

# 科沃斯 (603486)

## 2023A&2024Q1 业绩点评:

### “清”舟已过万重山

#### 事件:

科沃斯披露 2023 年年报及 2024 年一季报: 公司 23 年实现营收 155.0 亿, 同比+1.2%, 业绩 6.1 亿, 同比-64.0%, 扣非业绩 4.8 亿, 同比-70.3%; 23Q4 实现营收 49.7 亿, 同比-4.4%, 业绩 0.1 亿, 同比-98.5%, 扣非业绩-0.4 亿, 同比-5.6 亿。23 年度分红 1.70 亿, 分红率 27.7%。24Q1 实现营收 34.7 亿, 同比+7.4%, 业绩 3.0 亿, 同比-8.7%, 扣非业绩 2.9 亿, 同比+0.3%。

#### 基本盘仍较为稳固, 出海贡献营收增量

23 年科沃斯/添可品牌营收分别同比-1.5%/+5.2%, 预计科沃斯量减价增, 添可销量同比+25%, 价格有所下探; 全年境内/外营收分别同比-11%/+26%, 预计添可海外增量或较为显著, 科沃斯外销也延续增长, 而激烈竞争导致内销收入下滑。24Q1 公司收入同比+7%, T30 Pro 等新品表现较好, 预计内销扫地机量价齐升, 洗地机量增带动增长, 且双品牌外销均持续增长。考虑到新品支撑&基数压力逐步减轻, 公司后续收入有望延续较好增长势头。

#### 销售管理费率下滑, 扣非业绩同比转正

23 年机器人/生活电器毛利率同比-2.2/-6.6pct, 其中生活电器竞争激烈, 高基数背景下毛利率向合理水平回归; 境内/外毛利率同比-10.8/+7.2pct, 可印证国内竞争激烈。24Q1 毛利率同比-3.5pct, 降幅环比收窄; 23Q4/24Q1 销售费用率同比+3.8/-1.6pct, 产品力改善后公司营销效率提升, 且 24Q1 管理费用率同比-1.3pct, 叠加公允价值收益减少、所得税率下滑等因素, 24Q1 归母净利率同比-1.5pct, 业绩降幅显著收窄, 扣非同比更已经转正。

#### 策略调整成效显著, 业绩弹性值得期待

23 年国内消费环境承压, 行业竞争激烈, 且公司扫地机多价位布局有所缺失、新业务投入增加, 导致利润大幅下滑。23Q4 以来, 公司成功稳固经营基本盘, 并聚焦核心品类, 优化产品矩阵, 加大降本力度, 经营策略调整的成效已逐步显现; 且公司海外业务持续拓展, 科沃斯/添可品牌外销分别同比+20%/+41%。综合看, 24 年公司内外销有望共振, 业绩弹性值得期待。

#### 龙头再起, 后势可期, 维持“买入”评级

重视经营基本盘基础上, 盈利能力边际修复或为产品力修复的有力注脚, 公司 24Q1 费率优化, 业绩降幅超预期收窄, 扣非业绩转正, 清洁电器龙头后势可期。预计科沃斯 24-26 年营收分别为 175、199、228 亿元, 同比增速分别为+13%/+14%/+15%, 业绩分别为 13.7、16.4、18.9 亿元, 同比增速分别为+123%/+20%/+16%, EPS 分别为 2.4、2.8、3.3 元, 23-26 年 CAGR 为 +18%。我们给予公司 24 年 20 倍 PE, 目标价 47.41 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 1) 海内外需求不及预期; 2) 原材料价格与汇率大幅波动。

|       |          |
|-------|----------|
| 行业:   | 家用电器/小家电 |
| 投资评级: | 买入 (维持)  |
| 当前价格: | 41.53 元  |
| 目标价格: | 47.41 元  |

#### 基本数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 576.46/569.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 23,638.93     |
| 每股净资产(元)      | 11.66         |
| 资产负债率(%)      | 49.87         |
| 一年内最高/最低(元)   | 85.00/27.76   |

#### 股价相对走势



#### 作者

|                         |
|-------------------------|
| 分析师: 管泉森                |
| 执业证书编号: S0590523100007  |
| 邮箱: guanqs@glsc.com.cn  |
| 分析师: 孙珊                 |
| 执业证书编号: S0590523110003  |
| 邮箱: sunshan@glsc.com.cn |
| 分析师: 莫云皓                |
| 执业证书编号: S0590523120001  |
| 邮箱: moyh@glsc.com.cn    |

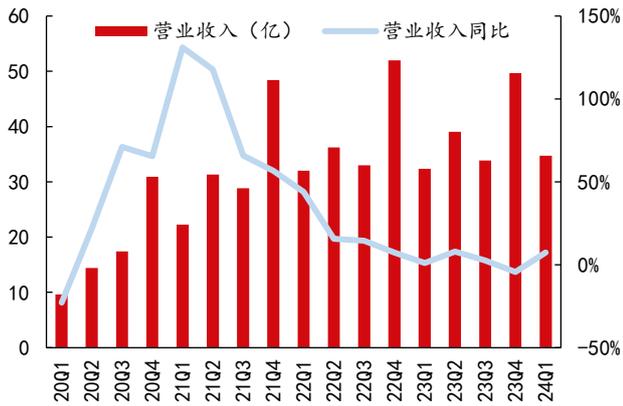
| 财务数据和估值     | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 15325   | 15502   | 17469   | 19855  | 22765  |
| 增长率(%)      | 17.11%  | 1.16%   | 12.69%  | 13.66% | 14.66% |
| EBITDA(百万元) | 1951    | 941     | 1924    | 2203   | 2466   |
| 归母净利润(百万元)  | 1698    | 612     | 1367    | 1635   | 1892   |
| 增长率(%)      | -15.51% | -63.96% | 123.27% | 19.63% | 15.75% |
| EPS(元/股)    | 2.95    | 1.06    | 2.37    | 2.84   | 3.28   |
| 市盈率(P/E)    | 14.1    | 39.1    | 17.5    | 14.6   | 12.7   |
| 市净率(P/B)    | 3.8     | 3.7     | 3.2     | 2.7    | 2.3    |
| EV/EBITDA   | 20.1    | 22.9    | 10.6    | 8.6    | 7.0    |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价

#### 相关报告

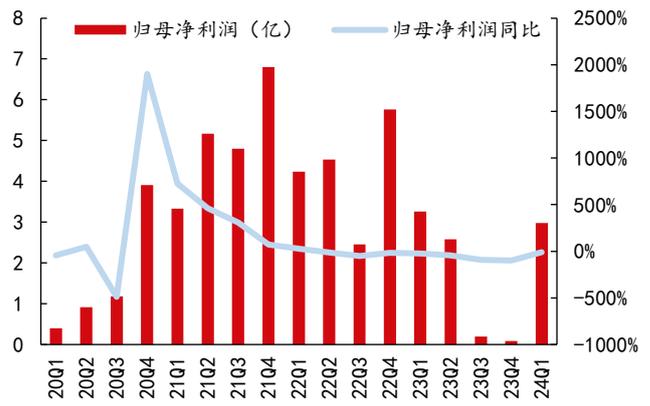
- 《科沃斯 (603486): 2023 年业绩预告点评: 多重因素致业绩下滑, 期待龙头再度腾飞》2024.01.31
- 《科沃斯 (603486): 二季度盈利承压, 海外回暖明显》2023.08.30

图表1: 24Q1 公司营收 34.74 亿元, 同比+7.35%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 24Q1 公司业绩 2.98 亿元, 同比-8.71%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 2023A 公司收入分业务板块拆分

|                   | 营收 (亿元)       | 营收占比           | 营收同比          |
|-------------------|---------------|----------------|---------------|
| 科沃斯品牌服务机器人        | 76.81         | 49.55%         | -1.49%        |
| 服务机器人ODM          | 0.61          | 0.39%          | -19.91%       |
| <b>服务机器人业务合计</b>  | <b>77.42</b>  | <b>49.94%</b>  | <b>-1.67%</b> |
| 添可品牌智能生活电器        | 72.71         | 46.90%         | 5.24%         |
| 清洁类电器OEM/ODM      | 3.91          | 2.52%          | -3.21%        |
| <b>智能生活电器业务合计</b> | <b>76.62</b>  | <b>49.42%</b>  | <b>4.77%</b>  |
| 其他业务收入            | 0.98          | 0.63%          | -28.92%       |
| <b>合计</b>         | <b>155.02</b> | <b>100.00%</b> | <b>1.16%</b>  |

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表4: 2023A 公司业务分产品、地区、销售模式与量价拆分

|              | 营收 (亿元) | 营收YOY   | 毛利率    | 毛利率同比提升 (%) |
|--------------|---------|---------|--------|-------------|
| <b>分产品</b>   |         |         |        |             |
| 服务机器人        | 77.42   | -1.67%  | 42.69% | -2.21       |
| 智能生活电器       | 76.62   | 4.77%   | 52.79% | -6.64       |
| 其他产品         | 0.98    | -28.92% | 13.83% | -6.84       |
| <b>分地区</b>   |         |         |        |             |
| 境内           | 89.80   | -11.43% | 44.37% | -10.80      |
| 境外           | 65.22   | 25.76%  | 51.81% | 7.16        |
| <b>分销售模式</b> |         |         |        |             |
| 线上           | 96.78   | -1.50%  | 52.23% | -4.52       |
| 线下           | 58.24   | 5.90%   | 39.63% | -2.79       |
| <b>销量与均价</b> |         |         |        |             |
|              | 销量 (万台) | 销量YOY   | 均价 (元) | 均价YOY       |
| 服务机器人        | 284.20  | -8.90%  | 2724   | 7.93%       |
| 智能生活电器       | 559.10  | 25.21%  | 1370   | -16.32%     |

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**图表5：2024Q1，2023Q4 及 2023A 公司利润表各项目变动**

|               | 2024Q1        | 2023Q1        | 同比变动            | 2023Q4        | 2022Q4        | 同比变动             | 2023A         | 2022A         | 同比变动            |
|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|-----------------|
| 营业收入          | 100.00%       | 100.00%       | -               | 100.00%       | 100.00%       | -                | 100.00%       | 100.00%       | -               |
| 营业成本          | 52.83%        | 49.33%        | 3.50pct         | 53.54%        | 44.74%        | 8.80pct          | 52.50%        | 48.39%        | 4.11pct         |
| <b>毛利率</b>    | <b>47.17%</b> | <b>50.67%</b> | <b>-3.50pct</b> | <b>46.46%</b> | <b>55.26%</b> | <b>-8.80pct</b>  | <b>47.50%</b> | <b>51.61%</b> | <b>-4.11pct</b> |
| 营业税金及附加       | 0.68%         | 0.51%         | 0.17pct         | 0.37%         | 0.60%         | -0.23pct         | 0.44%         | 0.58%         | -0.14pct        |
| 销售费用率         | 27.69%        | 29.32%        | -1.63pct        | 37.86%        | 34.07%        | 3.79pct          | 34.17%        | 30.16%        | 4.01pct         |
| 管理费用率         | 3.36%         | 4.65%         | -1.28pct        | 3.35%         | 3.11%         | 0.25pct          | 3.76%         | 4.21%         | -0.45pct        |
| 研发费用率         | 6.34%         | 5.79%         | 0.55pct         | 4.42%         | 3.90%         | 0.52pct          | 5.32%         | 4.86%         | 0.46pct         |
| 财务费用率         | 0.53%         | 0.98%         | -0.45pct        | -0.19%        | 0.30%         | -0.49pct         | -0.17%        | -0.72%        | 0.55pct         |
| 其他收益          | 0.82%         | 0.76%         | 0.06pct         | 1.24%         | 0.78%         | 0.47pct          | 0.98%         | 0.69%         | 0.28pct         |
| 投资净收益         | -0.18%        | -0.11%        | -0.07pct        | 0.02%         | -0.34%        | 0.36pct          | 0.00%         | -0.15%        | 0.15pct         |
| 公允价值变动净收益     | -0.07%        | 1.13%         | -1.20pct        | 0.78%         | 1.06%         | -0.28pct         | 0.26%         | 0.24%         | 0.01pct         |
| 信用减值损失        | -0.02%        | 0.03%         | -0.05pct        | -0.76%        | -1.62%        | 0.86pct          | -0.03%        | -0.64%        | 0.62pct         |
| 资产减值损失        | -0.13%        | -0.19%        | 0.06pct         | -2.18%        | -1.64%        | -0.54pct         | -1.08%        | -0.82%        | -0.27pct        |
| 资产处置收益        | 0.00%         | 0.01%         | -0.01pct        | 0.01%         | 0.00%         | 0.01pct          | 0.00%         | 0.00%         | -0.01pct        |
| <b>营业利润率</b>  | <b>9.00%</b>  | <b>11.05%</b> | <b>-2.05pct</b> | <b>-0.23%</b> | <b>11.53%</b> | <b>-11.76pct</b> | <b>4.10%</b>  | <b>11.86%</b> | <b>-7.76pct</b> |
| 营业外收入         | 0.15%         | 0.10%         | 0.05pct         | 0.11%         | 0.08%         | 0.04pct          | 0.13%         | 0.09%         | 0.04pct         |
| 营业外支出         | 0.04%         | 0.03%         | 0.01pct         | 0.05%         | 0.04%         | 0.01pct          | 0.02%         | 0.03%         | -0.01pct        |
| 利润总额          | 9.11%         | 11.13%        | -2.01pct        | -0.17%        | 11.57%        | -11.73pct        | 4.21%         | 11.92%        | -7.71pct        |
| 所得税           | 0.54%         | 1.05%         | -0.51pct        | -0.33%        | 0.49%         | -0.81pct         | 0.27%         | 0.82%         | -0.56pct        |
| 净利润           | 8.58%         | 10.08%        | -1.50pct        | 0.16%         | 11.08%        | -10.92pct        | 3.94%         | 11.10%        | -7.15pct        |
| 少数股东损益        | 0.01%         | 0.00%         | 0.01pct         | -0.01%        | 0.00%         | -0.01pct         | 0.00%         | 0.01%         | -0.02pct        |
| <b>归母净利润率</b> | <b>8.57%</b>  | <b>10.08%</b> | <b>-1.51pct</b> | <b>0.17%</b>  | <b>11.08%</b> | <b>-10.91pct</b> | <b>3.95%</b>  | <b>11.08%</b> | <b>-7.13pct</b> |

资料来源：Wind，国联证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                           |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼