

盈利能力边际修复，连续改善

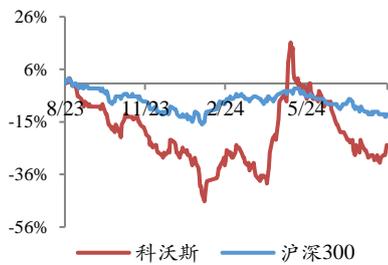
——科沃斯 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-31

收盘价（元）	40.17
近 12 个月最高/最低（元）	62.85/27.76
总股本（百万股）	569
流通股本（百万股）	569
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	229
流通市值（亿元）	229

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

邮箱：chengqianzhi@hazq.com

相关报告

1.底部已久，龙头迎来拐点 2024-04-29

2.双品牌驱动，拓品类弹性可期 2024-01-05

主要观点：

● 公司发布 2024H1 业绩报告：

- Q2：收入 35.02 亿元 (-10.39%)，归母净利润 3.11 亿元 (+20.67%)；扣非归母净利润 2.71 亿元 (+23.07%)；
- H1：收入 69.76 亿元 (-2.35%)，归母净利润 6.09 亿元 (+4.26%)；扣非归母净利润 5.57 亿元 (+10.18%)。

● 收入分析：外销为引擎

- **科沃斯品牌**：我们预计 Q2 收入 17 亿元，同比低双位数下滑，预计内外销占比 5：5，分别同比-27%/+10%，外销增长拉动，我们判断内销较 Q1 承压；参考奥维内销零售端量价，量-21%/价+3%，预计内销系量减价升。

- **添可品牌**：我们预计 Q2 收入 16 亿元，同比中个位数下滑，预计内外销占比 6：4，分别同比-20%/+27%，外销增长拉动，我们判断内销较 Q1 承压；参考奥维内销零售端量价，量+9%/价-23%，预计内销系价减量升。

● 利润分析：Q1 边际修复，Q2 延续改善

- **毛利率**：Q2 毛利率 51%，同比/环比分别+3.5/+3.9pct (Q1 毛利率 47%，同/环比-3.5/+0.7pct)；
- **归母净利率**：Q2 净利率 8.9%，同比/环比分别+2.3/+0.3pct (Q1 净利率 8.5%，同/环比-1.5/+8.4pct)；
- **我们认为：Q2 盈利在 Q1 边际改善的基础上进一步修复至近 9%，但仍有修复空间，三大原因：1) 毛利修复**：科沃斯品牌毛利率恢复至 48%，预计是 Q2 公司毛利同比修复主力，我们预计科沃斯品牌毛利率 Q2 同/环比分别+5/+7pct、添可品牌毛利率 Q2 同/环比分别+0/+2pct；2) **费率管控**：Q2 四费销售/管理/研发/财务费率同比分别-3.64/+0.78/+1.25/+1.13pct，Q1 四费合计同比-2.8pct；3) **新业务减亏**：23 年亏损 3 亿水平，24H1 大幅减亏。

● 股权激励与员工持股计划：

- **期权与限制性股票激励**：1) **要素**：授予总人数为 1,033 人；总计占公告日公司总股本的 4.39%，其中包含期权 3.00%以及限制性股票 1.39%。期权行权价格/限制性股票授予价 32.31/20.20 元(现价 40.17 元)；2) **目标**：以 23 年营收为基数，24/25/26/27 年营收增长率分别不低于 2%/5%/8%/10%；24-27 年 GAGR2.6%；3) **费用**：共 1.07 亿，24-28 年分别摊销 0.15/0.46/0.26/0.15/0.06 亿元，当年费率影响 <0.2%。
- **员工持股计划**：1) **要素**：参与对象合计不超过 11 人，持股计划规

模不超过 321.2 万股，占总股本的 0.6%，授予价 20.20 元；**2) 目标：**以 23 年营收为基数，24/25/26/27 年收入增长率触发值不低于 2%/5%/8%/10%，目标值不低于 4%/7%/10%/12%，四年 GACR 皆 2.6%；**3) 费用：**共 0.64 亿，24-28 年分别摊销 0.10/0.29/0.15/0.08/0.03 亿元，当年费率影响 < 0.2%。

● **投资建议：**

➤ **我们的观点：如何看下半年？**

科沃斯内销主导收入下，24 年核心看点更多是盈利项修复，24H1 已连续两季度出现改善趋势。收入端股权激励条件对应 H2 收入+5%，而盈利端 H2 基数走低、弹性加大。

盈利预测：基于公司中报业绩及行业发展情况，我们调整 24-26 年盈利预测。预计 2024-2026 年公司收入 160.74/173.57/186.33 亿元（前值 180.31/205.76/227.59 亿元），同比 +3.7%/+8.0%/+7.3%，归母净利润 14.02/15.22/17.12 亿元（前值 15.13/20.38/25.05 亿元），同比+129.0%/+8.6%/+12.5%；对应 PE 16/15/13X，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

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	16074	17357	18633
收入同比 (%)	1.2%	3.7%	8.0%	7.3%
归属母公司净利润	612	1402	1522	1712
净利润同比 (%)	-64.0%	129.0%	8.6%	12.5%
毛利率 (%)	47.5%	49.3%	49.1%	49.1%
ROE (%)	9.3%	18.4%	16.6%	15.8%
每股收益 (元)	1.08	2.46	2.67	3.01
P/E	38.37	16.31	15.02	13.36
P/B	3.65	3.00	2.50	2.11
EV/EBITDA	23.16	10.91	9.24	7.58

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 30 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	11484	13112	14950	营业收入	15502	16074	17357	18633
现金	5097	5722	6959	8417	营业成本	8139	8143	8838	9485
应收账款	1675	1917	2029	2165	营业税金及附加	68	81	86	91
其他应收款	97	104	114	121	销售费用	5297	5063	5433	5776
预付账款	280	306	335	353	管理费用	583	595	634	671
存货	2848	3005	3239	3458	财务费用	-26	-61	-69	-89
其他流动资产	403	430	436	436	资产减值损失	-168	0	0	0
非流动资产	2986	3404	3810	4167	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	1514	1637	1842
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	1253	1133	1068	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	13387	14887	16922	19117	利润总额	653	1514	1637	1842
流动负债	5564	5986	6497	6978	所得税	42	110	113	128
短期借款	470	591	711	799	净利润	611	1404	1524	1714
应付账款	2881	3087	3326	3543	少数股东损益	-1	2	2	3
其他流动负债	2212	2309	2460	2636	归属母公司净利润	612	1402	1522	1712
非流动负债	1275	1276	1276	1276	EBITDA	884	1737	1930	2172
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	1.08	2.46	2.67	3.01
其他非流动负债	1075	1076	1076	1076					
负债合计	6839	7262	7772	8254					
少数股东权益	0	3	5	7					
股本	576	575	575	575					
资本公积	1724	1725	1725	1725					
留存收益	4246	5323	6845	8556					
归属母公司股东权益	6547	7623	9144	10856					
负债和股东权益	13387	14887	16922	19117					

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	1603	1930	2196
净利润	611	1404	1524	1714
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	-151	-1	13
其他经营现金流	789	1579	1525	1701
投资活动现金流	467	-724	-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	-14	0	0
筹资活动现金流	-521	-237	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	-356	-46	-50
现金净增加额	1104	625	1237	1458

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1.2%	3.7%	8.0%	7.3%
营业利润	-65.0%	138.1%	8.2%	12.5%
归属于母公司净利润	-64.0%	129.0%	8.6%	12.5%
获利能力				
毛利率 (%)	47.5%	49.3%	49.1%	49.1%
净利率 (%)	3.9%	8.7%	8.8%	9.2%
ROE (%)	9.3%	18.4%	16.6%	15.8%
ROIC (%)	6.5%	14.3%	13.2%	12.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.1%	48.8%	45.9%	43.2%
净负债比率 (%)	104.5%	95.2%	85.0%	76.0%
流动比率	1.87	1.92	2.02	2.14
速动比率	1.25	1.31	1.42	1.55
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.14	1.09	1.03
应收账款周转率	8.55	8.95	8.80	8.89
应付账款周转率	2.74	2.73	2.76	2.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.08	2.46	2.67	3.01
每股经营现金流 (摊薄)	1.92	2.82	3.39	3.86
每股净资产	11.36	13.39	16.07	19.07
估值比率				
P/E	38.37	16.31	15.02	13.36
P/B	3.65	3.00	2.50	2.11
EV/EBITDA	23.16	10.91	9.24	7.58

资料来源: wind, 华安证券研究所

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。