

## 利润如期修复

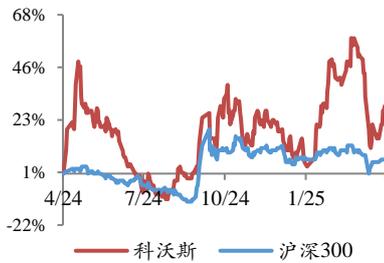
——科沃斯 24A&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-26

收盘价（元）	53.18
近12个月最高/最低（元）	68.39/36.25
总股本（百万股）	575
流通股本（百万股）	569
流通股比例（%）	98.94
总市值（亿元）	306
流通市值（亿元）	303

### 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：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

### 相关报告

1. 科沃斯 24Q3：展望 Q4 更积极 2024-10-30
2. 科沃斯 24Q2：盈利能力边际修复，连续改善 2024-09-01
3. 底部已久，龙头迎来拐点 2024-04-29

### 主要观点：

#### ● 公司发布 24A&25Q1 业绩报告：

- 25Q1：收入 38.6 亿元（同比+11.1%），归母净利润 4.7 亿元（同比+59.4%）；扣非归母净利润 3.6 亿元（同比+24.2%）；
- 24Q4：收入 63.2 亿元（同比+27.1%），归母净利润 1.9 亿元（同比+2178.0%）；扣非归母净利润 1.9 亿元（同比+583.8%）；
- 24 年：收入 165.4 亿元（同比+6.7%），归母净利润 8.1 亿元（同比+31.7%）；扣非归母净利润 7.2 亿元（同比+48.1%）。
- **25Q1 单季净利率 12% 创近两年新高。**
- **25Q1 归母净利润和扣非归母净利润差异主要来自非经项公允价值变动损益/资产处置损益 1.4 亿元（去年同期-711 万元）；**
- **24Q4 归母净利润和扣非归母净利润差异主要来自非经项少数股东权益 141 元（去年同期-8172 万元）。**

#### ● 收入分析：国补+新品持续带动

##### 25Q1：

- **科沃斯品牌：**参考奥维科沃斯扫地机内销线上 25Q1 额/量/价同比分别+55%/+58%/-2%较 24Q4(额/量/价同比分别+55%/+44%/+8%)维持高增且主要为量增加速带动；
- **添可品牌：**参考奥维添可洗地机内销线上 25Q1 额/量/价同比分别+10%/+23%/-5%较 24Q4(额/量/价同比分别+1%/+12%/-10%)量价均加速。

##### 24A：

- 国补带动+前季部分大促收入集中确认下 24Q4（收入同比+27%）较 24Q3（收入同比-4%）明显加速，我们拆分品牌业务（科沃斯+添可品牌）预计 Q4 内销/外销同比分别+35%/+12%（预计 Q3 内销/外销同比分别-6%/+4%）内外销均加速；
- **科沃斯品牌：**全年收入同比+5%/我们预计 Q4 同比+29%。海外欧洲高增全年收入同比+52%，内销参考科沃斯扫地机奥维线上 24Q4 额/量/价同比分别+55%/+44%/+8%（24Q3 额/量/价同比分别-20%/-12%/-9%）量价均加速；
- **添可品牌：**全年收入同比+11%/我们预计 Q4 同比+22%。海外欧洲高增全年收入同比+64%，内销参考添可洗地机奥维线上 24Q4 额/量/价同比分别+1%/+12%/-10%（24Q3 额/量/价同比分别-8%/+24%/-26%）主要为量增带动且价格降幅收窄。

#### ● 利润分析：高毛利新品抬结构

- **25Q1：**净利率 12.3%同/环比+3.7/+9.3pct，我们分析主要由新品结构提升拉动毛利率贡献：**1) 新品 T80/X8/X9 等高毛利新品占比提升**

带动毛利率抬升至 49.7%同/环比+4.4/+6.2pct; 2) 四费合计同比+3pct (销售/管理/研发/财务费用率同比分别+4.5/+0.2/-0.2/-1.2pct), 新品持续投入下销售费用率抬升。3) 归母净利润另有公允价值变动损益/处置损益等非经项贡献。

- **24Q4:** 净利率 3.0%同/环比+2.9/+2.9pct, 其中毛利率和费用率均优化: 1) T50/X8 等高毛利新品占比提升带动毛利率修复至 43.5%同/环比+6/-3pct, 环比波动主因 Q4 京东平台占比提升; 2) 四费合计同比-0.4pct, 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.2/-0.5/-0.8/+1.1pct, 其中部分费用 Q3 已错期确认; 3) 归母净利润贡献另有少数股东权益等非经项影响去年同期基数。
- **分红:** 公司 24 年拟每股派发现金红利 0.45 元 (含税), 分红率 32% (上年 28%)。

● **投资建议:**

➤ **我们的观点:**

公司国内看国补+推新下产品结构持续抬升, 公司 25Q1 已发布 T/X 系列升级中高端新品 T80/X9 提结构, 同时下沉新品地宝 mini 助加速抢份额; 海外关注产品准备 (升级新品海外推新进度)+关税应对 (海外供应链布局); 不同于石头, 科沃斯内销为主、25 年核心看盈利抬升, 公司 24Q4/25Q1 已现改善趋势, 25Q1 单季净利率 12%创近两年新高。

**盈利预测:** 基于公司最新业绩表现, 我们调整 25-26 年盈利预测, 并新增 27 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 189.71/208.31/225.84 亿元 (25-26 年前值 179.29/196.80 亿元), 同比+14.7%/+9.8%/+8.4%, 归母净利润 20.85/23.86/26.73 亿元 (25-26 年前值 16.50/18.54 亿元), 同比+158.7%/+14.4%/+12.0%; 对应 PE 15/13/11X, 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16542	18971	20831	22584
收入同比 (%)	6.7%	14.7%	9.8%	8.4%
归属母公司净利润	806	2085	2386	2673
净利润同比 (%)	31.7%	158.7%	14.4%	12.0%
毛利率 (%)	46.5%	49.5%	49.3%	49.4%
ROE (%)	11.2%	22.2%	20.2%	18.5%
每股收益 (元)	1.42	3.62	4.15	4.65
P/E	33.10	14.67	12.82	11.45
P/B	3.76	3.26	2.60	2.12
EV/EBITDA	18.37	10.04	8.13	6.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 25 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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	11453	14096	16801	19863	<b>营业收入</b>	16542	18971	20831	22584
现金	5199	7345	9464	11916	营业成本	8846	9572	10555	11424
应收账款	2924	2217	2420	2641	营业税金及附加	96	94	102	111
其他应收款	95	124	135	147	销售费用	5017	5540	5979	6278
预付账款	234	363	393	429	管理费用	562	692	750	821
存货	2369	3508	3848	4180	财务费用	26	-47	-86	-125
其他流动资产	632	539	540	550	资产减值损失	-362	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3573	4178	4555	4860	公允价值变动收益	35	0	0	0
长期投资	211	220	230	239	投资净收益	-5	0	0	0
固定资产	1368	1814	2155	2405	<b>营业利润</b>	893	2243	2568	2878
无形资产	298	389	482	572	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	1697	1754	1689	1644	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	15026	18274	21357	24724	<b>利润总额</b>	902	2243	2568	2878
<b>流动负债</b>	6702	7712	8405	9095	所得税	96	155	178	201
短期借款	840	960	1048	1153	<b>净利润</b>	806	2088	2390	2677
应付账款	3055	3602	3943	4288	少数股东损益	0	3	4	4
其他流动负债	2807	3150	3414	3654	<b>归属母公司净利润</b>	806	2085	2386	2673
<b>非流动负债</b>	1127	1162	1162	1162	EBITDA	1303	2537	2880	3210
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.42	3.62	4.15	4.65
其他非流动负债	1127	1162	1162	1162					
<b>负债合计</b>	7829	8873	9567	10257					
少数股东权益	0	3	7	11					
股本	575	574	574	574					
资本公积	1482	1510	1510	1510					
留存收益	5139	7313	9699	12371					
归属母公司股东权益	7197	9397	11783	14456					
<b>负债和股东权益</b>	15026	18274	21357	24724					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	852	2903	2868	3175	<b>成长能力</b>				
净利润	806	2088	2390	2677	营业收入	6.7%	14.7%	9.8%	8.4%
折旧摊销	415	341	399	457	营业利润	40.4%	151.2%	14.5%	12.1%
财务费用	38	57	61	65	归属于母公司净利润	31.7%	158.7%	14.4%	12.0%
投资损失	5	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-714	394	19	-24	毛利率 (%)	46.5%	49.5%	49.3%	49.4%
其他经营现金流	1823	1719	2370	2700	净利率 (%)	4.9%	11.0%	11.5%	11.8%
<b>投资活动现金流</b>	-763	-933	-776	-762	ROE (%)	11.2%	22.2%	20.2%	18.5%
资本支出	-708	-758	-766	-753	ROIC (%)	8.5%	17.6%	16.4%	15.2%
长期投资	-55	-9	-10	-9	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-1	-165	0	0	资产负债率 (%)	52.1%	48.6%	44.8%	41.5%
<b>筹资活动现金流</b>	21	150	28	40	净负债比率 (%)	108.8%	94.4%	81.1%	70.9%
短期借款	369	120	89	104	流动比率	1.71	1.83	2.00	2.18
长期借款	-200	0	0	0	速动比率	1.26	1.27	1.45	1.63
普通股增加	-1	-1	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-242	28	0	0	总资产周转率	1.16	1.14	1.05	0.98
其他筹资现金流	95	4	-61	-65	应收账款周转率	7.19	7.38	8.98	8.92
<b>现金净增加额</b>	92	2146	2119	2452	应付账款周转率	2.98	2.88	2.80	2.78
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.42	3.62	4.15	4.65
					每股经营现金流 (摊薄)	1.48	5.05	4.99	5.52
					每股净资产	12.51	16.33	20.48	25.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.10	14.67	12.82	11.45
					P/B	3.76	3.26	2.60	2.12
					EV/EBITDA	18.37	10.04	8.13	6.57

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：**唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

## 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达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。