

底部已久，龙头迎来拐点

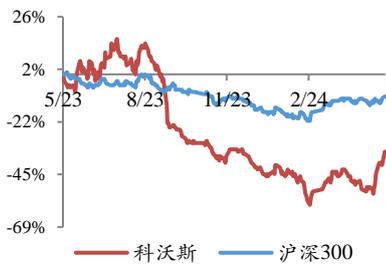
——科沃斯 23 年报及 24 一季报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价(元)	45.68
近 12 个月最高/最低(元)	85.00/27.76
总股本(百万股)	576
流通股本(百万股)	569
流通股比例(%)	98.74
总市值(亿元)	263
流通市值(亿元)	260

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：成浅之

执业证书号：S0010124040029

相关报告

主要观点：

● 公司发布 23 全年及 24Q1 业绩：

- **24Q1**：收入 34.7 亿 (+7.4%)，归母 3.0 亿 (-8.7%)，扣非 2.9 亿 (+0.3%)。
- **23Q4**：收入 49.7 亿 (-4.4%)，归母 0.1 亿 (-99%)，扣非-0.4 亿 (-107%)。
- **23 年**：收入 155 亿 (+1.2%)，归母 6.1 亿 (-64%)，扣非 4.8 亿 (-70%)。
- **23 年业绩已有预告，Q1 收入业绩大超市场预期。** 公司拟每 10 股派息 3 元，加前期回购 1.5 亿合计分红率 52% (上年 30%)，同比大幅提升 22pct。

● 23 年：龙头蓄力

① 23 全年收入：双品牌全年微增且海外皆高于国内

- **科沃斯品牌**：额/量/价全年同比+1%/-4%/+5% (表现为价增量减)；分内外销看，内销/外销同比-10%/+26% (海外拉动增速)。
- **添可品牌**：额/量/价全年同比+5%/+33%/-21% (表现为以价换量)；分内外销看，内销/外销同比-11%/+41% (同为海外拉动增长)。

② 23 全年盈利：Q4/23A 毛利率-8.8/-4.1pct，净利率-10.9/-7.1pct，费用率+4.1/+4.6pct。

- **我们分析**：直观看 23 年盈利承压费率上行，背后核心原因有三：1. 扫地类目摆放缺位 3000+元市场主销价格带，龙头蓄势；2. 洗地类价盘下行，行业以价换量，高盈利的添可费用率提升较为显著；3. 新业务亏损，全年预计额外影响 3 亿利润。

● 重点为：24Q1 大超预期，预示 Q2 边际向上

① 24Q1 收入初见：双品牌较 23 年皆有提速

- **科沃斯品牌**：Q1 收入+11%提速，量价齐升 (行业于 3000+元新品密集催化后销量回暖)；品牌内销/外销同比+10%/+13% (海外增速高于国内)，欧洲、美国增速较高。
- **添可品牌**：Q1 收入+10%提速，量/价分别同比+29%/-11% (参考奥维 Q1 行业 ASP-20%，维持量增驱动增长)；内销/外销 0%/+37%，同为欧洲、美国增速较高。

- **从边际看 Q1**：公司 Q1 双品牌增速提速，扫地类回暖且产品补齐后借新品 T30 系列重回内销龙一；洗地类持续放量，ASP 仍有下行但降幅已大为收窄，预计 Q2 继续下行空间较为有限，添可份额几乎企稳；外销端双品牌高增持续且海外占比提升，预计 Q2 新品上市后增长将进一步提速。

② 24Q1 盈利拐点：Q1 高基数下盈利环比大幅修复超预期。

- **24Q1 毛利率环比+0.7pct, 净利率环比+8.4pct**
- **我们分析: 盈利修复背后同样有三大原因, 后续修复将持续可见。1. 毛利修复**, Q1 科沃斯品牌毛利率已企稳, 添可品牌超越 23H2 修复至 23H1 水平, 后续预计随高毛利新品和海外占比提升进一步向上; **2. 费率管控**, Q1 整体费用率环比改善-7.2pct, 且其中研发投入环比仍在提升 1.9pct, 销售费率大幅降低-10pct, 预示公司对盈利加大重视, 经营管控显著转变; **3. 新业务减亏**, Q1 新业务前期投入所致亏损已控制在 1 千万以内, 随后续季度产品上市预计进一步扭亏, 成为双主业修复下的额外增量催化。

● **投资建议:**

- **我们的观点: 持久调整已蓄力而上, 24Q1 拐点起步**
公司超预期的背后, 是内销端扫地销量回暖产品补齐+洗地盈利修复+海外端持续提升三重因素的提振。
扫地: 3 月科沃斯借新品 T30 系列重回内销龙一, 24 年看产品补齐后带来的内外销增量;
洗地: 量增显著, 价格战后价差收窄龙头企稳, 24 年看添可盈利释放弹性;
海外: Q2 新品密集上市及美国等核心直营区域运营改善进一步驱动。
- **盈利预测: 考虑 Q1 盈利修复超预期, 我们预计 2024-2026 年公司实现收入 180/206/228 亿元, 同比+16%/+14%/+11%; 实现归母 15.1/20.4/25.1 亿元, 同比+147%/+35%/+23%; 当前股价对应 PE17/13/11X, 当前市值仅 200 亿+弹性较大, 底部已久遇拐点, 未来的超预期点在于重点产品补齐及盈利修复空间, 维持“买入”评级。**

● **风险提示**

行业景气度波动, 行业竞争加剧, 新品不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15502	18031	20576	22759
收入同比 (%)	1.2%	16.3%	14.1%	10.6%
归属母公司净利润	612	1513	2038	2505
净利润同比 (%)	-64.0%	147.2%	34.7%	22.9%
毛利率 (%)	47.5%	49.0%	50.3%	51.1%
ROE (%)	9.3%	18.8%	20.2%	19.9%
每股收益 (元)	1.08	2.63	3.53	4.34
P/E	38.37	17.40	12.92	10.51
P/B	3.65	3.28	2.62	2.09
EV/EBITDA	23.16	11.85	8.26	6.09

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 24 年 4 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10401	12559	14931	17744	营业收入	15502	18031	20576	22759
现金	5097	6118	7809	10026	营业成本	8139	9190	10220	11137
应收账款	1675	2150	2405	2644	营业税金及附加	68	91	102	111
其他应收款	97	117	135	148	销售费用	5297	5680	6440	7055
预付账款	280	346	388	415	管理费用	583	667	751	819
存货	2848	3391	3746	4060	财务费用	-26	-61	-76	-106
其他流动资产	403	438	449	451	资产减值损失	-168	0	0	0
非流动资产	2986	3417	3823	4180	公允价值变动收益	40	0	0	0
长期投资	167	173	182	193	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1026	1621	2046	2366	营业利润	636	1634	2192	2695
无形资产	275	357	448	541	营业外收入	21	0	0	0
其他非流动资产	1518	1266	1146	1081	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	13387	15976	18753	21924	利润总额	653	1634	2192	2695
流动负债	5564	6667	7404	8066	所得税	42	119	151	187
短期借款	470	591	711	799	净利润	611	1516	2041	2508
应付账款	2881	3484	3846	4160	少数股东损益	-1	2	3	4
其他流动负债	2212	2592	2847	3107	归属母公司净利润	612	1513	2038	2505
非流动负债	1275	1276	1276	1276	EBITDA	884	1858	2477	3008
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	1.08	2.63	3.53	4.34
其他非流动负债	1075	1076	1076	1076					
负债合计	6839	7943	8680	9342					
少数股东权益	0	3	6	10					
股本	576	575	575	575					
资本公积	1724	1724	1724	1724					
留存收益	4246	5730	7768	10273					
归属母公司股东权益	6547	8030	10068	12572					
负债和股东权益	13387	15976	18753	21924					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1091	1685	2384	2956
净利润	611	1516	2041	2508
折旧摊销	314	284	361	419
财务费用	70	41	46	50
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-41	-152	-63	-22
其他经营现金流	789	1664	2104	2530
投资活动现金流	467	-710	-767	-776
资本支出	-900	-704	-758	-766
长期投资	-40	-6	-9	-10
其他投资现金流	1407	0	0	0
筹资活动现金流	-521	64	74	38
短期借款	-70	120	120	89
长期借款	200	0	0	0
普通股增加	3	-1	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他筹资现金流	-658	-55	-46	-50
现金净增加额	1104	1020	1691	2217

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1.2%	16.3%	14.1%	10.6%
营业利润	-65.0%	157.0%	34.1%	23.0%
归属于母公司净利润	-64.0%	147.2%	34.7%	22.9%
获利能力				
毛利率(%)	47.5%	49.0%	50.3%	51.1%
净利率(%)	3.9%	8.4%	9.9%	11.0%
ROE(%)	9.3%	18.8%	20.2%	19.9%
ROIC(%)	6.5%	14.8%	16.4%	16.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.1%	49.7%	46.3%	42.6%
净负债比率(%)	104.5%	98.9%	86.2%	74.3%
流动比率	1.87	1.88	2.02	2.20
速动比率	1.25	1.28	1.42	1.61
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.23	1.18	1.12
应收账款周转率	8.55	9.43	9.03	9.01
应付账款周转率	2.74	2.89	2.79	2.78
每股指标(元)				
每股收益	1.08	2.63	3.53	4.34
每股经营现金流	1.89	2.92	4.14	5.13
每股净资产	11.36	13.93	17.46	21.81
估值比率				
P/E	38.37	17.40	12.92	10.51
P/B	3.65	3.28	2.62	2.09
EV/EBITDA	23.16	11.85	8.26	6.09

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:数据截至24年4月29日

分析师与研究助理简介

分析师: 邓欣, 华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士, 双专业学士, 10 余年证券从业经验, 历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券, 曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等, 专注于成长消费领域, 从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人: 成浅之, 美国哥伦比亚大学公共管理硕士, 上海财经大学金融学本科, 曾任职于德邦证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。