

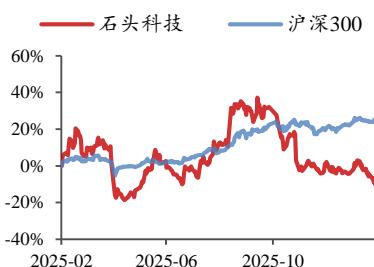
石头科技 (688169.SH)

2026年02月04日

投资评级：买入（维持）

日期	2026/2/4
当前股价(元)	147.32
一年最高最低(元)	272.42/141.51
总市值(亿元)	381.72
流通市值(亿元)	381.72
总股本(亿股)	2.59
流通股本(亿股)	2.59
近3个月换手率(%)	98.77

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q3 收入延续高增，扣非净利率

环比改善—公司信息更新报告》

-2025.10.31

《2025Q2 主业利润率拐点已现超预期，期待新品+新品类+新市场持续增

量—公司信息更新报告》-2025.8.17

《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—公

司深度报告》-2025.7.22

新业务大幅减亏+扫地机行业竞争缓和，2026年净利率迎拐点
——公司深度报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

蒋奕峰（联系人）

jiangyifeng@kysec.cn

证书编号: S0790124070039

● 新业务大幅减亏+行业竞争缓和，净利率迎拐点，维持“买入”评级

2026年公司洗衣机/洗地机/割草机预计分别减亏4/2/1亿元，预计洗地机整体、扫地机国内市场有望扭亏为盈，割草机有望实现盈亏平衡，考虑到2025H2内销市场自补对净利润产生负面影响以及新业务亏损，2026年新业务大幅减亏以及外销市场20%以上增长，我们下调2025年、上调2026-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为13.4/24.1/32.0亿元（2025-2027年原值分别为15.3/23.8/31.4亿元），对应EPS为5.17/9.28/12.35元，当前股价对应PE为27.6/15.4/11.5倍。石头科技已成扫地机器人全球第一品牌，看好公司品牌优先策略下，收入规模快速提升，盈利能力企稳改善，维持“买入”评级。

● 核心问题：石头科技内销没有持续亏损的逻辑

问题一：石头2025Q3亏损，科沃斯盈利的主要原因是（1）成本方面，石头采用“加量不加价”策略，新品对较多功能进行迭代升级，导致总成本没有明显下降，科沃斯主要强调滚筒活水洗地机功能，并采用极致降本策略，主力产品成本较石头低约500元；（2）营销效率方面，科沃斯“活水先地、不以脏拖脏”的营销概念更容易被消费者接受，有更高的营销效率。我们预计2026年石头将会推出多款滚筒产品以应对行业竞争，同时，双转盘和平板拖产品可以保持更高毛利。

问题二：石头内销没有长期亏损的逻辑，主要是因为（1）用“滚筒”打“滚筒”，与竞品成本差异大幅缩小，即使行业继续发起自补，也不会同现很大盈利差异；（2）2026年我们预计石头会采取双转盘+滚筒+平板拖多方案并行的策略，滚筒用来应对价格竞争，双转盘和平板拖由于竞品不再迭代，可以保持更稳定的价格。

问题三：2026年国补政策对石头科技的影响，2026年我们预计扫地机品类没有国补只有区域补贴，公司不再进行自补情况下盈利能力有望环比回升，且石头2025年的净利润主要来源为海外，国内即使不产生盈利也对净利润将不构成影响。

● 2026年扫地机器人行业竞争进一步缓和，“突发”应对价格战的次数将减少

我们预计扫地机行业竞争缓和，龙头效应凸显，分品牌来看：（1）iRobot：杉川作为其最大ODM代工商，出于自救行为收购股权，低成本运营策略下，预计份额持续流失。（2）追觅：国内在费用投放减弱下，市场份额已降至个位数；北美市场份额仍为个位数；石头加速拓展西南欧后，追觅欧洲核心市场增速放缓；（3）云鲸：国内市场份额徘徊不前，海外市场销售占比低，成本较高，导致盈利情况持续不佳。（4）大疆：2025年推出首款ROMO系列产品，新品首发后市占率明显下滑并且处在低位。（5）美的：2024年扫地机业务亏损超2亿元后，战略方向转移，投入减少下市占率下滑显著。（6）科沃斯：对净利润的要求高。

● 未来展望：新渠道、新区域、新品类带来新动能，预计26年外销增20%+

我们认为石头在全球仍然具有较高的天花板，新渠道、新区域及新品类将为公司发展提供新的动能。（1）新渠道：扫地机美国线下持续拓展，石头扫地机产品突破Costco渠道，Target渠道SKU增加。（2）新区域：法国、西南欧、东欧市场份额稳步提升，俄罗斯、澳洲、中东、东南亚及市场持续突破。（3）新品类：洗地机国内市场占有率形成突围，海外市场入驻加速；割草机业务在2026年CES展上发布多款新品，德国市场正式开售，预计三月发货，2026年有望实现盈利。

● 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

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,654	11,945	18,538	23,216	28,956
YOY(%)	30.5	38.0	55.2	25.2	24.7
归母净利润(百万元)	2,051	1,977	1,340	2,405	3,200
YOY(%)	73.3	-3.6	-32.2	79.4	33.1
毛利率(%)	53.9	50.1	44.0	44.2	44.4
净利率(%)	23.7	16.5	7.2	10.4	11.0
ROE(%)	18.0	15.4	9.6	15.2	17.4
EPS(摊薄/元)	7.92	7.63	5.17	9.28	12.35
P/E(倍)	18.0	18.7	27.6	15.4	11.5
P/B(倍)	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 市场的担心：净利率下跌与行业竞争何时能改善	4
2、 内销市场：没有长期亏损逻辑	6
2.1、 问题一：石头 2025Q3 国内业务亏损，科沃斯能实现盈利的原因	6
2.2、 问题二：石头科技内销没有长期亏损的逻辑	7
2.3、 问题三：2026 年国补政策对石头科技的影响	9
3、 2026 年扫地机器人行业竞争进一步缓和，“突发”应对价格战的次数将减少	10
3.1、 iRobot：杉川收购 iRobot 股权，未来低投入下份额预计持续流失	10
3.2、 追觅：国内扫地机费用投放减少、海外市占率提升陷入瓶颈	11
3.2.1、 国内：费用投放减弱下，市场份额已降至个位数	11
3.2.2、 海外：北美市占率个位数，欧洲核心市场增速放缓，美国&西南欧竞争或加剧	12
3.3、 云鲸：国内市场份额徘徊，海外市场无明显进展	13
3.4、 其他品牌：新进入者声量不大，传统家电巨头减少投入	14
4、 石头天花板仍很高：新渠道、新区域、新品类带来新动能	15
4.1、 国内：国补促进下渗透率持续提升，对标白电提升空间广阔	15
4.2、 美国：线上渠道份额领先，线下渠道延续突破	19
4.3、 欧洲：线上渠道的强势、西南欧市场持续突破	24
4.4、 亚太：韩国市占率保持领先，中东、东南亚及东亚成长空间大	27
4.5、 新品类：F25 洗地机入驻美国 Target 渠道，割草机发布多款新品	29
4.5.1、 洗地机：国内市占率持续突围，海外拓展步伐加速	29
4.5.2、 割草机：CES 展发布多款新品，多 SKU 布局针对不同场景解决用户痛点	30
4.5.3、 洗衣机：战略收缩下 2026 年预计减亏	33
4.6、 未来展望：身具智能新突破，朝智能家庭服务机器人方向持续迈进	33
5、 盈利预测与投资建议	34
6、 风险提示	34
附：财务预测摘要	35

图表目录

图 1： Q3 内销自补影响导致净利率下滑，整体业绩低于预期	4
图 2： 公司扫地机品类净利率相对稳定，2025Q3 内销亏损影响整体利润率	5
图 3： 科沃斯某款产品成本及主要供应商拆分	6
图 4： 石头国内 2025M10-11（双十一周期）市占率 37%，排名第一	7
图 5： 滚筒产品“活水洗地”卖点更易被接受	7
图 6： 石头 CES 展发布三款新品（Saros 20、Saros 20Sonic、Saros Rover）	9
图 7： P20 Ultra Plus 京东渠道京东自营及官方旗舰店价格趋同，回归历史高位	10
图 8： iRobot 全系列产品均为杉川 ODM 代工	11
图 9： 2025M10/M11 追觅市场份额分别为 7.9%/9.1%	12
图 10： 2025 年追觅美国亚马逊市占率维持个位数	12
图 11： 2025Q4 追觅美国亚马逊扫地机产品均价 615 美元 (-7%)	12
图 12： 2025M11 追觅德国/意大利/西班牙/法国市占率分别为 22.7%/29.1%/18.4%/22.7%	13
图 13： 云鲸 2025Q4 销售额 8.0 亿元 (-47.2%)，增速下滑明显	14
图 14： 内销市场云鲸均价下滑，市占率难有突破	14
图 15： 大疆市占率维持较低水平	15

图 16: 美的 2025 年全年仅推出灵眸 V15 Pro 一款重点产品，投入减少下市占率明显下滑.....	15
图 17: 中国 2025Q1-Q3 扫地机行业销售额 103.1 亿元 (+47.0%)	15
图 18: 中国 2025Q1-Q3 扫地机产品均价 3351 元 (+2.0%)	15
图 19: 石头国内 2025Q4 市占率 37%，排名第一	16
图 20: 石头 2026M1 推出滚筒新品 P20 Ultra 活水版，保持高性能同时兼具性价比	17
图 21: 西班牙、美国和中国台湾市场成熟度高，渗透率分别达 21.3%/15.8%/15.3%.....	17
图 22: 空调借助家电下乡快速覆盖下沉市场需求实现渗透率快速提升，扫地机对标空间广阔	18
图 23: 2024 年美国真空吸尘器品类销售电商零售占比 41.9% (+0.5pct)，线下仍然为主要渠道.....	19
图 24: 2025Q3 石头北美区收入增长 25%	19
图 25: 2025Q3 石头北美亚马逊收入 7721 万美元 (+21%)	19
图 26: 美国亚马逊石头 2025Q4 市占率 32%，排名第一	20
图 27: 石头美国线下 Target 及 Costco 渠道实现突破	21
图 28: Target 洛杉矶区域（邮编 90001）石头主销产品 12 公里内 20 家门店支持自提（2024 年仅 3 家）	22
图 29: Costco 洛杉矶区域（邮编 90001）石头主销产品 12 公里内 6 家门店支持自提	22
图 30: 2025Q3 石头欧洲区收入预计增长 51%	24
图 31: 2025Q3 石头德美亚马逊收入 4688 万欧元 (+44%)	24
图 32: 石头科技与西班牙足球俱乐部皇家马德里在马德里正式签署全球战略合作伙伴协议	24
图 33: 2025Q4 德国亚马逊石头/追觅/科沃斯市占率分别为 39%/23%/19%.....	25
图 34: 2025M11 石头西班牙亚马逊市占率为 23.3%，排名第一	26
图 35: 2025M11 石头意大利亚马逊市占率 19.9%，排名第一	26
图 36: 2025Q3 亚太区收入预计增长 51%	27
图 37: 2024 年韩国扫地机销售额为 2.68 亿美元 (+4%)	27
图 38: 2024 年澳大利亚扫地机销售额为 1.38 亿美元 (+9%)	27
图 39: 2024 年中国台湾扫地机销售额为 1.26 亿美元 (+10%)	28
图 40: 2024 年印度尼西亚扫地机销售额为 0.22 亿美元 (+17%)	28
图 41: 2024 年中东非扫地机销售额为 0.69 亿美元 (+11%)	28
图 42: 2024 年马来西亚扫地机销售额为 0.20 亿美元 (+10%)	28
图 43: 2024 年石头在澳大利亚/阿联酋/以色列/印度尼西亚/马来西亚市占率分别为 25%/23%/20%/14%/8%.....	29
图 44: 2025Q3 中国洗地机内销额 17.8 亿元 (+55%)	29
图 45: 2025Q3 石头洗地机内销额 4.2 亿元 (+1250%)，市占率 23.8% (+21.1pct)	29
图 46: 石头 F25 成功入驻美国 Target 线下渠道	30
图 47: 石头科技推出三款割草机器人新品（RockMow X1、RockMow X1 LiDAR、RockNeo Q1）	31
图 48: 2026 年 2 月石头科技割草机器人产品在德国市场正式开启销售	32
图 49: 石头扫地机器人 2025 年长手（机械臂），2026 年长腿（轮足），向具身智能方向持续迈进	33
表 1: 双转盘及滚筒产品在清洁能力、场景适配及产品维护方面各有优劣	8
表 2: 石头 Q7M5+ 及 QV35A 分列黑五大促前后半场 bestsellerTOP1 位置	20
表 3: 石头已经入住 Target 及 Costco 渠道	21
表 4: 中期角度石头全美范围入驻门店有望提升至 3140 家 (+)	23
表 5: 石头 QV35S 保持黑五大促全周期德国亚马逊 bestsellerTOP1 位置	25

1、市场的担心：净利率下跌与行业竞争何时能改善

2025Q3以来，公司股价出现下跌，主系以下原因：

(1) 2025Q3 国内扫地机业务亏损。公司由于 2025Q3 国家以旧换新补贴暂停，同行业厂商发起自补，公司为了维持市场占有率以及不影响双十一流量选择跟进，导致 2025Q3 国内扫地机、洗地机业务出现亏损。但是 2025Q3 外销的收入和净利率均符合预期。

(2) 2026 年如果扫地机器人行业没有国补，是否对石头和行业有较大影响。

(3) 担心国内外市场价格战以及未来净利率仍不稳定，业绩预测难度大。

(4) 2025Q3 洗衣机业绩仍亏损，对未来洗衣机以及新业务割草机品人的亏扣有担忧。

图1：Q3 内销自补影响导致净利率下滑，整体业绩低于预期



资料来源：Wind、开源证券研究所

2025 年公司净利率下降主要是非扫地机业务亏损带来的。由于 2025 年公司净利率下降较多，很多投资人直接归因于扫地机器人行业竞争加剧以及费用投放失控，实际上，2025 年净利率大幅下降的主要原因是非扫地机业务的亏损。我们预计 2025 年洗衣机业务亏损 5-6 亿元，洗地机亏损约 2 亿元，割草机器人由于开模具以及前期铺垫渠道等投入亏损约 1 亿元。我们推算 2025 年扫地机净利率仍有约 13%。

展望 2026 年，我们预计洗地机/洗地机/割草机/扫地机内销分别减亏约 4/2/1/1 亿元，并且洗地机、扫地机内销会扭亏为盈，割草机全年可实现盈亏平稳。收入端来看，预计扫地机外销可保持在 20%以上收入增长；扫地机内销由于不贡献太多净利润，收入增速或高或低对于整体净利润影响较小；洗地机全年收入有望达 40-50 亿元，且外销占比可达到 20-30%。

扫地机内销：2025 年扫地机品类净利率预计为微亏，亏损原因主系 2025Q3 国家以旧换新补贴暂停，同行业厂商发起自补，公司为了维持市场占有率以及不影响双十一流量选择跟进，叠加主力产品成本高于竞品，从而出现亏损。2026 年，推出滚筒新品以“滚筒打滚筒”补足成本劣势、并且暂时没有自补，较大概率扭亏为盈。

扫地机北美：2025年扫地机品类净利率预计为中高个位数，北美地区净利率同比2024年有较大下滑主系中美关税影响，2025Q3起公司越南产能已经能够满足北美出货需求，随着国内出品美国关税下降以及越南、马来西亚产能持续释放，净利率有望边际改善。随着突破美国COSTCO渠道，TARGET渠道增加SKU，未来线下或贡献更多增量。

欧洲：2025年扫地机品类净利率预计接近20%，2025Q2、Q3盈利能力保持相对稳定。随着法国、意大利等西南欧国家的快速布局，或成为拉动欧洲增长的新动能。

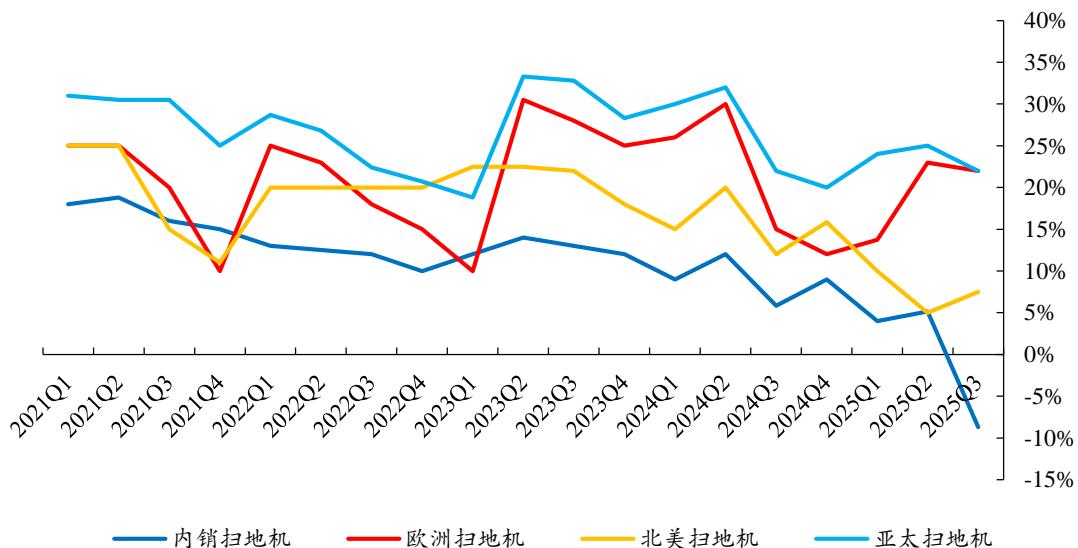
亚太：2025年扫地机品类净利率预计约20%，盈利能力保持相对稳定。俄罗斯市场、澳洲、中东、东南亚成为新的增长点。

影响石头科技2026年净利润的主要因素是洗衣机、洗地机、割草机以及扫地机内销的减亏，以及扫地机外销市场的增长。

根据IDC数据，2025Q1-Q3石头科技以378.8万台出货量及21.7%的市场份额排行全球第一，其中北美市场亚马逊平台扫地机市占率达40%；德国亚马逊平台市占率达到42%；亚太市场澳洲与中东亚马逊平台市占率稳居第一，日本市场洗地机销量同比暴涨500%。

我们看好2026年公司在北美区美国线下渠道拓展、欧洲区西南欧、东欧市场份额持续提升以及亚太区中东、东南亚稳步推进下，外销仍然维持20%以上增长。

图2：公司扫地机品类净利率相对稳定，2025Q3内销亏损影响整体利润率



资料来源：Wind、开源证券研究所

2、内销市场：没有长期亏损逻辑

2.1、问题一：石头 2025Q3 国内业务亏损，科沃斯能实现盈利的原因

产品策略：石头科技的产品策略是“加量不加价”策略。石头扫地机主力产品处于 4000 价格带，每年都会推出这个价格带新品，新品会增加新功能，例如 P20 Ultra Plus 增加了拖布拆装、吸力增大到 25000Pa、80 度洗拖布升级到 100 度，新增延墙结构光、45 度热风烘干升级到 55 度等，同时采用升降 LDS 方案成本也较高。石头的降本能力体现在了“加量不加价”，但是新品总成本并没有明显下降。科沃斯 2025 年产用的则是“极简”或“降本”产品策略，科沃斯的 T80S 主要强调滚筒活水洗地功能，并没有“堆料”很多新功能，因为科沃斯的降本体现在成本直接下降。此外，科沃斯通过增加零部件自供比例以及更换二线供应商，物料成本下降较多。石头在 2025Q3 用高成本的双转盘产品应对科沃斯低成本的滚筒产品，这是双方成本差距以及盈利能力差距的主要原因。

成本差异：我们拆解石头 P20 Ultra Plus 和科沃斯 T80S 的成本，发现成本有约 500 元的差异。本表格为科沃斯 T80S 刚上市时成本测算，伴随销量增长，预计当下硬件物料成本会低于表中测算值。

图3：科沃斯某款产品成本及主要供应商拆分

一级项目	成本（元）
硬件物料	约 1700
人工+机器折旧	约 300
销售费用+管理费用	1000+
研发均摊	150-200
仓储物流售后	300+

二级项目（硬件物料）	成本（元）
清洁模块	500+
传感器及导航	400+
全能基站	250-300
PCBA+主控芯片	150-200
电池组	约 50
结构及壳料件	约 200

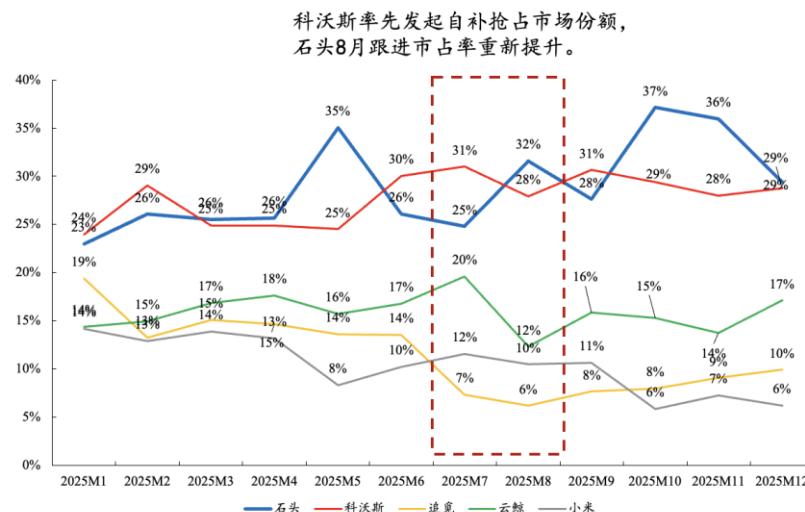
三级项目（清洁模块）	四级项目	供应厂商
恒压活水洗地系统	动态压力调节系统	外采
	电机	自产
高密度滚刷	滚刷	-
	尼龙纤维	外采
活水循环系统	喷淋系统	外采
	流量传感器	外采
吸尘电机	加热系统	-
		外采
水箱、水泵及精密机械结构	电控阀	外采
	液位传感器	
	污水刮条	
	污水箱	

三级项目（传感器及导航）	供应厂商
激光雷达	自产（传感器及激光发射器外采）
3D结构光模组	外采
视觉摄像头	外采
惯性测量模块	外采
接近传感器	外采
AI加速器	外采
主控芯片	外采

资料来源：开源证券研究所

营销效率：科沃斯能用低成本滚筒产品与石头高成本的双转盘产品竞争的主要原因在于，消费者对于“活水洗地、不以脏拖脏”这个营销概念较易接受，无需宣传其他功能就可以实现较好的营销转化效率。石头在 2025Q3 并无滚筒活水洗地产品，以双转盘产品应对，但石头在 2025Q4 开始推出滚筒产品 P20 活水版，就在一定程度上解决了这个问题。我们预计，2026 年石头会推出更多滚筒产品，2026 年 1 月已经推出新滚筒产品 P20 Ultra 活水版，进一步补全滚筒产品 SKU 以应对行业竞争。

科沃斯滚筒的成本优势+营销效率高，使 2025Q3 石头与科沃斯内销净利率出现分化。对于科沃斯来说，2025Q3 国补暂停后的自补，更像是一种以价换量，并非恶意价格竞争。对于石头来讲，7 月并没有跟进，但是由于 7 月内销市占率下降较多，担心影响到双十一流量，在 8 月开始跟进，最终造成 2025Q3 扫地机、洗地机内销出现亏损。

图4：石头国内 2025M10-11（双十一周期）市占率 37%，排名第一


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

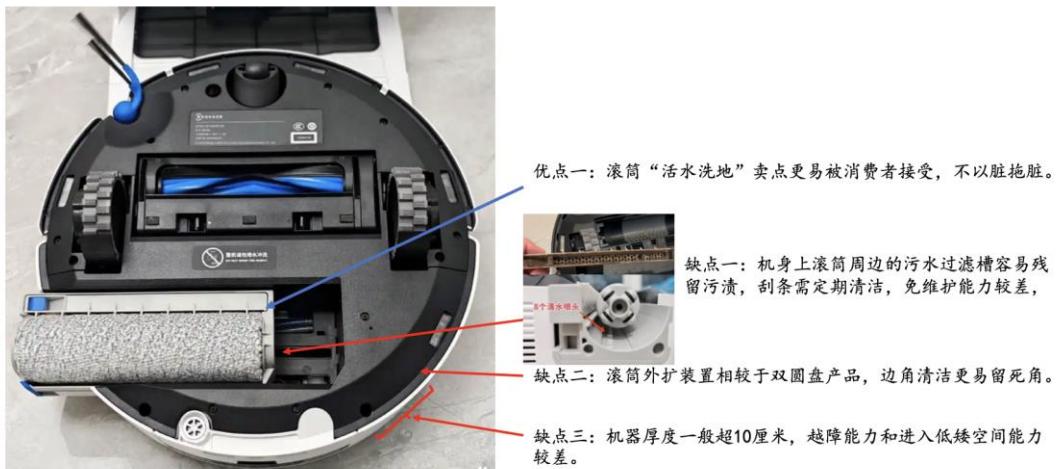
2.2、问题二：石头科技内销没有长期亏损的逻辑

我们认为 2026 年石头可以采取“滚筒打滚筒”的战略，石头与科沃斯的成本差异和营销效率差异将不再明显，内销净利率差异会缩小。我们主要回答以下问题来论证石头内销没有长期亏损逻辑：

(1) 滚筒方案是否会成为未来扫地机器人唯一的主流方案。滚筒方案的主要卖点“活水洗地”这个卖点是非常容易被消费者所接受，特别是初次接触扫地机器人的消费者，2025 年国内滚筒类扫地机占比不断提升。但随着消费者的反馈和口碑传播，滚筒类产品也暴露出一些问题。

滚筒产品的优点：活水洗地，不以脏拖脏。

滚筒产品的缺点：机身上滚筒周边的污水过滤槽容易残留污渍，还不能做到免维护，贴边能力、越障能力和进入低矮空间能力都不如双转盘产品。

图5：滚筒产品“活水洗地”卖点更易被接受


资料来源：开源证券研究所

表1：双转盘及滚筒产品在清洁能力、场景适配及产品维护方面各有优劣

	双转盘产品	滚筒产品
清洁原理	双转盘旋转+下压力反复清洁，多为定时补水/回洗，非实时自清洁	“喷淋-滚洗-刮挤-回收”闭环活水，边清洁边自洁，滚筒每转一圈被刮条刮净
	对地压强	下压力 14N，压强分散
清洁能力	双盘贴边灵活，机械臂可外扩，边角贴合度好	依赖伸缩滚筒（如 43mm）+加长边刷，边角清洁易留死角
	地毯防护	拖布抬升可达 3.5cm，无物理隔离
场景适配	顽固污渍可旋转多遍复拖，拖布脏后易产生二次污染	滚筒活水洗，重复滚洗相对困难，能够避免二次污染
	低矮家具	机身薄，通过率高
耗材	常规 4.5cm 越障（最高 8.8cm）	2cm 越障
	耗材	拖布更换相对频繁，单价较低
产品维护	免维护	免维护性相对较好，需定期清理污水槽
		免维护性相对较差，清洁时易吸入湿垃圾，污水槽清洁相对困难，刮条须定期手动清洁

资料来源：各品牌京东旗舰店、开源证券研究所

因此，我们认为，目前尚不能断定，滚筒会成为未来唯一的主流方案。从 2025 年内销市场各品牌市占率来看，石头即使没有主推滚筒产品，市占率仍在提升。

(2) 预计 2026 年石头会采取双转盘+滚筒+平板拖多方案并行，维持毛利率更有主动权。我们认为公司主力机型仍以双转盘产品为主，滚筒用来应对价格竞争，双转盘和平板拖由于竞品不再迭代，可以保持更稳定的价格和毛利率。

A. 滚筒方案：我们预计 2026 年石头会继续推出多款滚筒产品，类似 2025Q4，同一款机型可能存在滚筒活水版以及双转盘版。参照 2025Q4 石头推出的滚筒产品 P20 活水版以及 2026Q1 推出 P20 Ultra 活水版，同个型号的活水版可能主打性价比，硬件简配，而双转盘产品则会增加一些新功能，活水版产品可以作为补充方案，预计未来 G 系列也将推出滚筒产品，丰富多价格带产品以拓展滚筒市场。

B. 双转盘方案：我们预计 2026 年双转盘产品仍为石头主力机型，会继续增加一些探索性的新功能，例如新增了“轮足”连续越障功能。由于石头双转盘产品持续有产品迭代，会有更主导的定价权，也会是毛利率相对较高的产品。

C. 平板拖方案：平板震动拖布在国内外仍有很多粉丝，2026 年 1 月，石头国内主推的新品 G30S Pro 就采用声波震动擦地系统，新增平板拖布外扩贴边功能，并在宣传方案中标注是“旗舰专属”，突显是高端方案。

2026 年 CES 展石头发布三款新品（Saros 20、Saros 20Sonic、Saros Rover），首创轮足方案更踏实可落地，除可爬楼梯的 Rover 外，在走量机型上也升级了相似的轮足方案提高越障能力。具体来看各产品：

- A. Saros 20：采用轮足方案，可连续越障 4.5+4cm 两个台阶；双转盘拖布，拖布提升 3.5cm；35000Pa 吸力再次升级；
- B. Saros 20 Sonic（国内 G30S Pro）：采用最新一代声波清洁技术，采用行业首创可伸缩贴边平板拖布，导航避障使用升降 LDS 方案，其余功能与 Saros 20 相同。

C. G-Rover: 全球首创轮足扫地机器人，可以上台阶，实具身智能产品现楼梯清洁与复杂地形的跨越，标志着石头扫地机产品从二维地面向三维空间迈进。

图6：石头 CES 展发布三款新品（Saros 20、Saros 20Sonic、Saros Rover）



资料来源：2026 年 CES 展、开源证券研究所

(3) 预计 2026 年科沃斯仍追求高质量经营，不会发起价格战。

从 2025 年经营战略来看，科沃斯比较追求高质量经营，亏钱抢份额的概率较小。2025Q3 科沃斯也仅是在成本优势下“以价换量”，仍有较好的盈利能力。

上文分析，科沃斯在 2026 年的成本优势不再明显，预计不会发起大规模价格战。从我们对 2025 年双十一价格数据的跟踪来看，科沃斯 2025Q4 均价环比 Q3 出现明显下降，一方面因为双十一活动，另一方面，也因为石头推出了 P20 活水版的滚筒产品，在一定程度上钳制了科沃斯滚筒产品的价格。如果石头 2026 年推出更多款滚筒产品，科沃斯价格被压制，预计较难大规模投入销售费用或自补。

我们预计 2026 年石头和科沃斯可能基于旧机型平台迭代低成本机型进行冲量，而新品则会保持相对较平衡的价格，在保持 GMV 增长的同时又保证净利率不大幅下降。

因此，我们判断，2026 年石头和科沃斯在内销市场的价格和费用投放策略皆会比较保守，出现亏损的概率较小。

2.3、问题三：2026 年国补政策对石头科技的影响

2025 年 12 月 27 日，财政部部长蓝佛安在全国财政工作会议上表示，2026 年财政将大力提振消费。深入实施提振消费专项行动，继续安排资金支持消费品以旧换新，调整优化补贴范围和标准。这是再次确认 2026 年“国补”继续的同时，强调了“国补”范围和标准将优化调整。

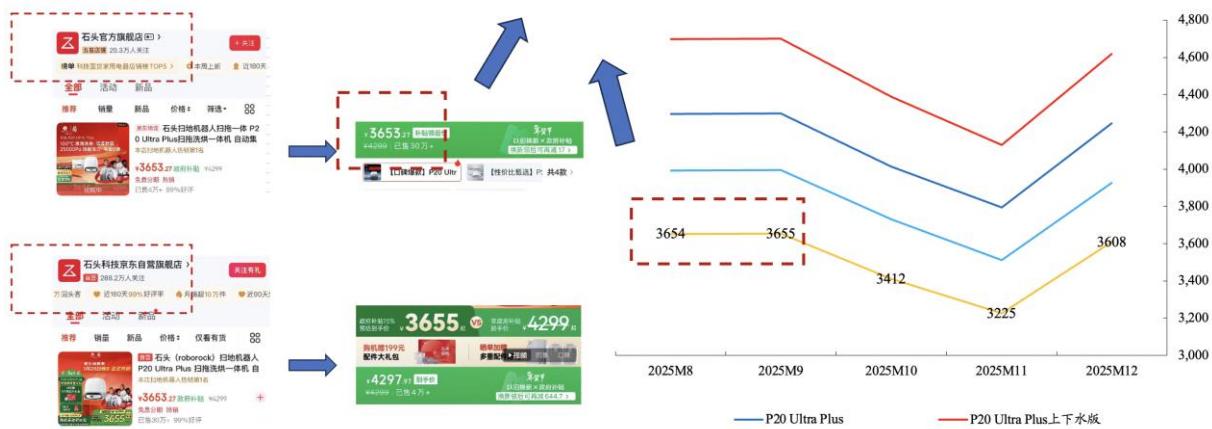
其中家电品类聚焦冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器六大品类，按产品销售价格的 15% 给予补贴（不超过 1500 元）；支持智能家居产品（含适老化家居产品）购新补贴，具体补贴品类、补贴标准由地方结合实际自主合理制定。综合来看，我们认为扫地机品类不在国补目录但是可能会有区域性补贴。

根据 2026 年 1 月 26 日追踪来看，扫地机京东渠道有国补，品牌方暂时没有自补。以石头科技热销产品 P20 Ultra Plus 为例，在京东渠道中，石头科技京东自营旗舰店到手价 3653.3 元，石头科技官方旗舰店到手价 3655 元起（领取线上国补资格情况下），均享受国补。

分析 P20 Ultra Plus 每月销售均价走势，2026 年 1 月终端销售价格已回归历史高点，这代表公司进入 2026 年不再进行自补，毛利率改善下盈利能力有望环比回升。

图7：P20 Ultra Plus 京东渠道京东自营及官方旗舰店价格趋同，回归历史高位

P20 Ultra Plus 终端售价回到历史高位（自补取消）



资料来源：京东、开源证券研究所

考虑到石头科技 2025 年的净利润均来自于海外市场，国内市场并不贡献净利润。

因此，即使考虑到 2026 年部分地区没有国补，内销收入增速放缓，只要不再亏损，对净利润就不构成影响。我们在上文已经分析过为什么不会“亏钱自补”的逻辑，市场仍担心没有国补，扫地机公司会通过自补进一步造成亏损的情况预计不会再发生。

3、2026 年扫地机器人行业竞争进一步缓和，“突发”应对价格战的次数将减少

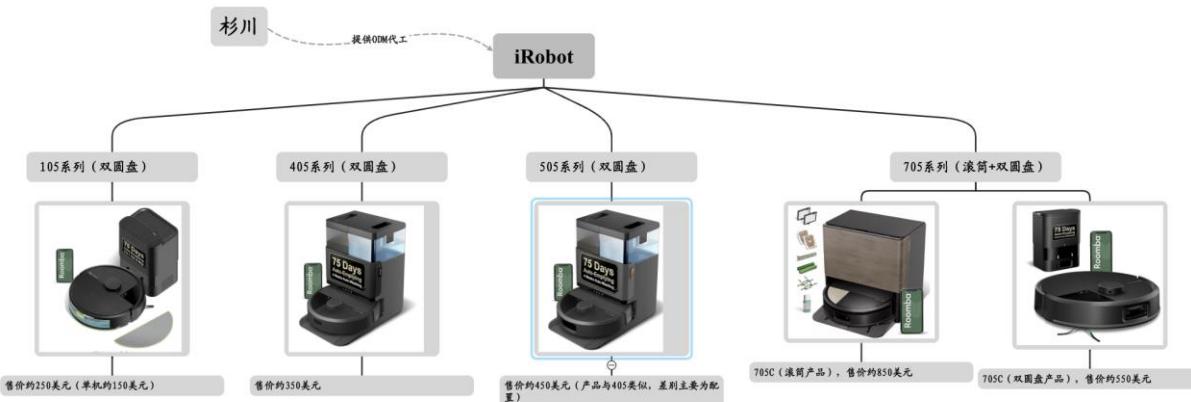
3.1、iRobot：杉川收购 iRobot 股权，未来低投入下份额预计持续流失

12 月 1 日 iRobot 发布公告，宣布国内企业杉川收购其 1.9 亿美元本金和利息的债权，并且此前 iRobot 已欠杉川 1.6 亿美元产品代工费用，其中 0.9 亿美元已逾期。公司与杉川签订协议，将 2025 年 10 月 28 日到期的债务现金利息(约 510 万美元)支付时间延长至 2026 年 1 月 15 日。

12 月 14 日，iRobot 宣布申请破产法第 11 章规定的破产保护。经美国法院批准后，其主要代工商兼最大债权人——中国杉川集团将持有 iRobot 的全部股权，完成对 iRobot 的收购。

杉川作为 iRobot 的主要代工商，为 iRobot ODM 代工生产 105/205/405/505/705 系列产品，我们认为杉川接手债权及股权属于遇突发事件时自救行为。iRobot 前主要债权人凯雷系唯一有抵押债权人（杉川应收货款属于经营债），如果 iRobot 进行破产清算，资产将不够偿付凯雷债务，杉川货款将全部损失。基于以上考虑，杉川与凯雷进行沟通并收购其对 iRobot 的债权，防止其破产，尽可能减少损失。

图8：iRobot 全系列产品均为杉川 ODM 代工



资料来源：亚马逊、开源证券研究所

我们认为在杉川接手 iRobot 全部股权后，预计会采用低成本运营策略，通过削减人员、费用、退出亏损市场等方式先实现盈亏平衡，再通过清库存、聚焦主力市场实现盈利，以此收回货款以及收购款项。杉川作为全球最大的扫地机 ODM 代工厂商之一，小米、安克、石头、戴森、LG 等均为其重要 ODM 客户，其收购 iRobot 后预计不会对品牌方面进行大规模投入，避免与 ODM 客户产生直接竞争。

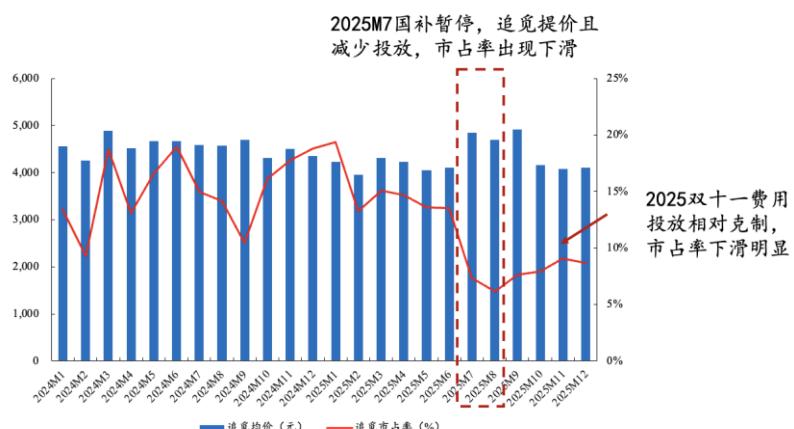
从我们美国线下情况来看，iRobot 美国线下渠道的陈列快速减少，其份额被中国品牌抢占的逻辑仍然不变。

3.2、追觅：国内扫地机费用投放减少、海外市占率提升陷入瓶颈

3.2.1、国内：费用投放减弱下，市场份额已降至个位数

2025 年 618 后，追觅在国内市场显著减少了费用投放以及严控终端售价，市占率出现显著下滑，2025 年市占率为 11.3%(-5.3pct)。

由于追觅国内市场一直不盈利，预计追觅在国内市场再次大量投放销售费用的可能性较低。

图9：2025M10/M11 追觅市场份额分别为 7.9%/9.1%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

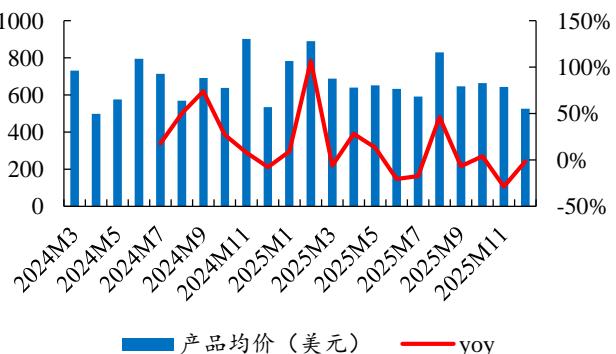
3.2.2、海外：北美市占率个位数，欧洲核心市场增速放缓，美国&西南欧竞争或加剧

追觅美国亚马逊市占率还较低。2025 年美亚实现收入 8065 万美元 (+85.6%，下同)，但市占率仍不足 10%。追觅进入了美国 TARGET 线下渠道，未来追觅在美国或给行业带来更激烈的竞争。

欧洲部分国家市占率有所下降。追觅在欧洲市场的费用投放有所克制，追觅德国亚马逊 2025 年实现收入 9563 万欧元 (+23.5%)，其中 2025Q1/Q2 市占率分别为 12.0%/20.7%，分别下滑 3.4/5.8pct，市占率下滑明显；追觅在西南欧地区仍然维持强势态势，黑五大促期间，2025M11 意大利/西班牙/法国市占率分别为 29.1%/18.4%/22.7%，分别环比-2.2/+6.8/+1.6pct。意大利是追觅在欧洲第二重要的市场，盈利能力较强，2023 年追觅通过性价比机型快速占领当地市场，石头自 2024Q3 才开始布局意大利线下渠道，2025 年市占率提升显著。我们认为西南欧或许成为石头和追觅竞争的主要地区之一。

欧洲市场是扫地机器人行业净利润来源第一大区，我们判断各品牌不会再欧洲内卷成为第二个中国市场，参考 2025 年前三季度，石头科技和追觅在欧洲的净利率超过 20%，科沃斯净利率也有双位数。

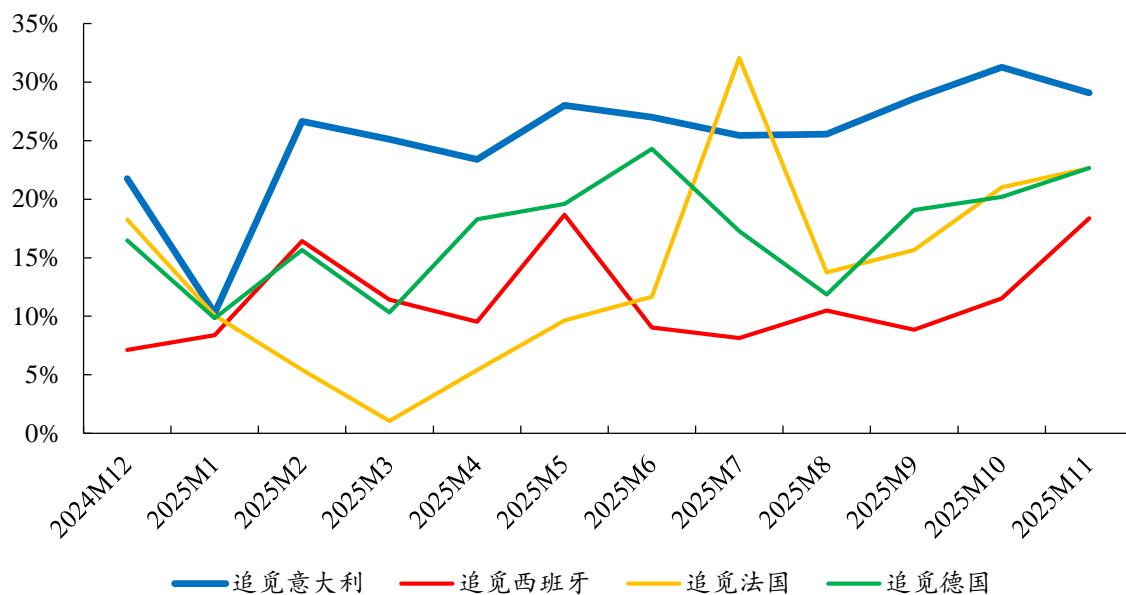
图10：2025 年追觅美国亚马逊市占率维持个位数

图11：2025Q4 追觅美国亚马逊扫地机产品均价 615 美元 (-7%)


数据来源：魔镜、开源证券研究所

数据来源：魔镜、开源证券研究所

图12：2025M11 追觅德国/意大利/西班牙/法国市占率分别为 22.7%/29.1%/18.4%/22.7%



数据来源：魔镜、卖家精灵、开源证券研究所

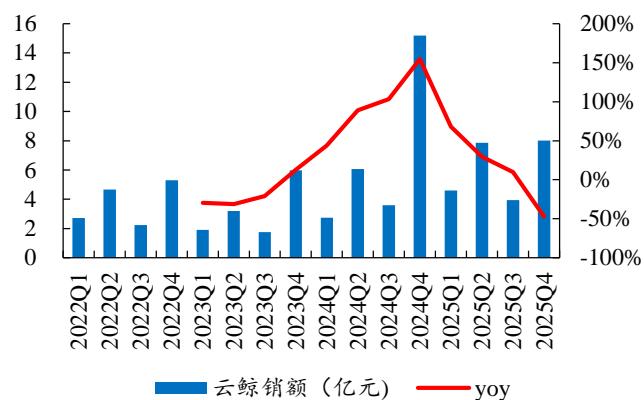
3.3、云鲸：国内市场份额徘徊，海外市场无明显进展

产品方面，云鲸SKU一直比较少，近期主销产品为逍遥002MAX及J6，均为履带类产品，2025Q4销售额分别为2.8/3.2亿元（含上下水及水箱版），2024Q4主销产品逍遥001及J5销售额分别为1.7/9.8亿元，CR2销售额合计下滑48.2%。

渠道方面，国内2025Q4云鲸线上市占率分别为15.1%(-4.3pct)，费用投放减弱下市占率出现下滑，无法实现稳定盈利。海外方面，由于低基数仍有一定提升空间，但由于失去先发优势叠加无颠覆性技术创新，预计难以抢占较多市场份额。我们认为云鲸国内份额徘徊，海外市场市场无明显进展主要原因为以下：

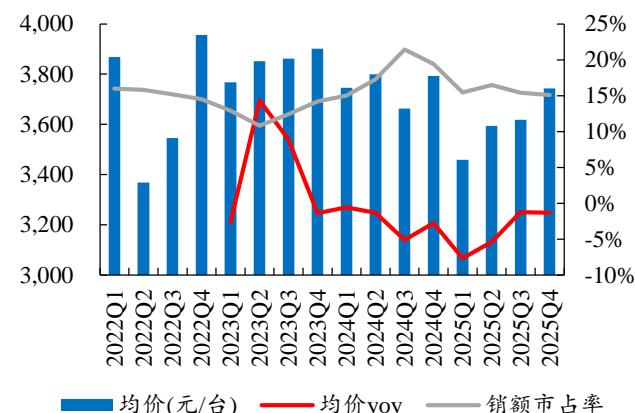
- 1、产品研发慢以及SKU较少：目前公司共有用4个系列产品，主推J系列和逍遥系列产品，价格带覆盖相对较窄，无法形成有力竞争，对比头部品牌8-10个系列仍有较大差距。
- 2、前期错过外销市场，现在较难突破：云鲸早期主要针对国内市场进行研发，创新集中于拖布功能（基站自清洁等），早期的海外客户更注重扫地体验（例如处理长毛地毯能力等），形成需求错配，海外市场一直占比不高。当下海外市场格局相对固定，已经较难突破。
- 3、成本较高：云鲸年出货量较头部品牌500万台左右的出货量仍有较大差距，成本较高。2025年，公司主推的履带式产品相较于其他拖布方案，产品也相对较高。

图13：云鲸 2025Q4 销售额 8.0 亿元 (-47.2%)，增速下滑明显



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图14：内销市场云鲸均价下滑，市占率难有突破



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3.4、其他品牌：新进入者声量不大，传统家电巨头减少投入

大疆：新进入者声量不大

2025年8月6日，大疆发布首款扫地机新品ROMO系列产品，国补后S/A/P系列定价分别为3759/4319/5439元，上下水版本分别为4239/4799/5919元。产品定位中高端群体，根据奥维数据，2025M8-M12国内市占率为7.5%/2.4%/2.2%/2.7%/3.8%，新品首发后市占率明显下滑未及预期。

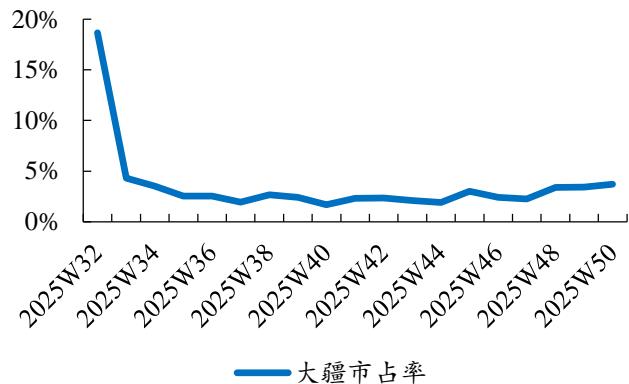
我们认为大疆扫地机器人面临的问题主要有：

- 1、产品力不足：**清洁方面，无拖布抬升功能导致无法处理清洁地毯场景，25000Pa峰值吸力多集中在中心区域，对边角清洁能力相对较弱，顽固污渍清洁能力较差；越障方面，最大越障仅2.5厘米，厨房门槛、厚地毯等场景易卡困。综合来看距离行业头部品牌仍有较大差距，产品需迭代至少一代。
- 2、营销费用投放难以持续：**公司产品在上市初期依赖发布会、KOL测评、透明机身话题营销等方面投放大量费用，在中长期角度来看无法维持，且产品上市三个月内多次降价，营销投入无法通过毛利覆盖，较难实现盈利。
- 3、海外市场暂时未取得突破，缺少利润来源：**公司扫地机产品发布时间较晚，出海时间及渠道布局相对滞后，产品在经销商加价后竞争力相对较弱，目前海外市场暂未取得突破。

美的：传统家电巨头减少投入

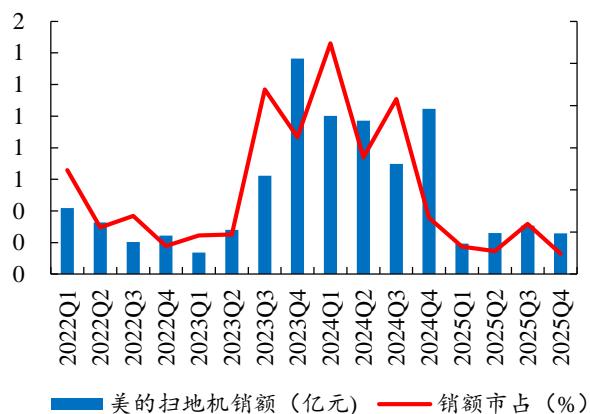
美的扫地机业务因投入收缩陷入市占率下滑。2024年该业务亏损超2亿元后，研发与市场投入明显向新能源、人形机器人等战略板块倾斜，扫地机领域资源分配不足。公司新品迭代节奏放缓，2025年全年仅推出灵眸V15 Pro一款重点产品，在投入减少下市占率下滑，2025Q1-Q4美的扫地机市占率分别为0.6%/0.5%/1.2%/0.5%，分别同比-4.8/-2.2/-3.0/-0.9pct。

图15：大疆市占率维持较低水平



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图16：美的 2025 年全年仅推出灵眸 V15 Pro 一款重点产品，投入减少下市占率明显下滑



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

4、石头天花板仍很高：新渠道、新区域、新品类带来新动能

我们认为石头在全球仍然具有较高的天花板，新渠道、新区域及新品类将为公司发展提供新的动能。我们看好公司在国内渗透率提升、美国线下持续拓展、西南欧及新兴市场突破以及洗地机、割草机新品类布局下收入利润双增。

4.1、国内：国补促进下渗透率持续提升，对标白电提升空间广阔

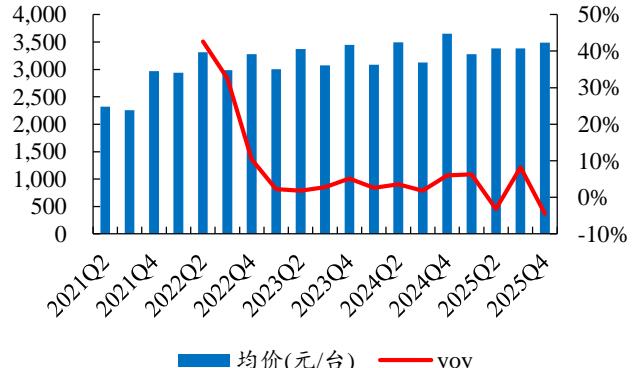
根据奥维云网数据，受到国家以旧换新政策催化，2024年国内扫地机行业线上销售额148.3亿元(+47.4%)，其中2024Q4销售额78.2亿元(+86.4%)，2025Q1-Q3销售额103.1亿元(+47.0%)；价格方面，2024Q4扫地机产品均价3653元(+6.0%)，2025Q1-Q3扫地机产品均价3351元(+2.0%)。我们认为国补将帮助更多消费者体验扫地机器人，带动扫地机行业渗透率快速提升，根据我们测算，中国2025年扫地机行业渗透率为4.9%(+0.3pct)，我们看好未来消费群体扩张及产品价格带扩张下带动行业销量高增。

图17：中国 2025Q1-Q3 扫地机行业销售额 103.1 亿元 (+47.0%)



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

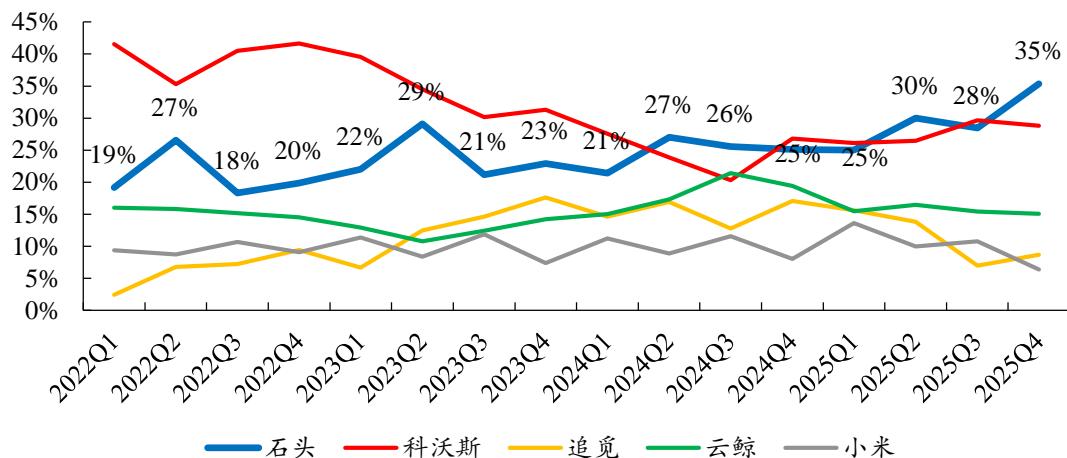
图18：中国 2025Q1-Q3 扫地机产品均价 3351 元(+2.0%)



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

竞争格局方面，石头 2025M10-11（双十一周期）市占率领先，与科沃斯双寡头格局显现，2025Q4 石头/科沃斯/云鲸/追觅/小米市占率分别为 35%/29%/15%/9%/6%，CR5 为 94%，行业集中度维持高位，龙头效应凸显。

图19：石头国内 2025Q4 市占率 37%，排名第一



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

从具体产品来看，我们认为渗透率提升主要来源于以下几个方面：

(1) 产品力提升：通过产品迭代持续解决清洁效率、智能体验、维护成本三大痛点，性能持续提升下为消费者提供更好的产品体验。

(2) 价格带拓宽：通过高端款提价值、中端款走量、入门款拓客的策略，充分激活下沉市场与年轻群体，在国家以旧换新补贴下价格带进一步下拓能够促使更多消费者尝试购买。

(3) 技术路径多样化发展：行业从双圆盘占据绝大部分市场份额，到目前平板、双圆盘、活水履带、活水滚筒等多样化技术路径发展，针对不同痛点给予消费者更多选择，并在细分赛道上衍生出机械臂、轮足等新方案，未来在或在具身智能家用机器人发展下带动下有望解决更多消费者痛点，带动渗透率提升。

2025 年下半年，石头科技、追觅、云鲸等国内各家头部品牌跟进推出滚筒类产品，售价覆盖 3000-5000 主流价格带，行业内滚筒产品销售占比明显提升，根据奥维数据，2025 年 9 月科沃斯、云鲸、追觅滚筒产品销售占比为 64%/35%/16%，2025 年 10 月提升至 80%/76%/17%。石头科技积极布局滚筒类产品，2025Q4 推出高性价比滚筒产品 P20 活水版（2026Q1 推出迭代款 P20 Ultra 活水版），270mm 超长滚筒实现全域增压活水洗地，15mm 滚筒智能抬升+自动升降滚筒罩实现地毯“只扫不拖、干湿分离”，在 3000-4000 元主流价格带保持高性能的同时兼具性价比。

我们认为石头在以双转盘产品为主力产品，拓宽滚筒产品布局以应对价格竞争和平板产品作为补充的策略下，有望受益于行业渗透率及龙头份额提升，在保持盈利能力环比改善的情况下，实现收入销量双提升。

图20：石头 2026M1 推出滚筒新品 P20 Ultra 活水版，保持高性能同时兼具性价比

资料来源：各品牌官网、天猫、京东、开源证券研究所等

展望国内未来行业，我们认为扫地机行业渗透率仍然有较大提升空间。主要从以下两个角度对比：

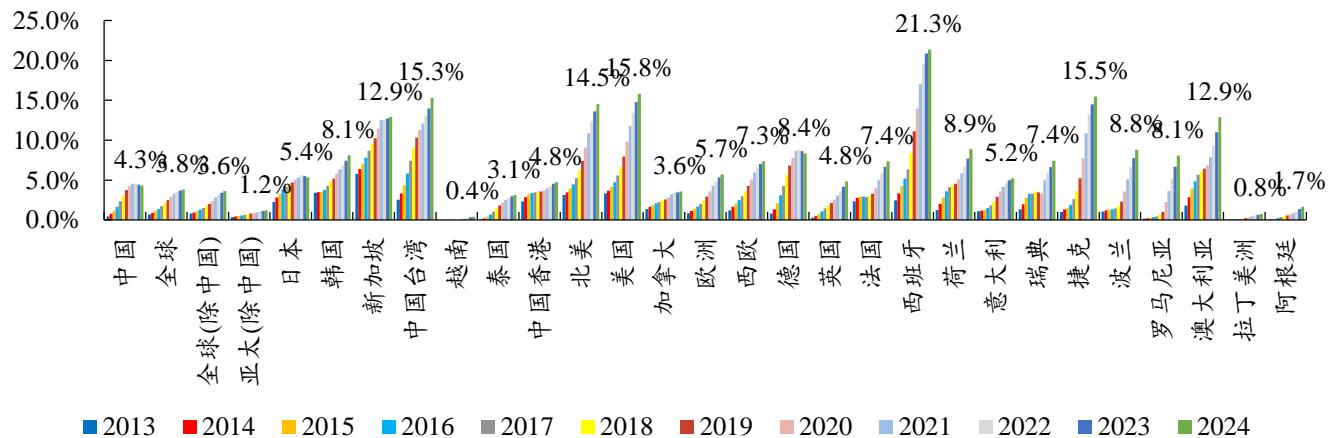
角度一：对标海外扫地机行业渗透率，仍有较大提升空间。

复盘海外扫地机行业渗透率，2024年全球扫地机市场渗透率为3.8%左右，在较为成熟的市场中，观察各地区扫地机渗透率情况，亚洲地区中国台湾（15.3%）、新加坡（12.9%），欧洲地区西班牙（21.3%）、捷克（15.5%），美洲地区美国（15.8%）渗透率保持领先，而目前中国大陆扫地机渗透率仅为5%左右。

从产品来看，目前全球头部厂商均来自中国，石头、科沃斯等在产品供给上优于其他市场，本土化生产在成本上具有较大优势，在产品力及价格优势双重驱动下，未来中国扫地机行业渗透率有望进一步提升。

从消费者教育来看，中国扫地机器人市场起步晚，2016年后才进入快速发展期，欧美市场早于中国5-8年开始普及，近年来，随着直播、自媒体的传播以及国补刺激，渗透率有望向欧美靠拢。

图21：西班牙、美国和中国台湾市场成熟度高，渗透率分别达 21.3%/15.8%/15.3%



数据来源：欧睿、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

角度二：对标白电，渗透率空间仍然广阔

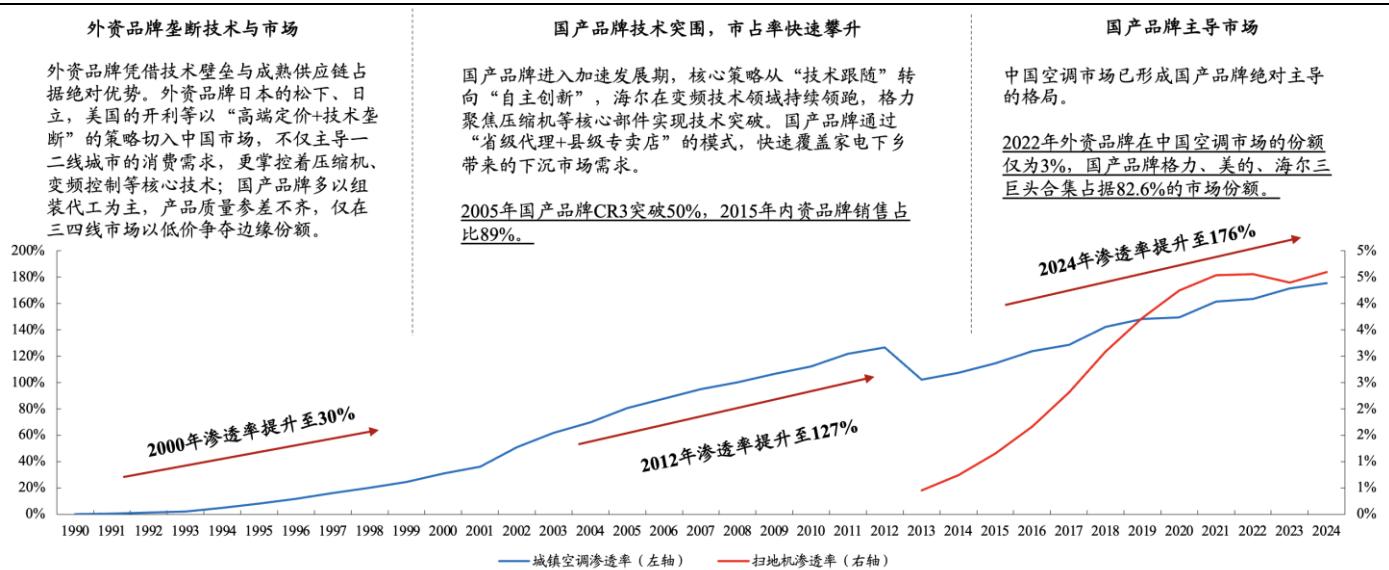
具体从渗透率来看，空调作为必选消费品类渗透率稳步提升，中国大陆城镇空调渗透率由 2013 年的 102.2% 提升至 2024 年的 175.7%；扫地机品类作为可选消费品类渗透率由 2013 年的 0.5% 提升至 2024 年的 4.6%，实现稳步提升，我们认为未来扫地机品类凭借供应链降本，产品力提升以及消费者教育提升，渗透率仍然有较大提升空间。

纵观空调历史渗透率提升，我们可以看到家电下乡、以旧换新政策在其中起到重要作用。

家电下乡：2007 年启动的家电下乡政策，以“农村户籍专属补贴”为核心，农村消费者购买指定空调可享受售价 13% 的财政补贴，直接将主流机型价格拉至农村家庭可承受范围。政策实施期间（2007-2013 年），农村家庭空调每百户保有量从 2007 年的 8.5 台飙升至 2014 年的 34 台，渗透率提升近 3 倍，中国城镇空调渗透率由 2007 年的 95.1% 提升至 2012 年的 126.8%。

以旧换新：2009 年以旧换新政策采用“先试点后推广”的推进路径，对新家电售价 10% 进行补贴，2009 年至 2011 年的家电“以旧换新”政策补贴规模共 300 亿，拉动消费 3420 亿元，拉动倍数超 10 倍，有效对冲了金融危机对家电消费的冲击，并与家电下乡政策形成城乡互补。

图22：空调借助家电下乡快速覆盖下沉市场需求实现渗透率快速提升，扫地机对标空间广阔



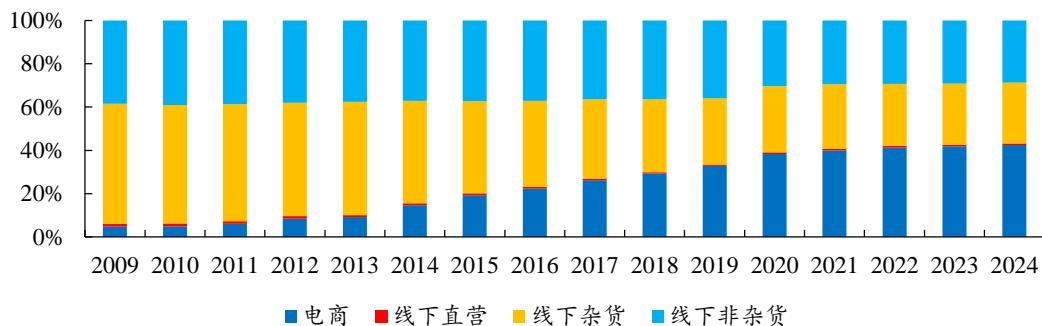
数据来源：中国国家统计局、中怡康、开源证券研究所等

对于扫地机行业，在本轮以旧换新政策推动下，扫地机行业规模明显提升。根据奥维数据，2024 年扫地机行业线上销售额 148.3 亿元 (+47%)，销量 427.4 万台 (+40%)，实现量价齐升，2025Q1-Q3 销售额 103.1% (+47%)，销量 307.6 万台 (+44%)，本轮家电国补政策在一定意义上有助于高端产品的导入，帮助品牌进行消费者教育，拉动均价提升。展望未来，在本轮国家补贴持续推动下，我们认为中国市场对扫地机的消费者教育进一步提升，未来渗透率仍有较大提升空间。

4.2、美国：线上渠道份额领先，线下渠道延续突破

根据欧睿数据，2024年美国真空吸尘器品类的线下零售销量占比为58.1%，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Costco、Best Buy、Target、Walmart等大型商超为主的KA渠道贡献了绝大部分销量。

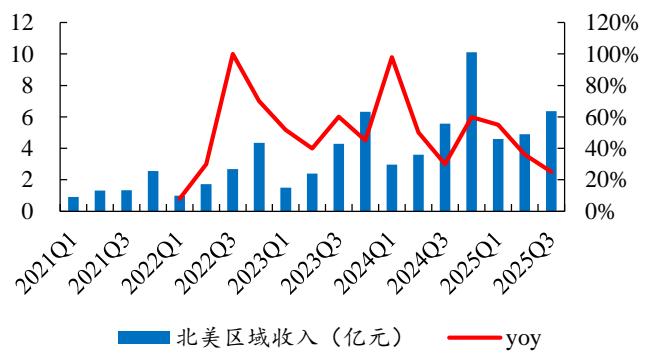
图23：2024年美国真空吸尘器品类销售电商零售占比41.9% (+0.5pct)，线下仍然为主要渠道



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

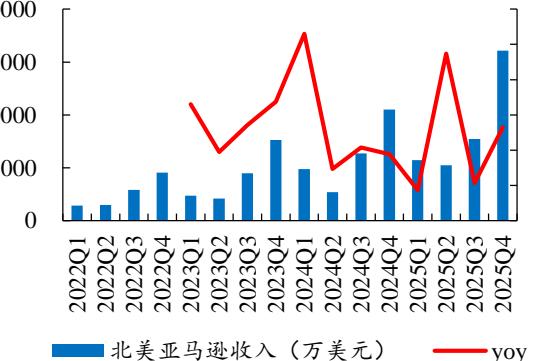
石头2025年美国线下线上销售占比预计约80%/20%，根据我们拆分，石头2025Q3北美区收入预计增长25%，根据魔镜数据，2025Q3石头北美亚马逊收入预计为7721万美元(+21%)。线下渠道入驻流程长，谈判周期久，公司最初以线上模式切入。我们认为未来伴随公司产品口碑与品牌声量持续积累，线下渠道入驻预计顺利进行，未来在线下渠道持续突破下将提供新的增量。

图24：2025Q3石头北美区收入增长25%



数据来源：开源证券研究所

图25：2025Q3石头北美亚马逊收入7721万美元(+21%)



数据来源：魔镜、开源证券研究所

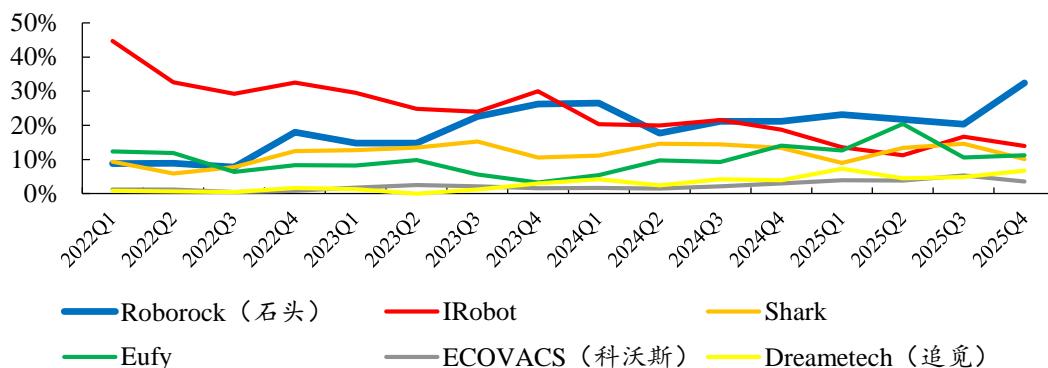
线上渠道方面：

2025黑五数据来看，石头北美扫地机全渠道销量21万台(+58%)，其中美国19万台；洗地机全渠道销量+257%，吸尘器全渠道销量+96%。线上电商渠道方面，电商渠道全品类销量+63%，其中亚马逊+63%（市占率40%），官方商城+30%，Tiktok+3000%；线下渠道方面，全品类销量+50%，扫地机各KA渠道bestseller霸榜TOP3。

竞争格局来看，美国竞争相对激烈，市占率排名变化较大，石头市占率持续领

先，2025Q4 石头/iRobot/Shark/科沃斯/Eufy 市占率分别为 32%/14%/10%/11%/4%。单品来看，2025 黑五石头同样保持领先，Q7M5+及 QV35A 分列黑五大促前后半场 bestsellerTOP1 位置，从上榜品牌来看，石头/iRobot/Shark/科沃斯/Eufy 进入前十排名的产品数分别为 3/2.25/1.5/0/1.75 个。

图26：美国亚马逊石头 2025Q4 市占率 32%，排名第一



数据来源：魔镜、开源证券研究所

表2：石头 Q7M5+及 QV35A 分列黑五大促前后半场 bestsellerTOP1 位置

渠道	排名	11月17日	11月20日	11月24日	11月30日
美亚	1	Roborock Q7M5+	Roborock Q7M5+	Roborock Qrevo Series QV 35A	Roborock Qrevo Series QV 35A
	2	Roborock Qrevo Series QV 35A	Roborock Qrevo Series QV 35A	Shark AV2610WA	Shark AV2610WA
	3	eufy 11S MAX	IRobot 104 VAC	Roborock Q7M5+	IRobot 105 VAC (无基站)
	4	IRobot 104 VAC	Shark AV2610WA	eufy C10	IRobot 105 VAC
	5	IRobot 105 VAC	IRobot 105 VAC	IRobot 105 VAC (无基站)	Roborock Q7M5+
	6	eufy C20	Shark AV2501AE	IRobot 105 VAC	eufy C10
	7	Shark AV2610WA	Roborock Qrevo CurvX	Roborock Qrevo Edge S5A	Roborock Qrevo Edge S5A
	8	Tikom G8000 Max	eufy 11S MAX	Mova P10 Pro Ultra	Mova P10 Pro Ultra
	9	Shark AV2501AE	Lefant M210	Roborock Saros 10R	Robot Vacuum and Mop Combo
	10	IRobot Plus 405	Roborock Qrevo Edge S5A	eufy C20	eufy C20

资料来源：亚马逊、开源证券研究所

线下渠道方面：

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。目前石头扫地机产品已经突破 Costco 渠道，Target 渠道 SKU 陈列有所增加，我们预计随着未来新渠道入驻及陈列 SKU 数量增加，线下份额将逐步提升。

Target 渠道：在售产品为 Qrevo Curve、Q Revo Pro、Q10 PF+以及渠道特供机

型，售价分别为 799.99/499.99/319.99/399.99 美元，凭借领先的产品力在中端价格带保持较低折扣。

Costco 渠道：QX Revo 入驻，售价 499 美元，相较于 Bestbuy、Target 渠道产品售价更低，更容易形成放量。

Bestbuy 渠道：Shark 占据主导优势，石头在 2025 年曾进驻过 Bestbuy 渠道，但由于该渠道 2026 年线下和 Shark 独家合作，2026 年线下对石头没有增量。Shark 品牌在美国线上做得并不优秀，我们认为，Bestbuy 后续引入其他扫地机器人品牌的概率较高。

对比来看 iRobot，Bestbuy 渠道产品陈列相对完善；Target 渠道产品陈列明显减少，主要陈列 105/205/405 以及 705 产品，货架展位被石头明显抢占；Costco 渠道展位陈列明显较少，部分门店已撤柜。

图27：石头美国线下 Target 及 Costco 渠道实现突破



资料来源：开源证券研究所

表3：石头已经入住 Target 及 Costco 渠道

KA	品牌	产品名称	list price	sale price	折扣率
Target	Roborock	Qrevo Curve	1599.99	799.99	50%
		Q Revo Pro	999.99	499.99	50%
		渠道特供款	479.99	399.99	17%
		Q10 PF+	359.99	319.99	11%
	DREAME	E30 ULTRA	499.99	/	/
	iRobot	Max 705	899.99	549.99	39%
		405	799.99	/	/
		205	499.99	249.99	50%
		105	299.99	149.99	50%
	Shark	6 款	999.99 449.99	599.99 /	40% /

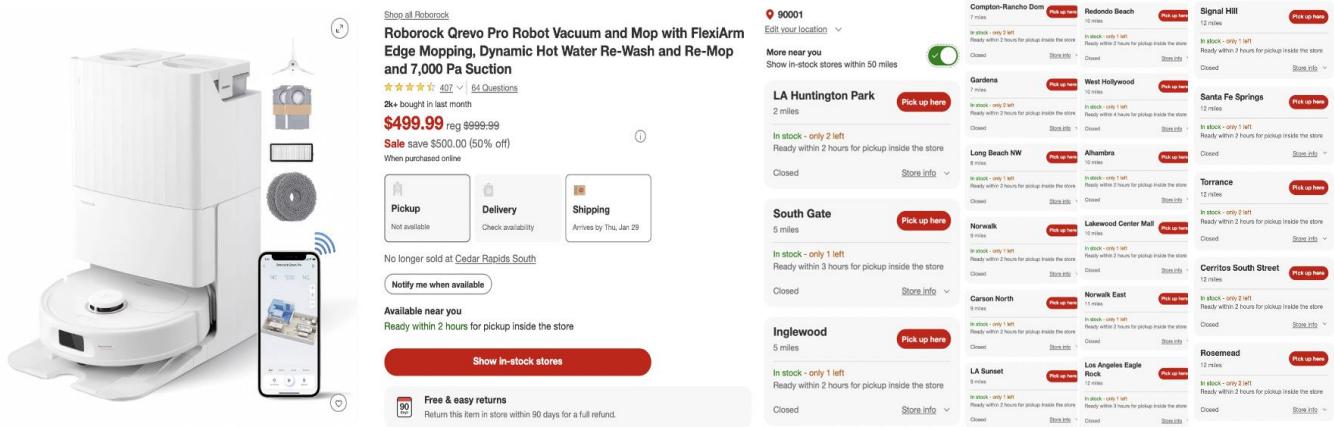
			699.99	299.99	57%
			799.99	479.99	40%
			499.99	299.99	40%
			1099.99	749.99	32%
	iHome	2 款	119	35	71%
			199	54	73%
	eufy	2 款	159	45	72%
			299	79	74%
Walmart	ionvacs	1 款	149	/	/
			249	224	10%
	Shark	5 款	248	/	/
			399	359	10%
			448	/	/
Costco	roborock	QX REVO	499	/	/
	Shark	1 款	479	/	/

资料来源：开源证券研究所

具体从线上官网看各大 KA 产品入驻情况，

Target: 以洛杉矶为例(邮编 90001)，目前 Target 商城已上线 13 款扫地机产品，7 款洗地机产品。对比 2024 年数据来看，2024 年初主销产品 S7 Max Ultra 在定位点 12 公里内仅 3 家门店能够实现线下自提，2026 年初主销产品 Qrevo Pro 在定位点附近 12 公里内有 20 家门店能够实现线下自提，线下门店渗透率明显提升，预计已有 30% 门店支持石头主销产品自提。

图28：Target 洛杉矶区域（邮编 90001）石头主销产品 12 公里内 20 家门店支持自提（2024 年仅 3 家）

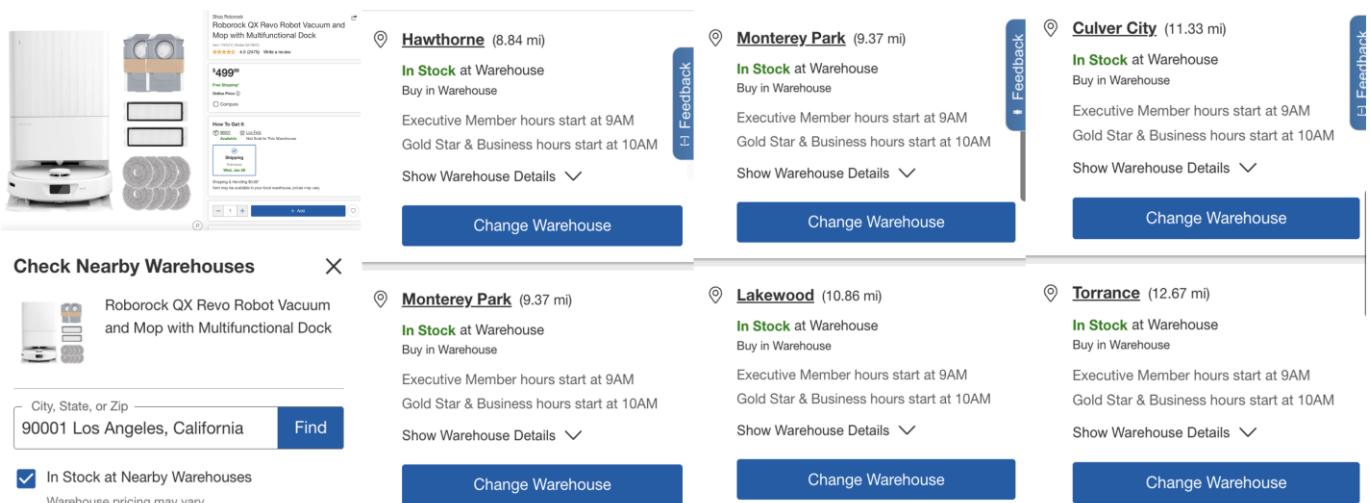


The screenshot shows the Target website's store locator feature for the Roborock Qrevo Pro. It displays a map and a list of 20 stores within a 12-mile radius of ZIP code 90001. Only three stores are shown as having pickup available: Compton-Rancho Dominguez, Redondo Beach, and Signal Hill. Most other stores listed are either closed or have limited availability.

资料来源：Target 官网

Costco: 以洛杉矶为例（邮编 90001），目前 Costco 商城已上线 3 款扫地机产品（QX Revo 及其迭代款），其中 1 款仅支持线上购买，以 QX Revo 基础款为例，在定位点附近 12 公里内共有 6 家门店能够实现线下自提，线下门店渗透率预计为 35%。

图29：Costco 洛杉矶区域（邮编 90001）石头主销产品 12 公里内 6 家门店支持自提



The screenshot shows the Costco website interface for checking nearby warehouses. It displays a product image of a Roborock QX Revo Robot Vacuum and Mop with Multifunctional Dock, with a price of \$499. Below the product, there's a search bar with "City, State, or Zip" set to "90001 Los Angeles, California" and a "Find" button. To the right, there are three sections for nearby warehouses:

- Hawthorne (8.84 mi)**: In Stock at Warehouse. Buy in Warehouse. Executive Member hours start at 9AM. Gold Star & Business hours start at 10AM. Show Warehouse Details.
- Monterey Park (9.37 mi)**: In Stock at Warehouse. Buy in Warehouse. Executive Member hours start at 9AM. Gold Star & Business hours start at 10AM. Show Warehouse Details.
- Culver City (11.33 mi)**: In Stock at Warehouse. Buy in Warehouse. Executive Member hours start at 9AM. Gold Star & Business hours start at 10AM. Show Warehouse Details.

Each warehouse entry includes a "Feedback" link and a "Change Warehouse" button.

资料来源：Costco 官网

Best Buy：以洛杉矶为例（邮编 90001），目前 BestBuy 商城已上线 15 款扫地机产品 9 款洗地机产品，在定位点附近 12 公里内 10 家门店均能实现自提，预计为非店内陈列，自提形式为预定—配送至门店—门店提货形式，我们预计线下门店渗透率预计为 10%。

我们认为未来以 Best Buy、Target、Walmart 等大型商超为主的 KA 渠道仍将贡献绝大部分销量，我们以产品入驻门店渗透率为基础进行测算，我们认为在未来公司在 Target、Costco、Bestbuy 渠道的线下门店渗透率有望持续提升，Walmart 及 Low 's 等线下渠道实现货架突破，根据我们测算，目前五大 KA 渠道公司入驻门店数量预计约 910 家，从中期角度来看（2 年左右），入驻门店数量有望提升至 3140 家（+245%），长期角度来看（5 年+），入驻门店数量有望提升至 5880 家（+546%），基本实现对全美线下渠道覆盖。

表4：中期角度石头全美范围入驻门店有望提升至 3140 家（+）

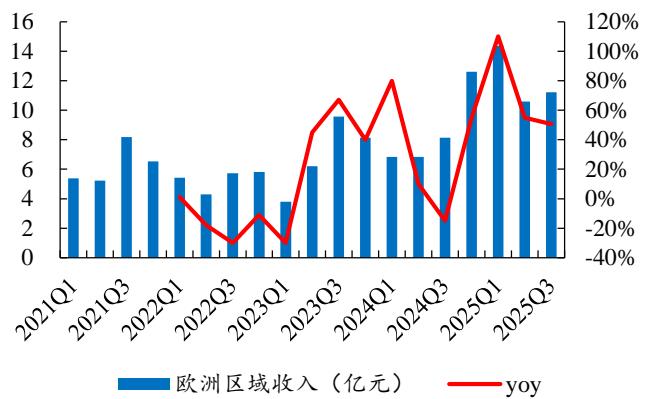
	Walmart	Target	Costco	Best Buy	Low's	合计
全美门店数量	4700	2000	600	1000	1700	
2026 年初 调研入驻情况	/	入驻门店增加、SKU 数量提升	入驻一款 SKU	货架入驻率较低，可支持线下自提	/	
2026 年门店渗透率	0%	30%	35%	10%	0%	
2026 年入驻门店数量	0	600	210	100	0	910
中期渗透率展望(2 年左右)	20%	60%	60%	30%	20%	
入驻门店数量	940	1200	360	300	340	3140
长期渗透率展望(5 年+)	50%	80%	80%	60%	50%	
入驻门店数量	2350	1600	480	600	850	5880

资料来源：Target、Costco、Bestbuy 官网等、开源证券研究所

4.3、欧洲：线上渠道的强势、西南欧市场持续突破

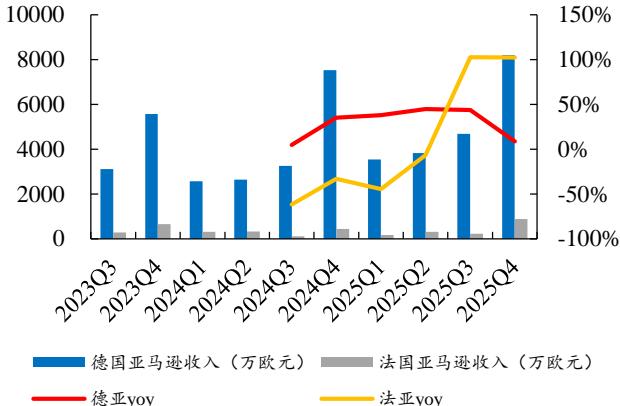
石头 2025 年欧洲线下线上销售占比预计约 50%/50%，根据我们拆分，石头 2025Q3 欧洲区收入预计增长 51%，根据魔镜数据，2025Q3 石头德国亚马逊收入为 4688 万欧元 (+44%)，法国亚马逊收入为 225 万欧元 (+105%)。

图30：2025Q3 石头欧洲区收入预计增长 51%



数据来源：开源证券研究所

图31：2025Q3 石头德美亚马逊收入4688万欧元(+44%)



数据来源：魔镜、开源证券研究所

2026 年 1 月 2 日，石头科技与西班牙足球俱乐部皇家马德里在马德里正式签署全球战略合作伙伴协议，以“巅峰会晤，强者联袂”为主题开启多年合作征程。未来，石头将通过球场展示、主题营销、球员故事传播等形式在皇马全球数亿球迷前实现品牌曝光，显著提升品牌知名度，促进其在欧洲品牌影响力不断提升，进而辐射全球。

图32：石头科技与西班牙足球俱乐部皇家马德里在马德里正式签署全球战略合作伙伴协议



资料来源：皇家马德里足球俱乐部公众号

线上方面：

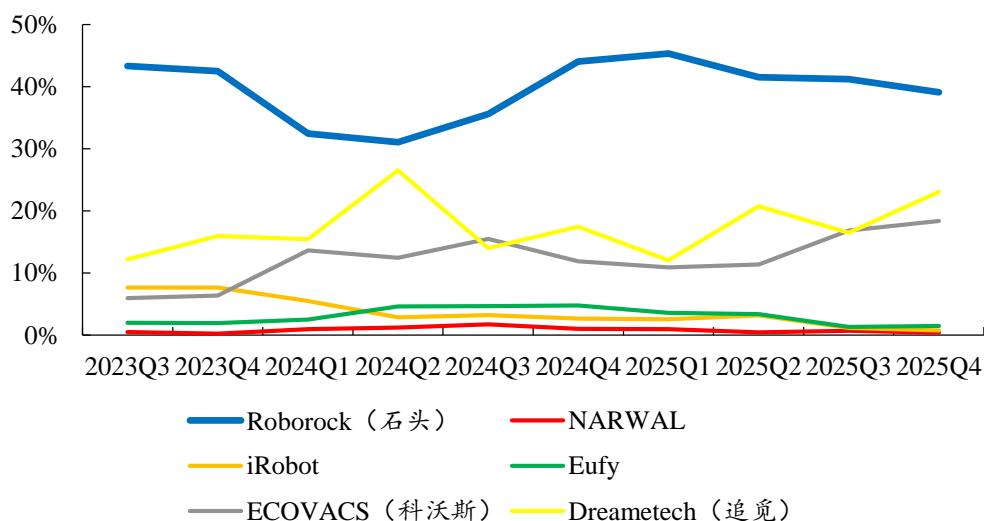
石头在欧洲线上渠道持续保持强势，黑五单品多价格带开花，其中 Saros 10R 在美国（售价 999 美元）、德国（售价 859 欧元）黑五市占率第一，单品销售分别为 773 万美元/1600 万欧元，中低端产品 QV 35S、QV 35A、Q7M5+持续占据亚马逊榜单前列。

黑五全周期数据来看，欧洲扫地机全渠道销量 39 万台 (+41%)，其中西欧 31 万台；洗地机全渠道销量 +361%，吸尘器全渠道销量 +96%。线上电商渠道方面，全品类销量 +59%，扫地机销量 +50%，洗地机销量 +255%，亚马逊欧洲市占率 42%，德法西市占第一、英意市占第二；线下渠道方面，西欧销量 4.5 万台 (+76%)，其中法国 +133%，瑞士 +321%，意大利 +1103%，东北欧销量 8.4 万台，扫地机品类市占率第二（销量 +102%），洗地机品类市占率第一（销量 +294%）。

具体拆分地区来看市场格局：

德国亚马逊保持市占率领先地位，2025Q4 石头/追觅/科沃斯市占率分别为 39%/23%/19%。单品来看，2025 黑五石头同样保持领先，QV35S 保持黑五大促全周期 bestsellerTOP1 位置，从上榜品牌来看，石头/追觅/科沃斯进入前十排名的产品数分别为 5.25/2.5/1.25 个。

图33：2025Q4 德国亚马逊石头/追觅/科沃斯市占率分别为 39%/23%/19%



数据来源：魔镜、开源证券研究所

表5：石头 QV35S 保持黑五大促全周期德国亚马逊 bestsellerTOP1 位置

渠道	排名	11月17日	11月20日	11月24日	11月30日
德亚	1	Roborock QV 35S	Roborock QV 35S	Roborock QV 35S	Roborock QV 35S
	2	Roborock Qrevo Curv	Roborock Qrevo Curv	DREAME L10s	DREAME L40s Pro Ultra
	3	Roborock Saros 10R	DREAME L40s Pro Ultra	ECOVACS T50 Omni Gen2	Roborock Saros 10R
	4	DREAME L10s	Roborock Saros 10R	Roborock Saros 10R	Roborock Qrevo Curv
	5	Roborock Q7 L5+	Roborock Q7 L5+	Roborock Qrevo Curv	Roborock Q7 L5+

渠道	排名	11月17日	11月20日	11月24日	11月30日
	6	DREAME Aqua10 Ultra	Mova Z60 Ultra	Roborock Q7 L5+	Roborock Q7 M5
	7	ECOVACS T50 Omni Gen2	ECOVACS T50 Omni Gen2	Roborock Q7 M5	DREAME Aqua10 Ultra
	8	DREAME X50 Ultra Complete	DREAME X50 Ultra Complete	Roborock Qrevo S5V	DREAME X50 Ultra Complete
	9	Roborock Q7 M5	Roborock Q7 M5	Mova V50 Ultra	MOVA Z60 ULTRA
	10	ECOVACS X9 PRO Omni	DREAME Aqua10 Ultra	DREAME Aqua10 Ultra	ECOVACS T50 Pro Omni

资料来源：亚马逊、开源证券研究所

西南欧地区同样实现迅速突破，石头加大了西南欧等追觅强势市场的投入，并且取得了很好的成绩，其中西班牙/意大利亚马逊 2025M11 市占率分别为 23.3%/19.9%，保持市占率第一位置，亚马逊黑五销售额持续领先，法西市占第一、英意市占第二。

图34：2025M11 石头西班牙亚马逊市占率为 23.3%，排名第一

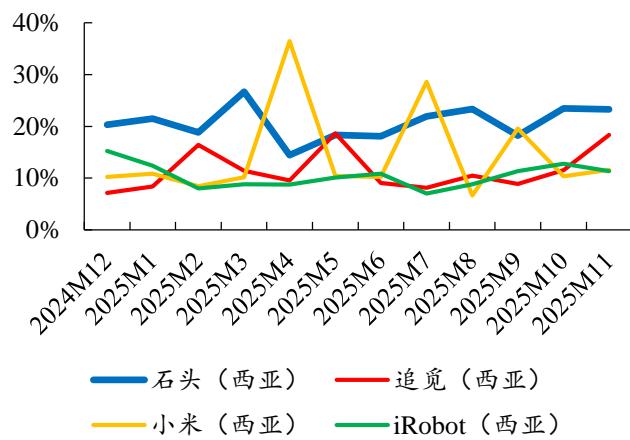
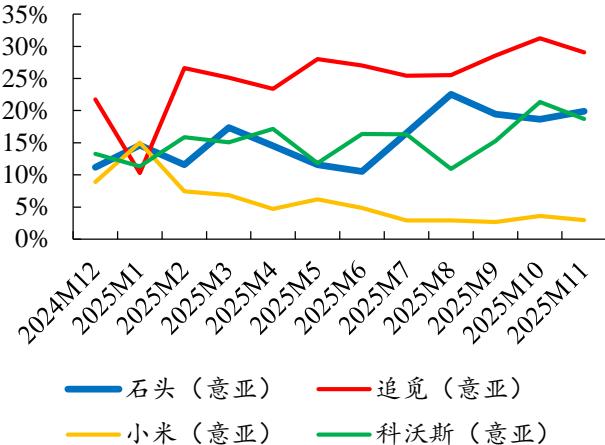


图35：2025M11 石头意大利亚马逊市占率 19.9%，排名第一



数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

数据来源：卖家精灵、开源证券研究所

线下方面：

我们在 2024 年选取了欧洲地区五个代表国家（北欧芬兰、德国、西南欧的法国、意大利、西班牙）的 8 个 KA、15 家线下门店进行研究，发现欧洲线下渠道中，海外品牌扫地机产品力较弱，中国品牌大多为全基站产品，具体拆分来看：

(1) 一梯队德国、北欧：2024 年中国品牌扫地机线下展位占比在德国和芬兰分别达 79%/77%。石头渠道力较强、旗舰新品铺货顺利，我们预计北欧市占率超 40%，德国超 30%。

(2) 二梯队法国：2024 年中国品牌线下展位占比分别为 44%，石头 2024 年 4 月进驻，2024 年 Boulanger 及 Darty 渠道铺货覆盖率约 30%，截至 2026 年已实现 100% 完全覆盖，未来随着渠道不断加速突破、有望复制德国市场成功。

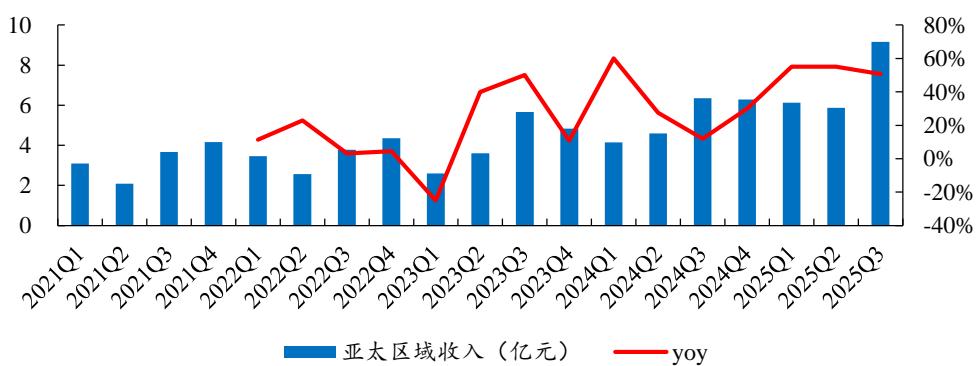
(3) 三梯队意大利：2024 年中国品牌线下展位占比为 30%。2024 年 7 月石头进入意大利市场，并于 2024Q3 进入意大利线下渠道，截至 2026 年 Media World 等渠道铺货覆盖率持续提升。

(4) 四梯队西班牙：2024 年中国品牌线下展位占比为 22%，市场仍被本土品牌 Cecotec 和 iRobot 占领，中国品牌有较大的提升潜力，石头于 2025 年 5 月入驻西班牙线下渠道，2026 年渠道持续拓展。

4.4、亚太：韩国市占率保持领先，中东、东南亚及东亚成长空间大

韩国市占率保持领先，中东、东南亚、东亚成长空间大。根据我们拆分，石头 2025Q3 亚太区收入预计增长 51%。从黑五数据来看，澳洲扫地机全渠道销量 3.6 万台 (+96%)，其中亚马逊销量+355%；洗地机 GMV+113%；日本扫地机全品类销量+65%，GMV+130%，其中扫地机销量+55%，洗地机销量+500%；中东扫地机总销量+154%，GMV+78%；土耳其扫地机品类市占率第一；俄罗斯 11 月全渠道销量+316%。

图36：2025Q3 亚太区收入预计增长 51%



数据来源：开源证券研究所

拆分市场来看，根据欧睿数据，2024 年韩国/澳大利亚/中国台湾/印度尼西亚/中东非/马来西亚扫地机销售额分别为 2.68/1.38/1.26/0.22/0.69/0.32 亿美元，5 年 CAGR 分别为 15%/7%/10%/18%/10%/16%，中东、东南亚、东亚均拥有较大成长空间。

图37：2024 年韩国扫地机销售额为 2.68 亿美元 (+4%)



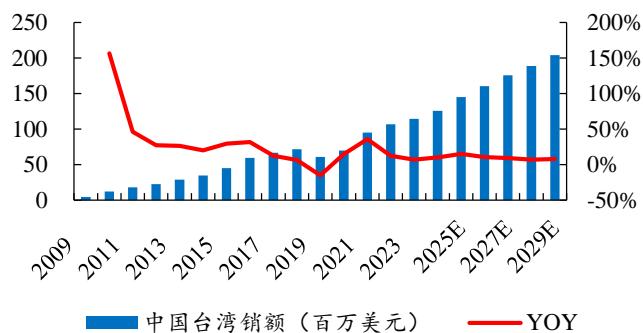
图38：2024 年澳大利亚扫地机销售额为 1.38 亿美元 (+9%)



数据来源：欧睿、开源证券研究所

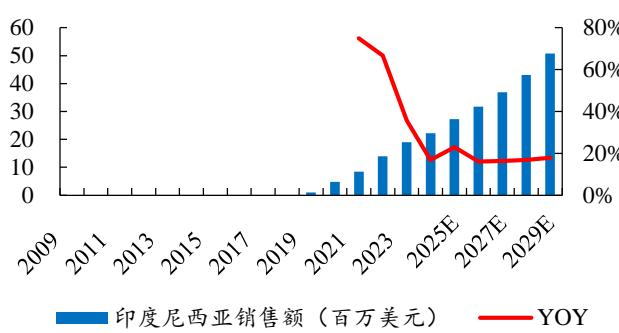
数据来源：欧睿、开源证券研究所

图39：2024 年中国台湾扫地机销售额为 1.26 亿美元 (+10%)



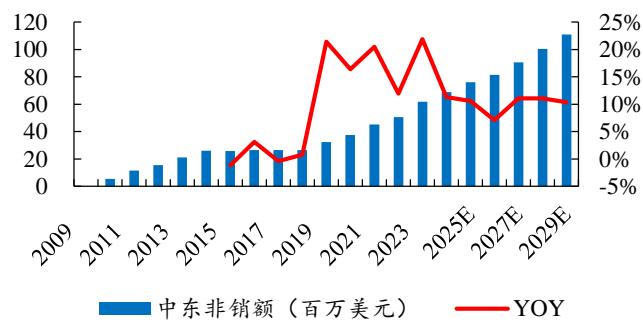
数据来源：欧睿、开源证券研究所

图40：2024 年印度尼西亚扫地机销售额为 0.22 亿美元 (+17%)



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图41：2024 年中东非扫地机销售额为 0.69 亿美元 (+11%)



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图42：2024 年马来西亚扫地机销售额为 0.20 亿美元 (+10%)



数据来源：欧睿、开源证券研究所

从市占率情况来看，

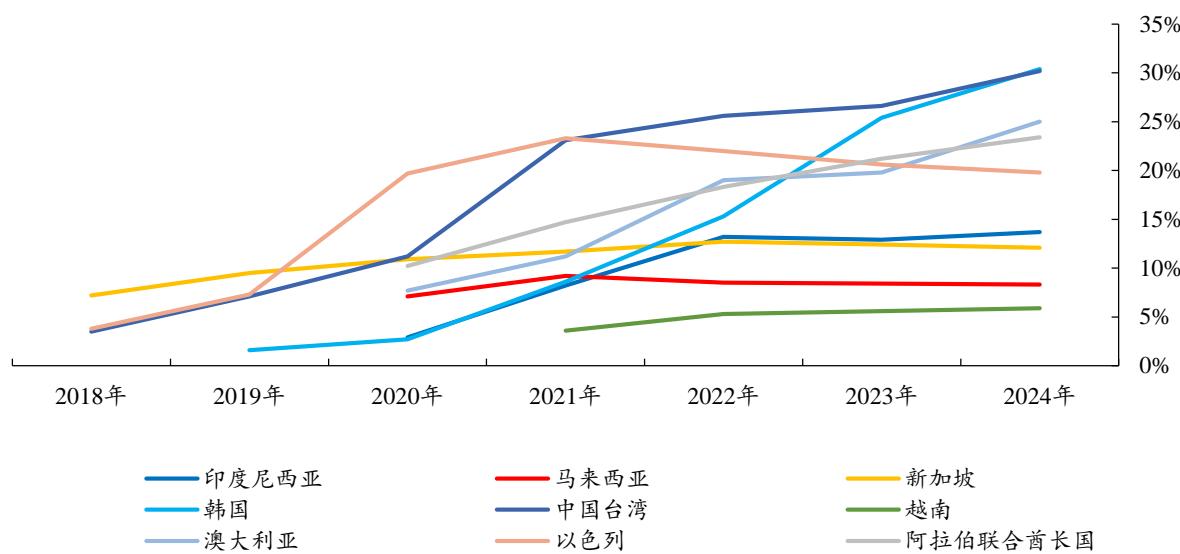
石头在韩国、中国台湾、澳大利亚等经济发达且市场规模较大地区市占率较高，根据欧睿数据，2024年韩国、中国台湾、澳大利亚市占率分别为30%/30%/25%，我们预计主系石头在发达地区布局较早，且产品主要定位中高端，发达地区产品负担能力强、人均教育程度高。

中东地区来看，石头在中东同样拥有较高市占率，2024年阿联酋/以色列市占率分别为23%/20%，同样系当地经济发达、产品负担能力较高所致。但由于产品进入时间较晚，市场规模还有较大提升空间。

东南亚地区来看，石头目前在印度尼西亚、马来西亚、越南等地区市占率还有较大提升空间，2024年市占率分别为14%/8%/6%。

我们预计2025年石头在韩国的市占率超50%，澳洲市占率达40%，实现持续持续提升。未来石头有望在东亚继续保持高市占率基本盘；中东地区稳固市占率的同时受益于行业规模扩张，东南亚地区伴随消费者教育提升，产品价格带上移下市占率持续提升。综合来看，中东、东南亚、东亚仍有较大成长空间。

图43：2024年石头在澳大利亚/阿联酋/以色列/印度尼西亚/马来西亚市占率分别为25%/23%/20%/14%/8%



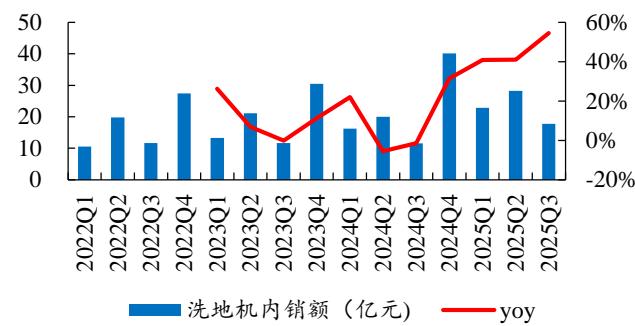
数据来源：欧睿、开源证券研究所

4.5、新品类：F25洗地机入驻美国Target渠道，割草机发布多款新品

4.5.1、洗地机：国内市场占有率持续突围，海外拓展步伐加速

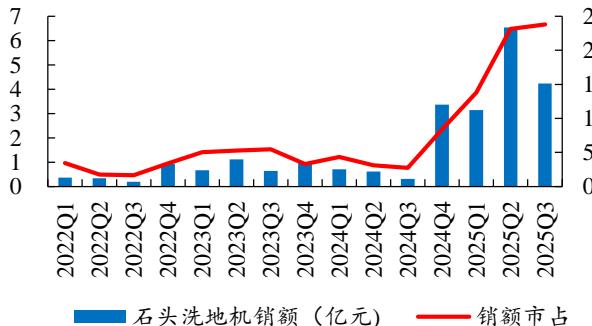
国内市场方面，石头在国内洗地机市场占有率实现突围。2025Q3 中国洗地机内销额 17.8 亿元(+55%)，石头洗地机内销额 4.2 亿元(+1250%)，市占率 23.8%(+21.1pct)，市占率实现有效突围，从 SKU 来看，石头 A30 PRO、A30 STEAM、A30PRO ULTRA 作为爆款，持续占据国内洗地机品类出货前十行列。

图44：2025Q3 中国洗地机内销额 17.8 亿元 (+55%)



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图45：2025Q3 石头洗地机内销额 4.2 亿元 (+1250%)，市占率 23.8% (+21.1pct)



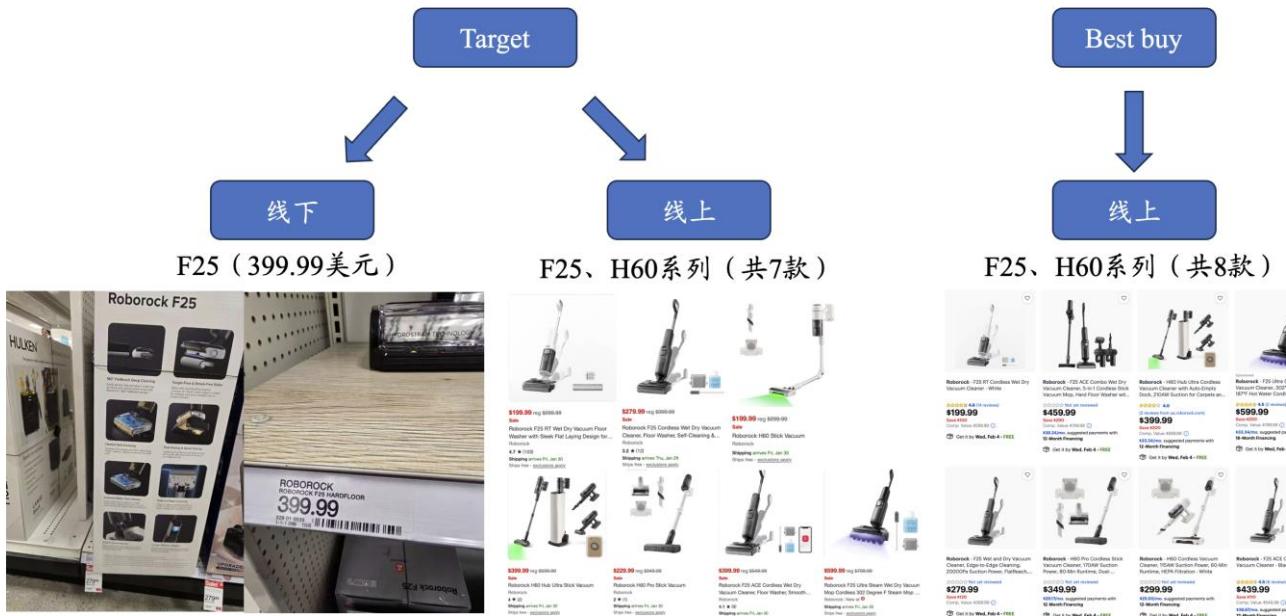
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

公司洗地机产品 2025Q2 开始进入亚太市场，2025Q3 开始进入欧美市场。

北美方面，线上黑五市场份额预计提升至 20%；线下石头 F25 成功入驻美国 Target 渠道，售价 399.99 美元，折扣率为 30%（到手价 279.99 美元），折扣率与添可、必胜等品牌接近，到手价略高于友商，保持相对较高品牌调性。大型 KA 线上官网方面，Target 官网 F25、H60 系列共 7 款产品在售；Best buy 官网 F25、H60 系列共 8 款产品在售。

欧洲方面，线上主要市场市占率前三；线下洗地机产品已经成功入驻德国主要大型 KA 渠道，线上方面，各大主要亚马逊站点均实现入驻。

图46：石头 F25 成功入驻美国 Target 线下渠道



资料来源：Target、Best buy 官网、开源证券研究所

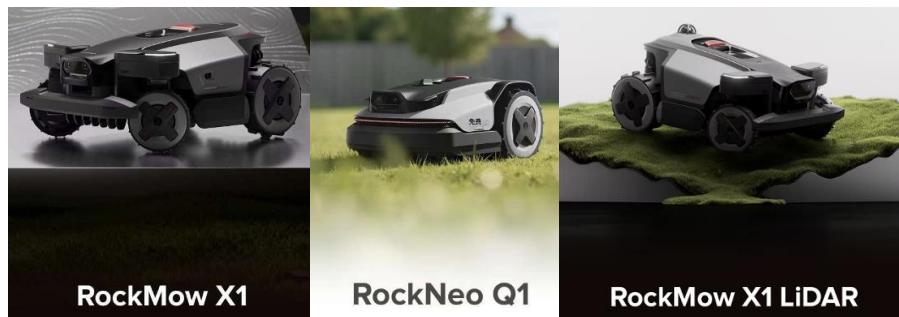
展望 2026 年，我们认为伴随公司产品矩阵进一步丰富（价格带持续上移）及规模效应持续，盈利能力有望稳步提升，国内洗地机业务预计不会形成亏损，海外占比持续提升，海外洗地机业务净利率维持中高个位数。整体来看，我们认为 2026 年洗地机业务有望实现盈利。

4.5.2、割草机：CES 展发布多款新品，多 SKU 布局针对不同场景解决用户痛点

割草机方面，1月6日，2026年美国国际消费电子展(CES)在拉斯维加斯开幕，石头科技推出三款割草机器人新品(RockMow X1、RockMow X1 LiDAR、RockNeo Q1等)，其中X1分1000平及3000平两个SKU，X1 LiDAR分2000平一个SKU。具体来看产品：

- (1) 入门级 RockNeo Q1 面向首次尝试智能割草、注重性价比的家庭用户；
- (2) 旗舰 RockMow X1 采用厘米级 RTK 与 VSLAM 融合导航，适用于复杂庭院环境；
- (3) RockMow X1 LiDAR 集成 Sentsphere 激光雷达、四驱牵引、主动转向与动态悬挂系统，满足有更高设置要求的用户。四轮驱动可轻松克服高达 80% (38.7°) 的陡坡，并清除 6 厘米高的障碍物；平稳转弯可保护草坪免受拖累和损坏。动态悬挂系统保持割草机和刀片稳定，实现一致的完美切割，全自动 PreciEdge 切割模块可实现 1.2 英寸 (3 厘米) 边缘切割，最大程度减少手动修剪。

图47：石头科技推出三款割草机器人新品（RockMow X1、RockMow X1 LiDAR、RockNeo Q1）



资料来源：开源证券研究所

2026年2月，石头科技正式在德国市场开启销售，公司与德国本土专业经销商deinmäher.de达成合作，后者成为Roborock割草机器人在德国的首家官方授权经销商。deinmäher.de位于杜德施塔特，拥有工作室和实体店，为用户提供产品咨询、售后服务等全方位支持，这一合作模式显示出石头科技对欧洲市场的重视——通过本地化渠道深耕市场，而非单纯的线上销售策略。

本次石头在德国销售的产品主要覆盖Q系列（2款）、S系列（2款）、Z系列（4款）三个系列产品，覆盖799-3499欧元价格带。具体拆分系列来看：

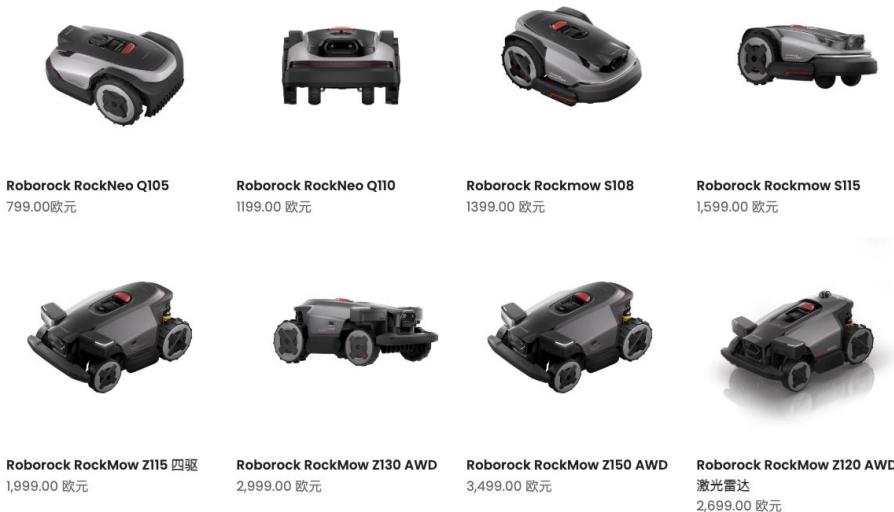
(1) Q系列：两款产品RockNeo Q105（799欧元）、RockNeo Q110（1,199欧元），Q105配备AI智能地图绘制、自动边界识别功能，适合中小型家庭花园，Q110预计在功能和续航上较Q105有所升级。

(2) S系列：两款产品Rockmow S108（1,399欧元）、Rockmow S115（1,599欧元）。在保留AI智能地图、无边界线摄像导航等核心功能基础上，新增为花园不同区域定制切割高度，还能在草坪上设计剪裁图案，覆盖面积可达1000平方米。

(3) Z系列：四款产品RockMow Z115 AWD（1,999欧元）、RockMow Z120 AWD LiDAR（2,699欧元）、RockMow Z130 AWD（2,999欧元）、RockMow Z150 AWD（3,499欧元，旗舰型号），Z系列产品配备全轮驱动系统，拥有大面积覆盖能力（旗舰型号Z150可覆盖5000平方米以上大型草坪），其中Z120型号搭载激光雷达，可实现更精确的定位和避障。

根据deinmäher.de官网信息，产品预计将于2026年3月起陆续发货，刚好与欧洲春季割草机相吻合。

图48：2026年2月石头科技割草机器人产品在德国市场正式开启销售



资料来源：deinmaehler.de 官网

我们认为石头进入割草机器人赛道的核心竞争力如下：

技术端：

(1) 全地形通过技术：解决“爬坡”与“悬挂”的物理痛点。旗舰机型上，石头科技采用了全轮驱动系统，这种四轮独立电机驱动设计提供了极强的牵引力，使其能够征服高达80% (38.7°) 的陡坡，并能轻松跨越6厘米高的障碍物。此外还引入主动悬挂与转向系统，悬挂系统能自动调节离地间隙，确保刀盘始终贴地，避免漏割；主动转向则让机器在转弯时更灵活，且对草坪的撕扯更小，保护草皮。

(2) 融合感知与AI算法：Sentisphere™ AI 环境感知。石头科技将室内扫地机的强项—视觉与多传感器融合，成功迁移到了光线多变的户外环境。采用RTK+双目视觉+激光雷达的多模态融合定位方案，确保了机器在强光、树荫或夜间都能正常作业。

(3) 极致的边缘处理技术：3cm超小切割盲区。传统割草机通常会在边缘留下7厘米甚至更宽的未修剪草带，需要人工补刀。石头科技通过优化刀盘布局和机身结构设计，实现了仅3厘米的切割盲区。

渠道端：

石头扫地机产品在欧洲、北美等线下以经销商模式为主，线上通过与亚马逊等主流电商平台深度合作，实现了线上线下全渠道覆盖。我们认为割草机器人主销市场为德语区及北欧，石头在这些地区扫地机产品市占率高，品牌具有较高知名度；线下方面，扫地机线下经销模式积累较多渠道开拓经验，经验可复用至割草机渠道开拓，线上方面，割草机运营可借鉴扫地机亚马逊运营经验。

2025年割草机器人产品线研发相关投入已基本完毕，销售预计以海外渠道为主，采用DEALER经销模式。展望2026年，我们认为在研发有效均摊下，伴随欧洲及北美地区陆续放量，全年预期销量4-6万台，割草机器人业务预计能够实现盈利。

4.5.3、洗衣机：战略收缩下 2026 年预计减亏

我们预计 2025 年公司洗衣机业务亏损 5-6 亿元，对整体利润产生较大影响。2025 年 6 月由于洗衣机业务进展未及预期，公司对洗衣机事业部进行调整，撤销独立洗衣机事业部，核心业务团队并入清洁电器板块统一管理，对人员进行优化，仅保留小洗和部分研发和售后。

展望 2026 年，我们认为在 2025 年下半年大洗持续去库存动作下库存压力明显降低，公司在保持必要的投入外不会再次进行大规模营销，但由于公司仍保留迷你洗衣机业务，仍有部分研究及售后人员，预计 2026 年洗衣机业务亏损 1-2 亿元，较 2025 年减亏约 4 亿元。

4.6、未来展望：身具智能新突破，朝智能家庭服务机器人方向持续迈进

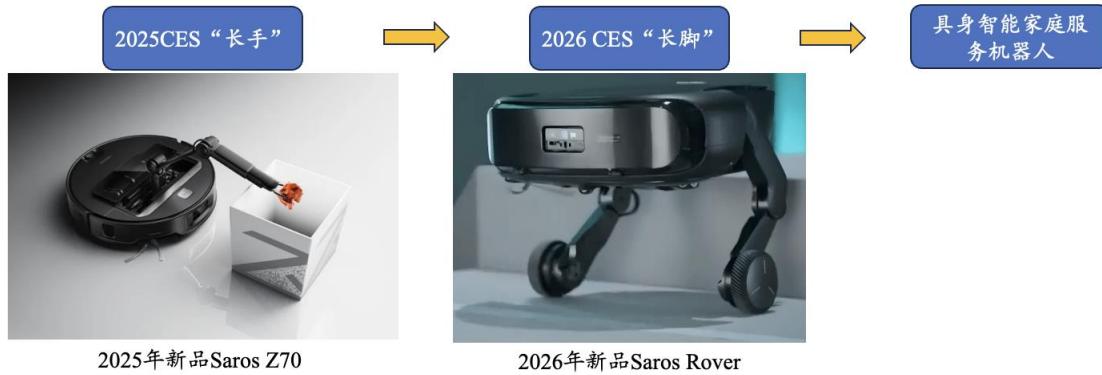
石头扫地机器人 2025 年长手（机械臂），2026 年长腿（轮足），向具身智能方向持续迈进。

2025 年“长手”：石头科技在 2025 年 CES 展上发布了革命性产品 Saros Z70，这是全球首款量产的带机械臂的扫地机器人，配备了 OmniGrip 智能可折叠机械臂，能够清理以往难以触及的区域。

2026 年“长腿”：石头科技在 2026 年 CES 展上推出了全球首款采用轮腿融合架构的扫地机器人 Saros Rover。该产品的每个轮子都像一条可以独立伸缩和升降的“腿”，能够模仿人类的行走方式。这意味着它不仅能上下楼梯，还能在斜坡、高门槛等复杂地形上保持机身水平，稳定移动和清洁。这标志着家用服务机器人正式从“二维平面”迈入了“三维空间”时代。

石头科技产品“长手”“长腿”突破的背后，是“具身智能”理念的落地。智能设备不再仅仅依赖预设程序，而是能通过传感器感知物理环境，实时做出决策并行动。我们可以把这个产品理解成过度产品，虽然不走量，但该产品是具身智能家庭服务机器人方向的必经之路，我们认为具身智能家庭服务机器人对比人形机器人，在应用场景、成熟落地速度等方面更具备优势，或将更快在 2C 端商业化。

图49：石头扫地机器人 2025 年长手（机械臂），2026 年长腿（轮足），向具身智能方向持续迈进



5、 盈利预测与投资建议

2026 年公司洗衣机/洗地机/割草机预计分别减亏 4/2/1 亿元，预计洗地机整体、扫地机国内市场有望扭亏为盈，割草机有望实现盈亏平衡，考虑到 2025H2 内销市场自补对净利润产生负向影响以及新业务亏损，2026 年新业务大幅减亏以及外销市场 20%以上增长，我们下调 2025 年、上调 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 13.4/24.1/32.0 亿元（2025-2027 年原值分别为 15.3/23.8/31.4 亿元），对应 EPS 为 5.17/9.28/12.35 元，当前股价对应 PE 为 27.6/15.4/11.5 倍。石头科技已成扫地机器人全球第一品牌，看好公司品牌优先策略下，收入规模快速提升，盈利能力企稳改善，维持“买入”评级。

6、 风险提示

- (1) 行业竞争加剧：国内外市场仍然存在差异化竞争，若未来行业竞争加剧，参与价格竞争导致终端销售价格下滑可能会影响公司利润率水平。
- (2) 渠道拓展不及预期：欧洲线下渠道较为强势，特别是在利润率的诉求上，如果与品牌方无法达成一致，可能会影响线下渠道拓展进度。
- (3) 海外需求不振：公司国外收入占比高于国内，当前海外就业情况、通胀以及库存等面临不确定性，可能会影响外销业务。
- (4) 新品销售不及预期：海外消费者对老品接受度较国内更高，当前公司经销商提货预计以新品为主，动销可能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8897	11752	14039	15903	18650	营业收入	8654	11945	18538	23216	28956
现金	893	1464	2272	3247	4393	营业成本	3987	5956	10381	12955	16100
应收票据及应收账款	275	1038	542	1687	927	营业税金及附加	75	80	115	154	204
其他应收款	693	868	1555	1480	2305	营业费用	1713	2967	4998	5522	6572
预付账款	63	98	151	161	228	管理费用	211	346	371	441	521
存货	928	1490	2725	2535	4002	研发费用	619	971	1483	1857	2259
其他流动资产	6045	6794	6794	6794	6794	财务费用	-139	-162	-60	-155	47
非流动资产	5480	5732	6467	6986	7542	资产减值损失	-148	-95	0	0	0
长期投资	20	20	20	20	20	其他收益	121	193	104	120	135
固定资产	1286	1373	1899	2283	2830	公允价值变动收益	114	45	39	34	58
无形资产	18	22	22	22	21	投资净收益	62	151	109	89	103
其他非流动资产	4155	4317	4525	4660	4670	资产处置收益	1	-1	-1	-2	-1
资产总计	14377	17485	20506	22889	26192	营业利润	2317	2090	1493	2668	3529
流动负债	2879	4427	6617	6873	7577	营业外收入	3	12	5	6	6
短期借款	0	0	1081	0	0	营业外支出	0	4	1	2	2
应付票据及应付账款	1499	2825	3697	5056	5424	利润总额	2320	2098	1497	2673	3534
其他流动负债	1380	1603	1838	1817	2154	所得税	269	121	157	268	334
非流动负债	116	187	187	187	187	净利润	2051	1977	1340	2405	3200
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动负债	116	187	187	187	187	归属母公司净利润	2051	1977	1340	2405	3200
负债合计	2995	4615	6804	7060	7764	EBITDA	2409	2181	1732	2949	3823
少数股东权益	1	1	1	1	1	EPS(元)	7.92	7.63	5.17	9.28	12.35
股本	131	185	259	259	259	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	5162	5219	5146	5146	5146	成长能力					
留存收益	6234	7596	8735	10749	13380	营业收入(%)	30.5	38.0	55.2	25.2	24.7
归属母公司股东权益	11381	12869	13701	15828	18427	营业利润(%)	72.4	-9.8	-28.6	78.7	32.3
负债和股东权益	14377	17485	20506	22889	26192	归属于母公司净利润(%)	73.3	-3.6	-32.2	79.4	33.1
						盈利能力					
						毛利率(%)	53.9	50.1	44.0	44.2	44.4
						净利率(%)	23.7	16.5	7.2	10.4	11.0
						ROE(%)	18.0	15.4	9.6	15.2	17.4
						ROIC(%)	17.8	15.0	9.2	15.3	17.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.8	26.4	33.2	30.8	29.6
						净负债比率(%)	-7.6	-11.0	-8.4	-20.4	-23.8
						流动比率	3.1	2.7	2.1	2.3	2.5
						速动比率	2.4	1.9	1.4	1.7	1.7
						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	23.5	20.8	22.2
						应付账款周转率	3.6	2.8	3.2	3.0	3.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	7.92	7.63	5.17	9.28	12.35
						每股经营现金流(最新摊薄)	8.44	6.69	3.82	10.92	9.72
						每股净资产(最新摊薄)	43.92	49.67	54.08	61.08	71.12
						估值比率					
						P/E	18.0	18.7	27.6	15.4	11.5
						P/B	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
						EV/EBITDA	12.9	14.0	17.7	9.7	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，开源证券不对其实内容负责。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形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