

石头科技 (688169.SH)

扫地机&洗地机收入持续超市场预期，2025Q3 起盈利能力有望改善

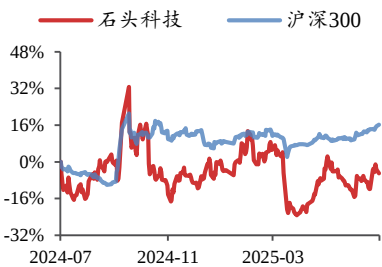
2025 年 07 月 21 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/7/21
当前股价(元)	160.26
一年最高最低(元)	344.44/142.89
总市值(亿元)	415.21
流通市值(亿元)	415.21
总股本(亿股)	2.59
流通股本(亿股)	2.59
近 3 个月换手率(%)	60.76

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2025Q1 收入增长持续超预期，净利率有望见底——公司信息更新报告》
-2025.4.30
- 《2024Q4 收入增长超预期，北美关税预计影响有限——公司信息更新报告》
-2025.4.6
- 《石头洗地机份额快速提升，有望成为第二增长曲线——公司深度报告》
-2025.3.30

吕明（分析师）

陈怡仲（联系人）

lvming@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790123070024

● **2025 全年收入或超市场预期，2025Q3 盈利能力预计改善，维持“买入”评级**
凭借高效运营下的产品力、渠道力以及成本费用管控能力，公司扫地机品类份额实现全球第一。当前海内外收入增长空间仍然广阔，同时新品类持续打造第二增长曲线，我们认为公司有望凭借更积极的策略迎来收入快速增长，同时盈利能力有望见底趋稳、逐步改善。国内外业绩有望逐步回暖，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 20.0/29.2/35.3 亿(原值为 20.0/27.1/35.2 亿)，对应 EPS 为 7.73/11.27/13.61 元，对应 PE 为 21.1/14.5/12.0 倍，维持“买入”评级。

● **收入：扫地机内销提渗透率、海外提份额&拓区域，新品类打造第二曲线**
短期数据看，2025Q2 公司积极策略成效显著、收入增长无忧。内销 2025Q2 线上渠道销额看，扫地机+51%，洗地机+954%，洗衣机+155%。亚马逊：2025Q2 美亚/德亚/法亚销额同比分别+95%/+45%/-7%，份额分别达 21.7%/41.5%/18.0%、分居第一/第一/第二。7 月 Primeday 战报显示，全欧洲、德国、法国、美国、澳洲销售额第一，其中欧洲/北美/意大利/英国/澳洲分别增长 124%/42%/ 300%/240%/ 167%。中长期看，海内外扫地机行业空间广阔。(1) 内销：品类低渗透高价，国补刺激效果较好。公司份额持续提升，推出更宽价格带产品，还拓展了抖音等新渠道。(2) 欧洲：亚马逊渠道收回直营后增长快、有望复制美亚成功，线下渠道北欧份额稳定，德语区恢复高增；拓宽价格带后有西南欧和东欧增量市场。(3) 美国：线上抢占 iRobot 份额，全价格带覆盖吸引新用户；线下渠道进入 Target 和 Best Buy，后续仍在持续进驻其他 KA，2025Q1 线下占比超 10%。(4) 亚太：韩国、土耳其市占率高、友商难攻破，澳洲和中东地区增长快，推出低价格产品可拓展东南亚市场，目前越南和俄罗斯发展较快。此外，新品类有望接棒扫地机、打造第二增长曲线，目前洗地机内销线上 2025Q2 销额份额已达 20.3%（同比 2024Q2 提升 17.1pcts），海外已拓展亚太和东南亚市场，韩国份额第一、俄罗斯市占率从个位数市占率到 14%，将逐步延伸至欧美市场，公司 7 月 Primeday 战报显示洗地机品类北美/欧洲 GMV 同比分别增 661%/122%，持续带来收入增量。

● **净利率：2025Q3 有望在扫地机环比提升、洗地机扭亏、洗衣机减亏下迎改善**
扫地机：2025Q2 净利率预计环比略微改善。一是因为 2025Q1 新品费用、收入错期确认；二是上半年的入门新品定价考虑成本做了降本，替代老品降价覆盖低价格带、提升了利润率；三是中高端机型占比提高。2025Q3 净利率预计开始同比提升。原因主系：(1) 2024Q3 起公司开始进行战略转型，费用投放下盈利能力呈现低基数。(2) 每年 8 月公司会进行大促前推新，历史看基本针对友商产品推出“同质优价、同价高质”产品，今年我们预计公司会针对友商热销的活水洗地产品进行推新，复用已积累的品类教育声量获得更好的利润表现。(3) 费用投放效率更优。**洗地机**：2025Q2 洗地机亏损比例预计减小，可能扭亏为盈，2025Q3 盈利预计在小个位数。一是规模效应显现；二是产品结构升级，高价位段产品占比提高；三是高盈利能力的海外市场发力，除亚太外，2025Q2 已经拓展至欧洲和北美市场。**洗衣机**：此前投入和发展较快，我们预计该品类会逐步优化组织、增质提效，2025Q2 亏损幅度有望收窄，最终在 2025Q3 起实现较大幅度减亏。

● **风险提示**：渠道拓展不及预期、海外需求不振、新品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,654	11,945	20,011	26,011	31,207
YOY(%)	30.5	38.0	67.5	30.0	20.0
归母净利润(百万元)	2,051	1,977	2,002	2,920	3,527
YOY(%)	73.3	-3.6	1.3	45.8	20.8
毛利率(%)	53.9	50.1	48.5	49.0	49.5
净利率(%)	23.7	16.5	10.0	11.2	11.3
ROE(%)	18.0	15.4	13.6	16.6	16.7
EPS(摊薄/元)	7.92	7.63	7.73	11.27	13.61
P/E(倍)	20.6	21.4	21.1	14.5	12.0
P/B(倍)	3.7	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 智能清洁产品：起源于外、壮大于内，增量空间仍广阔	4
1.1、 扫地机：竞争格局有望趋缓，行业增长空间仍然广阔	4
1.1.1、 格局：内销 618 大促竞争趋缓，海外市场预计盈利诉求边际变强	4
1.1.2、 行业增量空间：内销看渗透率提升，外销看结构升级&地区拓展	7
1.2、 洗地机：与扫地机形成功能互补，当前格局仍在洗牌阶段	10
1.2.1、 格局：石头快速提升至第二，与龙头添可接近，预计格局仍在洗牌期	10
1.2.2、 行业增量空间：与扫地机形成功能互补，中期可成长至千亿人民币规模	13
2、 未来看点：收入增长无忧，盈利能力逐渐企稳、预计下半年回升	15
2.1、 扫地机内销：龙头地位持续稳固，有望充分受益行业渗透率提升 β	15
2.1.1、 新品数量更多、价格段更宽、产品力持续引领，大促保持热销	15
2.1.2、 收入优先下，抖音等新兴渠道未来有望成为公司新的增长点	16
2.2、 扫地机外销：开启属国精细化运营后，线下渠道预计加快突破，线上稳固优势	17
2.2.1、 北美市场：美亚市占率提升至第一，线下渠道逐渐进驻更多 KA	18
2.2.2、 欧洲市场：线上渠道有望复制北美成功、线下渠道北欧稳定，德语区恢复高增、拓宽价格带后有西南欧和东欧增量市场	20
2.2.3、 亚太市场：有望复制韩国，完成澳洲、中东和东南亚等其余市场产品结构升级+空白市场入驻	21
2.3、 新品类推新积极、投放增加，有望逐步打造第二增长曲线	22
2.4、 盈利能力：2025Q2 有望见底，下半年低基数下净利润增长值得期待	23
3、 盈利预测与投资建议	25
4、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 2024 年全球智能扫地机器人市场 GMV-CR5 为 73.1%，其中石头销额/销量份额分别为 23.4%/16.7%	4
图 2： 全球前五大智能扫地机市场中，Roborock 品牌按 GMV 及销量计，均跻身智能扫地机器人品牌前三名	4
图 3： 科沃斯大促期间（2024Q2&Q4）费用率同比下降	5
图 4： 科沃斯控费下，扣非净利率有所回升	5
图 5： 2025Q1 海外扫地机龙头 iRobot 净亏损 8727 万美元，去年同期净利润为 860.70 万美元	5
图 6： 2025Q1 iRobot 销售费用 2605 万美元，同比下滑-12.3%	5
图 7： 追觅在大促后（25W25）开始提价，25W28 均价相比 25W20 提升 25%	5
图 8： 2025Q2 石头内销销额市占率达 30.0%、位居第一	6
图 9： 2025Q2 石头德亚销额市占率达 41.5%、位居第一	6
图 10： 2025Q2 石头法亚销额市占率达 18.0%，与 Lefant 基本持平（18.1%）	6
图 11： 2025Q2 石头美亚销额市占率达 21.7%、位居第一	6
图 12： 618 期间京东渠道整体费率有所下降	7
图 13： 618 期间抖音渠道整体费率没有出现大幅提升	7
图 14： 全球智能家庭清洁产品市场规模稳步扩张	8
图 15： 中国内地是全球最大的智能家居清洁产品市场	8
图 16： 全球智能扫地机器人市场规模约 93 亿美元	9
图 17： 全球智能扫地机器人市场规模约 2060 万台	9
图 18： 全球智能扫地机器人的普及率正快速增长，中国扫地机保有量居于较低水平	9
图 19： 从竞争格局看，内销线上市场呈现双寡头格局，但石头的份额正快速提升至第二，行业格局有望得到重塑	10

图 20: 2025M6 洗地机行业 1500-2000、2000-2500、2500-3000 元价格带销量占比分别为 29%/19%/18%.....	10
图 21: 2025M6 石头在 1500-2000 元价位段中的销量市占率达 20.1%.....	10
图 22: 2025M6 石头在 2000-2500 元价位段中的销量市占率达 25.2%.....	11
图 23: 2025M6 石头在 2500-3000 元价位段中的销量市占率达 19.1%.....	11
图 24: 石头在 2-3k 价位段推出了多个高质优价爆品, 产品力引领下自然实现热销.....	11
图 25: A30 Pro Steam 国补后叠加购机红包售价仅 2504 元, 相比竞品产品力十足.....	12
图 26: 公司开启洗地机品类全方面多渠道营销投放.....	13
图 27: 2024 年全球洗地机规模已达 36 亿美元.....	14
图 28: 2024 年全球洗地机规模已达 1050 万台.....	14
图 29: 国内洗地机市场快速扩容, 2024 年销额已达 141 亿元, 出货量 663 万台.....	14
图 30: 从渠道看, 洗地机销售以线上渠道为主, 2024 年销额占比 6 成以上.....	14
图 31: 2025 年以来, 公司进一步加快推新节奏, 618 大促前合计发布 6 款主力新品, 数量最多、价格区间最广.....	16
图 32: 传统电商平台仍为扫地机线上主战场.....	17
图 33: 近年来抖音渠道实现快速增长.....	17
图 34: 石头科技在传统电商渠道(天猫+京东)市占率逐步提升至与科沃斯相当.....	17
图 35: 石头科技在抖音渠道有望凭借更年轻的运营打法, 复制传统渠道成功.....	17
图 36: 美亚市场 300-500、300-销额占比有所提升.....	18
图 37: 石头逐渐站稳美亚线上渠道.....	18
图 38: 北美吸尘器品类销售渠道主要在线下, 2024 年销量占比达 60%.....	19
图 39: 2025Q2 石头德亚销额市占率达 41.5%、位居第一.....	20
图 40: 2025Q2 石头法亚销额市占率达 18.0%, 与 Lefant 基本持平(18.1%).....	20
图 41: 2024 年西欧吸尘器品类线下销量占比达 65%.....	21
图 42: 2024 年东欧吸尘器品类线下销量占比达 52%.....	21
图 43: 石头科技扫地机器人销额已实现全球第一.....	22
图 44: 石头连续三年成为中国扫地机/洗地机行业顾客推荐度指数最高的品牌.....	22
图 45: 更积极的产品策略下, A30 系列产品矩阵得到持续扩充.....	23
图 46: 2025 年 3-5 月公司陆续推出新品, 实现低、中、高端价格带全面更新迭代, 预计正向拉动毛利率.....	24
图 47: 复盘历史, 公司同质优价推新策略持续奏效, 份额端持续提升.....	24
表 1: 亚马逊会员日数据奠定三季度海外市场增长基础.....	18
表 2: 石头 2025 年 5 月在 Bestbuy 渠道入驻了高端品 S8 MaxV Ultra, 售价 1499.99 美元.....	19

1、智能清洁产品：起源于外、壮大于内，增量空间仍广阔

1.1、扫地机：竞争格局有望趋缓，行业增长空间仍然广阔

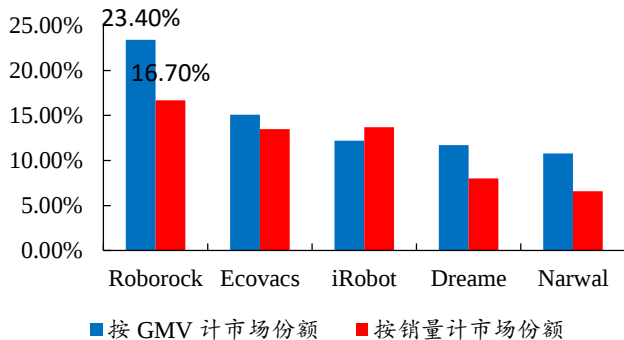
1.1.1、格局：内销 618 大促竞争趋缓，海外市场预计盈利诉求边际变强

全球智能扫地机器人市场集中度相对较高，石头位居第一。根据灼识咨询，2024 年按 GMV 和销量统计，五大品牌的智能扫地机器人产品合计市场份额分别为 73.1% 和 61.5%。其中，Roborock 品牌 2024 年按 GMV 计市场份额为 23.4%，按销量计为 16.6%，在全球智能扫地机器人行业中位居全球第一。

在全球前五大智能扫地机器人市场中，Roborock 品牌按 GMV 及销量计，均跻身智能扫地机器人品牌前三名。根据灼识咨询的数据，2024 年，Roborock 品牌是韩国销量排名第一的智能扫地机器人品牌，按 GMV 计市场占有率为 31.1%，按销量计为 25.6%；在韩国 100 万韩元以上价位的市场中，其按 GMV 计的市场占有率约为 40%。同年，该品牌在美国市场按 GMV 计位列行业第二，市场占有率为 17.6%，按销量计排名第三，市场占有率为 10.5%；且在美国定价 800 美元以上的细分市场中，按 GMV 计的市场占有率超 50%。

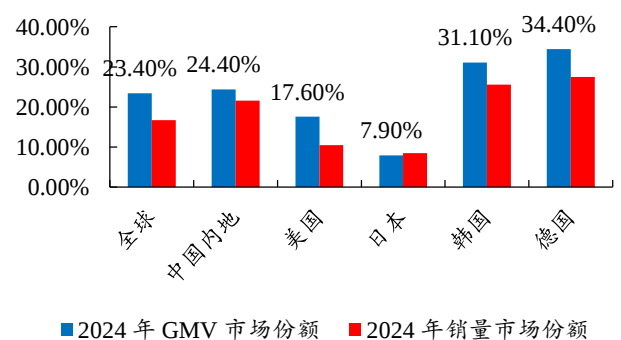
近期石头披露 7 月亚马逊会员日数据，全欧洲、德国、法国、美国、澳洲销售额第一，欧洲增长达 124%，北美增长 42%，意大利增长 300%，英国增长 240%，澳洲增长 167%；此外在其他渠道方面，欧洲独立站增长 520%，北美增长 65%，北美线下渠道增长 57%，北欧线下渠道夏季促销同比增速 97%。去年 8 月在德国被恶意诉讼、德国亚马逊产品有下架情况，我们预计 8 月欧洲低基数下增速更高。

图1：2024 年全球智能扫地机器人市场 GMV-CR5 为 73.1%，其中石头销额/销量份额分别为 23.4%/16.7%



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图2：全球前五大智能扫地机市场中，Roborock 品牌按 GMV 及销量计，均跻身智能扫地机器人品牌前三名



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

我们认为当前行业竞争态势已经趋缓，行业龙头利润率回稳可期。

iRobot 延续亏损、销售投入持续下降。根据公司公告，2025Q1 海外扫地机龙头 iRobot 净亏损 8727 万美元(同期盈利 860.70 万美元)，销售费用 2605 万美元(-12.3%)。

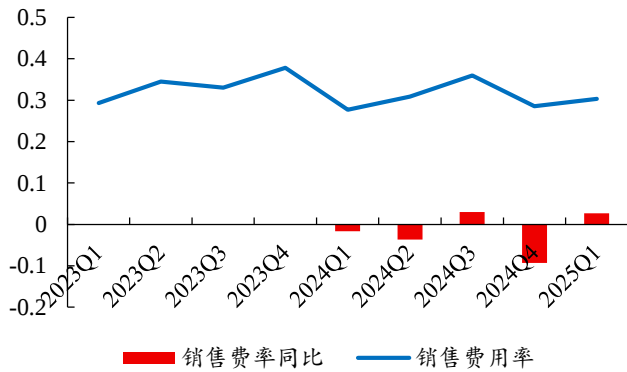
科沃斯发布业绩预告，利润端逐渐企稳。2025Q2 收入增速 40%，其中科沃斯品牌增 60%。我们认为主系：(1) 受益国补，扫地机内销 2025Q1/Q2 线上渠道零售额同比分别+63%/+36%，洗地机两个季度均超 40%。(2) 追觅和云鲸费用投放较少，618 期间其费用投放比例低于石头和科沃斯。同时在利润端看，预计 2025Q2 归母净利润为 4.85-5.15 亿元 (+55.93%~+65.57%)，预计主系 (1) 科沃斯开始降本控费，大促期间 (2024Q2&2024Q4) 销售费用率呈现同比下降，对应期间的扣非净利率同

布回归正向提升；(2) 新品活水洗地机器人毛利率高于 2024 年同期产品。

追觅 2024 年起开始减少内销费用投放、重心转向外销。内销销售投放减少下份额逐渐降低，且近期高盈利目标牵引下预计投放也会趋缓，内销均价已有所提升。

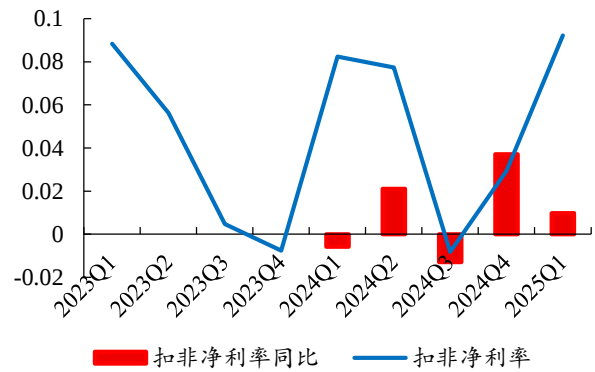
综上，除石头外行业其余友商投放已逐渐趋缓，预计会更加追求经营质量。

图3：科沃斯大促期间（2024Q2&Q4）费用率同比下降



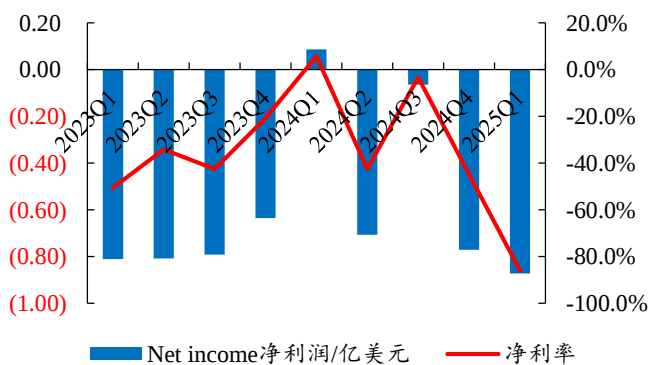
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：科沃斯控费下，扣非净利率有所回升



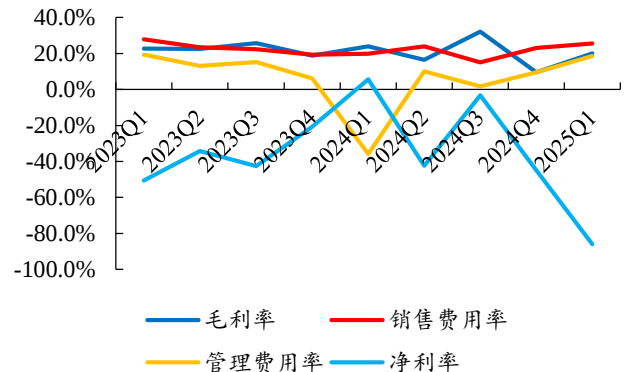
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025Q1 海外扫地机龙头 iRobot 净亏损 8727 万美元，去年同期净利润为 860.70 万美元



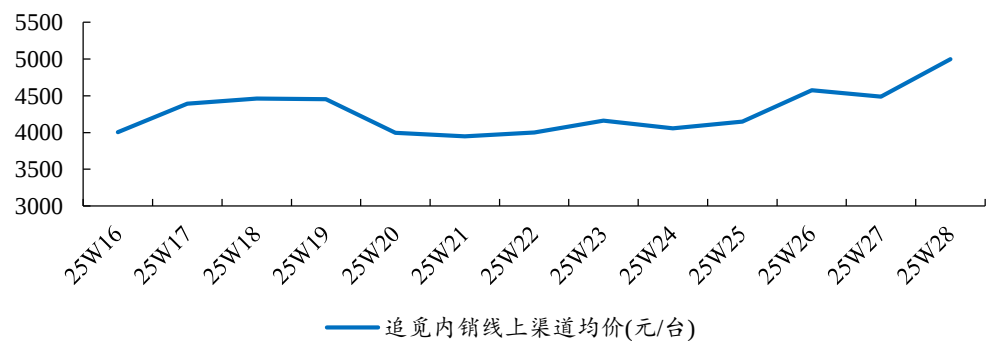
数据来源：iRobot 官网、开源证券研究所

图6：2025Q1 iRobot 销售费用 2605 万美元，同比下滑 -12.3%



数据来源：iRobot 官网、开源证券研究所

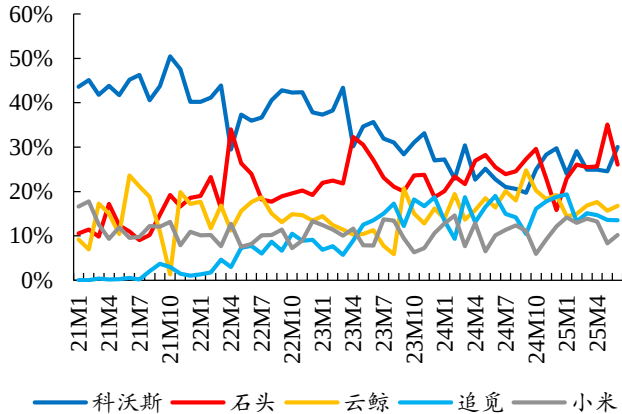
图7：追觅在大促后（25W25）开始提价，25W28 均价相比 25W20 提升 25%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

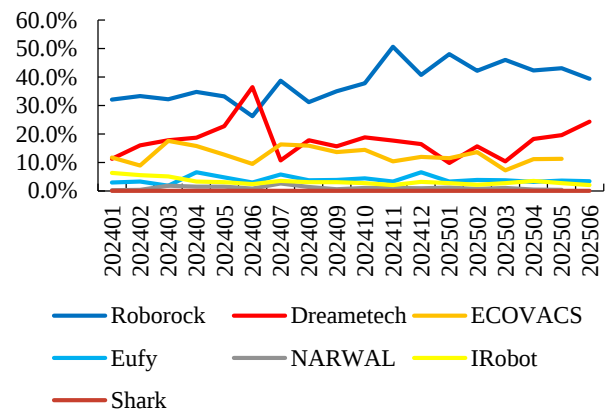
2024H2 起，石头采取了更加积极的产品和销售策略，不仅大幅加快推新速度，也持续加大营销投放和品牌宣传，扫地机份额增长显著。2025Q2 内销、美亚、德亚多个地区份额位居第一，法亚与 Lefant 基本持平，战略转变带来显著成效。

图8：2025Q2 石头内销销额市占率达 30.0%、位居第一



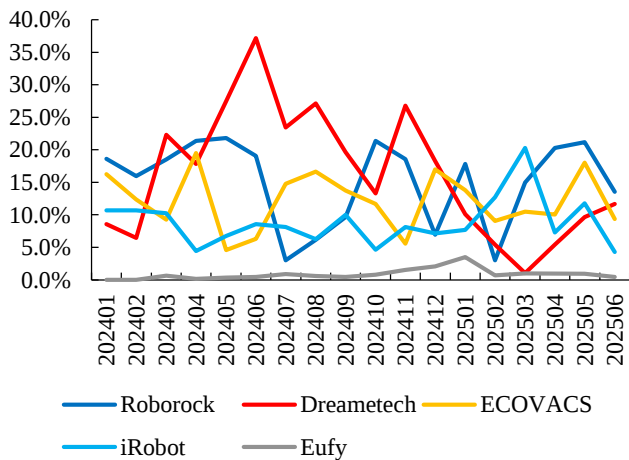
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图9：2025Q2 石头德亚销额市占率达 41.5%、位居第一



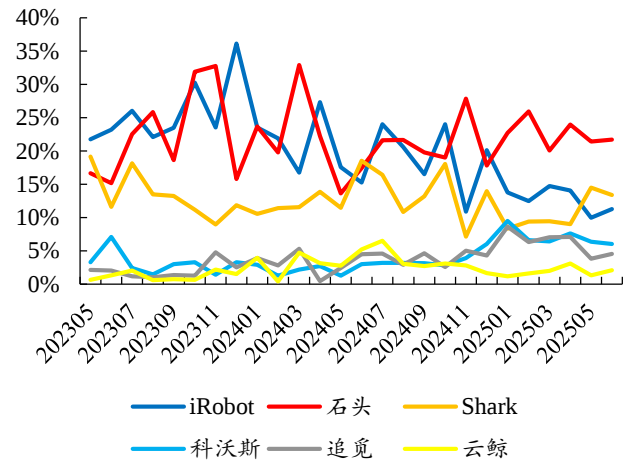
数据来源：久谦、开源证券研究所

图10：2025Q2 石头法亚销额市占率达 18.0%，与 Lefant 基本持平（18.1%）



数据来源：久谦、开源证券研究所

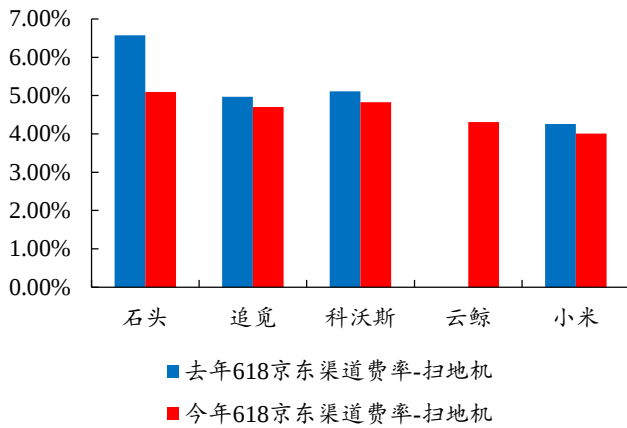
图11：2025Q2 石头美亚销额市占率达 21.7%、位居第一



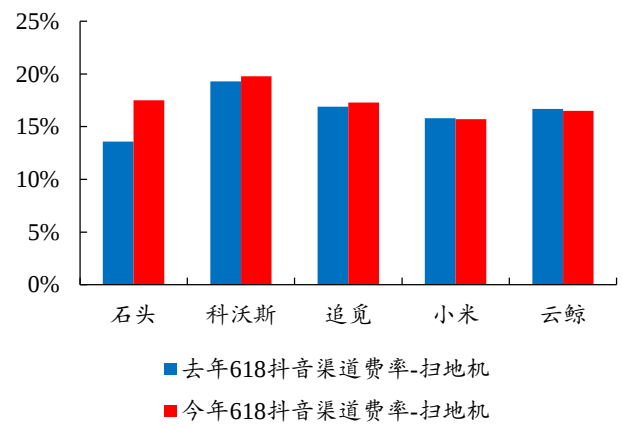
数据来源：久谦、开源证券研究所

当前市场对于扫地机内外销的成长性分歧不大，但对短期的竞争格局有一定担忧，我们认为当前时点看，龙头企业的利润诉求会更强，随着内销竞争逐渐趋缓、同时中国品牌在格局更加分散的海外市场继续拓区域、拓价格带，有望形成差异化竞争，盈利能力企稳可期。

从内销看，当前主流厂商采取的技术方案出现差异化发展趋势（滚筒、履带、机械手臂），行业创新并未停歇，预计单一成熟方案的低效内卷现象会逐渐减少。从内销 618 全周期数据来看，京东渠道费率整体呈现下降态势，抖音这样的新兴渠道略有增加但整体趋于稳定，内销主要竞争参与者为上市公司，618 期间竞争已逐渐趋缓，我们判断盈利诉求下，下半年竞争将趋缓。

图12：618期间京东渠道整体费率有所下降


数据来源：京东商智、开源证券研究所

图13：618期间抖音渠道整体费率没有出现大幅提升


数据来源：巨量、开源证券研究所

我们预计中国品牌会更多将竞争重心放在盈利水平更高、格局更加分散、需求更加多元的海外市场。当前石头主要竞争对手追觅已逐渐施行高盈利牵引目标，我们预计行业将回到更加多元和良性的竞争环境中，竞争烈度可控、公司盈利水平企稳可期。

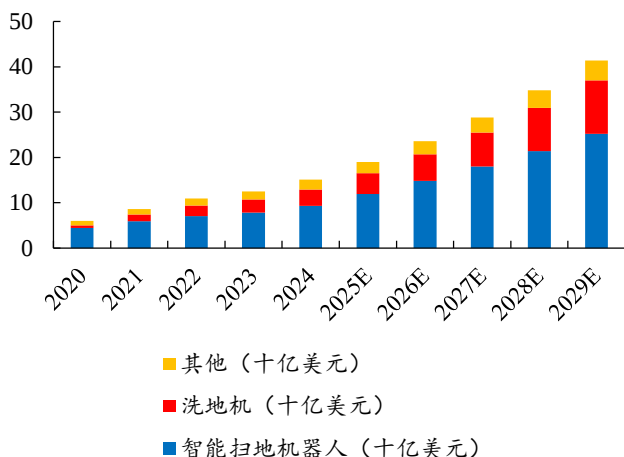
1.1.2、行业增量空间：内销看渗透率提升，外销看结构升级&地区拓展

全球家庭清洁产品市场规模稳步扩张，智能产品占比逐渐提升。按灼识咨询统计，2020年GMV计全球家庭清洁产品市场规模为1055亿美元，2024年增长至1221亿美元，复合增长率达3.7%；预计到2029年，市场规模将进一步增至1620亿美元，2024-2029年复合增长率为5.8%。

从细分的智能家庭清洁产品（包含扫地机、洗地机等）看，市场近千亿人民币规模，仍有较高成长性。2020年智能清洁产品全球市场规模（按GMV计）为60亿美元，2024年达到151亿美元，复合增长率为25.8%；预计2029年将增长至414亿美元，2024-2029年复合增长率为22.4%。受消费者对智能清洁解决方案偏好增强的驱动，智能家居清洁产品的市场份额占比持续提升，从2020年的5.7%增长至2024年的12.3%，预计2029年将达到25.5%。

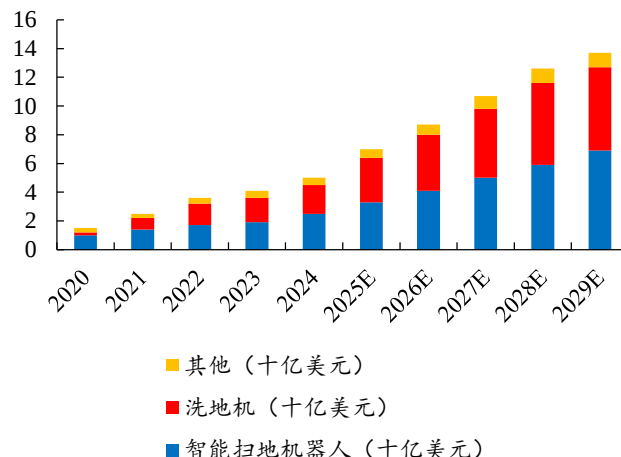
2024年，中国内地是全球最大的智能家居清洁产品市场。按GMV统计，中国内地智能家用清洁产品市场规模从2020年的14亿美元增长至2024年的50亿美元，复合增长率为36.6%；预计2029年将进一步增长至137亿美元，2024-2029年复合增长率为22.5%。在国内整体家居清洁产品市场中，智能家居清洁产品的市场占比从2020年的8.1%提升至2024年的23.0%，预计2029年将增至42.4%。

图14：全球智能家庭清洁产品市场规模稳步扩张



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图15：中国内地是全球最大的智能家居清洁产品市场



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

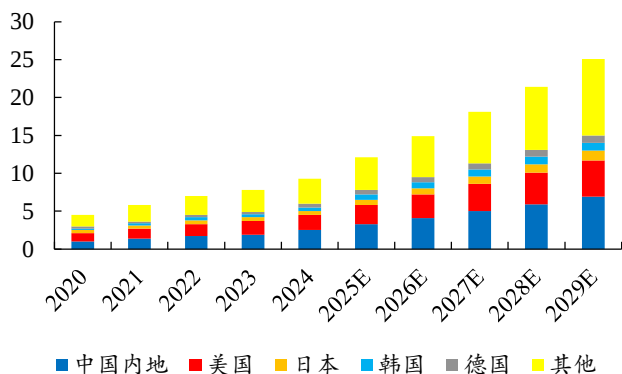
从主要品类看，全球智能扫地机器人市场规模约 93 亿美元，前五大市场分别为中国内地、美国、日本、韩国及德国。

按 GMV 统计，全球智能扫地机器人市场规模从 2020 年的 44 亿美元增长至 2024 年的 93 亿美元，复合增长率为 20.6%；预计 2029 年将达到 252 亿美元，2024-2029 年复合增长率为 22.0%。从销量来看，全球智能扫地机器人销量从 2020 年的 1430 万台增长至 2024 年的 2060 万台，复合增长率为 9.6%；预计 2029 年将增至 4320 万台，2024-2029 年复合增长率为 15.9%。

从市场规模来看，2024 年智能扫地机器人的五大市场分别为中国内地、美国、日本、韩国及德国，各市场 GMV 占全球比重分别达 27%/22%/5%/5%/5%。从各市场特点看：

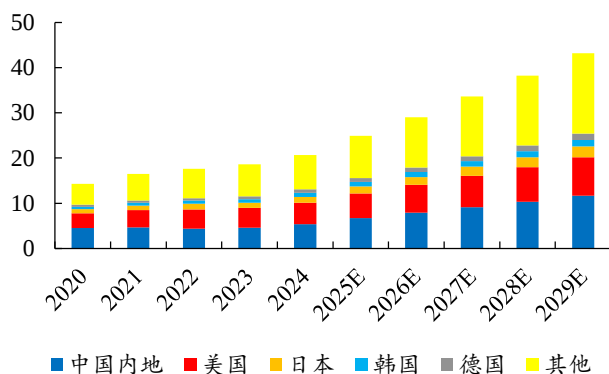
(1) 中国内地：作为全球最大的智能扫地机器人市场，国内消费者对具备全自动操作、强劲清洁能力及流畅用户体验的新型号偏好度不断提升。在快速的产品创新与迭代驱动下，市场竞争较为激烈。**(2) 美国：**市场呈现出较高的本土品牌忠诚度，消费者在购买时优先考量产品的易用性、可靠性以及与更广泛智能家居生态系统的兼容性。**(3) 日本：**对产品品质敏感度高，由于家庭居住面积较小，紧凑型设计和低噪音性能的产品更受青睐，品牌信任度和本地化使用体验是开拓该市场的关键。**(4) 韩国：**消费者倾向于选择高端、高规格的电子产品，产品品质、创新设计、性能稳定性、高标准要求及本地化售后服务是影响购买决策的主要因素。**(5) 德国：**市场注重产品品质与可靠性，随着消费者对高规格、高价值品牌的关注度上升，市场竞争焦点已转向用户体验，自动化水平、清洁精准度及智能家居整合能力等。

图16：全球智能扫地机器人市场规模约 93 亿美元



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

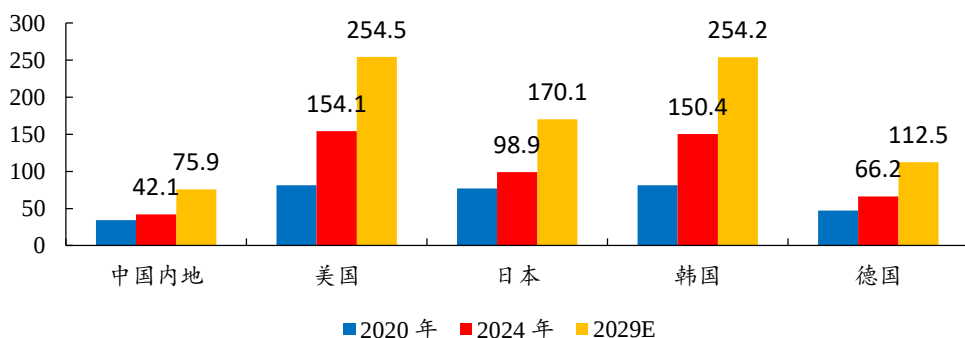
图17：全球智能扫地机器人市场规模约 2060 万台



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

全球智能扫地机器人的普及率正快速增长。在上述五大市场中，除中国内地外的其他四个市场，因智能扫地机器人进入时间较早、消费者教育周期更长，市场普及程度更高，家庭渗透率也相对较高，例如美国和韩国 2024 年百户保有量分别为 15.4/15.0 台。中国内地的智能扫地机器人尚处于普及初期，家庭渗透率较低，2024 年百户保有量仅为 4.2 台，2029 年有望达到 7.6 台，增长空间较大。

图18：全球智能扫地机器人的普及率正快速增长，中国扫地机保有量居于较低水平



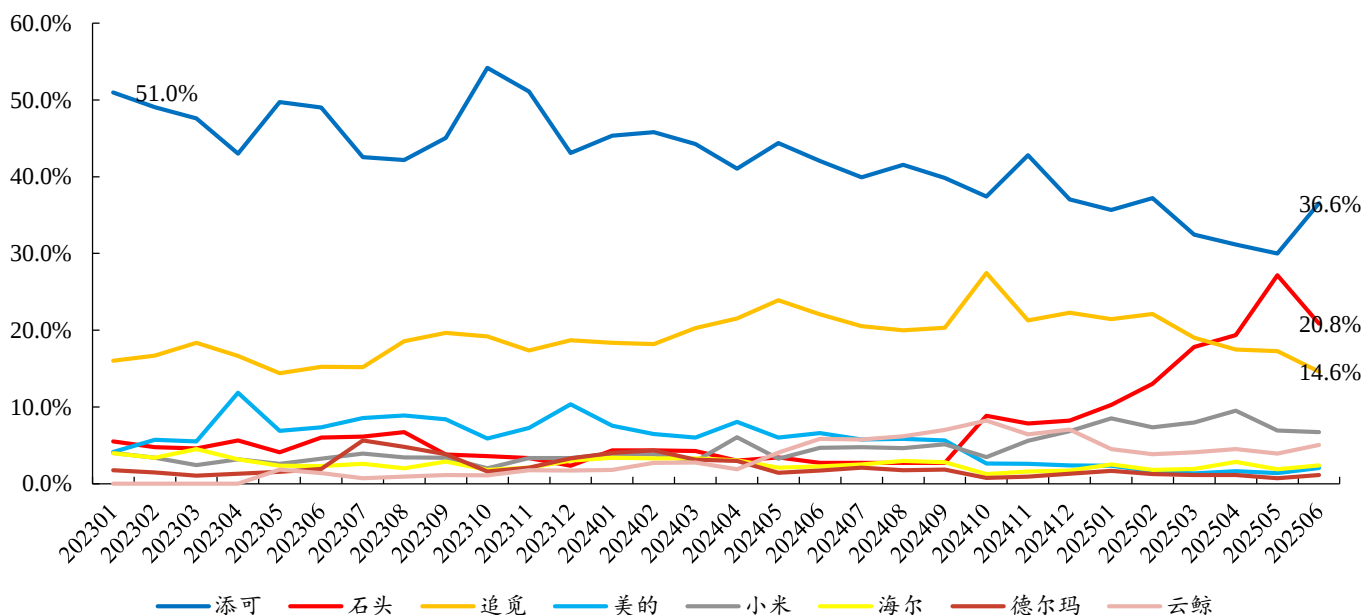
数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

1.2、洗地机：与扫地机形成功能互补，当前格局仍在洗牌阶段

1.2.1、格局：石头快速提升至第二，与龙头添可接近，预计格局仍在洗牌期

从竞争格局看，内销线上市场呈现双寡头格局，但石头的份额正快速提升，当前升至第二，行业格局有望得到重塑。2025 年 6 月数据看，内销线上渠道中科沃斯品牌销额份额为 36.6%，石头品牌洗地机份额已提升至 20.8%，位居第二。

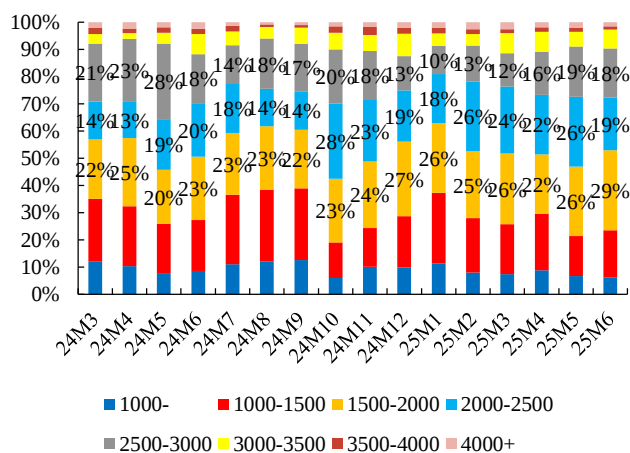
图19：从竞争格局看，内销线上市场呈现双寡头格局，但石头的份额正快速提升至第二，行业格局有望得到重塑



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

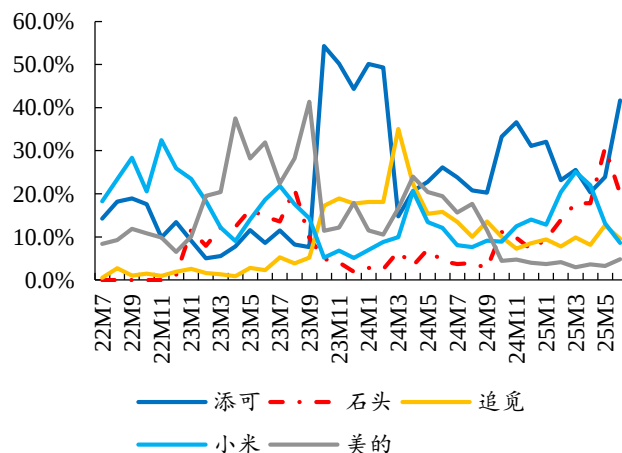
从价格带看，洗地机行业的销售结构正逐渐由 1500-/2500+ 的 K 型分化向 1500-2500 元性价比价位段集中，当前石头在 1500-2000、2000-2500、2500-3000 元三个价位段中均实现了较好突破，2025M5 销量市占率分别达 20.1%/25.2%/19.1%，分列行业第二/第二/第三。

图20：2025M6 洗地机行业 1500-2000、2000-2500、2500-3000 元价格带销量占比分别为 29%/19%/18%



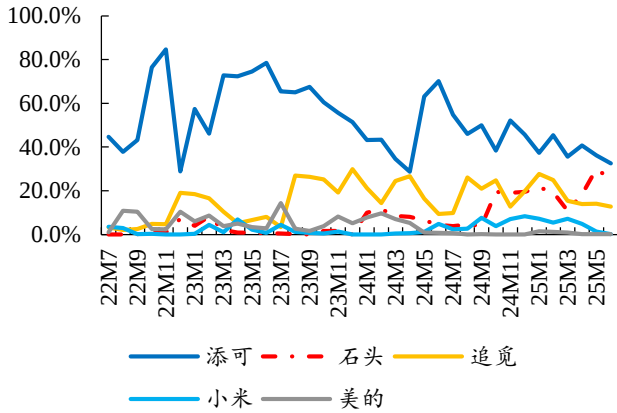
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图21：2025M6 石头在 1500-2000 元价位段中的销量市占率达 20.1%



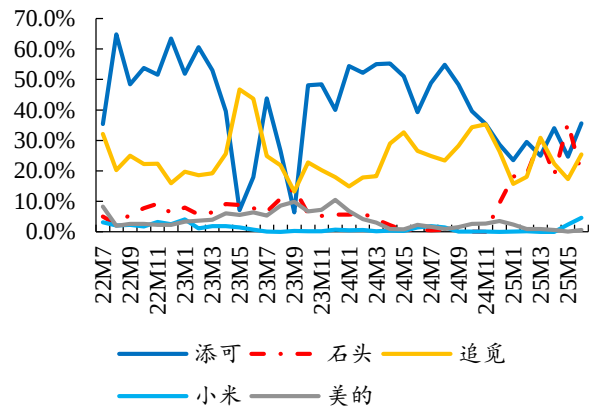
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：2025M6 石头在 2000-2500 元价位段中的销量市占率达 25.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图23：2025M6 石头在 2500-3000 元价位段中的销量市占率达 19.1%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

我们认为石头在 2-3k 元价位段推出了多个高质优价爆品，产品力引领下自然实现热销。以 A30 Pro Combo 为例，在与 2000-2500 价位段各竞品对比下，在吸力、电助力、平躺和防缠毛等基本功能标配的情况下，增加了友商高端机型才会配备的热水洗地功能，同时躺平高度最低，也支持拆卸为独立吸尘器，真正实现了同价优质、同质优价。

图24：石头在 2-3k 价位段推出了多个高质优价爆品，产品力引领下自然实现热销

2025M2新品对比-A30 Pro Combo					
型号/品牌	石头 A30 Pro Combo	云鲸 S2 Island	UWANT DX200	追觅 T40 Ultra	添可芙万 Stretch Combo
售价（国补后）	2379	2124	2549	2464	2541
吸力	20000Pa	20000Pa	20000Pa	20000Pa	18000Pa
热水洗地	热水洗地	无	无	无	无
滚筒自清洁	内外双向自清洁	70℃热水正反洗	2 遍 100℃ 真热水浸泡洗	100℃火山湖浸泡洗	75℃高温自清洁
滚筒烘干功能	90℃高温除菌5min速烘，静音烘	90℃双面接触式烘干	75℃ 熨吹双重烘干	5 分钟静音恒温烘干（需连接 APP 设置），75℃热风烘干	85℃-5分钟烘干
除菌抑菌	银离子抗菌	全链路风干，银离子除菌率 99.9%	实时电解水，99.99% 除菌除病毒	99.9999% 浸泡洗除菌，99.9999% 浸泡洗除病毒，热风烘除菌，99.99% 长启电解水除病毒	85℃高能除菌+实时电解水除菌，除菌率高达 99.99%，卫生健康一举两得。
躺平功能	12.5cm躺平	15cm-180°躺平	13.5cm 超薄躺平高度	14cm-180°躺平清洁	13cm躺平洗地
贴边情况	全向贴边	三侧 0 贴边	D 字垂直，三方位 0mm 沿边清洁	灵捕 AI 机械臂，三侧 0 贴边除污，0 水渍刮条	全向贴边设计
续航时间	40min	60min，覆盖 400m²	50min	洗地【安静模式】46 分钟	洗地续航 40min
智能功能	智能互联、智能投放清洁剂	智能投放清洁剂、智能姿态检测 2.0、蓝光脏污检测 2.0、屏显脏污风暴环 2.0	/	脏污感应（灯带）、智能语音+智能屏显、智能/强力/吸水/自定义/安静模式	无
助力类型	AI 智驾双向助力	向前单助力	0 重力手柄，手柄可灵活调整	自巡航 AI 双向助力	人机工程灵动双向助力
水箱容量	清水箱 740ml，污水箱 720ml	固液分离污水箱	/	780ml/700mL	清水箱 800ml，污水箱 720ml
能否拆卸为独立吸尘器	是	否	否	否	是
防缠绕	双重鲨齿 0 缠毛	机身双层交错梳齿刮条，实时防缠；mini 剪刀手，长短毛发不成团，不打结	恒压齿梳刮条	首创 Y 型 PPA 刮毛齿刃，1000 根 50cm 长发也 0 缠	前置捕获 0 缠毛系统

资料来源：京东网、开源证券研究所

从新发布的 A30 Pro Steam 以及 A30 Pure 看，公司进一步扩充了价格带，并且在各价位段都有较强的产品力。

高价位段中，新发布的 A30 Pro Steam 定价 3299，相比定价 2799 的 A30 Pro Combo 继续提升 500 元，国补后叠加购机红包售价仅 2504 元，继续巩固 2500-3000 价位段。新品新增蒸汽拖地模式，且下放了热水洗地功能，同时平躺厚度最薄、续航时间最长，产品竞争力十足。

低价位段中，公司推出了定价 1699 元的 A30 Pure，相比 A30 定价下降 300 元，国补后到手价 1444 元，在 1000-1500 价位段中拥有 18000Pa 大吸力、电助力、12.5cm 超薄躺平功能、以及 3 向全侧贴边，相比友商具有一定产品竞争力。

我们认为从产品力看，公司洗地机品类已形成差异化竞争力，有望在更积极的营销策略下取得进一步发展。

图25：A30 Pro Steam 国补后叠加购机红包售价仅 2504 元，相比竞品产品力十足

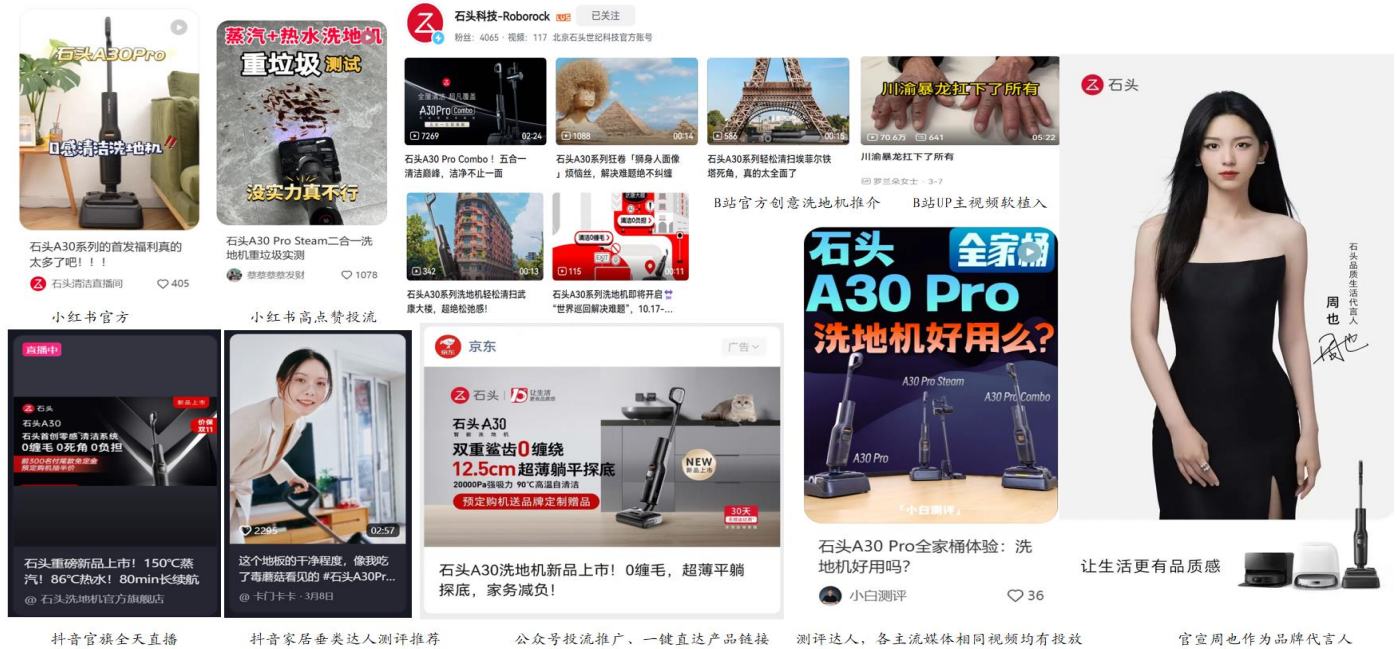
2025M2新品对比-A30 Pro Steam				
对比维度		石头 A30 Pro Steam	添可芙万 MasterPro 艺术家大师系列	追觅 T40 Ultra
价格	晒新机+国补后到手价	2504元	2356 元	2464 元
清洁性能	吸力	22000Pa 吸力，1 分钟擦地 450 次	大吸力：18000Pa，搭配敞口短直风道	20000Pa 大吸力，高频次仿人手擦地，超强对地压力（21.98N）仿人手擦地
	蒸汽洗地	蒸汽模式：150°C 蒸汽风暴，2000mg/min 大蒸汽量，获健康清洁认证	无	无
	热水洗地	热水模式：86°C 高温活水，32 孔热水均匀覆盖滚刷	无，仅恒压活水洗地，洁净不留痕	无
	除菌管理	银离子除菌	双重控水科技，实时电解水	实时电解水，99.99% 除菌除病毒
	水渍处理	五重水渍精控系统	0 水渍：柔性仿生鳍严控水渍	AI 下压、0 水渍
	滚筒自清洁	150°C 蒸汽 & 86°C 热水双,95°C 航天聚风舱烘干	85°C 高能除菌，5min 速干	100°C 火山湖浸泡洗，全能清洁，99.9999% 除病毒 5 分钟静音恒温烘干，75°C 热流除菌
	智能投放	清洁液智能投放，至高 5 倍去油污	无	智能投放
续航能力		轻拖水电续航：80min	水续航：≈50 分钟（躺平模式）	水续航：洗地续航约 46 分钟（安静模式）
		热水/蒸汽续航：30min	电续航：45 分钟以上	电续航：约 46 分钟
		电池：6300mAh 软包电池，2A 快充	电池：4000mAh 超大软包电池，3 年质保	电池：4000mAh，3 年电池质保
		清水箱：1L	清水箱：1L	清水箱：780mL
特色功能	防缠毛	零感清洁系统 PRO，双重锯齿 0 缠毛，国际 SGS 认证	前置多层捕获 0 缠毛，航空级工艺	瑞士 PPA 割毛齿刃，防缠毛 3.0 新技术
	电助力	AI 智驾全向助力，轮毂电机，水箱下置	无，仅通过机身力学重组实现了地面增压和手持减负	万向灵动助力
	脏污识别	有	AI 智能识污，变频清洁	有
	平躺功能	180° 平躺，12.5cm 超薄机身	躺平洗地，机身厚度 12.85cm	180° 恒动平躺，机身厚度 14cm
	贴边	三侧贴边	三侧贴边	灵捕 AI 机械臂，主动三侧 0 贴边
	智能	APP 智能互联，支持深度思考	LED 大屏显示，3 大模式自由切换	APP 智能互联，定制化洗烘
	污水箱除臭	14 天污水防臭，全维水渍精控		
售后保障		7 天无理由退货，30 天无理由退货（部分价格），90 天只换不修，365 天只换不修 2 年质保，京选服务多样	7 天无理由退货，90 天只换不修 2 年整机 + 电机质保，3 年软包电池质保	7 天无理由退货，90 天只换不修，180 天只换不修 整机 2 年质保，电池 3 年质保

资料来源：京东网、开源证券研究所

2024Q3 起公司开启洗地机品类全方面多渠道营销投放。2024Q3 开始，公司开始加大销售费用投放，期间销售费用率达 26.2%，同/环比分别提升 6.8/6.6pcts，费用绝对值达 6.8 亿元，同/环比分别提升 55%/35%。从洗地机品类的投放来看，公司采取的范围较广、方式较多，既有主流电商平台的站内外投流（比如在微信朋友圈界面的链接直达广告），也有站外种草平台的官方号（直播、创意视频、新品功能介绍等）、达人推荐（软植入、买量）等，同时也官宣明星周也作为品牌代言人，邀请运

动员黄雅琼作为洗地机推荐官等。

图26：公司开启洗地机品类全方面多渠道营销投放



资料来源：抖音、小红书、B站、微信、开源证券研究所

我们认为洗地机品类相比扫地机，属性更偏向于小家电，品牌需要持续占领用户心智，同时要在多渠道抢夺用户流量，最终才能实现较好转化。当前石头已逐渐完善产品矩阵，同时品牌积累一定声量，有望在更积极的销售策略下实现较好转化，持续带动份额突破。

1.2.2、行业增量空间：与扫地机形成功能互补，中期可成长至千亿人民币规模

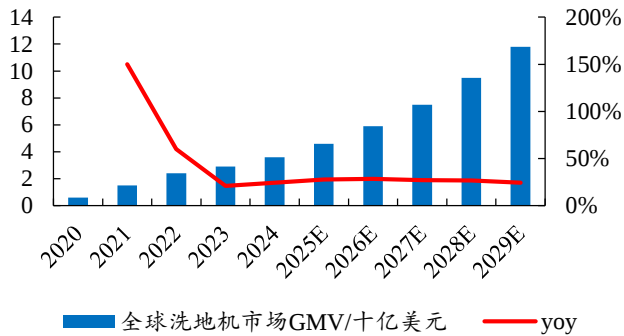
洗地机与智能扫地机器人配合使用，为消费者提供了高效、全面的家庭地面清洁解决方案。智能扫地机器人虽能有效满足消费者日常地面清洁的需求，但在处理食物残渣、液体泼溅、黏性污垢及顽固污渍等深度清洁任务时仍存在挑战。洗地机凭借其自清洁基站、自动热水补给系统、蒸气清洗及防缠绕设计等，精准解决了这些消费者痛点的同时进一步提升了用户体验。产品在针对特殊清洁需求（例如顽固污渍、干湿垃圾、局部精细清洁、厨房空间等）方面具有较强效果。

2024 年全球洗地机规模已达 36 亿美元/1050 万台。按 GMV 统计，全球洗地机市场规模从 2020 年的 6 亿美元增长至 2024 年的 36 亿美元，复合增长率为 54.7%，预计 2029 年将达到 118 亿美元，2024-2029 年复合增长率为 27.1%。从销量来看，全球洗地机销量从 2020 年的 140 万台增长至 2024 年的 1050 万台，复合增长率为 65.6%，预计 2029 年将增至 3020 万台，2024-2029 年复合增长率为 23.5%。

当前洗地机产品形态还未完备，随着产品功能持续改进、智能化程度逐步提升、低维护/免维护功能持续拓展、长续航、噪音优化、吸力更加强劲、清洁场景不断拓展，行业有望持续增长。在成熟市场如欧美地区，消费者对清洁电器的接受度较高，洗地机凭借其高效清洁的特性，已在商业、工业等领域广泛应用，成为日常清洁普遍配备的工具，同时家庭普及率也在逐步提升。在新兴市场，随着居民生活水平的提高以及对生活品质追求的增加，对洗地机这类高效清洁产品的需求开始迅速增长。

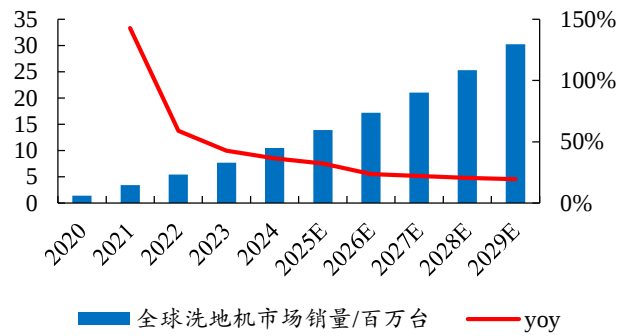
像东南亚、拉美和东欧等国家和地区，正成为新的市场增长点。

图27：2024年全球洗地机规模已达36亿美元



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

图28：2024年全球洗地机规模已达1050万台

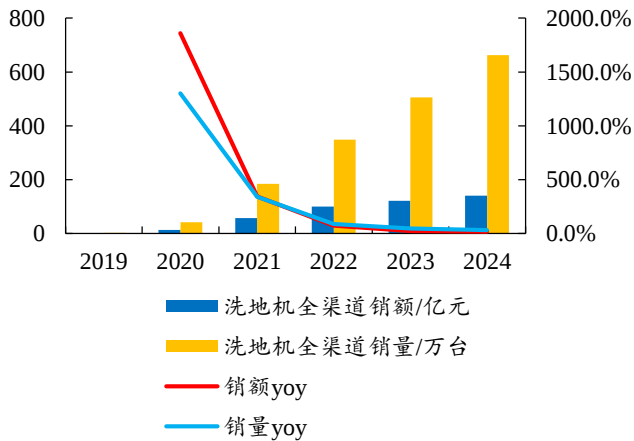


数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

国内洗地机市场快速扩容，但均价持续下行。在 2019-2024 年期间，洗地机市场全渠道的销售金额和销售数量均呈现增长趋势。销售金额从 2019 年的 1 亿元增长至 2024 年的 141 亿元，年复合增长率约 192%；销售数量从 2019 年的 2 万台增长到 2024 年的 663 万台，年复合增长率约 209%。但销售价格整体呈下降趋势，从 2019 年的 2800 元降至 2024 年的 2126 元，年复合增长率约 -5%。近一年（2024 年相较于 2023 年），销售金额和销售数量继续保持增长，分别同比增长 15.5% 和 31.2%，而销售价格同比下降了 12.0%。

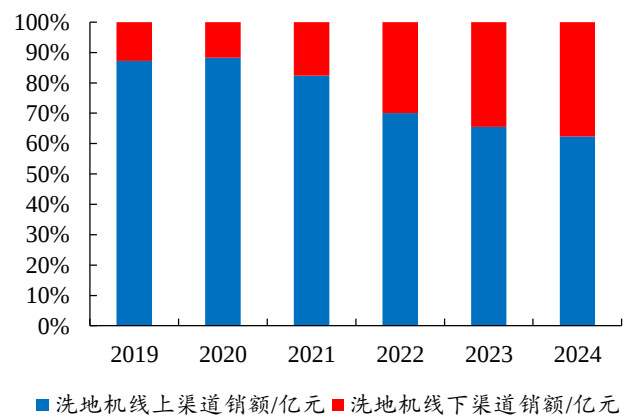
从渠道看，洗地机销售以线上渠道为主，2024 年销额占比 6 成以上。近年来线下渠道占比快速提升，2024 年销额占比已达 37.7%，相比 2019 年提升 24.9pcts。

图29：国内洗地机市场快速扩容，2024年销额已达141亿元，出货量663万台



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图30：从渠道看，洗地机销售以线上渠道为主，2024年销额占比6成以上



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2、未来看点：收入增长无忧，盈利能力逐渐企稳、预计下半年回升

收入端看，海内外扫地机行业空间广阔，石头作为全球竞争力较强的扫地机第一品牌，在高价位段保持产品力引领、在较低价位段保持高性价比，持续实现份额提升问题不大。当前主要友商受制于盈利目标，行业竞争预计整体趋缓，我们看好公司作为内销龙头，在更积极的产品和销售策略下地位持续稳固，充分受益行业渗透率提升 β ，收入增长有望在 2025 年开始提速。分地区看：

(1) 内销：扫地机品类低渗高价，国补刺激效果较好。公司推出更宽价格带产品，还拓展了抖音等新渠道，内销份额持续提升，2025Q2 已提升至第一。**(2) 欧洲：**欧洲亚马逊渠道从经销商代理转为公司直营后增长快、近几个季度翻倍增长，有望持续复制美亚成功；线下渠道北欧地区份额稳定，德语区恢复高增；拓宽价格带后有西南欧和东欧增量市场。**(3) 美国：**线上持续抢占 iRobot 份额、全价格带覆盖下用户群体进一步扩大，品牌力沉淀下其余中国品牌竞争压力较小；线下渠道是清洁电器主要销售渠道、销量占比 60%，当前石头已进入 Target 和 Best Buy，后续仍在持续进驻其他 KA，2025Q1 线下占比超 10%。**(4) 亚太：**地区分散、竞争相对较平缓，其中韩国、土耳其市占率高、友商难攻破；澳洲、俄罗斯和中东地区增长快，推出低价格产品可拓展东南亚市场，目前越南发展较快。**(5) 新品类**有望接棒扫地机、打造第二增长曲线，目前洗地机内销线上 2025Q2 销额份额已达 20.3%（同比 2024Q2 提升 17.1pcts），海外已拓展亚太和东南亚市场，其中韩国份额第一、俄罗斯市占率从个位数市占率到 14%，将逐步延伸至欧美市场，公司 7 月 Primeday 战报显示洗地机品类北美/欧洲 GMV 同比分别增 661%/122%，持续带来收入增量。

利润率方面，公司目前处于进攻方，预计仍会保持一定费用投放，但费用投放效率会逐步提高。2025Q3 开始利润率基数变低，随着扫地机新品逐渐替代老品覆盖低价格带、中高端 SKU 占比提升、费用投放效率更高、规模效应和组织优化下新品类减亏、叠加新品类出海，预计净利率将企稳并逐步改善。

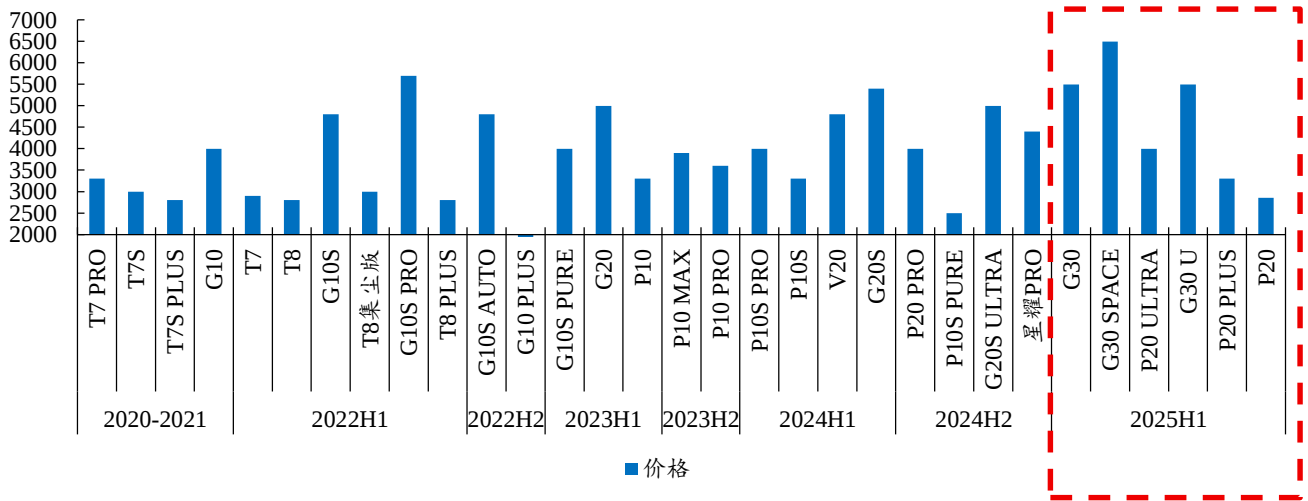
2.1、扫地机内销：龙头地位持续稳固，有望充分受益行业渗透率提升 β

2.1.1、新品数量更多、价格段更宽、产品力持续引领，大促保持热销

产品策略更加积极，大促保持热销。外销新品通常在内销已上新品基础上通过功能组合增减而得，而各品牌一般会在大促前进行主推品上新，因此我们可以通过比较大促前新品，来观察当前时点各家产品力大小。

2024 年双十一大促前已有 3 款扫地机新品发售（P20 Pro、P10S Pure、G20S Ultra），相比同期推新数量有所增加（2021-2023 均只有一款），且价格带覆盖更广（2499-4999 元价位段均有），整体产品策略更加积极。2025 年以来，公司进一步加快推新节奏，618 大促前合计发布 6 款新品（P20、P20 PLUS、G30 U、P20 ULTRA、G30 SPACE、G30），价格带进一步拓宽（国补后 2380-5500 元），补齐了 2000/6000 价格带。

图31：2025 年以来，公司进一步加快推新节奏，618 大促前合计发布 6 款主力新品，数量最多、价格区间最广



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2025 年 3 月，公司连发 P20 Ultra、P20 Plus、G30 U 三款扫地机新品，将 7.98cm 超薄厚度下放至更低价位段，国补后价格涵盖 2800-4800 元，更积极的产品策略持续落地。与友商产品对比看：公司本次推新策略主要是旗舰机型亮点在低价格段的下沉，例如 7.98cm 机身、4cm 底盘升降等，且在吸力、热水洗等基础功能上持续跟进完善，延续“同质优价、同价高质”的推新思路。具体来看：

(1) 新品 P20 Ultra 水箱版/上下水版分别定价 3999/4599 元，相比于前代爆款 P20 Pro 价格国补后贵 240 元，但厚度更低(采用升降 LDS+顶 ToF 方案)、吸力更大、增加 12N 恒湿加压热拖功能。相比于 G30 价格国补后便宜 1275 元，仅减配边刷升降、平板震动拖地、UVC 紫外线除菌、拖布自动拆卸，但拖地下压力增强至 12N。

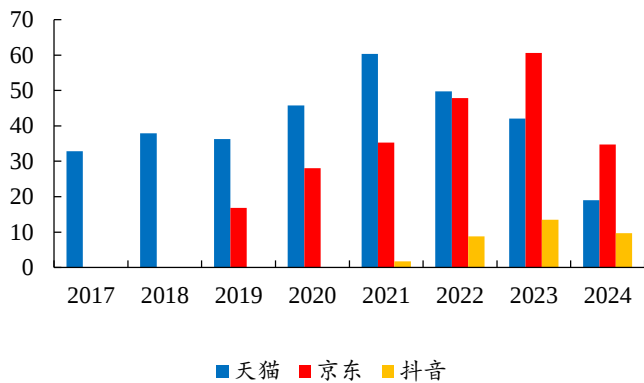
(2) 新品 P20 Plus 水箱版 / 上下水版分别定价 3299/3899 元，相比于前代爆款 P20 Pro 价格国补后便宜 255 元，厚度更低(采用升降 LDS+顶 ToF 方案)、增加热水拖地功能，减配越障高度(至 2cm)、边刷升降。

(3) 新品 G30 U 水箱版 / 上下水版分别定价 4999/5599 元，相比于 G30 减配吸力、边刷升降、平板拖布，但价格便宜了 425 元。

2.1.2、收入优先下，抖音等新兴渠道未来有望成为公司新的增长点

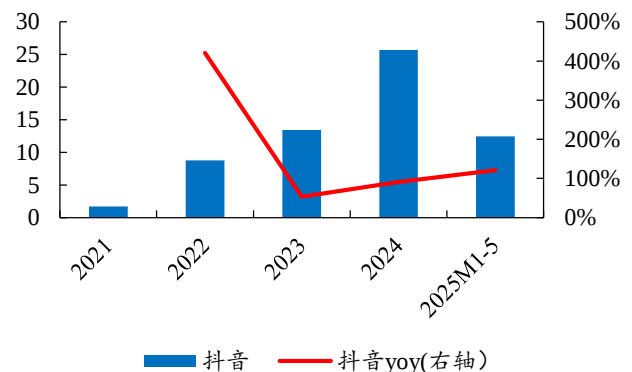
传统电商仍然占据扫地机线上渠道较大份额，抖音实现快速增长。根据久谦数据，2024 年扫地机器人品类分平台销售看，传统电商(天猫+京东)销售额合计达 54 亿元，占比 84.4%，是品类主要销售渠道。但近年来，抖音渠道作为内容电商优势逐渐显现、实现快速发展，2023 年/2024 年销额同比分别+53%/+91%。

图32：传统电商平台仍为扫地机线上主战场



数据来源：久谦、开源证券研究所

图33：近年来抖音渠道实现快速增长

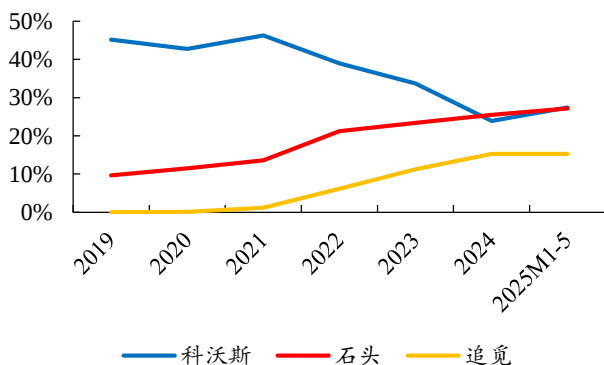


数据来源：久谦、开源证券研究所

更积极的销售策略下，石头科技在抖音及天猫渠道有望复制京东渠道成功。

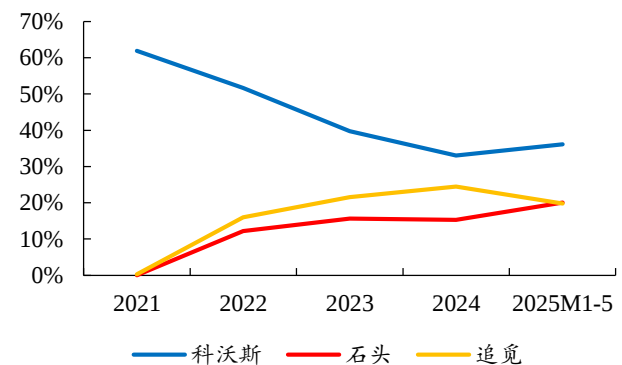
2025M1-5 石头科技在传统电商渠道（天猫+京东）市占率逐步提升至 27.2%，与科沃斯相当；但在抖音渠道低于科沃斯，与追觅持平，提升空间较大，看好在更为积极主动的产品策略和渠道策略下，石头科技能够借抖音整体行业规模高速扩张之势，在抖音平台实现规模与份额双提升，同时复制京东平台成功经验，进一步冲击天猫平台市占率榜首。

图34：石头科技在传统电商渠道（天猫+京东）市占率逐步提升至与科沃斯相当



数据来源：久谦、开源证券研究所

图35：石头科技在抖音渠道有望凭借更年轻的运营打法，复制传统渠道成功



数据来源：久谦、开源证券研究所

2.2、扫地机外销：开启属国化精细化运营后，线下渠道预计加快突破，线上稳固优势

开启属国化精细化运营，针对不同外销市场进行更积极的差异化突破，有望复刻 iRobot 成功。

在欧洲及亚太等地区，当地国家和市场较为分散，且宗教文化信仰不同导致销售季节不同，虽然早期曾依靠慕晨等经销商带来过从无到有的粗放式增长，但随着较为开放市场逐步入驻、尝鲜人群覆盖接近饱和，必须逐渐进行更加精细化、属国化的运营，才能针对不同国家的特点差异化突破，继续开拓海外更广阔的市场。

扫地机市场的属国化运营最早由 iRobot 开始实行，为其全球化业务提供了有力支撑。2005 年，iRobot 在北美大本营建立 19 家零售商销售网络以对接 7000+商店后，凭借丰富的线下渠道对接经验，开始在欧洲、日本等地以经销商为桥梁进行销售服

务。随后 20 年里，iRobot 的业务在全球快速扩张，其中线下经销渠道作用显著，公司通过培养当地团队进行分销管理，能够快速渗透当地市场，实现较强的渠道力。

随着公司产品线逐渐丰富、产品口碑逐渐打造，以及传统经销模式快速覆盖大部分区域后，在海外开启了属国化、精细化运营。我们预计公司主要通过划分区域市场，并在每个区域设置一个大的经销商，相应采取精细化管理。通过定期分析渠道进展和销售策略的有效性，公司能够及时调整其策略，以实现最佳的竞争效果。

亚马逊会员日数据奠定三季度海外市场增长基础。近期石头披露 7 月亚马逊会员日数据，全欧洲、德国、法国、美国、澳洲销售额第一，欧洲增长达 124%，北美增长 42%，意大利增长 300%，英国增长 240%，澳洲增长 167%；此外在其他渠道方面，欧洲独立站增长 520%，北美增长 65%，北美线下渠道增长 57%，北欧线下渠道夏季促销同比增速 97%。去年 8 月在德国被恶意诉讼、德国亚马逊产品有下架情况，我们预计 8 月欧洲低基数下增速更高。

表1：亚马逊会员日数据奠定三季度海外市场增长基础

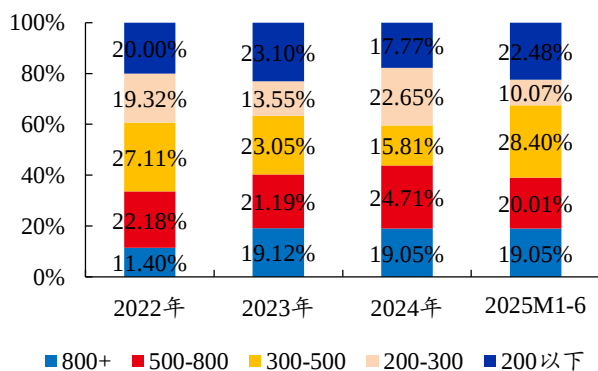
大促类型	品类	区域	增长数据 (GMV)	份额
海外 PD 大促	扫地机	欧洲整体	124%	全欧洲、德国份额第一
		北美	42%	美国份额第一
		意大利	302%	
		英国	244%	份额第一
		澳洲	167%	份额第一
	洗地机	北美	661%	
		欧洲	122%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.1、北美市场：美亚市占率提升至第一，线下渠道逐渐进驻更多 KA

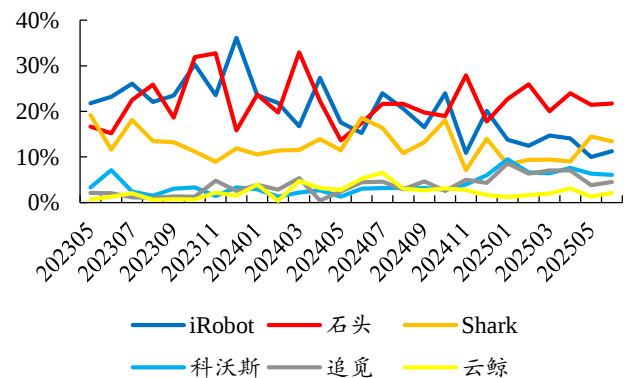
美亚市场较为低端，石头站稳中高端价格带，逐步向下拓展。根据久谦数据，美亚 2025M1-6 扫地机产品中，200-/3-500 价位段产品的销额占比分别达 22%/28%，整体较为低端。2025M1-6 石头科技美亚市占率合计达 22.9%、升至第一逐渐站稳线上渠道，iRobot 份额持续下滑。分价格带看，石头 800+价位段销额占比达 46%居于绝对引领，3-500/2-300 销额占比分别达 19%/18%、同比分别+7.6/+7.2pcts。

图36：美亚市场 300-500、300-销额占比有所提升



数据来源：久谦、开源证券研究所

图37：石头逐渐站稳美亚线上渠道

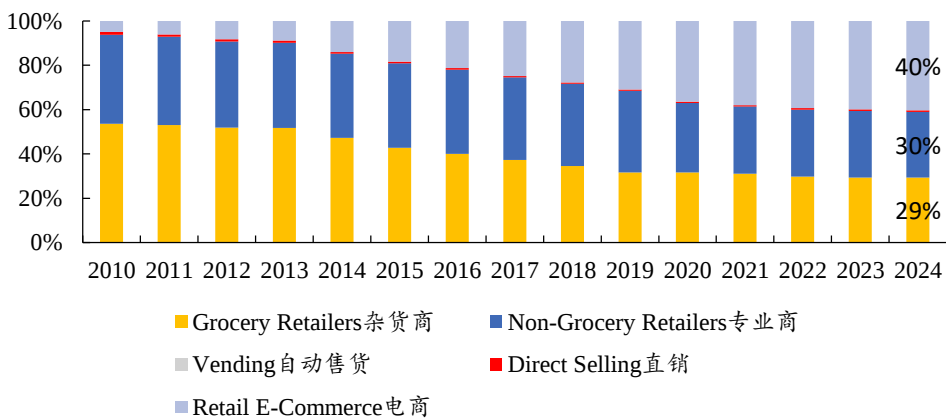


数据来源：久谦、开源证券研究所

在美国，清洁电器的销售主要通过线下 KA 进行，其中 iRobot 占据领导地位，而中国品牌拥有较大的增长潜力。根据欧睿数据，2024 年，美国真空吸尘器的线下零售销量占总销量之比为 57.6%，其中线下杂货商/线下非杂货商/线下直营销量占比分别为 28.1%/28.7%/0.7%。以 BestBuy、Target、Walmart 和 Sams' Club 等大型商超为主的 KA 是主要的销售渠道，以海外老品牌为主，中国品牌的替代空间较大。

美国的线下 KA 渠道中，由于线下展位有限、品牌双向绑定程度深等原因，扫地机品类的竞争格局较为稳固，新进入者一般需要先进行多轮商务谈判，然后进入线下商超的线上平台试销，最后才会替代线下其余品牌展位，时间较为漫长。

图38：北美吸尘器品类销售渠道主要在线下，2024 年销量占比达 60%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

当前石头科技已完成前期布局，实现 Target、Bestbuy 入驻。在石头逐渐完成线上充分布局后，已逐渐进入 Best Buy、Walmart、Costco、Home depot 等多家 KA 的线上商城。根据公司 2024 年年报，目前在 Target/Bestbuy 入驻门店数分别达 1398/900 家，渠道拓展顺利。我们认为公司在更积极的销售策略下，线下渠道入驻速度有望进一步加快。

表2：石头 2025 年 5 月在 Bestbuy 渠道入驻了高端品 S8 MaxV Ultra，售价 1499.99 美元

品类	品牌	SKU	5月线下价格	1月线下价格	价格变化幅度	产地	5月美亚价格	1月美亚价格	价格变化幅度
扫地机	Roborock	S8 MaxV Ultra	1299.99	1499.99	-13%	中国惠州	999.99	1799.99	-44%
		Roomba Combo 10max	799.99	999	-20%		799	999	-20%
	iRobot	Roomba 205	329.99			两个越南 & 两个马来西亚	329.99		
		Roomba Plus 405 combo	599.99				599.99		
		Roomba 105 combo	299.99				299.99		
		Roomba combo j7+	599	999	-40%		599	699	-14%
		Roomba Plus 505 combo	999.99						
		Roomba max 705	899.99						
		平均			-30%				-17%
	ECOVACS	N30 Pro omni	549.99	579.99	-5%	中国	699.99	579.99	21%

	N20 Pro plus	399.99	399.99	0%	391.99	399.99	0%
	平均			-3%			10%
	RV2820ZE	699.99	999.99	-30%	699.99	799.99	-13%
	RV2610WA	379.99	699.99	-46%	379.99	399.99	-5%
Shark	RV2820AE	299.99	599.99	-50%	299.99	399.99	-25%
	RV2320S	249.99	349.99	-29%	199.99	449.99	-56%
	平均			-39%			-25%
	G0 H20 XL	299.99	/	/	/		
Tineco	pet	499.99	/	/	309.99		
洗地机	CrossWave	244.99	/	/	229.99		
	OmniFind						
Bissell	CrossWave	269.99	/	/	269.99		
	Hydrosteam						

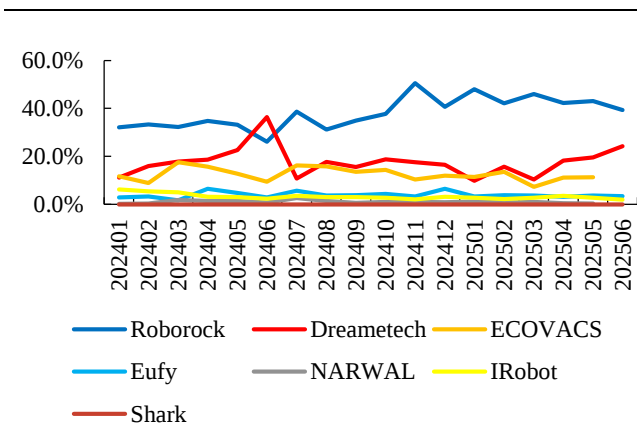
资料来源：开源证券研究所

2.2.2、欧洲市场：线上渠道有望复制北美成功、线下渠道北欧稳定，德语区恢复高增、拓宽价格带后有西南欧和东欧增量市场

线上渠道方面，有望复制北美成功运营经验，逐步在属国化、精细化运营下实现高增。2025Q2 石头德亚/法亚销额市占率分别达 41.5%/18.0%，其中德亚位居第一，法亚与 Lefant 基本持平，公司近几个季度欧亚均呈现翻倍增长，收入占比已接近一半，持续贡献收入增量。

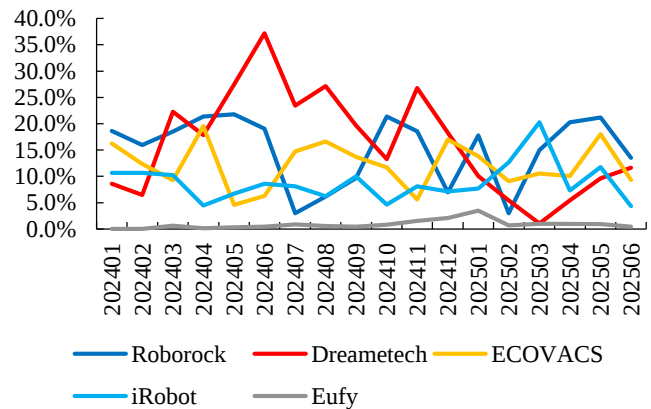
从欧洲亚马逊销售模式看，追觅采用 VC (Vendor Central) 模式，而石头采用 SC (Seller Central) 模式，其中 VC 模式是亚马逊为供应商提供的合作体系，品牌方以“供应商”身份将产品批量批发给亚马逊，由亚马逊负责后续的库存管理、定价、销售及物流配送，品牌方主要通过亚马逊采购团队对接获取订单，对终端销售环节的掌控权较弱。而 SC 模式是亚马逊为第三方卖家提供的自主运营平台，品牌方以“卖家”身份直接入驻，全程自主负责店铺运营，包括产品定价、库存管理、广告投放、订单处理及客户服务等核心环节，对销售全链路拥有更强的主导权，因此价格体系更加稳定可控、广告投放更加灵活，更利于发挥美亚积累的运营经验。

图39：2025Q2 石头德亚销额市占率达 41.5%、位居第一



数据来源：久谦、开源证券研究所

图40：2025Q2 石头法亚销额市占率达 18.0%，与 Lefant 基本持平 (18.1%)



数据来源：久谦、开源证券研究所

线下渠道方面，公司在欧洲各地区的开拓水平呈现阶梯分层，2024 年西欧/东欧线下渠道吸尘器品类销量占比分别为 65%/52%，我们看好公司复制北欧、德语区优势，加速拓展法国和南欧地区，并持续进驻其他空白市场。

(1) 优势市场：北欧和德语区。当前石头科技在瑞典、挪威和德国的线下渠道均实现了较为领先的渠道布局，同时线下 KA 的在线商城所售 SKU 也相对全面。我们认为公司在德语区和北欧地区已建成较为成熟的线下渠道，新旗舰产品入驻较为顺利，是公司在欧洲优势市场。**(2) 加速突破市场：**法国。当前石头在法国各大 KA 的线上商城有售产品数量较多，但线下门店上架 SKU 数提升空间较大，且存在一定量未进驻门店，线下渠道销售布局仍有较大空白市场，门店开拓正处于加速阶段。**(3) 高潜市场：**意大利、西班牙等南欧地区。我们团队 2024 年调研欧洲渠道，当时石头在 4 月才进入法国，去年 6 月还没有有意大利和西班牙，2024 年下半年石头已经进入意大利、西班牙等石头科技低市占率国家的线下渠道。目前产品价格带进一步拓宽，我们认为属国化、精细化运营下，南欧低消费力水平市场仍有较大提升空间。

图41：2024 年西欧吸尘器品类线下销量占比达 65%

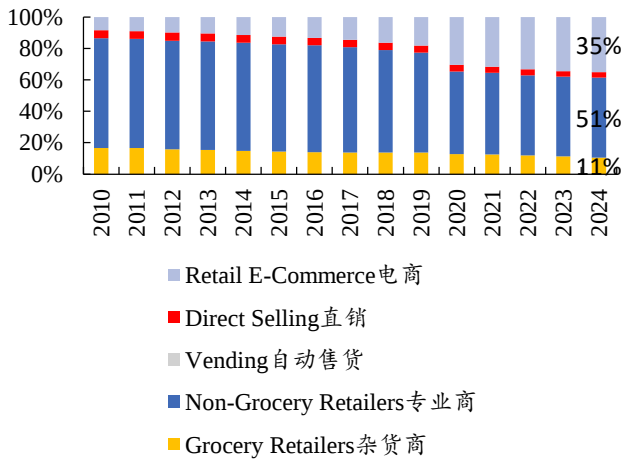
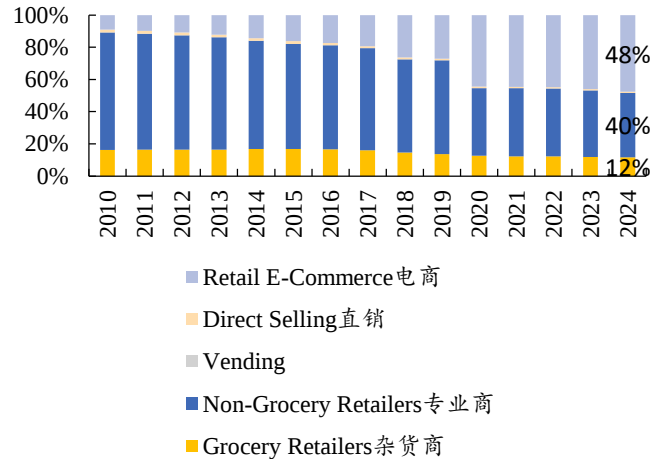


图42：2024 年东欧吸尘器品类线下销量占比达 52%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

数据来源：欧睿、开源证券研究所

总体而言，石头科技在欧洲区域的销售渠道建设仍有较大提升空间，可从“扩国家”、“扩渠道”双管齐下。对于北欧和德语区等优势市场，继续夯实基础、查漏补缺；对于暂未实现全面开拓的区域，包括法国、意大利、西班牙市场，可以不断拓宽的产品矩阵持续覆盖更多元的消费人群；另一方面，以较为完善的线上渠道为依托，进一步扩展线下渠道，构建多元立体的销售渠道体系。

2.2.3、亚太市场：有望复制韩国，完成澳洲、中东和东南亚等其余市场产品结构升级+空白市场入驻

石头科技在韩国、土耳其和新加坡等地处于领先地位。根据 GFK 数据，2023 年石头科技在韩国年销售额为 2000 亿韩元，同比增长 200%，2024 年上半年的销售额达到 1420 亿韩元。在市场份额方面，2023 年石头科技达到了 35.5%，其中 150 万韩元以上的高端市场的份额达到 80.5%。根据公司战报，2024H1 韩国/土耳其实现销额/销量双第一，2024 年黑五期间韩国电商年度大促 GMV 第一、GMV 同比增长 32%，新加坡双平台 GMV 第一，2024 年韩国市占率超过 50%。

作为发达国家，韩国扫地机产品结构整体较为高端，全基站产品占比高。竞争格局看，基本都是中国和韩国本土品牌，欧美品牌较少。我们认为石头科技当前在

扫地机品类地位逐步稳固，在逐步扩展洗地机、洗衣机等新品类后，有望以综合性家电厂商身份入驻此类线下综合性商超，持续扩大收入增量。

澳洲和中东地区增长快，推出低价格产品可拓展东南亚市场，目前越南和俄罗斯发展较快。根据公司战报，2024 年黑五期间石头在澳洲/中东 GMV 同比分别 +270%/+75%，2025 年 7 月亚马逊会员日澳洲销售额第一，GMV 增长 167%。

2.3、新品类推新积极、投放增加，有望逐步打造第二增长曲线

2024 年下半年以来，公司推新节奏整体呈现较为积极的态势，除了在扫地机品类中快速推陈出新，也不断扩展新的品类。我们认为，新品类有望随扫地机品类出海，持续打造第二增长空间。

- 洗地机内销份额快速提升至行业第二，海外市场逐步发力

我们认为石头洗地机份额快速提升主系以下几个原因：（1）扫地机品牌力外溢，原先的购买人群有进一步对洗地机产品的使用需求；（2）公司采取了更积极的产品策略，包括针对人群痛点差异化进行产品力打造，并拓宽价格带等，新洗地机系列在 2000 价位段具有较好的产品力；（3）2024 年下半年以来，公司在销售策略端更加积极，包括形式更多的品牌投放、强度更高的渠道投流、更多元的销售渠道布局等。

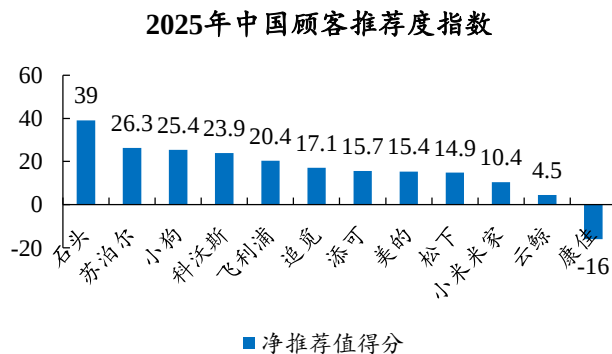
石头扫地机已培育起较强品牌力，有望外溢至其他品类。2024 年 3 月 29 日，在石头科技举办的 2024 全球发布会上，世界权威调研机构欧睿国际宣布，石头科技扫地机器人销额全球第一。同时根据 Chnbrand，石头连续三年成为中国扫地机/洗地机行业顾客推荐度指数最高的品牌，同时也连续三年蝉联扫地机/洗地机行业顾客满意度指数最高的品牌。我们认为公司在持续多年深耕扫地机行业后，通过较强的产品力以及品牌端投放，实现了一定品牌力积累，有望转化消费客群至洗地机品类。

图43：石头科技扫地机器人销额已实现全球第一



资料来源：中国新闻网

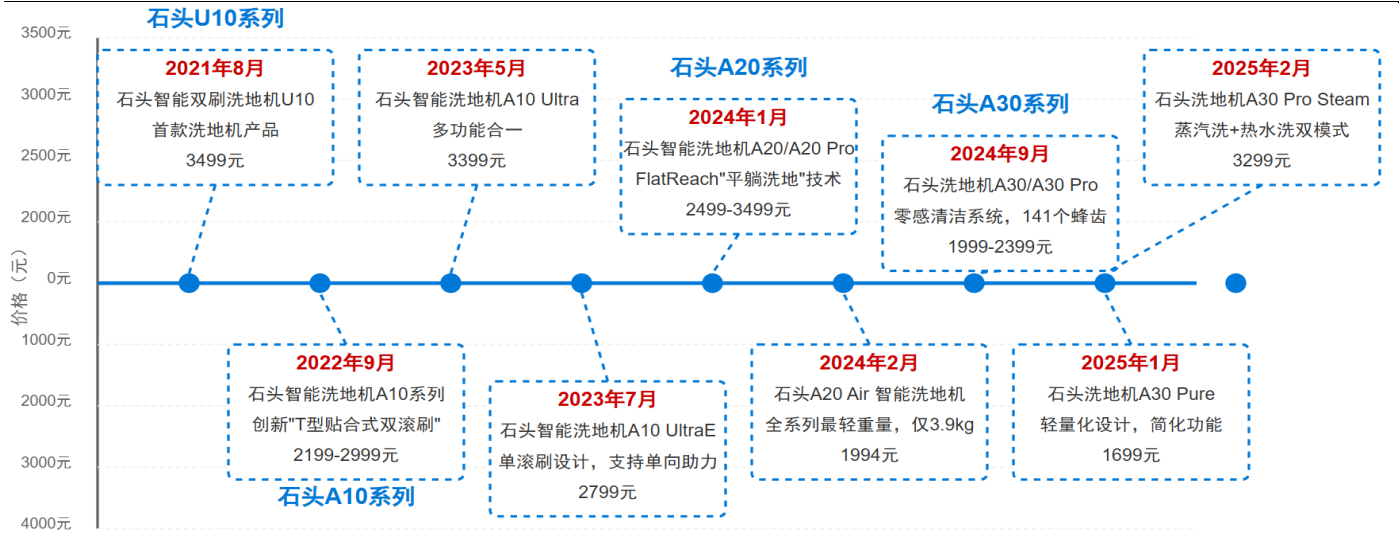
图44：石头连续三年成为中国扫地机/洗地机行业顾客推荐度指数最高的品牌



数据来源：Chnbrand、开源证券研究所

更积极的产品策略下，A30 系列产品矩阵得到持续扩充。公司自 2021 年 8 月发布首款洗地机产品 U10 后，统一将洗地机系列命名为 A 系列，随后在 2022 年 9 月发布 A10 系列（A10、A10 Plus）、2023 年中发布 A10 系列迭代款（A10 Ultra、A10 UltraE）。到了 2024 年，公司推新速度开始加快。2024 年 1-2 月推出 A20 系列（A20、A20 Pro、A20 Air），2024 年下半年推出 A30 系列（A30、A30 Pro、A30 Pro Combo），并于 2025 年 1-2 月持续扩充备受好评的 A30 系列产品矩阵（性价比款 A30 Pure、高端款 A30 Pro Steam）。

图45：更积极的产品策略下，A30 系列产品矩阵得到持续扩充



数据来源：IT之家、京东网、开源证券研究所

● 洗衣机：瞄准高增的干衣机/洗烘一体机赛道，有望复用品牌力

2024 年 8 月，石头科技上新 Q1M/Q1 两款洗衣机新品，其中 Q1 为洗烘一体机产品，定价 1699 元，较 M1 pure 定价降低 300 元，Q1 保有洗烘一体机的所有基本功能，在清洗能力、除菌能力等方面表现突出；同时降低了洗烘容量，更加贴近贴身衣物洗烘定位，更为小巧轻便。2024 年 9 月，平嵌新品石头 Z1 开启预售，洗净比达到 1.2，为公司历代产品之最；同时洗烘容量均有不同程度提升，在对应价位带均为领先水平。

2025 年以来，公司继续完善洗烘一体机产品价格带，推出了 Z1 Max 系列三个型号的洗烘套装，相比其他公司来说洗烘容量、洗净比、放置方式、烘干方式（pro 和 Ultra 版为热泵+分子筛烘干）有优势，预计进一步满足更多人群需求。

2.4、盈利能力：2025Q2 有望见底，下半年低基数下净利润增长值得期待

● 扫地机品类盈利能力波动不大，2025Q2 起环比持续改善

我们看好 2025Q2 公司扫地机品类净利率环比略微改善。原因主系：（1）2025 年 3 月 10 日发布新品/3 月 20 日发货，这部分产品在 2025Q2 确认收入，但新品预热销售费用在 2025Q1 提前确认，有收入和费用错期效应；（2）2025 年 3-5 月陆续推出 P20 系列入门款新品，这部分迭代产品在成本上有所优化，毛利率预计达 50%以上，逐渐替代降价老品覆盖了新的低价格带；三是中高端机型占比提高，5k+ 产品份额快速提升，对毛利率有拉动。从 SKU 销额占比看，大促期间（2025M5-6）数据看低价格带（3000-）老品 P10S Pro 系列占比已低至 3%以下，同时主销品以 2025 上新的新品 P20 Ultra 为主，中高端（5000+）以新品 G30 系列为主。此外，根据 2025 年 7 月 16 日 Bestseller 榜单，石头在美亚/德亚/法亚排名第一的单品分别为 Q7 M5+/Q revo 新系列/QV 35A，售价分别为\$399.99/€599.99/€599.99，均为迭代新品。

2025Q3 起，公司扫地机品类盈利能力预计开始同比提升。原因主系：（1）2024Q3 起公司开始进行战略转型，费用投放下盈利能力呈现低基数，2024Q3/Q4 归母净利润率分别达 13.6%/10.2%，同比分别-13.3/-13.14pcts。（2）每年 8 月公司会进行大促前推新，今年我们预计公司会针对友商热销的活水洗地产品进行推新。回顾历史，除了机械手臂、底盘抬升和双外扩这样的首发创新点外，公司对于其他品牌行业首发

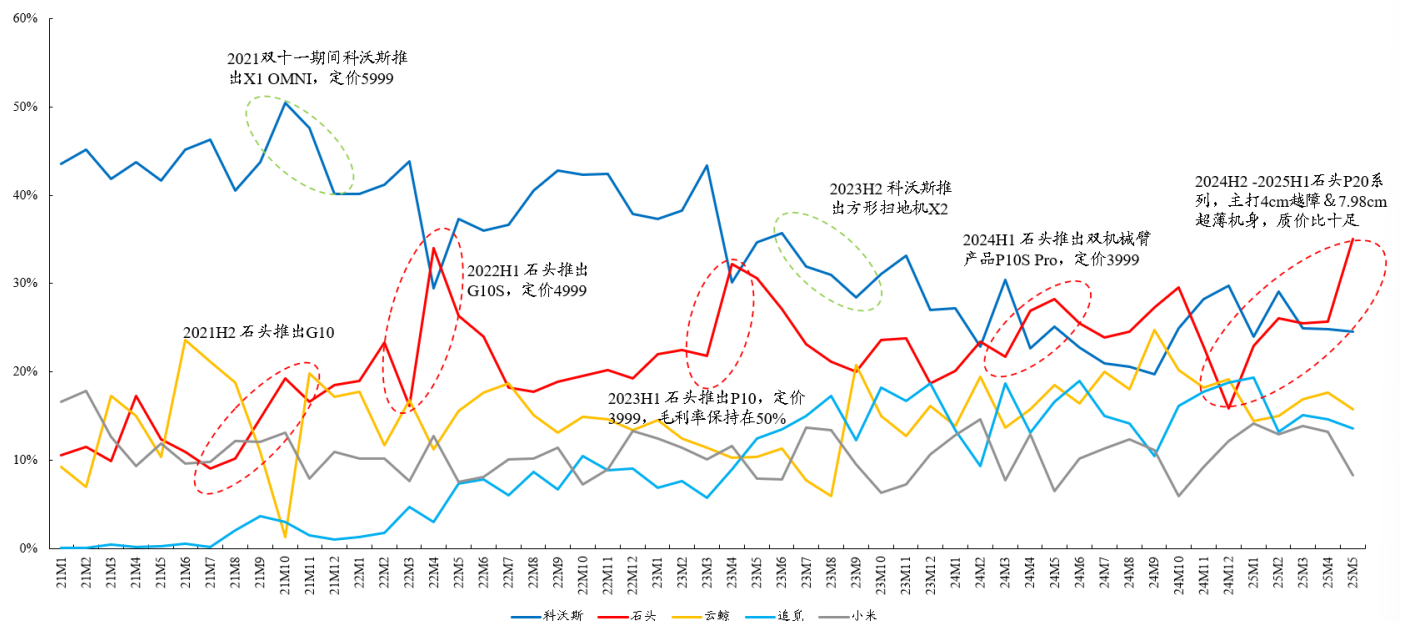
的创新点采取保守推新策略，大多沉淀一年以上，完善用户体验并进行降本后推出市场，实现“同质优价、同价优质”，充分享受前期已有的消费者教育红利、实现份额引领，例如 2021H2 的自清洁产品 G10、2022H1 的 G10S。

图46：2025 年 3-5 月公司陆续推出新品，实现低、中、高端价格带全面更新迭代，预计正向拉动毛利率

石头-销额/万元			2025M1	2025M2	2025M3	2025M4	2025M5	2025M6	2025M6均价
25新品	P20	全基站	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2574
	P20(上下水版)	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2986
	P20 ULTRA	全基站	0%	0%	14%	27%	41%	20%	3702
	P20 ULTRA(上下水版)	全基站	0%	0%	8%	15%	39%	19%	4061
	P20 PLUS	全基站	0%	0%	3%	6%	5%	3%	3089
	P20 PLUS(上下水版)	全基站	0%	0%	1%	3%	3%	2%	3457
	G30 U(上下水版)	全基站	0%	0%	2%	2%	4%	4%	5214
	G30 U	全基站	0%	0%	1%	2%	2%	2%	4683
	G30 SPACE	全基站	0%	0%	4%	2%	1%	2%	6188
	G30 SPACE(上下水版)	全基站	0%	0%	3%	4%	3%	3%	6692
	G30(上下水版)	全基站	10%	11%	7%	6%	10%	6%	5650
	G30	全基站	7%	8%	6%	4%	4%	3%	5169
	星耀PRO	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2770
	P20 PRO	全基站	29%	30%	22%	10%	10%	8%	3058
	P20 PRO(上下水版)	全基站	18%	21%	13%	6%	9%	6%	3429
	G20S ULTRA(上下水版)	全基站	6%	3%	3%	4%	3%	2%	4574
	G20S ULTRA	全基站	5%	3%	3%	1%	1%	1%	4364
	P10S PURE	全基站	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0
	P10S PURE(上下水版)	全基站	1%	0%	0%	0%	0%	0%	2919
	P10S PRO嵌入(上下水版)	全基站	1%	1%	1%	1%	1%	1%	6121
	P10S PRO PLUS	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	P10S PRO PLUS(上下水版)	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	G20S(上下水版)	全基站	2%	0%	0%	1%	1%	0%	4804
	G20S	全基站	1%	0%	0%	0%	0%	0%	4267
24新品	V20	全基站	1%	0%	0%	0%	0%	0%	3177
	V20(上下水版)	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
	P10S PRO(上下水版)	全基站	6%	2%	2%	5%	3%	1%	2926
	P10S PRO	全基站	5%	6%	6%	3%	1%	2%	2579
	P10S(上下水版)	全基站	1%	0%	0%	0%	0%	0%	3061
	P10S	全基站	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4693

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图47：复盘历史，公司同质优价推新策略持续奏效，份额端持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

● 洗地机和洗衣机新品类逐渐减亏

我们看好 2025Q2 起公司洗地机品类净利率扭亏，洗衣机减亏。原因主系：（1）规模效应显现。2025Q2 公司洗地机内销线上渠道份额已快速提升至 20.3%，内销收入占比逐渐提升，各项费用有望得到摊薄；（2）洗地机产品结构升级，高价位段产品占比提高。2025M6 公司内销线上渠道中，A30 Pro Steam 延续 A30 Pro 系列良好口碑在 3000-3500 价位段份额达 45.6%、实现绝对引领；（3）高盈利能力的海外市场逐步发力。2025 年 Q1 公司洗地机品开始类在东南亚、亚太市场推广，目前在韩国市场实现引领，泰国、越南、俄罗斯等市场发展良好，欧洲、北美等更广阔市场的拓展顺利。根据公司 7 月 Primeday 战报，洗地机品类 GMV 看，北美增 661%，欧洲增 122%。（4）洗衣机品类看，我们预计随组织效率提升、人效优化和规模效应，2025Q2 该品类有望实现减亏。

整体看，各品类环比均有所改善，但洗地机占比提高会拉低整体净利率，预计 2025Q2 利润率见底，下半年利润率有望实现回升。展望 2025Q3，我们预计扫地机净利率同比提升，洗地机继续环比提升盈利能力，对净利润逐步实现正贡献，洗衣机继续减亏。

3、盈利预测与投资建议

凭借高效运营下的产品力、渠道力以及成本费用管控能力，公司扫地机品类份额实现全球第一。当前海内外收入增长空间仍然广阔，同时新品类持续打造第二增长曲线，我们认为公司有望凭借更积极的策略迎来收入快速增长，同时盈利能力有望见底趋稳、逐步改善。国内外业绩有望逐步回暖，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 20.0/29.2/35.3 亿（原值为 20.0/27.1/35.2 亿），对应 EPS 为 7.73/11.27/13.61 元，对应 PE 为 21.1/14.5/12.0 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

（1）**以旧换新需求释放不及预期**：公司 2025 年内需端主要受益于以旧换新，如果以旧换新需求释放不及预期，可能影响收入及盈利，导致公司业绩不及预期。

（2）**关税风险超预期**：目前美国加征关税政策仍然具备不确定性，虽然公司有越南产能，但如果加征关税程度超预期或者范围超预期，可能导致公司业绩不及预期。

（3）**新品销售不及预期**。当前新品推新速度较快，但如果动销不畅，老品被迫降价去库，对毛利率可能有较大影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8897	11752	14075	17556	20520
现金	893	1464	2001	4408	6364
应收票据及应收账款	275	1038	667	1830	988
其他应收款	693	868	1748	1653	2427
预付账款	63	98	171	179	241
存货	928	1490	2694	2692	3707
其他流动资产	6045	6794	6794	6794	6794
非流动资产	5480	5732	6662	7371	7814
长期投资	20	20	20	21	21
固定资产	1286	1373	2048	2582	3040
无形资产	18	22	22	22	21
其他非流动资产	4155	4317	4571	4747	4733
资产总计	14377	17485	20737	24927	28334
流动负债	2879	4427	5874	7145	7025
短期借款	0	0	404	0	0
应付票据及应付账款	1499	2825	3640	5289	4945
其他流动负债	1380	1603	1830	1856	2081
非流动负债	116	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	116	187	187	187	187
负债合计	2995	4615	6062	7332	7212
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	131	185	259	259	259
资本公积	5162	5219	5146	5146	5146
留存收益	6234	7596	9398	12027	15200
归属母公司股东权益	11381	12869	14674	17594	21121
负债和股东权益	14377	17485	20737	24927	28334

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2186	1734	1140	3342	2238
净利润	2051	1977	2002	2920	3527
折旧摊销	116	127	191	276	359
财务费用	-139	-162	-192	-285	-430
投资损失	-62	-151	-117	-107	-31
营运资金变动	74	-114	-654	636	-1078
其他经营现金流	146	57	-90	-99	-108
投资活动现金流	-2348	-352	-959	-815	-712
资本支出	248	293	1120	986	802
长期投资	-2258	-309	-0	-0	-0
其他投资现金流	157	250	162	171	90
筹资活动现金流	199	-800	-49	285	430
短期借款	0	0	404	-404	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	38	53	74	0	0
资本公积增加	65	58	-74	0	0
其他筹资现金流	96	-911	-453	689	430
现金净增加额	48	618	132	2812	1956

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8654	11945	20011	26011	31207
营业成本	3987	5956	10306	13266	15760
营业税金及附加	75	80	124	173	220
营业费用	1713	2967	5563	6893	8207
管理费用	211	346	500	650	749
研发费用	619	971	1401	1951	2434
财务费用	-139	-162	-192	-285	-430
资产减值损失	-148	-95	-240	-260	-343
其他收益	121	193	82	87	51
公允价值变动收益	114	45	45	64	59
投资净收益	62	151	117	107	31
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	2317	2090	2269	3326	4015
营业外收入	3	12	4	4	4
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	2320	2098	2268	3325	4015
所得税	269	121	265	405	488
净利润	2051	1977	2002	2920	3527
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	2051	1977	2002	2920	3527
EBITDA	2409	2181	2494	3593	4288
EPS(元)	7.92	7.63	7.73	11.27	13.61

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	38.0	67.5	30.0	20.0
营业利润(%)	72.4	-9.8	8.5	46.6	20.7
归属于母公司净利润(%)	73.3	-3.6	1.3	45.8	20.8
获利能力					
毛利率(%)	53.9	50.1	48.5	49.0	49.5
净利率(%)	23.7	16.5	10.0	11.2	11.3
ROE(%)	18.0	15.4	13.6	16.6	16.7
ROIC(%)	102.1	65.8	44.5	62.2	55.2
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	26.4	29.2	29.4	25.5
净负债比率(%)	-7.6	-11.0	-10.8	-25.0	-30.1
流动比率	3.1	2.7	2.4	2.5	2.9
速动比率	2.4	1.9	1.6	1.8	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	28.7	18.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	2.8	7.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.92	7.63	7.73	11.27	13.61
每股经营现金流(最新摊薄)	8.44	6.69	4.40	12.90	8.64
每股净资产(最新摊薄)	43.93	49.67	56.64	67.91	81.52
估值比率					
P/E	20.6	21.4	21.1	14.5	12.0
P/B	3.7	3.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	15.1	16.4	14.3	9.1	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn