



证券研究报告·深度专题

# 科沃斯投资探讨

## ——如何看待科沃斯未来潜力空间 (603486.SH)

2025. 09. 23

分析师: 邓 欣 S0010524010001

dengxin@hazq.com

联系人: 唐楚彦 S0010124070002

tangchuyan@hazq.com

# 核心结论

公司2023年业绩触底，2024-25H1已迎经营拐点，如何看待未来潜力空间？把握①产品周期&全球化/②平台化/③产业链三重预期差。

## 空间之一：全球化空间

✓ 行业步入“活水洗地”全新渗透周期，公司先发优势之外另有方案聚焦+布局全面+迭代迅速三重比较优势，25H1滚筒线上零售份额73%遥遥领先，Q3份额环比仍有走高。下一阶段公司跑赢行业的增长抓手在于渗透增量（产品周期对抗国补基数）+出海增量（出海周期打开更多空间）；我们提示未来预期差在于滚筒出海（类比21年基站出海的量价齐升），对应收入追赶（科沃斯/石头扫地机海外贡献预计存年化50亿元整体追赶空间）及毛利提升空间（海外均价显著提升，滚筒及海外盈利水平皆高于整体）。

## 空间之二：平台化空间

✓ 公司第三曲线已从早期亏损步入盈利阶段，平台化助力公司“成长性”之上的“确定性”。我们初步测算公司第三曲线（割草/擦窗等消费级机器人赛道正值爆发），远期有望带来公司50+亿元规模空间以及5+亿元盈利空间。

## 空间之三：供应链空间

✓ 公司机器人产业链孵化开花结果提供未来进一步Option弹性。CR4头部标的中以科沃斯最早开启前瞻机器人生态孵化、战略投资相对成功，布局历时长达10年之久（自2016年起），合计投资孵化超百家技术公司，未来可能①除地平线上市外，全新优质项目带来直接业绩增厚，②更多外溢合作空间（投资赋能+研产降本+产业合作）。

核心结论：我们预计公司2025-27年收入198/229/257亿、同比+19/16/12%；归母净利21/26/30亿、同比+155/27/16%，当前PE30/23/20X。我们认为公司2027年可看扫地&洗地机利润25亿元+第三曲线5亿元，同时机器人产业链布局提供进一步额外弹性option——三大逻辑共同推升历史新高潜力。

风险提示：三方数据失真、数据测算偏差、产品不及预期、品牌竞争加剧、渠道扩展不及预期、财务风险

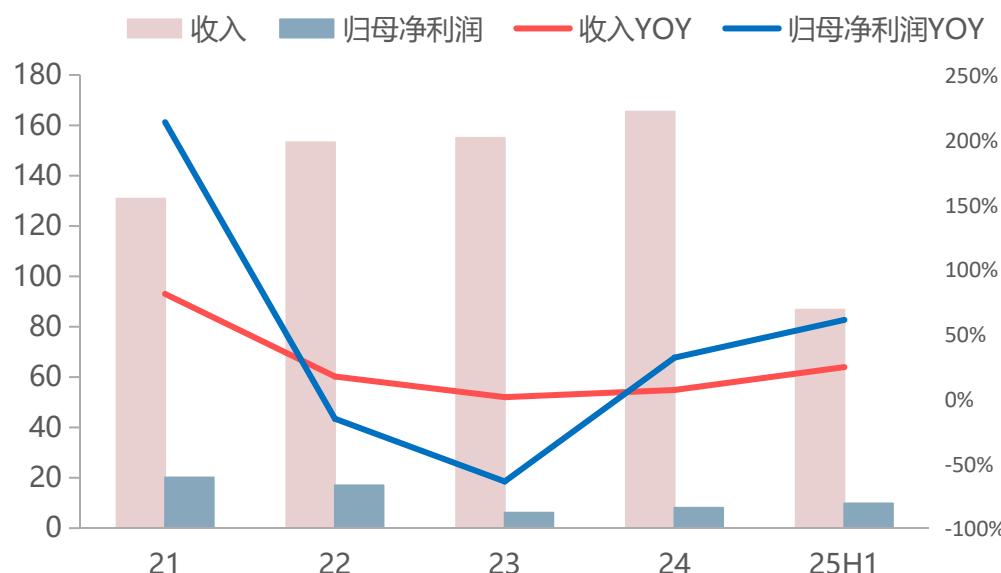
# 2024年：经营拐点

**经营拐点：2023年公司业绩触底，2024-2025H1已迎来一系列肉眼可见的可喜变化，表现在收入利润增速和盈利能力触底。**

**核心原因除24H2国补催化行业β之外，更多源于公司自身经营周期的“重拾向上”：**

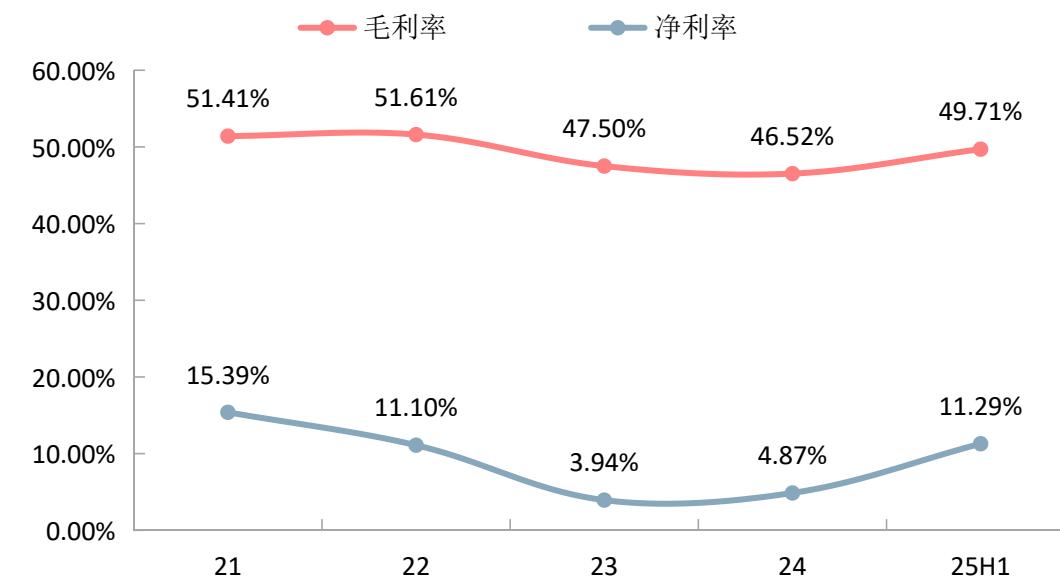
- ①毛利优化，2024年起T/X系列产品策略从以往推新卖贵导向全新低成本平台；②费投提效，公司导向费率优化及增长质量；③新业务减亏——几大抓手共同拉动公司盈利触底。

科沃斯收入利润增速 (左, 亿元; 右, %)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

科沃斯毛利率净利率趋势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

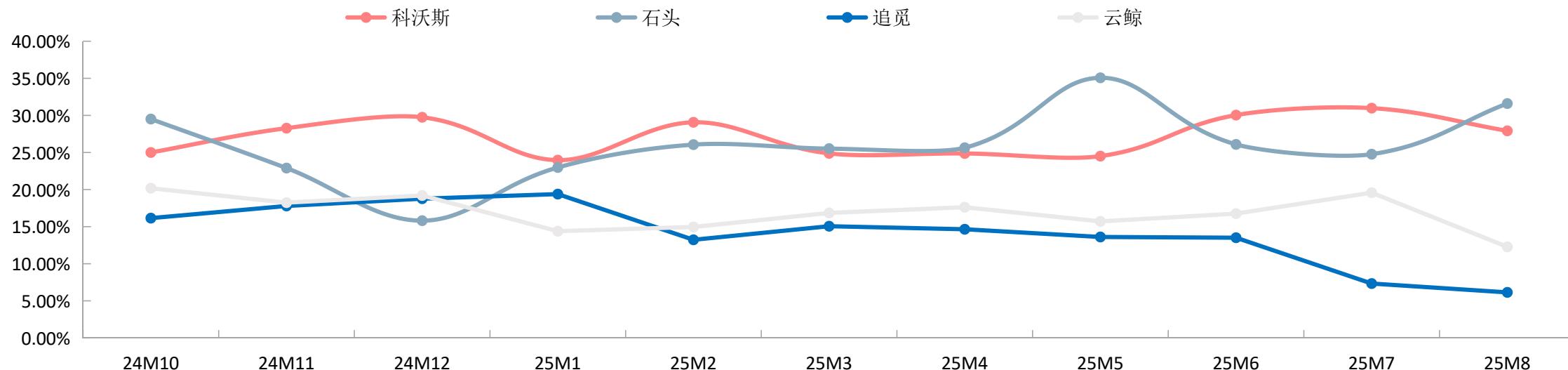
# 2025年：催化更多

**格局拐点：25H2行业更迎龙头集中度的快速提升。**CR2科沃斯、石头科技份额双双向上，同时追觅科技、云鲸智能份额反转向下。参考奥维2025年M7-8，CR4科沃斯/石头科技/追觅科技/云鲸智能单月份额分别同比变化+10/+1/-8/-1pct、+7/+7/-8/-6pct。

**份额分化背后是竞争对手的一致性战略收缩和盈利诉求：**云鲸智能自2024年底开始优化组织精简人员、追觅科技自25年6月提出盈利目标（提升毛/净利率）、亦有美的2025年8月起将扫地机业务部并入洗衣机事业部（扫地机部门亏损）。

**未来期待？25Q4国补基数不可避免，但科沃斯仍具新高潜力，来自①产品周期&全球化+②平台化+③产业链三重空间。**

扫地机CR4国内线上销额份额（奥维）



资料来源：奥维，华安证券研究所

# 目录

- 01. 产品周期+未来预期差1：全球化空间
- 02. 未来预期差2：平台化空间
- 03. 未来预期差3：产业链空间
- 04. 定价探讨

# PART 1

## 产品周期+未来预期差1：全球化空间

# 产品周期：科沃斯滚筒时间线

2025年行业步入“活水洗地”渗透周期，科沃斯先发优势显著（2024年9月率先发布第1代产品X8/补贴价4999元），结合近1年滚筒产品迭代历程，另可提炼三点比较优势：

**优势①方案聚焦**，2024年9月起新品几乎一致性聚焦滚筒活水洗地方案（T系列+X系列）；

**优势②布局全面**，1年内新品完善覆盖3k+/4k+/5k+元全价格带，坦然应对新进入者；

**优势③迭代迅速**，陆续迭代瞬时超充/吸力/越障等功能来针对大户型/地毯痛点；出海节奏显著加快（内外销仅隔1Q）。

科沃斯滚筒全系列对比（按价格由低到高排序）

	科沃斯T80	T80S/T80S Pro	科沃斯X8 Pro PLUS-AI	科沃斯X9/X9Pro	X11/X11Pro	X11旋风全能基站/免集尘耗材
上市时间	2025年2月	2025年9月	2024年9月	2025年3月	2025年6月	2025年8月
海外上市时间	25Q2上市	未上	25Q1上市	25Q2上市	未上	未上
活动价（元）	3699	4299/4599	国内无货	4449/5399	5499/5999	5999
国补后价格（元）	3145	3655/3910	国内无货	3782/4590	4675/5100	5100
海外价格（美元）	\$799.99	未上	\$899.99	\$1,299.99	未上	未上
吸尘能力	18000Pa	24800Pa	13000Pa	> X9: 23800Pa > X9Pro: 16600Pa+16.3L/s 吸入风量	> X11: 24800Pa+15L/s 吸入风量 > X11Pro: 19500Pa+18L/s 吸入风量	19500Pa+18L/s 吸入风量
拖布形态	8孔恒压活水滚筒拖布+贴边灵犀2.0	8孔恒压活水滚筒拖布（抗菌尼龙滚筒）+贴边灵犀3.0+全新软胶滚珠	16孔恒压活水滚筒拖布+贴边灵犀2.0	8孔恒压活水滚筒拖布+贴边灵犀2.0	8孔恒压活水滚筒拖布（抗菌尼龙滚筒）+贴边灵犀3.0+全新软胶滚珠	8孔恒压活水滚筒拖布（抗菌尼龙滚筒）+贴边灵犀3.0+全新软胶滚珠
导航类型	全嵌入式dToF	全嵌入式dToF	全嵌入式dToF	全嵌入式dToF	全嵌入式dToF	全嵌入式dToF
避障系统	双线结构光+视觉	双线结构光+视觉	双线结构光+视觉	双线结构光+视觉	双线结构光+视觉	双线结构光+视觉
越障能力	2cm	2cm	2cm	2cm	4cm	4cm
机身厚度	98mm	98mm	98mm	98mm	98mm	98mm
最大拖地压力	3700Pa (滚筒压强)	3800Pa (滚筒压强)	4000Pa (滚筒压强)	3700Pa (滚筒压强)	3800Pa (滚筒压强)	3800Pa (滚筒压强)
拖布清洗	75°C	45-75°智能温控	45-75°智能温控	45-75°智能温控	45-75°智能温控	45-75°智能温控
瞬时超充（大户型）	x	x	x	x	√	√
语音控制	普通智能托管	> T80S 普通智能托管 > T80S Pro: 小科智能体	普通智能托管	普通智能托管	> X11: 普通智能托管 > X11Pro: 小科智能体	小科智能体

# 产品周期：入局者滚筒时间线

活水洗地热潮下，2025年头部品牌云鲸/追觅快速追赶(3月/5月)，石头预期即将切入(10月)，新锐品牌也不断热烈加入。

相较而言，竞品普遍将滚筒产品主打高端，产品线丰富度相对欠缺：云鲸智能相关产品4K+元、追觅科技/mova5k~7k+元、3i甚至8k+元、Uwant则仅限入门；

反观科沃斯：自第1代X8推出之后，2025Q1以T80迅速切入主流3k价格带“性价比”市场，Q3又以X11迭代5k价格带“高性能”市场，两端节奏直观引领行业。

今年各家滚筒新品（按价格由低到高排序）

	UWANT U300 Max	萤石 RX30 MAX	云鲸智能			追觅科技 MOVA Z60 Pro	追觅科技			3i F1 Pro
上市时间	2025年4月	2025年1月	2025年8月	2025年3月	2025年9月	2025年7月	2025年5月	2025年8月	2025年7月	2025年4月
价格(元)	3499	4099	4099	4599	4999	5499	5999	6299	7599	8599
国补后价格(元)	2974元	3485元	3484元	3739	4149元	4674元	5100元	5254元	5813元	7309元
吸尘能力	18000Pa	10000Pa	20000Pa	22000Pa	25000Pa	19000Pa	25000Pa	30000Pa	25000Pa	25000Pa
拖布形态	6孔活水滚筒式拖布+高速高压 机身贴边清洁	32孔恒压活水滚筒式拖布+D型机 身贴边清洁	16孔活水履带式拖把+智能拖把外扩+加宽	16孔活水履带式拖布+动态贴边外扩	16孔活水履带式拖布+动态贴边外扩	16孔3D立体蓬松滚筒式拖布+动态贴边外扩	24孔活水履带式拖布+动态贴边外扩	12孔活水滚筒式拖布+动态贴边外扩+加压加宽	24孔活水履带式拖布+动态贴边外扩	12孔蒸汽活水滚筒式拖布+机械臂滚筒贴边无死角
导航类型	LDS	嵌入式dToF	嵌入式dToF	嵌入式dToF	嵌入式dToF	自升降LDS	自升降LDS	自升降LDS	自升降LDS	dToF激光雷达
避障系统	双线激光雷达+RGB摄像头	结构光+端云协同万物识别	AI单目红外补光+线性结构光	侧向结构光+双目视觉	线性结构光+双目视觉	双线激光+RGB AI+LED补光	AI升降全景激光雷达+主动式双目避障	AI升降全景激光雷达+主动式双目避障	AI升降全景激光雷达+主动式双目避障	双重3D结构光+AI识别
越障能力	2cm	2cm	4cm	4cm	4cm	8cm	6cm	4cm	6cm	2.5cm
机身厚度	97mm	93mm	95mm	95mm	95mm	96mm	97.5mm	97mm	97.5mm	112mm
最大拖地压力	20N	11N	12N	12N	12N	4100pa	18N	12N/4600pa	18N	8N

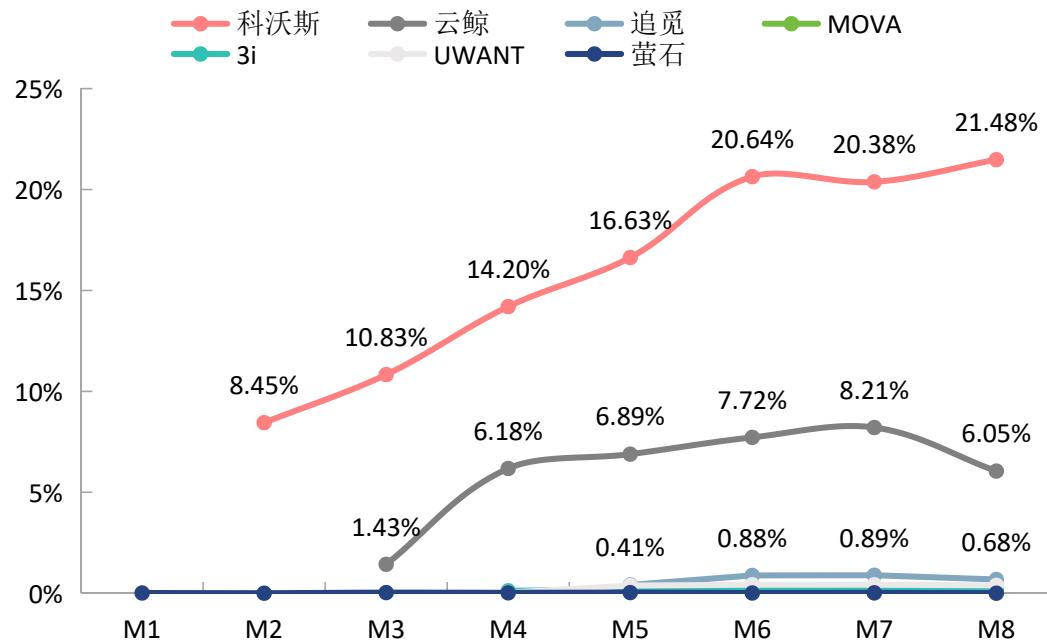
资料来源：天猫，京东，华安证券研究所

# 产品周期：份额表现不断提升

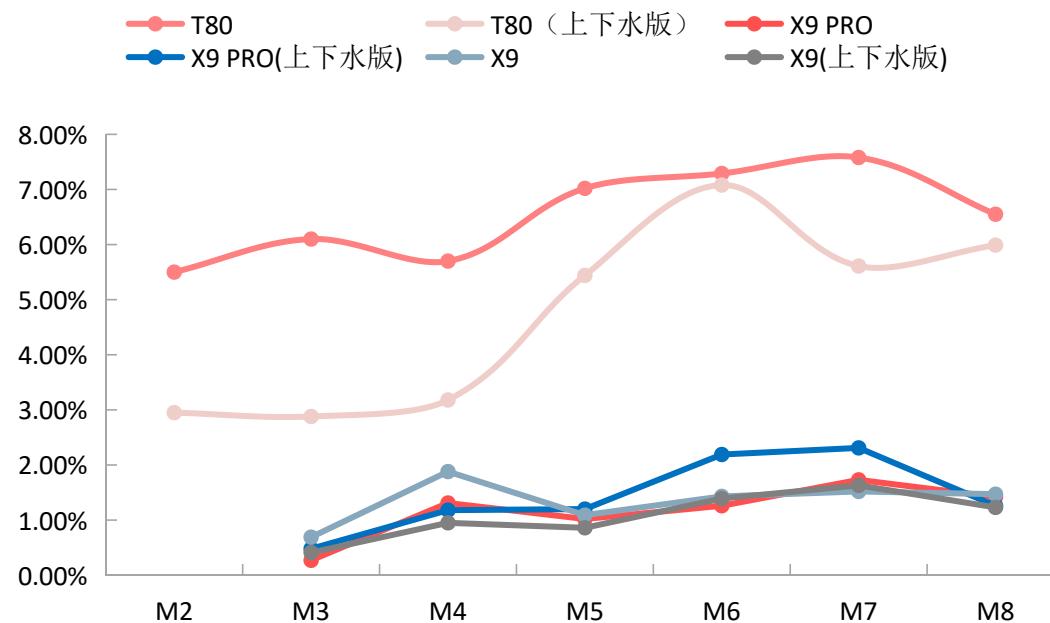
份额表现：科沃斯基于先发、聚焦、全价格带布局，25H1在滚筒市场遥遥领先（线上销额份额73%），整体份额逐月走高。

持续提升的原因：25H1公司以T80系列(性价比)发力，T系为拉动主因（销量T系60%/X系40%）；25H2以X11系列(高性能)升级高端，8月当月国内滚筒份额继续环比提升+1.1pct；同期竞品表现受此影响相对趋弱：云鲸智能/追觅科技/MOVA/3i/UWANT/萤石份额各自环比-2.16/-0.21/0.02/-0.07/-0.03/-0.02pct。

科沃斯&竞品品牌滚筒份额（占国内线上扫地机）



科沃斯分产品份额（占国内线上扫地机）



资料来源：奥维，华安证券研究所

注：8月科沃斯推出X11系列产品，加上X11系列市占科沃斯滚筒产品8月整体市占稳定。

资料来源：奥维，华安证券研究所

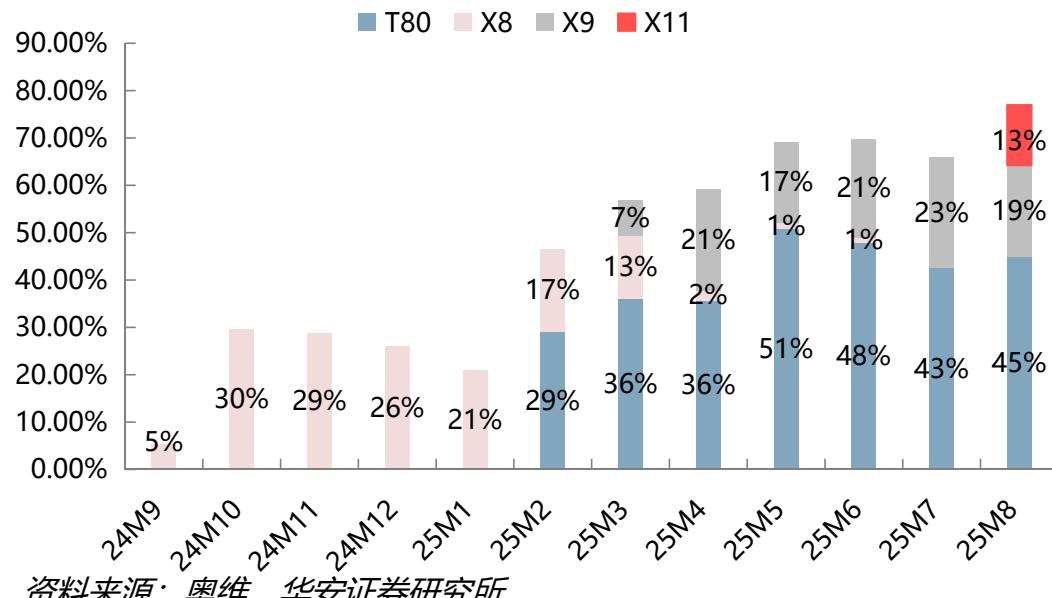
# 产品周期：结构表现优于同业

**份额逻辑：**面对同类产品相继追赶，科沃斯更为纯粹的产品结构及较为快速的迭代节奏，是其增速持续快于行业的核心。

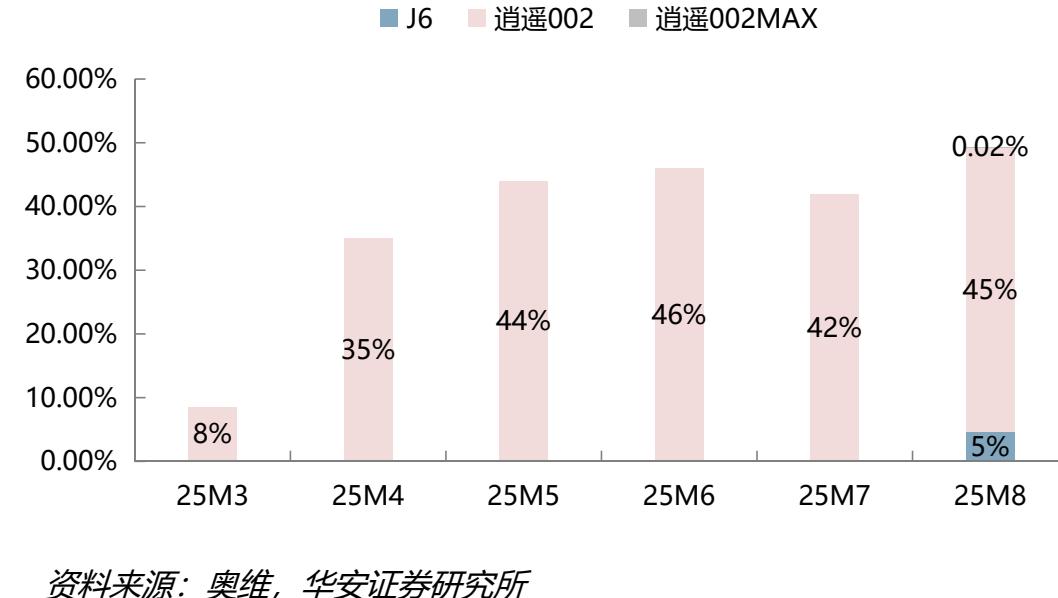
公司滚筒比重最新触达**75+%** (X11推出单月比重13%)，反观竞品之中推出较早的云鲸滚筒比重基本稳定在**50+%**；

当前主流3500+以上市场（占比60-70%），公司通过3k/4k/5k+元产品矩阵，分部拉动了不同需求份额。

科沃斯滚筒系列占比—国内线上



云鲸智能滚筒系列占比—国内线上



# 未来预期差：海外追赶—整体空间

**下一阶段公司跑赢行业的增长抓手：渗透增量（产品周期对抗内销基数）+出海增量（出海周期打开更多空间）。**

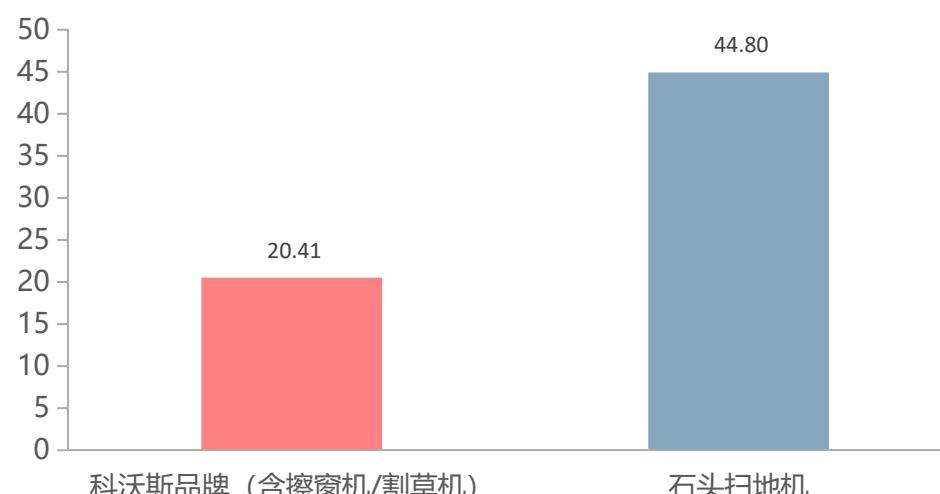
**参考财报：**预计2025H1科沃斯（机器人）、石头科技（扫地机）海外体量分别对应~20/45e元；

**参考IDC：**2025H1全球扫地机销量份额，科沃斯、石头科技分别对应~13.9%/20.7%；

——现存差距(年化约50亿元以上海外规模差距)也对应下一阶段的追赶空间，**假定科沃斯品牌2025-2027年海外增长50%/40%/30%，对应海外空间可达50/70/91亿元。**

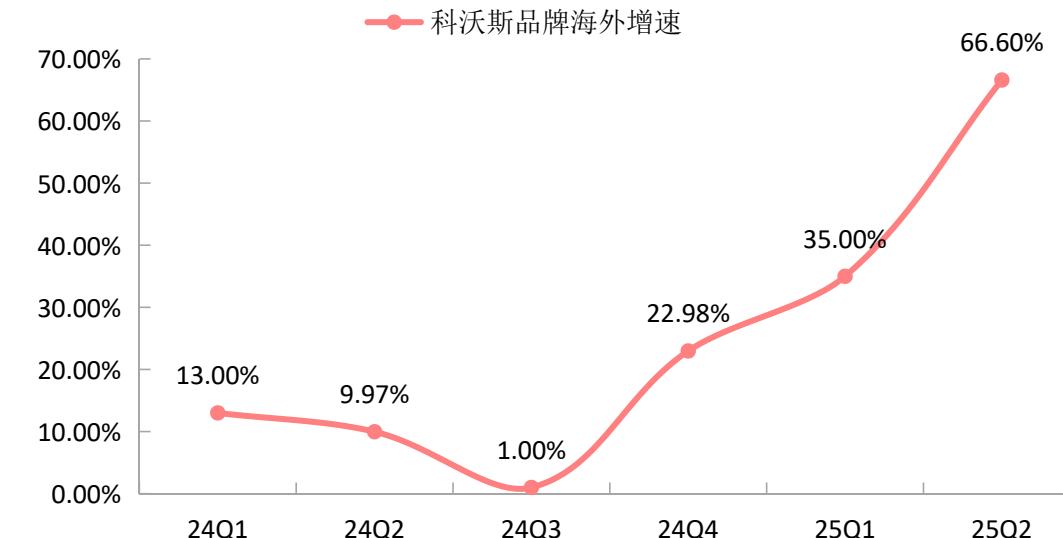
**当前优化：**预计24Q3/24Q4/25Q1/25Q2科沃斯品牌海外同比+1/23/35/67%增长已有加速，25H2更有滚筒出海接力。

25H1科沃斯品牌、石头科技品牌海外收入（亿元）



资料来源：公司财报，华安证券研究所预测

科沃斯品牌季度海外增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所预测

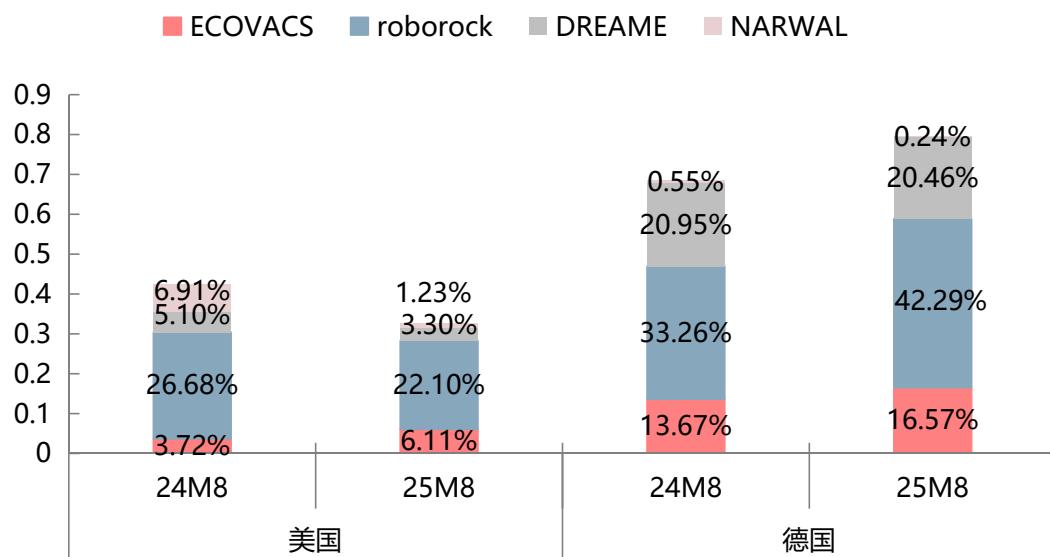
# 未来预期差：海外追赶一区域空间

**区域角度，美、德核心市场公司皆存一倍以上增长空间。**

**近期三方跟踪初步印证我们推断：**①线上美亚/德亚以TOP100计，科沃斯两地M8最新份额较去年同期提升+2/+3pct（相较石头未来仍有空间）；②线上美亚/德亚GMV，科沃斯两地M8最新GMV较去年同期+999%/+256%，同比实现**多倍高增**。

**早期出海模式有异拉开差距：**石头科技/追觅科技分销更高模式更轻，初期可以快速撬动海外杠杆；科沃斯长期主打直营，初期偏慢，但一定意义上也利于产品/渠道话语权掌控，考虑活水洗地产品正处从0-1出海渗透阶段，直营体系更有益当前推新响应。

四大品牌美亚/德亚扫地机份额（以TOP100销额计）



资料来源：卖家精灵，华安证券研究所

扫地机四大品牌海外渠道体系（直营/经销）

渠道模式	
科沃斯	主打直营
石头科技	主打经销，25H1直营经销4:6/后续有望5:5
追觅科技	主打经销，借助小米慕辰等经销商快速出海
云鲸智能	23年出海，切入较晚，经销直销结合

资料来源：公司公告，雨果网，江南电器工具联盟，猫财经，华安证券研究所

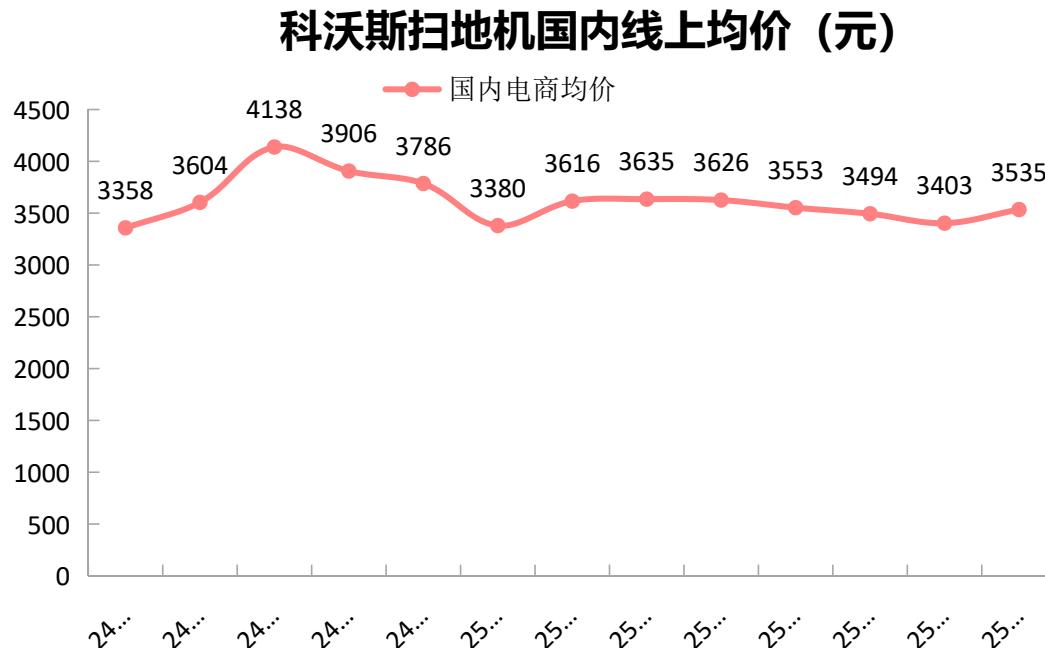
# 未来预期差：海外追赶一均价空间

**均价/毛利角度，滚筒出海同样类比21年基站出海带来的量价齐升。**

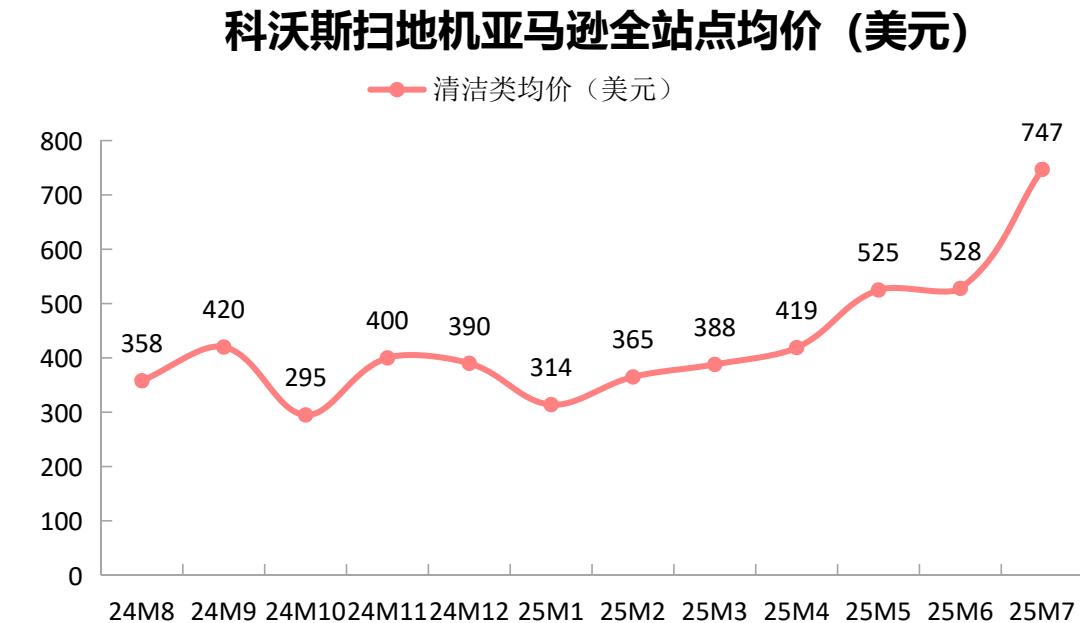
**从均价看：**公司国内均价基本稳定、海外均价持续提升（源于公司24年重点上市\$ 500中端产品、2025年重点上市\$ 800高端产品，最新X11内销定价¥ 5.5-6k/海外定价预计\$1500，**我们预期海外均价提升趋势持续。**

**从毛利看：**公司整体毛利率Q1/Q2环比+6.2/+0.05pct（Q2存洗地机美国关税影响，预计扫地机部分提升）。

**从均价看毛利率弹性：**我们预计滚筒新品占比每+10pct可拉动毛利优化+3pct /海外占比提升亦可带来毛利优化。



资料来源：奥维，华安证券研究所



资料来源：久谦，华安证券研究所

# PART 2

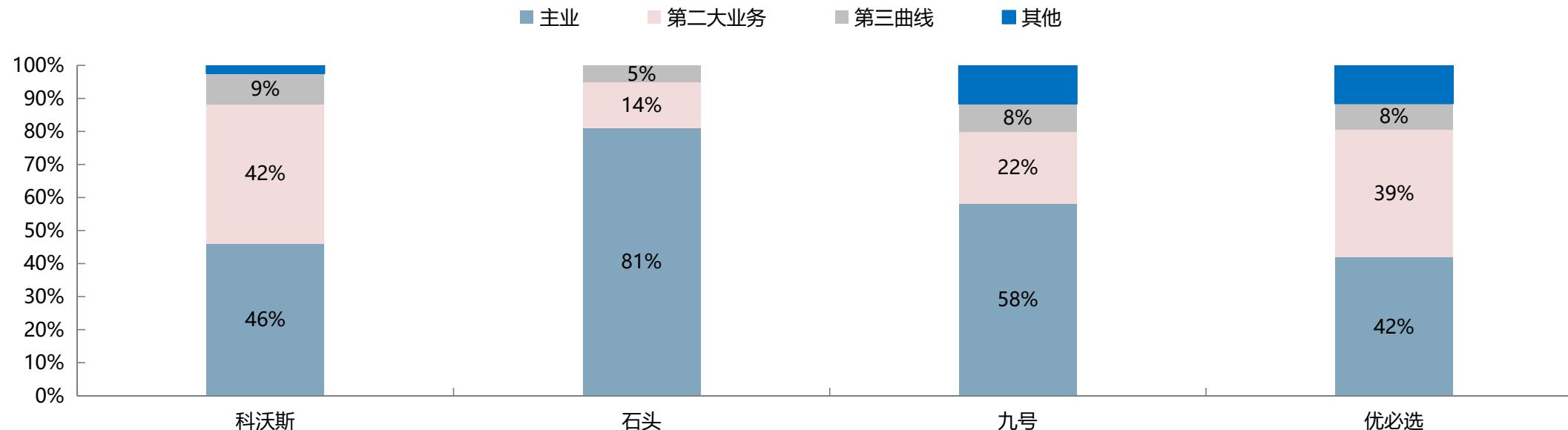
## 未来预期差2：平台化空间

# 未来预期差：平台化空间

**另一核心业绩增量：第三曲线。**科沃斯早自21年起，两大支柱扫地/洗地机已有近同等规模利润，构筑稳定基本盘与现金流；25年起新业务预计可达10亿以上规模级别（割草/擦窗/空净机器人合计），从早期亏损(23年亏损预计3亿元)到当前步入盈利周期，成为未来重要成长增量。

**类比参照九号公司、优必选等同类消费级机器人典型标的：**平台化曲线打造在打开持续成长空间、提供盈利弹性的同时，更可在“成长性”之上提升公司经营表现的“确定性”。

头部消费级机器人收入结构 (25H1)



资料来源：公司财报，华安证券研究所预测

注：主业/第二大业务/第三曲线——科沃斯分别为扫地机/洗地机/割草机擦窗机空净等、石头科技分别为扫地机/洗地机/洗衣机、九号公司分别为两轮车/滑板车/割草机、优必选分别为消费机器人/教育机器人/人形机器人。

# 未来预期差：空间测算（第三曲线）

**初步测算：未来3年公司第三曲线收入有望达到50亿元+（除扫地/洗地机之外，割草/泳池等家用消费级机器人已约300亿元容量，预设行业CAGR30%/份额10%即能对应50亿元规模空间，市场“长坡厚雪”，上述规模空间对应25-27年CAGR70%增速空间、5亿元盈利空间（以净利率10%计）。**

**测算方式①-整体预测：**25年行业约300亿元规模，假定行业CAGR30%/27年份额10%，**对应27年第三曲线合计约50亿元；**

**测算方式②-分部预测：**割草机，假定行业CAGR50%/27年份额10%（IDC显示25H1全球割草机器人出货234wt，同比+327%），**对应43亿元**；擦窗机，假定行业CAGR15%/27年份额50%，**对应11亿元**；泳池机（潜在），假定行业CAGR20%/27年份额5%，**对应6亿元**；**同样合计27年第三曲线60亿元，两类测算结论基本一致。**

家用消费机器人现有规模、TOP1（亿元）

单位：亿元	25E行业规模	行业TOP1	TOP1市占	TOP1品类25E收入	TOP1推出时间	科沃斯推出时间
扫地机	800	石头科技	20%	160	2016年	2009年
洗地机	420	添可	21%	87	2020年	2020年
擦窗机	16	科沃斯	50%	8	2011年	2011年
割草机	190	富士华	26%	50	1995年	2022年
泳池机	80	Maytronics	40%	32	1983年	未推出
扫雪机	3	汉阳科技	100%	3	2022年	未推出
<b>合计（除扫地/洗地）</b>				<b>289</b>		
<b>25-27年行业GAGR</b>				<b>30%</b>		
<b>27年科沃斯市占率</b>				<b>10%</b>		
<b>27年科沃斯新业务收入</b>				<b>48.84</b>		
<b>25-27年新业务收入CAGR</b>				<b>69.50%</b>		

资料来源：各公司财报，LiPro智能机器人，IDC，银创机器人行业资讯，硬科技洞察，Business Research，机器人前瞻，Bosson Research，机器人大讲堂，大数跨境，久谦，汉阳科技公众号，电池先锋，高工移动机器人，石粉之家，财联社，华安证券研究所预测

公司新品类空间预测（亿元）

	科沃斯25E	科沃斯27E
擦窗机收入贡献	8	11
<b>行业规模（25-27CAGR15%）</b>	<b>16</b>	<b>21</b>
<b>市占率</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
割草机收入贡献	9	43
<b>行业规模（25-27CAGR50%）</b>	<b>190</b>	<b>428</b>
<b>市占率</b>	<b>5%</b>	<b>10%</b>
泳池机潜在贡献	6	
<b>行业规模（25-27CAGR20%）</b>	<b>80</b>	<b>115</b>
<b>市占率</b>		<b>5%</b>
<b>科沃斯新品类收入合计</b>	<b>17</b>	<b>60</b>
<b>25-27年新业务合计收入CAGR</b>		<b>88%</b>
<b>新业务占收入比</b>	<b>9%</b>	<b>24%</b>
科沃斯新品类净利率		10%
<b>科沃斯新品类利润合计</b>		<b>6</b>

资料来源：LiPro智能机器人，IDC，银创机器人行业资讯，棱角机器人，Business Research，华安证券研究所预测  
注：预计空气净化机器人行业规模不到1亿，科沃斯第三曲线当前核心贡献割草机、擦窗机。

# PART 3

## 未来预期差3：产业链空间

# 未来预期差：产业链空间

从CR4公司产业链布局可见：**科沃斯最早开启前瞻机器人生态孵化、战略投资相对成功，核心聚焦自身移动机器人平台进行产业链和上下游投资延展，2024-2025年公司动作更多围绕设立产业基金、机器人新品类孵化（泳池机）与机器人本体/部件制造项目。**CR4其余品牌，追觅科技对多元扩张**最为激进但协同效应偏弱**；云鲸智能对投资节奏**最为保守**；石头科技前期相对专注主业塑造，近年**正处试水**以匹配洗地机/洗衣机/割草机等新品类拓展。

科沃斯、石头科技、追觅科技、云鲸智能产业链布局

	科沃斯	石头科技	追觅科技	云鲸智能
自研	室内机器人 扫地机器人、擦窗机器人、空气净化机器人	扫地机器人	扫地机器人	扫地机器人
	户外机器人 割草机器人	割草机器人	割草机器人、泳池机器人	\
	商用机器人 商用清洁机器人	商用清洁机器人	送餐机器人	\
	人形/四足机器人	\	21年仿生四足机器狗、23年通用人形机器人	\
参投孵化	➤ <b>制造：</b> 25年7月签约2亿核心部件及机器人本体制造项目。 ➤ <b>基金：</b> 24年与苏创投发起设立科沃斯隐峰泛机器人基金； ➤ <b>投资：</b> 25年1月战略投资泳池机器人新锐企业智橙动力。此前已战投仙工智能（商清）、睿尔曼智能（机械臂/关节）、北醒（激光雷达）、炬佑智能（ToF/智能光传感）等多家产业链公司；投资公司产品涉及医疗、新零售、智驾、教具多个消费领域。	24年6-11月相继成立南京石头科技创新科技、惠州石头科技启迪科技、杭州石头科技启迪科技、苏州科界航科技有限公司，涉及智能机器人、AI领域。	➤ <b>基金：</b> 24年8月面向AI+机器人赛道成立追创创投。 ➤ <b>领投：</b> 24年12月投资 <b>具身智能机器人</b> 公司魔法原子，25年领投泳池机器人公司浪涌未来（ <b>追觅科技生态链企业</b> ）、联合领投“机器人大脑”千诀科技（决策与规划大模型） ➤ <b>孵化：</b> 25年1月孵化3D打印原子重塑。	
路线	立足自身移动机器人技术实现市场多元化	围绕家庭用户需求，发展成为大众认知品牌	从智能清洁科技公司到机器人产业集群的机器人生态链打造	未来从平面清洁进化到空间清洁

# 未来预期差：未来Option（降本/研发/合作）

科沃斯机器人产业链布局历时长达10年之久（2016年成立科沃斯战投部），每年均有典型项目（合计投资孵化数量已超上百家）。

未来可能：①除地平线上市外新的优质项目带来直接业绩增厚；②合作空间（投资赋能+自研自产+产业合作）E.g.炬佑智能、芯视界ToF雷达导航赋能，地平线高算力芯片搭载，仙工智能商业清洁机器人合作等等。

科沃斯产业链孵化项目时间线

2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
乐派特（编程机器人玩具/教具）	成立科沃斯战投部	钛米机器人（医疗机器人）	狗尾草科技（AI虚拟生命）	竹间智能（情绪识别/智能对话）	地平线（芯片）	旷通科技（通信终端设备）	朗镜科技（零售机器人）	睿尔曼智能（机械臂）	与苏创投发起设立科沃斯隐峰泛机器人基金	智橙动力（泳池机器人）
	北醒（激光雷达）		仙知机器人（AMR控制器）	炬佑智能（ToF/智能光传感）	仙工智能（机器人控制系统/商业清洁机器人合作）	诺菲纳米科技（纳米新材料）	健新医疗（诊疗一体化手术机器人）	纳博特（多轴运动控制）	因时机器人（精密伺服）	成立擎鼎具身（具身智能）
					感图（AI机器视觉）	益超医疗机械（微创手术机器人）				签约2亿核心部件及机器人本体制造项目
					时识科技（类脑芯片）	斯蒲科技（AI和机器人创业孵化）				
					芯视界（dTof）					

资料来源：科沃斯官网，企查查，天眼查，张通社，旷通科技官方公众号，科创板日报，江南电器工具联盟，钛媒体创投家，多维计划网，君曜资本官方公众号，创客公社，维科网人形机器人，毕友智库，高工机器人，创新创业汇，星允资本官方公众号，执中ZERONE，泰山财经，华安证券研究所

# PART 4

## 定价探讨

# 盈利估值

我们预计公司2025-27年收入198/229/257亿元、同比+19/16/12%；归母21/26/30亿元、同比+155/27/16%；PE对应30/23/20X。

**收入假设：**1) 科沃斯品牌：2025/2026/2027年同比国内+20/10/5%、海外+50/40/30%；2) 添可品牌：2025/2026/2027年同比国内+4/3/2%、海外+12/10/8%。国内25H2国补基数影响有所降速、海外产品优化+渠道背书下高增。

**盈利假设：**1) **毛利率：**滚筒占比提升+海外占比提升（25H1国内滚筒占比70%/海外初期，25H1毛利率49.7%较24年毛利率+3pct）、**美国关税影响**（美国收入占比不到20%，测算预计关税对毛利率影响约1.5pct）；2) **费用率：**竞争趋缓+公司费投优化+产品矩阵管理能力的优化提供向上提效空间，表现在销售费率/管理费率优化。

分部增速/毛利预测

	24A	25H1	25E	26E	27E
科沃斯品牌收入 (亿元)	80.82	48.05	107.00	132.72	156.88
YOY	4%	50%	32%	24%	18%
国内YOY	1%	34%	20%	10%	5%
海外YOY	12%	53%	50%	40%	30%
添可品牌收入 (亿元)	80.61	36.61	86.62	91.93	96.34
YOY	11%	9%	7%	6%	5%
国内YOY	6%	7%	4%	3%	2%
海外YOY	18%	12%	12%	10%	8%
其他业务收入 (亿元)	4	2	4	4	4
收入 (亿元)	165.42	86.76	197.60	228.64	257.20
总收入YOY	6.71%	24.37%	19.45%	15.71%	12.49%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

盈利预测

	24A	25H1	25E	26E	27E
毛利率	46.52%	49.71%	49.71%	50.30%	50.45%
销售费用率	30.33%	29.99%	29.70%	29.30%	28.60%
管理费用率	3.40%	3.22%	3.35%	3.33%	3.31%
研发费用率	5.35%	5.85%	5.35%	5.35%	5.35%
净利率	4.87%	11.29%	10.40%	11.39%	11.73%
归母净利润 (亿元)	8.06	9.79	20.54	26.04	30.16
归母净利润YOY	31.70%	60.84%	154.84%	26.78%	15.80%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

# 全文结论

**投资逻辑：如何看待科沃斯未来潜力空间？重点把握①产品周期&全球化+②平台化+③产业链三重预期差。**

**定价空间：**我们预计2025年扫地&洗地+新业务扣非利润20亿（H1另有投资收益0.65亿+）。基于三年维度我们认为，我们认为公司2027年可看扫地&洗地机利润25亿元+第三曲线5亿元，此外机器人产业链孵化布局开花结果，提供进一步额外弹性Option——以上三大逻辑共同推升公司定价空间超越历史。

可比公司盈利估值

公司	市值 (亿元)	收入YOY			利润YOY			PE		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
石头科技	534	53%	23%	16%	-6%	29%	21%	28	22	18
九号公司	479	48%	29%	28%	84%	36%	39%	24	18	13
安克创新	660	33%	27%	22%	25%	29%	24%	25	19	16
绿联科技	274	39%	30%	26%	41%	37%	33%	42	31	23
萤石网络	257	10%	9%	8%	35%	18%	14%	38	32	28
影石创新	1212	51%	41%	36%	18%	46%	41%	103	71	50
鸣志电器	306	4%	10%	10%	4%	46%	51%	378	259	172
优必选	922HKD	51%	41%	32%	5%	31%	62%	(55)	(80)	(209)
均值								73	46	14
科沃斯	558	19%	16%	12%	155%	27%	16%	30	23	20

资料来源：wind (注：股价对应2025/09/23收盘价，鸣志电器、优必选、影石创新参考wind一致预期)，华安证券研究所预测

# 风险提示

---

## 1、三方数据失真

报告中多处引用三方数据，可能同实际情况存在不一致，导致本报告结论存在偏差。

## 2、数据测算偏差

报告中公司最新盈利预测等的结果依托行业发展趋势、公司财报、公开信息等测算所得，可能存在偏差。

## 3、产品不及预期

国内外市场需求可能导致新品落地效果不及预期，导致本报告结论存在偏差。

## 4、品牌竞争加剧

若品牌竞争加剧发起价格战或推出创新产品，可能相关公司或产品表现低于预期。

## 5、渠道扩展不及预期

若渠道扩张进度不及预期，将影响公司收入增速。

## 6、财务风险

公司经营规范、盈利能力良好，但若未来涉及资产冻结、债务违约、重大亏损等，或对公司经营造成影响。

# 重要声明

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持！

邓 欣 S0010524010001