

经营拐点显现，全球化布局寻找增量

华泰研究

2025年2月23日 | 中国内地

首次覆盖

小家电

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

70.75

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570521100002

周衍峰

zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

王森泉

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

首次覆盖科沃斯，给予买入评级，目标价 70.75 元（2025 年 25xPE）。公司拥有“科沃斯”和“添可”两大自主品牌，因国内消费日趋理性叠加自身经营策略偏差，2023 年公司业绩大幅下滑。2024 年公司顺应国内消费趋势，丰富产品矩阵；加快全球化布局，寻找增量市场。双向发力下，经营改善信号出现。展望未来，公司有望全面发力国内外市场，巩固回升向好的趋势。

科沃斯品牌：补齐产品短板，改善预期增强

2022 年以来国内扫地机需求走弱，价格成为竞争关键要素。但公司继续推新卖贵，导致产品缺乏竞争力，份额持续下滑，面临掉队风险。2024 年公司补齐性价比产品，重点推出 T30、T50 两个系列产品与同行在主流价位段（3000-3500 元）进行竞争。直到 24Q4 科沃斯品牌的市占率持续回升，我们认为公司的策略调整效果开始显现。随着产品力的补齐，科沃斯品牌或将更加积极、主动的抢抓以旧换新政策红利，进一步巩固回升向好的趋势。

添可品牌：全球化战略见效，打开营收天花板

作为国内洗地机的开创者，添可在 2020-22 年充分享受产品红利，实现营收从 2.73 亿元（2019 年）到 69 亿元（2022 年）的跨越。但 2023 年国内市场红利褪去，行业竞争加剧，添可转而加快出海步伐。在“产品快速迭代+社媒营销”的组合拳下，添可的海外品牌知名度取得从 0 到 1 的突破，2024 年上半年添可海外收入同比+32%，收入比重 40%，同比+9pct。海外市场对公司的边际贡献在快速提升。我们认为公司已初步具备全球化运营能力，海外扩张有望接力本土市场成为新增长动能。

我们与市场观点不同之处

市场认为在扫地机赛道科沃斯品牌因产品力下滑存在掉队的风险，而洗地机赛道也已从蓝海变为红海，添可品牌的经营效益下降。但我们认为：1) 经过近一年的追赶，24Q4 科沃斯 T50 系列的产品力已经比肩同行，同期科沃斯品牌国内份额的止跌回升也侧面印证这一判断。产品力的补齐叠加以旧换新政策红利，2025 年科沃斯品牌的经营改善趋势或将更为明显。2) 通过在美国积累的品牌运营经验，添可有望加快全球化扩张步伐，打造新增长极。

投资建议：经营拐点渐近，首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 11.26 亿元、16.31 亿元、19.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.96、2.83 和 3.43 元。Wind 可比公司 25 年一致预期 PE 为 19x，考虑到两大主业有望在 2025 年迈入经营向上周期，给予公司 25 年 25 倍目标 PE，对应目标价 70.75 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：市场竞争加剧；关税风险；新品不及预期风险。

经营预测指标与估值

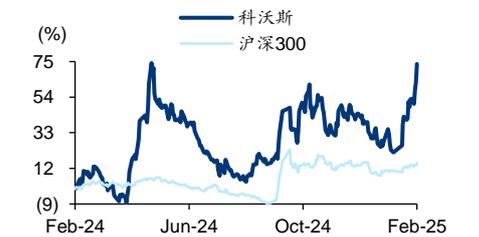
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	15,325	15,502	17,079	19,638	21,523
+/-%	17.11	1.16	10.17	14.98	9.60
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,698	612.08	1,126	1,631	1,974
+/-%	(15.51)	(63.96)	83.99	44.81	21.06
EPS (人民币，最新摊薄)	2.95	1.06	1.96	2.83	3.43
ROE (%)	26.44	9.34	15.01	18.76	19.19
PE (倍)	20.67	57.35	31.17	21.53	17.78
PB (倍)	5.46	5.36	4.68	4.04	3.41
EV EBITDA (倍)	17.83	21.33	23.17	16.63	13.33

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	70.75
收盘价 (人民币 截至 2 月 21 日)	61.02
市值 (人民币百万)	35,105
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	374.66
52 周价格范围 (人民币)	32.42-61.61
BVPS (人民币)	12.12

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,126	10,401	11,572	13,046	14,791
现金	3,991	5,097	5,317	5,904	7,551
应收账款	1,953	1,675	2,382	2,300	2,793
其他应收账款	4.09	5.52	5.07	7.11	6.24
预付账款	339.83	280.00	402.89	382.29	478.28
存货	2,906	2,848	2,970	3,956	3,468
其他流动资产	1,931	495.15	495.68	496.46	495.35
非流动资产	2,183	2,986	3,532	3,850	4,062
长期投资	144.25	167.39	156.13	145.77	139.86
固定投资	933.38	1,026	1,255	1,559	1,749
无形资产	158.45	274.86	431.92	549.49	685.29
其他非流动资产	947.33	1,518	1,689	1,596	1,488
资产总计	13,310	13,387	15,104	16,896	18,854
流动负债	5,805	5,564	6,323	6,919	7,275
短期借款	540.29	470.32	470.32	470.32	470.32
应付账款	3,058	2,881	3,523	3,748	4,128
其他流动负债	2,206	2,212	2,330	2,701	2,677
非流动负债	1,074	1,275	1,280	1,286	1,291
长期借款	0.00	200.15	204.83	210.89	215.73
其他非流动负债	1,074	1,075	1,075	1,075	1,075
负债合计	6,879	6,839	7,603	8,205	8,566
少数股东权益	1.03	0.46	0.54	0.27	(0.23)
股本	573.50	576.46	575.30	575.30	575.30
资本公积	1,721	1,724	1,724	1,724	1,724
留存公积	4,345	4,389	5,178	6,327	7,723
归属母公司股东权益	6,429	6,547	7,501	8,690	10,287
负债和股东权益	13,310	13,387	15,104	16,896	18,854

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,727	1,091	1,007	1,347	2,213
净利润	1,700	611.35	1,126	1,631	1,974
折旧摊销	234.43	314.21	263.33	234.58	238.41
财务费用	(110.40)	(25.80)	(145.96)	(175.44)	(201.91)
投资损失	22.39	(0.07)	(15.53)	(16.00)	(16.12)
营运资金变动	(511.34)	19.09	(139.86)	(240.22)	302.29
其他经营现金	391.84	172.54	(81.39)	(86.60)	(83.76)
投资活动现金	(1,297)	467.19	(753.74)	(496.44)	(395.27)
资本支出	(676.70)	(900.89)	(814.58)	(556.19)	(449.50)
长期投资	0.20	(40.00)	11.25	10.36	5.91
其他投资现金	(620.21)	1,408	49.59	49.40	48.32
筹资活动现金	(151.07)	(521.40)	(33.83)	(263.46)	(170.39)
短期借款	500.15	(69.97)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	200.15	4.68	6.06	4.84
普通股增加	(0.00)	2.96	(1.16)	0.00	0.00
资本公积增加	201.79	3.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(853.00)	(658.37)	(37.35)	(269.52)	(175.23)
现金净增加额	414.75	1,104	219.23	586.93	1,647

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,325	15,502	17,079	19,638	21,523
营业成本	7,415	8,139	8,775	9,962	10,792
营业税金及附加	88.99	67.89	82.92	92.23	102.22
营业费用	4,623	5,297	5,636	6,284	6,844
管理费用	644.86	582.89	597.78	648.05	688.75
财务费用	(110.40)	(25.80)	(145.96)	(175.44)	(201.91)
资产减值损失	(125.24)	(167.87)	(176.94)	(199.36)	(222.42)
公允价值变动收益	37.32	40.01	38.94	39.37	39.20
投资净收益	(22.39)	0.07	15.53	16.00	16.12
营业利润	1,817	635.91	1,192	1,729	2,095
营业外收入	14.33	20.83	16.54	17.60	17.78
营业外支出	4.95	3.73	5.40	4.77	4.81
利润总额	1,827	653.01	1,203	1,742	2,108
所得税	126.30	41.65	76.73	111.09	134.48
净利润	1,700	611.35	1,126	1,631	1,974
少数股东损益	1.98	(0.72)	0.08	(0.27)	(0.51)
归属母公司净利润	1,698	612.08	1,126	1,631	1,974
EBITDA	2,085	951.72	1,357	1,855	2,192
EPS (人民币, 基本)	3.02	1.08	1.96	2.83	3.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	17.11	1.16	10.17	14.98	9.60
营业利润	(19.44)	(65.01)	87.42	45.05	21.20
归属母公司净利润	(15.51)	(63.96)	83.99	44.81	21.06
获利能力 (%)					
毛利率	51.61	47.50	48.62	49.27	49.86
净利率	11.10	3.94	6.59	8.30	9.17
ROE	26.44	9.34	15.01	18.76	19.19
ROIC	71.60	20.31	27.84	35.33	43.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.69	51.09	50.34	48.56	45.44
净负债比率 (%)	(37.77)	(51.78)	(48.19)	(48.33)	(56.79)
流动比率	1.92	1.87	1.83	1.89	2.03
速动比率	1.29	1.23	1.23	1.20	1.43
营运能力					
总资产周转率	1.28	1.16	1.20	1.23	1.20
应收账款周转率	8.20	8.55	8.42	8.39	8.45
应付账款周转率	2.69	2.74	2.74	2.74	2.74
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.95	1.06	1.96	2.83	3.43
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	1.90	1.75	2.34	3.85
每股净资产(最新摊薄)	11.18	11.38	13.04	15.11	17.88
估值比率					
PE (倍)	20.67	57.35	31.17	21.53	17.78
PB (倍)	5.46	5.36	4.68	4.04	3.41
EV EBITDA (倍)	17.83	21.33	23.17	16.63	13.33

正文目录

核心观点	6
经营拐点显现，全球化布局寻找增量.....	6
科沃斯品牌：补齐产品短板，改善预期增强.....	6
添可品牌：全球化战略见效，突破营收天花板.....	6
与市场观点的不同之处.....	6
科沃斯：国内清洁电器龙头	7
发展历程：从贴牌到品牌，蝶变重生.....	7
第一阶段（1998-2008年）：代工起家，积攒经验摸索前行.....	7
第二阶段（2009-2018年）：自主创牌，开启品牌建设之路.....	7
第三阶段（2019年-至今）：产品创新驱动，自主品牌业务跨越式发展.....	7
清洁电器行业：中国“智”引领海外消费	9
扫地机：产品力全球领先，出海动能足.....	9
产品创新是驱动市场扩容的底层逻辑.....	9
品牌竞争的背后是技术实力的比拼.....	10
出海寻找增量市场，打破“内卷”困局.....	11
洗地机：从本土创新走向全球扩张.....	13
洗地机满足中国家庭对拖地的深层次需求.....	13
国内洗地机价格下沉，走向微利时代.....	13
海外市场空间广阔，中国品牌加速渗透.....	15
美国加征关税的影响.....	16
科沃斯品牌：补齐产品短板，改善预期增强	17
近年发展困顿的原因：销售策略调整不及时.....	17
2024年补齐高性价比产品线，边际改善信号显现.....	18
未来看点：国内看以旧换新政策红利，海外看份额提升逻辑.....	19
添可品牌：全球化战略见效，打开营收天花板	21
抓住产品创新红利，成功打造全新品牌.....	21
复用电商运营经验，海外营收增长强劲.....	22
财务分析：营收、业绩表现与行业景气度高度挂钩	24
盈利预测	25
风险提示.....	27

图表目录

图表 1：2013-18 年公司营收分业务规模.....	7
图表 2：2015-18 年公司营收分业务比重.....	7
图表 3：2020-21 年科沃斯线上市场份额回升.....	8
图表 4：2020-21 年国内洗地机市场从无到有.....	8

图表 5: 2018 年以来公司分品牌收入情况.....	8
图表 6: 2018 年以来公司各品牌收入占比.....	8
图表 7: 科沃斯股权结构 (截至 2024 年三季度)	8
图表 8: 扫地机行业产品和技术迭代路线	9
图表 9: 2017-2018 年国内扫地机线上销量连续高增长.....	9
图表 10: 2020 年以来国内扫地机销量以结构性增长为主.....	9
图表 11: 2020-2024 年基站类、非基站类扫地机线上均价走势.....	10
图表 12: 2017 年以来国内扫地机线上品牌份额 (按销额计) 复盘分析.....	10
图表 13: 2022 年以来国内基站类产品降价明显	11
图表 14: 中国扫地机产业完成从跟随到赶超到蜕变, 具备全球竞争力	11
图表 15: 二合一基站在海外市场的销额占比情况	12
图表 16: 2024 年前三季度中国品牌扫地机在欧洲的市占率稳居 60%.....	12
图表 17: 中国品牌加快在海外线下渠道的曝光.....	12
图表 18: 2023 年美国扫地机销量为 443 万台	12
图表 19: 2023 年西欧扫地机销量为 347 万台	12
图表 20: 国内家庭主要采用瓷砖和地板进行地面装修	13
图表 21: 洗地机出现以前, 国内家庭购买的清洁电器及面临的问题	13
图表 22: 添可洗地机 1.0 的结构设计及原理示意图	13
图表 23: 传统清洁设备与添可 1.0 的对比.....	13
图表 24: 2022 年国内洗地机赛道涌现一批有产品力的新品牌.....	14
图表 25: 国内洗地机市场的底层逻辑发生变化.....	14
图表 26: 随着洗地机价格的下行, 国内洗地机品牌格局达到新的平衡.....	15
图表 27: 2016 年 Bissell 推出吸尘、拖地、洗抹布三合一的 crosswave 系列.....	15
图表 28: 2024 年前三季度海外主要经济体的洗地机同比增速情况	16
图表 29: 关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成 (按终端售价 1200 美金计算)	16
图表 30: 2020-24H1 科沃斯品牌营收规模及 yoy 情况	17
图表 31: 2020-24H1 科沃斯品牌的毛利率走势	17
图表 32: 2023 年春季石头、科沃斯、追觅发布的春季新品价格、配置对比.....	17
图表 33: 2023 年科沃斯和行业整体的销量结构对比	18
图表 34: 随着洗地机价格的下行, 国内洗地机品牌格局达到新的平衡.....	18
图表 35: 2024 年四季度科沃斯和行业整体的销量结构对比	19
图表 36: 随着 T50 系列的导入, 24 年 9 月以来科沃斯国内线上份额止跌回升.....	19
图表 37: 以旧换新补贴刺激下, 四季度国内扫地机线上零售额同比增长明显改善.....	20
图表 38: 2023 年以来科沃斯品牌内销占比回落, 外销占比加速提升.....	20
图表 39: 添可品牌历年营收规模及 YOY 情况	21
图表 40: 2021 年添可推出洗地机 2.0 版本 (3 款 sku), 全价格带覆盖满足多元化需求.....	21
图表 41: 添可通过 Facebook、YouTube、TikTok 等主流海外社交平台进行内容营销.....	22
图表 42: 亚马逊美国站点添可和 Bissell 热销产品的价格、性能对比	22
图表 43: 2024 年 7 月 prime day 大促期间添可在亚马逊全球 9 大战点取得洗地机类目第一	23
图表 44: 添可品牌国内外收入规模及增长情况	23

图表 45: 2019 年以来公司营收及 YoY 情况.....	24
图表 46: 2019 年以来公司归母净利润及 YoY 情况.....	24
图表 47: 2019 年至 24 年前三季度科沃斯毛利率、销售费用率情况.....	24
图表 48: 2019-24 年前三季度科沃斯毛销差情况.....	24
图表 49: 科沃斯分品牌营收预测.....	25
图表 50: 科沃斯营收、毛利率预测.....	25
图表 51: 科沃斯四项费用预测.....	26
图表 52: 上市以来公司发展的重要事件及股价复盘.....	26
图表 53: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE.....	27
图表 54: 科沃斯 PE-Bands.....	27
图表 55: 科沃斯 PB-Bands.....	27

核心观点

经营拐点显现，全球化布局寻找增量

公司是国内清洁电器龙头，拥有“科沃斯”和“添可”两大品牌，主营扫地机、洗地机的研发、制造和销售。2022年以来国内消费日趋理性，叠加公司自身经营策略的偏差，如继续推新卖贵、加大战略业务的孵化，最终导致2023年公司营收降速，归母净利润则同比-63.96%。2024年公司结合扫地机、洗地机行业的发展趋势和核心矛盾采取有针对性的改善措施。具体如下：

科沃斯品牌：补齐产品短板，改善预期增强

2022年以来国内扫地机需求走弱，价格成为竞争的关键要素。但科沃斯品牌延续推新卖贵的销售策略，发力4000元及以上的细分市场，偏离当时的主流价格带（3000-3500元），最终导致产品缺乏竞争力，市场份额持续下滑，营收增长降速，毛利率更是从2021年的49.77%降至2023年的42.69%。2024年公司补齐性价比产品，重点推出T30、T50两个系列产品与同行在主流价位带进行有针对性竞争。直到24Q4我们看到科沃斯品牌的市占率持续回升，我们认为这反映出公司的策略调整效果开始显现。随着产品力的补齐，2025年科沃斯品牌或将更加积极、主动的抢抓以旧换新政策红利，甚至发力海外市场。我们看好科沃斯品牌经营改善的持续性。

添可品牌：全球化战略见效，突破营收天花板

作为国内洗地机的开创者，添可在2020-22年充分享受产品红利，实现营收从2.73亿元（2019年）到69亿元（2022年）的跨越。但在经历2年多的高增长后，2023年国内洗地机市场增长明显放缓，价格战不断升温，添可的国内市占率也出现趋势性回落。在此背景下，2023年添可品牌加快出海步伐，寻找下一片蓝海。通过“产品快速迭代+社媒营销”，添可的海外品牌知名度取得从0到1的突破，2024年上半年添可海外收入同比+32%，收入比重40%，同比+9pct。海外市场对公司的边际贡献在快速提升。我们认为，添可已初步搭建起全球化品牌运营的能力，从北美到欧洲再到东南亚，全球化扩张有望接力本土市场成为新增长动能。

与市场观点的不同之处

市场认为在扫地机赛道科沃斯品牌因产品力下滑存在掉队的风险，而洗地机赛道也已从蓝海变为红海，添可品牌的经营效益下降。但我们认为：1) 经过近一年的追赶，24Q4科沃斯T50系列的产品力已经比肩同行，同期科沃斯品牌国内份额的止跌回升也侧面印证这一判断。产品力的补齐叠加以旧换新政策红利，2025年科沃斯品牌的经营改善趋势或将更为明显。2) 通过在美国积累的品牌运营经验，添可有望加快全球化扩张步伐，打造新增长极。

科沃斯：国内清洁电器龙头

发展历程：从贴牌到品牌，蝶变重生

创立初期公司以吸尘器 OEM/ODM 业务为主，后依托扫地机、洗地机的创新红利自主品牌业务不断扩张，完成战略转型。公司创立于 1998 年，从吸尘器代工起家，并逐步拓展到扫地机器人、洗地机等领域。纵观发展历史，2009 年是公司从贴牌向自主品牌战略转型的起点，历经十余年的沉淀，不断积累品牌运营经验。2020 年公司凭借扫地机、洗地机在国内的发展红利，自主品牌业务取得突破，并开启“科沃斯+添可”双品牌驱动的新阶段。

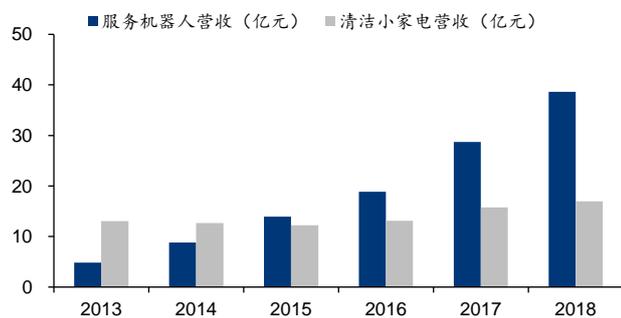
第一阶段（1998-2008 年）：代工起家，积攒经验摸索前行

公司成立于 1998 年 3 月 11 日，前身为泰怡凯电器（苏州）有限公司。上世纪 90 年代，海外品牌商出于劳动力成本等因素的考虑，将产业链逐步向国内转移。在此背景下，公司通过不断的设计创新和精益制造，与 Shark、创科实业、松下电器等海外品牌商建立并维持了稳定、良好的合作关系。

第二阶段（2009-2018 年）：自主创新，开启品牌建设之路

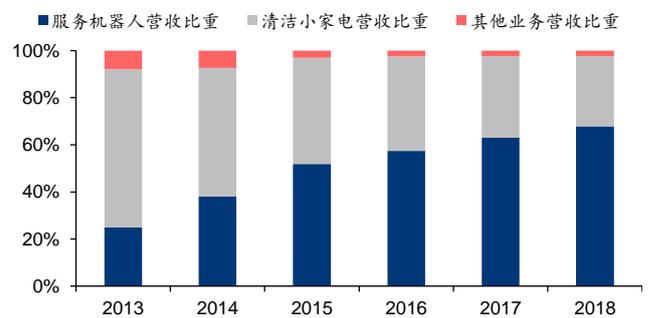
2009 年公司创立自主品牌“科沃斯”。2009 年公司迈出从贴牌向品牌转型的第一步——推出地宝系列扫地机器人。2009~2015 年公司不断拓宽和完善产品线，相继推出科沃斯地宝（扫地机器人）、窗宝（擦窗机器人）、沁宝等机器人创新产品。扫地机业务的拓展在一定程度上加速了公司的发展。公司整体营收从 2013 年的 19.45 亿元增长至 2018 年的 56.94 亿元，其中扫地机营收占比从 2013 年的 25% 提升至 2018 年的 68%。扫地机已经成为当时科沃斯的主要收入来源。

图表 1：2013-18 年公司营收分业务规模



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰研究

图表 2：2015-18 公司营收分业务比重



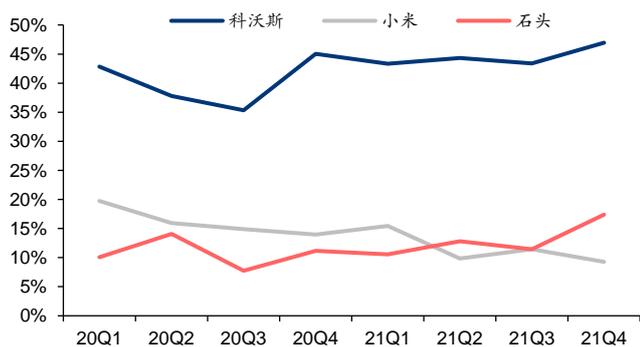
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰研究

第三阶段（2019 年-至今）：产品创新驱动，自主品牌业务跨越式发展

2019 年公司提出以用户需求为导向，坚持创新驱动的发展思路，推动品牌高端化。具体举措上，1) 设立专职 CTO 职位，加强研发体系建设，并优化业务流程，突出研发在产品开发过程中的重要性；2) 实施“科沃斯+添可”的双品牌战略，科沃斯品牌致力于开发下一代扫地机技术，添可品牌则在吸尘器的技术积累基础上探索智能化改造。

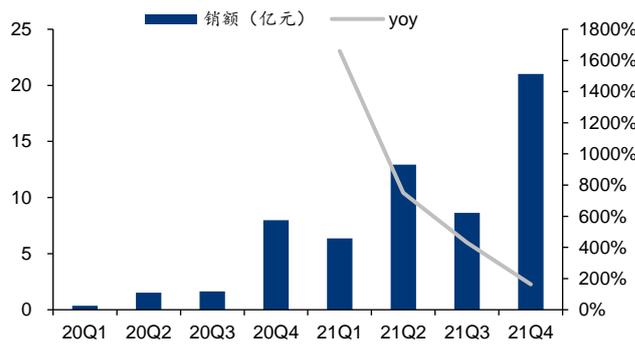
2020 年科沃斯品牌和添可品牌推出全新产品，并获得市场的认可。新一代扫地机科沃斯 t8 采用了先进的 dToF 导航系统，并首次应用 3D 结构光避障技术，具备出色的路径规划能力。t8 推出以后，科沃斯品牌线上 GMV 高增，20Q3 线上市场份额止跌回升。添可推出了行业首款集吸拖洗与自清洁为一体的“芙万”洗地机，而国内洗地机赛道也由此诞生。

图表3：2020-21年科沃斯线上市场份额回升



资料来源：奥维云网，华泰研究

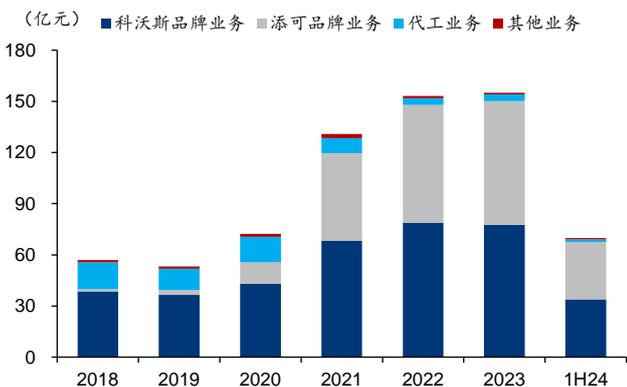
图表4：2020-21年国内洗地机市场从无到有



资料来源：奥维云网，华泰研究

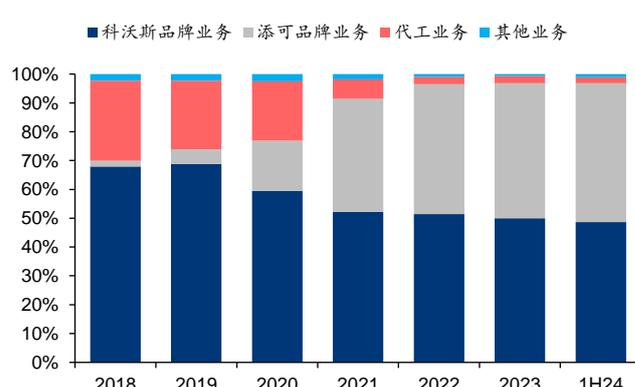
2021年公司持续投入研发资源，科沃斯品牌和添可品牌在产品创新驱动下实现跨越式发展。分品牌看，2021年科沃斯品牌靠新品X1 omni实现营收同比+59%，添可品牌靠洗地机的快速迭代实现营收同比+308%。得益于“科沃斯+添可”双品牌战略的成功，科沃斯整体营收在2021年、2023年分别突破100亿元、150亿元大关。

图表5：2018年以来公司分品牌收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

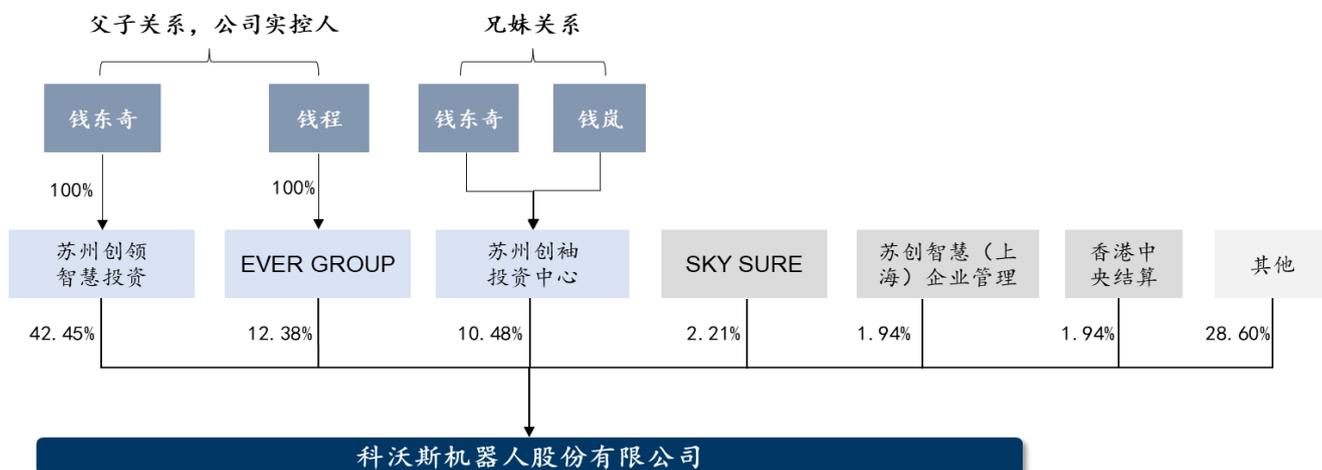
图表6：2018年以来公司各品牌收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

公司实控人为钱东奇和钱程先生（父子关系），截至2024年3季度末，实控人通过创领投资、创袖投资、Ever Group和Sky Sure间接持有公司67.52%的股份。公司高管马建军先生直接持股0.035%，通过科毓赢间接持股0.67%；冷冷先生直接持股0.42%。

图表7：科沃斯股权结构（截至2024年三季度）



资料来源：Wind，华泰研究

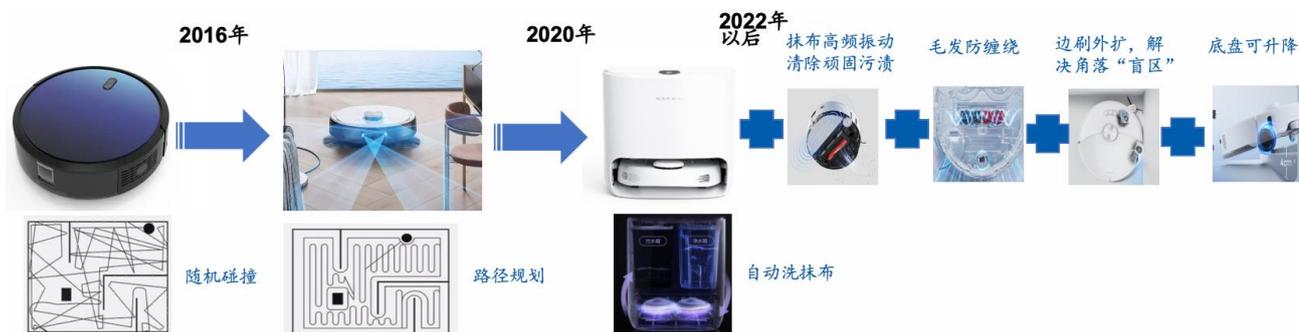
清洁电器行业：中国“智”引领海外消费

扫地机：产品力全球领先，出海动能足

产品创新是驱动市场扩容的底层逻辑

扫地机行业是典型的供给创造需求。国内扫地机产业始于2016年前后，至今出现过2次重大创新，分别是：1) 2016年激光导航模组的应用，让扫地机具备路径规划能力。相较于随机碰撞，激光导航扫地机的地面清洁覆盖率、效率大幅提升；2) 2020年基站式设计，基站设有清水箱、污水箱，底部有清洁槽，当扫地机回到基站时，基站可对抹布进行自动清洗，进一步解放双手。但是，2022年以来国内扫地机产业遇到创新瓶颈，一直没有颠覆式产品，而是在老产品的平台基础上进行细节优化，比如抹布热风烘干、毛发防缠绕、边刷外扩等。

图表8：扫地机行业产品和技术迭代路线



资料来源：奥维云网，华泰研究

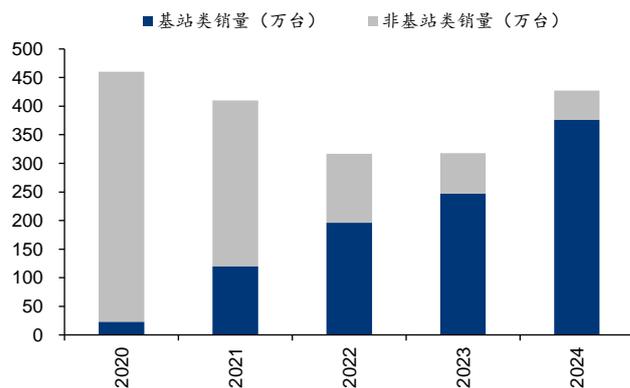
扫地机产品不断创新迭代，推动着市场快速扩容。2016年激光导航扫地机导入国内市场，2017、2018年国内扫地机线上销量同比分别为+62%、+31%，2018年扫地机线上销量首次突破400万台。2020年基站类扫地机的出现，又开启一轮增长周期。但由于基站类扫地机单价在3500元以上，远高于上一代产品（非基站类扫地机均价在2000元以下并逐年走低），叠加2022年以来国内消费日趋理性，所以基站类扫地机在国内以结构性增长为主，即基站类产品销量连续多年高增。

图表9：2017-2018年国内扫地机线上销量连续高增长

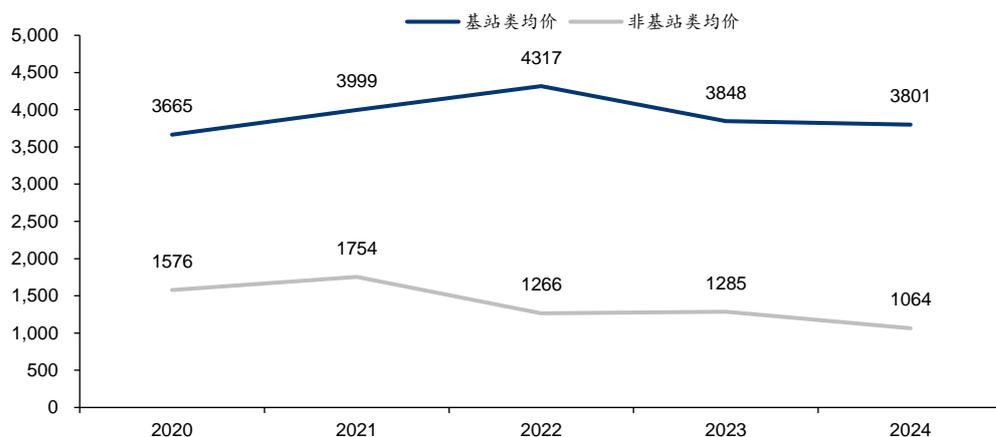


资料来源：奥维云网，华泰研究

图表10：2020年以来国内扫地机销量以结构性增长为主



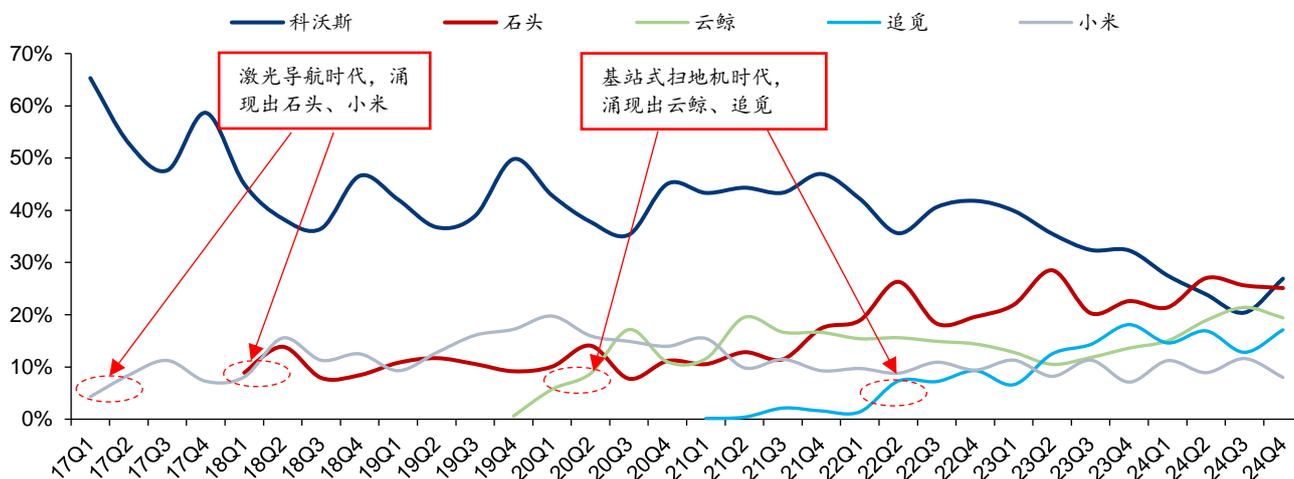
资料来源：奥维云网，华泰研究

图表11：2020-2024年基站类、非基站类扫地机线上均价走势


资料来源：奥维云网，华泰研究

品牌竞争的背后是技术实力的比拼

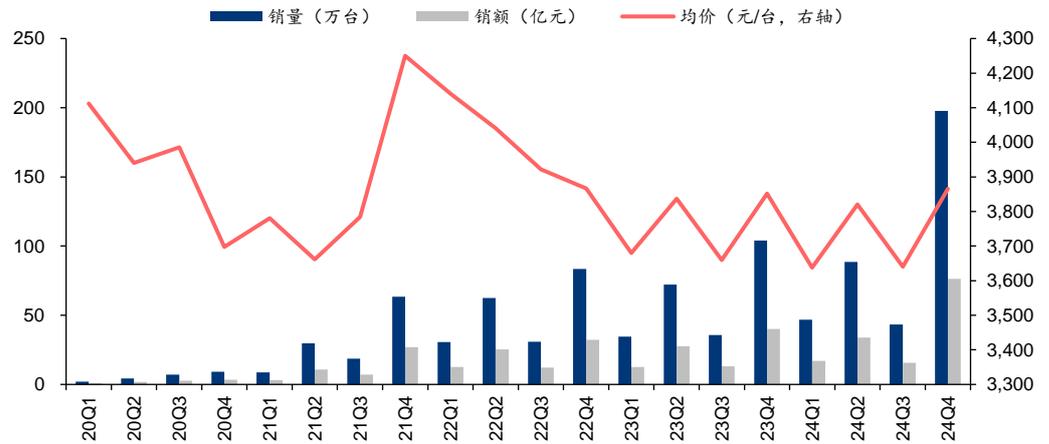
产品创新给了新玩家“弯道超车”的机会，而创新又是非线性、发散式的，头部企业很难“垄断”所有创新，所以现阶段扫地机行业很难出现绝对的龙头。1) 2016年凭借激光导航技术，石头、小米在国内市场快速崛起；2) 2020年作为基站类扫地机的开创者，云鲸实现从无到有的突破，同时追觅凭借国内相对完善的供应链，以性价比策略切入市场，并占据一定市场份额。奥维云网数据显示，国内扫地机线上品牌格局从2017年的“一家独大”逐步走向当下的多寡头垄断，2024年线上CR4=85.5%。

图表12：2017年以来国内扫地机线上品牌份额（按销额计）复盘分析


资料来源：奥维云网，华泰研究

随着2022年以来国内扫地机遇到创新瓶颈，品牌格局才出现阶段性的稳定，并且价格成为这一时期竞争卡位、决定品牌座次的关键。产品创新步伐的放缓加剧了价格竞争，2022年基站类扫地机的均价快速回落。根据奥维云网的数据，基站类扫地机均价从22Q1的4141元回落至22Q4的3867元。此后基站类扫地机均价则在3600-3800元震荡企稳。而在价格竞争过程中，石头、云鲸通过技术降本如芯片国产化替代、模块化设计有效降低生产成本，提升价格竞争力。2022年以来石头的线上份额稳步提升，2024年前三季度反超科沃斯成为行业第一。

图表13: 2022年以来国内基站类产品降价明显

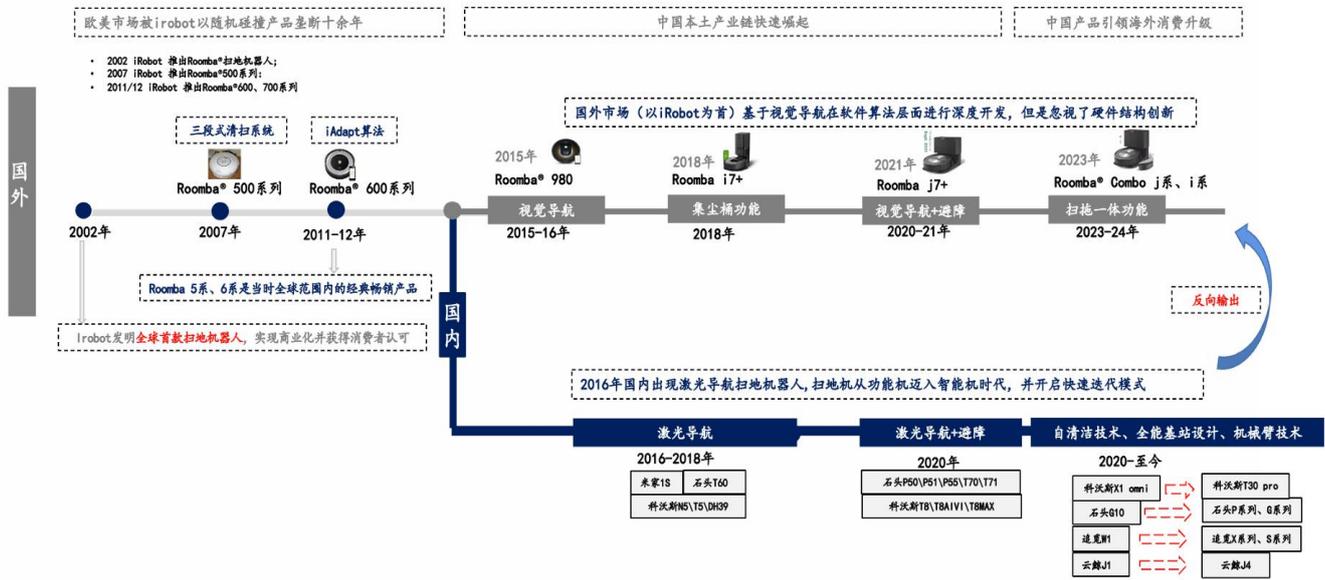


资料来源: 奥维云网, 华泰研究

出海寻找增量市场, 打破“内卷”困局

从全球视角看, 经过多年的持续迭代, 国产扫地机产品力大幅提升并具备“反向输出”的条件。依托国内的供应链优势和工程师红利, 国产扫地机保持3年一个代际的迭代速度, 而海外扫地机的迭代在2020年以后出现停滞。基于国内外扫地机存在的“代际差”, 国产扫地机出海不断升温——2019年石头成功打开欧洲市场, 2022年追觅加入欧洲出海阵营, 2023年下半年中国扫地机品牌集体出海, 科沃斯、美的等数十家中国品牌亮相2023德国IFA展, 举办产品发布会和推出多项优惠政策。

图表14: 中国扫地机产业完成从跟随到赶超到蜕变, 具备全球竞争力



资料来源: 奥维云网, 华泰研究

随着国产扫地机的出海, 欧美市场正在“重演”国内2020年以来的发展进程。一方面, 国产扫地机的拖地、自动洗抹布等功能同样适用海外家庭环境, 并获得海外消费者的认可。GFK数据显示, 24H1二合一基站扫地机的销额占比34.7%, 较23H1提升18pct。二合一基站在海外市场实现了远好于行业平均水平的增长。

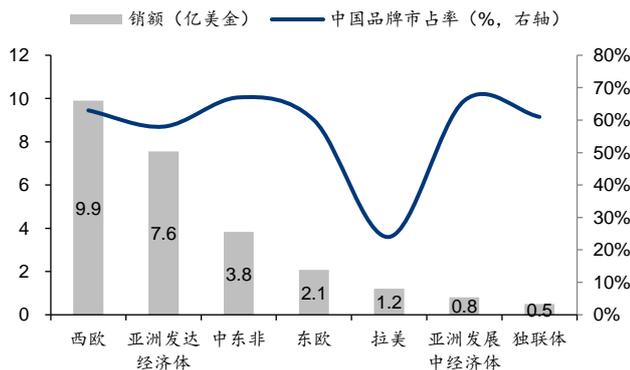
图表15: 二合一基站在海外市场的销额占比情况



资料来源: GfK, 华泰研究

另一方面, 借助二合一基站的产品红利, 中国品牌在海外快速崛起, 蚕食曾经的海外龙头 iRobot 的份额。根据 GfK 数据, 2024 年前三季度中国扫地机品牌在西欧、东欧的市占率稳居 60%, 在中东非的市占率接近 70%。同时, 我们看到 2024 年中国品牌在海外表现的更加自信、积极, 一方面持续导入新品, 提高产品准入门槛, 抢占产业“制高点”; 另一方面, 探索本地化品牌营销矩阵的构建, 提升品牌价值, 在全球化扩张道路上迈出重要一步。

图表16: 2024年前三季度中国品牌扫地机在欧洲的市占率稳居60%



资料来源: gfk, 华泰研究

图表17: 中国品牌加快在海外线下渠道的曝光



资料来源: 奥维云网, 华泰研究

欧美扫地机消费体量约为国内的 2.6 倍, 出海打开中国扫地机产业的天花板。相比于国内, 欧美家庭有稳定的家庭清洁需求且人力成本高昂, 所以欧美消费者对扫地机的接受度和购买意愿更高。据欧睿的统计, 2023 年美国、西欧地区的扫地机销量分别为 443 万台、347 万台, 约为同时期国内的 2.6 倍。产品结构上, 对标国内海外扫地机仍有较大的提升。我们认为中国扫地机出海具备长期逻辑。

图表18: 2023年美国扫地机销量为443万台



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表19: 2023年西欧扫地机销量为347万台



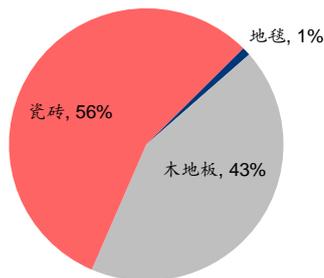
资料来源: 欧睿, 华泰研究

洗地机：从本土创新走向全球扩张

洗地机满足中国家庭对拖地的深层次需求

拖地是国内大多数家庭地面清洁的“刚需”。瓷砖和地板是国内家庭地面装修的主要材料，这使得“先扫后拖”成为大多数国内家庭地面清洁中不可或缺的一环。而相比于扫地，拖地需要按压、换洗拖把/抹布等操作，不仅更耗费体力，而且更繁琐复杂。所以国内一直存在“免拖地”的潜在消费诉求。

图表20：国内家庭主要采用瓷砖和地板进行地面装修



资料来源：《中国家庭拖地需求与专用擦地机器人技术趋势白皮书》，华泰研究

图表21：洗地机出现以前，国内家庭购买的清洁电器及面临的问题

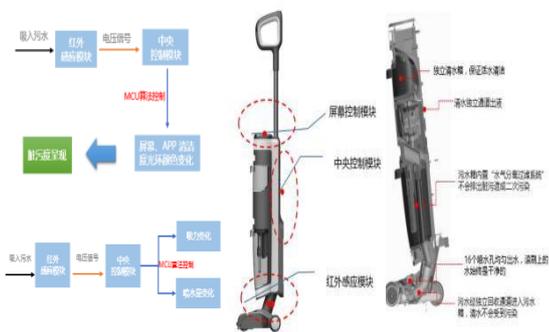


资料来源：奥维云网，华泰研究。

但另一方面，手持式吸尘器、扫地机未能有效解决“免拖地”的需求。2020年以前手持式吸尘器普遍以吸尘、除螨为主，不具备拖地功能。当时国内扫地机器人虽然都带有扫、拖功能，但拖地模块的功能单一，适合擦拭地面但不能清楚顽固污渍。所以即使是扫拖一体的扫地机也并没有充分满足用户需求。

针对需求痛点，集扫、洗、拖、洗于一体的洗地机在2020年成功落地。添可对传统吸尘器进行重新定义和结构创新，于2020年3月推出智能洗地机“芙万1.0”。它利用高速旋转的刷盘将地面上的污渍清除，同时吸力系统将污水吸入污水箱。通过不断的喷水、洗地、吸水，洗地机能够有效满足国内家庭对“湿拖”的需求。

图表22：添可洗地机1.0的结构设计及原理示意图



资料来源：添可、知乎，华泰研究

图表23：传统清洁设备与添可1.0的对比

	吸尘器	电拖把	传统洗地机	芙万1.0智能洗地机
清洁模式	单吸	单拖	吸拖洗一体	吸拖洗一体
干湿垃圾	干垃圾	干垃圾	干湿皆可处理	干湿皆可处理
自清洁能力	---	---	支持	支持
除菌能力	---	---	---	搭配消毒剂
人际交互	---	---	---	APP/语音操控/屏幕显示
智能识别垃圾	---	---	---	通过智能识别地面污浊程度自动调节模式
使用场景	干地面/家具	干湿地面	干湿地面/家具	干湿地面/家具

资料来源：奥维云网，华泰研究

国内洗地机价格下沉，走向微利时代

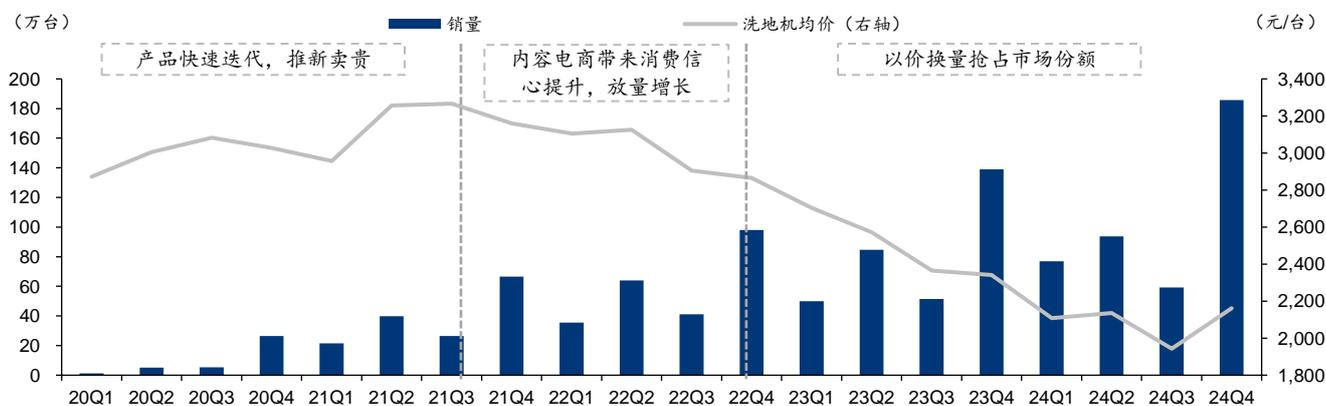
得益于出众的产品力，2020年洗地机在国内实现从0到1的突破。伴随着供给的扩容，2021、2022年洗地机保持高速增长。一方面，作为洗地机赛道的开创者，添可在芙万1.0的基础上快速迭代，实现贴边清扫、降噪、毛发防缠绕等性能优化，巩固自身的产品先发优势。另一方面，随着洗地机技术的成熟、形态的稳定，2022年小米、追觅、美的、石头等品牌快速切入，并且定位于中低价位段，推动洗地机的进一步的普及。

图表24：2022年国内洗地机赛道涌现一批有产品力的新品牌

品牌	产品	实物	卖点
添可	芙万3.0 (LCD版)		<ul style="list-style-type: none"> 恒压活水清洁系统 后轮搭载双电机 40分钟水电双续航
追觅	M13		<ul style="list-style-type: none"> 双滚刷，正反防缠毛 前后双驱动力 全屋立体清洁
小米	米家无线洗地机		<ul style="list-style-type: none"> 创新履带式滚刷，清洁面积提升3倍 三面沿边清洁 180°躺平设计
必胜	3479Z		<ul style="list-style-type: none"> 60度热水溶污 新增止逆阀及自动延时双重辅助系统 多功能抗菌清洁剂
米博	QX-V6		<ul style="list-style-type: none"> 无滚布，高分子PVC硅胶地刷 自研发水气旋洗吸技术 双边加长刮条
石头	A10 PLUS		<ul style="list-style-type: none"> 智能双滚刷 前后双助力 自动添加清洁剂

资料来源：奥维云网，华泰研究

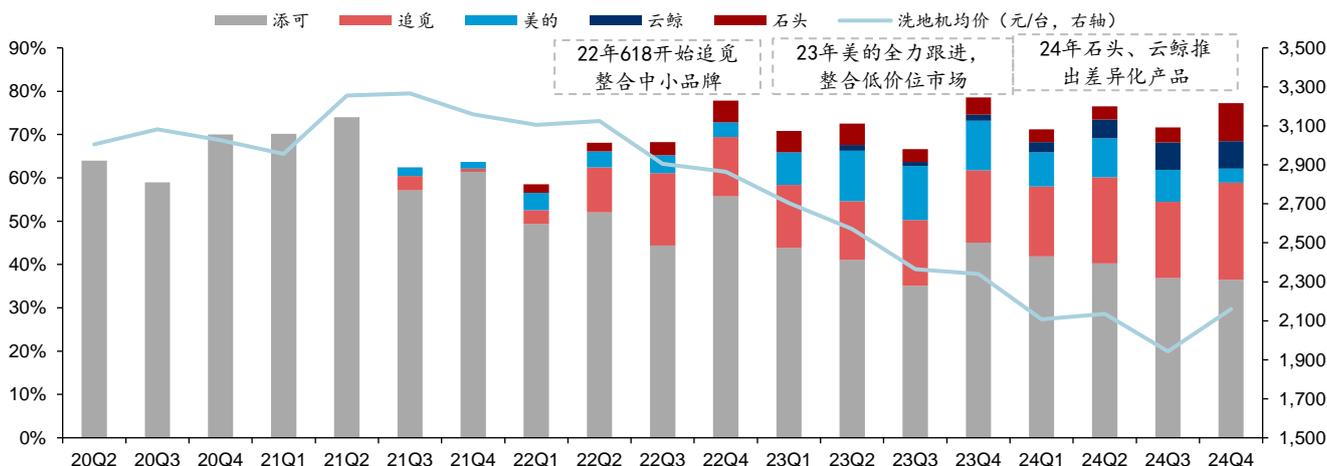
2023年国内洗地机市场红利褪去，新产业趋势、品牌格局形成。2022年小米、追觅等品牌的成功，意味着经过两年发展跟随者已经完成技术攻关，并且配套供应链日趋完善。在上下游产业相互支持、合作下，2023年各企业通过在添可洗地机基础上对产品进行的差异化迭代，同时对供应链进行降本增效，朝着“以价换量”的方向发展。奥维云网数据显示，2023年国内扫地机线上均价 2457 元，同比-17.7%；线上销量 311.7 万台，同比+34.1%。2024 年市场延续以价换量的趋势。

图表25：国内洗地机市场的底层逻辑发生变化


资料来源：奥维云网，华泰研究

品牌层面，行业从“一超”走向“多强”。作为国内洗地机的开创者，添可在2020-21年一度垄断国内60%以上的市场份额。随着技术的成熟和配套供应链的完善，追觅、美的分别在2022年、2023年凭借低价成为当年的“黑马”，相继抢占添可的市场份额。直至2024年，国内洗地机开始往产品差异化发展，以石头、云鲸为代表的品牌打造产品轻量化、毛发防缠绕等差异化卖点，开发细分市场。

图表26：随着洗地机价格的下行，国内洗地机品牌格局达到新的平衡



资料来源：奥维云网，华泰研究

海外市场空间广阔，中国品牌加速渗透

海外家庭同样有拖地的需求。2016年国外清洁电器知名品 Bissell 对地毯清洗机进行改良，推出针对硬质地面的清洗机 crosswave 1.0，带有清污水箱，吸尘、拖地、洗抹布三合一，创新湿式清洁（wet clean）新方式。根据 Bissell 中国官微的报道，2016年 crosswave 系列一经推出就创下北美和欧洲市场日销共 5000 台的新纪录。从功能来看，我们认为 Bissell 的 crosswave 1.0 是海外洗地机的雏形。从 2016 年到 2021 年，Bissell 洗地机全球年销量达到 500 万台左右，是当时海外洗地机的领导品牌。

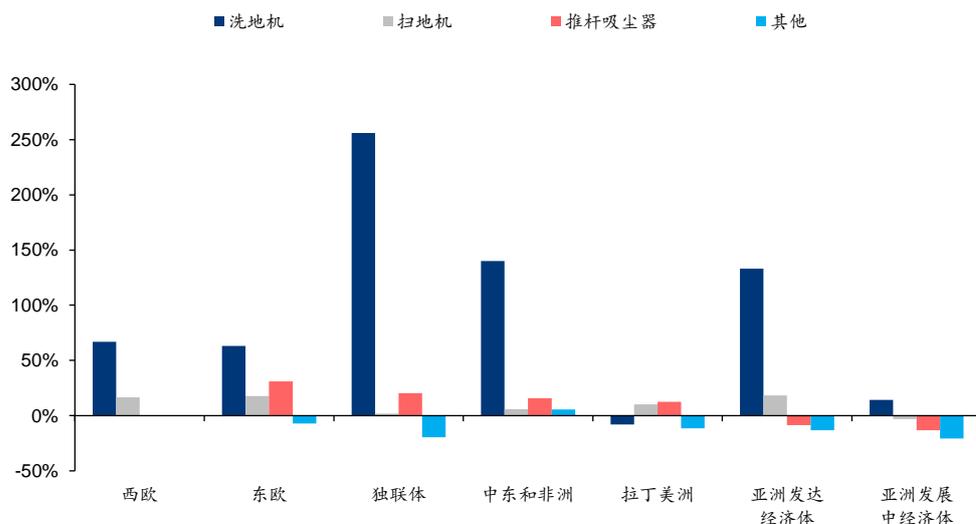
图表27：2016年 Bissell 推出吸尘、拖地、洗抹布三合一的 crosswave 系列



资料来源：Bissell 中国官方微信，华泰研究

随着国内洗地机产品创新红利的褪去，2023年国内洗地机企业开始出海。特别是2023年初添可度过美国“337”调查危机，为国内企业开拓海外市场扫除关键障碍。2022年3月美国品牌必胜向美国国际贸易委员会（ITC）控告添可侵犯其专利，并申请“337”调查。历经1年多的调查，2023年3月美国 ITC 发布初裁决定，认定添可胜诉，可以继续正常在美国销售洗地机产品。这为中国洗地机出海扫除了关键障碍。以添可为代表，中国企业在2023年加快海外市场开发。

国产洗地机为海外市场注入新活力。如前文所述，国产洗地机在贴边清扫、降噪、续航等方面有出色的表现，所以国产洗地机为海外市场带来新供给、新活力。根据 gfk 的数据，洗地机在海外多个主要经济体都呈现出快速增长的势头，2024年前三季度西欧、东欧洗地机市场规模同比超 50%，独联体国家和中东非市场规模更是翻倍以上增长。

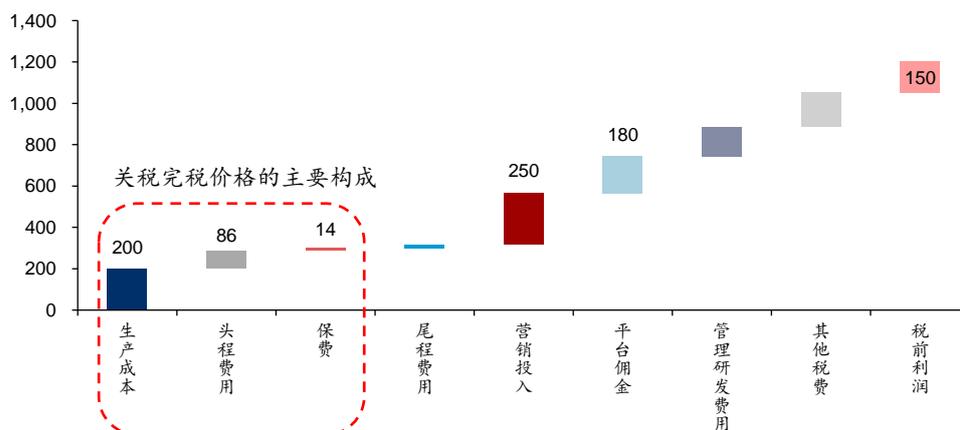
图表28：2024 年前三季度海外主要经济体的洗地机同比增速情况


资料来源：gfk, 华泰研究

美国加征关税的影响

美国关税政策不断升级，对中国洗地机、扫地机的关税已提至 35%。2024 年 5 月美国贸易代表办公室发布公告称，自 2024 年 6 月 14 日起对中国进口的吸尘器（包括洗地机）、扫地机恢复加征 25% 的关税。今年 2 月美国政府又宣布对所有中国商品加征 10% 关税，这一政策使得关税提高至 35%。

加征 35% 关税带来贸易成本增加，完全转嫁成本或需终端涨价 9%。关税=完税价格×税率，通常完税价格由生产成本、抵达美国前的运输仓储费和保险费构成。据我们测算，终端售价 1200 美金的扫地机的完税价格约 300 美金，加征 35% 的关税将产生约 105 美金的关税成本，占到终端售价的 9%。如果中国品牌不将关税成本转嫁给消费者，那么加征 35% 的关税或对中国品牌的美国业务盈利能力产生较大冲击。

图表29：关税豁免下扫地机的成本、费用、利润构成（按终端售价 1200 美金计算）


资料来源：华泰研究

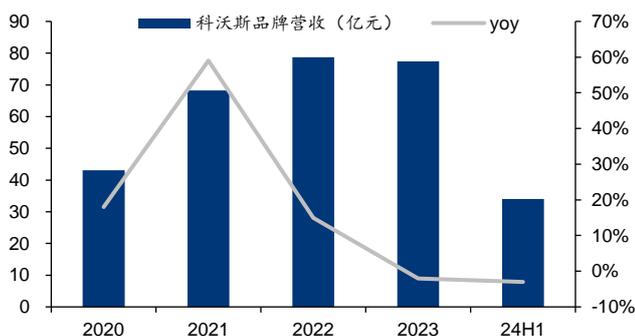
为应对美国关税政策，国内头部企业已在越南设厂。2024 年 11 月石头科技在接待投资者交流时披露，“公司已设立越南工厂，第四季度开始陆续发货”。我们认为，随着美国加征 35% 的关税政策落地，今年国内清洁电器品牌或将加快海外供应链的建设步伐。

科沃斯品牌：补齐产品短板，改善预期增强

近年发展困顿的原因：销售策略调整不及时

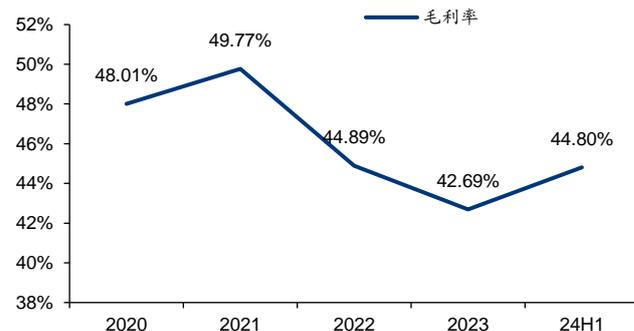
在经历 2020-21 年的连续增长后，2022 年科沃斯品牌营收增速换挡，2023 年及 24H1 营收增速更是降至负增长区间。2023 年科沃斯品牌营收 76.81 亿元，同比-1.49%；24H1 营收 33.97 亿元，同比-3.07%。毛利率层面，2022、2023 年服务机器人的毛利率分别为 44.89%、42.69%，同比分别为-4.88pct、-2.20pct，进而导致利润端承压。

图表30：2020-24H1 科沃斯品牌营收规模及 yoy 情况



资料来源：公司年报，华泰研究

图表31：2020-24H1 科沃斯品牌的毛利率走势



资料来源：公司年报，华泰研究

销售策略调整不及时是导致科沃斯营收降速、利润承压的主要原因。正如前文所述，2022 年国内扫地机遇到创新瓶颈，价格竞争开始加剧，而当时科沃斯选择推新卖贵的策略。比如从 2023 年各家发布的春季新品看，科沃斯 T20 pro 定价 4199 元起，石头 P10 定价 3299 元起，但两款产品的核心功能趋同，科沃斯的产品缺乏竞争力，品牌表现分化在所难免。2023 年 618 期间，根据奥维云网的数据石头、科沃斯的线上 GMV 同比分别为+18.4%、+4.3%。

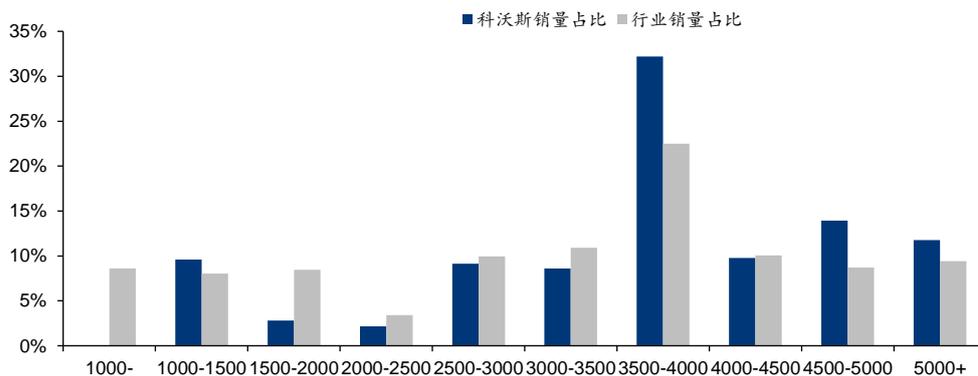
图表32：2023 年春季石头、科沃斯、追觅发布的春季新品价格、配置对比

		石头 p10	追觅 X20 pro	科沃斯 T20 Pro
产品外观				
首发时间		2023年3月	2023年4月	2023年3月
定价		首发价3299	首发价5299起	首发价4199
导航避障功能		lds激光导航+结构光	lds激光+视觉+单线激光	dtof激光导航+结构光
扫拖功能	1、机械臂技术	无	单机械臂，外扩抹布（圆盘状），小于2mm贴边拖地	无
	2、毛发防缠绕	全胶主刷+5500帕吸力	毛胶一体滚刷+7000帕吸力	毛胶一体滚刷+6000帕吸力
	3、智能拖洗	无	智能识别污渍，重污拖洗2遍	拖布抬升9mm
基站功能		可拆卸底盘，仿洗衣机式清洗抹布	可拆卸底盘，动态复洗抹布	动态检测脏污程度
4、水箱高度		56cm	60.6cm	59cm
5、热水洗拖烘干		热风烘干	58度热水清洗，热风烘干	55度热水清洗，热风烘干

资料来源：京东官方旗舰店，华泰研究

从全年维度看，2023 年科沃斯品牌的产品结构一直“高”于行业平均水平，处于被动状态。根据奥维云网的线上监测，2023 年科沃斯品牌的 3500-4000 元价格带产品的线上销量占比近 32%，高出行业平均水平 10.2pct。其次是 4500-5000 元（销量占比 14%，高出行业 5pct）、5000+元（销量占比 12%，高出行业 2.8pct）。

图33: 2023年科沃斯和行业整体的销量结构对比



资料来源: 奥维云网, 华泰研究

2024年补齐高性价比产品线, 边际改善信号显现

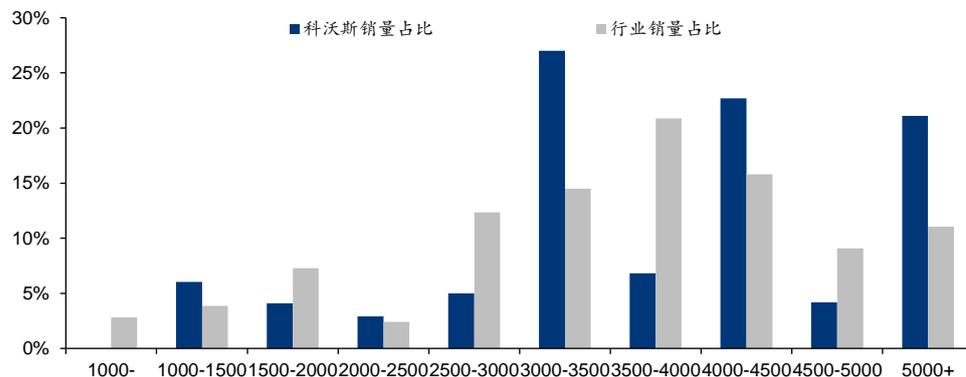
2024年科沃斯品牌调整国内产品定价策略, 填补原先性价比产品的空白。2024年科沃斯发布了3个新品系列, 分别为T30 pro系列、T50 pro系列和X8 pro系列, 其中T系列2款产品的定价对标石头科技。配置上, 科沃斯品牌的秋季新品T50 pro的核心功能也已经与石头科技看齐。我们认为从2024年9月开始, 科沃斯已经补齐自身与同行的产品力差距。

图34: 随着洗地机价格的下行, 国内洗地机品牌格局达到新的平衡

	石头		科沃斯			
	p10s pro	p20 pro	t30 pro	t50 pro	X8 pro	
产品外观						
首发时间	2月18日	8月底	2月1日	8月底	9月	
定价	3999 (水箱版)	3999 (水箱版)	3999 (水箱版)	3999 (水箱版)	5499 (水箱版)	
导航避障功能	lds激光导航+视觉+结构光	lds激光导航+视觉+结构光	dtof激光导航+3d结构光	嵌入式dtof激光导航+视觉+3d结构光	嵌入式dtof激光导航+视觉+双线激光	
扫拖功能	1、机械臂技术	双机械臂, 外扩抹布(圆盘状)+外扩边刷, 边角拖地覆盖率高达98.8%	单机械臂, 外扩抹布(圆盘状), 小于1mm贴边拖地, 边角拖地覆盖率98.6%	双机械臂, 贴边, 清洁0死角, 100%清洁覆盖	边刷外扩, 滚筒抹布动态外扩	
	2、毛发防缠绕	双排滚刷+毛发切割+1.1万帕吸力	0缠绕对刷+1.85万帕吸力	滚刷采用新V型螺旋+双梳齿错位结构设计, 刷毛采用防静电材质, 1.1万帕吸力	0缠绕边刷滚刷+1.58万帕吸力	
	3、智能拖洗	智能识别污渍, 重污区拖洗2遍	智能识别污渍, 重污区拖洗2遍, 底盘升降4cm, 地毯清洁算法	智能识别污渍, 重污区拖洗2遍	智能识别污渍, 重污区拖洗2遍	恒压活水洗地+4000帕压强, 重污区拖洗2遍
基站功能	4、基站自清洁方案	可拆卸底盘, 动态复洗抹布	可拆卸底盘, 动态复洗抹布	动态复洗抹布		
	5、水箱高度	52cm	45cm	53cm	53.3cm	
	6、热水洗拖烘干	60度热水清洗, 热风烘干	75度热水清洗, 热风烘干	70度热水清洗, 热风烘干	热水清洗, 热风烘干	热水清洗, 热风烘干
	7、除菌功能	银离子标配	银离子标配	银离子选配	全链路除菌	全链路除菌

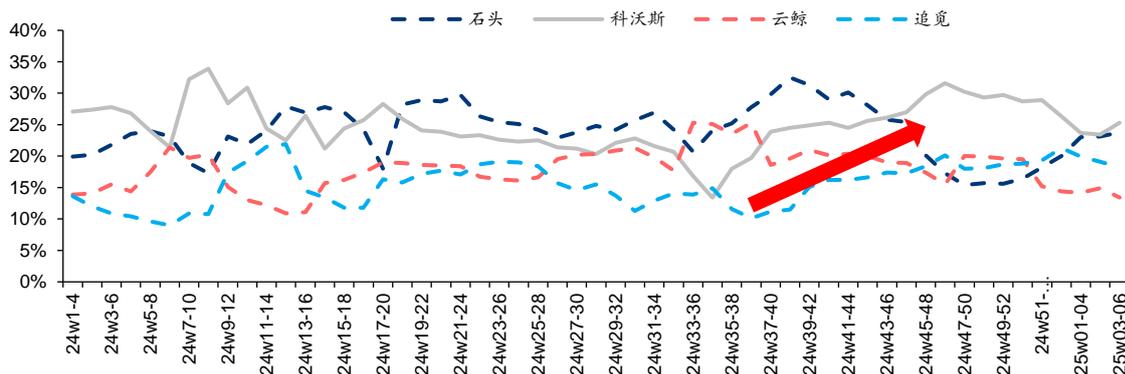
资料来源: 京东官方旗舰店, 华泰研究

奥维云网线上监测数据显示, 在T50 pro系列的带动下, 24Q4科沃斯品牌的线上产品结构中, 3000-3500、4000-4500、5000+的销量占比分别为27%、23%、21%, 其中3000-3500元价位的销量占比高出行业水平12pct, 并且较24Q2(即618期间)提升1.5pct。

图表35：2024年四季度科沃斯和行业整体的销量结构对比


资料来源：奥维云网，华泰研究

随着产品力、产品结构的相继补齐，科沃斯品牌在国内线上的份额已经企稳回升。奥维云网周度数据显示，24年9月科沃斯的线上市占率止跌回升，24年双十一过后份额回升趋势得到再次确认。

图表36：随着 T50 系列的导入，24 年 9 月以来科沃斯国内线上份额止跌回升


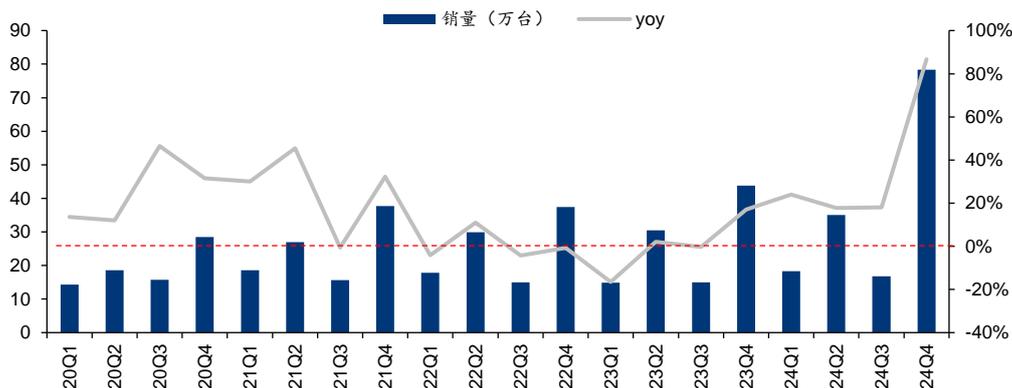
资料来源：奥维云网，华泰研究

未来看点：国内看以旧换新政策红利，海外看份额提升逻辑

2025 年科沃斯品牌加码“滚筒活水洗地机器人”，更亲民的定价有望引领国内消费升级。2月科沃斯发布春季新品 T80 系列，该款是 2024 年秋季发布的 X8 系列的 2.0 版本，继承了 X8 的滚筒活水洗地技术，通过“喷淋—滚洗—刮挤—回收”实现对滚刷的动态清洗，避免湿拖过程中的二次污染。定价上，T80 系列首发价格 4299 元起，叠加 20% 的以旧换新补贴后实际到手价格 3440 元起，进入主流价位段。同时根据科沃斯品牌的海报，2024 年 9 月科沃斯品牌推出 X8 系列（首发价格 5499 元起）以来累计销售 23 万台，占据国内高端市场第一。今年随着 T80 系列价格的下沉，我们认为 T80 系列有望接力 X8 系列将“活水洗地机器人”全面推广，进而巩固份额回升的势头。

产品结构调整到位后，科沃斯品牌有望享受以旧换新补贴带来的政策红利。根据奥维云网的数据，随着 24 年 8 月国内家电以旧换新政策的启动，24Q4 扫地机明显放量增长。分季度看，24Q4 扫地机线上销量 214.3 万台，同比+75.97%，而前三季度销量累计同比仅为 15.9%。可见在以旧换新 20% 补贴的刺激下，扫地机的潜在需求得到集中释放。2025 年家电以旧换新政策接续实施，扫地机有望延 24Q4 的高增长。而聚焦于科沃斯品牌，产品力补齐后今年国内动销边际改善的趋势或将得到进一步巩固和加强。

图表37：以旧换新补贴刺激下，四季度国内扫地机线上零售额同比增长明显改善

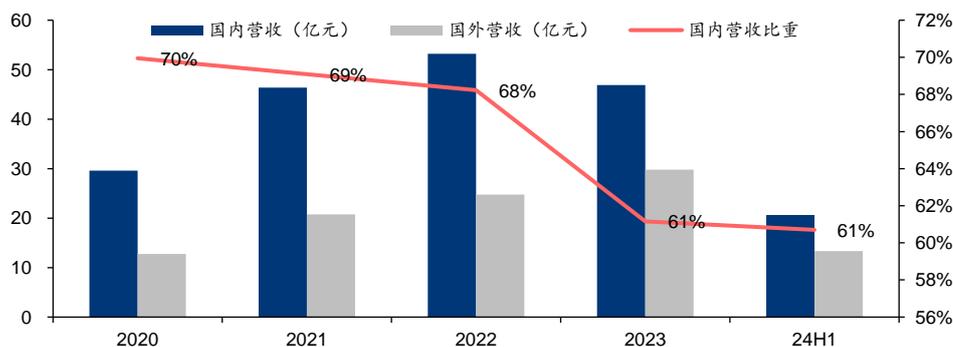


资料来源：奥维云网，华泰研究

同时，科沃斯品牌将成熟产品线 T50、X8 两个系列作为今年开拓海外市场的抓手。2025CES 展期间科沃斯品牌面向海外推出 T50 max、X8 pro omni 两款产品，其中 X8 pro omni 已于 2 月上架亚马逊，定价 1300 美金，T50 max 尚在官网宣传中。正如此前分析的，科沃斯 T50 系列是可以比肩石头主力机型 P20 系列的一款产品。2024 年 9 月石头已发布 P20 系列的海外版，今年科沃斯品牌跟进推出 T50 max。

截至 24H1，海外占到科沃斯品牌收入的近 40%。分区域看，2023 年及 24H1 科沃斯品牌海外收入同比分别为+20%、+11%，海外收入表现一直好于国内。在欧洲市场，科沃斯品牌通过线上线下渠道紧密协同，实现销售额双线增长。展望 2025 年，在 T50 max 的加持下，我们认为科沃斯品牌过去 2 年在海外渠道端的投入或将加速进入收获期，实现“1+1>2”的效果，并且在和石头、追觅的海外市场竞争中有望表现的更加积极、主动。

图表38：2023 年以来科沃斯品牌内销占比回落，外销占比加速提升



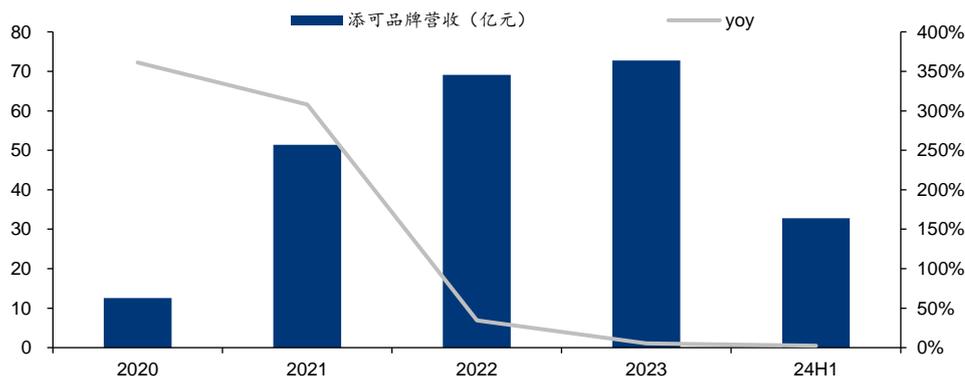
资料来源：公司公告，华泰研究

添可品牌：全球化战略见效，打开营收天花板

抓住产品创新红利，成功打造全新品牌

添可是国内洗地机赛道的开创者、领导品牌。添可品牌 2019 年成立，是在吸尘器生产、制造的基础上重新组建而来。添可团队敏锐的洞察到国内家庭拖地的需求痛点，并在 2020 年成功推出洗地机产品。受益于洗地机的产品红利，添可品牌营收从 2019 年的 2.73 亿元快速成长至 2022 年的 69 亿元。同时根据奥维云网的监测，2020-2022 年添可品牌在国内线上市场的份额占比分别为 67.8%、69.7%、56.2%，绝对领先于第二名。

图表39：添可品牌历年营收规模及 YOY 情况



资料来源：公司年报，华泰研究

产品快速迭代和矩阵式营销是添可在 2020-2022 年享有绝对领先优势的关键。产品端，2020 年 618 期间芙万洗地机 1.0 取得成功以后，添可在 2022 年 2 月发布芙万 2.0 系列（共计 3 款型号），解决了 1.0 版本存在的滚刷不贴边的缺陷。同年 7 月，添可又发布吸拖蒸洗四合一集成的芙万 Steam 系列，通过一键切换蒸汽与智能洗地两大清洁模式，进一步提高清洁强度。通过产品的快速迭代，添可既满足了多元化的消费需求，又抬高了产品准入门槛。

图表40：2021 年添可推出洗地机 2.0 版本（3 款 sku），全价格带覆盖满足多元化需求

型号	芙万 1.0	芙万 2.0 Slim	芙万 2.0 LED	芙万 2.0 LCD	芙万 Steam
定价	3390元	3870元	4230元	5240元	3650元
到手价	2590元	3390元	3590元	4290元	3190元
上市时间	43891	44287	44287	44287	44378
清洁能力	净水箱 0.6L 污水箱 0.5L	0.8L 0.72L	0.8L 0.72L	0.75L 0.75L	0.75L 0.75
除菌	搭配消毒剂	电解水除菌	搭配消毒剂	搭配消毒剂	高温蒸汽除菌
滚刷	滚刷	滚刷	滚刷；增配版加软绒	地刷、床褥电动刷	绒毛滚刷
自清洁	是	是	是	是	是
一次使用面积	100m ²	120m ²	150m ²	150m ²	150m ²
功率	220W	230W	220W	190W	200W
转速/分滚刷马达	9300	9300	9300	9300	9300
续航能力	续航时间 35min	35min	35min	20min	有线续航不受限 (蒸汽模式约15min)
智能系统	智能变频清洗 支持	支持	支持	支持	支持
屏幕显示	LED	LCD	LED	LED	LED
APP	操控	支持	支持	支持	-
语音提示	支持	支持	支持	支持	支持
产品亮点	吸拖洗一体 一键自清洁 红外脏污感应	机身更轻： 二/三合一设计 可切换洗地机/随手吸/吸尘器（增配版）	污水桶电阻传感 (提示水满状态)	电解水除菌模式： LCD智能屏显 (对比LED版新增)	吸拖蒸洗四合一： 即拖即干

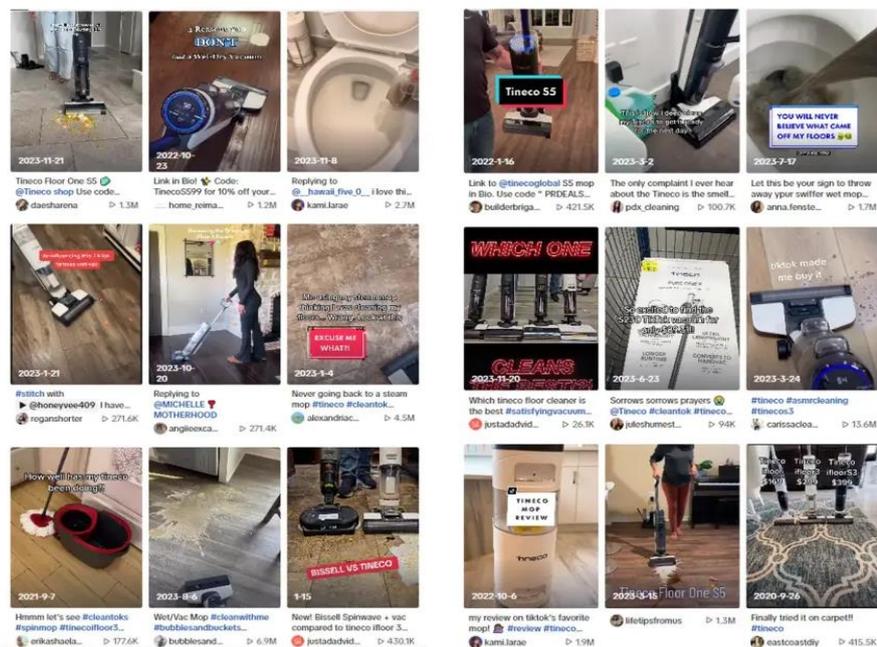
资料来源：添可京东自营旗舰店，华泰研究

营销端，添可格外重视在抖音电商平台的全链路营销。2021 年添可就将抖音电商纳入品牌自播渠道，入驻抖音电商半年运营团队从不到十人扩充到近三十人，先在抖音、知乎、微博、小红书等社交内容平台制造话题、种草曝光，积攒品牌势能，然后在抖音好物节、618、双 11 大促等电商节日在抖音直播间、天猫、京东实现流量到订单的转化。经过连续 2 年多的运作，添可拥有一批经验丰富的内容电商运营团队。

复用电商运营经验，海外营收增长强劲

内容营销是添可在海外进行品牌曝光的主要方式。基于国内的成功经验，在跨境出海过程中，添可重点在 Facebook、YouTube、Instagram、TikTok 等主要海外社交平台投放软文内容，其次是在线下门店进行产品展示。内容创作过程中，添可坚持本地化运营策略，针对不同国家和地区的文化、消费习惯，灵活调整内容形式，从而在特定市场建立更强的品牌关联性。

图表41：添可通过 Facebook、YouTube、TikTok 等主流海外社交平台进行内容营销



资料来源：海玛传媒，华泰研究

同时，产品端上添可在海外走大单品+高端路线，与内容营销相互契合。查阅亚马逊美国站点，按照产品 review 进行排序，2024 年添可在海外市场的主力机型有 Floor ONE S5、strench S6、S7 Pro，定价分别为 450 美金、500 美金、550 美金，sku 精简且产品卖点鲜明。而添可的主要竞争对手为 Bissell 的 crosswave 系列，它拥有相对完善的产品矩阵，但产品性能落后于添可，比如大多数型号不具备贴边清扫技术，并且价格集中在 200-300 美金。综合比较下来，我们认为添可售价高但性能更优，尤其是在无线、轻量化、智能化等方面领先于 Bissell。

图表42：亚马逊美国站点添可和 Bissell 热销产品的价格、性能对比

产品型号	添可			Bissell					
	Floor one s5	Floor one stretch s6	Floor one s7 pro	crosswave turbo	crosswave 宠物款	crosswave hydrosteam	crosswave cordless max	crosswave omniforce edge	
亚马逊售价	450 美金	500 美金	559 美金	200 美金	270 美金	270 美金	200 美金	300 美金	
清洁能力	清水箱	0.8L	0.8L	0.85L	0.82L	0.82L	不详	0.8L	0.62L
	污水箱	0.72L	0.72L	0.72L	0.42L	0.42L	不详	不详	不详
	滚刷	贴边清扫	双面贴边清扫，滚刷厚度压缩至5.1英寸	双面贴边清扫、双向动力辅助轮	不详	不详	不详	贴边清扫	贴边清扫
自清洁	普通水洗	热风烘干	离心干燥有效去除水分，易于维护	普通水洗	普通水洗	普通水洗	普通水洗	普通水洗	
续航能力	续航时间	35分钟	40分钟	40分钟，升级软包电池，寿命更长	有线	有线	有限	30分钟	30分钟
	产品亮点		180度平放，便于在家具下或低处移动			针对宠物家庭增加毛发防缠绕设计	蒸汽清洁模式、毛发防缠绕		

资料来源：奥维云网，华泰研究

在内容营销+产品的助力下，2023年以来添可在亚马逊 prime day 期间稳居洗地机类目第一。根据添可发布的历年海外战报，2023、2024年7月 prime day 期间添可在亚马逊平台的总销售额分别为2.1亿元、2.5亿元，同比增长分别为+54%、+23%，其中在美国、德国、法国、意大利等重要站点取得洗地机品类第一名。

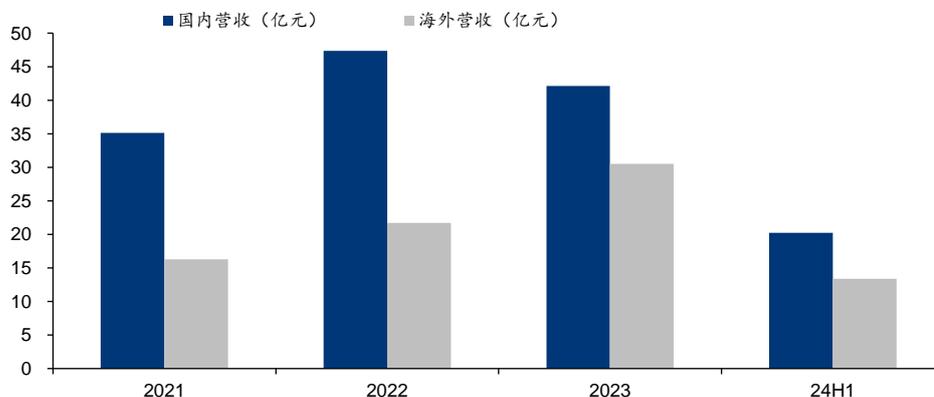
图表43：2024年7月 prime day 大促期间添可在亚马逊全球9大站点取得洗地机类目第一



资料来源：江南电器工具联盟，华泰研究

随着海外品牌影响力的提升，添可在2024年加快全球化扩张步伐。2024年上半年添可在巩固美国市场的同时，通过设立西北欧和西南欧细分管理体系，特别是在中东、俄罗斯、东南亚以及中亚等区域，加强当地线下渠道代理的布局。最终，24H1 添可海外收入同比+32%，海外收入占比40%，同比+9pct。

图表44：添可品牌国内外收入规模及增长情况

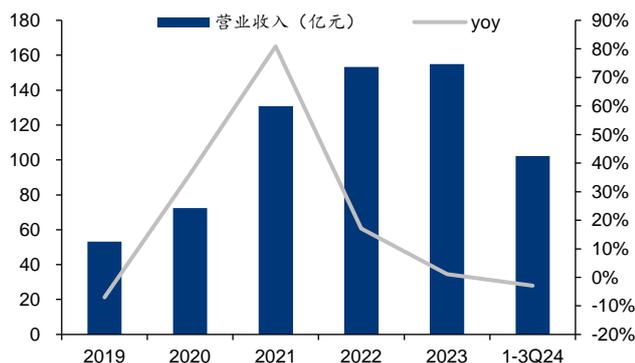


资料来源：公司年报，华泰研究

财务分析：营收、业绩表现与行业景气度高度挂钩

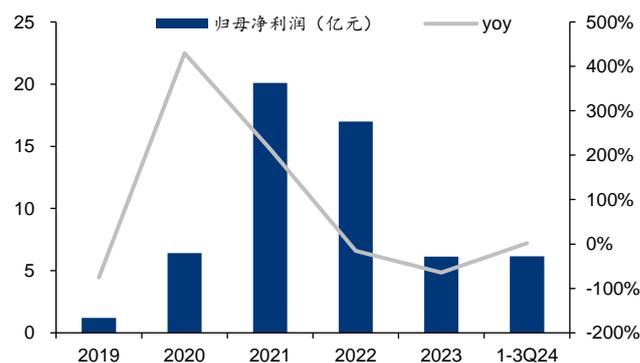
2022 年以来公司营收增速换挡，利润阶段性承压。2020-21 年在国内扫地机、洗地机创新红利的共振下，公司“科沃斯”和“添可”两大自主品牌业务高速增长，推动整体营收从 2019 年的 53.1 亿元增长至 2021 年的 130.9 亿元，同时归母净利润增速远高于营收增速，盈利能力不断增强。但随着 2022 年国内扫地机、洗地机的红利褪去，行业竞争加剧，公司营收增速逐年放缓。2023 年叠加科沃斯品牌的销售策略调整不及时，毛利率下滑销售费用率上升，同年业绩出现 60% 的同比下滑。

图表 45：2019 年以来公司营收及 YoY 情况



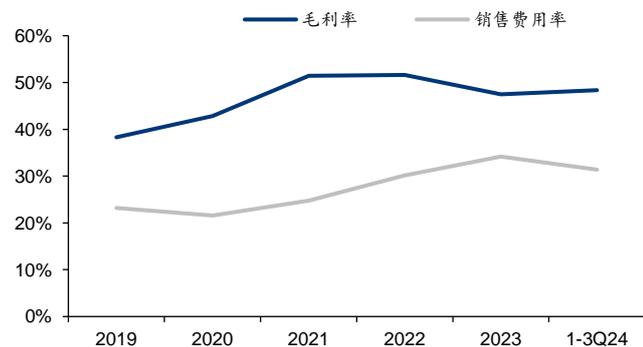
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 46：2019 年以来公司归母净利润及 YoY 情况



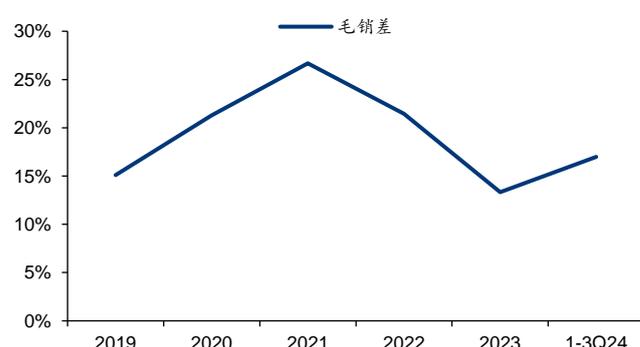
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 47：2019 年至 24 年前三季度科沃斯毛利率、销售费用率情况



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

图表 48：2019-24 年前三季度科沃斯毛销差情况



资料来源：Wind，公司年报，华泰研究

2024 年以来科沃斯品牌积极调整销售策略，补齐高性价比产品线，24Q4 国内市场份额开始企稳回升，扭转了此前定价过高的被动局面。展望 2025 年，在国内以旧换新政策的拉动下，科沃斯品牌营收的边际改善预期增强。另一方面添可品牌的全球化扩张战略步入收获期，海外业务有望成为新增长点。综上，在科沃斯品牌和添可品牌的共同推动下，我们认为 2025 年公司经营有望持续向好，低基数下利润增长有弹性。

盈利预测

收入：科沃斯品牌享受国内政策红利有望企稳回升，添可品牌出海开拓增量。我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 170.79、196.38 和 215.23 亿元。具体而言，我们的核心假设如下：

1) 科沃斯品牌：分量价来看，2023 年科沃斯服务机器人（主要为扫地机）销量为 284.2 万台，同比-8.9%；均价 2724 元/台，同比+8%。2023 年销量下滑主要系公司在中低价位（3000-3500 元）产品布局缺失所致。从行业层面看，随着以旧换新政策的落地，我们认为服务机器人销量有望同比增长。据奥维云网统计，2023 年国内扫地机线上销量近 320 万台，我们预计 2024-26 年线上销量的复合增速在 5%-10%；从公司层面看，2024 年补齐中低价位产品已经让其份额止跌。综合来看，我们预计 2024、25 年科沃斯品牌销量有望维持双位数同比增长，略高于行业平均，然后 2026 年销量同比增速放缓。

2) 添可品牌：24H1 年添可品牌海外收入同比+32%，收入占比 40%，同比+9pct。我们认为，开拓海外市场将支撑未来 2025、26 年添可品牌收入实现持续的增长，并且随着新市场的开发，添可品牌收入将以量增为主。分区域看，2023 年公司洗地机业务在欧美市场刚取得重大突破，2024 年该业务营收加速增长，并有望在 2025、26 年维持中高增长。同时我们预判公司的国内业务将进入成长阶段的中后期，降价加快普及，营收或将保持个位数增长。

图表49：科沃斯分品牌营收预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
服务机器人（科沃斯品牌为主）营收（百万元）	6826.60	7873.63	7741.98	8431.02	10016.05	10502.83
YoY		15%	-2%	9%	19%	5%
其中：销量（万台）	358.28	311.89	284.20	312.62	375.14	401.40
均价（元/台）	1905.40	2524.50	2724.16	2696.92	2669.95	2616.55
添可品牌营收（百万元）	5136.83	6909.28	7271.21	8278.27	9234.41	10619.58
YoY		35%	5%	14%	12%	15%
其中：国内（百万元）	3512.63	4732.86	4210.03	4420.53	4729.97	5202.97
YoY		35%	-11%	5%	7%	10%
国外（百万元）	1624.20	2176.42	3061.18	3858.62	4504.94	5416.28
YoY		34%	41%	26%	17%	20%
清洁电器 OEM/ODM 收入（百万元）	875.50	403.57	390.59	281.62	290.06	298.77
其他业务（百万元）	247.08	138.29	98.29	88.46	97.30	102.17

资料来源：公司年报，华泰研究预测

毛利率方面，2024 年前三季度公司毛利率 48.39%，同比+0.4pct，主要受益于扫地机加强成本管控和洗地机海外定价较高。我们认为随着公司自身产品力提升叠加以旧换新政策的提振，2025、26 年扫地机产品结构有进一步提升的空间；洗地机毛利率则有望受益高毛利率的海外业务收入占比提升稳步回升。结合各品牌营收及毛利率预期，我们预计整体营收及毛利率表现如下表：

图表50：科沃斯营收、毛利率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整体营业收入（百万元）	13086.01	15324.76	15502.07	17079.36	19637.83	21523.34
YoY		17%	1%	10.2%	15.0%	9.6%
综合毛利率	51.41%	51.6%	47.5%	48.6%	49.3%	49.9%
其中：服务机器人毛利率	49.8%	44.9%	42.7%	43.5%	44.1%	44.7%
智能生活电器毛利率	54.9%	59.4%	52.8%	53.2%	54.3%	54.5%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

费用预测。1) 2024 年前三季度公司销售费用率 31.41%，同比-1.02pct，主要系科沃斯品牌产品结构下沉，添可品牌成功开拓海外市场，共同驱动整体营收重拾增长所致。随着营收增速的进一步改善，我们预计 2024-2026 年销售费用率分别为 33.00%、32.00%和 31.80%，总体呈高位回落的趋势。2) 2024 年前三季度公司管理费用率、研发费用率分别为 3.74%、6.43%，同比-0.21pct、+0.69pct，管理费用率回落系股权激励分摊费用减少和内部控费所致，研发费用主要用于产品优化和新品开发。为支撑营收的可持续增长，我们认为公司还将加大研发力度，故我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 3.50%、3.30%和 3.20%，研发费用率分别为 5.40%、5.50%和 5.50%。3) 2024 年前三季度公司财务费用率为-0.31%，同比-0.16pct，主要系利息收入增加和汇兑损失减少所致。基于公司现金资产规模，我们预计 2024-2026 年公司财务费用率分别为-0.85%、-0.89%和-0.94%。

图表51：科沃斯四项费用预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	24.73%	30.16%	34.17%	33.00%	32.00%	31.80%
管理费用率	4.01%	4.21%	3.76%	3.50%	3.30%	3.20%
研发费用率	4.20%	4.86%	5.32%	5.40%	5.50%	5.50%
财务费用率	0.57%	-0.72%	-0.17%	-0.85%	-0.89%	-0.94%
四项费用合计	33.51%	38.51%	43.09%	41.05%	39.91%	39.56%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

综合对公司收入、毛利率及期间费用的预测，我们预计公司 2024/2025/2026 年实现归母净利润分别为 11.26 亿、16.31 亿、19.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.96、2.83 和 3.43 元。

如何理解和把握科沃斯的投资机会？盈利改善推动估值修复，公司具备长期配置价值。如前文所述，我们认为 2025 年公司基本面改善的可预见性较高，但估值层面并未充分反映这一预期。通过历史股价复盘，我们看到 2022 年国内扫地机、洗地机市场相继进入同质化竞争，叠加国内消费趋于理性，2022 年公司 PE (ttm) 中枢从年初的 50 倍持续回落至年末的 25 倍。2023 年公司归母净利润同比大幅下滑，进而导致股价继续下跌，同年 PE (ttm) 主要在 20-25 倍之间波动。进入 2024Q4，随着扫地机新品的有效布局以及添可品牌海外业务的快速增长，公司经营改善预期增强，公司 PE (ttm) 回升至 40 倍以上。

图表52：上市以来公司发展的重要事件及股价复盘


注：红色框线内容为股价上涨原因解释，绿色框线内容为股价下跌原因解释

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

一方面，我们选择以扫地机为主业的石头科技为可比公司，另一方面我们选择布局洗地机的九阳股份、苏泊尔作为可比公司。截至 2025/2/21，可比公司 2025 年平均 PE 为 19x，我们认为公司的两大自主品牌业务在 2025 年都具备持续改善的逻辑，预计 2024-2026 年归母净利复合增速 47.75%，高于可比公司，并给予公司 2025 年 25.00xPE，对应 2025 年目标价 70.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	PE				归母净利润 (百万元)				2024-2026 年归母净利复合增速
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
002242 CH	九阳股份	25.06	30.58	20.91	18.17	389.05	252.09	368.66	424.33	2.94%
688169 CH	石头科技	18.14	22.48	19.82	16.93	2051.22	2213.40	2510.67	2940.04	12.75%
002032 CH	苏泊尔	19.62	18.33	16.96	15.73	2179.80	2288.32	2473.51	2666.93	6.95%
	平均	20.94	23.80	19.23	16.94	1540.02	1584.60	1784.28	2010.43	9.29%
603486 CH	科沃斯	57.35	31.17	21.53	17.78	612.08	1126.13	1630.77	1974.29	47.75%

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2025/2/21。

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

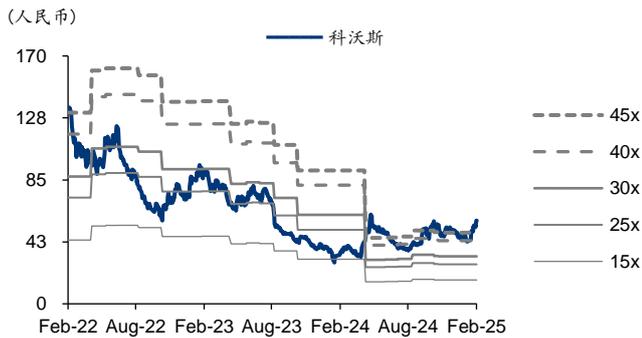
风险提示

市场竞争加剧。如果扫地机市场竞争持续加剧, 可能会对公司的盈利能力造成影响。

关税风险。如果海外国家或地区针对中国制造的商品加征关税, 关税成本的增加将带来公司成本上升, 盈利能力有可能下降。

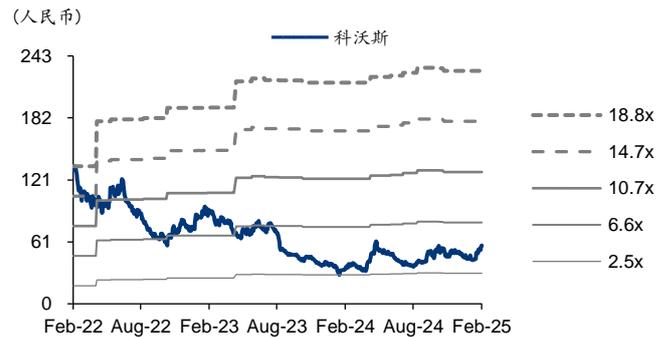
新品不及预期风险。扫地机需求的开发主要依靠技术创新、产品迭代。若公司产品创新不及预期, 可能对经营产生不利影响。

图表54: 科沃斯 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表55: 科沃斯 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、周衍峰、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、周衍峰、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司