

科沃斯 (603486)

证券研究报告
2024年04月30日

内销有所修复，外销快速增长

事件：公司2023年全年实现营业收入155.02亿元，同比+1.16%，归母净利润6.12亿元，同比-63.96%；其中2023Q4实现营业收入49.71亿元，同比-4.42%，归母净利润0.08亿元，同比-98.54%。公司2024年Q1全年实现营业收入34.74亿元，同比+7.35%，归母净利润2.98亿元，同比-8.71%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利3元（含税），分红率27.7%。

Q1内销拐点已现，外销保持较快增长

23A内销增速承压，海外增速较好。分品牌看，23A科沃斯/添可品牌收入同比-1%/+5%。分内外销看，国内/海外收入同比-11%/+26%；其中科沃斯品牌海外业务收入同比+20.1%，添可品牌海外业务收入同比+40.5%。公司海外增长表现较好，外销带动收入增长；内销由于国内市场竞争激烈，添可品牌线下渠道改革带来增速承压。分机型看，科沃斯品牌扫地机器人中全能型产品收入占比进一步提升至79.9%，同比+29.2pct；全能型产品出货量达155.1万台，同比+68.6%。添可芙万系列洗地机产品出货322.7万台，同比+25.4%。24Q1内销有所修复。根据奥维数据显示，24Q1科沃斯+添可线上销额同比+8.8%，内销数据有所好转。

利润端有所修复，加大降本增效力度

2023年公司毛利率为47.5%，同比-4.11pct，净利率为3.94%，同比-7.15pct；其中2023Q4毛利率为46.46%，同比-8.8pct，净利率为0.16%，同比-10.92pct。公司2024年Q1毛利率为47.17%，同比-3.5pct，净利率为8.58%，同比-1.5pct。分产品看，服务机器人/智能生活电器毛利率同比-2.2/-6.64pct。分地区看，国内/海外毛利率同比-10.8/+7.16pct。外销毛利率提升较为明显。24Q1毛利率和净利率降幅环比有所收窄。

公司2023年销售、管理、研发、财务费用率分别为34.17%、3.76%、5.32%、-0.17%，同比+4.01、-0.45、+0.46、+0.55pct；其中23Q4季度销售、管理、研发、财务费用率分别为37.86%、3.35%、4.42%、-0.19%，同比+3.79、+0.25、+0.52、-0.49pct。销售费用率同比提升主要由于广告营销及平台服务费增加所致。

公司2024年Q1销售、管理、研发、财务费用率分别为27.69%、3.36%、6.34%、0.53%，同比-1.63、-1.28、+0.55、-0.45pct。销售、管理费用率同比显著下降，降本增效成效明显。

投资建议：24年面对国内外新的经济环境和竞争态势，公司在总结2023年经营得失基础上，将持续推动海外业务成长和占比提升。在积极降本增效同时，大力丰富主营业务产品矩阵和价格段覆盖，引导并满足不同消费群体需求，在确保产品技术功能领先基础上，通过更有效的降本举措在产品均价下行周期内提升综合毛利率水平，推动公司经营业绩显著改善。根据公司的年报和一季报，我们适当下调了公司的销售费用率，预计24-26年归母净利润为14/17/20亿元（24-25年前值为13.0/16.6亿元），对应动态PE为20.3x/16.8x/14.3x，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期，行业竞争加剧，线下渠道修复不及预期，新业务盈利不及预期，原材料价格大幅波动等。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 15,324.76 | 15,502.07 | 17,925.02 | 20,411.75 | 22,872.06 |
| 增长率(%) | 17.11 | 1.16 | 15.63 | 13.87 | 12.05 |
| EBITDA(百万元) | 2,880.57 | 1,883.73 | 2,021.02 | 2,425.05 | 2,789.94 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,698.44 | 612.08 | 1,404.69 | 1,697.93 | 1,991.78 |
| 增长率(%) | (15.51) | (63.96) | 129.50 | 20.88 | 17.31 |
| EPS(元/股) | 2.95 | 1.06 | 2.44 | 2.95 | 3.46 |
| 市盈率(P/E) | 16.82 | 46.67 | 20.33 | 16.82 | 14.34 |
| 市净率(P/B) | 4.44 | 4.36 | 3.73 | 3.14 | 2.64 |
| 市销率(P/S) | 1.86 | 1.84 | 1.59 | 1.40 | 1.25 |
| EV/EBITDA | 12.94 | 10.49 | 11.97 | 8.91 | 7.65 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 家用电器/小家电 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 49.55元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 576.46 |
| 流通A股股本(百万股) | 569.20 |
| A股总市值(百万元) | 28,563.73 |
| 流通A股市值(百万元) | 28,203.93 |
| 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 |

作者

孙谦 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《科沃斯-公司点评:内销收入利润承压，海外快速增长》2024-02-01
- 《科沃斯-季报点评:外销增速较好，利润水平承压》2023-10-30
- 《科沃斯-半年报点评:中长期成长逻辑不变，静待基本面回升》2023-08-28

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 3,991.33 | 5,097.41 | 4,529.02 | 7,043.38 | 7,421.76 |
| 应收票据及应收账款 | 1,953.44 | 1,674.86 | 2,584.05 | 1,150.56 | 3,034.20 |
| 预付账款 | 339.83 | 280.00 | 304.69 | 434.70 | 390.31 |
| 存货 | 2,906.27 | 2,848.26 | 3,169.99 | 4,084.06 | 3,783.26 |
| 其他 | 1,935.30 | 500.67 | 1,194.19 | 1,243.59 | 1,008.64 |
| 流动资产合计 | 11,126.16 | 10,401.19 | 11,781.94 | 13,956.29 | 15,638.17 |
| 长期股权投资 | 144.25 | 167.39 | 167.39 | 167.39 | 167.39 |
| 固定资产 | 933.38 | 1,025.79 | 1,521.42 | 1,854.56 | 2,041.19 |
| 在建工程 | 304.68 | 863.27 | 863.27 | 863.27 | 863.27 |
| 无形资产 | 158.45 | 274.86 | 241.75 | 208.63 | 175.51 |
| 其他 | 642.65 | 654.77 | 577.43 | 602.57 | 599.86 |
| 非流动资产合计 | 2,183.41 | 2,986.08 | 3,371.26 | 3,696.41 | 3,847.22 |
| 资产总计 | 13,309.57 | 13,387.27 | 15,153.20 | 17,652.70 | 19,485.39 |
| 短期借款 | 540.29 | 470.32 | 320.00 | 280.00 | 190.00 |
| 应付票据及应付账款 | 3,391.89 | 3,351.53 | 3,842.24 | 4,653.79 | 4,850.62 |
| 其他 | 1,567.71 | 1,432.45 | 2,070.20 | 2,386.39 | 2,407.25 |
| 流动负债合计 | 5,499.89 | 5,254.30 | 6,232.45 | 7,320.18 | 7,447.87 |
| 长期借款 | 0.00 | 200.15 | 220.00 | 180.00 | 145.00 |
| 应付债券 | 955.15 | 995.02 | 955.12 | 968.43 | 972.86 |
| 其他 | 119.11 | 80.33 | 82.89 | 94.11 | 85.78 |
| 非流动负债合计 | 1,074.27 | 1,275.50 | 1,258.01 | 1,242.54 | 1,203.63 |
| 负债合计 | 6,879.06 | 6,839.49 | 7,490.46 | 8,562.73 | 8,651.51 |
| 少数股东权益 | 1.03 | 0.46 | 1.58 | 2.99 | 4.73 |
| 股本 | 573.50 | 576.46 | 576.46 | 576.46 | 576.46 |
| 资本公积 | 1,720.62 | 1,724.45 | 1,753.78 | 1,753.78 | 1,753.78 |
| 留存收益 | 4,420.58 | 4,517.50 | 5,633.12 | 7,042.91 | 8,785.39 |
| 其他 | (285.22) | (271.09) | (302.21) | (286.17) | (286.49) |
| 股东权益合计 | 6,430.51 | 6,547.78 | 7,662.74 | 9,089.97 | 10,833.88 |
| 负债和股东权益总计 | 13,309.57 | 13,387.27 | 15,153.20 | 17,652.70 | 19,485.39 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 1,700.42 | 611.35 | 1,404.69 | 1,697.93 | 1,991.78 |
| 折旧摊销 | 203.96 | 281.53 | 317.48 | 349.98 | 376.48 |
| 财务费用 | 56.28 | 70.46 | 1.79 | 2.04 | 2.29 |
| 投资损失 | 22.39 | (0.07) | (6.66) | (8.38) | (1.00) |
| 营运资金变动 | (860.48) | (128.80) | (327.71) | 1,430.53 | (1,316.82) |
| 其它 | 604.77 | 256.84 | 101.41 | 59.99 | 70.47 |
| 经营活动现金流 | 1,727.33 | 1,091.32 | 1,491.00 | 3,532.09 | 1,123.19 |
| 资本支出 | 502.21 | 1,089.75 | 777.44 | 638.78 | 538.33 |
| 长期投资 | (8.13) | 23.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,790.79) | (645.71) | (2,380.39) | (1,317.35) | (906.82) |
| 投资活动现金流 | (1,296.71) | 467.19 | (1,602.96) | (678.57) | (368.49) |
| 债权融资 | 669.20 | 176.21 | (165.30) | (66.76) | (126.46) |
| 股权融资 | (246.81) | 20.92 | (291.14) | (272.40) | (249.86) |
| 其他 | (573.45) | (718.53) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (151.07) | (521.40) | (456.44) | (339.15) | (376.32) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 279.56 | 1,037.11 | (568.39) | 2,514.36 | 378.38 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 15,324.76 | 15,502.07 | 17,925.02 | 20,411.75 | 22,872.06 |
| 营业成本 | 7,415.10 | 8,138.63 | 8,995.05 | 10,392.31 | 11,657.81 |
| 营业税金及附加 | 88.99 | 67.89 | 71.70 | 81.65 | 91.49 |
| 销售费用 | 4,622.54 | 5,297.31 | 5,736.01 | 6,225.58 | 6,861.62 |
| 管理费用 | 644.86 | 582.89 | 645.30 | 714.41 | 800.52 |
| 研发费用 | 744.02 | 824.69 | 985.88 | 1,122.65 | 1,257.96 |
| 财务费用 | (110.40) | (25.80) | 1.79 | 2.04 | 2.29 |
| 资产/信用减值损失 | (224.06) | (171.79) | (131.90) | (164.68) | (176.33) |
| 公允价值变动收益 | 37.32 | 40.01 | 100.00 | 58.29 | 68.48 |
| 投资净收益 | (22.39) | 0.07 | 6.66 | 8.38 | 1.00 |
| 其他 | 311.45 | 112.27 | (80.11) | (92.64) | (97.44) |
| 营业利润 | 1,817.33 | 635.91 | 1,544.16 | 1,867.74 | 2,190.96 |
| 营业外收入 | 14.33 | 20.83 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 营业外支出 | 4.95 | 3.73 | 4.00 | 5.01 | 5.00 |
| 利润总额 | 1,826.71 | 653.01 | 1,545.16 | 1,867.72 | 2,190.96 |
| 所得税 | 126.30 | 41.65 | 139.06 | 168.10 | 197.19 |
| 净利润 | 1,700.42 | 611.35 | 1,406.09 | 1,699.63 | 1,993.77 |
| 少数股东损益 | 1.98 | (0.72) | 1.41 | 1.70 | 1.99 |
| 归属于母公司净利润 | 1,698.44 | 612.08 | 1,404.69 | 1,697.93 | 1,991.78 |
| 每股收益(元) | 2.95 | 1.06 | 2.44 | 2.95 | 3.46 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 17.11% | 1.16% | 15.63% | 13.87% | 12.05% |
| 营业利润 | -19.44% | -65.01% | 142.83% | 20.96% | 17.31% |
| 归属于母公司净利润 | -15.51% | -63.96% | 129.50% | 20.88% | 17.31% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 51.61% | 47.50% | 49.82% | 49.09% | 49.03% |
| 净利率 | 11.08% | 3.95% | 7.84% | 8.32% | 8.71% |
| ROE | 26.42% | 9.35% | 18.34% | 18.69% | 18.39% |
| ROIC | 136.56% | 30.45% | 58.04% | 51.67% | 93.47% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 51.69% | 51.09% | 49.43% | 48.51% | 44.40% |
| 净负债率 | -38.29% | -52.20% | -39.32% | -61.52% | -56.25% |
| 流动比率 | 1.92 | 1.87 | 1.89 | 1.91 | 2.10 |
| 速动比率 | 1.42 | 1.36 | 1.38 | 1.35 | 1.59 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.20 | 8.55 | 8.42 | 10.93 | 10.93 |
| 存货周转率 | 5.76 | 5.39 | 5.96 | 5.63 | 5.81 |
| 总资产周转率 | 1.28 | 1.16 | 1.26 | 1.24 | 1.23 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.95 | 1.06 | 2.44 | 2.95 | 3.46 |
| 每股经营现金流 | 3.00 | 1.89 | 2.59 | 6.13 | 1.95 |
| 每股净资产 | 11.15 | 11.36 | 13.29 | 15.76 | 18.79 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 16.82 | 46.67 | 20.33 | 16.82 | 14.34 |
| 市净率 | 4.44 | 4.36 | 3.73 | 3.14 | 2.64 |
| EV/EBITDA | 12.94 | 10.49 | 11.97 | 8.91 | 7.65 |
| EV/EBIT | 13.84 | 12.18 | 14.20 | 10.42 | 8.84 |

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |