

2023年08月30日

科沃斯 (603486.SH)

产品、渠道持续优化，收入表现稳健

事件：公司发布2023年半年报。根据公告，23H1公司实现营业收入71.44亿元，同比增长4.72%，实现归母净利润5.84亿元，同比增长-33.40%，实现扣非后归母净利润5.06亿元，同比增长-39.90%；单季度来看，23Q2公司实现营业收入39.08亿元，同比增长7.92%，实现归母净利润2.58亿元，同比增长-43.10%，实现扣非后归母净利润2.20亿元，同比增长-52.26%。

投资要点

◆ **产品价格及渠道持续优化，推动收入稳健增长。**上半年国内消费复苏较为疲软，但随着公司积极应对、主动调整优化和产品价格及渠道组合，最终实现收入平稳增长，其中科沃斯、添可分别收入35.04、32.80亿元，同比增长0.22%、11.08%。科沃斯品牌，通过发力热水净洗、自适应升降等技术推出T20系列和X1S Pro产品，拉动Q2扫地机出货量较快增长、自清洁产品加速普及，23H1自清洁产品/全能基站型产品出货75/67万台，同比增长37.2%/155.1%；添可品牌，产品组合、价格维度持续优化，推出拥有独创升降洗、正反洗等功能的芙万Chorus丰富产品矩阵，并通过降低高体验爆品价格加速行业市场渗透、培育悠尼品牌布局下沉渠道扩大消费群体，最终实现23H1添可芙万系列洗地机产品出货144万台，同比+32.5%；与此同时，公司积极布局割草机器人、商业清洁机器人、添可食万系列等新品类，上半年家用割草机器人GOAT G1和商用清洁机器人DEEBOT PRO K1、M1逐步走向市场，食万生态亦更加完善，凭借领先的产品体验和线下优势，新品类份额有望快速提升。渠道方面，公司聚集一线、新一线城市扩大市场覆盖，深化与山姆、Costco、京东等合作，并积极拓展家居家装渠道、推动品牌旗舰店建设，截止6月底，科沃斯国内线下销售网点增至1665家，添可全国累计终端数量近850家，线下竞争优势持续强化，受益于线下完善的渠道布局和提效举措，23H1公司国内线下收入13.06亿元，同比增长5.63%。

◆ **Q2销售费用率提升，盈利能力有所下降。**23H1/Q2公司毛利率为48.97%/47.57%，同比下降2.01pct/4.71pct，预计主要由产品价格下行所致。23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为34.49%/3.23%/5.19%/-2.26%，同比+5.07pct/-1.39pct/-0.03pct/-0.28pct，销售费用率显著提升，主要源于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；净利润端，23H1/23Q2净利率为8.17%/6.60%，同比-4.70pct/-5.94pct。23H1/Q2经营性净现金流为4.84/4.67亿元，较去年同期分别增长-6.9%/+53%，Q2增长主要源于销售商品、提供劳务收到的现金增多。

◆ **投资建议：**公司拥有科沃斯、添可两大龙头品牌，产品、渠道优势显著，未来有望受益于行业渗透率提升实现持续增长，同时公司积极布局割草机、商用清洁机器人等新领域，业绩潜能有望逐步释放。预计2023-2025年公司营业收入分别为167.66/189.12/210.78亿元，同比增长9.4%/12.8%/11.5%，归母净利润14.14/16.69/18.86亿元，同比增长-16.7%/18.0%/13.0%，对应EPS分别为2.45/2.89/3.27元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

公司快报

机械 | 服务机器人III

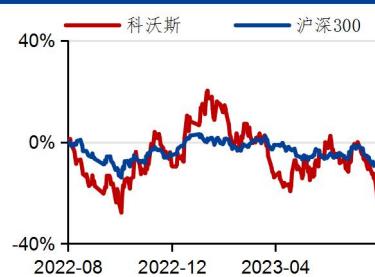
投资评级 增持-B(首次)

股价(2023-08-29) 54.97元

交易数据

总市值（百万元）	31,710.24
流通市值（百万元）	31,225.52
总股本（百万股）	576.86
流通股本（百万股）	568.05
12个月价格区间	93.95/57.00

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-23.74	-21.24	-24.6
绝对收益	-28.81	-22.38	-31.93

分析师

吴东炬

SAC 执业证书编号: S0910523070002
wudongju@huajinsc.cn

报告联系人

王颖

SAC 执业证书编号: S0910123080010
wangying5@huajinsc.cn

相关报告



◆ 风险提示：市场需求不及预期，新品表现不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,086	15,325	16,766	18,912	21,078
YoY(%)	80.9	17.1	9.4	12.8	11.5
净利润(百万元)	2,010	1,698	1,414	1,669	1,886
YoY(%)	213.5	-15.5	-16.7	18.0	13.0
毛利率(%)	51.4	51.6	49.3	49.2	49.2
EPS(摊薄/元)	3.48	2.94	2.45	2.89	3.27
ROE(%)	39.4	26.4	19.3	19.4	18.7
P/E(倍)	15.8	18.7	22.4	19.0	16.8
P/B(倍)	6.4	5.0	4.4	3.7	3.2
净利率(%)	15.4	11.1	8.4	8.8	8.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 科沃斯品牌服务机器人：扫地机行业已进入以价换量阶段、市场竞争逐步加剧，未来公司或将通过推新降价策略来维持份额优势，预计 2023-2025 年科沃斯品牌服务机器人收入增速分别为 4%、10%、10%。
- (2) 添可品牌智能生活电器：洗地机行业有望随价格下探实现渗透率进一步提升，添可品牌占据绝对份额优势，但考虑到市场竞争加剧，添可增速或将放缓，预计 2023-2025 年添可品牌智能生活电器收入增速分别为 16%、20%、18%。

考虑到扫地机、洗地机终端降价趋势较为明确，公司毛利率或将小幅下行，预计 2023-2025 年公司服务机器人毛利率分别为 42%、41.5%、41%，智能生活电器毛利率分别为 57%、56.5%、56%，整体毛利率分别为 49.27%、49.21%、49.16%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
服务机器人					
营收(亿元)	68.27	78.74	82.37	87.43	91.20
YOY%	58.58%	15.34%	4.62%	6.15%	4.30%
毛利率%	49.77%	44.89%	42.00%	41.50%	41.00%
科沃斯品牌服务机器人					
营收(亿元)	67.10	77.98	81.09	85.77	89.20
YOY%	58.42%	16.21%	4.00%	10.00%	10.00%
服务机器人 ODM					
营收(亿元)	1.17	0.76	1.28	1.66	1.99
YOY%	68.17%	-34.71%	68.00%	30.00%	20.00%
智能生活电器					
营收(亿元)	60.12	73.13	83.70	99.91	117.59
YOY%	118.52%	21.63%	14.45%	19.36%	17.70%
毛利率%	54.93%	59.43%	57.00%	56.50%	56.00%
添可品牌智能生活电器					
营收(亿元)	51.37	69.09	80.15	96.18	113.49
YOY%	307.97%	34.50%	16.00%	20.00%	18.00%
清洁类电器 OEM/ODM					
营收(亿元)	8.75	4.04	3.55	3.73	4.10
YOY%	-41.33%	-53.90%	-12.00%	5.00%	10.00%
毛利率%	18.02%				
其他业务					
营收(亿元)	2.47	1.38	1.59	1.78	1.99
YOY%	39.16%	-44.03%	15.00%	12.00%	12.00%
毛利率%	11.07%	20.67%	19.00%	19.00%	19.00%
营收(亿元)	130.86	153.25	167.66	189.12	210.78
YOY%	80.90%	17.11%	9.41%	12.80%	11.45%
毛利率%	51.41%	51.61%	49.27%	49.21%	49.16%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为全球家用服务机器人和智能生活电器行业龙头，产品主要包含扫地机器人、擦窗机器人、空气净化机器人、洗地机等。为便于对比分析，我们选取业务内容相似的上市公司石头科技（主要产品为扫地机器人、洗地机及其他智能电器）、德尔玛（产品包含家居环境类、水健康类、个护健康类以及生活卫浴类）、莱克电气（主要产品为吸尘器、洗地机、净水机、厨房电器等）作为可比公司，进行估值对比。公司旗下拥有科沃斯、添可两大知名品牌，且均处于绝对龙头地位，叠加产品、渠道优势领先，未来有望受益于扫地机、洗地机渗透率提升实现持续放量，同时公司积极布局割草机、商用清洁机器人等新领域，未来有望形成新增长点。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E
688169	石头科技	337.56	11.83	13.81	16.56	19.48	32.31	24.45	20.39	17.33
301332	德尔玛	68.68	1.91	2.54	3.15	3.95	34.85	27.01	21.77	17.40
603355	莱克电气	152.54	9.83	10.69	12.08	13.90	15.94	14.26	12.63	10.97
平均		-	7.86	9.02	10.60	12.44	27.70	21.91	18.26	15.24
603486	科沃斯	317.10	16.98	14.14	16.69	18.86	22.56	22.42	19.00	16.81

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind一致预期, 截止日期2023年8月29日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9066	11126	12554	14357	16169	营业收入	13086	15325	16766	18912	21078
现金	3577	3991	5064	5809	7251	营业成本	6359	7415	8505	9605	10716
应收票据及应收账款	1784	1953	2136	2477	2664	营业税金及附加	72	89	50	57	63
预付账款	196	340	247	415	322	营业费用	3237	4623	5265	5901	6534
存货	2417	2906	3200	3696	3998	管理费用	525	645	620	662	738
其他流动资产	1091	1935	1908	1961	1933	研发费用	549	744	805	908	1033
非流动资产	1654	2183	2193	2262	2276	财务费用	75	-110	-169	-215	-266
长期投资	152	144	136	128	120	资产减值损失	-189	-224	-209	-266	-293
固定资产	819	933	995	1090	1125	公允价值变动收益	107	37	37	37	37
无形资产	88	158	162	166	173	投资净收益	12	-22	17	21	13
其他非流动资产	594	947	901	878	859	营业利润	2256	1817	1597	1860	2092
资产总计	10720	13310	14747	16619	18445	营业外收入	8	14	9	9	10
流动负债	4649	5805	6524	7258	7835	营业外支出	11	5	5	6	7
短期借款	40	540	540	540	540	利润总额	2253	1827	1601	1864	2095
应付票据及应付账款	2720	3392	3619	4298	4535	所得税	239	126	182	191	205
其他流动负债	1889	1873	2365	2419	2760	税后利润	2014	1700	1419	1673	1890
非流动负债	964	1074	887	713	522	少数股东损益	3	2	4	4	4
长期借款	915	955	768	594	403	归属母公司净利润	2010	1698	1414	1669	1886
其他非流动负债	49	119	119	119	119	EBITDA	2361	2007	1699	1939	2167
负债合计	5614	6879	7411	7971	8357						
少数股东权益	12	1	5	9	13						
股本	572	574	577	577	577						
资本公积	1519	1721	1721	1721	1721						
留存收益	3354	4421	5464	6585	7902						
归属母公司股东权益	5094	6429	7331	8639	10075						
负债和股东权益	10720	13310	14747	16619	18445						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	1757	1727	1573	1254	1998						
净利润	2014	1700	1419	1673	1890	成长能力					
折旧摊销	153	204	173	184	219	营业收入(%)	80.9	17.1	9.4	12.8	11.5
财务费用	75	-110	-169	-215	-266	营业利润(%)	210.1	-19.4	-12.1	16.5	12.4
投资损失	-12	22	-17	-21	-13	归属于母公司净利润(%)	213.5	-15.5	-16.7	18.0	13.0
营运资金变动	-622	-511	206	-329	206	获利能力					
其他经营现金流	150	422	-38	-39	-38	毛利率(%)	51.4	51.6	49.3	49.2	49.2
投资活动现金流	-1211	-1297	-128	-193	-182	净利率(%)	15.4	11.1	8.4	8.8	8.9
筹资活动现金流	1113	-151	-373	-316	-374	ROE(%)	39.4	26.4	19.3	19.4	18.7
每股指标(元)						ROIC(%)	32.4	21.0	15.2	15.7	15.6
每股收益(最新摊薄)	3.48	2.94	2.45	2.89	3.27	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	3.05	2.99	2.73	2.17	3.46	资产负债率(%)	52.4	51.7	50.3	48.0	45.3
每股净资产(最新摊薄)	8.63	10.94	12.50	14.77	17.25	流动比率	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1
						速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.3	1.2	1.2	1.2
						应收账款周转率	8.5	8.2	8.2	8.2	8.2
						应付账款周转率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
						估值比率					
						P/E	15.8	18.7	22.4	19.0	16.8
						P/B	6.4	5.0	4.4	3.7	3.2
						EV/EBITDA	12.0	13.9	15.7	13.3	11.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn