

投资评级 优于大市 维持

多价格多渠道布局推动收入稳增，新一轮股权激励发布

股票数据

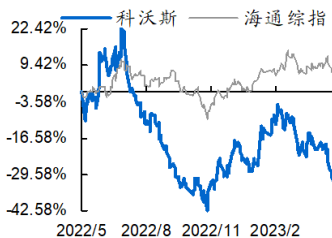
05月05日收盘价(元)	69.04
52周股价波动(元)	56.11-126.50
总股本/流通A股(百万股)	572/565
总市值/流通市值(百万元)	39518/39011

相关研究

 《收入稳健增长，利润端显著承压》
 2022.11.04

 《收入稳健增长，费用投放增加影响盈利》
 2022.08.30

 《自主品牌双轮驱动，产品结构持续升级》
 2022.04.24

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.0	-23.1	-20.3
相对涨幅(%)	-17.7	-22.1	-16.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@haitong.com

证书:S0850511010026

分析师:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@haitong.com

证书:S0850519100003

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@haitong.com

证书:S0850518080005

投资要点:

- **公司发布 2022 年报及 23Q1 季报。**公司 2022 年实现营业收入 153.25 亿元，同比+17.11%；实现归母净利润 16.98 亿元，同比-15.51%；扣非归母净利润 16.26 亿元，同比-12.89%。其中 22Q4 实现收入 52.0 亿元，同比+7.4%；归母净利润 5.76 亿元，同比-15.24%；扣非归母净利润 5.19 亿元，同比-20.3%。23Q1 实现营业收入 32.36 亿元，同比+1.09%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比-23.01%；扣非归母净利润 2.86 亿元，同比-24.96%。
- **2022 年产品结构提升带动下毛利率略有提升，净利率受销售费用率影响下降。**毛利率率同比+0.21pct 至 51.61%，销售/管理/研发费用率同比+5.43/+0.19/+0.66pct 至 30.16%/4.21%/4.86%，最终净利率同比-4.28pct 至 11.08%。
- **23Q1 毛利率仍有同比提升，同期高基数下净利率下滑。**公司 22Q2 起受市场竞争环境影响单季度销售费用率上升至 29%+，2021Q1 同期销售费用率基数仍较低，因此最终净利率仍有同比下滑。23Q1 毛利率同比+1.15pct 至 50.67%。销售/管理/研发费用率同比+4.58/-0.24/+0.7pct 至 29.32%/4.65%/5.79%，最终净利率同比-3.16pct 至 10.08%，环比-1.0pct。
- **科沃斯扫地机+添可洗地机双轮驱动。**分品牌看，2022 年公司科沃斯品牌收入达 77.98 亿元（占收入比例 51%，同比+16.21%）。添可品牌收入 69.09 亿元（占收入比例 45%，同比+34.5%）。自有品牌收入合计达 147 亿元，同比+24.14%，占公司总收入达 96%。
- **自清洁产品多价格布局，推动均价及收入稳增。**2022 年在 X1 系列基础上推出更具性价比的 T10 系列，形成更宽阔的自清洁产品价格矩阵，推动自清洁占比及渗透率提升。2022 年自主品牌扫地机器人中自清洁收入占比达 69.4%，同比+32.3pct。自清洁产品出货量达 137 万台，同比+118.2%，其中全能基站型产品出货量达 92 万台，占比自清洁产品比例达 67%。
- **发力线下渠道建设。**截至 2022 年末，科沃斯品牌国内线下销售网点超 1600 家，国内线下收入 11.65 亿元，同比+77.5%，占国内销售收入比例达 22%。添可牌国内线下销售网点达 785 家，品牌国内线下收入达 15.3 亿元，同比+106.2%，占国内销售收入 32%。
- **新一轮股权激励草案发布。**公司发布 2023 年股票期权与限制性股票激励计划。激励计划激励对象总人数为 1272 人，为公司公告激励计划时在公司任职的董事、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。股票期权行权价格为 62.76 元/份，首次授予的限制性股票授予价格为 39.23 元/股。每个行权期的行权要求经计算为：（1）科沃斯及添可品牌 2023-2026 年每年收入增速不低于 15%；（2）上市公司 2023-2026 年净利润增速分别不低于 10/12/15/15%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13086	15325	17672	20427	23373
(+/-)YoY(%)	80.9%	17.1%	15.3%	15.6%	14.4%
净利润(百万元)	2010	1698	1877	2159	2487
(+/-)YoY(%)	213.5%	-15.5%	10.5%	15.0%	15.2%
全面摊薄 EPS(元)	3.51	2.97	3.28	3.77	4.35
毛利率(%)	51.4%	51.6%	51.0%	50.2%	49.7%
净资产收益率(%)	39.5%	26.4%	22.6%	20.6%	19.2%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **投资建议。**公司 2022 年在较为艰巨的外部环境下依靠多价格及多渠道布局，依然取得了收入的稳健增长，新一期股权激励为未来几年的收入利润双位数增长提供信心。长期来看，扫地机与洗地机仍是有望不断上提渗透率的大单品，我们判断公司凭借品牌积累仍将维持龙头地位，受益行业增长。我们预计公司 2023 年实现归母净利润 18.77 亿元，给予 2023 年 PE 估值 20x-25x，对应合理价值区间 65.6 元-82 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**终端需求波动，行业竞争加剧。

表 1 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2023/5/6		2021	2022	2023E	2021	2022	2023E
002032.SZ	苏泊尔	51.21	413.15	2.41	2.56	2.83	21.3	20.0	18.1
002242.SZ	九阳股份	15.92	122.11	0.97	0.69	0.95	16.4	23.1	16.7
688169.SH	石头科技	311.80	292.13	14.97	12.63	14.78	20.8	24.7	21.1

注：表中可比公司的 EPS，PE 均来自于万得一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	15325	17672	20427	23373
每股收益	2.97	3.28	3.77	4.35	营业成本	7415	8659	10176	11767
每股净资产	11.21	14.51	18.28	22.63	毛利率%	51.6%	51.0%	50.2%	49.7%
每股经营现金流	3.01	0.41	3.06	3.79	营业税金及附加	89	100	117	133
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	4623	5284	6132	6895
P/E	23.27	21.05	18.31	15.89	营业费用率%	30.2%	29.9%	30.0%	29.5%
P/B	6.16	4.76	3.78	3.05	管理费用	645	742	837	970
P/S	2.58	2.24	1.93	1.69	管理费用率%	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%
EV/EBITDA	20.47	17.34	15.51	12.98	EBIT	1691	1986	2102	2404
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-110	26	-1	-26
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%
毛利率	51.6%	51.0%	50.2%	49.7%	资产减值损失	-125	-50	0	0
净利率	11.1%	10.6%	10.6%	10.6%	投资收益	-22	-18	-25	-26
净资产收益率	26.4%	22.6%	20.6%	19.2%	营业利润	1817	2092	2356	2743
资产回报率	12.8%	12.0%	10.3%	8.7%	营业外收支	9	11	12	14
投资回报率	19.7%	17.2%	13.3%	10.5%	利润总额	1827	2102	2369	2757
盈利增长 (%)					EBITDA	1926	2162	2332	2633
营业收入增长率	17.1%	15.3%	15.6%	14.4%	所得税	126	223	207	267
EBIT 增长率	-24.7%	17.4%	5.8%	14.4%	有效所得税率%	6.9%	10.6%	8.8%	9.7%
净利润增长率	-15.5%	10.5%	15.0%	15.2%	少数股东损益	2	3	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1698	1877	2159	2487
资产负债率	51.7%	46.8%	49.9%	54.9%					
流动比率	1.92	2.53	2.86	3.28	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.36	1.86	2.20	2.66	货币资金	3991	4016	7233	13066
现金比率	0.69	0.76	1.12	1.63	应收账款及应收票据	1953	3147	3638	4162
经营效率指标					存货	2906	3243	3880	4481
应收账款周转天数	46.53	65.00	65.00	65.00	其它流动资产	2275	2965	3784	4602
存货周转天数	143.06	136.69	139.16	138.98	流动资产合计	11126	13371	18534	26311
总资产周转率	1.15	1.13	0.98	0.81	长期股权投资	144	81	70	58
固定资产周转率	16.42	18.03	20.09	22.62	固定资产	933	980	1017	1033
					在建工程	305	325	335	345
					无形资产	158	194	247	291
					非流动资产合计	2183	2245	2355	2434
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	13310	15616	20889	28745
净利润	1698	1877	2159	2487	短期借款	540	0	0	0
少数股东损益	2	3	3	3	应付票据及应付账款	3392	3922	4582	5323
非现金支出	458	226	230	228	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	17	-68	-95	-103	其它流动负债	1873	1355	1897	2700
营运资金变动	-449	-1805	-543	-448	流动负债合计	5805	5278	6479	8023
经营活动现金流	1727	233	1754	2168	长期借款	0	0	0	0
资产	-676	-277	-325	-294	其它长期负债	1074	2029	3940	7760
投资	0	-610	-613	-610	非流动负债合计	1074	2029	3940	7760
其他	-621	82	125	174	负债总计	6879	7307	10419	15784
投资活动现金流	-1297	-805	-813	-730	实收资本	574	572	572	572
债权募资	500	625	2320	4480	归属于母公司所有者权益	6429	8305	10464	12951
股权募资	70	-1	0	0	少数股东权益	1	4	6	10
其他	-721	-26	-44	-87	负债和所有者权益合计	13310	15616	20889	28745
融资活动现金流	-151	597	2277	4394					
现金净流量	415	25	3217	5832					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
刘璐 家电行业
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器,德业股份,萤石网络,美的集团,欧普照明,极米科技,苏泊尔,石头科技,大元泵业,小熊电器,富佳股份,三花智控,新宝股份,光峰科技,德昌股份,海尔智家,老板电器,浙江美大,科沃斯,九阳股份,飞科电器,赛特新材

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。