

产销跟踪垒基石，顺势而变觅新机 家电行业研究框架专题报告

证券分析师：王敏君 执业证书编号：S0630522040002

联系方式：wmj@longone.com.cn

2024年10月11日

目 录

- 一、行业概览与传统白电
- 二、清洁电器
- 三、工具与园林设备
- 四、风险提示

家电指数表现复盘

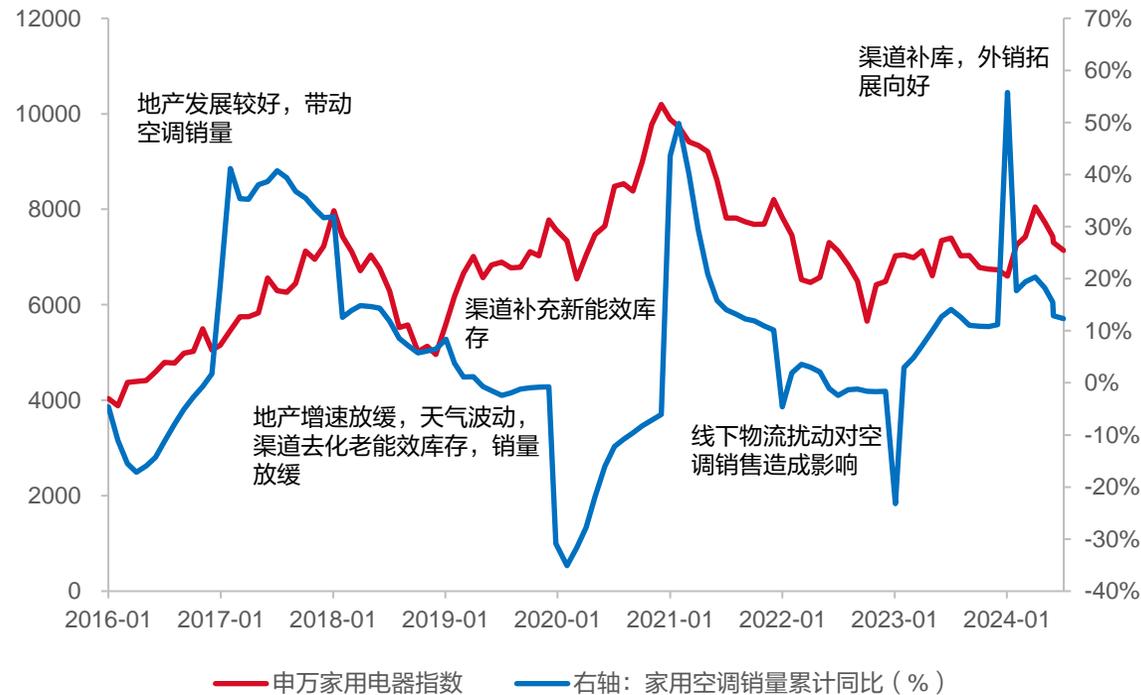
- **历史复盘：**在所选区间内，申万家用电器指数表现强于沪深300。过往十几年，我国城镇化率逐步走高，传统大家电保有量明显提升，且市场份额愈发集中。同时，国产家电企业也在积极拓展海外市场。家电龙头业绩韧性强，现金流状况好，分红比率较高，因而受到市场关注。但贸易政策变化、原材料价格成本等也会引起短期业绩波动。
- 由于白色家电股在家电指数中占比偏重，历史上家用空调销量与家用电器指数具有较好的相关性。但随着龙头推进多元化布局，新兴品类渗透率提升，未来影响指数的因素将更为多样。

申万家用电器指数及沪深300涨跌幅走势复盘



资料来源：同花顺，东海证券研究所

申万家用电器指数与家用空调销量增速



3 资料来源：同花顺，东海证券研究所

行业重点关注因素：产品迭代创新，国际化深入进展，有效成本管理支持稳健业绩

- **家电行业研究**不仅限于以往的地产后周期，关注因素更为多样。家电行业处于变革的阶段，除了大厨电、照明电工这类板块外，其他品类与地产的关联度较此前减弱，内销中更新需求的比重提升，销售渠道更为分散。常规的产销数据可从行业层面搭建跟踪脉络，但数据之外仍需关注行业趋势的动态变化，如旗舰新品的推出、细分市场的营销等，可在特定时间成为亮点。着眼长远，多数企业在孵化存量市场外的新增长点，如品类拓展、区域拓展、产业链上下游并购等。本文将三个板块作为简单示例，展示研究时的差异化侧重点，分别体现传统板块的跟踪、新品类的成长、外向型企业的全球化布局。
- **内销主要驱动因素**：产品技术进步，推动以旧换新。长期看，产品力构建企业核心竞争力。以家用空调为例，智能化水平明显升级，配合传感器和软件算法等技术，可实现不同送风模式的精准自主调节，且在自清洁、低噪音、节电、外观设计等方面亦有进步。随着推动家电以旧换新等促消费政策的落地，或对更新需求有所提振。
- **外销主要驱动因素**：短期，海外补库需求对出口起到支撑作用。长期，拉美、中东、东南亚等新兴市场仍具潜力；欧美等发达市场，国产龙头推进自主品牌高端化，成效有望逐步显现。
- **原材料价格、外销涉及成本等**：原材料价格在家电企业成本中占比较重，显著影响企业盈利。历史上铜价的大幅上涨，曾引起市场对家电行业盈利表现的担忧。但多轮原材料价格的波动，也会加剧行业份额向头部集中。对于外销占主导的企业，人民币汇率贬值利好出口，同时亦将对汇兑收益产生正面影响。此外，若海运费相对稳定，有助于控制成本压力。
- **分红**：家电龙头业绩韧性强，现金流状况好，高股息的特征有望延续。
- **风险提示**：市场需求不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格及海运费波动风险、汇率大幅波动风险、关税等贸易政策变化的风险。

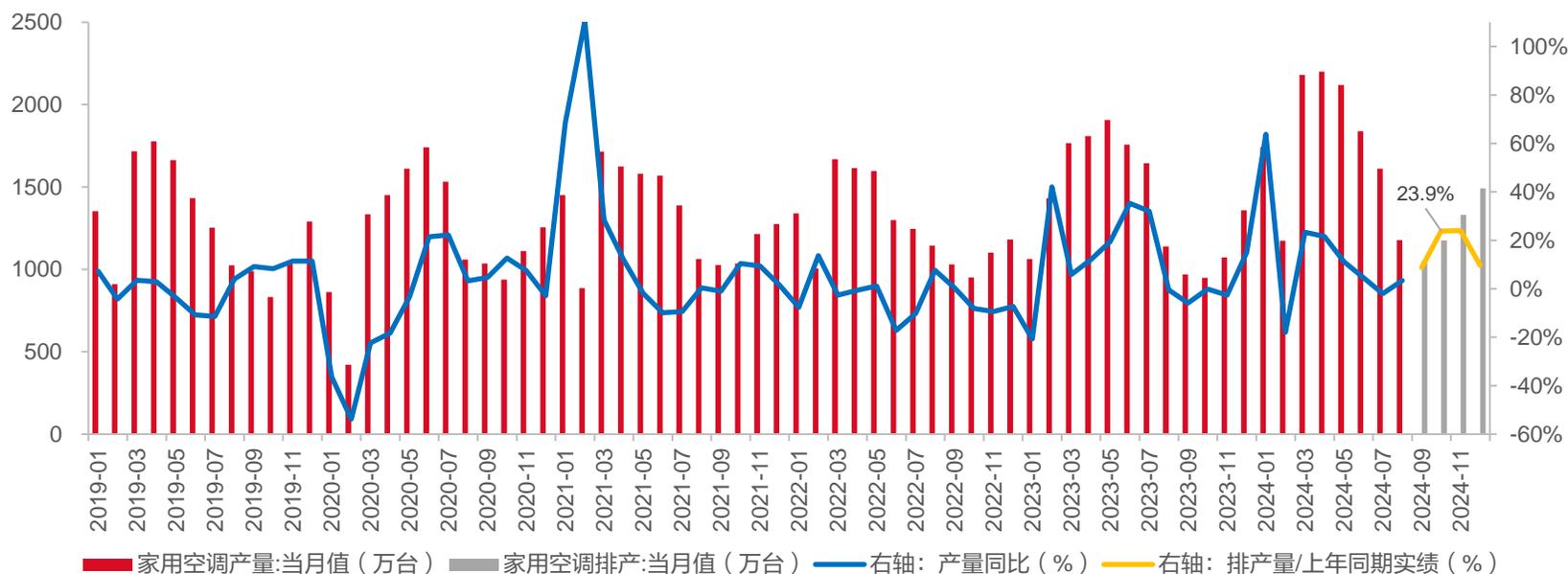
行业趋势：智能互联、套系化发展，或将继续推进龙头集团整合

- **智能化为家电市场带来新机遇。** 数字化时代不仅能实现单一家电的语音交互、APP互联，还能打造全屋智能的人工管家。据市场调研公司Statista数据，2023年全球智能家居市场规模估算为1393亿美元，2027年市场规模有望达2229亿美元，CAGR为60%；2023年全球智能家居用户渗透率为16%，2027年有望达到29%。早期全屋智能普及受限的原因主要在于底层互联协议不兼容。当前，国内全屋智能市场的参与者主要为三大类：消费电子企业，如小米、华为等；家电企业，如美的、海尔等；全屋智能方案商，如欧瑞博、涂鸦智能等。以上企业各有所长，很难预测家电企业未来会在这个市场中把握多少绝对性优势，但更深层的逻辑是带动套系化销售和积累长期客群。基于APP沉淀的客群可以衍生更多的服务，如面向厨电用户的预制菜配送、面向清洁电器用户的耗材配送等。对于非集团化的家电品牌来说，未来机会可能主要是推出参与某种生态链的新款，或是专营单品的智能化。新品类的智能体验其实还有明显提升的空间，一方面是硬件传感器、控制模块的配置优化，更重要的是算法的优化，如扫地机的避障算法、投影的自动矫正算法等。基于多轮反馈达成的算法迭代能力是在智能家电市场上取得突破的重要竞争力。
- **格局展望：众多品牌逐鹿高端套系家电市场，但龙头具有明显落地优势。** 首先，从产能布局来说，龙头的先进产能可以使其保证品质，而数字工厂可以保证生产效率；第二，品牌构建起生态合作，能够以口碑赢得消费者的信任；第三，龙头在数字互联技术研发上起步较早，更易于建立起完整的全屋管理体系。多品类的扩张往往通过收购实现，而协同效应能否达成则有赖于良好的管理架构。以海尔为例，经营战略从国际品牌到场景品牌再走向生态品牌，以人单合一的机制实现项目间的通力合作、灵活响应。一站式的解决方案是消费者明确的诉求，只有龙头具备企业间的号召力，能够实现销售场景的前置和跨界互联。以海尔三翼鸟为例，线下触点已达到3000家左右，落地超8万套定制化智慧家庭方案。放眼海外，美国龙头Whirlpool和韩国LG电子也是类似的战略。Whirlpool对Yummy的收购即是为了丰富厨电使用场景、助力厨电智能化，而旗下洗衣剂品牌的推出则是为了更好地完善旗舰洗衣机产品体验。LG电子亦是凭借高端智能系列玺印实现欧美市场的突破。

传统品类：白电之家用空调

- **白电整体排产数据好于去年实绩，短期预期较为乐观。**据产业在线发布排产调研数据，2024年10月家用空调、冰箱、洗衣机合计排产总量为2863万台，较去年同期生产实绩增长13.4%，10-12月三大品类排产量皆维持同比增长（排产统计为动态调研，数据后续可能会随实际调整）。
- **家用空调排产量最具规模。**家用空调2024年10月排产量为1177万台，较去年同期实绩增长23.9%，10-12月内销排产分别较去年实绩增长5.2%、8.0%、10.4%。从实际出货看，据产业在线，今年家用空调冷年收官月（7月）销量同比下滑2.6%，7月后通常是夏季终端销售旺季结束，经销商等待新冷年再次集中进货。新冷年起点（8月）销量同比增长3.4%，内销较为平淡，出口同比增长；8月末工厂库存同比下降13%。今年上半年前期，内销曾出现排产大幅增长，渠道对旺季预期较为良性，因此具备较好的进货意愿；同时，也存在担心铜价上涨，部分经销商提前备货的情况。随着推动家电以旧换新等促消费政策的落地，对更新需求有所提振。外销方面，海外补库需求对出口起到支撑作用，东南亚、拉美等新兴市场增速亮眼。展望未来，虽然部分区域的消费环境存在不确定性，但中国头部品牌的国际竞争力逐步提升，表现有望优于行业。

2024年多个月份家用空调产量同比增长，10-12月排产量预计较上年实绩增长



传统品类：白电之家用空调

- **回顾历史，把握内销空调市场的关键点：供需波动影响库存，价格战推动份额重塑。**在历史上以新增需求为主导的阶段，空调需求与地产紧密相关，同时，补贴政策、天气等因素亦对空调销售产生影响。生产压货量大于终端需求量时，则出现库存高企，由此引发价格战。价格博弈中优胜劣汰加剧，市场集中度提高，龙头凭借对成本的把控力获取份额优势。最近一轮价格战发生在2019-2020年，由于地产政策变化、相关需求放缓，产销失衡的问题逐渐显现。同时，空调销售的渠道格局也在发生变化。一方面，互联网新锐品牌凭借性价比优势一度取得线上突破；另一方面，传统龙头美的在“T+3”改革后效率提升，也有了参与价格竞争的基础。2019年2月份后，美的率先展开降价促销。其后，空调新能效政策的出台，推动企业对低能效产品加速出清。2019年“双11”，格力推出30亿元补贴活动，其他品牌陆续跟进，行业价格战达到高潮。2020年能效切换的影响渐近尾声，随着原材料价格的上涨，企业借助新能效升级开启产品优化、提升均价，价格战结束。同时，2020年以来线上渠道的重要性更加凸显，格力由此加快了渠道改革进程，压货力度亦较以往有所减弱。在几轮周期后，家用空调市场集中度提升。
- **国际化持续深入，增加海外产能。**从全球看，我国占据了家用空调市场约80.6%的产能（据奥维云网2022年数据）。基于本地化供应链建设、应对潜在贸易风险等因素，近年头部企业海外扩产成为共识。海尔智家于今年8月在泰国进行空调工业园奠基，该园区整体规划年产能600万套，主要生产分体式空调、家庭中央空调、房车空调、移动式空调等全系列产品，一期计划于2025年9月建成。美的集团于2022年11月启动泰国空调工厂建设，规划投资超过10亿元；2023年10月该工厂实现100万套产品下线。
- **天气是影响空调行业的重要变量之一，但长期看，产品力构建企业核心竞争力。**诚然，夏季天气是否如预期，具有不确定性，并可能对库存造成影响。但总体看，近年气候变化明显，部分消费者对暖通管理的关注度提升，有利于空调销售。从产品技术而言，家用空调的绿色智能水平持续升级，头部国产家电企业，基于多年客户洞察，对于细分场景下的控温、送风等需求已有研究积淀，可切实优化空调使用体验。

传统品类：白电之冰箱、洗衣机

- **冰箱出口排产增速较高，嵌入式趋势明确。**据产业在线，冰箱2024年10月内销、出口排产较去年同期实绩分别同比增长3.7%和14.2%。今年年初，部分企业呈现较高的产能利用率，且高需求甚至传导至部分上游压缩机厂家。但短期的增长，受到因成本波动带来的备货前移影响，由于基数等因素，后续增速回落。但以旧换新政策加码后，内销排产较此前规划有所上调。此外，产品的中高端升级，仍有望带来结构性的增长点，如嵌入式冰箱渗透率提升。据奥维云网监测，2023年我国线上市场嵌入式冰箱零售额占比为17.6%，同比增长11.9%；线下嵌入式冰箱零售额占比为36.7%，同比增长17.6%。产品的成熟标准化、嵌装一体交付的保障等，增强了嵌入式产品对消费者的吸引力。出口型企业方面，以TCL智家为代表，亦丰富了全嵌产品矩阵，以适应海外家庭的一体式厨居需求。
- **贴近生活体验，冰箱细节创新频出。**产品性能上，冰箱分区存储日益完善，部分产品针对母婴需求、果蔬保鲜、化妆品等设有特定空间，还配备制冰、变温等功能。人机交互更加智能，部分高端冰箱可识别食材，并通过屏幕推荐菜谱、提醒过期日期等。门体设计亦有创新，如海信璀璨真空魔方Pro，门体配有装置可对真空袋、真空盒进行一键真空操作。
- **洗衣机内外销排产平稳增长。**洗衣机2024年10-12月内销排产分别较去年实绩增长5.8%、8.5%、4.1%；外销上半年增速持续维持两位数，随着基数和库存变化，排产增速回落，10月较去年实绩增长5%。产品升级方面，嵌入式设计在洗衣机上也逐渐推广。此外，洗衣机针对羊绒、真丝等特定材质的洗涤模式逐步完善，内衣迷你双桶洗衣机等新品类增速较快。

目 录

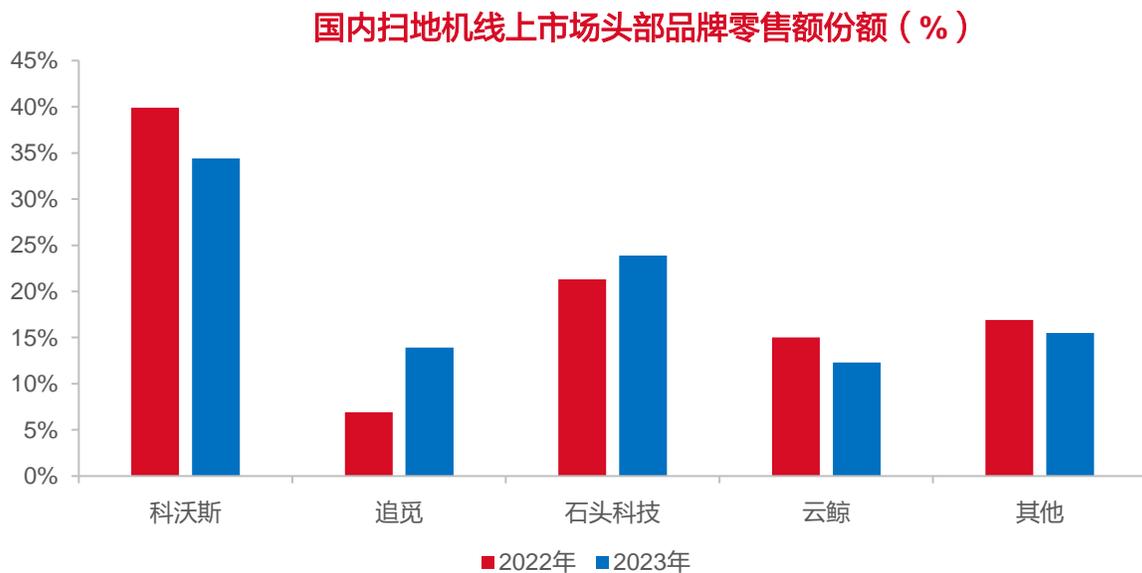
- 一、行业概览与传统白电
- 二、**清洁电器**
- 三、工具与园林设备
- 四、风险提示

内销复盘：由升级提价走向以价换量

- **产品创新推动行业发展。**从渗透率看，目前中国扫地机器人渗透率约为5%，与美国等发达市场存在差距，未来需求空间广阔。回顾近年发展历程，扫地机市场是一个技术驱动的市场。2007年科沃斯推出该品牌第一款扫地机器人“地宝”，随后由局部规划走向全局规划。2016年9月，由石头代工的米家一代扫地机器人上市，将LDS产品价格降至1699元，自此相关产品迅速放量；此后，各大品牌在细节上不断优化，如增强吸力、降低噪音、增大水箱容量等，但这些技术完善都不属于跨越式提升；2019年行业增速显著下滑，除了宏观经济因素以外，与各品牌新品在使用性能上没有质的改变密切相关。2020年扫地机内销规模快速增长，主要受益于两方面，一是营销的因素：疫情居家、除菌概念、直播展示有利于体验性产品的销售；二是技术的因素：以科沃斯和石头发布的新品为代表，视觉识别和避障功能切实提升了产品体验，同时云鲸大力推广自清洁产品。产品力的提升，扭转了“扫地机智能程度有限、需多次矫正其行动”的认知，从而带来了销售的增长。
- **全能基站逐渐成为行业标配。**科沃斯于2021年“双十一”推出首款“全能基站”产品，为扫地机器人带来显著的形态改变，且提供了溢价空间。2022年各大品牌持续跟进基站产品，推出多档位的基站扫地机以适应不同类型的消费者。基于以上变化，据奥维云网数据，2022年清洁电器行业线上均价同比提升，虽然销量同比下滑14.5%，但销额同比增长4.0%。低档位的单一功能扫地机销售规模明显缩减。目前，行业内基站产品占比已升至较高水平，但现有基站产品仍然不是最终形态，基于细节完善的产品演化仍将持续。此外，头部企业的供应链布局在长远来说有望推动降本，在未来助力行业回归放量增长之路。2022年10月以来，头部品牌陆续对前期旗舰款进行降价，以增强产品对消费者的吸引力。同时，从竞争格局来说，四大国产龙头集中度提升，其中石头凭借G系列等产品实现份额增长。美国品牌iRobot因定价过高，在中国市场的份额地位不及欧美。

内销复盘：高增整理后策略转换，以价换量，份额集中，表现分化

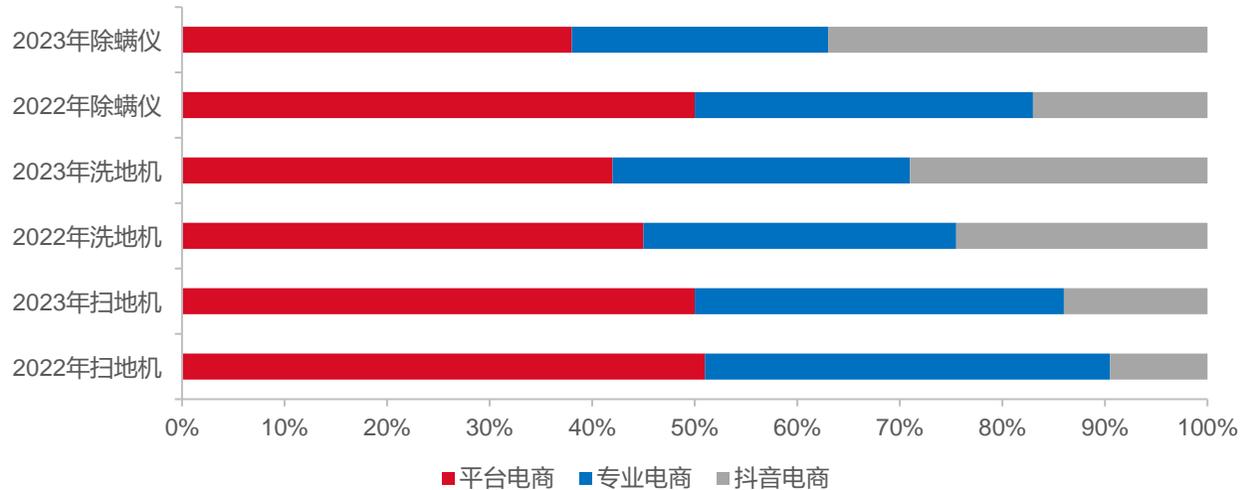
- 扫地机行业是供给创造需求的行业。行业经历多轮变革，从随机碰撞走向全局规划，清洁力及APP互联功能逐步完善，从单机的迭代走向基站的功能集成。随着竞争的演绎，内销市场产品更新速率也在加快，基本围绕两个大促节点进行，从早期的两三年更新一代进化到半年左右即有上新，后期逐渐走向微创新和降本。历经2020-2021年居家消费及导航升级带动的放量销售后，行业增速放缓，2022年下半年龙头主动调整价格策略，2023年“双十一”，行业“以价换量”效果逐步显现。从结构看，据奥维线上监测，“全能基站”（自清洁+自集尘）产品渗透率提升至73%，同时前四大品牌市占超80%，销售向头部集中。2023年头部品牌间表现亦有分化，石头科技P10系列凭借性价比优势在大促节点实现市占提升，追觅发力高端亦有突破，科沃斯、云鲸市占略有下降。



内销复盘：渠道变革，品牌重视销售投入

- **内卷加剧营销竞争。**较为明显的创新迭代需要时间，但在大环境波动的情况下，品牌仍想谋求份额的稳固、甚至突破，于是仍在坚持销售费用投入。可以看到，以科沃斯等为代表的清洁电器企业，近年来销售费用整体呈现上升趋势。抖音的崛起，引发了平台格局的变化，流量和价格竞争随之展开。尽管抖音渠道、直播达人合作经营成本较高，但由于其对大单品具有较好宣传力，品牌大多希望在初期占得份额先机，故仍较为重视。不过多数品牌，出于成本控制或是自主运营的考虑，逐渐由达人直播走向自播。从结果看，2023年扫地机和洗地机抖音渠道的销售占比均有提升。此外，抖音确实一定程度上对下沉渠道有更好的覆盖。以巨量算数2023年统计数据为例，从抖音平台扫地机内容的观看及互动人群看，一线、新一线城市人群占比分别约为7.9%、19.3%，二线及以下城市人群仍有可观的份额占比。低端流量款有望借助兴趣电商推进渠道下沉。
- **推进线下体验店建设。**虽然目前行业仍以线上为主，但是头部品牌借鉴戴森国内发展路径，致力于在线下Mall店加大布局，塑造品牌中高端形象，加强客户触及。以石头科技为例，据官网，线下门店已覆盖19个省市自治区，以省会城市为主。店铺选址考核因素较为综合化，以其西安门店选址为例，既有进驻西安赛格这类区域龙头，亦有大茂城这类的新兴商场。

销售渠道变革，抖音电商在代表产品销售渠道中的占比提升



内销跟踪及展望：持续推新，提升核心价格段产品性价比

- 相比行业大盘，内销更需关注头部品牌的竞争变化，年度新品引领行业风尚。结合海外展会和国内已发布的产品来看，机械臂边角清扫成为2024年旗舰产品标配，基站形态更加小巧，同时各品牌在路径规划等软件算法上亦有升级。创新仍将持续，其他已有的亮眼研发方向也值得关注，如嵌入式“双洗站”、融合洗地机特点的扫地机等。头部品牌价格带布局分化，高端产品以新功能试水、彰显实力为主，同时简化非必要功能、推出平价产品。2024年各渠道“双十一”陆续开启，部分品牌的全能基站入门款活动价已下探至2499元。展望未来，品类渗透率的提升，还需同时兼顾消费者对价格的接受度和产品性能的稳定性。从长期看，降本依赖于供应链的完善。龙头已着力向上游延展，如科沃斯布局锂电池项目、石头科技自建惠州工厂等。

头部扫地机品牌2024年部分性价比新品（常规款价格段为2499-3499元）

	科沃斯N30 Pro	科沃斯T30 Pro	追觅S30 Pro Ultra	石头P10S系列	石头P10S Pro
常规款价格/上下水版价格（活动到手价）	2499元	3499元/4099元（官网在售）	3499元/4099元/4399元（上下水超薄款）	P10S为2599元/3099元，P10S Pure为2499元/3099元	2999元/3599元/4299元（上下水超薄款）
全能基站高度	54厘米	水箱版高48厘米，上下水版高40厘米	普通基站高59.05厘米，超薄款基站高28厘米	水箱版基站高52.1厘米，上下水版基站高40.5厘米	上下水版基站40.5厘米，超薄款基站27.8厘米
吸力	10000Pa	11000Pa	11000Pa	7500Pa	11000Pa
边角清扫	灵隙灵动恒贴边技术，抹布盘动态机械臂	灵隙灵动恒贴边技术，抹布盘动态机械臂	双机械臂，拖布、边刷动态伸缩	动态机械臂+固定边刷	动态机械臂+伸缩边刷
主刷	V型螺旋滚刷+灵缠2.0气旋梳齿防缠绕技术	V型螺旋滚刷+灵缠1.0双梳齿防缠绕技术	胶毛一体+主动式割毛防缠绕滚刷2.0	单向浮动全胶主刷	双螺旋胶刷+毛发自维护
智能升降模块	抹布可升降	抹布可升降	抹布、主刷、边刷可升降	抹布可升降	抹布、主刷可升降
抹布清洁及清洁配件	60° C热水洗拖布，月抛固体清洁剂	70° C活水洗拖，手动添加液体清洁剂	45-70° C四档水温动态复洗拖布，可选配自动加清洁剂	P10S支持三档动态复洗拖布，上下水版可自动添加清洁剂	三档动态复洗拖布，上下水版可自动添加清洁剂
最大噪音	62-73dB	62-73dB	58-74dB	54-77dB	54-77dB
避障	线激光灵活避障	TrueDetect 3D 3.0	AI双目3D避障	Reactive Tech结构光动态避障	结构光+RGB摄像头避障

外销：跨境电商渠道清洁电器品类热销，国产品牌脱颖而出

- 从区域选择来说，国产扫地机品牌率先在欧洲实现了突破。欧洲竞争格局相对分散，以石头科技为例，早期凭借经销商渠道打开市场口碑，之后加码电商布局，2023年在德、法等亚马逊渠道实现行业领先。美国是iRobot和Shark的大本营，客户忠诚度较高，但2020年的居家生活推动了跨境电商的发展，为国产品牌带来机遇。东南亚地区，近两年来，借助lazada等电商平台，国产品牌亦实现了可观的增速。尽管海外需求时有波动，但国产品牌不改拓展市场之心，以科沃斯为例，公司计划搭建全球化线上商城，未来增强区域覆盖，其添可品牌2023年在法国、意大利等亚马逊渠道热销。家庭清洁是刚性需求，市场空间可期。扫地机在硬件端不存在硬性壁垒，国产品牌具有制造产业链优势。从技术面讲，短期确实尚未出现明确的下一代更新方向，主要集中在现有形态的优化，但技术迭代本就需要研发时间。我国具有广泛的消费者基础，我们认为国产品牌有望保持对市场需求的敏捷捕捉能力，在国际竞争中占据市场地位。

2023年亚马逊德国站销售额领先的品类

排名	品类	年销售额	销售额同比增速	销售额TOP品牌
1	电视	69.70亿元	51%	SAMSUNG
2	手机	65.42亿元	8%	SAMSUNG
3	入耳式耳机	25.46亿元	11%	JBL
4	机器人真空吸尘器	22.20亿元	44%	Roborock
5	智能手表	21.05亿元	-16%	SAMSUNG

2023年Lazada新加坡站销售额领先的品类

排名	品类	年销售额	销售额同比增速	销售额TOP品牌
1	智能手机	3.10亿元	10%	苹果
2	纸尿裤	1.40亿元	3%	Huggies
3	啤酒	9817万元	8%	Tiger
4	真空吸尘器	8015万元	77%	石头科技
5	智能电视	7987万元	-16%	PRISM+

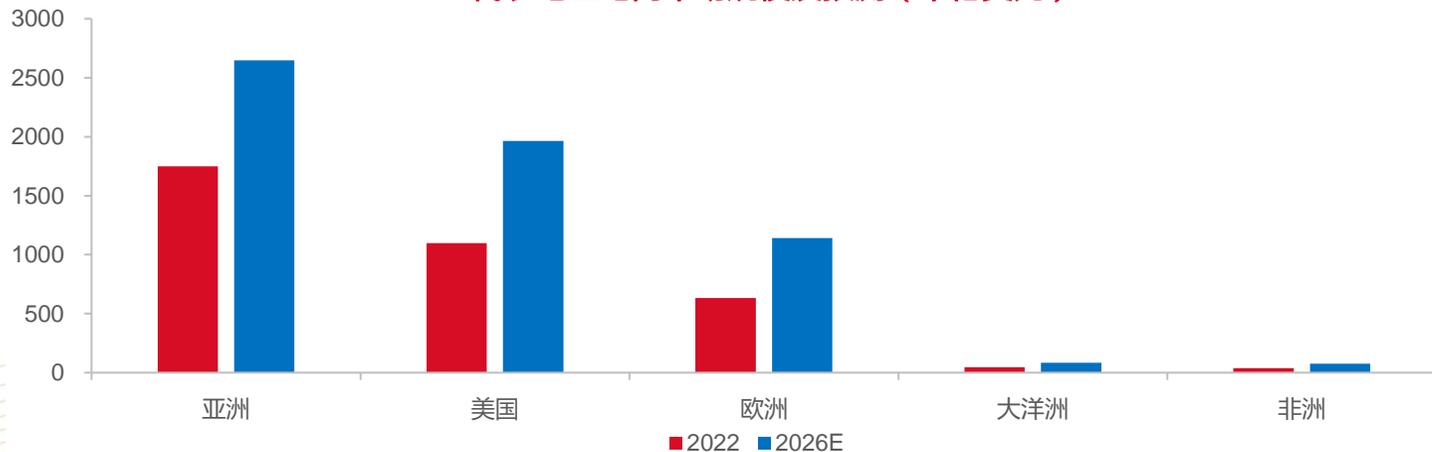
跨境电商品牌运营：优胜劣汰，中小出清，先发龙头具备优势

- **从“野蛮生长”走向规范运营，品牌优势愈发关键。**虽然跨境电商只是出海的渠道之一，但以此为例，可以看出，海外渠道平台终将加强对卖家的审核。出海的初始阶段，是各类规模的玩家发现机遇，集中而至；而长期看，要实现海外的稳健运营还需要规范的运营能力、扎实的资金及供应链支持、优秀的品牌口碑。由于国内销售内卷加剧，诸多企业将目光投向海外，市场难免担忧玩家增多后，海外线上市场的竞争格局。但综合来看，2020-2022年其实是比较特殊的跨境电商历史机遇期，石头科技、安克创新等较早获益的品牌是具有明显先发优势的。随着行业愈发成熟，跨境电商的进入门槛亦有提升，如平台加强对商家账号的合规审核、推进销售模式变革等。以美国亚马逊为例，《消费者告知法案》要求平台每年对卖家进行信息核验，未能规范经营的卖家未来将受到更严格的处罚。从2023年雨果跨境的调研情况看，部分跨境卖家受到宏观环境及行业变革影响，利润有所下滑。长远看，头部品牌会基于更高的议价权，巩固份额优势。
- **线上价格竞争难以避免，品牌及产品力塑造溢价空间。**据Adobe Analytics报告，2023年美国“黑五”线上销售额创历史新高，但销售成长一定程度上也得益于价格促销。新兴电商的崛起，对亚马逊渠道有所分流，各大平台以折扣力度吸引消费者。平台端的价格压力难免传导至卖家端，若谋求长期利润的稳定性，还需树立差异化的品牌格调，走出无序竞争的低端市场。当然，为兼顾消费降级需求，也需适当布局性价比机型。

外销：渠道结构的变化影响出海方式

- **电商发展提供便捷营销的突破口。**线下连锁卖场积淀多年，话语权较强，对品牌筛选较为严格，而电商相对易于切入。搭载电商发展的快车，国产品牌有望增加海外曝光量，实现客户群的初期积累。在第三方机构的预测中，对欧美等电商市场规模增长给予较强预期。公司运营方面，以安克创新为例，布局多渠道矩阵，公司在实现主流亚马逊渠道的运营后，与速卖通、ebay等电商展开合作，同时六大独立站收入亦有较大突破。
- **Tiktok有望助力引流。**科沃斯等品牌已在平台构建了多个直播号矩阵，有望实现粉丝积累的变现。从第三方监测的销售数据看，安克等品牌目前在此平台主要以低价引流款为主。从平台整体销售看，目前印尼地区已初具体量，北美亦呈现快速增长。由于政策面可能存在的潜在波动，部分品牌仍对其呈观望态度。该渠道在整体收入中的占比较小，但由于快速的传播趋势，及视频对扫地机测评的有效展示，该渠道有望成为重要的宣传窗口。
- **线上口碑有望赋能线下。**在线上实现份额突破后，诸多跨境品牌对进驻线下主流渠道有所期许。据雨果跨境调研，在535家样本中，22%的跨境品牌已在经营线下渠道，36%的品牌在计划筹备中。代表公司中，以安克创新为例，2024年H1线上/线下收入占比分别为70%和30%。线下方面，公司主要通过与全球性零售卖场、区域性大型零售卖场、独立3C商店和专业渠道卖家等渠道合作，目前已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等全球知名连锁商超及日本零售巨头7-11便利店集团。

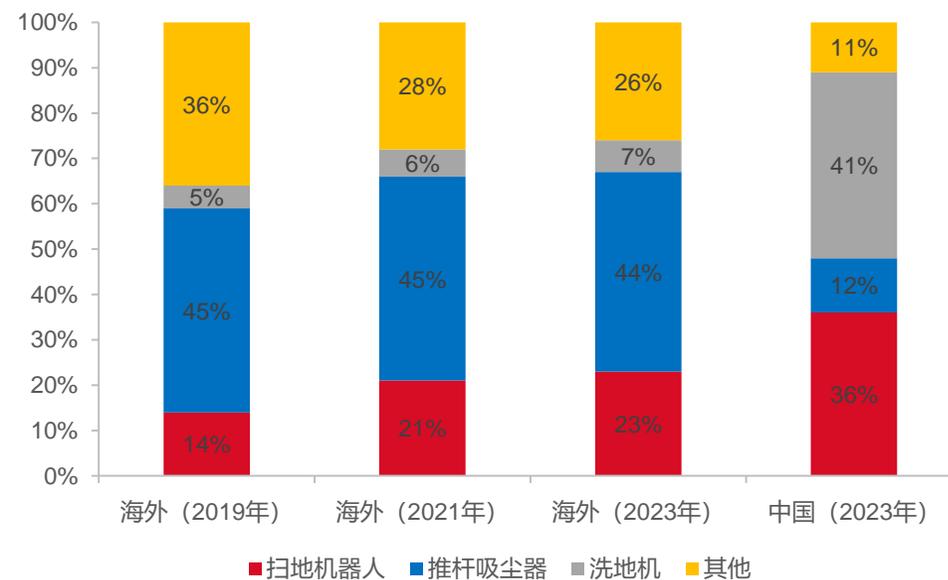
代表地区电商市场规模及预测（十亿美元）



外销展望：正视消费习惯差异，国产品牌以产品创新推动份额提升

- **内销更新节奏加快，国产品牌发力海外。**从已有的竞争格局看，iRobot等品牌在国际市场占主导，但海外渠道的变革、外资龙头的调整等为国产品牌突破带来机遇。早期阶段，国产品牌较难进入海外市场，主要受以下方面的制约：中西生活习惯有所差异，欧美家庭对地毯清洁需求较强；线下购物渠道较为集中，家电渠道商考察品牌周期较长；竞争对手利用专利构建技术壁垒等。近年来，国产品牌产品力提升，如面向地毯场景的抬升拖布、加压清洁、爬坡等性能优化，同时在基站研发上领先海外竞品。国产品牌中高端的定位也适宜走差异化路线，从而建立起客户认知。iRobot早期也是采用中国工厂进行代工，后期部分转移至马来西亚，因此硬件制造并不构成无从赶超的壁垒。对扫地机而言，设计及软件算法尤为重要，而这是中国品牌的优势。国产品牌基于广泛而挑剔的消费群体数据，已对产品进行了多轮迭代。渠道端，海外线下团队的组建需长期投入，线上切入门槛相对较低。2020年起，跨境电商的发展为品牌出海带来机遇：居家情况下消费者购买习惯向线上转移，国产品牌在相应时间的推新也在短期内构建了品牌认知，并为拓展线下增量铺垫。以石头科技的美国运营为例，已在亚马逊、家得宝、百思买、塔吉特等平台开设线上专卖店。

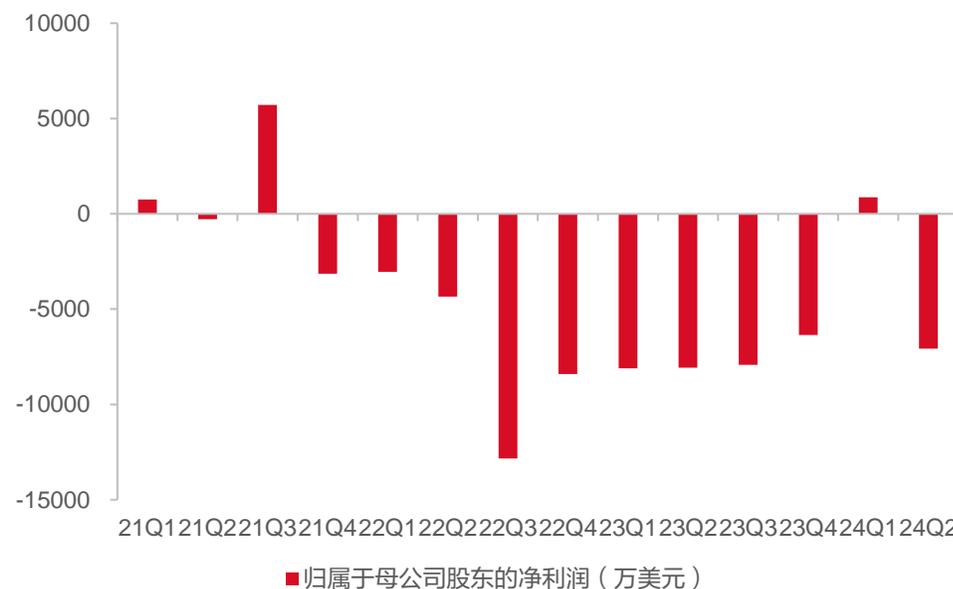
海外及中国市场不同清洁电器销售额占比（%）



竞对分析：iRobot策略调整，或为国产品牌带来机遇

- **海外短期需求虽然存在不确定性，但不宜过于悲观。**近年，受部分地区通胀等宏观因素影响，海外扫地机龙头iRobot销售承压，国产品牌在部分地区亦有受到行业整体波动的影响，但考虑到国产品牌的发展阶段、产品力等因素，应对头部品牌的成长能力抱有信心。从品牌发展阶段看，iRobot已属于成熟品牌，2021年iRobot在北美、EMEA、日本地区的市占分别为69%、43%、66%，在既有的庞大体量上想实现高增长本就面临压力；而国产品牌仍处于市场开拓阶段，新的产品形态、新的渠道都具备潜力。从过往几年数据看，国产品牌确实实现了份额提升，印证了品牌实力。以石头科技为例，全能基站新品定位高端，在德国、美国等亚马逊渠道均获得良好销售排名；但同时，为应对多样需求，也布局有低端产品。除欧美外，亚太地区与中国文化相近，随着推广深入，有望之后继续贡献增量。海运费自2023年回落以来，相对稳定；今年虽有红海事件影响，但考虑到头部国产品牌主要航线，受到的影响较小。我国具有广泛的消费者基础，我们认为国产品牌有望保持对市场需求的敏捷捕捉能力，在国际竞争中占据市场地位。
- **iRobot近期经营承压，或将引起竞争格局的变动。**2022年亚马逊拟收购iRobot，但2024年双方宣布终止此项计划，同时iRobot将实施重组。iRobot的主要举措包括：与制造合作商协商条款以减少成本、将非核心职能外包至低成本地区以控制R&D费用、集中营销活动以减少销售费用、关闭部分区域的办事处、暂停非核心品类业务等。从财务数据看，两家国产扫地机龙头毛利率明显高于iRobot，突出的毛利水平为后期费用规划留有余地。

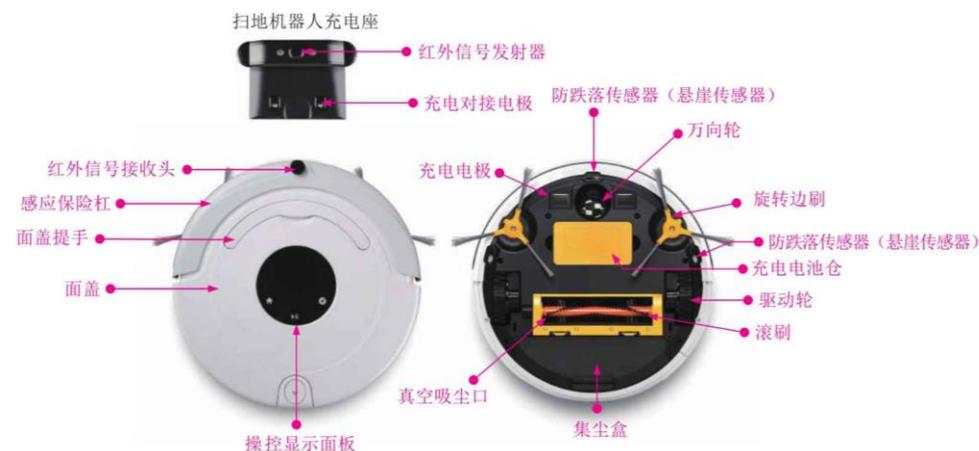
iRobot近年来数季度出现亏损



长期：掌握上游供应链，促进降本

- 近年，前瞻性布局供应链企业，是大势所趋。以白电的发展历史作为参考，进入成熟期前，经历了多轮价格战，而龙头赢得竞争的关键在于掌握了压缩机、电机等重要部件。对于扫地机来说，核心硬件包括电池、芯片、PCBA组件、电机、传感器等，软件方面的竞争力则有赖于研发团队和基于广泛客群的多次反馈迭代。近年来，基于降本及供应稳定性的考虑，基础芯片、传感器等已在逐步推进国产替代。
- 科沃斯分批进行业务延展，涉及重要零部件。公司早期布局子公司彤帆科技、凯航电机等，进入塑胶、电机等领域。2021年，公司推出氦见品牌，致力于研发智能传感器及相关软硬件解决方案。氦见代表产品激光雷达KR S50，采用dToF测距技术，配合高采样频率，可以将50m处的误差降低至3cm内，同时可在各类复杂光环境下准确建图、定位；KR S50测程半径达50m，可满足多品类机器人避障、建图、导航等功能需求。
- 同年，科沃斯新设孙公司泰鼎新能源，启动聚合物锂离子电池投资项目，计划总投资12亿元研发软包电芯。2024年，在添可新品中，软包电池技术已有应用。据官方宣传，添可软包电池的电芯循环寿命是传统洗地机硬壳电池的3倍，电芯充放电循环次数高达900次，而重量减重近15%。长远看，锂电池产能有望为公司自主研发、保障供货、成本管理提供支持。

扫地机器人重要结构件示意图



资料来源：韩雪涛、吴瑛、韩广兴等《家电维修手册》，东海证券研究所

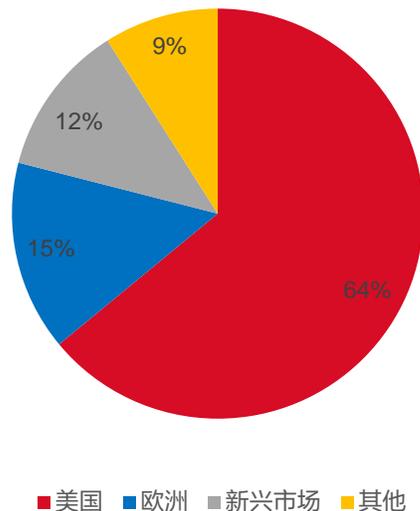
目 录

- 一、行业概览与传统白电
- 二、清洁电器
- 三、工具与园林设备
- 四、风险提示

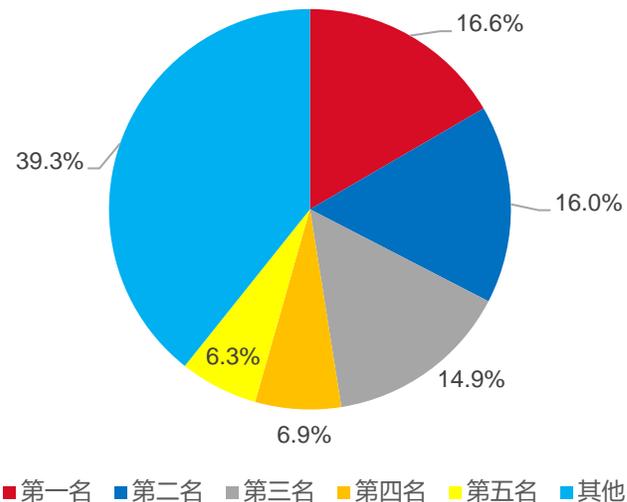
工具行业概览：刚需品类，把握关键市场

- 在工具市场整体需求稳步发展，受短期供求影响，库存周期呈现波动。广义的工具行业主要覆盖手工具、动力工具、OPE户外动力设备等。据弗若斯特沙利文，2020年，受供应链波动、线下渠道经营的影响，欧美等地工具制造及销售有所滞后。2021年递延需求陆续释放，叠加消费者对家用专业工具重视度提升，当年全球工具市场规模同比增长10.8%。小高峰后，欧美通胀在一段时期内对消费者行为造成影响，行业进入渠道库存调整期。但随着北美等区域地产及基建支出提升、制造业复苏，工具产品渠道库存有所去化。工具类产品具有一定刚需属性，因高频使用产生较为稳定的更新需求。据弗若斯特沙利文预计，全球工具市场规模将在2027年达到1310亿美元，与2023年相比CAGR为4.7%。
- 北美区域为关键市场，线下渠道为主，塑造集中化竞争格局。从国际巨头史丹利百得2023财年收入分布看，其工具及户外用品收入多数来自美国。家居建材卖场、大众市场零售商等在下渠道中话语权突出，工具厂商多与其建立密切合作。据MarketWatch，在家用维修工具领域，家得宝和劳氏为全美最大的两家零售商，2021年市场份额分别约为17%和12%。由于大型商超对产品验证、交付要求较高，因而新晋品牌突破渠道需要时间，已有工具品牌由此建立行业壁垒。按2020年行业及品牌规模测算，全球电动工具、电动OPE市场CR5分别约为60.7%和62.7%。

史丹利百得工具及户外产品收入区域分布（%）



2020年全球电动工具前五大品牌份额约为60.7%



工具行业趋势：顺应锂电化潮流

- **无绳（锂电、直流电）产品有望持续渗透。**全球电动工具及OPE行业已形成明确的变革趋势，即从有绳工具或燃油动力工具向无绳（锂电、直流电）转变。锂电等无绳工具具有携带方便、易存放、环保等优点，随着电池技术的进步，也可实现优秀可靠的使用性能。据弗若斯特沙利文预测，无绳类电动工具市场有望自2020年的103亿美元增至2025年的164亿美元，CAGR为9.9%，显著高于有绳类增速；无绳（锂电）OPE市场规模有望由2020年的36亿美元增长至2025年的56亿美元，呈现9.0%的CAGR，增速显著高于OPE整体市场的5.3%。
- **美国多地出台政策，引导吹叶机等园林工具向电动化转型。**其中，美国加州率先面向全州范围，对新制造的吹叶机等燃油动力设备加以限制，具有一定代表性。2023年美国加州人口约3900万人，占全美人口比重约12%。重点区域对锂电类园林工具的推行，或有望对其他地区形成示范效应。
- **头部工具品牌多布局有电池平台，以增强客户粘性；客户可实现电池组在同一品牌不同产品间的互换。**外资品牌在传统燃油动力工具及OPE行业深耕多年，且渠道优势稳固；但锂电新技术为国产品牌切入带来机会。国内锂电池制造业近年日趋成熟，创科实业、泉峰控股、格力博等工具设备品牌较早研发新能源系列产品，且重视生产链自主化率。从格力博前五大原材料供应商的变化可看出，以亿纬锂能为代表的国产锂电池电芯供应商，逐渐得到认可。供应链把控度的提升，有利于国产电动工具及OPE厂商更好地推动产品创新。随着锂电化趋势由家用消费级产品延伸至商用专业级产品，先行开启技术储备的电动工具及OPE企业有望把握机遇。从上游成本看，以碳酸锂为代表，其价格自2023年初大幅回落，2024年稳定在相对低位水平，对下游锂电池及电动工具等企业的盈利具有一定正面影响。

美国多地对燃油吹叶机的使用加以限制

区域	具体说明
美国佛蒙特州伯灵顿市	市议会于2021年4月发布禁令，不得使用燃油吹叶机，改用噪音相对较小的电动吹叶机；全市所有企业和居民需于2022年5月底前执行这一规定。违规者一经发现将面临100美元罚款。
美国加利福尼亚州	2021年发布新规，从2024年开始禁止销售新的燃油吹叶机和割草机。同时，加利福尼亚州拨出3000万美元，用于帮助园艺师实现从燃油动力设备到零排放设备的过渡。
美国华盛顿特区	2022年相关法案生效，禁止在区域内使用燃油吹叶机，每次违规将被处以最高500美元的罚款。
美国佛罗里达州迈阿密海滩市	2023年8月起，对区域内燃油吹叶机的禁令开始全面实施。12个月内的首次违规将被处以250美元的罚款，第二次违规将被处以500美元的罚款，第三次违规和12个月内的每一次额外违规将被处以1000美元的罚款。
美国伊利诺伊州	据NBC Chicago于2024年4月报道，美国伊利诺伊州海兰帕克市禁止在5月15日到10月1日间，使用燃油吹叶机；该市努力争取在2027年彻底实施禁令。伊利诺伊州威尔梅特、肯尼尔沃斯等地亦对燃油吹叶机的使用加以限制。

从格力博前五大原材料供应商的变化可看出，国产锂电池电芯供应商逐步得到企业认可

时间	前五大原材料供应商及采购金额占比
2019年	三星SDI（锂电池电芯，8.2%）、金发科技（塑料粒子，5.9%）、LG化学（锂电池电芯、塑料粒子，5.6%）、村田（锂电池电芯，5.4%）、亿纬锂能（锂电池电芯，5.0%）
2020年	亿纬锂能（锂电池电芯，7.2%）、金发科技（塑料粒子，5.6%）、三星SDI（锂电池电芯，5.4%）、村田（锂电池电芯，4.0%）、LG化学（锂电池电芯，2.1%）
2021年	亿纬锂能（锂电池电芯，12.0%）、金发科技（塑料粒子，4.9%）、村田（锂电池电芯，2.8%）、力神电池（苏州）有限公司（锂电池电芯，2.6%）、三星SDI（锂电池电芯，1.9%）
2022年1-6月	亿纬锂能（锂电池电芯，9.4%）、力神电池（苏州）有限公司（锂电池电芯，3.0%）、金发科技（塑料粒子，1.7%）、村田（锂电池电芯，1.4%）、台州中动科技有限公司（电机组件，1.0%）

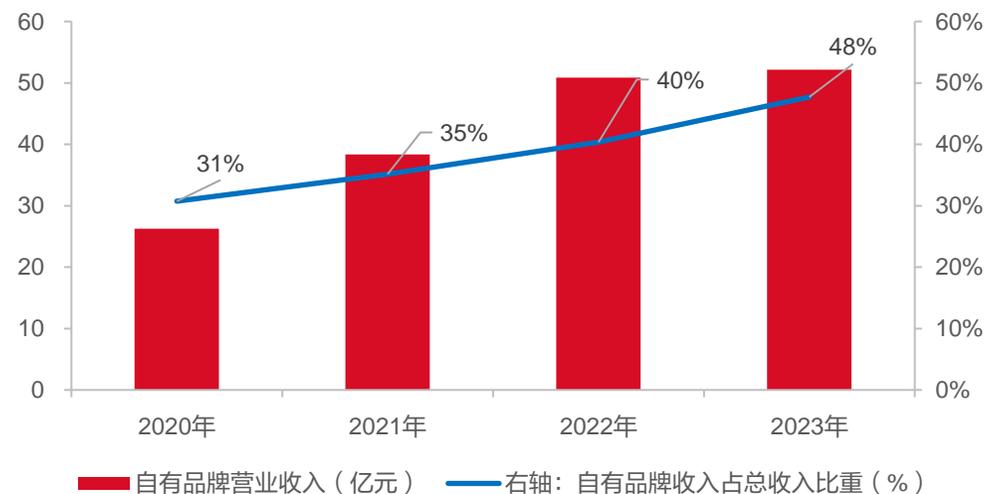
重要增长动力：自主品牌+品类扩张

- 完善自主品牌产品矩阵。**回顾头部工具企业的发展，多是早期借助供应链优势获得代工订单，之后逐步向自主品牌转型，推动毛利率提升。丰富的产品布局，是自主品牌发展的重要基石。工具行业SKU众多，覆盖消费级、专业级多领域，有效的品类扩充奠定未来增长空间。例如，创科实业早期以代工业务为主，通过多轮收购实现向自主品牌的转型。公司电动工具主要品牌有MILWAUKEE、RYOBI、EMPIRE等，地板护理及清洁品牌有HOOVER、DIRT DEVIL、VAX等。2023年，公司电动工具业务、地板护理及清洁业务分别实现收入127.9亿美元、9.4亿美元；按美元收入计算，分别同比增长3.8%、1.3%。工具行业中，渠道商话语权突出。借助与家得宝的多年合作，创科实业在业内建立了较为稳固的市场份额。
- 巨星科技近年自有品牌蓬勃发展。**经过前期外部收购和自建品牌的积淀，产品品类得以充实，2020-2023年间，巨星科技自有品牌金额逐年增长，自有品牌占整体收入比重由31%升至48%。2023年，公司自有品牌产品毛利率为31.06%，同比提升6.37pct。公司致力于增强直达消费者业务的占比，跨境电商渠道的发展对自有品牌起到有效助力，网络宣传提升了品牌影响力。同时，公司也在组建亚太经销渠道、收购欧美分销渠道，为自有品牌的全球化推广提供支持。
- 品类扩张带动成长。**巨星科技于2010年上市时，主营产品仅为手工具、手持式电动工具，SKU仅几千种。在经历多次收购、数年研发后，2023年公司SKU数量已超3万种，目前形成多元化的收入格局。2023年，公司手工具及存储箱柜收入占比为74%，动力工具及激光测量仪器收入占比为26%。工具行业类别众多，仍有潜在领域可以挖掘，如细分工业市场的专业设备、相关的个人防护用品等。
- 把握机遇，巨星科技动力工具业务取得突破。**由于客单值较高、商超渠道进入壁垒更强等因素，动力工具市场集中度高于手工具。头部的动力工具品牌多与商超渠道建立紧密合作，新晋者不易突破。但2020年外部事件的冲击，为巨星科技提供了收购专用品牌的机遇。2021年，公司对收购资产进行整合，发力动力钉枪、电动吸尘器等产品；同时，推出基于20V平台的全品类锂电力工具系列，线上线下同步推广。2021年公司动力工具业务首获突破，当年实现收入10.21亿元，同比增长453.77%。目前，巨星科技电动工具产品已获知名渠道认可，口碑提升有利后续推广。2024年5月，公司发布公告，取得来自美国某大型零售公司的采购确认，采购标的为20V无绳锂电池电动工具系列和相关零配件，采购范围为北美数千家门店的未来三年全部该系列电动工具和零配件产品的销售和服务。

创科实业重要的并购事件

收购公司或品牌	时间	国家或地区	核心业务
VAX	1999	英国	地板护理
RYOBI	2004	北美	电动工具
Homelite	2002	美国	户外园艺电动工具
ROYAL	2003	美国	地板护理
DIRT DEVIL	2003	美国	地板护理
MILWAUKEE	2005	美国	电动工具及配件
DREBO	2005	德国	电动工具及配件
AEG	2005	欧洲	电动工具
HOOVER	2007	美国	地板护理
STILETTO	2007	美国	手动工具
ORECK	2013	北美及欧洲	地板护理
EMPIRE	2014	美国及大洋洲	水平尺、绘图及计量工具品牌
Imperial Blades	2018	欧洲	工具配件

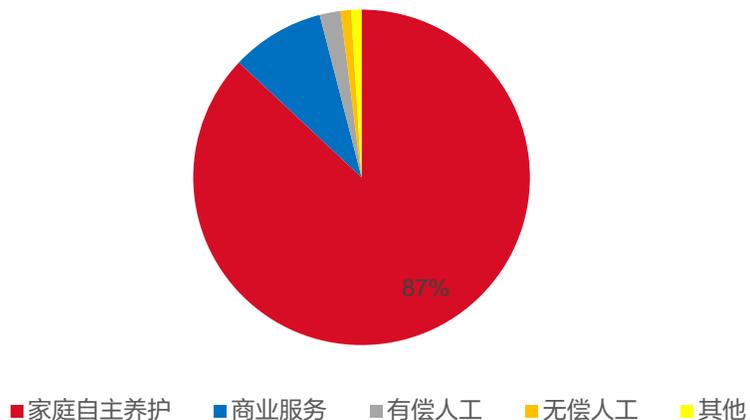
巨星科技自有品牌营收及占比近年呈上升趋势



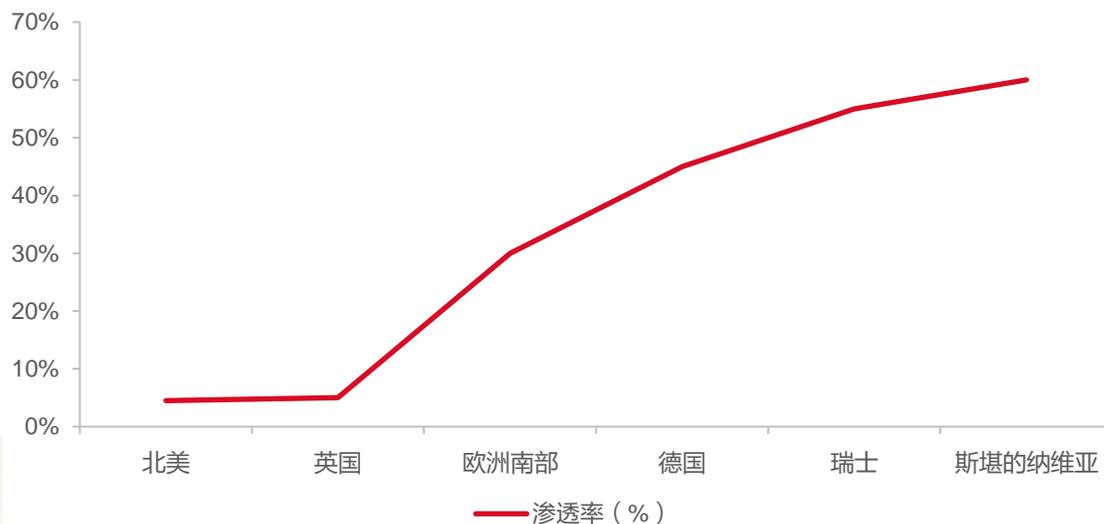
园林工具新品类：以割草机器人为例，智能化产品有望孵化增长点

- **户外园林工具领域，新品类割草机器人有望得以推广。**以美国为例，87%的家庭草坪为家庭自主养护，对提升割草效率具有诉求。割草机器人的发展，顺应了园林工具电动化、智能化发展的大势。但户外草坪环境较为复杂，对割草机器人的避障定位能力、爬坡能力等提出较高要求，技术成熟度影响产品的渗透率。欧洲较为规则的中小型草坪成为早期割草机器人的适用场景。瑞典富世华品牌等布局割草机器人技术较早，从区域分布看，欧洲的割草机器人渗透率相对较高。但随着智能导航等技术的更新，割草机器人适应大范围复杂草坪的能力提升，在北美也逐渐得到推广。从美国亚马逊主要在售产品看，以中国、瑞典、美国品牌为主。总体看，割草机器人的市场空间广阔。根据Research and Markets数据，2020年全球割草机器人市场规模约13亿美元，预计到2025年，全球割草机器人的市场规模将升至23亿美元，CAGR为12%。
- **产品迭代，国产割草机器人出海可期。**2024年CES展会，九号公司、格力博、科沃斯等多家国产企业的割草机器人集中亮相，新产品对室外环境的适应力明显增强。例如，“RTK+视觉导航”成为常见的割草机器人技术方案之一，厘米级的高精度定位为路径规划提供支持，视觉系统能够较好地辅助避障，使得割草机器人在多变的室外环境下尽可能保障割草效率。基于较强的产品力，销售效果逐步显现。以九号公司为例，今年发布第二代割草机器人；2024Q1公司实现割草机器人销量3.31万台，收入1.80亿元，同比增长267%，表现超年初预期。科沃斯于2023年首次在欧洲推出其割草机器人，第一年销售即超出既定经营目标，为后续打下良好基础。格力博则从2016年起，开始布局智能割草机器人项目，预计2024年下半年将第三代割草机器人投放市场。

美国家庭草坪多数为自主养护



2021年家用割草机器人渗透率



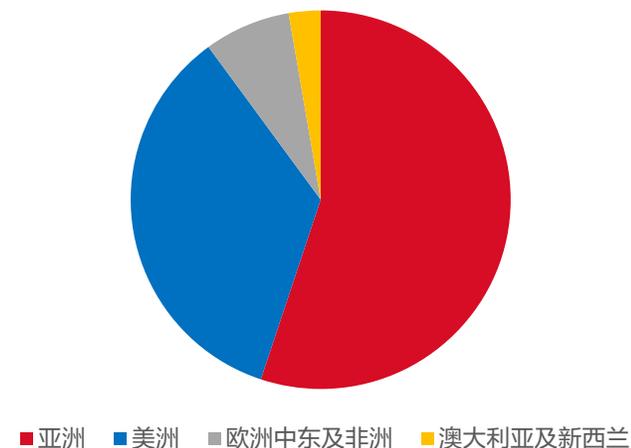
外向型的工具企业，长期致胜关键在于全球化运营

- **分工合作，打造高效稳定的全球供应链网络。** 欧美作为工具行业最重要的海外市场，创科实业、巨星科技等行业龙头营收占比可达90%左右，市场空间广阔。亚洲地区制造业产业链较为完善，制造成本低于欧美等地，具备较强的生产优势。行业结合各地区优势，逐渐形成了中国-东南亚-欧美的三位一体格局。其中中国负责研发管理，越南、泰国等东南亚国家负责加工及制造，欧美等终端市场地区侧重物流、仓储、设计、售后等。亚洲地区在供应链采购能力、生产制造流程等方面优势明显，主要承担生产研发工作。欧美地区直接对接终端市场，企业通过前置设计与服务团队，紧跟核心市场消费者需求。集中生产创造规模效应，分散组装灵活响应市场，前置服务把握终端需求，深度分工合作确保全球供应链高效稳定。
- **新时代背景下，全球化布局构筑护城河。** 伴随着贸易环境的不确定性、区域制造成本等因素的变化，对工具企业的供应链规划产生了更高要求。建设海外产能成为诸多企业的选择。以创科实业为例，制造基地由中国拓展至越南、墨西哥、美国；2023年，公司推出系列手动工具新品，由美国威斯康星州工厂制造。巨星科技方面，海外产量占比逐渐接近国内产能，未来或呈上升趋势。巨星科技目前拥有10个中国生产制造基地、3个东南亚生产基地、5个欧洲生产基地和3个美国生产基地。园林工具企业，以格力博为代表，现已形成中国、越南、美国三地产能布局，目前越南基地出货超过总出货量的50%。
- **多维度的全球化进程或将加剧行业的马太效应。** 不仅限于产能建设，深入的全球化也涉及多文化人员团队的综合管理。以创科实业为例，历经多轮收购和内外部整合，现已形成多元化的高管团队，员工亦分布于全球各主要区域。公司现任执行董事兼行政总裁，为旗舰品牌MILWAUKEE前核心管理者。国际化的生产及运营团队，有利于因地制宜，快速响应需求。以巨星科技为例，与全球数千家供应商建立起合作关系，同时在欧美本土设立多个物流中心、售后团队，致力于实现“采购-制造-交付售后”的全链条、全球化运营。不同于早年依托于代工的海外客户开拓，本轮基于贸易竞争背景下的品牌全球化，更加考验公司的资金实力、管理能力，且需时间积淀，因而有望催化份额向头部集中。跨境电商和独立站作为一个重要的便利渠道，易于国产品牌在短期内实现较快的成长突破。但从长期看，从产业链角度融入海外，才能够更加稳健地应对贸易政策的波动。

代表企业的部分海外生产基地

公司名称	生产基地	地点	建设模式	时间
泉峰控股	泉峰越南工厂	越南平阳	自建	2020
	FLEX德国工厂	德国施泰因海姆	收购	2013
格力博	格力博越南工厂	越南海防	自建	2018
	Greenworks MFG	美国田纳西州	自建	2021
	格力博太平基地	越南太平	自建	2023
巨星科技	Arrow生产基地	美国新泽西州	收购	2017
	SHOP-VAC生产基地	美国宾州	收购	2020
	LISTA生产基地	瑞士厄伦	收购	2018
	LISTA生产基地	德国汉堡	收购	2018
	LISTA生产基地	意大利贝加莫	收购	2018
	BeA生产基地	德国阿伦斯堡	收购	2021
	BeA生产基地	捷克卢布尔雅那	收购	2021
	TESA生产基地	瑞士勒南	收购	2023
	泰国制造基地	泰国罗勇	自建	2020
	柬埔寨制造基地	柬埔寨西港	自建	2020
越南制造基地	越南海防	自建	2018	

创科实业全球主要区域员工数量占比



目 录

- 一、行业概览与传统白电
- 二、清洁电器
- 三、工具与园林设备
- 四、风险提示**

风险提示

- **市场需求不及预期风险。**家电企业经营状况与宏观、市场整体景气度相关，若经济增长放缓，消费者在进行购买决策时将更加谨慎，市场需求或受到影响。
- **行业竞争加剧风险。**家电行业具有部分同质化产品，在行业整体需求波动时，可能存在价格竞争加剧等情况，从而对企业盈利造成影响。
- **原材料价格及海运费波动风险。**家电行业原材料成本占比较高，若上游原材料价格上涨，可能会向下游传导成本压力，国产厂商盈利能力可能会受到影响。对于出口企业来说，海运费的大幅波动也将对短期经营造成影响。
- **汇率大幅波动风险。**汇率波动将影响出口产品在当地的价格竞争力。此外，出口企业出于流动性考虑，会持有部分外币存款，汇率波动也将对外币资产的价值造成影响。
- **关税等贸易政策变化的风险。**部分家电企业出口占比较高，若关税政策变化，可能使得出口产品在当地的价格竞争力下降，从而影响企业经营情况。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8621) 20333275

手机：18221959689

传真：(8621) 50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：(8610) 59707105

手机：18221959689

传真：(8610) 59707100

邮编：100089