

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

科沃斯 (603486)

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: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

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

科沃斯：Q2 盈利能力承压，期待需求复苏

2023年8月27日

事件：23H1 实现营业收入 71.44 亿元，同比+4.72%；实现归母净利润 5.84 亿元，同比-33.51%；Q2 公司实现营业收入 39.08 亿元，同比+7.92%；实现归母净利润 2.58 亿元，同比-43.10%。

➤ **Q2 收入增速环比改善，添可出货量大幅增长。**Q2 公司实现营业收入 39.08 亿元，同比+7.92%，增速环比 Q1 (+1.09%) 有所改善。分业务来看：

科沃斯：科沃斯品牌服务机器人实现营业收入 35.04 亿元，同比+0.22%，Q2 科沃斯出货量同比增长，自清洁产品出货量达 75 万台，同比+37.2%，其中全能基站型产品出货量达 67 万台，同比+155.1%。擦窗机器人 23H1 营收同比+16.3%。

添可：添可品牌智能生活电器 23H1 实现营收 32.80 亿元，同比+11.08%，占公司营收比例达到 45.91%，同比+2.63pct。从出货端来看，H1 添可芙万系列洗地机产品出货 144 万台，同比+32.5%。

➤ **积极调整战略，欧美市场推动海外收入增长。**23H1 科沃斯和添可品牌海外分别实现收入 12.02/10.13 亿元，分别同比+26.5/+24.2%，国内市场需求较弱，科沃斯和添可品牌收入分别同比-9.59/+6.07%。

➤ **均价下降+费用率提升，Q2 盈利承压。**Q2 公司实现毛利率 47.57%，同比-4.71pct，我们认为公司毛利率下降的主要原因在于产品价格的调整。根据奥维云罗盘数据，科沃斯扫地机器人 Q2 线上线下产品均价分别同比-3/-9%，添可洗地机线上线下产品均价分别同比-15/-10%。

从费用率角度来看，Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+5.07、-1.39、-0.03、-0.28pct，公司加大了对抖音等社交电商站外渠道的营销推广投入，达人直播收入比重的增加也导致了平台服务费及佣金的增加。

毛利率下行叠加费用率提升，Q2 公司实现归母净利润率 6.60%，同比-5.92pct。

➤ **经营性现金流净额增加，周转效率小幅下滑。**

1) 公司 23H1 期末货币资金+交易性金融资产合计 51.26 亿元，较 22 年期末-5.80%；23H1 期末应收票据及应收账款合计 16.79 亿元，较 22 年期末-14.06%，回款状况良好。23H1 期末公司存货合计 32.24 亿元，较 23 年期末+10.92%；23H1 期末公司合同负债合计 3.94 亿元，较 23 年期末+29.05%，体现公司后续良好的收入增长潜力。

2) 现金流方面，公司 23Q2 经营性现金流净额为 4.67 亿元，同比+52.71%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加。

3) 周转方面，公司 23H1 期末存货/应收账款/应付账款周转天数较 22

年分别+22.11/+1.85/+16.37 天，周转效率有所下滑。

- **积极创新，推动商业品类落地，打造新增长曲线。**在家用品类方面，8月科沃斯发布了方形扫拖新旗舰地宝 X2 系列，截至 8 月 27 日，科沃斯天猫旗舰店预订量已超过 2000 台。在其他新方面，H1 家用割草机器人 GOAT G1 和商用清洁机器人 DEEBOT PRO K1、M1 都逐步推向市场，Q2 割草机器人在欧洲正式开售，下半年将推向更多市场。我们认为公司以家用清洁机器人为基本盘，积极创新推动品牌市占率稳步提升，同时不断推动割草机、商用机器人等品类推广，有利于打造更多公司未来长期发展的支撑点。
- **盈利预测：**我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 171.22/204.67/235.91 亿元，分别同比+11.7%/19.5%/15.3%；归母净利润 15.42/21.04/25.72 亿元，分别同比-9.2%/+36.5%/+22.3%，对应 PE 为 24.86/18.22/14.90 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	17,122	20,467	23,591
增长率 YoY %	80.9%	17.1%	11.7%	19.5%	15.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,010	1,698	1,542	2,104	2,572
增长率 YoY%	213.5%	-15.5%	-9.2%	36.5%	22.3%
毛利率%	51.4%	51.6%	50.8%	51.6%	51.6%
净资产收益率ROE%	39.5%	26.4%	20.5%	24.0%	25.0%
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.02	2.69	3.68	4.49
市盈率 P/E(倍)	42.05	24.15	24.86	18.22	14.90
市净率 P/B(倍)	16.95	6.51	5.10	4.36	3.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 25 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	12,759	14,835	17,238	
货币资金	3,577	3,991	6,268	7,334	8,558	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,784	1,953	1,861	1,948	2,355	
预付账款	196	340	344	421	478	
存货	2,417	2,906	3,168	3,756	4,336	
其他	1,091	1,935	1,118	1,376	1,510	
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(合计)	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	15,139	17,428	20,001	
流动负债	4,649	5,805	6,550	7,562	8,608	
短期借款	40	540	540	540	540	
应付票据	255	334	365	435	499	
应付账款	2,465	3,058	3,404	4,031	4,631	
其他	1,889	1,873	2,240	2,556	2,938	
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	7,624	8,636	9,682	
少数股东权益	12	1	4	7	11	
归属母公司股东权益	5,094	6,429	7,511	8,785	10,307	
负债和股东权益	10,720	13,310	15,139	17,428	20,001	

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	17,122	20,467	23,591	
同比(%)	80.9%	17.1%	11.7%	19.5%	15.3%	
归属母公司净利润	2,010	1,698	1,542	2,104	2,572	
同比(%)	213.5%	-15.5%	-9.2%	36.5%	22.3%	
毛利率(%)	51.4%	51.6%	50.8%	51.6%	51.6%	
ROE%	39.5%	26.4%	20.5%	24.0%	25.0%	
EPS(摊薄)(元)	3.59	3.02	2.69	3.68	4.49	
P/E	42.05	24.15	24.86	18.22	14.90	
P/B	16.95	6.51	5.10	4.36	3.72	
EV/EBITDA	34.60	20.47	17.75	12.80	10.23	

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	17,122	20,467	23,591	
营业成本	6,359	7,415	8,422	9,905	11,406	
营业税金及附加	72	89	103	123	142	
销售费用	3,237	4,623	5,273	6,243	7,082	
管理费用	525	645	711	880	1,014	
研发费用	549	744	925	1,023	1,156	
财务费用	75	-110	17	-6	-16	
减值损失合计	-174	-125	-100	-100	-100	
投资净收益	12	-22	17	20	24	
其他	148	45	105	67	79	
营业利润	2,256	1,817	1,693	2,287	2,810	
营业外收支	-3	9	0	0	0	
利润总额	2,253	1,827	1,693	2,287	2,810	
所得税	239	126	148	179	233	
净利润	2,014	1,700	1,545	2,107	2,576	
少数股东损益	3	2	3	3	4	
归属母公司净利润	2,010	1,698	1,542	2,104	2,572	
EBITDA	2,421	1,926	1,895	2,545	3,065	
EPS(当年)(元)	3.59	3.02	2.69	3.68	4.49	

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	2,370	2,592	2,847	
净利润	2,014	1,700	1,545	2,107	2,576	
折旧摊销	176	234	206	251	274	
财务费用	7	56	57	57	57	
投资损失	-12	22	-17	-20	-24	
营运资金变动	-453	-449	464	82	-153	
其它	26	163	115	115	115	
投资活动现金流	-1,211	-1,297	414	-644	-520	
资本支出	-376	-676	-414	-475	-455	
长期投资	-122	0	812	-190	-89	
其他	-713	-621	17	20	24	
筹资活动现金流	1,113	-151	-508	-882	-1,102	
吸收投资	457	70	169	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	2,277	1,066	1,224	

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，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

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。