

双品牌协同增长，短期盈利承压

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 153.2 亿元, 同比增长 17.1%; 归母净利润 17 亿元, 同比下降 15.5%。单季度来看, Q4 公司实现营收 52 亿元, 同比增长 7.4%; 归母净利润 5.8 亿元, 同比下降 15.2%。2023Q1 公司实现营收 32.4 亿元, 同比增长 1.1%; 归母净利润 3.3 亿元, 同比下降 23%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 9 元, 现金分红金额 5.2 亿元, 分红率为 30.3%。
- **双品牌协同发力, 产品结构持续优化。** 报告期内, 公司以多价格段布局, 推动两大自有品牌高速增长。其中扫地机品牌科沃斯实现收入 78 亿元, 同比增长 16.2%。2022 年扫地机行业向自清洁、全能基站方向发力, 带动高价格段产品增长。公司科沃斯品牌针对自清洁功能, 推出 T10 系列扫地机器人, 引领产品功能迭代, 市场份额进一步提升。2022 年公司自清洁产品出货量 137 万台, 同比增长 118.2%。洗地机品牌添可实现收入 69.1 亿元, 同比增长 34.5%。洗地机方面, 行业仍处于快速增长期, 渗透率仅为 1%。公司添可品牌推出新一代洗地机芙万 3.0 及全能基站芙万 Station 产品, 同时下调芙万 2.0 价格, 实现多价格段覆盖。2022 年添可芙万洗地机出货量 257 万台, 同比增长 52.1%。新品类方面, 公司科沃斯品牌推出商用清洁机器人和家用户外割草机器人系列产品, 添可品牌推出食万 3.0 和 3.0 Pro 料理机新品, 业务边界不断拓展。
- **海外迎来新机遇。** 报告期内, 在欧美主要国家消费疲弱的背景下, 公司在日本和亚太新兴市场取得了显著发展, 推动海外收入增长。2022 年公司海外业务实现收入 51.9 亿元, 同比增长 9.9%。其中科沃斯品牌海外业务收入同比增长 20.2%, 添可品牌海外收入同比增长 34%。未来随着公司海外渠道建设的进一步完善, 预期公司海外自主品牌收入有望进一步增长。
- **强化渠道建设, 费用投放加码。** 报告期内, 公司综合毛利率为 51.6%, 同比提升 0.2pp。费用率方面, 公司销售费用率为 30.2%, 同比提升 5.4pp, 主要系线下渠道建设投入增加; 管理费用率为 9.1%, 同比提升 0.9pp; 财务费用率为 -0.7%, 同比减少 1.3pp。综合来看, 公司净利率为 11.1%, 同比减少 4.3pp。
- **Q1 盈利短期承压。** 2023Q1 公司营收保持小幅增长, 业绩同比有所下滑。盈利端来看, 公司综合毛利率 50.7%, 同比提升 1.1pp; 销售费用率 29.3%, 同比提升 4.6pp; 净利率 10.1%, 同比下降 3.2pp。一方面由于季节及宏观经济影响, 市场消费需求相对平淡; 另一方面公司现有品类推新、割草机器人等新品类上市推广导致销售费用上升。随着公司新品类在国内外市场的落地, 销量逐步释放, 期待公司有新的营收增长点。
- **发力线下渠道建设。** 公司积极开拓线下渠道, 科沃斯品牌重点开拓一、二线市场的中、高端 Shopping Mall, 科沃斯品牌 Mall 门店数已达 137 家; 添可品牌着力建设高质量旗舰店和中高档社区城市展厅。同时, 公司将渠道延伸到前家装领域, 通过“多场景、多环境”展陈模式, 聚焦品牌旗舰店建设, 促进销售转化。代理商方面, 公司通过优化代理商结构、直营转代理等举措, 提升代理模式重要性; 科沃斯品牌代理商平均规模超过 2000 万元。截止 2022 年底, 科

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 夏勤
执业证号: S1250522080003
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.72
流通 A 股(亿股)	5.65
52 周内股价区间(元)	58.3-124.45
总市值(亿元)	397.82
总资产(亿元)	106.57
每股净资产(元)	9.59

相关研究

1. 科沃斯(603486): 营收延续增长, 静待盈利改善 (2022-11-01)
2. 科沃斯(603486): 深化渠道布局, 短期盈利承压 (2022-08-29)

沃斯品牌线下销售网点超 1600 家，线下销售收入 11.7 亿元，同比增长 77.5%，占比达 21.9%；添可品牌线下销售网点 785 家，线下销售收入 15.3 亿元，同比增长 106.2%，占比达 32.3%。



- **股权激励焕发员工活力。**公司发布新的股权激励方案，计划面向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）骨干等在内的 1272 名激励对象，授予权益总计 3900 万股，约占公司股本总额的 6.8%。本次激励权益分四期解锁，解锁要求（1）2023-2026 年科沃斯品牌收入增速同比不低于 15%，业绩增速同比不低于 10%/12%/15%/15%；（2）添可品牌收入增速不低于 15%，业绩增速不低于 10%/12%/15%/15%。对于一、二类激励对象的考核分别要求完成第一个目标和第二个目标。对于第三类激励对象考核要求完成目标一和目标二，两目标行权系数分别为 50%。新的股权激励方案出台，进一步焕发员工工作活力，彰显公司长期经营的信心。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为清洁电器龙头企业，产品矩阵持续完善，渠道建设逐步加码，随着新品放量增长，预期公司业绩有望逐步重回增长节奏，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.39/3.88/4.51 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，人民币汇率波动风险、新品销售不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15324.76	17646.18	20777.49	24493.01
增长率	17.11%	15.15%	17.74%	17.88%
归属母公司净利润（百万元）	1698.44	1942.89	2223.08	2579.10
增长率	-15.51%	14.39%	14.42%	16.01%
每股收益 EPS（元）	2.97	3.39	3.88	4.51
净资产收益率 ROE	26.44%	25.19%	23.85%	23.02%
PE	23	20	18	15
PB	6.19	5.16	4.26	3.55

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15324.76	17646.18	20777.49	24493.01	净利润	1700.42	1942.89	2224.18	2581.10
营业成本	7415.10	8724.07	10228.51	12007.94	折旧与摊销	203.96	193.42	211.99	220.24
营业税金及附加	88.99	102.47	120.65	142.23	财务费用	-110.40	-6.55	-24.02	-63.19
销售费用	4622.54	5293.85	6337.13	7592.83	资产减值损失	-125.24	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1388.88	1588.16	1869.97	2204.37	经营营运资本变动	-226.17	-347.71	-126.52	-161.61
财务费用	-110.40	-6.55	-24.02	-63.19	其他	284.77	150.91	54.59	38.16
资产减值损失	-125.24	-100.00	-100.00	-100.00	经营活动现金流净额	1727.33	1832.95	2240.21	2514.69
投资收益	-22.39	-20.37	-21.43	-18.35	资本支出	-330.35	-145.00	-145.00	0.00
公允价值变动损益	37.32	55.47	57.97	75.00	其他	-966.36	35.10	36.54	56.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1296.71	-109.90	-108.46	56.65
营业利润	1817.33	2079.28	2381.79	2765.47	短期借款	500.15	-540.29	0.00	0.00
其他非经营损益	9.38	7.91	7.59	7.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1826.71	2087.19	2389.38	2772.81	股权融资	203.26	0.00	0.00	0.00
所得税	126.30	144.31	165.20	191.71	支付股利	-631.31	-533.39	-610.16	-698.15
净利润	1700.42	1942.89	2224.18	2581.10	其他	-223.17	-153.86	24.02	63.19
少数股东损益	1.98	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流净额	-151.07	-1227.54	-586.13	-634.96
归属母公司股东净利润	1698.44	1942.89	2223.08	2579.10	现金流量净额	414.75	495.50	1545.62	1936.39
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3991.33	4486.83	6032.45	7968.84	成长能力				
应收和预付款项	2406.38	2927.43	3373.36	3976.16	销售收入增长率	17.11%	15.15%	17.74%	17.88%
存货	2906.27	3356.63	3954.41	4658.22	营业利润增长率	-19.44%	14.41%	14.55%	16.11%
其他流动资产	1822.18	1747.38	1800.15	1862.77	净利润增长率	-15.55%	14.26%	14.48%	16.05%
长期股权投资	144.25	144.25	144.25	144.25	EBITDA 增长率	-23.06%	18.59%	13.40%	13.73%
投资性房地产	0.27	0.27	0.27	0.27	获利能力				
固定资产和在建工程	1238.06	1197.23	1137.83	940.17	毛利率	51.61%	50.56%	50.77%	50.97%
无形资产和开发支出	158.45	154.05	149.66	130.27	三费率	38.51%	38.96%	39.38%	39.74%
其他非流动资产	642.38	639.19	635.99	632.80	净利率	11.10%	11.01%	10.70%	10.54%
资产总计	13309.57	14653.26	17228.37	20313.74	ROE	26.44%	25.19%	23.85%	23.02%
短期借款	540.29	0.00	0.00	0.00	ROA	12.78%	13.26%	12.91%	12.71%
应付和预收款项	3753.09	4485.90	5209.08	6130.11	ROIC	56.31%	54.81%	55.75%	58.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.47%	12.84%	12.37%	11.93%
其他负债	2585.67	2453.86	2691.77	2973.17	营运能力				
负债合计	6879.06	6939.76	7900.85	9103.28	总资产周转率	1.28	1.26	1.30	1.30
股本	573.50	572.40	572.40	572.40	固定资产周转率	17.49	18.45	21.38	28.30
资本公积	1720.62	1721.72	1721.72	1721.72	应收账款周转率	8.12	7.97	7.84	7.96
留存收益	4420.58	5830.08	7443.00	9323.95	存货周转率	2.71	2.76	2.75	2.76
归属母公司股东权益	6429.48	7712.46	9325.38	11206.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.01%	—	—	—
少数股东权益	1.03	1.03	2.13	4.13	资本结构				
股东权益合计	6430.51	7713.49	9327.52	11210.46	资产负债率	51.69%	47.36%	45.86%	44.81%
负债和股东权益合计	13309.57	14653.26	17228.37	20313.74	带息债务/总负债	21.74%	13.76%	12.09%	10.49%
					流动比率	1.92	2.13	2.22	2.30
					速动比率	1.42	1.56	1.64	1.72
					股利支付率	37.17%	27.45%	27.45%	27.07%
					每股指标				
					每股收益	2.97	3.39	3.88	4.51
					每股净资产	11.23	13.48	16.30	19.59
					每股经营现金	3.02	3.20	3.91	4.39
					每股股利	1.10	0.93	1.07	1.22
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1910.89	2266.15	2569.76	2922.53					
PE	23.42	20.48	17.89	15.42					
PB	6.19	5.16	4.26	3.55					
PS	2.60	2.25	1.91	1.62					
EV/EBITDA	18.49	15.09	12.70	10.51					
股息率	1.59%	1.34%	1.53%	1.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn