

非金融公司 | 公司深度 | 科沃斯 (603486)

回首来时路，砥砺前行



报告要点

本篇报告通过复盘科沃斯近年来发展历程，聚焦行业发展趋势以及公司产品迭代情况，通过复盘，我们认为科沃斯当前或已迎来经营向上拐点，蓄势待发。收入端，公司两大自主品牌科沃斯、添可品牌外销收入快速增长，有望强化公司成长性，内销端 2024 年以来公司加快布局扫地机新品，内销份额有望逐步企稳；盈利端，扫地机价格总体稳健，洗地机虽价格下探，但公司低成本新品占比持续提高，叠加费用投放优化，盈利端改善或更为确定。综上，我们认为科沃斯业绩拐点在即，建议积极关注。

分析师及联系人



管泉森

SAC: S0590523100007



孙珊

SAC: S0590523110003



莫云皓

SAC: S0590523120001

科沃斯(603486)

回首来时路，砥砺前行

行业：家用电器/小家电
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：51.21 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 569/569
 流通A股市值(百万元) 29,148.81
 每股净资产(元) 11.91
 资产负债率(%) 47.55
 一年内最高/最低(元) 62.85/27.76

股价相对走势



相关报告

- 《科沃斯(603486): 2024年中报点评: 降本提效双管齐下, 盈利能力改善显著》2024.09.05
- 《科沃斯(603486): 2023A&2024Q1 业绩点评: “清”舟已过万重山》2024.04.29



扫码查看更多

科沃斯 2020 年至 2021 年中涨幅较为显著，但 2021 年中以来股价经历了较大幅度调整，而当前股价企稳，能否印证公司已经迎来了经营拐点？本文通过复盘公司近年来发展经历，聚焦行业发展趋势以及公司产品迭代情况，以期对此做出解答。

➤ 2019-2021 年：主动调整，越过山丘

上市后不久，公司主动收缩低端&代工业务、推出添可品牌，尽管收入业绩短期波动，但为 2020-2021 年较快增长奠定基础。进入 2020 年，公司一方面承接疫情居家尝鲜需求，推动扫地机行业实现跨越增长，另一方面扫地机行业迎来产品升级上行周期，导航、避障与清洁方式均有升级；公司 T8 AIVI 与 X1 OMNI 分别引领 dToF 与全能型扫地机发展，在此背景下公司营收高增，单季归母净利率一度超 15%。

➤ 2022-2023 年：布局欠缺，经营承压

2022 年扫地机行业内基本确定激光导航+全能型产品方向，但定价与功能细节尚未完全达成共识；在博弈当中，龙头动用价格手段保护份额并不意外，但公司采用老品降价的方式，导致盈利能力波动；2023 年全能型扫地机价格持续下探之际，公司多价位扫地机布局相对缺位，份额受损，收入增速逐季收窄，叠加扫地机增速放缓、一级市场竞争对手营销投入较大，公司盈利能力承压，2023H2 仅实现微利。

➤ 2024 年：蓄势待发，盈利改善可期

当前公司科沃斯、添可两大自主品牌外销收入快速成长，业务结构更加均衡多元，公司汲取前期经验，蓄势待发：科沃斯的性价比、高端产品布局齐全，年初销售开门红，产品设计也不乏巧思；同时外销正分区域发力，割草机器人新业务正结出硕果。添可内销盈利能力压力有望逐步减轻，且扫地机外销正成为新的营收增长来源，潜力不容小觑。我们期待公司在收入稳中求进基础上，业绩弹性逐步释放。

➤ 看好龙头再起，维持公司“买入”评级

2024 年以来科沃斯加快产品布局，提升新品占比，积极拓展海外，改善营销效率，参考公司发展历史，我们看好清洁电器龙头再起，在收入稳中求进的基础上实现业绩弹性逐步释放。预计公司 2024-2026 年营业收入为 159、179、203 亿元，同比分别+3%/+12%/+13%，归母净利润为 14.06、16.44、18.93 亿元，同比分别+130%/+17%/+15%，EPS 为 2.47、2.89、3.33 元，综合维持科沃斯“买入”评级。

风险提示：1) 政策兑现不及预期；2) 关税预期扰动出口节奏；3) 原材料成本大幅上涨

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15325	15502	15917	17875	20278
增长率(%)	17.11%	1.16%	2.68%	12.30%	13.45%
EBITDA(百万元)	1951	941	1711	1980	2244
归母净利润(百万元)	1698	612	1406	1644	1893
增长率(%)	-15.51%	-63.96%	129.72%	16.90%	15.16%
EPS(元/股)	2.98	1.08	2.47	2.89	3.33
市盈率(P/E)	17.2	47.6	20.7	17.7	15.4
市净率(P/B)	4.6	4.5	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.9	24.6	15.8	13.2	11.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 09 月 30 日收盘价

正文目录

1.	2019-2021 年：主动调整，越过山丘	6
1.1	2019 年：景气平淡，主动转型，阶段性承压	6
1.2	2020-2021 年：行业景气回升，双品牌高速增长	9
2.	2022-2023 年：布局欠缺，经营承压	17
2.1	2022 年：产品更新迭代趋缓，价格竞争拉开序幕	18
2.2	2023 年：以价换量大势所趋，多价格段竞争承压	22
3.	2024 年：蓄势待发，盈利改善可期	25
3.1	科沃斯品牌：产品矩阵优化，海外+割草机增量可期	25
3.2	添可品牌：盈利或有望改善，海外增长值得期待	30
4.	看好龙头再起，维持公司“买入”评级	35
5.	风险提示	36

图表目录

图表 1:	清洁电器龙头股价复盘（股价定基，2020 年 7 月 31 日=100）	6
图表 2:	全球清洁机器人销额（亿美元）及同比	7
图表 3:	中国清洁机器人销额（亿元）及同比	7
图表 4:	2018 年 iRobot 推出 Clean Base 集尘基站	7
图表 5:	米家扫地机 1S 同时配置激光&视觉传感器	7
图表 6:	2019 年公司主动减少 ODM 业务	8
图表 7:	科沃斯品牌中全局规划类产品收入占比提升	8
图表 8:	科沃斯 2018-2019 年研发费用率明显提升	8
图表 9:	科沃斯 2018-2019 年研发人员数量有所增加	8
图表 10:	业务调整使公司服务机器人销量 2019 年下滑	9
图表 11:	公司服务机器人均价从 2019 年开始提升	9
图表 12:	公司 2019 年产品结构优化，高端产品市场份额领先	9
图表 13:	公司 2019H2 销售费用率较高，拖累业绩表现	9
图表 14:	扫地机零售量 2020 年小幅增长	10
图表 15:	扫地机推总价格 2021 年提升最为显著	10
图表 16:	激光导航的路径规划效果明显更优	10
图表 17:	国内扫地机激光导航线上额占比大幅提升	10
图表 18:	科沃斯 DG70 首次搭载 AIVI 视觉识别传感器	11
图表 19:	科沃斯 T8 AIVI 率先引入当时领先的 dToF	11
图表 20:	2020 年扫地机重点产品特点对比	12
图表 21:	2020 年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15	12
图表 22:	2020 年线上销额 TOP15 型号对应均价	12
图表 23:	2020 年线上扫地机分价位销量份额	12
图表 24:	科沃斯 N9+ 无需手动更换扫、拖模组	13
图表 25:	科沃斯 N9+ 机身携带 220ml 电控水箱	13
图表 26:	X1 OMNI 首次集成了自清洁与自集尘功能	13
图表 27:	X1 OMNI 的摄像头+3D 结构光避障方案较领先	13

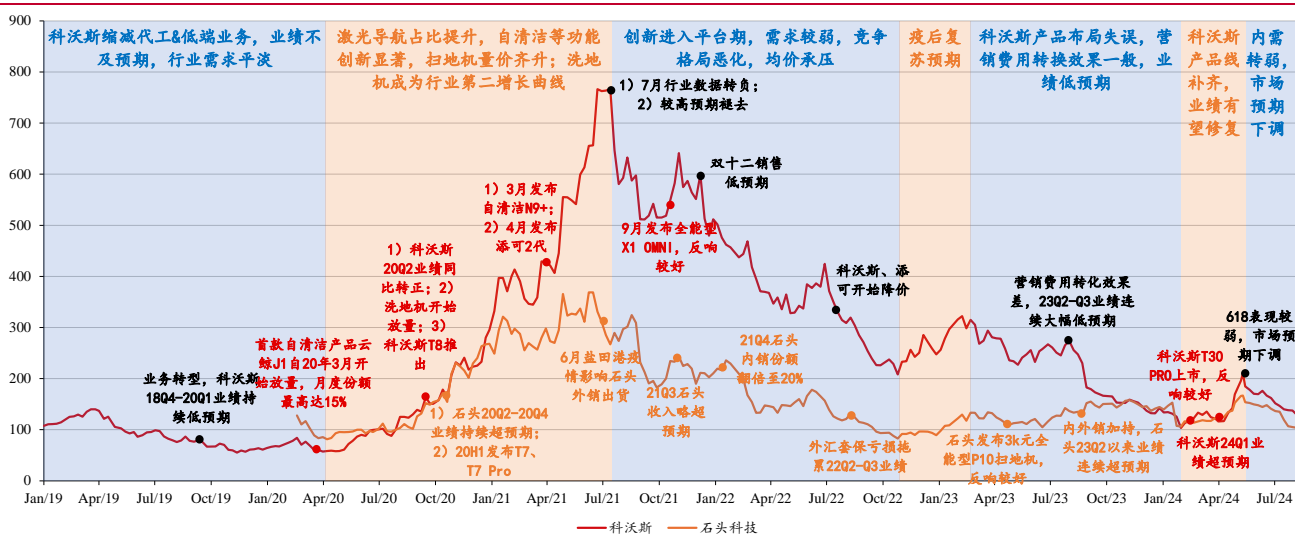
图表 28:	2021 年扫地机重点产品特点对比	14
图表 29:	2021 年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15	14
图表 30:	2021 年线上销额 TOP15 型号对应均价	14
图表 31:	2021 年线上扫地机分价位销量份额及同比变动	15
图表 32:	国内科沃斯品牌高端产品收入占比持续提升	16
图表 33:	2021 年公司全能型扫地机收入占国内 23%	16
图表 34:	2020-2021 年部分洗地机产品特点对比	16
图表 35:	2020 年以来国内洗地机推总销额迅速增长	17
图表 36:	至 2023 年公司添可洗地机销量已破 300 万台	17
图表 37:	全年同比看, 两品牌毛利率或均承压	18
图表 38:	2023Q2 以来销售费用率增加拖累盈利	18
图表 39:	国内扫地机线上分品牌零售量份额	19
图表 40:	国内扫地机线上分品牌零售均价	19
图表 41:	2022 年扫地机重点产品特点对比	19
图表 42:	2022 年中起, 扫地机部分产品均价下行, 并出现当年新品降价现象 ..	20
图表 43:	2022 年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15	20
图表 44:	2022 年线上销额 TOP15 型号对应均价 (元)	20
图表 45:	2022 年线上扫地机分价位销量份额及同比变动	21
图表 46:	2022 年中起, 洗地机部分产品均价环比也开始下行 (元)	21
图表 47:	2021 年来全能款扫地机线上销额占比提升	22
图表 48:	2021 年来分类型均价下探, 消费者向上选择	22
图表 49:	2023 年科沃斯与石头科技性价比扫地机产品特点对比	23
图表 50:	X2 使用两组激光收发器, 共 220° 视角范围	23
图表 51:	X2 机身高度 9.5cm, 可穿越家具下方	23
图表 52:	2023 年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15	24
图表 53:	2023 年线上销额 TOP15 型号对应均价	24
图表 54:	2023 年线上扫地机分价位销量份额及同比变动	24
图表 55:	添可外销收入增速领跑 (单位: 亿元)	25
图表 56:	2023A 公司外销毛利额逼近内销	25
图表 57:	差异化的基站尺寸与设计有望节约成本	26
图表 58:	T30 Pro 下视传感器数量优化至 4 个	26
图表 59:	X5 Pro 机身尾部相比 X2 更圆滑	27
图表 60:	Mate X 子母机概念较为新颖	27
图表 61:	2024 年 618 大促期间扫地机重点新品列表	28
图表 62:	全球基站型扫地机收入占比 (%) 提升	29
图表 63:	美国地面铺装销售面积当中, 地毯占比下滑	29
图表 64:	科沃斯品牌海外营收持续增长 (单位: 亿元)	29
图表 65:	yeedi 的 M12 Pro 与国内 T30 系列高度相似	29
图表 66:	机器人占比或提升至全球家用割草机市场的 17%	30
图表 67:	科沃斯割草机器人新品 GOAT GX 面向美国	30
图表 68:	添可洗地机主要型号的线上均价 (元) 与线上零售量 (万台) 走势 ..	31
图表 69:	国内线上洗地机分品牌零售量份额	31
图表 70:	国内线上洗地机分品牌零售均价	31
图表 71:	添可洗地机规模优势或仍有进一步发挥空间	32
图表 72:	添可内销线下营收 2023 年有所下滑	32
图表 73:	2023H2 添可国内线下网点优化	32
图表 74:	公司与营销直接相关的费率走平	33
图表 75:	公司维修费后续优化较有确定性	33

图表 76:	2023 年西欧洗地机初具规模, 亚太潜力大	34
图表 77:	国产洗地机品牌额份额持续提升	34
图表 78:	添可全球搜索热度接近 Shark	34
图表 79:	添可品牌外销 2024H1 同比+32%至 13 亿元	34
图表 80:	添可海外洗地机对应国内产品均有一定溢价	35
图表 81:	科沃斯可比公司平均估值水平	36

1. 2019-2021 年：主动调整，越过山丘

2021 年中以来，科沃斯股价在行业景气与自身经营周期等因素共同影响下，走势承压；进入 2024 年，随着公司产品结构逐步优化、全球化稳步推进，一季度公司营收同比转好，盈利能力也迎来明显环比改善，公司经营拐点是否已经来临？本文我们通过复盘近年来公司发展历程，聚焦产品迭代情况与行业趋势，尝试解答这一问题。

图表1：清洁电器龙头股价复盘（股价定基，2020 年 7 月 31 日=100）

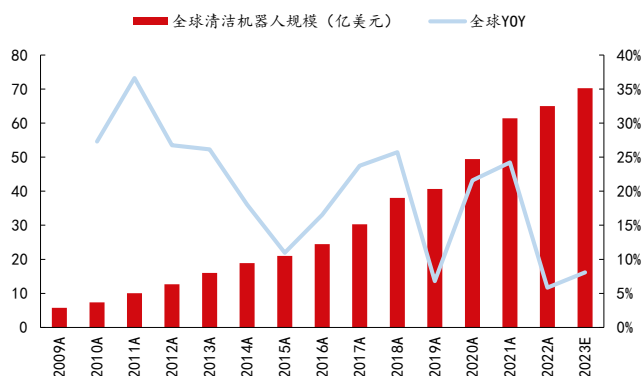


资料来源：Wind，公司公告，奥维云网，国联证券研究所

1.1 2019 年：景气平淡，主动转型，阶段性承压

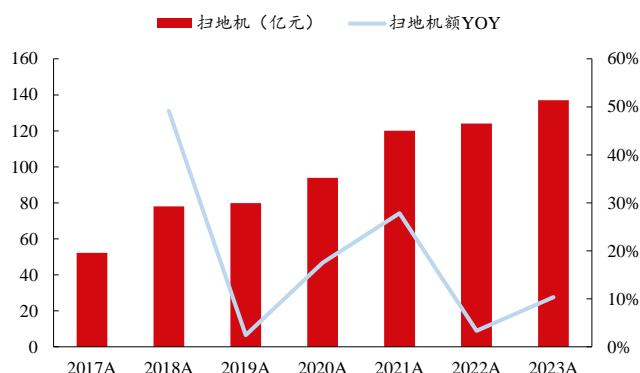
2019 年海内外扫地机行业景气表现平淡，当时中美贸易争端在关税层面干扰了海外扫地机需求，且扫地机行业进入产品迭代较为缓慢的时期，内销需求不振。尽管龙头仍在努力升级技术并推动产品创新，但市场端仍需要一定时间传导。举例来说，当时 iRobot 推出 Clean Base 集尘充电座、石头代工的米家扫地机 1S 首次融合 LDS+VSLAM 技术、云鲸推出自清洁基站产品 J1 等，均成为带动后续行业景气提升的关键创新。

图表2：全球清洁机器人销额（亿美元）及同比



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表3：中国清洁机器人销额（亿元）及同比



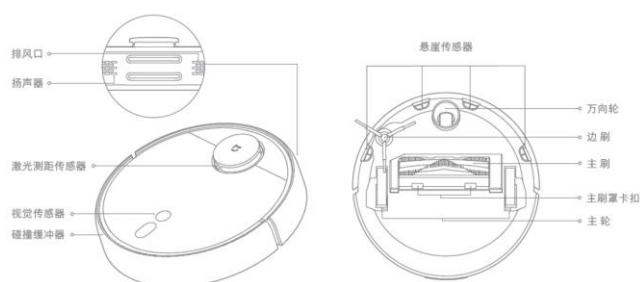
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表4：2018年 iRobot 推出 Clean Base 集尘基站



资料来源：iRobot 官网，国联证券研究所

图表5：米家扫地机 1S 同时配置激光&视觉传感器



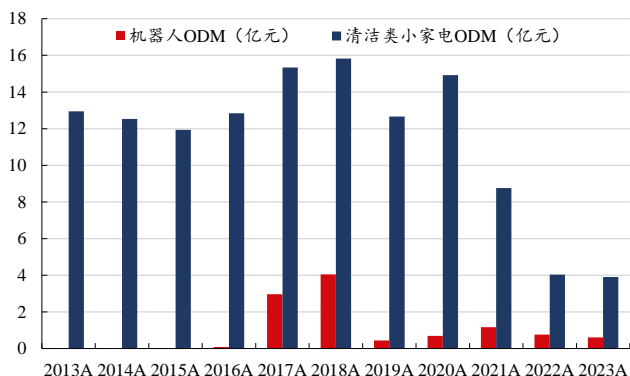
资料来源：米家扫地机器人 1S 使用说明书，国联证券研究所

科沃斯于 2018 年 5 月成功登陆 A 股市场，成为市场上为数不多的家用机器人标的，且业务发展较快，2018 年公司收入同比+25.11%至 56.94 亿元，业绩同比+29.13%至 4.85 亿元，优异的业绩表现支撑下公司股价表现亮眼，2018 年股价上涨 130%。但 2019 年，公司经营承压，全年收入同比-6.70%至 53.12 亿元，业绩同比-75.12%至 1.21 亿元，其中 2019Q3 小幅亏损，且收入端增速也转为同比下滑。

公司 2019 年业绩下滑除行业景气因素压制外，更多是由于自身主动调整战略，收缩代工业务以及低端产品。具体来看，2019 年公司的战略调整主要包括策略性退出原有服务机器人 ODM 业务，退出国内低端扫地机器人市场，以及推出智能生活电器品牌“添可”等。从结果来看：1) 服务机器人 ODM 业务较 2018 年同期减少 3.61 亿元人民币，同比下降 89.1%，占公司整体服务机器人收入的比重从上一年度的 10.5%下降至 1.2%，清洁类小家电 ODM 业务的收入同比也大幅下滑；2) 在主动退出国内低端扫地机器人市场后，科沃斯品牌扫地机器人收入中，来自低端随机类产品的收入较上年同期减少 5.38 亿元人民币，同比下降 53.8%。公司国内扫地机器人销售收入中来

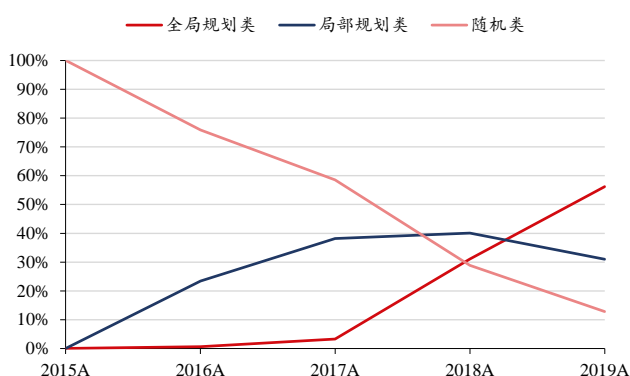
自于低端随机类产品的收入比重已低于 10%，高端产品占比相应提升，在此背景下公司自身的产品结构升级节奏领跑行业。

图表6：2019 年公司主动减少 ODM 业务



资料来源：公司公告，国联证券研究所

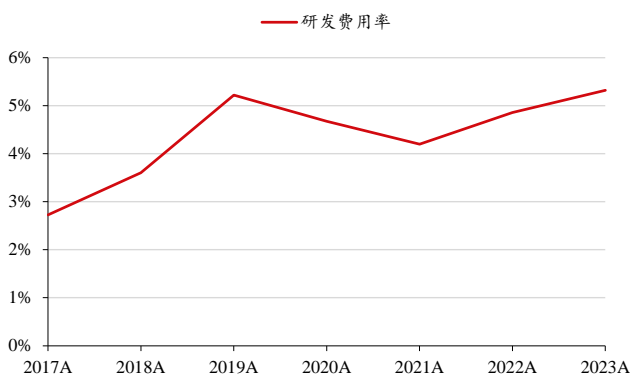
图表7：科沃斯品牌中全局规划类产品收入占比提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

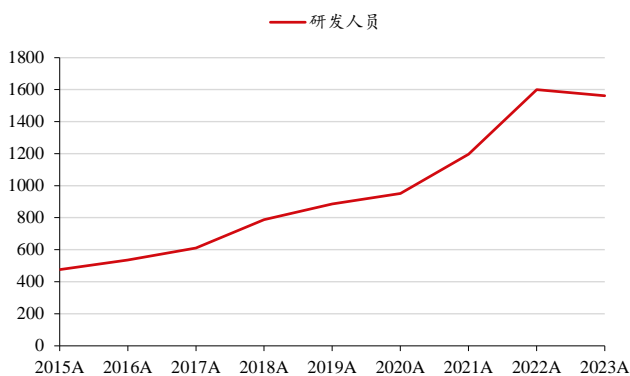
此外，公司在行业景气下滑的背景下仍坚持创新。2018 年 9 月公司于德国 IFA 展期间于业界率先推出搭载机器视觉和 AI 深度学习算法 AIVI 的扫地机器人产品，成功实现扫地机器人在空间信息识别基础上对地面物体的有效识别，在行业内较为领先；2019 年科沃斯在 dToF 等新型光学传感模组和与之匹配的算法研发上取得了突破和进展，后续将搭载到公司的主销产品之一 T8 AIVI 中。

图表8：科沃斯 2018-2019 年研发费用率明显提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表9：科沃斯 2018-2019 年研发人员数量有所增加

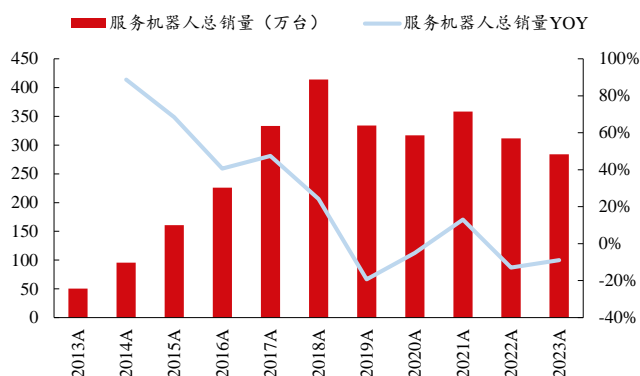


资料来源：公司公告，国联证券研究所

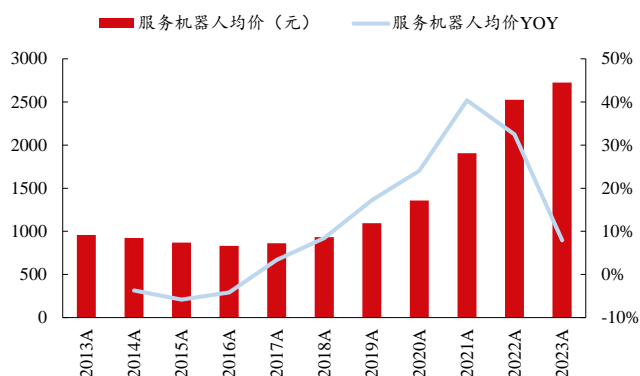
在业务结构优化、研发持续投入的基础上，公司扫地机的均价有明显提升，2019 年，科沃斯服务机器人总销量为 334 万台，同比下滑 19.34%，销量规模因公司战略放弃了海外机器人 ODM 以及低端随机类业务而有所收缩；从产品结构看，以全局规划技术为标志的高端扫地机器人占比大幅提升，从 2018 年的 39% 提高到 2019 年的 67%，且国内扫地机收入中来自低端随机类产品的比重已经低于 10%，带动 2019 年服务机

机器人出厂价均价同比提升 17.22%至 1094 元。但公司的销售费用也在 2019H2 大幅提升，拖累公司整体业绩表现，除了科沃斯品牌投入外，也在为添可蓄力。

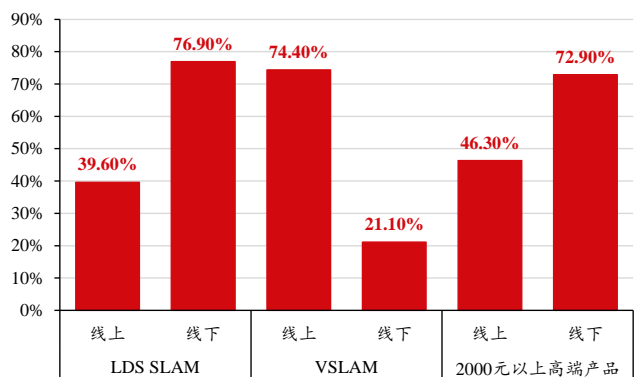
总体来看，公司 2019 年的战略调整是主动优化产品结构，提升自身形象，且前期的研发投入在后期产生了有效转化，基本达到了预定目标，为下一阶段的较快增长打下基础。

图表10：业务调整使公司服务机器人销量 2019 年下滑


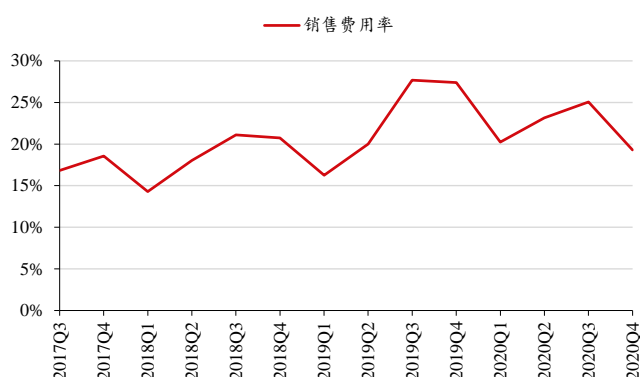
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：公司服务机器人均价从 2019 年开始提升


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表12：公司 2019 年产品结构优化，高端产品市场份额领先


资料来源：公司公告，国联证券研究所

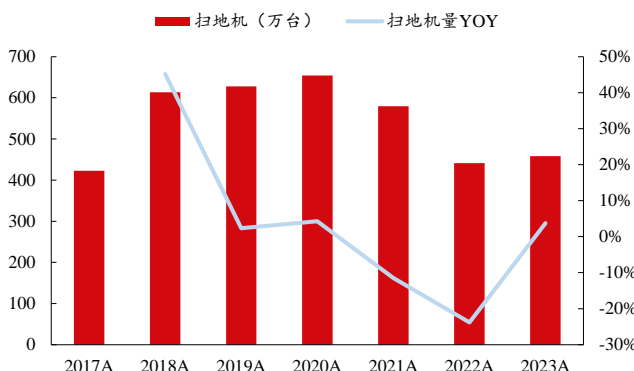
图表13：公司 2019H2 销售费用率较高，拖累业绩表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所（注：本图未考虑 2020 年 1 月 1 日后运费口径变化）

1.2 2020-2021 年：行业景气回升，双品牌高速增长

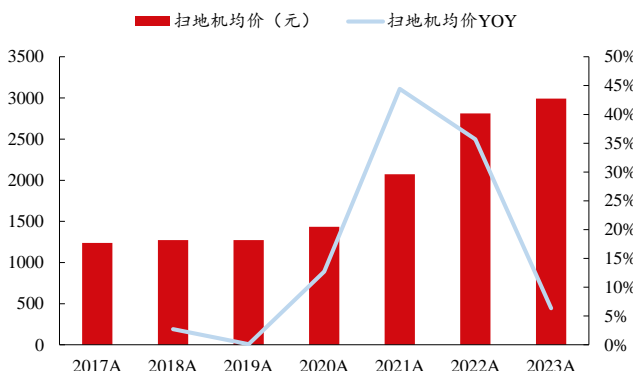
2020-2021 年，扫地机行业迎来产品升级上行周期，产品导航、避障与清洁方式均有明显优化的背景下，扫地机均价明显提升，在此背景下公司首先承接到疫情居家带来的消费者尝鲜扫地机需求，且随后公司旗下添可品牌推出的洗地机因其优异的清洁性能迎来跨越式增长。扫地机、洗地机两大产品共同发力，推动公司 2020-2021 年营收实现高速增长，盈利能力持续提升，2021 年单季度归母净利率一度超 15%。

图表14: 扫地机零售量 2020 年小幅增长



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

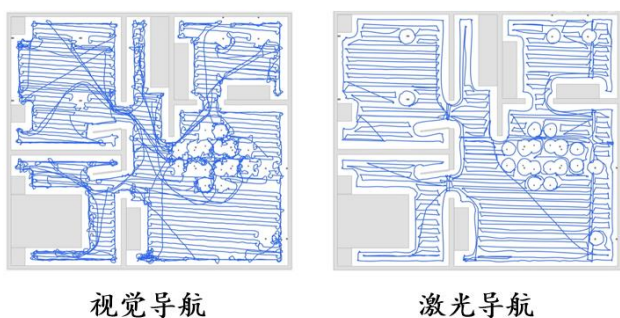
图表15: 扫地机推总价格 2021 年提升最为显著



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

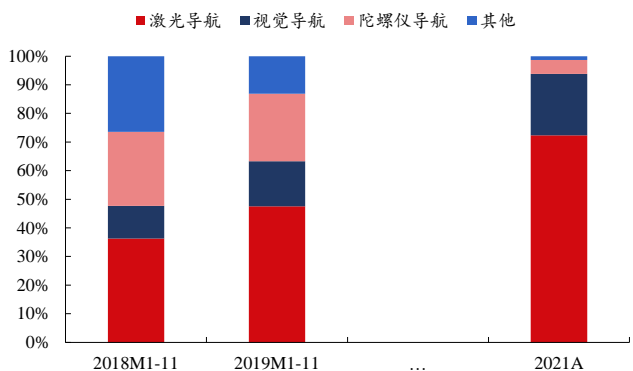
扫地机业务层面, 2020 年这一轮创新周期中, 扫地机产品升级红利在导航方面体现在从陀螺仪、视觉导航升级到激光 (dToF/LDS), 在避障方面体现在从红外避障升级到 3D 结构光/AI 视觉摄像头。相比视觉导航的解决方案, 激光导航在路径规划上的效果明显更优, 尤其是在较为复杂的家庭环境中能更好地处理桌椅、障碍物等, 而视觉导航若要实现较好的表现则更为依赖算力, 成本更高; 此外 3D 结构光比起纯视觉摄像头更有助于扫地机识别前方物体的距离。

图表16: 激光导航的路径规划效果明显更优



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表17: 国内扫地机激光导航线上额占比大幅提升



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

具体到科沃斯, 2020 年最具代表性的产品当属 2020H1 公司推出的 T8 AIVI, 这是业界率先采用 D-ToF 定位导航传感器与 AIVI 人工智能技术的产品。导航方面, T8 AIVI 引入 dToF 激光测距方案, 扫描距离相比 LDS 激光雷达提升两倍, 建图效率提升三分之一, 扫描精度提升四倍, 有效减少导航盲区, 且 dToF 激光器结构更封闭, 使用寿命提升 1 倍; AI 方面, 2020 年科沃斯 T8AIVI 携带一颗 200 万像素视觉传感器、122° 广角摄像头, 相较于此前的 DG70 识别速度+200%, 避障效果+60%。2020 年其他新品

中，科沃斯 T8 MAX/T8 POWER 在避障方面进一步升级了 3D 结构光技术和 3D 成像算法（公司命名为 TrueDetect™ 3D 感知专利技术），能够近距离探测障碍物，精度相比普通的红外技术提升 10 倍。

图表18：科沃斯 DG70 首次搭载 AIVI 视觉识别传感器



资料来源：科沃斯官网，国联证券研究所

图表19：科沃斯 T8 AIVI 率先引入当时领先的 dToF



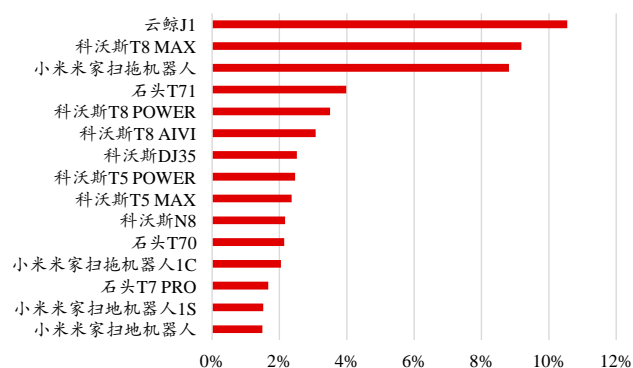
资料来源：科沃斯官网，国联证券研究所

此外需要关注的是，云鲸 2019 年推出的 J1 以自清洁为卖点，推动行业 2020 年进入清洁功能向自清洁升级的周期，这是在导航、避障之外开辟的另一条升级主线。云鲸在 2019 年 10 月推出云鲸 J1 扫拖一体机器人并定价 4299 元，2020 年全年线上零售额排名第一，高端价位份额大幅领先，全年均价达到 4000 元；J1 在导航与避障方面没有太多创新，但在清洁方式上首创的包括：基站带有水箱（而非集尘盒），自动清洗、烘干抹布，双螺旋抹布（而不是一片式）。缺点在于：1）吸口设计比较窄，且没有滚刷；2）需要手动更换拖布；3）机身不自带水箱；4）拖布自动清洗时有溅水现象；5）基站水槽要取出手动清洗。相比之下，科沃斯 2020 年仅跟进 iRobot 推出自动集尘座，这成为公司扫地机产品升级的当务之急。

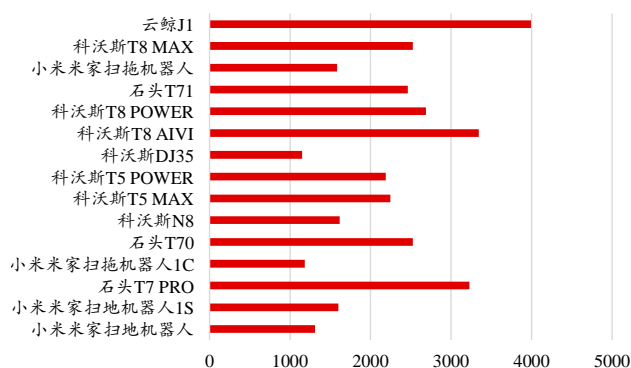
图表20：2020年扫地机重点产品特点对比

品牌		iRobot	科沃斯	石头科技	米家	云鲸
型号		i7+	T8 AIVI	T7 Pro	米家扫拖机器人	J1
线上均价（元）		4450	3344	3227	1585	3992
智能功能	导航方式	VSLAM	dToF-SLAM	LDS-SLAM	LDS-SLAM	LDS-SLAM
	避障方式	-	单目摄像头 AI	双目摄像头 AI	-	-
清洁功能	吸力(Pa)	/	1500	2500	2100	1800
	扫地	滚刷&单边刷	滚刷&双边刷	滚刷&单边刷	滚刷&单边刷	吸口&双边刷
	拖地	-	扫拖一体	扫拖一体	扫拖一体	手动更换扫拖
	自动集尘	有	-	-	-	-
	自动洗拖布	-	-	-	-	有
	机身水箱大小(ml)	-	240	297	200	-
	机身尘盒大小(ml)	400	420	460	300	430

资料来源：奥维云网，科沃斯官网，京东，国联证券研究所

图表21：2020年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表22：2020年线上销额 TOP15 型号对应均价


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表23：2020年线上扫地机分价位销量份额

销量份额	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000+
整体市场	100.0%	27.0%	21.1%	21.2%	15.1%	7.6%	8.1%
科沃斯	37.8%	4.4%	8.7%	10.0%	8.6%	4.1%	2.0%
石头	7.2%	-	0.0%	0.6%	4.0%	2.2%	0.4%
云鲸	4.4%	-	-	-	-	-	4.4%
小米	18.3%	2.3%	8.5%	7.3%	0.1%	-	-
美的	8.6%	6.8%	0.9%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
iRobot	1.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.7%
其他	22.3%	13.5%	2.9%	2.3%	2.0%	1.1%	0.5%

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

在此背景下，2021年科沃斯及时推出新品参与竞争。2021年3月科沃斯推出首款抹

布自清洁扫地机器人 N9+, 并针对云鲸 J1 的痛点进行了专门优化, 主要体现在: (1) N9+采用视觉导航技术 (公司称为 Smart Eye 4.0), 主要是为了快速推新应对竞争并兼顾成本, 而云鲸采用 LDS 激光导航技术; (2) N9+可以实现边扫边拖, 云鲸扫地和拖地模块需要手动更换; (3) N9+的吸力达到 2200Pa 且配有滚刷; (4) N9+机身上配备水箱。

2021 年 9 月, 科沃斯再度推出高端新品 X1 OMNI, 主打自集尘与自清洁二合一的全能型扫地机, 引领行业清洁功能创新节奏, 一经面世即收获好评, 此前自集尘和自清洁无法集成的主要原因在于两套系统需要干湿分离, 相互不干扰, 且传感器之间的对接精准度要求更高; 在同一时期的产品当中, X1 在避障方面也是首次结合摄像头与 3D 结构光, 进一步优化了清扫表现。在灵活的产品应对策略和扎实的产品创新基础上, N9+与 X1 OMNI 分别夺得 2021 年全年销额排行第一名与第三名, 值得一提的是 X1 在 2021 年仅销售了一个季度便取得了此佳绩。

图表24: 科沃斯 N9+无需手动更换扫、拖模组



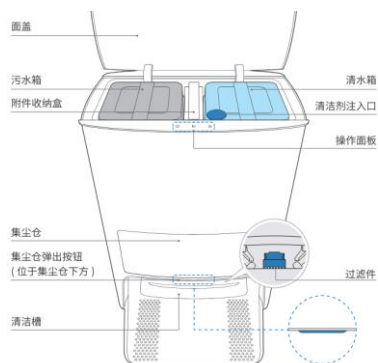
资料来源: 科沃斯官网, 国联证券研究所

图表25: 科沃斯 N9+机身携带 220ml 电控水箱



资料来源: 科沃斯官网, 国联证券研究所

图表26: X1 OMNI 首次集成了自清洁与自集尘功能



资料来源: X1 OMNI 产品说明书, 国联证券研究所

图表27: X1 OMNI 的摄像头+3D 结构光避障方案较领先

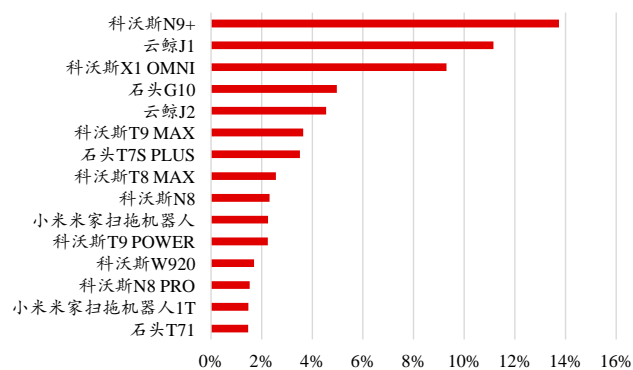


资料来源: 聚超值, 国联证券研究所

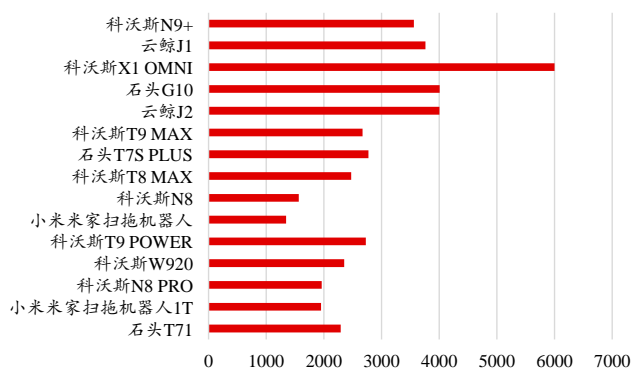
图表28：2021年扫地机重点产品特点对比

品牌	科沃斯	科沃斯	石头	石头	云鲸	
型号	X1 OMNI	N9+	G10	T7S Plus	J2	
上市日期	2021年9月	2021年3月	2021年9月	2021年4月	2021年11月	
线上均价(元)	5999	3559	4007	2773	4000	
智能功能	导航方式	dToF-SLAM	VSLAM	LDS-SLAM	LDS-SLAM	LDS-SLAM
	避障方式	摄像头&3D结构光	红外避障	激光雷达避障	激光雷达避障	红外避障
清洁功能	吸力(Pa)	5000	2200(最大)	2500	2500	2500
	扫地	滚刷&双边刷	滚刷&双边刷	滚刷&单边刷	滚刷&单边刷	吸口&双边刷
	拖地	扫拖一体	扫拖一体	扫拖一体	扫拖一体	手动更换扫拖
	自动集尘	有	-	-	有	-
	自动洗拖布	有	有	有	-	有
	自动上下水	-	-	-	-	可选配
	机身水箱大小(ml)	80	200	250	300	-
	机身尘盒大小(ml)	400	300	470	470	430

资料来源：奥维云网，科沃斯官网，京东，国联证券研究所

图表29：2021年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表30：2021年线上销额 TOP15 型号对应均价


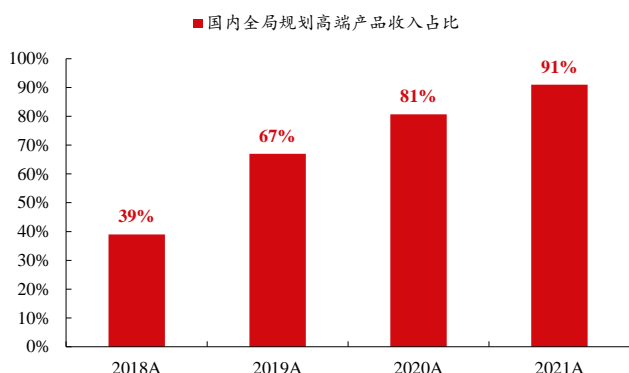
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表31：2021年线上扫地机分价位销量份额及同比变动

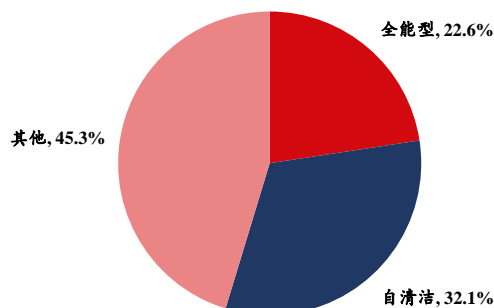
销量份额	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000+
整体市场	100.0%	17.1%	14.9%	12.7%	11.1%	13.2%	5.8%	19.1%	6.1%
科沃斯	38.7%	3.0%	3.5%	7.4%	3.5%	6.3%	4.0%	6.5%	4.4%
石头	11.0%	-	-	0.3%	3.2%	3.5%	0.6%	2.8%	0.6%
云鲸	10.4%	-	-	-	-	-	0.2%	9.4%	0.8%
追觅	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.0%
小米	17.8%	3.6%	8.2%	3.2%	1.7%	0.8%	0.3%	-	-
美的	4.3%	2.4%	1.0%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	17.0%	8.1%	2.1%	1.2%	2.3%	2.3%	0.6%	0.1%	0.3%
份额同比	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000+
整体市场	-	-9.9pct	-6.2pct	-8.4pct	-4.0pct	+5.6pct	-2.3pct	+19.1pct	+6.1pct
科沃斯	+0.8pct	-1.4pct	-5.2pct	-2.5pct	-5.2pct	+2.2pct	+2.0pct	+6.5pct	+4.4pct
石头	+3.8pct	-	-	-0.4pct	-0.7pct	+1.3pct	+0.1pct	+2.8pct	+0.6pct
云鲸	+5.9pct	-	-	-	-	-	-4.2pct	+9.4pct	+0.8pct
追觅	+0.8pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.1pct	+0.1pct	+0.2pct	+0.1pct	+0.3pct	+0.0pct
小米	-0.5pct	+1.3pct	-0.3pct	-4.1pct	+1.6pct	+0.8pct	+0.3pct	-	-
美的	-4.3pct	-4.4pct	+0.1pct	-0.2pct	+0.1pct	+0.1pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.0pct
其他	-5.3pct	-5.4pct	-0.8pct	-1.1pct	+0.3pct	+1.2pct	+0.1pct	+0.1pct	+0.3pct

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

从产品销售结果来看，此轮科沃斯把握行业创新节奏，推动高端化的战略较为成功。2020年，科沃斯品牌扫地机器人中以全局规划类产品为代表的高端品类占比持续提升，收入占比达80.7%，较上年提升13.7pct，而基于激光雷达的全局规划产品占比达70.2%，较上年提升30.25pct，推动公司整体家用服务机器人平均销售单价较2019年+24.86%。进入2021年，自清洁类产品收入占科沃斯品牌扫地机器人中国市场收入的54.7%。其中，X1自2021年9月底上市以来全年累计销售超20万台，实现销售收入近10亿元人民币。

图表32：国内科沃斯品牌高端产品收入占比持续提升


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表33：2021年公司全能型扫地机收入占国内23%


资料来源：公司公告，国联证券研究所

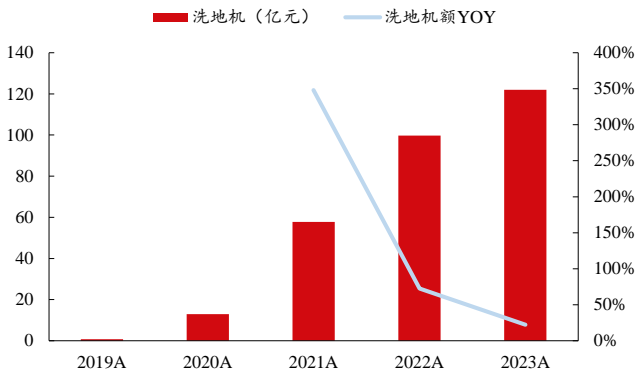
此外需要重点强调的是，科沃斯旗下添可品牌2020年创新性推出了洗地机产品芙万，推动洗地机行业实现跨越式增长，帮助添可品牌从2019年开始仅一年时间就实现全面盈利。2020年添可品牌智能生活电器同比+361.64%至12.59亿元，占公司收入比重提升至17.41%。进入2021年，芙万2.0有所提价，2021年洗地机业务占据公司收入比重进一步提升至39.25%，成为半壁江山；从利润端来看，预计2021年添可洗地机业务毛利率或超60%，对利润的贡献十分可观。

图表34：2020-2021年部分洗地机产品特点对比

品牌	添可	添可	石头
型号	芙万 2.0	芙万 1.0	U10
上市日期	2021年4月	2020年3月	2021年8月
线上均价(元)	4590/3890	2990	3499
自清洁	有	有	有
清水/污水箱容量(ml)	800/720	600/500	850/600
清洁功能	吸拖洗一体；干湿垃圾都可吸 银离子抗菌材质 智能、除菌(LCD版可选)、 吸水、溶液四大模式	吸拖洗一体；干湿垃圾都可吸	吸拖洗一体；干湿垃圾都可吸 双向助力、推拉都轻松

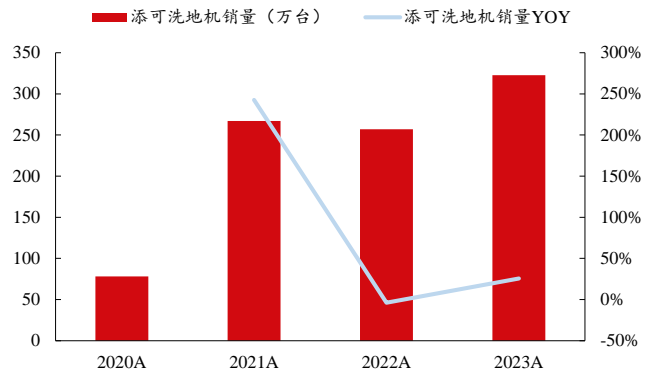
资料来源：奥维云网，京东，国联证券研究所

图表35：2020年以来国内洗地机推总销额迅速增长



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表36：至2023年公司添可洗地机销量已破300万台



资料来源：公司公告，国联证券研究所

总结来看，科沃斯上市后不久就主动调整战略，收缩低端&代工业务、推出“添可”品牌并发力研发与营销，尽管收入业绩短期波动，但为公司后续的较快增长奠定基础。2020年-2021年，公司一方面承接疫情带来的扫地机居家尝鲜需求，洗地机也迎来行业的跨越式增长，另一方面扫地机行业同时迎来产品升级上行周期、导航、避障与清洁方式均有升级，在此背景下公司产品T8 AIVI与X1 OMNI分别引领dToF与全能型扫地机发展。在行业景气与公司α体现的基础上，公司营收实现高速增长。

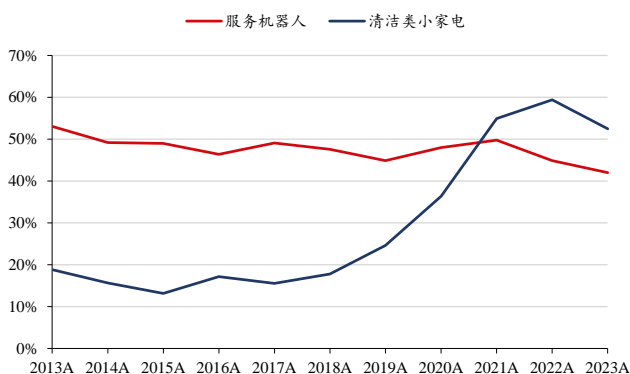
2. 2022-2023年：布局欠缺，经营承压

进入2022年，公司收入增速开始放缓，全年同比+17.11%至153.25亿元，归母净利润也对应有所下滑，全年同比-15.51%至16.98亿元。2023年公司经营波动加剧，其中全年收入同比+1.16%至155.02亿元，全年业绩同比-63.96%至6.12亿元，其中2023年下半年仅实现微利。主要原因是：

- （一）国内行业产品均价下行导致公司扫地机器人及洗地机产品毛利率水平较上年同期有所下降，且公司在国内扫地机器人市场中低价格段降本款产品布局有所缺失，从而对公司整体盈利能力造成影响。
- （二）受宏观经济影响，国内消费景气度偏弱，叠加行业竞争加剧，线上渠道结构变化，导致市场投入转化效率有所下降，公司销售费用占收入比重较上年同期有所增加，降低了公司整体盈利能力。
- （三）公司商用清洁机器人，割草机器人，食万智能料理机等新品类处于净投入期，产品研发及市场推广投入显著，压低了公司整体利润表现。预计2023年公司对上述新业务的净投入合计约为3.0亿元人民币。

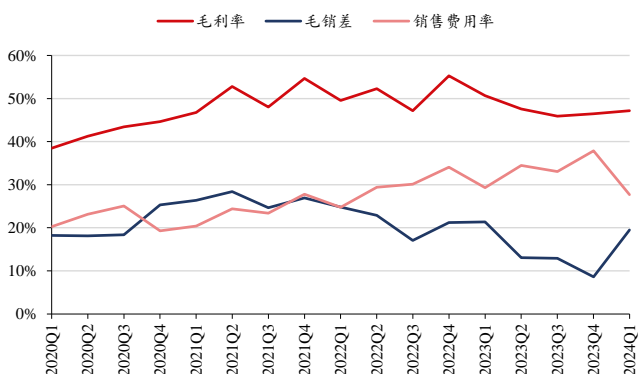
回望 2023 年，我们认为产品布局缺失是影响公司 2023 年经营表现的核心因素。公司产品布局存在空缺，收入增速表现较弱，且布局缺失导致产品促销和营销投入或超出此前预期，因此公司业绩也承受显著压力。

图表37：全年同比看，两品牌毛利率或均承压



资料来源：公司公告，国联证券研究所

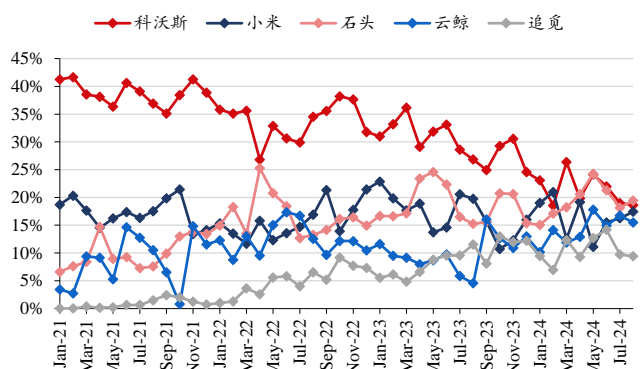
图表38：2023Q2 以来销售费用率增加拖累盈利



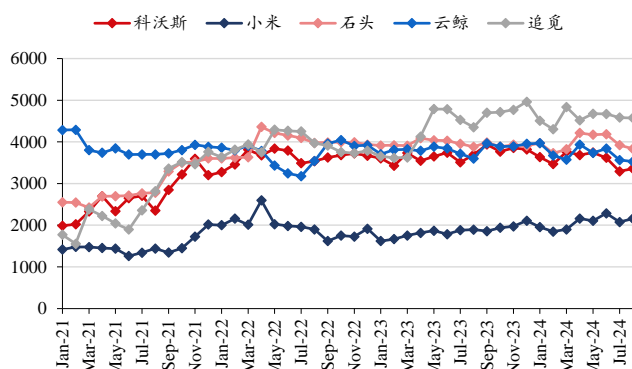
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.1 2022 年：产品更新迭代趋缓，价格竞争拉开序幕

2022 年，扫地机各头部品牌已经基本确立激光导航+全能型产品的研发思路，在此背景下，价格成为各品牌关注的要点。科沃斯推出了 T10 Omni 和 T10 Turbo，前者承担了公司全能型产品价格下探的重任，可谓是与追觅 S10 并称全能型扫地机价格下探的先驱，但是功能、价位大方向一致，并不意味着一些具体的细节达成共识——科沃斯的性价比款 T10 OMNI 没有机身水箱，且 2023 年上半年科沃斯旗下产品不支持上下水。在此背景下，石头凭借 G10S 线上销量份额短期迅速提升（主要是由于石头 4500 元左右的定价也并非难以接受），追觅销量份额也从基数非常低的水平逐步提升到中个位数左右水平。公司面临份额波动的风险。

图表39：国内扫地机线上分品牌零售量份额


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表40：国内扫地机线上分品牌零售均价


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表41：2022年扫地机重点产品特点对比

品牌		科沃斯	科沃斯	石头	追觅	云鲸
型号		X1 OMNI	T10 OMNI/ T10 TURBO	G10S/G10S PRO	S10	J3
上市日期		2021年9月	2022年5月/3月	2022年3月	2022年5月	2022年8月
上市价(元)		5499	4599/3699	4780	4500	4642
智能功能	导航方式	DToF	dToF	LDS	LDS	LDS
	避障方式	结构光+摄像头	摄像头	结构光/ 结构光+摄像头	摄像头	红外
清洁功能	吸力(Pa)	5000	5000/3000	5100	5300	3000
	自动集尘	是	是/-	是	是	-
	自动洗拖布	是	是	是	是	是
	自动上下水	-	-	可选配	是	可选配
	机身水箱大小(ml)	80	-	200	80	-
机身尘盒大小(ml)		400	400	400	350	480

资料来源：奥维云网，科沃斯官网，京东，国联证券研究所

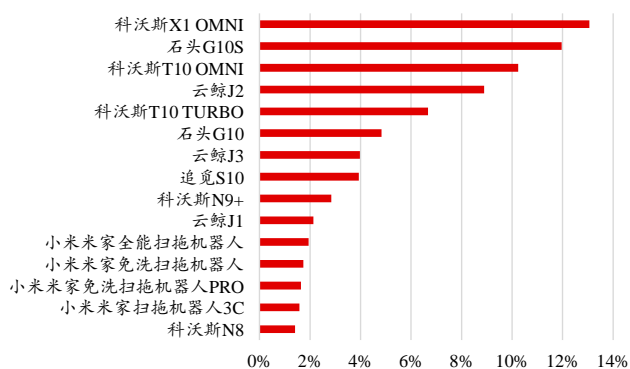
为了维护份额，8月起科沃斯 T10 OMNI 开始从 4599 元下调至 3999 元，到 9 月相比 7 月大幅降价 15% 左右，X1 OMNI、T10 TURBO 售价分别从 8 月的 5499 元、3699 元下调至 9 月的 4999 元、3299 元，均相比 7 月下滑 10% 左右；受公司降价影响，石头、追觅、云鲸、小米主销的机器人型号也在 8-9 月开始降价，进入双十一，降价潮仍有余波。

图表42：2022年中起，扫地机部分产品均价下行，并出现当年新品降价现象

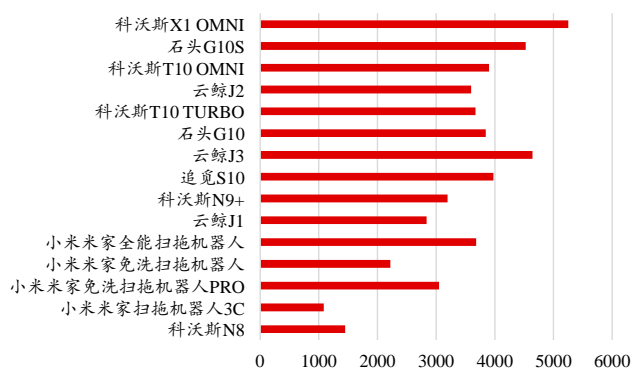
型号	品牌	上市日期	2022年7月价格	7-9月跌幅	9-11月跌幅	2022年11月价格
X1 OMNI	科沃斯	2021年9月	5584	-10%	-6%	4747
米家免洗扫拖机器人	小米	2021年10月	2464	-7%	-13%	1984
J2	云鲸	2021年11月	3703	-7%	-12%	3004
G10S	石头	2022年3月	4781	-8%	-3%	4282
T10 TURBO	科沃斯	2022年3月	3890	-15%	-4%	3192
T10 OMNI	科沃斯	2022年5月	4559	-13%	-6%	3709
S10	追觅	2022年5月	4580	-14%	-7%	3660
J3	云鲸	2022年9月	-	-	-2%	4618
X1 PRO OMNI	科沃斯	2022年9月	-	-	-1%	5558
S10 PLUS	追觅	2022年9月	-	-	-9%	4033
G10 PLUS	石头	2022年9月	-	-	-5%	3820

资料来源：奥维云网，京东，国联证券研究所

均价下调后，公司2022年全年X1仍然实现较好销售表现，也是全市场唯一一个全年均价超过5000元的单品，表现亮眼，此外9月上市的X1 Pro OMNI由于仅销售一个季度，并不足以上榜；值得注意的是，T10 OMNI全年均价已经落入4000元价格带以内，意味着大部分的消费者是在降价之后才选择科沃斯的新产品。

图表43：2022年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表44：2022年线上销额 TOP15 型号对应均价 (元)


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表45：2022年线上扫地机分价位销量份额及同比变动

销量份额	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000+
整体市场	100.0%	10.0%	11.3%	5.1%	4.7%	9.7%	9.9%	24.6%	7.3%	12.2%	5.2%
科沃斯	34.3%	0.5%	3.6%	1.5%	1.4%	2.3%	3.4%	11.0%	1.5%	4.5%	4.5%
石头	16.8%	-	-	0.0%	0.7%	2.5%	0.7%	3.8%	4.8%	4.0%	0.4%
云鲸	12.9%	-	-	-	0.3%	1.9%	3.0%	4.9%	0.4%	2.5%	0.0%
追觅	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	2.5%	0.4%	1.1%	0.2%
小米	15.7%	2.6%	5.6%	2.0%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
美的	2.3%	0.9%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
其他	12.5%	5.9%	1.6%	1.4%	0.9%	1.2%	0.4%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%
份额同比	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000+
整体市场	-	-7.1pct	-3.5pct	-7.6pct	-6.4pct	-3.5pct	+4.2pct	+5.5pct	+1.2pct	+12.2pct	+5.2pct
科沃斯	-4.3pct	-2.5pct	+0.0pct	-5.9pct	-2.1pct	-4.0pct	-0.6pct	+4.5pct	-2.9pct	+4.5pct	+4.5pct
石头	+5.7pct	-	-	-0.3pct	-2.6pct	-1.0pct	+0.1pct	+1.0pct	+4.2pct	+4.0pct	+0.4pct
云鲸	+2.5pct	-	-	-	+0.3pct	+1.9pct	+2.7pct	-4.5pct	-0.4pct	+2.5pct	+0.0pct
追觅	+4.8pct	+0.0pct	+0.0pct	-0.1pct	-0.1pct	+0.3pct	+0.8pct	+2.2pct	+0.4pct	+1.1pct	+0.2pct
小米	-2.2pct	-1.0pct	-2.6pct	-1.3pct	-0.4pct	+0.5pct	+1.2pct	+1.4pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.0pct
美的	-2.0pct	-1.5pct	-0.4pct	-0.3pct	-0.2pct	+0.0pct	+0.1pct	+0.2pct	+0.1pct	+0.0pct	+0.0pct
其他	-4.6pct	-2.2pct	-0.5pct	+0.2pct	-1.4pct	-1.1pct	-0.2pct	+0.7pct	-0.2pct	+0.1pct	+0.1pct

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

洗地机方面，添可洗地机为应对追觅推出洗地机，2022Q3 也开始调整价格，但与扫地机不同的是，添可选择对老品芙万 2.0 (LED 版) 进行降价，随后于双十一促销期间才顺势将新品芙万 3.0 价格做有限的调整，相应地，虽然竞争对手在价格上也有所反馈，但添可份额有所巩固。总结来看，这一轮扫地机针对主销新品进行双位数降价，行业此前并未发生过，洗地机行业也是从无到有发展以来首次确立均价下行趋势，叠加新品 X1 Pro 补齐自动上下水选配，公司 2022Q3 份额环比修复明显，但营销投放边际增加，单季度盈利能力小幅受损。

图表46：2022年中起，洗地机部分产品均价环比也开始下行（元）

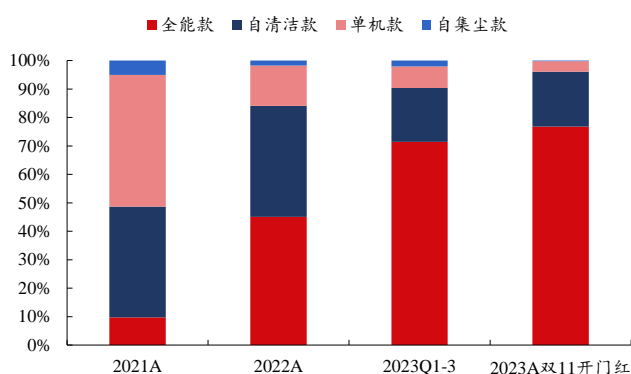
型号	品牌	上市日期	2022年7月价格	7-9月跌幅	9-11月跌幅	2022年11月价格
芙万 2.0(LED 版)	添可	2021年4月	3248	-11%	-13%	2527
芙万 SLIM(增配版)	添可	2021年4月	3199	-1%	-11%	2811
芙万 3.0(LCD 版)	添可	2022年4月	4956	-4%	-8%	4399
H12 PRO	追觅	2022年8月	-	-	-12%	2919
M13	追觅	2022年8月	-	-	-11%	4430
A10 PLUS	石头	2022年9月	-	-	0%	2993

资料来源：奥维云网，国联证券研究所

2.2 2023 年：以价换量大势所趋，多价格段竞争承压

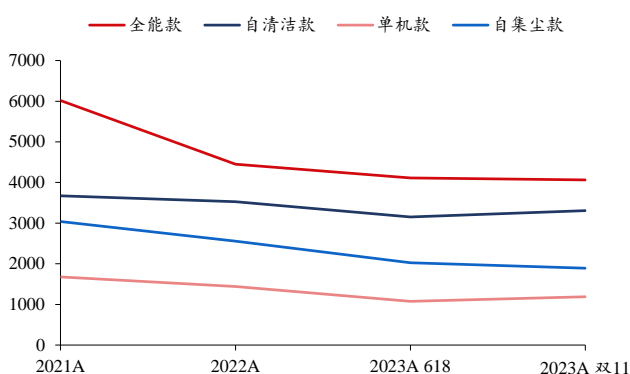
进入 2023 年，全能型扫地机价格带下沉成为趋势。奥维云网统计数据显示，2023Q1-Q3 全能款扫地机销额占比相比 2022A 提升 20pct 以上，已超过 70%，2023 年双十一开门红期间则更高，分价格来看，此前 2022 年全能款价格就已经有明显回调，进入 2023 年，更是进一步下探至平均 4000 元左右，但是扫地机线上均价并未产生明显下滑，主要是由于高端的全能款扫地机价格更加平易近人，消费者选择主动向上升级，占比提升，行业均价因此保持平稳。

图表47：2021 年来全能款扫地机线上销额占比提升



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2021 年来分类型均价下探，消费者向上选择



资料来源：公司公告，国联证券研究所

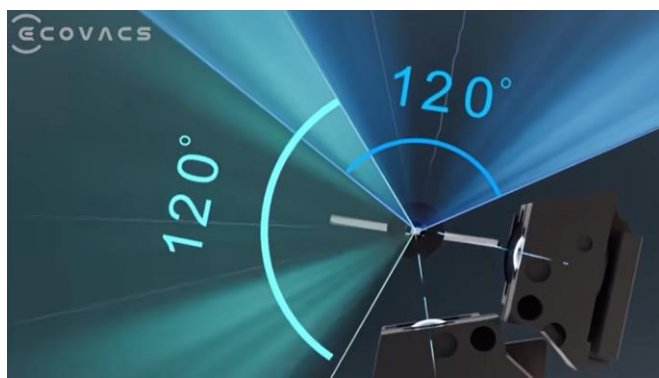
但是公司此时面对新的行业趋势，在产品多价位布局的节奏上偏慢。性价比产品方面，石头科技 2023 年 3 月就已经推出定价 3299 元的 P10，一方面精简传感器数量，另一方面优化消费者不需要的清洁功能，大力节约成本，考虑到居民消费能力偏弱，科沃斯 2023 年上半年只能凭借 2022 年已经深度调整价格的 T10 OMNI 进一步降价应对挑战，尽管科沃斯 2023 年上半年新品 T20 Pro 全年销售成绩仍然位居行业第一，但预计老品深度降价对于毛利率仍然有所影响，而在营销端，追觅相对充裕的一级市场融资为密集投放创造了条件，综合影响下，科沃斯 2023Q2 盈利能力最终情况显著低于市场预期。

图表49：2023年科沃斯与石头科技性价比扫地机产品特点对比

品牌	科沃斯	科沃斯	石头科技	石头科技
型号	T10 Pro	T20 Pro	P10	P10 Pro
上市时间	2023年7月	2023年2月	2023年3月	2023年9月
上市价(元)	3299	3999	3299	3999
导航方式	dToF	dToF	LDS	LDS
避障方式	TrueDetect 3D 3.0	TrueDetect 3D 3.0	Reactive Tech 避障	结构光+摄像头
吸力(Pa)	6000	6000	5500	7000
拖布抬升	-	9mm	10mm	10mm
机身水箱(ml)	-	80	151-200	80
抹布清洁方式	55度热水	55度热水	冷水	60度热水
贴边清洁	-	-	扭扭贴边	拖布机械臂

资料来源：奥维云网，科沃斯官网，京东，国联证券研究所

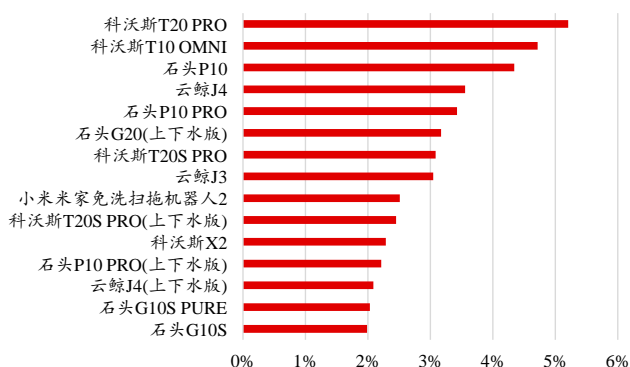
公司2023年8月推出中高端产品X2，采用半固态激光光源，从而去掉了机器顶端突起的激光器，机身整体高度下降至9.5cm；又进一步考虑到半固态激光光源放置在圆形机身顶端的视角范围可能有所不足，因此机身整体由圆形改为方形，半固态激光光源置于方形顶点，实现最大220度的视角范围。考虑到激烈的竞争环境与相对较弱的消费环境，公司的高端产品销售表现较为一般。

图表50：X2使用两组激光收发器，共220°视角范围


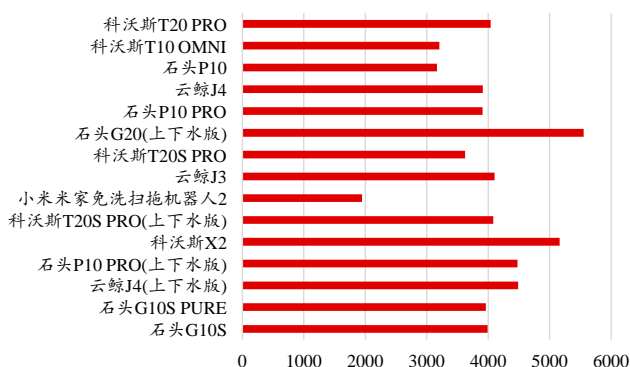
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表51：X2机身高度9.5cm，可穿越家具下方


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表52：2023 年线上分型号销额占扫地机比例 TOP15


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表53：2023 年线上销额 TOP15 型号对应均价


资料来源：奥维云网，国联证券研究所

不同价格带的产品竞争导致科沃斯 2023 年多价位份额承压。一方面，5K 元以上的高端市场份额有所波动，另一方面，3000-3500 以及 3500-4000 两个价位为代表的性价比价格段线上销量份额下滑。此外，2023 年科沃斯在洗地机行业同样竞争激烈，价格持续下探，且预计销售费用投放金额增量或更加明显，综合影响下，公司 2023H2 利润仅实现微利。

图表54：2023 年线上扫地机分价位销量份额及同比变动

销量份额	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000+
整体市场	100.0%	8.8%	8.0%	8.2%	3.4%	10.9%	10.6%	21.9%	10.3%	8.6%	9.2%
科沃斯	30.3%	0.0%	2.7%	0.9%	0.6%	3.7%	2.5%	9.2%	3.1%	4.1%	3.4%
石头	19.8%	-	0.0%	0.1%	0.5%	1.4%	4.8%	6.0%	2.0%	3.1%	2.0%
云鲸	10.5%	-	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	0.7%	4.2%	3.8%	0.1%	0.0%
追觅	9.9%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.6%	0.9%	1.7%	1.3%	1.2%	3.7%
小米	15.3%	1.8%	3.7%	5.8%	1.0%	2.1%	0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
美的	4.4%	1.3%	0.7%	0.0%	0.3%	1.1%	0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	9.9%	5.8%	0.8%	1.3%	0.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
份额同比	整体	0-1000	1000-1500	1500-2000	2000-2500	2500-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000+
整体市场	-	-1.1pct	-3.4pct	3.1pct	-1.2pct	+1.2pct	+0.7pct	-2.7pct	+3.0pct	-3.6pct	+4.1pct
科沃斯	-4.1pct	-0.5pct	-0.9pct	-0.7pct	-0.8pct	+1.4pct	-0.9pct	-1.8pct	+1.6pct	-0.5pct	-1.0pct
石头	+3.0pct	-	+0.0pct	+0.1pct	-0.2pct	-1.1pct	+4.1pct	2.2pct	-2.8pct	-0.9pct	+1.6pct
云鲸	-2.4pct	-	+0.0pct	+0.0pct	-0.1pct	-0.5pct	-2.2pct	-0.6pct	+3.4pct	-2.4pct	+0.0pct
追觅	+4.3pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.1pct	+0.3pct	+0.1pct	+0.0pct	-0.8pct	+0.9pct	+0.1pct	+3.5pct
小米	-0.4pct	-0.9pct	-1.8pct	+3.8pct	-0.2pct	+0.7pct	-0.8pct	-1.2pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.0pct
美的	+2.1pct	+0.3pct	+0.2pct	-0.2pct	+0.2pct	+1.0pct	+0.6pct	+0.0pct	-0.1pct	+0.0pct	+0.0pct
其他	-2.5pct	-0.1pct	-0.8pct	-0.1pct	-0.4pct	-0.5pct	-0.1pct	-0.5pct	+0.0pct	+0.0pct	+0.0pct

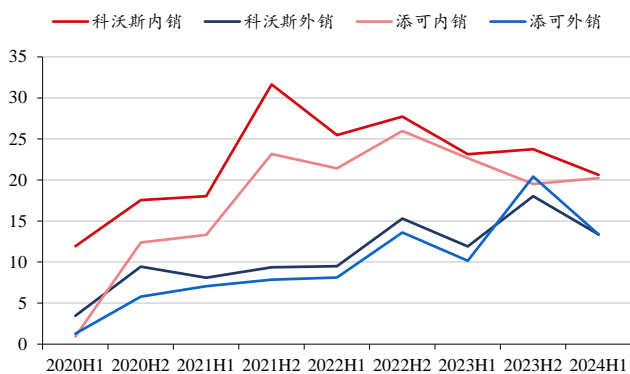
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

总结来看，产品布局是 2023 年公司业绩承压的核心因素。2022 年，扫地机行业内基本确定激光导航+全能型产品研发思路，但合意价格与功能细节尚未完全达成共识，在博弈当中，龙头动用价格手段保护份额并不意外，但公司采用老品降价的方式，导致盈利能力波动；2023 年全能型扫地机价格持续下探之际，公司多价位扫地机布局相对缺位，份额受损，收入增速逐季收窄，叠加洗地机增速放缓、一级市场竞争对手营销投入较大，公司盈利能力承压，2023H2 仅实现微利。

3. 2024 年：蓄势待发，盈利改善可期

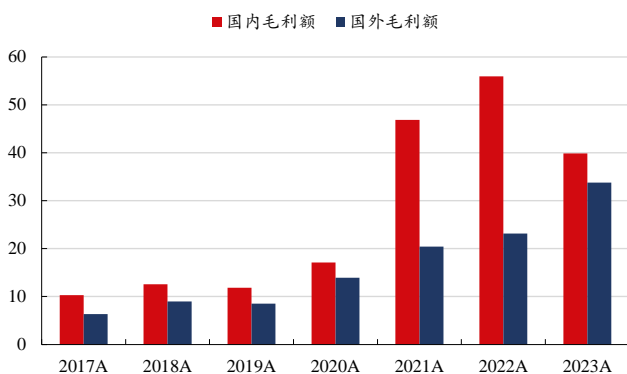
进入 2024 年，公司的业务构成与此前已有很大不同，在 2018-2019 年公司经营波动时，我们尚且可以着重关注内销扫地机业务，但时至今日，科沃斯品牌内外销、添可品牌内外销四块主要业务的营收规模已相近，其中 2023H2 添可品牌外销收入已超越添可内销与科沃斯品牌外销，2024H1 添可外销持续较快增长，公司营收成长性已不能仅关注扫地机；此外，2023 年外销市场的毛利额已与内销市场较为接近，考虑到内销市场竞争激烈，费用投放可能较多，预计外销盈利额也已经接近内销盈利额。当前，我们认为公司或已吸取宝贵经验，各主要业务均完成调整，蓄势待发，业绩弹性有望在收入恢复、费用受控的基础上释放。

图表55：添可外销收入增速领跑（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表56：2023A 公司外销毛利额逼近内销



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1 科沃斯品牌：产品矩阵优化，海外+割草机增量可期

进入 2024 年，科沃斯加快产品迭代，性价比与中高端款均有更新。首先是性价比产品方面，公司开年就抓住机会推出 T30 Pro，水箱款定价 3999 元，一方面公司着力推动降本，首先基站的外壳用料就有大幅优化，其次 T30 平台的水箱款与上下水款基站的形态并不一样，更进一步减少了用料，另外下视传感器的数量也从此前 T10 平

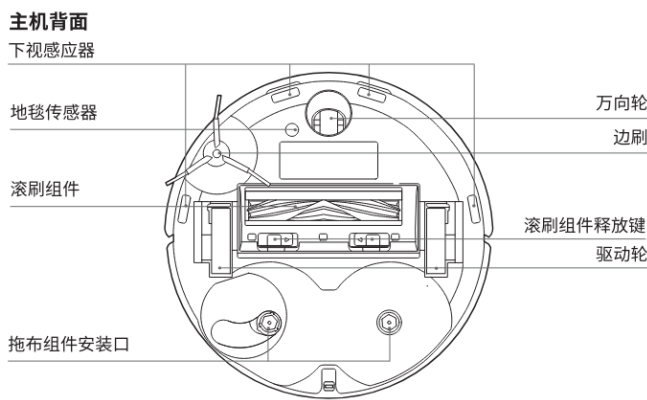
台的6个优化到现在的4个；另一方面 T30 Pro 补齐了 2023 年广受消费者好评的拖布机械臂外扩解决方案，边角拖地效果更优。奥维云网线上数据显示，2024Q2 科沃斯最为畅销的产品即为 T30 Pro 水箱款。8 月，公司进一步推出了 T50 Pro，补齐了边刷外扩机械臂，且通过雷达内置实现更低机身高度，水箱款价位仍然保持在 3999 元左右，我们预计其降本相比 T30 Pro 更进一步。

图表57：差异化的基站尺寸与设计有望节约成本



资料来源：京东，国联证券研究所

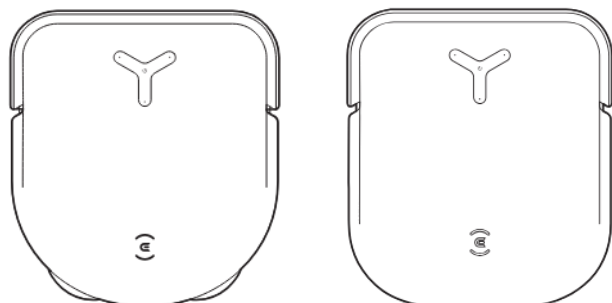
图表58：T30 Pro 下视传感器数量优化至4个



资料来源：科沃斯T30Pro产品说明书，国联证券研究所

中高端方面，科沃斯在 618 之前重点推广的新品是 X5 Pro，其采用 dToF 方案，但机身改为 D 型机身，一方面继承了方形机便于排布滚刷的优势，另一方面机身尾部更加圆滑，对角线距离明显缩短，预计在餐厅等桌椅集中、环境复杂的区域移动更加方便，清洁功能方面，X5 Pro 同样添加了拖布外扩机械臂，改善了拖地功能的沿边清洁效果，水箱款定价 4999 元；此外，科沃斯一方面凭借 X5 Pro 平台推出主打子母机概念的 Mate X 扫地机，另一方面 8 月初推出“加量不加价”的 X5 Pro Ultra，前者子、母机交互返回基站充电，其中圆形的子机高度仅 5.8cm，宽度较窄，可以进入更多低矮家具下方，后者首次应用软包电池，因此在机身体积变化不大的基础上电池容量从 5200mAh 升级至 6400mAh，且吸力也从 12800Pa 升级至 15000Pa，并新增静音集尘模式，但天猫旗舰店到手价与 X5 Pro 保持一致。

图表59: X5 Pro 机身尾部相比 X2 更圆滑



资料来源: 科沃斯X5 Pro、X2产品说明书, 国联证券研究所

图表60: Mate X 子母机概念较为新颖



资料来源: 科沃斯官网, 国联证券研究所

Q2 公司两大核心价格带产品矩阵补齐, 扫地机新品占比或显著提升, 盈利能力或展现韧性。从 618 大促销售额排名靠前的 SKU 来看, 各品牌主销款均为全能型扫地机, 其中水箱款定价集中在 3.5-4K 价格段, 这意味着行业最受关注的价格段相比去年同期的 3-3.5K 有所提升, 尽管可以观察到 618 大促开启以来科沃斯 T30 Pro 水箱款价格由 3799 元下调至 3399 元, 但科沃斯 5 月另一款新品 T30 MIX (灵尘) 水箱款定价 3799 元, 一方面其基站基本沿用 X5 Pro 基站设计, 而机身则基本沿用 T30 Pro, 或许意味着设计上投入的资源并不算高, 另一方面灵尘在抖音渠道集中推广, 销售表现较为突出, 充分利用抖音新品转化率相对较好的优势。

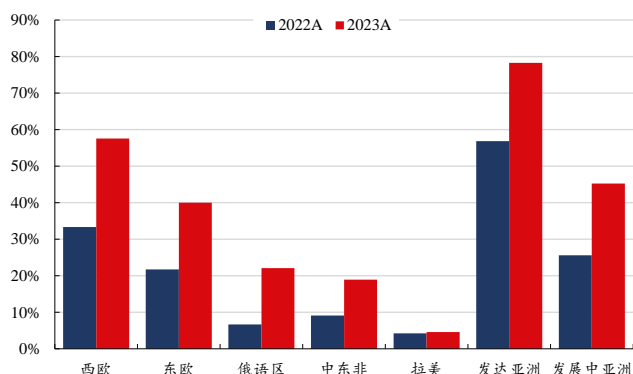
图表61：2024年618大促期间扫地机重点新品列表

型号	T30 Pro	T30 MIX (灵尘)	X5 Pro	P10S Pro	G20S	V20	J4	道蕴001	S30 Pro Ultra	X40 Pro
品牌	科沃斯	科沃斯	科沃斯	石头	石头	石头	云鲸	云鲸	追觅	追觅
外观										
上市时间	2024年2月	2024年5月	2024年4月	2024年2月	2024年3月	2024年3月	2023年9月	2024年4月	2024年2月	2024年3月
到手价(元) (水箱/上下水)	3399/3999	3799/4399	4999/5599	3999/4599	5399/5999	4799/5399	3699/4199	4999/5599	3899/4499	5599/6299
导航类型	LDS+3D 结构光	LDS+3D 结构光	dToF+AI+多种传感器	LDS+3D 结构光+AI	LDS+3D 结构光+AI	双光源固态激光雷达+AI	LDS+双向3D 结构光	LDS+3D 结构光+双目摄像头+AI	LDS+双线激光+双目AI	LDS+双线激光+双目AI
吸力(Pa)	11000	11000	12800	11000	11000	11000	7800	12000	11000	12000
机身高度(cm)	10.4	10.4	9.5	10.3	10.3	8.2	10.7	10.9	10.38	10.38
越障高度(mm)	20	20	22	20	20	20	20	20	22	22
边角清扫	拖布恒定外扩	拖布恒定外扩	D形机, 拖布恒定外扩	拖布、边刷外扩	贴边清洁小圆盘	拖布、边刷外扩	扭一扭贴边	扭一扭贴边	拖布、边刷外扩	拖布、边刷外扩
基站尺寸(cm) (水箱/上下水)	40.9*49*48 40.9*49*40	39.4*44.3*52.75	39.4*44.3*52.75	48.7*34*52.1 48.7*34*40.5	41.9*40.9*47 41.9*40.9*30	48.7*34*52.1 48.7*34*40.5	41.5*37*43.5	43*42.6*46.2	45.67*34*59.05	45.67*34*59.05
电池容量(mAh)	5200	5200	5200	5200	5200	5200	5200	5200	6400	6400
机身水箱(ml)	55	55	90	80	100	72	-	-	80	80
机身尘盒(ml)	300	300	250	220	270	220	见产品特色	见产品特色	350	350
产品特色	双梳齿结构, 毛发0缠绕	基站与X5 Pro相似, 地宝与T30Pro相似; 提供灵嵌超薄上下水款产品(4999元)	15mm拖布抬升; 智能检测脏污进行复拖	主刷、拖布可动态双升降; 毛发切割; 提供超薄全嵌上下水款(4999元)	沿用震动拖布	使用两颗3D ToF激光雷达, 120度布置, 实现超广视角	10mm拖布抬升; 智能复洗; 鲸灵托管2.0; 轻集尘功能支持800ml机身尘盒收集灰尘	云鲸首次推出基站集尘, 机身尘盒容量300ml; 新增动态热水功能; 轻集尘款为4599/5199元	提供超薄上下水款(4799元)	边刷、主刷、拖布三升降; 提供超薄上下水款(6599元)

资料来源：科沃斯、石头科技、云鲸、奥维云网，国联证券研究所（注：到手价取于2024年6月7日各品牌官旗价格，上市日期以奥维云网收录为准）

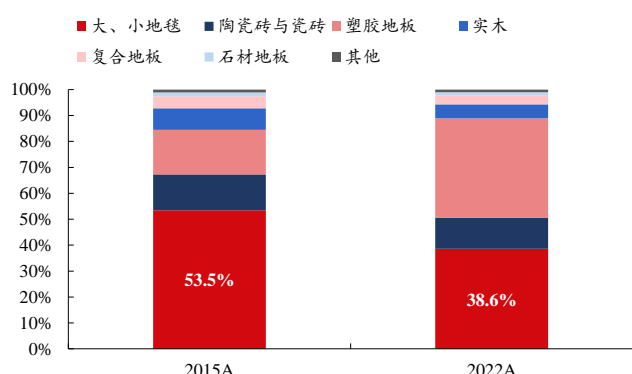
海外方面，科沃斯品牌外销业务有望受益于产品升级与格局优化的红利，一方面，参考GFK数据，2023年海外各个市场扫地机带有基站产品的销额占比均逐步提升，其中中国品牌无疑引领这一趋势，尽管GFK统计口径不包含北美，但考虑到美国地面铺装近年来销售面积当中地毯的占比持续下滑，硬质地面占比提升，基站型产品渗透率的提升预计同样成为趋势；另一方面，亚马逊宣布终止收购iRobot，传统海外扫地机龙头预计从人事到产品均面临一系列调整，资金可能也面临短期困难，在此背景下，iRobot对于2024年收入增长指引并不乐观，但扫地机全球渗透率仍低，行业处于较快成长期，因此中国厂商有望迎来一轮全球扫地机格局优化红利，抢占海外份额。

图表62: 全球基站型扫地机收入占比 (%) 提升



资料来源: GfK, 国联证券研究所

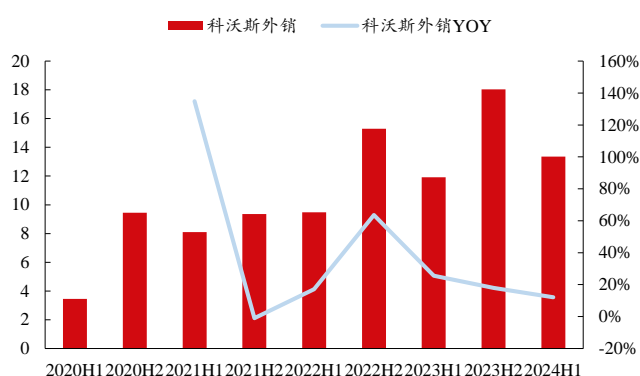
图表63: 美国地面铺装销售面积当中, 地毯占比下滑



资料来源: Catalina Research, 国联证券研究所

在此基础上, 2023 年科沃斯品牌外销实现 30 亿元营收, 同比+20%以上; 分区域看, 各主要经营区域均录得正向增长, 欧洲表现最佳, 科沃斯品牌依托与直营渠道建立的长期合作基础, 精准把握市场需求, 推动销售收入同比+40.5%, 提升显著; 亚太方面, 2023 年公司在新加坡设立海外总部, 以此为基点聚合全球资源, 优化运营网络, 致力于提升亚太市场份额, 并加强全球市场覆盖能力; 北美方面, 公司通过子品牌一点 (yeedi) 推出 M12 pro, 外观、功能与参数和国内 T30 系列极为相似, 价格为 899 美元, 预计公司有望凭借自身多品牌运营优势, 实现更加灵活的渠道打法。2024H1 科沃斯品牌外销营收同比增长双位数以上, 其中欧洲表现相当亮眼, 我们认为, 公司有望把握行业红利, 科沃斯品牌外销业务有望取得更优秀成绩。

图表64: 科沃斯品牌海外营收持续增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表65: yeedi 的 M12 Pro 与国内 T30 系列高度相似

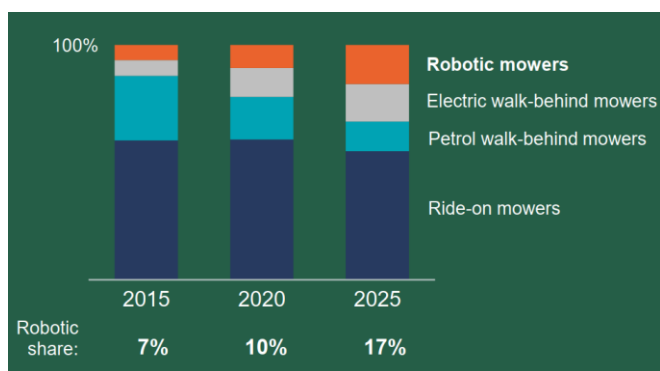


资料来源: 美国亚马逊, 国联证券研究所

此外, 公司此前对于科沃斯品牌新业务的投入也产生了重要成果。参考富世华投资者交流材料, 预计到 2025 年, 全球家用割草机市场中将有 17% 的收入来自于割草机器人, 空间广阔。在此背景下, 2022 年科沃斯品牌发布历时多年研发的 GOAT G1 家用割草机器人产品, 通过全新 True Mapping 四重融合定位系统, 可靠完成室外庭院

场景下定位、导航和精准避障；同时产品实现了无边界线快速部署、高效逻辑切割、自动识别草坪边界、自动识别并避让动物等目标，将割草机器人行业从半规划时代一举带入高智能全局规划时代，也成功把家用服务机器人应用场景从室内延展到室外。GOAT G1 于 2023Q2 在欧洲上市，售价 1599 欧元，第一年就超额完成目标，带动欧洲科沃斯品牌业务增长，同时进一步提升科沃斯海外品牌知名度，2024H1 公司割草机器人海外收入和销量同比分别+185.9%/+252.1%。科沃斯 2024 年 1 月展示的割草机器人新品 GOAT GX-600 面向美国市场，于 2024Q2 在美国上市，价格为 1299 美元，预计同样有望带动 2024 年科沃斯品牌北美市场增长。

图表66：机器人占比或提升至全球家用割草机市场的 17%



资料来源：2021年富世华投资者交流大会演示材料，国联证券研究所

图表67：科沃斯割草机器人新品 GOAT GX 面向美国

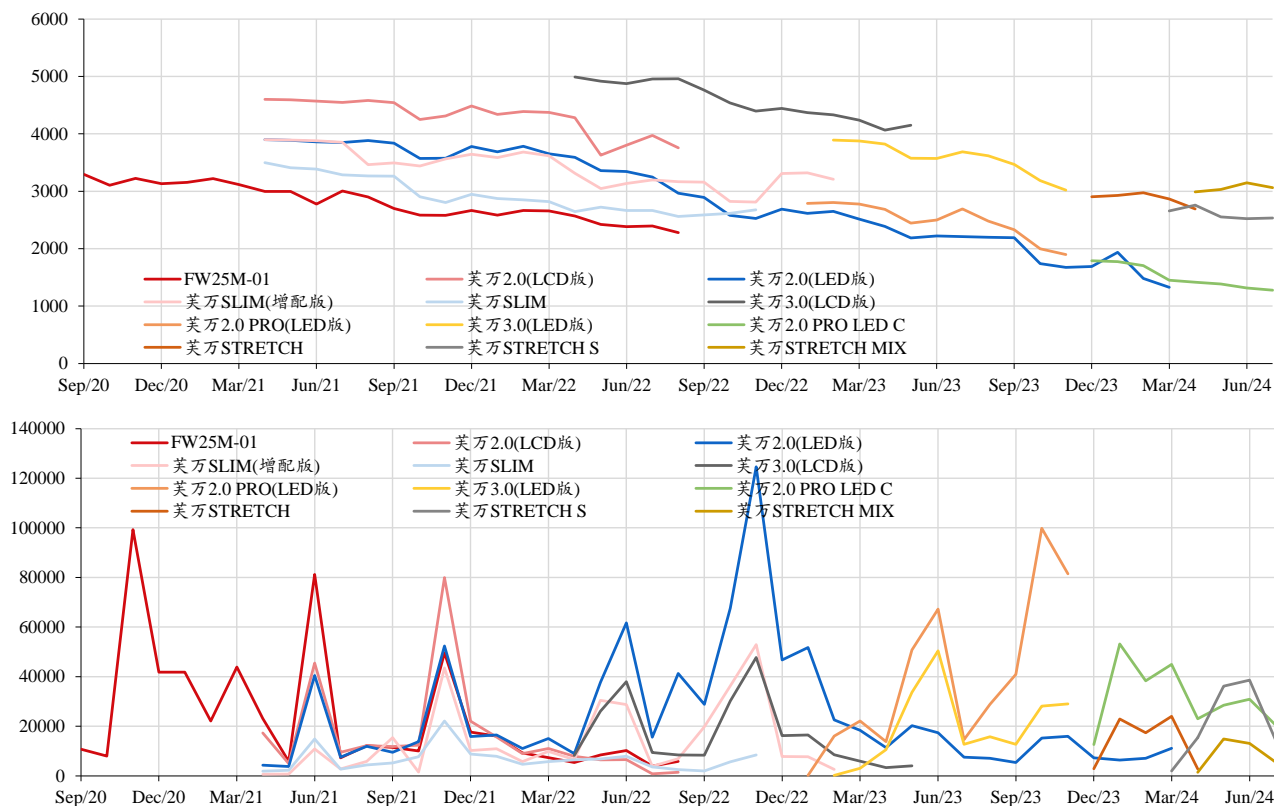


资料来源：江南电器工具联盟，国联证券研究所

3.2 添可品牌：盈利或有望改善，海外增长值得期待

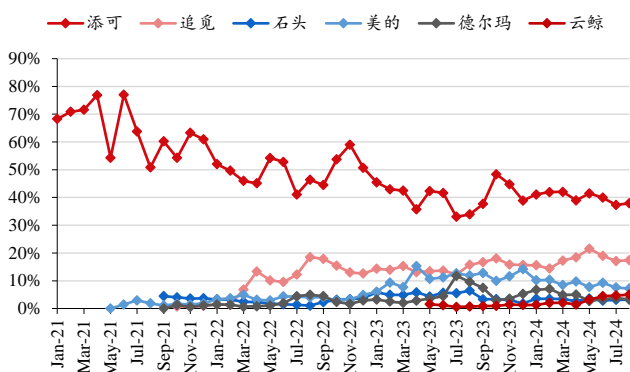
我们认为，添可品牌有望受益于新品占比的提升，盈利能力压力缓解。从分品牌数据看，618 以来洗地机价格再度下探，但拆分洗地机型号分析，此前添可均价的下行一方面是由于老品芙万 2.0LED 版的持续降价，另一方面是由于新品定价仍然相对较高，尚未达到消费者需求充分释放的价位，2024 年新品芙万 2.0 PRO LED C 均价已低于 1500 元，且保持相对稳定，消费者吸引力明显提升，考虑到新产品是针对性价比价格带推出，或为价格优化预留一定空间，因此我们认为添可品牌洗地机的毛利率压力相比此前有望缓解。

图表68： 添可洗地机主要型号的线上均价（元）与线上零售量（万台）走势



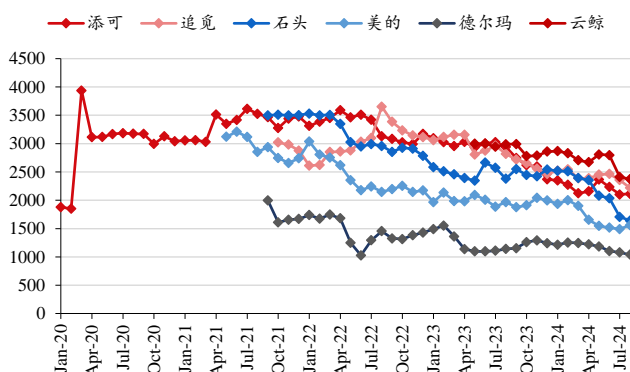
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表69： 国内线上洗地机分品牌零售量份额



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表70： 国内线上洗地机分品牌零售均价



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

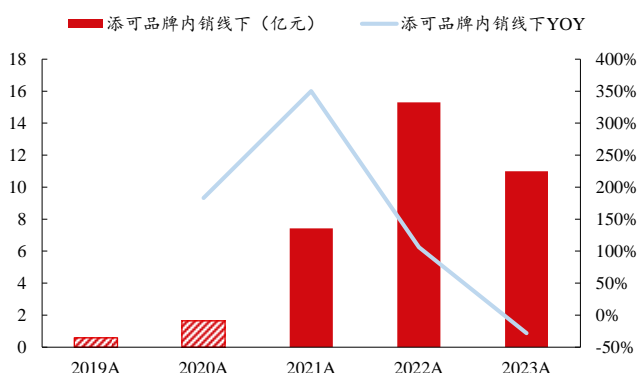
在新品占比提升，且充分放量的背景下，我们认为这一轮添可洗地机有望进一步通过降本改善盈利能力。在新品成功放量的背景下，洗地机作为一款生产逐步成熟、技术逐步稳定的产品，龙头比较有能力凭借规模效应&供应链优化。参考以内销洗地机业务为主的春光科技洗地机单台出货价，以及石头科技对应业务的单台成本，我们认为添可洗地机的规模优势&供应链优势已有初步显现，但仍未充分发挥。

图表71：添可洗地机规模优势或仍有进一步发挥空间

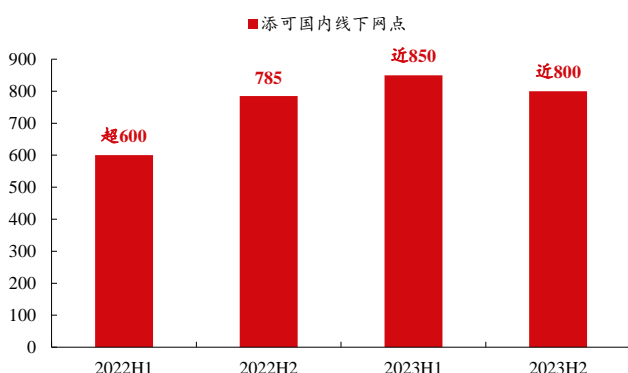
	2020A	2021A	2022A	2023A	数据来源与说明
添可洗地机销量（万台）	78.00	267.10	257.00	322.70	公司历年年报
智慧生活电器非洗地机销量（万台）	401.30	226.48	189.54	236.40	公司历年年报，计算
非洗地机单台成本	258.24	258.24	258.24	258.24	假设为智能生活电器 2013-2018 年单台成本（2019 年添可推出洗地机）
非洗地机总成本（亿元）	10.36	5.85	4.89	6.10	计算
添可洗地机总成本（亿元）	6.20	18.02	21.60	25.65	计算
估算添可洗地机平均成本	795	675	841	795	计算
石头-其他智能电器产品单台成本	838	971	1178	1201	公司历年年报；石头科技对应业务中尚有其他品类，单台成本仅供参考
春光-苏州尚腾洗地机单台出货价	-	957	842	734	关于对上海证券交易所问询函回复的公告（2023.7.1）；2023 年数据取 1-5 月

资料来源：各公司公告，国联证券研究所（注：已剔除运费影响；石头科技运费为估算；春光科技旗下苏州尚腾主要为追觅代工生产洗地机）

添可内销业务的线下渠道曾经是公司营收增长的重要来源之一，但 2023 年营收短期有所波动，公司已全面整顿，预计经营有望回稳。就目前公司披露的数据来看，2022 年 6 月底公司添可国内线下网点数量超 600 家，简单推算来看，从 2020 年初添可推出洗地机到 2022 年中，平均每半年拓展 100 家以上网点，拓展较为迅速，2022 年全年也实现三位数增长。但受疫情以及渠道库存影响，2023 年添可内销线下同比转负，在此背景下添可品牌全面评估线下终端店效和人效，并基于考核结果对部分店铺进行优化升级，以确保整体运营效率和服务质量，同时，对线下渠道进行全面规范整顿，严厉打击违规行为，通过奖惩机制，加强市场监控，提升整体线下经营素质，为构建更为稳健高效的线下终端体系提供有力支撑，预计整顿将在 2024 年逐步显现成效。

图表72：添可内销线下营收 2023 年有所下滑


资料来源：公司公告，奥维云网，国联证券研究所（注：2019-2020 年营收由奥维线下零售额增速反推，仅供参考大致体量）

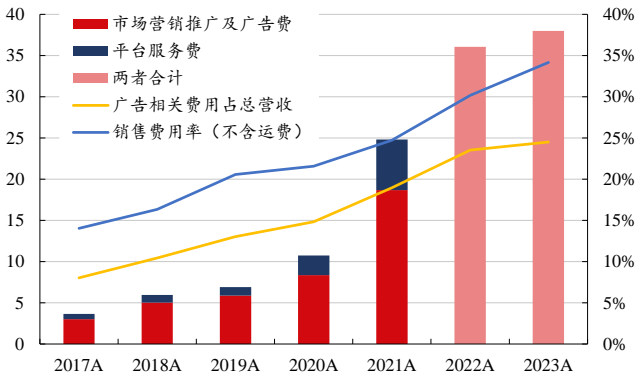
图表73：2023H2 添可国内线下网点优化


资料来源：公司公告，国联证券研究所

洗地机的价格下探在当前市场环境下或为更加有效的营销方式，因此我们认为添可业务的营销费用投放节奏或许也有望放缓，且上年较高的维修费今年减少趋势较为

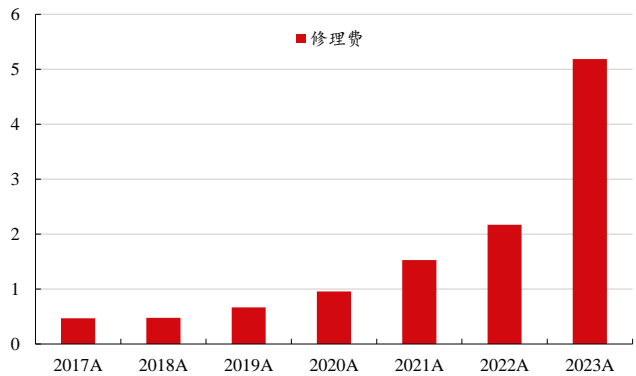
确定，综合看，洗地机的销售费用拖累盈利能力的可能性明显降低。拆解销售费用看，2020年以来非员工薪酬的增量主要是来自两部分：(1) 与品牌宣传和营销直接相关的推广、广告费用，以及与投流相关的平台服务费，这部分费率在2023年增幅已经收窄；(2) 2023年销售费用率的继续提升主要来自修理费的显著增加，我们预计主要是添可供应商的产品返修问题所导致，这一部分预计有较为确定的优化空间。

图表74：公司与营销直接相关的费率走平



资料来源：公司公告，国联证券研究所（左轴：金额数据，右轴：占比数据；单位：人民币亿元）

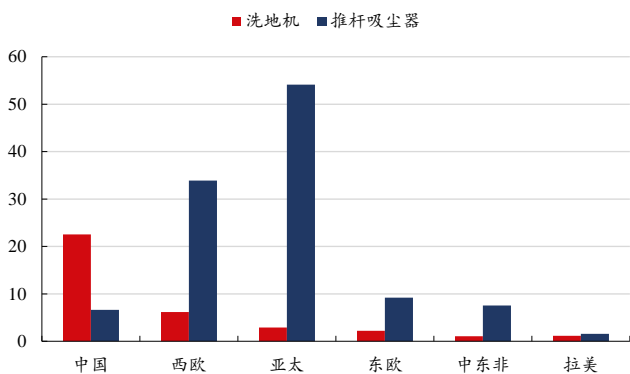
图表75：公司维修费后续优化较有确定性



资料来源：公司公告，国联证券研究所（单位：人民币亿元）

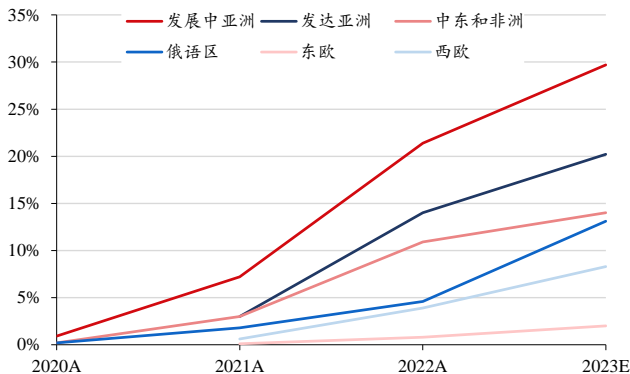
海外方面，添可的全球扩展正逐步成为公司营收增长的重要动力之一。参考 GFK 数据，预计 2023 年海外洗地机市场规模（不含中国、北美）在 13 亿美元左右，其中西欧、亚太市场规模相对较大，可供参考的潜在市场规模是推杆式吸尘器，2023 年相同口径下推杆式吸尘器的海外市场规模为 106 亿美元左右。从增速看，目前在中国、发达亚洲与发展中亚市场，洗地机规模增速均为正，同时推杆式为负，两者存在替代关系，考虑到中国洗地机厂商全球份额持续提升，伴随制造力外溢&品牌力提升，欧洲等地区的洗地机渗透率也有进一步提升空间。考虑到海外其他经营洗地机的清洁电器品牌搜索热度在北美高于欧洲，我们预计北美市场规模更加可观。

图表76：2023年西欧洗地机初具规模，亚太潜力大



资料来源：GFK，国联证券研究所（不含北美，单位：亿美元）

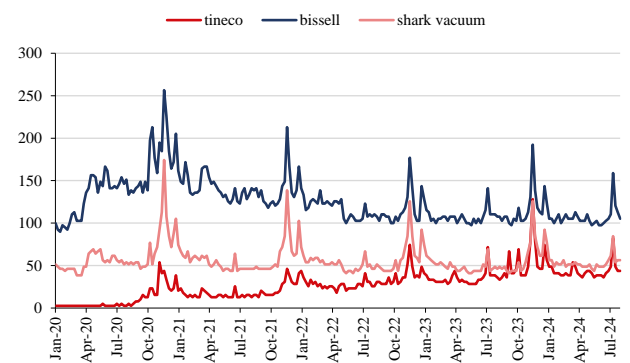
图表77：国产洗地机品牌份额持续提升



资料来源：GFK，国联证券研究所（不含北美）

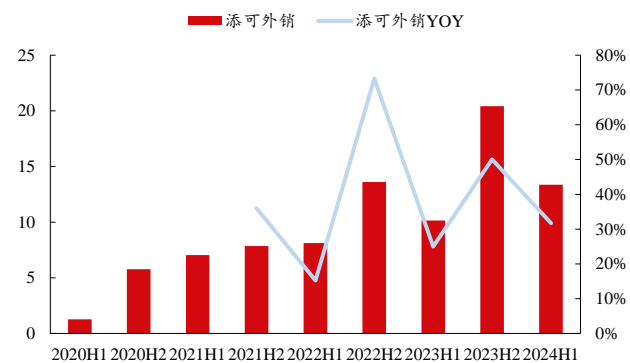
落实到公司看，添可海外收入2023年收入为31亿元，同比+41%，其中2023H2约为20亿元，同比+50%，相比上半年有所提速，预计其中以洗地机为主，吸尘器收入占比相对偏低；地域上看，添可海外业务持续挖掘美国等核心市场潜力，预计其2020年以来全球份额持续提升，2023年底添可品牌在美国Target零售渠道入驻门店数量已突破1,800家，并且积极开拓中欧、俄罗斯、中东等新市场；参考海外搜索引擎分国家/地区热度，相比友商，添可在欧洲市场的成长情况或更优。此外，添可海外线上业务亦保持高速增长，报告期内添可海外线上销售收入同比+49.4%，且在亚马逊美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、西班牙、日本等多个站点持续保持洗地机品类销量第一的领先地位。2024H1，添可品牌海外收入同比+32%至13亿元，延续较快增长。

图表78：添可全球搜索热度接近 Shark



资料来源：Google Trend，国联证券研究所（定基，取bissell 2020年初=100）

图表79：添可品牌外销2024H1同比+32%至13亿元



资料来源：公司公告，国联证券研究所（单位：亿元人民币）

添可海外的盈利能力或高于境内，参考 SharkNinja 整体盈利能力，其营业利润率近年来维持在接近双位数水平，早期更超15%；尽管我们尚无添可海外盈利能力的具体

数据，但我们可以通过对比发现添可洗地机海外主销型号价格相比国内对应产品明显更高，即使添可海外处于成长投入期，或许短期内需要一定销售费用投放，但我们认为在明显价差基础上，这一块业务的盈利能力有望依托公司成熟的制造能力，通过降本&费用优化向双位数甚至更优水平迈进。

图表80：添可海外洗地机对应国内产品均有一定溢价

Tineco 海外主销型号	Floor ONE S3	Floor ONE S5	Floor ONE S7 Pro
亚马逊售价（美元）	369.99	449.99	649.99
海外型号上市时间	2020年4月	2021年9月	2022年12月
国内对标型号	芙万 1.0	芙万 2.0	芙万 3.0 LCD
国内线上均价（元）	1249	1990	2390
国内型号上市时间	2020年2月	2021年4月	2022年3月

资料来源：亚马逊，奥维云网，京东，国联证券研究所

总结来看，公司科沃斯、添可品牌的外销业务收入快速增长，公司后续的成长性已不能仅仅关注扫地机内销部分。我们认为公司已汲取宝贵经验，各主要业务均调整完毕，蓄势待发：其中科沃斯内销性价比、高端产品布局齐全，年初销售迎来开门红，超高端产品设计依旧不乏巧思；科沃斯外销分区域发力，割草机器人新业务正结出硕果；添可内销新品占比提升、规模效应释放和销售费用优化有望减轻盈利能力压力；添可外销正成为新的营收增长来源，潜力不容小觑。公司当前经营或已迎来向上拐点，我们期待公司在收入稳中求进基础上，业绩弹性释放。

4. 看好龙头再起，维持公司“买入”评级

回顾公司发展历程，科沃斯上市后不久就主动调整战略，收缩低端&代工业务、推出“添可”品牌并发力研发与营销，收入业绩短期波动，但为后续发展奠定基础。2020年-2021年，公司一方面承接疫情带来的清洁电器需求红利，另一方面结合前期研发储备，推出多款产品，在行业景气与自身竞争实力基础上，业绩实现较快增长。2022年公司采用老品降价的方式维护份额，导致盈利能力波动；2023年全能型扫地机价格持续下探之际，公司多价位扫地机布局相对缺位，份额受损，且洗地机竞争加剧，收入增速总体逐季度收窄，2023H2仅实现微利。

但公司当前或已迎来盈利向上拐点，公司两大品牌外销快速增长，业务结构相比此前更加多元，后续成长性已不能仅仅关注内销扫地机；且2024年以来公司加快布局扫地机产品，提升自身新品占比，积极拓展海外业务，改善营销效率。参考公司历史，当产品布局得当，发展良机就有望来临，我们看好清洁电器龙头再起，业绩弹性逐步

释放。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 159、179、203 亿元，同比分别 +3%/+12%/+13%，归母净利润 14.06、16.44、18.93 亿元，同比分别+130%/+17%/+15%，参考可比公司，给予 2024 年 PE 为 25 倍，对应目标价 61.76 元，综上维持公司“买入”评级。

图表81：科沃斯可比公司平均估值水平

股票代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688169.SH	石头科技	513.38	20.51	25.29	29.68	34.79	20.30	17.30	14.76
688696.SH	极米科技	55.04	1.21	1.41	2.34	2.91	39.07	23.49	18.90
688475.SH	萤石网络	266.81	5.63	6.78	8.35	10.30	39.36	31.96	25.90
平均值		-	-	-	-	-	32.91	24.25	19.85

资料来源：Wind，国联证券研究所（注：收盘价为 2024 年 9 月 30 日数据；归母净利润均采用 wind 一致预期）

5. 风险提示

- 1) 政策兑现不及预期。以旧换新落地以来板块情绪虽有提振，当前家电股价中包含的政策预期仍不高，若后续持续走高，政策兑现有不及预期的风险。
- 2) 关税预期扰动出口节奏。7月家电出口表现好于大盘，关税预期升温阶段出口订单或有前置，若虹吸效应持续，可能造成后续出口节奏大幅波动。
- 3) 原材料成本大幅上涨。原材料占主要家电公司营业成本 80%以上，目前盈利预期建立在原材料价格总体平稳假设上，若大宗价格持续普涨，盈利有不达预期的可能。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3991	5097	5946	6903	8029	营业收入	15325	15502	15917	17875	20278
应收账款+票据	2067	1712	1744	1959	2222	营业成本	7415	8139	7963	8916	10079
预付账款	340	280	293	329	373	营业税金及附加	89	68	83	93	106
存货	2906	2848	2618	2931	3314	营业费用	4623	5297	4934	5541	6286
其他	1821	464	414	458	513	管理费用	1389	1408	1401	1537	1744
流动资产合计	11126	10401	11015	12581	14451	财务费用	-110	-26	-20	-54	-82
长期股权投资	144	167	157	147	136	资产减值损失	-125	-168	-172	-193	-219
固定资产	1012	1050	1509	1879	1855	公允价值变动收益	37	40	40	40	40
在建工程	305	863	432	0	0	投资净收益	-22	0	-3	-3	-3
无形资产	158	275	298	365	426	其他	8	147	88	83	76
其他非流动资产	564	631	678	675	673	营业利润	1817	636	1509	1768	2039
非流动资产合计	2183	2986	3074	3067	3089	营业外净收益	9	17	20	20	20
资产总计	13310	13387	14089	15648	17540	利润总额	1827	653	1529	1788	2059
短期借款	540	470	0	0	0	所得税	126	42	122	143	165
应付账款+票据	3392	3352	3443	3855	4358	净利润	1700	611	1407	1645	1894
其他	1873	1742	2028	2271	2568	少数股东损益	2	-1	1	1	1
流动负债合计	5805	5564	5470	6126	6926	归属于母公司净利润	1698	612	1406	1644	1893
长期带息负债	999	1202	1010	759	522						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率					
其他	76	73	73	73	73		2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	1074	1275	1083	832	595	成长能力					
负债合计	6879	6839	6554	6958	7521	营业收入	17.11%	1.16%	2.68%	12.30%	13.45%
少数股东权益	1	0	1	2	3	EBIT	-26.25%	-63.46%	140.61%	14.85%	14.07%
股本	574	576	569	569	569	EBITDA	-22.07%	-51.74%	81.72%	15.76%	13.32%
资本公积	1721	1724	1732	1732	1732	归属于母公司净利润	-15.51%	-63.96%	129.72%	16.90%	15.16%
留存收益	4135	4246	5233	6387	7715	获利能力					
股东权益合计	6431	6548	7535	8690	10019	毛利率	51.61%	47.50%	49.97%	50.12%	50.29%
负债和股东权益总计	13310	13387	14089	15648	17540	净利率	11.10%	3.94%	8.84%	9.20%	9.34%
						ROE	26.42%	9.35%	18.66%	18.92%	18.90%
						ROIC	38.17%	8.84%	23.05%	28.81%	31.05%
						偿债能力					
						资产负债率	51.69%	51.09%	46.52%	44.47%	42.88%
						流动比率	1.9	1.9	2.0	2.1	2.1
						速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
						营运能力					
						应收账款周转率	7.4	9.1	9.1	9.1	9.1
						存货周转率	2.6	2.9	3.0	3.0	3.0
						总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2
						每股指标(元)					
						每股收益	3.0	1.1	2.5	2.9	3.3
						每股经营现金流	3.0	1.9	3.8	3.3	3.7
						每股净资产	11.1	11.3	13.0	15.1	17.4
						估值比率					
						市盈率	17.2	47.6	20.7	17.7	15.4
						市净率	4.6	4.5	3.9	3.4	2.9
						EV/EBITDA	20.9	24.6	15.8	13.2	11.3
						EV/EBIT	23.7	36.9	17.9	15.1	12.8

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年09月30日收盘价

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。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼