

# 两大品牌延续高增长，新一轮激励计划提振长期信心

事件 1: 公司公告 2021 年三季报, 单三季度实现营业收入 28.86 亿元, 同比增长 65.82%; 实现归母净利润 4.80 亿元, 同比增长 307.40%。

事件 2: 公司推出 2021 年股票期权和限制性股票激励计划, 覆盖科沃斯品牌、添可品牌、集团总部共 927 人, 业绩考核目标均以 2021 年为基数, 2022-2025 年科沃斯、添可双品牌收入 CAGR 均不低于 35%, 净利润 CAGR 均不低于 35%, 上市公司净利润 CAGR 不低于 25%。

## 核心观点

- **扫地机、洗地机市场领先地位稳固, 科沃斯+添可双轮驱动收入高增长。**三季度科沃斯、添可两大自主品牌延续高增长, 根据奥维云网的统计数据, 2021Q3 科沃斯、添可国内线上销售额分别达 7.0、5.2 亿元, 同比分别增长 26%、399%; (1) 科沃斯: 高端自清洁新品助力、价齐升。3 月上新的自清洁 N9+ 扫地机持续贡献增长驱动力, 同时 9 月中旬发布的自清洁产品 X1 系列扫地机迅速成为爆款大单品, 其中旗舰款 X1 OMNI (5999 元) 自上市以来, 9 月单月线上市占率已达 10.36%, 进一步稳固公司市场领先地位, 2021Q3 科沃斯扫地机线上销售额市占率同比提升 9pct 至 45%; (2) 添可: 行业引领者维持高增长态势。清洁电器渗透率稳步提升+洗地机品类份额扩张 (据奥维云网统计, 2021Q3 洗地机占清洁电器销售额的比重同比提升 16pct 至 21%), 行业高景气度延续, 添可作为行业引领者, 2021Q3 国内线上市场占有率达 62%, 营收维持高增长。
- **产品结构持续升级推动毛利率大幅改善, 盈利能力显著提升。**自主品牌占比提升、高端新品持续放量优化公司产品结构, 2021Q3 公司综合毛利率同比提升 4.58pct 至 48.01%; 环比下降 4.75pct, 推测由国际物流运费快速上涨导致。费用端, 受运输费用重分类至营业成本影响, 2021Q3 公司销售费用率同比小幅下降 1.67pct 至 23.39%, 还原后推测同比小幅提升; 规模效应下管理、财务费用率同比有所下行, 2021Q3 归母净利率同比提升 9.87pct 至 16.65%, 盈利能力显著提升。
- **新一轮激励计划调动内部动力, 双品牌驱动下公司后续高增可期。**公司新一轮激励计划推出, 有望充分调动内部驱动力, 彰显高增长信心。分品牌来看, 科沃斯 X1 系列全能扫拖新旗舰产品在短期迅速成为市场爆款, 后续有望为公司贡献业绩增量; 未来公司将继续通过产品及技术的升级迭代解决消费者痛点, 同时加快推进海内外全渠道战略, 实现扫地机量、价齐升。添可品牌不断完善产品矩阵, 有望凭借先发优势构筑的产品力、品牌力, 持续受益于洗地机新品类高成长红利。未来科沃斯+添可双轮驱动下, 公司高增长确定性较强。

## 财务预测与投资建议

- 结合前三季度实际销售情况, 预测 2021-2023 年归母净利润为 20.28/27.93/35.90 亿元, 给予 DCF 目标估值 236.39 元, 上调至“买入”评级。

## 风险提示

- 研发创新力度不及预期; 行业竞争加剧; 贸易摩擦的不确定性风险

## 公司主要财务信息

|               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 5,312  | 7,234  | 13,549 | 17,811 | 22,264 |
| 同比增长(%)       | -6.7%  | 36.2%  | 87.3%  | 31.5%  | 25.0%  |
| 营业利润(百万元)     | 141    | 728    | 2,392  | 3,296  | 4,238  |
| 同比增长(%)       | -74.2% | 416.1% | 228.8% | 37.8%  | 28.6%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 121    | 641    | 2,028  | 2,793  | 3,590  |
| 同比增长(%)       | -75.1% | 431.2% | 216.2% | 37.8%  | 28.5%  |
| 每股收益(元)       | 0.21   | 1.12   | 3.54   | 4.88   | 6.28   |
| 毛利率(%)        | 38.3%  | 42.9%  | 50.9%  | 51.8%  | 52.4%  |
| 净利率(%)        | 2.3%   | 8.9%   | 15.0%  | 15.7%  | 16.1%  |
| 净资产收益率(%)     | 4.9%   | 23.0%  | 48.2%  | 44.6%  | 42.8%  |
| 市盈率           | 812.7  | 153.0  | 48.4   | 35.1   | 27.3   |
| 市净率           | 39.6   | 31.6   | 18.5   | 13.6   | 10.2   |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

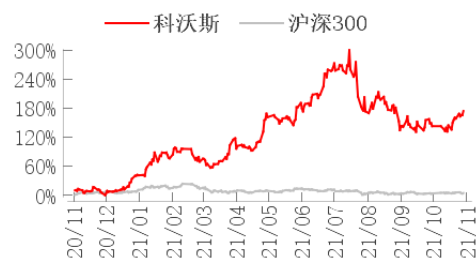


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

|                 |                  |
|-----------------|------------------|
| 股价(2021年10月29日) | 171.5 元          |
| 目标价格            | 236.39 元         |
| 52 周最高价/最低价     | 252.71/61.53 元   |
| 总股本/流通 A 股(万股)  | 57,202/56,014    |
| A 股市值(百万元)      | 98,102           |
| 国家/地区           | 中国               |
| 行业              | 造纸轻工             |
| 报告发布日期          | 2021 年 11 月 01 日 |

|        | 1 周   | 1 月  | 3 月   | 12 月   |
|--------|-------|------|-------|--------|
| 绝对表现   | 2.12  | 12.9 | 0.29  | 174.67 |
| 相对表现   | 5.01  | 9.64 | 2.54  | 169.4  |
| 沪深 300 | -2.89 | 3.26 | -2.25 | 5.27   |



资料来源: WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

李雪君

021-63325888\*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517020001

## 证券分析师

吴瑾

021-63325888\*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520080001

## 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 双品牌驱动高增长, 盈利能力显著提升:      | 2021-08-31 |
| 战略转型顺利推进, 科沃斯+添可双轮驱动高增长: | 2021-06-29 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

结合 2021 年前三季度实际销售情况，考虑到洗地机赛道高景气延续，适当上调 2022-2023 年添可国内收入增速假设，预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 20.28、27.93、35.90 亿元（此前预测为 20.03、25.81、31.65 亿元），同比增速分别达 216.2%、37.8%、28.5%。考虑到公司作为中国扫地机器人领军企业，依托出色的技术研发能力与完善的海内外销售渠道，有望持续进行产品与技术的更新迭代，子品牌添可引领洗地机新品类，未来高增长确定性强，我们采用 DCF 绝对估值法对公司进行估值，给予公司 DCF 目标估值 236.39 元，上调至“买入”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 236.39 元

| 目标价敏感性分析 |        |            |        |        |        |        | 估值假设        |        |
|----------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|
|          |        | 永续增长率Gn(%) |        |        |        |        |             |        |
|          |        | 1.0%       | 2.0%   | 3.0%   | 4.0%   | 5.0%   |             |        |
| WACC (%) | 236.39 | 304.39     | 341.97 | 402.96 | 519.11 | 827.12 | 所得税税率T      | 25.00% |
|          | 6.21%  | 272.59     | 300.80 | 344.22 | 419.66 | 583.29 | 永续增长率Gn(%)  | 3.00%  |
|          | 6.71%  | 246.15     | 267.74 | 299.59 | 351.27 | 449.70 | 无风险利率Rf     | 2.97%  |
|          | 7.21%  | 223.85     | 240.65 | 264.57 | 301.39 | 365.37 | 无杠杆影响的β系数   | 0.7835 |
|          | 7.71%  | 204.82     | 218.07 | 236.39 | 263.42 | 307.28 | 考虑杠杆因素的β系数  | 0.7840 |
|          | 8.21%  | 188.42     | 198.99 | 213.25 | 233.57 | 264.84 | 市场收益率Rm     | 9.66%  |
|          | 8.71%  | 174.16     | 182.67 | 193.93 | 209.50 | 232.48 | 公司特有风险      | 0.00%  |
|          | 9.21%  | 161.66     | 168.58 | 177.57 | 189.70 | 206.99 | 股权投资成本 (Ke) | 8.22%  |
|          | 9.71%  | 150.62     | 156.30 | 163.55 | 173.13 | 186.39 | 债务比率D/(D+E) | 0.09%  |
|          | 10.21% |            |        |        |        |        | 债务利率rd      | 4.65%  |
|          |        |            |        |        |        | WACC   | 8.21%       |        |

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表            |              |              |              |                |                | 利润表              |            |            |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E          | 2023E          | 单位:百万元           | 2019A      | 2020A      | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 货币资金             | 1,088        | 1,965        | 3,681        | 4,839          | 6,787          | 营业收入             | 5,312      | 7,234      | 13,549       | 17,811       | 22,264       |
| 应收票据、账款及款项融资     | 957          | 1,349        | 2,413        | 3,173          | 3,966          | 营业成本             | 3,278      | 4,134      | 6,650        | 8,580        | 10,604       |
| 预付账款             | 50           | 100          | 187          | 246            | 307            | 营业税金及附加          | 37         | 54         | 101          | 133          | 166          |
| 存货               | 1,000        | 1,285        | 2,067        | 2,667          | 3,296          | 营业费用             | 1,232      | 1,561      | 3,075        | 4,121        | 5,187        |
| 其他               | 75           | 274          | 323          | 356            | 391            | 管理费用及研发费用        | 606        | 709        | 1,404        | 1,778        | 2,181        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,170</b> | <b>4,973</b> | <b>8,671</b> | <b>11,280</b>  | <b>14,747</b>  | 财务费用             | 5          | 63         | (13)         | (22)         | (40)         |
| 长期股权投资           | 175          | 171          | 171          | 171            | 171            | 资产、信用减值损失        | 32         | 106        | 60           | 46           | 48           |
| 固定资产             | 775          | 762          | 809          | 828            | 855            | 公允价值变动收益         | 3          | 7          | 7            | 7            | 7            |
| 在建工程             | 5            | 6            | 0            | 0              | 1              | 投资净收益            | (2)        | 45         | 45           | 45           | 45           |
| 无形资产             | 89           | 87           | 83           | 79             | 75             | 其他               | 17         | 69         | 69           | 69           | 69           |
| 其他               | 122          | 163          | 157          | 157            | 157            | <b>营业利润</b>      | <b>141</b> | <b>728</b> | <b>2,392</b> | <b>3,296</b> | <b>4,238</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,166</b> | <b>1,190</b> | <b>1,220</b> | <b>1,235</b>   | <b>1,259</b>   | 营业外收入            | 7          | 5          | 5            | 5            | 5            |
| <b>资产总计</b>      | <b>4,336</b> | <b>6,162</b> | <b>9,891</b> | <b>12,515</b>  | <b>16,006</b>  | 营业外支出            | 3          | 1          | 1            | 1            | 1            |
| 短期借款             | 195          | 109          | 477          | 126            | 109            | <b>利润总额</b>      | <b>144</b> | <b>732</b> | <b>2,396</b> | <b>3,300</b> | <b>4,242</b> |
| 应付票据及应付账款        | 1,201        | 2,026        | 3,260        | 4,205          | 5,198          | 所得税              | 23         | 88         | 359          | 495          | 636          |
| 其他               | 436          | 904          | 706          | 706            | 706            | <b>净利润</b>       | <b>121</b> | <b>644</b> | <b>2,036</b> | <b>2,805</b> | <b>3,606</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1,832</b> | <b>3,039</b> | <b>4,443</b> | <b>5,038</b>   | <b>6,012</b>   | 少数股东损益           | 1          | 3          | 9            | 12           | 16           |
| 长期借款             | 0            | 0            | 117          | 230            | 366            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>121</b> | <b>641</b> | <b>2,028</b> | <b>2,793</b> | <b>3,590</b> |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0              | 0              | 每股收益(元)          | 0.21       | 1.12       | 3.54         | 4.88         | 6.28         |
| 其他               | 14           | 11           | 0            | 0              | 0              |                  |            |            |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>14</b>    | <b>11</b>    | <b>117</b>   | <b>230</b>     | <b>366</b>     | 主要财务比率           |            |            |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,847</b> | <b>3,049</b> | <b>4,560</b> | <b>5,267</b>   | <b>6,378</b>   |                  | 2019A      | 2020A      | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 少数股东权益           | 9            | 12           | 21           | 33             | 48             | 成长能力             |            |            |              |              |              |
| 实收资本(或股本)        | 564          | 564          | 573          | 573            | 573            | 营业收入             | -6.7%      | 36.2%      | 87.3%        | 31.5%        | 25.0%        |
| 资本公积             | 929          | 940          | 1,363        | 1,363          | 1,363          | 营业利润             | -74.2%     | 416.1%     | 228.8%       | 37.8%        | 28.6%        |
| 留存收益             | 989          | 1,630        | 3,375        | 5,279          | 7,644          | 归属于母公司净利润        | -75.1%     | 431.2%     | 216.2%       | 37.8%        | 28.5%        |
| 其他               | (6)          | (33)         | 0            | 0              | 0              | 获利能力             |            |            |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,485</b> | <b>3,113</b> | <b>5,331</b> | <b>7,247</b>   | <b>9,628</b>   | 毛利率              | 38.3%      | 42.9%      | 50.9%        | 51.8%        | 52.4%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4,332</b> | <b>6,162</b> | <b>9,891</b> | <b>12,515</b>  | <b>16,006</b>  | 净利率              | 2.3%       | 8.9%       | 15.0%        | 15.7%        | 16.1%        |
|                  |              |              |              |                |                | ROE              | 4.9%       | 23.0%      | 48.2%        | 44.6%        | 42.8%        |
|                  |              |              |              |                |                | ROIC             | 4.7%       | 23.6%      | 44.2%        | 41.1%        | 40.3%        |
| 现金流量表            |              |              |              |                |                | 偿债能力             |            |            |              |              |              |
| 单位:百万元           | 2019A        | 2020A        | 2021E        | 2022E          | 2023E          | 资产负债率            | 42.6%      | 49.5%      | 46.1%        | 42.1%        | 39.8%        |
| 净利润              | 121          | 644          | 2,036        | 2,805          | 3,606          | 净负债率             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 折旧摊销             | 69           | 74           | 116          | 127            | 146            | 流动比率             | 1.73       | 1.64       | 1.95         | 2.24         | 2.45         |
| 财务费用             | 5            | 63           | (13)         | (22)           | (40)           | 速动比率             | 1.15       | 1.18       | 1.45         | 1.67         | 1.86         |
| 投资损失             | 2            | (45)         | (45)         | (45)           | (45)           | 营运能力             |            |            |              |              |              |
| 营运资金变动           | 121          | 396          | (1,007)      | (551)          | (574)          | 应收账款周转率          | 5.8        | 6.5        | 7.3          | 6.4          | 6.2          |
| 其它               | (56)         | 64           | 75           | 39             | 41             | 存货周转率            | 2.9        | 3.4        | 3.7          | 3.4          | 3.3          |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>262</b>   | <b>1,197</b> | <b>1,162</b> | <b>2,353</b>   | <b>3,134</b>   | 总资产周转率           | 1.2        | 1.4        | 1.7          | 1.6          | 1.6          |
| 资本支出             | (296)        | (43)         | (146)        | (142)          | (170)          | 每股指标(元)          |            |            |              |              |              |
| 长期投资             | (26)         | 3            | 0            | 0              | 0              | 每股收益             | 0.21       | 1.12       | 3.54         | 4.88         | 6.28         |
| 其他               | (26)         | (160)        | 53           | 53             | 53             | 每股经营现金流          | 0.46       | 2.12       | 2.03         | 4.11         | 5.47         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(348)</b> | <b>(200)</b> | <b>(93)</b>  | <b>(89)</b>    | <b>(118)</b>   | 每股净资产            | 4.33       | 5.42       | 9.28         | 12.61        | 16.75        |
| 债权融资             | (7)          | (4)          | 117          | 113            | 136            | 估值比率             |            |            |              |              |              |
| 股权融资             | 0            | 10           | 432          | 0              | 0              | 市盈率              | 812.7      | 153.0      | 48.4         | 35.1         | 27.3         |
| 其他               | 27           | (90)         | 99           | (1,219)        | (1,203)        | 市净率              | 39.6       | 31.6       | 18.5         | 13.6         | 10.2         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>20</b>    | <b>(84)</b>  | <b>648</b>   | <b>(1,106)</b> | <b>(1,067)</b> | EV/EBITDA        | 445.4      | 110.5      | 38.3         | 28.1         | 22.0         |
| 汇率变动影响           | 10           | (34)         | -0           | -0             | -0             | EV/EBIT          | 656.8      | 120.9      | 40.2         | 29.2         | 22.8         |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>(56)</b>  | <b>878</b>   | <b>1,716</b> | <b>1,158</b>   | <b>1,949</b>   |                  |            |            |              |              |              |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)