

洗地机爆发式增长，添可市占率一骑绝尘

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2021年半年报，2021年H1公司实现营收53.6亿元，同比增长123.1%；实现归母净利润8.5亿元，同比增长543.3%；实现扣非净利润8.2亿元，同比增长781%。非经常性损益主要是公司去年同期收到政府补助4378万元。单季度来看，Q2公司实现营收31.3亿元，同比增长117.8%；实现归母净利润5.2亿元，同比增长462.8%。
- 扫地机渗透率稳步提升，科沃斯领先优势持续扩大。**根据GFK扫地机器人零售监测报告显示，报告期内全球（不含北美）扫地机器人市场零售额同比增长49.1%，扫地机市场持续高速增长。在行业快速增长的背景下，公司推出技术领先的T9系列、N9+系列扫地机器人。新品在Q2集中发力，叠加618大促，2021上半年公司营收高速增长。报告期内，科沃斯品牌实现营收26.1亿元，同比增长69.9%。其中618期间，科沃斯品牌全渠道成交额超9亿元，同比增长长达115%。根据中怡康数据，截至报告期末，科沃斯品牌扫地机器人国内零售份额为46.1%，同比提升3.2pp，龙头地位进一步巩固。
- 洗地机爆发式增长，添可一马当先。**根据奥维云网（AVC）推总数据显示，报告期内，洗地机市场上半年继续保持爆发式增长，行业规模突破20亿元，同比增长767.5%。2021H1，洗地机占整个清洁电器市场比例达到14.9%，同比提升9.5pp，已成为清洁电器行业的第三大细分品类。继美万一代产品之后，公司添可品牌在上半年推出了美万2.0系列洗地机产品，持续引领洗地机市场发展。618期间添可品牌全渠道成交额超9亿元，同比增长1132%，其中添可美万洗地机产品成交量突破25万台，在天猫、京东和苏宁三大平台洗地机类目均排名第一，市场份额超过70%，市场份额遥遥领先。整体来看，报告期内添可品牌实现营收20.4亿元，同比增长817%。
- 全球化布局持续完善。**公司现已建立以美国、德国和日本为核心覆盖全球主要市场的经营网络，搭建了完善的线上和线下销售渠道，且通过持续的品牌投入获得了广泛的消费者认可，同时积极推动全球新品上市节奏的统一。报告期内，公司科沃斯品牌海外业务收入同比增长134.8%；添可品牌海外业务收入同比增长452.8%。
- 产品结构优化，盈利能力迈上新台阶。**报告期内，公司综合毛利率为50.3%，同比增加10.1pp。毛利率提升原因主要有三，（1）高端产品占比提升驱动出货均价上行。报告期内，科沃斯、添可品牌出货均价分别同比+42.5%/+4.4%。（2）自主品牌业务营收占比提升。报告期内，科沃斯及添可两大自有品牌业务合计占总营业收入的86.7%，同比增加13.5pp。（3）我们推测添可品牌的高速增长，也在一定程度上摊薄费用，推动公司盈利能力上行。此外，公司直销收入占比提升也能助益毛利率优化。费用率方面，公司销售费用率为22.7%，同比增加0.7pp。公司销售费用提升主要是由于两方面原因，一方面公司持续投入品牌建设，树立高端品牌形象，同时也在线下加大核心城市高端购物中心和百货商场等的布局与开拓，费用投放加大。另一方面公司直销收入较上年同期增长了245.2%，收入的快速增长及结构变化也在一定程度上推动了销售费用的增长。

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



基础数据

总股本(亿股)	5.72
流通A股(亿股)	5.60
52周内股价区间(元)	38.57-250.19
总市值(亿元)	1,006.75
总资产(亿元)	76.04
每股净资产(元)	6.48

相关研究

- 科沃斯(603486)：双品牌运营成效显著，Q1业绩增速亮眼 (2021-04-25)
- 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)

公司管理费用率为 8.2%，同比减少 4.2pp；财务费用率为 0.7%，同比增加 0.9pp，主要是汇兑损失增加所致。综合来看，公司净利率为 15.9%，同比增加 10.4pp。

- **高研发投入夯实技术实力，持续推新巩固市场地位。**公司进一步加大研发投入，截至报告期末，公司研发费用投入达 2 亿元，同比增长 45.8%。公司获得授权专利/在申专利/新增专利分别为 1122/987/145 项，丰富的专利储备为公司新品研发奠定了技术基础，本期内公司新品 T9+ 系列扫地机器人和 N9+ 自清洁扫地机器人分别涉及 84、64 项公司专利，添可品牌芙万系列洗地机共涉及 56 项其中发明专利 32 项。公司凭借着技术研发的高投入以及产品的高效转化，高端旗舰产品不断推出，9 月公司将发布年度旗舰新品，双十一表现值得期待。
- **多元产品矩阵，打造新增长引擎。家用服务：**公司除了对扫地机器人品类持续投入外，继续加大对空气净化机器人沁宝和擦窗机器人窗宝的产品技术研发和市场推广，以及未来室内及室外多场景服务机器人的研究开发。报告期内，公司擦窗机器人和空气净化机器人的收入占比合计占公司国内服务机器人收入 11.2%，同比增长 5.6pp。**商用领域：**面对未来可能爆发的商用服务市场，公司积极布局商用领域。报告期内，公司聚焦商用清洁板块，结合场景不断打磨技术，推出了扫洗一体的地面上洁机器人“程犀”。
- **启动可转债融资，完善全球业务布局。**报告期内，公司拟通过公开发行可转债募资 10.4 亿元用于多智慧场景机器人科技创新、添可智能生活电器国际化运营，科沃斯品牌服务机器人全球数字化平台项目的投资。预计未来项目的落地有助于公司加速海外市场拓展，筑强企业护城河。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.51/5.08/6.72 元，未来三年归母净利润将保持 81.7% 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、新品拓展不及预期风险，人民币汇率波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7233.76	12941.72	17901.13	22526.45
增长率	36.17%	78.91%	38.32%	25.84%
归属母公司净利润（百万元）	641.21	2011.26	2910.18	3847.00
增长率	23818.80%	213.67%	44.69%	32.19%
每股收益 EPS（元）	1.12	3.51	5.08	6.72
净资产收益率 ROE	20.69%	39.00%	36.08%	32.30%
PE	157	50	35	26
PB	32.36	19.53	12.48	8.45

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：在消费升级趋势下，预期清洁电器行业规模快速扩张。假设未来扫地机渗透率在 25%以上，洗地机渗透率在 10%以上。

假设 2：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 51.28%/51.61%/51.64%，49%/50.5%/51.83%；

假设 3：公司强化自主品牌建设与全球化布局，预期公司销售费用有所提升，预计 2021-2023 年公司的销售费用率分别为 22.5%/22.8%/23%。

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	5787.26	7220.21	9010.72
	增速	17.8%	34.4%	24.8%	24.8%
	毛利率	48.01%	51.28%	51.61%	51.64%
清洁小家电	收入	2751.38	6985.79	10520.67	13363.49
	增速	78.8%	153.9%	50.6%	27.0%
	毛利率	36.39%	49.00%	50.50%	51.83%
其他	收入	177.56	168.68	160.25	152.23
	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	12,941.72	17,901.13	22,526.45
	增速	36.17%	78.91%	38.32%	25.84%
	毛利率	42.86%	49.61%	50.66%	51.53%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7233.76	12941.72	17901.13	22526.45	净利润	643.98	2011.26	2911.28	3849.00
营业成本	4133.64	6520.93	8833.17	10919.12	折旧与摊销	128.84	140.03	147.98	158.13
营业税金及附加	54.00	90.08	127.56	160.55	财务费用	63.46	-6.83	-16.06	-69.02
销售费用	1560.70	2911.89	4081.46	5181.08	资产减值损失	-92.87	15.00	15.00	15.00
管理费用	371.24	1100.05	1521.60	1914.75	经营营运资本变动	386.97	-1004.34	-385.19	-351.23
财务费用	63.46	-6.83	-16.06	-69.02	其他	66.42	-49.32	-34.23	-43.34
资产减值损失	-92.87	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	1196.80	1105.80	2638.76	3558.54
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	投资活动现金流净额	-199.58	-130.33	-122.01	-115.26
营业利润	727.53	2325.27	3361.40	4434.70	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
利润总额	731.59	2328.29	3364.60	4437.98	股权融资	17.48	0.00	0.00	0.00
所得税	87.61	317.03	453.32	588.98	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	643.98	2011.26	2911.28	3849.00	其他	-15.40	39.48	16.06	69.02
少数股东损益	2.78	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流净额	-84.36	-69.50	16.06	69.02
归属母公司股东净利润	641.21	2011.26	2910.18	3847.00	现金流量净额	878.49	905.97	2532.82	3512.30
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
货币资金	1965.21	2871.18	5404.00	8916.30	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
应收和预付款项	1444.53	2456.09	3441.95	4323.73	成长能力				
存货	1284.73	2102.70	2872.15	3568.30	销售收入增长率	36.17%	78.91%	38.32%	25.84%
其他流动资产	278.25	340.48	447.07	546.48	营业利润增长率	416.10%	219.61%	44.56%	31.93%
长期股权投资	171.05	171.05	171.05	171.05	净利润增长率	431.07%	212.31%	44.75%	32.21%
投资性房地产	0.29	0.29	0.29	0.29	EBITDA 增长率	258.50%	167.28%	42.09%	29.50%
固定资产和在建工程	768.18	769.89	763.65	747.26	获利能力				
无形资产和开发支出	87.28	91.13	94.97	98.81	毛利率	42.86%	49.61%	50.66%	51.53%
其他非流动资产	162.82	162.24	161.66	161.08	三费率	27.58%	30.95%	31.21%	31.19%
资产总计	6162.35	8965.03	13356.79	18533.30	净利润率	8.90%	15.54%	16.26%	17.09%
短期借款	108.98	0.00	0.00	0.00	ROE	20.69%	39.00%	36.08%	32.30%
应付和预收款项	2315.05	3139.71	4386.98	5504.11	ROA	10.45%	22.43%	21.80%	20.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	40.72%	83.81%	79.80%	84.81%
其他负债	625.35	668.45	901.65	1112.04	EBITDA/销售收入	12.72%	19.00%	19.51%	20.08%
负债合计	3049.39	3808.16	5288.64	6616.15	营运能力				
股本	564.37	572.54	572.54	572.54	总资产周转率	1.38	1.71	1.60	1.41
资本公积	1007.35	999.17	999.17	999.17	固定资产周转率	9.42	17.69	26.20	34.73
留存收益	1629.75	3641.00	6551.18	10398.18	应收账款周转率	6.53	7.34	6.66	6.37
归属母公司股东权益	3101.10	5145.01	8055.18	11902.19	存货周转率	3.38	3.66	3.44	3.31
少数股东权益	11.87	11.87	12.97	14.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.34%	—	—	—
股东权益合计	3112.96	5156.88	8068.15	11917.15	资本结构				
负债和股东权益合计	6162.35	8965.03	13356.79	18533.30	资产负债率	49.48%	42.48%	39.60%	35.70%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	带息债务/总负债	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	919.83	2458.48	3493.32	4523.81	流动比率	1.64	2.05	2.30	2.63
PE	157.08	50.08	34.61	26.18	速动比率	1.21	1.49	1.76	2.09
PB	32.36	19.53	12.48	8.45	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	13.92	7.78	5.63	4.47	每股指标				
EV/EBITDA	105.68	39.71	27.22	20.25	每股收益	1.12	3.51	5.08	6.72
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	5.44	9.01	14.09	20.81

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

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

行业评级

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	zfy@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn