

证券研究报告—动态报告/公司快评

机械设备

工业机械

科沃斯（603486）

重大事件快评

买入

（调高评级）

2021年01月07日

添可股权激励，注入新动能

证券分析师： 陈伟奇

chenweiqi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110004

证券分析师： 贺泽安

hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080003

证券分析师： 王兆康

wangzk@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120004

事项：

科沃斯发布公告，拟向子公司添可智能的中高层管理人员、核心技术（业务）人员及其他骨干员工共 154 人授予限制性股票 955.56 万股，占公司总股本的 1.69%，授予价格为 44.49 元。业绩考核期共三年，考核目标分三个层面：1）公司层面，2021-2023 年净利润 CAGR 不低于 20%；2）添可品牌层面，2021-2023 年添可智能品牌业务营收和净利润同比增长速不低于 50%、25%、15%；3）个人考核，当年个人绩效考核结果需在 B 等级及以上。

国信家电观点：1）完善股权激励机制，实现添可核心员工与公司利益的长期绑定。2）添可品牌全面爆发，内外销表现亮眼，登顶智能洗地机行业，贡献强劲新动能。3）公司自主品牌表现超预期，成长潜力巨大。4）风险提示：新品推进不及预期；行业竞争加剧；海外发展不及预期。5）投资建议：添可焕发出强大的增长动力，成为公司增长第二曲线。此次对添可的大力度股权激励，是对添可品牌在公司内重要性不断提升的肯定，有助于全面激发添可团队的活力，为公司发展注入强劲新动能。科沃斯在技术研发、产品、品牌上优势显著，实现“科沃斯”+“添可”双品牌驱动，增长潜力较大。根据添可超预期的表现，以及盈利能力在自有品牌上量后的结构性提升，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 5.03/11.32/15.18 亿（前值为 3.75/5.05/6.65 亿），对应 EPS 为 0.89/2.01/2.69 元（前值为 0.67/0.90/1.18 元），对应当前股价 PE 为 98.3/43.6/32.6 倍，考虑到添可品牌表现超预期以及新品类发展空间仍大，上调至“买入”评级。

评论：

■ 完善股权激励机制，实现添可核心员工与公司利益的长期绑定

此次股权激励力度较大，与公司在 2019 年推出的股权激励形成良好补充，实现添可团队与公司利益一致。以 1 月 5 日 88.70 元的收盘价计算，此次授予股票的价值（股价-授予价格）达到 4.22 亿元，人均 274.32 万元，是 2019 年公司高管人均薪酬 89.19 万元的 3 倍，激励力度大。此次授予股票的人群也较为广泛，涉及中层、核心员工等共 154 人，能实现良好的激励。从解除限售的考核条件上看，此次考核共 3 年，对公司、添可品牌及个人表现都做出明晰的要求，能起到明显的促进作用，助力添可的发展。其中，对添可业务的考核目标以同比增长为锚，能保证良好的持续性推动作用。考虑到公司在扫地机器人等领域的领先地位和添可的突出表现，我们认为此次考核条件不代表对公司未来的业绩指引，公司层面和添可层面的考核条件大概率均将超额完成。

公司在 2019 年推出了针对全公司的股权激励计划，授予的限制性股票数量为 671.76 万股，占当时公司总股本的 1.20%，涵盖公司中高层管理人员及核心骨干员工共 298 人。此次单独对添可进行股权激励，是对 2019 年股权激励的一个良好补充，大力度的激励也反应出公司对添可品牌的重视和认可，从激励层面实现添可与公司的深度融合。

从时间节点来看，目前科沃斯的股价正处于历史高位，此时推出股权激励计划，展示公司对未来业绩增长的良好信心。

表 1: 科沃斯 2019 年与 2021 年股权激励对比

	2019 年限制性股票激励计划	2021 年限制性股票激励计划
授予数量	671.76 万股，占公司总股本的 1.20%	955.56 万股，占公司总股本的 1.69%
授予价格	13.90 元	44.49 元
授予人数	公司中高层管理人员、公司核心技术（业务）人员、公司其他骨干员工 298 人 公司层面： 第一个解除限售期： 以 2018 年为基数，2019 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 10.0%； 第二个解除限售期： 以 2018 年为基数，2020 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 32.0%或以 2019 年为基数，2020 年公司净利润增长率不低于 25.0%； 第三个解除限售期： 以 2018 年为基数，2021 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 58.4%或以 2019 年为基数，2021 年公司净利润增长率不低于 56.3%； 第四个解除限售期： 以 2018 年为基数，2022 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 90.1%或以 2019 年为基数，2022 年公司净利润增长率不低于 95.3%； 个人层面： 绩效考核在 B 等级及以上	添可智能高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及其他骨干员工 154 人 公司层面： 2021-2023 年净利润增长率不低于 20%、44%、72.8%（即每年 CAGR 不低于 20%） 添可层面： 2021-2023 年添可智能品牌业务营收和净利率同比增速不低于 50%、25%、15% 个人层面： 绩效考核在 B 等级及以上
考核目标		

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 添可品牌全面爆发，营收实现高速增长

公司单独为添可推出股权激励的背后，是添可在内外销取得亮眼表现。内销方面，添可在洗地机领域的市占率达到 70%。从主要的购物节点看，2020 年 618，添可业务全渠道成交额超过 7000 万元，同比增长 845%，线下门店成交额突破 1000 万元，在天猫和京东洗地机类目市占率达到 75%和 71%；2020 年双十一，添可全渠道成交额超过 4.1 亿元，同比增长 40 多倍，在天猫和京东洗地机类目市占率达到 71%和 68%；2020 年双十二，添可全渠道成交额达 1.7 亿元，市占率超过 75%。外销方面，添可在“黑五”的表现亦十分出色，在美国、德国、英国、日本亚马逊洗地机品类中，添可芙万系列包揽第一名；A11 HERO 包揽美国、德国亚马逊吸尘器品类第一名；A10 DASH 荣获沃尔玛吸尘器品类最畅销单品，添可在“黑五”“网一”的海外全渠道销售额高达 2.2 亿元。2020 年添可在五大购物节点合计销额就超过 8.8 亿元，已远远超过去年全年添可 2.73 亿元的总营收。预计 2020 全年添可收入将突破 12 亿元，同比增速高达 340%。

图 1: 添可在购物节点表现突出



资料来源: 公司公众号、国信证券经济研究所整理

添可的重大成功，离不开科沃斯在产品研发、品牌塑造上的深厚积淀。添可是公司创始人兼董事长钱东奇带领公司老员工二次创业的产物，将科沃斯研发和制造上的优势完美移植，除了功能背后的领先技术，更多的关注消费者生活的细微需求，来制造能满足消费者痛点的爆款。以洗地机为例，其结合吸、拖、洗三重功能于一体，并且能智

能感应地面污渍自动调节清洁力度，实现干湿垃圾同步搞定，自清洁功能免除拆洗烦恼，极大地便捷消费者的使用。其涉及专利 27 项，其中发明专利 17 项，占 63%，技术含量高。在品牌塑造上，基于创立科沃斯品牌的认知和理解，添可坚持高定位高科技高创新，对标戴森，用好产品及强宣传抢占用户的心智认知。营销方面，添可通过直播使得添可洗地机的成功破圈，引发话题热潮；建立品销一体化的全方位营销模式，与京东、天猫、苏宁等电商平台，以及抖音、微博、小红书等社交平台进行合作，通过平台的流量扶持，覆盖数亿消费人群，在站外平台进行全方位种草，让品牌得到更多的曝光率。

■ 公司自主品牌表现超预期，成长潜力巨大

科沃斯以代工业务起家转型自主品牌，实现“科沃斯”+“添可”双品牌驱动。2020Q3 科沃斯和添可品牌收入同比增长 67.1%和 297.4%，表现远超预期，在扫地机器人等家庭服务机器人的领先地位进一步巩固。从成长空间上看，目前我国扫地机器人渗透率只有中低个位数水平，对标欧美等发达国家约 16%的渗透率，提升空间巨大，而科沃斯已连续多年位居行业第一，2019 年市占率接近 50%，有望享受行业的成长红利。在洗地机领域，双十一期间(20W44-W46)，线上洗地机销售规模高达 5.2 亿元，占整个清洁电器的份额达 12.7%，显示出旺盛的消费者需求，根据第三方的预测，2021 年洗地机的规模将突破 40 亿元，较 2020 年有翻倍的空间，而添可在洗地机行业市占率近 70%，将为公司未来的增长注入强劲的动力。此外，添可在品类扩展上亦有充足的想象空间，即将推出智能料理机等新品类，成长潜力较大。

■ 投资建议：股权激励，绑定未来

添可焕发出强大的增长动力，成为公司增长第二曲线。此次对添可的大力度股权激励，是对添可品牌在公司内重要性不断提升的肯定，有助于全面激发添可团队的活力，为公司发展注入强劲新动能。科沃斯在技术研发、产品、品牌上优势显著，实现“科沃斯”+“添可”双品牌驱动，增长潜力较大。根据添可超预期的表现，我们上调 20-22 年盈利预测，其中：

服务机器人随着内外需求回暖，结合目前国内服务机器人的低渗透率和公司 Q3 科沃斯品牌 67%的同比高增速，我们预计 2020-2022 年服务机器人收入同比增长 27%、30%和 22%，盈利能力方面考虑到 2020 年疫情影响后价格回复，以及高端品类接受度的逐步提升，假设 2020-2022 年服务机器人毛利率先降后升至 43.6%、45.0%、45.0%。

清洁类小家电在添可品牌的拉动下，考虑到公司 2020Q3 近 300%的高增速以及在洗地机领域 70%的高市占率，叠加当前相对更低的渗透率和高增速，我们预计 2020-2022 年清洁类小家电收入同比增长 57%、96%和 38%。同时在高端自有品牌占比 2020 年以来大幅提升、OEM/ODM 占比下降的背景下，毛利率有望实现结构性提升，预计 2020-2022 年自有品牌小家电整体毛利率提升至 41%、43%和 44%。

同时由于公司费用管控效率不断提升，同时激励费用摊销额度影响相对有限（预计 2021-2024 年摊销额为 0.83、0.45、0.22、0.02 亿元），整体费用率稳中略降。基于收入增长和盈利能力结构性的提升，我们上调公司 2020-2022 年归母净利润至 5.03/11.32/15.18 亿（前值为 3.75/5.05/6.65 亿），对应 EPS 为 0.89/2.01/2.69 元（前值为 0.67/0.90/1.18 元），对应当前股价 PE 为 98.3/43.6/32.6 倍，考虑到添可品牌表现超预期以及新品类发展空间仍大，由“增持”上调至“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
002747.SZ	埃斯顿	未评级	31.8	275	0.08	0.16	0.26	403	197	120	16.5
600690.SH	海尔智家	未评级	31.8	2,683	1.25	0.87	1.08	25	37	30	5.7
平均								139	87	61	8.7
603486.SH	科沃斯	买入	88.7	494.0	0.21	0.89	2.01	422	100	44	18.1

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1088	1191	1240	1048
应收款项	951	1179	1759	2270
存货净额	1000	1224	1821	2266
其他流动资产	123	152	227	293
流动资产合计	3166	3778	5086	5883
固定资产	780	991	1210	1435
无形资产及其他	89	86	82	79
投资性房地产	122	122	122	122
长期股权投资	175	211	248	286
资产总计	4332	5188	6749	7804
短期借款及交易性金融负债	195	86	112	162
应付款项	1201	1570	2149	2765
其他流动负债	436	547	743	966
流动负债合计	1832	2203	3005	3825
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	14	18	21	24
长期负债合计	14	18	21	24
负债合计	1847	2221	3026	3850
少数股东权益	9	11	16	21
股东权益	2476	2979	3882	5043
负债和股东权益总计	4332	5211	6924	8913

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.21	0.89	2.01	2.60
每股红利	0.30	0.00	0.40	0.78
每股净资产	4.39	5.28	6.88	8.93
ROIC	6%	16%	26%	35%
ROE	5%	17%	29%	29%
毛利率	38%	42%	44%	44%
EBIT Margin	3%	8%	13%	13%
EBITDA Margin	5%	9%	14%	14%
收入增长	-7%	38%	43%	28%
净利润增长率	-75%	317%	125%	30%
资产负债率	43%	43%	44%	43%
息率	0.3%	0.0%	0.5%	0.9%
P/E	409.4	98.3	43.6	33.7
P/B	20.0	16.6	12.7	9.8
EV/EBITDA	194.8	75.4	36.7	28.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5312	7321	10504	13418
营业成本	3278	4259	5866	7519
营业税金及附加	37	52	74	89
销售费用	1232	1647	2248	2818
管理费用	606	772	1001	1211
财务费用	5	(28)	(32)	(25)
投资收益	(2)	(7)	(5)	(6)
资产减值及公允价值变动	35	(19)	(10)	2
其他收入	(47)	0	0	0
营业利润	141	592	1332	1802
营业外净收支	3	7	9	7
利润总额	144	600	1341	1808
所得税费用	23	95	203	283
少数股东损益	1	2	5	7
归属于母公司净利润	121	503	1132	1518

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	121	503	1132	1468
资产减值准备	(13)	7	7	8
折旧摊销	104	94	113	134
公允价值变动损失	(35)	19	10	(2)
财务费用	5	(28)	(32)	(28)
营运资本变动	88	9	(468)	(171)
其它	12	(5)	(5)	159
经营活动现金流	278	627	788	1596
资本开支	(361)	(328)	(344)	(361)
其它投资现金流	(4)	(28)	(6)	(8)
投资活动现金流	(404)	(391)	(388)	(407)
权益性融资	60	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(172)	0	(226)	(497)
其它融资现金流	356	(109)	26	51
融资活动现金流	72	(109)	(200)	(447)
现金净变动	(55)	126	200	742
货币资金的期初余额	1143	1088	1191	1240
货币资金的期末余额	1088	1214	1391	1982
企业自由现金流	(35)	273	416	1050
权益自由现金流	320	106	2229	3206

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032