

科沃斯 (603486)

证券研究报告

2018年10月29日

国内外渠道扩张成效显著，积极投入备货双十一黑五

事件：公司发布三季报，前三季度实现收入 37.51 亿元，同比增长 28.2%，实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 33.85%；对应 Q3 单季度实现收入 12.28 亿元，同比增长 27.95%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 49.43%。

渠道扩张成效显著，服务机器人维持高速增长：公司服务机器人收入维持 45.8% 的较高增速，我们预计清洁类小家电收入增速有所下降，带来整体收入增速放缓。服务机器人收入中，我们预计国内收入维持 40% 左右增速，国外收入维持 100% 以上增速。随着四季度国内双十一等节日、国外黑五、圣诞节等节日的来临，我们预计服务机器人收入有望维持较高增速。根据天猫商城数据，由于行业竞争加剧，科沃斯扫地机器人 Q3 销量和均价同比分别增长 -7% 和 2%，预计线上的京东、苏宁等多渠道扩张以及线下加速布局贡献主要收入增长。

产品结构持续提升拉动毛利率上涨：公司 Q3 毛利率和净利率分别同比 +1.07pct 和 +0.93pct。随着毛利率较高的自主服务机器人业务占比持续提升、以及其中的规划类服务机器人占比提升带来产品结构提升，带来整体毛利率上行。公司 Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +4.26pct/-0.55pct/+0.51pct/-4.34pct，一方面，预计公司今年大力扩张线下渠道带来销售费用提升，另一方面，由于 TEK 为零基础新建品牌，TEK 品牌清洁类小家电市场扩展的品牌投入带来销售费用率的大幅提升。

海外渠道扩张，积极投入备货双十一、黑五：截至 18Q3 末，公司货币资金+交易性金融资产+其他流动资产共计 10.84 亿元，较 18H1 减少 3.0 亿元，预计主要是为 Q4 双十一、海外节日备货和营销投入所致；公司存货 14.67 亿元，较 18H1 增加 5.07 亿元，预付款项 1.25 亿元，较 18H1 增加 0.37 亿元，均主要为国内外 Q4 旺季备货、营销推广投入所致，且公司在美国新增 costco 等销售渠道，带来备货需求增加，此外，清洁类小家电海外客户在中美贸易摩擦背景下提前备货同样为存货增加的主要原因；应付票据及应付账款 14.37 亿元，较 18H1 增加 1.4 亿元，主要为生产规模的扩大使供应商到期结算应付款项增加。

投资建议：公司为扫地机器人龙头品牌，一方面依靠研发及营销优势有望维持国内龙头地位，另一方面大力发展海外市场，西欧等为蓝海市场，有望成为公司的重要增长点，且公司在美国市场大力扩张、有望取得较高增长。长期看，公司进一步向人工智能领域进军，具有较大增长潜力。根据 Q3 收入及净利润增速，我们小幅调整盈利预测，预计公司 18-20 年收入同比分别增长 29.6%、30.8%、29.5%，净利润同比分别增长 34.47%、35.42%、36.04%（前次为 30.5%、34.9%、32.9%），对应 EPS 分别 1.26、1.71、2.33 元/股，当前股价分别对应 30.91x、22.83x、16.78xPE，维持增持评级。

风险提示：出口业务不达预期风险，竞争加剧风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,276.75	4,551.03	5,896.28	7,712.57	9,987.85
增长率(%)	21.59	38.89	29.56	30.80	29.50
EBITDA(百万元)	124.55	556.54	679.69	1,166.46	1,560.27
净利润(百万元)	51.01	375.66	505.15	684.10	930.64
增长率(%)	(71.47)	636.48	34.47	35.42	36.04
EPS(元/股)	0.13	0.94	1.26	1.71	2.33
市盈率(P/E)	306.15	41.57	30.91	22.83	16.78
市净率(P/B)	17.76	12.43	8.67	6.28	4.57
市销率(P/S)	4.77	3.43	2.65	2.02	1.56
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.01	11.80	8.20

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	39.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	400.10
流通 A 股股本(百万股)	40.10
A 股总市值(百万元)	15,615.90
流通 A 股市值(百万元)	1,565.10
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	45.12
一年内最高/最低(元)	82.26/24.02

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	caiwenjuan@tfzq.com
马王杰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001	mawangjie@tfzq.com
罗岸阳	联系人
luoanyang@tfzq.com	
谢丽媛	联系人
xieliyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《科沃斯-首次覆盖报告:服务机器人增速维持，产品结构变化提升应收周转率》 2018-08-23
- 《科沃斯-新股报告:深度二：中短期增长看海外》 2018-05-28

事件

公司发布三季报，前三季度实现收入 37.51 亿元，同比增长 28.2%，实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 33.85%；对应 Q3 单季度实现收入 12.28 亿元，同比增长 27.95%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 49.43%。

渠道扩张成效显著，服务机器人维持高增速

公司服务机器人收入维持 45.8%的较高增速，我们预计清洁类小家电收入增速有所下降，带来整体收入增速放缓。服务机器人收入中，我们预计国内收入维持 40%左右增速，国外收入维持 100%以上增速。随着四季度国内双十一等节日、国外黑五、圣诞节等节日的来临，我们预计服务机器人收入有望维持较高增速。根据天猫商城数据，由于行业竞争加剧，科沃斯扫地机器人 Q3 销量和均价同比分别增长-7%和 2%，预计线上的京东、苏宁等多渠道扩张以及线下加速布局贡献主要收入增长。

产品结构持续提升拉动毛利率上涨

公司 Q3 毛利率和净利率分别同比+1.07pct 和+0.93pct。随着毛利率较高的自主服务机器人业务占比持续提升、以及其中的规划类服务机器人占比提升带来产品结构提升，带来整体毛利率上行。公司 Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+4.26pct/-0.55pct/+0.51pct/-4.34pct，一方面，预计公司今年大力扩张线下渠道带来销售费用提升，另一方面，由于 TEK 为零基础新建品牌，TEK 品牌清洁类小家电市场扩展的品牌投入带来销售费用率的大幅提升；规模效应致管理费用率下降，经营效率提升；公司研发投入持续增加，有望进一步提升产品力；汇率波动带来财务费用率大幅下降。

海外渠道扩张，积极投入备货双十一、黑五

截至 18Q3 末，公司货币资金+交易性金融资产+其他流动资产共计 10.84 亿元，较 18H1 减少 3.0 亿元，预计主要是为 Q4 双十一、海外节日备货和营销投入所致；公司存货 14.67 亿元，较 18H1 增加 5.07 亿元，预付款项 1.25 亿元，较 18H1 增加 0.37 亿元，均主要为国内外 Q4 旺季备货、营销推广投入所致，且公司在美国新增 costco 等销售渠道，带来备货需求增加，此外，清洁类小家电海外客户在中美贸易摩擦背景下提前备货同样为存货增加的主要原因；应付票据及应付账款 14.37 亿元，较 18H1 增加 1.4 亿元，主要为生产规模的扩大使供应商到期结算应付款项增加。公司 Q3 销售商品、提供劳务收到现金 14.14 亿元，与收入金额基本相符。公司存货和应收账款周转天数较 18H1 分别+30.28 天和+2.43 天，存货大幅增加致周转率下降。

投资建议

公司为扫地机器人龙头品牌，一方面依靠研发及营销优势有望维持国内龙头地位，另一方面大力发展海外市场，西欧等为蓝海市场，有望成为公司的重要增长点，且公司在美国市场大力扩张、有望取得较高增长。长期看，公司进一步向人工智能领域进军，具有较大增长潜力。根据 Q3 收入及净利润增速情况，我们小幅调整盈利预测，预计公司 18-20 年收入同比分别增长 29.6%、30.8%、29.5%，净利润同比分别增长 34.47%、35.42%、36.04%（前次为 30.5%、34.9%、32.9%），对应 EPS 分别 1.26、1.71、2.33 元/股，当前股价分别对应 30.91x、22.83x、16.78xPE，维持增持评级。

风险提示：出口业务不达预期风险，竞争加剧风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	318.77	720.99	1,289.06	1,813.97	2,785.53
应收账款	510.17	593.40	684.13	986.93	1,177.10
预付账款	99.37	42.34	136.42	89.54	198.73
存货	581.75	632.12	965.74	1,054.04	1,522.71
其他	65.73	96.80	71.22	121.04	101.59
流动资产合计	1,575.79	2,085.65	3,146.56	4,065.52	5,785.66
长期股权投资	28.58	102.44	102.44	102.44	102.44
固定资产	393.99	365.81	369.34	392.76	415.11
在建工程	0.38	1.14	36.68	70.01	72.01
无形资产	82.38	85.24	81.06	76.88	72.70
其他	54.68	60.98	49.81	48.45	48.45
非流动资产合计	560.01	615.61	639.34	690.55	710.71
资产总计	2,135.79	2,701.26	3,785.91	4,756.07	6,496.38
短期借款	0.00	9.15	0.00	0.00	0.00
应付账款	859.81	1,011.71	1,349.17	1,635.11	2,172.12
其他	385.46	409.32	619.89	620.17	893.03
流动负债合计	1,245.27	1,430.17	1,969.06	2,255.28	3,065.15
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	2.38	7.32	7.32	7.32	7.32
非流动负债合计	2.38	7.32	7.32	7.32	7.32
负债合计	1,247.65	1,437.50	1,976.39	2,262.60	3,072.47
少数股东权益	8.73	7.86	7.75	7.60	7.39
股本	360.00	360.00	400.10	400.10	400.10
资本公积	383.67	383.67	383.67	383.67	383.67
留存收益	520.86	896.52	1,401.67	2,085.77	3,016.41
其他	(385.12)	(384.29)	(383.67)	(383.67)	(383.67)
股东权益合计	888.14	1,263.76	1,809.52	2,493.47	3,423.90
负债和股东权益总	2,135.79	2,701.26	3,785.91	4,756.07	6,496.38

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	52.86	374.82	505.15	684.10	930.64
折旧摊销	94.31	103.40	25.10	27.43	29.83
财务费用	0.89	0.63	(87.98)	2.00	2.00
投资损失	10.01	(18.60)	0.33	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	112.99	48.77	66.36	(106.47)	61.29
其它	20.72	(23.96)	(8.99)	(0.15)	(0.21)
经营活动现金流	291.77	485.05	499.97	601.91	1,018.56
资本支出	152.67	134.65	60.00	80.00	50.00
长期投资	5.97	73.86	0.00	0.00	0.00
其他	(446.42)	(298.12)	(111.45)	(155.00)	(95.00)
投资活动现金流	(287.78)	(89.62)	(51.45)	(75.00)	(45.00)
债权融资	0.00	9.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	518.37	(32.42)	128.70	(2.00)	(2.00)
其他	(490.93)	32.90	(9.15)	0.00	0.00
筹资活动现金流	27.44	9.63	119.55	(2.00)	(2.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31.43	405.06	568.07	524.91	971.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,276.75	4,551.03	5,896.28	7,712.57	9,987.85
营业成本	2,166.51	2,886.05	3,640.69	4,602.04	5,871.09
营业税金及附加	21.19	39.84	39.24	51.33	66.48
营业费用	519.83	727.01	1,086.84	1,496.24	1,997.57
管理费用	499.12	404.32	437.84	401.05	499.39
财务费用	(26.33)	33.24	(87.98)	2.00	2.00
资产减值损失	27.63	48.60	27.88	27.88	27.88
公允价值变动收益	8.91	2.45	(8.88)	0.00	0.00
投资净收益	(10.01)	18.60	(0.33)	5.00	5.00
其他	2.19	(61.40)	164.29	315.87	411.80
营业利润	67.70	452.32	596.69	811.16	1,106.64
营业外收入	17.00	6.94	11.73	11.73	11.73
营业外支出	1.82	4.41	3.00	3.00	3.00
利润总额	82.88	454.85	605.42	819.89	1,115.37
所得税	30.02	80.03	100.38	135.94	184.94
净利润	52.86	374.82	505.04	683.94	930.44
少数股东损益	1.85	(0.85)	(0.11)	(0.15)	(0.21)
归属于母公司净利润	51.01	375.66	505.15	684.10	930.64
每股收益(元)	0.13	0.94	1.26	1.71	2.33

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.59%	38.89%	29.56%	30.80%	29.50%
营业利润	-67.00%	568.16%	31.92%	35.94%	36.43%
归属于母公司净利润	-71.47%	636.48%	34.47%	35.42%	36.04%
获利能力					
毛利率	33.88%	36.58%	38.25%	40.33%	41.22%
净利率	1.56%	8.25%	8.57%	8.87%	9.32%
ROE	5.80%	29.91%	28.04%	27.52%	27.24%
ROIC	8.80%	81.00%	86.78%	144.72%	147.00%
偿债能力					
资产负债率	58.42%	53.22%	52.20%	47.57%	47.30%
净负债率	90.73%	73.50%	39.09%	27.57%	13.10%
流动比率	1.27	1.46	1.60	1.80	1.89
速动比率	0.80	1.02	1.11	1.34	1.39
营运能力					
应收账款周转率	7.62	8.25	9.23	9.23	9.23
存货周转率	6.20	7.50	7.38	7.64	7.75
总资产周转率	1.70	1.88	1.82	1.81	1.78
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.94	1.26	1.71	2.33
每股经营现金流	0.73	1.21	1.25	1.50	2.55
每股净资产	2.20	3.14	4.50	6.21	8.54
估值比率					
市盈率	306.15	41.57	30.91	22.83	16.78
市净率	17.76	12.43	8.67	6.28	4.57
EV/EBITDA	0.00	0.00	21.01	11.80	8.20
EV/EBIT	0.00	0.00	21.82	12.08	8.36

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