

2020年06月08日

证券研究报告·公司研究报告

科沃斯 (603486) 机械设备

持有 (首次)

当前价: 28.68 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 扫地机龙头，扬帆再起航

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司作为扫地机器人龙头企业，近年来加快自主品牌转型。扫地机器人在我国的渗透率偏低，在产品技术更新以及消费升级的背景下，扫地机等清洁家电拥有广阔的市场。公司在保持生产端优势的同时，强化技术实力，提升产品竞争力，有望充分享受行业发展红利。
- **扫地机龙头企业，加快自主品牌转型。** 创立初期公司主要业务为吸尘器代工业务。随着公司的发展，一方面公司逐步完善产品线，推出“地宝”、“窗宝”、“沁宝”等清洁产品；另一方面，公司培养自主品牌，逐步从 ODM 转型 OBM。2016 年至 2018 年公司营收复合增长率达到 20.2%。由于战略性调整，公司主动减少代工业务，2019 年业绩承压。2019 年公司总营收为 53.1 亿元，同比下降 6.7%；归母净利润 1.2 亿元，同比下降 75.1%。
- **清洁家电市场广阔，头部企业份额集中。** 受到国内外经济形势的影响，2019 年清洁家电增速放缓。对标海外，我国扫地机器人的渗透率相对较低，未来发展空间广阔。根据易观数据，美国扫地机渗透率为 16%，我国沿海地区渗透率为 4-5% 左右，内陆仅为 0.5%。从市场竞争格局来看，扫地机器人品牌众多，但是市场集中度较高。根据奥维云网数据显示，2019 年 1-11 月，零售份额来看，科沃斯占比 42.2%，小米占比 13.8%，石头占据 10.7%，CR3 达到了 66.7%。在视觉导航以及陀螺仪导航产品中，科沃斯占据绝对领先地位，占比分别达到了 63.8% 和 47.9%。
- **自主生产灵活性高，携手 irobot 强化技术实力。** 公司具备多年的智能制造经验，对于成本、质量、产能都有着卓越的控制能力。2019 年公司小家电单位成本为 905 元，成本控制在行业内占优。2020 年 5 月，公司与 irobot 签署战略合作协议。公司引进专利技术，提升产品竞争力，向高端市场进军。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.51 元、0.72 元、0.96 元。公司加快自主品牌发展，未来三年归母净利润将保持快速增长。考虑公司战略性调整后业绩有望重回增长，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 新品销售不及预期；行业竞争加剧风险；海外业务拓展不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5312.19	5880.53	6921.72	8206.08
增长率	-6.70%	10.70%	17.71%	18.56%
归属母公司净利润 (百万元)	120.71	286.96	407.89	542.46
增长率	-75.12%	137.74%	42.14%	32.99%
每股收益 EPS (元)	0.21	0.51	0.72	0.96
净资产收益率 ROE	4.88%	10.33%	12.83%	14.59%
PE	137	58	41	31
PB	6.67	5.96	5.20	4.44

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.64
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	18.54-41.35
总市值(亿元)	161.89
总资产(亿元)	38.33
每股净资产(元)	4.46

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：扫地机龙头企业，加快自主品牌转型</b>	<b>1</b>
1.1 从 ODM 转型自主品牌，产品线不断优化	1
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	2
1.3 战略调整短期业绩承压，结构优化盈利能力提升	3
<b>2 清洁家电市场广阔，头部企业份额集中</b>	<b>5</b>
2.1 扫地机保有量有待提升	5
2.2 技术进步推动扫地机发展	6
2.3 头部企业市场份额集中	7
<b>3 自主生产灵活性高，携手 irobot 强化技术实力</b>	<b>8</b>
3.1 自主生产灵活性高，研发投入持续加码	8
3.2 多元化销售体系，加快渠道融合发展	9
3.3 受众广泛，价格存在上探空间	10
3.4 携手 irobot，强化技术实力	10
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>11</b>
4.1 盈利预测	11
4.2 相对估值	12
<b>5 风险提示</b>	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 从代工走向自主品牌.....	1
图 2: 科沃斯主要股东及持股比例.....	2
图 3: 2015-2019 年公司营业收入及其增速.....	3
图 4: 2015-2019 年公司归母净利润及其增速.....	3
图 5: 2019 年公司主营业务结构情况.....	4
图 6: 2017-2019 年公司主营业务毛利率情况.....	4
图 7: 2017-2019 年公司盈利情况.....	4
图 8: 2017-2019 年公司销售费用率.....	4
图 9: 2017-2019 年公司固定资产周转率.....	5
图 10: 2017-2019 年公司存货周转率.....	5
图 11: 2012-2019 年吸尘器市场历年规模及增速.....	5
图 12: 2019.11-2020.4 线上吸尘器销售额及增速.....	6
图 13: 2019.11-2020.4 线下吸尘器销售额及增速.....	6
图 14: 2019 线上细分品类及其占比.....	6
图 15: 2019 线下细分品类及其占比.....	6
图 16: 全局规划产品不断问世.....	7
图 17: 2019 年激光导航占比最高并呈现增长趋势.....	7
图 18: 2019 年扫拖一体占比呈现增长趋势.....	7
图 19: 2019 全渠道市场份额.....	8
图 20: 2019 年线上市场份额.....	8
图 21: 2017-2019 科沃斯研发支出及其占比.....	9
图 22: 2017-2019 石头科技研发支出及其占比.....	9
图 23: 科沃斯渠道结构.....	9

## 表 目 录

表 1: 管理层经验丰富.....	2
表 2: 2019 年股权激励考核目标.....	3
表 3: 2019 不同导航方式扫地机零售额份额.....	8
表 4: 科沃斯单位成本更低.....	9
表 5: 科沃斯和石头科技线上渠道情况对比.....	10
表 6: 科沃斯产品 sku 和价格带.....	10
表 7: 分业务收入及毛利率.....	11
表 8: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

# 1 公司概况：扫地机龙头企业，加快自主品牌转型

## 1.1 从 ODM 转型自主品牌，产品线不断优化

成立于 1998 年 3 月，科沃斯是全球最早的服务机器人研发与生产商之一。公司已成功研发推出包括扫地机器人地宝、擦窗机器人窗宝、空气净化机器人沁宝和管家机器人 UNIBOT 的完整家用机器人产品线，以及以公共服务机器人旺宝为主的商用机器人系列产品。回顾科沃斯的发展历程，可以将其分为四个阶段：

### 1) 1998-2008 年：从传统吸尘器代工到扫地机器人

1998 年公司成立后主营业务为吸尘器代工。2000 年，公司成立家庭服务机器人研发项目小组开启服务机器人自主研发，并于 2001 年研制出第一台自动行走吸尘的机器人。经过不断研发投入，2006 年发布全球首款扫地机器人“地宝”。

### 2) 2009-2014 年：完善产品线

2009 年，公司开始构建更全面的产品品类。从 2010 到 2012 年，公司先后发布全球首款空气净化机器人沁宝、首款家用擦窗机器人窗宝和“管家”机器人概念产品亲宝。2012 年，科沃斯机器人欧洲销售子公司 ECOVACS Europe GmbH、北美销售子公司 ECOVACS ROBOTICS Inc. 分别成立。从 2013 到 2014 年，公司各类产品不断更新换代，产品线得到进一步完善。

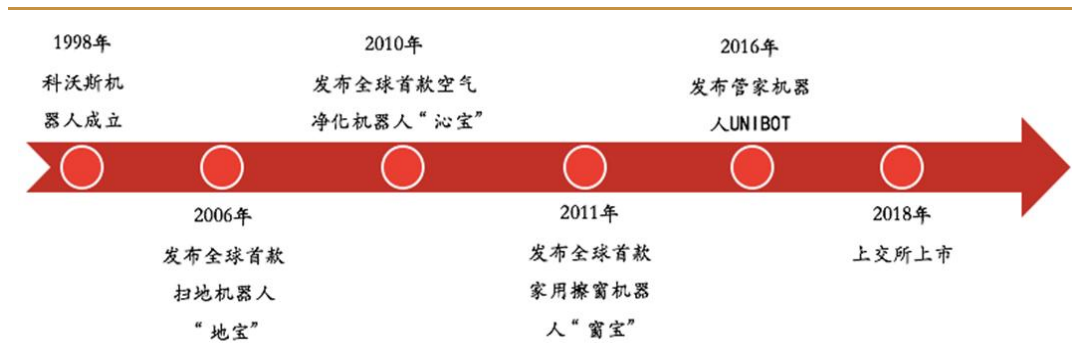
### 3) 2015-2018：机器人化、互联网化、国际化战略发展

随着行业的快速发展，公司围绕机器人化、互联网化、国际化三个方面进一步发展，提出家用机器人从“工具”到“管家”再到“伴侣”的理念，利用创新技术实现产品人机智联。2016 年，公司发布管家机器人 UNIBOT，通过机器人智能管控家庭。公司同时进一步开拓海外市场，不断提升产品的全球竞争力。2018 年，科沃斯机器人股份有限公司正式登陆上交所。

### 4) 2019 年至今：优化公司产品结构

2019 年，根据行业发展趋势，公司策略性退出服务机器人代工业务和国内低端扫地机器人市场，加大研发投入努力发展自有品牌，推出了智能生活电器品牌“添可”。经过战略调整，高端全局规划类产品在公司收入中的占比显著提升，在技术研发上也取得显著进展。

图 1：从代工走向自主品牌

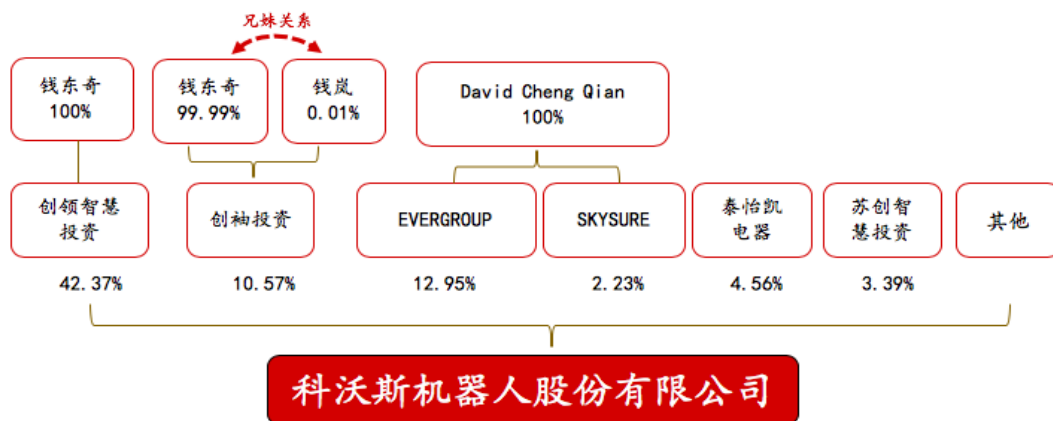


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权集中，实际控制人为钱东奇父子。根据 2020 年 5 月 7 日的最新公司公告，公司创始人及董事长钱东奇间接持股 52.9%。钱东奇之子 David Cheng Qian 为公司第二大股东，间接持股 15.2%。钱东奇父子合计持股 68.1%，为公司的实控人。

图 2：科沃斯主要股东及持股比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

**高管团队经验丰富。**公司的高层经营管理团队，在清洁电器市场浸淫多年，具有丰富的行业经验和管理经验，对于服务机器人产业有深刻的理解，公司优秀的高管团队奠定了公司未来发展的坚实基础。

表 1：管理层经验丰富

姓名	职务	从业经历
钱东奇	董事长	1987.8-1990.10: 任海南省对外经贸发展有限公司经理助理; 1990.11-1995.5: 任中国电子进出口公司深圳分公司业务经理; 1995.5-1998.2: 任 TEK 香港有限公司总经理; 1998.3-2008.11: 任科沃斯机器人董事长兼总经理; 2008.11-2016.6: 任科沃斯机器人执行董事; 2016 年 6 月至今, 任科沃斯机器人董事长。
李雁	董事、副总经理、财务负责人	1993.7-1995.6: 任株洲硬质合金厂会计; 1995.7-1997.6: 任三株集团株洲分公司会计; 1997.7-1998.1: 任沱牌曲酒海南分公司会计; 1998.6-2002.11: 任泰怡凯电器(苏州)有限公司会计; 2002.12-2010.11: 任泰怡凯苏州财务经理; 2010.12-2014.11: 任科沃斯机器人科技财务负责人; 2014 年 12 月至今, 任科沃斯机器人财务负责人。
马建军	副总经理、董事会秘书	1999.9-2000.12: 任智威汤逊国际广告有限公司媒介策划; 2001.4-2004.8: 任普华永道咨询公司高级咨询顾问; 2004.9-2005.8: 任罗兰贝格管理咨询公司高级咨询顾问; 2007.7-2016.3: 分别就职于瑞士信贷(香港)投资银行部及瑞信方正证券有限责任公司投资银行部, 历任企业融资部高级经理、副总裁、执行董事及科技、媒体和电信行业负责人; 2016 年 4 月至今, 任科沃斯机器人首席财务官。
刘朋海	副总经理	2015 年 9 月加入科沃斯, 现任科沃斯机器人股份有限公司工厂运营体系负责人。曾长期在飞利浦、通用电气等世界 500 强企业担任要职, 在产品开发流程改善和品牌授权管理方面工作经验丰富。
MOUXIONG WU	副总经理	2019 年 3 月加入科沃斯, 现任科沃斯机器人股份有限公司研发副总裁及首席技术官, 负责科沃斯家用系列机器人的研发。曾长期在微软、思科等世界 500 强企业担任要职, 在美国和中国有多年的产品研发和团队管理经验, 具有优秀的国际视野及丰富的工作经验。

数据来源：公司公告，西南证券整理

为了加快自主品牌转型, 2019 年公司股权激励业绩考核以自主品牌为主。限制性股票考核要求, 以 2018 年为基数, 公司自有家用机器人营收增速在 2019-2022 年分别达到 10%、32%、58.4%和 90.1%。

**表 2: 2019 年股权激励考核目标**

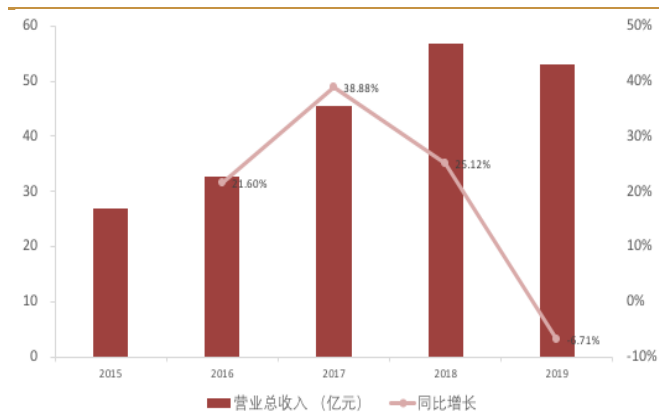
解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2018 年为基数, 2019 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 10.0%
第二个解除限售期	以 2018 年为基数, 2020 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 32.0%, 且 2019 年为基数, 2020 年公司净利润增长率不低于 15.0%
第三个解除限售期	以 2018 年为基数, 2021 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 58.4%, 且以 2019 年为基数, 2021 年公司净利润增长率不低于 32.3%
第四个解除限售期	以 2018 年为基数, 2022 年自有品牌家用机器人营业收入增长率不低于 90.1%, 且以 2019 年为基数, 2022 年公司净利润增长率不低于 52.1%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 1.3 战略调整短期业绩承压, 结构优化盈利能力提升

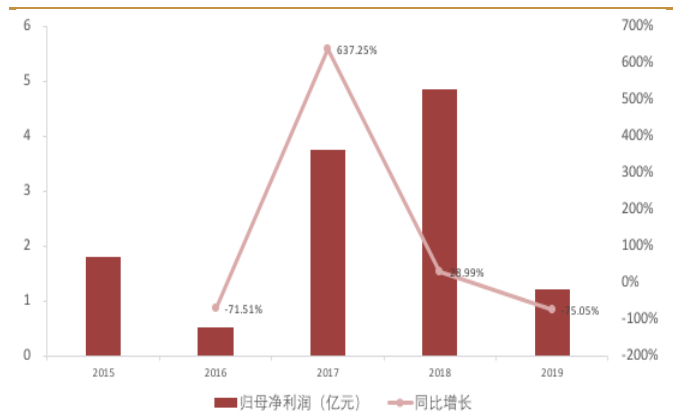
**战略调整短期业绩承压。**从 2015 年到 2018 年, 公司业绩实现稳定增长。2015 年至 2018 年公司营业收入复合增长率达到 28.3%。2019 年公司主动减少服务机器人代工业务和低端机器人产品, 导致业绩有所下滑。根据公司年报, 2019 年公司总营收为 53.1 亿元, 同比下降 6.7%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 75.1%。

**图 3: 2015-2019 年公司营业收入及其增速**



数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 4: 2015-2019 年公司归母净利润及其增速**

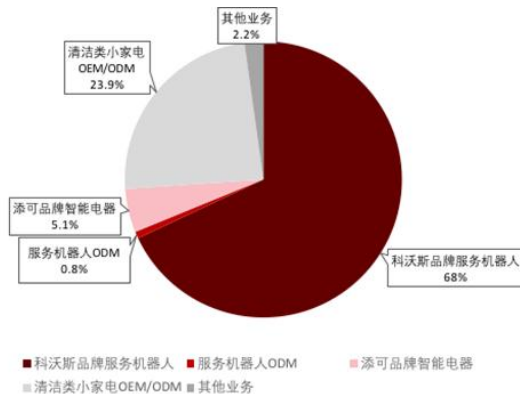


数据来源: Wind, 西南证券整理

**中高端产品营收占比提升。**2019 年, 公司服务机器人代工业务收入同比下降 89.1%, 占比下降至 1.2%。同时低端随机类产品的收入比重已低于 10%。经过战略调整的执行, 公司得以进一步扩展自主品牌、提升高端产品收入占比, 收入中以全局规划技术为标志的高端扫地机器人占比从 2018 年的 39%提高到 2019 年的 67%。

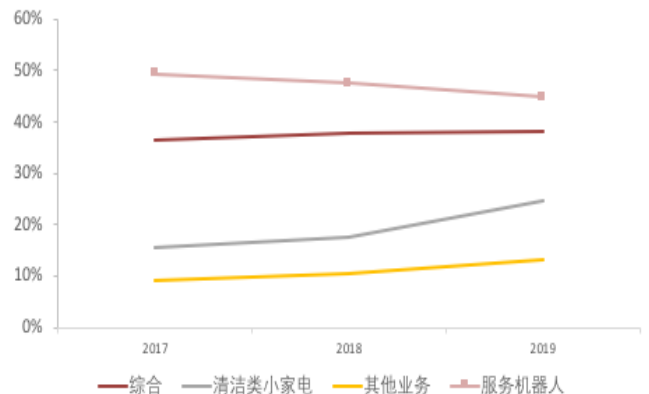


图 5：2019 年公司主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2017-2019 年公司主营业务毛利率情况

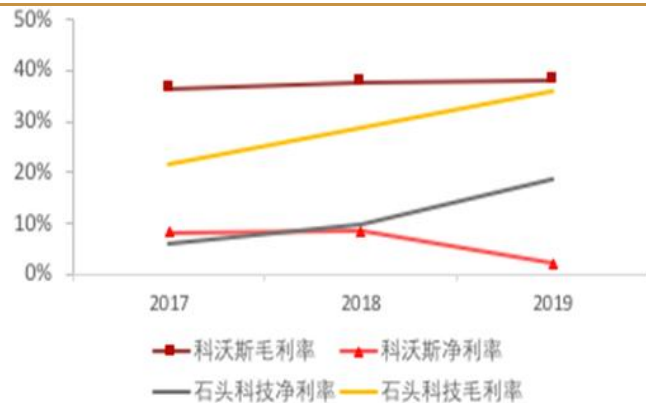


数据来源：Wind，西南证券整理

**产品结构优化，盈利能力提升。**公司整体毛利率高于石头科技，主要原因是公司服务机器人业务毛利率较高，并且服务机器人业务占公司利润构成的七成，因此带动了整体毛利率的提升。根据公司公告数据，2016 到 2019 年服务机器人业务毛利率维持在 48% 左右，高于清洁类小家电和其他业务的毛利率水平。

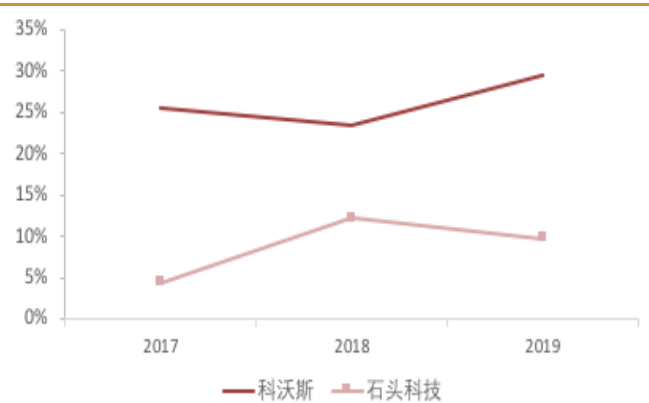
**销售模式不同导致净利率差异。**对比石头科技，销售模式的不同导致公司销售费用率较高。石头科技通过米家定制的小米渠道和自有品牌的经销商渠道为主，实现了较低的销售费用，从而拉高了整体利润率。公司通过自建部分销售渠道和部分经销，产生了较高的销售费用，拉低了整体净利率。2019 年公司的销售费用率为 29.5%，净利率为 2.3%。

图 7：2017-2019 年公司盈利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

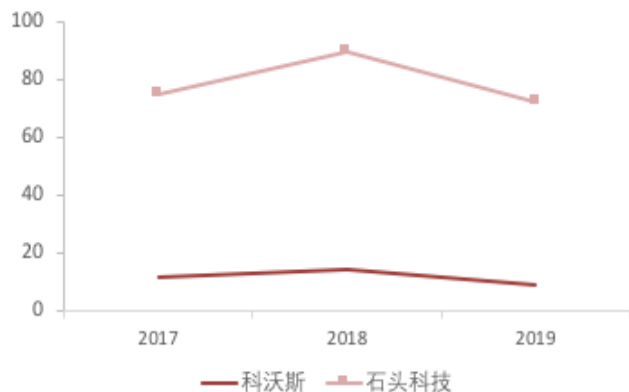
图 8：2017-2019 年公司销售费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

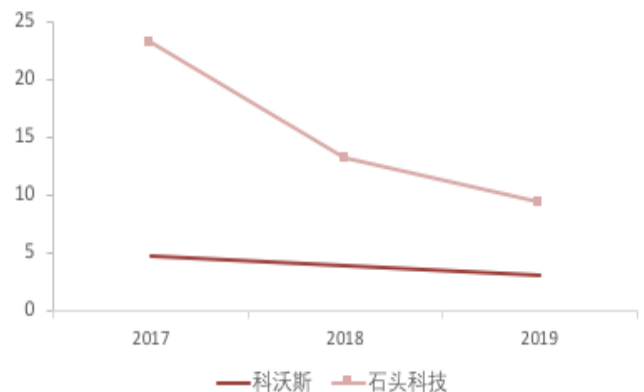
**运营模式不同导致周转率差异。**对比石头科技，公司存货周转率和固定资产周转率较低，主要原因是运营模式的不同。石头科技生产完全外包，其自有的固定资产较少，属于轻资产运营模式，周转效率较高。相比之下公司的中高端产品采取自主生产的模式，固定资产周转率相对偏低。石头科技在米家定制模式下，根据销量决定生产量，不会进行大量存货。此外，在经销代理模式下，存货不显示在公司报表中，因此存货周转率较高。相比之下公司的自建渠道有较多备货，因此存货周转率相对而言不高。2019 年，科沃斯的固定资产周转率和存货周转率分别为 8.9 和 3.0。

图 9：2017-2019 年公司固定资产周转率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2017-2019 年公司存货周转率



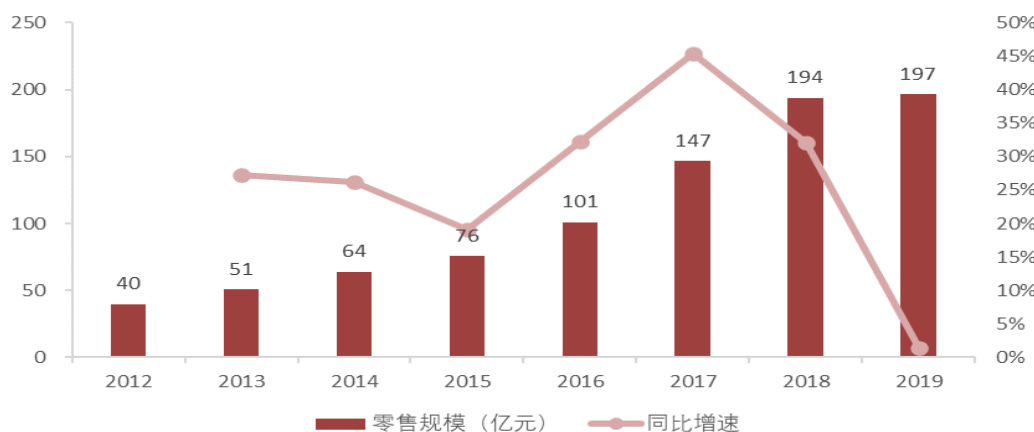
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 清洁家电市场广阔，头部企业份额集中

### 2.1 扫地机保有量有待提升

随着居民收入的提升以及产品技术升级，2016-2018 年清洁电器迎来了高速发展阶段，规模增速维持在 30% 以上。受到国内外经济形势影响，2019 年吸尘器行业零售额规模增速放缓。根据奥维云网全渠道推总数据显示，2019 年吸尘器零售额同比提升 1.4%。从渠道占比来看，线上作为主力，占比接近 77.5%。受到疫情影响，线下门店关闭，客流量减少，2020 年一季度线下零售额下滑。与此同时，主打“健康”、“杀菌”的吸尘器在线上渠道实现快速增长。2020 年 2 月线上吸尘器零售额为 10.8 亿元，同比增长 49.2%。

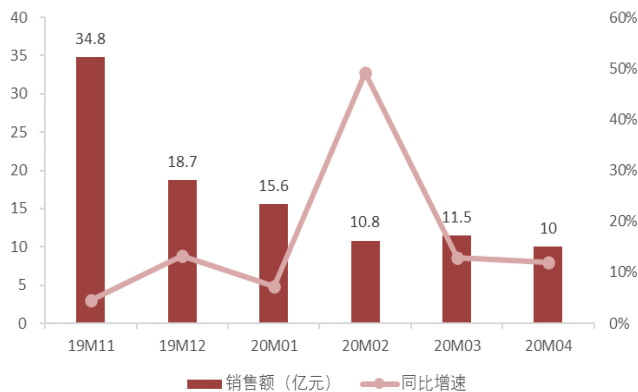
图 11：2012-2019 年吸尘器市场历年规模及增速



数据来源：奥维云网，西南证券整理

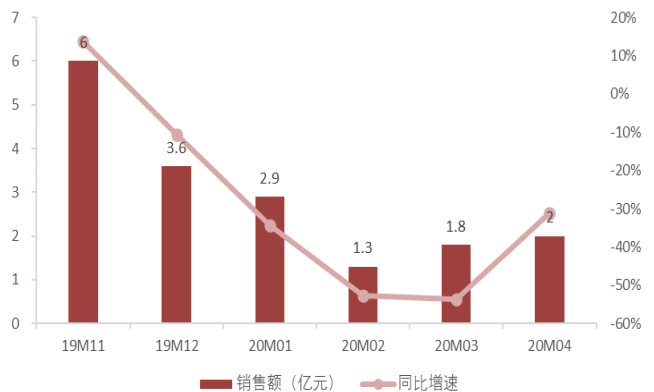


图 12: 2019.11-2020.4 线上吸尘器销售额及增速



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

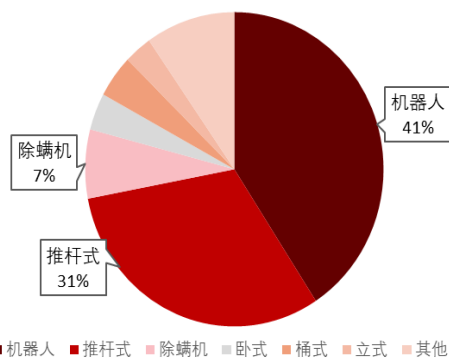
图 13: 2019.11-2020.4 线下吸尘器销售额及增速



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

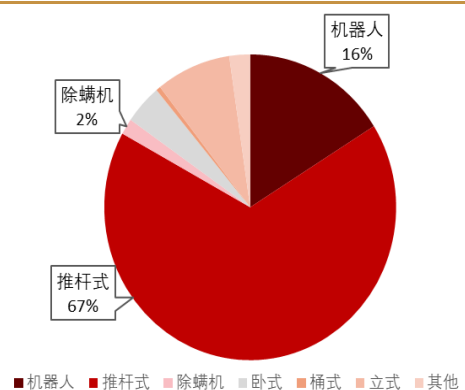
**线上作为扫地机的主销渠道。**从细分品类来看, 线下占比最高的是推杆式吸尘器。2019 年线下渠道中, 推杆式吸尘器占比达到了 67%。线上渠道方面, 扫地机的占比最高, 占比达到了 41%。根据奥维云网数据显示, 2019 年 1-11 月, 扫地机器人的零售额规模同比增长 2%, 行业增速放缓。一方面, 2018 年激光导航产品全面爆发, 基数较高; 另一方面部分低配产品负面口碑引发潜在消费者顾虑。分渠道来看, 线上作为扫地机的主力销售渠道, 零售额占比 90%。

图 14: 2019 线上细分品类及其占比



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 15: 2019 线下细分品类及其占比



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

根据易观数据库, 我国家庭服务机器人增长空间巨大, 以扫地机器人为例, 美国扫地机渗透率为 16%, 我国沿海地区渗透率为 4-5%左右, 内陆仅为 0.5%。即便是沿海地区, 扫地机器人的渗透率与美国相比也有 10pp 的差距。相比之下, 我国扫地机器人的渗透率相对较低, 未来发展空间广阔。

## 2.2 技术进步推动扫地机发展

相较于一般的清洁电器, 扫地机器人的特点在于智能, 也就是自动规划自动清扫。其中发挥关键作用的是 SLAM (同步定位与地图构建) 技术, 目前主要是有激光 SLAM 和 VSLAM 两种算法。1) 激光 SLAM: 通过激光雷达测绘出机器人和目标地点的距离, 绘制地图。2010 年, 第一款运用激光 SLAM 技术的扫地机器人产品 Neato XV-11 问世, 带动了一波产品热潮。

2) VSLM: 主要是通过摄像头来实现定位和地图的构建。从应用场景来说, VSLAM 的应用场景会更加丰富。2014 年, 第一款运用 VSLAM 技术的扫地机产品问世。随着 AI 技术以及激光和视觉技术的不断发展及完善, 智能扫地机器人与 AI 技术、激光和视觉技术相融合也成为了行业的主流发展方向之一。

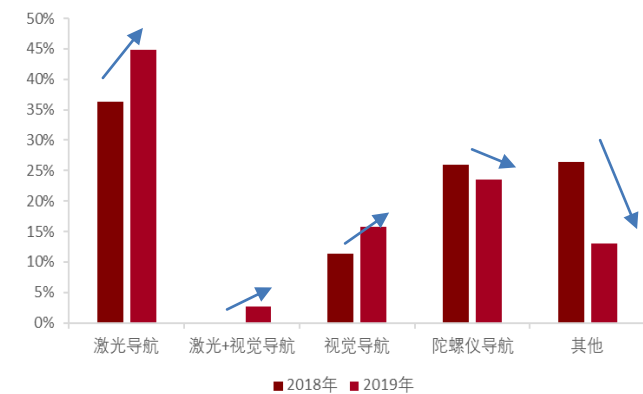
图 16: 全局规划产品不断问世



数据来源: 公开资料收集, 西南证券整理

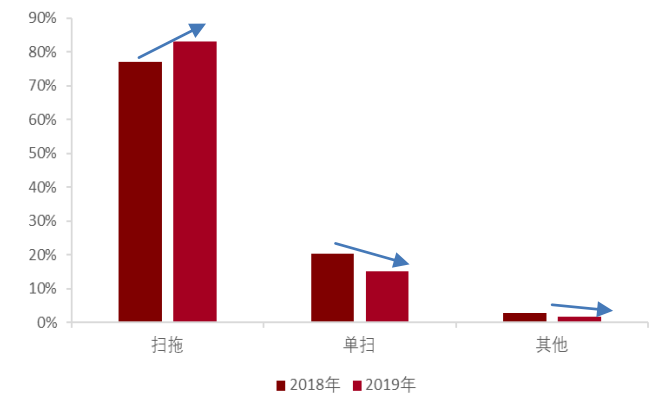
根据奥维云网数据显示, 扫地机器人产品结构呈现升级趋势。2019 年激光导航占比为 44.8%, 相比 2018 年提升 8.5pp。另一方面, 由于扫拖一体更加符合用户的使用场景, 结构占比也呈现了增长趋势。2019 年扫拖一体占比为 83.1%, 同比提升 6pp。

图 17: 2019 年激光导航占比最高并呈现增长趋势



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 18: 2019 年扫拖一体占比呈现增长趋势

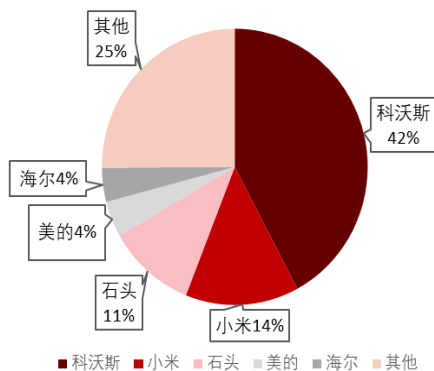


数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

## 2.3 头部企业市场份额集中

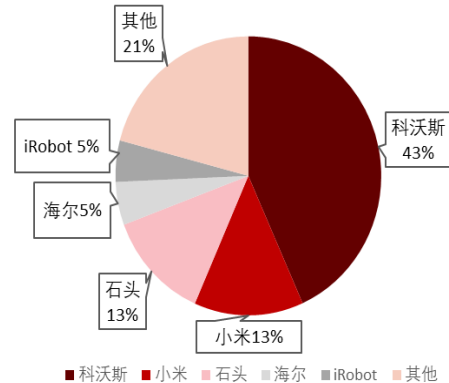
国内市场来看, 扫地机器人品牌众多, 但是市场集中度很高。奥维云网数据显示, 2019 年 1-11 月, 零售份额来看, 科沃斯占比 42.2%, 小米占比 13.8%, 石头占据 10.7%, CR3 达到了 66.7%。根据中怡康数据显示, 2019 年上半年线上市场前五大品牌分别为科沃斯、小米、石头、海尔和 iRobot, 分别占比为 43.4%、13.3%、12.7%、5.0%、4.8%, 合计市场占有率为 79.2%。整体来看, 扫地机器人的市场集中度较高。

图 19: 2019 全渠道市场份额



数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

图 20: 2019 年线上市场份额



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

按照不同的导航方式来看, 以激光导航和视觉导航为主的中高端产品里面, 科沃斯和石头系(石头+小米)占据主要地位。根据奥维云网数据显示, 激光导航产品中, 科沃斯市场份额为 38.4%, 仅次于石头系产品份额, 石头系市场份额为 48.6%。而在视觉导航以及陀螺仪导航产品中, 科沃斯占据绝对领先地位, 占比分别达到了 63.8%和 47.9%。

表 3: 2019 不同导航方式扫地机零售额份额

公司	行业	科沃斯	小米	石头	美的	海尔
激光导航	44.8%	38.4%	24.7%	23.9%	0.1%	1%
激光+视觉导航	2.7%	8.9%	91.1%			
视觉导航	15.7%	63.8%			1.1%	2.3%
陀螺仪导航	23.6%	47.9%			9%	10%
其他	13.1%	13.1%	25.9%		14.2%	6.4%
总计	100%	42.2%	13.8%	10.7%	4.2%	4.4%

数据来源: 奥维云网, 西南证券整理

## 3 自主生产灵活性高, 携手 irobot 强化技术实力

### 3.1 自主生产灵活性高, 研发投入持续加码

公司具备多年的智能制造经验, 对于成本、质量、产能都有着卓越的控制能力。中高端产品基本实现自产, 凭借规模优势具备较强的议价能力、供应链整合能力。由于智能产品更新迭代迅速, 且产品非标准化程度较高, 拥有自主产能对公司灵活调整多品类和多 SKU 的生产十分重要。此外, 公司研产销一体, 有利于价值链各环节之间实现协同。销售端数据及时反馈指导制造端的生产计划, 使得公司最大程度的将市场端数据运用于生产指导和技术改良。同时, 自主生产使得公司在面对电商销售的季节性变化、海内外关税政策窗口变化等市场变动因素时, 有着较强的统筹能力和适应能力。2019 年公司小家电单位成本为 905 元, 成本控制在行业内占优。

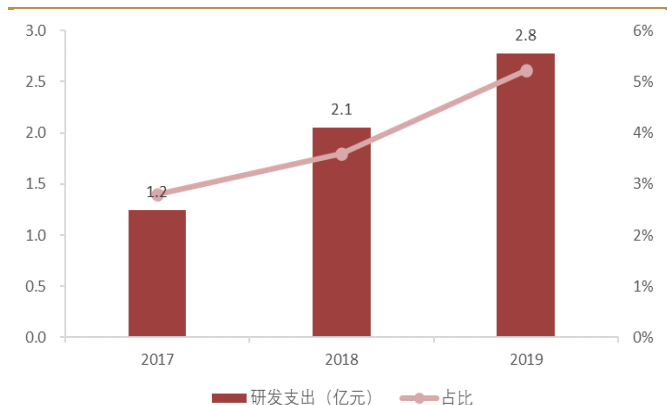
表 4：科沃斯单位成本更低

公司	产量 (台)	生产成本 (元)	单位成本 (元)
科沃斯	3,619,456	3,278,045,801	906
石头科技	2,886,304	2,685,989,338	931

数据来源：公司公告，西南证券整理

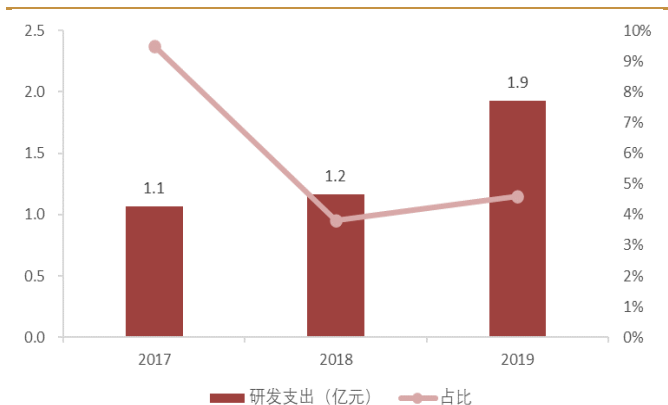
公司持续加大研发投入，无论是研发支出整体的规模还是研发支出在营收的占比都呈现上升趋势。2019 年公司的研发支出为 2.8 亿元，占比达到 5.2%。研发支出规模和占比均高于可比公司。

图 21：2017-2019 科沃斯研发支出及其占比



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 22：2017-2019 石头科技研发支出及其占比



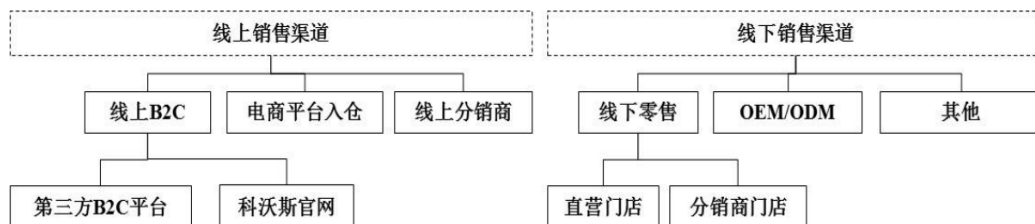
数据来源：中怡康，西南证券整理

## 3.2 多元化销售体系，加快渠道融合发展

公司的产品通过多种渠道实现销售，已形成了由线上渠道（包括线上 B2C、电商平台入仓、上分销商）和线下渠道（主要为线下零售）组成的多元化销售体系。

公司深化线上线下融合发展的战略。线上渠道除继续同天猫、京东、苏宁等主流电商平台保持深度合作外，重点加快布局新兴的抖音、快手、小红书等内容电商平台。线下渠道与苏宁、国美、山姆、Costco 等平台保持深度合作外，加快新兴业态、新兴渠道的建设，例如购物中心、社群营销、数码渠道、机场店等。同时在重点城市建设更多更专业更具用户思维的品牌体验店。

图 23：科沃斯渠道结构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**表 5：科沃斯和石头科技线上渠道情况对比**

公司简称	石头科技	科沃斯
线上营收/总收入	2019 上半年 18.97%	2018 年 70%
线上渠道主要模式	线上第三方 B2C 平台 (59.86%); 线上官网 B2C 平台 (0.31%); 电商平台入仓 (39.83%)	(2017 年) 线上 B2C 模式 (57.93%); 电商平台入仓 (29.2%); 线上分销商 (12.86%)
主要合作平台及占线上销售比例	电商平台入仓模式主要合作平台: 京东 (28.50%) 和苏宁 (9.71%); 线上 B2C 模式主要合作平台: 天猫 (25.32%)、亚马逊 (17.10%) 和有品 (16.93%)。	线上 B2C 模式主要第三方是天猫商城, 此外还有京东 top 店、亚马逊和各大银行电商平台; 电商平台入仓模式主要合作平台是京东自营、苏宁易购、亚马逊、唯品会、一号店和天猫超市等; 线上分销大部分在天猫平台。
盈利能力	电视平台入仓 (37%) 线上第三方 B2C 平台 (54.34%) 线上官网 B2C 平台 (47.97%)	(2017 年) 清洁类小家电业务线上毛利率 53.39%; 服务机器人业务线上综合毛利率 51.13%, 其中 B2C 毛利率 59.81%, 电商平台入仓模式毛利率 41.43%, 线上分销商毛利率 34.09%。
回款周期	回款周期: 苏宁约 130-140 天, 有品约 40-50 天, 其他 40-70 天。	回款周期: 京东-收到发票后 7 个工作日; 唯品会-收到发票后, 一周先回款 60%, 35 天后回款 40%; 苏宁易购-收到发票后 30 天回款; 亚马逊-收到发票后两周结算。

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.3 受众广泛, 价格存在上探空间

科沃斯产品价格带较宽, 存在上探空间。根据公司天猫旗舰店的列示产品, 除配件以外, 公司产品 sku 多达 28 个。从价格带来看, 公司价格带较宽, 受众广泛。除了极具性价比的扫地机 DD35 在大促的时候价格低至 899 元, 科沃斯普遍的产品价格都在 1500-3500 元范围内。

上文提到, 科沃斯的产品在随机式导航、激光导航以及视觉导航具有覆盖。在中高端的视觉导航中占据绝对优势, 视觉导航扫地机中占比达到了 63.8%。但科沃斯高端产品的价格相较于 irobot 还存在一定的上探空间。

**表 6：科沃斯产品 sku 和价格带**

	irobot	科沃斯	石头	小米
产品 sku (个)	17	28	8	6
价格区间 (元)	1499-9999	899-7999	1599-4898	1099-1499
价差 (元)	8500	7100	3299	400

数据来源: 天猫旗舰店, 西南证券整理

### 3.4 携手 irobot, 强化技术实力

美国东部时间 2020 年 5 月 18 日, 公司与美国上市公司 iRobot Corporation 签署合作协议。协议约定, iRobot 将向科沃斯独家购买基于科沃斯独有设计的扫拖一体型扫地机器人产品。同时 iRobot 将向科沃斯授权其独有的 AeroForce 技术和相关知识产权。AeroForce 技术采用无毛刷的设计, 配合 AeroForceExtractors 气流加速和真空吸力提升清洁效率。不仅避免了毛刷与毛发的缠绕问题, 还有效的提高了清洁效率。

携手 irobot, 强化技术实力。签署合作协议对于公司战略部署十分有利。公司引进专利技术, 提升产品竞争力。中高端产品占比扩大, 不仅可以改善产品结构, 提升公司盈利能力, 还可以巩固公司专业扫地机品牌形象, 为公司产品提价打开空间。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 公司加大自主品牌建设, 自主品牌占比提升带动公司盈利能力提升, 预计 2020-2022 年服务机器人业务和清洁小家电的毛利率分别为 45.99%/46.99%/47%, 24.25%/30.3%/34.44%;

假设 2: 公司加大自主品牌建设, 营销费用有所增长。公司研发持续加码, 研发费用有所增加。预计 2020-2022 年公司的销售费用率和管理费用率分别为 22%/23%/23%, 11%/11%/11%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
服务机器人	收入	3654.80	4120.63	4735.86	5302.79
	增速	-25.8%	12.7%	14.9%	12.0%
	毛利率	44.86%	45.99%	46.99%	47.00%
服务机器人-自主品牌	收入	3610.72	4,116.22	4,733.65	5,301.69
	增速	4.3%	14.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	45.00%	46.00%	47.00%	47.00%
服务机器人-代工	收入	44.06	4.41	2.20	1.10
	增速	-89.1%	-90.00%	-50.00%	-50.00%
	毛利率	33.05%	33.00%	33.00%	33.00%
清洁小家电	收入	1538.80	1640.13	2064.89	2781.10
	增速	-9.4%	6.6%	25.9%	34.7%
	毛利率	19.09%	24.25%	30.30%	34.44%
清洁小家电-自主品牌	收入	272.75	627.33	1254.65	2132.91
	增速	134.4%	130.0%	100.0%	70.0%
	毛利率	39.51%	40.00%	40.50%	40.50%
清洁小家电-代工	收入	1266.00	1012.80	810.24	648.19
	增速	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	14.69%	14.50%	14.50%	14.50%
其他	收入	118.59	119.78	120.98	122.19
	增速	-8.1%	1.00%	1.00%	1.00%



单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	毛利率	13.29%	13.00%	13.00%	13.00%
	收入	5,312.19	5,880.53	6,921.72	8,206.08
	增速	-6.70%	10.70%	17.71%	18.56%
	毛利率	38.29%	39.25%	41.42%	42.24%

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取行业中的三家主流公司作为参考，2019 年平均 PE 为 26 倍，2020 年平均 PE 为 25 倍。考虑到公司作为扫地机龙头企业，生产端具备规模优势。携手 irobot，引进专利技术，产品竞争力有望取得可观的进步，首次覆盖给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
688169	石头科技	404.4	15.66	13.98	17.59	21.24	--	28.91	22.98	19.03
603355	莱克电气	23.4	1.25	1.28	1.48	1.61	18.9	18.22	15.78	14.5
002032	苏泊尔	66.7	2.34	2.42	2.79	3.09	32.84	27.55	23.88	21.58
平均值							25.87	24.89	20.88	18.37

数据来源：Wind（数据截止 2020.6.4），西南证券整理

## 5 风险提示

- （1）新品销售不及预期；
- （2）行业竞争加剧风险；
- （3）海外业务拓展不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5312.19	5880.53	6921.72	8206.08	净利润	121.26	286.96	408.99	544.46
营业成本	3278.05	3572.26	4054.84	4740.22	折旧与摊销	111.01	86.10	94.00	104.13
营业税金及附加	36.90	39.73	45.72	55.08	财务费用	4.60	-22.67	-33.86	-39.33
销售费用	1231.78	1293.72	1592.00	1887.40	资产减值损失	-31.42	15.00	15.00	15.00
管理费用	328.85	646.86	761.39	902.67	经营营运资本变动	190.40	59.99	-119.18	-101.33
财务费用	4.60	-22.67	-33.86	-39.33	其他	-134.26	8.77	-16.52	-16.89
资产减值损失	-31.42	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>261.59</b>	<b>434.16</b>	<b>348.43</b>	<b>506.03</b>
投资收益	-1.97	1.22	-4.57	-1.77	资本支出	-247.66	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	2.77	1.70	1.73	1.89	其他	-100.50	2.93	-2.84	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-348.16</b>	<b>-143.07</b>	<b>-147.84</b>	<b>-144.88</b>
<b>营业利润</b>	<b>140.97</b>	<b>338.56</b>	<b>483.80</b>	<b>645.16</b>	短期借款	141.65	-195.42	0.00	0.00
其他非经营损益	3.46	3.22	3.32	3.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>144.43</b>	<b>341.78</b>	<b>487.12</b>	<b>648.47</b>	股权融资	60.29	0.00	0.00	0.00
所得税	23.17	54.82	78.13	104.01	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	121.26	286.96	408.99	544.46	其他	-181.69	28.86	33.86	39.33
少数股东损益	0.56	0.00	1.10	2.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>20.26</b>	<b>-166.56</b>	<b>33.86</b>	<b>39.33</b>
归属母公司股东净利润	120.71	286.96	407.89	542.46	<b>现金流量净额</b>	<b>-56.00</b>	<b>124.52</b>	<b>234.45</b>	<b>400.49</b>
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1088.17	1212.68	1447.13	1847.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1001.24	1027.27	1232.29	1464.24	销售收入增长率	-6.70%	10.70%	17.71%	18.56%
存货	999.59	1065.09	1215.61	1426.96	营业利润增长率	-74.18%	140.17%	42.90%	33.35%
其他流动资产	77.12	53.28	61.92	72.57	净利润增长率	-75.01%	136.64%	42.53%	33.12%
长期股权投资	174.52	174.52	174.52	174.52	EBITDA 增长率	-58.06%	56.67%	35.31%	30.52%
投资性房地产	0.31	0.31	0.31	0.31	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	779.74	832.95	878.25	913.43	毛利率	38.29%	39.25%	41.42%	42.24%
无形资产和开发支出	89.29	96.80	103.32	109.84	三费率	29.46%	32.61%	33.51%	33.52%
其他非流动资产	122.13	121.30	120.47	119.64	净利率	2.28%	4.88%	5.91%	6.63%
<b>资产总计</b>	<b>4332.09</b>	<b>4584.19</b>	<b>5233.83</b>	<b>6129.13</b>	ROE	4.88%	10.33%	12.83%	14.59%
短期借款	195.42	0.00	0.00	0.00	ROA	2.80%	6.26%	7.81%	8.88%
应付和预收款项	1418.97	1553.77	1762.32	2067.58	ROIC	6.79%	14.37%	18.88%	22.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.83%	6.84%	7.86%	8.65%
其他负债	232.32	251.88	283.98	329.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1846.71</b>	<b>1805.66</b>	<b>2046.30</b>	<b>2397.14</b>	总资产周转率	1.24	1.32	1.41	1.44
股本	564.48	564.48	564.48	564.48	固定资产周转率	8.95	7.64	8.96	10.40
资本公积	989.76	989.76	989.76	989.76	应收账款周转率	5.87	6.29	6.67	6.61
留存收益	988.54	1275.50	1683.39	2225.85	存货周转率	2.94	3.42	3.49	3.53
归属母公司股东权益	2476.29	2769.44	3177.33	3719.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.34%	—	—	—
少数股东权益	9.09	9.09	10.19	12.19	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2485.38</b>	<b>2778.53</b>	<b>3187.52</b>	<b>3731.98</b>	资产负债率	42.63%	39.39%	39.10%	39.11%
负债和股东权益合计	4332.09	4584.19	5233.83	6129.13	带息债务/总负债	10.58%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.73	1.87	1.95	2.02
					速动比率	1.18	1.28	1.35	1.42
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	每股收益	0.21	0.51	0.72	0.96
EBITDA	256.58	401.99	543.94	709.96	每股净资产	4.40	4.92	5.65	6.61
PE	137.30	57.75	40.63	30.55	每股经营现金	0.46	0.77	0.62	0.90
PB	6.67	5.96	5.20	4.44	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	3.12	2.82	2.39	2.02					
EV/EBITDA	60.65	37.91	27.59	20.57					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn