



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业专题

如何看待清洁电器海外趋势？

——石头科技(688169.SH)&科沃斯(603486.SH)海外专题

2024. 09. 26

分析师： 邓 欣 S0010524010001 dengxin@hazq.com

华安证券研究所

核心结论

全文结论：

- ✓ 全球来看，当前行业机会在于内销深度下沉（结合价格带创新、产品创新）与海外以价换量（结合产品端快速降本）。
- ✓ 结合财报及产业印证，头部公司高基数下外销β延续，进阶来看：东南亚等新兴市场尚处价增红利阶段，欧美市场已开启性价比主张争先，平价产品线上获益、高端产品线下挖潜。国产品牌集中布局海外，面临如何平衡价格与盈利的拷问，当前产品端快速降本为外销利润率提供了托底支撑。
- ✓ **石头科技：长期维度更重收入份额的持续增长。**公司23年盈利水平较高，价格拓宽长期利好公司海外挖潜及份额提升，我们预计公司盈利水平在收入增长下稳定收敛，托底来自产品降本及规模效应。预计今明增速+21%/+18%，PE16/14X，买入评级。
- ✓ **科沃斯：关注点应更重盈利弹性及产品思路。**公司23H2盈利基数较低，当前已处盈利持续修复区间，未来增量来自扫地产品降本及海外转好、洗地产品降价触底及渠道调整，背后是公司经营思路转变下的重新回归。预计今明增速+129%/+17%，PE17/14X，买入评级。
- ✓ 风险提示：第三方平台数据失真；数据测算偏差；新品及渠道拓展不及预期；海外市场景气不及预期及竞争加剧

目录

- 内销：样板市场，顶配下放
- 外销：新兴红利，欧美挖潜
- 盈利：海外价格与盈利总结

PART 1

内销：样板市场，顶配下放

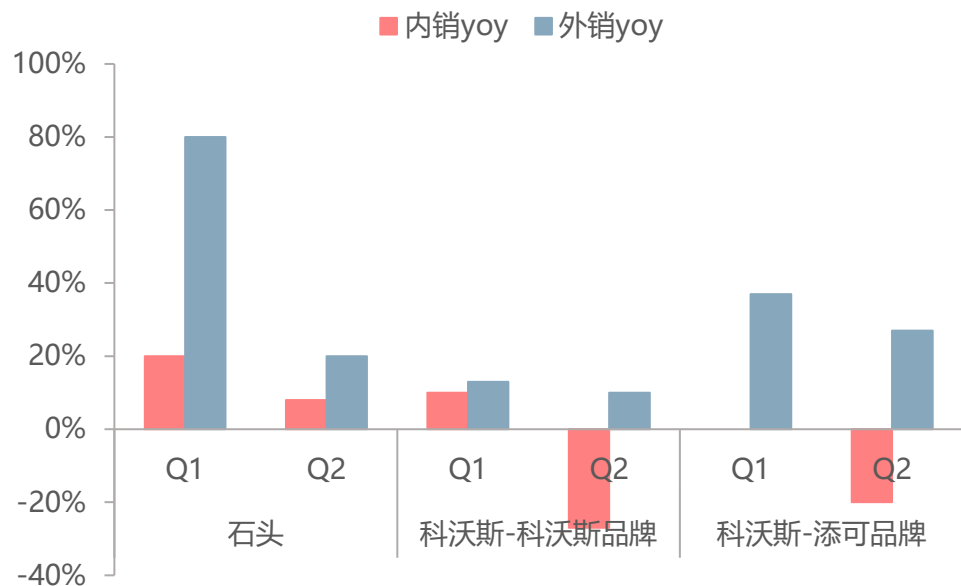
从财报看内销：核心为Q2压制

结合石头科技及科沃斯财报可见：内销弱化之下，增长点皆转向海外。

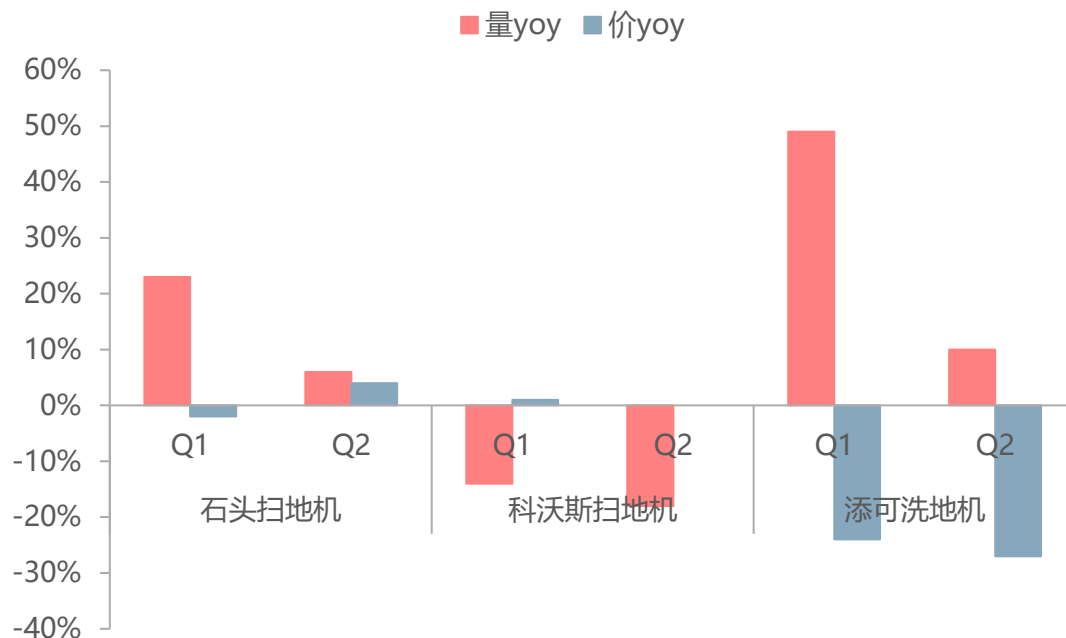
石头科技：我们预计内销Q1+20%、Q2+8%，结合奥维量价趋势，原因为Q2内销量增动能的压制；

科沃斯：我们预计内销Q1科沃斯/添可双品牌皆正向增长、Q2双品牌皆略有下滑，结合奥维，Q2量价动能同样有所趋弱。

石头和科沃斯内外销增速预计



石头和科沃斯量价增速预计



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：奥维，华安证券研究所

内销总结：增长点后续判断

总结来看，今年内销市场创新点及后续增长点在于：

①价格带创新：3K档之后，进一步激活4K市场增量

石头科技：23年以P系列集中拓3K档市场份额，**高性价比的策略主张初获成功**；24Q1已新增V系列初步试水4K档增量，后于24Q3上新P20定价3999元和G20sultra定价4999元，进一步**以顶配下放拉升性价比，持续挖掘中间价格**。

科沃斯：24年产品思路以**降本策略**为导向，上下半年主推T30/T50Pro同样卡位3K档，新品T50Pro定价3999元于3K档主打超薄，和石头**错位竞争**（G20sultra4999元主打超薄）。

②产品创新：除扫地外，新出现洗地机器人方案迭代

除扫地机器人持续迭代之外，科沃斯创新以洗地机器人迭代高端线：

价格门槛：X8Pro补贴价4999元，对标竞品衫川3iF1价格7499元，首次将该品类价格门槛下放至5K以内；

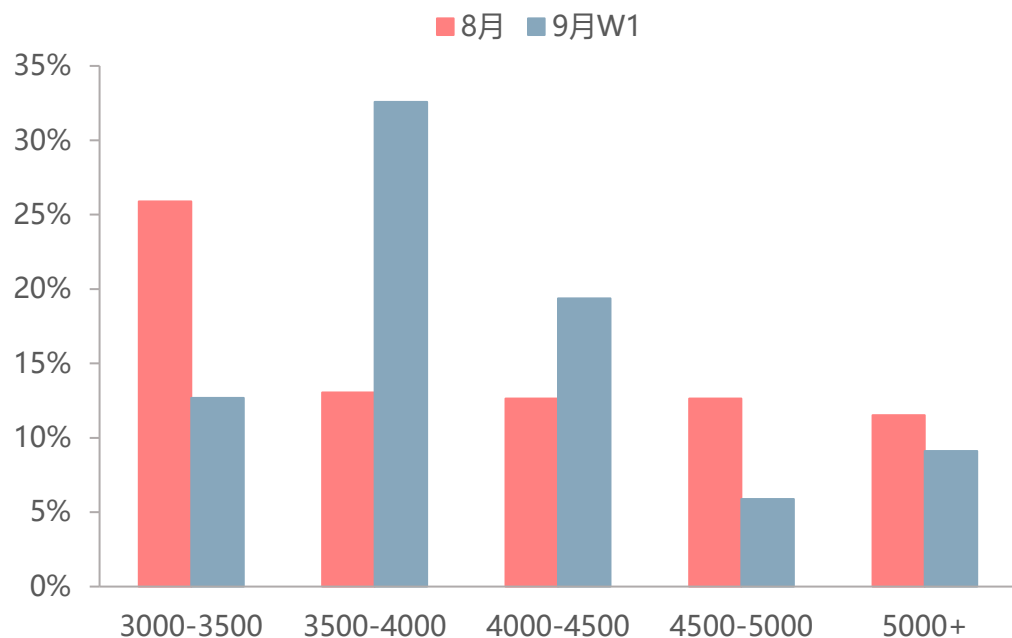
清洁高效：边洗边拖，无风机方案有效优化水渍残留，对标市面洗地机器人方案，基本存在噪音较大和水渍残留问题。

内销总结：分价格带观察印证

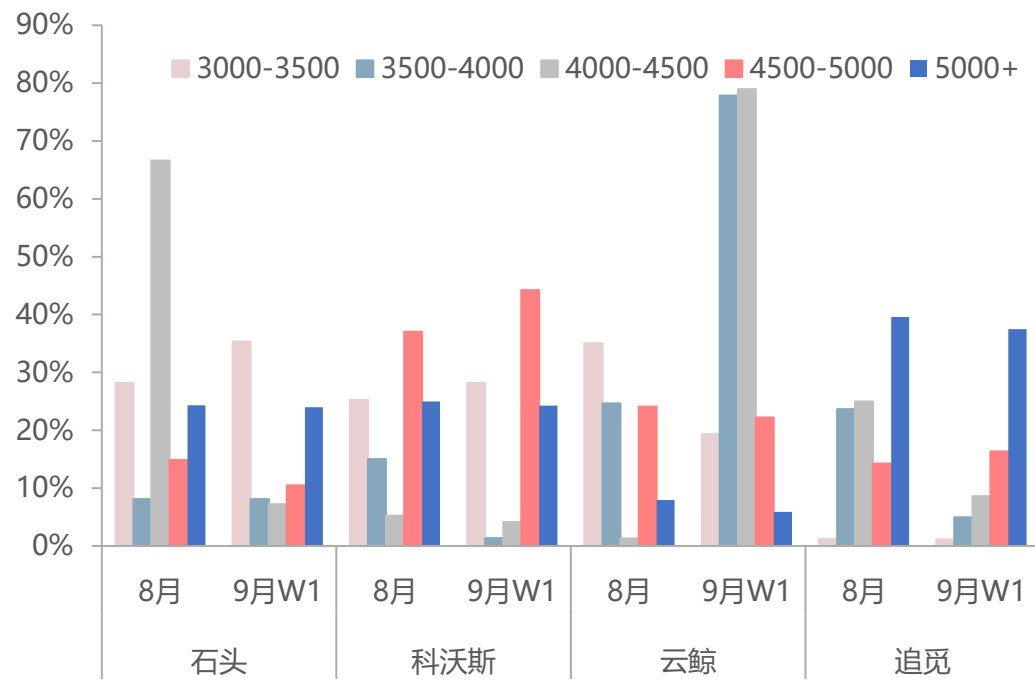
①对“价格带创新”的观察显示：以9月为观察契机，3.5-4.5k价格带贡献已占据5成，逻辑上反映的是以往5k+高端产品的下沉效果，考虑推新期过后通常还有一定价格折让空间，**3K-4K元已是全新的主销市场**；

②对“洗地机器人”的观察显示：科沃斯在4.5-5k价格带的份额提升，一定程度上代表洗地机器人的创新拉动，价格门槛优化之下洗地机器人方案未来的持续迭代，后续**还可能进一步激活4K市场增量**。

扫地机分价格带销额占比



分价格带品牌销额市占率



资料来源：奥维，华安证券研究所

资料来源：奥维，华安证券研究所

PART 2

外销：新兴红利，欧美挖潜

从财报看外销：石头科技、科沃斯

同样，石头科技及科沃斯财报可见：高基数下外销β强势延续；进阶来看，我们更多将分析焦点转向海外区域情况。

✓ 石头科技：

收入增速：我们预计Q1/Q2外销各增长+80%/+20%

区域增速：基本盘欧洲稳增、美国、亚太高增

我们认为增长来自①产品价格拓宽+②新拓渠道增量（美国领跑外销及份额提升受益于今年新拓线下Target/Bestbuy的增量）。

✓ 科沃斯：

收入增速：我们预计旗下科沃斯品牌Q1/Q2外销增长+13%/+10%，添可品牌外销增长+37%/+27%

区域增速：欧洲高增领跑、美国好转、亚太稳增

我们认为增长来自①产品上市带动+②可能的营销革新（欧洲领跑受益产品补齐、美国好转受益营销策略转变及价格拓宽）。

石头/科沃斯分地区收入增速拆分

	石头	科沃斯	
		科沃斯	添可
Q1			
区域			
美国增速	100%	-75%	30%
亚太增速	60%	20%	30%
欧洲增速	80%	50%	60%
Q2			
区域			
美国增速	50%	-40%	10%
亚太增速	20%	10%	10%
欧洲增速	10%	40%	80%

资料来源：公司财报，华安证券研究所

从财报看外销：IRBT等其他品牌

进一步对比IRBT、Shark及Eufy的外销增速和市场情况：

✓ IRobot：

收入增速：24Q1同比-6%、Q2同比-30%，降幅扩大且低端产品占比提升。

区域增速：24Q2美国/EMEA/日本/其他-36%/-22%/-35%/+17%，增长点仅在新兴，美国EMEA及日本降幅皆环比扩大，美国本土降幅最为显著。

✓ SharkNinja：

收入增速：Shark品牌24Q1同比+11%、Q2同比+30%，Shark呈现加速增长。

区域增速：美国/其它24Q1+22%/+31%，24Q2+34%/+25%，Shark于北美本土增长提速。

✓ 安克创新（Eufy）：

收入增速：智能创新H1+35%，我们预计Q2快于Q1，清洁类Eufy预计Q2快于Q1，同样呈现加速趋势。

区域增速：美国/其它+41%/+33%，结合我们测算，Eufy于美国市场预计同样提速。

财报对比及产业调研结论一致为：

国牌阵营对IRBT等核心市场份额仍在持续替代，同时高性价比产品在欧美接受度也正值快速扩容；

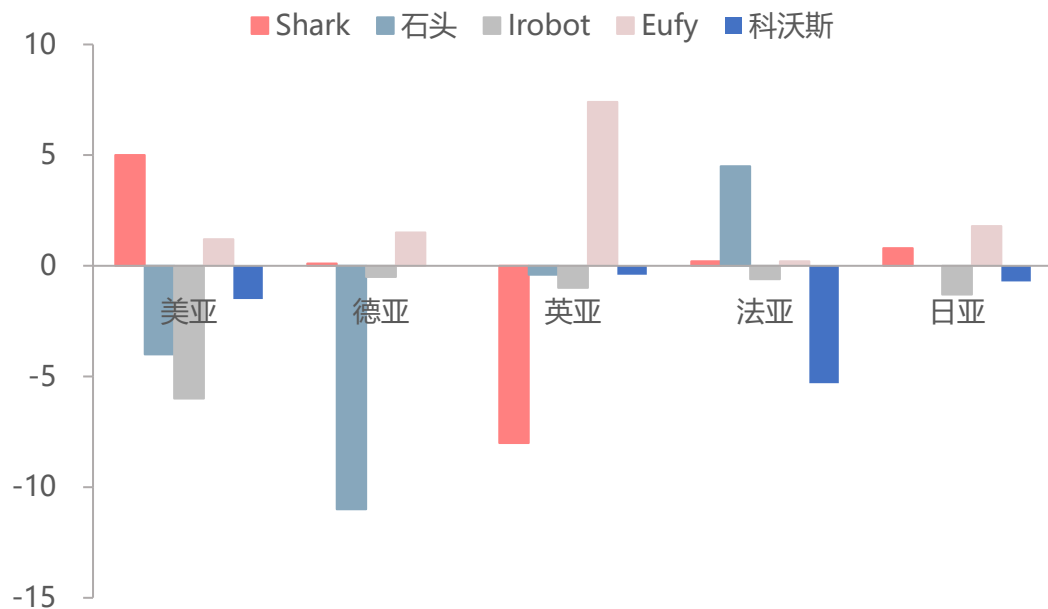
欧洲追觅小米积极加入挖潜阵营；美国SharkEufy借基础价格占据一席之地；内销样板之后，高性价比策略继续推动基站产品海外渗透。

分渠道看外销：亚马逊份额趋势

另一维度，从亚马逊平台看外销趋势：

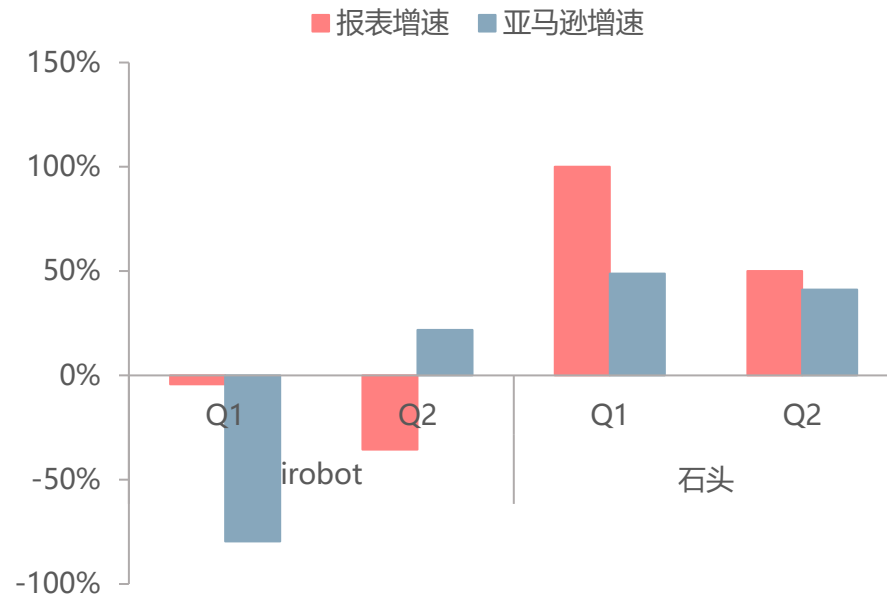
- ✓ **线上结论（与财报基本一致）：高性价比产品欧美获益。** Eufy、Shark不仅于美亚获益，Eufy在德英日等用户偏好也同步上升；
- ✓ **线下结论：平价产品线上拓客的同时，高端产品斩获线下增量。** IRBT报表增速（Q2美国降速）和在美亚平台（20%+增长）的差异，或源于线下渠道影响；预计今年石头入主2000家北美线下KA，对iRobot线下渠道份额出现挤占趋势。

Q2亚马逊市占率同比变化 (pct)



资料来源：久谦，华安证券研究所

美国报表收入增速与美亚销额增速

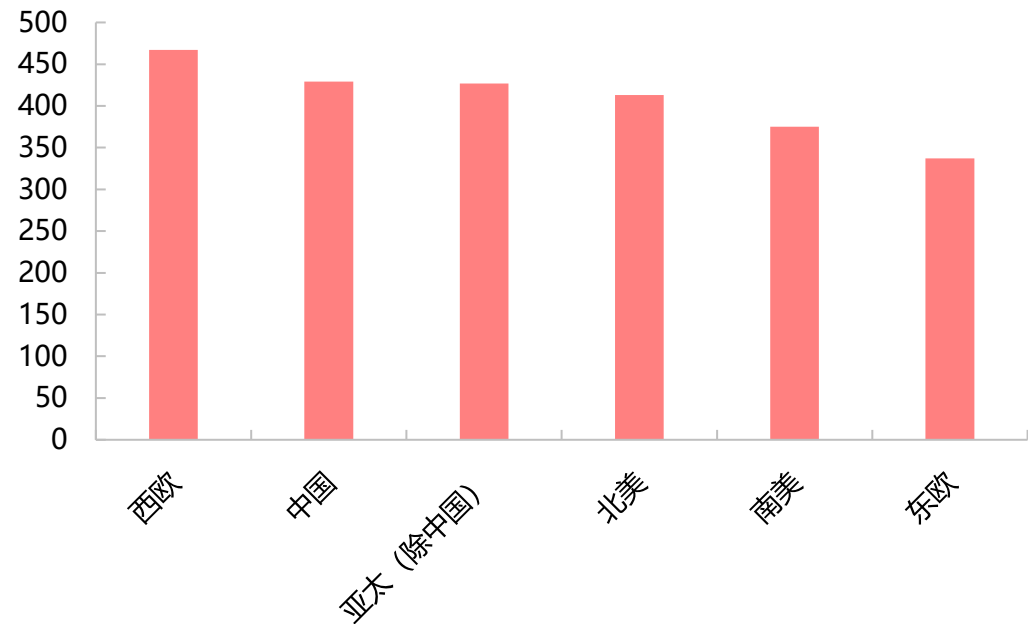


资料来源：久谦，公司财报，华安证券研究所

分市场看外销：新兴，量价齐升持续

- ✓ **趋势判断：**以东南亚为代表亚太及新兴市场尚处清洁出海的红利市场。相较于欧美，渗透仍低、空间更大。
- ✓ **量价分析：**红利市场，量价齐升。参考三方数据，亚太均价高于除西欧之外的绝大多数市场。我们认为背后原因在于：①东南亚等户型属性接近中国，全基站认可空间可能天然较高；②用户收入增速可观且存品牌诉求，先发入主的品牌有望抢占当地富人消费心智。我们预计全年亚太市场规模有望维持+20%以上的扩容趋势。

22年扫地机分区域均价（\$）



资料来源：欧睿，华安证券研究所

石头马来西亚Shopee及同期美亚定价（24年9月）

(单位：\$)	马来西亚Shopee	美国亚马逊
Q8 MAX	438	272
Q Revo	871 (售罄前价格)	500
S8 (白)	576 (黑色已售罄)	438
S8 Pro Ultra	1181	917
S8 MaxV Ultra	1360	1600

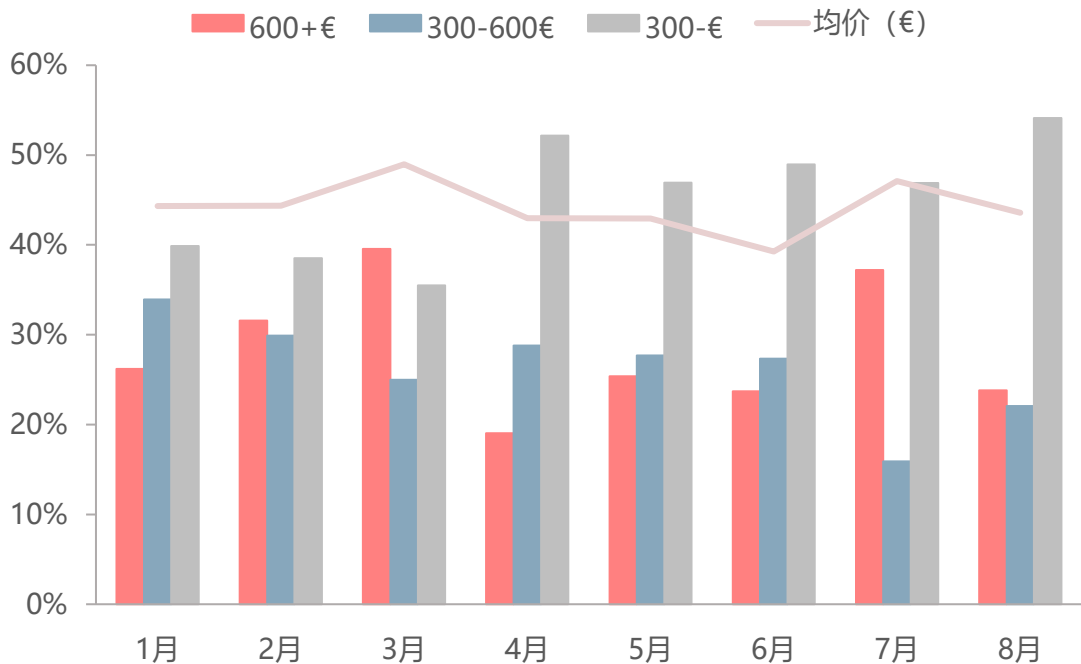
资料来源：Shopee官网，亚马逊官网，华安证券研究所

分市场看外销：欧洲，中端扩容挖潜

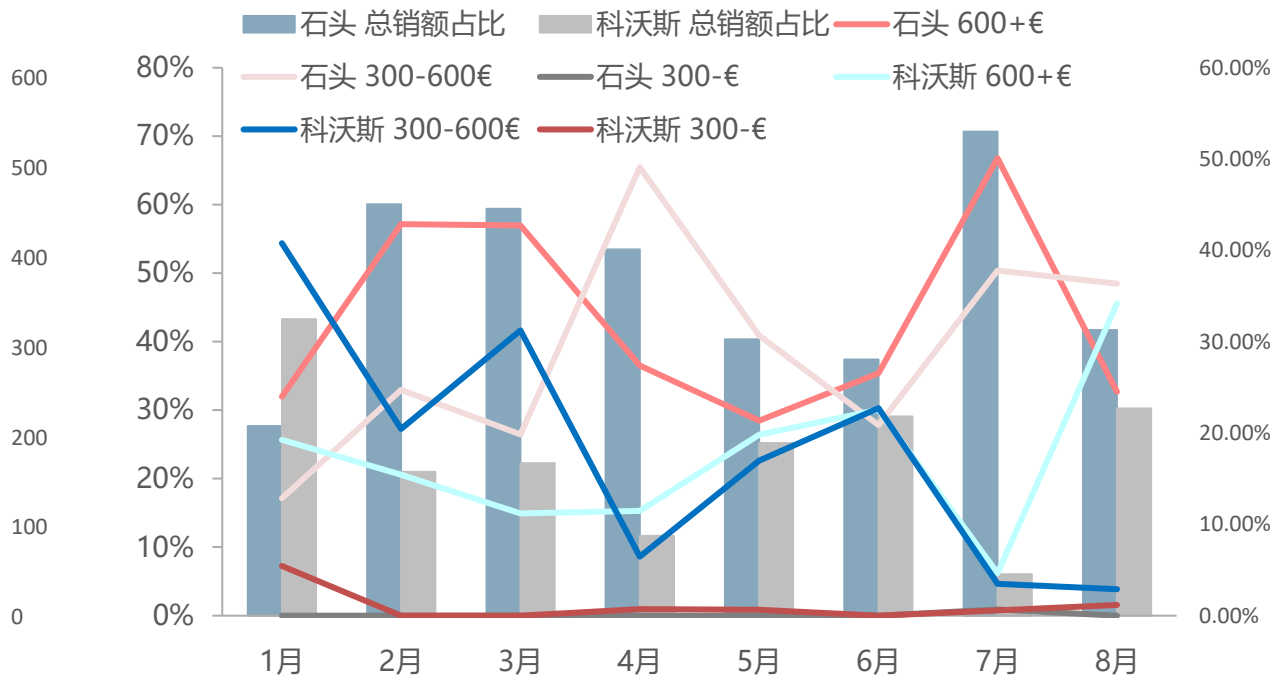
✓ **趋势判断：欧洲为国牌出海的利基市场，以价换量进一步拉动产品增量。**我们预计价格门槛下移相对缓慢，原因在于①**全基站比例**：基站产品尚未占据欧洲主流仍有空间；②**平台构成**：欧洲具天然碎片化的平台与市场；③**品牌构成**：新品牌集中进入，性价比策略为市场提供更多选择，如小米、追觅mova、科沃斯一点，部分与主品牌有所区隔。

✓ **量价分析：预计中端产品结构性扩容。**石头**300-600€中档贡献整体抬升**，8月Q8MAX最新定价379€（6月449€）、Q8MAX+最新479€（6月599€）；科沃斯T30OmniCare定价699€（6月849€），**拉动600€贡献占比也呈现抬升。**

德亚：扫地机Top100价格走势（左：销量占比；右：均价）



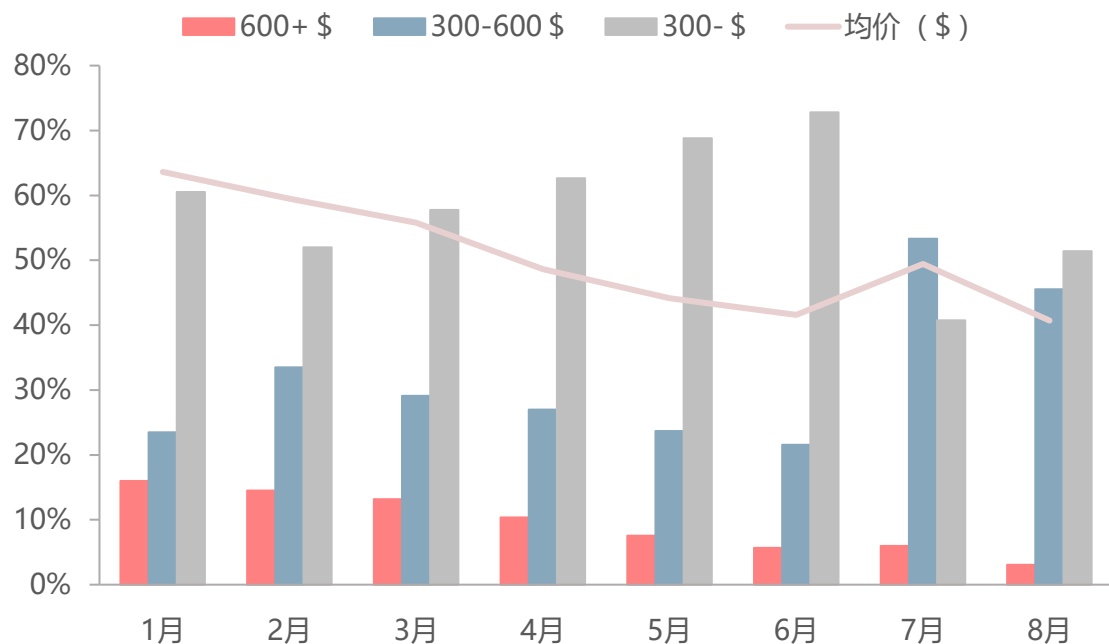
从扫地机Top100看品牌市占（左：销量占比；右：总销额占比）



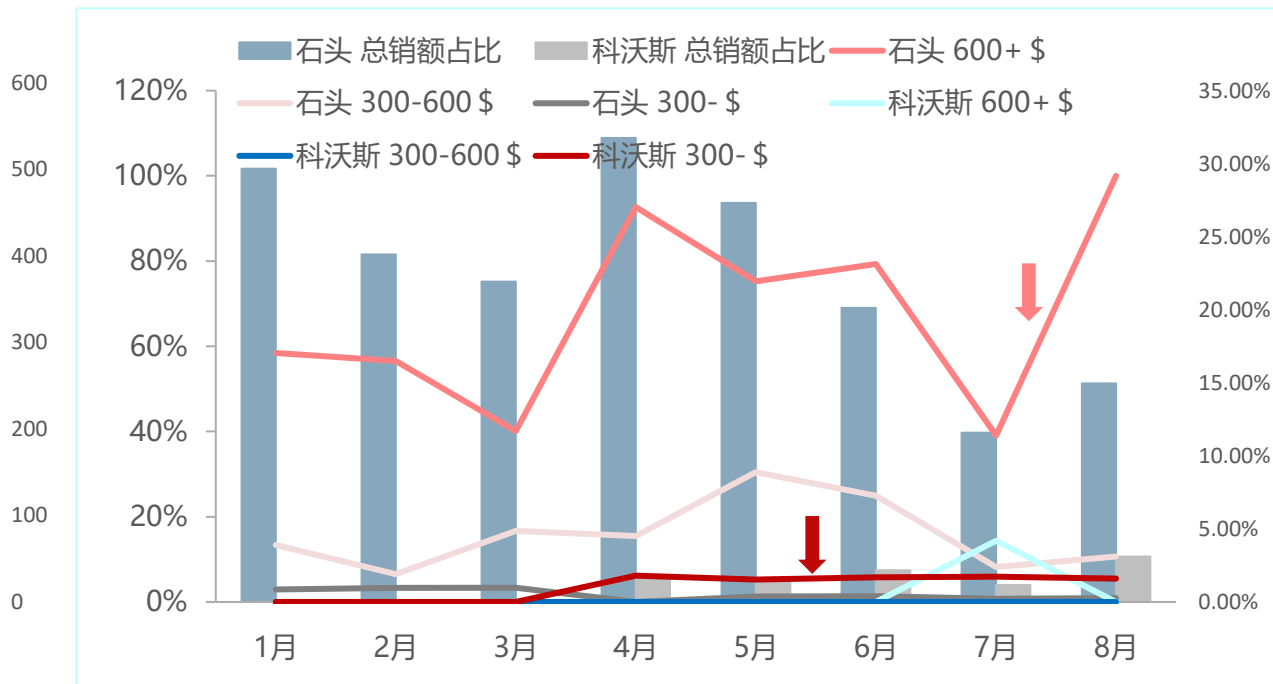
分市场看外销：美国，定价拓宽拓客

- ✓ **趋势判断：美国为国牌竞争外资的集中市场，线上线下双线开发份额增量。** 预计线上平价拓客更为直接，原因在于①**渠道结构**：亚马逊相比欧洲渠道更为统一，直观产生比价效应；线下占据60%定位更高，但高渠道壁垒仅头部切入；②**品牌分层**：石头相对高端、科沃斯走中端、Eufy走性价比，存强势本土品牌iRobot降价及Shark走低端；另美国基站比例低于欧洲，线上均价相对更低。
- ✓ **量价分析：高低两端产品皆有拓宽基础，预计性价比拓线上+中高端拓线下。** 参考美亚监测，行业24H1/Q2同比+6%/+53%，量+3%/+70%价+3%/-10%，平价品牌线上增长爆发。**石头600\$以上高端产品份额依旧稳固**，8月S7MAX最新定价849.99\$（6月899.9\$）；科沃斯Q2上架多款300\$以内“旧改新”产品，**整体份额有所回升，与Q2美国好转趋势一致。**

美亚：扫地机Top100价格走势（左：销量占比；右：均价）



从扫地机Top100看品牌市占（左：销量占比；右：总销额占比）



外销总结及趋势判断

市场趋势：

- ✓ 清洁出海此前聚焦欧美日等主流区域，后续判断我们预计东南亚等新兴市场红利突出，量价齐升；欧洲利基市场稳增，中档扩容；美国市场定价拓宽拓客，平价竞争线上+高端挖潜线下。
- ✓ 国牌阵营对海外核心市场份额持续替代的同时，高性价比产品在欧美市场接受度也正值快速扩容。

品牌趋势：

- ✓ **石头科技：**继23年海外恢复后，公司迅速补齐中高端产品系列，24年拓宽价格带及扩容渠道巩固份额。从24H1我们预计公司美国份额抬升显著，欧洲基本稳定，预计增长来自①价格带拓宽+②新渠道增量，如定价策略放宽可进一步增长。
- ✓ **科沃斯：**继23Q4海外增速好转、毛利率提升之后，24H1我们预计公司亚太份额稳定、欧洲高增领跑，美国出现转好，预计增长来自①产品上市带动+②可能的营销革新，后续随亚马逊seller问题解决有望进一步转好。
- ✓ **追觅小米Eufy：**内销样板之上，高性价比策略继续推动基站产品海外渗透。头部品牌之外，平价品牌也可占据一席之地，Eufy于美国核心市场斩获高增、欧洲也同步开拓上升；追觅海外高低产品齐发、高速拓展欧美及新兴市场。

PART 3

盈利：海外价格与盈利总结

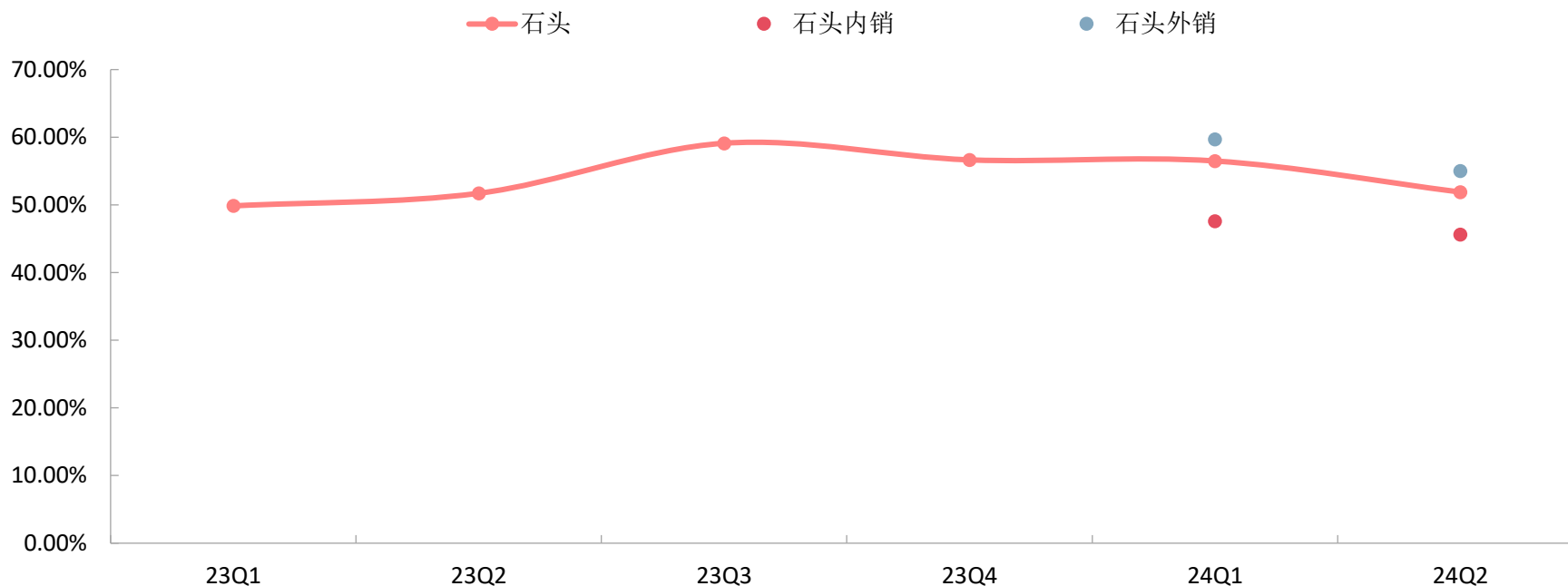
毛利率：石头海外拓宽拓客

石头科技：拉长看毛利率整体稳定，Q2毛利率51.9%同环比+0.2/-4.6pct，预计单季主要为外销毛利率向下影响。

✓ **整体：**海外主打产品QS系列拓宽拓客，但对海外份额及品牌认知有所拉动。

✓ **区域：**欧洲直营渠道占比提升、美国线下高端渠道切入，与欧美价格拓宽有所对冲；海外渗透空间仍大，拉长看毛利率稳定。

石头毛利率及内外销毛利率拆分

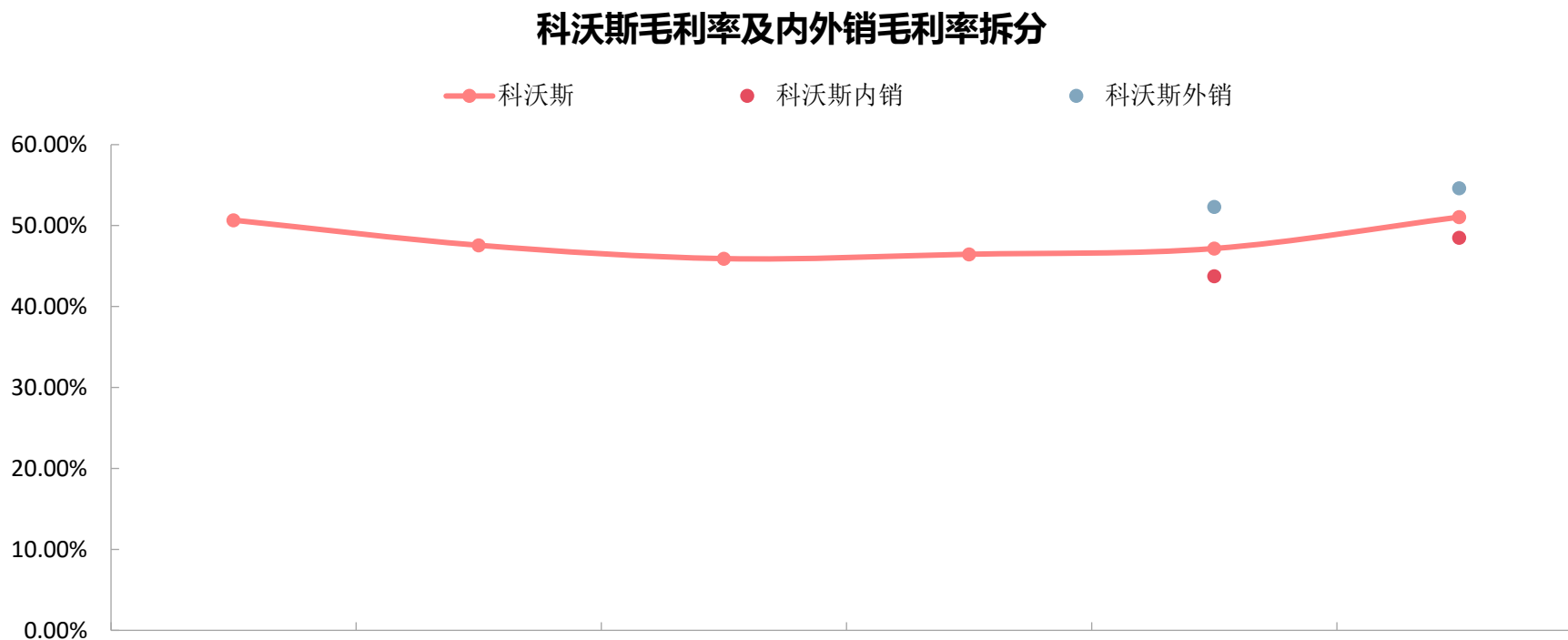


毛利率：科沃斯降本拉动

科沃斯：拉长看毛利率底部向上，Q2毛利率51.1%同环比+3.5/+3.9pct，单季内/外销毛利率分别上移+5/+3pct。

✓ **整体：**受益产品降本策略拉动，主打产品T30/T50系成本优化显著，拉动内外销毛利共同向上。

✓ **区域：**预计欧洲毛利率提升显著，预计美国上下拓宽，迎合趋势低端扩容高端培育；拉长看相较石头海外均价，仍有升级空间。

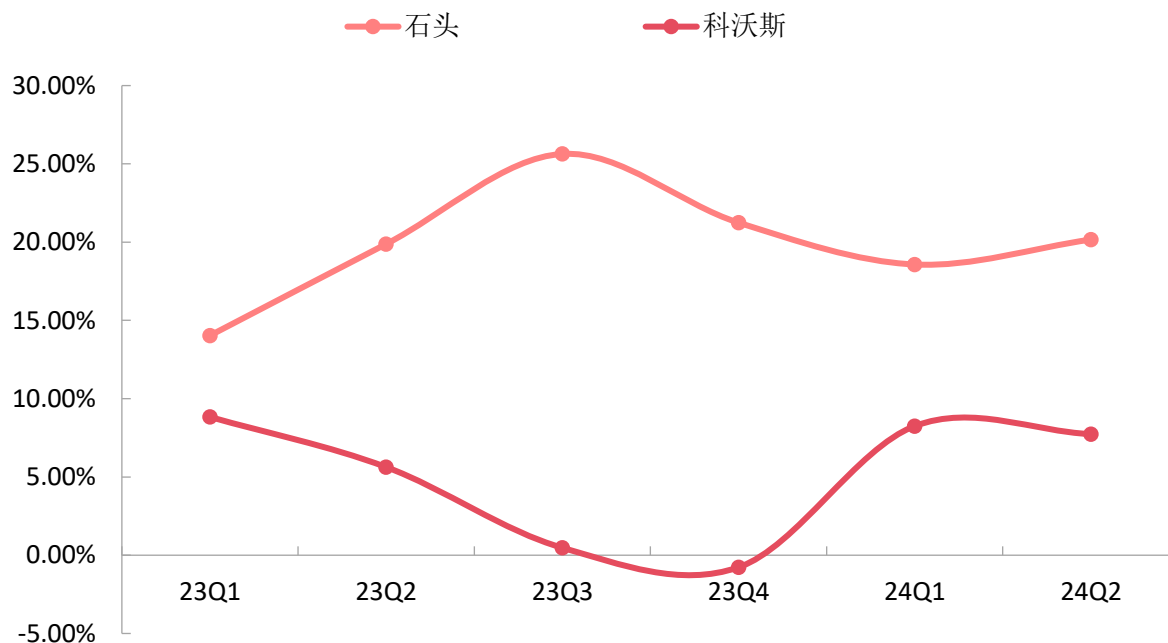


净利率：扣非净利率走势收敛

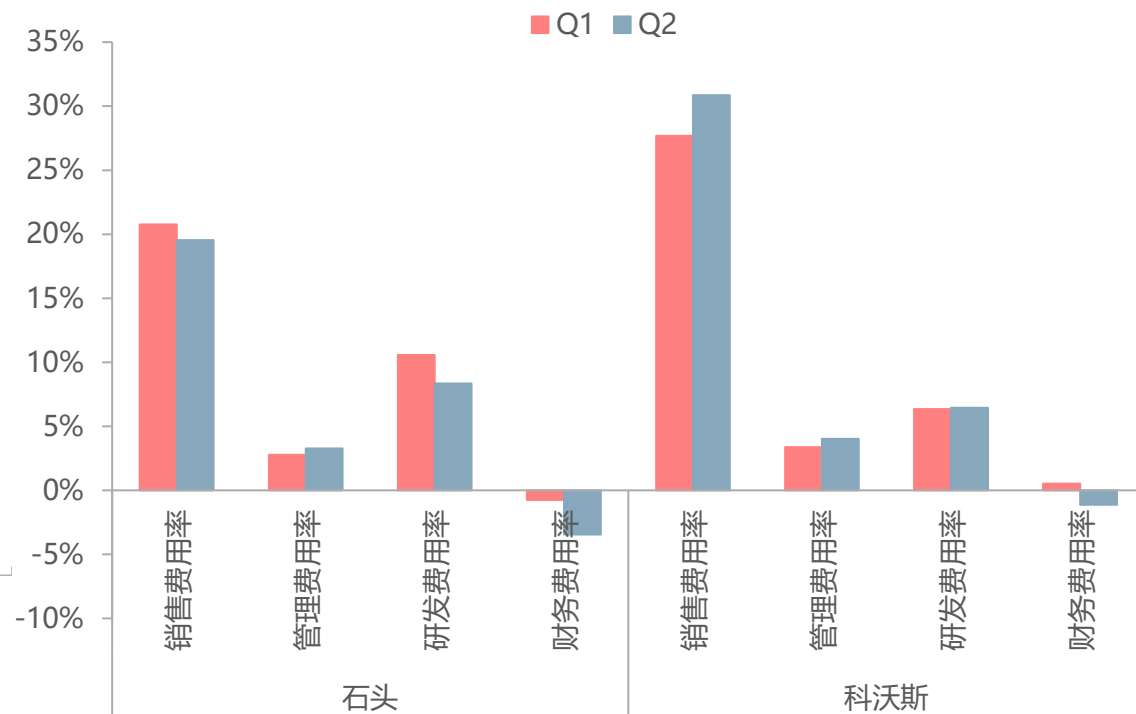
扣非净利率：二者走势收敛，未来石头空间在于规模效应拉动、科沃斯空间在于成本费效优化。

- ✓ **石头科技**：边际上看盈利水平稳中有升，海外持续增长之下，销售费率持续摊薄，显现规模效应；
- ✓ **科沃斯**：同环比看盈利水平皆在向好，H2盈利低基数助推之外，直观看未来对标石头存向上空间。

石头及科沃斯扣非净利率



石头/科沃斯Q1/Q2费用率



盈利判断：石头更看增长趋势

石头科技：乐观/中性/悲观假设下，我们测算24年净利率分别为24%/23%/21%，长期维度更重收入利润的绝对增长。

✓ 盈利托底主要来自①外销占比提升，毛利率显著优于内销；②产品降本同步于价格拓宽；③规模效应下费率有所摊薄。

石头业绩拆分及盈利敏感性分析

	23年	24H1	24E		
			悲观	中性	乐观
中国					
内销收入yoy	29%	12%	8%	10%	12%
内销毛利率	50%	46%	45%	48%	50%
美国					
美国收入yoy	44%	67%	45%	50%	65%
美国毛利率	65%	63%	61%	62%	63%
亚太					
亚太收入yoy	19%	37%	20%	25%	35%
亚太毛利率	55%	55%	55%	56%	57%
欧洲					
欧洲收入yoy	33%	34%	20%	25%	35%
欧洲毛利率	55%	55%	53%	54%	55%
销售费用率	21%	20%	20.5%	20%	19.5%
收入（亿元）	86.54	44.16	104.25	107.77	115.00
收入yoy	31%	31%	20%	25%	33%
归母净利（亿元）	20.51	11.21	21.72	24.45	28.04
归母净利yoy	73%	52%	6%	19%	37%
净利率	24%	25%	21%	23%	24%

盈利判断：科沃斯更看盈利弹性

科沃斯：乐观/中性/悲观假设下，我们测算24年净利率分别为12%/9%/8%，长期维度更重盈利稳定，短期向上弹性显著。

✓ 盈利弹性主要来自①外销占比提升，毛利率优于内销；②产品策略：快速降本支撑毛利率向上；③营销策略：费效持续优化及营销改革，扫地/洗地渠道调整；此外H2低基数助力盈利弹性充分释放。

科沃斯业绩拆分及盈利敏感性分析

	23年	24H1	24E		
			悲观	中性	乐观
科沃斯					
内销yoy	-12%	-11%	-10%	-8%	-6%
内销毛利率	42%	44%	44%	45%	46%
外销yoy	20%	11%	8%	10%	15%
外销毛利率	44%	46%	46%	47%	48%
添可					
内销yoy	-11%	-11%	-9%	-6%	-3%
内销毛利率	48%	49%	46%	46%	47%
外销yoy	40%	32%	28%	30%	32%
外销毛利率	63%	67%	63%	64%	65%
销售费用率	34%	29%	32%	31.5%	29%
收入（亿元）	155.02	69.76	156.82	160.23	164.55
收入yoy	1%	-2%	1%	3%	6%
归母净利（亿元）	6.12	6.09	11.92	13.98	19.61
归母净利yoy	-64%	4%	95%	128%	220%
净利率	4%	9%	8%	9%	12%

资料来源：公司财报，华安证券研究所

盈利总结及趋势判断

我们认为：

- ①外销为长期逻辑，欧美亚核心市场β持续，新兴市场价增红利更显；
- ②内销样板之后，高性价比策略海外争先，以价换量之下产品端快速降本为外销利润率托底提供盈利支撑。

对石头关注点应更重收入份额的长期增长：公司23年盈利水平较高，价格拓宽长期利好公司海外挖潜及份额提升，盈利托底则来自①海外毛利率远高于国内+②产品降本和规模效应，我们测算24年净利率敏感分析为24%/23%/21%（稳定收敛）。预计今明增速+21/+18%，PE16/14X，买入评级。

对科沃斯关注点更重盈利弹性及产品策略：公司23H2盈利基础较低，短看弹性长看产品策略。当前已现2个季度以上边际改善，未来向上仍有空间：扫地品类持续降本及海外转好、洗地品类降价触底及渠道调整成果，以及公司产品营销思路转变下的重新回归，我们测算24年净利率敏感分析为12%/9%/8%（稳定向好）。预计今明增速+129/+17%，PE17/14X，买入评级。

业绩估值

代码	简称	市值 (亿)	收入 (亿元)			收入增速			归母净利 (亿元)			归母净利增速			PE		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E
688169.SH	石头科技	403	86.54	107.50	128.75	31%	24%	20%	20.51	24.76	29.12	73%	21%	18%	18	16	14
603486.SH	科沃斯	236	155.02	160.74	177.73	1%	4%	11%	6.12	14.02	16.35	-64%	129%	17%	38	17	14

风险提示

1、第三方平台数据失真

报告中多处引用包括奥维、久谦在内的第三方数据，并作为判断公司、行业发展前景的依据。考虑到第三方数据库由采样爬虫、抽样等方式取得数据，可能同实际情况存在不一致，导致本报告结论存在偏差。

2、数据测算偏差

报告中分季度收入增速/毛利率等的拆分结果依托行业发展趋势、公司财报、公开信息等测算所得，可能存在偏差。

3、新品及渠道拓展不及预期

若国内外新品及渠道拓展不及预期，可能收入/盈利表现低于本文预期。

4、海外市场景气不及预期及竞争加剧

若海外市场景气不及预期或行业竞争加剧，可能份额/盈利表现低于本文预期。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

分析师：邓欣 S0010524010001