

科沃斯（603486）/家电

证券研究报告/公司点评

2024 年 2 月 1 日

评级：买入（维持）

市场价格：31.6

分析师：姚玮

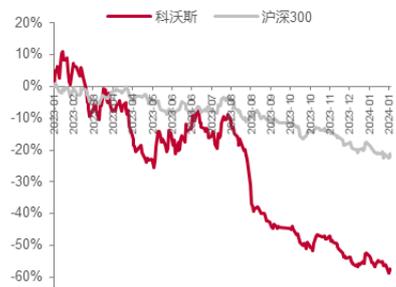
执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	576
流通股本(百万股)	569
市价(元)	31.60
市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	180

股价与行业-市场走势对比



相关报告

行业深度：

《从治理结构看清龙头的管理之道》2022. 3. 31

公司点评：

《科沃斯：短期蓄势，存非核心业务影响》2023. 8. 27

《科沃斯：Q1 净利率稳健，如期发布激励》2023. 4. 30

《科沃斯：利润率或触底》2022. 10. 30

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,086	15,325	15,531	17,858	20,480
增长率 yoy%	81%	17%	1%	15%	15%
净利润(百万元)	2,010	1,698	652	1,482	1,788
增长率 yoy%	214%	-16%	-62%	128%	21%
每股收益(元)	3.49	2.95	1.13	2.57	3.10
每股现金流量	3.05	3.00	1.90	2.96	2.88
净资产收益率	39%	26%	10%	20%	21%
P/E	9.1	10.7	28.0	12.3	10.2

备注：股价选自 20240201 收盘价

投资要点

■ 公司发布 2023 年业绩预告：

23 全年：归母 6-6.8 亿（-60%~-65%），扣非 4.4-5.2 亿（-68%~-73%）

23Q4：归母-0.03~0.76 亿（-101%~-77%），扣非-0.86~-0.06 亿（转亏）

23 年收入微增，预计 Q4 收入增速微负接近持平。业绩表现核心仍是利润率下滑所致（Q4 归母净利率预计约在 0.7% 左右，与 Q3 环比基本持平）。

■ 如何看科沃斯 24 年的恢复点？

往昔已矣，来者可追。当前股价反映出风险已被定价，公司内部也对今年经营得失有所总结。我们更关注：24 年的科沃斯能恢复至什么水平？哪些是明确的恢复点？

①**新业务减亏**：23 年商清、割草等新业务亏损约 3 亿，24 年我们预计割草有望实现扭亏；商清控制投入，亦有望明显减亏。

②**添可线下&电池问题恢复**：添可线下经销加强窜货管理后，24 年出货表现有望恢复。同时 23 年电池售后问题对添可维修费用有明显影响，24 年影响有望减弱。

③**入门级产品补足**：参考奥维，科沃斯扫地机 23 年线上份额 34%（-5.5pct），份额回落核心是 3k 入门级产品未布局。24 年补足产品下，新品发布后份额有望回升。

④**海外持续拓展**：公司海外占比已经相当可观，预计 H2 已经接近 50%，且仍在增长快车道。海外 beta 对公司在收入、利润上都将是有效拉动。

■ 业绩预期怎么看？预计公司 24 年 15 亿利润。

我们预计公司 24 年 15 亿利润，若给 20xPE，可展望 300 亿市值，50%赔率。

15 亿利润并非激进假设：对应假设为整体收入约 15% 增长（基本吻合国内+海外 beta 拉动），15% 海外净利率（23 年基本已实现），5% 国内净利率。

其中不确定的点在于国内净利率的假设（Q3/4 内销业务预计为负净利率，且后续回暖进度难以准确跟踪），但考虑添可从各种一次性事件恢复+扫地机、洗地机份额回升，我们认为 5% 的净利率并非不可能。

此外，即使给国内 0 净利率假设，预计新业务减亏拉动下，公司仍能有 10 亿级别利润。对应当前估值仍在 20x 不到，有一定安全垫。

■ 投资建议：维持买入评级

当前市场风格容易接受低估值、筹码出清的标的，公司在边际安全性有一定保障。且春节后临近新品事件催化（公司惯常在 3/4 月上新），低估值低预期下，有股价率先回弹可能。

调整盈利预测，预计公司 23-25 年利润 6.5、15、18 亿（前值 17、20、24 亿），对应 P/E28、12、10x。调整逻辑核心在于 23 年新业务投入及内销盈利能力短期受冲击，但预计 24 年新业务收缩投入叠加内销份额回暖下，盈利能力有望有一定回升。

近期已是公司股价新低，相信 23 年问题暴露后，公司 24 年的产品布局、运营管理有望改善优化，看好基本面的持续改善。从股价上看，当前赔率已经被足够放大，我们认为具有充分参与价值。维持买入评级。

风险提示：新品表现不及预期，内销利润率不及预期

图表 1: 科沃斯财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,991	4,659	5,357	6,144	营业收入	15,325	15,531	17,858	20,480
应收票据	0	0	0	0	营业成本	7,415	8,222	9,192	10,602
应收账款	1,953	1,832	1,966	2,196	税金及附加	89	100	112	123
预付账款	340	123	138	159	销售费用	4,623	5,048	5,536	6,144
存货	2,906	2,686	2,846	3,581	管理费用	645	621	714	819
合同资产	0	0	0	0	研发费用	744	870	804	922
其他流动资产	1,935	1,721	1,761	1,807	财务费用	-110	-57	-53	-35
流动资产合计	11,126	11,021	12,069	13,887	信用减值损失	-99	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-125	-60	-55	-50
长期股权投资	144	144	144	144	公允价值变动收益	37	-40	35	11
固定资产	933	1,154	1,391	1,639	投资收益	-22	12	1	-3
在建工程	305	405	405	305	其他收益	106	66	66	66
无形资产	158	173	196	226	营业利润	1,817	691	1,585	1,914
其他非流动资产	642	652	663	674	营业外收入	15	15	14	15
非流动资产合计	2,183	2,529	2,798	2,989	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	13,310	13,550	14,867	16,876	利润总额	1,827	701	1,594	1,924
短期借款	540	1,266	1,333	1,555	所得税	127	49	110	133
应付票据	334	357	406	458	净利润	1,700	652	1,484	1,791
应付账款	3,058	2,467	2,785	3,244	少数股东损益	2	1	2	2
预收款项	0	84	24	35	归属母公司净利润	1,698	651	1,482	1,789
合同负债	305	280	321	369	NOPLAT	1,598	599	1,434	1,758
其他应付款	1,014	1,014	1,014	1,014	EPS (按最新股本摊薄)	2.95	1.13	2.57	3.10
一年内到期的非流动负债	34	34	34	34					
其他流动负债	520	528	578	641					
流动负债合计	5,805	6,029	6,496	7,350					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	955	955	955	955					
其他非流动负债	119	119	119	119					
非流动负债合计	1,074	1,074	1,074	1,074					
负债合计	6,879	7,104	7,571	8,424					
归属母公司所有者权益	6,429	6,445	7,293	8,447					
少数股东权益	1	2	4	6					
所有者权益合计	6,431	6,447	7,296	8,452					
负债和股东权益	13,310	13,550	14,867	16,876					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,727	1,098	1,705	1,659
现金收益	1,794	806	1,690	2,067
存货影响	-489	220	-160	-735
经营性应收影响	-187	398	-94	-202
经营性应付影响	795	-484	308	521
其他影响	-186	157	-39	7
投资活动现金流	-1,297	-585	-493	-495
资本支出	-597	-547	-518	-491
股权投资	8	0	0	0
其他长期资产变化	-708	-38	25	-4
融资活动现金流	-151	155	-514	-377
借款增加	559	726	67	222
股利及利息支付	-643	-223	-537	-588
股东融资	70	0	0	0
其他影响	-137	-348	-44	-11

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	17.1%	1.3%	15.0%	14.7%
EBIT增长率	-26.3%	-62.5%	139.4%	22.6%
归母公司净利润增长率	-15.5%	-61.6%	127.5%	20.7%
获利能力				
毛利率	51.6%	47.1%	48.5%	48.2%
净利率	11.1%	4.2%	8.3%	8.7%
ROE	26.4%	10.1%	20.3%	21.2%
ROIC	29.0%	9.6%	20.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	51.7%	52.4%	50.9%	49.9%
债务权益比	25.6%	36.8%	33.5%	31.5%
流动比率	1.9	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2
应收账款周转天数	44	44	38	37
应付账款周转天数	134	121	103	102
存货周转天数	129	122	108	109
每股指标 (元)				
每股收益	2.95	1.13	2.57	3.10
每股经营现金流	3.02	1.92	2.98	2.90
每股净资产	11.23	11.26	12.74	14.76
估值比率				
P/E	11	28	12	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	65	147	70	57

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。