



中信证券研究部

核心观点



刘海博  
首席机械分析师  
S1010512080011



左腾飞  
机械分析师  
S1010516100002



李睿鹏  
机械分析师  
S1010519040003

**科沃斯 618 线上线下全渠道成交额 3.2 亿元，同比增长 29%，在全渠道中份额排名第一。公司在 618 购物节再次证明了自己的行业龙头地位。目前公司自有品牌扫地机器人在国内和海外发展势头良好，我们看好公司未来成长潜力。维持公司 2019/20/21 年净利润预测为 6.5/8.9/11.7 亿元，维持“买入”评级。**

**渠道：**公司 618 成交额 3.2 亿元，同比增长 29%，全渠道份额第一。在天猫渠道，公司在扫机器人类目品牌、店铺、单品中均排名第一；在京东渠道，公司在开放平台官方旗舰店生活电器类目中排名第一；在苏宁渠道，公司在清洁小家电类目中排名第一。

**产品：**公司产品升级趋势明确，预计 2019 年全局规划类产品占比将超过 50%。公司从 2019 年开始逐步缩减随机类产品的销售规模，重点发力规划类产品。在 618 购物节中，公司全局规划类产品成交量超过 10 万台。其中旗舰产品 T 系列成交额超过 1 亿元，按单价测算，T 系列销售约 4 万台。公司目前主力产品是配备 LDS 导航的 T 系列和配备 VSLAM 导航的 DJ 系列。此外，公司在今年 3 月推出了全球首款配备 AI 视觉的扫地机器人 DG70。

**展望：**国内龙头地位稳固，海外渠道快速铺设，公司全球市占率提升。（1）国内：目前国内城镇家庭扫地机器人渗透率仅约 7%，随着 AI 视觉等新技术的引入，产品用户体验进一步提升，产品渗透率仍有广阔提升空间。公司目前在国内市场市占率超过 40%，龙头地位稳固。（2）海外：2018Q4 开始，公司进入 Bestbuy、Target、Home Depot、Costco 等美国线下渠道。截止 2018 年末/19Q1 末，公司进入了美国 3500/4500 多家主流线下零售门店，市占率提升至约 15%。

**风险因素：**国内市场增速不及预期；海外市场开拓进度不及预期；公司产品迭代速度不及预期。

**投资建议：**由于受到代工业务收缩的影响，公司一季度业绩低于预期，股价已充分调整。随着公司 618 靓丽的销售成绩的公布，市场对公司自有品牌扫地机器人的前景和竞争力的预期有望改善。我们维持公司 2019/20/21 年净利润预测为 6.5/8.9/11.7 亿元，维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测为 1.16/1.58/2.09 元，维持“买入”评级。

科沃斯 603486  
评级 买入（维持）

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4551.0	5693.7	7498.4	9438.4	12107.5
营业收入增长率	38.9	25.1	31.7	25.9	28.3
净利润(百万元)	375.7	485.1	648.5	887.1	1169.2
净利润增长率	609.1	29.1	33.7	36.8	31.8
每股收益 EPS(基本)(元)	0.67	0.87	1.16	1.58	2.09
毛利率%	36.6	37.8	39.2	39.7	40.8
净资产收益率 ROE%	29.7	25.8	23.6	26.6	28.5
PE	44.9	34.7	26.0	19.0	14.4
PB	13.2	6.7	5.6	4.6	3.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 6 月 21 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,551	5,694	7,498	9,438	12,107
营业成本	2,886	3,539	4,557	5,688	7,167
毛利率	36.6%	37.8%	39.2%	39.7%	40.8%
营业税金及附加	40	31	52	66	78
销售费用	727	1,072	1,451	1,835	2,406
营业费用率	16.0%	18.8%	19.3%	19.4%	19.9%
管理费用	404	499	676	849	1,110
管理费用率	8.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.2%
财务费用	33	-28	-26	-35	-46
财务费用率	0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
投资收益	38	10	0	0	0
营业利润	452	546	762	1,034	1,371
营业利润率	9.9%	9.6%	10.2%	11.0%	11.3%
营业外收入	7	20	13	16	15
营业外支出	4	3	4	4	4
利润总额	455	562	771	1,047	1,382
所得税	80	77	116	157	207
所得税率	17.6%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-1	0	7	3	6
归属于母公司股东的净利润	376	485	648	887	1,169
净利率	8.3%	8.5%	8.6%	9.4%	9.7%

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	376	485	648	887	1,169
少数股东损益	-1	0	7	3	6
折旧和摊销	86	78	93	114	140
营运资金变动	-18	-601	85	-97	-28
其他	42	53	-15	-54	-43
经营现金流	485	15	819	853	1,243
资本支出	-50	-315	-230	-287	-287
投资收益	6	13	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-45	-53	-1	1	0
投资现金流	-90	-354	-231	-286	-287
发行股票	0	803	0	0	0
负债变化	9	32	-54	0	0
股利支出	0	0	-160	-214	-293
其他	0	-60	26	35	46
融资现金流	10	774	-188	-179	-247
现金净增加额	405	436	400	387	709

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	721	1,143	1,542	1,930	2,639
存货	632	1,175	1,305	1,475	1,715
应收账款	567	882	1,048	1,391	1,738
其他流动资产	166	161	224	257	325
流动资产	2,086	3,360	4,119	5,052	6,417
固定资产	366	413	480	583	700
长期股权投资	102	136	136	136	136
无形资产	85	88	88	88	88
其他长期资产	62	212	297	387	435
非流动资产	616	848	1,000	1,193	1,358
资产总计	2,701	4,208	5,119	6,245	7,775
短期借款	9	54	0	0	0
应付账款	916	1,121	1,445	1,803	2,272
其他流动负债	505	524	669	763	942
流动负债	1,430	1,699	2,114	2,565	3,214
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	12	12	12	11
非流动性负债	7	12	12	12	11
负债合计	1,437	1,711	2,126	2,577	3,225
股本	360	400	560	560	560
资本公积	384	1,094	934	934	934
归属于母公司所有者权益合计	1,264	2,497	2,993	3,668	4,550
少数股东权益	8	9	16	18	24
负债股东权益总计	2,701	4,208	5,119	6,245	7,775

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	38.9	25.1	31.7	25.9	28.3
营业利润增长率	568.2	20.7	39.6	35.7	32.6
净利润增长率	609.1	29.1	33.7	36.8	31.8
毛利率	36.6	37.8	39.2	39.7	40.8
EBITDA Margin	12.7	11.1	11.4	11.8	12.3
净利率	8.3	8.5	8.6	9.4	9.7
净资产收益率	29.7	25.8	23.6	26.6	28.5
总资产收益率	13.9	14.1	13.9	15.7	16.7
资产负债率	53.2	40.7	41.5	41.3	41.5
所得税率	17.6	13.7	15.0	15.0	15.0
股利支付率	0.0	33.0	33.0	33.0	33.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6 规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。