



科沃斯 (603486.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩承压，静待基本面修复

业绩简评

2023年8月25日公司披露半年报业绩，上半年实现营收71.4亿元，同比+4.7%；实现归母净利润5.8亿元，同比-33.4%；实现扣非归母净利润5.1亿元，同比-39.9%。其中，Q2实现营收39.1亿元，同比+7.9%；实现归母净利润2.6亿元，同比-43.1%。

经营分析

Q2 收入业绩均低于预期，科沃斯品牌收入增速回正，添可内销降速。分品牌：1H23 科沃斯营收 35 亿元/+0.2% (Q2 同比+8%)；添可营收 33 亿元/+11% (Q2 同比+7%，增速放缓)。分结构：1H23 科沃斯品牌扫地机中自清洁产品收入占比达 80.3%/+16.5pct，出货量达 75 万台/+37.2%，其中全能基站出货量 67 万台/+155.1%，主品牌产品结构进一步升级。分市场：上半年于欧美取得较好发展，1H23 科沃斯海外收入同比+26.5%，占品牌比 34.3%/+7.1pct；添可海外同比+24.2%，占品牌比 30.9%/+3.2pct。分渠道：线上抖音电商增速亮眼，根据国金数字 lab，1H23 公司抖音 GMV+75%；线下积极延展销售网点，进一步提升产品的覆盖面和渗透力，1H23 中国线下销售收入 13.1 亿元/+5.6%，占国内收入 28.6%，截至 1H23，科沃斯品牌/添可品牌国内线下销售网点达到 1665/850 家。

Q2 盈利能力下滑主因产品结构变化以及新产品、新渠道营销费用投放加大。Q2 毛利率为 47.6%/-4.7pct，下降主因①添可：Q2 较高毛利率的线下渠道整顿，发货减少。②科沃斯：新品推出+老品 T10 omni 直接降价，线下较低利润渠道占比提升。③新业务（商用清洁、食万、割草机）推广前期规模效应未完全释放。Q2 公司销售/管理/财务/研发费用率为 34.5%/8.4%/-2.3%/5.2%，同比+5.1pct/-1.4pct/-0.3pct/持平，销售费率上升主因公司在抖音等社交电商及站外渠道投入加大导致市场营销推广费用增加，以及达人直播收入比重增加导致平台服务费等增加所致，管理费用率下降系本期股份支付费用减少所致。综合影响下公司 Q2 净利率为 6.6%/-5.9pct。

清洁电器成长赛道国内渗透率仍较低，国外竞品替代空间广阔，公司具有高效研发创新+全球化布局+自主生产能力，中长期仍看好公司综合产品业务发展，关注八月 3 款旗舰新品首发。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2023-2025 年实现归母净利 14.1/17.3/21.1 亿元，同比-17.1%/+22.6%/+22.1%，公司现价对应 PE 为 27.4/22.4/18.3x，维持“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期；行业竞争加剧；汇率变动风险。

国金证券研究所

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

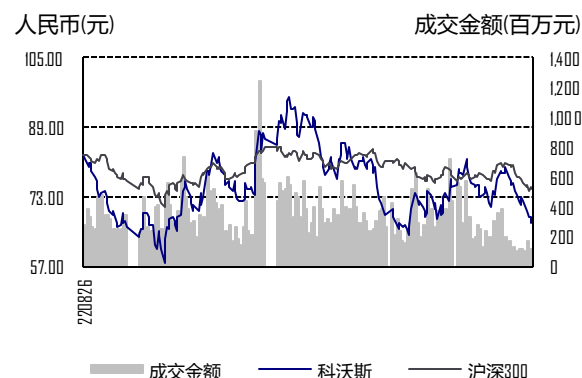
联系人：鲍秋宇

baoqueiyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：66.96 元

相关报告：

- 《扫地机份额环比提振，销售费率高企盈利承压-科沃斯 22Q3 业绩...》，2022.10.30
- 《国内线下布局获效，费率投放影响盈利-科沃斯 22H1 业绩点评》，2022.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,086	15,325	17,146	20,071	23,534
营业收入增长率	80.90%	17.11%	11.88%	17.06%	17.26%
归母净利润(百万元)	2,010	1,698	1,409	1,727	2,108
归母净利润增长率	213.51%	-15.51%	-17.06%	22.58%	22.10%
摊薄每股收益(元)	3.514	2.962	2.442	2.993	3.655
每股经营性现金流净额	3.07	3.01	3.83	5.81	6.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	39.46%	26.42%	18.44%	19.71%	20.81%
P/E	42.95	24.63	27.42	22.37	18.32
P/B	16.95	6.51	5.06	4.41	3.81

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,234	13,086	15,325	17,146	20,071	23,534
增长率		80.9%	17.1%	11.9%	17.1%	17.3%
主营业务成本	-4,134	-6,359	-7,415	-8,778	-10,413	-12,415
%销售收入	57.1%	48.6%	48.4%	51.2%	51.9%	52.8%
毛利	3,100	6,727	7,910	8,368	9,657	11,119
%销售收入	42.9%	51.4%	51.6%	48.8%	48.1%	47.2%
营业税金及附加	-54	-72	-89	-86	-120	-141
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,561	-3,237	-4,623	-5,195	-5,901	-6,660
%销售收入	21.6%	24.7%	30.2%	30.3%	29.4%	28.3%
管理费用	-371	-525	-645	-669	-783	-918
%销售收入	5.1%	4.0%	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%
研发费用	-338	-549	-744	-840	-983	-1,153
%销售收入	4.7%	4.2%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	776	2,344	1,809	1,578	1,870	2,247
%销售收入	10.7%	17.9%	11.8%	9.2%	9.3%	9.5%
财务费用	-63	-75	110	-4	14	72
%销售收入	0.9%	0.6%	-0.7%	0.0%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-106	-189	-224	-65	-4	-10
公允价值变动收益	7	107	37	0	0	0
投资收益	45	12	-22	12	15	15
%税前利润	6.2%	0.5%	n.a	0.7%	0.8%	0.6%
营业利润	728	2,256	1,817	1,576	1,940	2,369
营业利润率	10.1%	17.2%	11.9%	9.2%	9.7%	10.1%
营业外收支	4	-3	9	2	0	0
税前利润	732	2,253	1,827	1,578	1,940	2,369
利润率	10.1%	17.2%	11.9%	9.2%	9.7%	10.1%
所得税	-88	-239	-126	-169	-213	-261
所得税率	12.0%	10.6%	6.9%	10.7%	11.0%	11.0%
净利润	644	2,014	1,700	1,409	1,727	2,108
少数股东损益	3	3	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	641	2,010	1,698	1,409	1,727	2,108
净利率	8.9%	15.4%	11.1%	8.2%	8.6%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	644	2,014	1,700	1,409	1,727	2,108
少数股东损益	3	3	2	0	0	0
非现金支出	235	365	458	894	1,177	1,201
非经营收益	-56	-168	17	114	25	-1
营运资金变动	373	-453	-449	-220	405	228
经营活动现金净流	1,197	1,757	1,727	2,196	3,333	3,537
资本开支	-130	-376	-676	-3,052	-97	-97
投资	-42	-122	0	0	0	0
其他	-27	-713	-621	12	15	15
投资活动现金净流	-200	-1,211	-1,297	-3,041	-82	-82
股权募资	28	457	70	294	0	0
债权募资	-84	970	500	414	-1,002	0
其他	-29	-314	-721	-561	-664	-782
筹资活动现金净流	-84	1,113	-151	147	-1,666	-782
现金净流量	878	1,611	415	-698	1,585	2,673

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,965	3,577	3,991	3,281	4,857	7,524
应收款项	1,405	1,877	2,180	2,010	2,298	2,630
存货	1,285	2,417	2,906	3,182	3,355	3,833
其他流动资产	318	1,195	2,048	2,317	2,361	2,415
流动资产	4,973	9,066	11,126	10,790	12,872	16,402
%总资产	80.7%	84.6%	83.6%	73.5%	81.9%	90.2%
长期投资	253	427	466	466	466	466
固定资产	768	915	1,238	1,761	674	-428
%总资产	12.5%	8.5%	9.3%	12.0%	4.3%	-2.4%
无形资产	93	116	190	248	262	273
非流动资产	1,190	1,654	2,183	3,899	2,843	1,779
%总资产	19.3%	15.4%	16.4%	26.5%	18.1%	9.8%
资产总计	6,162	10,720	13,310	14,689	15,715	18,181
短期借款	109	55	574	1,012	10	10
应付款项	2,362	3,611	4,406	4,299	5,083	6,035
其他流动负债	568	983	825	750	880	1,030
流动负债	3,039	4,649	5,805	6,061	5,973	7,075
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	964	1,074	988	980	973
负债	3,049	5,614	6,879	7,049	6,953	8,049
普通股股东权益	3,101	5,094	6,429	7,639	8,761	10,132
其中：股本	564	572	574	574	574	574
未分配利润	1,500	3,182	4,195	5,111	6,233	7,604
少数股东权益	12	12	1	1	1	1
负债股东权益合计	6,162	10,720	13,310	14,689	15,715	18,181

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.136	3.514	2.962	2.442	2.993	3.655
每股净资产	5.495	8.906	11.211	13.242	15.188	17.564
每股经营现金净流	2.121	3.072	3.012	3.829	5.811	6.167
每股股利	0.000	0.500	1.100	0.860	1.054	1.287
回报率						
净资产收益率	20.68%	39.46%	26.42%	18.44%	19.71%	20.81%
总资产收益率	10.41%	18.75%	12.76%	9.59%	10.99%	11.60%
投入资本收益率	21.15%	34.32%	21.02%	14.66%	17.11%	18.02%
增长率						
主营业务收入增长率	36.17%	80.90%	17.11%	11.88%	17.06%	17.26%
EBIT增长率	387.24%	202.02%	-22.82%	-12.79%	18.52%	20.16%
净利润增长率	431.22%	213.51%	-15.51%	-17.06%	22.58%	22.10%
总资产增长率	42.25%	73.96%	24.16%	10.37%	6.98%	15.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.9	42.9	44.5	40.0	39.0	38.0
存货周转天数	100.9	106.2	131.0	135.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	127.8	123.2	135.9	127.0	127.0	127.0
固定资产周转天数	38.4	22.9	22.2	30.4	5.6	-12.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.63%	-67.45%	-60.83%	-36.18%	-60.96%	-79.04%
EBIT利息保障倍数	12.2	31.4	-16.4	442.2	-135.4	-31.3
资产负债率	49.48%	52.36%	51.69%	47.99%	44.24%	44.27%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-01	买入	121.89	146.00~150.00
2	2022-08-28	买入	83.80	N/A
3	2022-10-30	买入	61.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究