

科沃斯 (603486)

证券研究报告
2024年09月01日

外销表现好于内销，公司减少营销费用投入

事件：公司2024年H1实现营业收入69.76亿元，同比-2.35%，归母净利润6.09亿元，同比+4.26%；其中2024Q2实现营业收入35.02亿元，同比-10.39%，归母净利润3.11亿元，同比+20.67%。

欧洲市场实现高增，外销表现好于内销

分业务看，24H1科沃斯品牌/添可品牌/代工收入同比-3.07%/+2.42%/-35.13%，其中科沃斯品牌内外销收入同比-10.4%/+11.3%，添可品牌内外销收入同比-10.8%/+31.7%，内销增速承压，外销表现较好。分品牌看，科沃斯品牌在欧洲市场表现亮眼，24H1收入同比+42%；添可深耕美国核心市场，同时精准布局欧洲市场，推动欧洲市场销售收入同比显著提升66.1%。在线上市场，添可通过加强已入驻电商平台的品牌化内容曝光，推动海外线上销售收入同比增长42.4%。新品类方面，割草机通过新品迭代，拓宽档位与渠道覆盖，实现收入和销量同比分别增长185.9%和252.1%。

毛利率高的外销占比提升贡献整体利润提升

2024年H1公司毛利率为49.12%，同比+0.15pct，净利率为8.73%，同比+0.56pct；其中2024Q2毛利率为51.05%，同比+3.48pct，净利率为8.89%，同比+2.29pct。分品类看，24H1服务机器人/智能生活电器/其他产品毛利率分别为44.8%/54.1%/11.1%；分地区看，24H1内外销毛利率分别为46.1%/53.5%。我们预计可能是公司毛利率较高的外销收入占比提升带来整体毛利率的提升。

公司减少营销费用投入

公司2024年H1销售、管理、研发、财务费用率同比-2.87、-0.18、+0.93、+0.49pct；其中24Q2季度销售、管理、研发、财务费用率同比-3.64、+0.78、+1.25、+1.13pct。24H1公司销售费用率同比显著下降，主要由于广告营销及平台服务费减少所致；研发费用率同比提升，主要由于公司持续加大研发投入，通过管理创新和升级进一步提升研发效率和成果转化，加大研发项目的投入，持续优化研发人才队伍结构，职工薪酬增加所致。

公司推出期权股权激励计划+员工持股计划，满足公司长期发展需要，吸引保留核心人才

公司推出24年期权与股权激励计划，本激励计划拟向激励对象授予权益总计0.25亿股，约占本激励计划公告日公司股本总额的4.39%。其中，首次授予权益0.2亿股，占本激励计划授出权益总量的80.00%；预留权益500.05万股。本激励计划激励对象总人数为1033人，为公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及公司其他骨干员工。首次授予的股票期权行权价格为32.31元/份，首次授予的限制性股票授予价格为20.20元/股。首次授予的期权和限制性股票的绩效考核以23年营收为基数，24/25/26/27年营收增速不低于2%/5%/8%/10%；预留授予的绩效考核目标为以23年营收为基数，25-27年营收增速不低于5%/8%/10%。

公司同时推出员工持股计划，本持股计划的股票规模不超过321.17万股，约占公告日公司股本总额的0.56%。本持股计划的参加对象为公司任职的董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员以及公司其他骨干员工，参加本员工持股计划的总人数不超过11人。本持股计划受让价格为20.20元/股。拟预留部分份额，对应股数为160.55万股，占本员工持股计划股票总数的49.99%。员工持股计划的绩效考核目标为以23年营收为基准，24-27年触发值收入增速为2%/5%/8%/10%，目标值收入增速为4%/7%/10%/12%。若小于触发值则解锁0%；若大于等于触发值小于目标值，则解锁80%；若大于等于目标值则解锁100%。

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。根据公司的中报，我们下调了公司的收入增速，预计24-26年归母净利润为13.3/15.1/16.6亿元（前值14/17/20亿元），对应动态PE为17.2x/15.2x/13.8x。

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	16,143.08	17,903.43	19,543.77
增长率(%)	17.11	1.16	4.13	10.90	9.16
EBITDA(百万元)	2,880.57	1,883.73	1,919.30	2,198.67	2,384.22
归属母公司净利润(百万元)	1,698.44	612.08	1,333.22	1,506.33	1,660.21
增长率(%)	(15.51)	(63.96)	117.82	12.98	10.22
EPS(元/股)	2.98	1.08	2.34	2.65	2.92
市盈率(P/E)	13.46	37.36	17.15	15.18	13.77
市净率(P/B)	3.56	3.49	3.06	2.67	2.35
市销率(P/S)	1.49	1.47	1.42	1.28	1.17
EV/EBITDA	12.94	10.49	9.68	7.53	6.99

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	40.17元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	569.20
流通A股股本(百万股)	569.20
A股总市值(百万元)	22,864.82
流通A股市值(百万元)	22,864.82
每股净资产(元)	11.91
资产负债率(%)	47.55
一年内最高/最低(元)	62.85/27.76

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-年报点评报告:内销有所恢复，外销快速增长》2024-04-30
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,991.33	5,097.41	4,438.41	6,384.82	6,381.57	营业收入	15,324.76	15,502.07	16,143.08	17,903.43	19,543.77
应收票据及应收账款	1,953.44	1,674.86	2,160.67	1,115.01	2,460.79	营业成本	7,415.10	8,138.63	8,094.70	9,012.72	9,841.37
预付账款	339.83	280.00	246.17	395.07	301.40	营业税金及附加	88.99	67.89	121.07	134.28	146.58
存货	2,906.27	2,848.26	2,567.60	3,723.47	2,918.02	销售费用	4,622.54	5,297.31	4,923.64	5,335.22	5,824.04
其他	1,935.30	500.67	1,173.44	1,233.35	977.19	管理费用	644.86	582.89	581.15	626.62	684.03
流动资产合计	11,126.16	10,401.19	10,586.28	12,851.72	13,038.96	研发费用	744.02	824.69	1,033.16	1,145.82	1,250.80
长期股权投资	144.25	167.39	167.39	167.39	167.39	财务费用	(110.40)	(25.80)	1.61	1.79	1.95
固定资产	933.38	1,025.79	1,521.42	1,854.56	2,041.19	资产/信用减值损失	(224.06)	(171.79)	(131.90)	(164.68)	(161.32)
在建工程	304.68	863.27	863.27	863.27	863.27	公允价值变动收益	37.32	40.01	100.00	58.29	68.48
无形资产	158.45	274.86	241.75	208.63	175.51	投资净收益	(22.39)	0.07	6.66	8.38	1.00
其他	642.65	654.77	577.43	602.57	599.86	其他	311.45	112.27	(80.11)	(92.64)	(97.44)
非流动资产合计	2,183.41	2,986.08	3,371.26	3,696.41	3,847.22	营业利润	1,817.33	635.91	1,442.61	1,641.61	1,800.58
资产总计	13,309.57	13,387.27	13,957.53	16,548.13	16,886.18	营业外收入	14.33	20.83	25.00	17.06	25.00
短期借款	540.29	470.32	320.00	280.00	190.00	营业外支出	4.95	3.73	4.00	5.01	3.00
应付票据及应付账款	3,391.89	3,351.53	3,122.18	4,245.99	3,777.51	利润总额	1,826.71	653.01	1,463.61	1,653.66	1,822.58
其他	1,567.71	1,432.45	1,783.96	2,226.25	1,983.71	所得税	126.30	41.65	131.73	148.83	164.03
流动负债合计	5,499.89	5,254.30	5,226.14	6,752.25	5,951.22	净利润	1,700.42	611.35	1,331.89	1,504.83	1,658.55
长期借款	0.00	200.15	220.00	180.00	145.00	少数股东损益	1.98	(0.72)	(1.33)	(1.50)	(1.66)
应付债券	955.15	995.02	955.12	968.43	972.86	归属于母公司净利润	1,698.44	612.08	1,333.22	1,506.33	1,660.21
其他	119.11	80.33	82.89	94.11	85.78	每股收益(元)	2.98	1.08	2.34	2.65	2.92
非流动负债合计	1,074.27	1,275.50	1,258.01	1,242.54	1,203.63	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	6,879.06	6,839.49	6,484.15	7,994.79	7,154.85	成长能力					
少数股东权益	1.03	0.46	(0.47)	(1.54)	(2.71)	营业收入	17.11%	1.16%	4.13%	10.90%	9.16%
股本	573.50	576.46	569.20	569.20	569.20	营业利润	-19.44%	-65.01%	126.86%	13.79%	9.68%
资本公积	1,720.62	1,724.45	1,753.78	1,753.78	1,753.78	归属于母公司净利润	-15.51%	-63.96%	117.82%	12.98%	10.22%
留存收益	4,420.58	4,517.50	5,453.07	6,518.06	7,697.55	获利能力					
其他	(285.22)	(271.09)	(302.21)	(286.17)	(286.49)	毛利率	51.61%	47.50%	49.86%	49.66%	49.64%
股东权益合计	6,430.51	6,547.78	7,473.38	8,553.33	9,731.33	净利率	11.08%	3.95%	8.26%	8.41%	8.49%
负债和股东权益总计	13,309.57	13,387.27	13,957.53	16,548.13	16,886.18	ROE	26.42%	9.35%	17.84%	17.61%	17.06%
						ROIC	136.56%	30.45%	54.20%	46.84%	72.73%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.69%	51.09%	46.46%	48.31%	42.37%
净利润	1,700.42	611.35	1,333.22	1,506.33	1,660.21	净负债率	-38.29%	-52.20%	-39.10%	-57.68%	-51.94%
折旧摊销	203.96	281.53	317.48	349.98	376.48	流动比率	1.92	1.87	2.03	1.90	2.19
财务费用	56.28	70.46	1.61	1.79	1.95	速动比率	1.42	1.36	1.53	1.35	1.70
投资损失	22.39	(0.07)	(6.66)	(8.38)	(1.00)	营运能力					
营运资金变动	(860.48)	(128.80)	(228.96)	1,209.85	(1,132.53)	应收账款周转率	8.20	8.55	8.42	10.93	10.93
其它	604.77	256.84	98.67	56.78	66.82	存货周转率	5.76	5.39	5.96	5.69	5.89
经营活动现金流	1,727.33	1,091.32	1,515.37	3,116.36	971.93	总资产周转率	1.28	1.16	1.18	1.17	1.17
资本支出	502.21	1,089.75	777.44	638.78	538.33	每股指标(元)					
长期投资	(8.13)	23.14	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.98	1.08	2.34	2.65	2.92
其他	(1,790.79)	(645.71)	(2,380.39)	(1,317.35)	(906.82)	每股经营现金流	3.03	1.92	2.66	5.47	1.71
投资活动现金流	(1,296.71)	467.19	(1,602.96)	(678.57)	(368.49)	每股净资产	11.30	11.50	13.13	15.03	17.10
债权融资	669.20	176.21	(165.12)	(66.51)	(126.13)	估值比率					
股权融资	(246.81)	(148.87)	(406.29)	(424.87)	(480.56)	市盈率	13.46	37.36	17.15	15.18	13.77
其他	(573.45)	(548.74)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.56	3.49	3.06	2.67	2.35
筹资活动现金流	(151.07)	(521.40)	(571.41)	(491.38)	(606.69)	EV/EBITDA	12.94	10.49	9.68	7.53	6.99
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.84	12.18	11.60	8.96	8.31
现金净增加额	279.56	1,037.11	(659.00)	1,946.40	(3.24)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

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