

收入延续高增，盈利同比显著修复

科沃斯(603486)

事件概述

公司发布25年三季报：

前三季度：公司实现营业收入128.8亿元（同比+25.9%，下同），归母净利润14.2亿元（+130.6%），扣非归母净利润12.8亿元（+142.0%）。

25Q3：公司实现营业收入42亿元（+29.3%），归母净利润4.4亿元（+7160.9%），扣非归母净利润4.2亿元（+1697.2%）。

分析判断

收入端：尽管内销面临国补退坡，去年同期高基数的压力，但清洁电器仍保持较好增长。根据奥维云网，25Q1/Q2/Q3 扫地机线上销售额同比增速分别为 63%/36%/53%，洗地机线上销售额同比增速分别为 41%/41%/54%，Q3 扫地机及洗地机销售额增速环比 Q2 均有提速。受益于滚筒系列产品热销，25Q1/Q2/Q3 科沃斯品牌扫地机线上销售额同比增速分别为 55%/51%/122%；添可品牌洗地机线上销售额同比增速分别为 10%/7%/35%，公司双品牌内销环比 Q2 均有提速。海外方面受美国关税扰动，且割草机 Q3 为淡季，我们判断海外收入增速环比有所降速。

利润端：受益于毛利率大幅提升，25Q3 销售净利率环比基本持平，同比显著修复。剔除会计准则调整影响，25Q3 毛利率 49.8%（+7.7pct），我们判断毛利率大幅提升主要系滚筒系列产品销售占比提升。期间费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 31.1%/3.1%/4.9%/0.8%，同比分别 -0.1%/-0.7%/-1.6%/+1.0pct。综合影响下 25Q3 销售净利率为 10.4%（+10.2pct）。

投资建议

我们维持25-27年公司收入预测为201.07/230.37/265.15亿元，同比分别+21.55%/+14.57%/+15.10%。对应归母净利润分别为19.88/24.18/29.31亿元，同比分别+146.67%/+21.61%/+21.23%。相应EPS分别为3.46/4.20/5.10元，以25年10月27日收盘价93.85元计算，对应PE分别为27.15/22.33/18.42倍，维持“增持”评级。



风险提示

终端消费疲软，渗透率提升不及预期；海外市场拓展不及预期；行业竞争加剧；汇率大幅波动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,502	16,542	20,107	23,037	26,515
YoY (%)	1.2%	6.7%	21.6%	14.6%	15.1%
归母净利润(百万元)	612	806	1,988	2,418	2,931
YoY (%)	-64.0%	31.7%	146.7%	21.6%	21.2%
毛利率 (%)	44.6%	46.5%	50.0%	50.5%	51.0%
每股收益(元)	1.08	1.42	3.46	4.20	5.10
ROE	9.3%	11.2%	21.6%	20.8%	20.2%
市盈率	86.90	66.09	27.15	22.33	18.42

资料来源：Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,542	20,107	23,037	26,515	净利润	806	1,987	2,417	2,930
YoY (%)	6.7%	21.6%	14.6%	15.1%	折旧和摊销	415	370	432	494
营业成本	8,846	10,054	11,403	12,992	营运资金变动	-714	-138	-96	-289
营业税金及附加	96	107	123	144	经营活动现金流	852	2,303	2,852	3,245
销售费用	5,017	6,032	6,984	8,011	资本开支	-708	-739	-777	-762
管理费用	562	735	826	949	投资	-55	1,072	-32	-33
财务费用	26	-46	-80	-108	投资活动现金流	-763	325	-816	-804
研发费用	885	1,166	1,283	1,487	股权募资	188	0	0	0
资产减值损失	-362	-40	-30	-30	债务募资	369	-32	232	251
投资收益	-5	-8	-7	-9	筹资活动现金流	21	-106	184	195
营业利润	893	2,175	2,654	3,224	现金净流量	92	2,523	2,220	2,636
营业外收支	9	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	902	2,175	2,654	3,224	成长能力				
所得税	96	188	237	294	营业收入增长率	6.7%	21.6%	14.6%	15.1%
净利润	806	1,987	2,417	2,930	净利润增长率	31.7%	146.7%	21.6%	21.2%
归属于母公司净利润	806	1,988	2,418	2,931	盈利能力				
YoY (%)	31.7%	146.7%	21.6%	21.2%	毛利率	46.5%	50.0%	50.5%	51.0%
每股收益	1.42	3.46	4.20	5.10	净利润率	4.9%	9.9%	10.5%	11.1%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	5.4%	11.1%	11.5%	11.5%
货币资金	5,199	7,721	9,941	12,577	净资产收益率 ROE	11.2%	21.6%	20.8%	20.2%
预付款项	234	319	344	390	偿债能力				
存货	2,369	4,003	3,078	4,975	流动比率	1.71	1.82	1.99	2.12
其他流动资产	3,651	1,876	3,403	2,932	速动比率	1.26	1.20	1.54	1.53
流动资产合计	11,453	13,920	16,765	20,875	现金比率	0.78	1.01	1.18	1.28
长期股权投资	211	239	271	303	资产负债率	52.1%	48.7%	45.1%	43.1%
固定资产	1,368	1,488	1,545	1,553	经营效率				
无形资产	298	360	418	472	总资产周转率	1.16	1.22	1.18	1.14
非流动资产合计	3,573	3,970	4,348	4,650	每股指标 (元)				
资产合计	15,026	17,890	21,114	25,525	每股收益	1.42	3.46	4.20	5.10
短期借款	840	1,001	1,193	1,404	每股净资产	12.51	15.97	20.17	25.26
应付账款及票据	3,652	4,339	4,693	5,609	每股经营现金流	1.48	4.00	4.96	5.64
其他流动负债	2,210	2,297	2,518	2,832	每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,702	7,637	8,404	9,846	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	66.09	27.15	22.33	18.42
其他长期负债	1,127	1,069	1,109	1,149	PB	3.76	5.88	4.65	3.71
非流动负债合计	1,127	1,069	1,109	1,149					
负债合计	7,829	8,706	9,513	10,995					
股本	575	575	575	575					
少数股东权益	0	-1	-2	-4					
股东权益合计	7,197	9,184	11,601	14,531					
负债和股东权益合计	15,026	17,890	21,114	25,525					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。