

科沃斯（603486）/家电

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 28 日

评级：买入（维持）

市场价格：41.53

分析师：姚玮

执业证书编号：S0740522080001

Email: yaowei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

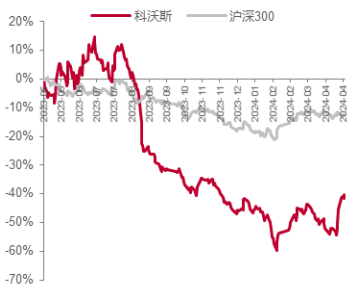
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,325	15,502	17,692	20,196	23,086
增长率 yoy%	17%	1%	14%	14%	14%
净利润（百万元）	1,698	612	1,603	1,899	2,216
增长率 yoy%	-16%	-64%	162%	18%	17%
每股收益（元）	2.95	1.06	2.78	3.29	3.84
每股现金流量	3.00	1.89	2.85	4.10	3.70
净资产收益率	26%	9%	22%	22%	22%
P/E	14.1	39.1	14.9	12.6	10.8

备注：股价选自 20240426 收盘价

基本状况

总股本(百万股)	576
流通股本(百万股)	569
市价(元)	41.53
市值(亿元)	239
流通市值(亿元)	236

股价与市场-行业走势对比



相关报告

公司点评：

《科沃斯：来日可追，期待 24 年回暖》

2024. 2. 27

《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

投资要点

■ 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报：

23 全年：收入 155 亿 (+1%)，归母 6.1 亿 (-64%)，扣非 4.8 亿 (-70%)

23Q4：收入 50 亿 (-4%)，归母 0.1 亿 (-99%)，扣非-0.4 亿 (-107%)。

24Q1：收入 35 亿 (+7%)，归母 3.0 亿 (-9%)，扣非 2.9 亿 (+0.3%)

年报此前已有预告，更值得关注的是 24Q1 盈利能力的显著回暖，Q1 利润表现超预期。

■ 24Q1 业绩拆分：海外+控费为核心抓手

24Q1 收入维持个位数稳健增长，但净利率达到 8.6%，环比 23Q3、Q4 的 0.6%、0.2% 净利率大幅回暖。怎么看业绩回升的抓手？

收入端：分品牌看，我们预计科沃斯品牌收入同比+11%，国内+10%，海外+13%；添可品牌+10%，国内+0%，海外+37%。**高盈利能力的海外成为增长主线。**

盈利端：业务端的改善体现为报表端毛利率的环比回升，以及销售费用率的大幅缩减。24Q1 毛利率 47.2%，环比 Q4+0.7pct；24Q1 销售费用率 27.7%，环比 Q4-10.2pct。公司今年控费决心显著，思路预计更多以盈利为先。

我们预判：随着后续科沃斯高毛利率的新品 T30 在 Q2 集中确认销售，叠加洗地机价格趋稳、海外持续拉动下，公司整体盈利能力还有进一步向上修复区间。

■ 拐点逻辑是否确立？

扫地机：减配降本，份额趋稳。今年产品摆脱“人有我无”下的份额压力，且新品强化降本后盈利能力得到加强。Q2 新品集中上市后，毛利率回弹预计更加明显。

洗地机：价格竞争趋缓。追觅今年求上市价格战跟进不强，添可份额有望逐步趋稳，进一步降价动力不强。高利润率的海外则持续向上拉动盈利。

海外：beta 较好盈利优，拉动持续。今年我们预计公司海外占比有望维持 40%+ 以上。

总结看：本质是竞争对手求利润，叠加行业平台期差距难拉大下，给了科沃斯向上修复的机会。公司自身也反思到去年错误，今年积极进取，控费推新，以盈利为重心，看好下一步利润回升。

■ 怎么看后续？改善空间相当可观

我们认为，对于科沃斯而言，一旦确立了修复趋势，改善的空间是相当可观的。对标同业石头科技 23 年净利率 24%，科沃斯修复的空间相当显著。

展望 24 年：我们预计公司全年有望实现 9% 净利率，收入端兑现 15% 增长，对应全年 16 亿业绩。若后续内销净利率能够进一步向上修复，业绩仍有往上超预期空间。上调盈

利预测，预计公司 24-26 年利润 16、19、22 亿（24-25 年前值 15、18 亿），对应 PE15、13、11x。

此前公司业绩、估值均被忽视低估，当前 24Q1 业绩吹响拐点号角，后续 Q2-4 下基数逐步走低，叠加扫地机新品拉动、洗地机价格趋稳，业绩增速有望将持续向上。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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,097	5,308	6,664	7,866	营业收入	15,502	17,692	20,196	23,086
应收票据	0	0	0	0	营业成本	8,139	8,761	9,946	11,313
应收账款	1,675	1,727	1,810	1,999	税金及附加	68	102	108	123
预付账款	280	131	149	170	销售费用	5,297	5,608	6,382	7,295
存货	2,848	2,962	3,079	3,781	管理费用	583	708	808	923
合同资产	0	0	0	0	研发费用	825	938	1,070	1,224
其他流动资产	501	270	301	337	财务费用	-26	-86	-109	-113
流动资产合计	10,401	10,398	12,004	14,153	信用减值损失	-4	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-168	-150	-150	-150
长期股权投资	167	167	167	167	公允价值变动收益	40	50	42	44
固定资产	1,026	1,190	1,376	1,577	投资收益	0	-3	-9	-4
在建工程	863	963	963	863	其他收益	151	150	150	150
无形资产	275	324	392	459	营业利润	636	1,693	2,008	2,347
其他非流动资产	655	668	682	691	营业外收入	21	21	21	21
非流动资产合计	2,986	3,314	3,580	3,757	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	13,387	13,712	15,584	17,910	利润总额	653	1,710	2,025	2,364
短期借款	470	147	226	335	所得税	42	109	129	151
应付票据	470	419	474	561	净利润	611	1,601	1,896	2,213
应付账款	2,881	2,628	3,014	3,462	少数股东损益	-1	-2	-2	-3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	612	1,603	1,898	2,216
合同负债	310	318	364	416	NOPLAT	587	1,520	1,795	2,107
其他应付款	1,014	1,014	1,014	1,014	EPS (按最新股本摊薄)	1.06	2.78	3.29	3.84
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14					
其他流动负债	404	452	498	550					
流动负债合计	5,564	4,993	5,604	6,351					
长期借款	200	200	200	200					
应付债券	995	995	995	995					
其他非流动负债	80	80	80	80					
非流动负债合计	1,275	1,275	1,275	1,275					
负债合计	6,839	6,268	6,879	7,627					
归属母公司所有者权益	6,547	7,445	8,709	10,290					
少数股东权益	0	-1	-4	-6					
所有者权益合计	6,548	7,443	8,705	10,283					
负债和股东权益	13,387	13,712	15,584	17,910					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,091	1,640	2,360	2,131
现金收益	867	1,793	2,113	2,479
存货影响	58	-113	-118	-702
经营性应收影响	506	246	49	-59
经营性应付影响	-40	-304	441	534
其他影响	-300	18	-125	-121
投资活动现金流	467	-559	-558	-516
资本支出	-1,049	-592	-578	-547
股权投资	-23	0	0	0
其他长期资产变化	1,539	33	20	31
融资活动现金流	-521	-871	-446	-412
借款增加	150	-324	79	109
股利及利息支付	-543	-1,009	-1,593	-1,616
股东融资	177	0	0	0
其他影响	-305	462	1,068	1,095

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	1.2%	14.1%	14.2%	14.3%
EBIT增长率	-63.5%	158.9%	18.1%	17.4%
归母公司净利润增长率	-64.0%	161.9%	18.4%	16.7%
获利能力				
毛利率	47.5%	50.5%	50.8%	51.0%
净利率	3.9%	9.0%	9.4%	9.6%
ROE	9.3%	21.5%	21.8%	21.5%
ROIC	8.2%	20.0%	20.3%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	45.7%	44.1%	42.6%
债务权益比	26.9%	19.3%	17.4%	15.8%
流动比率	1.9	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转天数	42	35	32	30
应付账款周转天数	131	113	102	103
存货周转天数	127	119	109	109
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	2.78	3.29	3.84
每股经营现金流	1.89	2.84	4.09	3.70
每股净资产	11.36	12.91	15.11	17.85
估值比率				
P/E	39	15	13	11
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	147	70	59	51

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。