



公司研究 | 深度报告 | 科沃斯 (603486.SH)

科沃斯：浴火涅槃，拐点渐现

报告要点

从扫地机、洗地机和新业务&费用投放的角度来看，公司均积极做出改变。1) 扫地机行业进入“微创新+高质价比”阶段，本质是更好匹配需求，产业链优势加持下公司 2024 年 T30 Pro 完成价格的下探，并在多处细微点上完善，销售反馈较积极；2) 洗地机方面，短期添可和追觅均价拉开差距，预计公司做出充分产品布局，长期行业通过价格战完成出清概率较大，添可在品牌认知以及成本维度具备一定优势；3) 新业务商用、割草等初具基础，同时公司一季度销售费率表现有所收敛，有望释放利润弹性。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

2024-11-20

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

科沃斯 (603486.SH)

科沃斯：浴火涅槃，拐点渐现

清洁电器双项龙头

公司拥有“科沃斯”和“添可”两大品牌，是扫地机、洗地机双项龙头。2023 年公司实现营收 155 亿元，近年来公司营收增速及扣非表现相对承压，主要由于 1) 扫地机产品布局失位、洗地机面临激烈价格竞争；2) 销售费用投放较多但效果欠佳；3) 新业务净投入相对较大。当前从扫地机业务、洗地机业务以及新业务&费用投放力度来看，公司针对已有问题积极调整，期待的拐点有望逐步显现。

扫地机：补齐产品矩阵，更好匹配需求

扫地机行业“微创新+高质价比”成为竞争关键，本质是在技术创新趋缓、科技爱好者消费红利殆尽背景下，通过实现对需求更好的匹配打开市场空间。2023 年公司在高质价比款扫地机产品布局缺失，2024 年公司在产业链优势加持下推出 T30 Pro 系列，价格实现下探的同时，在多处细节上也做出改善，产品内销线上销额市占率稳定在 10%左右，在德、法、日等亚马逊站点 6 月销额排名也进入前三。同时公司在美亚站点通过直营的 Yeedi 子品牌销售 T30 Pro 类似产品，提升产品结构的同时，有望提升公司对美亚终端销售的节奏把握能力。

洗地机：价格战趋缓，品牌端、成本端具备优势

洗地机品类对应深度清洁需求的客群，2023 年国内渗透率仅 3%，规模达 122.1 亿元，增速和远期增长空间均较为可观，引得大量玩家涌入的同时，产品均价不断下行。从产品价格定位以及体量表现来看，科沃斯的竞争压力主要来源于追觅等厂商。2024 年开始添可均价完成进一步下探，和追觅、云鲸等厂商拉开足够差距，从公司热销产品的上市时点来看，预计公司已完成积极产品布局。长期来看洗地机行业通过价格战实现出清的概率较大，添可有望从中受益：①作为行业的开创者具备一定品牌声誉优势和体量基础；②对比石头来看成本优势突出，2023 年公司对产线进行优化，并加强对线下渠道的管控，成本优势进一步巩固。

新业务初具基础，费用投放收敛

2023 年公司于割草机器人、厨万智能料理机等新业务上净投入 3.0 亿元。当前来看，公司割草机器人在德国等市场表现较好、商用机器人主要采用定制化生产的模式、厨万智能料理机 618 销售额排名品类第一，保守预计净投入期已过。此外，公司 2024 年 Q1 销售费用率已接近两年内低点，预计费用投入逐步理性化，有望释放利润弹性。

投资建议：关注拐点渐现的清洁电器龙头

公司品牌积淀深厚，并积极寻求优化突破：1) 扫地机进入“微创新+高质价比”阶段，本质是更好匹配需求，产业链优势加持下公司 T30 Pro、T50 Pro 等产品完成价格的下探，并在多处细节上做出完善，销售反馈积极；2) 洗地机，添可和追觅均价拉开差距，预计公司做出充分产品布局，长期行业通过价格战出清概率较大，添可在品牌认知以及成本上具备优势；3) 新业务商用、割草等投入收敛，公司经营的拐点正逐步显现，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.21、14.98 和 18.69 亿元，对应 PE 分别为 22.28、18.15 和 14.55 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、品牌定位调整不及预期；2、产品上新节奏不及预期；
- 3、宏观经济波动风险；4、市场竞争加剧风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	47.27
总股本(万股)	57,530
流通A股/B股(万股)	56,920/0
每股净资产(元)	12.04
近12月最高/最低价(元)	62.85/27.76

注：股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收规模同比回落，盈利能力阶段承压》2024-11-05
- 《盈利能力大幅提升，业绩增长较为亮眼》2024-09-04
- 《外销增速亮眼，季度业绩企稳》2024-05-19



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

清洁电器双项龙头	6
二十余年发展，进入双轮驱动时代	7
近年阶段承压，积极优化调整	9
扫地机：补齐产品矩阵，更好匹配需求	11
高质价比+微创新成关键，本质是更好匹配需求	11
产业链优势加持，补齐产品矩阵再出发	14
洗地机：价格战趋缓，品牌端、成本端具备优势	18
调整产品结构，价格竞争压力暂缓	18
价格战出清概率大，添可具备品牌认知及成本优势	21
新业务初具基础，费用投放收敛	26
投资建议：关注拐点渐现的清洁电器龙头	28
风险提示	29

图表目录

图 1：科沃斯旗下品牌与代表性产品一览	6
图 2：公司营收分区域表现	7
图 3：科沃斯、添可品牌国内外营收（亿元）	7
图 4：公司营收分品类表现	7
图 5：科沃斯+添可国内外线上线下 2023 年营收（亿元）及同比增速	7
图 6：代工生产阶段,注重品质与自主创新（1998-2005）	8
图 7：打造自有品牌，吸尘器->扫地机->家庭服务机器人（2006-2013）	8
图 8：完善服务机器人体系，探索海外市场（2014-2017）	9
图 9：双轮驱动增长（2018 至今）	9
图 10：近两年伴随国内竞争加剧等因素，公司营收、扣非增速承压	10
图 11：全球视角下 2023 年扫地机器人渗透率（%）仍低	11
图 12：扫地机器人产品的技术演变路径是一个“拾级而上”的过程	12
图 13：品牌之间技术追赶时间相对缩短	12
图 14：全基站产品价格（元）不断下拓	12
图 15：石头 P10 在科沃斯和石头 2023 全能基站新品中售价(元)最低	13
图 16：石头 P10 和 P10 Pro 发售后销售额市占率表现较为优秀	13
图 17：2024 年 6 月各品牌主推产品对比	14
图 18：科沃斯对前 5 大供应商的依赖程度较低	15
图 19：公司服务机器人板块产销率表现良好	15
图 20：科沃斯 T30 Pro 在多处使用细节明显进步，导航方案上采用成本更低的三角测距激光雷达	16
图 21：科沃斯 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品价格（元）走势	16
图 22：石头 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品价格（元）走势	16
图 23：科沃斯 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品销额份额表现	17
图 24：石头科技 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品销额份额表现	17

图 25: 2024 年 6 月销额前十产品 3-6 月份额走势	17
图 26: 2024 年 6 月 T30 系列产品在亚马逊部分站点销额份额表现	18
图 27: 2024 年 6 月 T30 系列产品在亚马逊部分站点销额排名	18
图 28: 美国亚马逊上 Yeedi 子品牌推出 M12 Pro+ (标红产品), 科沃斯 T30S 和 Yeedi M12 Pro+ 在外形上做出一定区分	18
图 29: 89% 洗地机用户为有娃一族 (N=150)	19
图 30: 国内洗地机销额 (亿元) 稳步提升	19
图 31: 洗地机线上在销品牌数量 (个) 于 2023 年提升较多	19
图 32: 行业均价 (元) 下行趋势明确	19
图 33: 洗地机 2024 年 6 月销额前十品牌均价及份额表现	20
图 34: 2023 年以来, 添可均价 (元) 开始低于追觅和云鲸	21
图 35: 2024 年 6 月添可品牌热销产品产品发售时间情况	21
图 36: 添可洗地机销量份额自 2023 年 12 月开始企稳	21
图 37: 添可洗地机销额份额自 2023 年 12 月开始企稳	21
图 38: 扫地机用户对于产品的性价比要求较高 (N=150)	22
图 39: 添可是洗地机的“发明者”	23
图 40: 添可主导两项国家项目的制定, 连续四年全国销量第一	23
图 41: 添可产品的开发流程	23
图 42: 添可 2023 年“黑五”期间亚马逊主要站点销售份额	24
图 43: 2023 年添可芙万系列出货量约为追觅全球销量的 2.3 倍	24
图 44: 以石头科技为参考, 添可生产成本具备较大优势	24
图 45: 添可分摊到单台机器的制造费用以及直接人工成本 2023 年下滑	24
图 46: 添可线下市占率受到其渠道管控的影响较小	25
图 47: 洗地机 2023H1 线上线下销额占比	25
图 48: 2021 年欧洲市场割草机器人规模及展望 (单位: 百万美元)	26
图 49: 2021 年美国市场割草机器人规模及展望 (单位: 百万美元)	26
图 50: 德国亚马逊割草机品牌销量市占率表现	26
图 51: 德国亚马逊割草机品牌销额市占率表现	26
图 52: 添可食万 618 期间高居炒菜机器人热卖榜第一	27
图 53: 2023 年公司修理费较大幅度提升, 预计不会是常态	27
图 54: 2024Q1 公司销售费用率环比、同比均下降, 趋近两年内低点	27
表 1: 科沃斯在扫地机器人产业链布局子公司表现	14
表 2: 洗地机和扫地机器人使用场景和适合人群差异	19
表 3: 洗地机产品需求关注点以及厂商解决方案	21
表 4: 科沃斯两款商用机器人区别点	26
表 5: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿元)	29

清洁电器双项龙头

科沃斯机器人股份有限公司始创于 1998 年，最初从事吸尘器代工业务，创始人钱东奇先生于 2000 年便诞生做扫地机器人的想法，并成立家用服务机器人研发团队展开投入研究。历经 26 年发展，公司从苏州的小代工厂起步，已成功打造“科沃斯”和“添可”两大国际化消费科技品牌，其中科沃斯旗下产品包括扫地机器人、擦窗机器人、空净机器人、商用机器人以及割草机器人等，添可旗下产品包括洗地机、料理机等智能生活电器品类，公司产品远销全球超过 170 个国家和地区，服务超 5000 万家庭用户，并在德国、美国、日本、新加坡等国家设有子公司。2023 年公司实现营收 155.02 亿元，其中科沃斯服务机器人实现营收 76.81 亿元，添可智能生活电器实现营收 72.71 亿元。

图 1：科沃斯旗下品牌与代表性产品一览



资料来源：科沃斯 2023 年可持续发展报告，长江证券研究所

分区域来看，公司 2023 年海外营收占比达 42%，2019 年至今海外营收及毛利率均持续提升。具体到品牌上，科沃斯品牌 2023 年境内、境外营收分别达到 47.01/29.80 亿元，添可品牌 2023 年境内、境外营收分别达到 42.10/30.61 亿元，双品牌境外的营收自 2020 年以来也均呈现持续增长的态势。

分品类来看，公司 2023 年智能生活电器营收占比接近 50%，2019 年至今，公司智能生活电器品类营收占比均稳步提升，充分印证公司双轮驱动战略。由于产品布局失位以及市场竞争加剧等因素，2023 年公司服务机器人和智能生活电器品类毛利率均有不同程度的下滑。

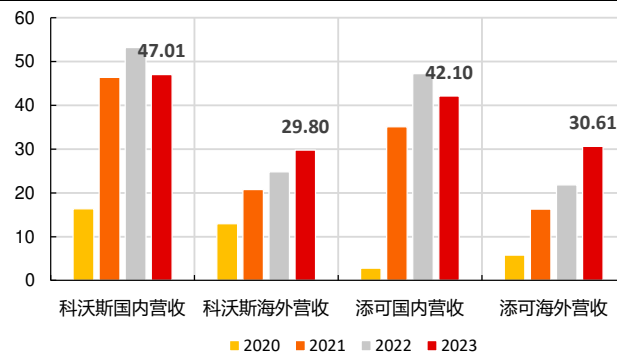
拆分国内外的线上线下渠道来看，若将公司 OEM/ODM 业务均计入线下营收板块，测算公司 2023 年科沃斯+添可双品牌国内线上、国内线下、海外线上、海外线下的营收体量分别达 63.91、25.20、32.87 和 27.55 亿元，同比增速分别达-13%、-6%、33%和 26%，海外线下的体量和增速表现均相对亮眼。

图 2：公司营收分区域表现



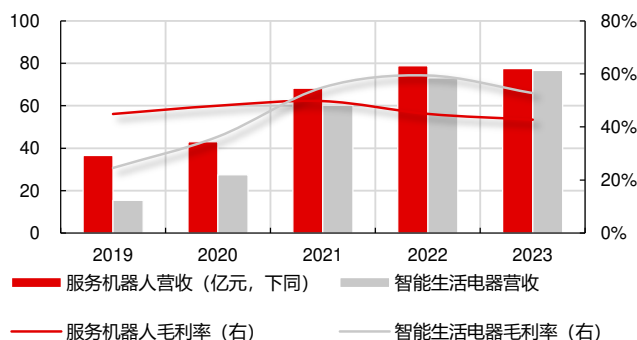
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：科沃斯、添可品牌国内外营收（亿元）



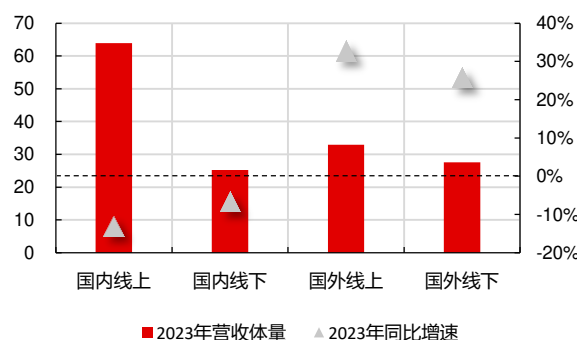
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：公司营收分品类表现



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：科沃斯+添可国内外线上线下 2023 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

二十余年发展，进入双轮驱动时代

二十余年的发展历程中，公司历经三次重大转型：①从吸尘器制造到扫地机器人自主品牌、②从扫地机器人到家用机器人完整生产线以及③开启双轮驱动战略。对应可划分成如下四个阶段：

- 1) **代工生产阶段,注重品质与自主创新 (1998-2005)**。公司前身泰怡凯公司成立之初主要从事吸尘器的代工生产，**期间强调产品质量把控以及自主研发**。1999 年公司即以 ISO9000 国际质量管理体系认证严格要求生产质量，2003 年公司成为松下在中国的首家代工企业，合作期间加强了公司精细化管理以及成本把控能力。此外，公司创始人自 2000 年开始便开始构思扫地机器人产品，并成立小组展开研发，2001 年公司首款扫地机雏形诞生，2004 年公司第一款自主研发双旋风吸尘器上市；

图 6：代工生产阶段,注重品质与自主创新（1998-2005）



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，公司美国官网，真理科技，长江证券研究所

- 2) **打造自有品牌，从吸尘器到扫地机再到家庭服务机器人（2006-2013）。**2006 年钱东奇先生正式创立“科沃斯”品牌，并在 2009 年经过多年积累发布全球第一台会说话、会跳舞的地宝 730，2010 年地宝 7 系的销售量超过公司传统的多级旋风吸尘器，2011 年科沃斯家用服务机器人业务在投入市场 4 年后首次实现收支平衡¹。公司于 2009 年正式确立家用服务机器人蓝海战略，并在后续推出全球第一款空气净化机器人沁宝 A330、首款家用擦窗机器人窗宝 5 系以及多功能机器人管家“亲宝”。

图 7：打造自有品牌，吸尘器->扫地机->家庭服务机器人（2006-2013）



资料来源：公司官网，长江证券研究所

- 3) **完善服务机器人体系，探索海外市场（2014-2017）。**公司于 2014 年 10 月发布沁宝 A630、窗宝 W830、窗宝 W930、地宝 DM81 共四款新品，11 月以全网 1.52 亿销售额夺得双十一生活电器类目销售冠军，于 2017 年发布沁宝 AA3、地宝 DG3、无线窗宝、旺宝 3 四款新品，对服务机器人体系进行一定的完善。同时 2015 年起，在国内市场基本盘稳固之后，创始人钱东奇先生之子、公司现任 CEO 钱程被任命为科沃斯海外事业部负责人，并展开对海外市场的摸底调研，凭借 DN78、DN79 等针对宠物家庭毛发清洁问题的产品以及国内市场“打造爆品”的思维，2017 年公司冲上黑五品类销售额第二，全年销售额达 3500 万美元，登顶亚马逊品类销售冠军，2018 年销售额冲至 8500 万美元²，并成功吸引 Walmart、Costco 等重量级卖场，截至 2018 年底，科沃斯品牌扫地机器人进入了包括 Bestbuy、Target、Home Depot 和 Costco 等在内的美国 3,500 多家重点线下零售门店，成为当

¹ 钱丽娜《角逐全球：科沃斯机器人从中国制造到品牌创造的故事》

² 钱丽娜《角逐全球：科沃斯机器人从中国制造到品牌创造的故事》

时重点零售企业在扫地机器人行业首选合作品牌之一，也是其中唯一源自中国的品牌。

图 8：完善服务机器人体系，探索海外市场（2014-2017）



资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，科沃斯微信公众号，公司官网，美通社，长江证券研究所

4) **双轮驱动增长（2018 年至今）**。2018 年公司于上交所上市，此后科沃斯品牌交由钱程打理，创始人钱东奇先生二次创业，瞄准深度清洁需求，充分利用已有产能将 TEK 品牌升级为添可品牌，此后双轮形成公司增长的有力支撑。2019 年公司退出原有服务机器人 ODM 业务和国内低端扫地机器人市场。2018 年以来，公司扫地机、洗地机产品持续升级迭代，完善布局，并切入智能料理机、割草机等赛道。

图 9：双轮驱动增长（2018 至今）

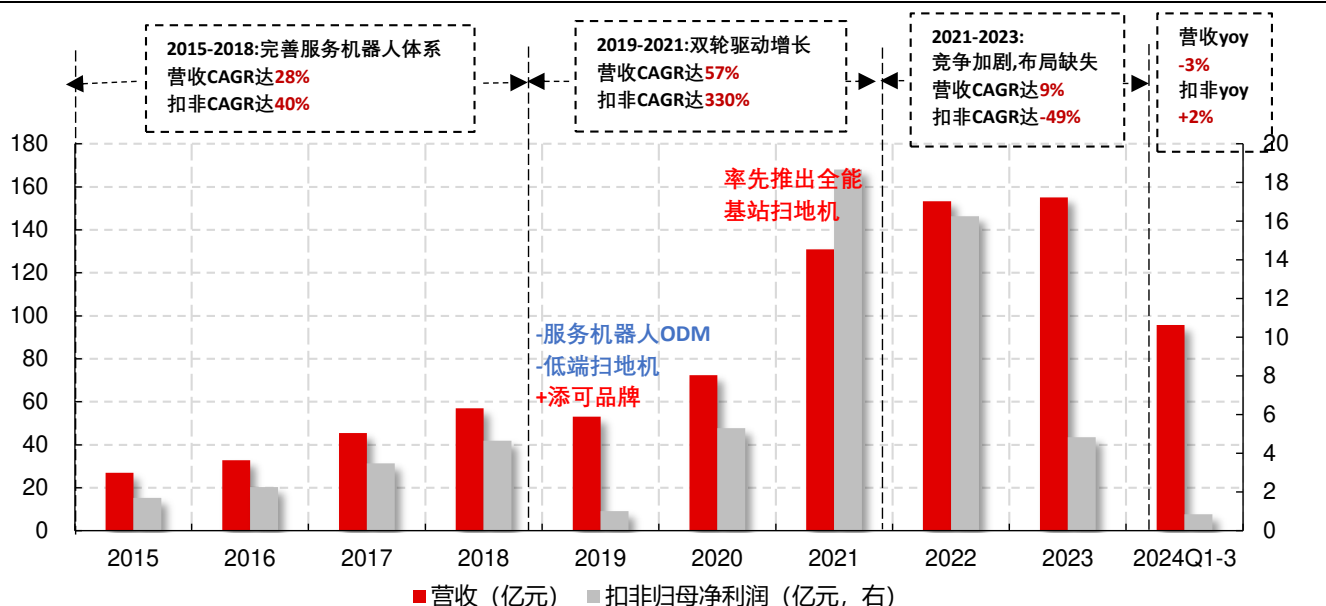


资料来源：公司 2022 年 ESG 报告，公司官网，NBC 中国，科沃斯微信公众号，蒋青云等《用户价值创新 添可如何在红海中开创蓝海》，长江证券研究所

近年阶段性承压，积极优化调整

聚焦到公司上市前后的业绩表现，1) 2015-2018 年，公司完善家庭服务机器人产品体系，期间营收和扣非归母净利润维持稳健增长，CAGR 分别达 28%和 40%；2) 2019-2021 年，公司开启双轮驱动增长时代，2019 年因为退出部分业务营收和扣非均有所下滑，但添可快速成为公司增长有力推手，加上公司率先推出全能型基站扫地机产品 X1，2019-2021 年公司营收以及扣非 CAGR 分别达 57%和 330%；3) 近两年来，外部行业景气度承压、竞争加剧；内部扫地机产品布局有所缺失、在割草等新板块投入较多，公司营收以及扣非表现承压明显。

图 10：近两年伴随国内竞争加剧等因素，公司营收、扣非增速承压



资料来源：iFinD，长江证券研究所

具体来看，2023 年公司表现承压的原因有三：

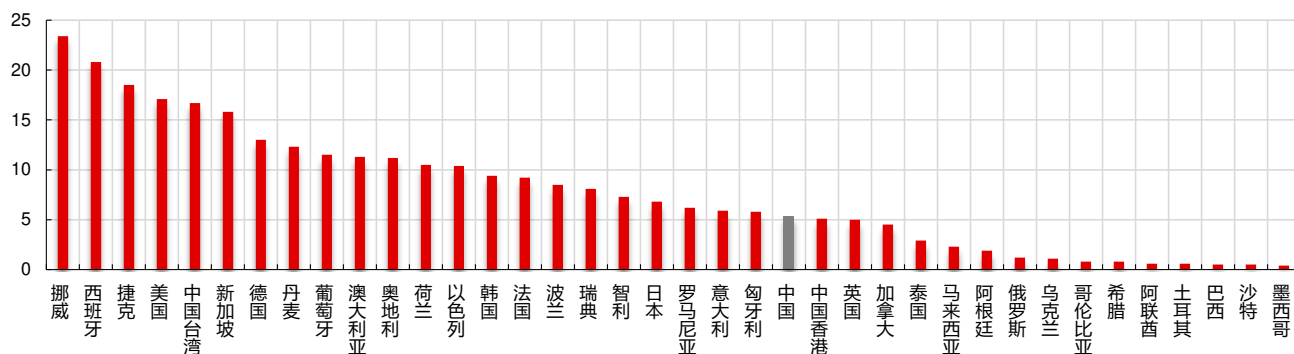
- 1) 国内扫地机和洗地机竞争激烈，均价下行，公司在扫地机中低价格段降本产品款布局有所缺失，盈利能力承压；
- 2) 公司市场投入转化效率有所下降，加上售后费用提升，销售费率明显增加，挤压公司业绩表现；
- 3) 公司商用清洁机器人、割草机器人以及食万智能料理机处于净投入期，产品研发和市场推广投入显著，2023 年公司对新业务的净投入合计约 3.0 亿元。

公司在 2023 年年报及业绩预告中有所反思，并在 2024 年经营计划中相较 2023 年更加强调聚焦经营主业，丰富产品矩阵与完善价格体系，同时淡化了割草、商清等新品类加速商业化方面的表述。当前时点，从扫地机业务、洗地机业务以及新业务投放&费用投放力度来看，公司针对 2023 年存在问题积极调整，拐点有望逐步显现。

扫地机：补齐产品矩阵，更好匹配需求

全球视角下扫地机渗透率仍处于较低水平，考虑到品类“清洁刚需+劳动替代”逻辑，长期成长空间广阔。2023 年中国扫地机市场规模达 138 亿元，同比增长 5.1%，销量达 412 万台，同比增长 0.5%，全球扫地机市场规模达 66 亿美元，同比增长 0.8%。全球扫地机渗透率超过 20% 的仅有挪威和西班牙，美国市占率仅 17.1%，中国市场渗透率仅 5.4%，若对标同为“清洁刚需+劳动替代”逻辑的洗碗机和洗衣机，扫地机器人渗透率明显处于较低水平，增长空间广阔。

图 11：全球视角下 2023 年扫地机器人渗透率（%）仍低



资料来源：欧睿，长江证券研究所

高质价比+微创新成关键，本质是更好匹配需求

扫地机产品的技术演变路径必然是一个“拾级而上”的过程。对比其他劳动替代逻辑的家电，由于扫地机在工作过程中始终处于运动状态，面临的环境更加复杂，实现过程更加困难，长期来看，扫地机产品功能完善度仍有提升空间。从理论层面和过往产品演变路径来看，扫地机产品功能的迭代不会是“一蹴而就”的过程，而会是“拾级而上”的过程。扫地机产品功能再上一个台阶之后，率先吸引对价格敏感度较低、对功能完善程度敏感度较高的客群购买，当这部分客群对应的红利充分释放之后，若需要进一步打开空间，则应针对不同客群的需求做更好的匹配。具体而言，一方面，伴随着技术降本以及规模效应，价格下探成为渗透率提升的有力推手；另一方面，针对产品细节之处的微创新不断进行，提高产品功能的完善度。

图 12：扫地机器人产品的技术演变路径是一个“拾级而上”的过程



资料来源：公司官网，什么值得买官网，36 氪，中关村在线，长江证券研究所

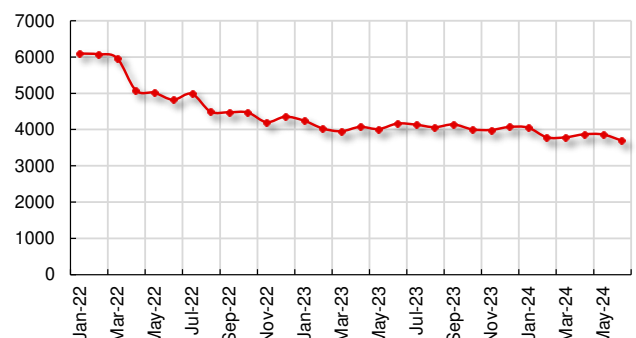
当前，“微创新+高质价比”成为竞争关键，本质上是在技术创新趋缓、科技爱好者消费红利逐步消退的背景下，通过从功能和价格两个维度实现对需求更好的匹配，进一步打开市场空间。一方面，行业“微创新”不断进行中，从自清洁到机械臂，厂商间的追赶时间不断缩短，从以年为单位到以月为单位，微创新的技术门槛或相对较低，但对于消费者的使用体验有着较大的边际提升，考验厂商的持续跟进能力；另一方面，从自清洁+自集尘基站的扫地机产品价格来看，自 2022 年 1 月开始呈明显的下拓趋势。2023 年石头率先推出 P10，定价 3299 元，同时在功能上较好满足了用户需求，带动石头国内份额的提升。高质价比产品布局或成为品牌间竞争的关键。

图 13：品牌之间技术追赶时间相对缩短³

	科沃斯	石头	云鲸	追觅	追赶时间（月）
自清洁	2021.3 N9+	2021.8 G10	2019.11 J1	2021.8 W10	16
拖布升降	2023.3 T20	2021.3 T7S	2022.8 J3	2022.5 S10 Pro	14
全基站	2021.9 X1 TURBO	2022.4 G10S	2023.8 J4	2022.5 S10 系列	7
上下水	2022.1 T10 TURBO	2022.4 G10S	2021.9 J2	2022.2 W10Pro	4
热烘干	2022.1 T10 TURBO	2022.8 G10 Plus	2021.9 J2	2022.9 W10SPro	4
机械臂	2024.2 T30 Pro	2023.8 P10 Pro	-	2023.4 X20	4
热水洗拖布	2023.3 T20 Pro	2023.8 G10 Pro	2024.4 逍遥 001	2023.4 X20 Pro	1

资料来源：表里表外公众号，洞见数据研究院，长江证券研究所

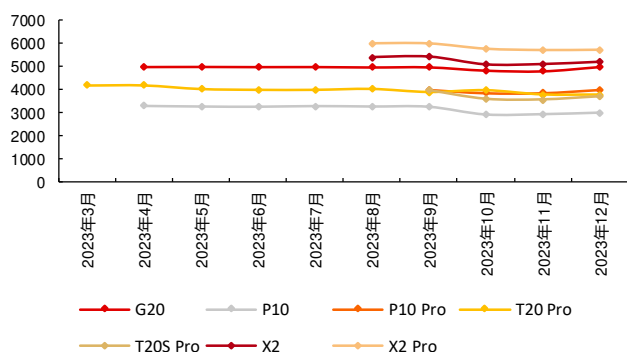
图 14：全基站产品价格（元）不断下拓



资料来源：GFK，长江证券研究所

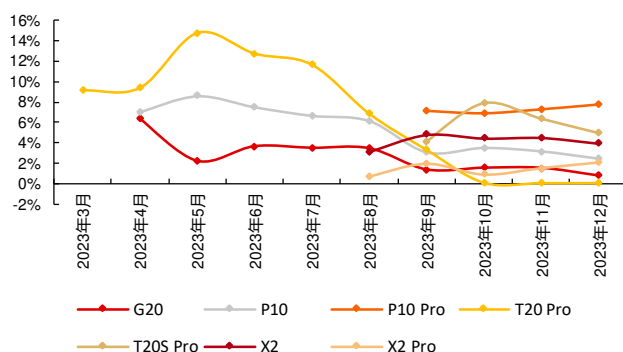
³ 搭载相应技术的第二个产品与第一个产品推出的时间差距。

图 15：石头 P10 在科沃斯和石头 2023 全能基站新品中售价(元)最低⁴



资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

图 16：石头 P10 和 P10 Pro 发售后续销售额市占率表现较为优秀



资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

2024 年 6 月头部品牌主推的产品来看，也一定程度上符合“高质价比+微创新”特征：

- 1) 定价策略：3500-4000 元价格竞争相对激烈，石头 P10S Pro、科沃斯 T30 Pro 以及云鲸 J4⁵等核心产品均集中在这一价格带；
- 2) 导航方式：石头在 V20 上尝试双光源固态激光导航，科沃斯 T30 Pro 和 X5 Pro 开始有导航方式上的区分，前者采用了成本更低的 LDS 激光导航；
- 3) 基站：全能型基站基本普及，形态上石头和追觅都积极推进产品的嵌入款，以做到和家居环境更好的匹配；
- 4) 产品高度：石头尝试固态激光导航方式、追觅尝试自升降激光雷达+双目 VSLAM 方式、科沃斯 MATE X 尝试子母地宝的方式，都在尽量做低产品的高度，以做到对低矮环境更好的清洁；
- 5) 边缘清扫：机械臂成为重点技术，石头、科沃斯、追觅相关的产品多数都有所配置；
- 6) 防毛发缠绕：各品牌采用方案有一定差异，石头主要采用胶刷以及“吸、卷、切”方案；科沃斯主要采用“V 型滚刷+双梳齿”方案；云鲸主要采用“气旋导流式防缠绕滚刷”；追觅主要采用切割的方案。

⁴ 图中 G20、P10 和 P10 Pro 为石头 2023 新品，其余为科沃斯 2023 新品，不考虑上下水版本。

⁵ 这一论述以水箱版作为参考。

图 17：2024 年 6 月各品牌主推产品对比

	石头 P10S	石头 P10S Pro	石头 V20	石头 G20S	科沃斯 T30 Pro	科沃斯 X5 Pro	云鲸 J4	云鲸进道001	追觅 S30 Pro Ultra	追觅 X40 Pro Ultra
上市时间	2024.2	2024.2	2024.3	2024.3	2024.2	2024.4	2023.8	2024.4	2024.2	2024.4
售价(上下水版)	¥3299 (3899)	¥3999 (4599)	¥4799 (5399)	¥5399 (5999)	¥3799 (4399)	¥4999 (5599)	¥3699 (4199)	¥5399 (5999)	¥4299 (4899)	¥6299 (6999)
产品图示										
导航方式	LDS激光导航	LDS激光导航	双光源固态激光导航	LDS激光导航	LDS激光导航	dTOF导航	LDS激光导航	LDS激光导航	LDS激光导航	自升降全景激光雷达+低矮空间双目VSLAM
避障方式	ReactiveTech 结构光避障	结构光+RGB摄像头, 识别62种物体	星阵领航系统, 做到三维感知	Reactive AI避障4.0, RGB摄像头+双线激光探测, 识别73种物体类型	TrueDetect 3D 双独立结构光	dTOF雷达+3D结构光融合避障	侧结构光+前结构光	侧向结构光+AI仿生人眼双目系统, 配合大模型识别超100种物体	AI双目3D立体视觉避障, 动态避障100+障碍物, 多重激光传感器	双目结构光立体避障, 识别140+种障碍物
吸力	7000Pa	11000Pa	11000Pa	11000Pa	11000Pa	12800Pa	7800Pa	12000Pa	11000Pa	13000Pa
基站尺寸 (上下水版)	487×340×521mm (487×340×405mm)	487×340×521mm (487×340×405mm)	487×340×521mm (487×340×405mm)	419×409×470mm (419×409×300mm)	490×409×480mm (490×409×400mm)	443×394×537.5mm	415×370×434mm	430×426×462mm	546.7×340×590.5mm (456.7×340×590.5mm)	456.7×340×590.5mm
拖布抬升	10mm	10mm	10mm	20mm	9mm	15mm	10mm	10mm	边刷/滚刷/拖布三升降	边刷/滚刷/拖布三升降
机械臂 (边角清扫能力)	动态机械臂	拖扫双机械臂	拖扫双机械臂	机械臂边刷+固定贴边模组	抹布盘常态外扩, 自适应柔性伸缩	双恒贴边 (拖布盘常态外扩+边刷)	沿边自动清洁	扭动清洁+静电吸附脚踢线清洁	双机械臂 (边刷+边拖)	双机械臂 (边刷+边拖)
防毛发缠绕	独家专利全胶主刷	“吸、卷、切”毛发自维护	软胶材质, “吸、卷、切”系统设计	双螺旋滚刷+“吸、卷、切”系统设计	V型螺旋滚刷+双梳齿防缠绕	V型螺旋滚刷+双梳齿防缠绕	气旋导流式防缠绕滚刷	气旋导流式零缠绕滚刷2.0	割毛滚刷	边刷0缠毛
基站功能 (自动上下水等相关功能需购买上下水版)	自集尘、自烘干、自动补水、银离子抑菌、动态热水洗拖布 (60℃) 等	拖布基站双烘干、自集尘、自动补水、可拆卸清洗盘、动态热水洗拖布 (60℃)、自驱式自清洁等	拖布基站双烘干、自集尘、自动补水、可拆卸清洗盘、动态热水洗拖布 (60℃)、自驱式自清洁等	高温洗烘、自集尘、自清洁、自动补水、主动式 (三重) 热水洗拖布等	十项全能基站 (自集尘、自烘干、自补水、70℃高温复洗等)	十项全能基站 (自集尘、自烘干、自补水、70℃高温复洗等)	银离子抗菌模块、拖布热风烘干、自动洗拖布等	自集尘、45-75℃动态热水洗拖布、电解水除菌、基站屏幕交互等	自动烘干拖布+基站、自动热水洗拖布、自动上下水、自动主机补水、自动加清洗液	双刷洗烘主动式基站自清洁、75℃热水洗拖布、自动烘干等
电池容量	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	6400mAh
其他	智能识别地毯和宠物区域选择对应清洁方案	智能识别地毯和宠物区域选择对应清洁方案; 主刷可升降减少噪音; 语音控制; 视频通话; 超薄嵌入式上下水版4999	智能识别地毯和宠物区域选择对应清洁方案; 主刷可升降减少噪音; 语音控制; 视频通话	4000次/分钟高频双震擦地; 智能识别地毯和宠物区域选择对应清洁方案; 纯拖模式主刷抬起; 语音控制; 视频通话	YIKO语音助手; 双循环全链路抗菌; 全新脚触控制系统; 可保存20种定制清洁模式	GPT智能语音交互; 量身定制清洁方案; 全链路抗菌	全链路抑菌; 勤洛三角形拖布; 智能地毯清洁策略	NarCPT智能语音交互; 智能地毯清洁策略; 全链路抑菌; 木质地板养护; 全方位降噪; 远程视频; 勤洛三角形拖布	大语言模型Dreame CPT; 地毯智能清洁; 宠物关爱模式; 视频管家功能; 超薄嵌入式上下水版为5199元	联合百度研发大语言模型Dreame CPT; 水气净化; 自动匹配房间清洁; 视频管家等; 超薄嵌入式上下水版7299

资料来源：各品牌微信公众号，IT之家，什么值得买，淘宝，长江证券研究所（注：售价取 2024 年 6 月 28 日品牌官网或官方旗舰店到手价）

产业链优势加持，补齐产品矩阵再出发

公司自 2023 年下半年开始便积极做出调整。在认识到已有产品在功能组合和价格段布局有所缺失的情况下，2023 年下半年起，公司迅速调整战略重心，调集组织内部优势资源，基于多年产品技术积累和底蕴，明确核心功能和技术升级开发方向。同时，公司积极推动降本举措，围绕用户显性价值定义产品功能组合，强调平台、模块和零部件复用，从而打造更具成本竞争力的产品组合。

公司在整个产业链的深厚布局以及公司产品基本全部自产，在成本控制以及响应效率上理论上优于代工生产。扫地机器人上游产业链主要包括金属、包材等原材料以及芯片、传感器、激光雷达、电池、电机等零部件。公司设立多家子公司进行塑胶材料、激光雷达、电池以及控制器等领域布局，多形成一定产能规模，原材料自给能力逐步提升，有助于公司成本控制。公司产品基本实现全部自产，前 5 大供应商的占比明显较低。2023 年公司服务机器人产能达 390 万台，产销率水平表现良好。

表 1：科沃斯在扫地机器人产业链布局子公司表现

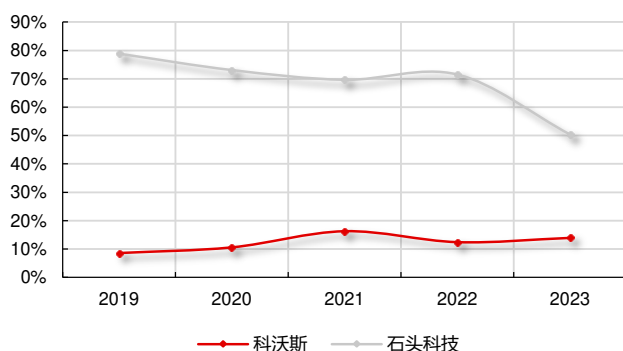
子公司（科沃斯控股比例 ⁶ ）	子公司相关业务表现
彤帆智能科技（100%）	业务以生产、加工塑胶制品及组件为主。拥有先进的设备及完善的工艺流程，其中 55 吨到 600 吨单色注塑级共 48 台，260 吨双色注塑机 2 台。同时销售自产产品并从事货物及技术进出口，年销售额超过 3000 万元，且每年保持 30%以上的增长速度。
凯航电机（100%）	中国吸尘器电机行业领军企业，致力于为全世界提供最佳吸尘器专用电机，年电机生产能力 500 万台，中国吸尘器电机行业增长最快企业。

⁶ 持股比例数据来源于公司 2023 年年度报告

氮见科技（100%）	总部位于南京，在苏州建有生产基地，迄今为止， 激光雷达产品 已稳定交货超过 300 万套，具有优异的性能，可靠性及可量产能力。
泰鼎智能（87%）	研发、生产（不含橡塑制品）、销售： 控制器及组件 ；研发、组装、销售： 电池、智能设备及配件、软件 。
泰鼎新能源（87%）	集 锂电池 的研发、设计、生产于一体，专注为智能家电、智能服务机器人等领域提供完整的锂离子电池及相关产品最佳解决方案。

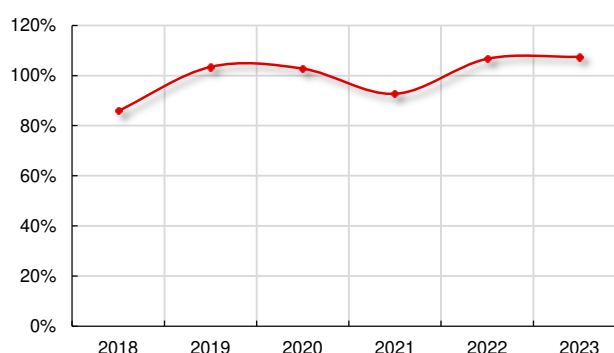
资料来源：企查查，公司公告，公司官网，长江证券研究所

图 18：科沃斯对前 5 大供应商的依赖程度较低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：公司服务机器人板块产销率⁷表现良好



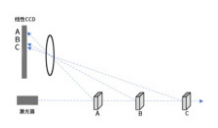
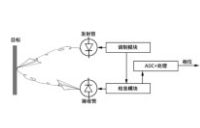
资料来源：公司公告，长江证券研究所

2024 年 3 月科沃斯发布 T30 Pro（水箱版发售价 ¥3999），相较 2023 年对应产品 T20 Pro 在多方面的微创新上有着明显的进步，同时在导航方案的选择上从 dTOF 转向三角测距 LDS，一定程度上压缩成本，实现价格的下探。一方面，T30 Pro 在基站高度、吸力、毛发清洁、边角清洁等细节方面相较 T20 Pro 都有了极大的提升，充分体现科沃斯对于消费者用户体验的关注；另一方面，T30 Pro 在导航方案上采用了成本更低的三角测距激光雷达方案，测量范围相较 T20 Pro 从 10 米下降至 8 米，从友商采用的技术方案以及国内户型实际情况来看，使用体验上不会造成大的影响，此外，T30 Pro 也引入沿边传感器和防撞传感器来配合 LDS 模块，保障用户体验。

⁷ 采用当年销量/当年产量计算，2022 年之前的产销量数据采用自主生产口径

图 20：科沃斯 T30 Pro 在多处使用细节明显进步，导航方案上采用成本更低的三角测距激光雷达

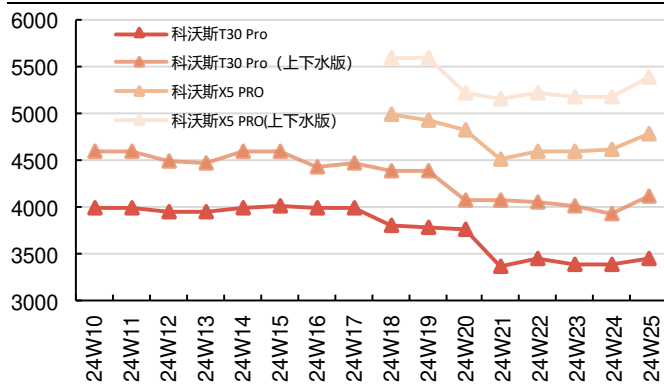
类别	功能配置	T30 Pro	T20S Pro
导航	激光扫描模块	三角测距	dToF测距
基站	高度	上下水版40cm 水箱版 48cm	57.8cm
清洁力	吸力	11000Pa	8200Pa
	边角清洁	灵隙恒贴边	×
	毛发清洁	灵缠双梳齿防缠	×
	热水洗拖	70℃高温活水	60℃热水
	智能脏污检测	重脏污区域拖2遍	×
便捷性	AI智能托管	自动推荐最佳清洁方式	×
	基站清洁	可拆卸底盘+清洁槽	×
	脚触操控	轻轻一踢开启工作	×
	桌面组件	实时了解机器状态	×

	三角测距激光雷达	dToF雷达
示意图		
技术实现难度	中	高
性能	中	优
成本	低	高
应用环境	室内短距离	室内长距离/室外

资料来源：科沃斯京东官方旗舰店，对应产品说明书，电子技术应用官网，灵途科技，长江证券研究所

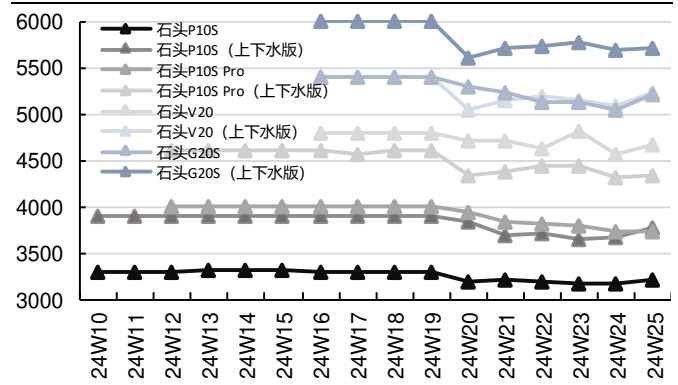
T30 Pro 水箱版发售价 3999 元，一定程度上实现对价格带的补齐。1) 从产品的价格调整节奏来看，科沃斯 T30 Pro 在大促时点价格下调至 3500 元以下，对比自家旗舰款 X5 Pro 来看，两者在促销时段的价格下探节奏较为同步，一定程度上印证 T30 Pro 已经做到了较好的成本把控，而不是将原本造价较高的产品压价售卖，预计不会对盈利造成挤压；2) 从新品对应的价格带分布来看，石头年初至今发布的产品矩阵更加丰富，而科沃斯 T30 Pro 以及 X5 Pro 在考虑上下水版本的情况下也基本完成了对 3000-6000 元价格带较好的覆盖；3) 从产品的销售反馈来看，T30 Pro 线上销额市占率基本维持在 10% 左右，6 月线上在所有扫地机产品中销额份额达 9.6%，排名第三（在对比过程中所有产品均考虑水箱版、上下水版以及嵌入款之和）。

图 21：科沃斯 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品价格（元）走势



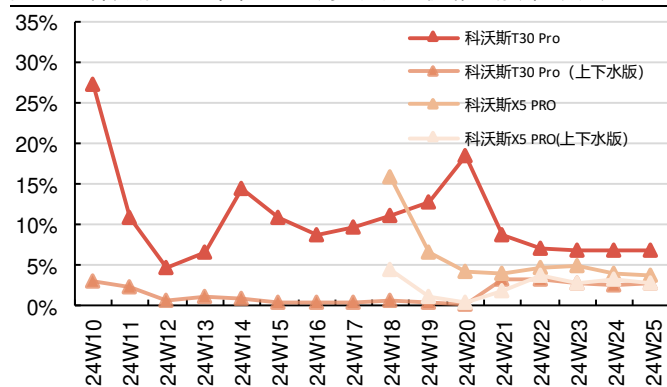
资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

图 22：石头 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品价格（元）走势



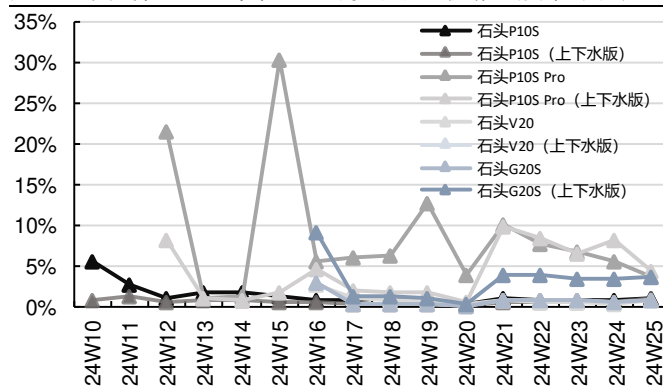
资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

图 23：科沃斯 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品销额份额表现



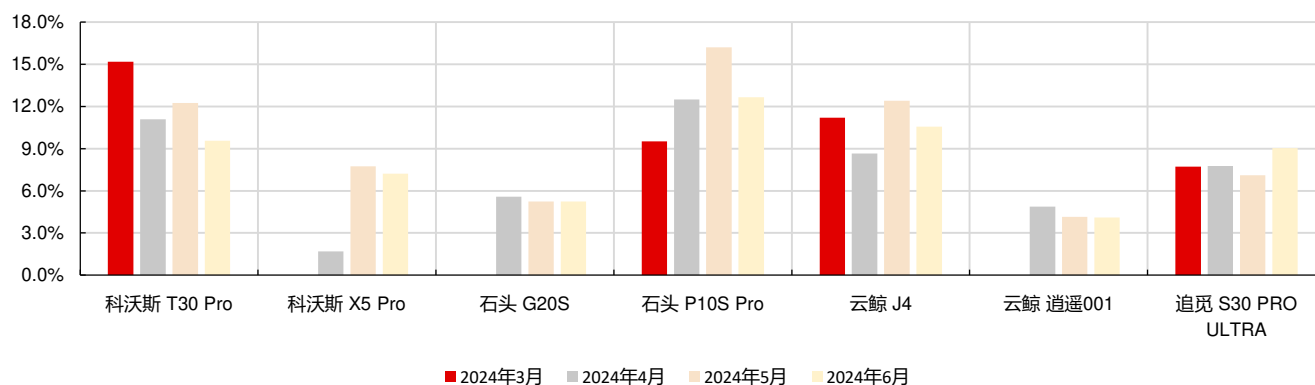
资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

图 24：石头科技 2024 年第 10-25 周重点扫地机新品销额份额表现



资料来源：奥维数据罗盘，长江证券研究所

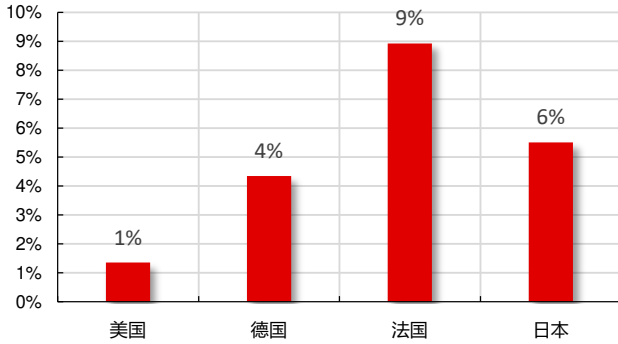
图 25：2024 年 6 月销额前十产品 3-6 月份额走势



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

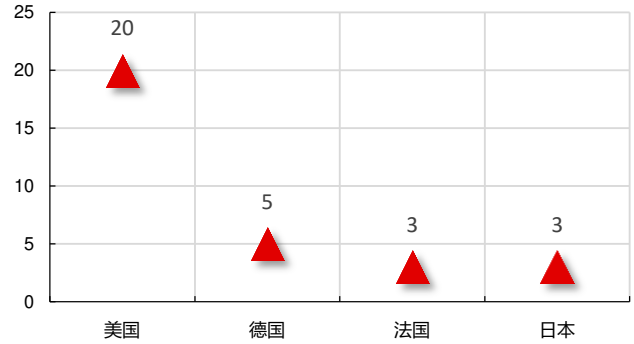
外销来看，科沃斯 T30 系列相关产品在亚马逊美国站等多个站点也取得不错表现，公司开始在美亚子品牌 Yeedi 补充类似 T30 系列产品，或有望更好把握终端推新与销售节奏。2024 年 6 月科沃斯 T30 系列相关产品在美国/德国/法国/日本单品销额排名分别达第 20/5/3/3 名。此外，公司在亚马逊美国站通过 Yeedi 子品牌推出 M12 Pro+ 产品，该产品在功能上接近 T30 系列，同时在亚马逊美国站上以科沃斯品牌销售的 T30S 和 M12 Pro+ 做出明显的外型区分，发售价为 899 美元，Yeedi 在亚马逊美国站上属于直营模式，公司把控终端产品销售节奏的能力或有所提升。

图 26：2024 年 6 月 T30 系列产品⁸在亚马逊部分站点销额份额表现



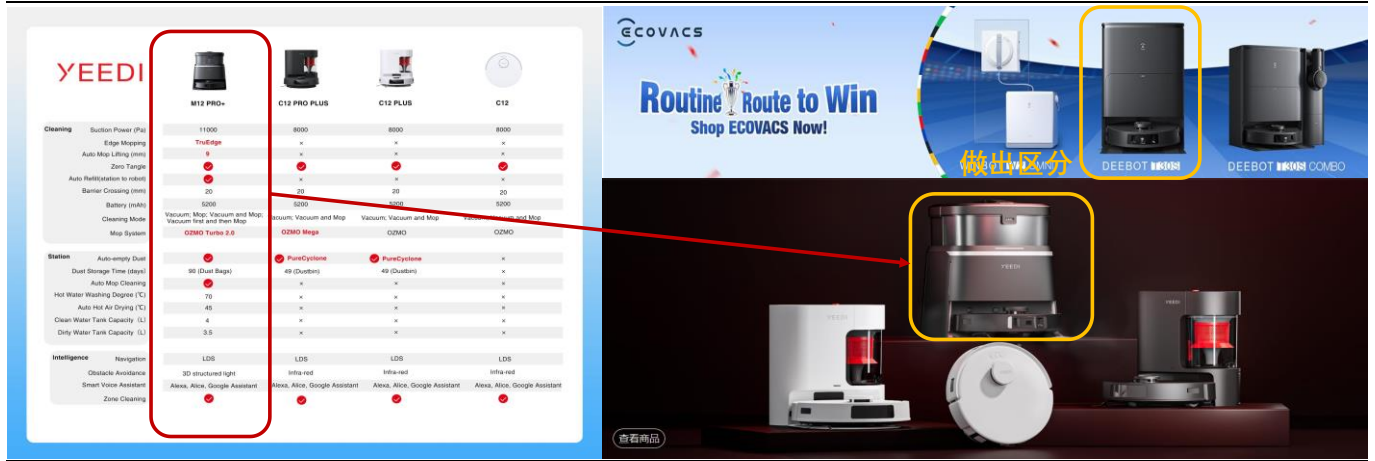
资料来源：Sorftime，长江证券研究所

图 27：2024 年 6 月 T30 系列产品在亚马逊部分站点销额排名



资料来源：Sorftime，长江证券研究所

图 28：美国亚马逊上 Yeedi 子品牌推出 M12 Pro+（标红产品），科沃斯 T30S 和 Yeedi M12 Pro+ 在外形上做出一定区分



资料来源：美通社，科沃斯、Yeedi 亚马逊官方店铺，长江证券研究所

洗地机：价格战趋缓，品牌端、成本端具备优势 调整产品结构，价格竞争压力暂缓

洗地机品类对应有深度清洁需求的客群，2023 年国内渗透率仅 3%，规模达 122.1 亿元，增速和远期增长空间均较为可观。洗地机可视为更加智能化、功能更加丰富以及更加强调硬质地板清洁的吸尘器，与扫地机产品存在一定补充关系，面向客群存在不同的侧重。扫地机器人更侧重解放双手，更加适合上班族等没有时间或者懒于进行地面清洁的人群；洗地机则更侧重深度清洁，更加适合有深度清洁需求的人群，据奥维云网《2024 中国清洁电器产业与消费者洞察白皮书》，89%的洗地机用户为有娃一族（N=150）。2023 年国内洗地机渗透率仅 3%；市场规模达 122.1 亿元，同比增长 22.4%；销量达 504.5 万台，同比增长 44.9%。

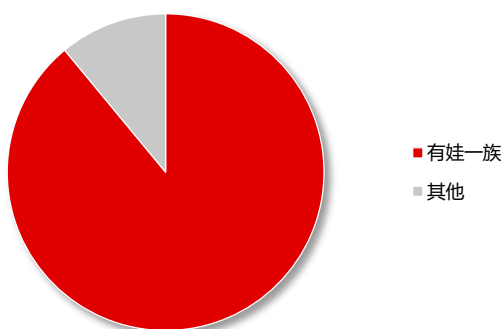
⁸ 美国市场对应产品名称为 T30S，德国、日本对应产品为 T30 Omni，法国市场对应产品为 T30 Pro Omni。

表 2：洗地机和扫地机器人使用场景和适合人群差异

	洗地机	扫地机器人	手持推杆吸尘器
使用场景	适用于需要吸、拖、洗一体，干湿垃圾均可用，适用场景较广	更适用于瓷砖、木地板、大理石等硬质地面清洁	适合地面、地毯、家居等表面的灰尘和杂物清洁
适合人群	有深度清洁需求的人群	上班族等没有时间或懒于地面清洁的人群	小户型、养娃、养宠等人群

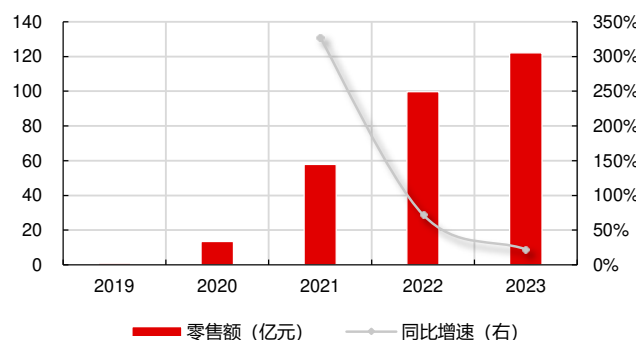
资料来源：GFK，长江证券研究所

图 29：89%洗地机用户为有娃一族（N=150）



资料来源：奥维云网《2024 中国清洁电器产业与消费者洞察白皮书》，长江证券研究所

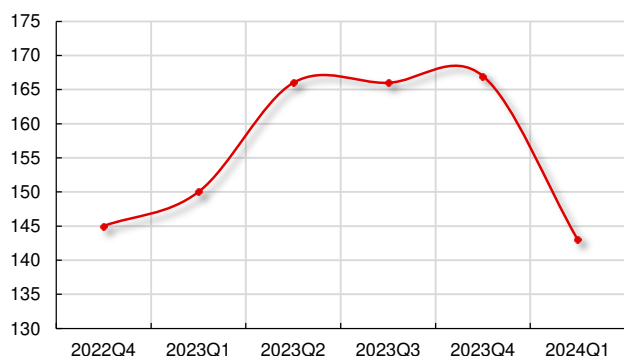
图 30：国内洗地机销额（亿元）稳步提升



资料来源：奥维云网，公司公告，长江证券研究所

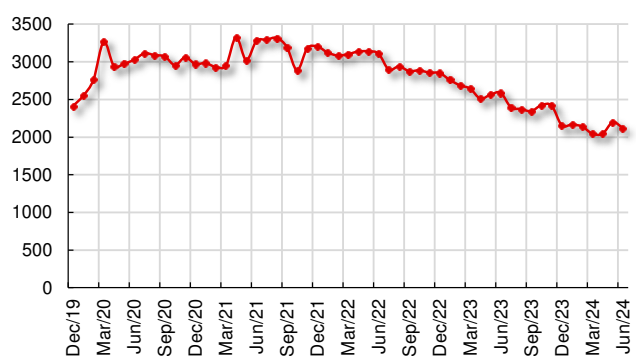
大量玩家涌入，行业均价下行趋势明显。据第一财经，国内线上洗地机的在销品牌数量由 2022 年四季度 145 个快速提升至 2023 四季度 167 个，2024 年一季度减少至 143 个。与行业玩家数量快速扩张又快速洗牌相对应的，洗地机均价自 2022 年年初左右开始呈现稳步下行态势。

图 31：洗地机线上在销品牌数量（个）于 2023 年提升较多



资料来源：第一财经，财经网，长江证券研究所

图 32：行业均价（元）下行趋势明确

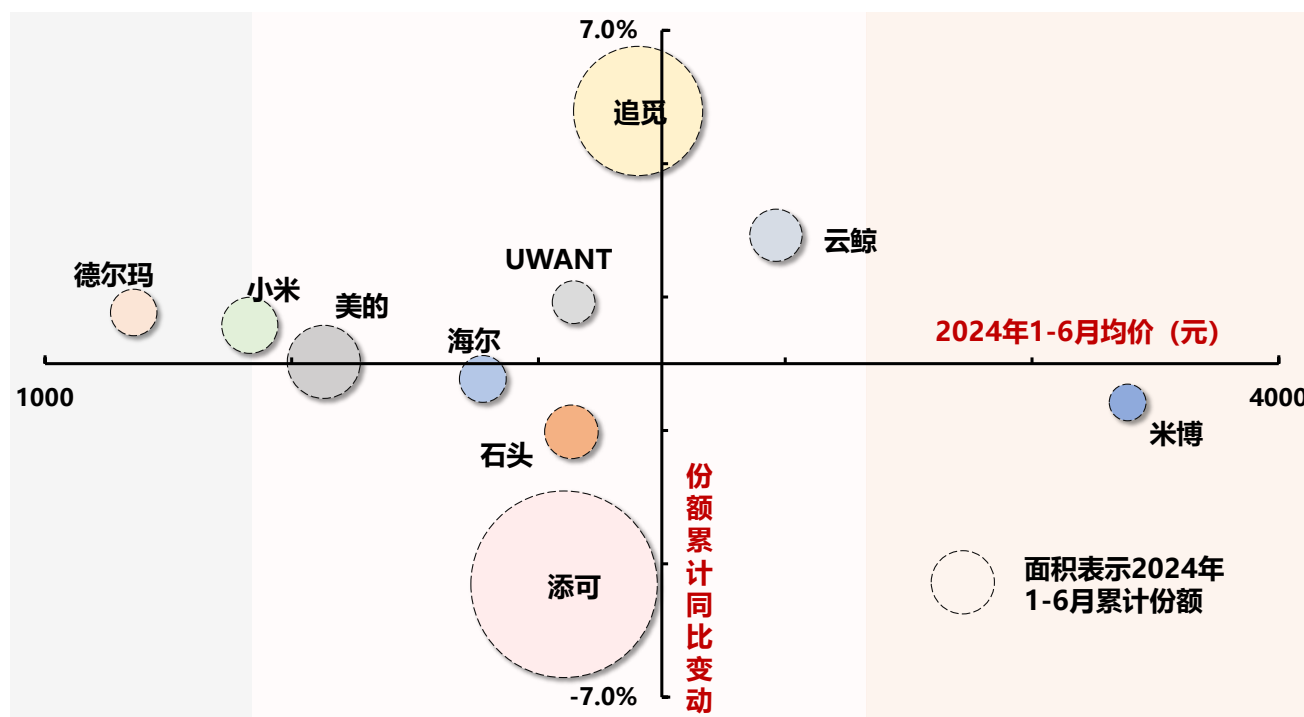


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

从价格带分布以及份额表现来看，添可洗地机内销的竞争压力主要来自于追觅等厂商。尽管玩家大量涌入，但玩家之间产品、品牌定位存在一定差异，进而导致产品价格带的分层特征也较为明显。从产品结构来看，1) 1500-3000 元是竞争最为激烈的价格带，

一方面，2024 年至今这一价格带占整体销额的占比接近 70%；另一方面，添可、追觅等大多数头部品牌的均价也都落在这一区间。2) 1000 元区间的千元机，多为白牌或者一些品牌推出的前代或初阶产品。3) 3000 元以上价格带偏中高端，部分采用了一部分基站款、蒸汽款设计。从价格的接近程度、份额以及份额同比变动表现来看，添可的竞争压力或主要来源于追觅等厂商。

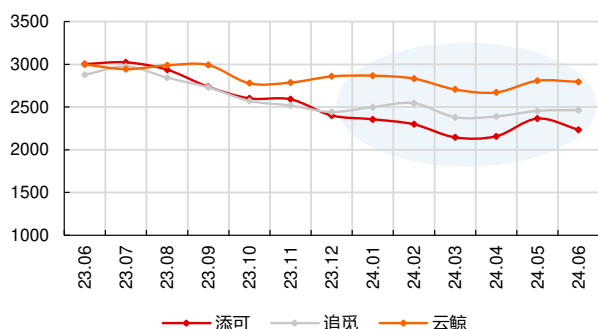
图 33：洗地机 2024 年 6 月销额前十品牌均价及份额表现



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

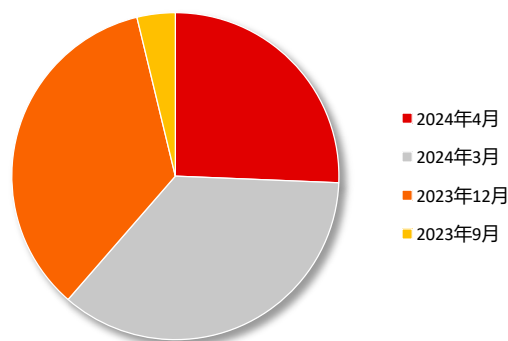
短期来看，添可的价格竞争压力阶段性减弱。从均价走势来看，2024 年之前，添可和追觅的均价较为接近，添可的价格竞争压力较为明显；2024 年以来，添可线上均价开始下拓，且开始拉开和追觅、云鲸的差距。对应的，2024 年 6 月添可热销产品多于同年 3 月或者 4 月发售，或在一定程度上印证公司已主动调整产品结构，减少价格竞争对盈利层面的挤压。从需求端反馈来看，2024 年至今，添可线上销量份额及销售份额均阶段性企稳，基本稳定在 40% 以上水平。

图 34：2023 年以来，添可均价（元）开始低于追觅和云鲸



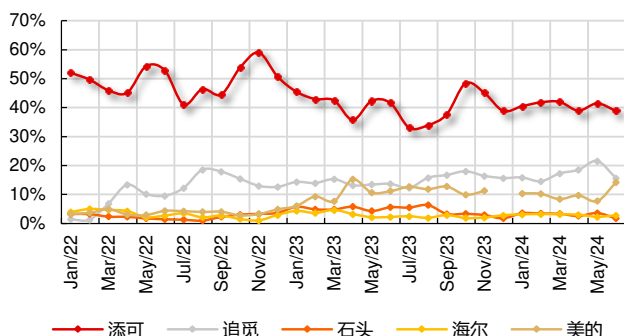
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 35：截至 2024 年 6 月，添可品牌热销产品⁹产品发售时间情况



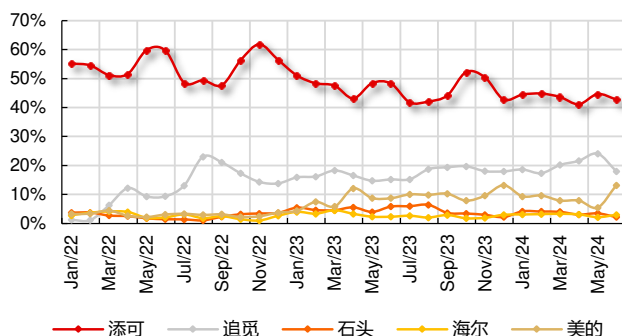
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 36：添可洗地机销量份额自 2023 年 12 月开始企稳



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 37：添可洗地机销额份额自 2023 年 12 月开始企稳



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

价格战出清概率大，添可具备品牌认知及成本优势

长期来看，洗地机产品的功能关注点较为集中，行业通过价格战方式实现出清的可能性较高。参考云鲸 S2 产品发布会，需求层面的焦点主要包括，1) 轻便操作；2) 深层次清洁；3) 解决毛发、边角等难点；4) 保持干净、干燥。从厂商代表性产品来看，也针对需求层面的焦点提出解决方案，且部分问题的解决方案较为一致。我们认为，一方面，产品功能仍然会持续完善，在细微之处做到更好；另一方面，品类对比来看，洗地机相较扫地机器人在实际工作过程中有着更多的人工参与，功能复杂度没有扫地机器人那么高，行业从终局来看通过价格战的方式实现出清的概率较大。

表 3：洗地机产品需求关注点以及厂商解决方案

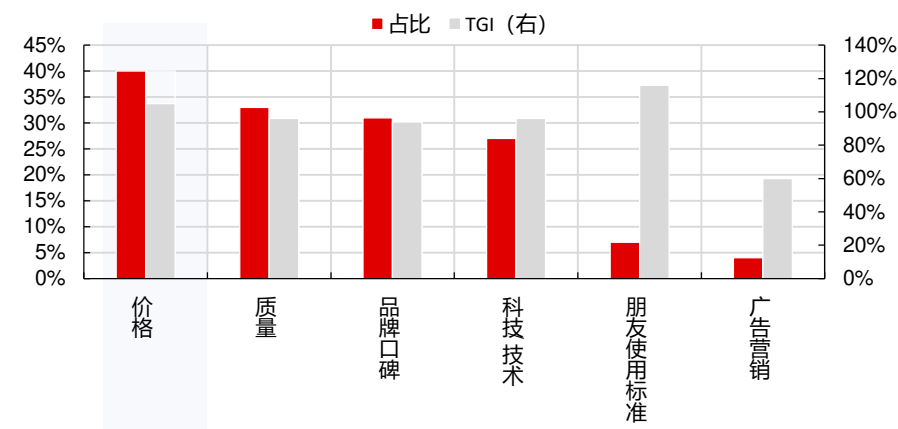
代表性产品	轻便性	深层次清洁	边角清洁	防毛发缠绕	滚刷干净、干燥
添可美万 Stretch Plus (预售阶段，¥2990)	人机工程助力，黄金 扭矩，Mini 双旋漂 移轮，下置清水箱	18000Pa 吸力， 85℃除菌，实时电 解水除菌	180° 躺平， 13cm 机身平躺高 度，全贴边设计	前置多层捕获装 置	5 分钟瞬时速干； 75℃高温自清洁

⁹ 指奥维云网线上 TOP20 机型

追觅 H20 Ultra 旋锋版 (¥ 3299)	AI 算法助力, 大轮廓 360° 万向轮	18000Pa 吸力, 全链路除菌	180°C平躺, 全向强贴边+双侧 0 贴边	瑞士 PRA 割毛齿刃; 主动式多重防缠绕系统	5 分钟烘干, 100°C、75°C双模式热水洗
云鲸 S2 (¥ 2899)	灵活底盘铰链设计, 旋转轴、操作杆与手柄重心位三点一线, 下置清水箱	20000Pa 吸力, 蓝光脏污检测	180° 平躺, 3 侧贴边	双层交错梳齿	高温洗 65°C高温熨干

资料来源: 京东, 长江证券研究所 (售价取 2024 年 7 月 21 日京东官方旗舰店价格)

图 38: 扫地机用户对于产品的性价比要求较高 (N=150)



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所 (注: $TGI = \frac{\text{目标群体中具有某一特征的群体所占比例}}{\text{总体中具有相同特征的群体所占比例}} \times 100$, $TGI > 100\%$ 代表该类人群对某类问题的关注程度高于整体水平, TGI 越高, 优势越明显)

添可作为行业龙头, 同时也是行业的开创者和官方标准制定者, 在产品创新的过程中注重抓住消费者的隐性需求, 积淀一定的品牌认知以及用户基本盘。添可是洗地机的开创者, 初期 70% 的市占率也让添可从一开始便占据一定的消费者心智。添可三度投身行业高标准的制定——洗地机行业首个团体标准 T/CHEAA 0018-2021 《家用和类似用途洗地机》、标准 T/CAS 551-2021 《家用洗地机性能要求及等级评价》以及洗地机行业的国家标准。在用户需求洞察层面, 添可更多聚焦于用户隐性需求上, 注重从用户的实际使用场景出发, 用新技术去解决用户的“老问题”。

图 39：添可是洗地机的“发明者”



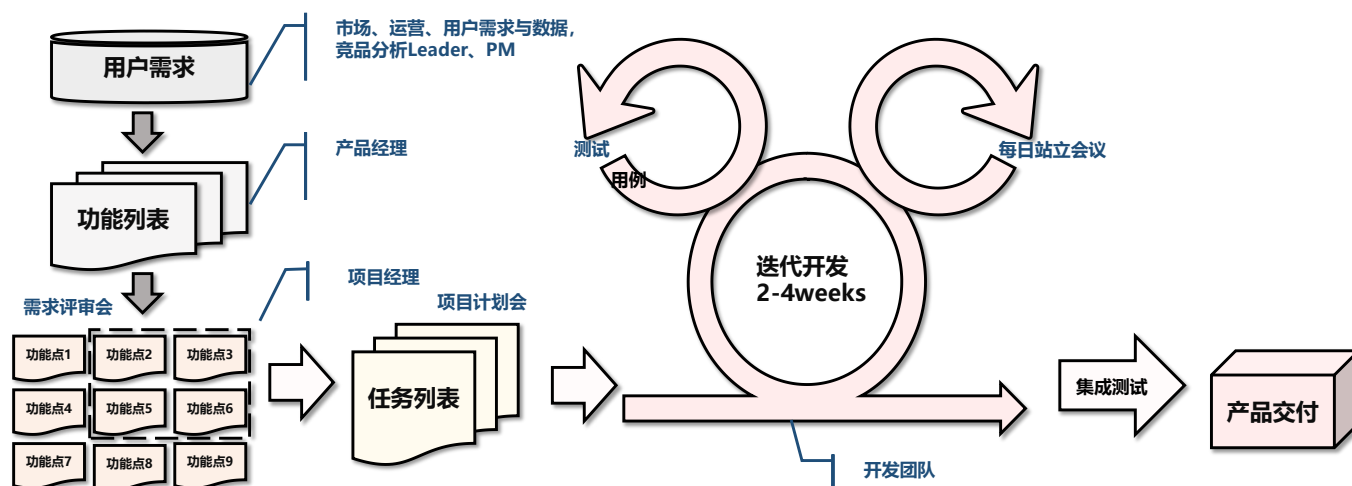
资料来源：电器微刊，长江证券研究所

图 40：添可主导两项国家项目的制定，连续四年全国销量第一



资料来源：新华报业网，电器微刊，长江证券研究所

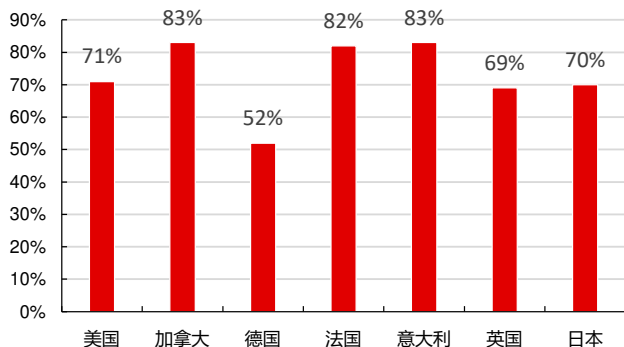
图 41：添可产品的开发流程



资料来源：蒋青云等《用户价值创新 添可如何在红海中开创蓝海》，长江证券研究所

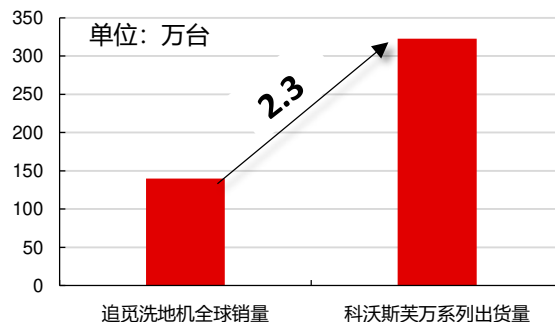
洗地机体量上，添可内销领先，出海快人一步。2023 年，添可美万系列洗地机合计出货量突破 322.7 万台，国内主要竞争对手追觅全球销量超过 140 万台，两者之间仍然较大差距。内销来看，尽管当前添可份额有所下滑，但当前线上销量份额仍接近第二名追觅的两倍，并远远超过其他厂商；外销来看，添可 2023 年海外线上业务保持高速增长，对应销售收入较上年增长 49.4%，在亚马逊美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、西班牙、日本等多个站点持续保持洗地机品类销量第一，并进入美国 Target 线下 1800 家零售门店。

图 42：添可 2023 年“黑五”期间亚马逊主要站点销售份额



资料来源：添可官网，长江证券研究所

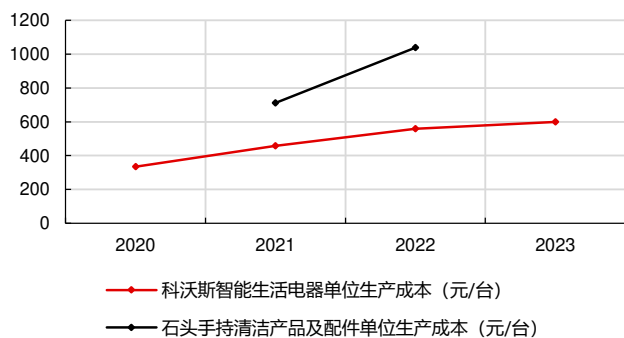
图 43：2023 年添可芙万系列出货量约为追觅全球销量的 2.3 倍



资料来源：新华报网页，全天候科技官网，长江证券研究所

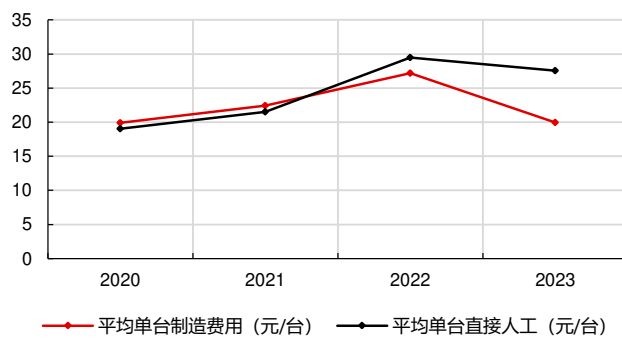
添可洗地机品类具备可观的成本优势。对比科沃斯智能生活电器板块以及石头手持系列板块的单位生产成本可见，科沃斯的成本优势相对突出，进一步拆分科沃斯智能生活电器的成本结构，分摊到单台机器的直接人工以及制造费用成本在 2023 年都出现积极的下探。2023 年科沃斯针对智能生活量大机型调整生产线模式，产线数量同比下降，但单线产能明显提升，产能同比实现增长 16.48%。同时公司在制造端推进 TPM 项目，通过对生产设备和生产过程的全面管理，有效实现单台工时下降 30%，产品直通率提升 20%，助力生产周期缩短 30%，显著增强生产资源利用率和成品质量可靠性，同时更快响应市场需求。

图 44：以石头科技为参考，添可生产成本具备较大优势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

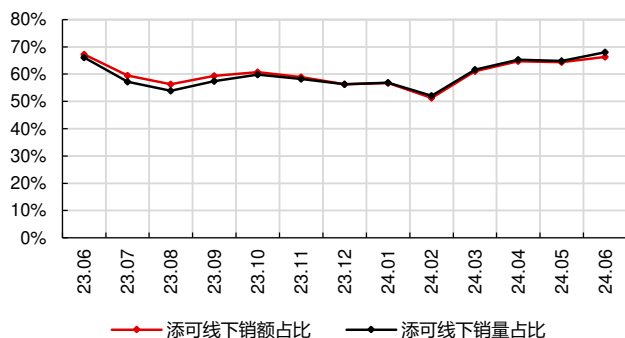
图 45：添可分摊到单台机器的制造费用以及直接人工成本 2023 年下滑



资料来源：公司公告，长江证券研究所

2023 年公司加强线下渠道的管控，有望打开利润弹性的同时也侧面体现出添可品牌认知和体量层面的优势。2023 年下半年开始，添可加大对线下市场的管理，为构建更为稳健高效的线下终端体系提供有力支撑，主要包括 1) 对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，并鼓励旗下代理商之间相互监督并实施举报奖励制度；2) 开始推动面向线下渠道经销商的控货策略，评估不同渠道经销商的店面、销售能力等关键指标，每月给予一定的货源指标。从线下市占率的表现来看，今年 6 月份添可线下的销量和销额份额均接近去年高点位置，且份额基本保持在 50%以上。一方面，添可加强对线下终端渠道的把控有望释放利润弹性；另一方面，添可仍然在线下保持足够领先的市场地位，或一定程度体现添可在品牌认知以及规模体量层面的优势。

图 46：添可线下市占率受到其渠道管控的影响较小



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 47：洗地机 2023H1 线上线下销额占比



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

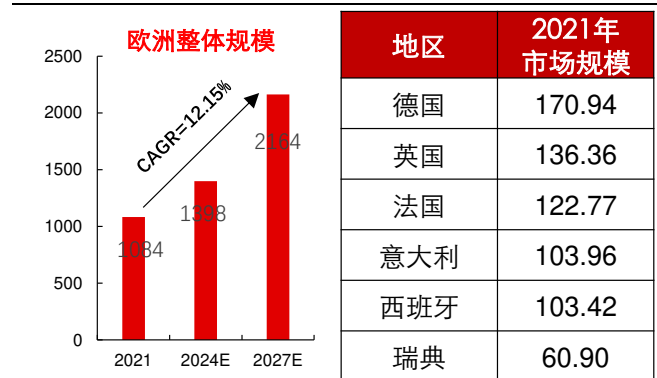
基于添可在洗地机品类已积淀的品牌认知以及公司积累的产能优势，在洗地机行业大概率通过价格战方式出清的背景下，添可长期或有望充分受益。

新业务初具基础，费用投放收敛

2023 年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，预计净投入合计约为 3.0 亿元人民币，显著压低公司整体利润表现。公司对应提出坚定聚焦核心品类的调整方向，预计新业务的净投入期已过：

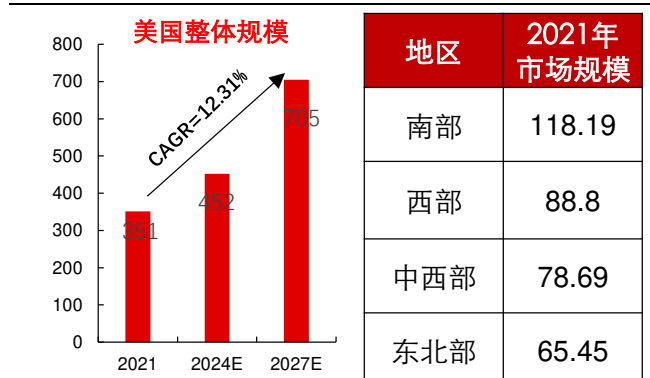
- **割草机：**2023 年割草机器人在欧洲市场上市，第一年即超出既定经营目标，为 2024 年快速增长打下坚实基础。2024 年来看在德国等市场市占率表现亮眼。

图 48：2021 年欧洲市场割草机器人规模及展望（单位：百万美元）



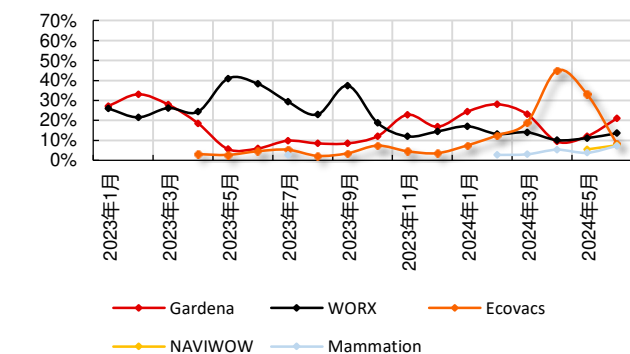
资料来源：《德国莱茵 TÜV 家用割草机器人白皮书》，长江证券研究所

图 49：2021 年美国市场割草机器人规模及展望（单位：百万美元）



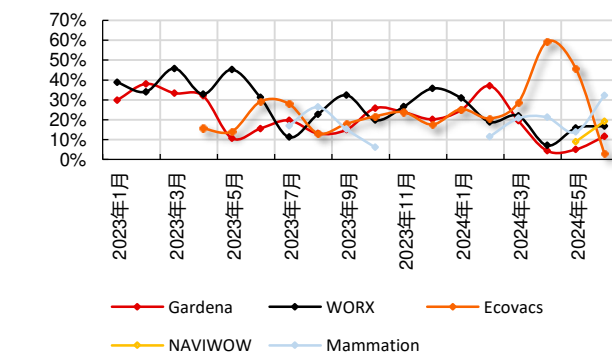
资料来源：《德国莱茵 TÜV 家用割草机器人白皮书》，长江证券研究所

图 50：德国亚马逊割草机品牌销量市占率表现



资料来源：Sorftime，长江证券研究所

图 51：德国亚马逊割草机品牌销售额市占率表现



资料来源：Sorftime，长江证券研究所

- **商用：**2024 年主要推出新品 K1 VAC，相较前一款 M1 更加侧重灵活性、适用于中小型商业场景，该产品主要通过客户定制方式销售，成本投放相对可控。

表 4：科沃斯两款商用机器人区别点

	清洁能力	侧重点	适用场景
K1 VAC	专注吸尘，拥有吸尘和推尘的清洁功能	设计小巧、灵活性高、通过性强	兼具硬质地面和地毯的中小型商业场景
M1	拥有“洗扫推”三合一的清洁能力	标准洗地、深度洗地随意切换；有效清洁宽度更大，清洁效率更高	适合中大型商用场景的开放区域高效清洁作业

资料来源：科沃斯商用机器人微信公众号，长江证券研究所

- **食万：**2024 年“618”期间，添可食万 3.0 Pro 智能料理机近 30 天线上全平台销售额位居 TOP1，销售额同比增长 44%，以出色的智能科技与便捷体验赢得了消费者的广泛好评。饮万净热一体机则实现销售额同比增长 250%。

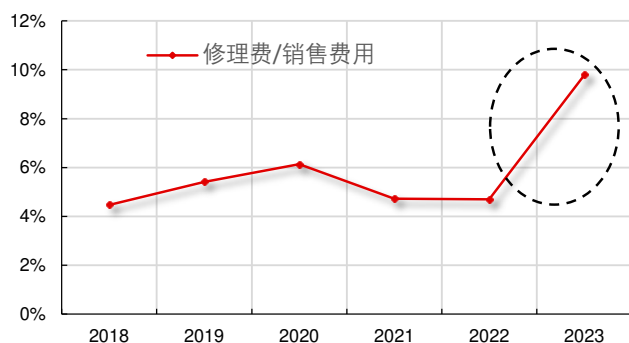
图 52：添可食万 618 期间高居炒菜机器人热卖榜第一



资料来源：电器微刊，长江证券研究所

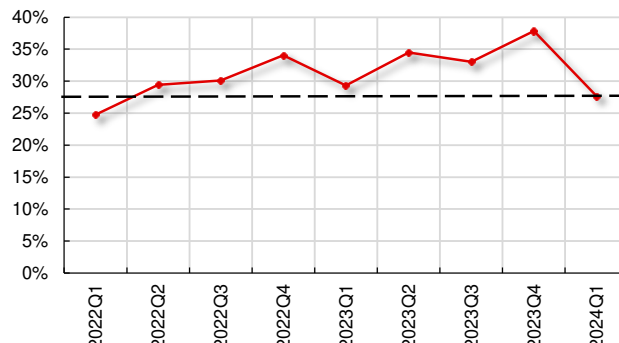
费用端来看，2023 年公司由于售后维修费用以及营销推广费用增加导致销售费用提升较多，2023 年公司修理费/销售费用占比大幅提升，伴随着公司加大对供应链的管控能力，2023 年销售费用的提升预计可以得到有效控制。同时公司或将优化费用投放策略，根据市场形势和业务需要灵活调整投入力度，并通过细化费用管理，提高运营效率，2024 年一季度公司销售费用率环比、同比均相对改善，已接近两年来低点。

图 53：2023 年公司修理费较大幅度提升，预计不会是常态



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 54：2024Q1 公司销售费用率环比、同比均下降，趋近两年内低点



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议：关注拐点渐现的清洁电器龙头

公司品牌积淀深厚，并积极寻求优化突破：1) 扫地机进入“微创新+高质价比”阶段，本质是更好匹配需求，产业链优势加持下公司 T30 Pro、T50 Pro 等产品完成价格的下探，并在多处细节上做出完善，销售反馈积极；2) 洗地机方面，短期添可和追觅均价拉开差距，预计公司做出充分产品布局，长期行业通过价格战出清概率较大，添可在品牌认知以及成本上具备优势；3) 新业务商用、割草等投入收敛，公司经营的拐点正逐步显现，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.21、14.98 和 18.69 亿元，对应 PE 分别为 22.28、18.15 和 14.55 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、品牌定位调整不及预期。**公司在美亚上更加积极推动 Yeedi 品牌发展，消费者对品牌的认知调整需要时间，若公司在品牌定位的调整速度不及预期，可能对公司的销售表现造成影响。
- 2、产品上新节奏不及预期。**扫地机行业和洗地机行业竞争相对激烈，需要企业积极、及时地推出满足消费者需求的产品，若公司产品推新节奏不及预期，可能对公司的销售表现造成影响。
- 3、宏观经济波动风险。**公司产品品类目前在全球主要市场仍为可选品，若宏观经济出现波动，居民消费意愿可能会受到影响，进而可能会导致扫地机等品类需求回落，则公司收入存在下行风险。
- 4、市场竞争加剧风险。**若行业竞争激烈程度加剧，可能会对公司的行业地位、市场份额、利润水平造成影响。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**由于外部环境的不确定性，原材料价格变动和竞争形势带来的影响无法准确评估，则可能对毛利率的变动假设不成立或者不及预期，则可能带来公司整体盈利预测跟最终实际情况存在较大差异的可能。

表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	155.02	161.63	183.24	210.51	155.02	160.69	181.77	208.31
yoy	1.16%	4.26%	13.37%	14.88%	1.16%	3.66%	13.12%	14.60%
毛利率	47.50%	49.45%	49.67%	49.92%	47.50%	49.44%	49.69%	49.87%
归母净利润	6.12	12.21	14.98	18.69	6.12	12.11	14.89	18.40
yoy	-63.96%	99.44%	22.75%	24.71%	-63.96%	97.78%	22.98%	23.57%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15502	16163	18324	21051	货币资金	5097	5159	5878	6872
营业成本	8139	8170	9222	10542	交易性金融资产	51	186	286	386
毛利	7363	7993	9102	10508	应收账款	1675	1746	1980	2274
%营业收入	47%	49%	50%	50%	存货	2848	2859	3227	3690
营业税金及附加	68	97	110	126	预付账款	280	281	317	363
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	449	453	467	484
销售费用	5297	4978	5607	6399	流动资产合计	10401	10686	12156	14069
%营业收入	34%	31%	31%	30%	长期股权投资	167	167	167	167
管理费用	583	598	674	768	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	1026	1126	1226	1326
研发费用	825	1038	1173	1337	无形资产	275	275	275	275
%营业收入	5%	6%	6%	6%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-26	-23	-26	-30	递延所得税资产	206	206	206	206
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1311	1511	1711	1911
加: 资产减值损失	-168	-170	-150	-130	资产总计	13387	13972	15742	17955
信用减值损失	-4	-4	-4	-4	短期贷款	470	0	0	0
公允价值变动收益	40	35	50	65	应付款项	2881	2892	3265	3732
投资收益	0	-11	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	636	1333	1642	2049	应付职工薪酬	198	199	224	257
%营业收入	4%	8%	9%	10%	应交税费	121	126	143	165
营业外收支	17	14	11	13	其他流动负债	1893	1900	2132	2423
利润总额	653	1347	1653	2062	流动负债合计	5564	5118	5764	6576
%营业收入	4%	8%	9%	10%	长期借款	200	200	200	200
所得税费用	42	127	155	194	应付债券	995	995	995	995
净利润	611	1220	1498	1868	递延所得税负债	52	52	52	52
归属于母公司所有者的净利润	612	1221	1498	1869	其他非流动负债	28	28	28	28
少数股东损益	-1	0	0	-1	负债合计	6839	6393	7040	7852
EPS (元)	1.06	2.12	2.60	3.25	归属于母公司所有者权益	6547	7579	8703	10104
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	-1
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	6548	7579	8702	10103
经营活动现金流净额	1091	1219	1533	1883	负债及股东权益	13387	13972	15742	17955
取得投资收益收回现金	25	-11	0	0	基本指标				
长期股权投资	-23	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-209	-200	-200	-200	每股收益	1.06	2.12	2.60	3.25
其他	674	-286	-239	-222	每股经营现金流	1.90	2.12	2.66	3.27
投资活动现金流净额	467	-497	-439	-422	市盈率	38.95	22.28	18.15	14.55
债券融资	40	0	0	0	市净率	3.64	3.59	3.12	2.69
股权融资	177	-1	0	0	EV/EBITDA	22.63	16.82	13.76	10.89
银行贷款增加 (减少)	130	-470	0	0	总资产收益率	4.6%	8.7%	9.5%	10.4%
筹资成本	-543	-305	-375	-467	净资产收益率	9.3%	16.1%	17.2%	18.5%
其他	-325	117	0	0	净利率	3.9%	7.6%	8.2%	8.9%
筹资活动现金流净额	-521	-660	-375	-467	资产负债率	51.1%	45.8%	44.7%	43.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1037	62	719	994	总资产周转率	1.16	1.16	1.16	1.17

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好：	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
看 淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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
中 性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。