

证券研究报告

2025年08月04日

行业报告：行业投资策略

其他家电

扫地机行业框架&观点深度解读

作者：

分析师 周嘉乐 SAC执业证书编号：S1110525060005



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（首次评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

扫地机行业背景：复盘美国、日本家用电器渗透率提升过程，清洁电器作为刚需品类具备天花板高、渗透率提升快的特点。在经济增速较快时期，渗透率提升较快。高效清洁电器替代传统吸尘器是大概率事件。

行业发展&展望：行业本质围绕“智能性”、“功能性”推进，产品的“成熟”并不意味着“创新到头”。

行业产业链：随着产品不断迭代以及功能进一步叠加，短期采购成本可能增长，但当行业规模达到一定体量形成规模效应以后，上游零部件的采购成本有望降低。

行业空间：以渗透率对标角度看，核心国家和地区的扫地机仍有较大提升空间，同时海外有结构提升空间。

行业竞争格局：静态看，石头、科沃斯、追觅相对领先，小米占据低端、云鲸中低价位段发力，石头布局中端价位段，科沃斯和追觅偏中高端。动态看，当前处于行业成长期，产品力、性价比、营销对行业竞争格局影响最大，重要性依次排序。

展望2025年扫地机行业：（1）国内品牌方有望加大4k价位段活水洗地产品布局，头部竞争格局有望改善；量/价中枢同比预期12%/持平微增；（2）海外中国品牌抢份额趋势不改，预计继续拉动行业实现量价齐升。

投资角度：行业销量好转会拔估值，投资者更关注短期数据。从产品生命周期角度看，导入期重点跟踪SKU数据（广度大于精度），成长期重点跟踪创新周期大小、单品SKU市占率、成本变化；成熟期重点跟踪品牌市占率。创新周期大小的判断基于供应链、头部品牌参与度、消费者感知度进行评估。推荐标的：【石头科技】/【科沃斯】。

风险提示：测算过程具有一定主观性；原材料价格波动的风险；房地产市场波动的风险；宏观经济波动风险等。

目录

1、扫地机行业研究框架	4 页
2、复盘2024&展望2025年扫地机行业	20 页
3、扫地机行业投资思考	27 页

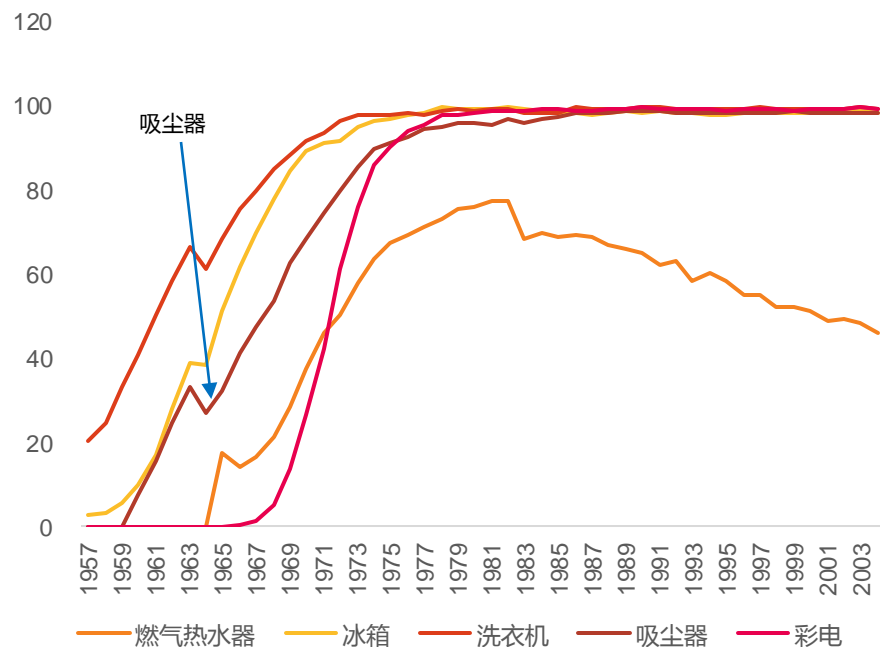
1 扫地机行业研究框架

1.1 行业背景

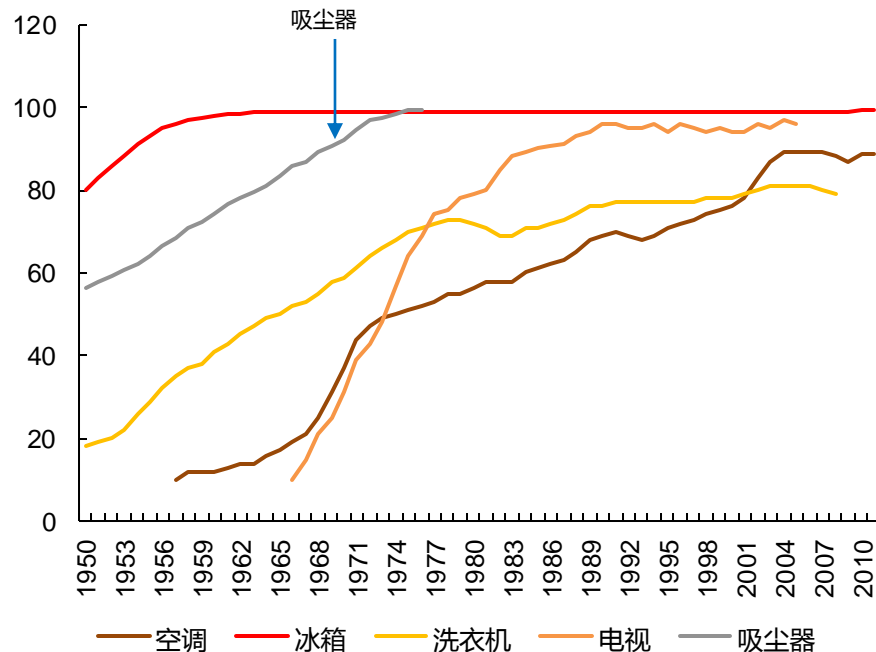
清洁电器作为刚需品类，具备天花板高、渗透率提升快的特点

- 复盘美国、日本家用电器渗透率提升过程，吸尘器（清洁电器主力品类）与冰箱、洗衣机等大众品类均属于较早普及的产品，且渗透率天花板较高，接近100%。

图：1960年代吸尘器与日本三大神器“冰洗彩”普及度快速接近100%（%）



图：美国吸尘器普及率在1975年达99.2%（%）

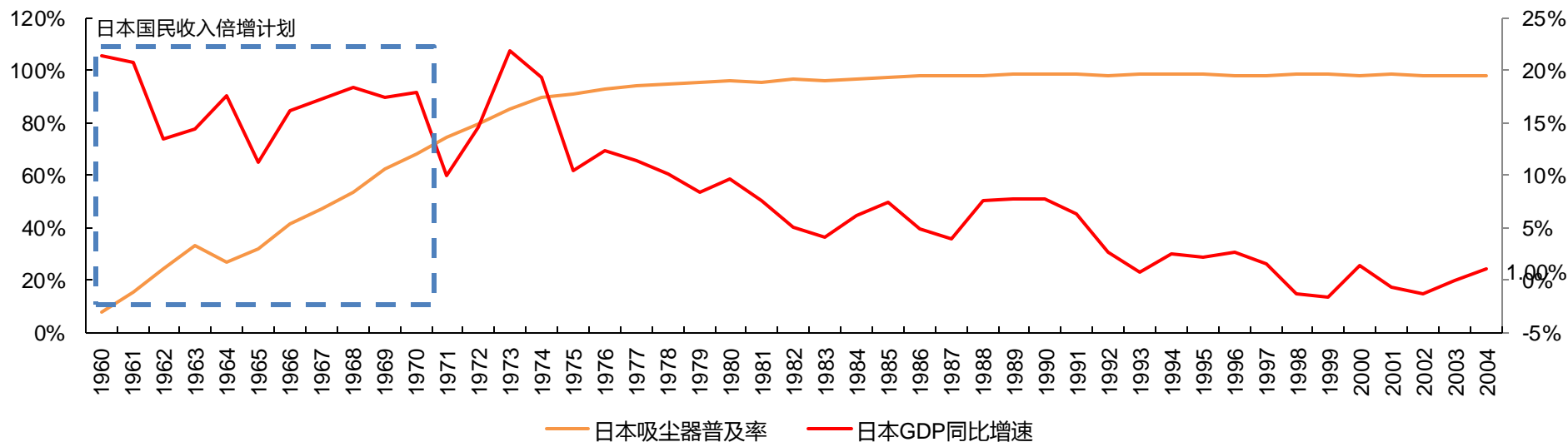


1.1 行业背景

日本与国内家庭环境类似，经济快速增长、家庭主妇家务时间降低，作为相对高效的清洁工具，吸尘器普及率快速提升

- 排除欧美地毯为主的家庭地面结构因素干扰，日本“榻榻米+木地板”的地面结构更接近国内家庭硬质地面结构。
- “日本国民收入倍增计划”推动经济快速提升，叠加日本家庭主妇家务时间降低，吸尘器作为相比于跪地擦地、扫把等传统清洁工具来说更为高效，在日本的普及率迎来快速提升。

图：日本经济快速增长时期，吸尘器普及率实现快速提升

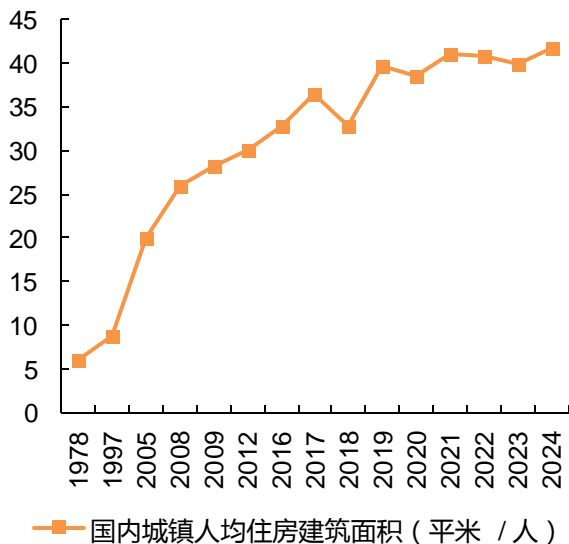


1.1 行业背景

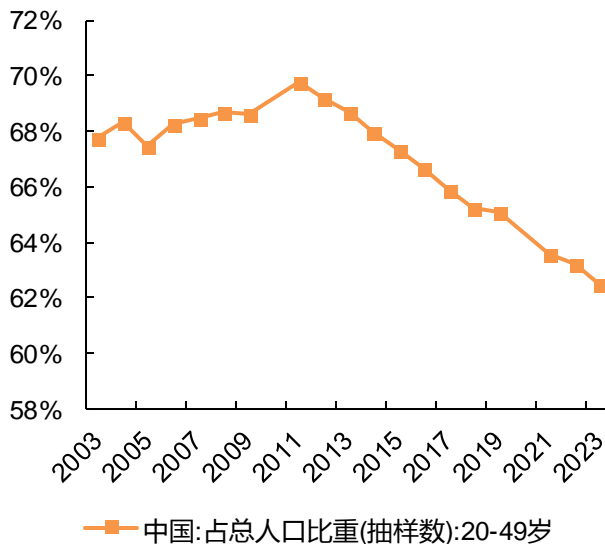
高效清洁工具对传统吸尘器逐步实现替代是大概率事件

- 国内人均住房面积稳步提升，至2024年人均住房面积达41.8平米/人；2012年起青壮年劳动力占比下降、人力成本提升；
- 从人均住房面积、人口红利等角度来看，高效清洁电器替代传统吸尘器是大势所趋，通常来说在GDP增速预计向好情况下行业增速相对较好。

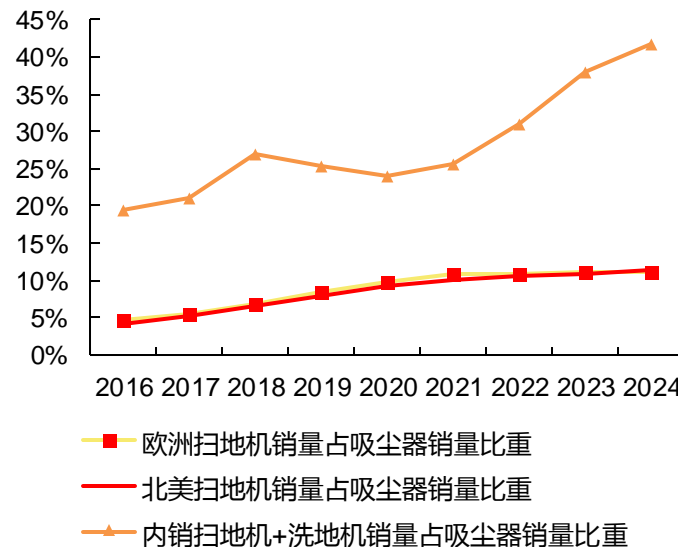
图：国内城镇人均住房面积逐步提升



图：青壮年劳动人口占比降低



图：高效清洁电器逐步对传统吸尘器实现替代



1.2 扫地机行业产业链

我们认为中长期功能叠加或将带来成本曲线先升后降，短期产业链一体化能力凸显重要性

- 产业链上游为原材料及零部件供应商，核心零部件包括芯片、传感器、激光雷达、控制器、锂电池、电机、清洁模组等。随着产品不断迭代以及功能进一步叠加，短期采购成本可能增长，但当行业规模达到一定体量形成规模效应以后，上游零部件的采购成本有望降低。

图：中长期功能叠加或将带来成本曲线先升后降，短期产业链一体化能力凸显重要性

	零部件	相关厂商	产业规模
上游核心零部件	芯片	全志科技、瑞芯微、高通	2023年中国AI芯片市场规模达到1206亿元，同比增长41.9%，2024年市场规模约为1412亿元
	锂电池	宁德时代、德赛电池、欣旺达	2024年全国锂电池总产量1170GWh，同比增长24%，行业总产值超过1.2万亿元
	电机	卧龙电驱、兆威机电	2024年中国工业电机销售收入达到约3880.3亿元，近五年年均复合增长率达4.2%
	激光雷达	速腾聚创、禾赛科技	头部竞争；2023年中国激光雷达市场规模约为75.9亿元，2024年约为139.6亿元
中游	生产制造	科沃斯、石头科技、云鲸、追觅	2024年中国智能扫地及地面清洁机器人市场规模达到217亿元，较上年增长21.9%
下游	渠道	天猫、京东等	/

1.2 扫地机行业产业链-上游

在供应链一体化能力上，科沃斯供应链一体化能力较强

- 行业大部分公司对上游零部件获取以外采为主，此外还包括直接与供应商谈价、代理商谈价、代工厂谈价三种，从成本角度来看依次升高，但自产模式需要重资产投资，直接与供应商谈价省去代理商和代工厂等中间商，成本相对较低。

图：在供应链一体化能力上，科沃斯供应链一体化能力较强

零部件采购方式	自产	直接与供应商谈价	代理/分销商谈价	代工厂谈价
核心零部件 (CPU、传感器等)	科沃斯	科沃斯、石头	其他友商	其他友商
中价值量零部件 (电机、电源等)	科沃斯、追觅	石头、其他友商	-	其他友商
低价值量零部件 (电容、电阻等)	科沃斯	科沃斯、其他友商	-	石头、其他友商
备注	科沃斯旗下拥有凯航电机（电机产品等）、彤帆科技（PCBA等）、泰鼎智能（锂电池等）等子公司			
	石头核心零部件均由自己和供应商谈价，其他低价值零部件则由欣旺达直接采购谈价			
	由于资金成本原因，很多电子件都由代理商/经销商卖货			
	由欣旺达等代工厂直接谈价			

1.3 扫地机行业空间

行业空间仍有很大提升空间

- 以20%均衡渗透率来计算，核心国家和地区的扫地机市场仍有较大提升空间

图：扫地机行业渗透率仍有较大提升空间

地区	亚太								北美		西欧							东欧			其他	
	中国大陆或内地	日本	韩国	新加坡	中国台湾	越南	泰国	中国香港	美国	加拿大	德国	英国	法国	西班牙	荷兰	意大利	瑞典	捷克	波兰	罗马尼亚	澳大利亚	阿根廷
2024年销量（万台）	494	51	42	5	29	2	18	3	455	11	64	35	49	81	18	29	7	15	27	13	36	8
2019-2024年总销量（万台）	2426	306	182	25	125	11	82	13	2118	56	352	139	223	405	74	136	37	80	126	56	134	31
2019-2024年销量CAGR（%）	1.9%	0.6%	1.3%	1.3%	0.3%	1.0%	1.2%	0.7%	0.8%	1.4%	0.3%	0.5%	0.8%	0.7%	1.1%	-0.1%	1.1%	1.9%	0.7%	-0.2%	1.9%	3.1%
2024年家庭户数（万户）	55310	5687	2225	188	811	2802	2603	271	13231	1556	4207	2874	3015	1883	827	2617	488	508	1425	702	1023	1832
2024年渗透率（%）	4.3%	5.4%	8.1%	12.9%	15.3%	0.4%	3.1%	4.8%	15.8%	3.6%	8.4%	4.8%	7.4%	21.3%	8.9%	5.2%	7.4%	15.5%	8.8%	8.1%	12.9%	1.7%
更新周期（年）	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
均衡渗透率（%）	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
均衡销量（万台）	2212	227	89	8	32	112	104	11	529	62	168	115	121	75	33	105	20	20	57	28	41	73
销量成长空间（%）	348%	348%	112%	40%	11%	4419%	481%	280%	16%	478%	162%	226%	148%	-7%	82%	264%	181%	32%	108%	118%	14%	798%

注：国内采用“AVC国内线上销量口径统计”

1.4 扫地机行业竞争格局

科沃斯、石头在国内市场份额相对领先，2024年两家份额趋近

- 据AVC数据，近年来科沃斯份额始终保持引领，但石头科技份额快速追赶，2024年销额份额已与科沃斯基本持平。

图：科沃斯、石头在国内市场份额相对领先，2024年两家份额趋近

年份	国内零售额 (亿元)	零售额 YoY	国内零售量 (万台)	零售量 YoY	龙头企业及其份额（销量）			CR3（销量）	龙头企业及其份额（销额）			CR3（销额）
					No.1	No.2	No.3		No.1	No.2	No.3	
2017	43.06		316.04		科沃斯（55%）	小米（6%）	美的（5%）	66%	科沃斯（57%）	小米（7%）	iRobot（6%）	70%
2018	60.69	40.94%	410.04	29.77%	科沃斯（41%）	小米（12%）	石头（12%）	65%	科沃斯（42%）	小米（12%）	石头（10%）	64%
2019	61.39	1.15%	415.49	1.33%	科沃斯（38%）	小米（13%）	美的（9%）	60%	科沃斯（42%）	小米（14%）	石头（10%）	66%
2020	78.44	27.77%	466.29	12.23%	科沃斯（38%）	小米（18%）	美的（9%）	65%	科沃斯（41%）	小米（15%）	石头（11%）	67%
2021	103.75	32.28%	434.83	-6.75%	科沃斯（39%）	小米（17%）	石头（10%）	66%	科沃斯（46%）	云鲸（16%）	石头（13%）	75%
2022	100.11	-3.51%	317.42	-27.00%	科沃斯（34%）	石头（17%）	小米（16%）	67%	科沃斯（40%）	石头（21%）	云鲸（15%）	76%
2023	104.17	4.06%	318.40	0.31%	科沃斯（30%）	石头（20%）	小米（15%）	65%	科沃斯（34%）	石头（24%）	追觅（14%）	72%
2024	149.93	43.92%	432.66	35.89%	科沃斯（23%）	石头（22%）	云鲸（17%）	62%	科沃斯（26%）	石头（25%）	云鲸（18%）	69%

注：国内采用“AVC国内线上口径统计”

1.4 扫地机行业竞争格局

小米占据低端、云鲸中低价位段发力，石头布局中端价位段，科沃斯和追觅偏中高端

- 分价格带看，2024年扫地机行业竞争格局按价格带分化明显：3000元以下低端市场小米份额领先、白牌较多；3-4k价格带是主流价格带、前三家份额相近，市场集中度有所提升，CR5超96%；4k+高端市场份额高度集中，CR5约99%，其中石头/科沃斯分别引领4-5k/5k+，份额分别达35%/37%。

图：小米占据低端、云鲸中低价位段发力，石头布局中端价位段，科沃斯和追觅偏中高端

2024年各价格带竞争格局	销量占行业比重	龙头企业及其份额（销量）					CR5
		No.1	No.2	No.3	No.4	No.5	
2000元以下	19%	小米（42%）	科沃斯（16%）	OKP（12%）	美的（6%）	海尔（4%）	80%
2000-3000元	14%	小米（32%）	石头（26%）	科沃斯（14%）	云鲸（10%）	追觅（9%）	91%
3000-4000元	35%	云鲸（29%）	石头（26%）	科沃斯（25%）	追觅（10%）	小米（5%）	96%
4000-5000元	22%	石头（35%）	科沃斯（27%）	追觅（19%）	云鲸（17%）	美的（2%）	99%
5000元以上	10%	科沃斯（37%）	追觅（33%）	石头（19%）	云鲸（10%）	3I（0.7%）	99%

1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

我们认为产品力变化对行业竞争格局影响最大，在产品力无显著显性差异情况下，性价比、营销是重要因素：

- 我们选取2017-2022年，行业各品牌销量市占率分别作相关性分析，并根据系数绝对值分类，选取当年系数绝对值相对较高的品牌进行详细分析，重点研究2017、2018、2021年的行业变化。

图：2017-2022年行业各品牌销量市占率相关性分析

2017相关系数	科沃斯	美的	小米	石头
科沃斯	1.00	-0.85	-0.70	-0.02
美的	-0.85	1.00	0.42	-0.10
小米	-0.70	0.42	1.00	0.22
石头	-0.02	-0.10	0.22	1.00

2018相关系数	科沃斯	美的	小米	石头
科沃斯	1.00	-0.56	-0.13	0.10
美的	-0.56	1.00	-0.28	-0.55
小米	-0.13	-0.28	1.00	0.55
石头	0.10	-0.55	0.55	1.00

2019相关系数	科沃斯	美的	小米	石头
科沃斯	1.00	-0.07	0.46	-0.13
美的	-0.07	1.00	0.17	-0.75
小米	0.46	0.17	1.00	-0.21
石头	-0.13	-0.75	-0.21	1.00

2020相关系数	科沃斯	美的	小米	石头	云鲸
科沃斯	1.00	-0.41	0.40	0.30	-0.33
美的	-0.41	1.00	-0.05	-0.22	-0.16
小米	0.40	-0.05	1.00	0.25	-0.28
石头	0.30	-0.22	0.25	1.00	-0.34
云鲸	-0.33	-0.16	-0.28	-0.34	1.00

2021相关系数	科沃斯	美的	小米	石头	云鲸
科沃斯	1.00	0.32	0.15	-0.30	-0.05
美的	0.32	1.00	-0.13	-0.50	-0.34
小米	0.15	-0.13	1.00	-0.11	-0.66
石头	-0.30	-0.50	-0.11	1.00	-0.14
云鲸	-0.05	-0.34	-0.66	-0.14	1.00

2022相关系数	科沃斯	石头	云鲸	小米	一点	追觅
科沃斯	1.00	-0.54	-0.26	0.14	-0.22	0.37
石头	-0.54	1.00	-0.22	-0.19	0.10	-0.17
云鲸	-0.26	-0.22	1.00	-0.42	-0.22	0.28
小米	0.14	-0.19	-0.42	1.00	-0.52	0.17
一点	-0.22	0.10	-0.22	-0.52	1.00	-0.80
追觅	0.37	-0.17	0.28	0.17	-0.80	1.00

注：标红数据为当年绝对值系数相对较高的

1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

我们认为产品力变化对行业竞争格局影响最大，在产品力无显著显性差异情况下，性价比、营销是重要因素：

- 我们选取2017-2022年，行业各品牌销量市占率分别作相关性分析，并根据系数绝对值分类，选取当年系数绝对值相对较高的品牌进行详细分析，重点研究2017、2018、2021年的行业变化。

图：2017-2022年行业各品牌销量市占率相关性分析（选取相关系数绝对值相对较高的品牌）

相关系数 (绝对值)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
0.8以上	科沃斯、美的					
[0.7-0.8)	科沃斯、小米		石头、美的			一点、追觅
[0.6-0.7)					云鲸、小米	
[0.5-0.6)		科沃斯、美的			石头、美的	石头、科沃斯
		石头、美的				一点、小米
		石头、小米				
[0.3-0.5)	小米、美的		科沃斯、小米	科沃斯、美的	云鲸、美的	小米、云鲸
				科沃斯、小米	美的、科沃斯	追觅、科沃斯
				云鲸、石头	科沃斯、石头	
				科沃斯、云鲸		
				科沃斯、石头		

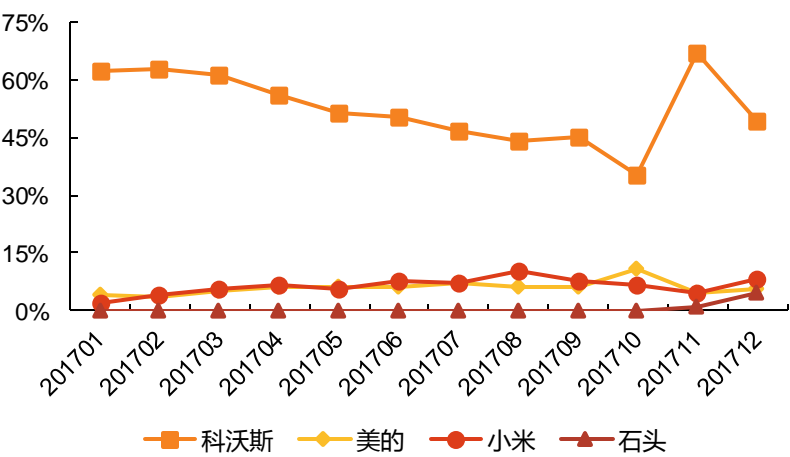
注：“[]”表示包含，“()”表示不包含

1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

2017年影响竞争格局的关键词：纯低价、技术红利（产品力）

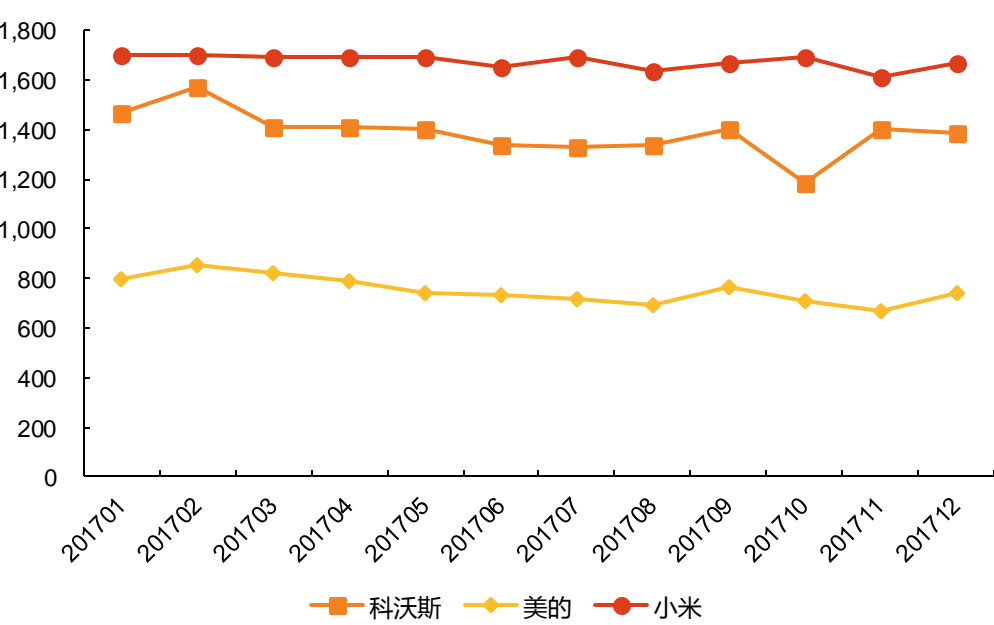
- 从销量市占率来看，2017年对行业竞争格局影响最大的是美的、小米（石头代工）；
- 据AVC数据，2017年8月之前，科沃斯主力产品DD35（陀螺仪）定价1499元，而米家扫地机（石头代工）采用LDS-SLAM，定价1699元。另一方面，美的以低于1000元的纯低价随机碰撞扫地机占据一定市场份额；2017/8科沃斯推出LDS产品DG3，后续份额有所回升。

图：2017年美的、小米对科沃斯销量份额影响较大



销量市占率相关系数	美的	小米
科沃斯	-0.85	-0.70

图：2017年美的、小米的低价产品形成一定威胁（元）

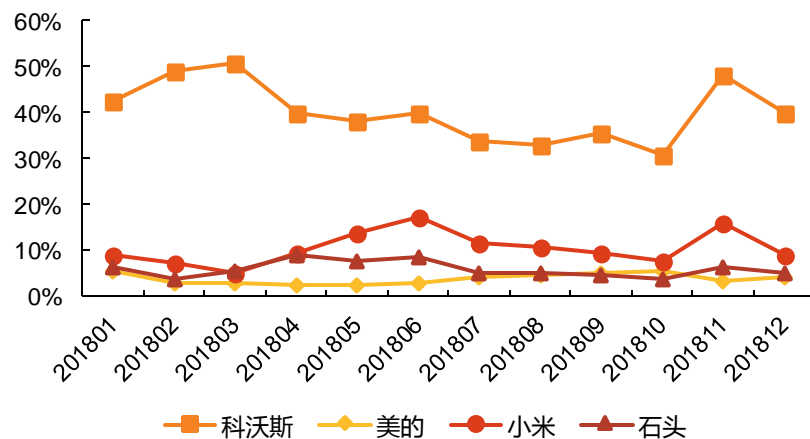


1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

2018年影响竞争格局的关键词：产品力

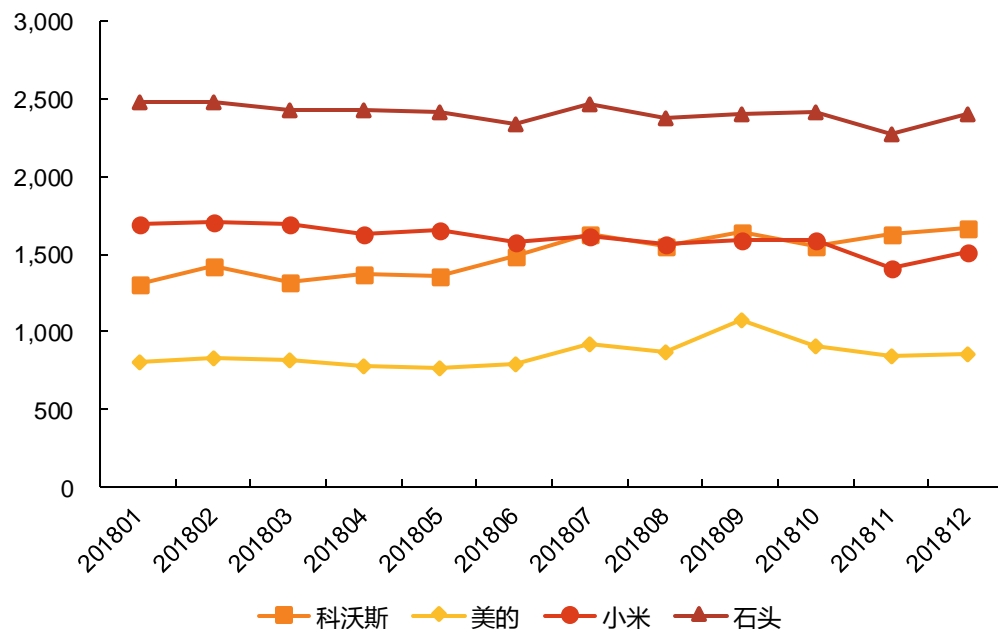
- 从销量市占率来看，相较2017年，2018年科沃斯销量市占率有所下滑（-14pcts），小米有所提升（+6pcts）；
- 美的、小米：1699的米家扫地机器人（石头），2499元的美的i5 Extra（奇虎360），依靠较强的产品力（小米LDS规划、美的4000 Pa 吸力+家庭安防），取得一定市场份额；
- 科沃斯在2018年相继推出DJ35/DN520等，分别为VSLAM和LDS SLAM机器，均价反超小米。

图：2018年石头、科沃斯销量市占率有所下滑，美的、小米有所提升



销量市占率相关系数	科沃斯	石头
美的	-0.56	-0.55

图：2018年纯低价不再奏效、科沃斯均价反超小米（元）

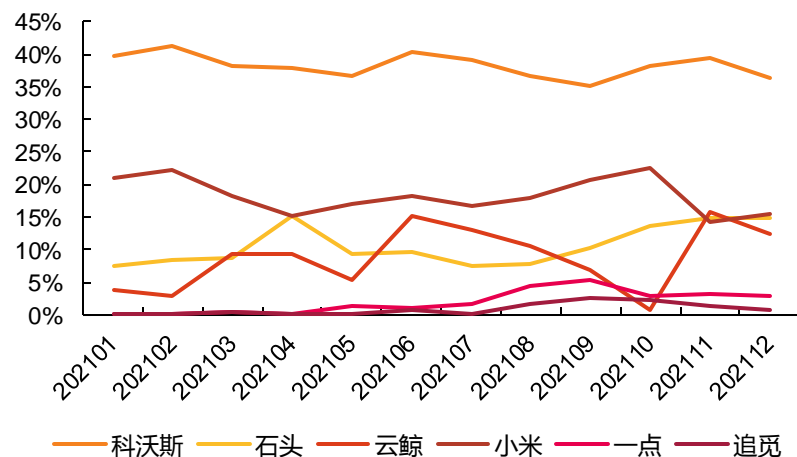


1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

2021年影响竞争格局的关键词：功能升级（产品力），性价比，营销投放

- 从销量市占率来看，2021年石头、云鲸在自清洁产品推出后，市占率出现显著提升；
- 202106-202110区间小米、云鲸出现明显销量负相关，主要系云鲸J2在11月推出，前期小米依靠性价比对云鲸份额有所侵占；均价角度，受自清洁推动，整体呈上涨趋势。
- 2021Q3开始，伴随石头自清洁产品推出，同时石头21Q4费用环比21Q3提升6.2pcts（加大费用投放），市占率出现显著提升。

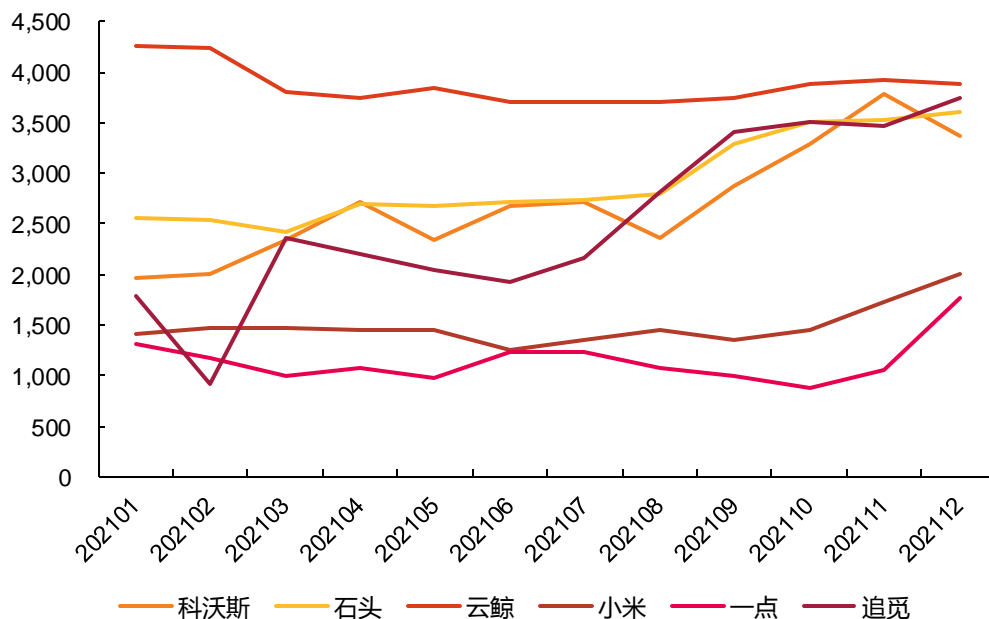
图：2021年石头、云鲸在自清洁产品推出后，市占率出现显著提升



销量市占率相关系数

	美的	小米
云鲸	-0.34	-0.66

图：2021年各家跟进自清洁、云鲸迭代J2，均价有所拉升（元）

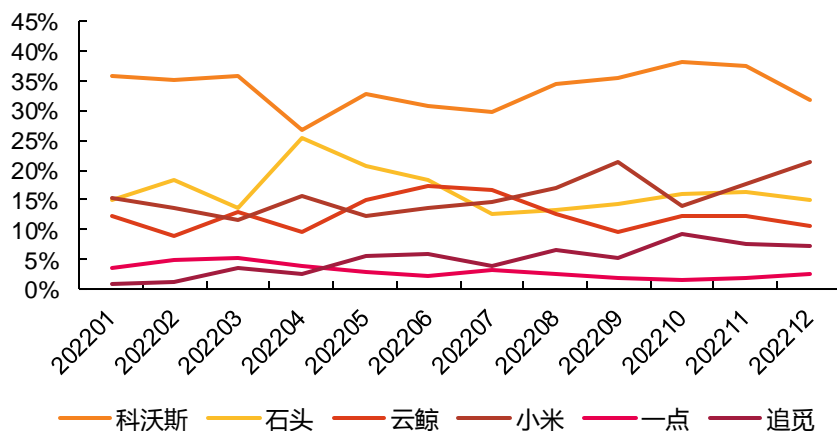


1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

2022年影响竞争格局的关键词：功能升级（全能基站对自清洁基站替代，产品力）

- 追觅S10、S10 Plus系列的发布，以及石头科技22H1销售费用的增加（同比+72.2%）等，均对市场部分品牌的销量份额产生影响，但整体从销量市占率来看，我们认为本质还是全能基站对单自清洁的替代以及产品力的体现。
- 受自清洁全基站类产品占比提升的推动，均价保持高位。

图：2022年一点对小米、追觅的销量份额影响较大



销量市占率相关系数

一点

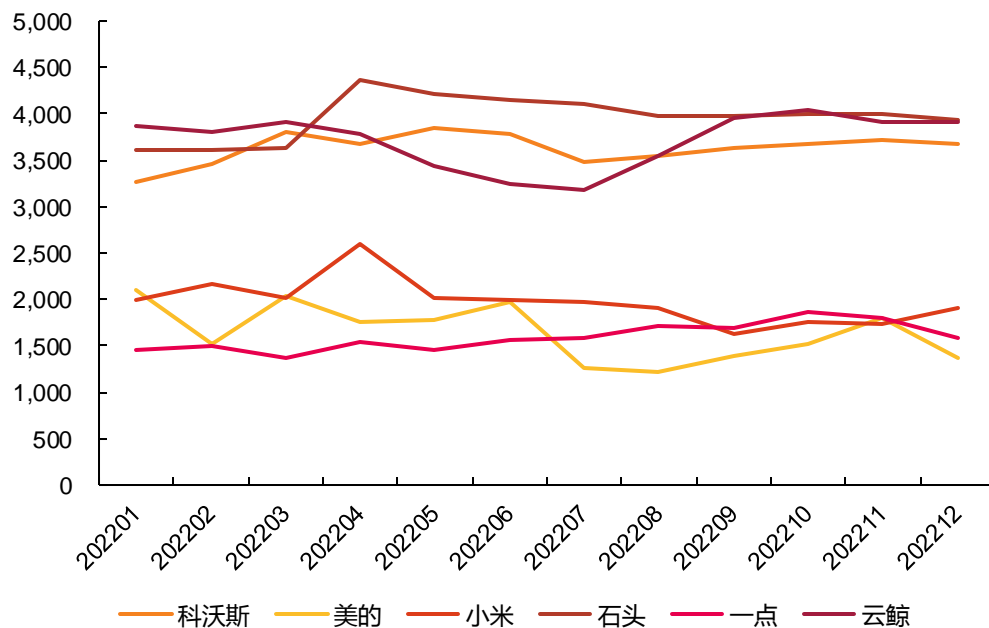
小米

-0.52

追觅

-0.8

图：2022年受自清洁占比提升推动，各品牌均价保持高位（元）

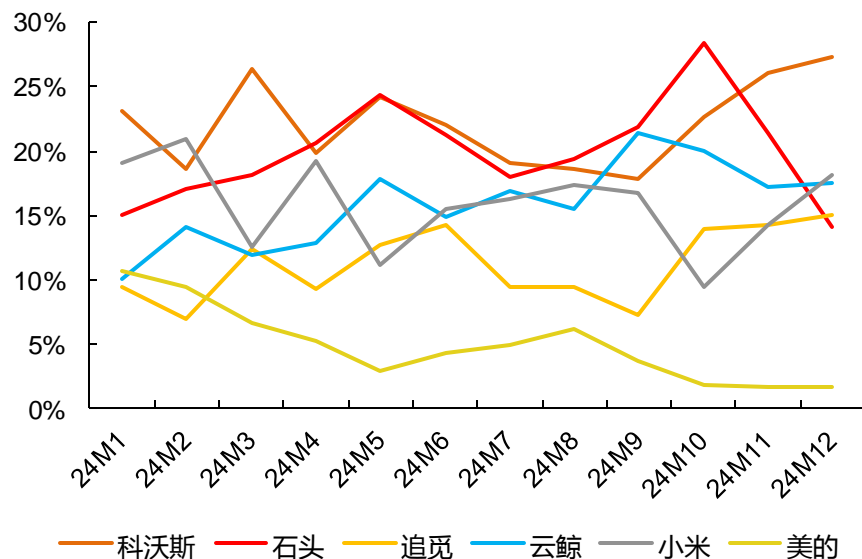


1.5 扫地机行业竞争要素-以国内为例

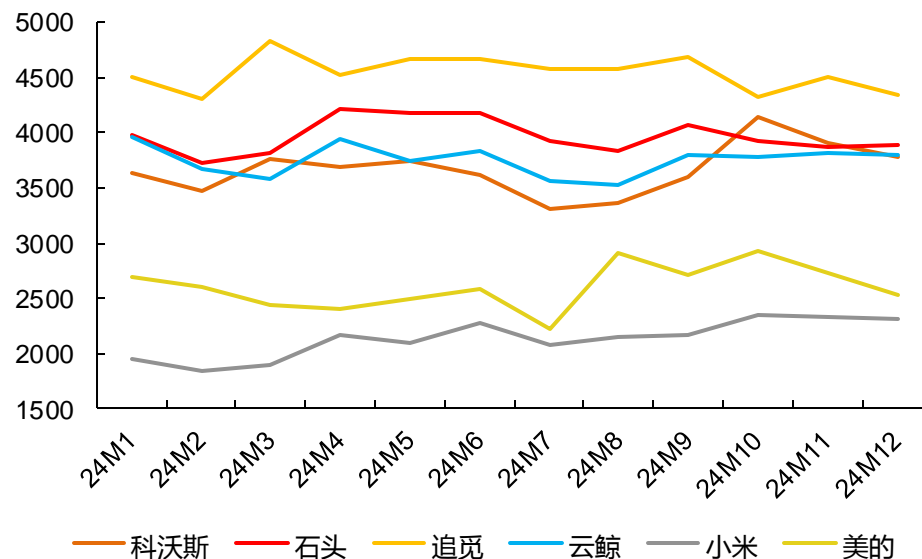
2024年影响竞争格局的关键词：功能升级（产品力）、营销、质价比

- 从功能升级看，2024年主要聚焦“拖布+边刷双外扩”功能迭代+底盘抬升功能，以石头、追觅为代表的厂商获得了份额提升。
- 从营销端看，2024年下半年石头开始采取积极的产品和销售策略，份额快速提升至第一，其余厂商营销投入并未显著增加。
- 从性价比看，2024年追觅/云鲸产品均价分别为4495/3772元，同比-3%/-2%，云鲸本就低的均价持续下探、获取了一定份额。
- 从供应链看，国补热销下大促刚开始石头就出现了断货现象，科沃斯、小米和追觅有份额承接。

图：2024年聚焦“拖布+边刷双外扩”功能迭代，拉动推新厂商份额提升



图：2024年迭代遵循“加量不加价”，均价保持稳定（元）



2

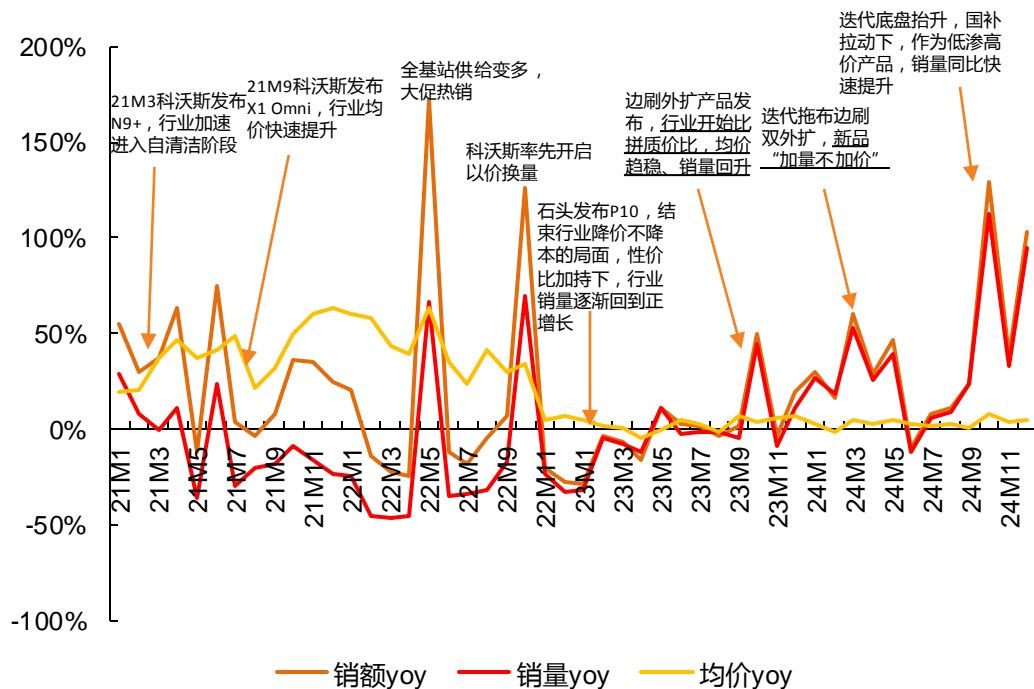
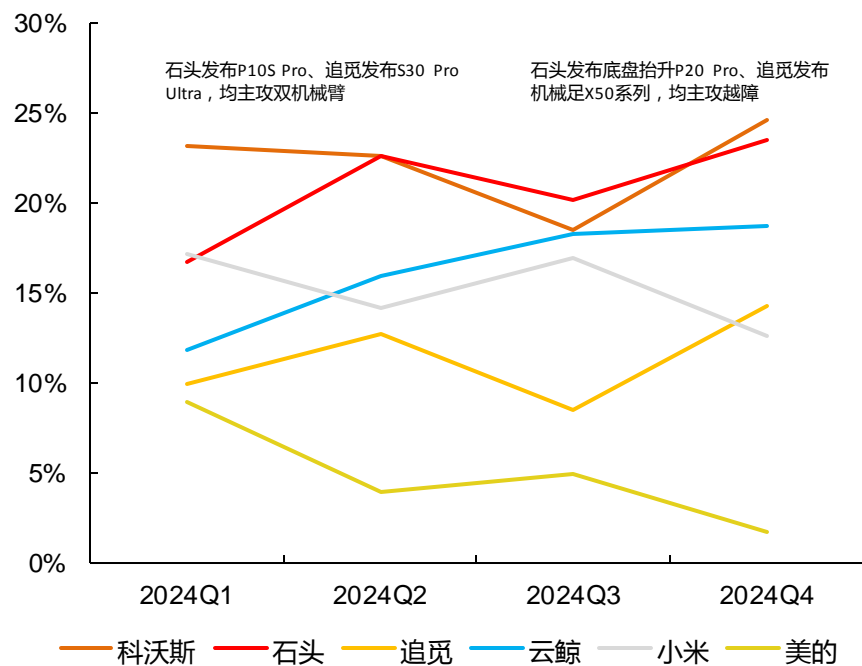
复盘2024 & 展望2025年 扫地机行业

2.1 回顾2024年核心变化

2024年核心变化：功能升级（产品力）、营销、质价比

- 从功能升级看，2024年扫地机行业主要聚焦“拖布+边刷双外扩”+底盘抬升功能迭代，且基本遵循“加量不加价”的质价比路线，以石头、追觅为代表的厂商获得了份额提升。

图：2024年聚焦“拖布+边刷双外扩”+底盘抬升功能迭代，拉动推新厂商份额提升

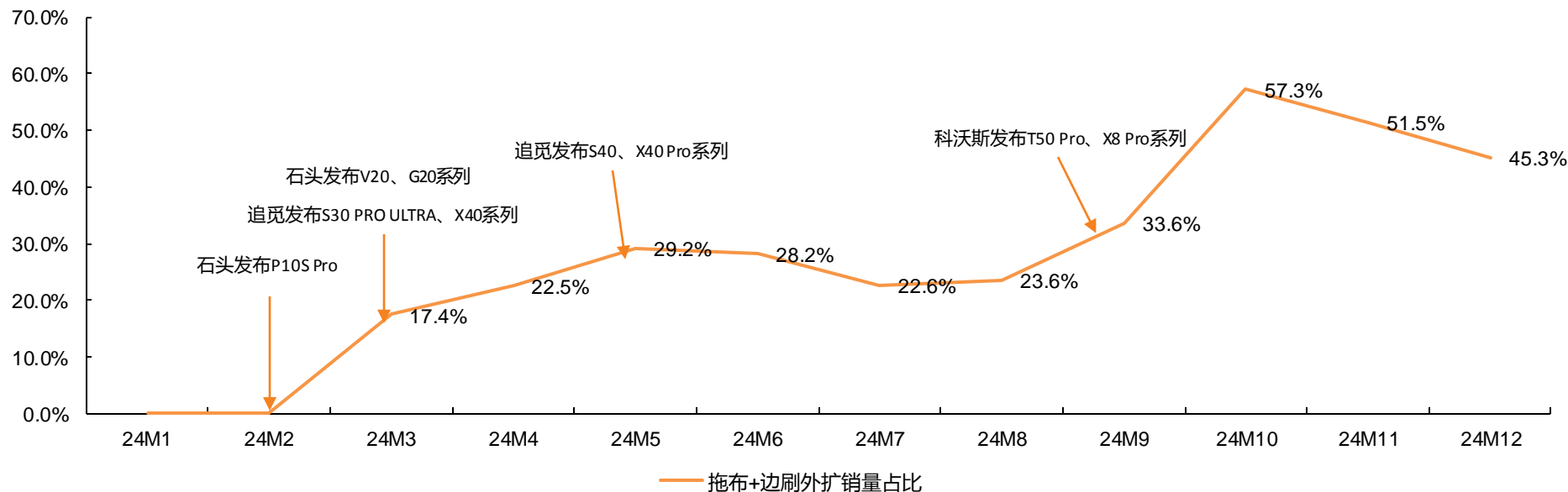


2.1 回顾2024年核心变化

2024年核心变化：功能升级（产品力）、营销、质价比

- 2月-3月追觅及石头首发P10S Pro、S30 Pro Ultra、X40系列产品，同年9月科沃斯补足T50 Pro、X8 Pro系列。
- 在友商纷纷跟进下，2024年双十一大促时销量占比已从618大促时的接近30%快速提升至50%以上。

图：2024年行业聚焦“拖布+边刷双外扩”功能迭代，双十一大促时销量占比已快速提升至50%以上

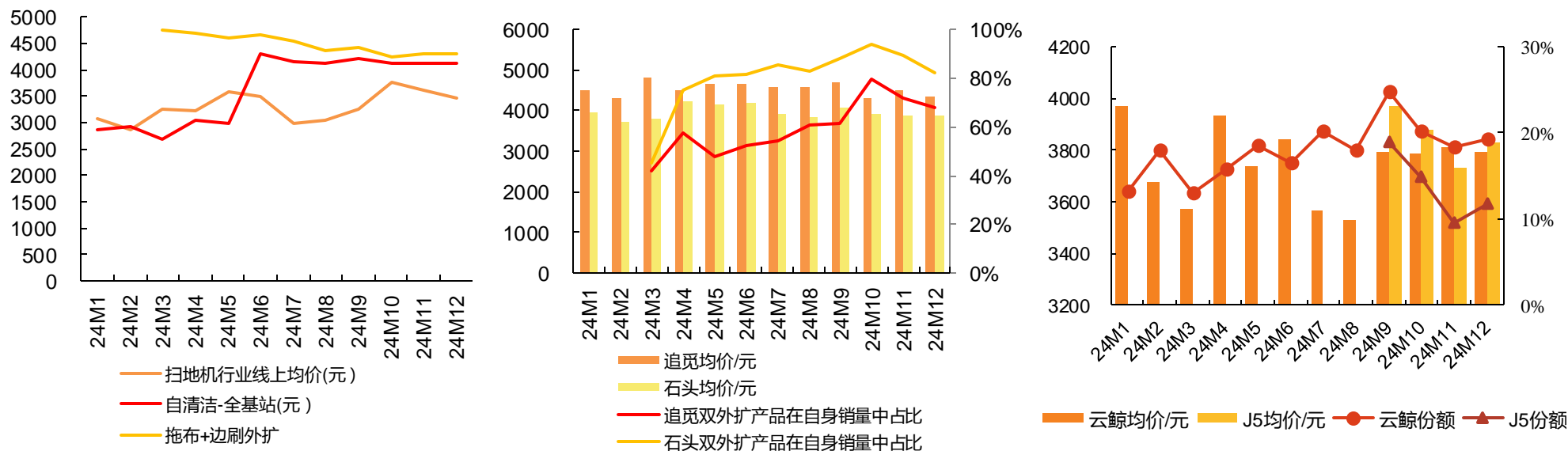


2.1 回顾2024年核心变化

2024年核心变化：功能升级（产品力）、营销、质价比

- 2024年的推新基本遵循“加量不加价”的质价比路线，以石头、追觅为代表的厂商在历史热销价格带持续通过增加功能的方式进行推新，避免了行业单纯的低价内卷，行业均价基本维持稳定，全基站均价甚至在国补拉动下实现了3000→4000的跨越。
- 云鲸在9月J5发布前两月均价降低但份额相对稳定，同时J5上市后大促期间快速降价，整体呈现以价换量。

图：2024年“拖布+边刷双外扩”的功能升级在上半年稳定住了行业及石头/追觅均价，下半年云鲸通过降价抢份额

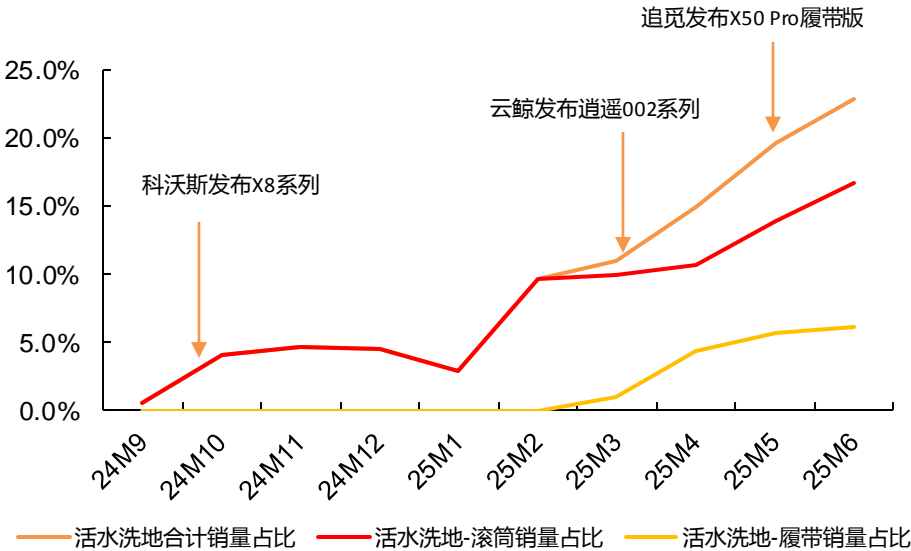


2.2 展望2025年核心看点

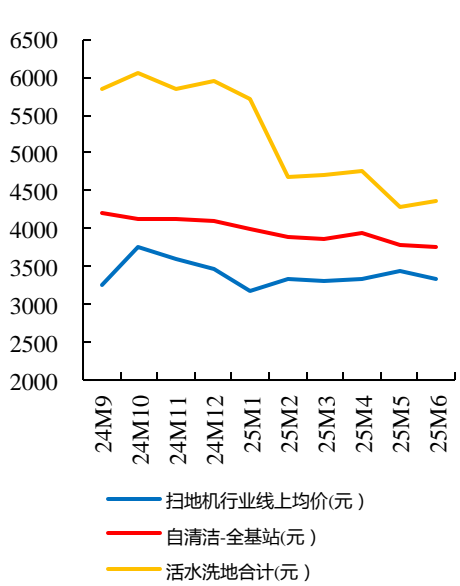
2025年核心看点：行业转向活水洗地产品竞争，预计仍然呈现质价比、均价保持稳定，但需要关注国补效应边际递减影响

- 1、产品竞争维度看，主要围绕活水洗地产品竞争，石头8月发布活水洗地产品，需要保持关注，历史推新上常后发致人。
- 2、活水洗地产品均价高，随着渗透率逐渐提升，即使有降本款产品面世，仍有望助力行业均价趋稳、保持行业良性竞争。
- 3、24M9国补初期，扫地机作为低渗高价的品类获得了较好增长，但效应呈现边际递减，需要考虑透支效应。

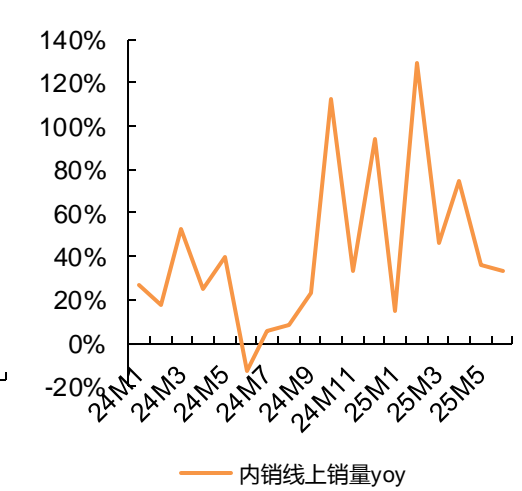
图：2025年行业聚焦活水洗地竞争



图：活水洗地产品均价较高



图：国补有效拉动内销线上销售

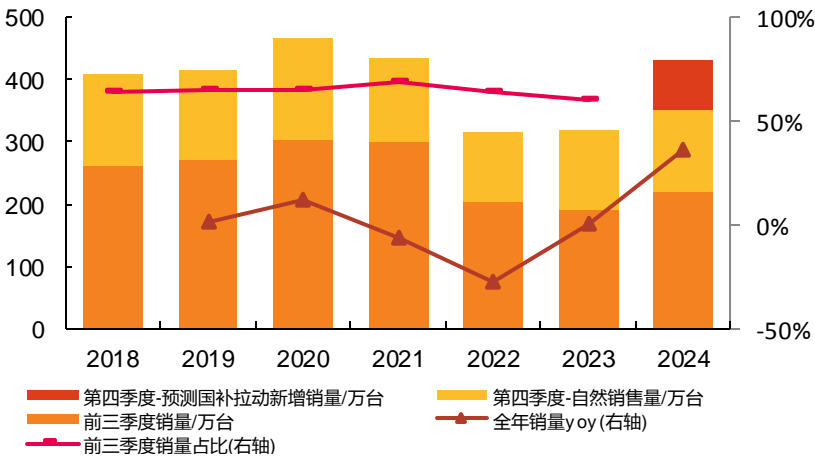


2.2 如何看待2025年扫地机行业销量价情况

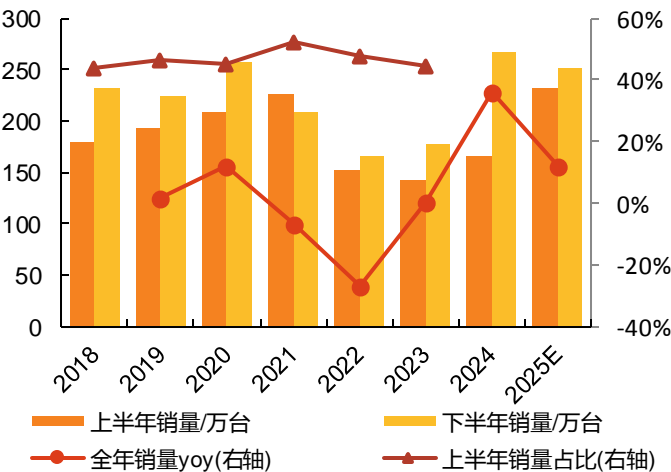
量：预计2025年行业销量同比增长12%，下半年有压力

- 当前全基站销量占比已达到95%以上，国内基本已实现标配，影响2024-2025年量的核心因素是24Q4开始的国补。
- **2024拉动效果**:2018-2022年Q1-3销量占比稳定在65%，假定24Q1-3自然销售占比62%，计算出的2024年自然销售与实际值作差，得到国补新增拉动量，得到2024A/2024Q4行业销量增长36%/67%，其中预测国补在2024A/2024Q4分别拉动25%/63%。
- **2025拉动效果**：2018-2022上半年销量占比稳定在45-50%，假定25H1占比45-51%（考虑国补有边际递减情况），中性情况预计2025A/2025H2行业销量同比+12%/-6%，其中Q3/Q4预计+15%/-11%。

图：2024A/Q4行业销量同比分别36%/67%，其中国补预计拉动25%/63%



图：中性情况预计2025A/2025H2行业销量同比+12%/-6%，其中Q3/Q4预计+15%/-11%



25H1销量占比情景分析	2025E销量yoy	2025H2E销量yoy
45%	19%	6%
47%	14%	-2%
48%	12%	-6%
49%	9%	-10%
51%	5%	-17%

2.2 如何看待2025年扫地机行业销量价情况

价：预计行业ASP同比持平微增

- 由于推新时间、创新力相似，我们通过全基站的产品渗透曲线来推算活水洗地产品的销量与均价情况，从而对行业进行弹性测算。
- 21A/22H1/22A全基站均价分别为5999/5908/5169元，降幅不明显，主系行业供给较少。
- 24A/25H1活水洗地均价分别为5960/4449元，降幅较大主系云鲸25H1推出新品定价仅4500-4800元，大促期间又降价400元左右，科沃斯跟随降价所致，我们预计25全年行业供给会将价格下放至4000-4500元左右竞争，延续“加量不加价”推新思路。
- 21年9月行业首个全基站产品发布，21A销量占比仅3.7%，22H1/22A分别提升至19.0%/30.4%
- 24年9月行业首个活水洗地产品发布，24A/25H1销量占比分别为2.4%/15.2%，叠加降价/国补，我们预计25E可以提升至25-35%。
- 我们假设非活水洗地机产品均价不变，则2025年内销扫地机行业均价在3350-3600元之间，同比分别-3%至+4%，中枢在+0.1%。

图：全基站功能和活水洗地产品的渗透率提升节奏有相似之处

	2021A	2022H1	2022A	2023A
全基站产品销量占比（%）	3.7%	19.0%	30.4%	70.1%
全基站产品均价（元）	5999	5908	5169	4041
行业均价（元）	2414	3134	3154	2961
	2024A	2025H1	2025E	
活水洗地产品销量占比（%）	2.4%	15.20%	30%	
活水洗地产品均价（元）	5960	4449	4250	
非活水洗地产品均价（元）	3403	3136	3136	
行业均价（元）	3465	3340	3470	

图：预计2025年内销扫地机行业均价在3350-3600元之间，同比分别-3%至+4%，中枢在+0.1%

活水洗地产品 2025E销量占比(%)	活水洗地产品 2025E行业均价(元)	4000	4150	4250	4350	4500
35%		3438	3491	3526	3561	3613
30%		3395	3440	3470	3500	3545
25%		3352	3390	3415	3440	3477
活水洗地产品 2025E销量占比(%)	活水洗地产品 2025E行业均价(元)	4000	4150	4250	4350	4500
35%		-0.8%	0.7%	1.8%	2.8%	4.3%
30%		-2.0%	-0.7%	0.1%	1.0%	2.3%
25%		-3.3%	-2.2%	-1.5%	-0.7%	0.3%

注：针对2025年销量占比预测以及行业均价预测的敏感性分析

3

扫地机行业投资思考

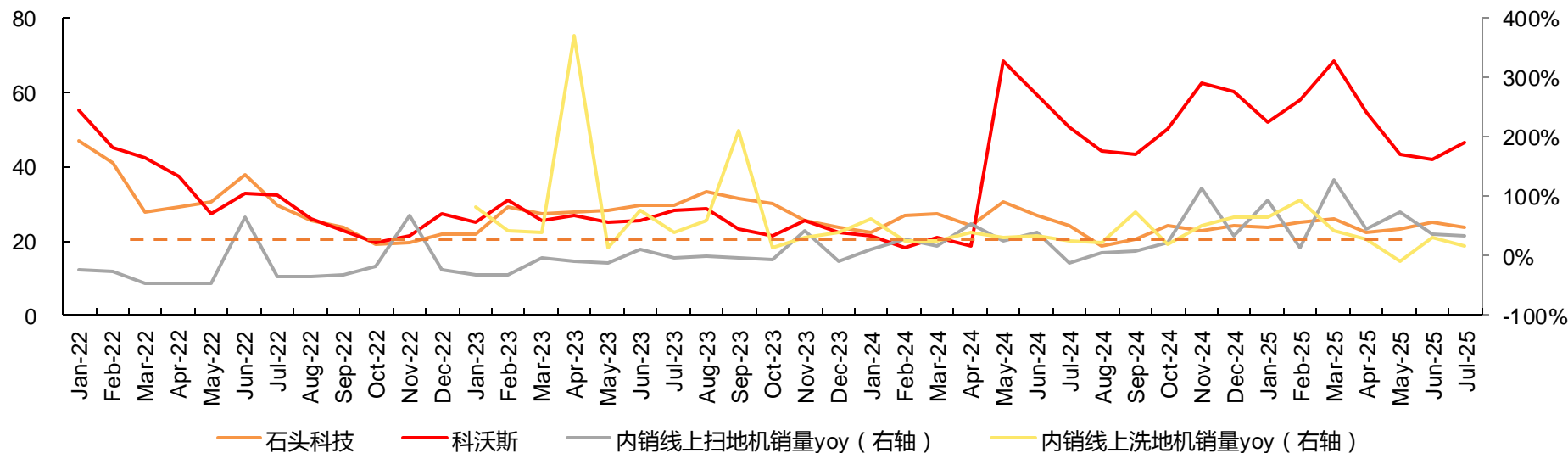
3.1 估值复盘

行业销量好转短期会拔估值，投资者更关注短期数据表现

- 直观来看，在扫地机/洗地机销量YoY增长的周期里，估值往往会同步出现提升；其中科沃斯因为国内收入占比更大（24年国内收入占比57%），所以PE与销量YoY的相关性更强。
- 估值的短期提升主要是因为对未来EPS的乐观。清洁电器内销的主要逻辑在于渗透率提升，因此投资者对未来远期的乐观/悲观程度受短期数据影响。在DCF模型里，未来EPS体现为TV的大小，本质上市场对TV的判断来自于 FCF_1 、 FCF_2 等，FCF的本质来自于阶段性的经营活动现金流，体现在行业数据层面即短期的销量数据。

$$EV = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + WACC)^3} + \dots + \frac{TV}{(1 + WACC)^t}$$

图：估值复盘—行业销量好转短期会拔估值，投资者更关注短期数据表现（左轴PE（TTM））



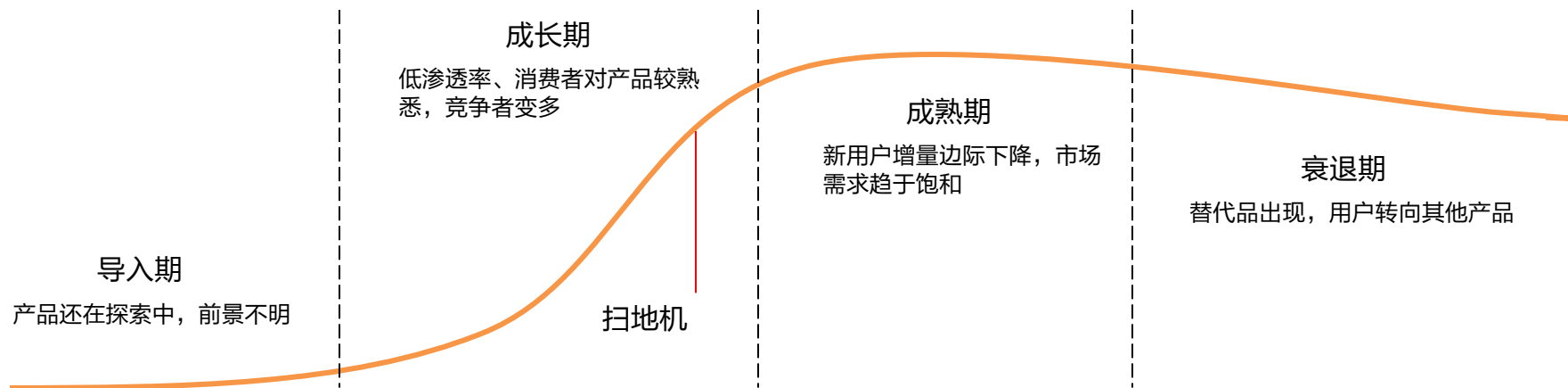
注：PE为TTM,扣除非经常性损益口径

3.2 从产品生命周期看扫地机投资

产品生命周期角度看，不同产品生命周期的投资思路不同

- 1、导入期：厂商供给与消费者需求的碰撞，本质是品类扩容、营销破圈的能力。参考2020年添可推出吹风机、洗地机等，一旦出现爆品，我们认为投资者易对远期空间过度乐观，添可不断上调预期就是最好的例子。双击弹性最大，但很多是短期机会。**导入期重点跟踪各品类SKU数据（广度大于精度）**
- 2、成长期：产品已初步成熟，核心在于提升渗透率。提升渗透率主要包括产品迭代、降价放量、营销扩圈能力。（与第二部分产品力、性价比、营销投放的顺序相呼应），由于部分品类渗透率是螺旋式提升，如VR、扫地机等，因此波动更大。**成长期重点判断产品创新周期大小，跟踪单品SKU市占率情况，部分依靠降价放量的行业关注成本变化。**
- 3、成熟期：竞争格局改善带来利润率提升。参考白电行业（深渠道、强品牌、上下游深度整合）。**成熟期重点跟踪品牌市占率，即竞争格局，同时关注渠道拓展及运营效率。**

图：产品生命周期角度看，不同产品生命周期的投资思路不同



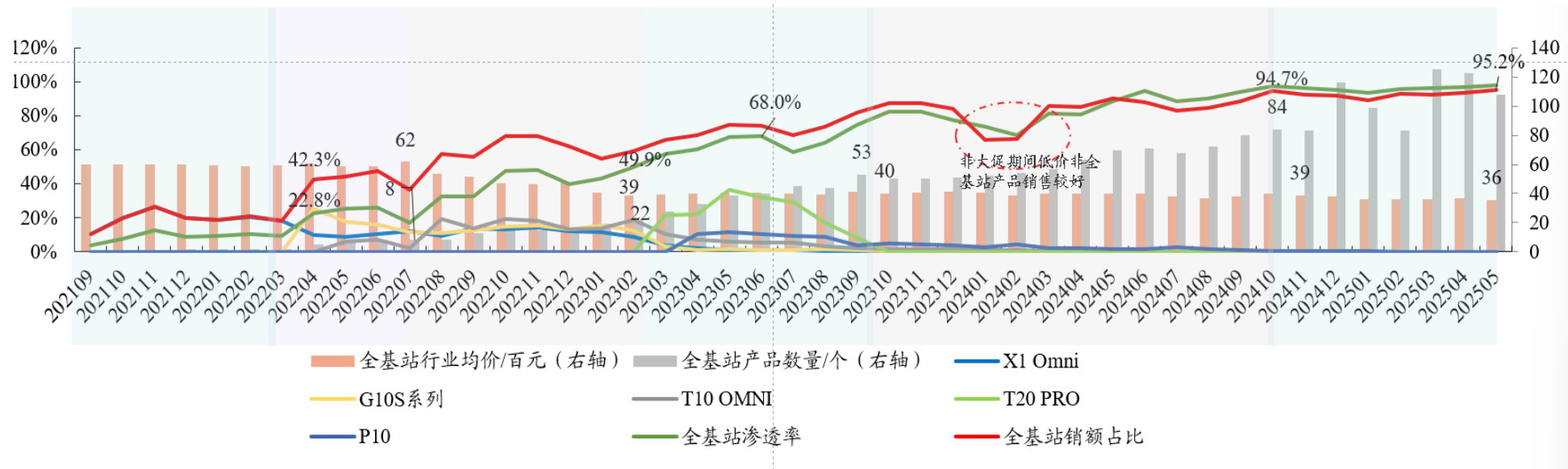
3.2 从产品生命周期看扫地机投资

如何判断创新周期的成功

我们认为一个成功的创新周期往往包含3个维度：供应链配套相对简单、头部品牌参与、消费者易感知

- 1. 激光雷达作为L3级别自动驾驶的重要传感器，早期由于成本原因渗透率始终较低，随着收发芯片成本下降，渗透率逐步提升；
- 2. 扫地机自身集中度较高，以自清洁为例，2019年云鲸推出自清洁产品，后续科沃斯、石头的加入将自清洁推成大趋势；
- 3. 消费者易感知，比如清扫效率更高或更智能等。

图：以全基站为例，大概半年有行业供给、2年供应链可以提供降本方案，均价下降40%



3.3 投资建议

- 内销：据AVC数据，内销25M6销额同比+27%，其中量/价分别同比+34%/-5%；25Q2销额同比+36%，其中量/价分别同比+41%/-3%；我们认为国补拉动延续，但边际效应有所减弱，价格同比转负，重新以价换量。
- 展望下半年的投资：内销Q3仍有国补+去年低基数，我们认为有望保持较快增长；外销方面，我们认为仍有量价齐升可能，同时仍有增量区域，当前保持中国品牌抢本土龙头份额趋势，但竞争格局预计改善。

推荐标的：

1. 石头科技：石头科技是全球扫地机龙头，有望享受行业增长红利，预计25-27年公司归母净利润为19.8/28.2/36.6亿元
2. 科沃斯：Q3行业低基数下有望保持较快增长，我们看好公司在活水洗地产品上的先发优势，预计预计25-27年归母净利润为17.7/20.8/23.7亿元。

盈利预测：

股票 代码	股票 名称	投资 评级	营业总收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
688169.SH	石头科技	买入	86.5	119.4	194.5	280.2	20.5	19.8	19.8	28.2
603486.SH	科沃斯	买入	155.0	165.4	190	213	6.1	8.1	17.7	20.8

注：盈利预测与个股最新外发报告一致

风险提示：新品销售不及预期，行业竞争加剧，线下渠道修复不及预期，原材料价格大幅波动，海外市场扩张不及预期，宏观经济环境变化等。

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的问题。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS