

# 收入提速，盈利承压

## 科沃斯(603486)

### 事件概述

公司发布23年半年报：

23H1：收入71.44亿元（YOY+4.72%），归母净利润5.84亿元（YOY-33.40%），扣非后归母净利润5.06亿元（YOY-39.90%）。

23Q2：收入39.08亿元（YOY+7.92%），归母净利润2.58亿元（YOY-43.10%），扣非后归母净利润2.20亿元（YOY-52.26%）。

### 分析判断

收入端：Q2整体提速，预计海外表现优于国内。23H1科沃斯品牌国内/海外营收分别为23/12亿元，同比分别-10%/+27%；添可品牌国内/海外营收分别为23/10亿元，同比分别+6%/+24%。

扫地机以价换量逻辑兑现，测算科沃斯品牌Q2恢复增长。根据我们的拆分，预计Q2科沃斯品牌收入增速约8%，添可品牌收入增速约7%。

利润端：销售推广叠加新品类费用投放，盈利承压。Q2公司销售毛利率47.57%，同比-4.71pct，销售净利率6.60%，同比-5.94pct。毛利率环比同比均有所下滑，我们判断主要系可选消费整体偏弱、收入结构变化影响。净利率下滑主要系1）销售费用投放，Q2销售费用率34.49%，同比+5.07pct；2）割草机器人、商业清洁机器人以及添可食万系列产品等新品类布局，短期内业务规模有限但需要研发及市场端的持续投入支持，对公司经营利润产生一定压力。

### 投资建议

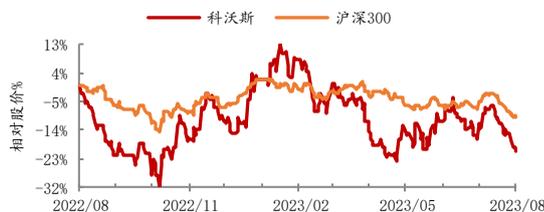
结合中报，我们调整23-25年公司收入预测至169.19/187.84/212.63亿元，同比分别+10.4%/+11.0%/+13.2%（前值为23-24年分别为188.7/225.9亿元，同比分别+20%/+20%）。归母净利润预测为14.41/17.73/20.28亿元，同比分别-15%/+23%/+14%（前值为23-24年分别为19.1/22.6亿元，同比分别+16%/+18%）。对应EPS分别为2.5/3.07/3.52元（前值为23-24年分别为3.32/3.93元）。以23年8月28日收盘价60.26元计算，对应PE分别为24.1/19.6/17.1倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

终端消费疲软，渗透率提升不及预期；海外市场拓展不及预期；行业竞争加剧；汇率大幅波动风险。

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	60.26
股票代码：	603486
52周最高价/最低价：	99.27/56.11
总市值(亿)	347.62
自由流通市值(亿)	342.30
自由流通股数(百万)	568.05



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522090001

联系电话：

联系人：李琳

邮箱：lilin1@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

### 相关研究

- 【华西家电】科沃斯：产品、品牌、渠道全方位领先的清洁龙头  
2023.01.01
- 【华西家电】开能健康点评：发行可转债扩大产能，RO机有望放量  
2023.03.29
- 内在盈利能力弥补单季收入增速小幅下滑  
2019.10.30

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,086	15,325	16,919	18,784	21,263
YoY (%)	80.9%	17.1%	10.4%	11.0%	13.2%
归母净利润(百万元)	2,010	1,698	1,441	1,773	2,028
YoY (%)	213.5%	-15.5%	-15.1%	23.0%	14.4%
毛利率 (%)	51.4%	51.6%	49.3%	48.9%	49.0%
每股收益 (元)	3.59	3.02	2.50	3.07	3.52
ROE	39.5%	26.4%	19.8%	19.6%	18.3%
市盈率	16.79	19.95	24.12	19.61	17.14

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,325	16,919	18,784	21,263	净利润	1,700	1,444	1,776	2,031
YoY (%)	17.1%	10.4%	11.0%	13.2%	折旧和摊销	234	166	191	213
营业成本	7,415	8,580	9,595	10,851	营运资金变动	-449	393	-211	-14
营业税金及附加	89	101	110	125	经营活动现金流	1,727	2,057	1,838	2,325
销售费用	4,623	5,104	5,496	6,221	资本开支	-676	-397	-445	-456
管理费用	645	727	793	902	投资	0	-1,189	1,011	11
财务费用	-110	-37	-27	-59	投资活动现金流	-1,297	-1,576	566	-446
研发费用	744	925	949	1,096	股权募资	70	-93	0	0
资产减值损失	-125	-40	-30	-30	债务募资	500	214	309	333
投资收益	-22	11	0	-1	筹资活动现金流	-151	-444	270	282
营业利润	1,817	1,586	1,942	2,218	现金净流量	415	37	2,674	2,161
营业外收支	9	0	0	0					
利润总额	1,827	1,586	1,942	2,218	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	126	143	166	187	<b>成长能力</b>				
净利润	1,700	1,444	1,776	2,031	营业收入增长率	17.1%	10.4%	11.0%	13.2%
归属于母公司净利润	1,698	1,441	1,773	2,028	净利润增长率	-15.5%	-15.1%	23.0%	14.4%
YoY (%)	-15.5%	-15.1%	23.0%	14.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	3.02	2.50	3.07	3.52	毛利率	51.6%	49.3%	48.9%	49.0%
					净利率	11.1%	8.5%	9.4%	9.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	12.8%	9.8%	9.9%	9.8%
货币资金	3,991	4,029	6,703	8,864	净资产收益率 ROE	26.4%	19.8%	19.6%	18.3%
预付款项	340	319	375	429	<b>偿债能力</b>				
存货	2,906	2,589	3,664	3,483	流动比率	1.92	1.92	1.96	2.09
其他流动资产	3,889	5,340	4,468	5,035	速动比率	<b>1.31</b>	<b>1.43</b>	<b>1.41</b>	<b>1.60</b>
流动资产合计	11,126	12,277	15,208	17,811	现金比率	0.69	0.63	0.87	1.04
长期股权投资	144	133	122	112	资产负债率	51.7%	50.5%	49.4%	46.5%
固定资产	933	996	1,022	1,032	<b>经营效率</b>				
无形资产	158	194	235	279	总资产周转率	1.28	1.21	1.15	1.10
非流动资产合计	2,183	2,406	2,650	2,884	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	13,310	14,682	17,858	20,695	每股收益	3.02	2.50	3.07	3.52
短期借款	540	767	1,036	1,330	每股净资产	11.21	12.59	15.66	19.18
应付账款及票据	3,392	3,395	4,230	4,433	每股经营现金流	3.01	3.57	3.19	4.03
其他流动负债	1,873	2,220	2,477	2,746	每股股利	0.90	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,805	6,383	7,743	8,509	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.95	24.12	19.61	17.14
其他长期负债	1,074	1,033	1,073	1,113	PB	6.51	5.32	4.27	3.49
非流动负债合计	1,074	1,033	1,073	1,113					
负债合计	6,879	7,416	8,816	9,622					
股本	574	572	572	572					
少数股东权益	1	4	7	10					
股东权益合计	6,431	7,267	9,042	11,073					
负债和股东权益合计	13,310	14,682	17,858	20,695					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业研究助理，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。