

石头科技 (688169.SH) 受海运影响 Q2 增速放缓, 期待新品放量

2021年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

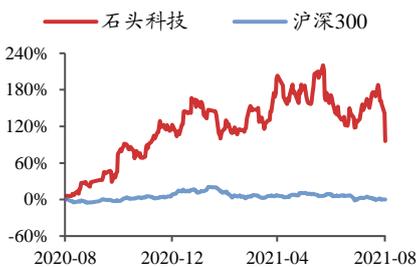
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/31
当前股价(元)	910.00
一年最高最低(元)	1,494.99/427.00
总市值(亿元)	606.67
流通市值(亿元)	410.68
总股本(亿股)	0.67
流通股本(亿股)	0.45
近3个月换手率(%)	89.0

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-双旗舰产品力强劲, 新品拉动业绩高增可期》-2021.8.26

《公司信息更新报告-自有品牌表现亮眼, 内外销增长可期》-2021.5.8

《公司信息更新报告-顶流代言新品, 天猫渠道预售订光》-2021.3.29

● 受海运影响 2021Q2 增速放缓, 长期竞争优势明显, 维持买入评级

2021H1 公司营收 23.48 亿元(+32.19%), 其中 Q2 营收 12.36 亿元(+6.09%)。Q2 增速放缓, 主系盐田港停摆海运发货推迟, 若加回 Q2 新增合同负债 1.42 亿元, Q2 营收可达 13.78 亿元(+18.2%), 增速明显提升。2021H1 归母净利润 6.52 亿元(+41.57%), 其中 Q2 归母净利润 3.37 亿元(+0.54%), Q2 盈利能力有所下降。预计公司 2021H2 将加大新品推广力度, 新品有望在 Q4 放量, 带动业绩高增长。我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润 18.6/24.5/30.5 亿元, EPS 为 27.9/36.8/45.8 元, 当前股价对应 PE 为 32.6/24.7/19.9 倍, 维持“买入”评级。

● 2021H1 自有品牌占比持续提升, 境外收入翻番增长

2021H1 自有品牌收入 23.07 亿元(+51%), 占比+11.98pcts。其中 Q2 自有品牌收入 12.37 亿元(+20%), 若加回 Q2 新增合同负债 1.42 亿元, Q2 自有品牌收入达 13.79 亿元(+34%)。分市场看, H1 实际内销 5.14 亿元(+43%)、实际外销 17.93 亿元(+53%)。其中 H1 公司境外收入 12.55 亿元(+124%), 分销收入 4.96 亿元(-19%)。

● Q2 期间费用率高增拖累净利率, Q4 新品放量有望带动净利率提升

2021H1 销售毛利率 50.74%(+1.86pcts), Q2 毛利率 51.73%(+1.1pcts)。毛利率的提升主系自有品牌销额占比+12.98pcts。2021H1 期间费用率 22.45%(+2.78pcts), Q2 期间费用率 24.70%(+6.57pcts), 主系研发及营销投入加大。净利率端, 2021H1 公司净利率 27.76%(+1.84pcts), Q2 公司净利率 27.22%(-1.5pcts)。我们预计公司 2021H2 将继续加大新品推广力度, Q4 新品开始放量后, 有望带动净利率提升。

● 新品有望从 Q4 起放量, 带动业绩在 2022H1 迎来高增长

后续伴随缺芯、海运受阻等限制因素逐步得到缓解, 我们判断在产能端、营销端、平台流量端的共同作用下, 新品预计从 2021Q4 开始进入持续放量期, 叠加 2021H1 的低基数因素, 我们认为公司的业绩端有望在 2022H1 实现高增长。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料供应短缺; 海运运力风险加大。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,205	4,530	6,432	8,583	10,747
YOY(%)	37.8	7.7	42.0	33.4	25.2
归母净利润(百万元)	783	1,369	1,858	2,454	3,051
YOY(%)	154.5	74.9	35.7	32.1	24.3
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	28.9	28.6	28.4
ROE(%)	52.7	19.2	21.0	21.9	21.5
EPS(摊薄/元)	11.74	20.54	27.87	36.82	45.76
P/E(倍)	77.5	44.3	32.6	24.7	19.9
P/B(倍)	40.9	8.5	6.9	5.4	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司受海运影响，2021Q2 增速放缓	3
2、 Q2 费用率高增拖累净利率表现，海运影响下存货有所增加	4
2.1、 盈利能力方面：2021H1 自有品牌拉动盈利能力提升，Q2 费用上升致净利率阶段性下滑	4
2.2、 营运能力方面：受海运限制，存货周转天数有所增加	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附： 财务预测摘要	7

图表目录

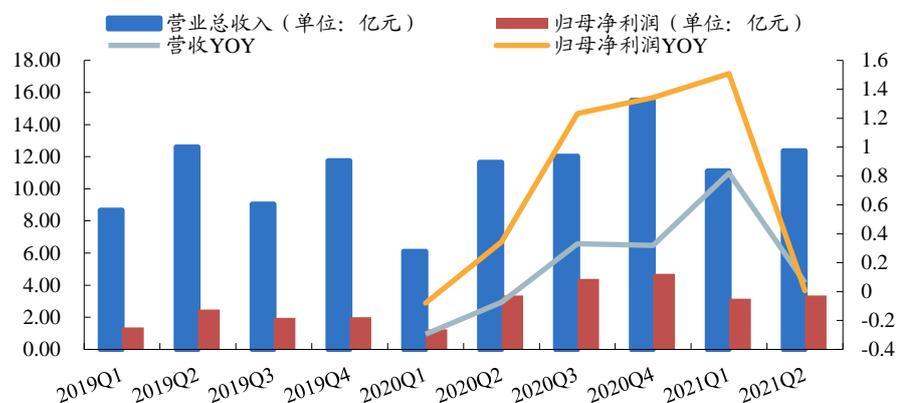
图 1： 受益田港疫情影响 2021Q2 增速放缓	3
图 2： 2019 年以来自有品牌收入维持高增，米家品牌收入持续下降	3
图 3： 2016 年至今公司销售毛利率提升显著	4
图 4： 2021Q2 公司毛利率同比提升 1.1pcts	4
图 5： 高研发投入，2021H1 销售费用率有所下降	5
图 6： 2021Q2 销售费用率有所提高	5
图 7： 2019H1-2021H1 净利率水平持续提升	5
图 8： 2021Q2 费用率上升致净利率下降	5

1、公司受海运影响，2021Q2 增速放缓

收入端：2021H1 实现营业收入 23.48 亿元，同比增长 32.19%。单季度来看，2021Q2 实现营业收入 12.36 亿元，同比增长 6.09%，**2021Q2 营收增速放缓主要系二季度盐田港疫情导致海运运力受阻，进而影响境外订单交付速度。盐田港停摆导致发货推迟产生合同负债项目较多，若加回 Q2 新增合同负债 1.42 亿元，Q2 营收可达 13.78 亿元(+18.2%)，增速明显提升。**

利润端：2021H1 实现归母净利润 6.52 亿元，同比增长 41.57%；2021H1 扣非后归母净利润为 5.74 亿元，同比增长 32.20%，其中非经常项目主要来源于处置交易性金融资产、远期外汇合同实现的投资收益及理财产品公允价值变动损益。单季度来看，2021Q2 实现归母净利润 3.37 亿元，同比增长 0.54%。海运受限影响下，Q2 盈利能力有所下降。

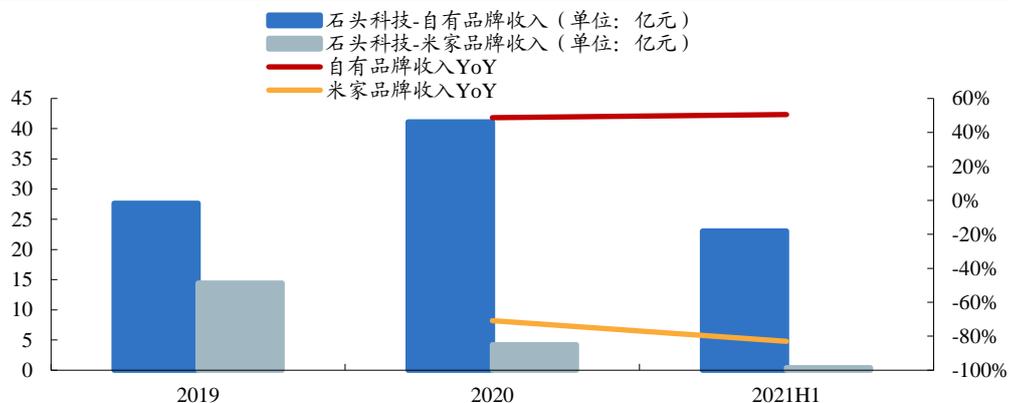
图1：受盐田港疫情影响 2021Q2 增速放缓



数据来源：公司公告、开源证券研究所

营收分品牌看，自有品牌维持高速增长，占比持续提高。公司 2021H1 自有品牌产品实现收入 23.07 亿元，同比增长 50.56%，占比同比上升 11.98pcts 至 98.23%。米家品牌实现收入 0.42 亿元，同比下降 82.98%。收入结构进一步优化。

图2：2019 年以来自有品牌收入维持高增，米家品牌收入持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分市场看，境外收入翻番增长。2021H1 公司实际内销收入 5.14 亿元(+43%)、实际外销收入 17.93 亿元(+53%)。实际外销收入中，2021H1 公司境外收入 12.55 亿元(+124.14%)，慕晨等分销渠道收入 4.96 亿元(-19%)。

从产品端来看，自有品牌扫地机维持较高增长。2021H1 公司扫地机销量 123.05 万台，实现销售收入 22.61 亿元。其中自有品牌扫地机器人销量 119.62 万台，同比增长 58.87%，实现销售收入 22.26 亿元，同比增长 49.87%，自有品牌扫地机器人收入占营收比例提升至 94.80%

2、Q2 费用率高增拖累净利率表现，海运影响下存货有所增加

2.1、盈利能力方面：2021H1 自有品牌拉动盈利能力提升，Q2 费用上升致净利率阶段性下滑

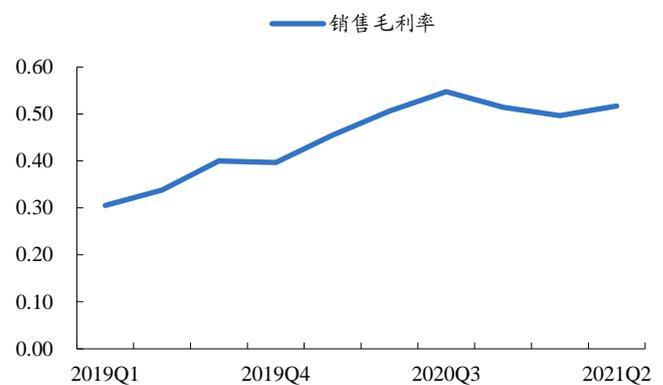
毛利率端：自有品牌销售渠道拓展成果凸显，毛利率持续提升。2021H1 公司销售毛利率为 50.74%，同比上升 1.86pcts。单季度来看，2021Q2 公司毛利率为 51.73%，同比上升 1.10pcts。毛利率持续上升主要系公司不断拓展自有品牌销售渠道，加大品牌宣传推广，毛利较高的自有品牌产品销售额占比由 86.25% 提升至 98.23%。

图3：2016 年至今公司销售毛利率提升显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q2 公司毛利率同比提升 1.1pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端：Q2 销售费用率有所提高，高研发投入持续赋能未来发展。2021H1 公司期间费用率为 22.45%，同比上升 2.78pcts，主要系公司持续加大研发投入及品牌推广投入。单季度来看，2021Q2 公司期间费用率为 24.70%，同比上升 6.57pcts，主要系 2021Q2 销售费用率、研发费用率、管理费用率上涨所致。具体来看：

(1) 2021H1 销售费用率为 12.40%，同比下降 0.93pcts，剔除股份支付费用后 2021H1 销售费用率为 11.99%，同比下降 1.33pcts。销售费用率下降主要系市场推广费用以及平台费用占营收比例有所下降，2021H1 市场推广费占营收比例为 5.06% (-0.66pcts)，平台费用占营收比例为 3.77% (-0.85pcts)。

单季度来看，2021Q2 销售费用率 14.80%，同比上升 1.88pcts，主要系 Q2 品牌推广投入等费用上升所致，预计随着新品放量，费用投入产出比将逐步得到提高。

(2) 2021H1 管理费用率为 2.56%，同比上升 0.66pcts，剔除股份支付费用后，2021H1 公司管理费用率为 2.01%，同比上升 0.12pcts，管理费用率较为稳定。

单季度来看，2021Q2 管理费用率为 2.57%，同比上升 1.00pcts。主要系职工薪酬增加所致。

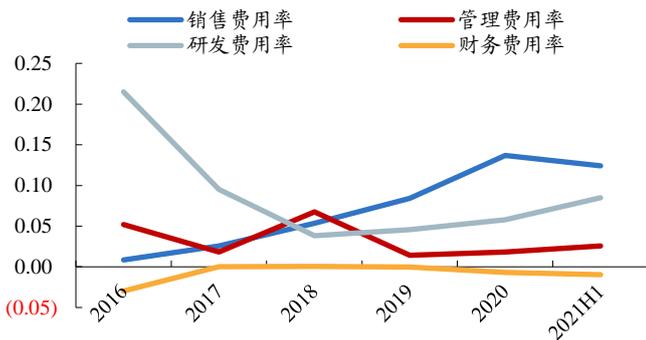
(3) 2021H1 研发费用率为 8.47%，同比上升 2.57pcts，较 2019H1 上升 4.67pcts，主要系公司持续加大新品研发投入及相应研发人员成本上升所致，2021H1 研发人员

占员工总数比例为 58.64%，同比上升 4.29pcts，研发人员平均薪酬 29.52 万元，较 2020H1 增长 27.68%。高研发投入下成果显著，2021H1 公司共获得自动补水、自动集尘等 61 项研发成果。

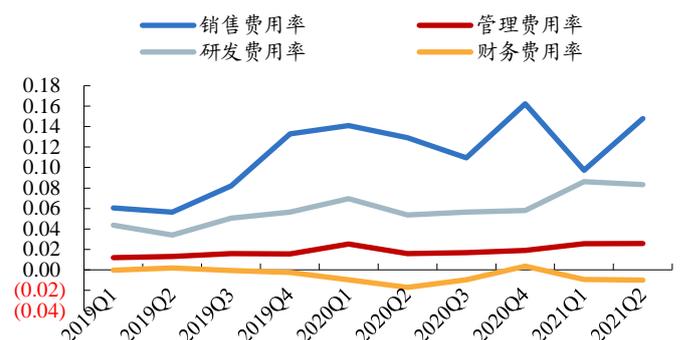
单季度来看，2021Q2 研发费用率为 8.34%，同比上升 2.99pcts。

(4) 2021H1 财务费用率为-0.98%，较 2020H1 上升 0.48pcts，主要系汇兑损失增加所致，2021H1 汇兑损失为 669.56 万元，较 2020H1 增长 984.23%。

单季度来看，2021Q2 财务费用率为-1.02%，同比上升 0.70pcts。

图5：高研发投入，2021H1 销售费用率有所下降


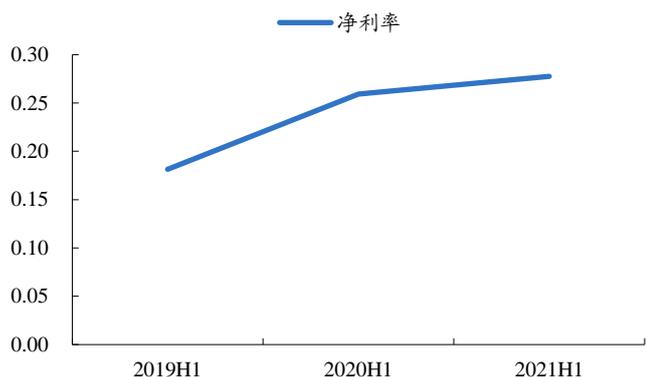
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021Q2 销售费用率有所提高


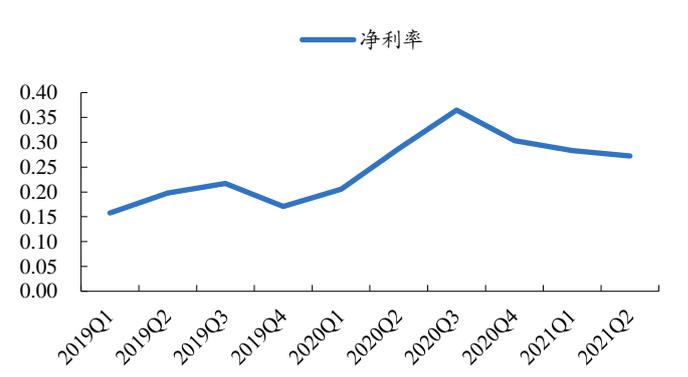
数据来源：Wind、开源证券研究所

净利率端：2021H1 公司净利率为 27.76%，同比上升 1.84pcts，主要系自有品牌占比提升带动毛利率上升，进而推升净利率水平。

单季度来看，受 Q2 期间费用率高增影响，净利率有所拖累。2021Q2 公司净利率为 27.22%，同比下降 1.50pcts。我们预计公司下半年将继续加大新品推广，营销费用保持积极投放，考虑到 Q4 新品有望起量，全年净利率预计趋于稳定。

图7：2019H1-2021H1 净利率水平持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021Q2 费用率上升致净利率下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力方面：受海运限制，存货周转天数有所增加

存货：截至 2021H1，公司存货为 5.33 亿元，同比增长 62.85%，主要系深圳盐田港短暂停摆导致仓库成品增加所致；存货周转天数为 71.14 天，同比增加 9.29 天，主要系存货增加所致，考虑盐田港疫情影响逐步缓解，预计全年存货情况将得到改善。

应收账款：截至 2021H1，公司应收账款为 1.31 亿元，同比下降 20.91%；应收账款周转天数为 10.23 天，同比下降 8.24 天，较 2019H1 下降 24.77 天。公司应收账款周转天数持续下降，回款能力较强。

现金流：2021H1 经营活动现金流入净额为 8.84 亿元，同比增长 2.89%，1.36 倍覆盖净利润，现金产出能力强劲；2021H1 投资活动现金流入净额为-8.69 亿元，主要系报告期内使用闲置资金购买理财产品增加所致；2021H1 筹资活动现金流入净额为-0.12 亿元，同比下降 100.28%，主要系 2020 年收到首次公开发行股票募集资金所致。

3、盈利预测与投资建议

后续伴随缺芯、海运受阻等限制因素逐步得到缓解，我们判断在产能端、营销端、平台流量端的共同作用下，新品预计从 2021Q4 开始进入持续放量期，叠加 2021H1 的低基数背景，我们认为公司业绩端有望在 2022H1 实现高增长。

我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润 18.6/24.5/30.5 亿元，EPS 为 27.9/36.8/45.8 元，当前股价对应 PE 为 32.6/24.7/19.9 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

行业竞争加剧；原材料供应短缺；海运运力风险加大。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1828	6037	8955	11357	14349
现金	248	1424	5798	7063	10354
应收票据及应收账款	199	148	489	699	692
其他应收款	104	22	184	72	261
预付账款	10	18	7	33	12
存货	297	381	47	371	269
其他流动资产	971	4043	2431	3119	2761
非流动资产	135	1811	571	698	839
长期投资	0	12	15	19	23
固定资产	67	61	88	97	98
无形资产	6	6	7	8	9
其他非流动资产	62	1732	462	575	710
资产总计	1963	7848	9527	12055	15188
流动负债	478	719	687	828	994
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	282	377	530	573	772
其他流动负债	197	341	157	255	221
非流动负债	0	15	4	5	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	15	4	5	6
负债合计	479	734	691	833	1000
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	50	67	67	67	67
资本公积	553	4941	4941	4941	4941
留存收益	878	2114	3866	6146	8926
归属母公司股东权益	1485	7114	8835	11222	14188
负债和股东权益	1963	7848	9527	12055	15188

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	755	1518	1740	1999	2904
净利润	783	1369	1858	2454	3051
折旧摊销	30	41	20	30	38
财务费用	-2	-32	-102	-206	-282
投资损失	-16	-49	-4	-3	-3
营运资金变动	-29	229	-27	-271	102
其他经营现金流	-11	-41	-5	-4	-3
投资活动现金流	-514	-5543	2670	-874	190
资本支出	50	989	39	9	1
长期投资	-483	-4608	-3	-6	-5
其他投资现金流	-947	-9162	2706	-870	187
筹资活动现金流	-20	4234	-35	139	197
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	4388	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-170	-35	139	197
现金净增加额	222	202	4374	1264	3291

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4205	4530	6432	8583	10747
营业成本	2686	2205	2889	3760	4659
营业税金及附加	20	30	39	51	64
营业费用	354	620	1007	1650	2229
管理费用	60	83	115	112	114
研发费用	193	263	350	379	421
财务费用	-2	-32	-102	-206	-282
资产减值损失	0	-31	13	26	43
其他收益	6	67	5	4	3
公允价值变动收益	7	110	5	3	3
投资净收益	16	49	4	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	925	1557	2136	2821	3507
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	1	0	1
利润总额	925	1556	2136	2821	3507
所得税	142	187	278	367	456
净利润	783	1369	1858	2454	3051
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	783	1369	1858	2454	3051
EBITDA	948	1555	2047	2658	3284
EPS(元)	11.74	20.54	27.87	36.82	45.76

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	37.8	7.7	42.0	33.4	25.2
营业利润(%)	142.2	68.3	37.2	32.0	24.3
归属于母公司净利润(%)	154.5	74.9	35.7	32.1	24.3
获利能力					
毛利率(%)	36.1	51.3	55.1	56.2	56.6
净利率(%)	18.6	30.2	28.9	28.6	28.4
ROE(%)	52.7	19.2	21.0	21.9	21.5
ROIC(%)	52.3	18.7	20.0	20.4	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	9.4	7.3	6.9	6.6
净负债比率(%)	-16.7	-20.0	-65.6	-62.9	-73.0
流动比率	3.8	8.4	13.0	13.7	14.4
速动比率	3.0	7.5	12.8	13.2	14.1
营运能力					
总资产周转率	2.6	0.9	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	14.3	26.1	20.2	14.4	15.4
应付账款周转率	7.8	6.7	6.4	6.8	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	11.74	20.54	27.87	36.82	45.76
每股经营现金流(最新摊薄)	11.33	22.77	26.10	29.99	43.56
每股净资产(最新摊薄)	22.27	106.71	132.53	168.33	212.83
估值比率					
P/E	77.5	44.3	32.6	24.7	19.9
P/B	40.9	8.5	6.9	5.4	4.3
EV/EBITDA	62.8	35.7	25.7	19.0	14.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn