

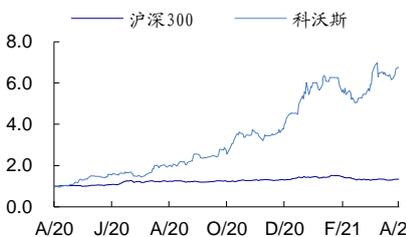
## 证券研究报告—动态报告

**科沃斯(603486)**
**买入**

2020 年年报点评&amp;2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 25 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	573/180
总市值/流通(百万元)	75,599/23,721
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	139.56/17.90

**相关研究报告:**

《科沃斯-603486-2020 年业绩预增点评: 利润超预期, 双品牌双突破》——2021-01-13  
 《科沃斯-603486-重大事件快评: 添可股权激励, 注入新动能》——2021-01-07  
 《科沃斯-603486-2020 三季报点评: 战略转型成效显著, 自有品牌快速增长》——2020-10-26

**证券分析师: 陈伟奇**

电话: 0755-81982606  
 E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

**证券分析师: 王兆康**

电话: 0755-81983063  
 E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

**独立性声明:**

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。

**财报点评**
**双品牌高歌海内外, 营收业绩超预期**
**● 盈利能力大幅提升, 经营表现超预期**

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年实现营收 72.34 亿元/+36.17%, 归母净利润为 6.41 亿元/+431.22%, 扣非归母净利润为 5.31 亿元/+426.51%, 拟每 10 股派现金红利 5 元(含税), 分红率为 44.65%。经折算, Q4 实现营收 30.92 亿元/+65.55%, 归母净利润为 3.91 亿元/+1902.30%, 扣非归母净利润为 3.67 亿元/+2563.77%。2021Q1 实现营收 22.25 亿元/+131.04%, 同比 2019 年增长 78.27%, 归母净利润为 3.33 亿元/+726.61%, 同比 2019 年增长 374.81%, 扣非归母净利润为 3.17 亿元/+806.19%, 同比 2019 年增长 419.29%。公司盈利能力大幅提升, Q4 业绩及 Q1 营收利润超出市场预期。

**● 科沃斯+添可自主品牌高歌猛进, 盈利能力大幅提升**

公司全面聚焦自主品牌以来, 添可和科沃斯取得快速增长。2020 年科沃斯品牌收入 42.4 亿元/+17.3%, 添可品牌收入 12.6 亿元/+361.6%。科沃斯高端产品占比大幅提升, 全年全局规划类高端产品占比达到 80.7%/+13.7pct; 添可成功开拓洗地机、吹风机等品类, 其中洗地机一经推出便占据国内 70%以上的份额, 在海外购物节期间登顶品类第一, 全年实现收入 7.38 亿元。公司内外销均实现高增, 境外实现收入 33.8 亿元/+34.9%, 预计自主品牌收入达到 18.2 亿元/+52.2%, 内销实现收入 38.6 亿元/+37.3%。在自主品牌的带动下, 公司毛利率大幅提升, 同口径下 2020 年毛利率为 45.4%/+7.1pct, 2021Q1 公司毛利率为 46.8%/+8.3pct。费用率方面稳定向好, 2020 年同口径下公司期间费用率为 34.8%/+0.1pct, 2021Q1 期间费用率为 28.7%/-5.2pct。受此影响, 2020 年净利率达到 8.9%/+6.6pct, Q1 净利率为 15.0%/+10.8pct, 净利率水平不断创下新高。

**● 研发制造优势显著, 自主品牌全球扩张**

公司在研发、生产和品牌上积淀深厚: 始终坚持对研发的持续投入, 持续引领行业技术发展; 多年大品牌的 ODM 经验赋能生产制造, 形成产品品质的强大壁垒; 坚持高定位高科技高创新, 双品牌全球扩张。

**● 双品牌双突破, 维持“买入”评级**

行业空间广, 科沃斯+添可双龙头优势显著。基于年报及一季报亮眼表现, 上调公司盈利预测, 预计 21-23 年 EPS 为 2.35/3.25/4.34 元/股(前值为 2.25/3.04/4.02), 对应 PE 为 56/41/30x, 维持“买入”评级。

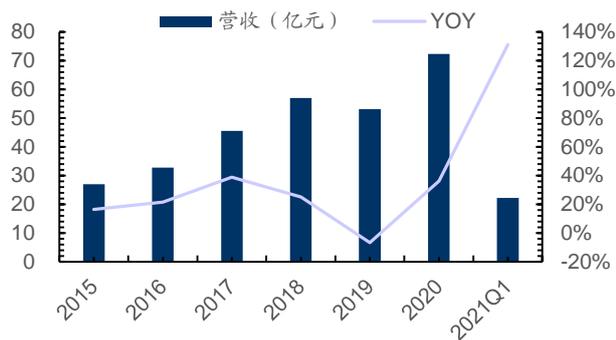
**● 风险提示: 新品推进不及预期、行业竞争加剧、汇率大幅波动。**
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,312	7,234	10,664	14,016	16,960
(+/-%)	-6.7%	36.2%	47.4%	31.4%	21.0%
净利润(百万元)	121	641	1324.47	1833.71	2446.77
(+/-%)	-75.1%	431.2%	106.6%	38.4%	33.4%
摊薄每股收益(元)	0.21	1.14	2.35	3.25	4.34
EBIT Margin	3.0%	10.7%	13.7%	14.3%	16.2%
净资产收益率(ROE)	4.9%	20.7%	32.9%	35.8%	38.5%
市盈率(PE)	617.5	116.2	56.3	40.6	30.5
EV/EBITDA	290.2	86.5	50.3	37.5	28.1
市净率(PB)	30.10	24.03	18.50	14.53	11.73

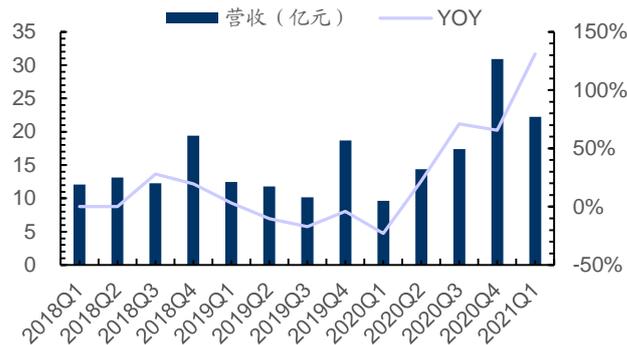
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

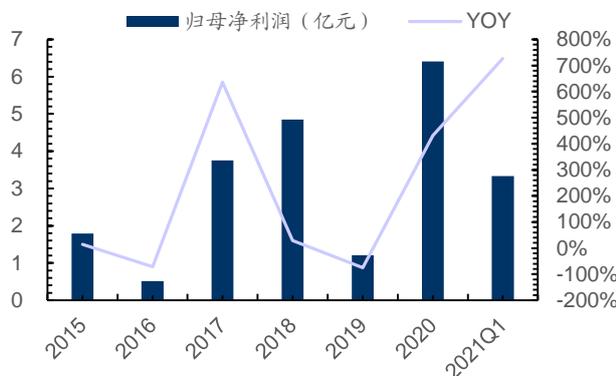
**盈利能力大幅提升,经营表现超预期。**公司发布2020年年报及2021年一季报,2020年实现营收72.34亿元/+36.17%,归母净利润为6.41亿元/+431.22%,扣非归母净利润为5.31亿元/+426.51%,拟每10股派现金红利5元(含税),分红率为44.65%。经折算,Q4实现营收30.92亿元/+65.55%,归母净利润为3.91亿元/+1902.30%,扣非归母净利润为3.67亿元/+2563.77%。2021Q1实现营收22.25亿元/+131.04%,同比2019年增长78.27%,归母净利润为3.33亿元/+726.61%,同比2019年增长374.81%,扣非归母净利润为3.17亿元/+806.19%,同比2019年增长419.29%。公司盈利能力大幅提升,Q4业绩及Q1营收利润超出市场预期。

**图 1: 公司营业收入及同比增速**


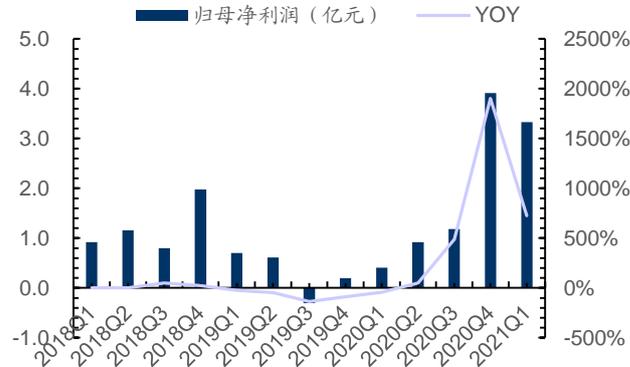
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 2: 公司单季度营业收入及同比增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 3: 公司归母净利润及同比增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

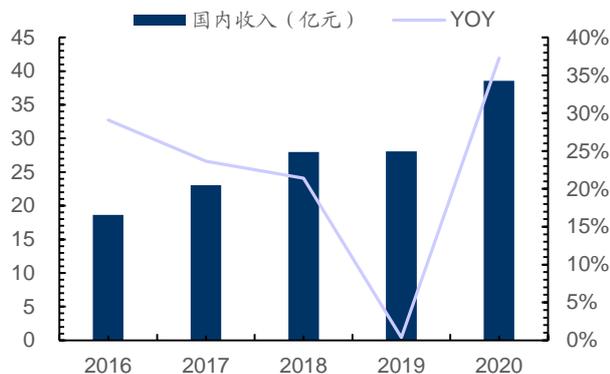
**图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**科沃斯+添可自主品牌高歌猛进,国内外齐头并进。**公司缩减代工业务、全面聚焦自主品牌以来,添可和科沃斯取得快速增长。2020年科沃斯品牌取得收入**42.36亿元,同比增长17.30%**,营收占比达到58.55%;添可品牌收入**12.59亿元,同比增长361.64%**,营收占比达到17.41%。根据中怡康的数据,2020年我国国内扫地机器人线上销售额增长26%。而公司削减低端产品,大力推广高技术段产品,让出部分低端产品市场,树立起高技术高定位的品牌形象。全年全局规划类高端产品占比达到80.7%/+13.7pct,激光雷达的全局规划产品占比达到70.2%/+30.25pct。添可品牌的跨越式增长主要缘于公司成功开拓洗地机、吹风机等品类,其中洗地机一经推出便占据国内70%以上的份额,在海外购物节期间登顶品类第一,全年实现收入7.38亿元。此外,公司的代工业务在调整后迎来改善,服务机器人ODM收入增长57.25%至0.69亿元,清洁类小家电OEM/ODM收入14.92亿元/+17.87%。

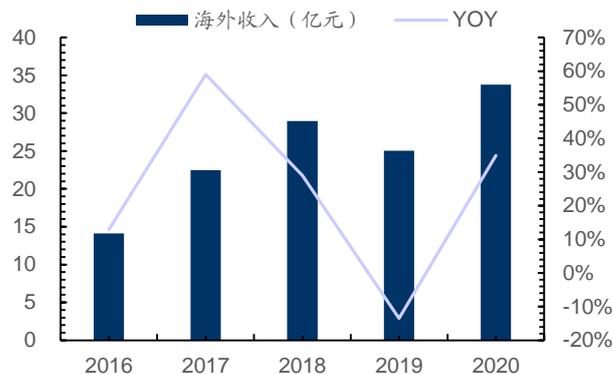
在自主品牌的强劲动力支撑下，公司内外销均实现高增。外销方面，公司境外实现收入 33.79 亿元/+34.94%，假设代工业务全为出口业务，则自主品牌收入达到 18.17 亿元，同比增长 52.23%。根据我们在亚马逊上的跟踪数据，预计增长主要来自于添可洗地机的爆发式增长。内销方面，公司实现收入 38.55 亿元/+37.27%，预计增长同样来自于添可的爆发。

图 5：公司内销收入及同比增速



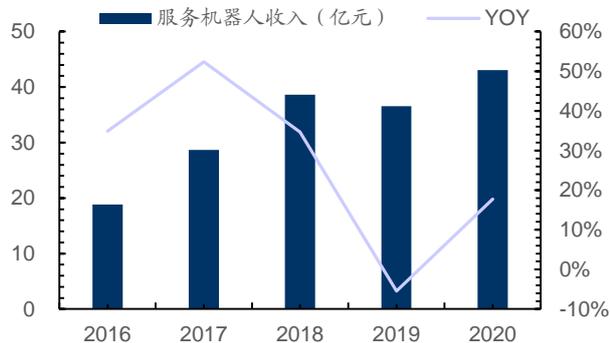
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司外销收入及同比增速



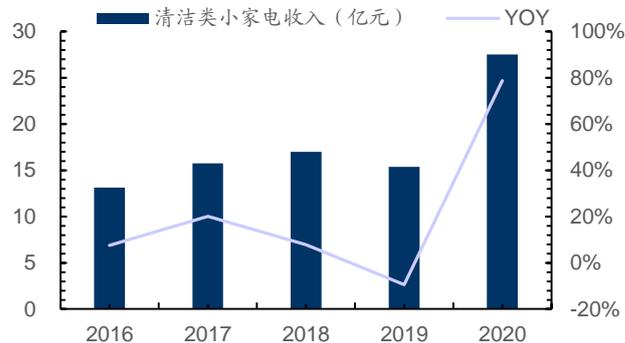
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司服务机器人收入及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司清洁类小家电收入及同比增速



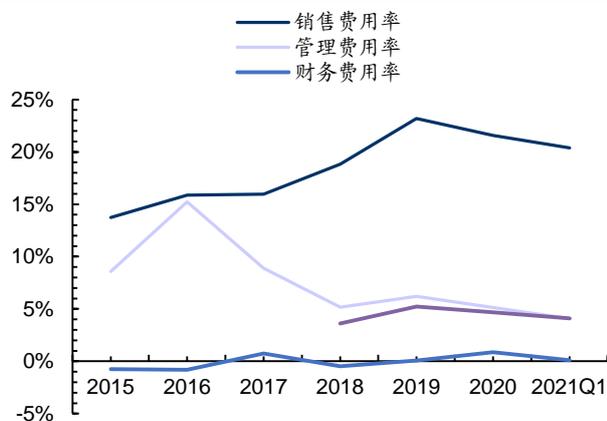
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**自主品牌大幅拉升毛利率，费用率保持稳定。**2020 年公司毛利率为 42.86%/+4.56pct，考虑到公司 2020 年起开始执行新收入准则，将运输费调整至营业成本，同口径下 2020 年毛利率为 45.43%/+7.14pct。毛利率增加一方面来自于自主品牌毛利率的提升，2020 年公司自主品牌毛利率为 51.35%/+5.42pct，其中同口径下科沃斯品牌服务机器人毛利率为 50.49%，添可毛利率为 64.67%；另一方面来自于高毛利的自主品牌业务占比提升。预计未来自主品牌业务的占比仍将持续提升，从而带动公司整体毛利率的稳步上升。2021Q1 公司毛利率为 46.78%/+8.29pct，预计贡献同样来源于自主品牌业务。

**费用率方面**，同口径下公司期间费用率为 34.83%/+0.15pct，保持基本稳定。若将运输费全部加回销售费用中，销售费用率为 24.15%/+0.96pct，管理费用率为 5.13%/-1.06pct，研发费用率为 4.67%/-0.55pct，受到人民币升值的影响，公司汇兑损失大幅增长（损失额为 0.62 亿元，2019 年为实现汇兑收益 0.14 亿元），财务费用率为 0.88%/+0.79pct。2020 年净利率达到 8.90%/+6.62pct。2021Q1 费用率变动保持同样趋势，但费用投放减少。销售费用率为

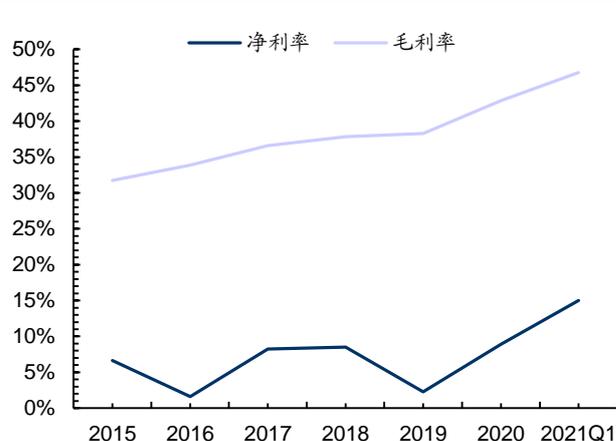
20.38%/+0.14pct, 管理费用率为 4.07%/-3.39pct, 研发费用率为 4.11%/-2.60pct, 财务费用率为 0.11%/+0.69pct。Q1 期间费用率为 28.68%/-5.17pct, 净利率为 15.02%/+10.83pct。

图 9: 公司费用率情况



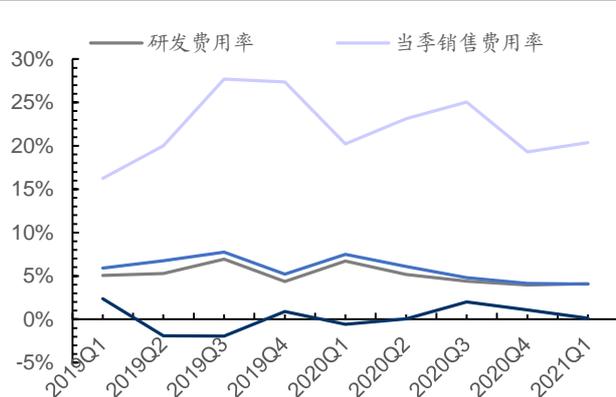
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司毛/净利率情况



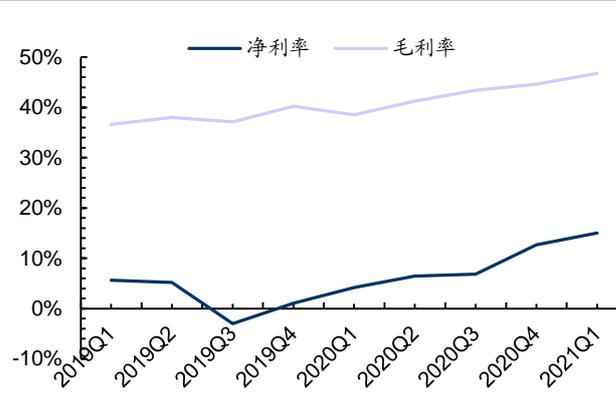
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司单季度费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司单季度毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

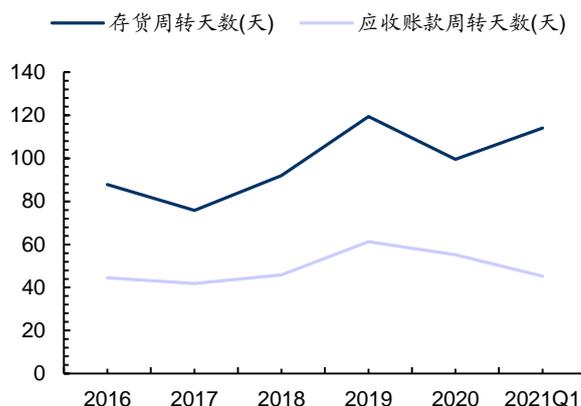
**现金流保持稳健, 周转稳中向好。**2020 年公司经营活动现金流量净额为 11.97 亿元/+357.50%, 营业收入的现金含量为 96.34%/-7pct, 净利润的现金含量为 186.65%/-30.07pct, 虽然现金表现有所下滑, 但仍保持在较高的水平上。周转方面, 公司存货周转天数达到 99.47 天/-19.92 天, 应收账款周转天数为 55.14 天/-6.18 天, 应付账款周转天数为 126.09 天/+5.82 天, 营业周期为 154.61 天/-26.10 天, 周转表现稳中向好。

图 13: 公司经营性现金流情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司流动资产周转情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**可转债募资增强公司实力。**公司拟发行总额不超过 10.8 亿元的可转债，扣除发行费用及财务性投资后募集资金净额将用于投资“多智慧场景机器人科技创新项目”、“添可智能生活电器国际化运营项目”以及“科沃斯品牌服务机器人全球数字化平台项目”。上述项目有望增强公司在机器人及生活电器等业务上的竞争力，巩固行业龙头地位。

表 1: 扣除发行费用及财务性投资后募集资金净额投资情况

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金数额
1	多智慧场景机器人科技创新项目	84,418.51	65,503.48
2	添可智能生活电器国际化运营项目	30,498.52	30,498.52
3	科沃斯品牌服务机器人全球数字化平台项目	18,684.74	7,998.00
合计		132,767.27	104,000.00

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司在技术研发和制造上积淀深厚，自主品牌建立起全球影响力。**1) 技术上，公司始终坚持对研发的持续投入，持续引领行业发展，在扫地机、洗地机上运用领先的智能感应等技术，不断优化用户的使用体验；2) 制造端，公司具有多年大品牌的 ODM 经验，能对新品类的研发提供较强指导作用，多品类的供应链、制造经验以及新品类的品控标准等助力形成产品品质的强大壁垒；3) 品牌打造及宣传上，公司坚持高定位高科技高创新，善用直播、KOL 等新媒体形式，引发话题热潮，在全球市场被消费者认可和接纳，成为服务机器人的代表品牌。未来公司将不断升级扫地机器人，推出新型家庭服务机器人，巩固行业领先地位；添可则推出智能料理机等高端智能生活电器，双品牌具有广阔的增长空间，成长潜力大。

**投资建议：双品牌双突破，维持“买入”评级。**扫地机器人、洗地机等新型清洁电器行业空间广阔，公司旗下自主品牌科沃斯+添可独占行业鳌头，基于年报及一季报的亮眼表现，上调公司盈利预测，预计 21-23 年 EPS 为 2.35/3.25/4.34 元/股（前值为 2.25/3.04/4.02），对应 PE 为 56/41/30x，维持“买入”评级。

**附表：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
688169.SH	石头科技	1,137.82	759	15.66	20.57	26.24	32.83	73	55	43	35	买入
	平均							73	55	43	35	
603486.SH	科沃斯	132.04	756	0.21	1.14	2.35	3.25	617	116	56	41	买入

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1965	2079	2996	4069	营业收入	7234	10664	14016	16960
应收款项	1345	1874	2526	3063	营业成本	4134	5817	7490	8752
存货净额	1285	1860	2364	2780	营业税金及附加	54	71	98	119
其他流动资产	316	311	448	593	销售费用	1561	2293	3084	3731
<b>流动资产合计</b>	<b>4973</b>	<b>6199</b>	<b>8424</b>	<b>10612</b>	管理费用	709	1027	1335	1615
固定资产	768	846	947	1019	财务费用	63	(25)	(32)	(47)
无形资产及其他	87	84	80	77	投资收益	45	22	33	28
投资性房地产	163	163	163	163	资产减值及公允价值变动	114	35	61	32
长期股权投资	171	189	196	203	其他收入	(144)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6162</b>	<b>7481</b>	<b>9810</b>	<b>12075</b>	营业利润	728	1537	2136	2850
短期借款及交易性金融负债	109	119	141	123	营业外净收支	4	8	5	6
应付款项	2026	2379	3198	3898	<b>利润总额</b>	<b>732</b>	<b>1545</b>	<b>2141</b>	<b>2856</b>
其他流动负债	904	928	1313	1668	所得税费用	88	215	299	398
<b>流动负债合计</b>	<b>3039</b>	<b>3427</b>	<b>4652</b>	<b>5689</b>	少数股东损益	3	6	8	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>641</b>	<b>1324</b>	<b>1834</b>	<b>2447</b>
其他长期负债	11	10	9	7					
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3049</b>	<b>3436</b>	<b>4661</b>	<b>5696</b>	净利润	641	1324	1834	2447
少数股东权益	12	16	21	26	资产减值准备	61	8	10	8
股东权益	3101	4028	5128	6352	折旧摊销	120	93	102	111
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6162</b>	<b>7481</b>	<b>9810</b>	<b>12075</b>	公允价值变动损失	(114)	(35)	(61)	(32)
					财务费用	63	(25)	(32)	(47)
关键财务与估值指标					营运资本变动	438	(716)	(80)	(36)
每股收益	1.14	2.35	3.25	4.34	其它	(58)	(4)	(5)	(3)
每股红利	0.01	0.70	1.30	2.17	<b>经营活动现金流</b>	<b>1088</b>	<b>672</b>	<b>1799</b>	<b>2495</b>
每股净资产	5.49	7.14	9.09	11.25	资本开支	(277)	(142)	(149)	(156)
ROIC	25%	40%	52%	65%	其它投资现金流	(58)	(12)	(15)	(18)
ROE	21%	33%	36%	39%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(331)</b>	<b>(171)</b>	<b>(171)</b>	<b>(181)</b>
毛利率	43%	45%	47%	48%	权益性融资	28	0	0	0
EBIT Margin	11%	14%	14%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	15%	17%	支付股利、利息	(4)	(397)	(733)	(1223)
收入增长	36%	47%	31%	21%	其它融资现金流	101	10	22	(18)
净利润增长率	431%	107%	38%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>120</b>	<b>(387)</b>	<b>(712)</b>	<b>(1241)</b>
资产负债率	50%	46%	48%	47%	<b>现金净变动</b>	<b>877</b>	<b>114</b>	<b>917</b>	<b>1073</b>
息率	0.0%	0.5%	1.0%	1.6%	货币资金的期初余额	1088	1965	2079	2996
P/E	116.2	56.3	40.6	30.5	货币资金的期末余额	1965	2079	2996	4069
P/B	24.0	18.5	14.5	11.7	企业自由现金流	964	490	1602	2280
EV/EBITDA	86.5	50.3	37.5	28.1	权益自由现金流	1066	522	1651	2302

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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