



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 07 月 12 日

基础数据

07 月 11 日收盘价（元）	148.61
总市值（亿元）	384.54
总股本（亿股）	2.59

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证家电】石头科技：Q1 加速扩张，营收超预期-2025.04.30

【兴证家电】石头科技：加速全球扩张，Q4 收入高增-2025.03.01

【兴证家电】石头科技：行业创新周期开启，关注公司新品催化-2025.01.10

分析师：颜晓晴

S0190521020002

yanxiaoping@xyzq.com.cn

分析师：苏子杰

S0190522070005

suzijie@xyzq.com.cn

分析师：王雨晴

S0190523070007

wangyuqing@xyzq.com.cn

分析师：周庆

S0190525070005

zhouqing@xyzq.com.cn

石头科技(688169.SH)

开启新周期的全球扫地机龙头

投资要点：

- **公司：从 ODM 企业到全球扫地机龙头。**公司 2014 年成立，目前已发展为以扫地机为主、洗地机和洗烘一体机加速扩张的全球扫地机龙头企业。2016-2024 年公司营收由 1.8 亿元增至 119.4 亿元，8 年 CAGR 为 69%。
- **行业：扫地机、洗地机、洗烘一体机空间广阔。**1) 扫地机：2024 年国内销额 158 亿元，2017-2024 年 CAGR 达 17%，城镇渗透率仅 10%，国内专业品牌主导下份额高度集中，公司稳坐内销 TOP2；2024 年全球销额为 74 亿美元，2029 年有望达到 107 亿美元，中国品牌抢占外资份额，公司已成为全球扫地机龙头。2) 洗地机：2024 年内销规模 141 亿元，2020-2024 年 CAGR 达 82%，以价换量效果显著但均价降幅收窄，三强相争格局下行业逐步出清；2024 年全球洗地机销额为 36 亿美元，处于快速增长阶段，2029 年有望达 118 亿美元。3) 洗烘一体机：2024 年内销销额为 30 亿美元，预计 2029 年达到 38 亿美元，冷凝式占据主导，分子筛式质价比突出，美的系、海尔系线上份额领先，公司独占分子筛式。2024 年全球销额达 74 亿美元，预计 2029 年达 123 亿美元。
- **优势：高效研发+精细管理，铸造竞争优势。**1) 高效研发：创始团队技术背景深厚，公司深植科技基因，并且长期坚持研发投入，人效突出、团队稳定。2) 精细管理：渠道政策务实、体系完善，营销短板逐步补齐、品牌形象深入人心；供应商管理体系成熟，研产销一体化经营，控本能力突出。
- **变革：战略更为进取，积蓄长期力量。**1) 品牌：拓宽客群，拥抱大众。2024 年公司更新了使命和愿景，品牌战略由“技术驱动、强调功能、追求参数”转向“用户驱动、强调品质、追求体验”、由“口碑领先的全球智能清洁专家”转向“规模领先的全球科技家电企业”，公司加强营销投入，持续拓宽客群。2) 产品：多元发展，创新争先。扫地机方面，推新节奏加快，机型更丰富、价格带更全面，更强调技术首创；洗地机方面，2024 年公司加大投入力度，2025 年 1-5 月国内份额跻身第三；洗烘一体机方面，公司持续完善产品矩阵、加大市场开拓，2025 年又进一步调整内部架构，未来有望轻装上阵，重新出发。3) 渠道：强化直营，完善布局。公司加快欧洲直营转型，持续拓展国内新渠道和北美线下渠道，完善渠道布局。
- **投资建议：**受益于扫地机格局优化、新业务加速扩张及贸易关税风险释放，公司有望迎来盈利拐点。预计 2025-2027 年公司 EPS 为 6.92 /9.34 /12.44 元，7 月 11 日收盘价对应 PE 为 21.5 /15.9 /11.9X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、新品销售不及预期、国际地缘冲突

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11945	18831	23916	29476
同比增长	38.0%	57.7%	27.0%	23.3%
归母净利润（百万元）	1977	1789	2418	3219
同比增长	-3.6%	-9.5%	35.1%	33.2%
毛利率	50.1%	45.7%	46.7%	47.3%
ROE	15.4%	12.3%	14.5%	16.4%
每股收益（元）	7.64	6.92	9.34	12.44
市盈率	19.5	21.5	15.9	11.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

1、公司：开启新周期的全球扫地机龙头.....	5
1.1、历史：从 ODM 企业到全球扫地机龙头	5
1.2、治理：股权结构相对稳定，管理团队具备技术背景.....	5
1.3、财务：营收利润增速迅猛，盈利能力领跑行业	6
2、行业：扫地机、洗地机、洗烘一体机空间广阔	9
2.1、扫地机：全球渗透潜力充足的成长品类	9
2.2、洗地机：国内以价换量，海外方兴未艾	12
2.3、洗烘一体机：全球稳步渗透的洗衣机细分赛道	14
3、优势：高效研发+精细管理，铸造竞争优势	17
3.1、高效研发：深植科技与互联网基因，技术实力雄厚.....	17
3.2、精细管理：渠道、营销及供应链管理能力强	18
4、变革：战略更为进取，积蓄长期力量.....	20
4.1、品牌：拓宽客群，拥抱大众	20
4.2、产品：多元发展，创新争先	21
4.3、渠道：强化直营，完善布局	24
5、盈利预测与投资建议	25
6、风险提示	25

图目录

图 1、 公司发展历程.....	5
图 2、 公司股权结构（截至 2025 年 4 月）	6
图 3、 2016 年以来公司营收及同比	7
图 4、 公司扫地机业务长期占据主导地位	7
图 5、 公司自主品牌营收占比	7
图 6、 2023 年公司境内外业务表现（财报口径）	7
图 7、 2016 年以来公司净利润及同比	8
图 8、 公司毛利率水平位于行业前列	8
图 9、 公司直营模式、经销模式毛利率	8
图 10、 2017 年以来公司期间费用率	9
图 11、 公司净利率长期领先行业	9
图 12、 2017-2024 年中国扫地机行业销额	9
图 13、 2017-2024 年中国扫地机行业销量	9
图 14、 2017-2024 年中国扫地机行业价格	10
图 15、 中国及中国城镇扫地机渗透率测算	10
图 16、 全基站扫地机逐步成为国内主流机型	10
图 17、 石头机械手扫地机 G30 SPace	10
图 18、 2019-2024 年中国扫地机主要品牌线上销额份额	11
图 19、 2012-2029 年全球扫地机市场销额及预测	11
图 20、 2012-2029 年全球扫地机市场销量及预测	11
图 21、 扫地机主要市场渗透率测算	12
图 22、 全球头部扫地机品牌销额对比（单位：亿元）	12
图 23、 全球扫地机市场销量份额	12
图 24、 2020-2024 年中国洗地机行业销额	13

图 25、	2020-2024 年中国洗地机行业价格.....	13
图 26、	国内洗地机主要品牌线上销额份额.....	13
图 27、	2023 年以来国内洗地机线上品牌逐步出清.....	13
图 28、	全球洗地机销额及预测.....	14
图 29、	全球洗地机销量及预测.....	14
图 30、	中国洗烘一体机行业销额及预测.....	14
图 31、	中国洗烘一体机行业销量及预测.....	14
图 32、	2024 年洗烘一体机分类型线上销额占比.....	15
图 33、	相较其他洗烘一体机，分子筛均价适中.....	15
图 34、	2024 年中国洗烘一体机线上销额格局.....	16
图 35、	2024 年各类洗烘一体机线上销额格局.....	16
图 36、	全球洗烘一体机行业销额及预测.....	16
图 37、	全球洗烘一体机行业销量及预测.....	16
图 38、	公司早期创始团队拥有深厚的技术背景.....	17
图 39、	公司研发投入处于业内前列.....	17
图 40、	公司研发人员人均创收优于同行（万元/人）.....	17
图 41、	公司研发人员人均薪酬（万元）高于同行.....	18
图 42、	石头科技与科沃斯人员流失率对比.....	18
图 43、	公司内外销渠道体系.....	18
图 44、	公司已在全球建立起品牌认知.....	19
图 45、	2019 年以来公司营销投放加大.....	19
图 46、	公司销售费用率长期优于同行.....	19
图 47、	公司销售人员占比低于科沃斯.....	19
图 48、	公司供应商表现分类分级管理.....	20
图 49、	2021-2023 年公司供应商质量等级情况.....	20
图 50、	公司建立起全流程质量管理体系.....	20
图 51、	公司布局 500 美金以下的海外扫地机市场.....	21
图 52、	公司加大营销活动投入.....	21
图 53、	公司扫地机国内产品发展历程.....	22
图 54、	公司国内洗地机线上销额快速增长.....	22
图 55、	公司国内洗地机线上份额快速提升.....	22
图 56、	公司洗地机产品发展历程.....	23
图 57、	公司国内洗烘一体机线上销额及同比.....	23
图 58、	公司国内洗烘一体机线上销额份额.....	23
图 59、	公司洗烘一体机产品发展历程.....	24
图 60、	公司直营占比持续提升.....	24
图 61、	公司直营毛利率与经销毛利率.....	24

表目录

表 1、	公司主要管理团队核心成员（截至 2025 年 6 月）.....	6
表 2、	不同类型洗烘一体机优劣对比.....	15
表 3、	2024 年公司更新使命和愿景.....	21
表 4、	24Q3 以来公司更强调产品首创.....	22
表 5、	公司业务预测.....	25

表 6、可比公司估值水平对比	25
表 7、可比公司 EPS 对比（单位：元）	25

1、公司：开启新周期的全球扫地机龙头

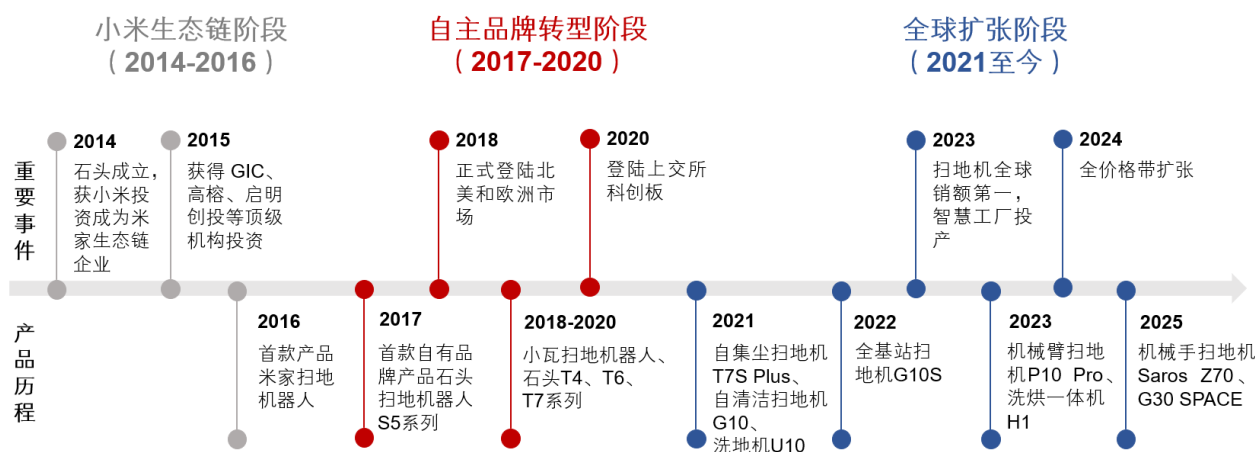
1.1、历史：从 ODM 企业到全球扫地机龙头

（1）ODM 阶段（2014-2016 年）：立足 ODM 业务，实现初步发展。2014 年昌敬于北京成立石头科技，创始团队多具备互联网大厂背景。公司成立之初便获小米投资，并于 2016 年推出首款扫地机产品“米家智能扫地机器人”，该产品采用 LDS-SLAM 导航，售价仅为 1699 元，成为当时爆款产品。该阶段公司通过为小米提供扫地机 ODM 业务，实现初步发展。

（2）自主品牌转型阶段（2017-2020 年）：实现自主品牌转型与初步完成出海布局。2017 年公司陆续推出石头和小瓦扫地机，开始向自主品牌转型，并逐步退出代工业务，2017-2020 年公司小米代工营收占比由 90% 降至 9%。同期，公司开始布局海外，进军欧洲等市场。2020 年公司登陆科创板。

（3）加速扩张阶段（2021 年至今）：全面扩张与完善经营，2023 年成为全球扫地机龙头。区域上，内外销加速扩张，在主要市场中公司份额快速提升；品类上，2021、2023 年布局洗地机、洗烘一体机，探索第二曲线；渠道上，布局多元渠道，强化直营模式；模式上，2023 年智慧工厂投产，经营模式向研产销一体化转变。2023 年公司位列全球扫地机销售额第一，并于 2024 年开启全价格带扩张。

图1、公司发展历程

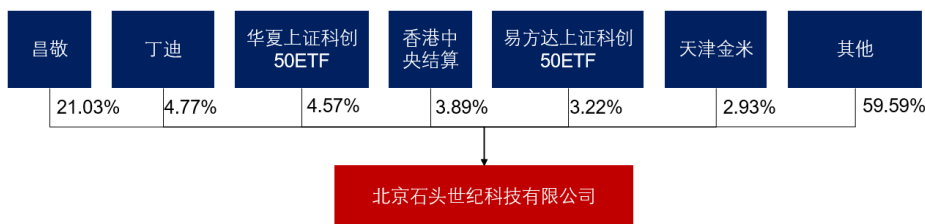


数据来源：公司官网，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、治理：股权结构相对稳定，管理团队具备技术背景

公司股权结构相对稳定。截至 2024 年，实际控制人昌敬持股比例为 21.03%，小米系战投金米投资持股比例为 2.93%。

图2、公司股权结构（截至 2025 年 4 月）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司管理团队多拥有科技公司工作经验，具备深厚技术背景。公司创始人及核心管理成员曾任职于微软、腾讯等科技公司，管理经验及丰富、技术背景深厚，奠定公司重研发、重产品、重创新的基因。

表1、公司主要管理团队核心成员（截至 2025 年 6 月）

姓名	职务	任职时间	出生年份	学历	履历
昌敬	总经理	2018 年 12 月至今	1982 年	硕士	曾任北京傲游天下技术经理，微软程序经理，腾讯高级产品经理，北京魔图精英 CEO，百度高级经理。2014 年 7 月创立公司，现任公司董事长、总经理。
全刚	副总经理	2021 年 11 月至今	1974 年	硕士	曾任职于北京首信、华立通信、诺基亚（中国）投资、微软（中国）。2016 年 3 月加入公司，现任公司副总经理。
王璇	财务总监	2019 年 1 月至今	1980 年	本科	曾任中建进出口总公司会计，瑞华会计师事务所审计经理，恒泰艾普集团财务经理，北京博达瑞恒财务总监。2018 年 4 月加入公司，现任公司财务总监。
孙佳	董事会秘书	2018 年 12 月至今	1988 年	硕士	曾任中铁十九局国际公司中级工程师。2018 年 1 月加入公司，现任公司董事、董事会秘书。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、财务：营收利润增速迅猛，盈利能力领跑行业

（1）营收：收入增速迅猛，成立 10 年突破百亿。公司 2014 年成立，2016 年推出第一代米家扫地机产品后营收规模增长迅猛，2016-2024 年公司营收由 1.8 亿元增至 119.4 亿元，8 年 CAGR 为 69%。

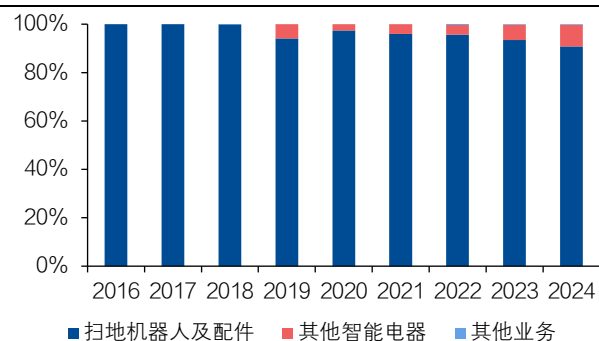
分产品看，扫地机业务长期主导，洗地机及洗衣机业务快速成长。公司扫地机营收占比长期保持在 90%以上，并陆续布局了洗地机（2021 年）、洗烘一体机（2023 年）业务。截至 2024 年，公司扫地机业务营收占比为 90.8%，洗地机及洗衣机等其他智能电器业务营收占比为 9.0%。

图3、2016 年以来公司营收及同比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司扫地机业务长期占据主导地位

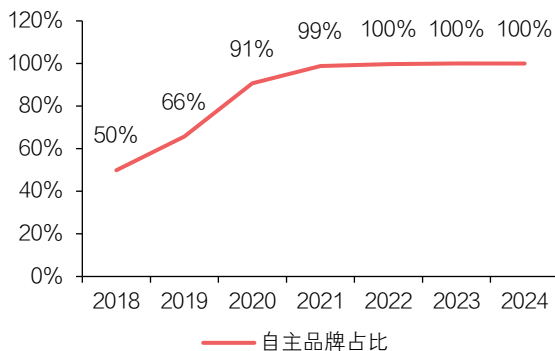


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分模式看，自主品牌占主导。2017 年公司开始向自主品牌转型，并逐步退出代工业务，2017-2024 年公司小米代工营收占比由 90%降至近 0%，自主品牌营收占比则由 10%提升至 100%。

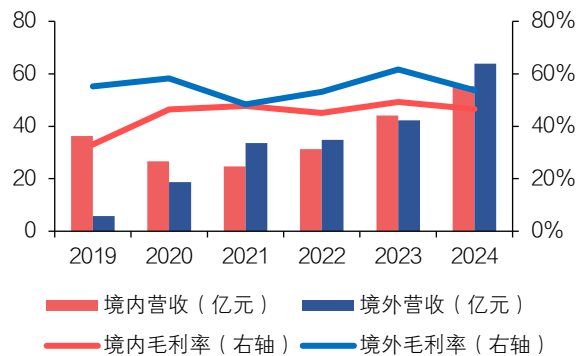
分区域看，公司以外销为主。公司财报口径以结算货币划分境内外业务，2024 年公司境内、境外营收占比为 46.4%、53.6%。由于公司部分海外销售由国内代理商负责，因此实际外销占比高于财报口径的占比。

图5、公司自主品牌营收占比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2023 年公司境内外业务表现（财报口径）

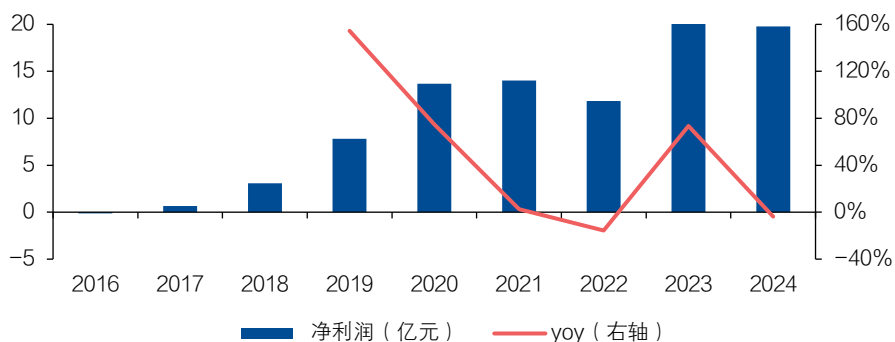


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（2）盈利：净利润波动式提升，盈利能力长期领跑行业。

净利润：2017 年以来伴随自主品牌及海外市场的拓展，公司净利润快速增长，2017-2024 年公司净利润由 0.7 亿元增至 19.8 亿元，7 年 CAGR 为 62%。

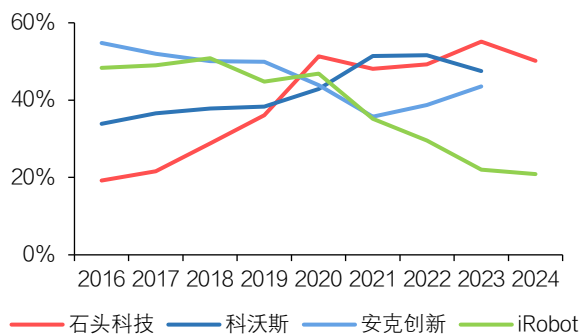
图7、2016 年以来公司净利润及同比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

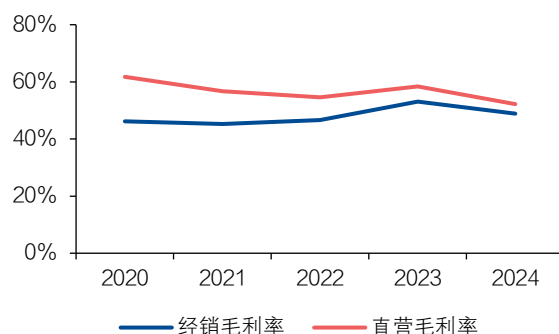
毛利率：2023 年以来保持在 50%以上，领先同行。2016-2024 年公司毛利率由 19.2%提升至 50.1%，2023 年以来保持在 50%以上，领先同行。分模式看，2020 年以来公司经销模式毛利率稳步提升，与直营模式毛利率差距缩小，截至 2024 年公司直营模式、经销模式毛利率分别为 48.9%、52.2%。

图8、公司毛利率水平位于行业前列



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司直营模式、经销模式毛利率

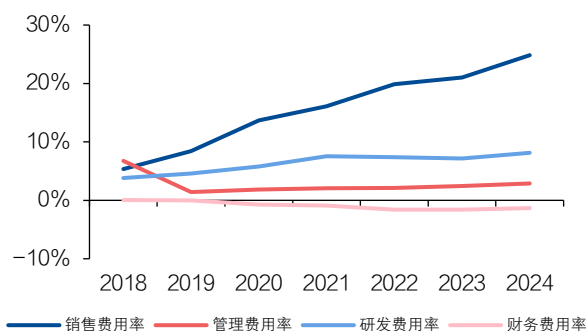


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

费用率：销售及研发费用率提升，管理费用率平稳，财务费用率优化。销售费用率增幅显著，2018-2024 年公司销售费用率由 5.4%提升至 24.8%，主要系经营模式转变（代工转自主品牌，品牌及渠道建设加大等）、市场教育、竞争加剧等因素影响；研发费用率提升明显，2018-2024 年公司研发费用率由 3.8%提升至 8.1%，处于业内较高水平；管理费用率温和提升，受上市费用影响，2018 年管理费用率处于高位，2019-2024 年公司管理费用率由 1.4%提升至 2.9%；财务费用率持续优化，2018-2023 年公司财务费用率由 0.05%降至-1.4%。

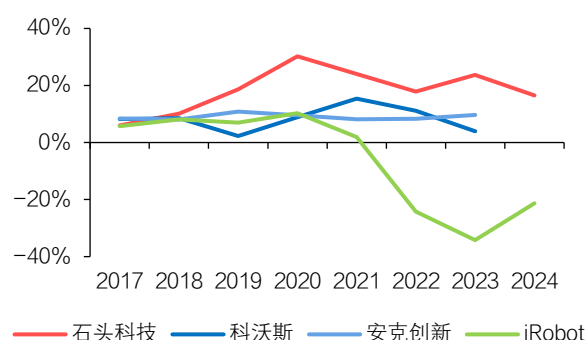
净利率：公司盈利能力稳步提升，始终处于行业前列。石头科技立足于强大的产品力，伴随品牌力、渠道力的逐步强化，盈利能力后来居上，2024 年公司净利率为 16.6%，领先行业竞争对手。

图10、2017年以来公司期间费用率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司净利率长期领先行业



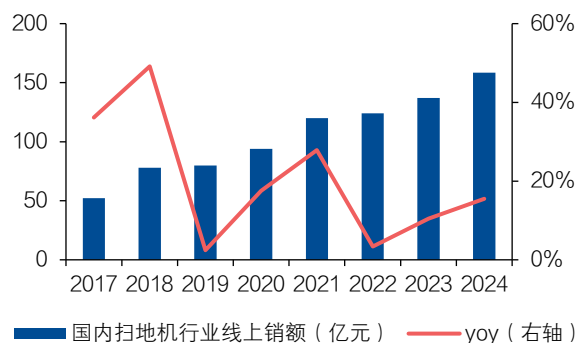
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、行业：扫地机、洗地机、洗烘一体机空间广阔

2.1、扫地机：全球渗透潜力充足的成长品类

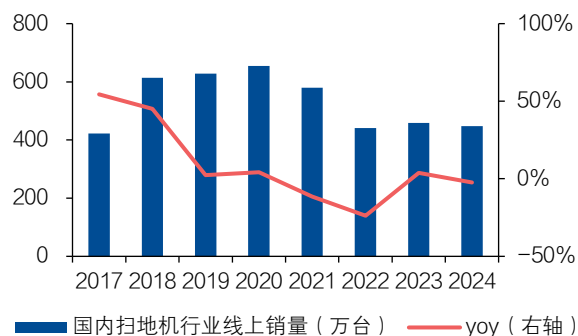
内销规模 158 亿元，城镇渗透率仅 10%。2017-2024 年中国扫地机行业全渠道销售额由 52 亿元增长至 158 亿元，7 年 CAGR 达 17%，行业销量则仅由 422 万台增至 447 万台，销量增速远低于销额主要系产品快速迭代带动均价激增、2021 年行业供应链紧张加速中低端产品出清、2021 年后经济下行压力加大。据测算，2024 年中国、中国城镇扫地机渗透为 7.0%、10.4%，仍有广阔成长空间。

图12、2017-2024 年中国扫地机行业销额



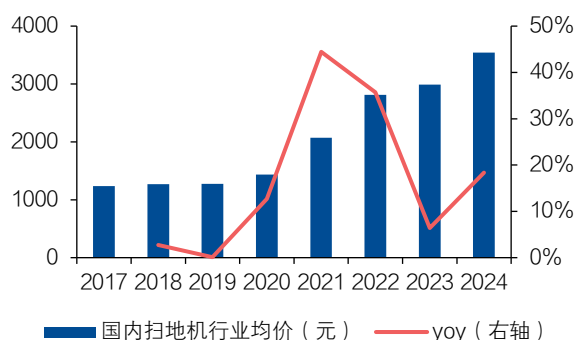
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2017-2024 年中国扫地机行业销量



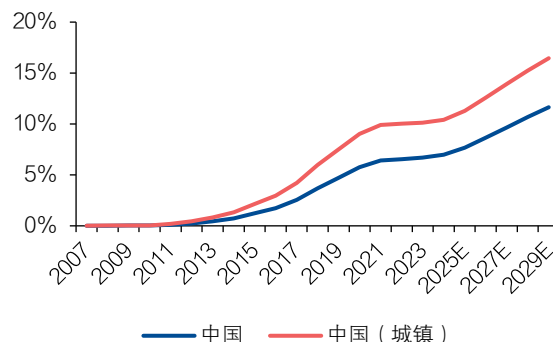
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2017-2024 年中国扫地机行业价格



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

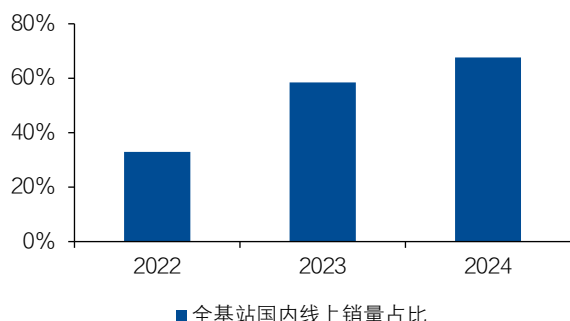
图15、中国及中国城镇扫地机渗透率测算



数据来源：wind，欧睿，AVC，中国国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

中国已成为全球扫地机创新中心，**2024** 年以来行业创新再次进入活跃期。2020 年以来，伴随激光导航路线的确立及自清洁扫地机的出现，中国逐步成为全球扫地机创新中心。**21H2** 全基站产品面世后，行业创新步入平台期，全基站产品成为主流机型，**2022-2024** 年国内全基站产品销量渗透率由 **33%** 增长至 **68%**。**24H2** 以来，新一代洗地机器人与机械手扫地机相继出现，行业创新再度进入活跃期。

图16、全基站扫地机逐步成为国内主流机型



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

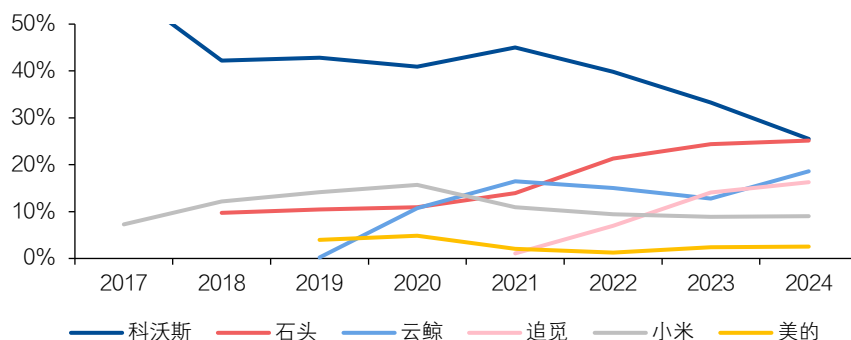
图17、石头机械手扫地机 G30 SSpace



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

国内市场竞争激烈，专业品牌主导下份额高度集中。国内扫地机品牌格局具有以下几个特点：一是专业品牌占据主导地位且格局相对稳定，**2021** 年以来科沃斯、石头、云鲸、追觅、小米始终为国内扫地机行业 **Top5** 品牌，除小米之外，其余四家均为专业品牌。二是竞争较为激烈且份额有所变动，**2021** 年以来石头与追觅份额提升较快，小米、美的份额相对稳定，云鲸份额有所波动，科沃斯份额则有所下降。三是份额高度集中且目前呈梯队分布，扫地机内销线上渠道占主导，据 **AVC** 统计，**2024** 年线上销额 **CR5** 高达 **95%**，科沃斯、石头、云鲸、追觅和小米线上销额市占率分别为 **26%**、**25%**、**19%**、**16%**、**9%**。

图18、2019-2024 年中国扫地机主要品牌线上销额份额



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

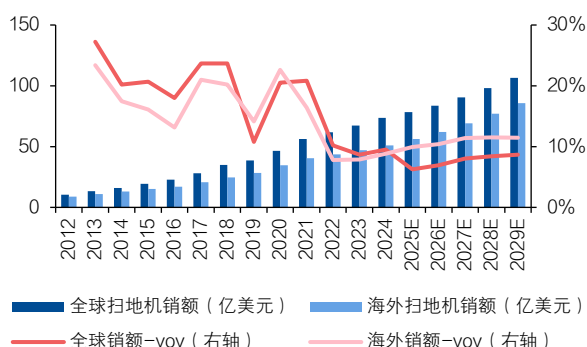
2024 年全球扫地机销额规模达 74 亿美元，海外市场销额规模为中国 2.3 倍。

2012-2024 年全球扫地机行业销额由 10 亿美元增长至 74 亿美元，12 年 CAGR 达 17.7%，预计未来 5 年 CAGR 为 7.7%，2029 年全球扫地机销额将达 107 亿美元；2012-2024 年行业销量则由 286 万台增至 1665 万台，12 年 CAGR 达 15.8%，预计未来 5 年 CAGR 为 5.3%，2029 年全球扫地机销量将达 2157 万台。

2012-2024 年海外扫地机行业销额由 9 亿美元增长至 51 亿美元，12 年 CAGR 达 15.6%，预计未来 5 年 CAGR 为 8.9%，2029 年海外扫地机销额将达 86 亿美元；2012-2024 年行业销量则由 226 万台增至 1171 万台，12 年 CAGR 达 14.7%，预计未来 5 年 CAGR 为 5.5%，2029 年海外扫地机销量将达 1605 万台。

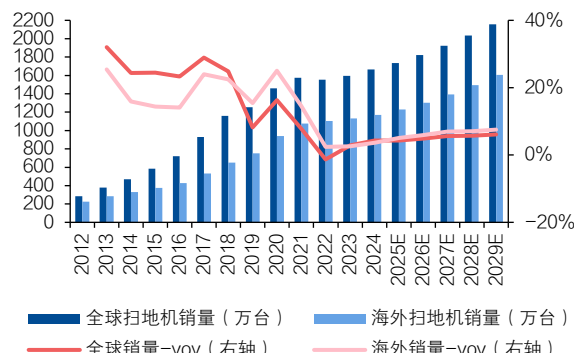
2024 年海外市场销额规模为 51 亿美元，是中国的 2.3 倍，海外市场大有可为。

图19、2012-2029 年全球扫地机市场销额及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

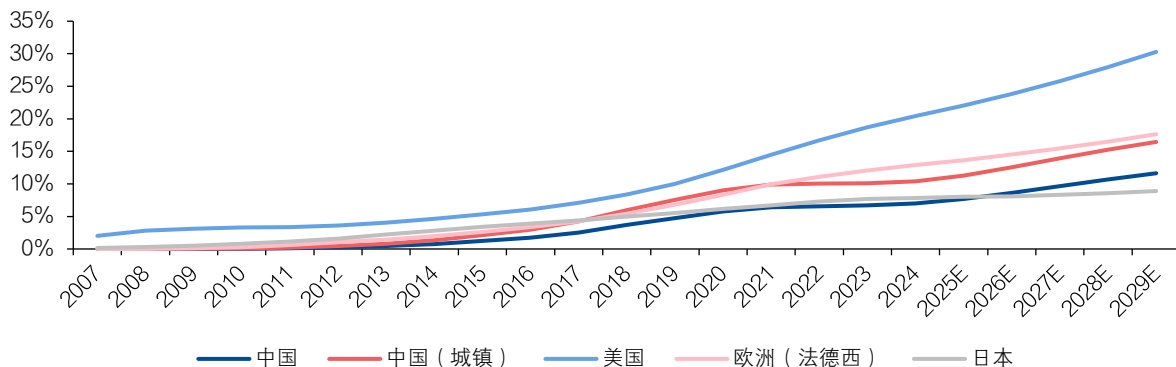
图20、2012-2029 年全球扫地机市场销量及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

扫地机仍处于成长阶段，全球渗透率较低。据测算，2024 年中国、中国（城镇）、美国、欧洲（法德西）、日本扫地机渗透率分别为 7.0%、10.4%、20.4%、12.9%、7.9%；2029 年各地区渗透率有望进一步提升至 11.6%、16.5%、30.3%、17.6%、8.9%。

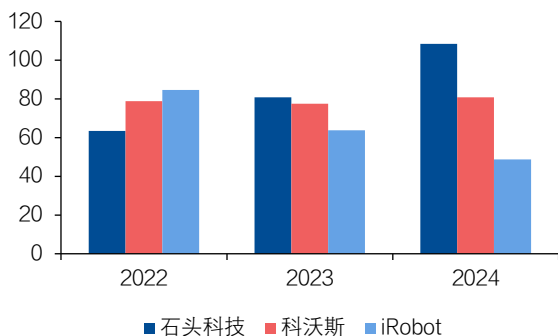
图21、扫地机主要市场渗透率测算



数据来源：欧睿，Wind，德国联邦统计局、英国国家统计局、日本统计局、美国商务部、法国国家统计与经济研究所，兴业证券经济与金融研究院整理

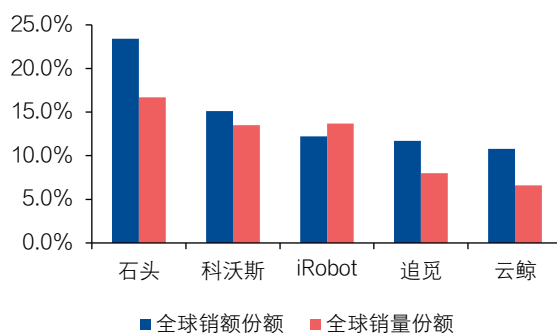
中国品牌抢占外资份额，内部竞争激烈。石头科技已成为全球扫地机量额双料龙头。从销额口径看，2024 年石头/科沃斯/iRobot 扫地机业务营收分别为 108.5 /80.8 /48.8 亿元，据公司公告显示，2024 年石头/科沃斯/iRobot/追觅/云鲸全球销额市占率为 23.4% /15.1% /12.2% /11.7% /10.8%。从销量口径看，据公司公告显示，石头/科沃斯/iRobot/追觅/云鲸全球销量市占率为 16.7% /13.5% /13.7% /8.0% /6.6%。从趋势看，中国品牌持续抢占外资份额，iRobot 经营已陷入困境，但中国品牌内部竞争日趋激烈。

图22、全球头部扫地机品牌销额对比 (单位: 亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、全球扫地机市场销量份额

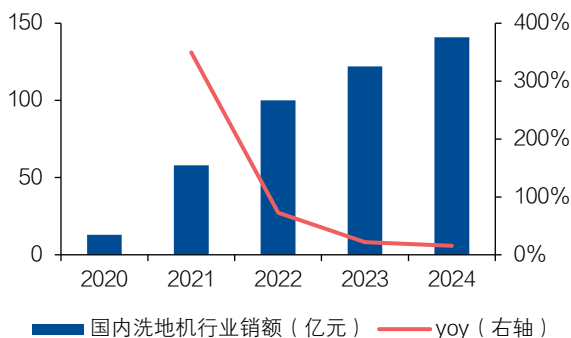


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、洗地机：国内以价换量，海外方兴未艾

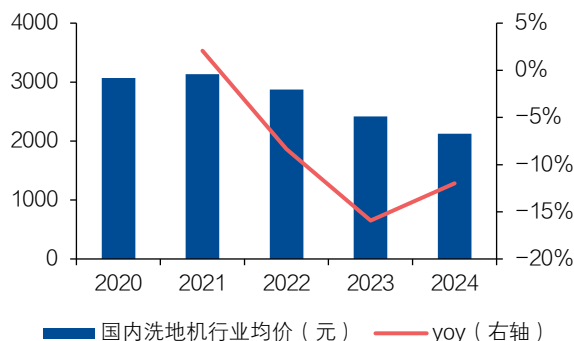
内销规模近百亿，以价换量效果显著。2020-2024 年中国洗地机行业全渠道销额由 13 亿元增至 141 亿元，4 年 CAGR 达 82%；销量由 42 万台增至 663 万台，4 年 CAGR 达 99%；均价则由 3071 元降至 2126 元。目前行业延续以价换量趋势，但行业均价降幅逐步收窄。

图24、2020-2024 年中国洗地机行业销额



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

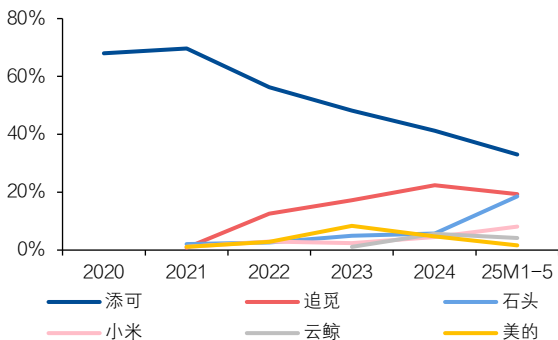
图25、2020-2024 年中国洗地机行业价格



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

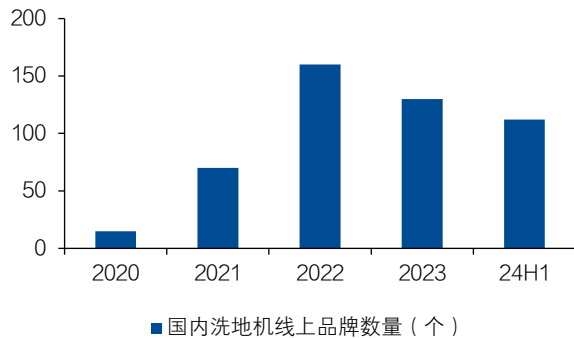
三强相争，行业逐步出清。据 AVC 统计，2025 年 1-5 月洗地机线上销额 CR5 为 83%，添可/追觅/石头/小米/云鲸/美的线上销额市占率分别为 33%/19%/19%/8%/4%/2%。2021 年至今添可份额由 70%下降至 33%，追觅则由 1%提升至 19%，石头也由 2%提升至 19%。目前国内洗地机行业玩家众多，但出清趋势逐步加强，据 AVC 统计，2020-2022 年国内洗地机线上品牌数量由 15 个激增至 160 个，2023 年后线上品牌数量开始下降，截至 24H1 线上品牌数量为 112 个。

图26、国内洗地机主要品牌线上销额份额



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

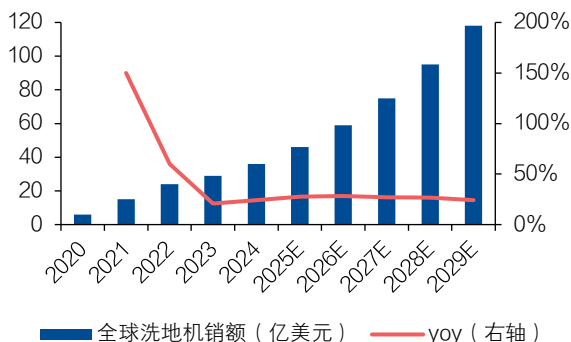
图27、2023 年以来国内洗地机线上品牌逐步出清



数据来源：AVC，中怡康，兴业证券经济与金融研究院整理

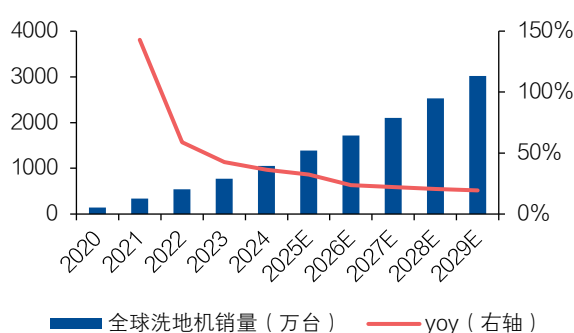
2024 年全球洗地机市场销额规模为 36 亿美元，处于快速增长阶段。据灼识咨询统计，2020-2024 年全球洗地机市场销额由 6 亿美元增长至 36 亿美元，4 年 CAGR 为 54.7%，预计未来 5 年 CAGR 为 27.1%，2029 年全球洗地机销额将达 118 亿美元；行业销量则由 140 万台增至 1050 万台，4 年 CAGR 达 65.6%，预计未来 5 年 CAGR 为 23.5%，2029 年全球洗地机销量将达 3020 万台。

图28、全球洗地机销额及预测



数据来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、全球洗地机销量及预测

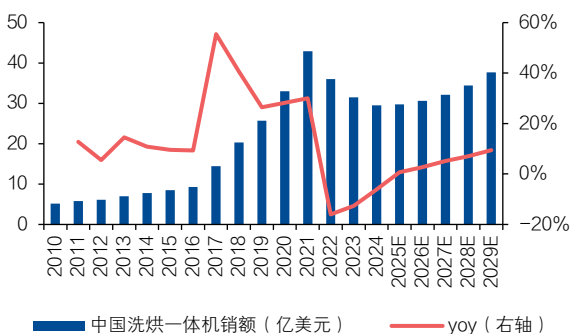


数据来源：灼识咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、洗烘一体机：全球稳步渗透的洗衣机细分赛道

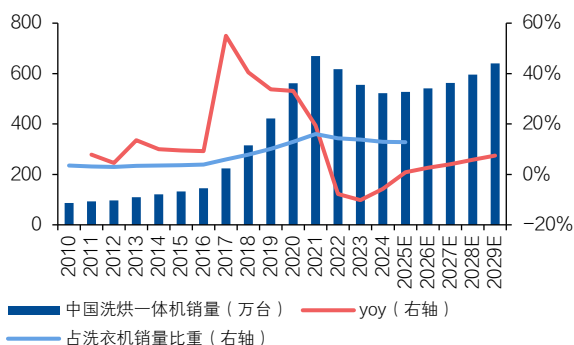
内销规模达 30 亿美元，行业处于稳增趋势。据欧睿统计，2010-2024 年中国洗烘一体机行业销额由 5 亿美元增至 30 亿美元，14 年 CAGR 达 13.3%，预计未来 5 年 CAGR 为 5.0%，2029 年中国洗烘一体机销额将达 38 亿美元；销量由 86 万台增至 523 万台，14 年 CAGR 达 13.7%，预计未来 5 年 CAGR 为 4.1%，2029 年中国洗烘一体机销量将达 640 万台。

图30、中国洗烘一体机行业销额及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、中国洗烘一体机行业销量及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

冷凝式占据主导地位，分子筛式质价比突出。

目前市面常见的洗烘一体机按照烘干方式不同，可分为直排式、冷凝式、热泵式和分子筛式。据 AVC 统计，2024 年热泵式/分子筛式/冷凝式/直排式洗烘一体机线上销额占比为 3.4%/5.2%/88.7%/2.7%，冷凝式占据主导地位。

从原理看，冷凝式和直排式本质是“洗衣机+吹风机”，原理为电热元件加热形成高温空气并带走衣物水分，达到烘干效果，直排式直接排出形成的湿气，冷凝式则通过冷凝器使湿气液化后再排出。热泵式本质是“洗衣机+空调”，原理为压缩机加热形成干热空气，带走衣物水分后形成湿气，经过冷凝器液化去湿、蒸发器

回收余热变成干冷空气，再经由压缩机加热，循环烘干。分子筛式本质是“洗衣机+干燥剂”，原理为空气被分子筛吸水并加热，干热空气带走衣物水分后形成湿气，湿气重回分子筛吸水加热，实现循环烘干。

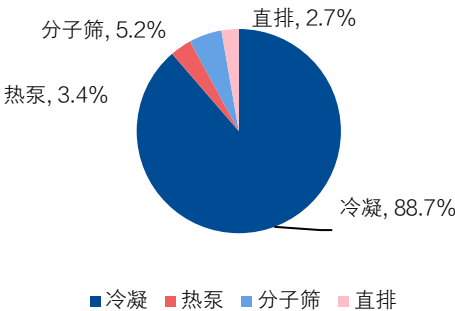
热泵式和分子筛式在低温烘干（不伤衣物）及毛絮自清洁方面优势显著。2024 年热泵式/分子筛式/冷凝式/直排式洗烘一体机线上均价为 10698 /3606 /2824 /1641 元，分子筛虽然价格略高于冷凝式，却远低于热泵式。综合看，分子筛式质价比突出。

表2、不同类型洗烘一体机优劣对比

类型	技术原理		优点	缺点
直排式	洗衣机+吹风机	电热元件加热空气→高温空气带走衣物水分→湿气直接排出	①价格便宜 ②体积小巧	①高温烘干：伤衣、易皱 ②直排影响室内湿度 ③能耗高 ④噪音大
冷凝式		电热元件加热空气→高温空气带走衣物水分→湿气经冷凝器液化后排出	①价格较低 ②体积适中	①高温烘干：伤衣、易皱 ②能耗较高 ③烘干效率低
热泵式	洗衣机+空调	压缩机加热空气→干热空气带走衣物水分→湿气经冷凝器液化去湿、蒸发器回收余热→干冷空气由压缩机加热→循环烘干	①低温烘干：保护衣物 ②能耗小：比冷凝低 50%以上 ③烘干均匀 ④毛絮自清洁	①价格较高 ②体积较大
分子筛式	洗衣机+干燥剂	空气被分子筛吸水并加热→干热空气带走衣物水分→湿气重回分子筛→循环烘干	①低温烘干：保护衣物 ②价格适中 ③毛絮自清洁	能耗较高

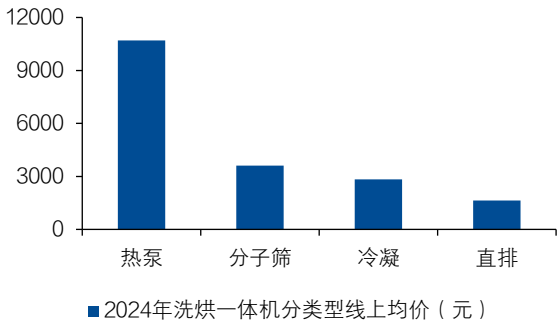
数据来源：华经产业研究，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、2024 年洗烘一体机分类型线上销额占比



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、相较其他洗烘一体机，分子筛均价适中

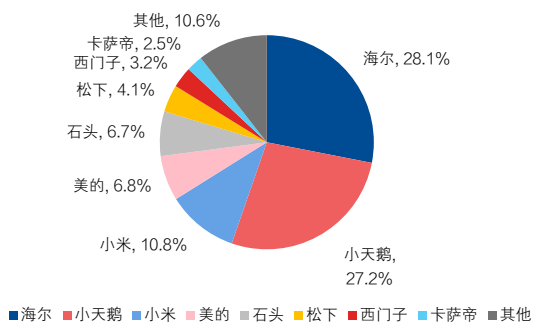


数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

美的系、海尔系线上份额领先，石头独占分子筛式。据 AVC 统计，2024 年海尔/小天鹅/小米/美的/石头/松下/西门子/卡萨帝国内洗烘一体机线上销额份额为 28.1% /27.2% /10.8% /6.8% /6.7% /4.1% /3.2% /2.5%，美的系（美的+小天鹅+东芝）和海尔系（海尔+卡萨帝+统帅）线上份额领先，分别占 35.2%、32.2%。分不同类型的线上销额份额看，冷凝式集中在美的系（38.0%）和海尔系（34.5%），小

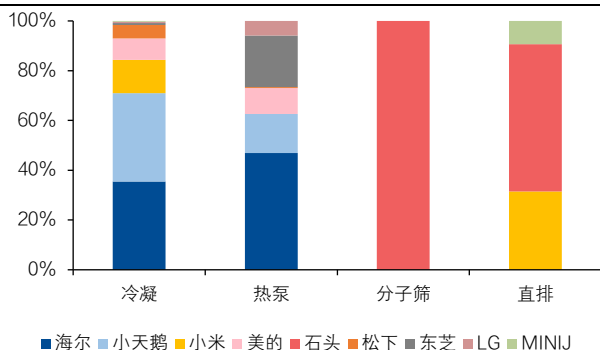
米占 11.2%；热泵式同样集中在美的系（42.6%）和海尔系（47.1%）；分子筛式仅石头一家独占；直排式石头占 56.3%（主要是迷你洗烘一体机），小米占 30.0%。

图34、2024 年中国洗烘一体机线上销额格局



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、2024 年各类洗烘一体机线上销额格局



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

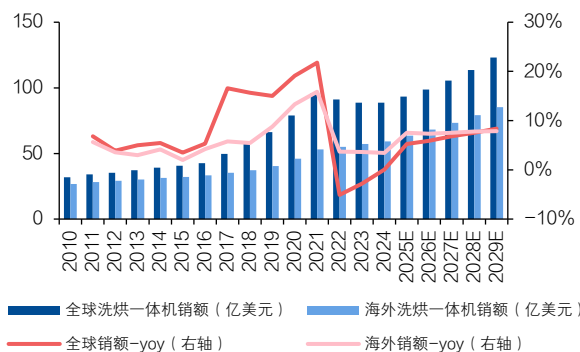
2024 年全球洗烘一体机销额规模达 89 亿美元，海外销额规模为中国 2 倍。

2010-2024 年全球洗烘一体机行业销额由 32 亿美元增长至 89 亿美元，14 年 CAGR 达 7.6%，预计未来 5 年 CAGR 为 6.8%，2029 年全球洗烘一体机销额将达 123 亿美元；行业销量则由 530 万台增至 1162 万台，14 年 CAGR 达 5.8%，预计未来 5 年 CAGR 为 2.8%，2029 年全球洗烘一体机销量将达 1331 万台。

2010-2024 年海外扫地机行业销额由 27 亿美元增长至 59 亿美元，14 年 CAGR 达 5.8%，预计未来 5 年 CAGR 为 7.6%，2029 年全球洗烘一体机销额将达 85 亿美元；行业销量则由 444 万台增至 639 万台，14 年 CAGR 达 2.6%，预计未来 5 年 CAGR 为 1.6%，2029 年海外洗烘一体机销量将达 691 万台。

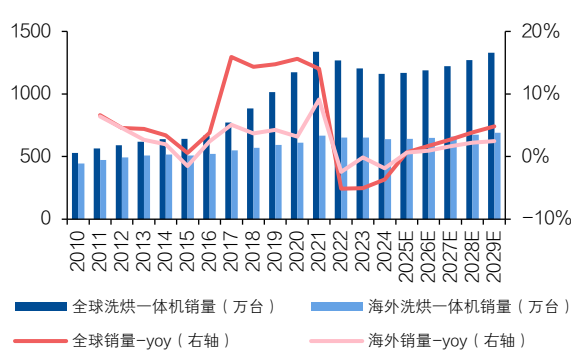
2024 年海外洗烘一体机销额规模为 59 亿美元，是中国市场的 2 倍，海外市场发展空间广阔。

图36、全球洗烘一体机行业销额及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、全球洗烘一体机行业销量及预测



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

3、优势：高效研发+精细管理，铸造竞争优势

3.1、高效研发：深植科技与互联网基因，技术实力雄厚

(1) 创始团队技术背景深厚，公司深植科技基因。公司创始团队核心成员均具备技术背景，创业前在微软、百度等互联网大厂长期从事软件研发和产品研究工作，软件与硬件人才齐全，奠定公司重研发、重产品、重创新的基因，也为公司软件算法和硬件设计能力打下坚实基础。

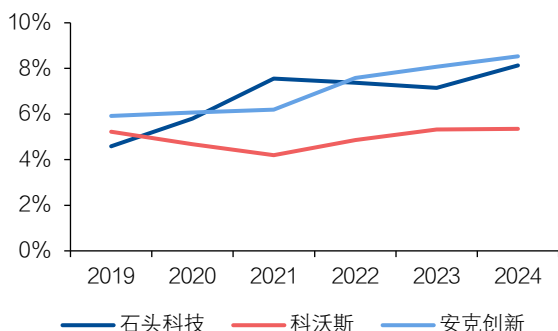
图38、公司早期创始团队拥有深厚的技术背景



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

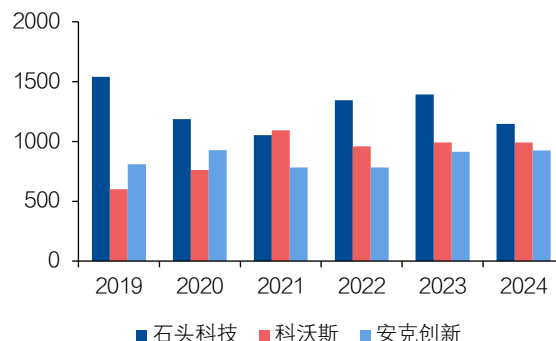
(2) 坚持投入，人效突出，团队稳定。公司重视研发投入，研发费用率位于行业前列，同时公司的研发人员人均创收能力亦高于同行。此外，公司研发人员薪酬水平较好且激励机制完善，团队稳定，为产品持续迭代和开发提供保障。

图39、公司研发投入处于业内前列



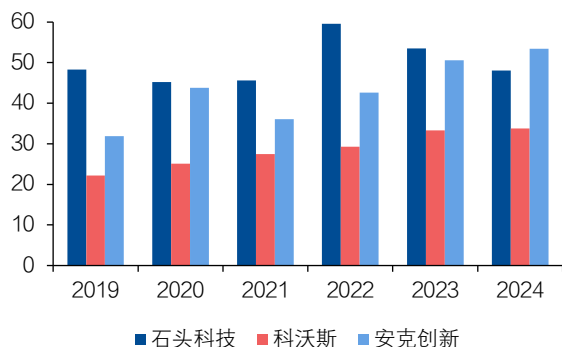
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、公司研发人员人均创收优于同行（万元/人）



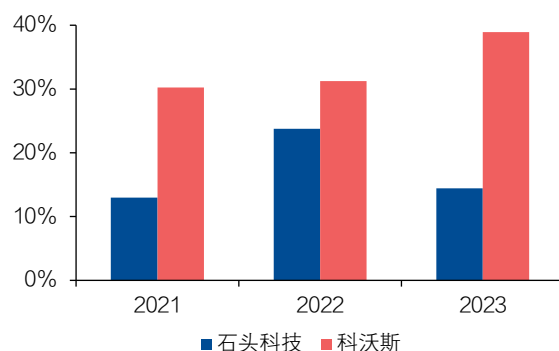
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、公司研发人员人均薪酬（万元）高于同行



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、石头科技与科沃斯人员流失率对比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

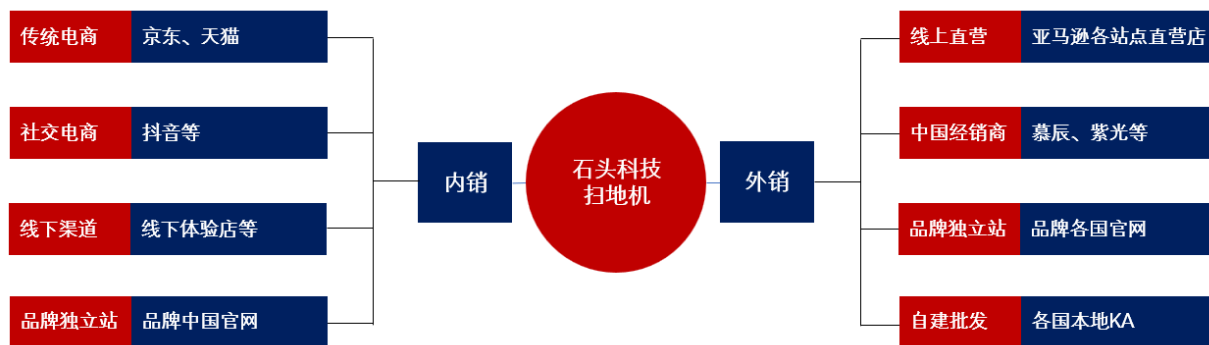
3.2、精细管理：渠道、营销及供应链管理能力突出

（1）渠道管理：政策务实，体系完善。公司坚持灵活务实的渠道运营策略，拥有多元完善的全球渠道体系。

国内渠道方面，公司发展初期背靠小米渠道并逐步发展传统电商渠道，对于社交电商、线下渠道也未激进扩张而是稳步推进，目前形成传统电商占主导，社交电商、线下体验店及官网商场多元发展的国内渠道体系。

海外渠道方面，公司因地制宜拓展渠道，在欧洲市场公司采用先代理后直营、先线下后线上的发展模式，目前形成代理与直营均衡发展的渠道体系；在北美市场公司则采用先线上后线下、直营为主的发展模式，形成以线上亚马逊直营为主、线下 KA 渠道稳步拓展的渠道体系。

图43、公司内外销渠道体系



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

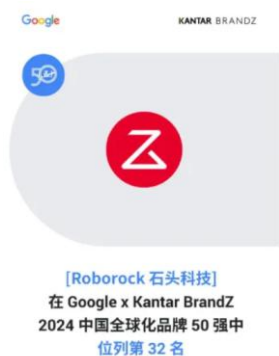
（2）营销管理：营销短板逐步补齐，品牌形象深入人心。

营销投放方面，在发展初期，公司营销方式相对单一，营销投放较低（2019 年公司广告及市场推广仅占收入的 3%）。伴随市场拓展，公司逐步补齐营销短板，一

方面公司营销方式渐趋丰富，如引入明星代言、海外 KOL 合作、社交种草等；另一方面公司营销效率不断提升，如公司销售费用率、销售人员占比优于同行。

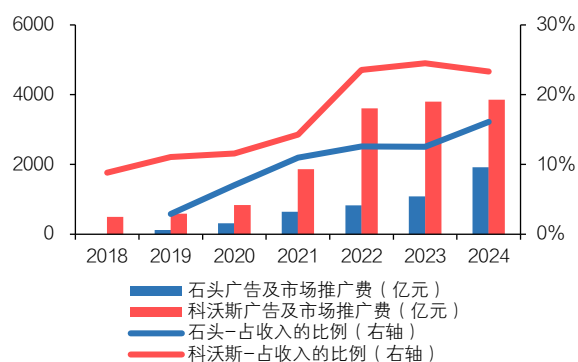
品牌管理方面，公司将品牌建设、创造品牌价值视为长期发展目标，通过差异化的产品营销策略、多元化的营销渠道、优质的客户服务和全面的售后支持，不断扩大品牌触达圈层，并在全球成功建立起扫地机品牌认知。

图44、公司已在全球建立起品牌认知



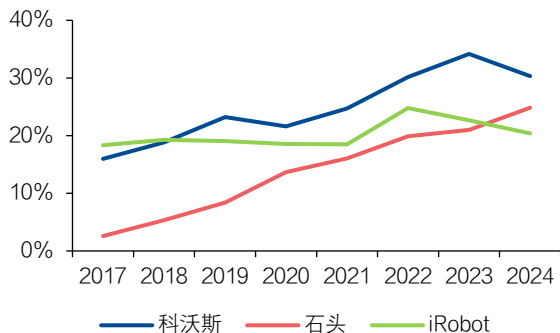
数据来源：腾讯网，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2019年以来公司营销投放加大



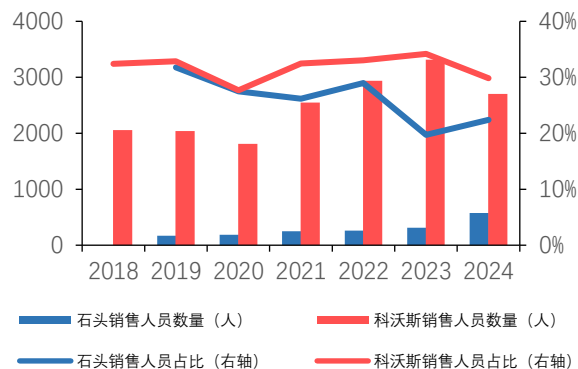
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、公司销售费用率长期优于同行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、公司销售人员占比低于科沃斯



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（3）供应链管理：供应商管理体系完善，研产销一体化经营。

供应商方面，公司已建立起完善的供应商管理体系，涵盖供应商的准入、考核、培训、激励等。2021到2023年公司供应商总数由154家增至213家，其中A类与B类供应商占比由90%提升至95%，供应商质量进一步优化。

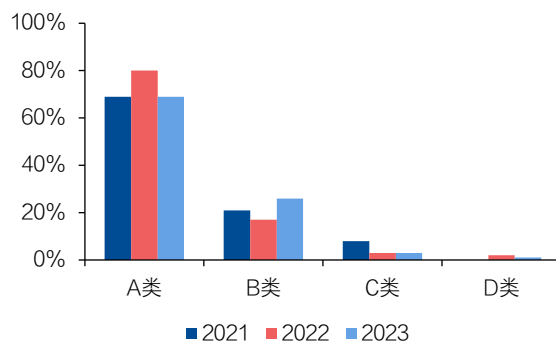
生产方面，2023年之前，公司扫地机产品主要由欣旺达、德赛电池委外生产。23H1公司惠州工厂开始投产，公司生产模式转为自主生产为主、委外加工为辅的模式，实现研产销一体化，公司全流程质量管理体系有力保障产品品质。

图48、公司供应商表现分类分级管理

A类供应商	质量 + 综合表现优异	优秀供应商：新项目优先投放，采购份额的倾斜调整
B类供应商	质量 + 综合表现良好	良好供应商：新项目可以正常投放，老项目采购份额可以正常分配
C类供应商	质量表现一般，生产表现较差	表现一般供应商：尽快组织专项整改，及时完成整改计划的提交和整改进度的总结，采购份额降低调整
D类供应商	质量体系及管控存在严重问题	不合格供应商：禁止投放新项目，采购份额分配转移至最低程度或启动替代，限期整改，如仍为D类，则启动淘汰程序

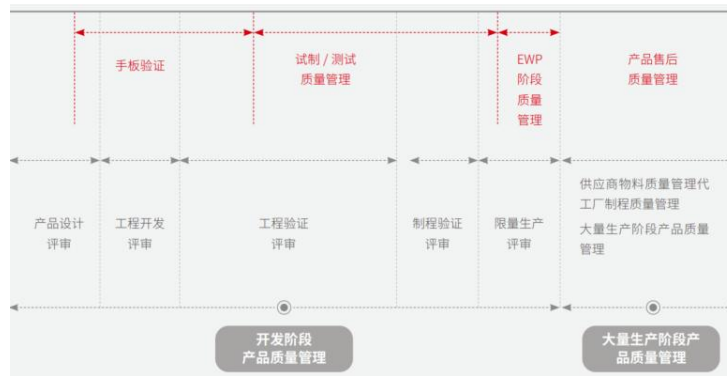
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、2021-2023 年公司供应商质量等级情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、公司建立起全流程质量管理体系



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、变革：战略更为进取，积蓄长期力量

2024 年以来，公司经营转向积极进取，品牌、产品及渠道发生重大调整。

4.1、品牌：拓宽客群，拥抱大众

2024 年公司更新了使命和愿景。公司使命由“用创新简化生活”更新为“让生活更有品质感”，愿景则由“成为一家持续创造全球口碑最好的企业”升级为“成为全球领先的科技家电企业”，体现公司品牌战略的两方面变化：一是由“技术驱动、强调功能、追求参数”转向“用户驱动、强调品质、追求体验”；二是由“口碑领先的全球智能清洁专家”转向“规模领先的全球科技家电企业”。

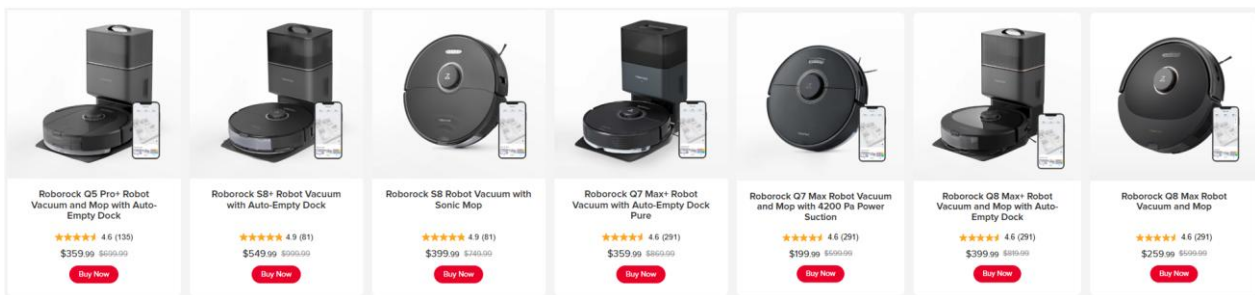
拓宽客群，饱和营销。一方面，24H2 公司产品定位开始由中高端向全价格带布局，拓宽品牌受众，海外扫地机产品首次布局 500 美金以内价格带，发力下沉市场。另一方面，公司进一步加大品牌营销投入，如“扫地机上太空”、“烘干一座城”、“聘请新的形象代言人”等，提升品牌声量。

表3、2024 年公司更新使命和愿景

	使命	愿景
2024 年之前	用创新简化生活	成为一家持续创造全球口碑最好的企业
2024 年	让生活更有品质感	成为全球领先的科技家电企业

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、公司布局 500 美金以下的海外扫地机市场



数据来源：公司美国官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、公司加大营销活动投入



数据来源：公司官网，抖音官方号，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、产品：多元发展，创新争先

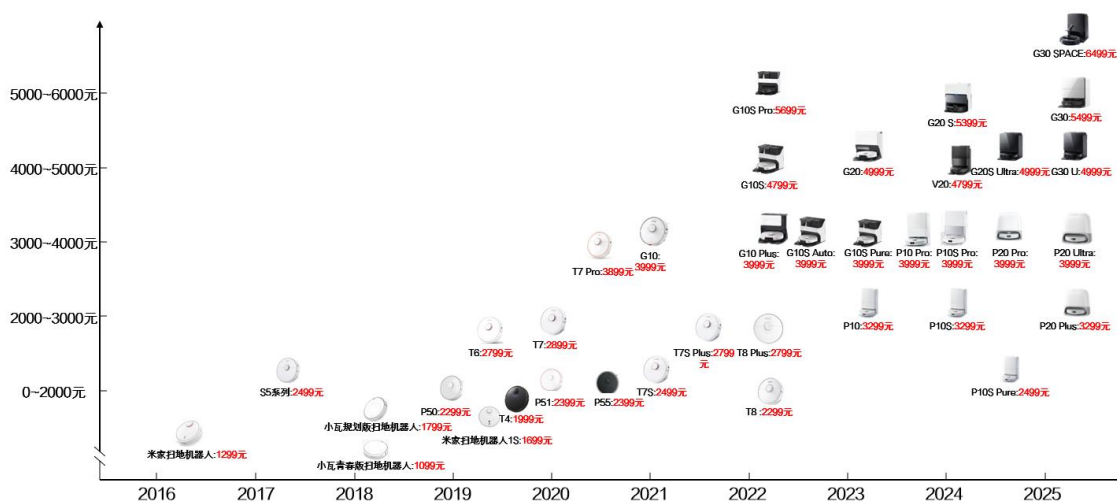
扫地机：全面布局，强调首创。24H2 以来公司推新节奏加快，机型更丰富、价格带更全面，如在海外市场布局 500 美元以下的价格带、国内市场布局 6000 元以上以及 3000 元以下的价格带。此外，24H2 以来公司在技术首创方面也表现得更为积极，如 P20 PRO 首推 4cm 可升降底盘、G30 Space 首推五轴折叠仿生机械手，反映其创新能力的提升及市场洞察的自信。

表4、24Q3 以来公司更强调产品首创

产品创新	自清洁	洗地机器人	全基站	拖布外扩机械臂	升降底盘	仿生机械手
首创品牌	云鲸	晓舞	科沃斯	追觅	石头	石头
首创时点	20Q4	21Q1	21Q3	23Q2	24Q3	25Q1
首创产品	J1	XWOW1	X1 OMNI	X20 PRO PLUS	P20 PRO	G30 Space
石头推出时点	21Q3	尚无	22Q1	23Q3	24Q3	25Q1
石头推出产品	G10	尚无	G10S	P10 PRO	P20 PRO	G30 Space

数据来源：各品牌公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

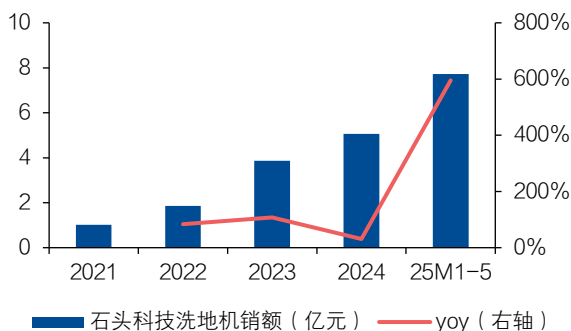
图53、公司扫地机国内产品发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

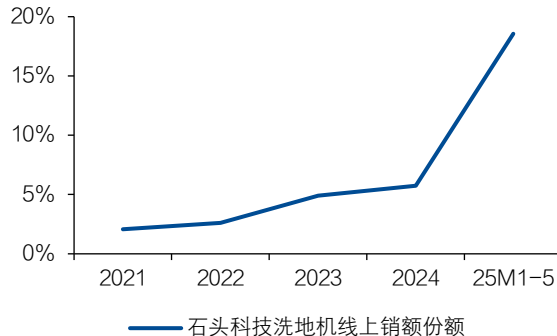
洗地机：加大投入力度，跻身国内第三。2021 年公司首次推出洗地机产品 U10，2022-2023 年公司洗地机业务经营风格相对稳健，行业份额稳步提升。2024 年以来，公司加大对洗地机业务投入力度，在推新数量、规模增长及市场份额均取得长足进步。据 AVC 统计，2025 年 1-5 月公司洗地机国内线上销额同比增长 595.3%，线上销额份额快速提升至 18.56%，位列行业第三。

图54、公司国内洗地机线上销额快速增长



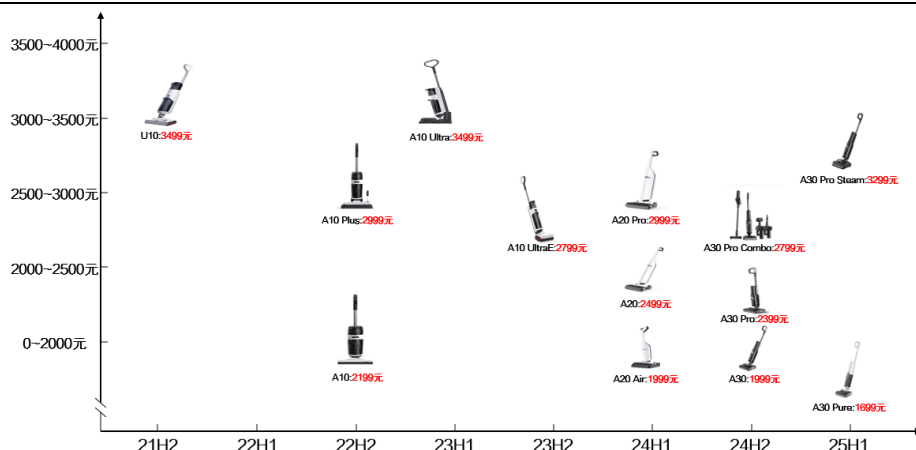
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、公司国内洗地机线上份额快速提升



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

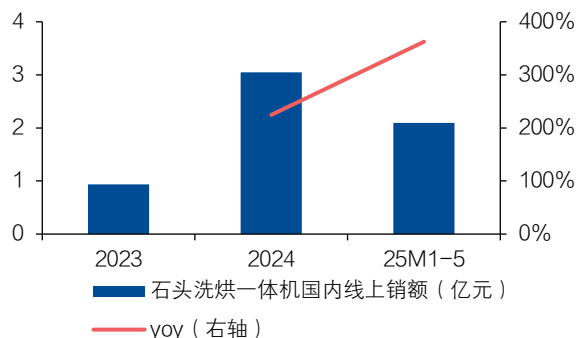
图56、公司洗地机产品发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

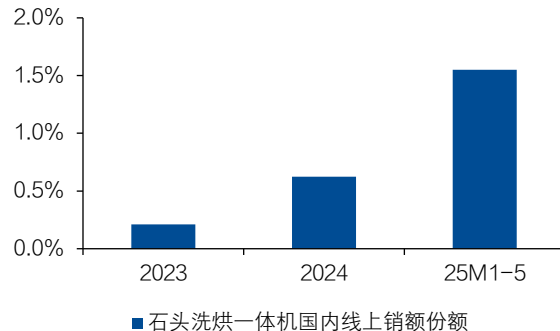
洗烘一体机：初具规模，重新出发。2023 年公司完善洗烘一体机产品矩阵，相继推出洗烘一体机产品 H1、H1 Neo 及迷你洗烘一体机 M1。在组织架构上，2024 年公司成立了清洁电器 BU 和洗衣机 BU 两大事业部，加大洗衣机品类的资源投入，公司预计 2024 年洗衣机研发投入超 4 亿元；在市场开拓上，2024 年公司洗衣机已在德国、瑞士等海外市场陆续开售，加快洗衣机全球化销售进程；在销售成绩上，据 AVC 统计，2023-2024 年石头洗烘一体机销额由 0.9 亿元增长至 3.0 亿元，线上销额份额由 0.2%提升至 0.6%。2025 年 1-5 月公司洗烘一体机线上销额同比增长 362.4%，线上销额份额进一步提升至 1.6%。2025 年公司进一步调整洗烘一体机内部架构，未来有望轻装上阵，重新出发。

图57、公司国内洗烘一体机线上销额及同比



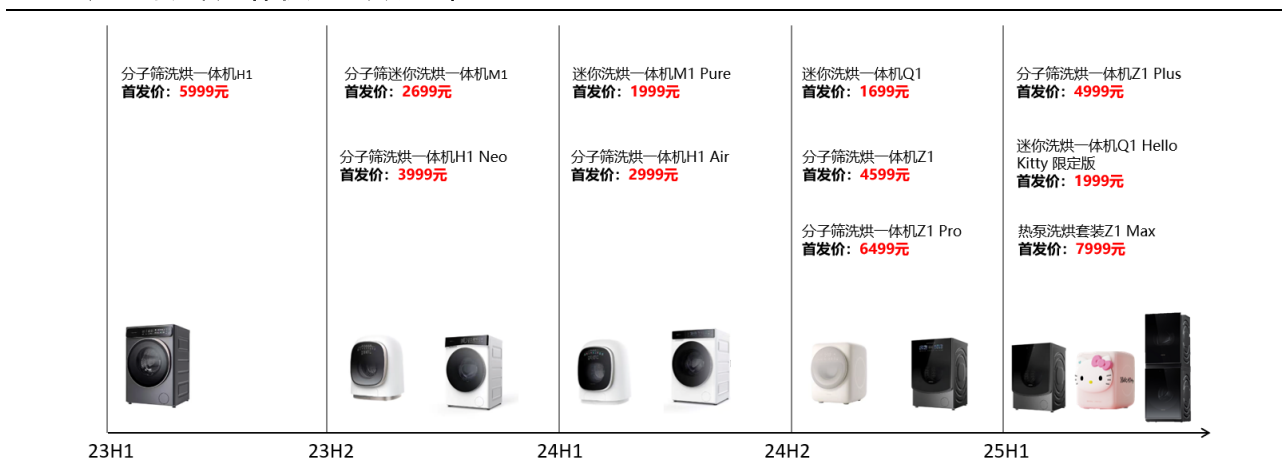
数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、公司国内洗烘一体机线上销额份额



数据来源：AVC，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、公司洗烘一体机产品发展历程



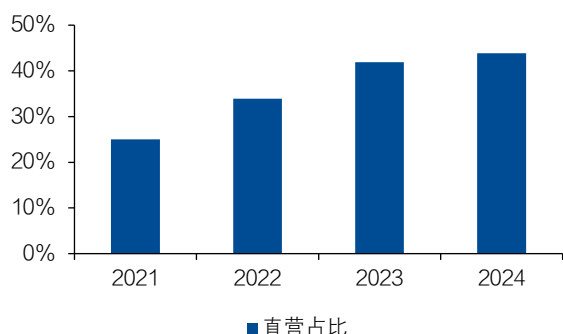
数据来源：公司官网，公司京东官旗，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、渠道：强化直营，完善布局

加快直营转型。公司早期通过经销模式快速打开海外市场，尤其在欧洲地区，公司经销模式长期占据主导地位。伴随欧洲市场竞争加剧，经销模式渠道利润分配复杂、零售价格管控不足、终端信息反馈滞后等问题逐渐加重。2024 年以来，公司加速自营模式转型，在欧洲地区提升亚马逊等线上自营平台占比，取代部分经销商角色。直营占比提升虽然带来了盈利水平的短期波动，但也加强了公司对营销节奏及用户需求的把控，有利于品牌形象的强化及高毛利新品的推广。

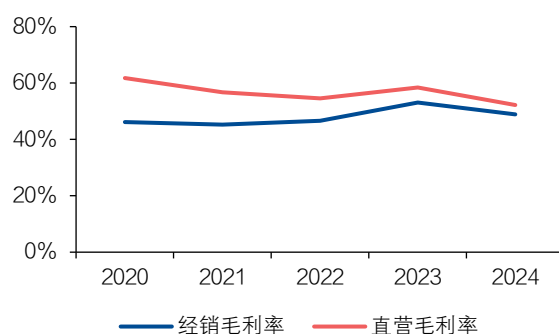
完善渠道布局。截至 2024 年，公司已在美国、英国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国、加拿大等地设立海外公司，在美国 Amazon、Home Depot、Target、Bestbuy、WalMart 等线上平台开设品牌专卖店，并于进驻美国线下实体连锁零售渠道 Target 和 Bestbuy 门店。截至 2024 年，公司产品已覆盖 Target 1398 家门店、Bestbuy 900 家门店，有效提升了品牌形象和市场份额。

图60、公司直营占比持续提升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、公司直营毛利率与经销毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与投资建议

预计 2025-2027 年公司总营收增速分别为 57.7% /27.0% /23.3%，其中内销（不含国代）收入增速为 73.2% /20.7% /19.6%；外销（含国代）收入增速为 49.9% /30.7% /25.2%。

表5、公司业务预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	119.5	188.3	239.2	294.8
YoY(%)	44.3%	57.7%	27.0%	23.3%
内销-不含国代（亿元）	39.9	69.1	83.3	99.6
YoY(%)	63.6%	73.2%	20.7%	19.6%
占比	33.4%	36.7%	34.9%	33.8%
外销-含国代（亿元）	79.6	119.2	155.8	195.1
YoY(%)	36.3%	49.9%	30.7%	25.2%
占比	66.6%	63.3%	65.1%	66.2%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于扫地机格局优化、新业务加速扩张及贸易关税风险释放，公司有望迎来盈利拐点。预计 2025-2027 年公司 EPS 为 6.92 /9.34 /12.44 元，7 月 11 日收盘价对应 PE 为 21.5 /15.9 /11.9X，维持“增持”评级。

表6、可比公司估值水平对比

	2024	2025E	2026E	2027E
石头科技	19.46	21.49	15.91	11.94
科沃斯	33.54	21.86	18.72	15.99
安克创新	24.54	23.76	18.86	15.26
德尔玛	32.48	30.72	27.31	25.11

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司估值采用 Wind 一致预期（截至 2025 年 7 月 11 日）

表7、可比公司 EPS 对比（单位：元）

	2024	2025E	2026E	2027E
石头科技	7.64	6.92	9.34	12.44
科沃斯	1.40	2.66	3.11	3.64
安克创新	3.98	4.83	6.08	7.51
德尔玛	0.31	0.36	0.40	0.44

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期（截至 2025 年 7 月 11 日）

6、风险提示

（1）行业竞争加剧

清洁电器竞争激烈，若行业竞争加剧，可能对公司经营产生不利影响。

（2）新品销售不及预期

扫地机产品周期明显，若新品销售不及预期，可能对公司经营产生不利影响。

（3）国际地缘冲突

公司外销占比较高，若发生国际地缘冲突，可能对公司营收和利润产生冲击。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11752	16591	20442	25188
货币资金	1464	3468	5693	8623
交易性金融资产	4991	5091	5212	5344
应收票据及应收账款	1038	1517	1860	2293
预付款项	98	164	204	249
存货	1490	2459	3073	3671
其他	2671	3894	4400	5009
非流动资产	5732	5333	5419	5506
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	1373	1393	1403	1431
在建工程	0	0	0	0
无形资产	22	24	26	26
商誉	0	0	0	0
其他	4317	3896	3971	4029
资产总计	17485	21925	25861	30693
流动负债	4427	7199	8919	10815
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2825	4687	5666	6746
其他	1603	2512	3254	4068
非流动负债	187	227	267	307
长期借款	0	0	0	0
其他	187	227	267	307
负债合计	4615	7425	9186	11121
股本	185	259	259	259
未分配利润	7504	8862	10675	13089
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	12870	14499	16675	19572
负债及权益合计	17485	21925	25861	30693

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1977	1789	2418	3219
折旧和摊销	162	212	238	265
营运资金的变动	-22	474	186	171
经营活动产生现金流量	1734	2287	2708	3446
资本支出	-293	-228	-236	-241
长期投资	-309	-222	-232	-232
投资活动产生现金流量	-352	-139	-268	-226
债权融资	-190	28	40	40
股权融资	26	0	0	0
融资活动产生现金流量	-800	-160	-214	-290
现金净变动	618	2003	2225	2930

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11945	18831	23916	29476
营业成本	5956	10226	12747	15534
税金及附加	80	94	155	192
销售费用	2967	5100	6409	7841
管理费用	346	474	610	737
研发费用	971	1430	1818	2240
财务费用	-162	-32	-92	-163
投资收益	151	207	203	251
公允价值变动收益	45	0	0	0
信用减值损失	11	0	0	0
资产减值损失	-95	-46	-65	-40
营业利润	2090	2001	2717	3631
营业外收支	7	10	9	7
利润总额	2098	2011	2726	3638
所得税	121	221	308	418
净利润	1977	1789	2418	3219
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1977	1789	2418	3219
EPS(元)	7.64	6.92	9.34	12.44

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	38.0%	57.7%	27.0%	23.3%
营业利润增长率	-9.8%	-4.3%	35.8%	33.6%
归母净利润增长率	-3.6%	-9.5%	35.1%	33.2%
盈利能力				
毛利率	50.1%	45.7%	46.7%	47.3%
归母净利率	16.5%	9.5%	10.1%	10.9%
ROE	15.4%	12.3%	14.5%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	26.4%	33.9%	35.5%	36.2%
流动比率	2.65	2.30	2.29	2.33
速动比率	1.89	1.60	1.63	1.71
营运能力				
资产周转率	75.0%	95.6%	100.1%	104.2%
每股资料(元)				
每股收益	7.64	6.92	9.34	12.44
每股经营现金	6.70	8.84	10.46	13.32
估值比率(倍)				
PE	19.5	21.5	15.9	11.9
PB	3.0	2.7	2.3	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	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 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为石头科技(688169)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn