

公司研究

海运受阻影响收入增速，自主品牌占比再度提升

——石头科技（688169.SH）2021年半年报点评

增持（下调）

当前价：910.00元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.67
总市值(亿元)	606.70
一年最低/最高(元)	470.27/1501.60
近3月换手率	59.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.91	-20.02	88.38
绝对	-15.51	-29.92	87.99

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布2021年半年度报告：21H1实现营收23.5亿元，YoY+32%（较19H1增速+11%）；归母净利润6.5亿元，YoY+42%（较19H1增速+68%）。其中21Q2实现营收12.4亿元，YoY+6%（较19Q2增速-2%）；归母净利润3.4亿元，YoY+0.5%（较19Q2增速+35%）。

点评：

海运受阻致21Q2收入增速放缓，自主品牌收入占比提升至95%。分区域看，21H1公司实现境外收入12.6亿元（YoY+124%），海外自建渠道有效+业务持续扩张，在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地相继成立海外公司；根据业绩电话会，实际销往海外的产品收入占比达到80%左右（与去年类似），21Q2整体收入增速放缓主因通过代理商的出口业务受制于海运不畅（尤其北美航线塞港影响船期）。国内方面，受益于产品迭代，21H1扫地机器人行业销售额YoY+38.7%（奥维云网），公司继续布局多定位产品，做到产品覆盖各价位段，通过新产品继续扩大市场影响力，21H1公司推T7S以及T7S+扫地机器人，并推出智能集尘基座产品。分产品看，21H1公司扫地机器人收入22.6亿元（YoY+32.9%），其中销量123.0万台（YoY+27.4%），均价1837元（YoY+4.3%）。石头自有品牌的收入占比进一步提升至94.8%（YoY+11.2pcts），其中自有品牌销量119.6万台（YoY+58.9%），均价1861元（YoY-5.7%），均价上涨有限主因新机型的定价低于去年主推的T7 pro。

自有品牌占比提升抬升毛利率，货运港口停摆导致成品库存增加。21H1公司毛利率50.7%，YoY+1.9pcts（较19H1变动18.2pcts），主因毛利较高的自有品牌产品渗透率提升。上半年销售费用YoY+23%（平台推广费、股份支付费用等增加），但得益于收入提升，销售费用率YoY-0.9pcts；研发费用率8.5%，YoY+2.6pcts，主因加大新品研发投入及股份支付费用增加所致。21H1公司归母净利率27.8%，YoY+1.8pcts（基本与毛利率增幅持平）。资产负债表和现金流量表方面，21H1公司经营性现金流净额8.8亿元，YoY+2.9%；预付款项YoY+112%；存货YoY+63%，主因深圳盐田港发生停摆导致仓库成品增加。

盈利预测、估值与评级：21Q2业绩略低于市场预期，下调至“增持”评级。石头科技是将激光雷达技术及相关算法大规模应用于智能扫地机器人领域的领先企业，在强劲的研发实力支持下，产品矩阵不断丰富，自有品牌渗透提升带动盈利水平增长。预计石头科技2021-23年净利润为17.2、21.8、27.6亿元，对应PE为35、28、22倍，考虑到21Q2业绩低于预期以及海运问题的持续时间难以推断，下调公司至“增持”评级。

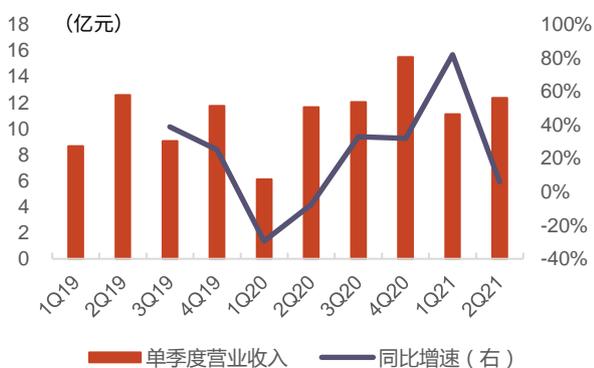
风险提示：原材料明显涨价，市场竞争加剧，海运通路不畅。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,205	4,530	5,540	7,206	9,048
营业收入增长率	37.81%	7.74%	22.28%	30.07%	25.57%
净利润 (百万元)	783	1,369	1,715	2,182	2,758
净利润增长率	154.52%	74.92%	25.22%	27.24%	26.42%
EPS (元)	15.66	20.54	25.72	32.73	41.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	52.73%	19.25%	19.73%	20.72%	21.46%
P/E	58	44	35	28	22
P/B	30.6	8.5	7.0	5.8	4.7

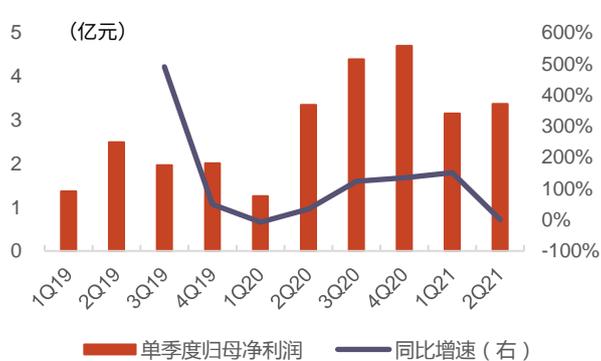
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-31

图 1: 公司单季度营业收入及同比



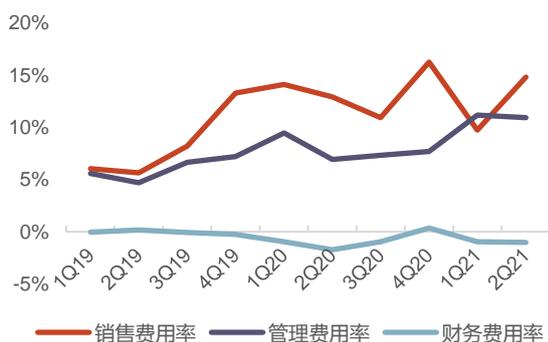
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



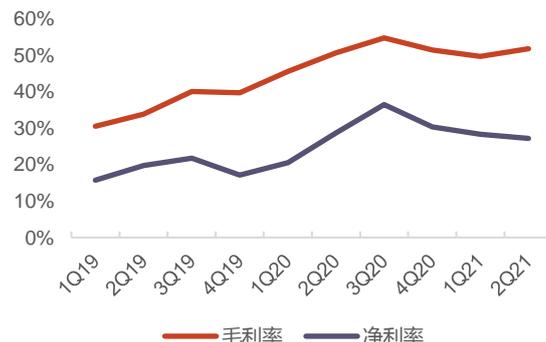
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,205	4,530	5,540	7,206	9,048
营业成本	2,686	2,205	2,583	3,345	4,187
折旧和摊销	30	41	26	31	36
税金及附加	20	30	39	50	63
销售费用	354	620	692	901	1,131
管理费用	60	83	111	144	181
研发费用	193	263	332	432	543
财务费用	-2	-32	-24	-44	-70
投资收益	16	49	50	50	50
营业利润	925	1,557	2,022	2,570	3,242
利润总额	925	1,556	2,017	2,567	3,245
所得税	142	187	303	385	487
净利润	783	1,369	1,715	2,182	2,758
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	783	1,369	1,715	2,182	2,758
EPS(按最新股本计)	15.66	20.54	25.72	32.73	41.38

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	755	1,518	1,483	1,989	2,534
净利润	783	1,369	1,715	2,182	2,758
折旧摊销	30	41	26	31	36
净营运资金增加	159	-121	247	292	323
其他	-217	228	-505	-516	-584
投资活动产生现金流	-514	-5,543	-108	-105	-65
净资本支出	-50	-989	-55	-60	-65
长期投资变化	0	12	0	0	0
其他资产变化	-464	-4,566	-53	-45	0
融资活动现金流	-20	4,234	-113	-299	-366
股本变化	0	17	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-99	255	20	178	197
净现金流	222	202	1,262	1,585	2,103

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.1%	51.3%	53.4%	53.6%	53.7%
EBITDA 率	22.1%	32.4%	35.6%	34.8%	34.9%
EBIT 率	21.4%	31.5%	35.2%	34.4%	34.5%
税前净利润率	22.0%	34.4%	36.4%	35.6%	35.9%
归母净利润率	18.6%	30.2%	31.0%	30.3%	30.5%
ROA	39.9%	17.4%	18.2%	19.0%	19.7%
ROE (摊薄)	52.7%	19.2%	19.7%	20.7%	21.5%
经营性 ROIC	102.2%	64.1%	69.6%	76.5%	84.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	9%	8%	8%	8%
流动比率	3.82	8.40	10.11	10.21	10.59
速动比率	3.20	7.87	9.61	9.68	10.04
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,963	7,848	9,445	11,463	13,981
货币资金	248	1,424	2,686	4,271	6,374
交易性金融资产	895	3,797	3,800	3,800	3,800
应收帐款	199	136	163	212	266
应收票据	0	12	55	72	90
其他应收款 (合计)	104	22	109	141	177
存货	297	381	372	487	613
其他流动资产	75	102	153	236	328
流动资产合计	1,828	6,037	7,464	9,353	11,791
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	12	12	12	12
固定资产	67	61	56	55	56
在建工程	0	0	26	46	61
无形资产	6	6	11	20	33
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40	1,381	1,431	1,431	1,431
非流动资产合计	135	1,811	1,982	2,110	2,190
总负债	479	734	754	932	1,129
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	282	377	387	502	628
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	8	0	0	0	0
其他流动负债	7	17	17	17	17
流动负债合计	478	719	738	916	1,113
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债合计	0	15	16	16	16
股东权益	1,485	7,114	8,692	10,531	12,853
股本	50	67	67	67	67
公积金	578	4,974	4,974	4,974	4,974
未分配利润	853	2,081	3,659	5,498	7,820
归属母公司权益	1,485	7,114	8,692	10,531	12,853
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.41%	13.69%	12.50%	12.50%	12.50%
管理费用率	1.42%	1.84%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.04%	-0.71%	-0.43%	-0.62%	-0.78%
研发费用率	4.59%	5.80%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税率	15%	12%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	2.00	2.06	5.14	6.55	8.28
每股经营现金流	15.11	22.77	22.24	29.83	38.01
每股净资产	29.69	106.71	130.38	157.96	192.79
每股销售收入	84.10	67.96	83.10	108.08	135.72

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	58	44	35	28	22
PB	30.6	8.5	7.0	5.8	4.7
EV/EBITDA	48.2	38.0	27.7	21.2	16.3
股息率	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE