

石头科技 (688169)

海运紧张影响单季度营收，公司加大费用投入

事件:公司2021年H1实现营业收入23.48亿元,同比+32.19%,19H1-21H1 CAGR为5%;归母净利润6.52亿元,同比+41.57%,19H1-21H1 CAGR为30%;其中2021Q2实现营业收入12.36亿元,同比+6.09%,19Q2-21Q2 CAGR为-0.9%;归母净利润3.37亿元,同比+0.54%,19Q2-21Q2 CAGR为16.3%。公司业绩增长低于预期。

海运及芯片缺货影响营收，自有品牌吸尘器销售向好

分业务看,根据公司21H1中报数据显示,21H1公司扫地机销售123万台,同比27.4%,单价为1837元,同比4.3%,营收22.6亿元,同比32.9%。其中自有品牌扫地机销量120万台,同比58.9%,单价1861元,同比-5.66%,营收22.3亿元,同比49.9%。米家扫地机销量3.4万台,同比-83.89%,单价1015元,同比-0.29%,营收0.35亿元,同比-83.94%。**公司自有品牌同比销量显著增长,自有品牌单价同比下降我们认为主要由于盐田港事件的影响,公司高单价的海外营收比例下降使自有品牌扫地机单价同比略有下滑。**21H1手持吸尘器收入为8728.83万元,同比17.3%,自有品牌手持吸尘器销售情况良好,营收占比由20H2的1.46%环比提升至3.72%。**分地区看,**公司境内营收10.9亿元,同比-10%,境外营收12.6亿元,同比124%,根据阿里平台的生意参谋数据显示,石头4/5/6月GMV同比分别为123%/37%/83%,Q2同比86%,国内自有品牌销售情况良好,**我们预计是由于海运紧张影响,国内经销商渠道销售下滑导致国内营收同比下滑。**

自有品牌占比提升拉动利润，公司加大费用投入

2021年H1公司毛利率为50.74%,同比+1.86pct,环比20H2下降2.16pct;净利率为27.76%,同比+1.84pct;其中2021Q2毛利率为51.73%,同比+1.1pct,净利率为27.22%,同比-1.5pct。公司21H1毛利率同比增长而环比20H2有所下滑,主要由于毛利率较低的米家扫地机营收显著减少,手持吸尘器销售同比增加所致。根据20A的年报显示,手持吸尘器毛利率由19A的14.5%提升至20A的34.8%,且由于公司与小米的关联交易金额不断降低,**我们认为可能是公司自有品牌吸尘器销售增长带动整体手持吸尘器营收上升从而引起整体毛利率的变化。**

公司2021年H1销售、管理、研发、财务费用率分别为12.4%、2.56%、8.47%、-0.98%,同比-0.93%、+0.66%、+2.57%、+0.48pct;销售费用率显著上升,主要由于自有品牌营收比例上升,广告及市场推广费用同比+17%所致。此外,公司在上半年有0.56亿元股份支付费用支出。

投资建议:公司Q2受海运及芯片缺货影响使国内经销商收入同比显著下降,目前海运情况虽然紧张但海外运输已有序恢复;公司8月底推出新品扫地机和洗地机产品,下半年有望为公司整体营收做出贡献。行业层面,国内清洁电器市场整体渗透率较低,扫地机渗透率尚不足10%,未来行业渗透率有望持续提升,公司作为行业龙头有望先享红利。根据公司中报的情况,预计21-23年净利润为17、22、27亿元(21-22年前值为18亿元、23亿元),当前股价对应动态估值为45x、34x、27x,维持“增持”评级。

风险提示:自有品牌增长不及预期;海外市场扩张不及预期;宏观经济环境变化导致市场需求不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,204.90	4,530.44	6,097.61	7,985.16	9,904.40
增长率(%)	37.81	7.74	34.59	30.96	24.04
EBITDA(百万元)	1,139.50	1,823.08	1,967.87	2,595.91	3,215.94
净利润(百万元)	782.86	1,369.41	1,653.92	2,187.97	2,736.81
增长率(%)	154.52	74.92	20.78	32.29	25.08
EPS(元/股)	11.74	20.54	24.81	32.82	41.05
市盈率(P/E)	95.38	54.52	45.14	34.13	27.28
市净率(P/B)	50.29	10.50	8.66	7.08	5.74
市销率(P/S)	17.76	16.48	12.25	9.35	7.54
EV/EBITDA	0.00	34.02	33.87	24.79	19.44

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	910元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	66.67
流通A股股本(百万股)	45.13
A股总市值(百万元)	60,666.67
流通A股市值(百万元)	41,068.43
每股净资产(元)	115.25
资产负债率(%)	15.45
一年内最高/最低(元)	1494.99/468.20

作者

孙谦 分析师
 SAC执业证书编号: S1110521050004
 sunqiana@tfzq.com

股价走势



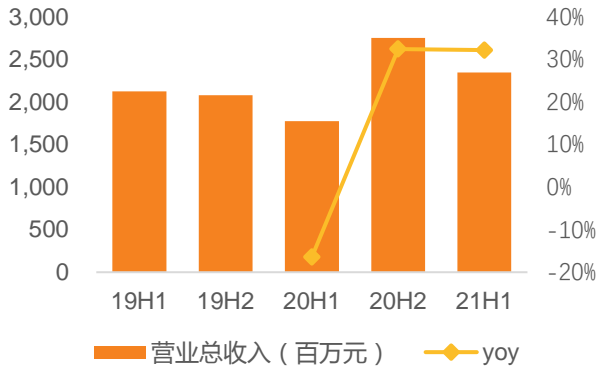
资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《石头科技-公司点评:海外销售持续景气, Q4业绩再超预期》2021-01-30
- 《石头科技-季报点评:海外市场营收高速增长, 费用投入显著增加》2020-10-30
- 《石头科技-半年报点评:自有品牌销售提升, 营收结构变化带动毛利率上升》2020-08-31

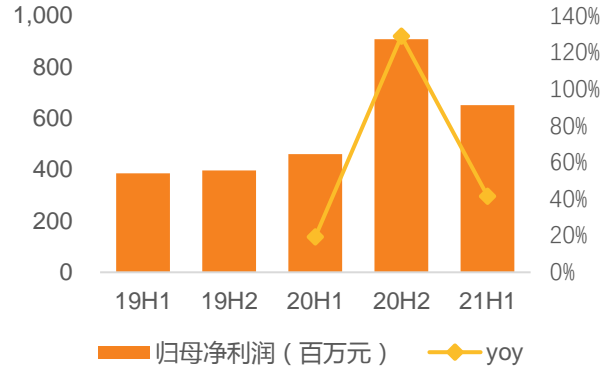
事件: 公司 2021 年 H1 实现营业收入 23.48 亿元, 同比+32.19%, 19H1-21H1 CAGR 为 5%; 归母净利润 6.52 亿元, 同比+41.57%, 19H1-21H1 CAGR 为 30%; 其中 2021Q2 实现营业收入 12.36 亿元, 同比+6.09%, 19Q2-21Q2 CAGR 为-0.9%; 归母净利润 3.37 亿元, 同比+0.54%, 19Q2-21Q2 CAGR 为 16.3%。公司业绩增长低于预期。

图 1: 公司营收及同比 (百万元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 公司利润及同比 (百万元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

海运及芯片缺货影响营收, 自有品牌吸尘器销售向好

分业务看, 公司单季度营收增速为 6%, 一方面由于海运紧张及芯片缺货的因素对自有品牌扫地机销售有一定的影响, 另一方面米家扫地机上半年营收仅为 0.35 亿元, 根据 21Q1 公司披露的关联交易显示, Q1 米家关联交易已有 0.29 亿元, 因此 Q2 米家收入也有大幅减少。根据公司 21H1 中报数据显示, 21H1 公司扫地机销售 123 万台, 同比 27.4%, 单价为 1837 元, 同比 4.3%, 营收 22.6 亿元, 同比 32.9%。其中自有品牌扫地机销量 120 万台, 同比 58.9%, 单价 1861 元, 同比-5.66%, 营收 22.3 亿元, 同比 49.9%。米家扫地机销量 3.4 万台, 同比-83.89%, 单价 1015 元, 同比-0.29%, 营收 0.35 亿元, 同比-83.94%。**公司自有品牌同比销量显著增长, 自有品牌单价同比下降我们认为主要由于盐田港事件的影响, 公司高单价的海外营收比例下降使自有品牌扫地机单价同比略有下滑。**21H1 手持吸尘器收入为 8728.83 万元, 同比 17.3%, 自有品牌手持吸尘器销售情况良好, 营收占比由 20H2 的 1.46% 环比提升至 3.72%。

分地区看, 公司境内营收 10.9 亿元, 同比-10%, 境外营收 12.6 亿元, 同比 124%, 根据阿里平台的生意参谋数据显示, 石头 4/5/6 月 GMV 同比分别为 123%/37%/83%, Q2 同比 86%, 国内自有品牌销售情况良好, 因此我们预计是由于海运紧张影响, 国内经销商渠道销售下滑导致国内营收同比下滑。

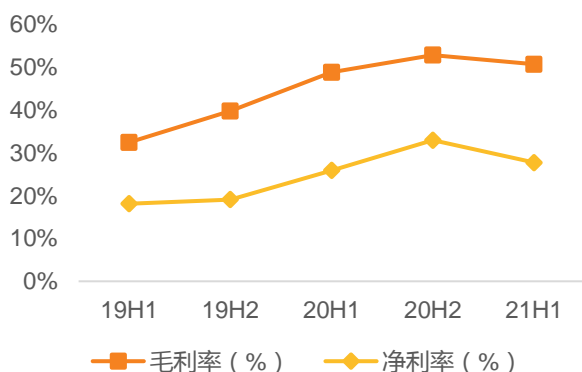
自有品牌占比提升拉动利润, 公司加大费用投入

2021 年 H1 公司毛利率为 50.74%, 同比+1.86pct, 环比 20H2 下降 2.16pct; 净利率为 27.76%, 同比+1.84pct; 其中 2021Q2 毛利率为 51.73%, 同比+1.1pct, 净利率为 27.22%, 同比-1.5pct。公司 21H1 毛利率同比增长而环比 20H2 有所下滑, 主要由于毛利率较低的米家扫地机营收显著减少, 手持吸尘器销售同比增加所致。根据 20A 的年报显示, 手持吸尘器毛利率由 19A 的 14.5% 提升至 20A 的 34.8%, 且由于公司与小米的关联交易金额不断降低, **我们认为可能是公司自有品牌吸尘器销售增长带动整体手持吸尘器营收上升从而引起整体毛利率的变化。**

公司 2021 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 12.4%、2.56%、8.47%、-0.98%, 同比-0.93、+0.66、+2.57、+0.48pct; 其中 21Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.8%、2.57%、8.34%、-1.02%, 同比+1.88、+1、+2.99、+0.7pct。销售费用率显著上升,

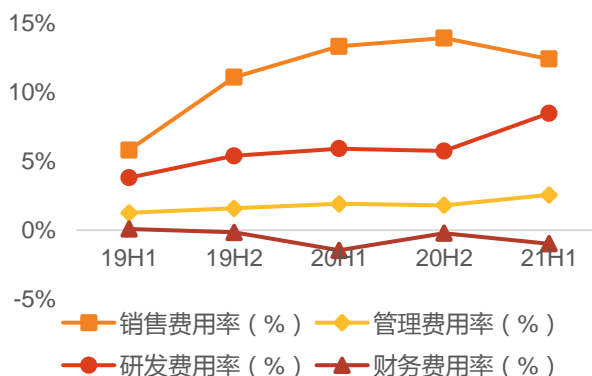
主要由于自有品牌营收比例上升，广告及市场推广费用同比+17%，平台服务费及佣金同比8%所致。管理费用率上升主要由于公司职工人数增加，使职工薪酬费用同比+31%所致。研发费用率大幅上升，主要由于研发人员增加导致职工薪酬同比+56%，研发材料费用同比+46%所致。此外，公司在上半年有0.56亿元的股份支付费用支出。

图 3：公司利润率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司费用率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

海运紧张影响库存水平，合同负债同比高增长

资产负债表方面，公司 2021 年 H1 存货为 5.33 亿元，同比+62.85%，应收票据和账款合计为 1.48 亿元，同比-16.47%。公司存货同比显著上升，主要由于库存商品增加，同比+25%所致，我们预计是由于盐田港事件对海运的影响使公司库存增加。21H1 合同负债为 2.22 亿元，同比 439%，其中 Q2 为 1.42 亿元，主要由于部分客户订单已收款，但由于深圳盐田港出现一段时间停摆无法及时发货所致。若将该部分还原，则公司 Q2 营收整体+18%，自有品牌营收同比+33%。

现金流方面，公司 2021 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为 8.84 亿元，同比+2.89%，其中销售商品及提供劳务现金流入 25.72，同比+28.52%；其中 2021Q2 经营活动产生的现金流量净额为 4.5 亿元，同比-27.68%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 7.38 亿元，同比 41.88%。

投资建议

公司 Q2 受海运及芯片缺货影响使国内经销商收入同比显著下降，目前海运情况虽然紧张但海外运输已有序恢复；公司 8 月底推出新品扫地机和洗地机产品，下半年有望为公司整体营收做出贡献。行业层面，国内清洁电器市场整体渗透率较低，扫地机渗透率尚不足 10%，未来行业渗透率有望持续提升，公司作为行业龙头有望先享红利。我们看好公司未来的发展，根据公司中报的情况，预计 21-23 年净利润为 17、22、27 亿元（21-22 年前值为 18 亿元、23 亿元），当前股价对应动态估值为 45x、34x、27x，维持“增持”评级。

风险提示：自有品牌增长不及预期；海外市场扩张不及预期；宏观经济环境变化导致市场需求不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	247.81	1,424.18	6,900.64	8,988.87	10,536.24
应收票据及应收账款	198.71	148.25	804.76	187.82	991.40
预付账款	10.11	17.82	5.38	25.13	18.51
存货	296.58	381.04	301.26	609.33	636.74
其他	1,074.56	3,964.97	693.64	687.93	822.69
流动资产合计	1,827.78	5,936.26	8,705.69	10,499.08	13,005.57
长期股权投资	0.00	12.00	12.00	12.00	12.00
固定资产	67.42	60.94	30.80	31.66	36.27
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6.16	5.94	5.27	4.60	3.93
其他	61.82	1,732.49	610.94	801.75	1,046.84
非流动资产合计	135.40	1,811.37	659.02	850.01	1,099.03
资产总计	1,963.42	7,847.93	9,398.22	11,393.78	14,164.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	281.76	377.21	562.50	510.68	869.82
其他	196.59	341.41	204.00	324.58	279.87
流动负债合计	478.35	718.62	766.50	835.26	1,149.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.42	15.22	5.21	6.95	9.13
非流动负债合计	0.42	15.22	5.21	6.95	9.13
负债合计	478.77	733.84	771.72	842.21	1,158.82
少数股东权益	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
股本	50.00	66.67	66.67	66.67	66.67
资本公积	553.00	4,940.81	4,940.81	4,940.81	4,940.81
留存收益	1,431.06	7,054.95	8,559.82	10,484.89	12,938.60
其他	(549.41)	(4,948.34)	(4,940.81)	(4,940.81)	(4,940.81)
股东权益合计	1,484.65	7,114.09	8,626.50	10,551.56	13,005.28
负债和股东权益总计	1,963.42	7,847.93	9,398.22	11,393.78	14,164.10

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	782.86	1,369.41	1,653.92	2,187.97	2,736.81
折旧摊销	30.37	41.29	44.74	29.81	6.07
财务费用	(0.48)	(31.12)	(22.66)	(7.99)	(9.90)
投资损失	(18.92)	(48.27)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(108.46)	(1,382.11)	529.68	204.52	(857.59)
其它	70.12	1,569.02	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	755.47	1,518.21	2,205.68	2,414.31	1,875.38
资本支出	54.75	31.79	23.94	28.26	7.82
长期投资	0.00	12.00	0.00	0.00	0.00
其他	(568.40)	(5,587.28)	3,365.70	(99.43)	(62.64)
投资活动现金流	(513.65)	(5,543.49)	3,389.64	(71.17)	(54.82)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.92	4,425.37	30.20	7.99	9.90
其他	(25.05)	(190.99)	(149.05)	(262.90)	(283.10)
筹资活动现金流	(20.13)	4,234.39	(118.85)	(254.92)	(273.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	221.70	209.11	5,476.47	2,088.22	1,547.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,204.90	4,530.44	6,097.61	7,985.16	9,904.40
营业成本	2,685.99	2,205.23	2,849.53	3,642.37	4,485.85
营业税金及附加	20.11	29.62	38.23	51.90	69.33
营业费用	353.79	619.99	717.80	958.22	1,188.53
管理费用	59.59	83.15	118.51	151.72	188.18
研发费用	192.80	262.78	450.41	614.86	762.64
财务费用	(1.67)	(32.02)	(22.66)	(7.99)	(9.90)
资产减值损失	0.00	(31.04)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.43	109.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	16.27	48.53	0.00	0.00	0.00
其他	(54.34)	(322.08)	0.00	0.00	0.00
营业利润	924.93	1,556.51	1,945.79	2,574.08	3,219.78
营业外收入	0.21	0.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	925.13	1,556.40	1,945.79	2,574.08	3,219.78
所得税	142.27	186.99	291.87	386.11	482.97
净利润	782.86	1,369.41	1,653.92	2,187.97	2,736.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	782.86	1,369.41	1,653.92	2,187.97	2,736.81
每股收益(元)	11.74	20.54	24.81	32.82	41.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	37.81%	7.74%	34.59%	30.96%	24.04%
营业利润	142.16%	68.28%	25.01%	32.29%	25.08%
归属于母公司净利润	154.52%	74.92%	20.78%	32.29%	25.08%
获利能力					
毛利率	36.12%	51.32%	53.27%	54.39%	54.71%
净利率	18.62%	30.23%	27.12%	27.40%	27.63%
ROE	52.73%	19.25%	19.17%	20.74%	21.04%
ROIC	368.50%	479.71%	2709.23%	351.01%	1205.86%
偿债能力					
资产负债率	24.38%	9.35%	8.21%	7.39%	8.18%
净负债率	-16.69%	-20.02%	-79.99%	-85.19%	-81.02%
流动比率	3.82	8.40	11.40	12.62	11.36
速动比率	3.20	7.87	11.01	11.89	10.81
营运能力					
应收账款周转率	14.28	26.11	12.80	16.09	16.80
存货周转率	14.64	13.37	17.87	17.54	15.90
总资产周转率	2.60	0.92	0.71	0.77	0.78
每股指标(元)					
每股收益	11.74	20.54	24.81	32.82	41.05
每股经营现金流	11.33	22.77	33.09	36.21	28.13
每股净资产	22.27	106.71	129.40	158.27	195.08
估值比率					
市盈率	95.38	54.52	45.14	34.13	27.28
市净率	50.29	10.50	8.66	7.08	5.74
EV/EBITDA	0.00	34.02	33.87	24.79	19.44
EV/EBIT	0.00	34.80	34.66	25.07	19.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com