

石头科技 (688169.SH) 扫地机海外市场新视角：Bestseller、APP 下载分析

2023 年 12 月 11 日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

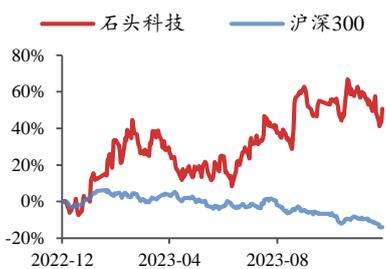
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/12/8
当前股价(元)	285.98
一年最高最低(元)	395.00/238.00
总市值(亿元)	376.00
流通市值(亿元)	376.00
总股本(亿股)	1.31
流通股本(亿股)	1.31
近 3 个月换手率(%)	46.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《内销以价换量成效显著，外销持续抢夺中高端份额—公司信息更新报告》-2023.10.28

《洗烘一体机推新 H1 Neo，看好性价比优势抢夺份额—公司信息更新报告》-2023.9.6

《2023Q2 业绩大超预期，国内外竞争优势持续提升—公司信息更新报告》-2023.8.31

● 中国品牌出海共同做大蛋糕，新视角下石头竞争无惧，维持“买入”评级

此前市场担心追觅等中国扫地机品牌进入德国等市场后，会加剧行业竞争，同时抢占石头科技的份额，我们认为不必过多担心，主要是基于“行业够大+石头的竞争力够强”两个原因。我们选取了 APP 下载量/好评率/打开率、Bestseller 排名/评分等新视角，观察了多个中国品牌在海外的竞争力，发现石头不仅在高基数下保持较快增长，同时也是产品售价最高、Bestseller 评分最高、APP 各项数据最优的品牌，助力市占率保持引领。我们预计公司能够保持海外市场优势，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 19.3/22.1/26.5 亿元，对应 EPS 为 14.6/16.8/20.1 元，当前股价对应 PE 为 19.5/17.0/14.2 倍，维持“买入”评级。

● 海外扫地机市场处于量价齐升态势，与我国 2017-2022 年发展情况类似

海外扫地机市场规模约为中国市场的 2.5 倍，以西欧、亚太和北美市场为主，目前处于量价齐升阶段，不仅渗透率快速提升，产品结构也处于低端单机产品为主向基站类智能导航快速转变的时期，与我国 2017-2022 年间的行业发展情况类似。我们预计日本/韩国/泰国/加拿大/英国/法国/德国/意大利/土耳其的稳态销量增长空间可达当前本国行业销量的 2.3/1.3/14.7/3.5/3.2/1.5/1.0/2.9/19.9 倍，日本/新加坡/美国/加拿大/英国/法国/澳大利亚的稳态均价增长空间可达当前本国行业均价的 1.8/6.4/5.3/3.8/3.0/2.9/2.9 倍，量价提升空间较大，中国品牌出海势在必行。

● APP 下载/评分、Bestseller 排名/评分等新视角下观察，石头竞争力突出

中国厂商出海共拓市场，并非此消彼长复制国内内卷，而是引领行业升级共享红利，其中石头是行业升级的主要受益者之一，主要体现在：(1) 份额方面，美国、德国高端份额绝对领先。中国厂商出海均布局中高端市场，但其他厂商市占仅个位数；美国 iRobot 被收购影响有限，德国龙头份额稳固可复制经验给其他欧洲国家；(2) 产品力：海外品牌高端产品缺位、技术研发掉队，中国品牌主推全基站产品性能实力强劲，海外消费者对价格不敏感产品更有提价空间。石头产品性能、好评率领先，占据消费者心智；(3) APP 指标：更能反映市场真实消费情况，其中石头下载量、打开率、评分均领先其他国内厂商，与过往业绩构成交叉验证。看好石头科技在中国厂商出海背景下充分受益行业升级，抢夺更多份额。

● 风险提示：行业竞争加剧、宏观消费需求不振、新品销售不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,837	6,629	8,750	10,509	12,615
YOY(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
归母净利润(百万元)	1,402	1,183	1,925	2,207	2,649
YOY(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
EPS(摊薄/元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
P/E(倍)	26.8	31.8	19.5	17.0	14.2
P/B(倍)	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 行业够大+竞争力够强，预计石头将持续收获海外红利	4
2、 海外正处于量价齐升阶段，与国内 2017-2022 年情况相似	4
2.1、 海外扫地机市场以北美、西欧和亚太为主，近年量增为主要驱动力	4
2.2、 从量的角度看，海外扫地机的渗透率水平有较大提升空间	6
2.3、 从价的角度看，海外产品结构仍较为低端，结构升级正当时	8
3、 竞争分析：中国厂商出海共拓市场，并非内卷和博弈	11
3.1、 美国：行业高端化明显，石头高端市场份额领先	13
3.1.1、 竞争格局：中国厂商持续抢占 iRobot 份额，石头高端市场份额领先	13
3.1.2、 品牌销额结构：中国厂商布局中高端市场，500+美元占比均超 60%	15
3.1.3、 产品：中国厂商的产品力强，带动海外结构升级，海外厂商掉队	16
3.2、 德国：中国厂商抢滩德国市场，石头龙头份额稳固，评价较高	19
3.2.1、 竞争格局：石头整体份额稳固，高端份额领先，追觅增速较快份额提升明显	19
3.2.2、 品牌销额结构：中国厂商布局中高端市场，石头产品结构更加高端	20
3.2.3、 产品力：石头产品力强，好评率高	21
3.3、 APP 视角看扫地机中国厂商出海：石头下载量及打开率领先	22
3.3.1、 下载量：Roborock 在各地下载量增速均同比增长明显	22
3.3.2、 打开率：石头在欧洲和北美地区的真实用户比例更高，追觅打开率较低	24
3.3.3、 评分指标：石头评分以及好评率最高，追觅好评率较低	25
4、 盈利预测与投资建议	25
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 中国大陆外扫地机市场规模为 48.5 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 17%	4
图 2： 亚太、北美和西欧是海外扫地机的主要市场，东欧和拉丁美洲增速较快	4
图 3： 分国家看，美国、德国、西班牙、日本、韩国的扫地机市场规模较大	5
图 4： 欧洲地区中德国、西班牙是扫地机主要市场	5
图 5： 日本、韩国、中国台湾是亚太地区扫地机主要市场	5
图 6： 2022 年海外扫地机市场销售量合计约为 1160 万台	6
图 7： 2022 年海外扫地机市场均价为 414 美元/台	6
图 8： 2016 年，我国 LDS 导航扫地机产品大规模应用，拉动 2016-2020 年行业量快速增长	6
图 9： 2021 年起，我国基站类扫地机产品的热销拉动行业均价快速增长	6
图 10： 2022 年西班牙、美国和新加坡的扫地机每百户保有量分别达 20.0/13.6/16.4 台	7
图 11： 2022 年中国大陆每百户家庭吸尘器保有量为 40.2 台，同期日本/韩国/美国/意大利为 96.6/95.5/96.6/95.5 台	7
图 12： 德国、土耳其、韩国的产品均价较高，分别达 906/731/682 美元	8
图 13： 海外产品结构较为低端，以单机产品为主	9
图 14： 美亚产品结构较为低端，以 200 美金以下产品为主	9
图 15： 海外热销产品参数较国内龙头较弱	9
图 16： 2023 年 10 月中国线上渠道中单机类的扫地机销量占比仅为 21.8%，相比 2020Q1 下降了 76.1pcts	10
图 17： 产品结构的提升带动了中国扫地机产品线上均价提升	10
图 18： 国内扫地机产品结构随龙头持续布局基站类产品而不断优化，带动均价提升	10

图 19: 2022 年海外基站类、智能导航机器人产品的销售额在快速增长, 有望持续优化产品结构、拉动均价提升	10
图 20: 2022 年中国大陆的扫地机产品均价/户均年可支配收入已达到 1.7%, 居于全球较高水平	11
图 21: 中国自主品牌 2022 年在全球市场市占率接近 50%	12
图 22: 石头科技 2023 年北美黑五期间全基站产品占比进一步提升至 50%	12
图 23: iRobot 份额被中国出海厂商持续抢占, 其中石头份额提升最为明显	13
图 24: 2023 年 M1-10 iRobot/Roborock/Shark/Eufy/	13
ECOVACS/Yeedi/Dreametech/NARWAL 销额市占分别为 25.3%/14.9%/13.0%/6.1%/2.4%/2.5%/1.6%/0.8%	13
图 25: 2023M1-10 Roborock 在 800+美元高端市场份额领先	15
图 26: 2023M1-10 Roborock 中高端价格段份额提升明显, iRobot 几乎全价格段份额下滑, Shark 份额提升	15
图 27: 2023M1-10 中国第一梯队玩家在海外主要布局 800+美元的高端市场	15
图 28: 2023 年 M1-10 中国厂商在海外产品高端化进一步增强, iRobot 高端产品占比下降 9.2pcts	15
图 29: 德亚石头份额领先, 追觅份额提升明显	19
图 30: 追觅销额增速明显, 中国品牌销额超 100% 增长	19
图 31: 2023M1-10 Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 销额 CR4 占比分别为 54%/20%/19%/7%	20
图 32: 2023M1-10 石头在 800+美元高端市场份额领先	20
图 33: 2023M1-10 石头自身高端产品结构达到 73%	21
图 34: Roborock 在各地下载量季度环比提升	23
图 35: 2023Q3 Roborock 在主要地区下载量均同比增长	23
图 36: ECOVACS HOME 在欧洲、亚太 (不含中国) 下载量较高	23
图 37: ECOVACS HOME 在欧洲/韩国/俄罗斯增速明显	23
图 38: Dreamehome 在欧洲发展势头良好	24
图 39: 2023Q3 Dreamehome 在欧洲/亚太 (不含中国) 同比+36/+13 倍	24
图 40: 石头在欧洲和北美地区的用户心智占领上超过其他厂商, 真实用户比例更高	24
图 41: 石头/科沃斯/追觅在各地的平均评分分别为 4.7/3.7/2.9	25
图 42: 石头/科沃斯/追觅在各地的平均好评率分别为 93%/65%/35%	25
表 1: 亚太地区中日本、欧洲地区中英国和法国和土耳其、北美地区中加拿大的销量增长空间较大	8
表 2: 新加坡、美国、加拿大、英国、法国和澳大利亚的扫地机价格水平有较大提升空间	11
表 3: 海外品牌推全基站动力不足, 产品升级主要靠国内厂商推进	16
表 4: 中国厂商高端产品力领先海外品牌, 同价格下亦能配置更多功能	17
表 5: Best Seller Top50 石头上榜 6 款产品, 均价 732 美元, 均分 4.4, 五星好评率达到 72%	18
表 6: 700+美元高端市场石头评分整体高于其他品牌, iRobot 评分最低不及 4 分	18
表 7: 石头扫地机在前 50 名中占据 7 席, 产品均分为 4.56, 五星占比 75%, Top50 上榜均价为 956 欧元	21

1、行业够大+竞争力够强，预计石头将持续收获海外红利

此前市场担心追觅等中国品牌进入德国等地区后，会使得海外变得和国内一样内卷，同时也会抢占石头科技的份额，我们认为不必过多担心，主要是基于“行业够大+石头的竞争力够强”两个原因。

首先，海外扫地机市场规模约为中国的 2.5 倍，市场广阔的同时目前处于量价齐升阶段，不仅渗透率快速提升，产品结构也处于低端单机产品为主向基站类智能导航快速转变的时期，预计将共同拉动规模实现较快增长，不会很快出现内卷的情况。

其次，中国扫地机品牌作为智能导航基站类产品的先行者，在国内的竞争中积累了大量经验，产品力、营销力相比海外品牌领先优势较为明显，已在德国、美国韩国等国家实现了较为领先的市场地位，带动当地扫地机产品实现产品结构改善、均价上行，预计复制到其他国家和地区问题不大。另一方面，回顾国内基站类产品占比快速提升的时期，恰恰是龙头争相布局，供给端达成一致后才拉动行业结构快速提升，中国品牌的出海能够一起完成消费者教育，大家会一起受益。

最后，石头的产品力够强、先发优势下品牌力显著，无畏竞争。本次报告我们选取了 APP 下载量/好评率/打开率、Bestseller 排名/评分等新视角，观察了多个中国品牌在海外的竞争力，发现石头不仅在高基数下保持较快增长，同时也是产品售价最高、Bestseller 评分最高、APP 各项数据最优的品牌，同时在市占率上保持引领。我们预计石头还会持续收获海外市场的增长红利，持续增厚报表利润。

2、海外正处于量价齐升阶段，与国内 2017-2022 年情况相似

2.1、海外扫地机市场以北美、西欧和亚太为主，近年量增为主要驱动力

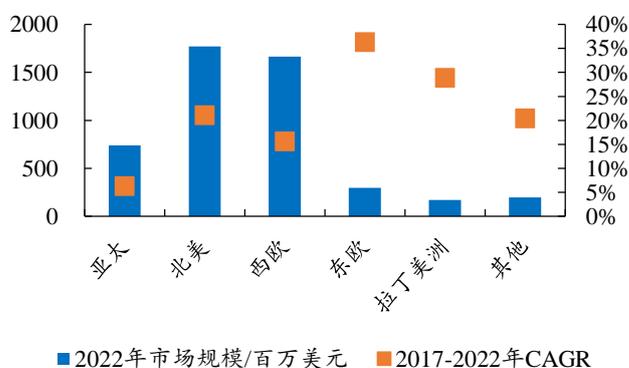
海外扫地机市场以北美、西欧和亚太为主，东欧和拉丁美洲增速较快。2022 年海外扫地机市场规模合计约为 48.5 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 17%。分地区看，2022 年亚太（不含中国）/北美/西欧市场规模分别占 15%/37%/34%，是海外扫地机的主要市场，2017-2022 年 CAGR 分别为 6%/21%/16%；东欧/拉丁美洲的市场规模分别占比 6%/4%，2017-2022 年 CAGR 分别为 36%/29%，是增长较快的新兴市场。

图1：中国大陆外扫地机市场规模为 48.5 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 17%



数据来源：欧睿、开源证券研究所（注：海外指中国大陆外的区域，包括中国台湾、中国澳门和中国香港地区）

图2：亚太、北美和西欧是海外扫地机的主要市场，东欧和拉丁美洲增速较快



数据来源：欧睿、开源证券研究所（注：亚太市场不含中国大陆，其他地区主要为中东非地区）

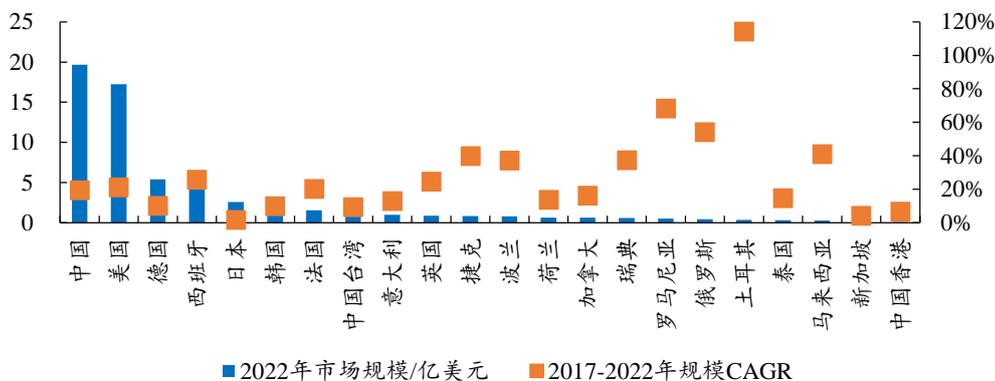
分国家看，美国、德国、西班牙、日本、韩国的扫地机市场规模较大。

(1) 北美地区：主要市场为美国，市场规模占比超过 97%，2022 年市场规模达 17.2 亿美元，2017-2022 年 CAGR 为 21.2%。

(2) 欧洲地区：德国、西班牙、法国、意大利和英国是扫地机主要市场，2022 年五国市场规模占比合计超过 66%，其中德国/西班牙的市场规模分别达 5.4/4.2 亿美元，2017-2022 年 CAGR 分别为 10.1%/25.7%；

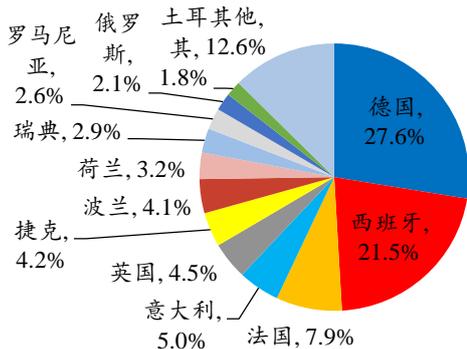
(3) 亚太地区：日本、韩国、中国台湾是主要市场，2022 年市场规模占比合计超过 79%，其中日本/韩国/中国台湾的市场规模分别达 2.6/2.2/1.1 亿美元，2017-2022 年 CAGR 分别为 1.7%/10.0%/9.3%；

图3：分国家看，美国、德国、西班牙、日本、韩国的扫地机市场规模较大



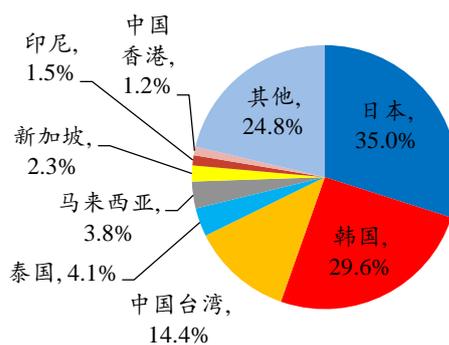
数据来源：欧睿、开源证券研究所

图4：欧洲地区中德国、西班牙是扫地机主要市场



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图5：日本、韩国、中国台湾是亚太地区扫地机主要市场



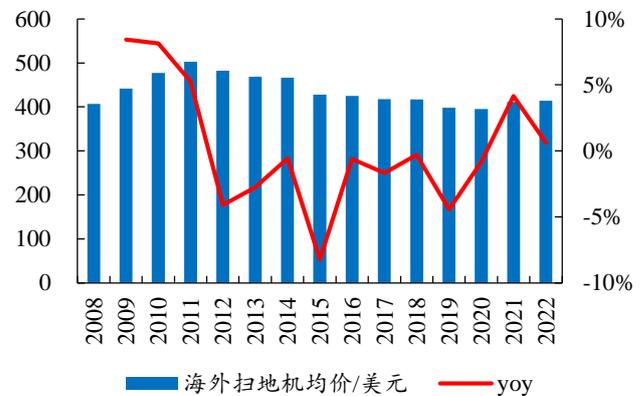
数据来源：欧睿、开源证券研究所（注：亚太地区不含中国大陆）

海外扫地机市场增长以量增为主，2021 年起均价开始上行，与我国 2017-2022 年阶段类似。2022 年海外扫地机市场销售量合计约为 1160 万台，2017-2022 年 CAGR 为 16.9%，是市场规模增长的主要驱动因素。从价格的角度看，2022 年海外扫地机市场均价为 414 美元/台，2017-2022 年 CAGR 为 -0.2%，但 2020 年起均价开始提升，2020-2022 年均价 CAGR 为 2.4%，海外市场目前的量价起齐增阶段与我国 2018-2020 年类似。

2016 年，随着石头为小米代工的米家扫地机器人热销，我国 LDS 导航扫地机产

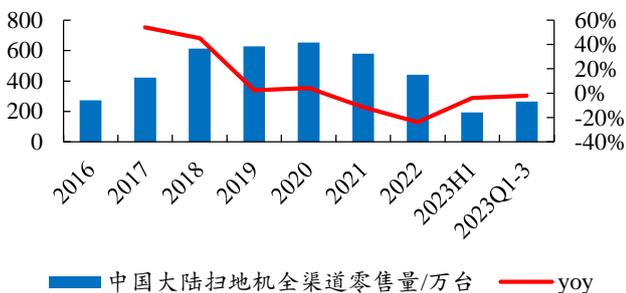
品大规模应用，拉动 2016-2020 年行业量快速增长，期间 CAGR 达 24.3%。2021 年起，我国基站类扫地机产品的热销拉动行业均价快速增长，2020-2022 年间行业均价 CAGR 达 39.9%。

图6：2022 年海外扫地机市场销售量合计约为 1160 万台

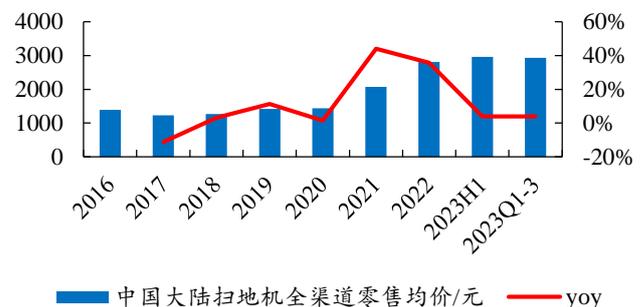
图7：2022 年海外扫地机市场均价为 414 美元/台


数据来源：欧睿、开源证券研究所（注：海外指中国大陆外的区域，包括中国台湾、中国澳门和中国香港地区）

数据来源：欧睿、开源证券研究所（注：海外指中国大陆外的区域，包括中国台湾、中国澳门和中国香港地区）

图8：2016 年，我国 LDS 导航扫地机产品大规模应用，拉动 2016-2020 年行业量快速增长


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

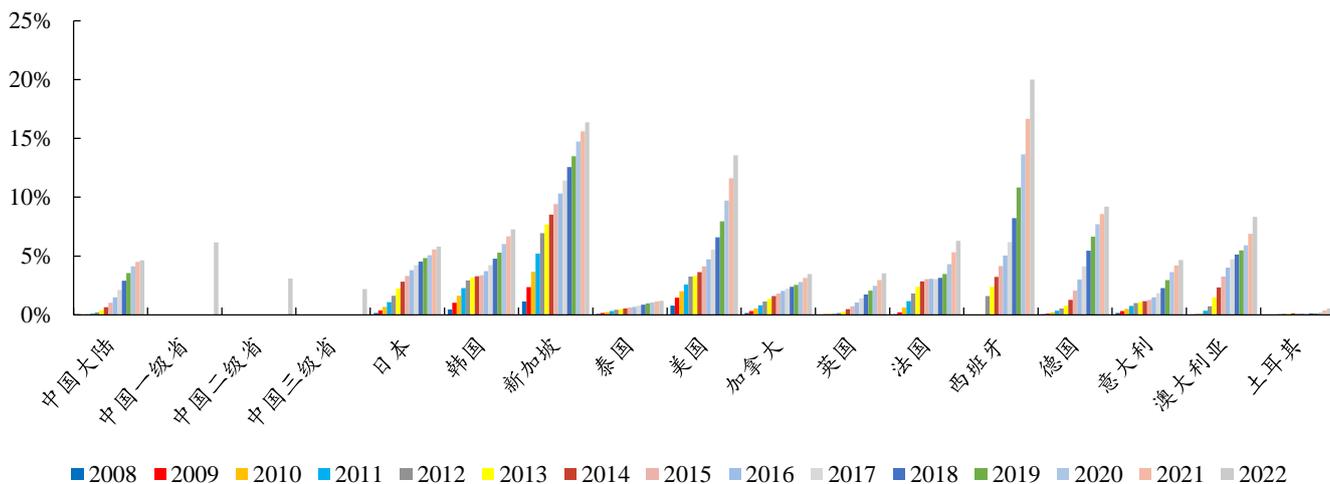
图9：2021 年起，我国基站类扫地机产品的热销拉动行业均价快速增长


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、从量的角度看，海外扫地机的渗透率水平有较大提升空间

海外扫地机的渗透率水平有较大提升空间。从渗透率水平看，假设产品更换周期为五年，2022 年西班牙、美国和新加坡的扫地机每百户保有量分别达 20.0/13.6/16.4 台，分别居于欧洲、北美和亚太较高水平；中国大陆/日本/加拿大/英国/意大利每百户保有量分别达 4.6/5.8/3.5/3.5/4.7 台，居于较低水平，其中中国大陆一级省/二级省/三级省保有量分别为 6.2/3.1/2.2 台，还有较大的渗透率提升空间。

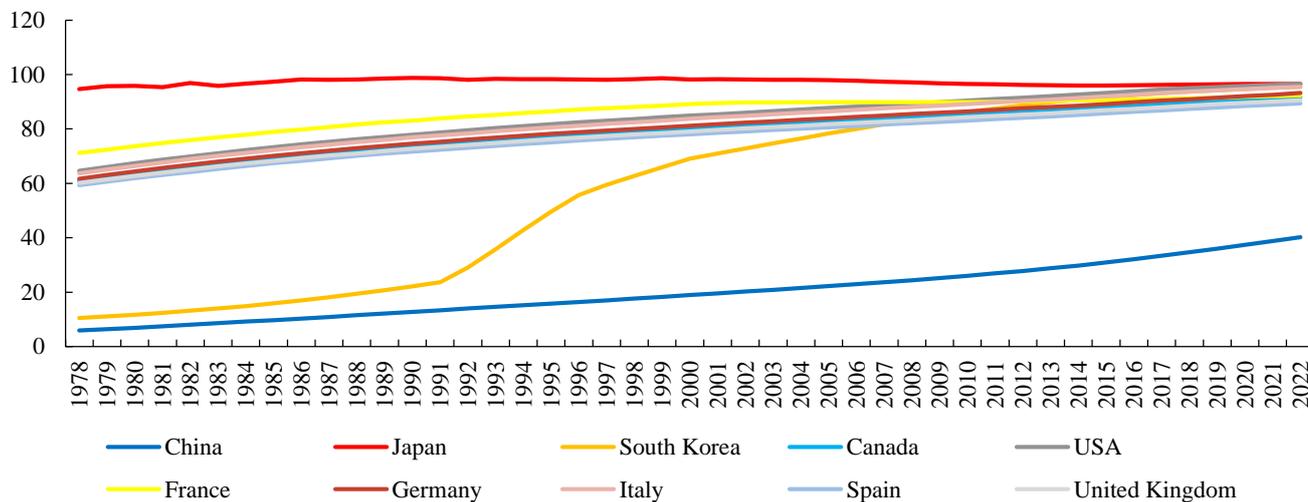
图10: 2022年西班牙、美国和新加坡的扫地机每百户保有量分别达20.0/13.6/16.4台



数据来源: Wind、欧睿、开源证券研究所 (注: 人均可支配收入居于前十的省市区归为一级省, 第 11-20 名归为二级省, 第 21-29 名归为三级省)

吸尘器保有量高的国家预计对扫地机的接受度更高, 渗透率有望实现更快提升。根据欧睿数据, 2022年中国大陆每百户家庭吸尘器保有量为40.2台, 同期日本/韩国/美国/意大利保有量为96.6/95.5/96.6/95.5台, 德国/加拿大/法国/英国/西班牙每百户家庭吸尘器保有量为93.2/91.9/92.3/90.6/89.4台。我们认为吸尘器保有量高的国家已形成对清洁电器使用习惯的培养, 扫地机在吸尘器的换新需求中有望获得更多选择, 帮助提高渗透率水平。

图11: 2022年中国大陆每百户家庭吸尘器保有量为40.2台, 同期日本/韩国/美国/意大利为96.6/95.5/96.6/95.5台



数据来源: 欧睿、开源证券研究所

亚太地区中日本、欧洲地区中英国和法国和土耳其、北美地区中加拿大的销量增长空间较大。我们假设每百户家庭保有量20台为扫地机稳态保有量水平, 预计日本/韩国/泰国/加拿大/英国/法国/德国/意大利/土耳其的销量增长空间可达当前本国行业销量的2.3/1.3/14.7/3.5/3.2/1.5/1.0/2.9/19.9倍, 市场较为广阔。

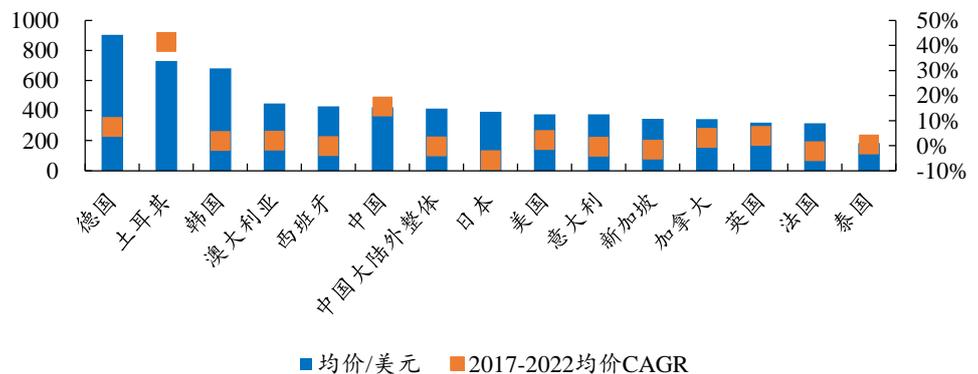
表1：亚太地区中日本、欧洲地区中英国和法国和土耳其、北美地区中加拿大的销量增长空间较大

2022年	中国	日本	韩国	新加坡	泰国	美国	加拿大	英国	法国	德国	意大利	澳大利亚	土耳其
家庭户数 /百万户	539	54	21	1	19	131	16	29	31	42	26	10	25
渗透率	4.6%	5.8%	7.3%	16.4%	1.2%	13.6%	3.5%	3.5%	6.3%	9.2%	4.7%	8.3%	0.5%
销量(万台)	467	66	36	5	5	458	14	28	49	86	26	27	5
稳态渗透率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
均衡销量 /万台	2156	217	83	6	78	526	62	116	124	168	102	42	100
成长空间	362%	227%	127%	13%	1469%	15%	351%	320%	150%	96%	291%	55%	1987%

数据来源：欧睿、Wind、国家统计局、开源证券研究所（注：假设家庭户数不变，产品更新周期为五年）

2.3、从价的角度看，海外产品结构仍较为低端，结构升级正当时

除中国品牌进入区域外，海外扫地机产品整体均价偏低。从换算为美元后的扫地机产品均价绝对值看，2022年德国、土耳其、韩国的均价较高，分别达906/731/682美元，预计与石头等品牌进驻及本土扫地机品牌声量较小有关。其中土耳其近年来均价快速增长，2017-2022年均价CAGR达41%，韩国/德国分别为2%/8%。中国的产品均价居中，近年来经历了较快的增长，2017-2022年均价CAGR达16%。除西班牙和土耳其外，欧洲地区其他国家的均价处于较低水平，与北美相似。

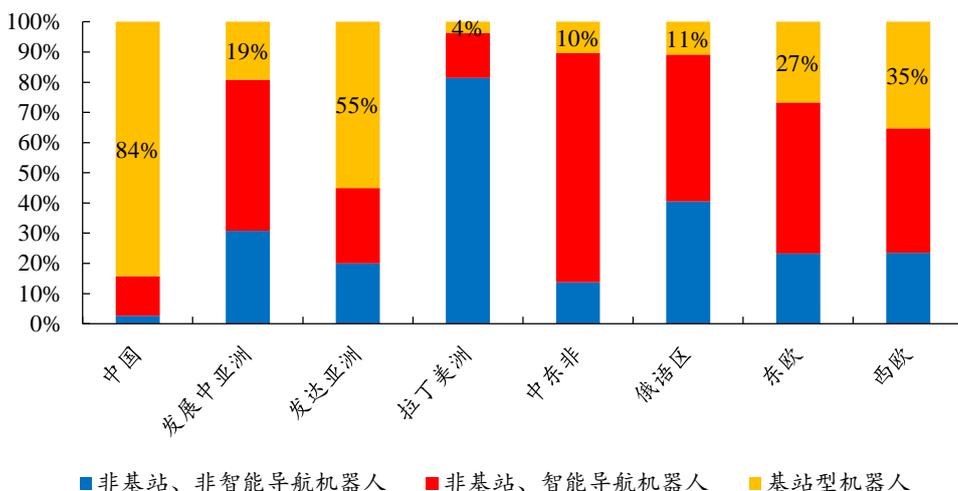
图12：德国、土耳其、韩国的产品均价较高，分别达906/731/682美元


数据来源：欧睿、开源证券研究所

海外产品结构较为低端，以单机产品为主。根据GFK统计，2022年中国基站型机器人销额占比达84%，居于全球最高水平，发展中亚洲/发达亚洲/拉丁美洲/中东非/俄语区/东欧/西欧占比分别为19%/55%/4%/10%/11%/27%/35%，其中发展中亚洲/拉丁美洲/俄语区中，随机导航和惯性导航等非智能导航单机型扫地机占比分别达31%/81%/41%，产品结构优化空间较大。

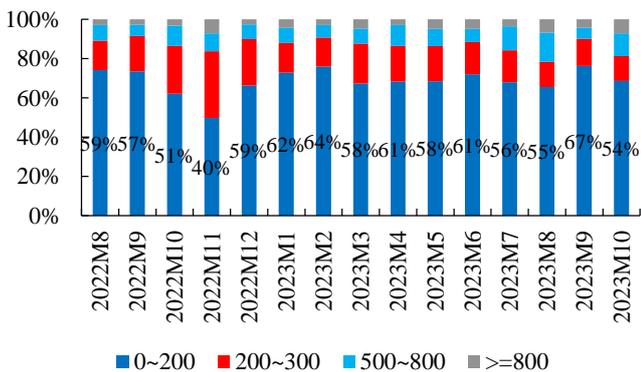
根据久谦数据，美亚2023M1-M10扫地机产品中，均价低于200美元的产品销量占比达59.6%，均价位于200-300美元的产品销量占比达13.4%。以按销量排名的Bestseller畅销榜为例，亚马逊美国站销量排名第一的产品为售价199美元的iRobot Roomba 694，其导航方式为随机碰撞，作为单机产品没有自集尘和自动洗抹布等基站功能；亚马逊英国站销量排名第一的产品为售价140英镑的eufy RoboVac 30C单机产品，吸力仅1500Pa，导航方式同样为随机碰撞，产品结构整体较为低端。

图13: 海外产品结构较为低端, 以单机产品为主



数据来源: GFK、开源证券研究所 (注: 发达亚洲包括澳大利亚、中国香港、日本、新西兰、新加坡、韩国、中国台湾, 新兴亚洲包括印度、印度尼西亚、马来西亚、泰国、越南)

图14: 美亚产品结构较为低端, 以 200 美金以下产品为主



数据来源: 久谦数据、开源证券研究所

图15: 海外热销产品参数较国内龙头较弱

	产品	iRobot Roomba 694	Shark AI Ultra	石头S8 Pro Ultra	eufy RoboVac 30C	eufy Clean L60
单机信息	售价	\$199	\$298	\$1,200	£140	£200
	Bestseller排名	美亚第1	美亚第2	美亚第17	英亚第1	英亚第2
	导航方式	随机碰撞	LDS	LDS	随机碰撞	LDS
	避障方式	机械避障	激光辅助避障	结构光+AI识别	红外避障	红外避障
	吸尘能力	/	/	6000Pa	1500Pa	5000Pa
基站功能	拖地功能	×	×	√	×	×
	自集尘	×	√	√	×	×
	自动洗拖布	×	×	√	×	×
智能化	自动上下水	×	×	√	×	×
	地毯感应	×	×	√	×	×
	语音控制	√	√	√	√	√
	特定区域清洁	×	√	√	×	√

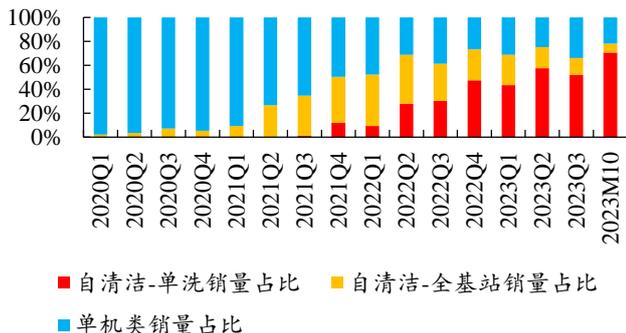
数据来源: 亚马逊、开源证券研究所 (注: 数据统计时间为 2023 年 12 月 8 日, 榜单实时更新)

基站类产品的热销带动了国内扫地机产品均价提升, 海外市场有望复刻。

根据奥维数据, 2020Q1 中国线上渠道中不带基站的单机类的扫地机产品销量占比为 97.9%, 是市场中的绝对主流, 但产品结构随龙头持续布局下不断优化。2023 年 10 月, 已快速下降至 21.8%, 而带有自动洗抹布、自动集尘的全基站类产品销量占比已经达到 70.7%。基站类产品的热销带动了产品均价提升, 2023 年 10 月我国线上渠道扫地机均价达 3445 元, 创造了 2020 年以来单月新高, 相比于 2020Q1 的 1530 提升了 125%。

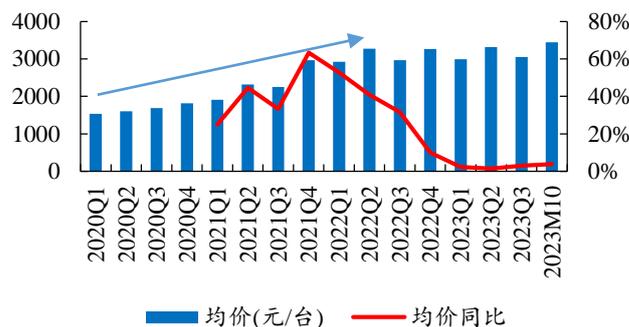
根据 GFK, 2022 年西欧、俄语区和中国外亚洲地区的基站类、智能导航机器人产品的销售额都实现了超一倍增长, 在其他地区中也是各品类中保持最快增速。我们预计, 随着国内品牌逐步进行海外布局和消费者教育的逐步加深, 海外市场随机碰撞和惯性导航的单机产品占比将逐步下降, 视觉和 LDS 导航的基站类产品将成为市场主流, 拉动行业均价提升。

图16: 2023年10月中国线上渠道中单机类的扫地机销量占比仅为21.8%，相比2020Q1下降了76.1pcts



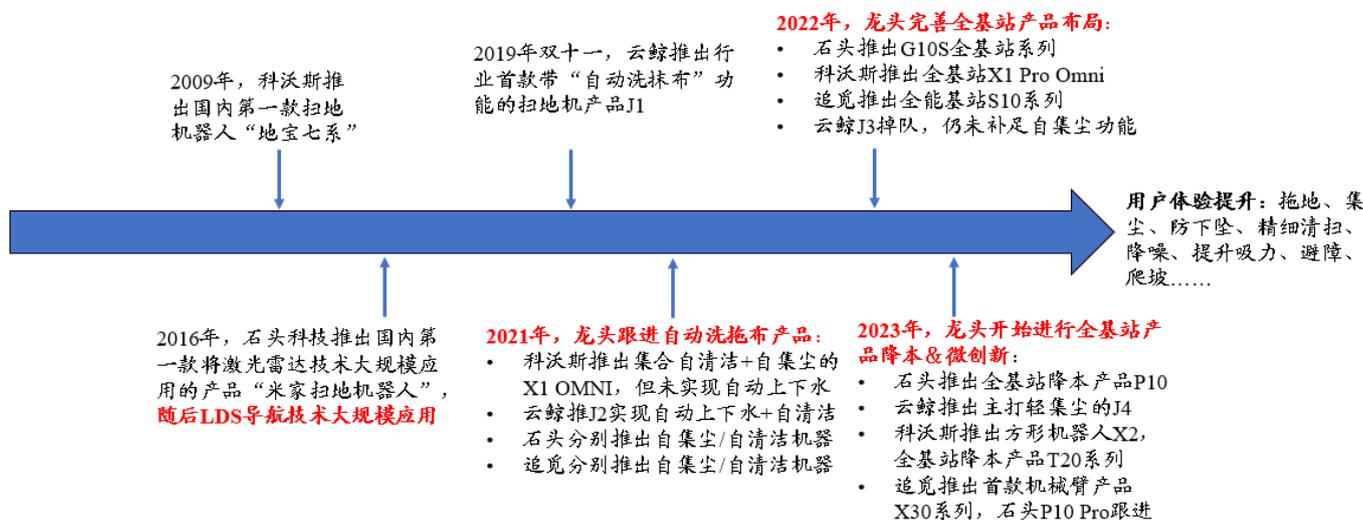
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图17: 产品结构的提升带动了国内扫地机产品线上均价提升



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图18: 国内扫地机产品结构随龙头持续布局基站类产品而不断优化, 带动均价提升



资料来源: 京东网、奥维云网、各公司官网、开源证券研究所

图19: 2022年海外基站类、智能导航机器人产品的销售额在快速增长, 有望持续优化产品结构、拉动均价提升



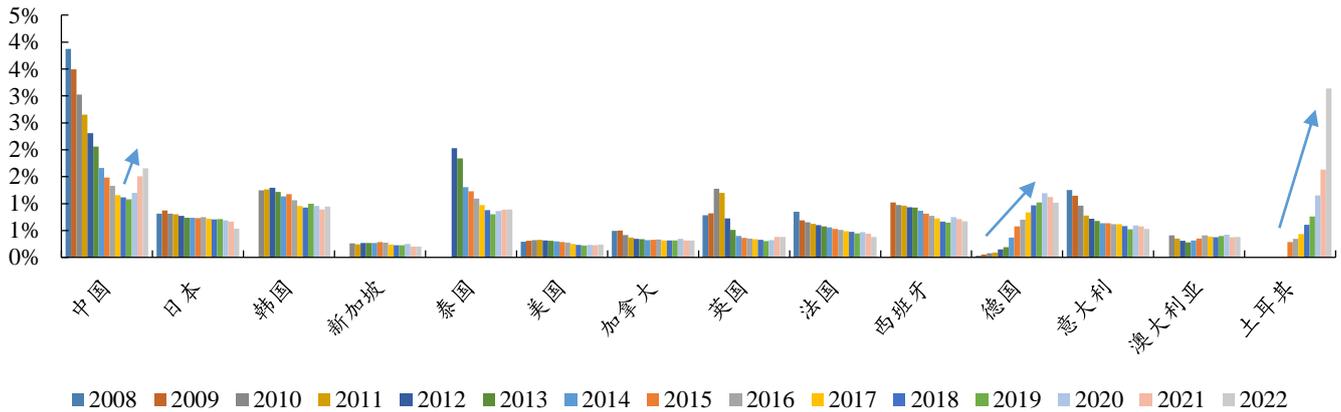
资料来源: GFK

新加坡、美国、加拿大、英国、法国和澳大利亚的扫地机价格水平有较大提升空间。我们以均价/国民净户均收入来描述扫地机产品在当地的价格水平, 从而探究价的提升空间。2022年中国大陆的扫地机产品均价/国民净户均收入已达到1.7%, 居于全球较高水平, 主系2020年起, 基站类产品的占比不断提高, 带动价格水平转

跌为正所致。在其他国家或地区中，土耳其的价格水平较高，2022 年达到了 3.1%，而新加坡、美国、加拿大、英国、法国和澳大利亚的价格水平分别仅 0.2%/0.2%/0.3%/0.4%/0.4%/0.4%，尚有较大提升空间。从提升幅度看，近年来德国与土耳其的价格水平提升较为明显，韩国、泰国、美国、英国和澳大利亚等国家逐渐开始提升，但日本、法国、西班牙和意大利处于下降态势。

我们假设稳态扫地机价格水平为 1.5%，预计日本/新加坡/美国/加拿大/英国/法国/澳大利亚的稳态均价相比于本国当前均价的提升空间为 1.8/6.4/5.3/3.8/3.0/2.9/2.9 倍，产品均价提升空间较大。

图20：2022 年中国大陆的扫地机产品均价/户均年可支配收入已达到 1.7%，居于全球较高水平



数据来源：Wind、欧睿、世界银行、开源证券研究所

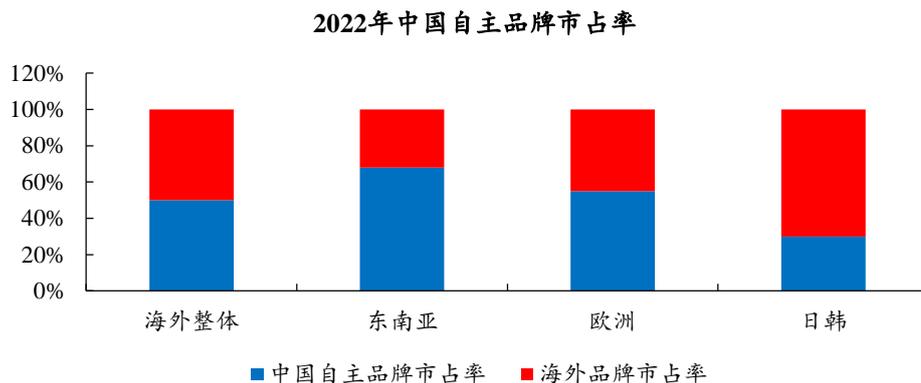
表2：新加坡、美国、加拿大、英国、法国和澳大利亚的扫地机价格水平有较大提升空间

	日本	韩国	新加坡	泰国	美国	加拿大	英国	法国	西班牙	德国	意大利	澳大利亚
2022	0.5%	0.9%	0.2%	0.9%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	0.5%	0.4%
稳态价格水平	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
2022 年均价/美元	391	682	346	185	376	343	320	315	429	906	374	448
稳态均价/美元	1097	1086	2573	311	2385	1639	1265	1243	962	1339	1056	1769
成长空间	180.3%	59.2%	643.4%	68.0%	534.4%	378.4%	295.1%	294.8%	124.1%	47.9%	182.0%	294.9%

数据来源：Wind、世界银行、欧睿、开源证券研究所

3、竞争分析：中国厂商出海共拓市场，并非内卷和博弈

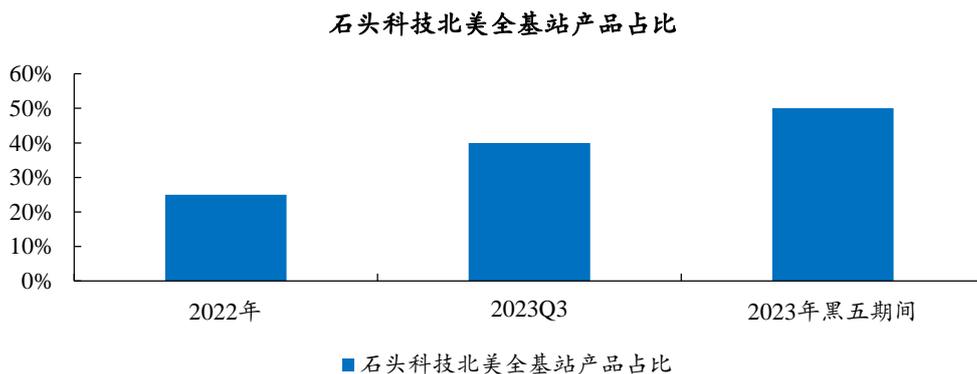
近三年国内扫地机行业量减价增、需求减弱背景下，中国厂商加速布局海外市场。根据 GFK 数据，石头、科沃斯、追觅等中国品牌已经在欧洲、北美、亚太、东南亚等多个热点市场跻身品类排名前五，共同拓展海外市场，成为当地行业领导者，带动当地市场快速成长，进而形成了国内市场和海外市场两根支柱的局面。凭借强大的基站功能，截至 2022 年底，中国生产扫地机器人已占据海外市场近 50% 的份额，中国自主品牌 2022 年在全球市场市占率接近 50%，其中，东南亚和欧洲占比最高，分别为 68% 和 55%；日韩地区中国品牌市场占比仅为 30%，系日韩消费者倾向于购买欧美和本地品牌，日本 iRobot 份额第一。

图21：中国自主品牌 2022 年在全球市场市占率接近 50%


数据来源：GFK、开源证券研究所（注：海外整体中国自主品牌市占率接近 50%）

2023 年海外年末大促落幕，“黑五网一”线上大促中国出海清洁电器企业实现较高增长。

石头科技 2023 年北美“黑五+网一”GMV 同比增长 30%，主要系量增贡献，价格基本持平（2022Q4 全基站产品起量）。分产品看，销售前三机型分别为 Q revo, S8 Pro Ultra, Q5+，合计占比 60%；其中黑五期间全基站产品占比进一步提升达 50%（2022 年北美全基站占比 20-30%，2023Q3 全基站占比 40%），单集尘/裸机占比分别为 30%/20%。竞争格局看，石头销额市占率达 28%（+3pcts），位列行业第二。其他国产品牌市占率预计低单位数，石头领先优势显著。目前石头已在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地设立了海外公司，在美国 Amazon、Home Depot、Target、Bestbuy、WalMart 等线上平台开设线上品牌专卖店，2023 年进驻 Target 线下店接近 200 家。石头科技在全球超过 14 个国家和地区市占率已经位居前三。

图22：石头科技 2023 年北美黑五期间全基站产品占比进一步提升至 50%


数据来源：开源证券研究所

此次年前大促石头和追觅增长明显，追觅海外发展势头迅猛，作为后进的出海中国厂商，对石头在海外是否构成冲击？我们认为，中国出海厂商之间并不是此消彼长的关系，而是共同做大海外市场，目前海外市场产品结构比较低端（200 美金以下产品销量占比为 59.6%），预计欧美市场会复制 2017~2022 年中国市场的产品升级趋势，这会带来持续提价的机会，中国出海厂商都会受益于行业升级的红利。此外，科沃斯品牌力在海外还需提升，美国亚马逊直营账号需要开通和培育，追觅为了上

市开始要利润，高营销费用投放不会持续太长时间。

接下来本文将以出海主战场美国、德国为案例，分析中国出海厂商的竞争格局、销额结构和产品力，并提供 APP 相关指标的新视角辅助分析。

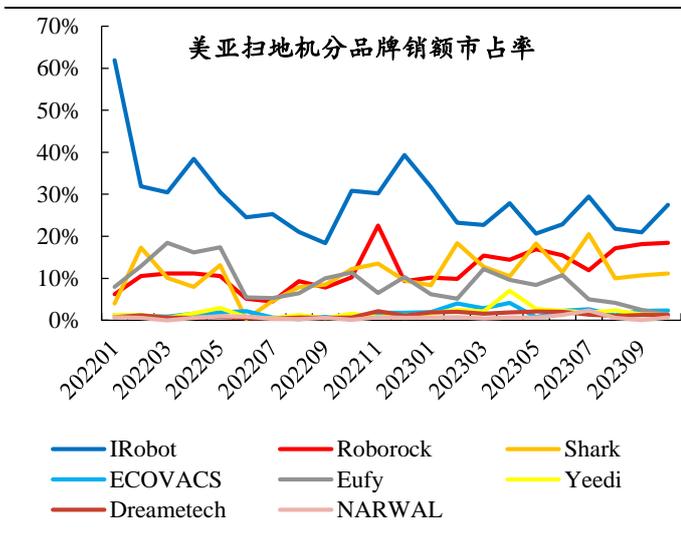
3.1、美国：行业高端化明显，石头高端市场份额领先

3.1.1、竞争格局：中国厂商持续抢占 iRobot 份额，石头高端市场份额领先

竞争格局来看，美亚扫地机 4 家份额领先，根据魔镜美亚数据，2023 年 M1-10 iRobot/Roborock/Shark/Eufy 销额市占分别为 25.3%/14.9%/13.0%/6.1%，分别同比 -4.5%/+7.3%/+5.8%/-3.1pcts。分品牌来看，(1) 石头 Roborock：保持线上第二名，份额自 2022 年 M1 的 6%提升至 2023M10 的 18%，份额提升明显；线下 2023 年进入 Target 店铺有利于增加品牌曝光度带动全渠道份额提升；(2) iRobot：线上第一名位置松动，份额自 2022 年 M1 的 62%降至 2023M10 的 27%，份额下滑明显；(3) Shark：排名第三，上升一名超过 Eufy，份额自 2022 年 M1 的 4%升至 2023M10 的 11%；(4) Eufy：安克创新旗下品牌，排名第四，份额 2022 年单月最高可达 18%，2023M10 仅 1%，下滑明显；(5) 科沃斯 ECOVACS 与旗下一点 Yeedi：2023 年 M1-10 ECOVACS/Yeedi 销额市占率分别为 2.4%/2.5%，同比分别+1.4/+1.4pcts；(6) 追觅 Dreametech：2023 年 M1-10 Dreametech 销额市占率为 1.6% (+1pct)；(7) 云鲸 NARWAL：2023 年 M1-10 销额市占率为 0.8% (+0.3pct)。

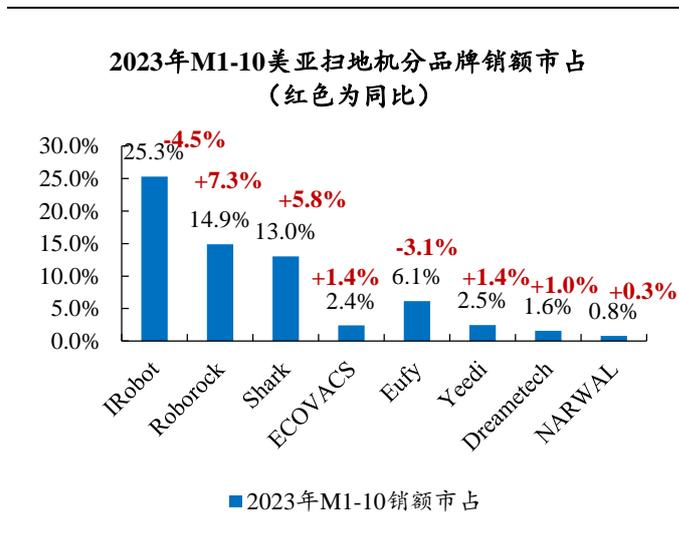
iRobot 份额被中国出海厂商持续抢占，其中石头份额提升最为明显，除石头以外其他国内厂商目前份额仅低单位数，石头是抢占海外市场的主要受益者之一。

图23：iRobot 份额被中国出海厂商持续抢占，其中石头份额提升最为明显



数据来源：魔镜美亚、开源证券研究所

图24：2023 年 M1-10 iRobot/Roborock/Shark/Eufy/ECOVACS/Yeedi/Dreametech/NARWAL 销额市占分别为 25.3%/14.9%/13.0%/6.1%/2.4%/2.5%/1.6%/0.8%



数据来源：魔镜美亚、开源证券研究所

亚马逊收购 iRobot 后有望获得现金流补充，但预计对实际业务影响有限。2022 年 8 月 5 日，亚马逊宣布拟以每股 61 美元的价格的收购全球扫地机器人龙头 iRobot，交易总价约为 17 亿美元。2023 年 8 月 6 日，iRobot 公告的新拟收购价格为每股 51.75 美元，交易总价下降至 14.3 亿美元。欧盟委员会的法律服务团队最初反对对亚马逊在其收购 iRobot 的交易中发出反垄断警告。随后改变立场支持了反垄断官员发送详述其担忧的声明（2023 年 11 月 27 日欧盟发布反对声明），警告亚马逊此次收购可能

会限制扫地机市场竞争，这表明虽然亚马逊可能仍有机会无条件获得批准购买 iRobot，但欧盟官员正在寻求公司提出解决方案以缓解他们的担忧。亚马逊称其会侧重于化解欧盟对此次收购 iRobot 的反垄断顾虑。虽然这给亚马逊施加了压力，但也提供了补救的方向，所以也给了这家公司更好地解决具体问题甚至获得无条件批准的机会。目前亚马逊可以对反对声明做出回复并请求举行口头听证会，欧盟委员会将于 2024 年 2 月 14 日前就该交易做出最终决定。

我们认为虽然背靠亚马逊的 iRobot 有望获得一定营运资金的补充以及营销资源的加持，但整体影响不大：

(1) 从亚马逊角度看，零售商扩展自有品牌业务较为常见，但会容纳不同定位、不同价格带的各类产品共同竞争，不存在排他性。根据中国连锁经营协会，2021 年超市百强企业自有品牌商品销售占比近 5%，单品数与销售占比连年稳步提高，沃尔玛、永辉、京东等都有自有品牌产品。亚马逊收购 iRobot 对于公司影响有限侧面反映出亚马逊对于清洁电器赛道的看好。

(2) 从 iRobot 自身角度看，公司困境主要集中在产品力偏弱、降本成效甚微、营销水平不足以及产品品类单一等方面，亚马逊入主后预计仅在部分营销能力以及产品品类拓展方面有所帮助，影响整体有限。

分价格段看美国线上扫地机竞争格局，根据魔镜美亚数据，2023 年 M1-10：

(1) 0-200 美元：竞争激烈，8 个品牌合计销额市占仅 43.1%，不及 800+的一半，其中 iRobot/Eufy 份额领先，分别为 15.9%/13.7%；

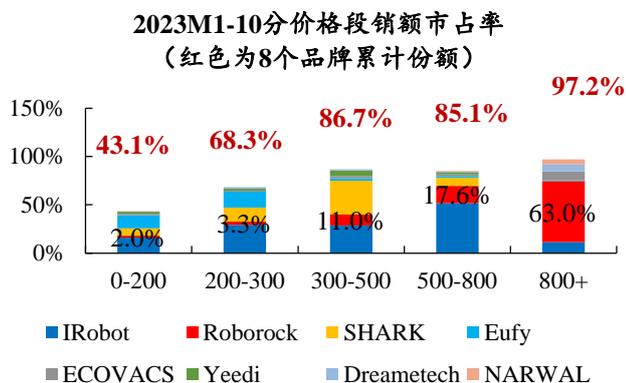
(2) 200-300 美元：iRobot/Eufy/Shark 销额份额领先，分别为 29.4%/16.2%/14.6%，同比分别-14.9/+7.4/+7.4pcts，iRobot 该价位段份额主要被 Shark 和 Eufy 抢夺，Roborock 份额 3.3% (-4.9pcts) 系减少低端布局；

(3) 300-500 美元：价位中端，iRobot/Roborock/Shark/Yeedi 销额市占分别为 28.7%/11.0%/35.1%/5.6%，同比分别-3.8/+2.0/+8.7/+2.6pcts，该价位段主要是 Shark 占主导；

(4) 500-800 美元：次高端，iRobot/Roborock/Shark 销额市占分别为 51.9%/17.6%/8.8%，同比分别-10.7/+6.4/+4.8pcts，iRobot 虽然份额绝对领先但是下滑明显，Roborock 份额提升，其他品牌份额均不及 3%；

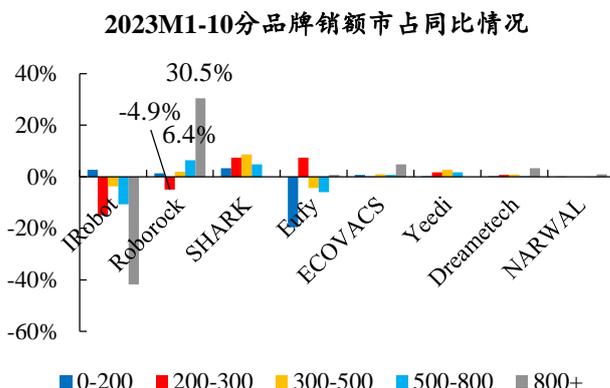
(5) 800 美元以上：属于高端市场，其中 Roborock 份额绝对领先无明显对手，iRobot/Roborock/ECOVACS/Dreametech/NARWAL 份额分别为 11.6%/63%/9.3%/7.0%/5.5%，同比分别-41.7/+30.5/+4.8/+3.4/+1.0pcts。高端市场被中国主要四个玩家占据，合计份额 85% (+39.6pcts)，iRobot 高端市场龙头地位不再，份额被中国厂商持续抢占。Shark 无高端产品，Eufy 有高端产品布局但市场反应一般。

图25: 2023M1-10 Roborock 在 800+美元高端市场份额领先



数据来源: 魔镜美亚、开源证券研究所

图26: 2023M1-10 Roborock 中高端价格段份额提升明显, iRobot 几乎全价格段份额下滑, Shark 份额提升

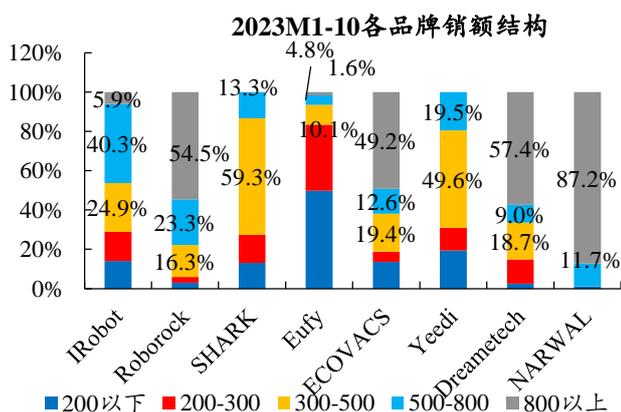


数据来源: 魔镜美亚、开源证券研究所

3.1.2、品牌销额结构: 中国厂商布局中高端市场, 500+美元占比均超 60%

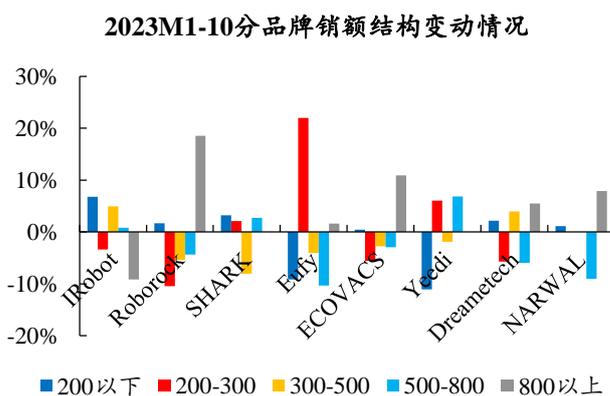
分价格段看品牌销额结构, 根据魔镜美亚数据, 2023M1-10 iRobot/Roborock/Shark/Eufy/ECOVACS/Yeedi/Dreametech/NARWAL 在中高端 300+美元的销额结构占比分别为 71%/94%/73%/17%/81%/69%/85%/99%, 除 Eufy 外各品牌均主要布局中高端市场; 中国第一梯队玩家在海外主要布局 800+美元的高端市场, Roborock/ECOVACS/Dreametech/NARWAL 在 800+美元的销额结构占比分别为 54.5%/49.2%/57.4%/87.2%, 同比分别+18.5/+10.9/+5.5/7.9pcts, 2023 年 M1-10 各公司在海外产品高端化进一步增强。

图27: 2023M1-10 中国第一梯队玩家在海外主要布局 800+美元的高端市场



数据来源: 魔镜美亚、开源证券研究所

图28: 2023 年 M1-10 中国厂商在海外产品高端化进一步增强, iRobot 高端产品占比下降 9.2pcts



数据来源: 魔镜美亚、开源证券研究所

具体来看: (1) iRobot: 销额价格分布较为均匀, 主销价格段为 500-800 美元, 销额结构占比为 40.3%, 高端 800+销额结构占比仅 5.9% (-9.2pcts); (2) Roborock: 布局中高端, 200-300 结构占比-10.4pcts; (3) Shark: 主要布局 500 美元以下市场, 占比达到 87%, 主销价格段 300-500 美元的占比为 59.3% (-8.1pcts), 无高端产品布局; (4) Eufy: 主要布局 300 美元以下低端市场, 占比达到 84%, 800 元以上高端市场有几款产品推出但反响平平仅 1.6%; (5) ECOVACS: 低价格段占比下降, 仅 800+销额占比提升; (6) Yeedi: 与 Shark 的销额结构相似; (7) Dreametech: 各个

价位段均有布局但主要是中高端市场；(8) NARWAL：产品线精简主要集中在 800+ 价格段。

通过分析各厂商的销额结构和分价格带市占，能看出中国厂商出海主要走高端化策略，主推全基站产品，与海外品牌错位竞争。中国自主品牌扫地机器人在导航、避障、建图、清洁能力方面均处于行业先进水平，海外品牌高端产品缺位，技术研发掉队。因此当国产功能齐全的高端产品进入发达地区后，消费者更愿意为其买单。在发达地区，价格并非当地消费者考虑的第一要素，技术领先、功能齐全的产品即使价格较高，仍然能够获得消费者的青睐。

3.1.3、产品：中国厂商的产品力强，带动海外结构升级，海外厂商掉队

对比中国品牌，外资扫地机品牌的产品力明显不足。例如，在国内已经非常普遍的拖布自清洁基站功能，却鲜少出现在在外资产品上，甚至大部分外资产品仍是非扫拖一体。

根据美国亚马逊网站，我们整理了 2023 年各个品牌推出的具有代表性的机型，iRobot 只有一款全基站产品是 2023 年 9 月推出的 Roomba Combo j9+，定价 1400 美元，其他均为单集尘或者单机；Roborock 推出的产品全是全基站，最便宜的全基站产品 Roborock Q5 Pro+ 仅 549 美元；Shark 至今没有推出全基站产品，其目前功能最全面的是 Shark AV2610WA，支持拖地；Eufy 推出了两款全基站产品定价未超过 1000 美元；科沃斯、追觅和云鲸主推全基站产品。

表3：海外品牌推全基站动力不足，产品升级主要靠国内厂商推进

品牌	产品	售价	类型	导航方式	拖地功能
iRobot	iRobot Roomba Combo j9+	\$1,399.99	全基站	视觉导航	√
	iRobot Roomba Combo i5+	\$549.99	单集尘	视觉导航	√
	iRobot Roomba Combo j5+	\$999.99	单集尘	视觉导航	√
	iRobot Roomba j9+	\$899.99	单集尘	视觉导航	×
Roborock 石头	Roborock Q REVO	\$900	全基站	LDS+3D 结构光	√
	Roborock S8 Pro Ultra	\$1,600	全基站	LDS+3D 结构光	√
	Roborock S7 Max Ultra	\$1,300	全基站	LDS+响应式技术	√
	Roborock Q5 Pro+	\$549	全基站	LDS+SLAM	√
	Roborock Q8 Max+	\$599	全基站	LDS	√
Shark	Shark AV2610WA	\$700	单集尘	LDS	√
	Shark RV2820AE	\$600	单集尘	LDS	×
Eufy	Eufy clean X9 PRO ACS	\$900	全基站	LDS+3D ToF+RGB Camera	√
	Eufy clean X8 Pro SES	\$649.99	全基站	LDS+红外线	√
ECOVACS 科沃斯	ECOVACS DEEBOT X1 Turbo	\$830	全基站	TrueMapping 2.0	√
	ECOVACS DEEBOT X1+ Omini	\$1149	全基站	TrueMapping 2.0	√
	ECOVACS DEEBOT X1 Omini	\$900	全基站	TrueMapping 2.0	√
	ECOVACS DEEBOT X2 Omini	\$1500	全基站	双激光雷达导航	√
Dreame 追觅	DreameBot L20 Ultra	\$1,499.99	全基站	AI+3D	√
	DreameBot L10s Ultra	\$899.99	全基站	LDS+AI+3D	√
	DreameBot L10 Ultra	\$749.99	全基站	LDS+机械冲击板	√
Narwal 云鲸	Narwal Freo	\$1,199.99	全基站	LDS	√

资料来源：亚马逊美国站、开源证券研究所

进一步筛选出 2023 年各品牌的最高端扫地机进行对比，海外品牌仅 1 款 iRobot Roomba Combo j9+ 定价超 1000 美元，但没有基站自清洁和自动上下水功能，中国厂商产品在包含上述功能的同时不仅提升了吸力，还附加烘干、除菌、热水洗拖布等等功能。同等功能下中国厂商也推了不到 1000 美元的全基站产品，竞争力很强。

2023M1-10 亚马逊美国站 Roborock/ECOVACS/Dreame/NARWAL 在 800+ 美元的销额结构占比分别为 54.5%/49.2%/57.4%/87.2%，各家推出的 800+ 美元产品基本是全基站产品，因此各家 800+ 美元的销额结构占比约等同于全基站占比。

表4：中国厂商高端产品力领先海外品牌，同价格下亦能配置更多功能

产品指标	iRobot Roomba Combo j9+	Roborock S8 Pro Ultra	Shark AV2610WA	Eufy clean X9 PRO ACS	ECOVACS DEEBOT X2 Omini	DreameBot L20 Ultra	Narwal Freo
售价	\$1,399.99	\$1,600	\$700	\$900	\$1500	\$1,499.99	1,199.99
类型	全基站	全基站	单集尘	全基站	全基站	全基站	全基站
导航方式	视觉导航	LDS+3D 结构光	LDS	LDS+3D ToF+RGB Camera	双激光雷达导航	AI+3D	LDS
电池续航	180min	180min, 快充	110 分钟	180min	200min	180min	210mins
语音控制	√	Alexa/Google /Siri	√	应用程序/Alexa/谷歌助理	√	√	应用控制
吸力	600 系列的 2 倍	6000Pa	/	5500 Pa	8000pa	7000Pa	7800Pa
拖地功能	√	√	√	√	√	√	√
拖地方式	可伸缩机械臂	双滚刷震动拖地 3000 次/分钟, 6N	声波拖地 100 次/分钟	双旋转拖把、自适应压力拖地	OZMO 涡轮旋转拖地	双旋转拖把	智能摇摆拖地、高速旋转拖把垫
集尘桶容积	60 天	7 周	60 天	60 天	3L、90days	75 天	1000ml/30 天
自清洁	√	√	√	√	√	√	√
清水箱容积	30 天	300 m ²	/	410 ml	4L	4.5L	480ml
基站自清洁	×	√, 烘干, 除菌	×	√, 烘干	√, 131° F 热水冲洗	√, 烘干, 除菌	√, 烘干, 除菌
自动上下水	×	√	×	×	√	√	√
地毯感应	√	√	√	√	√	√	√
按区域或对象清洁	√	√	√	√	√	√	√
设置拖地禁区	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：亚马逊美国站、开源证券研究所

排名来看，根据美亚实时 Best Seller (销量排名)，数据截至 2023 年 12 月 5 日，iRobot/Roborock/Shark/Eufy/ECOVACS/Dreame/Narwal 在 Top50 中分别各占 13/6/6/1/0/1/1 席位，iRobot 虽然席位较多但其上榜产品均价为 430.6 美元，Roborock 均价达到 732 美元且占据 6 席，分别是 12/16/20/27/40/50 名，售价 1200 美元的 S8 Pro 位列 16 名，侧面反应了消费者对于石头高端产品的认可和接受度。ECOVACS 未上榜 Top50，Top100 占据两席，分别为 X2 Omni 和 T20 Omni，追觅和云鲸各上榜 1

款产品分别位列第 38/46 名。

评分来看，Top50 里面石头 6 款产品均分 4.4，五星占比达到 72%，iRobot 13 款产品均分 4.2，五星占比达到 64%，云鲸评分不错但是只有一款产品，评分数量较少。

表5: Best Seller Top50 石头上榜 6 款产品，均价 732 美元，均分 4.4，五星好评率达到 72%

	品牌	产品个数	产品均价(美元)	产品均分	平均评分数量	五星占比	上榜型号
Best Seller 前 50	iRobot	13	430.61	4.2	12878.38	64%	Roomba 694 (1)、Roomba Combo i5+ (3)、Roomba 692 (8)、Roomba Combo i5、Roomba Combo j5+、Roomba j9+、Braava Jet M6 (6110)、Roomba Combo j5、Roomba Combo j7+(7550)、Roomba Combo j9+ (32)、Roomba s9+、Roomba i4 EVO、Roomba j7+(7550)
	Roborock	6	731.65	4.4	2290.33	72%	Q5+ (12)、S8 Pro (16)、Q Revo (20)、S7 Max Ultra (27)、Q7 Max+ (40)、Q5 Pro+ (50)
	Shark	6	341.49	4.3	10177.67	67%	AI Ultra Voice Control (2)、AV2501S AI Ultra (4)、AV752 ION、AI Ultra 2-in-1、AV1010AE IQ、RV2620WD AI Ultra
	Eufy	1	139.99	4.4	11287.00	68%	BoostIQ RoboVac 11S MAX (10)
	Ecovacs	0	—	—	—	—	—
	Dreame	1	899.99	4.3	506.00	68%	Dreame L10s Ultra (38)
Best Seller 前 100 名	Narwal	1	1199.99	4.4	381.00	74%	Narwal Freo (46)
	iRobot	19	461.00	4.1	9299.32	63%	在 Top50 基础上增加 Roomba Combo j7+、Roomba i4+、M611320、J655020、Roomba j7、Roomba s9+ (9550)
	Roborock	8	663.73	4.4	2294.00	72%	在 Top50 基础上增加 Q5 Pro、Q8 Max+
	Shark	9	299.88	4.2	7978.44	65%	在 Top50 基础上增加 RV2502AE AI Ultra、ION、RV1001AE
	Eufy	4	199.99	4.4	3454.00	68%	在 Top50 基础上增加 Boost IQ RoboVac 11S、X8 Pro、RoboVac G32 Pro
	Ecovacs	2	872.49	4.1	4077.50	65%	DEEBOT X2 Omni、DEEBOT T20 Omni
	Dreame	3	933.32	4.3	449.67	67%	在 Top50 基础上增加 D10 Plus、L20 Ultra
	Narwal	1	1199.99	4.4	381.00	74%	Narwal Freo

资料来源：亚马逊美国站、开源证券研究所

Best Seller Top100 中的价格 Top10，700+美元高端市场，第一名是 Dreame L20 Ultra，售价 1500 美元，追觅/石头/云鲸/科沃斯/iRobot 各占 2/3/1/2/2 席，石头评分整体高于其他品牌，评分基数大且分数较高；中国厂商中科沃斯评分略低，追觅和云鲸评分较高但是评分基数小口碑仍有待验证，但中国厂商评分均高于 4，iRobot 两款产品评分均低于 4。

表6: 700+美元高端市场石头评分整体高于其他品牌，iRobot 评分最低不及 4 分

排名	品牌	型号	价格	评分	评分数量	5 星占比	Sold by
74	Dreame	Dreame L20 Ultra	1499.99	4.4	54	71%	FREE Shipping. Details
16	Roborock	Roborock S8 Pro	1199.99	4.3	766	73%	Roborock Technology Co. Ltd
46	Narwal	Narwal Freo	1199.99	4.4	381	74%	FREE Shipping. Details

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

排名	品牌	型号	价格	评分	评分数量	5星占比	Sold by
55	Ecovacs	Ecovacs DEEBOT X2 Omni	1044.99	4	4645	66%	Amazon.com
32	iRobot	iRobot Roomba Combo j9+	999	3.7	65	51%	Amazon.com
27	Roborock	Roborock S7 Max Ultra	949.99	4.4	2240	75%	Roborock Technology Co. Ltd
20	Roborock	Roborock Q Revo	899.99	4.3	2992	71%	Roborock Technology Co. Ltd
38	Dreame	Dreametech L10s Ultra	899.99	4.3	506	68%	FREE Shipping. Details
99	iRobot	iRobot Roomba s9+ (9550)	899	3.9	2921	59%	Amazon.com
57	Ecovacs	Ecovacs DEEBOT T20 Omni	699.99	4.1	3510	63%	Amazon.com

资料来源：亚马逊美国站、开源证券研究所

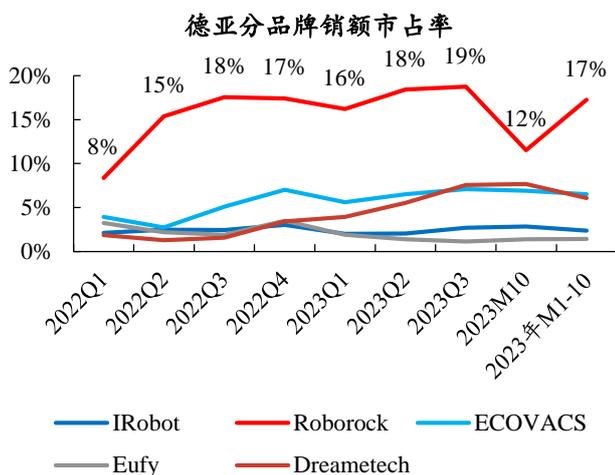
海外品牌推全基站动力不足，产品升级主要靠国内厂商推进，中国出海厂商是海外行业升级的领导和受益者，其中石头因其技术过硬、强大的产品力在海外市场积累了很好的口碑，叠加本土化营销以及较高的品牌影响力，有望持续抢占更多海外份额。

3.2、德国：中国厂商抢滩德国市场，石头龙头份额稳固，评价较高

3.2.1、竞争格局：石头整体份额稳固，高端份额领先，追觅增速较快份额提升明显

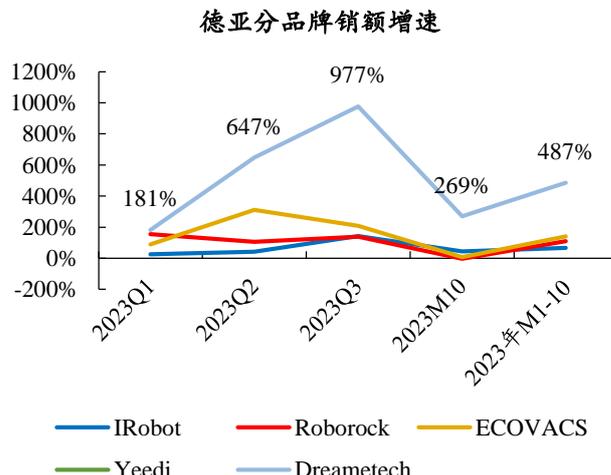
德国吸尘器市场（含扫地机），石头份额领先，追觅增速较快份额提升明显。根据亚马逊德国站数据（简称德亚），2023年M1-10 Roborock/ECOVACS/Dreametech/iRobot/Eufy 销额市占率分别为 17%/7%/6%/2%/1%，同比分别+3.7%/+2.0%/+4.4%/+0/-1pct s，追觅份额提升明显。增速来看，2023年M1-10 Roborock/ECOVACS/Dreametech/iRobot/Eufy 销额分别同比+111%/+141%/+487%/+66%/-5%，中国品牌在德国市场销额超过翻倍增长。

图29：德亚石头份额领先，追觅份额提升明显



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

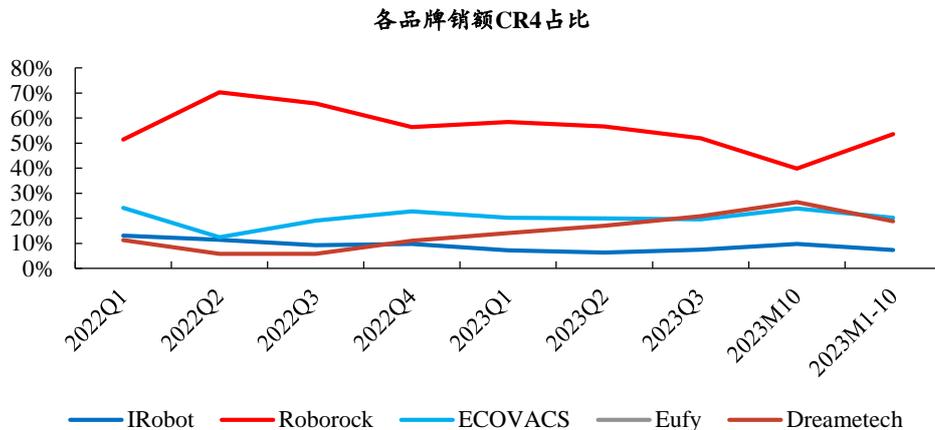
图30：追觅销额增速明显，中国品牌销额超 100% 增长



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

德国扫地机市场石头份额超过其他品牌 2 倍有余。为了剔除普通吸尘器对统计口径的影响，我们单独把 Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 拎出来重新计算份额占比，其除了扫地机之外的产品占比较小。2023M1-10 各品牌销额 CR4 占比分别为 54%/20%/19%/7%，推算石头的份额在整个德国扫地机大盘中超过其他品牌的 2 倍有余。

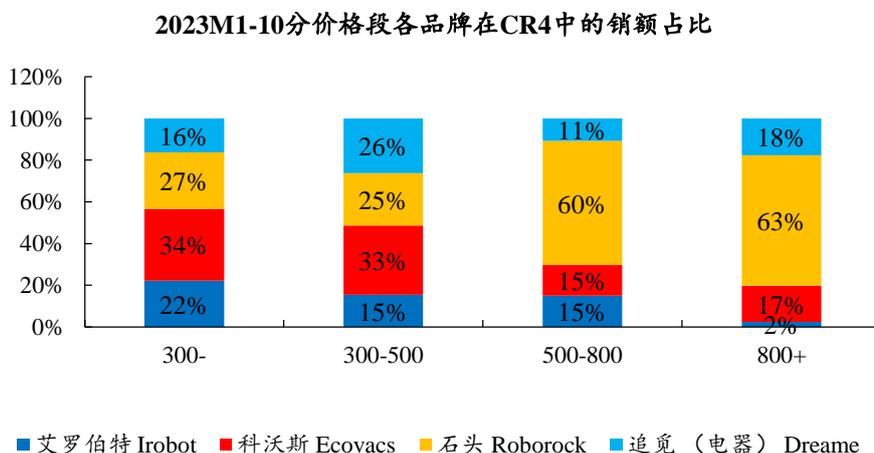
图31：2023M1-10Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 销额 CR4 占比分别为 54%/20%/19%/7%



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

分价格段看竞争格局，石头在高端市场份额领先。根据久谦德亚数据以四品牌销额总计作为整体计算各品牌的销额占比，2023年M1-10德国亚马逊扫地机市场，（1）0-300美元：Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 销额市占分别为27%/34%/16%/22%，该价格段是 iRobot 和科沃斯占比相较其他价格段最高的；（2）300-500美元：Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 销额市占分别为25%/33%/26%/15%，是追觅销额占比较其他价格段最高的价格段；（3）500美元以上：石头份额领先，占比超过60%。

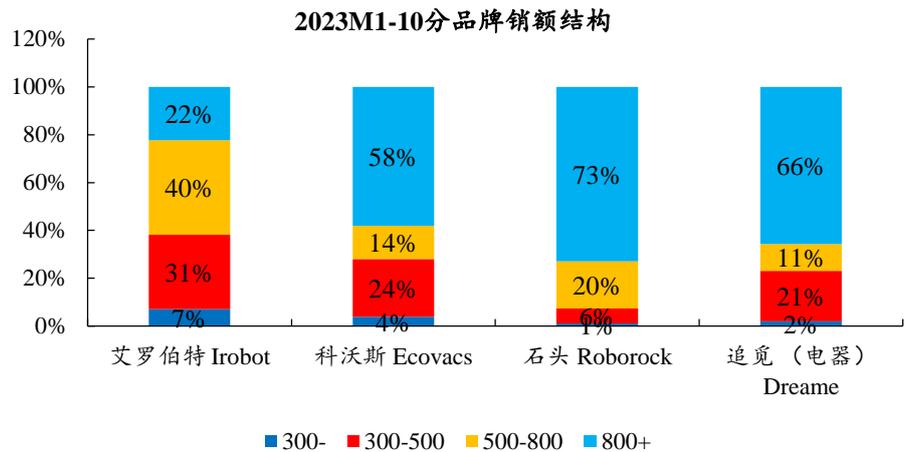
图32：2023M1-10 石头在 800+美元高端市场份额领先



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

3.2.2、品牌销额结构：中国厂商布局中高端市场，石头产品结构更加高端

分品牌看销额结构，根据久谦德亚数据，2023M1-10，800美元以上 Roborock /ECOVACS/Dreametech/iRobot 销额结构占比分别为 73%/58%/66%/22%，中国厂商主要布局 500 美元以上中高端市场，其中石头产品结构更高端。

图33：2023M1-10 石头自身高端产品结构达到 73%


数据来源：久谦中台、开源证券研究所

3.2.3、产品力：石头产品力强，好评率高

产品力方面，各家在德国投放产品与美国大体相似，同样价格下中国厂商产品性能更全面，高端机型拥有海外厂商不具备的功能，全基站占比更高，中国厂商的进入加快了德国市场的结构升级，海外厂商只能纷纷跟进。

排名及评分来看，石头席位靠前且均分及五星占比最高。根据亚马逊德国站的 Best Seller 榜单，截至 2023 年 12 月 5 日：

(1) 石头品牌：扫地机在前 50 名中占据 7 席，前 30 名中占据 5 席，其中 S8 Pro Ultra/S7 Max Ultra/S8/Q Revo/Q7 Max+/Q8 Max+ 单品分别排名第 3/12/16/23/37/49 位。Top100 上榜产品均分为 4.56，五星占比 75%，Top50 上榜均价为 956 欧元。

(2) 追觅品牌：扫地机在前 50 名中占据 5 席，前 30 名中占据 4 席，其中 D10 Plus/L20 Ultra/L10s Ultra/D10/110s Pro 单品分别排名第 5/9/13/22/40 位。Top100 上榜产品评分平均为 4.30，五星占比 67%。Top50 上榜均价为 585 欧元，价格显著低于石头。亚马逊自营 VC 模式比较容易上量，但是没有价格主动权，石头担心乱价在黑五前取消了亚马逊 VC 渠道销售。

(3) iRobot 品牌：扫地机在前 50 名中占据 4 席，前 30 名中占据 1 席，其中 Roomba 692/i8/J7/Roomba 8576 单品分别排名第 4/31/33/50 位。Top100 上榜产品均分为 3.98，五星占比 54%，Top50 上榜均价为 354 欧元。

(4) 科沃斯品牌：扫地机在前 50 名中占据 4 席，前 30 名中占据 2 席，其中 T20 OMNI/N8/T9 NAVI/T9 单品分别排名第 6/11/32/41 位。Top100 上榜产品均分为 4.19，五星占比 65%，Top50 上榜均价为 462 欧元。

表7：石头扫地机在前 50 名中占据 7 席，产品均分为 4.56，五星占比 75%，Top50 上榜均价为 956 欧元

	品牌	产品个数	产品均价 (欧元)	产品均分	平均评分 数量	五星占比	上榜型号
Best Seller 前 50 名	iRobot	4	354.00	4.05	4162.75	57%	iRobot Roomba 692、iRobot Roomba Combo i8 (i8176)、iRobot Roomba J7 (j7156)、iRobot 8576
	Roborock	7	956.14	4.51	933.29	76%	S8 Pro Ultra(白)、S7 Max Ultra、S8、S8 Pro Ultra(黑)、Q Revo(黑)、Q7 MAX、Q8 Max+

品牌	产品个数	产品均价 (欧元)	产品均分	平均评分 数量	五星占比	上榜型号	
Shark	0	—	—	—	—	—	
Eufy	1	150.00	4.20	20284.00	62%	Eufy by Anker RoboVac 15 C	
Ecovacs	4	462.00	4.30	4671.00	66%	T20 OMNI、N8、T9 AIVI、T9	
Dreame	5	585.12	4.30	1820.80	67%	D10 Plus、L20 Ultra、L10s Ultra、D10s、L10s Pro	
Narwal	0	—	—	—	—	—	
iRobot	6	345.67	3.98	9985.33	54%	在 Top50 基础上增加 iRobot Roomba i1152、iRobot Roomba Combo i5+ (i5572)	
Roborock	8	818.00	4.56	818.00	75%	在 Top50 基础上增加 Q Revo (白)	
Shark	1	400.00	4.10	513.00	55%	RV2600WSEU	
Best Seller 前 100 名	Eufy	5	190.80	4.24	5434.80	62%	在 Top50 基础上增加 RoboVac 15 C、RoboVac G10、RoboVac 11S MAX、RoboVac LR30 Hybrid+
Ecovacs	9	724.67	4.19	2851.78	65%	在 Top50 基础上增加 X1 Omni、X2 Omni(黑)、X2 OMNI (白)、T20 OMNI、N8 PRO	
Dreame	5	585.12	4.30	1820.80	67%	与 Top50 一致	
Narwal	1	829.00	4.60	100.00	79%	NARWAL Freo	

资料来源：亚马逊德国站、开源证券研究所

在欧洲尤其是德国市场，当地人对外来品牌接受度高，消费者更关注产品智能化以及好用程度，这为中国厂商出海带来了机遇，也是厂商出海抢滩的重要试验田。目前中国品牌在德国市场得到充分验证，无论是先布局的石头还是后进场的追觅均取得了不错的增长，海外品牌份额持续下滑，也为其他欧洲国家拓展提供了很好的范本。

在欧洲，石头科技的龙头份额稳固、自身加快产品迭代和结构升级引领行业高端化发展，中国其他厂商的进入加快了整个行业对于扫地机的市场教育，在行业升级的红利下，占据先发优势和技术制高点的石头科技有望进一步提升份额，并将成功经验复制到其他欧洲国家。

3.3、APP 视角看扫地机中国厂商出海：石头下载量及打开率领先

除了份额、产品等数据之外，由于扫地机需要 APP 控制，因此从国内厂商的 APP 在海外国家的指标，例如下载量、打开率与评分等等，亦能侧面展现出中国厂商在海外市场的真实消费反应。且 APP 数据属于消费链条的末端，即售后使用环节，海外很多线下经销渠道无法很好统计，此时 To C 端的 APP 数据成为了很好的参照。

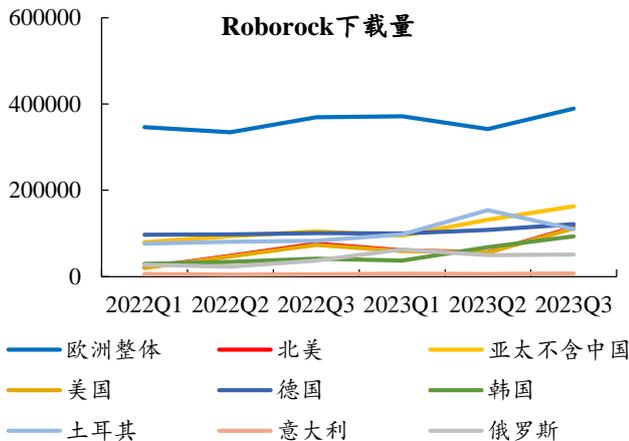
3.3.1、下载量：Roborock 在各地下载量增速均同比增长明显

Roborock 新机动销情况良好，APP 下载量情况与过往业绩交叉验证。根据 APP Annie 数据，2023 年 M1-10 Roborock Google play+Apple Store 双平台累计下载量：欧洲 124.6 万 (+7%)，北美 27.5 万 (+62%)，亚太（不含中国）45.2 万 (+47%)。美国 26.9 万 (+65.3%)，德国 37.4 万 (+14%)，意大利 2.4 万 (+35%)，俄罗斯 18.1 万 (+76%)，韩国 23.6 万 (+103.6%)，土耳其 39.8 万 (+51%)。

分季度来看，2023Q3 Roborock 在各地下载量增速均同比增长明显：欧洲+6%，亚太（不含中国）+55%，北美+50%，美国/德国/韩国/土耳其/意大利/俄罗斯分别+53%/+20%/+126%/+33%/+42%/+38%。考虑到石头在德国等销售的时间长，市占率

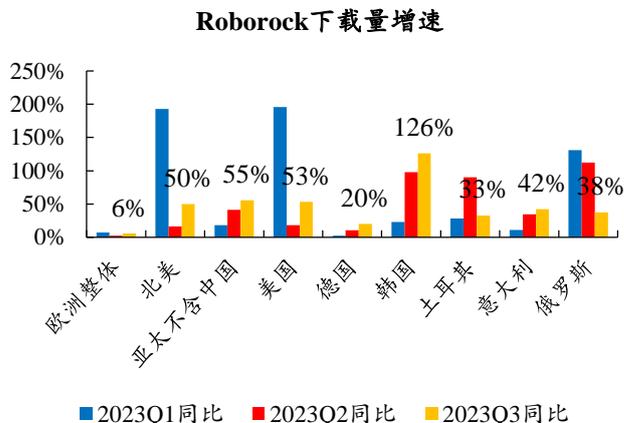
高，很多用户已经下载过 app，因此新下载量和终端动销会有较大差异。

图34: Roborock 在各地下载量季度环比提升



数据来源: App Annie、开源证券研究所

图35: 2023Q3 Roborock 在主要地区下载量均同比增长

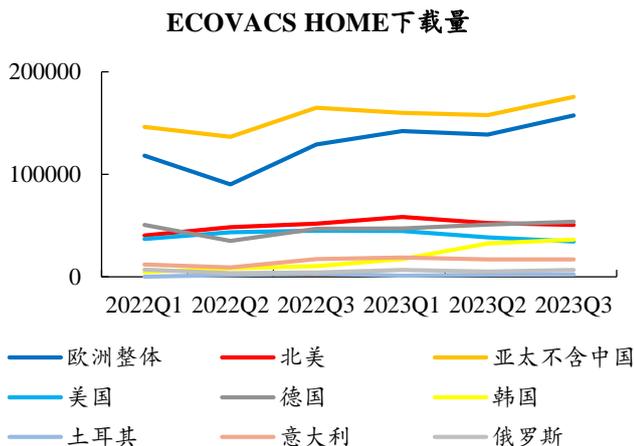


数据来源: App Annie、开源证券研究所

ECOVACS HOME 在欧洲、亚太（不含中国）下载量较高，根据 APP Annie 数据，2023 年 M1-10 ECOVACS HOME Google play+Apple Store 双平台累计下载量：欧洲 49.2 万 (+27%)，北美 18.5 万 (+17%)，亚太（不含中国）56.3 万 (+12%)。美国 13.3 万 (-4.3%)，德国 17.2 万 (+15%)，意大利 5.8 万 (+27%)，俄罗斯 2.1 万 (+21%)，韩国 9.7 万 (+236%)，土耳其 0.7 万 (+2%)。

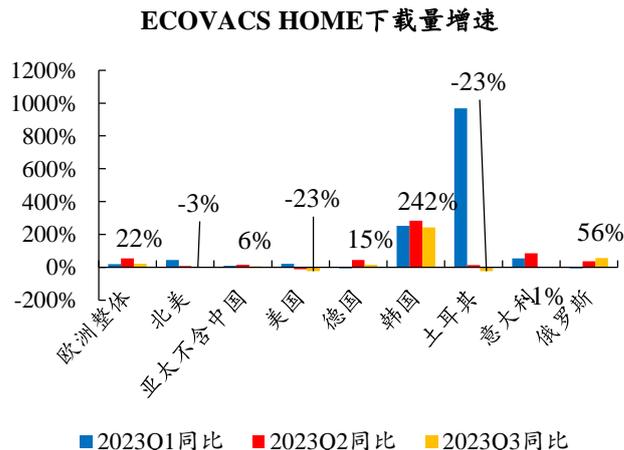
分季度来看，2023Q3 ECOVACS HOME 在欧洲、韩国和俄罗斯下载量增速明显：欧洲+22%，亚太（不含中国）+6%，北美-3%，美国/德国/韩国/土耳其/意大利/俄罗斯分别-23%/+15%/+242%/-23%/-1%/+56%。

图36: ECOVACS HOME 在欧洲、亚太（不含中国）下载量较高



数据来源: App Annie、开源证券研究所

图37: ECOVACS HOME 在欧洲/韩国/俄罗斯增速明显



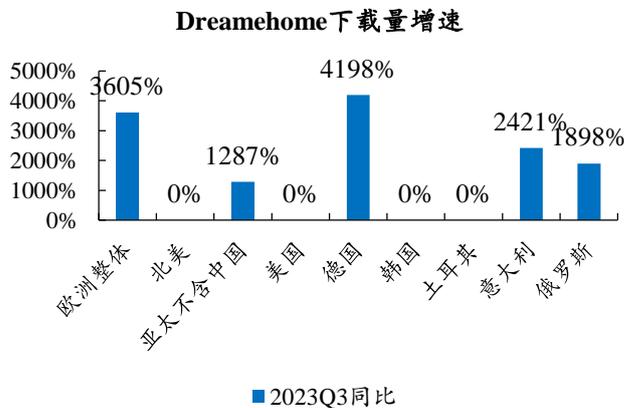
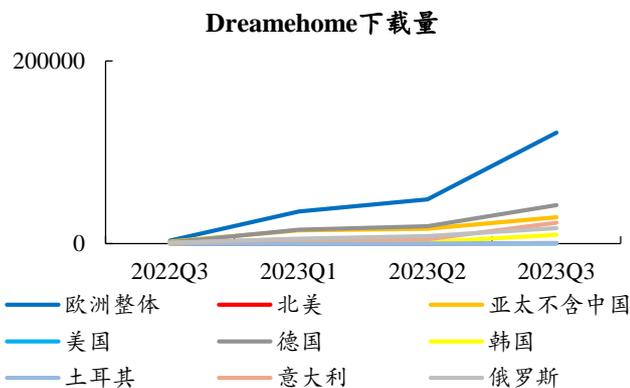
数据来源: App Annie、开源证券研究所

Dreamehome 在欧洲发展势头良好，根据 APP Annie 数据，2023 年 M1-10 Dreamehome Google play+Apple Store 双平台累计下载量：欧洲 25.2 万 (+35 倍)，北美 0.1 万，亚太（不含中国）7.1 万 (+17 倍)。德国 8.8 万 (+29 倍)，意大利 4.2 万 (+30 倍)，俄罗斯 4 万 (+26 倍)，韩国 1.6 万。

分季度来看，低基数影响下 2023Q3 Dreamehome 在欧洲、亚太（不含中国）发展迅猛，美国尚未有统计数据：欧洲+36 倍，亚太（不含中国）+13 倍，德国/意大利/俄罗斯分别+42 倍/+24 倍/+19 倍。

图38: Dreamehome 在欧洲发展势头良好

图39: 2023Q3 Dreamehome 在欧洲/亚太（不含中国）同比+36%/+13 倍



数据来源: App Annie、开源证券研究所

数据来源: App Annie、开源证券研究所

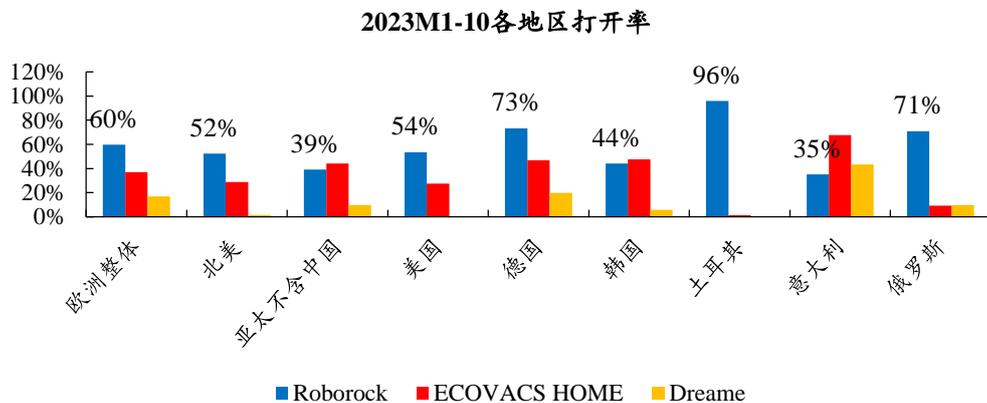
三家公司 app 横向对比，在欧洲、亚太（不含中国）、北美、中东、南美合计 90 个国家中：(1) 90 个国家中石头在 65 个国家的下载量均高于科沃斯和追觅。(2) 追觅还有很多国家和市场没有下载量，比如美国和日本。(3) 石头 2023 年在 90 个国家的下载量是科沃斯的 1.9 倍，是追觅的 7.3 倍。

3.3.2、打开率：石头在欧洲和北美地区的真实用户比例更高，追觅打开率较低

打开率是指用户在收到通知后打开邮件或应用的比例，高打开率意味着高互动以及推动通知的有效性，更意味着 app 用户的活跃度。2023M1-10 Roborock 在大多数地区的打开率超过的 ECOVACS HOME 和 Dreamehome。在亚太（不含中国）、韩国以及意大利，ECOVACS HOME 的打开率较高，体现出石头在欧洲和北美地区的用户心智占领上超过其他厂商，真实用户比例更高。

2023M1-10 Roborock/ECOVACS HOME/Dreamehome 的平均打开率为 58%/34%/15%。

图40: 石头在欧洲和北美地区的用户心智占领上超过其他厂商，真实用户比例更高

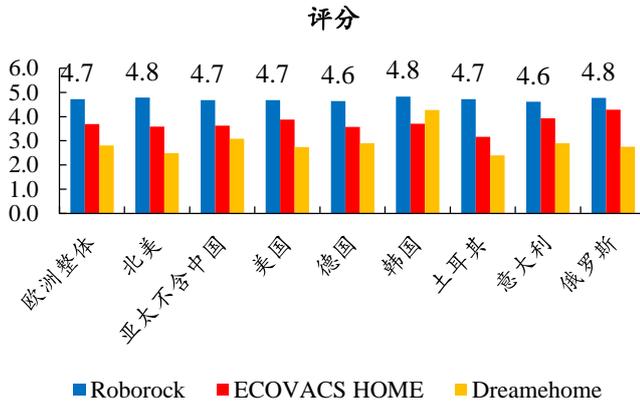


数据来源: App Annie、开源证券研究所

3.3.3、评分指标：石头评分以及好评率最高，追觅好评率较低

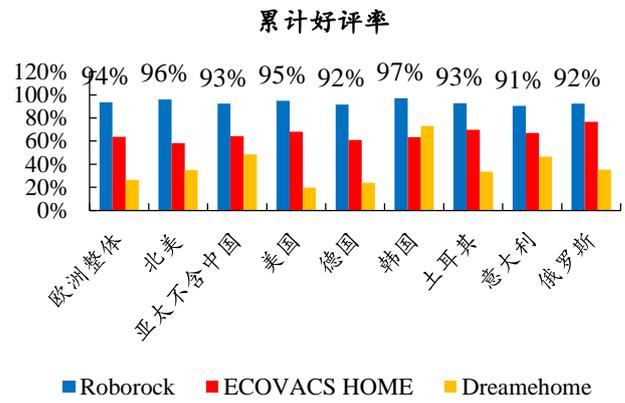
石头评分更高，消费者更加认可。从评分来看，石头/科沃斯/追觅在各地区的平均评分分别为 4.7/3.7/2.9；从累计好评率来看，石头/科沃斯/追觅在各地区的平均好评率分别为 93%/65%/35%。

图41：石头/科沃斯/追觅在各地区的平均评分分别为 4.7/3.7/2.9



数据来源：App Annie、开源证券研究所

图42：石头/科沃斯/追觅在各地区的平均好评率分别为 93%/65%/35%



数据来源：App Annie、开源证券研究所

综合各项 APP 指标, 不难得出石头在下载量、打开率以及好评率方面整体领先, 彰显出石头科技在海外的竞争力, 充分受到当地用户的认可, 看好石头科技在海外市场持续抢占份额。

4、盈利预测与投资建议

海外扫地机市场规模约为中国市场的 2.5 倍, 目前处于量价齐升阶段, 不仅渗透率快速提升, 产品结构也处于低端单机产品为主向基站类智能导航快速转变的时期。中国扫地机品牌作为智能导航基站类产品的先行者, 在国内的竞争中积累了大量经验, 产品力、营销力相比海外品牌领先优势较为明显, 一起出海能够一起进行消费者教育, 大家会一起受益, 而非加剧内卷。

而在竞争层面, 本次报告我们选取了 APP 下载量/好评率/打开率、Bestseller 排名/评分等新视角, 观察了多个中国品牌在海外的竞争力, 发现石头不仅在高基数下保持较快增长, 同时也是产品售价最高、Bestseller 评分最高、APP 各项数据最优的品牌, 同时在市占率上保持引领。我们预计石头还会持续收获海外市场的增长红利, 持续增厚报表利润, 维持盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润 19.3/22.1/26.5 亿元, 对应 EPS 为 14.6/16.8/20.1 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/17.0/14.2 倍, 维持“买入”评级。

5、风险提示

行业竞争加剧、宏观消费需求不振、新品销售不及预期等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6520	7286	8452	10440	12885
现金	1321	1804	2980	4902	6953
应收票据及应收账款	129	328	0	0	0
其他应收款	147	61	213	116	279
预付账款	29	43	52	62	75
存货	596	694	849	1004	1221
其他流动资产	4298	4356	4357	4356	4357
非流动资产	3287	3547	3520	3465	3456
长期投资	12	21	29	38	47
固定资产	102	1315	1212	1093	1004
无形资产	6	7	7	8	8
其他非流动资产	3168	2205	2272	2326	2398
资产总计	9807	10833	11972	13905	16341
流动负债	1298	1204	536	535	596
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	820	702	0	0	0
其他流动负债	478	502	536	535	596
非流动负债	17	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	72	72	72	72
负债合计	1315	1276	608	606	668
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	67	94	131	131	131
资本公积	5058	5096	5059	5059	5059
留存收益	3380	4423	6156	8142	10525
归属母公司股东权益	8492	9556	11363	13297	15672
负债和股东权益	9807	10833	11972	13905	16341

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1519	1120	1259	2085	2245
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
折旧摊销	37	96	233	255	283
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
投资损失	-191	-33	-30	-31	-31
营运资金变动	266	-216	-637	-63	-326
其他经营现金流	56	195	-4	-5	-6
投资活动现金流	-1461	-505	-176	-169	-243
资本支出	439	255	197	191	266
长期投资	-1252	-384	-9	-9	-9
其他投资现金流	230	134	30	31	31
筹资活动现金流	-155	-202	92	6	49
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	27	37	0	0
资本公积增加	118	38	-37	0	0
其他筹资现金流	-272	-267	92	6	49
现金净增加额	-103	433	1176	1922	2051

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5837	6629	8750	10509	12615
营业成本	3029	3363	4025	4834	5803
营业税金及附加	26	33	41	51	61
营业费用	938	1318	1767	2228	2649
管理费用	119	141	262	315	378
研发费用	441	489	700	841	1009
财务费用	-52	-106	-228	-278	-323
资产减值损失	-30	-66	-66	-92	-103
其他收益	42	61	47	57	51
公允价值变动收益	62	-64	0	0	0
投资净收益	191	33	30	31	31
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	1598	1344	2188	2508	3010
营业外收入	0	6	6	6	6
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1598	1349	2193	2513	3015
所得税	196	166	268	306	366
净利润	1402	1183	1925	2207	2649
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1402	1183	1925	2207	2649
EBITDA	1596	1391	2373	2669	3139
EPS(元)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.8	13.6	32.0	20.1	20.0
营业利润(%)	2.7	-15.9	62.8	14.6	20.0
归属于母公司净利润(%)	2.4	-15.6	62.7	14.6	20.0
获利能力					
毛利率(%)	48.1	49.3	54.0	54.0	54.0
净利率(%)	24.0	17.9	22.0	21.0	21.0
ROE(%)	16.5	12.4	16.9	16.6	16.9
ROIC(%)	69.6	56.6	71.9	81.0	85.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.4	11.8	5.1	4.4	4.1
净负债比率(%)	-15.4	-18.7	-26.2	-36.8	-44.4
流动比率	5.0	6.1	15.8	19.5	21.6
速动比率	4.4	5.0	13.0	16.5	18.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	44.7	29.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	4.4	11.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	10.67	9.00	14.64	16.79	20.15
每股经营现金流(最新摊薄)	11.55	8.52	9.58	15.86	17.08
每股净资产(最新摊薄)	64.59	72.68	86.42	101.14	119.20
估值比率					
P/E	26.8	31.8	19.5	17.0	14.2
P/B	4.4	3.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	20.1	23.0	13.0	10.8	8.5

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。

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10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