

科沃斯 (603486)

证券研究报告

2022年11月01日

新兴渠道增速较好，公司加大促销投入

事件:公司 2022 年前三季度实现营业收入 101.25 亿元,同比+22.81%,归母净利润 11.22 亿元,同比-15.65%;其中 2022Q3 实现营业收入 33.02 亿元,同比+14.44%,归母净利润 2.45 亿元,同比-48.94%。

国内新兴渠道贡献明显:分业务看,我们假设 Q3 自有品牌中科沃斯/添可收入占比延续 Q2 的趋势为 50%/45%,则根据我们的测算,科沃斯/添可收入同比+16%/+34%;由于海外 prime day 以及国内 Q3 属于清洁电器销售淡季,则假设科沃斯和添可国内/海外收入占比为 6:4 左右,则科沃斯国内/海外收入同比 8%/30%,添可国内/海外收入同比+26%/+49%。国内传统渠道增速平稳,新兴渠道增长较好,根据生意参谋数据显示,天猫渠道科沃斯(含添可)Q3 销额同比 7%,抖音渠道科沃斯(含添可)Q3 销额同比+71%,国内新兴渠道增速贡献显著;海外方面我们预计由于同比营收低基数以及 prime day 错期的原因使海外营收同比有所上升。公司清洁电器代工有所下滑,营收同比约-25%左右。

公司加大促销等销售费用投入:2022 年前三季度公司毛利率为 49.74%,同比+0.26pct,净利率为 11.11%,同比-5.07pct;其中 2022Q3 毛利率为 47.17%,同比-0.85pct,净利率为 7.45%,同比-9.22pct。我们认为可能由于 Q3 公司对部分机型降价,销售产品结构的变化使毛利率同比略有下降。公司 2022 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.16%、4.77%、5.34%、-1.24%,同比+5.2、+0.38、+1.33、-1.6pct;其中 22Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.1%、4.84%、5.72%、-2.16%,同比+6.71、+0.45、+1.28、-1.87pct。公司销售费用率同比显著提升,一方面公司在 Q3 积极拓展抖音等新兴渠道,官旗直播间每日自播带货,同时参加了一些日常补贴促销专场,如抖音 818 购物节等,另一方面公司对推出新品也进行了一定的推广。研发费用率提升我们预计是由于新品研发所致。财务费用率同比下降我们预计是延续了中报的趋势,由于汇兑收益增加所致。销售、管理、研发费用的提升预计也有部分股份支付费用增加所致。

支付职工的现金增加:资产负债表端,公司 2022 年前三季度货币资金+交易性金融资产为 45.12 亿元,同比 107.31%,存货为 31.86 亿元,同比+24.37%,应收票据和账款合计为 16.09 亿元,同比+24.85%。周转端,公司 2022 年前三季度期末存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 148.65、45.24 和 129.32 天,同比+23.97、+3.05 和+1.3 天。现金流端,公司 2022 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 3.49 亿元,同比-26.31%,其中支付给职工以及为职工支付的现金 14.44 亿元,同比+28.7%;其中 2022Q3 经营活动产生的现金流量净额为-1.71 亿元,同比-242.15%,其中支付给职工以及为职工支付的现金 4.67 亿元,同比+24%。

公司决定终止实施 2021 年股票期权与限制性股票激励计划,激励计划停止后,已授予的期权和股票会回购注销。

投资建议:公司新兴渠道销售增速较好,同时增加了促销费用投入。展望 Q4,国内外大促或将带动公司营收增长,由于公司去年大促期间推出高价格段新品 X1 OMNI,均价存在一定的高基数,叠加今年加大促销投入利润端或有一定的压力。行业方面,清洁电器长期成长空间较大,渗透率提升有望使头部公司优先受益,我们看好公司长期的发展。根据季报的情况,我们略下调了整体的毛利率水平,同时上调了销售费用率,预计 22-24 年的归母净利润为 20.4/21.7/23.5 亿元(22-24 年前值为 21.3/25.7/31.0 亿元),对应动态估值分别为 16.4x/15.4x/14.2x,维持“买入”评级。

风险提示:新品销售不及预期,清洁电器市场渗透率增长不及预期,行业竞争加剧,原材料价格大幅波动等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,233.76	13,086.01	15,699.98	18,474.45	21,690.90
增长率(%)	36.17	80.90	19.98	17.67	17.41
EBITDA(百万元)	1,379.88	3,329.64	2,174.08	2,528.72	2,904.61
归属母公司净利润(百万元)	641.21	2,010.26	2,040.66	2,170.15	2,350.48
增长率(%)	431.22	213.51	1.51	6.35	8.31
EPS(元/股)	1.12	3.51	3.56	3.78	4.10
市盈率(P/E)	52.14	16.63	16.38	15.41	14.22
市净率(P/B)	10.78	6.56	4.70	3.92	3.30
市销率(P/S)	4.62	2.56	2.13	1.81	1.54
EV/EBITDA	34.69	24.75	13.10	9.75	8.80

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/小家电
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	64.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	573.50
流通 A 股股本(百万股)	563.78
A 股总市值(百万元)	36,778.55
流通 A 股市值(百万元)	36,155.28
每股净资产(元)	10.16
资产负债率(%)	50.42
一年内最高/最低(元)	198.00/56.11

作者

孙谦 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110521050004
 sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 《科沃斯-半年报点评:线下销售显著增长,费用投入有所提升》2022-08-29
- 《科沃斯-年报点评报告:自有品牌高速增长, Q1 营收业绩超预期》2022-04-24
- 《科沃斯-公司点评:扫地机+洗地机实现高增,业绩预告符合预期》2022-01-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,965.21	3,576.58	4,725.38	8,507.32	7,604.95
应收票据及应收账款	1,288.51	1,784.41	2,850.22	1,274.49	3,568.35
预付账款	99.91	196.17	116.22	259.85	201.75
存货	1,284.73	2,417.31	2,236.44	3,059.98	3,386.40
其他	334.37	1,091.34	548.67	687.29	805.23
流动资产合计	4,972.73	9,065.81	10,476.93	13,788.93	15,566.68
长期股权投资	171.05	152.38	152.38	152.38	152.38
固定资产	761.80	819.45	678.67	537.89	397.10
在建工程	6.38	95.93	95.93	95.93	95.93
无形资产	87.28	88.04	80.93	73.81	66.70
其他	163.12	498.41	258.16	291.75	336.57
非流动资产合计	1,189.63	1,654.20	1,266.06	1,151.76	1,048.68
资产总计	6,162.35	10,720.01	11,742.99	14,940.69	16,615.36
短期借款	108.98	40.14	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,026.03	2,720.21	3,173.08	3,808.86	4,378.36
其他	705.94	1,506.86	1,109.16	2,158.80	1,510.75
流动负债合计	2,840.95	4,267.20	4,282.25	5,967.66	5,889.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	915.19	305.06	406.75	542.34
其他	10.76	49.23	24.77	28.25	34.08
非流动负债合计	10.76	964.43	329.83	435.00	576.42
负债合计	3,049.39	5,613.51	4,612.07	6,402.67	6,465.53
少数股东权益	11.87	12.21	10.22	15.99	22.58
股本	564.37	572.02	573.50	573.50	573.50
资本公积	1,007.35	1,518.83	1,842.49	1,842.49	1,842.49
留存收益	1,629.75	3,353.74	4,877.08	6,313.72	7,954.71
其他	(100.36)	(350.30)	(172.38)	(207.68)	(243.46)
股东权益合计	3,112.96	5,106.50	7,130.92	8,538.02	10,149.83
负债和股东权益总计	6,162.35	10,720.01	11,742.99	14,940.69	16,615.36

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	643.98	2,013.54	2,040.66	2,170.15	2,350.48
折旧摊销	128.84	153.18	147.89	147.89	147.89
财务费用	7.62	7.27	(235.50)	(92.37)	(21.69)
投资损失	(45.30)	(12.28)	(12.25)	(10.98)	(15.00)
营运资金变动	436.42	(634.41)	(899.84)	2,222.65	(2,687.06)
其它	25.23	230.00	32.00	33.72	34.44
经营活动现金流	1,196.80	1,757.29	1,072.96	4,471.06	(190.93)
资本支出	106.73	233.72	24.47	(3.49)	(5.83)
长期投资	(3.47)	(18.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(302.84)	(1,425.70)	500.71	(109.63)	(117.02)
投资活动现金流	(199.58)	(1,210.65)	525.17	(113.11)	(122.85)
债权融资	(149.90)	786.98	(424.91)	195.75	159.53
股权融资	(302.68)	(362.11)	(24.43)	(771.76)	(748.11)
其他	368.21	687.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(84.36)	1,112.80	(449.34)	(576.01)	(588.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	912.85	1,659.44	1,148.80	3,781.94	(902.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,233.76	13,086.01	15,699.98	18,474.45	21,690.90
营业成本	4,133.64	6,358.86	7,764.55	9,162.51	10,832.48
营业税金及附加	54.00	71.85	102.05	120.08	140.99
销售费用	1,560.70	3,236.75	4,553.00	5,302.17	6,225.29
管理费用	371.24	525.30	628.00	665.08	780.87
研发费用	338.02	549.11	690.80	923.72	1,084.55
财务费用	63.46	74.58	(235.50)	(92.37)	(21.69)
资产/信用减值损失	(106.45)	(189.21)	(34.09)	(50.63)	(105.00)
公允价值变动收益	7.33	106.76	23.81	25.00	25.00
投资净收益	45.30	12.28	12.25	10.98	15.00
其他	38.98	83.86	(36.91)	(35.39)	(35.72)
营业利润	727.53	2,255.87	2,235.97	2,414.01	2,619.13
营业外收入	5.17	8.07	20.00	10.95	7.00
营业外支出	1.10	11.28	4.48	4.00	4.00
利润总额	731.59	2,252.66	2,251.48	2,420.96	2,622.13
所得税	87.61	239.12	202.63	242.10	262.21
净利润	643.98	2,013.54	2,048.85	2,178.86	2,359.92
少数股东损益	2.78	3.28	8.20	8.72	9.44
归属于母公司净利润	641.21	2,010.26	2,040.66	2,170.15	2,350.48
每股收益(元)	1.12	3.51	3.56	3.78	4.10

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	36.17%	80.90%	19.98%	17.67%	17.41%
营业利润	416.10%	210.07%	-0.88%	7.96%	8.50%
归属于母公司净利润	431.22%	213.51%	1.51%	6.35%	8.31%
获利能力					
毛利率	42.86%	51.41%	50.54%	50.40%	50.06%
净利率	8.86%	15.36%	13.00%	11.75%	10.84%
ROE	20.68%	39.46%	28.66%	25.47%	23.21%
ROIC	47.50%	201.98%	157.10%	97.16%	-941.60%
偿债能力					
资产负债率	49.48%	52.36%	39.28%	42.85%	38.91%
净负债率	-59.63%	-51.03%	-61.92%	-94.80%	-69.49%
流动比率	1.64	1.95	2.45	2.31	2.64
速动比率	1.21	1.43	1.92	1.80	2.07
营运能力					
应收账款周转率	6.53	8.52	6.78	8.96	8.96
存货周转率	6.33	7.07	6.75	6.98	6.73
总资产周转率	1.38	1.55	1.40	1.38	1.37
每股指标(元)					
每股收益	1.12	3.51	3.56	3.78	4.10
每股经营现金流	2.09	3.06	1.87	7.80	-0.33
每股净资产	5.41	8.88	12.42	14.86	17.66
估值比率					
市盈率	52.14	16.63	16.38	15.41	14.22
市净率	10.78	6.56	4.70	3.92	3.30
EV/EBITDA	34.69	24.75	13.10	9.75	8.80
EV/EBIT	38.00	25.86	14.05	10.36	9.27

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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