开源证券

科沃斯（603486.SH）

2020 年 10 月 24 日

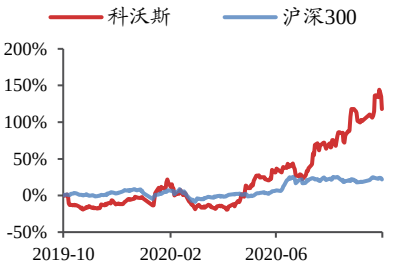
投资评级：买入（维持）

2020Q3 业绩超预期：自有品牌均实现高增长，盈利能力如期提升

——公司信息更新报告

日期	2020/10/23
当前股价(元)	50.10
一年最高最低(元)	56.55/17.90
总市值(亿元)	282.17
流通市值(亿元)	90.00
总股本(亿股)	5.63
流通股本(亿股)	1.80
近 3 个月换手率(%)	146.44

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q2 收入改善显著，净利率如期继续提升》-2020.8.20

《公司信息更新报告-业绩拐点有望出现，携手 iRobot 共同推动行业发展》-2020.5.25

《公司信息更新报告-主动收缩代工业务致 2019 年收入下滑，期待 2020 年业绩拐点》-2020.4.29

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

孟昕（联系人）
mengxin@kysec.cn
证书编号：S0790120040004

● 2020Q3 公司业绩超预期，自有品牌业务增长显著

2020 年前三季度，公司实现营收 41.42 亿元（+20.25%），归母净利润 2.50 亿元（+147.17%），扣非归母净利润 1.64 亿元(+88.84%)，EPS 为 0.18 元(+150.00%)。2020Q3 单季度，公司实现营收 17.40 亿元（+71.07%），归母净利润 1.18 亿元（+488.20%）。2020Q3 公司业绩高速增长主要系科沃斯、添可自有品牌业务收入较快增长，同比分别+67.1%、+297.4%，自有品牌业务高增长拉动整体业绩提升。考虑公司自主品牌业务推动业绩继续增长，上调 2020-2022 年净利润预测为 4.88/7.03/10.15 亿元（原值 3.89/6.29/8.29 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87/1.25/1.80 元，当前股价对应 PE 为 57.8/40.1/27.8 倍。考虑公司调整期后收入有望继续增长及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

● 2020Q3 公司毛利率净利率持续提升，盈利能力增强

1）毛利率：公司 2020Q3 毛利率为 41.53%，同比+4.30pct。主要系自有品牌毛利率同比+5.0pct 至 51.6%及高毛利全局规划类高端产品占比+24.09pct 至 82.10%。2）净利率：公司战略调整后净利率继续提升。公司 2020Q3 净利率为 6.07%，同比+3.13pct。随着公司规模效应显现，2020Q3 销售费用率同比-2.6pct，未来净利率仍有提升空间。3）现金流：2020Q3 经营性现金流净额为 2.66 亿元改善显著。

● 扫地机器人行业稳定增长，科沃斯、添可品牌双十一预售表现优秀

1）行业稳增：根据奥维云网数据，2020 年前三季度扫地机器人行业销量为 308.27 万台（+10.10%），其中科沃斯品牌销量 109.88 万台，市占率达 35.77%。2）双十一预售表现亮眼：截至 2020 年 10 月 22 日，科沃斯扫地机天猫双十一预售额约 1.77 亿元，预售量约 5.7 万件，位居类目第一。公司自主品牌双十一预售实力强劲，2020Q4 收入有望维持高速增长。3）新任代言人助力品牌营销：2020 年 10 月，科沃斯官宣代言人张雨绮，助力品牌营销提升品牌形象，或将拉动销售增长。

● 风险提示： 国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,694	5,312	7,142	9,756	13,473
YOY(%)	25.1	-6.7	34.4	36.6	38.1
归母净利润(百万元)	485	121	488	703	1,015
YOY(%)	29.1	-75.1	304.6	44.0	44.3
毛利率(%)	37.8	38.3	42.1	42.8	43.2
净利率(%)	8.5	2.3	6.8	7.2	7.5
ROE(%)	19.4	4.9	16.6	20.4	24.0
EPS(摊薄/元)	0.90	0.22	0.87	1.25	1.80
P/E(倍)	55.7	227.7	57.8	40.1	27.8
P/B(倍)	11.3	11.4	9.5	8.2	6.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020Q3 业绩超预期，自有品牌业务增长显著 3
2、 2020Q3 公司毛利率净利率双升，盈利能力持续增强 3
3、 扫地机器人行业稳定增长，科沃斯品牌市占率优势显著 5
4、 科沃斯、添可品牌 2020 年双十一预售表现优秀 5
5、 人气明星张雨绮代言科沃斯，助力品牌营销 6
6、 盈利预测与投资建议 7
7、 风险提示 7
附：财务预测摘要 8

图表目录

图 1: 2020Q3 公司毛利率提升至 41.53% 3
图 2: 2020Q3 公司净利率提升至 6.07% 3
图 3: 公司全局规划类高端产品占比持续提升 4
图 4: 公司 2020Q3 存货周转天数增加 4
图 5: 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加 4
图 6: 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升 5
图 7: 2020 年前三季度，扫地机器人行业增速约为 10% 5
图 8: 科沃斯品牌 2020 年双十一天猫预售额居扫地机器人市场榜首 6
图 9: 添可品牌 2020 年双十一天猫预售额居洗地机市场榜三 6
图 10: 科沃斯官宣品牌代言人张雨绮，助力品牌营销 7

表 1: 2020Q3 公司收入及归母净利润实现高速增长 3

1、 2020Q3 业绩超预期，自有品牌业务增长显著

2020 年前三季度，公司实现营收 41.42 亿元（+20.25%），归母净利润 2.50 亿元（+147.17%），扣非归母净利润 1.64 亿元（+88.84%），EPS 为 0.18 元（+150.00%）。公司业绩超预期增长，主要系自有品牌业务的增长显著。

分季度看：2020Q3 单季度，公司实现营收 17.40 亿元（+71.07%），归母净利润 1.18 亿元（+488.20%）。2020Q3，公司业绩高速增长主要系科沃斯、添可两大自有品牌业务收入实现较快增长，同比分别增长 67.1%、297.4%，自有品牌业务高增长拉动整体业绩提升。

表1：2020Q3 公司收入及归母净利润实现高速增长

	2020Q1	2020Q2	2020Q3
收入（亿元）	9.63	14.39	17.40
同比	-22.84%	22.00%	71.07%
归母净利润（亿元）	0.40	0.92	1.18
同比	-42.56%	49.63%	488.20%

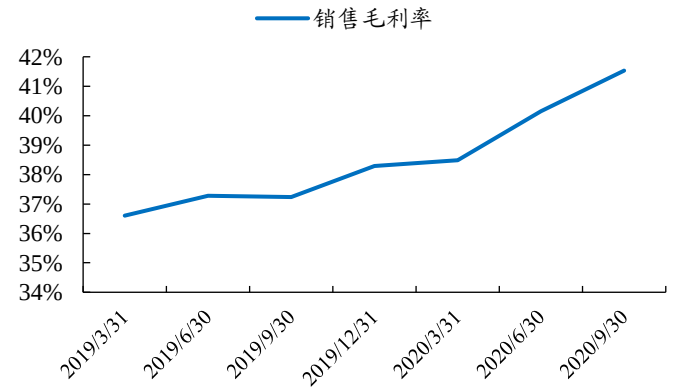
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 2020Q3 公司毛利率净利率双升，盈利能力持续增强

自有品牌业务拉动 2020Q3 毛利率持续增长。公司 2020Q3 毛利率为 41.53%，同比增长 4.30pct。主要系科沃斯、添可自有品牌收入占比的提升，以及高毛利产品销售占比的提升，其中自有品牌业务毛利率同比增加 5.0pct 至 51.6%。

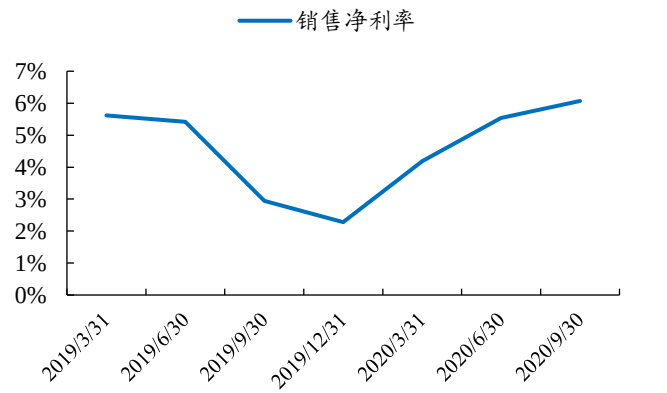
公司战略调整后 2020Q3 净利率继续提升。公司 2020Q3 净利率为 6.07%，同比提升 3.13pct。随着公司主动收缩代工业务、退出低端产品等战略调整基本完成，公司在 2020Q3 的净利率继续提升，战略调整成果显现。随着公司规模效应的日益提升，2020Q3 公司销售费用率同比-2.6pct，未来净利率仍有提升空间。

图1：2020Q3 公司毛利率提升至 41.53%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

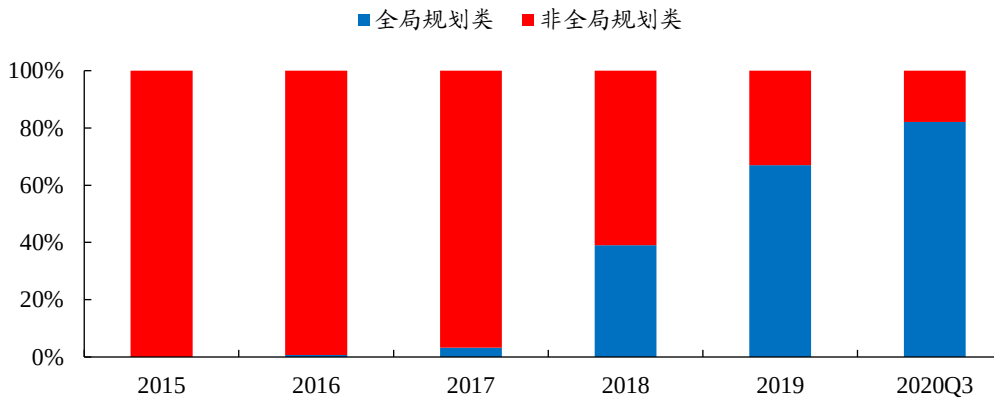
图2：2020Q3 公司净利率提升至 6.07%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

全局规划类高端产品占比的持续提升拉升公司毛利率。2020Q3 公司全局规划类高端产品占比继续提升，占比达 82.10%，同比增长 24.09pct。拥有较高毛利率的全局规划类高端产品的收入占比持续提升，拉动公司的毛利率提升。

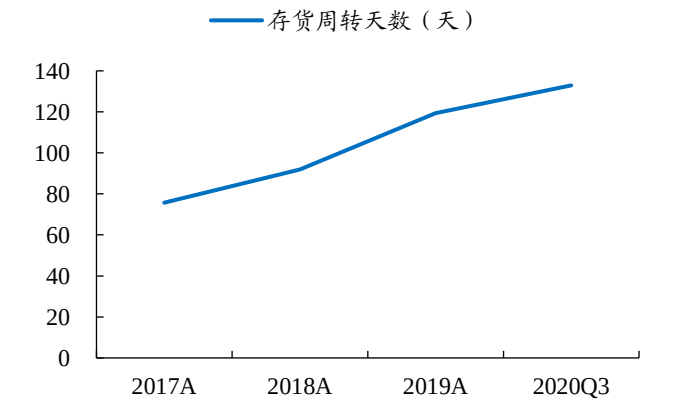
图3：公司全局规划类高端产品占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

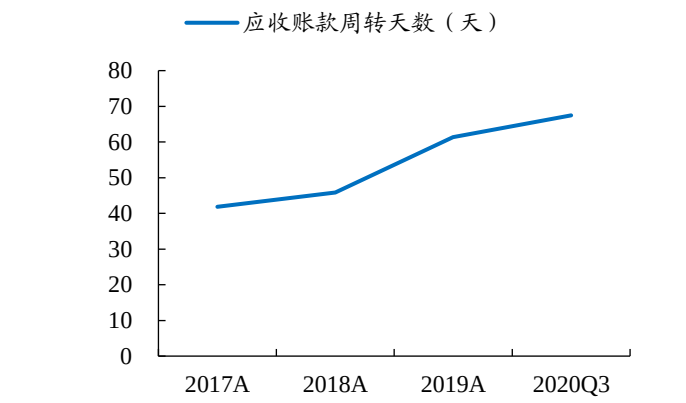
公司 2020Q3 存货、应收账款周转天数均增加，营运周期拉长。2020Q3，公司存货、应收账款周转天数分别增加至 132.91 天和 67.46 天。公司周转天数的双升，体现了营运周期的拉长。

图4：公司 2020Q3 存货周转天数增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

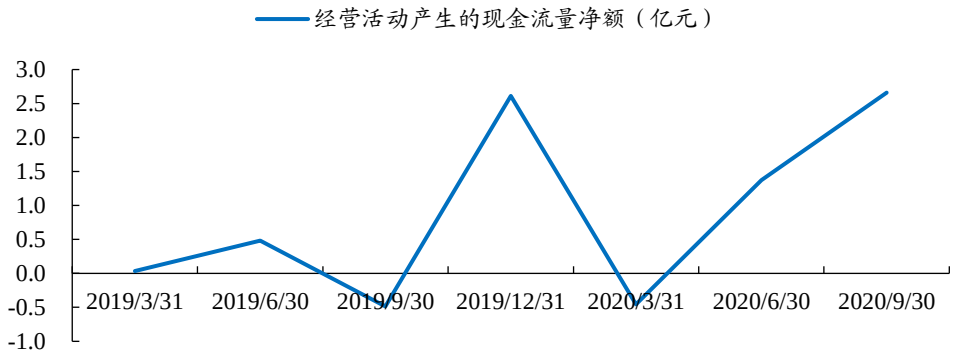
图5：公司 2020Q3 应收账款周转天数增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升。2020Q3，公司经营性现金流净额继续提升至 2.66 亿元，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加及购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

图6：公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升

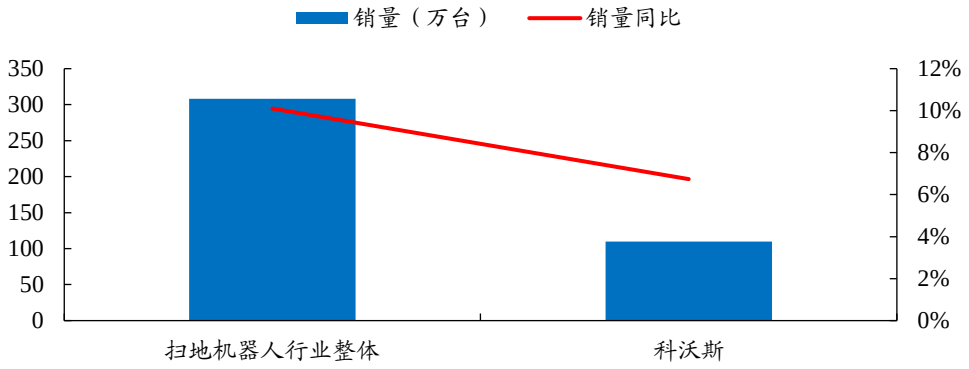


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 扫地机器人行业稳定增长，科沃斯品牌市占率优势显著

扫地机器人行业稳定增长，科沃斯品牌市占率较高。根据奥维云网数据，2020 年前三季度扫地机器人行业累计销量实现 308.27 万台，同比增长 10.10%，行业整体实现稳定增长。其中，科沃斯品牌 2020 年前三季度累计销量为 109.88 万台，市占率为 35.77%，在扫地机器人市场具有较强竞争优势。

图7：2020 年前三季度，扫地机器人行业增速约为 10%

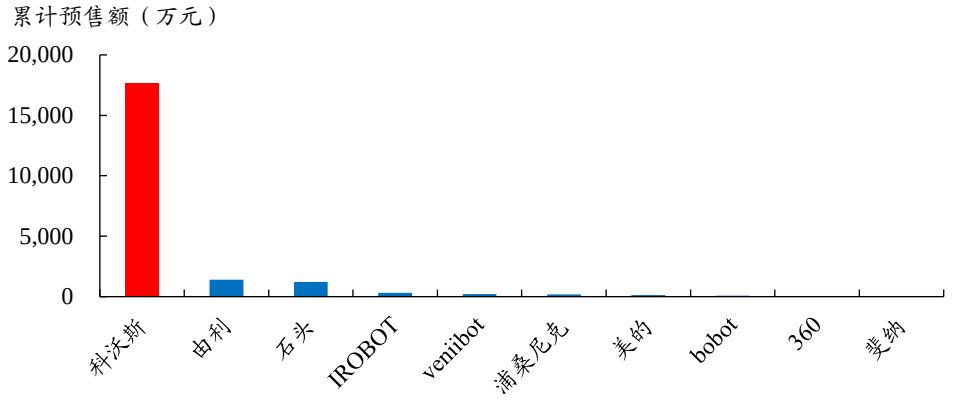


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为 2020W1-W39）

4、 科沃斯、添可品牌 2020 年双十一预售表现优秀

科沃斯扫地机器人 2020 年双十一预售表现优秀。根据魔镜市场情报数据，截至 2020 年 10 月 22 日，科沃斯扫地机器人天猫双十一累计预售额约为 1.77 亿元，累计预售量约为 5.7 万件，位居扫地机器人类目第一名，且领先优势显著。科沃斯在 2020 年双十一优异的预售成绩显示了其强劲的品牌竞争力和影响力，科沃斯品牌有望在 2020Q4 继续维持高速增长。

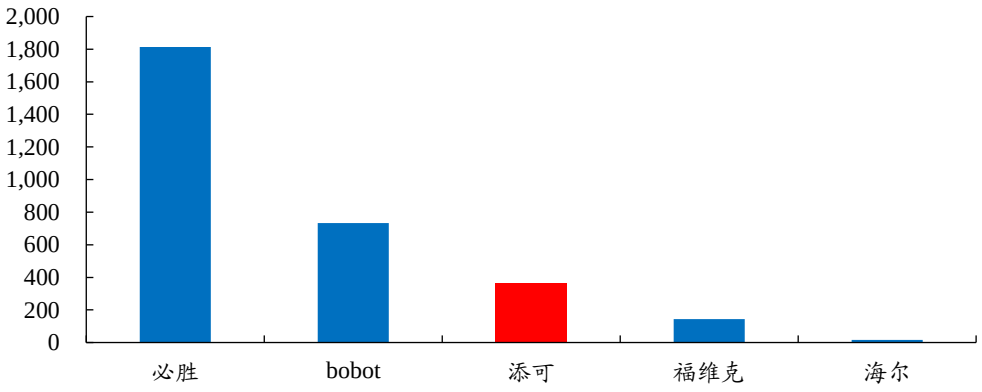
图8：科沃斯品牌 2020 年双十一天猫预售额居扫地机器人市场榜首



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 22 日）

添可品牌位居 2020 年天猫双十一洗地机类目预售榜第三名。根据魔镜市场情报数据，截至 2020 年 10 月 22 日，添可洗地机天猫双十一累计预售额约为 366.9 万元，累计预售量超 1 千件，位居洗地机类目第三名。添可自推出以来持续放量，在市场中的影响力逐渐增强，未来有望进一步扩大在清洁类小家电市场中的份额和影响力。

图9：添可品牌 2020 年双十一天猫预售额居洗地机市场榜三



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（单位：万元；数据截至 2020 年 10 月 22 日。）

5、 人气明星张雨绮代言科沃斯，助力品牌营销

人气明星张雨绮代言科沃斯，助力品牌营销提升品牌形象。2020 年 10 月，公司官宣人气明星张雨绮作为品牌代言人，真实率性、果敢纯真、自信明艳、追求生活中的完美的代言人形象助力科沃斯树立良好的品牌形象。同时，近期张雨绮在《乘风破浪的姐姐》中获得较高热度、拥有较高大众知名度，对于科沃斯品牌更广泛高效地触达各年龄段消费群体，提升品牌知名度和覆盖面具有良好作用。此外，人气明星的代言有助于在短期内直接促进产品销量增长，或将拉动公司业绩进一步提升。

图10：科沃斯官宣品牌代言人张雨绮，助力品牌营销



资料来源：科沃斯官方微信公众号

6、 盈利预测与投资建议

科沃斯是国内扫地机器人行业的龙头公司之一。 我们认为，长期看扫地机器人市场规模将随着渗透率的提升而逐步扩大，未来空间广阔。公司层面，随着战略调整的基本完成，技术与产品的升级、渠道的拓展以及品牌力的提升都将带动公司收入的恢复，净利率有望进一步提升。

我们预计，2020-2022 年：1）随着渗透率的提升，扫地机器人市场规模有望继续扩大，龙头公司市占率稳定；2）公司主动进行战略调整，发展自有品牌后毛利率将有提升，2020-2022 年毛利率分别为 42.1%、42.8%、43.2%，费用率保持稳定。

考虑公司自主品牌业务推动业绩继续增长，上调 2020-2022 年净利润预测为 4.88/7.03/10.15 亿元（原值 3.89/6.29/8.29 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87/1.25/1.80 元，当前股价对应 PE 为 57.8/40.1/27.8 倍。考虑公司调整期后收入有望继续增长及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

7、 风险提示

国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3360	3166	4325	5191	7131
现金	1143	1088	1074	1297	1666
应收票据及应收账款	901	928	1929	1974	3416
其他应收款	23	27	41	51	76
预付账款	74	50	116	111	203
存货	1175	1000	1121	1713	1726
其他流动资产	45	73	44	44	44
非流动资产	848	1166	1292	1463	1693
长期投资	136	175	216	257	297
固定资产	413	775	850	965	1140
无形资产	88	89	98	104	105
其他非流动资产	212	128	128	136	152
资产总计	4208	4332	5617	6654	8825
流动负债	1699	1832	2624	3181	4559
短期借款	54	195	195	195	195
应付票据及应付账款	1258	1201	1901	2285	3455
其他流动负债	387	436	528	701	908
非流动负债	12	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	14	14	14	14
负债合计	1711	1847	2639	3196	4573
少数股东权益	9	9	14	16	20
股本	400	564	564	564	564
资本公积	1094	990	990	990	990
留存收益	998	989	1441	2074	2962
归属母公司股东权益	2488	2476	2965	3442	4232
负债和股东权益	4208	4332	5617	6654	8825

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	15	262	241	782	1073
净利润	485	121	493	705	1020
折旧摊销	94	111	142	173	222
财务费用	-28	5	-11	3	25
投资损失	13	2	2	-10	2
营运资金变动	-601	-3	-381	-86	-194
其他经营现金流	52	26	-3	-2	-2
投资活动现金流	-354	-348	-267	-331	-453
资本支出	315	312	84	130	191
长期投资	-35	-42	-42	-40	-40
其他投资现金流	-74	-78	-224	-241	-301
筹资活动现金流	774	20	11	-228	-251
短期借款	45	142	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	164	0	0	0
资本公积增加	710	-104	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-182	11	-228	-251
现金净增加额	434	-56	-14	223	369

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5694	5312	7142	9756	13473
营业成本	3539	3278	4135	5581	7653
营业税金及附加	31	37	49	68	89
营业费用	1072	1232	1514	2161	3005
管理费用	294	329	507	654	896
研发费用	205	277	371	488	620
财务费用	-28	5	-11	3	25
资产减值损失	45	-31	0	0	0
其他收益	24	18	0	0	0
公允价值变动收益	-0	3	3	2	2
投资净收益	-13	-2	-2	10	-2
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	546	141	577	815	1187
营业外收入	20	7	13	13	13
营业外支出	3	3	3	4	3
利润总额	562	144	587	824	1197
所得税	77	23	94	119	177
净利润	485	121	493	705	1020
少数股东损益	0	1	5	2	4
归母净利润	485	121	488	703	1015
EBITDA	625	235	709	973	1386
EPS(元)	0.90	0.22	0.87	1.25	1.80

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.1	-6.7	34.4	36.6	38.1
营业利润(%)	20.7	-74.2	309.7	41.1	45.7
归属于母公司净利润(%)	29.1	-75.1	304.6	44.0	44.3
获利能力					
毛利率(%)	37.8	38.3	42.1	42.8	43.2
净利率(%)	8.5	2.3	6.8	7.2	7.5
ROE(%)	19.4	4.9	16.6	20.4	24.0
ROIC(%)	17.9	3.9	15.0	18.8	22.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	42.6	47.0	48.0	51.8
净负债比率(%)	-43.1	-35.6	-29.2	-31.6	-34.4
流动比率	2.0	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.2	1.4	1.6	1.7
应收账款周转率	7.5	5.8	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.22	0.87	1.25	1.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.46	0.43	1.39	1.90
每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.40	5.26	6.11	7.51
估值比率					
P/E	55.7	227.7	57.8	40.1	27.8
P/B	11.3	11.4	9.5	8.2	6.7
EV/EBITDA	43.6	116.8	38.7	28.0	19.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn