

证券研究报告

公司研究

点评报告

科沃斯 (603486.SH)

投资评级

上次评级

罗岸阳 家电行业首席分析师
执业编号: S1500520070002
联系电话: +86 13656717902
邮箱: luoanyang@cindasc.com

相关研究:

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

Q1 经营平稳，股权激励落地锚定增长目标

2023年05月03日

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报 2022 年公司实现营业收入 153.25 亿元，同比+17.11%；实现归母净利润 16.98 亿元，同比-15.51%。拟每 10 股派发现金红利 9 元，分红率为 30.33%，股息率为 1.3%。23 年 Q1 公司实现营业收入 32.36 亿元，同比+1.09%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比-23.01%。

➤ **Q1 营收增速放缓，洗地机继续贡献增量。** 22 年公司在外部环境持续变化的背景下经营实现平稳收官，Q4 单季度营收为 52.00 亿元，同比+7.40%，实现归母净利润 5.76 亿元，同比-15.24%。

分业务板块来看，22 年科沃斯品牌服务机器人收入为 77.98 亿元，同比+16.21%，添可品牌智能生活电器收入为 69.09 亿元，同比+34.50%，两大自有品牌收入合计占公司整体比重达到 95.97%，OEM/ODM 业务规模及比重则进一步降低。分地区来看，22 年境内/境外收入分别为 101.39/51.86 亿元，同比+21.16%/+9.92%。分销售模式来看，22 年线上/线下收入分别为 98.25/55.00 亿元，同比+12.93%/+25.38%。总结而言，国内市场、线下渠道的规模扩张为公司 22 年营收增长贡献主要拉力。截止 22 年末，科沃斯/添可品牌国内线下网点分别为 1600+/785 家，国内线下销售收入分别同比+77.5%/106.2%。

23 年 Q1 公司营收增速有所放缓。我们认为主要原因为：1) 海外欧美主要市场经济周期回落，智能扫地机及清洁电器作为可选消费品需求随之被压制。2) 国内消费环境复苏较缓，扫地机行业增长出现瓶颈，科沃斯品牌线上零售额同比-21.08%；洗地机贡献可观增量，但均价有所下降，添可品牌线上零售额同比+11.85%。

Q1 通常为行业销售淡季，后续随着出口基数降低，海内外消费环境改善，以及随着公司通过价格组合降低均价、推动主要品类量增的战略取得进一步成效，我们预计收入端增速压力有望得到缓解。

➤ **毛利率同比提升，销售费用率持续高位。** 2022 全年毛利率为 51.61%，同比+0.20pct；净利率为 11.10%，同比-4.29pct。分品类来看，服务机器人（主要科沃斯）/智能生活电器（主要添可）毛利率分别为 44.89%/59.43%，同比-4.88/+4.50pct；分地区来看，境内/境外毛利率分别为 55.18%/44.65%，同比-0.83/+1.41pct；分销售模式来看，线上/线下毛利率分别为 56.76%/42.42%，同比-0.56/+2.75pct。Q4 单季度毛利率为 55.26%，同比+0.58pct；净利率为 11.08%，同比-2.96pct。

22 年公司整体毛利率较为平稳，而净利率则由于销售费用投放大幅提升而有所下降，22 全年销售、管理、研发费用率分别为 30.16%、4.21%、4.86%，分别同比+5.43、+0.20、+0.66pct；Q4 单季度销售、管理、研发费用率分别为 34.07%、3.11%、3.90%，分别同比+6.31、-0.27、-0.61pct。

23年Q1公司整体毛利率为50.67%，同比+1.14pct；净利率为10.08%，同比-3.18pct。费用率方面，23年Q1销售、管理、研发费用率分别为29.32%、4.65%、5.79%，分别同比+4.58、-0.24、+0.70pct。一季度市场需求相对平淡，公司现有品类推新及割草机器人等新品类上市导致销售费用上升。

- **存货同比增加，应收账款周转率有所下降。**1) 截至23年Q1公司现金+其他流动资产合计46.13亿元，同比+14.41%；应收票据和账款合计14.14亿元，同比+9.36%；公司存货为29.80亿元，同比+29.90%；应付票据和账款合计27.10亿元，同比+24.60%。2) 从周转情况来看，公司23年Q1期末存货周转天数同比+34.72天，应收账款周转天数同比+3.56天，两项周转能力有所下降。3) 22年公司经营性现金流净额为17.27亿元，同比-1.71%；23年Q1经营性现金流净额为0.17亿，同比-92.06%，主要由于Q1新品上市投入相关研发、市场及销售费用增加所致。
- **新一轮股权激励落地，锚定长期成长目标。**公司发布2023年股权激励计划草案，拟向公司部分董事、高管、中层管理人员、核心技术（业务）人员及其他骨干员工授予权益3899.96万股，包含3307.54万份股票期权及592.42万股限制性股票。股票期权授予价格为62.72元/份，限制性股票授予价格为39.23元/股。本次股权激励计划设置的公司层面考核条件有两项，经我们折算为：1. 科沃斯及添可品牌23-26年每年各自收入增速不低于15%；2. 上市公司23-26年净利润增速分别不低于10/12/15/15%。我们认为股权激励计划将充分调动各层人员积极性，为公司长期成长锚定目标。
- **盈利预测：**我们预计公司23-25年营业收入分别为176.96/206.19/237.47亿元，分别同比+15.5%/+16.5%/+15.2%；归母净利润18.83/21.85/25.32亿元，分别同比+10.8%/+16.0%/+15.9%，对应PE为21.13/18.21/15.71倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、海内外需求复苏不及预期、新品研发不及预期、单一品类收入依赖性较高、行业竞争加剧、汇率波动等。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 13,086 | 15,325 | 17,696 | 20,619 | 23,747 |
| 增长率 YoY % | 80.9% | 17.1% | 15.5% | 16.5% | 15.2% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2,010 | 1,698 | 1,883 | 2,185 | 2,532 |
| 增长率 YoY% | 213.5% | -15.5% | 10.8% | 16.0% | 15.9% |
| 毛利率% | 51.4% | 51.6% | 51.7% | 51.5% | 51.4% |
| 净资产收益率ROE% | 39.5% | 26.4% | 23.5% | 23.3% | 23.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 3.59 | 3.02 | 3.29 | 3.82 | 4.42 |
| 市盈率 P/E(倍) | 19.36 | 23.01 | 21.13 | 18.21 | 15.71 |
| 市净率 P/B(倍) | 7.80 | 6.20 | 4.97 | 4.25 | 3.67 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月28日收盘价

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 9,066 | 11,126 | 13,329 | 15,459 | 17,840 |
| 货币资金 | 3,577 | 3,991 | 5,548 | 6,608 | 7,890 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 1,784 | 1,953 | 2,293 | 2,654 | 3,067 |
| 预付账款 | 196 | 340 | 349 | 425 | 484 |
| 存货 | 2,417 | 2,906 | 3,214 | 3,793 | 4,387 |
| 其他 | 1,091 | 1,935 | 1,925 | 1,978 | 2,012 |
| 非流动资产 | 1,654 | 2,183 | 2,380 | 2,593 | 2,763 |
| 长期股权投资 | 152 | 144 | 133 | 122 | 111 |
| 固定资产 | 819 | 933 | 1,034 | 1,147 | 1,234 |
| 无形资产 | 88 | 158 | 206 | 261 | 313 |
| 其他 | 594 | 947 | 1,007 | 1,064 | 1,105 |
| 资产总计 | 10,720 | 13,310 | 15,709 | 18,052 | 20,603 |
| 流动负债 | 4,649 | 5,805 | 6,627 | 7,612 | 8,677 |
| 短期借款 | 40 | 540 | 540 | 540 | 540 |
| 应付票据 | 255 | 334 | 371 | 439 | 505 |
| 应付账款 | 2,465 | 3,058 | 3,452 | 4,069 | 4,684 |
| 其他 | 1,889 | 1,873 | 2,264 | 2,563 | 2,948 |
| 非流动负债 | 964 | 1,074 | 1,074 | 1,074 | 1,074 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 964 | 1,074 | 1,074 | 1,074 | 1,074 |
| 负债合计 | 5,614 | 6,879 | 7,702 | 8,687 | 9,751 |
| 少数股东权益 | 12 | 1 | 5 | 8 | 12 |
| 归属母公司股东权益 | 5,094 | 6,429 | 8,003 | 9,358 | 10,840 |
| 负债和股东权益 | 10,720 | 13,310 | 15,709 | 18,052 | 20,603 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 13,086 | 15,325 | 17,696 | 20,619 | 23,747 |
| 同比 | 80.9% | 17.1% | 15.5% | 16.5% | 15.2% |
| 归属母公司净利润 | 2,010 | 1,698 | 1,883 | 2,185 | 2,532 |
| 同比 | 213.5% | -15.5% | 10.8% | 16.0% | 15.9% |
| 毛利率(%) | 51.4% | 51.6% | 51.7% | 51.5% | 51.4% |
| ROE% | 39.5% | 26.4% | 23.5% | 23.3% | 23.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 3.59 | 3.02 | 3.29 | 3.82 | 4.42 |
| P/E | 19.36 | 23.01 | 21.13 | 18.21 | 15.71 |
| P/B | 7.80 | 6.20 | 4.97 | 4.25 | 3.67 |
| EV/EBITDA | 15.35 | 19.44 | 15.45 | 13.17 | 11.06 |

| 利润表 | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 13,086 | 15,325 | 17,696 | 20,619 | 23,747 |
| 营业成本 | 6,359 | 7,415 | 8,542 | 10,000 | 11,538 |
| 营业税金及附加 | 72 | 89 | 106 | 124 | 142 |
| 销售费用 | 3,237 | 4,623 | 5,309 | 6,190 | 7,129 |
| 管理费用 | 525 | 645 | 743 | 887 | 1,021 |
| 研发费用 | 549 | 744 | 885 | 1,031 | 1,164 |
| 财务费用 | 75 | -110 | 17 | 2 | -9 |
| 减值损失合 | -174 | -125 | -100 | -100 | -100 |
| 投资净收益 | 12 | -22 | 18 | 21 | 24 |
| 其他 | 148 | 45 | 56 | 67 | 80 |
| 营业利润 | 2,256 | 1,817 | 2,067 | 2,374 | 2,765 |
| 营业外收支 | -3 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,253 | 1,827 | 2,067 | 2,374 | 2,765 |
| 所得税 | 239 | 126 | 181 | 186 | 230 |
| 净利润 | 2,014 | 1,700 | 1,886 | 2,188 | 2,536 |
| 少数股东损 | 3 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 归属母公司 | 2,010 | 1,698 | 1,883 | 2,185 | 2,532 |
| EBITDA | 2,421 | 1,926 | 2,317 | 2,639 | 3,027 |
| EPS(当年)(元) | 3.59 | 3.02 | 3.29 | 3.82 | 4.42 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,757 | 1,727 | 2,308 | 2,391 | 2,809 |
| 净利润 | 2,014 | 1,700 | 1,886 | 2,188 | 2,536 |
| 折旧摊销 | 176 | 234 | 206 | 251 | 274 |
| 财务费用 | 7 | 56 | 57 | 57 | 57 |
| 投资损失 | -12 | 22 | -18 | -21 | -24 |
| 营运资金变 | -453 | -449 | 61 | -199 | -149 |
| 其它 | 26 | 163 | 115 | 115 | 115 |
| 投资活动现金流 | -1,211 | -1,297 | -385 | -444 | -420 |
| 资本支出 | -376 | -676 | -414 | -475 | -455 |
| 长期投资 | -122 | 0 | 12 | 10 | 11 |
| 其他 | -713 | -621 | 18 | 21 | 24 |
| 筹资活动现金流 | 1,113 | -151 | -366 | -887 | -1,107 |
| 吸收投资 | 457 | 70 | 322 | 0 | 0 |
| 借款 | 1,208 | 880 | 0 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -291 | -643 | -688 | -887 | -1,107 |
| 现金流净增加额 | 1,611 | 415 | 1,557 | 1,060 | 1,282 |

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|------|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | " |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙瞳 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。