

科沃斯 (603486)

证券研究报告

2021年01月14日

业绩大幅超预期，双品牌实现高速增长

事件：公司预计 20 年归母净利润 5.9-6.3 亿元，同比 388.79%-421.93%，较 18 年增长 1.05-1.45 亿元 (21.6%-29.9%)；扣非净利润为 4.9-5.3 亿元，同比 385.90%-425.57%，较 18 年增长 0.24-0.64 亿元 (5.2%-13.8%)。其中 Q4 归母净利润为 3.4-3.8 亿元，同比 1640.2%-1844.9%，较 18 年增长 1.42-1.82 亿元 (72.1%-92.3%)；扣非净利润为 3.26-3.66 亿元，同比 2266.1%-2556.8%，较 18 年增长 1.44-1.84 亿元 (79.7%-101.8%)。

自有品牌扫地机价格升级，子品牌洗地机迅速增长

公司 Q4 业绩大幅超预期，公司自有品牌营收占比不断提升，自有品牌较高的毛利率带动了公司整体业绩的提升。其中一方面来源于自有品牌科沃斯中高端类产品销售占比持续提升，新品 T8 系列销售情况良好，新品价格段提升带来扫地机器人整体均价随之提升，根据天猫数据显示，Q4 科沃斯扫地机器人均价同比 34.6%，带动销额提升 20.1%。双十一期间科沃斯扫地机器人最终成交额达 10.4 亿元，同比+33%，2000 元以上扫地机器人市场占比 55%。除国内市场外，科沃斯在海外市场大幅增长也是公司业绩增长的动力之一。

另一方面子品牌添可自上市以来表现抢眼，明星产品洗地机一经推出国内市占率迅速提升，目前在洗地机品类中市占率占绝对优势。根据天猫数据，添可 Q4 在洗地机销额份额占比在一半以上，高达 59.4%。双十一和双十二也分别获得了 4.1 亿和 1.65 亿的亮眼成绩。海外方面，添可通过短视频等形式吸引更多客户，产品深受好评，市场需求旺盛。此前公司发布了关于添可子公司员工的股权激励，一方面是奖励添可 20 年对公司业绩的贡献，另一方面也为激励添可未来在业绩上能再创新高。

经营性净利润大幅增长，政府补助略提升利润水平

公司今年以来收到一系列包括基于研发投入领先性等考量在内的政府补助，以及处置部分长期股权投资所带来的非经常性收益，政府补助在一定程度上也提升了公司整体的利润水平。从补贴细项看，部分费用属于政府补偿公司疫情期间的额外经营性支出，我们预计未来去除补贴后对公司利润将不造成较大影响。

投资建议：公司自有品牌科沃斯扫地机器人产品结构升级均价提升，高端产品市占率稳步提升。子品牌添可营收业绩增速亮眼，明星产品芙万洗地机市场份额稳居第一。海外方面公司积极布局线上线下渠道，开拓市场，目前已小有成绩。公司今年以来随着规模提升，经营效率不断释放。未来随着新品推出、海外市场的扩大以及商用机器人的落地，公司业绩有望更上一层楼。根据业绩预告，我们上调了公司的业绩水平，预计 20-22 年净利润为 6.1、10.1、13.5 亿元 (前值为 4.8、7.2、9.8 亿元)，当前股价对应 20-22 年动态估值为 100.5x、61.1x、45.6x，维持“增持”评级。

风险提示：研发进展不及预期；添可新品市占率增速不及预期，扫地机器人新品推进、海外业务发展不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,693.66	5,312.19	7,239.36	9,069.30	11,119.25
增长率(%)	25.11	(6.70)	36.28	25.28	22.60
EBITDA(百万元)	783.34	572.72	784.70	1,316.03	1,737.72
净利润(百万元)	485.09	120.71	612.07	1,006.35	1,349.19
增长率(%)	29.13	(75.12)	407.08	64.42	34.07
EPS(元/股)	0.86	0.21	1.08	1.78	2.39
市盈率(P/E)	126.81	509.64	100.50	61.13	45.59
市净率(P/B)	24.72	24.84	19.92	15.59	11.88
市销率(P/S)	10.80	11.58	8.50	6.78	5.53
EV/EBITDA	22.02	18.23	76.49	45.09	33.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	109 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	564.37
流通 A 股股本(百万股)	179.65
A 股总市值(百万元)	61,515.84
流通 A 股市值(百万元)	19,581.71
每股净资产(元)	4.81
资产负债率(%)	46.87
一年内最高/最低(元)	112.72/17.90

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《科沃斯-季报点评:科沃斯+添可双轮驱动,营收业绩双超预期》2020-10-26
- 2 《科沃斯-半年报点评:子品牌添可表现亮眼,洗地机市占率迅速提升》2020-08-20
- 3 《科沃斯-公司深度研究:拖地利器满足刚需,开拓市场二次增长》2020-08-06

事件

公司预计 20 年归母净利润 5.9-6.3 亿元，同比 388.79%-421.93%，较 18 年增长 1.05-1.45 亿元（21.6%-29.9%）；扣非净利润为 4.9-5.3 亿元，同比 385.90%-425.57%，较 18 年增长 0.24-0.64 亿元（5.2%-13.8%）。

其中 Q4 归母净利润为 3.4-3.8 亿元，同比 1640.2%-1844.9%，较 18 年增长 1.42-1.82 亿元（72.1-92.3%）；扣非净利润为 3.26-3.66 亿元，同比 2266.1%-2556.8%，较 18 年增长 1.44-1.84 亿元（79.7%-101.8%）。

自有品牌扫地机价格升级，子品牌洗地机迅速增长

公司 Q4 业绩大幅超预期，公司自有品牌营收占比不断提升，自有品牌较高的毛利率带动了公司整体业绩的提升。其中一方面来源于自有品牌科沃斯中高端类产品销售占比持续提升，新品 T8 系列销售情况良好，新品价格段提升带来扫地机器人整体均价随之提升，根据天猫数据显示，Q4 科沃斯扫地机器人均价同比 34.6%，带动销额提升 20.1%。双十一期间科沃斯扫地机器人最终成交额达 10.4 亿元，同比+33%，2000 元以上扫地机器人市场占比 55%。除国内市场外，科沃斯在海外市场大幅增长也是公司业绩增长的动力之一。旗下的新锐品牌 yeedi 在美亚扫地机器人品类获得了 best seller 的称号，多款机型入选亚马逊精选。此外，新品类空气净化器沁宝销售领跑家用机器人市场，双十一成交额同比增长 11 倍。

另一方面子品牌添可自上市以来表现抢眼，明星产品洗地机一经推出国内市占率迅速提升，目前在洗地机品类中市占率占绝对优势。根据天猫数据，添可 Q4 在洗地机销额份额占比在一半以上，高达 59.4%。双十一和双十二也分别获得了 4.1 亿和 1.65 亿的亮眼成绩。海外方面，添可通过短视频等形式吸引更多客户，产品深受好评，市场需求旺盛。此前公司发布了关于添可子公司员工的股权激励，一方面是奖励添可 20 年对公司业绩的贡献，另一方面也为激励添可未来在业绩上能再创新高。

经营性净利润大幅增长，政府补助略提升利润水平

公司今年以来收到一系列包括基于研发投入领先性等考量在内的政府补助，以及处置部分长期股权投资所带来的非经常性收益，其中 Q4 的非经常性损益为 0.14 亿元，当中政府补助约为 0.11 亿元，政府补助在一定程度上也提升了公司整体的利润水平。从补贴细项看，部分费用属于政府补偿公司疫情期间的额外经营性支出，我们预计未来去除补贴后对公司利润将不造成较大影响。由于公司 19 年处于转型期基数较低，与 18 年相比，Q4 归母净利润增长 1.42-1.82 亿元（72.1-92.3%），扣非净利润增长 1.44-1.84 亿元（79.7%-101.8%），单季度利润仍为较高的增长水平。

投资建议

公司自有品牌科沃斯扫地机器人产品结构升级均价提升，高端产品市占率稳步提升。子品牌添可营收业绩增速亮眼，明星产品芙万洗地机市场份额稳居第一。海外方面公司积极布局线上线渠道，开拓市场，目前已小有成绩。公司今年以来随着规模提升，经营效率不断释放。未来随着新品推出、海外市场的扩大以及商用机器人的落地，公司业绩有望更上一层楼。根据业绩预告，我们上调了公司的业绩水平，预计 20-22 年净利润为 6.1、10.1、13.5 亿元（前值为 4.8、7.2、9.8 亿元），当前股价对应 20-22 年动态估值为 100.5x、61.1x、45.6x，维持“增持”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,142.72	1,088.17	1,515.97	2,207.67	3,354.50
应收票据及应收账款	900.99	928.19	1,226.20	1,179.58	1,856.35
预付账款	73.58	50.32	109.40	69.03	154.70
存货	1,174.65	999.59	1,128.64	1,626.55	1,532.54
其他	68.34	99.85	95.80	99.37	123.66
流动资产合计	3,360.27	3,166.12	4,076.01	5,182.20	7,021.76
长期股权投资	135.55	174.52	174.52	174.52	174.52
固定资产	412.59	774.51	727.49	694.09	653.53
在建工程	126.64	5.23	39.14	71.48	72.89
无形资产	87.80	89.29	83.60	77.92	72.23
其他	85.27	122.43	73.32	82.62	89.39
非流动资产合计	847.85	1,165.97	1,098.07	1,100.63	1,062.56
资产总计	4,208.12	4,332.09	5,260.18	6,480.71	8,413.29
短期借款	53.77	195.42	86.11	111.77	131.10
应付票据及应付账款	1,257.56	1,200.85	1,659.82	1,776.07	2,470.76
其他	387.43	436.13	406.38	624.86	609.55
流动负债合计	1,698.76	1,832.40	2,152.31	2,512.70	3,211.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.44	14.31	11.36	12.70	12.79
非流动负债合计	12.44	14.31	11.36	12.70	12.79
负债合计	1,711.20	1,846.71	2,163.67	2,525.40	3,224.19
少数股东权益	8.53	9.09	9.09	9.09	9.09
股本	400.10	564.48	564.37	564.37	564.37
资本公积	1,093.84	989.76	989.76	989.76	989.76
留存收益	2,091.77	1,978.30	2,523.06	3,381.85	4,615.64
其他	(1,097.33)	(1,056.24)	(989.76)	(989.76)	(989.76)
股东权益合计	2,496.92	2,485.38	3,096.52	3,955.31	5,189.10
负债和股东权益总计	4,208.12	4,332.09	5,260.18	6,480.71	8,413.29

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	485.15	121.26	612.07	1,006.35	1,349.19
折旧摊销	93.69	111.01	78.80	86.74	94.84
财务费用	2.56	3.25	45.26	45.35	55.60
投资损失	12.96	1.97	(43.09)	0.00	0.00
营运资金变动	(640.19)	(93.40)	(8.66)	(87.84)	(19.30)
其它	61.14	117.50	1.26	0.00	(0.00)
经营活动现金流	15.31	261.59	685.64	1,050.60	1,480.33
资本支出	284.80	382.97	62.95	78.66	49.91
长期投资	33.11	38.97	0.00	0.00	0.00
其他	(671.81)	(770.10)	(79.16)	(158.54)	(100.64)
投资活动现金流	(353.91)	(348.16)	(16.21)	(79.89)	(50.73)
债权融资	53.77	195.42	86.11	111.77	131.10
股权融资	775.22	(7.30)	21.11	(45.35)	(55.60)
其他	(54.81)	(167.86)	(348.84)	(345.44)	(358.27)
筹资活动现金流	774.18	20.26	(241.62)	(279.02)	(282.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	435.58	(66.31)	427.81	691.70	1,146.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,693.66	5,312.19	7,239.36	9,069.30	11,119.25
营业成本	3,539.12	3,278.05	4,004.49	4,847.14	5,862.61
营业税金及附加	31.17	36.90	40.87	45.35	55.60
营业费用	1,071.52	1,231.78	1,732.22	2,131.29	2,613.02
管理费用	293.58	328.85	404.17	453.46	500.37
研发费用	205.13	277.33	354.87	362.77	444.77
财务费用	(27.82)	4.60	45.26	45.35	55.60
资产减值损失	44.62	(31.42)	41.18	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.27)	2.77	1.26	0.00	0.00
投资净收益	(12.96)	(1.97)	43.09	0.00	0.00
其他	3.70	44.35	(149.87)	0.00	0.00
营业利润	545.87	140.97	721.81	1,183.95	1,587.29
营业外收入	19.55	6.64	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.28	3.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	562.14	144.43	721.81	1,183.95	1,587.29
所得税	76.98	23.17	109.73	177.59	238.09
净利润	485.15	121.26	612.07	1,006.35	1,349.19
少数股东损益	0.07	0.56	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	485.09	120.71	612.07	1,006.35	1,349.19
每股收益(元)	0.86	0.21	1.08	1.78	2.39

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	25.11%	-6.70%	36.28%	25.28%	22.60%
营业利润	20.68%	-74.18%	412.04%	64.03%	34.07%
归属于母公司净利润	29.13%	-75.12%	407.08%	64.42%	34.07%
获利能力					
毛利率	37.84%	38.29%	44.68%	46.55%	47.28%
净利率	8.52%	2.27%	8.45%	11.10%	12.13%
ROE	19.49%	4.87%	19.82%	25.50%	26.05%
ROIC	91.43%	9.24%	44.42%	65.68%	78.70%
偿债能力					
资产负债率	40.66%	42.63%	41.13%	38.97%	38.32%
净负债率	-43.61%	-35.92%	-46.18%	-52.99%	-62.12%
流动比率	1.98	1.73	1.93	2.14	2.29
速动比率	1.29	1.18	1.41	1.49	1.81
营运能力					
应收账款周转率	7.49	5.81	6.72	7.54	7.33
存货周转率	6.30	4.89	6.80	6.58	7.04
总资产周转率	1.65	1.24	1.51	1.54	1.49
每股指标(元)					
每股收益	0.86	0.21	1.08	1.78	2.39
每股经营现金流	0.03	0.46	1.21	1.86	2.62
每股净资产	4.41	4.39	5.47	6.99	9.18
估值比率					
市盈率	126.81	509.64	100.50	61.13	45.59
市净率	24.72	24.84	19.92	15.59	11.88
EV/EBITDA	22.02	18.23	76.49	45.09	33.50
EV/EBIT	24.63	22.27	85.02	48.27	35.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com