

科沃斯 (603486.SH)

强烈推荐 (维持)

利润率拐点如期兑现，新一期激励计划护航长期发展

科沃斯发布 2022 年报, 报告期内公司实现营业总收入 153.2 亿元, 同比+17.1%; 实现归母净利润 17.0 亿元, 同比-15.5%; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 9.0 元 (含税)。公司同时发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业总收入 32.4 亿元, 同比+1.1%; 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比-23.0%。

□ Q1 收入端短期承压, 期待以价换量拐点及线下+海外需求弹性。公司 Q1 实现收入 32.4 亿元, 同比+1.1%, 主因扫地机器人需求受宏观消费环境拖累。

品类方面, 公司于 2 月底发布扫地机器人新品 T20 系列, 性能进一步提升的情况下售价显著下调, “以价换量”之下, 看好行业需求在 Q2 迎来拐点; 同时, 公司近期发布芙万 Chorus 洗地机、飘万 Station 吸尘器、食万 3.0 SE 自动料理机及烘万蒸烤箱, 进一步完善产品布局。**渠道方面**, 2022 年科沃斯品牌国内线上渠道收入同比+4%, 线下渠道收入达到 11.7 亿, 同比+78%, 占同期国内收入比重达到 21.9%, 销售网点超过 1600 家, 其中 Mall 店门店数达到 137 家; 添可品牌线上渠道收入同比+15%, 线下渠道收入达到 15.3 亿元, 同比+106.2%, 占同期国内收入比重达到 32.3%, 销售网点数量达到 785 家, 线下渠道与添可洗地机等产品的强体验属性高度契合, 看好线下商超客流恢复背景下为公司收入端持续贡献增量。**区域方面**, 2022 年科沃斯品牌内销收入同比+15%, 外销收入同比+20%; 添可品牌内销收入同比+35%, 外销收入同比+34%; 2023 年 3 月下旬美国 ITC 宣布添可“337 调查”初裁胜诉, 可继续在美销售, 亦有望驱动公司收入端继续实现快速增长。

□ 原材料价格回落+技术&规模降本, 盈利能力恢复符合预期。公司 Q1 毛利率为 50.7%, 同比+1.2 pcts, 我们认为主要由 3 方面因素驱动: 1) 芯片、锂电池及塑料粒子等原材料价格较去年同期大幅回落; 2) 扫地机器人产品通过技术&规模实现 10-15%左右降本幅度; 3) 高毛利率添可品牌收入占比有所提升。费用率方面, Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.6/-0.3/+0.7/+0.5 pcts, 归母净利率同比-3.1 pcts 至 10.1%。考虑到 Q1 公司进一步下调 T10 OMNI 价格, 且新品尚未大规模开售, 因此后续随降本后新品放量, 毛利率恢复趋势有望持续; 此外, 考虑到添可线下单店模型跑通, 后续或将进入大规模复制阶段, 而线下渠道费用率远低于线上, 因此线下放量有望进一步摊薄销售费用率, 净利率水平走高存在较强支撑。

□ 新一期股权激励如约而至, 业绩目标更加务实护航中长期发展。公司推出新一期激励计划, 包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分, 激励对象总人数 1272 人, 包括科沃斯品牌板块员工 609 人 (第一类激励对象)、添可智能品牌板块员工 604 人 (第二类激励对象) 和集团总部员工 59 人 (第三类激励对象)。业绩考核目标包括: ①2023-2026 年科沃斯品牌收入复合增速不低于 15%; ②2023-2026 年添可品牌收入复合增速不低于 15%; ③2023-2026 年上市公司归母净利润增速分别不低于 10%/12%/15%/15%, 其中第一类激励对象解除限售需满足条件①&③, 第二类激励对象解除限售需满足条件②&③, 第三类激励对象解除限售需满足全部 3 项。我们认为, 与 2021 年股权激励计划相比, 此次激励的业绩考核目标更加务实, 有助于提高员工与公司利益一致性, 降低代理成本, 起到一定业绩托底作用。

消费品/家电

目标估值: NA

当前股价: 69.5 元

基础数据

总股本 (万股)	57240
已上市流通股 (万股)	56505
总市值 (亿元)	398
流通市值 (亿元)	393
每股净资产 (MRQ)	11.8
ROE (TTM)	23.7
资产负债率	49.9%
主要股	苏州创领智慧投资管理有限公司
主要股东持股比例	41.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	7	-32
相对表现	-20	-7	-35

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《科沃斯 (603486) 一扫地机新品以价换量迎拐点, 线下+海外构筑增长空间》2023-04-03
- 《科沃斯 (603486) 一产品降价短期盈利承压, 割草及商用机器人拓宽场景》2022-10-31
- 《科沃斯 (603486) 一疫情扰动营收增速放缓, 看好下半年公司销售改善》2022-08-28

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

pengzihao@cmschina.com.cn

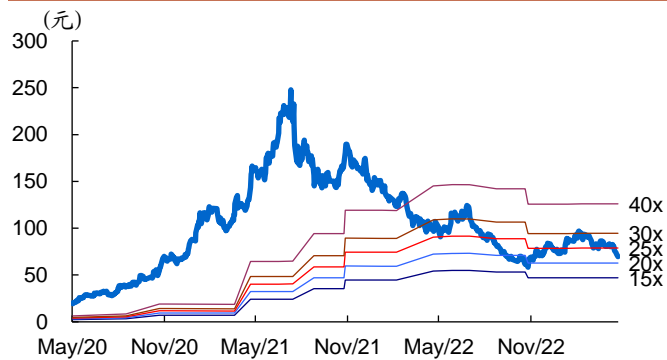
- **投资建议:** 我们预计科沃斯 2023-2025 年营业总收入分别为 190/231/277 亿元，同比+24%/+22%/+20%，归母净利润分别为 21.1/25.5/31.0 亿元，同比+24%/+21%/+22%，对应 PE 分别为 19/16/13x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 行业需求不及预期，竞争格局恶化，原材料成本大幅上涨等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	13086	15325	18955	23086	27662
同比增长	81%	17%	24%	22%	20%
营业利润(百万元)	2256	1817	2267	2738	3334
同比增长	210%	-19%	25%	21%	22%
归母净利润(百万元)	2010	1698	2109	2547	3099
同比增长	214%	-16%	24%	21%	22%
每股收益(元)	3.51	2.97	3.68	4.45	5.41
PE	19.8	23.4	18.9	15.6	12.8
PB	7.8	6.2	5.0	4.0	3.2

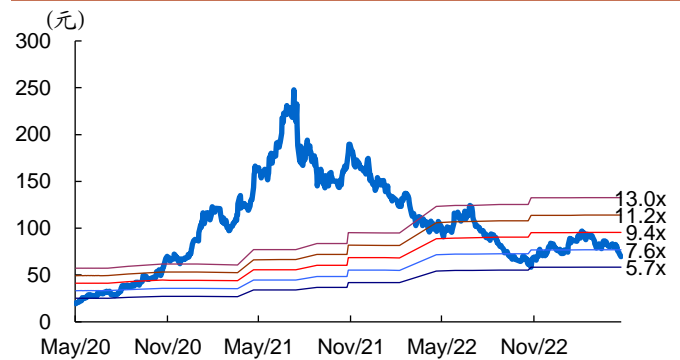
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 科沃斯历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 科沃斯历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9066	11126	12907	15893	19575
现金	3577	3991	4525	5960	7913
交易性投资	839	1450	1450	1450	1450
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1784	1953	2392	2913	3491
其它应收款	68	113	140	170	204
存货	2417	2906	3527	4331	5232
其他	381	712	874	1068	1285
非流动资产	1654	2183	2262	2323	2371
长期股权投资	152	144	144	144	144
固定资产	819	933	1034	1115	1180
无形资产商誉	88	158	143	128	116
其他	594	947	941	936	932
资产总计	10720	13310	15169	18216	21946
流动负债	4649	5805	6067	7136	8335
短期借款	40	540	0	0	0
应付账款	2720	3392	4128	5068	6123
预收账款	382	305	371	456	550
其他	1507	1568	1568	1612	1662
长期负债	964	1074	1074	1074	1074
长期借款	0	0	0	0	0
其他	964	1074	1074	1074	1074
负债合计	5614	6879	7141	8210	9410
股本	572	574	574	574	574
资本公积金	1239	1427	1427	1427	1427
留存收益	3284	4429	6022	7995	10521
少数股东权益	12	1	6	10	16
归属于母公司所有者权益	5094	6429	8022	9995	12521
负债及权益合计	10720	13310	15169	18216	21946

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1757	1727	1853	2155	2683
净利润	2014	1700	2114	2551	3105
折旧摊销	153	204	211	228	242
财务费用	7	56	76	0	0
投资收益	(12)	22	(138)	(145)	(135)
营运资金变动	(340)	(229)	(418)	(488)	(539)
其它	(64)	(26)	8	9	10
投资活动现金流	(1211)	(1297)	(153)	(147)	(157)
资本支出	(376)	(677)	(291)	(291)	(291)
其他投资	(834)	(620)	138	145	135
筹资活动现金流	1113	(151)	(1166)	(574)	(574)
借款变动	229	92	(574)	0	0
普通股增加	8	1	0	0	0
资本公积增加	299	188	0	0	0
股利分配	(282)	(629)	(516)	(574)	(574)
其他	859	196	(76)	0	0
现金净增加额	1659	280	533	1435	1953

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13086	15325	18955	23086	27662
营业成本	6359	7415	9023	11080	13387
营业税金及附加	72	89	114	139	166
营业费用	3237	4623	5592	6764	8022
管理费用	525	645	891	1062	1245
研发费用	549	744	948	1154	1383
财务费用	75	(110)	76	0	0
资产减值损失	(188)	(223)	(183)	(294)	(260)
公允价值变动收益	107	37	50	65	51
其他收益	55	106	76	79	87
投资收益	12	(22)	12	1	(3)
营业利润	2256	1817	2267	2738	3334
营业外收入	8	14	10	10	10
营业外支出	11	5	5	5	5
利润总额	2253	1827	2272	2743	3339
所得税	239	126	158	192	234
少数股东损益	3	2	5	4	5
归属于母公司净利润	2010	1698	2109	2547	3099

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	81%	17%	24%	22%	20%
营业利润	210%	-19%	25%	21%	22%
归母净利润	214%	-16%	24%	21%	22%
获利能力					
毛利率	51.4%	51.6%	52.4%	52.0%	51.6%
净利率	15.4%	11.1%	11.1%	11.0%	11.2%
ROE	49.1%	29.5%	29.2%	28.3%	27.5%
ROIC	49.7%	26.1%	29.0%	28.2%	27.5%
偿债能力					
资产负债率	52.4%	51.7%	47.1%	45.1%	42.9%
净负债比率	0.5%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	1.9	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8
应收账款周转率	8.5	8.2	8.7	8.7	8.6
应付账款周转率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	3.51	2.97	3.68	4.45	5.41
每股经营净现金	3.07	3.02	3.24	3.77	4.69
每股净资产	8.90	11.23	14.01	17.46	21.87
每股股利	1.10	0.90	1.00	1.00	1.00
估值比率					
PE	19.8	23.4	18.9	15.6	12.8
PB	7.8	6.2	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	17.2	22.5	16.6	14.3	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。