

科沃斯(603486)/家电

业绩承压，期待调整后新突破

——2019 三季度报点评

评级: 买入 (维持)

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

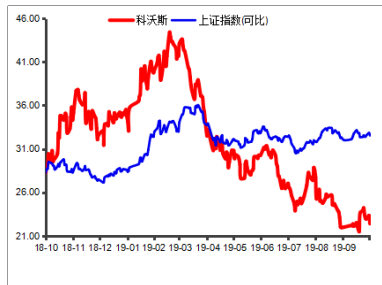
电话: 021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	180
市价(元)	22.40
市值(百万元)	12800
流通市值(百万元)	4065

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司深度:

《科沃斯: 机器人时代, 有备而来探路者》2018.08.01

公司点评:

《科沃斯: 股权激励增强长期发展信心!》2019.08.30

《科沃斯: 抽丝拨茧、还原本真》2018.08.24

《科沃斯: 业绩步入加速期!》2018.10.29

《科沃斯: 是否已是底部、逐季改善?》2019.04.29

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,551	5,694	5,769	6,540	7,667
增长率 yoy%	38.89%	25.11%	1.33%	13.36%	17.22%
净利润	376	485	513	626	773
增长率 yoy%	636.48%	29.13%	5.75%	21.98%	23.50%
每股收益(元)	0.67	0.87	0.92	1.12	1.38
P/E	33.40	25.87	24.46	20.05	16.23
P/B	9.99	5.04	3.97	3.31	2.75

投资要点

本周公司披露三季报: 2019 年前三季度, 收入、归母、扣非 34.4 亿、1.0 亿、0.9 亿, 同比-8.2%、-64.8%、-69.4%。
对应 2019Q3: 收入、归母、扣非 10.2 亿、-0.3 亿、-0.4 亿, 同比-17.2%、-138.0%、-147.2%。

一、收入分析

前三季度公司收入 34.45 亿同比-8.2%, 1Q/2Q/3Q 同比+3.1%/-10.2%/-17.2%。

前三季度公司因国内消费环境疲软扫地机器人市场整体增速放缓、主动收缩高净利代工业务、吸尘器代工订单因前期“抢出口”透支下滑, 三项方面因素导致 Q3 收入同比下滑。

二、利润分析

利润: 前三季度归母 1.01 亿同比-64.8%, Q1/Q2/Q3 同比-23.8%/-46.9%/-138.0%, Q3 利润下滑主要因调整机器人代工业务所导致的利润减少+研发费用与财务费用大幅度增加所致。

扣非: 前三季度扣非净利 0.87 亿同比-69.4%, Q1/Q2/Q3 同比-25.1%/-49.4%/-147.2%。扣非增速慢于归母, 主因非经常性损益较多, 包含政府补助、投资收益等。

毛利率: Q1-3 为 37.23%同比+0.3pct, Q3 为 37.12%, 同比-0.6pct。

研发费用率: Q1-3 为 5.68%, 同比+1.7pct, Q3 为 6.92%, 同比+2.0pct, 主要系公司进一步加大在服务机器人领域研发投入, 持续引进高层次研发人才所致。

销售费用率: Q1-3 为 20.91%, 同比+3.1pct, Q3 为 27.69%, 同比+6.6pct, 主要为公司为拓展自主品牌海外业务以及国内对添可的品牌培育, 引进销售人才所致。

管理费用率: Q1-3 为 6.73%, 同比+1.0pct, Q3 为 7.73%, 同比+1.9pct。

财务费用率: Q1-3 为-0.36%同比+1pct, Q3 为-1.93%, 同比+1.1pct, 主要系汇兑收益减少和现金折扣增加所致。

净利率: Q1-3 为 2.94%, 同比-4.7pct, Q3 为-2.98%, 同比-9.5pct。

公司聚焦自主品牌, 产品结构处于持续优化通道带动毛利提升, 同时费用投放有所增加, 引入高层次人才加大自有品牌销售和研发投入影响净利率。

■ 三、现金流分析

存货: 存货 12.8 亿, 比年初增加 9%, 主要为提前备货应对国内“双 11”集中出货, 预计四季度海外需求高增所做提前布局。

应收款: 应收账款 6.71 亿同比-4.3%, 周转率与去年持平。

现金流: 经营现金流净额 0.5 亿同比+89%, 主要为本期消耗上期期末存货, 控制本期库存, 购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

本期消耗上期期末存货, 控制本期库存, 购买商品、接受劳务支付的现金减少导致经营现金流大幅增加。

■ 四、战略展望

产品战略:

自 18 年起公司持续布局前瞻技术, 加大对下一代机器视觉和人工智能服务机器人软硬件技术投入, 构建完善基于科沃斯云的 IoT 和机器人生态系统, 巩固核心竞争力。

品牌战略:

公司战略聚焦自主品牌服务机器人与添可品牌智能清洁小家电, 预计自主品牌占收入比重将持续提升。

渠道战略:

在国内外市场建立由线上渠道(包括线上 B2C、电商平台入仓、线上分销商)和线下渠道(主要为线下零售)组成的多元化销售体系。

全球布局:

公司深化国际化战略, 去年 Q3 在德国 IFA 发布创新成果 AIVI(人工智能和视觉解读); Q4 在美国 Best Buy、Costco、Target 开启线下合作, 在香港成立亚太区销售总部; 成立全球电子网络直销中心, 从立足欧洲到发展美国, 再到激发亚太潜力, 确保长期成长。

短期, 战略调整影响业绩, 长期, 我们仍看好公司全球化版图中自主品牌的长远发展; 展望全年, 我们认为公司核心业务—品牌机器人有望实现双位数增长, 全球份额持续提升。

■ 五、投资&风险建议:

公司作为扫地机器人行业龙头, 全球市场成长空间广阔。当前公司处战略调整期, 且受国内消费环境影响增速有所放缓; 公司适时推出股权激励方案, 增强长期发展信心。对全年盈利预测, 预计 2019-2021 年业绩增速 6%、22%、23%, 当前股价对应 PE27x、23x、18x。基于公司低渗透率+技术进步+全球布局的长期空间, 维持“买入”评级。

风险提示 国内市场失速风险、海外拓展不力风险、竞争格局恶化风险

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,551	5,694	5,769	6,540	7,667
增长率	38.9%	25.1%	1.3%	13.4%	17.2%
营业成本	-2,886	-3,539	-3,577	-4,042	-4,723
% 销售收入	63.4%	62.2%	62.0%	61.8%	61.6%
毛利	1,665	2,155	2,192	2,498	2,944
% 销售收入	36.6%	37.8%	38.0%	38.2%	38.4%
营业税金及附加	-40	-31	-32	-36	-42
% 销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-727	-1,072	-1,096	-1,223	-1,418
% 销售收入	16.0%	18.8%	19.0%	18.7%	18.5%
管理费用	-404	-294	-363	-399	-460
% 销售收入	8.9%	5.2%	6.3%	6.1%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	494	758	701	841	1,024
% 销售收入	10.9%	13.3%	12.2%	12.9%	13.4%
财务费用	-33	28	-58	-65	-77
% 销售收入	0.7%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	49	45	40	40	40
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资收益	19	-13	-15	-15	-15
% 税前利润	3.5%	—	—	—	—
营业利润	530	817	668	800	972
营业利润率	11.7%	14.4%	11.6%	12.2%	12.7%
营业外收支	3	16	11	11	11
税前利润	533	834	680	811	983
利润率	11.7%	14.6%	11.8%	12.4%	12.8%
所得税	-80	-77	-82	-100	-124
所得税率	15.0%	9.2%	12.1%	12.3%	12.6%
净利润	375	485	517	631	780
少数股东损益	-1	0	5	6	7
归属于母公司的净利润	376	485	513	626	773
净利率	8.3%	8.5%	8.9%	9.6%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	375	485	517	631	780
加: 折旧和摊销	103	94	81	83	86
资产减值准备	49	45	0	0	0
公允价值变动损失	-2	0	0	0	0
财务费用	1	3	58	65	77
投资收益	-19	13	15	15	15
少数股东损益	-1	0	5	6	7
营运资金的变动	49	-640	1,008	-1,041	979
经营活动现金净流	485	15	1,679	-246	1,936
固定资本投资	27	-172	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-90	-354	-78	-78	-68
股利分配	0	0	0	0	0
其他	10	774	52	-65	-77
筹资活动现金净流	10	774	52	-65	-77
现金净流量	405	436	1,653	-389	1,792

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	721	1,143	2,796	2,407	4,199
应收款项	646	924	617	1,130	918
存货	632	1,175	517	1,395	839
其他流动资产	87	118	171	144	209
流动资产	2,086	3,360	4,101	5,077	6,165
% 总资产	77.2%	79.9%	83.3%	86.4%	89.0%
长期投资	113	148	148	148	148
固定资产	366	413	367	318	268
% 总资产	13.5%	9.8%	7.5%	5.4%	3.9%
无形资产	85	88	85	83	80
非流动资产	616	848	820	798	765
% 总资产	22.8%	20.1%	16.7%	13.6%	11.0%
资产总计	2,701	4,208	4,921	5,875	6,930
短期借款	9	54	0	0	0
应付款项	1,285	1,526	1,612	1,934	2,210
其他流动负债	136	119	119	119	119
流动负债	1,430	1,699	1,731	2,054	2,329
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	12	12	12	12
负债	1,437	1,711	1,743	2,066	2,342
普通股股东权益	1,256	2,488	3,165	3,791	4,563
少数股东权益	8	9	13	19	25
负债股东权益合计	2,701	4,208	4,921	5,875	6,930

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.67	0.87	0.92	1.12	1.38
每股净资产 (元)	2.24	4.44	5.65	6.77	8.15
每股经营现金净流 (元)	0.87	0.03	3.00	-0.44	3.46
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	29.91%	19.49%	16.21%	16.51%	16.93%
总资产收益率	13.88%	11.53%	10.52%	10.74%	11.25%
投入资本收益率	81.00%	91.43%	42.17%	221.60%	63.02%
增长率					
营业总收入增长率	38.89%	25.11%	1.33%	13.36%	17.22%
EBIT增长率	1027.24%	50.22%	-7.75%	21.59%	23.31%
净利润增长率	636.48%	29.13%	5.75%	21.98%	23.50%
总资产增长率	26.48%	55.78%	16.95%	19.38%	17.96%
资产管理能力					
应收账款周转天数	43.6	47.4	46.1	46.1	46.1
存货周转天数	48.0	57.1	52.8	52.6	52.4
应付账款周转天数	106.5	103.6	109.8	109.8	109.8
固定资产周转天数	30.1	24.6	24.3	18.9	13.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-89.70%	-109.83%	-75.75%	-110.23%	#REF!
EBIT利息保障倍数	14.0	-25.2	11.2	12.0	12.6
资产负债率	53.22%	40.66%	35.43%	35.17%	33.79%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。