

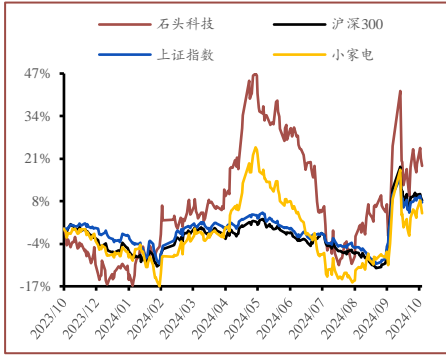
## 加大销售费用投放力度，3Q2024 内销增长较快

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-10-30</b>
收盘价(元)	264.79
流通股本(亿股)	1.85
每股净资产(元)	66.69
总股本(亿股)	1.85

最近 12 月市场表现



**分析师** 杨焯  
SAC 证书编号: S0160522050001  
yangye01@ctsec.com

**分析师** 于健  
SAC 证书编号: S0160522060001  
yujian@ctsec.com

**联系人** 郑元昊  
zhengyh03@ctsec.com

### 相关报告

- 《归母净利润高于预告中枢，持续加强创新力度》 2024-08-29
- 《公司发布 P20Pro，越障能力大幅提升》 2024-08-26
- 《Q2 归母净利润超预期，海外渠道加速布局》 2024-07-14

### 核心观点

- ❖ **事件:** 2024 年 10 月 30 日晚，公司发布 2024 年三季报，前三季度营收 70.07 亿元，同比增长 23.17%，归母净利润 14.72 亿元，同比增长 8.22%，扣非归母净利润 11.86 亿元，同比下降 5.40%。
- ❖ **3Q2024 加大营销投放力度，销售费用率大幅提升。**3Q2024 公司营收 25.91 亿元，同比增长 11.91%，其中欧洲市场受经营方式调整，部分自营收入未在当期确认；归母净利润 3.51 亿元，同比下降 43.40%，扣非归母净利润 3.25 亿元，同比下降 45.25%，主要系公司以更加积极的策略抢占市场，加大费用投放力度，当期销售费用率为 26.18%，较上年同期增加 6.85pct；3Q2024 毛利率 53.94%，较上年同期（59.11%）减少 5.17pct，我们认为主要系公司产品价格带向下拓展导致 ASP 下降，叠加当期毛利率相对更低的内销收入占比提升导致的结构性变化。
- ❖ **内销看，3Q2024 营收高速增长，双十一开始后优势不断扩大。**根据 AVC 数据，我们测算 2024 年第三季度国内线上扫地机器人销售额 16.8 亿元，同比增长 18%，公司同期销售额同比增长 43%，实现高速增长，市占率 25.6%，凭借 P 系列（P10s Pro 和 P20 Pro）和 G20S 系列（G20S 和 G20S Ultra）的产品优势，稳居国内第一。进入 10 月份，由于双十一较往年更早开启，叠加以旧换新政策刺激，W41(10.07-10.13)和 W42（10.14-10.20）行业快速放量，AVC 数据显示线上扫地机器人销售额分别为 5.36 亿元、13.83 亿元，公司对应的销额市占率分别为 37.85%、30.26%，市场竞争优势进一步扩大。
- ❖ **外销看，美国关税影响和欧洲销售结构调整逐步落地，公司以更积极策略争夺市场。**美国市场，美国大选即将落地，关税情况将更为明确，公司或可通过在东南亚构筑产能逐步满足美国需求，由于全球扫地机器人产能主要集中在中国，面对相同的关税环境，相较于国内对手科沃斯、追觅、云鲸，公司在美国具备更强的品牌和渠道优势，相较于 iRobot、Shark，公司具备产品创新优势，中长期看美国市场仍是公司明确的成长源。欧洲市场，公司逐步在更多国家实现自营，加强渠道管控，更好发挥产品优势，有望重回稳健增长。
- ❖ **投资建议:** 公司通过持续的产品创新能力，深度利用 AI 赋能，维持在全球扫地机器人领域的竞争优势。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 101.08/117.56/135.07 亿元，归母净利润 19.25/22.11/25.70 亿元。对应 PE 分别为 25.40/22.13/19.03 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 国内外竞争加剧风险、美国市场关税风险、汇率波动风险等。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	66.29	86.54	101.08	117.56	135.07
收入增长率(%)	13.56	30.55	16.80	16.30	14.90
归母净利润(亿元)	11.83	20.51	19.25	22.11	25.70
净利润增长率(%)	-15.62	73.32	-6.13	14.81	16.26
EPS(元)	9.04	15.66	10.42	11.97	13.91
PE	27.41	18.07	25.40	22.13	19.03
ROE(%)	12.38	18.02	15.42	16.23	17.25
PB	2.43	3.27	3.92	3.59	3.28

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)

**公司财务报表及指标预测**

利润表(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>66.29</b>	<b>86.54</b>	<b>101.08</b>	<b>117.56</b>	<b>135.07</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	33.63	38.83	45.20	54.55	64.44	营业收入增长率	13.6%	30.5%	16.8%	16.3%	14.9%
营业税费	0.33	0.75	0.87	1.01	1.16	营业利润增长率	-15.9%	72.4%	-6.0%	15.1%	16.3%
销售费用	13.18	18.17	23.65	27.04	30.80	净利润增长率	-15.6%	73.3%	-6.1%	14.8%	16.3%
管理费用	1.41	2.11	3.34	3.76	4.05	EBITDA 增长率	3.0%	56.4%	-2.0%	10.8%	13.9%
研发费用	4.89	6.19	9.10	9.99	10.13	EBIT 增长率	-0.7%	58.8%	-1.2%	11.0%	14.4%
财务费用	-1.06	-1.39	-1.15	-2.16	-2.95	NOPLAT 增长率	-0.8%	60.1%	-1.2%	10.8%	14.4%
资产减值损失	-0.66	-1.48	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	13.3%	19.4%	10.1%	9.6%	14.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.64</b>	<b>1.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	12.5%	19.1%	9.7%	9.1%	9.4%
投资和汇兑收益	0.33	0.62	0.50	0.50	0.50	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>13.44</b>	<b>23.17</b>	<b>21.78</b>	<b>25.06</b>	<b>29.14</b>	毛利率	49.3%	55.1%	55.3%	53.6%	52.3%
加:营业外净收支	0.05	0.03	0.00	0.00	0.00	营业利润率	20.3%	26.8%	21.5%	21.3%	21.6%
<b>利润总额</b>	<b>13.49</b>	<b>23.20</b>	<b>21.78</b>	<b>25.06</b>	<b>29.14</b>	净利率	17.9%	23.7%	19.0%	18.8%	19.0%
减:所得税	1.66	2.69	2.52	2.96	3.44	EBITDA/营业收入	21.5%	25.7%	21.6%	20.6%	20.4%
<b>净利润</b>	<b>11.83</b>	<b>20.51</b>	<b>19.25</b>	<b>22.11</b>	<b>25.70</b>	EBIT/营业收入	19.8%	24.1%	20.4%	19.5%	19.4%
<b>资产负债表(亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	18.04	8.93	10.56	8.39	9.50	固定资产周转天数	38	54	46	40	35
交易性金融资产	37.95	50.24	55.24	70.24	90.24	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>222</b>	<b>196</b>	<b>194</b>	<b>197</b>	<b>214</b>
应收账款	3.28	2.75	3.37	3.92	4.50	流动资产周转天数	375	337	341	343	360
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	12	13	11	11	11
预付账款	0.43	0.63	0.72	0.87	1.03	存货周转天数	69	75	80	79	79
存货	6.94	9.28	10.80	13.03	15.39	总资产周转天数	560	524	543	523	518
其他流动资产	0.84	2.14	3.64	5.14	6.64	投资资本周转天数	493	440	431	407	397
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	12.4%	18.0%	15.4%	16.2%	17.2%
长期股权投资	0.21	0.20	0.20	0.20	0.20	ROA	10.9%	14.3%	11.9%	12.2%	12.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.0%	16.0%	14.4%	14.5%	14.5%
固定资产	13.15	12.86	13.06	13.19	13.25	费用率					
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用率	19.9%	21.0%	23.4%	23.0%	22.8%
无形资产	0.07	0.18	0.18	0.18	0.18	管理费用率	2.1%	2.4%	3.3%	3.2%	3.0%
其他非流动资产	19.47	34.86	38.63	38.63	38.63	财务费用率	-1.6%	-1.6%	-1.1%	-1.8%	-2.2%
<b>资产总额</b>	<b>108.33</b>	<b>143.77</b>	<b>161.13</b>	<b>180.49</b>	<b>208.33</b>	三费/营业收入	20.4%	21.8%	25.6%	24.4%	23.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.34	7.36	<b>偿债能力</b>					
应付账款	6.99	14.99	17.45	21.06	24.88	资产负债率	11.8%	20.8%	22.5%	24.5%	28.5%
应付票据	0.03	0.00	0.04	0.05	0.05	权益权益比	13.3%	26.3%	29.0%	32.5%	39.8%
其他流动负债	0.48	6.18	8.18	10.18	12.18	流动比率	6.05	3.09	2.97	2.88	2.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.97	2.39	2.24	2.19	2.03
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	831.86	219.68	382.88	283.88	105.71
<b>负债总额</b>	<b>12.76</b>	<b>29.95</b>	<b>36.23</b>	<b>44.27</b>	<b>59.29</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	DPS(元)	1.27	5.59	6.80	8.20	9.80
股本	0.94	1.31	1.85	1.85	1.85	分红比率	0.10	0.36	0.46	0.49	0.50
留存收益	44.23	62.34	72.97	84.29	97.11	股息收益率	0.5%	2.0%	2.6%	3.1%	3.7%
<b>股东权益</b>	<b>95.57</b>	<b>113.82</b>	<b>124.90</b>	<b>136.22</b>	<b>149.04</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	9.04	15.66	10.42	11.97	13.91
净利润	11.83	20.51	19.25	22.11	25.70	BVPS(元)	102.00	86.56	67.61	73.74	80.68
加:折旧和摊销	1.10	1.41	1.20	1.27	1.34	PE(X)	27.4	18.1	25.4	22.1	19.0
资产减值准备	0.70	1.70	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.4	3.3	3.9	3.6	3.3
公允价值变动损失	0.64	-1.14	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-1.00	-1.00	0.05	0.08	0.25	P/S	3.5	4.3	4.8	4.2	3.6
投资收益	-0.33	-0.62	-0.50	-0.50	-0.50	EV/EBITDA	15.1	16.4	22.0	20.0	17.8
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-1.44	1.79	0.79	1.44	1.49	PEG	—	0.2	—	1.5	1.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>11.20</b>	<b>21.86</b>	<b>19.90</b>	<b>24.40</b>	<b>28.28</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-5.05</b>	<b>-23.48</b>	<b>-10.54</b>	<b>-16.55</b>	<b>-21.55</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-2.02</b>	<b>1.99</b>	<b>-8.03</b>	<b>-10.02</b>	<b>-5.62</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。