

科沃斯 (603486.SH)

2023 年中报点评：海外收入增长超 25%，业绩有所承压

买入

核心观点

二季度收入环比改善，盈利短期有所承压。公司 2023 年上半年实现营收 71.4 亿/+4.7%，归母净利润 5.8 亿/-33.4%，扣非归母净利润 5.1 亿/-39.9%。其中 Q2 收入 39.1 亿/+7.9%，归母净利润 2.6 亿/-43.1%，扣非归母净利润 2.2 亿/-52.3%。公司 Q2 收入表现有所改善，增速环比+6.8pct；但在促销折扣及直播等新渠道费用增加的拖累下，公司业绩出现下滑。

扫地机行业 Q2 迎来好转，科沃斯扫地机出货边际改善。2023 年以来扫地机行业出现以价换量的趋势：中怡康数据显示，H1 基站款扫地机线上均价同比下降 8.4%，线下均价下降 15.7%，其中全能款扫地机降价幅度更大，线上线下降售价同比下降均超 20%。与此同时，扫地机的销量出现企稳回升的态势。奥维云网数据显示，H1 扫地机行业销量下滑 4%，其中 Q1 下滑 15%，Q2 销量增长 3%；在零售规模上，H1 扫地机销售额基本持平，Q1/Q2 分别-11%/+7%。科沃斯扫地机出货量 Q2 也止跌回升，实现同比正增长，带动科沃斯收入回正。2023H1 科沃斯机器人收入同比增长 0.2%至 35.0 亿元。

添可收入稳健成长，洗地机持续贡献动能。洗地机行业持续高速增长，根据奥维云网数据，2023H1 我国洗地机零售额增长 31%，销量增长 53%。添可 H1 推出新品芙万 Chorus，功能进一步升级，并持续建设悠尼品牌，布局下沉市场。H1 添可洗地机出货 144 万台/+32.5%，添可收入增长 11.1%至 32.8 亿。

完善渠道结构，布局新品类。公司积极推动全球新品统一上市节奏，调整海外经营策略，H1 科沃斯/添可品牌海外收入分别增长 26.5%/24.2%，占各自收入的比重均超过 30%。在国内，公司积极拓展新兴电商渠道，线下网点数量持续增加，截至 H1 末，公司科沃斯线下网点已有 1665 家，添可终端数量接近 850 家；线下实现收入 13.1 亿/+5.6%。在新品类方面，公司家用割草机及商用清洁机器人正逐步推向市场，Q2 割草机在欧洲正式开售。

毛利率或受以价换量影响，营销及佣金拖累明显。公司 Q2 毛利率下降 2.7pct 至 47.6%，预计或与产品降价等相关。公司销售费用率持续提升，Q2 同比+5.1pct 至 34.5%，主要系抖音等社交电商及站外渠道投入加大导致市场营销推广费用增加，以及达人直播收入比重增加导致平台服务费及佣金增加。其他费用则同比下滑，Q2 管理/研发/财务费用率分别-1.4/-0.0/-0.3pct 至 3.2%/5.2%/-2.3%。Q2 公司净利率同比-5.9pct 至 6.6%。

风险提示：行业竞争加剧；新品销售不及预期；行业需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到行业价格调整及公司销售费用投放情况，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 14.9/17.6/20.4 亿（前值为 17.2/20.7/-亿），同比-12%/+18%/+16%；摊薄 EPS=2.6/3.1/3.6 元，PE=26/22/19x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,086	15,325	16,714	18,922	21,343
(+/-%)	80.9%	17.1%	9.1%	13.2%	12.8%
净利润(百万元)	2010	1698	1489	1764	2045
(+/-%)	213.5%	-15.5%	-12.3%	18.5%	15.9%
每股收益(元)	3.51	2.96	2.60	3.08	3.57
EBIT Margin	17.9%	11.8%	9.0%	9.9%	10.3%
净资产收益率(ROE)	39.5%	26.4%	20.3%	21.0%	21.7%
市盈率(PE)	19.1	22.6	25.8	21.8	18.8
EV/EBITDA	17.7	22.7	28.1	22.9	20.0
市净率(PB)	7.52	5.97	5.24	4.58	4.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·小家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

买入(维持)

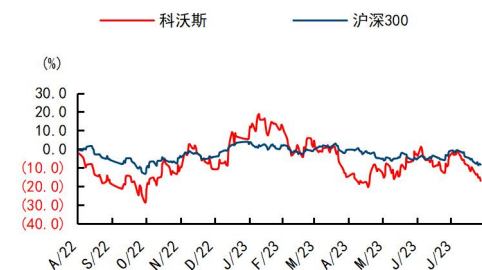
66.96 元

38627/38036 百万元

99.27/56.11 元

242.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《科沃斯 (603486.SH) -2022 年三季报点评：三季度收入增长稳定，费用投放加大拖累盈利》——2022-11-08

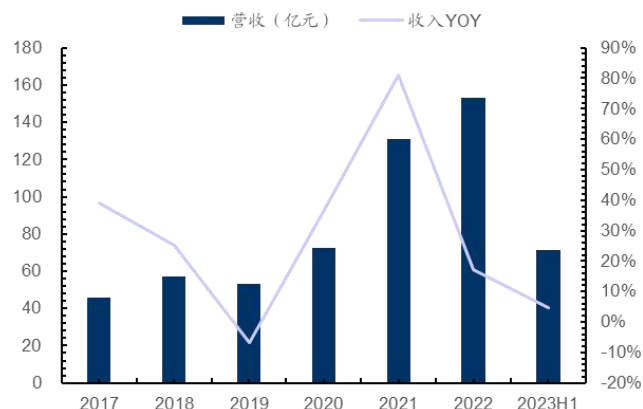
《科沃斯 (603486.SH) -2022 年中报点评：盈利短期承压，渠道布局加速推进》——2022-09-05

《科沃斯 (603486.SH) -2021 年年报&2022 年一季报点评：双品牌增长势能强劲，盈利持续改善向好》——2022-04-25

《科沃斯-603486-2021 年三季报点评：紧抓行业趋势红利，双品牌靓丽高增》——2021-11-02

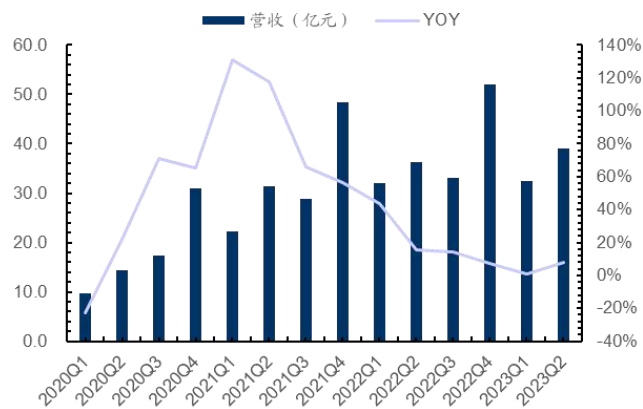
《科沃斯-603486-2021 年半年报点评：双品牌双爆发，市占再上层楼》——2021-09-04

图1：公司营业收入及增速



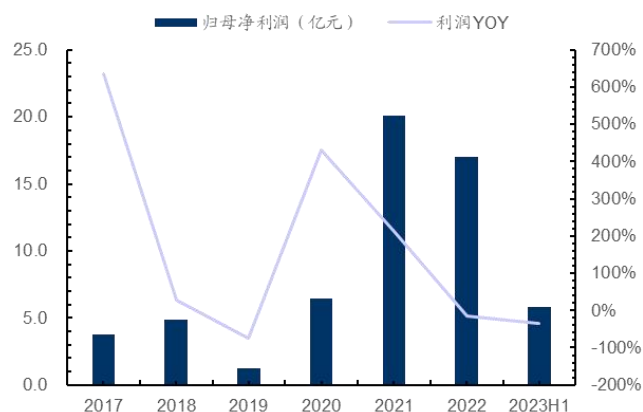
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



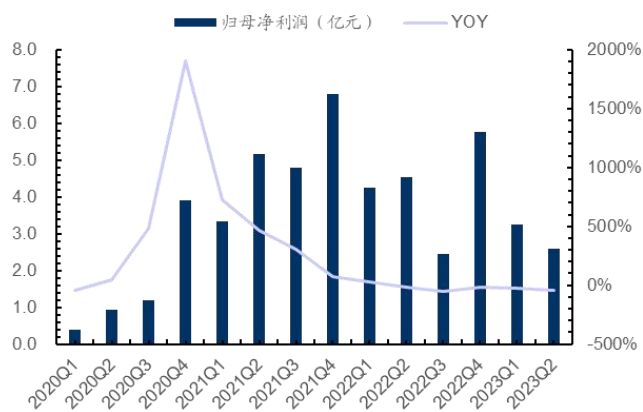
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速

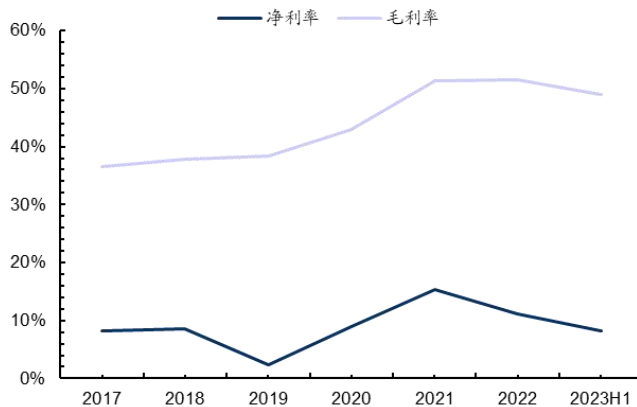


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

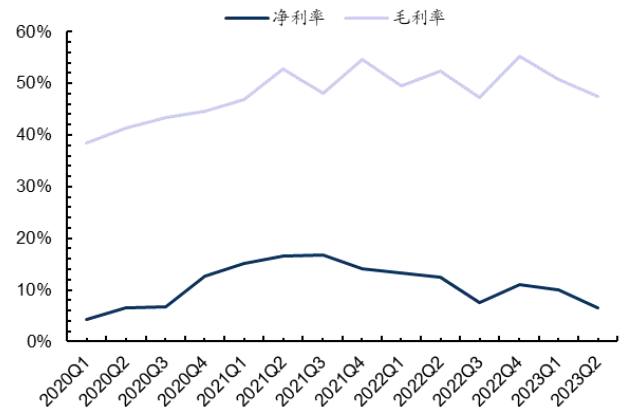
图4：公司单季归母净利润及增速



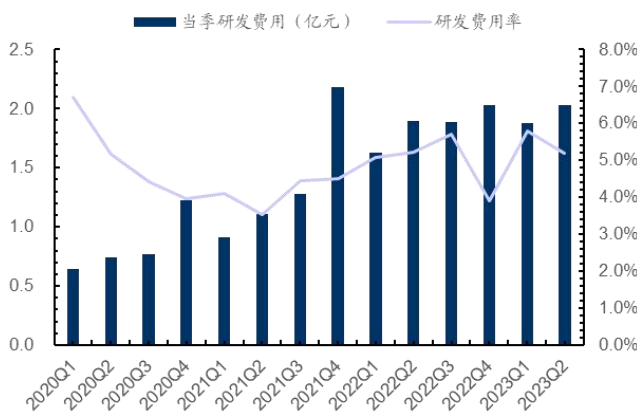
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率


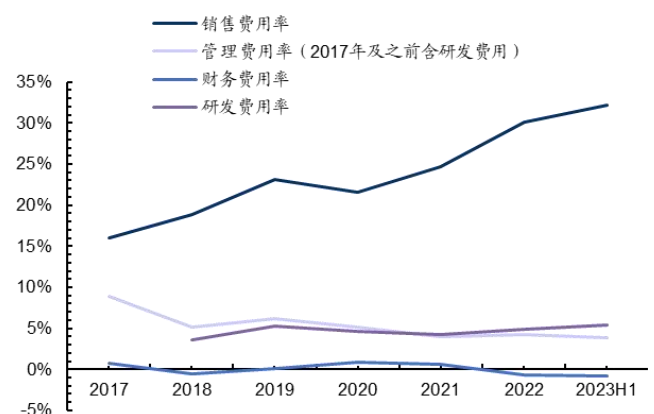
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
688169.SH	石头科技	252.84	332	12.63	14.57	17.47	20.47	20.0	17.4	14.5	12.4	1.0	买入
603486.SH	科沃斯	66.96	386	2.96	2.60	3.08	3.57	22.6	25.8	21.8	18.8	4.0	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3577	3991	5611	6515	7251	营业收入	13086	15325	16714	18922	21343
应收款项	1853	2067	2061	2281	2573	营业成本	6359	7415	8297	9343	10516
存货净额	2417	2906	3288	3652	4141	营业税金及附加	72	89	105	111	127
其他流动资产	381	712	664	727	887	销售费用	3237	4623	5432	6055	6787
流动资产合计	9066	11126	12474	14195	16076	管理费用	1074	1389	1377	1539	1714
固定资产	915	1238	1382	1486	1516	财务费用	75	(110)	(119)	(104)	(114)
无形资产及其他	88	158	152	146	139	投资收益	12	(22)	25	1	8
投资性房地产	498	643	643	643	643	资产减值及公允价值变动	(82)	(187)	(33)	(51)	(50)
长期股权投资	152	144	134	125	116	其他收入	56	107	35	30	25
资产总计	10720	13310	14785	16594	18490	营业利润	2256	1817	1650	1959	2295
短期借款及交易性金融负债	55	574	246	292	371	营业外净收支	(3)	9	3	3	5
应付款项	2720	3392	3841	4213	4817	利润总额	2253	1827	1653	1962	2300
其他流动负债	1874	1839	2299	2630	2820	所得税费用	239	126	163	196	253
流动负债合计	4649	5805	6386	7135	8008	少数股东损益	3	2	2	2	2
长期借款及应付债券	915	955	955	955	955	归属于母公司净利润	2010	1698	1489	1764	2045
其他长期负债	49	119	119	119	119						
长期负债合计	964	1074	1074	1074	1074	现金流量表（百万元）					
负债合计	5614	6879	7460	8209	9082	净利润	2010	1698	1489	1764	2045
少数股东权益	12	1	2	3	5	资产减值准备	82	(49)	48	12	6
股东权益	5094	6429	7323	8381	9403	折旧摊销	143	187	131	160	180
负债和股东权益总计	10720	13310	14785	16594	18490	公允价值变动损失	82	187	33	51	50
						财务费用	75	(110)	(119)	(104)	(114)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(257)	(521)	630	69	(141)
每股收益	3.51	2.96	2.60	3.08	3.57	其它	(79)	50	(47)	(11)	(5)
每股红利	0.51	1.12	1.04	1.23	1.78	经营活动现金流	1982	1553	2283	2045	2135
每股净资产	8.91	11.21	12.77	14.61	16.40	资本开支	(282)	(264)	(350)	(320)	(260)
ROIC	52%	30%	21%	26%	28%	其它投资现金流	(776)	(611)	600	(170)	(204)
ROE	39%	26%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(1040)	(867)	260	(481)	(455)
毛利率	51%	52%	50%	51%	51%	权益性融资	(48)	70	0	0	0
EBIT Margin	18%	12%	9%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	13%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(291)	(643)	(595)	(706)	(1022)
收入增长	81%	17%	9%	13%	13%	其它融资现金流	1300	945	(328)	46	79
净利润增长率	214%	-16%	-12%	18%	16%	融资活动现金流	669	(270)	(924)	(660)	(944)
资产负债率	52%	52%	50%	49%	49%	现金净变动	1611	415	1620	904	736
息率	0.8%	1.7%	1.6%	1.8%	2.7%	货币资金的期初余额	1965	3577	3991	5611	6515
P/E	19.1	22.6	25.8	21.8	18.8	货币资金的期末余额	3577	3991	5611	6515	7251
P/B	7.5	6.0	5.2	4.6	4.1	企业自由现金流	1699	1086	1767	1596	1735
EV/EBITDA	17.7	22.7	28.1	22.9	20.0	权益自由现金流	2999	2031	1519	1726	1911

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032