

## 双品牌运营成效显著, Q1 业绩增速亮眼

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布 2020 年年报及 2020 年一季报, 2020 年实现营收 72.3 亿元, 同比增长 36.2%; 实现归母净利润 6.4 亿元, 同比增长 431.2%; 实现扣非后归母净利润 5.3 亿元, 同比增长 426.5%。Q4 单季度实现营收 30.9 亿元, 同比增长 65.5%; 实现归母净利润 3.9 亿元, 同比增长 1902.3%; 实现扣非后归母净利润 3.7 亿元, 同比增长 2563.8%。2021Q1, 公司实现营收 22.2 亿元, 同比增长 131%; 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 726.2%。公司拟每 10 股派发 5 元(含税), 分红率为 44.7%。
- 双品牌运营, 营收快速增长。** 2020 年科沃斯推出搭载 dToF 激光雷达传感器、视觉 AI 和结构光等新技术的 T8 系列扫地机, 火爆全球。新推出的可移动空气净化机器人也受到市场关注。科沃斯品牌全年销售收入达 42.4 亿元, 较上年上升 17.3%。添可旗下智能洗地机芙万产品开创了无线手持地面清洁扫吸拖一体的全新方式, 给用户带来了优质的使用体验和高品质的情景化生活解决方案, AVC 数据显示, 添可洗地机线上销售额占比高达 67.9%, 成清洁电器最大黑马。同时, 添可在美国、德国、英国、日本亚马逊洗地机品类均排名第一。添可品牌今年实现销售收入 12.6 亿元, 较上年增长 361.7%。
- 自有品牌占比提升+产品结构升级, 盈利能力显著提升。** 2020 年公司综合毛利率为 42.9%, 同比增长 4.6pp。公司毛利率提升主要有两个原因: (1) 自主品牌营收占比提升推动公司整体毛利率提升。科沃斯及添可两大品牌营收占比 76%, 较上年提升 2.9pp。(2) 产品结构升级优化盈利能力。科沃斯扫地机中以全局规划类产品为代表的高端品类占比持续提升, 收入占比达 80.7%, 同比提升 13.7pp。其中基于激光雷达的全局规划产品占比达 70.2%, 同比提升 30.3pp。中高端产品占比提升, 推动公司整体家用服务机器人平均销售单价同比上升 24.9%, 自有品牌综合毛利率提升 5.4pp 至 51.4%。费用率方面, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 21.6%/11.4%/0.9%, 同比变动 -1.6pp/-1.6pp/0.8pp。综合来看, 公司净利率为 8.9%, 同比提升 6.6pp。
- Q1 营收业绩持续高增。** 根据 AVC 数据显示, 科沃斯品牌 Q1 线上销售额同比增长 32%, 添可 Q1 国内线上销售额同比增长 3398%。2021Q1 公司科沃斯、添可品牌营业收入持续高增。随着产品结构持续优化, 公司盈利能力显著提升。2020Q1 公司综合毛利率为 46.8%, 同比提升 8.3pp。费用率方面, 随着营收规模的扩大, 公司费用率摊薄, 管理费用率同比减少 6pp。综合来看, Q1 公司净利率为 15%, 同比提升 10.8pp, 盈利能力显著提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.54 元、3.68 元、4.75 元, 未来三年归母净利润将保持 61.9% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动、人民币汇率大幅波动风险、新品销售不及预期风险。

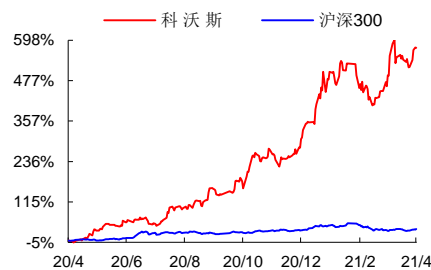
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7233.76	11915.83	15885.13	19833.55
增长率	36.17%	64.73%	33.31%	24.86%
归属母公司净利润(百万元)	641.21	1451.41	2109.12	2718.34
增长率	23818.80%	126.36%	45.32%	28.88%
每股收益 EPS(元)	1.12	2.54	3.68	4.75
净资产收益率 ROE	20.69%	31.57%	31.46%	28.86%
PE	118	52	36	28
PB	24.29	16.45	11.27	8.02

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.73
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	18.54-136.5
总市值(亿元)	755.99
总资产(亿元)	67.48
每股净资产(元)	5.99

### 相关研究

- 科沃斯(603486): 双品牌运营成效显著, Q4 业绩超预期 (2021-01-13)
- 科沃斯(603486): 自主品牌高速增长, Q3 业绩超预期 (2020-10-26)
- 科沃斯(603486): 自主品牌建设加速, Q2 营收增长亮眼 (2020-08-20)
- 科沃斯(603486): 扫地机龙头, 扬帆起航 (2020-06-08)

**关键假设：**

假设 1：公司加大自主品牌建设，自主品牌占比提升带动公司盈利能力提升，预计 2021-2023 年服务机器人业务和清洁小家电的毛利率分别为 48.79%/49.79%/49.8%，40.69%/42.6%/43.08%；

假设 2：预期公司费用率保持相对稳定，预计 2021-2023 年公司的销售费用率和管理费用率分别保持为 21.5%和 8.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
服务机器人	收入	4304.82	6436.44	8041.40	10046.76
	增速	17.8%	49.5%	24.9%	24.9%
	毛利率	48.01%	48.79%	49.79%	49.80%
服务机器人 -自主品牌	收入	4235.54	6,353.31	7,941.64	9,927.05
	增速	17.3%	50.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	48.25%	49.00%	50.00%	50.00%
服务机器人 -代工	收入	69.28	83.13	99.76	119.71
	增速	57.2%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.16%	33.00%	33.00%	33.00%
清洁小家电	收入	2751.38	5292.95	7647.98	9581.24
	增速	78.8%	92.4%	44.5%	25.3%
	毛利率	36.39%	40.69%	42.60%	43.08%
清洁小家电 -自主品牌	收入	1259.13	3651.47	5842.35	7595.05
	增速	361.6%	190.0%	60.0%	30.0%
	毛利率	45.00%	45.50%	46.50%	46.50%
清洁小家电 -代工	收入	1492.26	1641.48	1805.63	1986.19
	增速	17.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	29.13%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	177.56	186.44	195.76	205.55
	增速	49.7%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.12%	18.00%	18.00%	18.00%
合计	收入	7,233.76	11,915.83	15,885.13	19,833.55
	增速	36.17%	64.73%	33.31%	24.86%
	毛利率	42.86%	44.71%	45.94%	46.22%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7233.76	11915.83	15885.13	19833.55	净利润	643.98	1451.41	2110.22	2720.34
营业成本	4133.64	6587.85	8587.77	10665.96	折旧与摊销	128.84	84.48	92.43	102.58
营业税金及附加	54.00	82.94	113.20	141.36	财务费用	63.46	-7.23	-9.00	-42.44
销售费用	1560.70	2561.90	3415.30	4264.21	资产减值损失	-92.87	15.00	15.00	15.00
管理费用	371.24	1012.85	1350.24	1685.85	经营营运资本变动	484.54	-743.17	-216.63	-181.01
财务费用	63.46	-7.23	-9.00	-42.44	其他	-31.15	-0.54	-42.36	-47.41
资产减值损失	-92.87	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1196.80</b>	<b>799.96</b>	<b>1949.65</b>	<b>2567.07</b>
投资收益	45.30	10.12	17.82	24.41	资本支出	4.44	-145.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	7.33	4.54	5.18	5.33	其他	-204.02	14.67	22.99	29.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-199.58</b>	<b>-130.33</b>	<b>-122.01</b>	<b>-115.26</b>
<b>营业利润</b>	<b>727.53</b>	<b>1677.18</b>	<b>2435.62</b>	<b>3133.33</b>	短期借款	-86.44	-108.98	0.00	0.00
其他非经营损益	4.07	3.01	3.20	3.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>731.59</b>	<b>1680.20</b>	<b>2438.81</b>	<b>3136.62</b>	股权融资	17.48	0.00	0.00	0.00
所得税	87.61	228.79	328.59	416.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	643.98	1451.41	2110.22	2720.34	其他	-15.40	39.88	9.00	42.44
少数股东损益	2.78	0.00	1.10	2.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-84.36</b>	<b>-69.10</b>	<b>9.00</b>	<b>42.44</b>
归属母公司股东净利润	641.21	1451.41	2109.12	2718.34	<b>现金流量净额</b>	<b>878.49</b>	<b>600.52</b>	<b>1836.65</b>	<b>2494.24</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1965.21	2565.73	4402.38	6896.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1444.53	2273.79	3070.96	3829.88	销售收入增长率	36.17%	64.73%	33.31%	24.86%
存货	1284.73	2018.37	2644.31	3292.88	营业利润增长率	416.10%	130.53%	45.22%	28.65%
其他流动资产	278.25	318.43	403.74	488.60	净利润增长率	431.07%	125.38%	45.39%	28.91%
长期股权投资	171.05	171.05	171.05	171.05	EBITDA 增长率	258.50%	90.74%	43.58%	26.77%
投资性房地产	0.29	0.29	0.29	0.29	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	768.18	822.57	869.01	905.31	毛利率	42.86%	44.71%	45.94%	46.22%
无形资产和开发支出	87.28	93.99	100.70	107.41	三费率	27.58%	29.94%	29.94%	29.79%
其他非流动资产	162.82	162.24	161.66	161.08	净利率	8.90%	12.18%	13.28%	13.72%
<b>资产总计</b>	<b>6162.35</b>	<b>8426.46</b>	<b>11824.11</b>	<b>15853.13</b>	ROE	20.69%	31.57%	31.46%	28.86%
短期借款	108.98	0.00	0.00	0.00	ROA	10.45%	17.22%	17.85%	17.16%
应付和预收款项	2315.05	3154.23	4239.95	5339.02	ROIC	40.72%	65.24%	66.27%	70.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.72%	14.72%	15.86%	16.10%
其他负债	625.35	675.20	876.91	1086.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3049.39</b>	<b>3829.42</b>	<b>5116.86</b>	<b>6425.52</b>	总资产周转率	1.38	1.63	1.57	1.43
股本	564.37	572.54	572.54	572.54	固定资产周转率	9.42	15.72	20.84	25.42
资本公积	1007.35	999.17	999.17	999.17	应收账款周转率	6.53	7.11	6.56	6.35
留存收益	1629.75	3081.16	5190.29	7908.63	存货周转率	3.52	3.95	3.64	3.56
归属母公司股东权益	3101.10	4585.17	6694.29	9412.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.34%	—	—	—
少数股东权益	11.87	11.87	12.97	14.97	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3112.96</b>	<b>4597.03</b>	<b>6707.26</b>	<b>9427.60</b>	资产负债率	49.48%	45.45%	43.27%	40.53%
负债和股东权益合计	6162.35	8426.46	11824.11	15853.13	带息债务/总负债	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.64	1.88	2.06	2.26
					速动比率	1.21	1.35	1.54	1.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.12	2.54	3.68	4.75
					每股净资产	5.44	8.03	11.71	16.47
					每股经营现金	2.09	1.40	3.41	4.48
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	919.83	1754.44	2519.04	3193.47					
PE	117.90	52.09	35.84	27.81					
PB	24.29	16.45	11.27	8.02					
PS	10.45	6.34	4.76	3.81					
EV/EBITDA	78.76	41.50	28.18	21.44					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn