

科沃斯：产品、品牌、渠道 全方位领先的清洁龙头

陈玉卢 SAC NO: S1120522090001

2022年12月30日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

投资逻辑：

(1) 商用领域：有所突破，22年10月公司发布首款割草机器人GOAT G1和商用清洁机器人DEEBOT PRO K1、M1，商用领域具有较大的爆发潜能，有望贡献业绩增量。

(2) 扫地机领域：公司引领市场，搭建了完备的扫地机价格矩阵，高端产品价格有所下降，能够刺激市场需求，进一步带来销量和渗透率的提升，经过了两年销量的低迷下滑，有望看到拐点，销量重回正增长。

(3) 渠道端：持续挖掘新红利，线上发力抖音，线下门店数量持续扩张，当前线下正值收获期；出海方面以美国、德国、日本为核心市场，建立海外子公司负责运营，根基稳固，随着疫情放开，渠道端有望焕发新的活力。

投资建议：公司所处的清洁电器赛道长坡厚雪，全球扫地机仍处在渗透初期，短期需求承压不改长期趋势，公司作为清洁龙头有望受益行业增长。从自身 α 来讲，通过梳理公司在产品端、营销端打法及渠道布局，各维度均有较强战略前瞻性，当下时点公司发力线下渠道建设，有望贡献新增量。预计22-24年收入分别为157.3/188.7/225.9亿元，同比分别+20%/+20%/+20%；归母净利润分别为16.5/19.1/22.6亿元，同比分别-18%/+16%/+18%，对应EPS分别为2.87/3.32/3.93元。以2022年12月30日收盘价72.94元计算，对应PE分别为25x/22x/19x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：终端消费疲软，渗透率提升不及预期；行业竞争加剧；原材料涨价风险；海外市场拓展不及预期；汇率大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,234	13,086	15,734	18,867	22,585
YoY (%)	36.2%	80.9%	20.2%	19.9%	19.7%
归母净利润（百万元）	641	2,010	1,648	1,905	2,255
YoY (%)	431.2%	213.5%	-18.0%	15.6%	18.4%
毛利率 (%)	42.9%	51.4%	49.4%	48.5%	48.1%
每股收益（元）	1.14	3.59	2.87	3.32	3.93
ROE	20.7%	39.5%	27.1%	23.8%	22.0%
市盈率	63.98	20.32	25.38	21.96	18.55

目录

contents

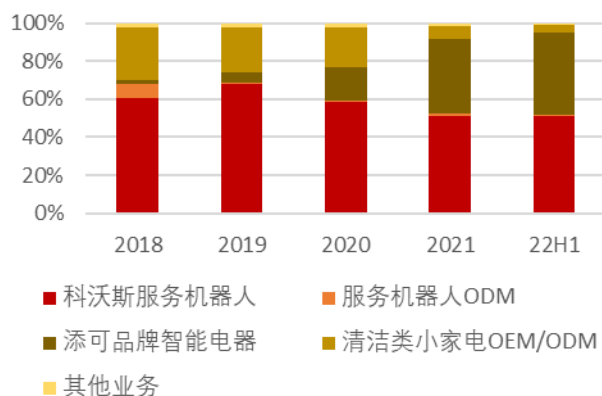
1. ODM转型自主品牌，双轮驱动高质量增长
2. 清洁电器：长坡厚雪，国产品牌正当时
3. 产品：研产销一体，产品战略领先
4. 品牌：高举高打，前瞻营销
5. 渠道：线上发力抖音，线下正值收获期
6. 盈利预测及投资建议
7. 风险提示

1、ODM转型自主品牌，双轮驱动高质量增长

代工起家，转型自主品牌，当前清洁电器行业绝对龙头，扫地机/洗地机双品类份额第一。公司成立于1998年，以吸尘器OEM/ODM业务起步，早期主要客户包括创科实业、优罗普洛（2015年更名为SharkNinja）等国际知名小家电品牌商。2018年5月主板上市，19年进行重大战略调整，退出服务机器人ODM业务，并推出智能生活电器品牌“添可”。19年转型阵痛期，当年服务机器人ODM业务收入0.4亿元，同比下滑89%，公司收入/归母净利润分别同比下滑6.7%/75%。此后公司聚焦自主品牌业务，22H1公司自主品牌业务（科沃斯品牌服务机器人、添可品牌）收入占比达到95%，成功转型品牌公司。

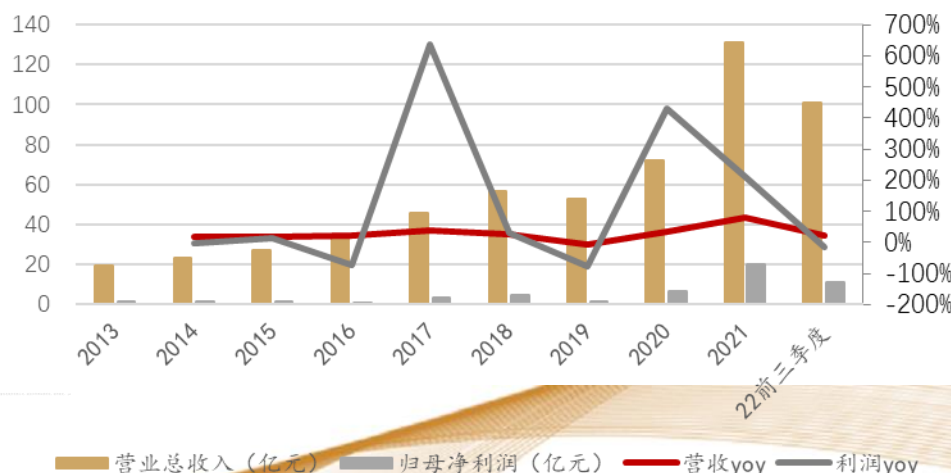
受益于前瞻的战略眼光，国内中高端扫地机的放量，添可品牌洗地机的成功，公司业绩实现高质量增长。根据奥维数据，22年截至11月公司旗下科沃斯品牌在扫地机线上销额占比达到40%，添可品牌在洗地机线上销额占比达到56%，均为第一。21年公司实现收入130.9亿元，同比+81%，归母净利润20.1亿元，同比+214%。2018-2021年公司收入/归母净利润复合增速分别达到32%/61%。22年前三季度公司实现收入/归母净利润分别为101.3亿元/11.2亿元，同比分别+23%/-16%，收入增速下滑主因疫情影响改善型家电消费承压，而公司仍保持较高销售费用投放导致盈利承压。

图1 科沃斯收入构成



数据来源：wind、华西证券

图2 科沃斯收入/归母净利润及增速



数据来源：wind、华西证券

1、ODM转型自主品牌，双轮驱动高质量增长

盈利能力分析：科沃斯+添可双品牌驱动下，公司收入规模远超可比公司。22年受行业景气度影响，收入增速均有所下滑。近两年公司毛利率略高于可比公司，净利率与可比公司的差距缩小，22年前三季度公司净利率11.1%，低于可比公司8.4pct，拆分来看，销售/管理/研发费用率相较可比公司分别+10.2pct/+2.5pct/-2.5pct。

营运能力分析：受产品结构升级带动均价提升影响，存货货值增加，存货周转率均有所下降。

图3 可比公司收入规模（亿元）及增速

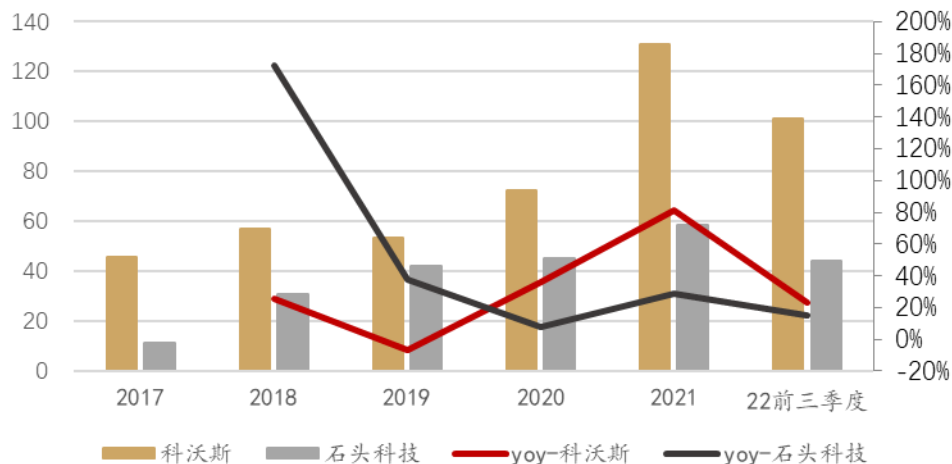


图4 可比公司毛利率对比

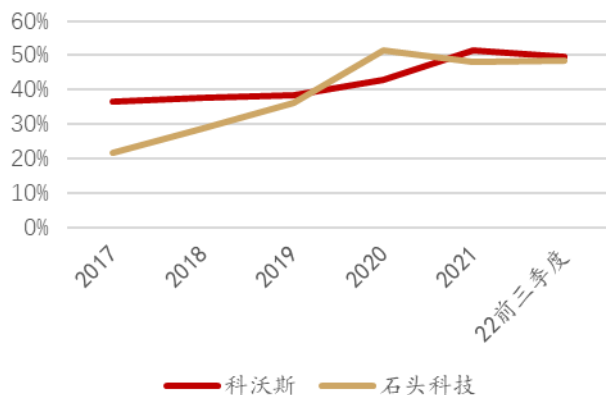


图5 可比公司净利率对比

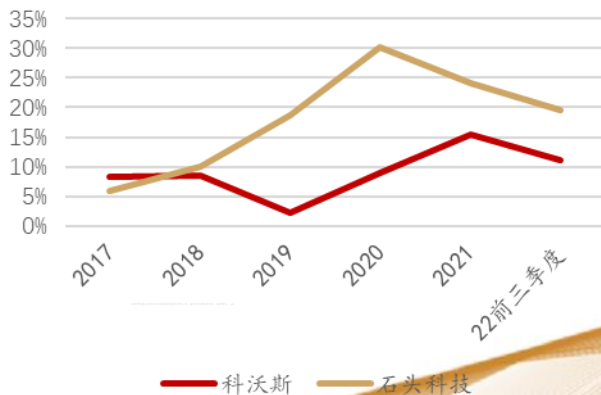
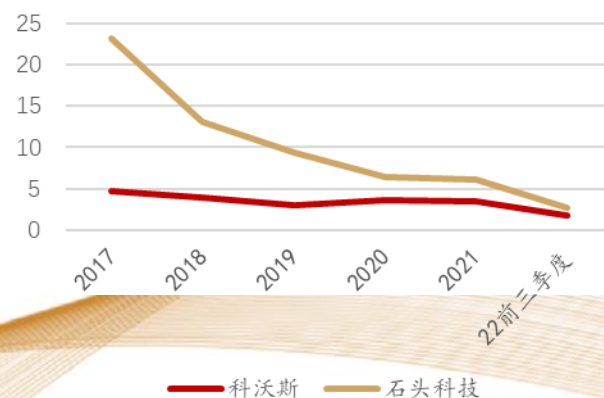


图6 可比公司存货周转率对比



数据来源：wind、华西证券

2、清洁电器：长坡厚雪，国产品牌正当时

清洁电器对应家居清洁需求，具备较强的刚需属性，主要品类包括吸尘器、扫地机、洗地机。具体看：

- 欧美为吸尘器主要消费国家，发展相当成熟，渗透率在90%以上，规模增速平稳，2016-2021年全球吸尘器零售量复合增速4.5%。
- 洗地机集扫拖洗为一体，相比无线吸尘器，更加契合中式家庭硬地板的清洁需求，21年全渠道销量185万台，同比+307%，22年仍保持高景气度，根据奥维数据，22年截至11月洗地机线上销量221万台，同比+57%。根据我们的测算，当前中国城镇家庭洗地机渗透率不足2%，成长空间充足。

图7 全球吸尘器零售量

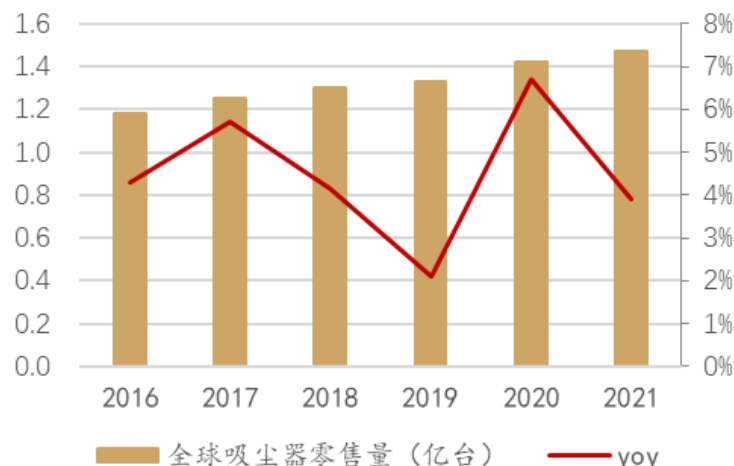
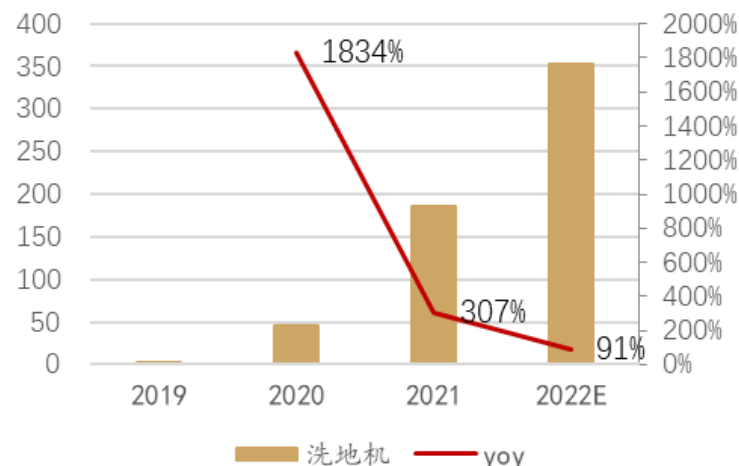


图8 全渠道洗地机销量（万台）及增速



数据来源：欧睿、华西证券

数据来源：奥维云网、华西证券

2、清洁电器：长坡厚雪，国产品牌正当时

- 扫地机在全球范围内仍处在低渗透阶段，根据我们的测算当前美国/欧洲扫地机渗透率分别为15%/6%，中国城镇家庭扫地机渗透率同样不足10%，在8%左右。根据产品生命周期，当前处于导入期，参考大家电渗透率提升，在到达10%后有望加速渗透。扫地机主要市场美国/欧洲/中国22-25年销量复合增速预期在16%/11%/11%。

图9 扫地机全球主要消费市场空间测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
美国								
销量（万台）	249	294	370	413	420	476	580	651
yoy	27%	18%	26%	12%	2%	13%	22%	12%
累计存量	1137	1322	1560	1777	1948	2129	2339	2577
家庭户数（亿）	1.28	1.29	1.28	1.30	1.31	1.32	1.33	1.33
渗透率	8.8%	10.3%	12.0%	13.5%	14.8%	16.1%	17.6%	19.3%
欧洲								
销量（万台）	234	277	321	335	300	329	386	412
yoy	26%	18%	16%	4%	-10%	10%	17%	7%
累计存量	860	1030	1219	1387	1465	1517	1582	1659
家庭户数（亿）	2.57	2.69	2.57	2.57	2.58	2.58	2.58	2.58
渗透率	3.3%	3.8%	4.7%	5.4%	5.7%	5.9%	6.1%	6.4%
中国城镇								
销量（万台）	613	628	654	578	534	548	618	728
yoy	45%	2%	4%	-12%	-8%	3%	13%	18%
累计存量	1454	1986	2471	2773	2993	3181	3452	3833
家庭户数（亿）	3.00	3.09	3.54	3.63	3.72	3.81	3.91	3.98
渗透率	4.8%	6.4%	7.0%	7.6%	8.0%	8.3%	8.8%	9.6%

数据来源：欧睿、奥维云网、华西证券

2、清洁电器：长坡厚雪，国产品牌正当时

国产品牌全球影响力快速提升。全球扫地机龙头iRobot早在2002年即推出Roomba系列产品，开启扫地机商业化，而国产品牌科沃斯/石头科技分别在2009/2016年才推出第一款扫地机产品。从格局来看，iRobot虽然占据份额top1但呈逐年下降趋势，对应国产品牌市占率快速提升，2020年全球扫地机市场科沃斯/石头份额分别为17%/9%，相比16年分别提升7pct/9pct。国产扫地机品牌凭借国内的工程师红利，从技术层面实现了产品端的追赶到超越，此外，相对于iRobot坚持视觉导航路线下的高成本，国产品牌扫地机更具性价比优势。就主要海外市场而言，iRobot作为美国本土企业在北美市场优势仍较为显著，而在EMEA市场石头科技/科沃斯20年合计销售额份额达到23%，相比18年提升17pct。

图10 全球扫地机市场分品牌份额

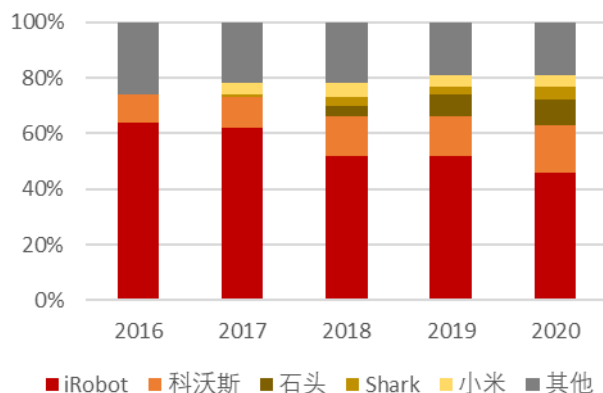


图11 北美扫地机市场分品牌销售额份额

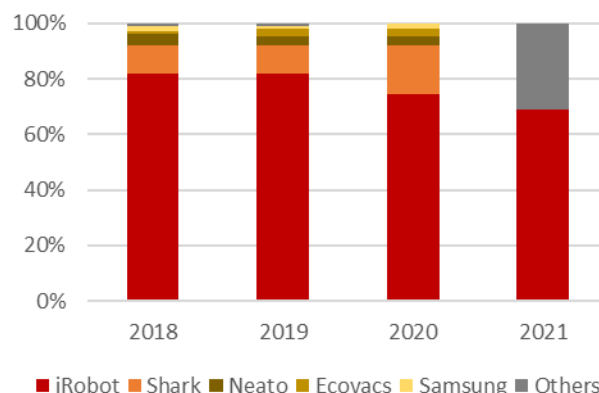
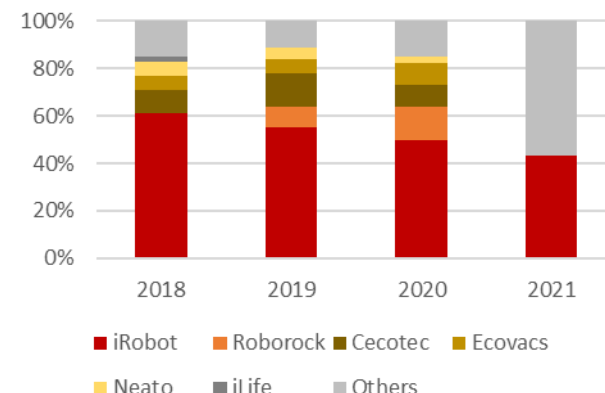


图12 EMEA地区扫地机市场分品牌销售额份额



数据来源：iRobot官网（统计口径为200美元以上扫地机器人）、华西证券

数据来源：iRobot官网（统计口径为200美元以上扫地机器人，21年末披露其他品牌份额）、华西证券

数据来源：iRobot官网（统计口径为200美元以上扫地机器人，21年末披露其他品牌份额）、华西证券

3、产品：研产销一体，产品战略领先

公司在产品端的优势基于研产销一体的自主生产模式，对市场响应速度快，能够充分挖掘消费者需求，具备成本优势。公司围绕两大自主品牌科沃斯/添可推出数条产品线，科沃斯品牌服务机器人包括扫地机地宝、擦窗机器人窗宝及空气净化机器人沁宝，添可品牌智能生活电器包括芙万洗地机、食万智能料理机等，目前扫地机及洗地机为主力产品。我们梳理公司扫地机产品线，结合行业发展阶段，将公司产品策略归纳为三个阶段：

- 2016-2019年，多sku，产品价格段广，1399-3999元，单机规划版，此时行业正处在LDS规划类产品规模爆发期；
- 2019-2021年，中高端升级，20年成立子品牌yeedi覆盖扫地机低端价格带，基站功能持续进化，由自清洁到全能基站，这一阶段公司产品明显领先行业，21年9月首推X1全能基站，在双十一期间成交额/成交量均为行业首位，此时扫地机行业自清洁类产品逐渐成为主流，带动行业均价提升；
- 2022年以来，在X1系列基础上进行平台延展，通过调整功能组合推出T10系列，价格段下探，并针对主力机型降价。

图13 16年以来科沃斯扫地机产品梳理

 DT85G Smart Move, app扫 单间, 房间地图 ¥1799	 DE33, DE35 实时地图, 智能规划 3.0, 800Pa吸力 ¥1699	 DJ35 Smart Eye单目视觉 ¥1699	 DG70 AIVI混合导航 大数据识别 19年3月 ¥4999	 T8 AIVI dToF+视觉避障 True Mapping识别 蓝鲸系统3.0 高频震动擦地 20年3月 ¥3399	 N8/N8 Pro 99%地面除菌 True Detect 3D感知 20年9月 ¥1699/2999	 T9 AIVI AIVI2.0, 双胶刷 True Mapping 2.0 True Detect 2.0 OZMO Pro 2.0 21年3月 ¥3499	 T9Power(Max) True Mapping 2.0 True Detect 2.0 OZMO Pro 2.0 21年3月 ¥3599	 N9+ 自清洁, Vslam OZMO Turbo旋转增压拖地 21年3月 ¥3999	 T10 AIVI3.0, dToF YIKO助手 22年1月 ¥2799起	 T10 Turbo 自集尘 AIVI3.0, dToF YIKO助手 22年1月 ¥3999	 X1 Pro OMNI 9合1全能基站 AIVI3.0, dToF 22年9月 ¥5599起
 DG710 Smart Move, 900Pa 吸力, 薄机身 ¥1799	 DG3 Smart Navi2.0, 蓝鲸 系统2.0, 800Pa吸力 ¥3999	 DN55, DN33 天猫精灵, 语音控制 ¥2599	 T5 第四代激光导航, 多 地图, 3h续航 19年3月 ¥2999	 T8 AIVI+ 自集尘 30天解放双手 20年3月 ¥5299	 T8 Power(T8 Max) dToF+结构光 True Mapping识别 蓝鲸系统3.0 高频震动擦地 20年3月 ¥2599	 X10MNI 全能基站, AIVI3.0 True Mapping 2.0, YIKO助手 OZMO Turbo 2.0, 5000Pa吸力 21年9月 ¥5099	 X1 Turbo 自清洁, AIVI3.0 True Mapping 2.0, YIKO助手 OZMO Turbo 2.0, 5000Pa吸力 21年9月 ¥4999			 T10 OMNI 自清洁+自集尘, AIVI3.0 (无机水箱) 22年6月 ¥4799	
2016	2017	2018	2019	2020		2021			2022		

数据来源：华西证券

备注：图中价格为首发价

3、产品：研产销一体，产品战略领先

向上游延展布局，具备成本优势。公司产品基本为自主生产，此外，公司向产业链上游延伸，设立子公司进入锂电池、激光雷达等核心零部件领域，进一步保供、控本。从销售毛利率看，公司扫地机业务毛利率高于可比公司，考虑到石头科技外销收入占比更高，更具价格优势，实际公司成本端优势更为显著。

22年扫地机行业消费承压，公司率先针对主力机型降价，以价换量份额稳固。扫地机作为改善型家电品类，22年在疫情影响消费承压大背景下，规模呈现量减额增趋势，根据奥维数据，22年截至11月扫地机线上销量yoy-22%，销额yoy+4%。8月公司针对旗舰机型T10 OMNI调价，该款机型搭配自清洁+自集尘基站，双十一期间多款机型促销力度较大。我们认为扫地机降价将加速渗透，从效果看，22年5-7月公司销量份额有回落，7月调价后公司份额回升明显。

图14 可比公司销售毛利率对比

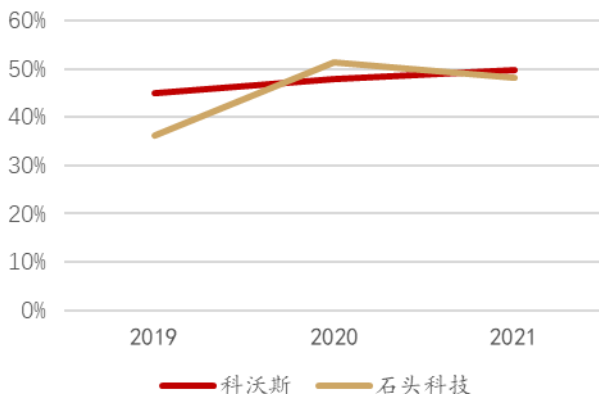
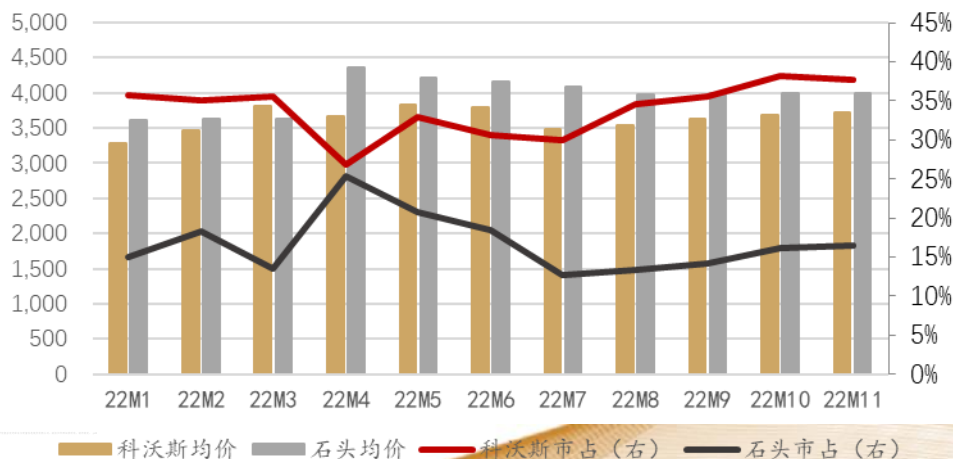


图15 科沃斯线上均价与销量份额表现



数据来源：wind，华西证券

备注：此处科沃斯为服务机器人业务毛利率

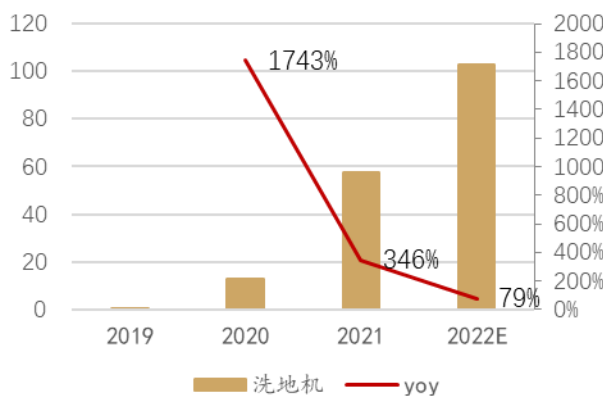
数据来源：奥维云网、华西证券

3、产品：研产销一体，产品战略领先

成功打造第二增长曲线添可。洗地机并不是新事物，最早由必胜引入中国，但市场反响一般，直到20年3月添可推出“会思考的智能洗地机”芙万1.0，家用洗地机这一品类才迎来快速增长。从产品本身来看，芙万1.0在智能化、清洁效果、使用便捷度等方面实现了全面升级，大大提升了清洁效率和人工替代程度。21年全渠道洗地机销售额达到58亿元，22年仍保持高景气度，根据奥维云网预测，22年全渠道洗地机销售额有望达到103亿元，同比+79%。添可作为洗地机龙头充分受益行业规模爆发，22H1公司添可品牌实现收入29.5亿元，同比+45%，收入占比43%，成为公司业务的第二极。

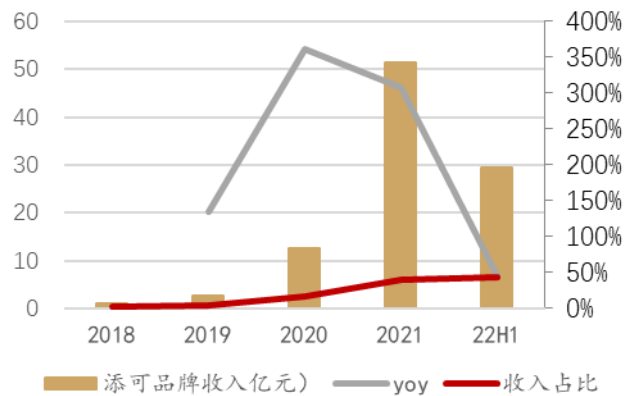
众多玩家入局洗地机，行业整体一超多强格局，添可份额优势稳固，悠尼定位高质价比。相对于扫地机，洗地机技术门槛较低，跟进者众多。根据奥维数据，22年9月线上洗地机品牌数量达到120，而21年1月为15家。从行业集中度来看，线上销售额CR3/CR5有下降趋势。行业整体呈现一超多强格局，添可龙一地位稳固，维持过半数以上销额份额。22年4月公司推出全新品牌悠尼，主打“年轻人的第一台智能洗地机”，产品价格带下探到999元，在抖音等兴趣电商平台积极运营，大促期间表现亮眼，618/双十一销量分别突破6000/5000台。

图16 洗地机全渠道销售额（亿元）及增速



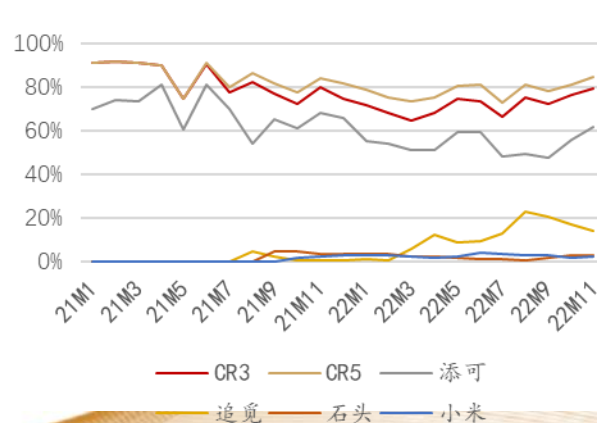
数据来源：奥维云网、华西证券

图17 添可品牌收入及增速



数据来源：wind、华西证券

图18 线上洗地机市场各品牌销额份额



数据来源：奥维云网、华西证券

3、产品：研产销一体，产品战略领先

添可的份额优势基于领先的产品力。在竞争对手加快追赶时，添可同样保持较快的产品迭代速度，加快补齐产品矩阵，目前芙万洗地机已经迭代至3.0版本，在推拉、滚刷设计、续航等关键功能上持续改进。22年9月创新推出芙万Station，搭载8合1全能基站，能够实现自动补水、自动排污，进一步解放双手。

新看点智能料理机、割草机器人。添可21年1月推出食万1.0，22年3月发布3.0，首发价4990元，成为中国C端智能料理机市场首款能够实现从备菜、炒菜到自清洁全链路自动化操作的智能料理机产品。当前国内的智能料理机市场仍处初期，根据久谦中台统计天猫平台销售数据，22H1炒菜机销售额达2.1亿元，同比+134%，头部玩家包括赛米控、苏泊尔、九阳、添可等。智能炒菜机符合Z世代消费需求，有望成为下一个爆款品类。商用方面，22年10月公司发布首款割草机器人GOAT G1和商用清洁机器人DEEBOT PRO K1、M1，有望贡献业绩增量。

图19 添可洗地机迭代速度快



数据来源：华西证券

备注：图中价格为首发价

4、品牌：高举高打，前瞻营销

营销投入力度大，营销策略积极。从销售费用投放的绝对体量上来看，22年前三季度公司销售费用28.5亿元，远高于石头科技7.9亿元，具体到费率，22年前三季度为28.2%，约高于石头科技10pct左右。拆分销售费用具体构成看，市场营销推广及广告费占比逐年提升，22H1达到66%，相比18年增加19pct。

公司营销投入力度较大，2015年9月即签约钟汉良成为品牌形象代言人，且具有较强的前瞻性。以添可品牌为例，早期发力社群营销和小红书种草，相比于传统的营销模式，社群传播和小红书背后的用户圈层能够显著提升品牌对于目标人群的触达效率。21年以来公司多次与抖音合作推广新品，旗下品牌在新兴社交电商平台声量显著高于竞品品牌。线下方面，主打体验营销，持续布局线下渠道作为体验入口，并持续摸索新型线下打法。

图20 可比公司销售费用及销售费用率

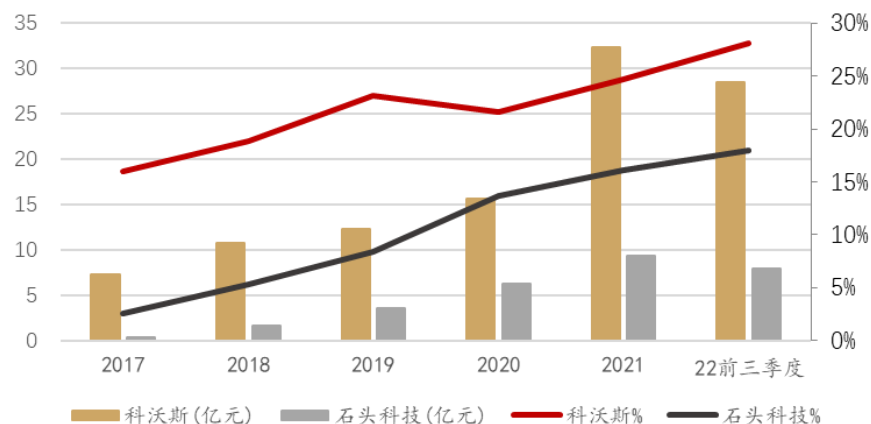
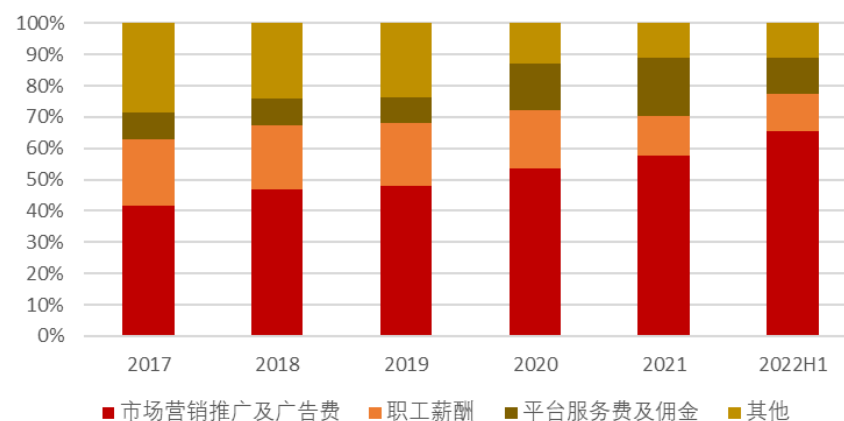


图21 科沃斯销售费用构成



数据来源：wind，华西证券

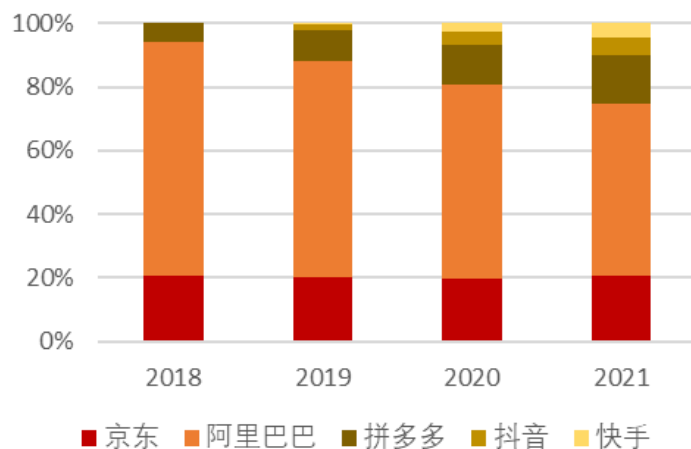
数据来源：wind，华西证券

5、渠道：线上发力抖音，线下建设正值收获期

积极布局抖音等新兴渠道，挖掘新红利。20年初罗永浩等明星达人开启直播带货，抖音开始探索内容化场景消费，同年6月字节跳动设立电商一级部门，正式发布“抖音电商”品牌。21年抖音电商GMV达到8800亿，同比+76%，在线上电商大盘中占比达到6%，相较19年增加5pct。公司积极布局抖音渠道，多次与抖音官方活动合作推广新品，21H2以来抖音渠道在公司线上销售占比中明显提升，22年截至10月抖音渠道销售额在线上大盘中占比达到12%，相较21H2高7pct。

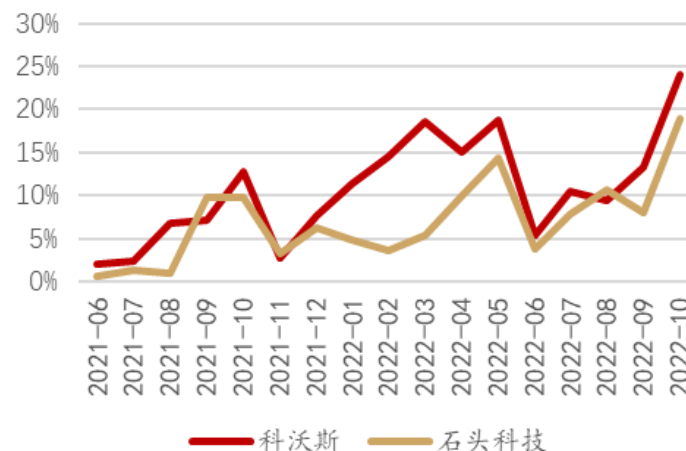
科沃斯系品牌店铺矩阵完善，已摸索出成熟打法。抖音定位兴趣电商，玩法与传统电商平台差异大，对品牌运营能力提出更高要求。目前公司以自播为主，旗下科沃斯/添可品牌均已搭建官方+专卖店店铺矩阵，根据蝉妈妈数据，科沃斯/添可品牌近30天销售额分别为2500~5000万元/5000~7500万元。以官方旗舰店为例，店铺粉丝数分别为231万/60万，其中科沃斯品牌远高于竞品品牌（石头科技59万/云鲸19万/追觅60万）。

图22 线上电商大盘分平台GMV占比



数据来源：公司公告、QM、华西证券

图23 科沃斯、石头科技抖音渠道销售额在线上占比



数据来源：抖音、魔镜、华西证券

备注：计算方式为抖音/（抖音销售额+天猫淘宝+京东销售额）

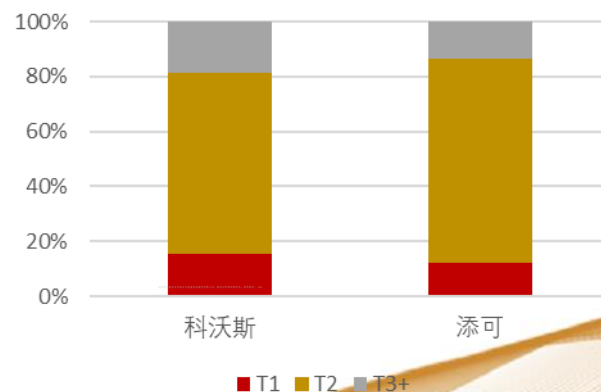
5、渠道：线上发力抖音，线下建设正值收获期

22年以来清洁电器龙头品牌发力线下建设。清洁电器以线上为最主要渠道，一方面，清洁电器主力用户群体为高线城市中产阶级，线上更契合主要群体的消费习惯，更为重要的原因，相比于线下，线上降低了新品类、新品牌的进入门槛，费用投放的转化效率更高。过去几年，除科沃斯外，主要清洁电器品牌基本没有布局线下。

当下扫地机、洗地机已经到了放量渗透的关键阶段，龙头品牌已经具备实力进行线下渠道建设，一方面，可以提供就近体验产品的渠道，以最大可能挖掘潜在客户、促进转化；另一方面，作为使用频次、科技含量较高的家电品类，拥有线下门店的品牌将在售后等客户服务方面建立更强的粘性，更能获得消费者的青睐。**我们观察到龙头品牌22年以来线下渠道建设动作明显加快：**

- **科沃斯：**线下渠道建设先行者，根据久谦数据，截至22Q3科沃斯/添可品牌门店数量373/229家，相比21年末分别增加104/163家。线级分布上，科沃斯品牌一线/二线/三线及其他占比分别为15%/66%/19%，添可品牌为12%/74%14%。
- **石头科技：**22年6月首批零售门店落地，共计5家分布在重庆/成都/南京/长沙/烟台，11月扩大至17家，分布至10个省及直辖市。
- **追觅：**21年9月杭州七堡花园城首家线下门店正式落成，10月上海首家线下门店正式开业，目前门店数量21家，覆盖11个城市。

图24 科沃斯及添可品牌线下门店线级分布



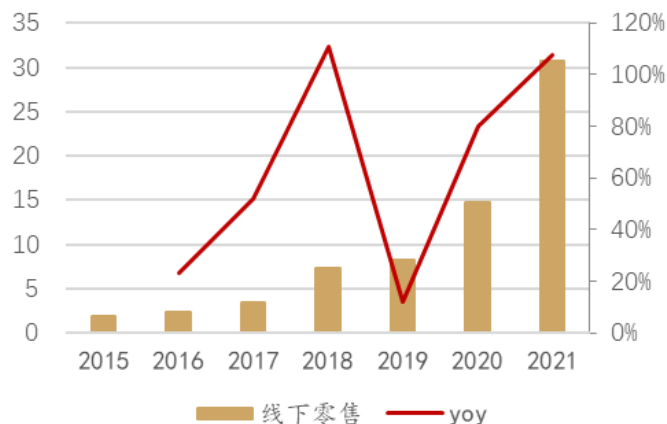
数据来源：久谦数据、华西证券

5、渠道：线上发力抖音，线下建设正值收获期

公司为清洁电器线下建设先行者，当前正值收获期。公司线下布局较早，2006年即在上海建立第一家实体销售点，18年上市后进一步加强线下渠道建设，大力开拓线下体验店，运营模式以分销为主、直营为辅。近年来持续扩张门店数量，并提升经销商实力，22年4月与戴森中国早期唯一代理商捷成集团达成合作，捷成将负责北京、上海等重点城市部分门店的运营，为公司线下建设赋能。

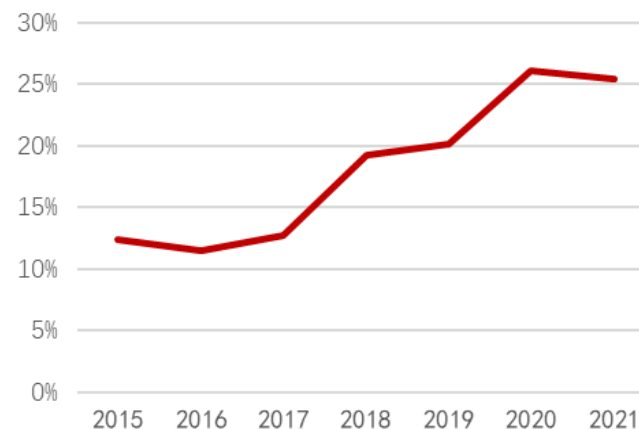
考虑到21年之前线下代工业务占比较高，我们以自主品牌销售口径计算，15-17年公司整体线下零售额在自主品牌销售占比约12%，18年之后这一比例明显提升，21年达到25%。根据公告，22H1科沃斯品牌/添可品牌分别实现国内线下销售收入5.7/6.7亿元，同比+93%/+123%，在同期国内销售收入中占比22%/31%。

图25 科沃斯线下零售收入（单位：亿元）及增速



数据来源：wind、华西证券
 备注：此处线下零售包括海外部分

图26 科沃斯线下零售收入在自主品牌销售中占比

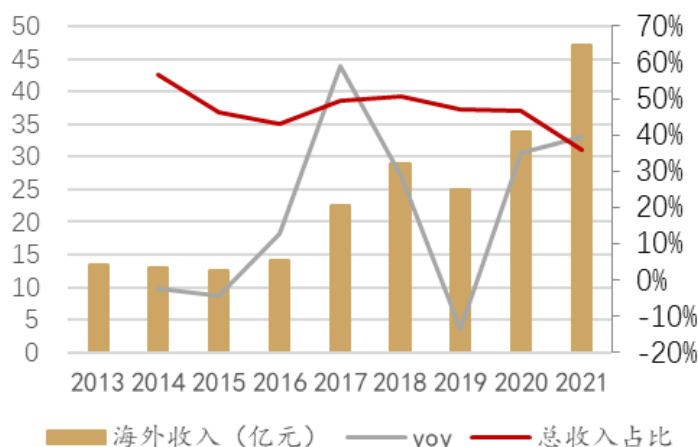


数据来源：wind、华西证券
 备注：此处线下零售包括海外部分

5、渠道：线上发力抖音，线下建设正值收获期

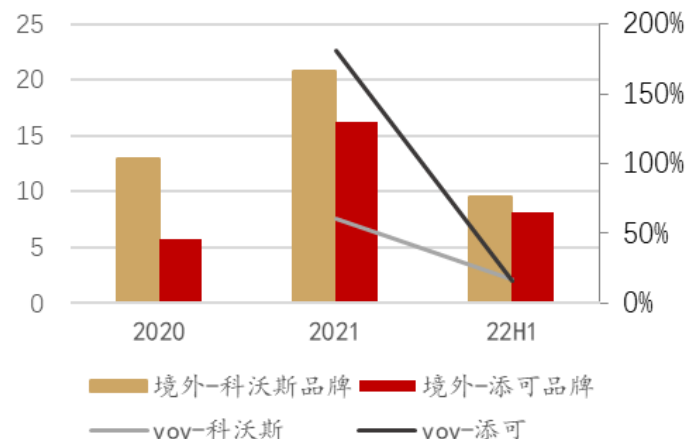
全球布局，海外直营为主，设有海外子公司负责海外运营，北美线下进入沃尔玛等大b渠道。2012年公司开始发力海外，且根基牢固，以子公司形式为主，对当地文化融合度高，线上线下载并举，现已在多个国家成功布局，其中美国、德国、日本为重点市场。由于公司战略调整，海外代工业务缩减，整体海外收入占比有所下滑，21年公司实现海外收入47亿元，同比+40%，收入占比36%，较去年下滑11pct。拆分海外业务收入构成看，21年科沃斯+添可品牌销售在海外收入占比合计78%，较20年增加23pct。22年以来受地缘冲突，美国高通胀影响，海外消费有所承压，22H1科沃斯品牌/添可品牌分别实现海外收入9.5亿元/8.2亿元，同比分别+17%/+16%，占自主品牌整体销售实现收入比例分别为27.1%/27.7%。

图27 公司海外收入及增速



数据来源：wind、华西证券

图28 公司海外自主品牌收入情况（单位：亿元）



数据来源：wind、华西证券

6、盈利预测及投资建议

关键假设：

- 收入端，扫地机方面，全球扫地机仍处在渗透初期，公司降价以维持份额优势，对收入端将产生一定影响，预计22-24年科沃斯品牌收入增速为23%/18%/19%。洗地机契合中式家庭清洁需求，赛道保持高景气，考虑到竞争加剧，预计22-24年添可品牌收入增速分别为32%/27%/23%。
- 自有品牌业务占比提升带动公司整体毛利率提升，22年以来公司产品终端折扣力度相对较大，对毛利率将产生一定负面影响，但考虑规模放量后的成本优势，毛利率下行空间有限，预计22-24年公司整体毛利率分别为49.4%/48.5%/48.1%。
- 期间费用率：公司对营销重视程度高，当下为清洁电器赛道竞争关键阶段，预计22-24年销售费用率维持较高水平，在28%左右；管理费用率及研发费用率将随收入规模扩张而有所摊薄。

投资建议：预计公司22-24年收入分别为157.3/188.7/225.9亿元，同比分别+20%/+20%/+20%；归母净利润分别为16.5/19.1/22.6亿元，同比分别-18%/+16%/+18%，对应EPS分别为2.87/3.32/3.93元。我们选取低渗透科技消费品龙头公司石头科技、极米科技作为可比公司，22-24年可比公司平均PE分别为20.2/15.9/12.8倍。以2022年12月30日收盘价72.94元计算，公司对应PE分别为25x/22x/19x。首次覆盖给予“增持”评级。

图29 收入拆分与关键指标假设

单位：百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,234	13,086	15,734	18,867	22,585
yoy	36.2%	80.9%	20.2%	19.9%	19.7%
其中：科沃斯品牌	4,236	6,710	8,282	9,773	11,590
yoy	17.3%	58.4%	23.4%	18.0%	18.6%
添可品牌	1,259	5,137	6,799	8,597	10,580
yoy	361.6%	308.0%	32.3%	26.5%	23.1%
销售毛利率	42.9%	51.4%	49.4%	48.5%	48.1%
销售费用率	21.6%	24.7%	28.5%	28.0%	28.0%
管理费用率	5.1%	4.0%	4.8%	4.5%	4.3%
研发费用率	4.7%	4.2%	5.3%	5.0%	5.0%
EPS（单位：元）	1.1	3.6	2.9	3.3	3.9
PE	77.6	42.0	25.4	22.0	18.5

数据来源：wind、华西证券

图30 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
石头科技	247.75	13.43	16.40	19.59	18.4	15.1	12.6
极米科技	166.20	7.60	9.97	12.82	21.9	16.7	13.0
平均数					20.2	15.9	12.8
科沃斯	72.94	2.87	3.32	3.93	25.4	22.0	18.5

数据来源：wind、华西证券

备注：可比公司EPS为wind一致预期；股价为22年12月30日收盘价

7、风险提示

终端消费疲软，渗透率提升不及预期；
行业竞争加剧；
原材料涨价风险；
海外市场拓展不及预期；汇率大幅波动风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,086	15,734	18,867	22,585	净利润	2,014	1,652	1,909	2,260
YoY (%)	80.9%	20.2%	19.9%	19.7%	折旧和摊销	176	95	99	104
营业成本	6,359	7,954	9,723	11,723	营运资金变动	-453	-406	675	-864
营业税金及附加	72	79	94	113	经营活动现金流	1,757	1,426	2,724	1,515
销售费用	3,237	4,484	5,283	6,324	资本开支	-376	-253	-223	-229
管理费用	525	755	849	971	投资	-122	-1,186	1,015	15
财务费用	75	-132	-12	-63	投资活动现金流	-1,211	-1,447	811	-192
研发费用	549	834	943	1,129	股权募资	457	-22	0	0
资产减值损失	-174	-40	-30	-30	债务募资	970	714	-601	40
投资收益	12	-7	19	23	筹资活动现金流	1,113	36	-625	37
营业利润	2,256	1,779	2,057	2,436	现金净流量	1,611	16	2,910	1,361
营业外收支	-3	7	7	7	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	2,253	1,786	2,064	2,443	成长能力 (%)				
所得税	239	134	155	183	营业收入增长率	80.9%	20.2%	19.9%	19.7%
净利润	2,014	1,652	1,909	2,260	净利润增长率	213.5%	-18.0%	15.6%	18.4%
归属于母公司净利润	2,010	1,648	1,905	2,255	盈利能力 (%)				
YoY (%)	213.5%	-18.0%	15.6%	18.4%	毛利率	51.4%	49.4%	48.5%	48.1%
每股收益	3.59	2.87	3.32	3.93	净利润率	15.4%	10.5%	10.1%	10.0%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率ROA	18.8%	12.6%	12.1%	11.8%
货币资金	3,577	3,592	6,502	7,863	净资产收益率ROE	39.5%	27.1%	23.8%	22.0%
预付款项	196	228	286	341	偿债能力 (%)				
存货	2,417	2,845	3,293	4,242	流动比率	1.95	1.90	2.07	2.20
其他流动资产	2,876	4,624	3,787	4,672	速动比率	1.35	1.35	1.51	1.59
流动资产合计	9,066	11,289	13,868	17,118	现金比率	0.77	0.60	0.97	1.01
长期股权投资	152	139	123	109	资产负债率	52.4%	53.4%	49.3%	46.4%
固定资产	819	918	974	1,027	经营效率 (%)				
无形资产	88	131	160	194	总资产周转率	1.55	1.32	1.31	1.29
非流动资产合计	1,654	1,807	1,925	2,045	每股指标 (元)				
资产合计	10,720	13,096	15,793	19,162	每股收益	3.59	2.87	3.32	3.93
短期借款	40	681	40	40	每股净资产	8.91	10.62	13.94	17.87
应付账款及票据	2,720	3,174	4,049	4,652	每股经营现金流	3.07	2.49	4.75	2.64
其他流动负债	1,889	2,101	2,614	3,080	每股股利	1.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,649	5,956	6,703	7,773	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	20.32	25.38	21.96	18.55
其他长期负债	964	1,036	1,076	1,116	PB	16.95	7.18	5.47	4.26
非流动负债合计	964	1,036	1,076	1,116					
负债合计	5,614	6,991	7,779	8,888					
股本	572	572	572	572					
少数股东权益	12	16	19	24					
股东权益合计	5,106	6,105	8,014	10,274					
负债和股东权益合计	10,720	13,096	15,793	19,162					

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

分析师承诺：作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。