短期来看, 芯片短缺以及海运紧张对于公司经营形成一定干扰。长期来看, 公司作为全球领先的扫地机器人品牌, 通过积极的研发投入, 不断夯实终端产品竞争力, 预期将充分受益于扫地机渗透率的提升, 实现快速增长。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 26.18 元、33.08 元、40.89 元, 未来三年归母净利润将保持 25.8% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、人民币汇率大幅波动风险、新品销售不及预期风险。

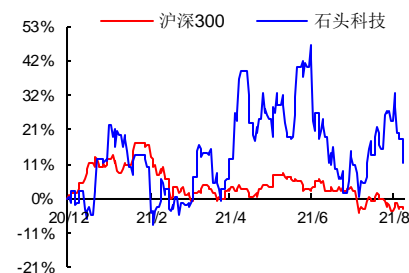
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4530.44	5762.77	7221.28	8835.56
增长率	7.74%	27.20%	25.31%	22.35%
归属母公司净利润 (百万元)	1369.41	1745.16	2205.28	2725.80
增长率	74.92%	27.44%	26.37%	23.60%
每股收益 EPS (元)	20.54	26.18	33.08	40.89
净资产收益率 ROE	19.25%	20.10%	20.77%	20.94%
PE	55	43	34	27
PB	10.50	8.60	7.03	5.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.45
52 周内股价区间(元)	397.26-1486.14
总市值(亿元)	746.66
总资产(亿元)	90.89
每股净资产(元)	115.25

相关研究

1. 石头科技 (688169): 外销增速亮眼, 盈利能力大幅提升 (2021-04-30)
2. 石头科技 (688169): 赛道红利显著, 内外销持续放量 (2021-02-09)
3. 石头科技 (688169): 内外销持续增长, Q4 业绩超预期 (2021-01-28)
4. 石头科技 (688169): 品牌业务+产品结构优化, Q3 业绩增长亮眼 (2020-10-30)
5. 石头科技 (688169): Q2 营收降幅收窄, 品牌业务占比提升增厚净利 (2020-08-31)
6. 石头科技 (688169): 自主品牌销售亮眼, 盈利能力持续提升 (2020-04-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4530.44	5762.77	7221.28	8835.56	净利润	1369.41	1745.16	2205.28	2725.80
营业成本	2205.23	2757.84	3396.13	4098.78	折旧与摊销	41.29	11.32	11.32	11.32
营业税金及附加	29.62	37.67	47.21	57.76	财务费用	-32.02	-46.27	-87.51	-141.71
销售费用	619.99	547.46	722.13	927.73	资产减值损失	-31.04	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	83.15	518.65	686.02	839.38	经营营运资本变动	190.63	-245.34	-17.91	-34.14
财务费用	-32.02	-46.27	-87.51	-141.71	其他	-20.06	-66.36	-88.68	-76.75
资产减值损失	-31.04	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	1518.21	1388.51	2012.50	2474.51
投资收益	48.53	23.00	23.00	23.00	资本支出	-0.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	109.77	57.77	66.71	70.91	其他	-5543.36	181.07	89.71	93.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5543.49	181.07	89.71	93.91
营业利润	1556.51	2038.18	2557.02	3157.53	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	0.01	0.00	-0.01	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1556.40	2038.19	2557.03	3157.52	股权融资	4404.48	0.00	0.00	0.00
所得税	186.99	293.03	351.75	431.72	支付股利	-133.33	-182.59	-271.47	-326.71
净利润	1369.41	1745.16	2205.28	2725.80	其他	-36.76	53.80	87.51	141.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4234.39	-128.79	-183.96	-185.00
归属母公司股东净利润	1369.41	1745.16	2205.28	2725.80	现金流量净额	201.93	1440.80	1918.25	2383.42
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1424.18	2864.98	4783.23	7166.65	成长能力				
应收和预付款项	188.46	382.63	432.57	520.77	销售收入增长率	7.74%	27.20%	25.31%	22.35%
存货	381.04	488.41	609.20	731.38	营业利润增长率	68.28%	30.95%	25.46%	23.48%
其他流动资产	4042.89	3926.64	3959.50	3995.88	净利润增长率	74.92%	27.44%	26.37%	23.60%
长期股权投资	12.00	12.00	12.00	12.00	EBITDA 增长率	64.19%	27.94%	23.84%	22.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	60.94	50.68	40.42	30.16	毛利率	51.32%	52.14%	52.97%	53.61%
无形资产和开发支出	5.94	5.27	4.59	3.92	三费率	14.81%	17.70%	18.29%	18.40%
其他非流动资产	1732.49	1732.10	1731.71	1731.32	净利率	30.23%	30.28%	30.54%	30.85%
资产总计	7847.93	9462.71	11573.24	14192.08	ROE	19.25%	20.10%	20.77%	20.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.45%	18.44%	19.05%	19.21%
应付和预收款项	583.34	648.23	798.33	988.77	ROIC	222.56%	250.12%	226.72%	234.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.56%	34.76%	34.35%	34.26%
其他负债	150.51	130.27	156.90	186.22	营运能力				
负债合计	733.84	778.51	955.23	1174.99	总资产周转率	0.92	0.67	0.69	0.69
股本	66.67	66.67	66.67	66.67	固定资产周转率	70.59	103.26	158.54	250.36
资本公积	4940.81	4940.81	4940.81	4940.81	应收账款周转率	26.80	26.32	23.33	24.82
留存收益	2114.14	3676.72	5610.52	8009.61	存货周转率	6.36	6.18	6.13	6.08
归属母公司股东权益	7114.08	8684.19	10618.00	13017.09	销售商品提供劳务收到现金营业收入	117.90%	—	—	—
少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01	资本结构				
股东权益合计	7114.09	8684.20	10618.01	13017.10	资产负债率	9.35%	8.23%	8.25%	8.28%
负债和股东权益合计	7847.93	9462.71	11573.24	14192.08	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.40	10.04	10.41	10.70
					速动比率	7.87	9.40	9.76	10.07
					股利支付率	9.74%	10.46%	12.31%	11.99%
					每股指标				
					每股收益	20.54	26.18	33.08	40.89
					每股净资产	106.71	130.26	159.27	195.26
					每股经营现金	22.77	20.83	30.19	37.12
					每股股利	2.00	2.74	4.07	4.90
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1565.78	2003.23	2480.83	3027.14					
PE	54.52	42.78	33.86	27.39					
PB	10.50	8.60	7.03	5.74					
PS	16.48	12.96	10.34	8.45					
EV/EBITDA	43.25	33.08	25.94	20.47					
股息率	0.18%	0.24%	0.36%	0.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn