

2023年06月14日家电

ESSENCE

△行业分析

证券研究报告

扫地机景气复苏初现端倪

■**国内扫地机市场空间较大:**根据欧睿数据,假设扫地机更新周期为5年,我们测算2022年我国扫地机普及率约为5%。虽然扫地机行业正在经历平台期,但是长期来看,消费者对于家庭清洁的需求一直存在,伴随扫地机功能不断丰富、性价比不断提升,我国扫地机普及率仍有较大的提升空间,国内市场规模可达约700亿元(见表2)。

国**内扫地机行业增速逐步恢复:** 2023 年 618 第一阶段行业销量增速转正。2023W22~W23(20230522~0604)扫地机线上销量YoY+8%。分结构来看,自清洁扫地机均价YoY-3%,销量YoY+6%;非自清洁扫地机均价YoY-1%,销量YoY+16%。从618 的表现来看,自清洁扫地机均价并未大幅下调。

目关注扫地机产品升级带来的行业成长机遇:展望后续,我们认为随着规模效应的扩大,自清洁扫地机成本仍有下行空间,预计该类产品价格将缓慢下降,行业销量有望在去年低基数的基础上实现恢复性增长。长期来看,我们认为拉动普及率提升的核心驱动力仍然是产品的持续迭代和升级。科沃斯、石头推出的新品扫地机主要在老品基础上增加了一些新功能,如科沃斯 T20 Pro 推出热水洗拖布功能;石头 G20 采用螺旋双滚刷,吸力较 G10s 提升900Pa。未来,扫地机在深度清洁、定点清洁方面仍有较大的升级空间,我们期待头部企业推出新一代主流机型,拉动行业进入新的成长周期,加速销量规模的扩张。

■海外扫地机需求短期承压,长期市场空间广阔:受海外宏观因素影响,2022年海外扫地机需求承压,行业增速放缓。根据 Google Trends 数据,2022年扫地机全球搜索热度 YoY-2% (2019~2021年增速分别为 18%/50%/19%)。根据 Euromonitor 数据,2022年海外扫地机市场规模约为 48 亿美元,销量为 1157万台。我们测算,2022年海外扫地机普及率不到 3%,分地区来看,北美/西欧/东欧普及率分别为 13%/7%/2%。长期来看,海外扫地机普及率仍有较大的提升空间,中国企业将在海外市场获得更多的份额。

■投資建议: 短期来看,虽然国内扫地机降价放量效果尚不显著,但是行业增速已呈现逐步恢复态势,景气拐点渐行渐近。海外市场亦有望逐步复苏。长期来看,扫地机产品持续升级,国内、国外市场均有较大的普及率提升空间。科沃斯、石头科技在国内、国外市场均拥有较强的竞争优势,份额稳定。当前科沃斯、石头科技 PE 估值均处于 2020 年以来的底部区间。随着行业景气的复苏,科沃斯、石头科技业绩、估值有望释放较大弹性。

国风险提示:海外经济环境恶化,行业竞争加剧,预测结果不及预期的风险。

投资评级 领先大市-A 维持评级



升幅% 1M 3M 12M 12M 12M

 相对收益
 7.9
 9.6
 23.9

 绝对收益
 6.1
 6.0
 16.2

张立聪 分析师

SAC 执业证书编号: \$1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

韩星雨 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080002

hanxy@essence.com.cn

相关报告 更新,添置:空调市场隐秘 2023-06-04 的角落 需求拐点已显,盈利能力持 2023-05-21 续改善 成本红利持续释放,Q1基金 2023-05-09 重仓家电比例环比回升 Q1 单季度毛利率改善明显 2023-04-27 电动两轮车:天花板已至? 2023-04-17





内	容	目	录

1.	内销:景气拐点渐行渐近,期待技术进步推动行业进入抬升期	3
	1.1. 国内扫地机普及率提升空间大	3
	1.2. 618 第一阶段扫地机线上增速转正	3
	1.3. 竞争格局: 头部企业竞争优势显著, 抖音、线下渠道占比提升	6
2.	海外:长期成长空间较大,期待海外需求复苏	8
	2.1. 海外市场空间广阔,长期来看需求终将恢复	8
	2.2. 竞争格局:中国企业在海外市场的竞争力持续提升	9
3.	投资建议	10
	3.1. 科沃斯: Q1 国内需求承压,股权激励彰显管理层对于公司长期增长的信心	11
	3.2. 石头科技: Q1 海外收入承压,股权激励体现管理层对于全年增长的信心	12
4.	风险提示	13
	引表目录	
图	. 国内扫地机产品结构及均价(线上)	4
图:		6
图	3. 石头 G20 亮点展示	6
图,	· 国内扫地机行业线上分渠道收入(亿元)	7
图:	i. 科沃斯扫地机线上分渠道收入(亿元)	7
图	. 扫地机全球搜索热度	8
图	'. 科沃斯 PE 估值	10
图	3. 石头科技 PE 估值	10
表	: 国内扫地机市场空间测算	3
表	: 国内扫地机市场空间测算(敏感性分析)	3
表	: 国内扫地机销售数据(线上)	5
表。	: 扫地机销售额份额(线上)	7
表:	: 扫地机 618 第一阶段分渠道销售额增速预估	7
表	: 海外扫地机市场规模	8
表	': 各地区扫地机普及率(假设更新周期为5年)	8
表	: 扫地机主要公司销量(万台)	9
表	: 科沃斯盈利预测和估值	11
表	0: 石头科技盈利预测和估值	12



1. 内销: 景气拐点渐行渐近, 期待技术进步推动行业进入抬升期

1.1. 国内扫地机普及率提升空间大

长期来看,我国扫地机市场规模有望达到约700亿元。根据欧睿数据,假设扫地机更新周期为5年,我们测算2022年我国扫地机普及率约为5%。长期来看,消费者对于家庭清洁的需求一直存在,伴随扫地机功能不断丰富、性价比不断提升,我国扫地机普及率仍有较大的提升空间。根据我们对于行业空间的测算(详见表1、表2),我们预计我国扫地机的市场规模有望达到约700亿元,行业存在较大的扩容空间(2022年我国扫地机行业销售额为124亿元,奥维)。

表1: 国内扫地机市场空间测算

7-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1-1	
国内家庭数(亿户)	4. 6
国内扫地机终局普及率 (假设值)	40%
国内扫地机终局保有量 (亿台)	1.8
扫地机更新周期 (年) (假设值)	5
国内扫地机终局年销量 (万台)	3643
国内扫地机终局均价 (假设值)	2000
国内扫地机终局年销售额 (亿元)	729
2022 年国内扫地机销售额(亿元)	124
国内市场空间(倍)	5. 9

资料来源: 奥维, Wind, 欧睿, 安信证券研究中心

表2: 国内扫地机市场空间测算(敏感性分析)

国内扫地机终局年销售额(亿元)		国内扫地机终局普及率						
四八石地机於周十铢皆	映(14.74)	20%	30%	40%	50%	60%		
	1000	182	273	364	455	546		
	1500	273	410	546	683	820		
国内扫地机终局均价	2000	364	546	729	911	1093		
	2500	455	683	911	1139	1366		
	3000	546	820	1093	1366	1639		

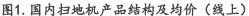
资料来源: 奥维, Wind, 安信证券研究中心

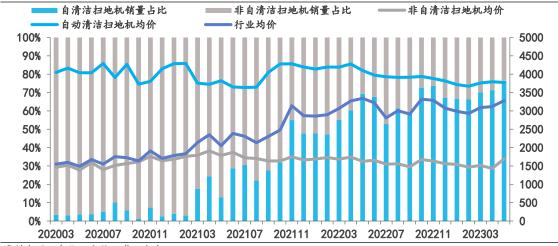
注: 假设更新周期为5年

1.2.618 第一阶段扫地机线上增速转正

2022 年国内扫地机行业销量有所下滑。2022 年国内扫地机线上销量为 316 万台,YoY-23%。扫地机在国内普及率较低,理论上品类销量应该保持持续增长,但是 2022 年却出现了行业销量的下滑,我们认为主要因为: 1) 2022 下半年开始国内可选消费需求普遍下行; 2) 扫地机主流产品的价格带较高,抑制了消费需求。2022 年国内扫地机进入产品迭代的平台期(关于平台期、抬升期的分析,详见深度报告《石头科技:一年磨一剑,蓄势行业抬升期》),产品结构转向以带自动洗抹布基站的扫地机为主,而新一代主流产品的定价显著高于上一代产品的定价(不带自清洁基站的激光导航扫地机)。2022 年自清洁扫地机(本文指带有自动清洗抹布基站的扫地机)线上销售均价为 3988 元,而非自清洁产品(本文指不带有自动清洗抹布基站的扫地机,包括仅具有自集尘功能的基站式产品)的线上销售均价仅 1638 元。







资料来源: 奥维, 安信证券研究中心 注: 奥维线上监测数据不含抖音、拼多多渠道, 下同

2022Q3 开始自清洁扫地机降价。为了刺激行业销量增长,2022Q3 开始自清洁扫地机均价呈现下降趋势,2022Q3、2022Q4、2023Q1 自清洁扫地机线上均价分别为3919 元、3890 元、3718元,拉动自清洁扫地机线上销量YoY+55%/+32%/11%。虽然自清洁扫地机销量持续增长,但是非自清洁扫地机销量持续萎缩,导致行业一直保持缩量态势。

2023 年 618 第一阶段行业销量增速转正。2023W22~W23(20230522~0604)扫地机线上销量YoY+8%。分结构来看,自清洁扫地机均价YoY-3%,销量YoY+6%;非自清洁扫地机均价YoY-1%,销量YoY+16%。我们认为,当前行业销量增速恢复主要因为非自清洁扫地机基数逐步下降(2022W22~W23 非自清洁扫地机销量占比为 23%, 2022Q1 为 50%; 2022 年 5~6 月非自清洁扫地机销量 YoY-63%),销量同比企稳。

降价放量效果尚不显著。从 618 的表现来看,自清洁扫地机均价下降幅度有限,对销量的刺激作用仍不明显。2022Q3 开始的降价已经对毛利率带来一定影响,我们测算 2023Q1 科沃斯扫地机毛利率约为 42%,而 2021、2022 年科沃斯扫地机业务毛利率分别为 50%、45%。扫地机价格的走势和节奏,仍需要持续观察。



行业分析/家电

表3:	国内	扫地机组	销售数据	(线上)
-----	----	------	------	------

表3: 国内扫地	也机销售数据	(线上)					
	行业销量	YoY	自清洁扫地机销量	YoY	非自清洁扫地机销量	YoY	自清洁销量占比
2021Q1	97	4%	8	601%	89	-3%	8%
202102	116	1%	29	632%	87	-22%	25%
2021Q3	70	-25%	18	178%	52	-40%	26%
2021Q4	127	-19%	63	668%	64	-57%	49%
202201	61	-37%	30	286%	31	-66%	50%
202202	91	-21%	61	110%	30	-65%	67%
2022Q3	49	-30%	29	55%	20	-60%	58%
2022Q4	115	-10%	83	32%	32	-50%	72%
202301	50	-19%	33	11%	16	-48%	68%
2022W22~W23	33		25		7		77%
2023W22~W23	35	8%	27	6%	9	16%	76%
2021	410	-11%	118	494%	292	-34%	29%
2022	316	-23%	203	71%	113	-61%	64%
	行业销售额	YoY	自清洁扫地机销售额	YoY	非自清洁扫地机销售额	YoY	自清洁销售额占比
202101	18. 6	30%	3. 1	577%	15.5	12%	17%
202102	27. 0	45%	10.7	563%	16. 2	-4%	40%
202103	15. 7	0%	7.0	158%	8.7	-33%	45%
2021 Q 4	37. 7	32%	26.8	752%	10.9	-57%	71%
202201	17. 8	-4%	12.6	311%	5. 2	-67%	71%
202202	29. 9	11%	24. 9	132%	5.0	-69%	83%
2022Q3	14. 3	-9%	11.2	60%	3.1	-64%	78%
2022Q4	37. 4	-1%	32. 2	20%	5. 2	-52%	86%
2023Q1	14. 9	-16%	12.4	-1%	2.4	-53%	84%
2022W22~W23	11. 6		10		1		89%
2023W22~W23	12. 1	4%	11	2%	2	15%	87%
2021	99. 0	28%	48	501%	51	-26%	48%
2022	99. 4	0%	81	70%	19	-64%	81%
	行业均价	YoY	自清洁扫地机均价	YoY	非自清洁扫地机均价	YoY	
202101	1913	25%	3910	-3%	1738	16%	
202102	2322	45%	3683	-9%	1866	23%	
202103	2241	33%	3789	-7%	1686	13%	
202104	2969	63%	4264	11%	1703	0%	
202201	2926	53%	4167	7%	1696	-2%	
202292	3271	41%	4066	10%	1663	-11%	
2022Q3	2920	30%	3919	3%	1523	-10%	
202204	3262	10%	3890	-9%	1632	-4%	
2023Q1	3004	3%	3718	-11%	1512	-11%	
2022W22~W23	3568		4086		1800		
2023W22~W23	3423	-4%	3953	-3%	1777	-1%	
2021	2412	44%	4023	1%	1759	12%	
2022	3147	30%	3988	-1%	1638	-7%	
各料 本 酒 ·	完合证券研究由		3760	1 /0	1030	1 /0	

资料来源: 奥维, 安信证券研究中心 注: 销量单位: 万台, 销售额单位: 亿元

关注扫地机产品升级带来的行业成长机遇。展望后续,我们认为随着规模效应的扩大,自清洁扫地机成本仍有下行空间,该类产品价格有望持续下降,但是预计短期内难以出现大幅降价的情况,行业销量有望在去年低基数的基础上实现恢复性增长。长期来看,扫地机在国内普及率较低,我们认为拉动普及率提升的核心驱动力仍然是产品的持续迭代和升级。今年上半年,虽然我们尚未看到类似基站式对单机式那样的革命性突破,但是相关企业一直不断地对产品的功能、性能进行优化。科沃斯、石头推出的新品扫地机主要在老品基础上增加了一



些新功能,如科沃斯 T20 Pro 推出热水洗拖布功能;石头 G20 采用螺旋双滚刷,吸力较 G10s 提升 900Pa。未来,扫地机在深度清洁、定点清洁方面仍有较大的升级空间,我们期待头部企业推出新一代主流机型,拉动行业进入新的成长周期,加速销量规模的扩张。

图2. 科沃斯 T20 Pro 热水洗拖布功能

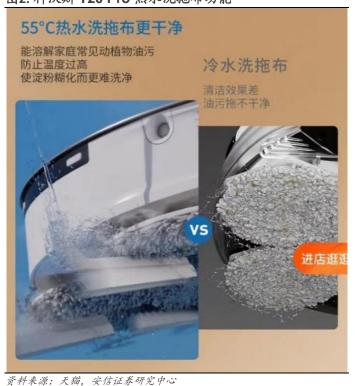
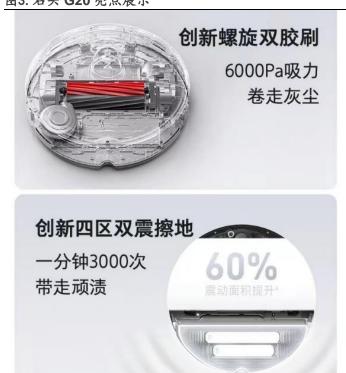


图3. 石头 G20 亮点展示



资料来源: 天猫, 安信证券研究中心

1.3. 竞争格局: 头部企业竞争优势显著, 抖音、线下渠道占比提升

头部企业竞争优势显著。扫地机行业集中度持续提升,2023年4~5月,科沃斯、小米、石头、云鲸、追觅线上合计份额达到95%(奥维)。科沃斯、石头竞争优势显著,科沃斯、石头线上渠道合计份额由2020Q1的53%提升至2023年4~5月的64%。我们认为主要因为:1)科沃斯、石头研发投入高于竞争对手,产品迭代速度领先同行;2)在产品迭代放缓,行业进入产品平台期的阶段,科沃斯、石头拥有更强的规模效应,产品性价比行业领先;3)科沃斯、石头长期经营形成了较高的品牌知名度,新进入者凭借同质化产品进入市场需要较高的品牌推广费用。



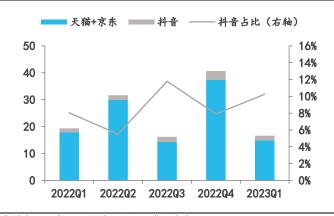
表4: 扫地机销售额份额(线上)

	科沃斯	小米	石头	云鲸	追覓	一点	其他	科沃斯+石头
202001	43%	20%	10%	6%			22%	53%
202002	38%	16%	14%	9%			23%	52%
2020Q3	35%	14%	8%	17%			25%	43%
2020Q4	45%	14%	11%	11%	0%		19%	56%
2021Q1	43%	15%	11%	12%	0%		19%	54%
202102	44%	10%	13%	20%	0%	0%	13%	57%
2021Q3	43%	11%	11%	17%	2%	2%	14%	55%
2021Q4	47%	9%	17%	17%	2%	1%	7%	64%
202201	42%	10%	19%	15%	2%	2%	9%	61%
202202	36%	9%	26%	16%	7%	1%	6%	62%
2022Q3	41%	11%	19%	13%	7%	2%	7%	60%
202204	42%	9%	20%	14%	9%	1%	4%	61%
2023Q1	40%	11%	22%	13%	7%	1%	6%	62%
202304~05	33%	9%	31%	10%	12%	1%	4%	64%

资料来源: 奥维, 安信证券研究中心

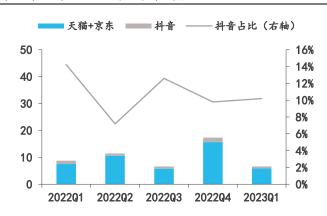
抖音、线下渠道占比提升,科沃斯在新渠道的布局领先。根据奥维、久谦监测数据,我们测算 2023Q1 科沃斯抖音渠道销售额占线上销售额的比例约为 10%。除线上渠道外,科沃斯积极布局线下渠道,2022 年科沃斯品牌国内线下销售网点超过 1600 家,2022 年科沃斯品牌在国内线下市场实现收入 11.7 亿元,YoY+78%,占国内销售收入的 22%,占比同比+8pct。科沃斯在抖音、线下等新渠道的布局领先,我们预计科沃斯在全渠道的份额表现优于传统电商平台监测情况。我们对 618 第一阶段国内扫地机全渠道增速进行预估 (详见表 5),考虑到扫地机在抖音、线下渠道的增速快于传统电商平台,预计 618 第一阶段扫地机行业全渠道销售额增速可能接近 10%。

图4. 国内扫地机行业线上分渠道收入(亿元)



资料来源:奥维,久谦,安信证券研究中心 注:天猫+京东数据取奥维线上监测数据;抖音数据取久谦抖音监测数据

图5. 科沃斯扫地机线上分渠道收入(亿元)



资料来源: 奥维, 久谦, 安信证券研究中心

注:天猫+京东数据取奥维线上监测数据; 抖音数据取久谦抖音监测数据

表5: 扫地机 618 第一阶段分渠道销售额增速预估

	占比E	销售额增速E
传统电商	70%	5%
抖音渠道	10%	15%
线下渠道	20%	20%
合计	100%	9%

资料来源: 奥维, 久谦, 公司公告, 安信证券研究中心



2. 海外: 长期成长空间较大, 期待海外需求复苏

2.1. 海外市场空间广阔, 长期来看需求终将恢复

海外扫地机普及率仍有较大提升空间。根据 Euromonitor 数据,2022 年海外扫地机市场规模约为 48 亿美元,销量为 1157 万台。我们测算,2022 年海外扫地机普及率不到 3%,分地区来看,北美/西欧/东欧普及率分别为 13%/7%/2%。

表6:海外扫地机市场规模

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海外扫地机销售额 (亿美金)	16	18	22	27	30	37	44	48
YoY		11%	21%	23%	9%	24%	21%	9%
海外扫地机销量 (万台)	376	429	531	650	750	938	1064	1157
YoY		-24%	14%	8%	15%	28%	22%	21%
海外扫地机单价(美金)	427	425	418	417	398	395	411	412
YoY		46%	7%	14%	-5%	-3%	-1%	-10%
海外扫地机普及率(假设5年更新一次)					1.7%	2.0%	2.4%	2. 8%

资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

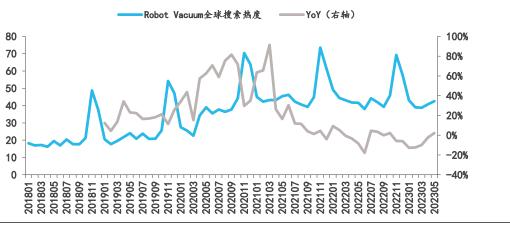
表7: 各地区扫地机普及率 (假设更新周期为5年)

	2019	2020	2021	2022
中国	4%	4%	5%	5%
亚太除中国	1%	1%	1%	1%
北美	7%	9%	11%	13%
拉美	0%	0%	0%	1%
西欧	4%	5%	6%	7%
东欧	1%	1%	2%	2%
中东非	0%	0%	0%	0%
澳洲	6%	6%	7%	8%
全球	2%	2%	3%	3%

资料来源: Euromonitor, 安信证券研究中心

受海外高通胀影响,2022 年海外扫地机需求承压,行业增速放缓。根据 Google Trends 数据,2022 年扫地机全球搜索热度 YoY-2%(2019~2021 年增速分别为 18%/50%/19%)。我们认为 2022 年海外扫地机景气下行主要受宏观环境压制。长期来看,海外扫地机普及率仍有较大的提升空间,随着海外消费环境的复苏,海外扫地机行业有望加速增长。

图6. 扫地机全球搜索热度



资料来源: Google Trends, 安信证券研究中心



2.2. 竞争格局: 中国企业在海外市场的竞争力持续提升

科沃斯、石头持续挤压 iRobot 市场份额。科沃斯、石头产品迭代较快,在海外市场拥有较强的产品性价比,受到海外消费者的青睐。2016~2022 年, iRobot 在科沃斯、石头科技、iRobot 三家公司合计销量中的占比由 51%下降至 41%。中国品牌在全球市场的竞争力逐步体现。科沃斯、石头产品迭代较快,海外渠道布局完善,在海外市场的知名度逐步打开,有望在海外市场保持领先的市场份额,获取行业成长红利。Amazon 拟收购 iRobot,资源整合需要时间,给国内企业扩大海外份额带来机会。

表8: 扫地机主要公司销量(万台)

水0. 470%	工 文本 7 m	王(カロ)					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
石头科技	15	87	213	251	238	282	225
占比	3%	12%	21%	24%	23%	25%	25%
科沃斯	226	333	415	334	317	358	312
占比	46%	45%	40%	33%	30%	31%	34%
iRobot	247	319	399	440	486	498	377
占比	51%	43%	39%	43%	47%	44%	41%
合计	489	740	1027	1026	1042	1138	914

资料来源:公司公告,安信证券研究中心 注:石头科技销量包含给小米代工部分



3. 投资建议

当前科沃斯、石头科技 PE 估值均处于 2020 年以来的底部区间,原因在于: 1) 扫地机产品进入平台期,且国内、国外可选消费需求均有承压,导致扫地机增速放缓; 2) 行业需求短期承压导致价格竞争加剧,科沃斯、石头科技盈利能力有所下降。短期来看,虽然国内扫地机降价放量效果尚不显著,但是行业增速已呈现逐步恢复态势。海外市场亦有望逐步复苏。长期来看,扫地机产品持续升级,国内、国外市场均有较大的普及率提升空间。科沃斯、石头科技在国内、国外市场均拥有较强的竞争优势,份额稳定。随着行业景气的复苏,科沃斯、石头科技业绩、估值有望释放弹性。

图7. 科沃斯 PE 估值



资料来源: Wind 一致预期,安信证券研究中心

注: 10月31日前预测净利润取当年度预测净利润, 10月31日后预测净利润取下一年度预测净利润

图8. 石头科技 PE 估值



资料来源: Wind 一致预期,安信证券研究中心

注: 10月31日前预测净利润取当年度预测净利润, 10月31日后预测净利润取下一年度预测净利润



3.1. 科沃斯: Q1 国内需求承压, 股权激励彰显管理层对于公司长期增长的信心 科沃斯 2022Q4 单季度营收 52.0 亿元, YoY+7.4%; 实现归母净利润 5.8 亿元, YoY-15.2%。 2023Q1 单季度公司营收 32.4 亿元, YoY+1.1%; 归母净利润 3.3 亿元, YoY-23.0%。

科沃斯 2023Q1 收入增速相比 Q4 略有放缓:科沃斯 Q1 单季度收入 YoY+1.1%,增速相比 2022Q4-6.3pct。根据奥维数据,Q1 科沃斯扫地机线上销售额 YoY-21% (2022Q4 为-12%),Q1 添可洗地机线上销售额 YoY+12% (Q1 为 18%)。我们认为主要因为可选消费需求较为平淡。展望后续,随着更多高性价比产品的推出,行业需求有望得到刺激,科沃斯国内收入增速有望逐步回升。

科沃斯 2022Q4、2023Q1 毛利率均同比提升:科沃斯 2022Q4、2023Q1 毛利率分别为 55. 3%/50. 7%,同比+0. 6pct/+1. 1pct。我们认为,主要因为公司: 1)产品结构提升,2022Q4、2023Q1 科沃斯扫地机线上销售额均价 YoY+2%/+4%。2)公司自清洁产品规模效应提升。

科沃斯 2022Q4、2023Q1 盈利能力有所承压: 科沃斯 2022Q4、2023Q1 单季度归母净利率为11.1%/10.1%,同比-3.0pct/-3.2pct。公司盈利能力同比有所下降,主要因为费用率提升。2022Q4、2023Q1 科沃斯销售费用率同比+6.3pct/+4.6pct。我们认为主要因为: 1)行业需求承压,竞争加剧: 2)公司割草机器人等新品类上市。

科沃斯 4 月 28 日发布 2023 年股票期权与限制性股票激励计划,拟授予 3307.5 万份股票期权, 占总股本的 5.8%; 拟授予 592.4 万股限制性股票, 占总股本的 1.0%。股票期权及限制性股票的业绩考核均针对三类对象: 针对第一类对象要求科沃斯品牌 2022~2026 年收入 CAGR 不低于 15%, 且上市公司 2023~2026 年净利润相比 2022 年增速不低于10%/23.20%/41.68%/62.93%。针对第二类对象要求添可品牌 2022~2026 年收入 CAGR 不低于15%, 且上市公司 2023~2026 年净利润相比 2022 年增速不低于10%/23.20%/41.68%/62.93%。第三类对象的业绩考核目标基于第一、第二类对象的目标,各给予 50%行权系数。股权激励计划体现管理层对于科沃斯、添可双品牌战略拉动公司中长期收入、业绩增长的信心。

投资建议: 科沃斯作为扫地机器人行业龙头, 具有技术、渠道、供应链优势, 不断优化产品、费用结构, 行业龙头地位持续巩固。添可品牌快速发展给予公司较大的收入业绩弹性。预计公司 2023~2025 年 EPS 为 3.39/3.82/4.09 元, 维持增持-A 的投资评级。

风险提示: 技术研发风险, 市场竞争加剧风险。

表9: 科沃斯盈利预测和估值

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	13, 086. 0	15, 324. 8	17, 596. 0	20, 748. 2	24, 100. 9
净利润	2, 010. 3	1, 698. 4	1,941.6	2, 185. 3	2, 339. 6
每股收益(元)	3. 51	2. 97	3. 39	3. 82	4. 09
每股净资产(元)	8. 90	11. 23	14. 10	16. 78	19. 64

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	20. 5	24. 3	21. 2	18. 9	17. 6
市净率(倍)	8. 1	6. 4	5. 1	4. 3	3. 7
净利润率	15. 4%	11.1%	11.0%	10.5%	9. 7%
净资产收益率	39. 5%	26. 4%	24. 1%	22. 8%	20. 8%
股息收益率	1.5%	1.3%	1.4%	1. 6%	1. 7%
ROIC	202. 0%	136. 6%	66. 2%	101. 9%	95. 3%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心



3.2. 石头科技: Q1 海外收入承压, 股权激励体现管理层对于全年增长的信心

石头 2022Q4 单季度营收 22.4 亿元, YoY+11.3%; 实现归母净利润 3.3 亿元, YoY-15.0%。2023Q1 单季度公司营收 11.6 亿元, YoY-14.7%; 归母净利润 2.0 亿元, YoY-40.4%。

石头 2023Q1 单季度收入增速环比 2022Q4 下降: 石头 2023Q1 单季度收入增速环比 2022Q4 -26pct。分国内外来看,我们测算公司 Q1 国内收入同比下滑约 5%,海外收入同比下滑约 20%。海外分地区来看,我们测算美国业务收入实现 30%+同比增速,欧洲、亚太地区收入同比下滑 20%+。从份额来看,2023Q1 石头扫地机国内线上销售额份额同比+3pct (奥维),公司在行业内仍然保持较强的竞争力,增速放缓主要因为当前扫地机行业需求较为疲软。

石头 2023Q1 单季度毛利率同比提升: 石头 2023Q1 单季度毛利率为 49.8%, 同比+2.4pct。我们认为主要因为毛利率较高的国内电商渠道以及美亚渠道贡献的收入占比提升。

石头 2023Q1 单季度归母净利率同比下降: 石头 2023Q1 单季度归母净利率为 17.6%,同比 -7.6pct。拆分来看,2023Q1 石头毛利率-销售费用率同比-5.2pct,我们认为主要因为:1)盈利能力较强的欧洲、亚太地区业务贡献收入占比下降;2)公司Q1发布新品类分子筛洗烘一体洗衣机,为宣传新品类加大了费用投放力度,但是洗衣机尚未对收入产生较大贡献。2023Q1 石头管理/研发费用率同比+2.3pct/+2.8pct,我们认为主要因为公司收入有所下滑,对固定费用的摊薄作用减弱。

石头 2023Q1 账面现金环比增加较多:石头 2023Q1 现金及现金等价物余额为 17.0 亿元,环 比 2022Q4 +8.7 亿元,主要因为公司 Q1 投资活动产生现金流量净额 5.5 亿元。2023Q1 石头购买商品、接受劳务支付的现金为 15.9 亿元,同比+4.3 亿元,我们认为公司加大备货力度,反映对后续需求恢复的信心。

公司 6月5日发布 2023 年限制性股票激励计划以及 2023 年事业合伙人持股计划。拟授予限制性股票 54.3 万股,占总股本的 0.6%;事业合伙人员工持股计划拟持有股票数量不超过 23.8 万股,占总股本的 0.3%。限制性股票激励计划业绩考核要求为 2023~2026 年公司收入相比 2022 年增长不低于 10%/14%/18%/22%。员工持股计划的业绩考核目标: 2023~2026 年收入相比 2022 年不低于 10%/14%/18%/22%但不高于 12%/16%/20%/24%,解锁 80%; 2023~2026 年收入相比 2022 年不低于 12%/16%/20%/24%,解锁 100%。股权激励计划反映管理层对于 2023 年公司收入实现双位数增长的信心。

投资建议: 石头领先的产品力是未来收入增长的基础, 精简 SKU 和优秀的经营管理能力使其维持行业领先的盈利能力。新品类洗烘一体洗衣机有望带来收入增量。预计石头 2023~2025 年 EPS 分别为 13.05/15.90/17.69 元, 维持买入-A 的投资评级。

表10: 石头科技盈利预测和估值

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	5, 837. 1	6, 628. 7	7, 088. 4	8, 150. 9	9, 188. 6
净利润	1, 402. 5	1, 183. 5	1, 222. 9	1, 489. 5	1, 657. 6
每股收益(元)	14. 97	12. 63	13. 05	15. 90	17. 69
每股净资产(元)	90. 63	102. 00	113. 70	127. 21	142. 25

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	21. 5	25. 5	24. 7	20. 3	18. 2
市净率(倍)	3. 6	3. 2	2.8	2. 5	2. 3
净利润率	24. 0%	17. 9%	17. 3%	18.3%	18.0%
净资产收益率	16. 5%	12. 4%	11.5%	12. 5%	12. 4%
股息收益率	0.8%	0.6%	0.6%	0. 7%	0.8%
ROIC	2248. 9%	101.0%	96. 0%	114. 4%	118. 6%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心



4. 风险提示

海外经济环境恶化。科沃斯、石头科技海外收入占比较高。科沃斯2022年海外收入占比33.8%, 石头科技2022年海外收入占比52.5%(报表口径,因为存在部分出口海外的国内经销商,实际销售到海外的比例更高)。如果海外宏观环境持续低迷可能导致科沃斯、石头科技海外收入增长不及预期,对公司整体经营带来较大的负面影响。

行业竞争加剧。扫地机行业仍处在产品快速迭代的阶段。如果竞争对手通过技术突破研发出 具有显性功能差异的产品,可能会对行业格局带来较大的冲击,压制科沃斯、石头科技的份额,对其收入、盈利能力带来负面影响。

预测结果不及预期的风险。报告对扫地机行业未来空间的预测基于未来品类普及率、均价、 置换周期的假设。如果外部环境发生重大变化,可能会导致假设值与实际值产生较大偏离, 导致预测结果与实际情况产生较大差异。



■ 行业评级体系 ■■■

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%:

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来6个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据,特此声明。

■本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司(以下简称"本公司")经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。



■免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。同时,本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准,如有需要,客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下,本公司及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或期权并进行证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务,提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素,亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议,无论是否已经明示或暗示,本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下,本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有,未经事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、 复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在 允许的范围内使用,并注明出处为"安信证券股份有限公司研究中心",且不得对本报告进 行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设,并采用适当的估值方法和模型得出的,由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性,估值结果和分析结论也存在局限性,请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址: 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编: 518026

上海市

地 址: 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编: 200080

北京市

地 址: 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编: 100034