



内外销渠道拓展顺利，业绩增长有望加速

2019.5.10

王亮(分析师)

电话: 020-37392941

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

事件:

公司发布了2018年报,2018年公司营业收入56.9亿元,同比增长25.1%;归母净利润4.9亿元,增速29.1%;扣非后归母净利润4.7亿元,同比增长33.7%。公司发布了2019年一季报,2019年一季度公司营业收入12.5亿元,同比增长3.1%;归母净利润0.7亿元,同比下降23.8%;扣非后归母净利润为0.6亿元,同比下降25.1%。

点评:

● **扫地机器人行业持续保持高增长,预计今年零售量增速28%** (1)根据中怡康数据,2018年广义吸尘器零售量2158万台,同比增长20.3%,零售额215亿,同比增长43.4%;扫地机器人577万台,同比增长42%,零售额86亿,同比增长53.5%;普通吸尘器零售量1252万台,同比10.4%,零售额115亿元,同比增长38.5%。(2)扫地机器人零售量占广义吸尘器比例26.7%(22.6%,2017),零售额占广义吸尘器比例40%,扫地机器人占普通吸尘器比例为46.1%(35.8%,2017),扫地机器人继续抢占普通吸尘器市场份额。2019年一季度,我们估算扫地机器人零售量约130万台,占普通吸尘器比例为50.4%。(3)按照《广证恒生-吸尘器行业专题报告-尘气分离与电机已达最优组合,吸尘器低衰减低噪音符合我国消费者(20171020)》的测算,我们预计2019-2021年普通吸尘器复合增速为25%,零售量分别为1565万台、1956万台、2445万台。我们预计未来三年扫地机器人占普通吸尘器比例约为47.5%,扫地机器人零售量分别为743万台、929万台、1162万台,增速分别为28%、25%、25%。

● **科沃斯全局规划、机器视觉技术领先,线下渠道量效齐增,预计市占率稳定在40%左右** (1)2018年公司上线21个新品,运用了smart eye视觉导航技术,并对smart navi2.0全局规划系统进行升级。截止2019年Q1,公司上线4个新品,其中DG70新增AIVI™视觉识别系统,同时搭载LDS激光测距与SLAM算法,以及蓝鲸清洁系统2.0。(2)2018年科沃斯品牌线下零售业务收入增长62%,线下门店数量增至1,500家,平均单店销售数量增长29%。根据中怡康数据,2018年科沃斯零售量232万台,增速16.7%,整体市占率40.3%;零售额35.5亿,增速35.9%。其中,线上204万台,增速10.5%,线下29万台,增速93.7%。我们估算,2019Q1科沃斯市占率约为40.5%。(3)公司全局规划、机器视觉技术领先,线下渠道量效齐增,我们预计2019-2021年科沃斯市占率有望稳定在40%,对应零售量分别为297万台、372万台、465万台,增速分别为28%、25%、25%。

● **海外市场拓展成效显著** 2018年,公司在美国市场销售收入同比增长100%,除美国市场外的主流市场收入增长均接近或超过50%。2019年一季度,公司在美国市场主流线下零售渠道门店数进一步扩展至约4,500家(3,500家,2018年末),海外业务持续扩展。我们认为,公司持续在新型传感模组和机器视觉

强烈推荐(维持)

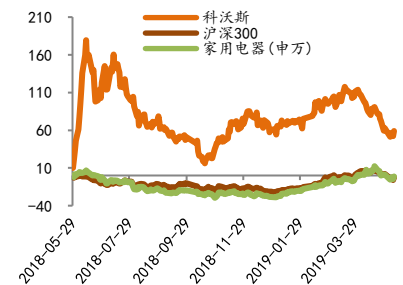
现价: 45.80

目标价: 57.75

股价空间: 26%

家用电器行业

行业指数走势



股价表现

涨跌幅%	1M	3M	6M
沪深300	-8.46	14.88	15.78
家用电器	-5.90	20.01	29.09
科沃斯	-19.27	-9.29	9.73

基本资料

总市值(亿元)	183.25
总股本(亿股)	4.00
流通股比例	10.02%
资产负债率	33.33%
第一大股东	苏州创领智慧投资管理有限 公司
大股东持股比例	42.11%

相关报告

科沃斯(603486)-深度报告-扫地机器人行业高增长不减,公司仍保持领先-2018.12.27
2019年度策略报告-小家电行情继续,厨电有望反转-2019.01.08



投入,保持了服务机器人技术领先,同时在海外持续渠道布局,因此自有品牌外销仍将保持高增长。我们预计,未来三年公司自有品牌外销收入增速为36.5%、26%、20.8%。

● **出口代工业务战略性调整** 2019年一季度公司总营业收入同比增长3.1%,主要由于公司策略性调整服务机器人代工业务,清洁类小家电业务收入同比下降,我们估计今年一季度该业务增速有可能为负。我们预计未来三年该业务复合增速为5%。

● **2018年销售、研发费用大幅增加,取得较好成效,预计今年公司业绩增长有望加速** (1) 2018年公司毛利率37.8%,较2017年提高1.2pct; 2019年一季度毛利率36.6%,较2018年同期提高1.3pct。公司持续增加规划类尤其全局规划类产品在服务机器人销售收入中的占比。我们认为,公司整体毛利率仍处于上升中。(2) 2018年公司技术人员增加近30%,研发费用整体增长66%;销售人员增加了42%,销售费用增长48.6%。2018年收入和净利润均快速增长,取得了较好效果。我们认为2019年公司业绩增长有望加速。

● **盈利预测与估值** 我们预计2019-2021年公司收入增速分别为23.7%、21.4%、21.2%,净利润增速分别为35.9%、35.3%、37.8%,EPS分别为1.65、2.23、3.07元,对应PE28、21、15倍。我们按照2019年EPS的35倍估值,合理股价为57.75元,相较于20190510的股价45.8元有26%的涨幅空间,维持公司“强烈推荐”的评级。

图表1. 公司重要财务指标预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5693.66	7040.37	8546.51	10355.58
同比(%)	25.11%	23.65%	21.39%	21.17%
归属母公司净利润	485.09	659.03	891.41	1228.62
同比(%)	29.13%	35.86%	35.26%	37.83%
毛利率(%)	37.84%	38.34%	38.85%	39.36%
净利率(%)	8.52%	9.36%	10.43%	11.87%
ROE(%)	25.80%	24.70%	27.81%	29.93%
每股收益(元)	1.21	1.65	2.23	3.07
P/E	37.78	27.81	20.56	14.91
P/B	7.35	6.47	5.14	3.96
EV/EBITDA	3.43	20.89	15.22	10.80

资料来源:广证恒生

单位:百万元

● **风险提示** 1、服务机器人国内市场的竞争若加剧,行业均价有下行风险,且公司市占率有下滑风险; 2、宏观经济不景气,服务机器人需求有可能下滑; 3、公司海外拓展如果不顺利,外销业务有可能不及预期。



附录：财务报表预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	3360.27	2830.76	3703.38	4589.37	
现金	1142.72	110.47	427.00	647.21	
应收账款	882.25	1090.92	1324.30	1604.62	
其它应收款	23.45	28.99	35.19	42.64	
预付账款	73.58	90.25	108.65	130.57	
存货	1174.65	1440.74	1734.55	2084.36	
其他	63.63	69.39	73.68	79.97	
非流动资产	847.85	959.40	1041.02	1511.74	
长期投资	135.55	135.55	135.55	135.55	
固定资产	412.59	444.96	475.40	1007.14	
无形资产	87.80	106.52	126.63	156.77	
其他	211.91	272.37	303.44	212.27	
资产总计	4208.12	3790.16	4744.40	6101.11	
流动负债	1698.76	939.94	1166.86	1456.84	
短期借款	53.77	53.77	53.77	53.77	
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	1644.99	886.18	1113.09	1403.08	
非流动负债	12.44	10.76	6.60	4.58	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	12.44	10.76	6.60	4.58	
负债合计	1711.20	950.71	1173.46	1461.42	
少数股东权益	8.53	8.62	8.75	8.92	
股本	400.10	400.10	400.10	400.10	
资本公积	1093.84	933.80	933.80	933.80	
留存收益	997.93	1496.92	2228.29	3296.87	
归属母公司股东权益	2491.87	2830.83	3562.20	4630.77	
负债和股东权益	4208.12	3790.16	4744.40	6101.11	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	12.45	-478.89	716.88	1065.02	
净利润	485.15	659.03	891.41	1228.62	
折旧摊销	93.69	117.81	148.77	224.06	
财务费用	-27.82	-6.17	-1.34	-5.37	
投资损失	12.96	0.00	0.00	0.00	
营运资金变动	-600.87	-1253.54	-321.92	-382.43	
其它	49.33	3.97	-0.04	0.15	
投资活动现金流	-353.91	-239.45	-241.65	-690.14	
资本支出	-314.80	-202.00	-202.00	-660.00	
长期投资	35.37	0.00	0.00	0.00	
其他	-74.48	-37.45	-39.65	-30.14	
筹资活动现金流	774.18	-313.91	-158.70	-154.67	
短期借款	44.62	0.00	0.00	0.00	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股本增加	40.10	0.00	0.00	0.00	
资本公积金增加	710.17	-160.04	0.00	0.00	
其他	-20.71	-153.87	-158.70	-154.67	
现金净增加额	432.71	-1032.25	316.53	220.21	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	5693.66	7040.37	8546.51	10355.58	
营业成本	3539.12	4340.83	5226.05	6280.01	
营业税金及附加	31.17	52.37	63.58	77.03	
营业费用	1071.52	1274.84	1539.92	1812.97	
管理费用	498.71	595.86	658.85	731.66	
财务费用	-27.82	-6.17	-1.34	-5.37	
资产减值损失	44.62	35.20	42.73	51.78	
公允价值变动收益	-0.27	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-12.96	0.00	0.00	0.00	
营业利润	545.87	747.44	1016.73	1407.50	
营业外收入	19.55	19.55	19.55	19.55	
营业外支出	3.28	3.28	3.28	3.28	
利润总额	562.14	763.72	1033.00	1423.77	
所得税	76.98	104.59	141.47	194.99	
净利润	485.15	659.12	891.53	1228.78	
少数股东损益	0.07	0.09	0.12	0.17	
归属母公司净利润	485.09	659.03	891.41	1228.62	
EBITDA	641.91	875.36	1180.43	1642.46	
EPS (摊薄)	1.21	1.65	2.23	3.07	

主要财务比率					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
成长能力					
营业收入增长率	25.11%	23.65%	21.39%	21.17%	
营业利润增长率	20.68%	36.93%	36.03%	38.43%	
归属于母公司净利润增长	29.13%	35.86%	35.26%	37.83%	
获利能力					
毛利率	37.84%	38.34%	38.85%	39.36%	
净利率	8.52%	9.36%	10.43%	11.87%	
ROE	25.80%	24.70%	27.81%	29.93%	
ROIC	18.51%	22.59%	24.59%	26.12%	
偿债能力					
资产负债率	40.66%	25.08%	24.73%	23.95%	
净负债比率	3.14%	5.66%	4.58%	3.68%	
流动比率	1.98	3.01	3.17	3.15	
速动比率	1.29	1.48	1.69	1.72	
营运能力					
总资产周转率	1.65	1.76	2.00	1.91	
应收账款周转率	7.86	7.14	7.08	7.07	
应付账款周转率	7.73	0.00	0.00	0.00	
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.21	1.65	2.23	3.07	
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.03	-1.20	1.79	2.66	
每股净资产 (最新摊薄)	6.23	7.08	8.90	11.57	
估值比率					
P/E	37.78	27.81	20.56	14.91	
P/B	7.35	6.47	5.14	3.96	
EV/EBITDA	3.43	20.89	15.22	10.80	

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。