

科沃斯(603486)

报告日期: 2024年02月27日

龙头蓄势，困境反转可期

——科沃斯深度报告

投资要点

□ 探讨公司的困境反转，就要先理解公司过去的经营困境

在经历了2020-2021年由扫地机业务结构优化以及高毛利洗地机业务放量带来的公司业绩高增之后，22-23年公司业绩出现下滑，**主要由于**：1)公司在性价比价格带布局的缺位；2)洗地机行业22年起进入价格战阶段，公司洗地机业务均价承压；3)新业务净投入3亿元。

□ 扫地机业务供应链掌控能力强，降本有基础

我们认为公司在23年缺位的3000-3500元价格带性价比款的推出上仍然有竞争力，科沃斯供应链掌控能力强，降本有产业链优势。公司设立多家子公司进行塑胶材料、电机、电池、激光雷达等领域布局，并投资北京地平线机器人技术研发有限公司(人工智能芯片提供商)。公司扫地机产品基本实现全部自产，同时凭借规模优势实现较强的供应链整合和议价能力。

□ 添可线下调整逐步完成，洗地机业务具备利润弹性

23年添可打击线下窜货，对部分供应商进行控货，保障添可洗地机产品的经营利润和渠道积极性。添可智能生活电器整体毛利贡献已超过服务机器人(22年占比达到55%)，线下收入占比22年达到32%。由于添可线下拥有较高的市占率，竞争相对缓和，线下投流相对较少，或较线上拥有更高的净利率水平，随线下业务调整逐步完成将带来利润弹性。

□ 海外业务布局持续完善，扫地机及割草机器人业务有望持续发力

公司目前已经与线下大卖场达成合作，在山姆、沃尔玛、Costco等百货商场或家电连锁商超等零售机构设立专柜，专厅或体验店，叠加海外扫地机龙头调整阶段下，公司扫地机业务有望以较强产品力逐步抢占市场份额。公司割草机器人在欧洲上市第一年取得超预期表现，24年起新拓北美市场，有望贡献新增量。

2021/2022/2023H1科沃斯品牌海外收入分别同比+60.9%/+20.2%/+26.5%。

□ 盈利预测与估值

随国内新品陆续上市、添可线下调整见效及海外业务持续扩张，公司业绩有望逐步修复。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为156.72亿元、178.38亿元、204.67亿元，分别同比+2.27%、+13.82%、+14.74%，归母净利润分别为6.42亿元、12.35亿元、15.14亿元，分别同比-62.18%、+92.30%、+22.56%，对应当前股价PE分别为34x、17x、14x，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新品上市不及预期；海外市场竞争加剧；渠道调整不及预期等。

投资评级：买入(维持)

分析师：闵繁皓

执业证书号：S1230522040001

minfanhao@stocke.com.cn

分析师：文煊

执业证书号：S1230523120003

wenxuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥37.35

总市值(百万元) 21,530.88

总股本(百万股) 576.46

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15324.76	15672.30	17838.03	20466.74
(+/-) (%)	17.11%	2.27%	13.82%	14.74%
归母净利润	1698.44	642.29	1235.14	1513.74
(+/-) (%)	-15.51%	-62.18%	92.30%	22.56%
每股收益(元)	2.95	1.11	2.14	2.63
P/E	12.68	33.52	17.43	14.22

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 科沃斯的困境：扫地机创新趋缓、产品缺位及洗地机价格战	4
1.1 收入端，扫地机量跌+价增放缓，洗地机价跌	4
1.2 利润端，毛利率承压、投流转化率下降与新业务亏损	5
2 好公司回归或许会迟到，但不会不来	6
2.1 扫地机供应链掌控能力强，降本有基础	6
2.2 添可线下调整逐步完成，带来利润弹性	7
2.3 海外业务布局持续完善，扫地机及割草机器人业务有望持续发力	8
2.3.1 北美线下扫地机业务布局领先，海外增长提速	8
2.3.2 割草机欧洲上市首年表现突出，CES 上新	9
3 盈利预测与估值	10
3.1 盈利预测	10
3.2 相对估值	11
4 风险提示	12

图表目录

图 1: 科沃斯服务机器人均价 22 年增速放缓.....	4
图 2: 洗地机行业 22 年起进入价格战阶段.....	4
图 3: 扫地机行业恢复量增.....	5
图 4: 以线上为例, 量增主要在于两端市场 (单价为元, 按 23 年累计, 按销量).....	5
图 5: 22 年、23Q1-Q3 公司业绩下滑.....	5
图 6: 公司净利率 22 年、2023 年前三季度承压.....	5
图 7: 22 年服务机器人毛利率下滑, 智能生活电器毛利率增长放缓.....	6
图 8: 科沃斯销售费用率持续提升.....	6
图 9: 科沃斯产品成本结构(2017).....	6
图 10: 科沃斯供应链布局的子公司 (2022 年报披露).....	6
图 11: 科沃斯家庭服务机器人产能.....	7
图 12: 添可的毛利贡献已经超过科沃斯.....	7
图 13: 添可线下销售网点 23 年上半年近 850 家.....	7
图 14: 添可国内线下销售 22 年同比+106.2%, 占添可品牌国内销售额比重达到 32.3%.....	8
图 15: 添可国内线下市占率高于线上.....	8
图 16: 美国是仅次于中国的第二大扫地机市场.....	8
图 17: 美国吸尘器线下渠道销售额占整体的 81%.....	8
图 18: 扫地机海外销售额提升.....	9
表 1: 科沃斯 22-23H1 扫地机及洗地机业务增速放缓.....	4
表 2: 科沃斯割草机器人较传统割草机器人的优势.....	9
表 3: 科沃斯收入拆分.....	10
表 4: 成本及费用、归母净利润预测.....	11
表 5: 可比公司估值表 (截止 2024.2.26).....	11
表附录: 三大报表预测值.....	13

1 科沃斯的困境：扫地机创新趋缓、产品缺位及洗地机价格战

理解科沃斯为什么可以困境反转，需要先理解公司过去的增长困境。

1.1 收入端，扫地机量跌+价增放缓，洗地机价跌

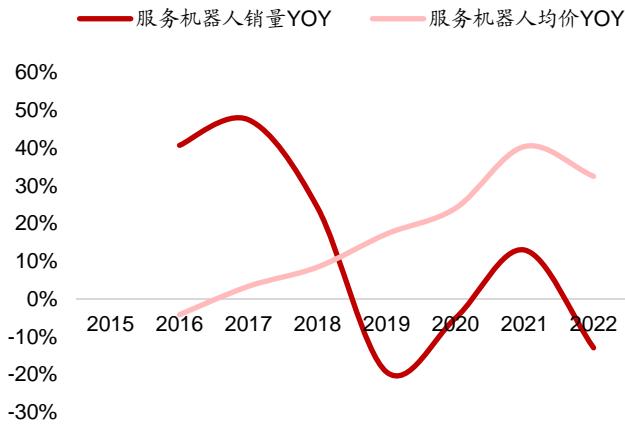
科沃斯 20 年-21 年收入分别同比+36%、+81%，主要受益于新业务洗地机的开拓与扫地机迭代升级拉动。22 年、23Q1-Q3 收入增速放缓，我们认为主要原因在于：1) 扫地机业务方面，行业创新减弱导致扫地机价增放缓，科沃斯在中低端价格带产品布局缺失。2) 洗地机行业进入价格战阶段，均价承压。

表 1：科沃斯 22-23H1 扫地机及洗地机业务增速放缓

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023Q1-Q3
营业收入	53.1	72.3	130.9	153.3	71.4	105.3
YOY	-6.7%	36.2%	80.9%	17.1%	4.7%	4.0%
1) 科沃斯品牌服务机器人	36.1	42.4	67.1	78.0	35.0	-
YOY	4.3%	17.30%	58.42%	16.21%	0.22%	-
2) 服务机器人 ODM	0.4	0.7	1.2	0.8	0.5	-
YOY	-89.1%	57.3%	68.2%	-34.7%	64.4%	-
3) 添可品牌智能生活电器	2.7	12.6	51.4	69.1	32.8	-
YOY	134.4%	361.6%	308.0%	34.5%	11.1%	-
4) 清洁类电器 OEM/ODM	12.7	14.9	8.8	4.0	2.3	-
YOY	-20.0%	17.9%	-41.3%	-53.9%	-15.6%	-
5) 其他业务收入	1.2	1.8	2.5	1.4	0.8	-
YOY	-8.1%	49.6%	39.2%	-44.0%	13.2%	-

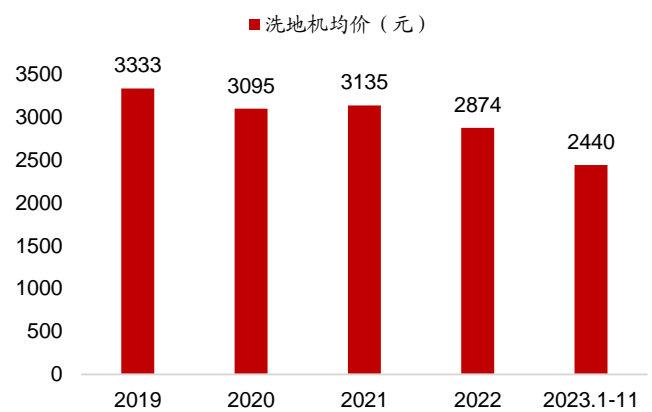
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 1：科沃斯服务机器人均价 22 年增速放缓



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

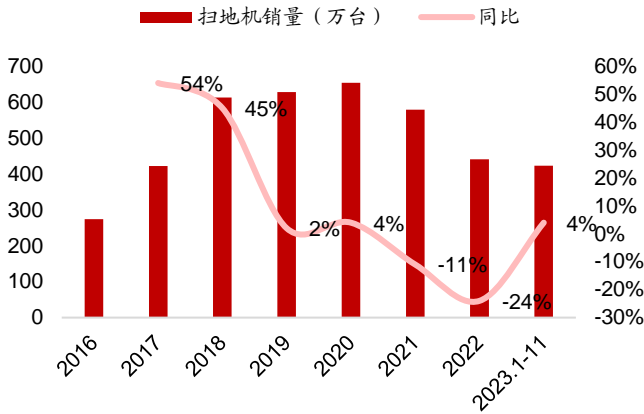
图 2：洗地机行业 22 年起进入价格战阶段



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

行业重回量增时代，两端市场是量增的主要来源。2023 年 1-11 月扫地机行业销量同比+4%，从 23 年的线上市场来看，有几大价格带的销量份额较高且有提升，一是 2500-3000、3000-3500 的性价比市场，合计销量占比超 20%，二是 5000 以上的高端市场，合计占比销量 9%。公司在 3500 以下价格段 2023 年未推出性价比新品。

图3: 扫地机行业恢复量增



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图4: 以线上为例, 量增主要在于两端市场 (单价为元, 按 23 年累计, 按销量)

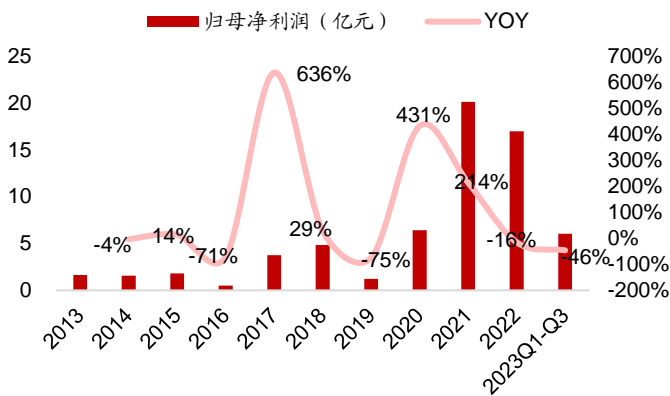
价格带	行业占比	同比增减
999-	8.84%	-1.15%
1000-1499	7.96%	-3.38%
1500-1999	8.25%	3.12%
2000-2499	3.45%	-1.22%
2500-2999	10.93%	1.21%
3000-3499	10.62%	0.70%
3500-3999	21.85%	-2.74%
4000-4499	10.30%	3%
4500-4999	8.58%	-3.61%
5000+	9.22%	4.07%

资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

1.2 利润端, 毛利率承压、投流转化率下降与新业务亏损

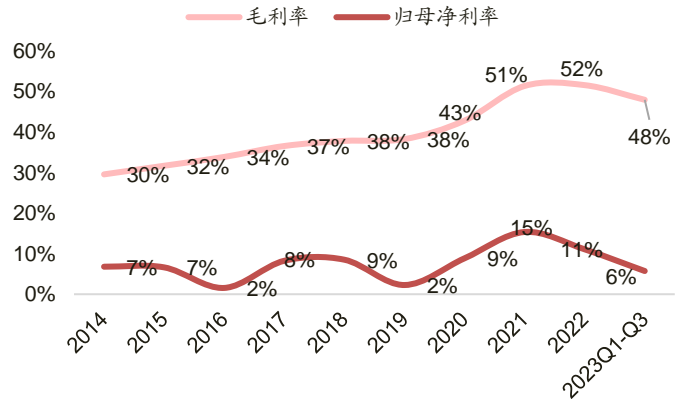
2022 年公司归母净利润同比-16%, 公司业绩预告披露 2023 全年归母净利润同比-59.96%至-64.67%, 归母净利率 22 年、23Q1-Q3 分别同比-4pct、-5pct。利润率承压主要受毛利率承压、销售费用率增长及新业务投入影响: 1) 23Q1-Q3 公司毛利率有所下滑, 预计受洗地机价格战导致的毛利率下滑以及扫地机价格带横向下移影响; 2) 销售费用率持续提升, 主要受市场竞争加剧, 消费需求较弱, 投流转化率下降影响; 3) 新业务割草机、商用机器人、智能料理机等合计亏损 3 个亿。

图5: 22 年、23Q1-Q3 公司业绩下滑



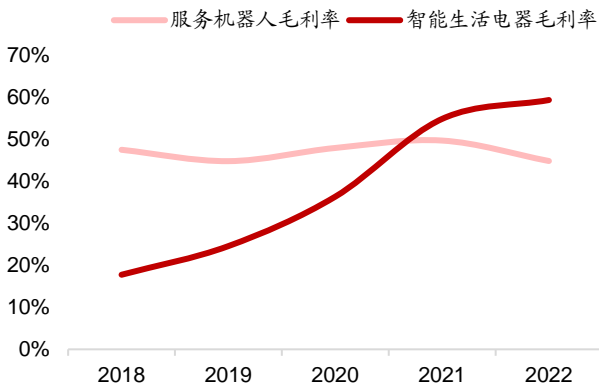
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图6: 公司净利率 22 年、2023 年前三季度承压



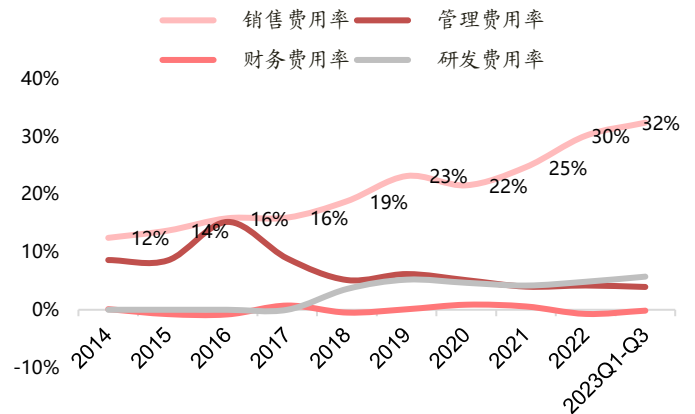
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图7: 22年服务机器人毛利率下滑, 智能生活电器毛利率增长放缓



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 科沃斯销售费用率持续提升



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

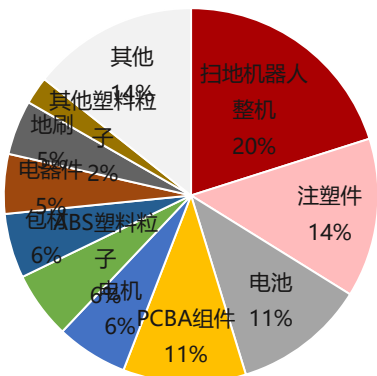
2 好公司回归或许会迟到, 但不会不来

2.1 扫地机供应链掌控能力强, 降本有基础

扫地机行业上游核心零部件主要包括智能芯片、控制器、传感器、激光雷达、电池、电机等, 原材料包括塑料、金属、包材。科沃斯从 ODM 厂商采购少量随机类扫地机器人的低端整机产品, 其余主要原材料为各类注塑件、电池、PCBA 线路板组件、电机、塑料粒子、包材等。

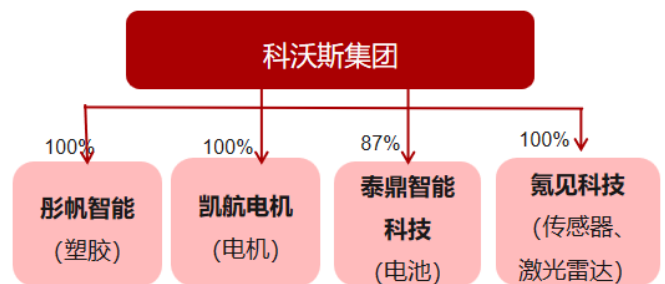
供应链掌控能力强, 降本有基础, 未来在性价比款的推出上更有竞争力。公司设立多家子公司进行塑胶材料、电机、电池、激光雷达等领域布局, 并投资地平线(人工智能芯片提供商), 公司产品基本实现全部自产。

图9: 科沃斯产品成本结构(2017)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

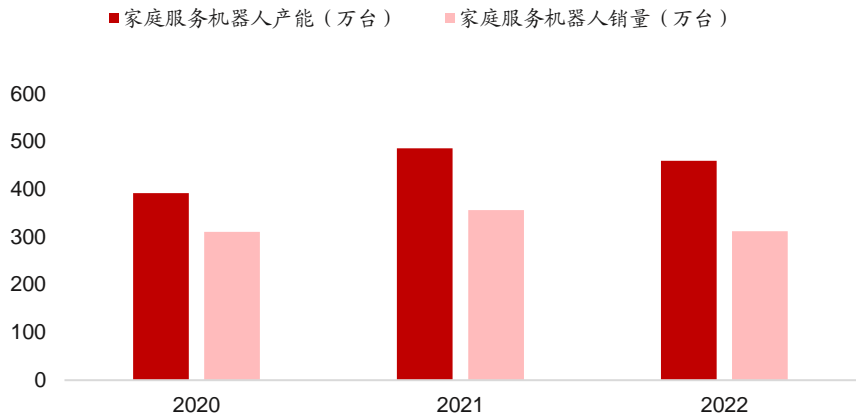
图10: 科沃斯供应链布局的子公司(2022年报披露)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

产能充足, 拥有自产基地, 规模优势较强。截至 2023 年 3 月末, 公司共有 2 个服务机器人生产基地, 分别位于苏州和深圳, 合计拥有 37 条生产线, 家用机器人产能 2022 年产能达到 460 万台, 销量达到 312 万台, 公司可凭借规模优势实现较强的供应链整合和议价能力。

图11: 科沃斯家庭服务机器人产能



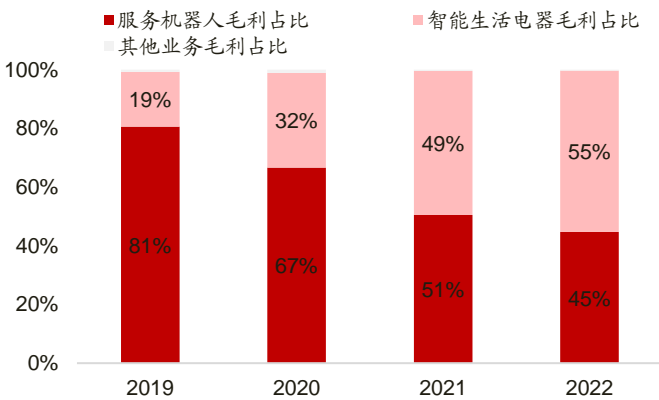
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2 添可线下调整逐步完成, 带来利润弹性

根据家电网报道, 添可 2023 年下半年严查线下渠道经销商窜货, 保障添可洗地机产品的经营利润和渠道积极性。在具体操作上, 一边是对于线下代理商渠道的窜货采取“高压严打”姿态, 发现一起查处一起并给予重罚 (一般是一台洗地机窜货处罚 5 万元), 同时还在鼓励旗下的代理商之间相互监督并实施举报奖励制度。另一边则开始推动面向线下渠道经销商的控货策略, 即动态评估不同渠道经销商的店面、销售能力等关键性指标, 每月给予一定的货源指标。优质经销商可以增加产品的供货量, 对于一些经营不达标门店则直接断供。

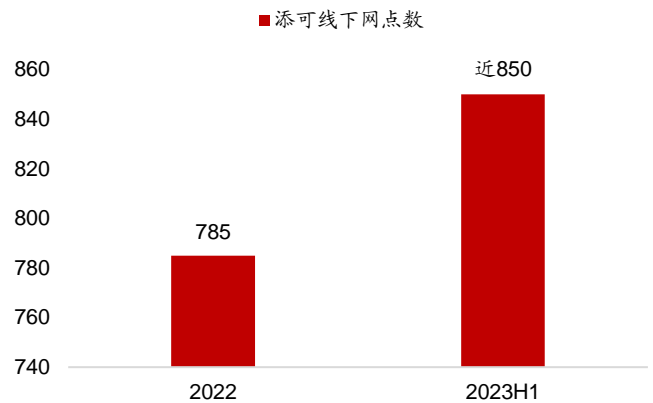
线下渠道整改逐步完成或带来利润弹性。添可智能生活电器整体毛利贡献已超过服务机器人 (22 年占比达到 55%), 线下收入占比 22 年达到 32%。由于添可线下拥有较高的市占率 (23H1 达到 60.9%), 竞争较线上缓和, 投流较少的情况下或较线上拥有更高的净利率。随线下业务调整逐步完成将带来利润弹性。

图12: 添可的毛利贡献已经超过科沃斯



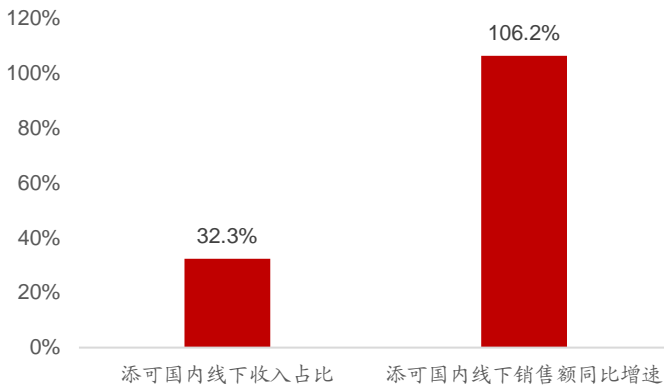
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 添可线下销售网点 23 年上半年近 850 家



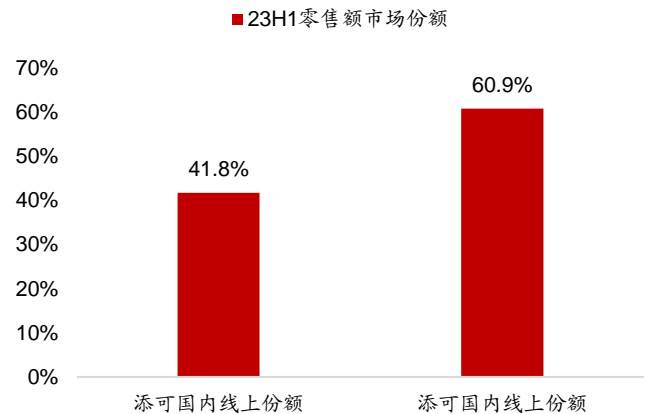
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图14: 添可国内线下销售 22 年同比+106.2%，占添可品牌国内销售额比重达到 32.3%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 添可国内线下市占率高于线上



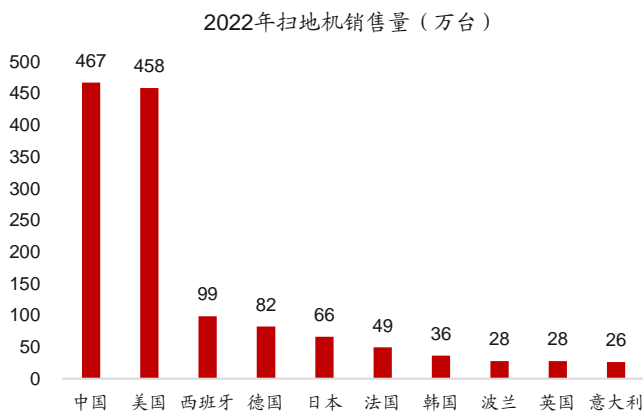
资料来源: 公司公告, 奥维云网, 浙商证券研究所

2.3 海外业务布局持续完善, 扫地机及割草机器人业务有望持续发力

2.3.1 北美线下扫地机业务布局领先, 海外增长提速

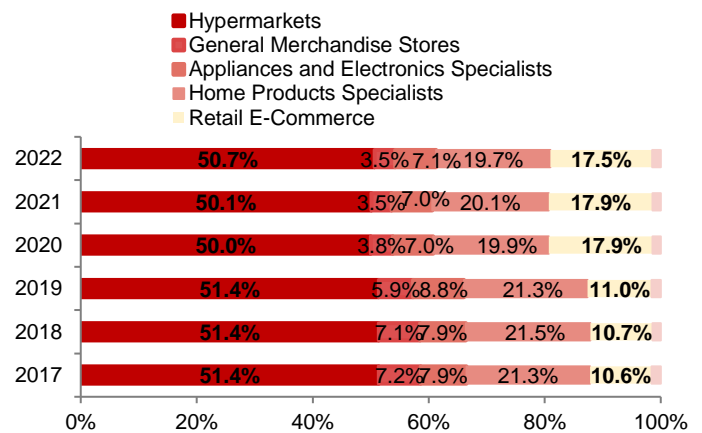
北美市场是仅次于中国的第二大扫地机市场, 线下是主要的消费市场。以吸尘器为例, 2022 年美国扫地机销售量为 458 万台, 仅次于中国的 467 万台, 吸尘器线下渠道在美国占比 81%, 其中以 Costco、沃尔玛为代表的大卖场占总盘的 51%。

图16: 美国是仅次于中国的第二大扫地机市场



资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

图17: 美国吸尘器线下渠道销售额占整体的 81%

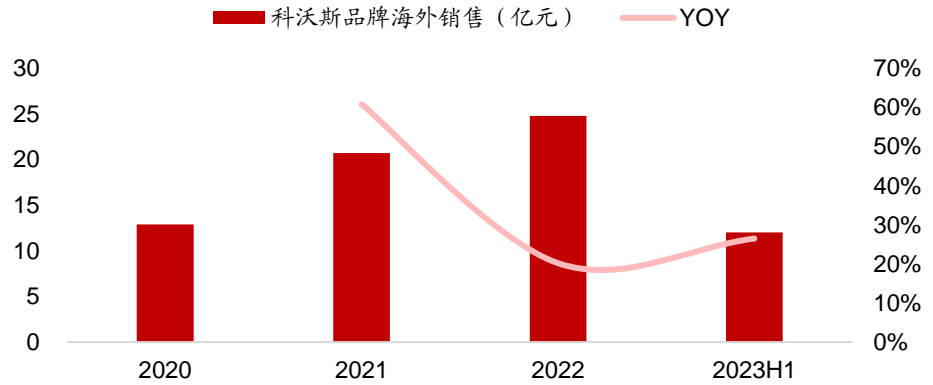


资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

海外扫地机龙头 iRobot 将面临一系列内部调整, 国产品牌有望加速抢占海外份额。根据 iRobot 公告, 亚马逊已终止收购 iRobot, iRobot 内部进行人员调整, 董事长兼首席执行官 Colin Angle 卸任, 另预期将包括整体减少约 350 名员工, 占截至 2023 年 12 月 30 日公司全球员工总数的 31%。亚马逊收购失败意味着 iRobot 或重新面临资金问题, 管理层变动及内部运营重组下公司将面临短期调整, 给中国厂商带来机遇。

科沃斯积极布局海外市场, 重视线下渠道建设。公司在线下深入地拓展本土销售渠道, 深挖消费者需求潜力, 同时进一步聚焦品牌展示店, 提升品牌形象。科沃斯目前已经与线下大卖场达成合作, 在山姆、沃尔玛、Costco 等百货商场或家电连锁商超等零售机构设立专柜, 专厅或体验店。在本土化运营方面, 强化总部人员外派与海外本地团队建设, 并在美国设有子公司。23H1 公司在欧洲和美国获得较好增长, 其中科沃斯品牌海外业务收入同比增长 26.5%, 占比提升 7.1 个百分点。

图18: 扫地机海外销售额提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3.2 割草机欧洲上市首年表现突出, CES 上新

科沃斯割草机器人在导航避障及安装方面具备优势, 欧洲上市第一年就超既定目标。科沃斯于 2022 年 10 月发布第一款割草机器人 GOAT G1, 2023 年第二季度在欧洲正式上市, 搭载了由 360 度全景摄像头、鱼眼摄像头组成的机器人双目视觉方案, 同时集成了 UWB 超宽带无线载波通信技术、惯性导航技术、GPS 定位技术等, 可实现无边界安装。GOAT G1 割草机器人在欧洲市场上市第一年即超出既定经营目标, 为 2024 年快速增长打下坚实基础。

表 2: 科沃斯割草机器人较传统割草机器人的优势

传统割草机器人	科沃斯割草机器人
无法定位, 不了解自己的位置, 随机乱割效率低, 切割效果差	1) 双目视觉定位系统, 360°全景摄像头和鱼眼摄像头, 150°超宽视角, 可探测 100 米有效视距; 2) 集成 UWB、惯性导航和 GPS 定位技术
人工预埋线, 帮助机器人框定边界	APP 设置边界免布线, 只需 20 分钟, 轻松框出一个标准庭院
避障导航系统不成熟, 不够智能	AIVI 3D 智能识别精准避障, 专为户外场景开发的超级算法, 搭载自动驾驶级 AI 芯片、科沃斯自研视觉&ToF 传感器

资料来源: 科沃斯官网, 浙商证券研究所

2024 年 1 月 CES 展科沃斯发布新一代割草机器人 GOAT GX-600, 将于 2024 年第二季度在美国上市, 有望贡献新增量。新一代割草机器人 GOAT GX-600 配备了 150° 鱼眼摄像头和 ToF 传感器以及 SmartMove, 无需安装物理边界线即可检测草坪的边界。新一代割草机器人可以在短短两天内学会院子的布局, 而其他型号可能需要一周才能达到同样的效果。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 156.72 亿元、178.38 亿元、204.67 亿元，分别同比+2.27%、+13.82%、+14.74%，归母净利润分别为 6.42 亿元、12.35 亿元、15.14 亿元，分别同比-62.18%、+92.30%、+22.56%，对应当前股价 PE 分别为 34x、17x、14x。

1) 收入拆分: 公司以自主品牌销售为主，科沃斯品牌机器人、添可品牌智能生活电器占比较高，另有少部分 ODM 业务。

科沃斯品牌机器人方面，**a. 国内业务**，23 年扫地机行业创新减弱导致扫地机价增放缓，科沃斯在中低端价格带产品布局缺失导致公司未能把握行业量增机遇，我们预计公司 23 年收入同比-17%，24、25 年随行业复苏及公司新品陆续推出，有望逐步修复，预计分别同比+5%、+5%。**b. 海外业务**，由于公司在线下渠道的持续布局、海外龙头的经营困境以及割草机品类的上市有望持续放量，预计 23-25 年分别同比+25%、+30%、+30%。

添可品牌智能生活电器方面，**a. 国内业务**，23 年受价格战及添可线下调整影响，收入增速放缓，预计 23 年国内销售额同比+2%，24、25 年受益线下修复及价格战逐渐缓解，预计分别同比+10%、+10%；**b. 海外业务**，受益海外需求复苏预计维持较快增长，23-25 年分别同比+24%、+20%、+20%。

公司围绕自主品牌进行销售，预计服务机器人 ODM 业务、清洁类电器 OEM/ODM 业务维持稳定。

表 3: 科沃斯收入拆分

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13086	15325	15672	17838	20467
YOY	80.90%	17.11%	2.27%	13.82%	14.74%
1、科沃斯品牌机器人	6710	7798	7513	8664	10105
YOY	58.42%	16.21%	-3.64%	15.31%	16.63%
(1) 国内销售额	4636	5318	4414	4635	4866
YOY	57.35%	14.71%	-17.00%	5.00%	5.00%
(2) 海外销售额	2074	2480	3100	4029	5238
YOY	60.87%	20.20%	25.00%	30.00%	30.00%
2、服务机器人 ODM	117	76	100	100	100
3、添可品牌智能生活电器	5137	6909	7557	8600	9804
YOY	307.97%	34.50%	9.37%	13.80%	14.01%
(1) 国内销售额	3233	4594	4686	5155	5670
YOY	375.80%	42.08%	2.00%	10.00%	10.00%
(2) 海外销售额	1904	2315	2871	3445	4134
YOY	180.65%	280.65%	24.00%	20.00%	20.00%
4、清洁类电器 OEM/ODM	875	404	343	292	248
YOY	-41.33%	-53.90%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
5、其他业务收入	247	138	159	183	210
YOY	39.16%	-44.03%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2) 成本及费用预测: 毛利率方面, 预计公司服务机器人横向降价压力减弱, 随新品推出毛利率稳步上行; 添可主销款洗地机自 23 年 10 月降价, 24 年利润率较 23 年或仍有压

力，进入 Q4 有望缓解，25 年毛利率有望修复；销售费用率、研发费用率随新业务逐步贡献收入增量，有望得到控制。

表 4: 成本及费用、归母净利润预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	51.41%	51.61%	48.50%	48.17%	48.33%
服务机器人毛利率	49.77%	44.89%	41.89%	42.39%	42.89%
智能生活电器毛利率	54.93%	59.43%	55.43%	54.43%	54.43%
其他业务毛利率	10.75%	20.67%	20.67%	20.67%	20.67%
销售费用率	24.73%	30.16%	33.00%	30.00%	30.00%
管理费用率	4.01%	4.21%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	4.20%	4.86%	5.70%	4.60%	4.20%
财务费用率	0.57%	-0.72%	-0.04%	0.41%	0.34%
归母净利润	2010	1698	642	1235	1514
YOY	213.51%	-15.51%	-62.18%	92.30%	22.56%
归母净利率	15.36%	11.08%	4.10%	6.92%	7.40%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 相对估值

我们选取小家电公司石头科技、苏泊尔、九阳股份、北鼎股份、小熊电器作为可比公司，23 年可比公司平均估值水平为 22X，24 年为 19X，科沃斯 24 年随国内新品上市、添可线下调整见效及海外业务持续扩张，有望获得较快增长。我们给予公司 24 年 20X，对应目标价 42.85 元/股（市值 247 亿元），维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值表（截止 2024.2.26）

公司	归母净利润增速				EPS (元/股)				PE (倍)			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
石头科技	-15.62%	75.98%	14.49%	16.97%	12.63	15.84	18.14	21.21	25.91	20.66	18.04	15.43
苏泊尔	6.36%	5.43%	10.07%	10.26%	2.56	2.70	2.97	3.28	21.13	20.04	18.22	16.49
九阳股份	-28.98%	-1.63%	14.81%	13.51%	0.69	0.68	0.78	0.88	16.91	17.16	14.96	13.26
北鼎股份	-56.71%	58.91%	32.89%	19.49%	0.14	0.24	0.30	0.36	55.36	32.29	25.83	21.53
小熊电器	36.31%	19.33%	18.87%	17.52%	2.48	2.94	3.49	4.11	22.68	19.13	16.12	13.69
平均值	-11.73%	31.60%	18.23%	15.55%	3.70	4.48	5.14	5.97	28.40	21.86	18.63	16.08
科沃斯	-15.51%	-62.18%	92.30%	22.56%	2.95	1.11	2.14	2.63	12.68	33.52	17.43	14.22

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所 注：可比公司一致预测来自 Wind。

4 风险提示

- 1) **新品上市不及预期:** 新品上市时间及效果不及预期, 将导致公司估值端受影响。
- 2) **渠道调整不及预期:** 添可线下渠道调整效果不及预期将导致公司业绩预期下修。
- 3) **海外市场竞争加剧:** 中国厂商在海外竞争加剧如价格战等, 将导致公司海外业务盈利能力下滑。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11126	12425	14105	16151
现金	3991	5550	6073	6783
交易性金融资产	1450	784	1024	1086
应收账款	1953	2543	2945	3614
其它应收款	113	106	115	141
预付账款	340	271	340	410
存货	2906	2913	3337	3817
其他	372	258	271	300
非流动资产	2183	1932	1882	1722
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	144	144	144	144
固定资产	933	911	833	697
无形资产	158	174	196	217
在建工程	305	270	200	153
其他	643	433	510	510
资产总计	13310	14357	15988	17872
流动负债	5805	6052	6800	7615
短期借款	540	540	540	540
应付款项	3392	3700	4141	4807
预收账款	0	0	0	0
其他	1873	1812	2119	2267
非流动负债	1074	1010	1026	1035
长期借款	0	0	0	0
其他	1074	1010	1026	1035
负债合计	6879	7062	7826	8649
少数股东权益	1	2	3	5
归属母公司股东权益	6429	7294	8158	9218
负债和股东权益	13310	14357	15988	17872

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1727	891	1358	1456
净利润	1700	643	1237	1516
折旧摊销	204	230	274	315
财务费用	(110)	(6)	73	69
投资损失	22	10	10	10
营运资金变动	103	92	516	325
其它	(192)	(77)	(752)	(779)
投资活动现金流	(1297)	469	(398)	(226)
资本支出	(323)	(153)	(105)	(111)
长期投资	8	(0)	0	0
其他	(982)	621	(293)	(116)
筹资活动现金流	(151)	199	(437)	(519)
短期借款	500	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(651)	199	(437)	(519)
现金净增加额	280	1559	523	710

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15325	15672	17838	20467
营业成本	7415	8071	9245	10575
营业税金及附加	89	91	104	119
营业费用	4623	5172	5351	6140
管理费用	645	627	714	819
研发费用	744	893	821	860
财务费用	(110)	(6)	73	69
资产减值损失	(224)	(229)	(261)	(299)
公允价值变动损益	37	5	5	5
投资净收益	(22)	(10)	(10)	(10)
其他经营收益	107	131	131	131
营业利润	1817	721	1396	1713
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	1827	731	1405	1722
所得税	126	88	169	207
净利润	1700	643	1237	1516
少数股东损益	2	1	1	2
归属母公司净利润	1698	642	1235	1514
EBITDA	1996	964	1668	2016
EPS (最新摊薄)	2.95	1.11	2.14	2.63

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	17.11%	2.27%	13.82%	14.74%
营业利润	-19.44%	-60.31%	93.50%	22.71%
归属母公司净利润	-15.51%	-62.18%	92.30%	22.56%
获利能力				
毛利率	51.61%	48.50%	48.17%	48.33%
净利率	11.10%	4.10%	6.93%	7.40%
ROE	29.44%	9.36%	15.98%	17.41%
ROIC	23.64%	8.21%	14.01%	15.24%
偿债能力				
资产负债率	51.69%	49.19%	48.95%	48.40%
净负债比率	8.35%	7.88%	7.18%	6.52%
流动比率	1.92	2.05	2.07	2.12
速动比率	1.42	1.57	1.58	1.62
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.13	1.18	1.21
应收账款周转率	8.20	7.35	7.51	7.79
应付账款周转率	2.69	2.52	2.61	2.62
每股指标(元)				
每股收益	2.95	1.11	2.14	2.63
每股经营现金	3.00	1.55	2.36	2.52
每股净资产	11.21	12.65	14.15	15.99
估值比率				
P/E	12.68	33.52	17.43	14.22
P/B	3.33	2.95	2.64	2.34
EV/EBITDA	18.54	16.36	9.01	7.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>