

科沃斯（603486）

国补带动内销增长，公司大力发展海外市场

事件：公司 2024 年全年实现营业收入 165.42 亿元，同比+6.71%，归母净利润 8.06 亿元，同比+31.7%；其中 2024Q4 实现营业收入 63.16 亿元，同比+27.07%，归母净利润 1.91 亿元，同比+2178.04%。公司 2025 年 Q1 全年实现营业收入 38.58 亿元，同比+11.06%，归母净利润 4.75 亿元，同比+59.43%。公司向全体股东每股派发现金红利 0.45 元（含税），分红比例 32.12%。

国补+大促带动内销增长，公司大力发展海外市场

国补+大促带动公司 24Q4 快速增长。分品牌看，24A 科沃斯/添可/代工收入同比+5.2%/+10.9%/-34%，其中 24H2 收入同比+12.2%/+17.8%/-32.4%。自有品牌 24H2 在大促+国补的带动下环比加速增长。从量价看，24A 科沃斯品牌服务机器人产品全球出货达 295 万台，同比+16.9%，添可品牌洗地机全球出货达 414 万台，同比+28.3%；其中，受益于国补政策的有效实施，科沃斯和添可品牌 24Q4 出货量分别同比+47.5%/+32.7%。科沃斯品牌旗舰扫地机器人 T50 和 X8 系列新品在四季度更分别实现 29.4 万台和 20.6 万台销售，推动品牌在中高价格市场份额的显著提升。**公司大力发展海外市场。**分区域看，24A 内外销收入同比+5%/+9.1%。海外市场中，欧洲市场作为公司海外业务的重要组成部分，为公司贡献了主要的海外营收增长。科沃斯和添可品牌在欧洲市场营业收入同比+51.6%/+64.0%。公司积极推动多品类发展，打造新的海外业务增长引擎。擦窗机器人海外收入和销量同比分别+214.8%/+133.9%，割草机器人海外收入和销量同比分别+186.7%/+271.7%，均展现出强劲的发展势头。

扫地机产品结构提升显著改善利润，公司增加销售费用投入

2024 年公司毛利率为 46.52%，同比-0.98pct，净利率为 4.87%，同比+0.93pct；其中 2024Q4 毛利率为 43.5%，同比-2.96pct，净利率为 3.02%，同比+2.86pct。分产品看，24A 服务机器人/智能生活电器毛利率同比+4.27/-0.29pct，我们推断扫地机业务毛利率受益于产品结构提升显著改善；分地区看，24A 内外销毛利率同比+3.37/-0.12pct，内销毛利率提升主要是扫地机新品成交情况较好带动毛利率改善所致。我们推断整体毛利率下降主要是收入占比较高，收入增速更快的智能生活电器毛利率下降所致。公司 2025 年 Q1 毛利率为 49.68%，同比+2.51pct，净利率为 12.3%，同比+3.72pct。主要由于毛利率提升以及投资收益增加所致。其中科沃斯苏州因上海仙工董事会改组，不再占有董事会席位，丧失对上海仙工的重大影响，因此由按权益法计量的长期股权投资变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，导致 2025 年第一季度报告净利润增加 11,080.84 万元。若剔除这部分贡献，25Q1 归母净利润同比+22.2%。公司 2024 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.33%、3.4%、5.35%、0.16%，同比-3.84、-0.36、+0.03、+0.32pct；其中 24Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 28.58%、2.85%、3.6%、0.91%，同比-9.28、-0.5、-0.82、+1.1pct。24A 销售费用率同比显著下降，主要由于收入增速快于销售费用增速所致。公司 2025 年 Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 30.35%、3.61%、6.11%、-0.67%，同比+2.66、+0.24、-0.24、-1.21pct。销售费用率同比提升，主要由于投入的广告营销及平台服务费、租赁及仓储费增加所致。

投资建议：24 年面对国内外新的经济环境和竞争态势，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。根据年报和一季报情况，我们适当提升了扫地机的收入增速和毛利率，预计 25-27 年归母净利润为 17.7/20.8/23.7 亿元（前值 25-26 年 14.7/16.5 亿元），对应动态 PE 为 17.2x/14.7x/12.9x，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,502.07	16,542.23	19,004.69	21,300.05	23,683.27
增长率(%)	1.16	6.71	14.89	12.08	11.19
EBITDA(百万元)	1,883.73	2,789.59	2,763.02	3,143.83	3,396.27
归属母公司净利润(百万元)	612.08	806.09	1,774.94	2,079.88	2,368.07
增长率(%)	(63.96)	31.70	120.19	17.18	13.86
EPS(元/股)	1.06	1.40	3.09	3.62	4.12
市盈率(P/E)	49.98	37.95	17.24	14.71	12.92
市净率(P/B)	4.67	4.25	3.61	2.98	2.47
市销率(P/S)	1.97	1.85	1.61	1.44	1.29
EV/EBITDA	10.49	8.30	9.19	7.43	6.46

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 28 日

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	53.18 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	575.30
流通 A 股股本(百万股)	569.20
A 股总市值(百万元)	30,594.21
流通 A 股市值(百万元)	30,270.15
每股净资产(元)	13.29
资产负债率(%)	47.81
一年内最高/最低(元)	68.39/36.25

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

- 1 《科沃斯-季报点评:Q3 预计费用前置+海外去库，四季度以旧换新或拉动显著》 2024-10-30
- 2 《科沃斯-半年报点评:外销表现好于内销，公司减少营销费用投入》 2024-09-01
- 3 《科沃斯-年报点评报告:内销有所修复，外销快速增长》 2024-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,097.41	5,198.86	5,665.61	7,942.11	9,218.34	营业收入	15,502.07	16,542.23	19,004.69	21,300.05	23,683.27
应收票据及应收账款	1,674.86	2,923.90	1,865.05	2,376.32	2,339.61	营业成本	8,138.63	8,846.13	9,941.36	11,112.50	12,332.24
预付账款	280.00	234.17	450.34	302.11	498.22	营业税金及附加	67.89	96.47	104.53	117.15	130.26
存货	2,848.26	2,368.72	4,307.72	2,983.54	5,260.47	销售费用	5,297.31	5,017.30	5,416.34	5,964.01	6,631.32
其他	500.67	727.00	1,092.04	789.68	910.07	管理费用	582.89	562.28	627.15	681.60	757.86
流动资产合计	10,401.19	11,452.65	13,380.77	14,393.75	18,226.70	研发费用	824.69	884.92	1,007.25	1,128.90	1,255.21
长期股权投资	167.39	210.58	210.58	210.58	210.58	财务费用	(25.80)	25.84	19.00	21.30	23.68
固定资产	1,025.79	1,368.13	1,736.08	1,941.53	2,000.48	资产/信用减值损失	(171.79)	(395.47)	(217.40)	(222.91)	(128.60)
在建工程	863.27	984.20	1,064.20	1,114.20	1,144.20	公允价值变动收益	40.01	35.45	200.00	150.00	92.56
无形资产	274.86	297.89	245.62	193.34	141.07	投资净收益	0.07	(4.96)	6.06	(1.79)	(4.60)
其他	654.77	712.60	646.17	652.66	661.08	其他	112.27	581.30	(106.35)	(113.89)	(125.37)
非流动资产合计	2,986.08	3,573.40	3,902.65	4,112.32	4,157.40	营业利润	635.91	892.96	1,984.08	2,313.78	2,637.43
资产总计	13,387.27	15,026.06	17,283.42	18,506.07	22,384.10	营业外收入	20.83	16.57	14.95	25.00	25.00
短期借款	470.32	839.58	320.00	280.00	190.00	营业外支出	3.73	7.48	5.71	3.00	3.00
应付票据及应付账款	3,351.53	3,651.86	4,448.81	4,571.22	5,369.53	利润总额	653.01	902.05	1,993.32	2,335.78	2,659.43
其他	1,432.45	1,856.92	2,717.84	2,108.73	3,179.05	所得税	41.65	96.38	219.27	256.94	292.54
流动负债合计	5,254.30	6,348.36	7,486.65	6,959.95	8,738.58	净利润	611.35	805.67	1,774.05	2,078.84	2,366.89
长期借款	200.15	0.00	220.00	180.00	145.00	少数股东损益	(0.72)	(0.42)	(0.89)	(1.04)	(1.18)
应付债券	995.02	1,031.52	993.90	1,006.81	1,010.75	归属于母公司净利润	612.08	806.09	1,774.94	2,079.88	2,368.07
其他	80.33	95.95	98.46	91.58	95.33	每股收益（元）	1.06	1.40	3.09	3.62	4.12
非流动负债合计	1,275.50	1,127.48	1,312.36	1,278.40	1,251.08						
负债合计	6,839.49	7,829.32	8,799.02	8,238.35	9,989.66	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.46	0.05	(0.67)	(1.55)	(2.59)	成长能力					
股本	576.46	575.30	575.30	575.30	575.30	营业收入	1.16%	6.71%	14.89%	12.08%	11.19%
资本公积	1,724.45	1,482.50	1,510.46	1,510.46	1,510.46	营业利润	-65.01%	40.42%	122.19%	16.62%	13.99%
留存收益	4,517.50	5,160.65	6,592.00	8,345.35	10,436.70	归属于母公司净利润	-63.96%	31.70%	120.19%	17.18%	13.86%
其他	(271.09)	(21.75)	(192.69)	(161.85)	(125.43)	获利能力					
股东权益合计	6,547.78	7,196.73	8,484.40	10,267.72	12,394.44	毛利率	47.50%	46.52%	47.69%	47.83%	47.93%
负债和股东权益总计	13,387.27	15,026.06	17,283.42	18,506.07	22,384.10	净利率	3.95%	4.87%	9.34%	9.76%	10.00%
						ROE	9.35%	11.20%	20.92%	20.25%	19.10%
						ROIC	30.45%	33.85%	53.81%	63.46%	78.01%
						偿债能力					
						资产负债率	51.09%	52.10%	50.91%	44.52%	44.63%
						净负债率	-52.20%	-43.29%	-47.67%	-62.05%	-62.43%
						流动比率	1.87	1.71	1.79	2.07	2.09
						速动比率	1.36	1.36	1.21	1.64	1.48
						营运能力					
						应收账款周转率	8.55	7.19	7.94	10.04	10.04
						存货周转率	5.39	6.34	5.69	5.84	5.75
						总资产周转率	1.16	1.16	1.18	1.19	1.16
						每股指标（元）					
						每股收益	1.06	1.40	3.09	3.62	4.12
						每股经营现金流	1.90	1.48	5.12	5.54	4.07
						每股净资产	11.38	12.51	14.75	17.85	21.55
						估值比率					
						市盈率	49.98	37.95	17.24	14.71	12.92
						市净率	4.67	4.25	3.61	2.98	2.47
						EV/EBITDA	10.49	8.30	9.19	7.43	6.46
						EV/EBIT	12.18	9.60	11.04	8.83	7.63

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