

# 家用电器

证券研究报告  
2020年10月09日

## 国内家电企业如何在海外市场“乘风破浪”？

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516100008

caiwenjuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《家用电器-行业研究周报:黄金周大家电销售复苏,线上厨小电和清洁电器领跑市场——2020W39 周观点》  
2020-10-08
- 《家用电器-行业专题研究:行业整体Q3 环比改善,龙头业绩值得期待》  
2020-10-04
- 《家用电器-行业研究周报:周度全渠道销额增速上升,8月彩电尺寸结构加速大屏化——W38 周观点》  
2020-09-27

海外电商发展较早但相对平稳,疫情刺激下海外电商发展提速

从发展进程来看,海外电商平台发展较早。国内电商的增速始于2003年。截至2003年年底,中国网上购物的网民比例达到40.7%,比2002年提高了20.4%。根据iresearch的数据显示,03年后中国网络经济市场规模增速迅猛,自此之后,04-08年年均增速始终保持在50%以上。国内电商自2003年的高速发展原因是什么?我们认为,显然,这仅靠搭建电商平台是远远不够的,其高速发展的背后是支付系统和物流系统的配套建设。而此次新冠疫情对于海外电商带来的机遇与调整,如同2003年非典疫情为淘宝提供催化发展类似,在过去的一个季度,我们观察到的现象是,新冠疫情不仅使得海外电商平台收入实现暂时性地加速增长,同时有望在后续基建的逐步完善下,它将对需求端消费习惯形成长期影响。

中国家电企业原有哪些出海的方式?

虽然今年我们看到市场上有不少家电出海企业实现了IPO,但是今年并不是中国企业出海的元年,在过去几年中一直陆陆续续有成功出海的企业。一些品牌尝试在海外市场发展自有品牌,但效果并不太理想。在此次疫情带动海外电商增长红利利的情况下,从线上渠道进入海外市场不失为一个更有效率的选择。并不是所有品牌在线上渠道发展之初就会立刻切入电商渠道,但新渠道的发展往往伴随着新进入者,这些更具灵活性的新进入者将通过占领新渠道的方式在海外市场打响品牌知名度。

现在家电企业出海的机遇在哪里?

一种是通过商业模式创新在早期打造自有品牌扎根海外市场,如安克创新、Shein;一种是通过自有制造业反向输出到海外市场,如九阳、新宝等;第三种是通过线上线下多渠道结合,提升海外市场知名度,如科沃斯。

结合各个公司在海外市场不同的发展路径可以总结以下几点:线上渠道的加速发展将为国内家电企业出海提供更多的可能性。其次,中国作为制造业大国,无论是制造成本还是效率上具有显著的优势。最后,灵活运用社交媒体等工具,注重在海外市场的品牌线上推广方式。

**投资建议:** 个股方面,推荐在海外疫情之下,电商带动的厨房小电发展的**新宝股份**;收购SharkNinja切入清洁电器领域,国内外市场与Shark Ninja协同发展,尝试跨界IP合作制作潮萌产品吸引年轻人,构建系统化直播营销体系的**九阳股份**;国内扫地机器人龙头,向高端产品转型已初见成效,海外市场稳步推进,手持吸尘器子品牌添可起量的**科沃斯**;自有品牌扫地机器人营收份额逐渐提升带动公司整体毛利率上升,海外营收水平逐渐上升的**石头科技**。

**风险提示:** 宏观经济环境不景气,小家电产品销售不及预期,原材料涨价风险等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-09-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002705.SZ	新宝股份	41.40	买入	0.86	1.26	1.60	1.86	48.14	32.86	25.88	22.26
002242.SZ	九阳股份	40.53	增持	1.07	1.23	1.64	1.95	37.88	32.95	24.71	20.78
603486.SH	科沃斯	46.29	增持	0.21	0.76	1.15	1.54	220.43	60.91	40.25	30.06
688169.SH	石头科技	599.40	增持	11.74	13.93	16.75	22.32	51.06	43.03	35.79	26.85

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 海外电商发展较早但相对平稳，疫情刺激下海外电商发展提速.....	4
2. 中国家电企业原有哪些出海的方式? .....	9
3. 现在家电企业出海的机遇在哪里? .....	11
3.1. 通过商业模式创新在早期打造自有品牌扎根海外市场 .....	11
安克创新——注重打造产品的品牌力，用品牌力链接人心 .....	12
善用各类网络工具和搜索引擎，拥有核心的研发竞争力.....	13
坚持投入研发，打造高品质产品.....	15
SheIn——强大的供应链管理和品牌推广力构建“中国 zara” .....	16
快速的库存周转力和产品落地推广力打造“超快时尚” .....	16
自建设计团队+对供应商良好的资金保障+工厂直采是提高各供应链环节的秘诀 .....	17
抓住新媒体渠道的红利，潜心打造电商品牌.....	18
3.2. 通过自有制造业反向输出到海外市场.....	20
3.3. 线上线下多渠道结合，提升海外市场知名度.....	21
投资建议.....	23
风险提示.....	23

## 图表目录

图 1：2003-2008 年中国互联网经济市场规模.....	4
图 2：阿里巴巴发展历史.....	5
图 3：2000~2006 年全国快递件量增长情况.....	5
图 4：全球零售逐渐向电商化转型.....	6
图 5：亚马逊各年营收情况.....	6
图 6：疫情期间亚马逊营收增速提升.....	7
图 7：20H1 overstock 美国市场在线家居用品销额增长迅速.....	7
图 8：2015-2019 年美国电子商务市场规模及普及率平稳增长.....	7
图 9：2018-2022 年美国电商销售额占比将提升至 14.58%（十亿美元）.....	7
图 10：疫情前欧洲电子商务市场规模增速缓慢.....	8
图 11：海尔分地区营收情况和增速（亿元）.....	9
图 12：美的国内外营收情况和增速（亿元）.....	10
图 13：公司营收规模（亿元，%）.....	12
图 14：归母净利润规模（亿元，%）.....	12
图 15：跨境百强品牌排行.....	13
图 16：安克打造品牌的三个阶段.....	13
图 17：公司销售渠道（百分比为 19 年的营收占比数据）.....	14
图 18：公司研发投入（亿元）.....	15
图 19：公司研发费用率远高于可比跨境电商公司.....	15
图 20：公司研发流程图.....	15

图 21: 公司营收规模迅速上升, 2016-19 年营收 CAGR 达 200%.....	16
图 22: Sheln 与 Zara 在供应链上的对比 .....	17
图 23: Sheln (左) 和 Zara (右) 新品价格对比 .....	18
图 24: Sheln 在各大社交平台上的粉丝量 .....	19
图 25: Facebook 上各跨境电商品牌的粉丝量 .....	19
图 26: Sheln 在 Instagram 上的官方号 .....	19
图 27: 2020 年中国全球化品牌 50 强 .....	20
图 28: 20H1 JS 环球分区域营收情况 (百万美元) .....	21
图 29: SharkNinja 分部分品牌收入 (百万美元) .....	21
图 30: 科沃斯海外服务机器人营收情况 .....	21
图 31: 公司 2017-2019 年北美市场扫地机器人市占率从 1%提升至 3% .....	22
表 1: 阿里巴巴海外电商布局和合作情况 .....	7
表 2: 阿里巴巴国际站 20 年 1-6 月交易额前十的国家和地区在疫情刺激下增速迅猛 .....	8
表 3: 阿里巴巴融资历程 .....	9
表 4: 淘品牌与传统品牌布局线上渠道时间对比 .....	10
表 5: 国内成功出海的公司案例 .....	11
表 6: 分品类营收及单价逐年上升 .....	14
表 7: 公司募集资金项目 (万元) .....	16

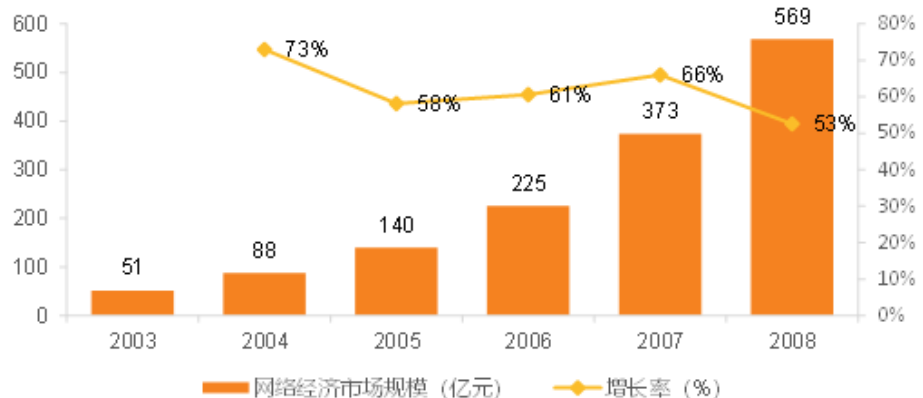
今年突如其来的疫情使全球消费趋势从线下转到线上，众多消费者从尝试线上购物转变为依赖线上购物，线上购物已成为了全球消费的大趋势，海外品牌如耐克、overstock 等率先转型线上销售的，均有大幅增长，例如，耐克 Q1 财报显示线上营收同比增加 82%；而受益于较早开拓海外电商发展，一些互联网企业如小米等继续延续其亮眼的增速；此外，完全靠海外电商发展起来的新上市的安克创新和“中国的 zara” Shein 在今年被更多的人所熟识；与此同时，国内也有许多出海跨境小家电企业如 Vesync、科利等近期也纷纷筹划上市。为何会产生这些现象？这些现象背后又将有哪些影响和机遇？本篇报告将对此进行详细的解答。

## 1. 海外电商发展较早但相对平稳，疫情刺激下海外电商发展提速

从发展进程来看，海外电商平台发展较早，亚马逊、ebay 等是美国最早开始在网上销售产品的电子商务网站之一。国内早期的电商平台模式都是模仿国外电商，如模仿 Ebay 的易趣，模仿亚马逊的卓越网，此外还有中国第一家网上书店当当网。这些电商平台销售品类和模式相对单一，且由于当时互联网普及度不高，使线上渠道发展缓慢。

**国内电商的增速始于 2003 年。**2003 年由于国内非典的爆发，消费和零售业首先遭遇寒冬。疫情最严峻的 5 月，中国社会消费品零售总额同比增速下降至 4.3%，远低于 9.1% 的全年增速。但非典过后，中国涌现出一批以线上业务为代表的公司，如京东、阿里开启了电商经济；以携程为代表的在线票务崛起；以新东方为代表的教育机构开始尝试线上教育等。**大批的消费者开始逐渐尝试线上购物，线上市场规模显著提升。**截至 2003 年年底，中国网上购物的网民比例达到 40.7%，比 2002 年提高了 20.4%。**根据 iresearch 的数据显示，03 年后中国网络经济市场规模增速迅猛，自此之后，04-08 年年均增速始终保持在 50% 以上。**

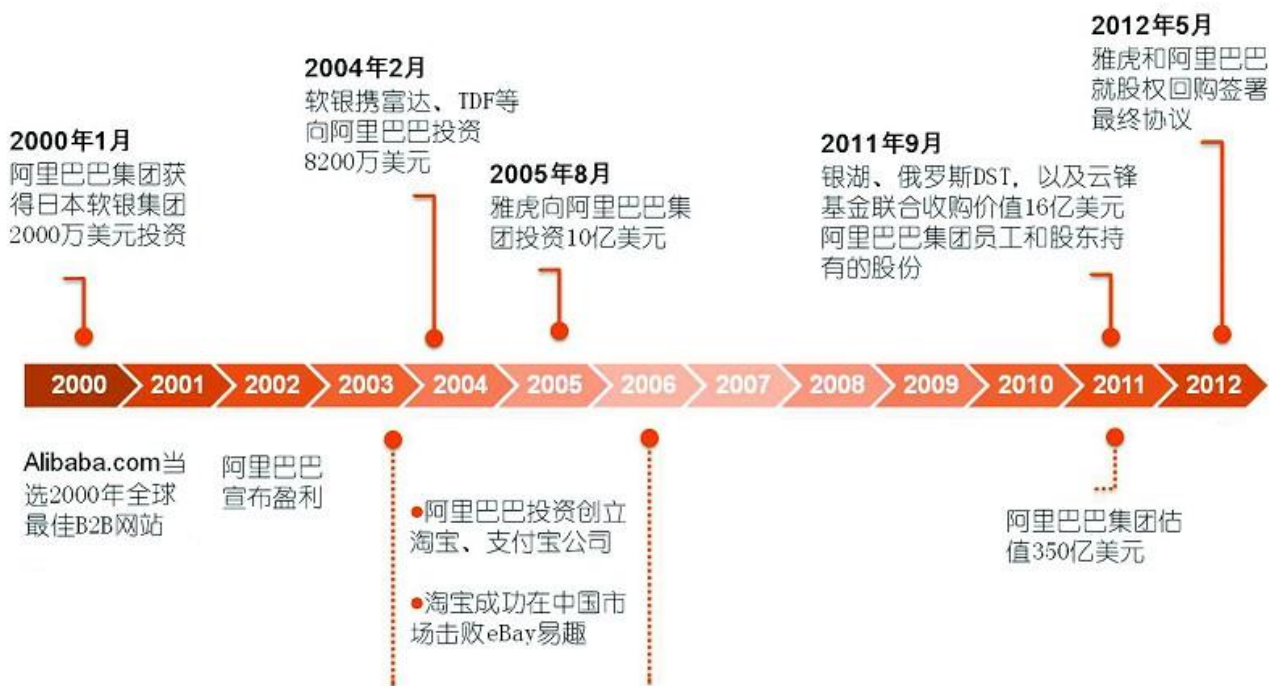
图 1：2003-2008 年中国网络经济市场规模



资料来源：iresearch，天风证券研究所

**国内电商自 2003 年的高速发展原因是什么？我们认为，显然，这仅靠搭建电商平台是远远不够的，其高速发展的背后是支付系统和物流系统的配套建设。**支付系统角度而言，2003 年阿里由于淘宝线上交易需求量较大推出个人网上交易平台淘宝和第三方支付平台支付宝。而物流系统方面，由于电商的发展，部分快递公司也抓住了商机。顺丰快递在疫情期间航空物流遇冷的情况下与扬子江快运签下了合同，成为国内第一家实现用飞机送快递的民营快递企业，最终完成全国 200 多个网点的布局，保证了邮件的时效性。

图 2：阿里巴巴发展历史



资料来源：湖北日报网，天风证券研究所

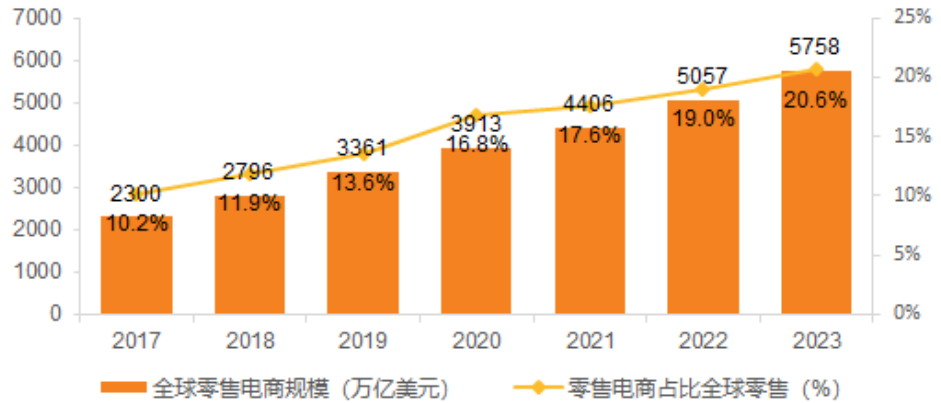
图 3：2000~2006 年全国快递件量增长情况



资料来源：中国产业信息，天风证券研究所

对比看全球市场，零售业在几年前开始也逐渐向电商化转型，电商增长规模近几年始终保持双位数的增长水平。从全球零售电商规模增速看，2018、2019 年增速均超过了 20%；根据电商巨头亚马逊的营收显示，受益于全球零售电商的发展，2015 年-2019 年营收增速始终保持在 20%以上。

图 4：全球零售逐渐向电商化转型



资料来源：199IT，天风证券研究所

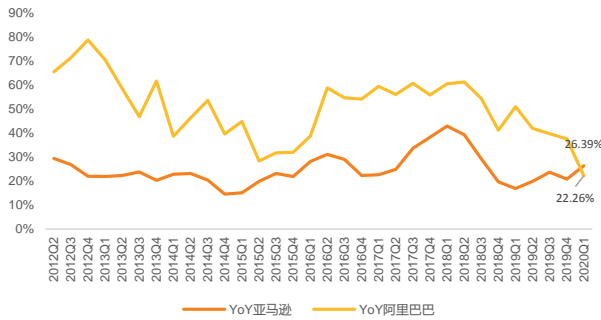
图 5：亚马逊各年营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

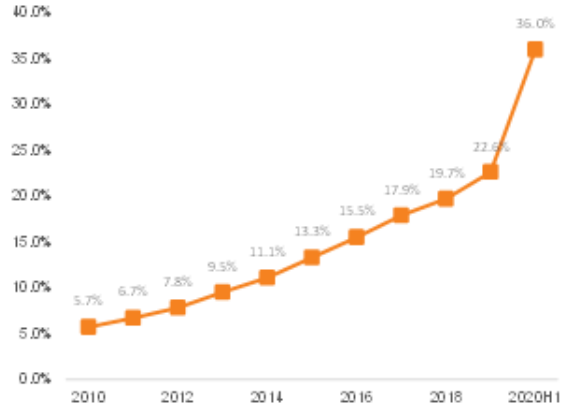
而此次新冠疫情对于海外电商带来的机遇与调整，如同 2003 年非典疫情为淘宝提供催化发展类似，在过去的一个季度，我们观察到的现象是，新冠疫情不仅使得海外电商平台收入实现暂时性地加速增长，同时有望在后续基建的逐步完善下，它将对需求端消费习惯形成长期影响。受疫情影响，2020 年美国零售总额将下降 10.5% 至 4.897 万亿美元，为 2016 年以来的最低水平。但得益于疫情期间海外电商的业务迅速发展，线上营收比重较大的公司受益明显。从美国购物网站 overstock 公司的数据来看，19 年至 20H1 期间，线上销售的家居用品业务于疫情期间在美国市场的销额市占率增长非常迅速。运动品牌耐克也在其 Q1 的财报中表示，其线上销售同比增加 82%，其中北美、大中华地区呈双位数增长，欧洲、中东和非洲地区呈三位数增长。根据 Emarketer 预测，2020 年全年美国电商销售总额的增速为 18%（2020-2022 年 CAGR 为 6.6%），占零售总额的比重由 19 年的 11% 提升至 20 年的 14.5%。

图 6：疫情期间亚马逊营收增速提升



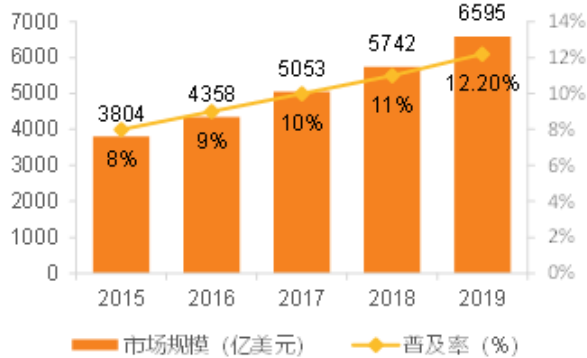
资料来源：eMarketer，天风证券研究所

图 7：20H1 overstock 美国市场在线家居用品销售额增长迅速



资料来源：overstock，天风证券研究所

图 8：2015-2019 年美国电子商务市场规模及普及率平稳增长



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 9：2018-2022 年美国电商销售额占比将提升至 14.58% (十亿美元)



资料来源：eMarketer，天风证券研究所

除美国市场外，其他海外电商基建也在积极筹备建设中。俄罗斯作为阿里旗下速卖通最重要的市场之一，预计到 2022 年至 2023 年其旗下的全球速卖通俄罗斯公司年营业额将达到 100 亿美元。此外，在西班牙市场，速卖通也将针对用户增长、品类突破、物流升级三方面发展。

根据阿里巴巴国际站公布，2020 年上半年，平台实收交易额同比增长 80% (按美元计价)，订单数同比增长 98%，支付买家数同比增长 60%，GMV 增速超出行业 50%。从交易额前十的国家和地区情况来看，除了美国和欧盟外，东盟 10 国中有 6 个国家进入了交易额前 30，泰国高居第 8，老挝、柬埔寨和缅甸增速最快。市场整体呈现出欧美国家稳定增长，新兴国家快速增长的情况。

表 1：阿里巴巴海外电商布局和合作情况

地区	事件
俄罗斯	· 阿里巴巴速卖通与俄罗斯国有基金、Mail.Ru和MegaFon合资成立全球速卖通俄罗斯公司 (阿里占股 48%) · 物流方面，自中国的送货时间从现在的长达20天缩短至10天。
西班牙	今年速卖通将会将物流升级为“跨境10日达”

资料来源：新浪财经，雨果网，天风证券研究所

图 10：疫情前欧洲电子商务市场规模增速缓慢



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

表 2：阿里巴巴国际站 20 年 1-6 月交易额前十的国家和地区在疫情刺激下增速迅猛

排名	国家或地区	同比增速	对比去年排名
1	美国	91%	→
2	英国	117%	→
3	德国	107%	↑3
4	澳大利亚	71%	↓1
5	加拿大	83%	↓1
6	韩国	63%	↓1
7	日本	100%	↑3
8	泰国	96%	↑1
9	荷兰	100%	↑4
10	意大利	100%	↑8

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

此外，非典期间国内电商的快速增长也吸引了更多资本的加入。以阿里巴巴为例，公司在 03 年建立淘宝和支付宝后，04、05 年相继获得 8200 万美元和 10 亿美元的投资。此次海外疫情与国内非典时期相似，且在未来一、两年内仍有持续的可能，我们预计海外市场也将像国内市场一样，一方面电商将迎来提速发展，另一方面也会吸引更多的资本来投入到这些萌芽产业中。



表 3: 阿里巴巴融资历程

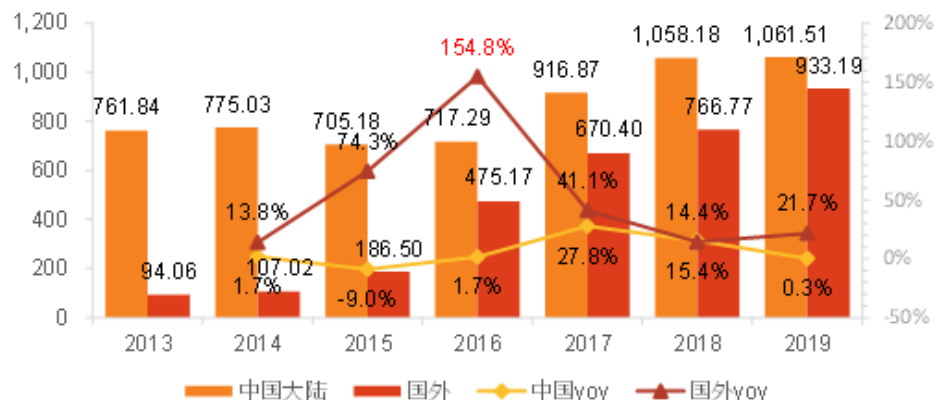
时间	投资人	金额
A轮	1999/12/1 银瑞达 高盛	500万美元
B轮	2000/12/1 凯鹏华盈 富达亚洲 日本亚洲投资 银瑞达 软银中国资本	2000万美元
C轮	2004/12/1 凯鹏华盈 纪源资本 富达亚洲 软银中国资本	8200万美元
D轮	2005/8/1 雅虎	10亿美元
E轮	2011/9/1 云锋基金 淡马锡 DST	20亿美元
F轮	2011/10/1 银湖 淡马锡	160000亿美元
IPO上市及以后	2012/8/1 中信资本 中投公司 创业工场	42.88亿美元

资料来源: 投资界, 天风证券研究所

## 2. 中国家电企业原有哪些出海的方式?

虽然今年我们看到市场上有不少家电出海企业实现了 IPO, 但是今年并不是中国企业出海的元年, 在过去几年中一直陆陆续续有成功出海的企业。自 2016 年起, 以美的、海尔、海信为首的中国传统家电企业也陆续加快了出海的节奏, 一些品牌尝试在海外市场发展自有品牌, 但效果并不太理想。以海尔为例, 海尔在进入美国市场之初采取了缝隙产品战略, 通过销售电脑桌冰箱迅速占领了美国同类产品市场 50% 以上的份额。海尔冰箱凭借这种对市场细分的差异化战略打开了美国冰箱市场。但自主品牌想进入主流市场和主流产品仅仅凭这样的缝隙产品是不够的。海尔虽然在美国市场建立了工厂, 其在美国市场的营收规模始终不能令人满意。于是公司开始尝试收购海外已有品牌来扩展自身在美国的业务。2016 年公司收购了 GEA 后海外营收规模迅速扩张, 当年 GEA 贡献收入 258.34 亿元, 占海尔当年海营收的 54.4%, 使当年海外地区营收增速达 154.8%。

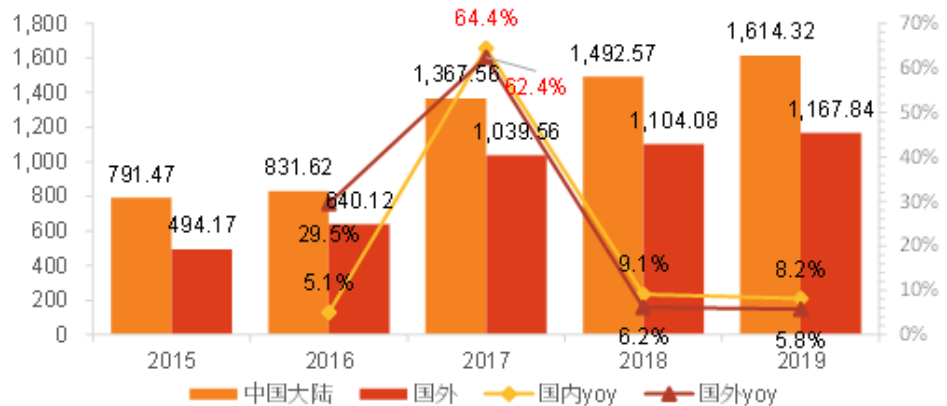
图 11: 海尔分地区营收情况和增速 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

同样走收购路线来扩张海外业务的还有美的 2016 年收购东芝白色家电业务、意大利中央空调企业 Clivet 80%的股权以及德国机器人制造企业库卡 81.04%的股份；2017 年海信视像收购东芝显示业务（TVS）95%股权等，虽然收购可以在短期内迅速扩张海外部分的业务，但从营收增速看，由于收购完要经历整合，运营效率不高，增速还不及国内业务快。从美的国内外营收情况看，16 年陆续进行收购后，公司尚处于业务整合阶段，17-19 年海外业务的营收增速始终不及国内业务的营收增速。

图 12：美的国内外营收情况和增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

在此次疫情带动海外电商增长红利的环境下，从线上渠道进入海外市场不失为一个更有效率的选择。在国内市场在电商发展的初期，这一阶段大厂商反应比较缓慢，因此淘品牌得以迅速的发展起来，比较有代表性的如小熊、小狗等。当时很多大品牌由于担忧当时的线上渠道主要是用低价策略吸引消费者，过早拥抱电商将影响原有线下经销体系的利益，且电商平台仍有待发展，打击假冒伪劣产品等规章制度仍有待完善，因此导致许多公司在线上布局上的滞后，坚守线下渠道。而小熊、小狗这类淘品牌在发展之初由于没有品牌和渠道分成的包袱，抓住了国内互联网市场迅速增长的红利，优先布局线上渠道，领先于大品牌抢占线上市场并迅速发展起来。

表 4：淘品牌与传统品牌布局线上渠道时间对比

类别	公司	布局时间	布局线上渠道的方式
淘品牌	小熊电器	2008年	采用线上授权经销商的创新商业模式
	小狗电器	2007年	小狗淘宝店开张，利用线上营销活动清理线下库存
传统巨头	苏泊尔	2010年	成立电子商务部，开启线上市场
	美的集团	2013年	美的与京东、小米、阿里都达成战略合作

资料来源：家核优居，开淘网，天风证券研究所

海外的电商发展初期也可能出现这样的情况，原有大品牌将会遇到线上线下不同渠道利益的问题。因此并不是所有品牌在线上渠道发展之初就会立刻切入电商渠道，但新渠道的发展往往伴随着新进入者，这些更具灵活性的新进入者将可以通过占领新渠道的方式在海外市场打响品牌知名度。

从国内出海的公司看，安克创新和 Shein 与国内的淘品牌类似，两家公司从线上起家，专注于布局深耕线上渠道。从两家公司的创立时间上看，公司彼时已经错过了国内电商红利

的黄金期，但他们通过复制国内市场电商的路径到海外市场上，在海外市场同样取得了成功，充分证明了这些具备灵活性的新进入者将更容易通过占领新渠道的方式在海外市场占有一席之地。

表 5：国内成功出海的公司案例

公司	主营业务	出海形式	成立时间
科利	<p><b>目前：</b>            美发系列：风筒，直发器，卷发器；            修毛系列：剃须刀，鼻毛修剪器，眉毛修剪器；            美容系列：脸部离子滚轮，脸唇离子滚轮等；            生活时尚电器：面包机，电熨斗等；</p> <p><b>未来：</b>            公司计划在生活电器方面用自家品牌“iHA”布局智能马桶盖产品</p>	代工为主	1988年
Vesync	<p><b>Levoit：</b>家居环境电器；  <b>Etekcitcity：</b>智能小家电、健康监测设备、户外娱乐产品及个人护理设备；  <b>Cosori：</b>厨房及餐饮用具。</p>	自主品牌	2011年
安克创新	<p><b>Anker：</b>移动电源，无线充，车载充电器，墙充及充电线；  <b>Roav：</b>高品质行车记录仪，智能车充，以及全新的智能语音车载产品；  <b>Soundcore：</b>音箱和耳机产品；  <b>Nebula：</b>便携投影产品，家庭影院；  <b>eufy：</b>旗下现分为清洁、智控、健康及照明四个品类，拥有包括扫地机器人，语音控制助手，智能秤及智能灯泡等多种产品。</p>	自主品牌	2011年12月6日
Shein	以服饰为主，衍生出美妆，家居，宠物等相关产品线，目前是一个全品类、覆盖所有用户人群购物需求的一站式跨境电商平台。	自主品牌 (前身 Sheinside.com)	2008年

资料来源：公司申报稿，公司官方网站，雨果网，天风证券研究所

### 3. 现在家电企业出海的机遇在哪里？

中国企业也到了出圈出海发展的阶段，在当前的节点，若仍以往的方式先进入海外的线下渠道发展，无论是在品牌力还是在成本上很难与当地已有品牌相抗衡。海外线上渠道发展的增速为国内家电企业出海带来了更多的可能性。我们将通过总结出海家电企业的案例，以求寻找出适合家电行业国际化的可行性方案，汲取其值得借鉴的经验。

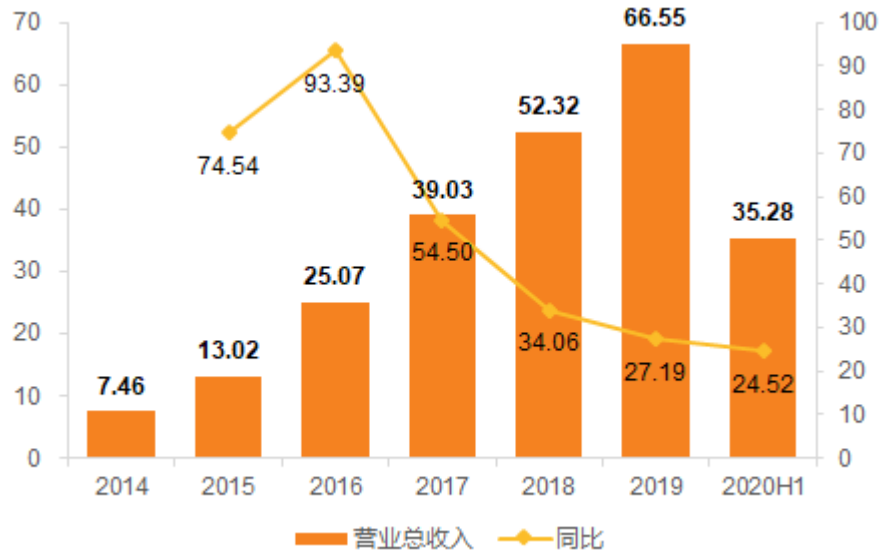
#### 3.1. 通过商业模式创新在早期打造自有品牌扎根海外市场

第一种是商业模式上的创新，具有代表性的是在海外起步的安克创新和 Shein。两者都是凭借海外电商刚起步时的先发优势，通过研发设计或对外营销，打造自有品牌，率先扎根于海外市场。这对于国内没有制造的公司也相对容易实现，因为客户分析和营销可以通过线上完成，从而实现更快速的链接到目标人群。

## 安克创新——注重打造产品的品牌力，用品牌力链接人心

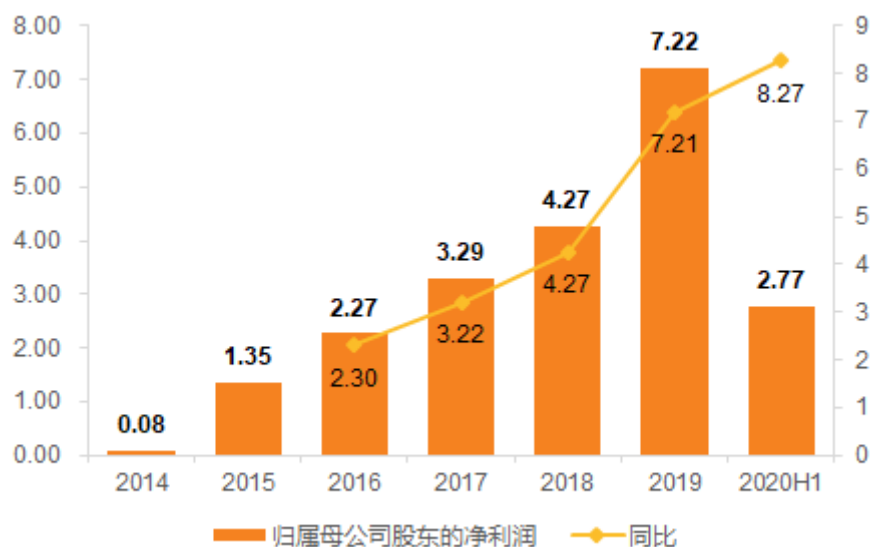
安克创新最先通过线上销售进军发达国家市场，2013-2015 年相继在美国、英国和日本注册分公司，主营业务收入 97%以上来源于境外销售，主要市场为北美、欧洲、日本、中东等地区。主要从事自有品牌的移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品的自主研发、设计和销售，是全球消费电子行业知名品牌商。2019 年公司营收达 66.55 亿元，同比+27.19%，净利润达 7.22 亿元，同比+7.21%。2014-2019 年营收 CAGR 高达 54.9%，归母 CAGR 高达 146.1%。

图 13：公司营收规模（亿元，%）



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

图 14：归母净利润规模（亿元，%）



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

公司营收和归母在短短几年中实现大幅增长的主要原因是公司早年便开始打造品牌，让品牌力链接人心。其品牌力获国际权威平台认可，经过数年的精耕细作，Anker 更是成为了全球消费电子行业知名品牌商。九年时间里，Anker 通过公域流量扩“人气”（2011-2014）、通过私域流量扩“人气”（2015-2018）、通过整合品牌营销夺“人心”（2019-今）的方法，在海外消费者心里塑造了一个真正的品牌，多款产品在亚马逊平台上位列最畅销产品

和推荐产品。2019 年度公司荣获亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强榜第 3 名并入选 2019 年“福布斯中国 AIoT 百强企业”。在全球最大传播集团 WPP 与 Google 联合发布的“BrandZ™中国出海品牌 50 强”2017 年、2018 年和 2019 年榜单中，公司分别位列第 8、第 7 名和第 10 名，并在 2018 年被评选为“成长最快消费电子品牌”。

图 15：跨境百强品牌排行

品牌	类别	品牌力得分	成长率 %
1 HUAWEI 华为	消费电子	1,862	+22%
2 Lenovo 联想	消费电子	1,698	0%
3 Alibaba Group 阿里巴巴	电子商务	1,624	+48%
4 mi 小米	消费电子	1,068	+41%
5 ByteDance 字节跳动	内容App	878	NEW
6 Hisense 海信	家电	823	+55%
7 Haier 海尔	家电	776	+34%
8 AIR CHINA 中国国际航空	航空	731	0%
9 一加手机	消费电子	644	+38%
10 ANKER 安克	消费电子	604	-1%

资料来源：零售观察双语学习公众号，天风证券研究所

### 善用各类网络工具和搜索引擎，拥有核心的研发竞争力

公司对品牌的打造经历了三个阶段：渠道导向品牌、改良品牌、领导品牌。第一阶段为了使品牌迅速立足，公司早期在选品上选择用渠道导向，即公司善用亚马逊搜索引擎，在亚马逊上搜索相关产品，发现原装电池和无品牌电池两类排名比较靠前，同时发现原装太贵了，而评价不好的无品牌产品又令人没有购买欲两个缺点，因此在发现这些问题后，安克创新推出了品质同比原厂、定价在 30-40 美金价位段的通用电池产品，很快收获第一批用户。在 2011-2012 年，初创阶段的安克创新在亚马逊上找那些快速增长、但又尚未有优质产品供应的品类，然后回到中国借助供应链生产优势，把这些品质优良的产品结合自己的品牌放到亚马逊上去销售。安克创新通过亚马逊逐步构建品牌雏形，实现了品牌打造从 0 到 1 的过程。

图 16：安克打造品牌的三个阶段



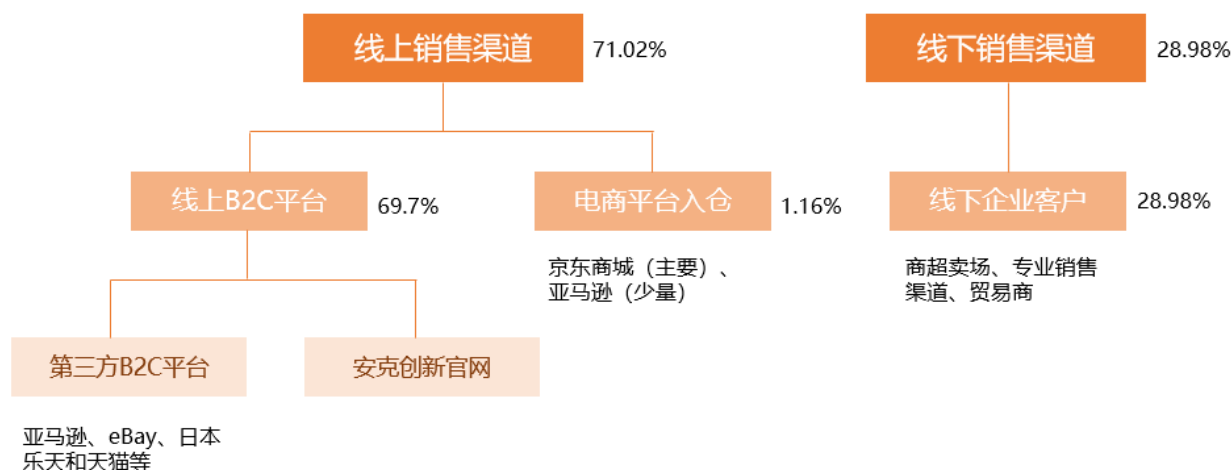
资料来源：安克创新官网，天风证券研究所

第二阶段在做改良品牌的道路上，公司运用亚马逊的 VOC（Voice of Customers，消费者之声，亚马逊向卖家提供的开放的、真实的消费者意见）获取用户对产品直接或间接的评价和使用体验，不断改进产品，提升品牌的产品和服务。这一阶段安克搭建了自己的系统去对接、抓取、分析和解读这些用户信息，将 VOC 的相关指标纳入绩效目标中去，实现整个公司从产品定义、设计研发，再到产品服务所有环节都进入一个良性循环：不断聆听消费者的声音，然后思考如何做出更好的产品、提供更好的用户体验。

第三阶段，公司构建了消费者认知国际化团队去理解和发现自己的品类领域内消费者未被满足、或者没有表达出来的产品需求痛点。同时公司结合本地化的营销打造品牌力。近两年随着亚马逊的国际站在品牌广告上给出了更多的工具和方法，可以帮助品牌在亚马逊的流量体系和站内实现产品的品牌认知提升，然后创造产品认知，最后完成到产品的转化和购买。

2019 年公司线上收入占比超 70%，其中绝大部分为线上 B2C 平台，其中亚马逊平台的营收占比最大。2018-2019 年公司在亚马逊电商平台上的销售收入为 36.76 亿元和 44.09 亿元，其营收增速分别为 28%和 20%。近年来其他海外平台销额占比呈现逐渐升高的趋势，京东平台的营收占比也在逐年上升。高比例的线上 To C 端收入及其稳定的增速背后反映的是海外消费者对公司产品及品牌力的认可。

图 17：公司销售渠道（百分比为 19 年的营收占比数据）



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

表 6：分品类营收及单价逐年上升

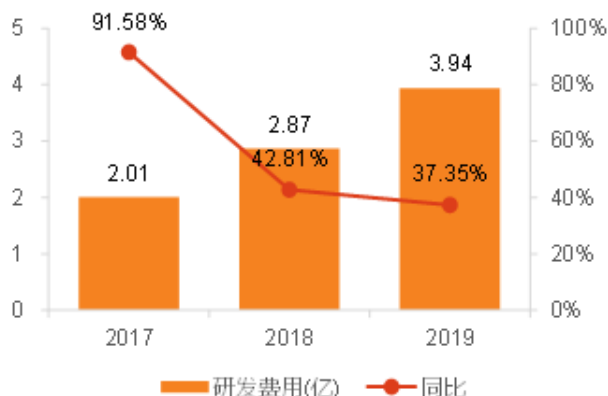
产品	2019 年				2018 年				2017 年				
	销售收入 (万元)	销售占比	销售数量 (万)	销售单价 (元)	销售收入 (万元)	销售占比	销售数量 (万)	销售单价 (元)	销售收入 (万元)	销售占比	销售数量 (万)	销售单价 (元)	
充电类	移动电源	150,447.21	22.63%	859.29	175.08	147,540.67	28.20%	868.19	169.94	122,160.83	31.30%	792.7	154.11
	充电器	75,736.58	11.39%	760.7	99.56	56,155.37	10.73%	593.65	94.59	55,831.44	14.30%	596.66	93.57
	充电线材	124,242.77	18.69%	1,830.41	67.88	106,421.64	20.34%	1,710.47	62.22	101,271.29	25.95%	1,750.62	57.85
	无线充	30,620.73	4.61%	244.88	125.05	21,955.81	4.20%	178.24	123.18	4,000.02	1.02%	36.28	110.25
小计	381,047.29	57.33%	3,695.27	103.12	332,073.49	63.48%	3,350.56	99.11	283,263.58	72.58%	3,176.25	89.18	
无线音频类	无线耳机	75,288.52	11.33%	354.94	212.11	53,024.71	10.14%	290.43	182.57	21,998.43	5.64%	154.66	142.24
	无线音箱	52,680.83	7.93%	250.64	210.18	49,414.75	9.45%	258.45	191.2	48,121.31	12.33%	256.43	187.66
小计	127,969.35	19.25%	605.59	211.32	102,439.46	19.58%	548.88	186.63	70,119.74	17.97%	411.09	170.57	
智能创新类	智能影音	24,559.37	3.69%	17.22	1,426.07	11,953.54	2.29%	9	1,328.69	3,798.55	0.97%	1.72	2,214.25
	智能车载	18,244.80	2.74%	123.7	147.49	11,877.51	2.27%	62.15	191.1	3,573.20	0.92%	13.92	256.64
	智能家居	91,343.41	13.74%	149.7	610.19	59,557.98	11.39%	123.84	480.92	25,532.99	6.54%	55.88	456.93
	智能安防	16,836.44	2.53%	16.21	1,038.96	3,826.18	0.73%	3.07	1,244.89	-	-	-	-
小计	150,984.03	22.72%	306.82	492.09	87,215.20	16.67%	198.06	440.35	32,904.75	8.43%	71.52	460.08	
其他	4,676.55	0.70%	-	-	1,381.66	0.27%	-	-	4,012.48	1.02%	-	-	
合计	664,677.21	100.00%	4,607.68	-	523,109.81	100.00%	4,097.50	-	390,300.55	100.00%	3,658.86	-	

资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

### 坚持投入研发，打造高品质产品

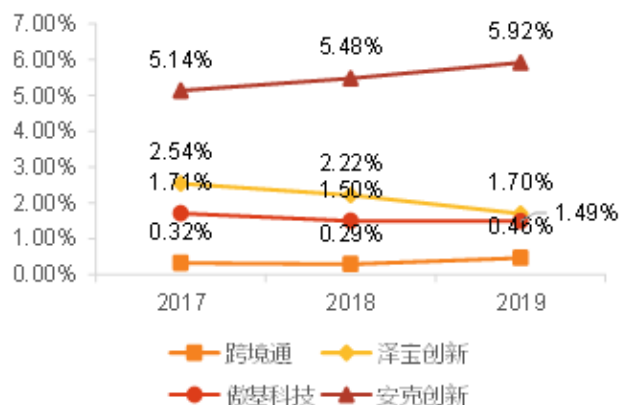
除了灵活运用亚马逊提供的各种工具外，研发也是保证公司将消费者需求转化落地的重要因素。安克创新重金投入研发，使公司拥有不断创新的产品能力。2019 年公司研发费用高达 3.94 亿元，占营业收入的比重为 5.92%。研发费用率远超同行水平。截至 2019 年底，公司技术及研发人员 822 名，研发人员构成总数超过一半。得益于对产品质量环节的高度重视以及大量资源投入，公司的产品质量优良、性能稳定、寿命较长，在同业产品中处于较高水平，成为公司增强客户粘性、不断吸引新客户的重要原因。

图 18：公司研发投入（亿元）



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

图 19：公司研发费用率远高于可比跨境电商公司



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

在研发组织架构构建上，抓住市场需求，构建起多维度的公司研发体系。公司设立了产品开发部、研发中心、设计中心、软件开发部及产品测试部，并形成产品部门与支持部门交叉的矩阵式研发团队结构，从研究市场需求出发，针对消费者需求痛点进行产品的研发和生产，保证了产品的创新性和实用性。另外，公司的募集资金项目合计 14.15 亿元，主要用于研发投入，对研发中心和测试中心进行建设升级，这部分资金占总募集资金的 58%。

图 20：公司研发流程图



资料来源：安克招股说明书，天风证券研究所

表 7: 公司募集资金项目 (万元)

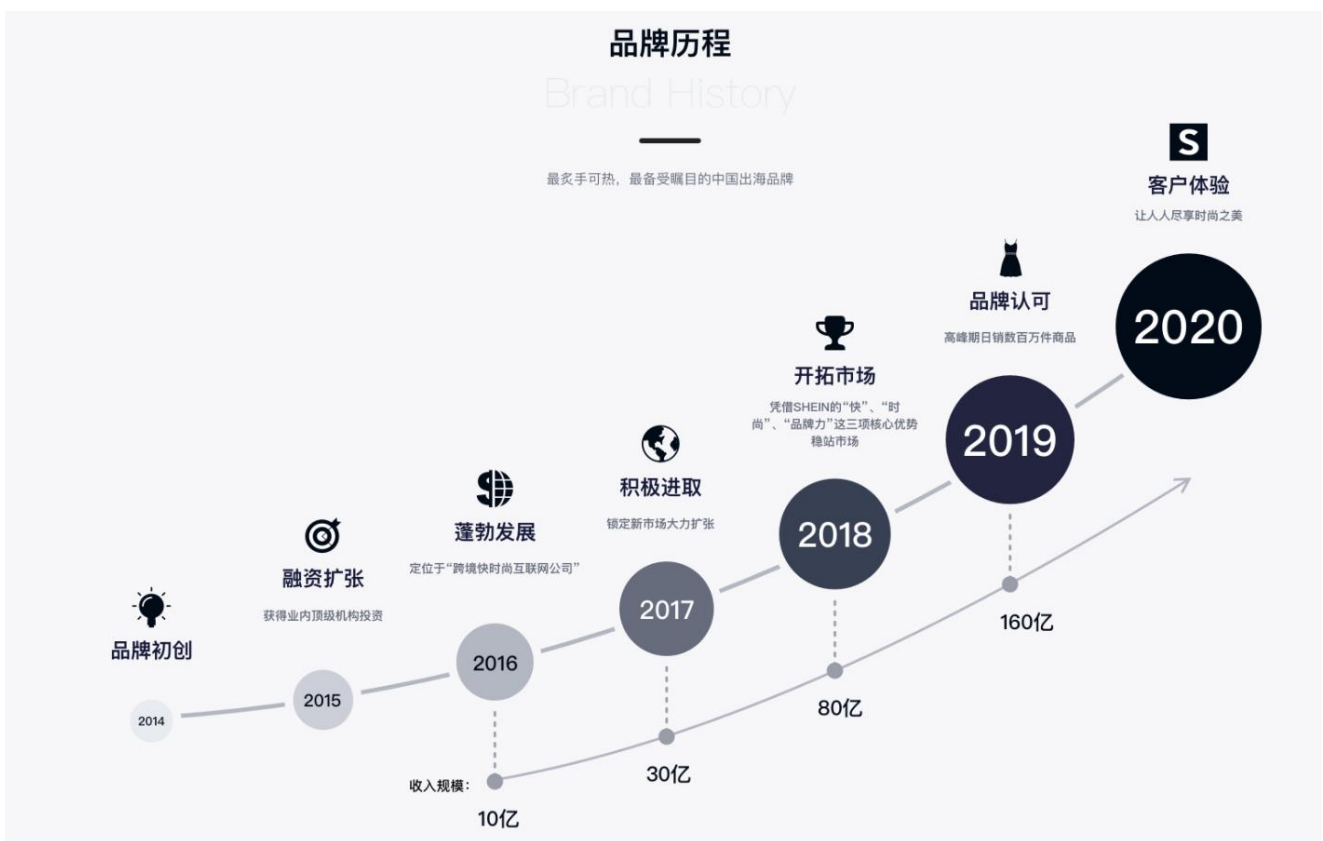
序号	项目名称	投资金额	募集资金投入	占比
1	深圳产品技术研发中心升级项目	46,141.15	46,141.15	32.62%
2	长沙软件研发和产品测试中心项目	35,904.43	35,904.43	25.38%
3	长沙总部运营管理中心建设和升级项目	19,415.50	19,415.50	13.72%
4	补充运营资金项目	40,000.00	40,000.00	28.28%
合计		141,461.08		

资料来源: 安克招股说明书, 天风证券研究所

## SheIn——强大的供应链管理和品牌推广力构建“中国 zara”

跨境时尚电商的行业领先者 SheIn 创立于 2014 年, 截止到 2020 年 4 月, 公司销售覆盖全球 200 多个国家和地区, 日发货量最高超过 300 万件。2016-2019 年公司营收规模从 10 亿迅速扩张至 160 亿, CAGR 达 200%。2019 年黑五, SheIn 日销量突破 476 万件, 当年交易额达 200 亿。最近几年 SheIn 的交易额年增长率长期更是稳定在 100% 以上。SheIn 能在短短几年中迅速成长起来主要凭借其强大的供应链管理能力和品牌推广力。

图 21: 公司营收规模迅速上升, 2016-19 年营收 CAGR 达 200%



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

## 快速的库存周转力和产品落地推广力打造“超快时尚”

在供应链构建上, 公司发展至今在供应链管理方面具有很强的库存周转能力和产品落地推广能力, 同时能在成本管控上做到极致, 堪称“中国的 Zara”。许多快时尚公司会要求供应商不停做定向的新品开发, 但开发完, 每个款式可能只卖几件, 就会产生很多库存。而 SheIn 从选品和上新的时候就解决了部分库存问题。同样生产 3000 件衣服测试市场反应, Zara 只能测试 1-6 个款式, 而 SheIn 可以测试 30 个款式。这意味着, SheIn 压中爆款



的概率更高。SheIn 爆款率在 50%、滞销率在 10%左右。压中爆款后，通过后续加订单，单件成本就能大幅降低。针对每款服装，平台会根据大数据准确给出生产的件数，没有线下店，SheIn 一款衣服可以一次最少生产 100 件，根据消费者购买反馈，决定给哪些款加单，这样不用担心库存过度积压。而小单快返这种形式由于订单量少成本高，很少有企业可以坚持做到。

在产品落地方面，传统时尚产业按季节开发服装，一件衣服从设计到下单再到上架需要三个月。Zara 的生产模式是先在西班牙当地快速生产小批量衣服，最少 500 件，但一般在 1500、3000 件甚至更多。这些衣服投入市场测试，效果好则快速追加订单。依靠西班牙总部周边的工厂（供应商 54%在西班牙本地），Zara 能在最快 14 天时间内将衣服制作完成送往门店。而 SheIn 由于完全在线上发展，每个环节甚至比 Zara 还快。新品从设计到出成品只需短短 2 周时间，都在当地完成，产品能在 1 周内运往主要市场，一整年下来能开发超过 1 万个 SKU。

图 22：SheIn 与 Zara 在供应链上的对比



资料来源：虎嗅，天风证券研究所

### 自建设计团队+对供应商良好的资金保障+工厂直采是提高各供应链环节的秘诀

SheIn 能将供应链缩短到如此短的时间且能长期实现小单快返模式主要有三个原因：**第一，公司自建了设计团队，建板房用于服装打版，自行设计打版的形式更灵活，效率更高。**到 2016 年就有一支 800 人团队快速设计衣服、打样板，最后送去工厂生产。一方面解决了多 SKU 的备货问题，另一方面工厂只需负责生产，极大提升了供应商的生产效率。顶级供应商从收到 SheIn 的订单、面料到将成衣送至 SheIn 仓库的过程只需 5 天。SheIn 通过自己的设计能力制作了非常多的爆款，这也增加了它对生产商的议价能力，所以它在海外建了多个海外仓，但清理库存的压力很小。

**第二，SheIn 对超过 100 家在新品开发、订单交付和质量稳定的供应商加快付款周期，从月结到半月结算。**对于小单快返的形式，SheIn 主动给工厂补贴资金，确保工厂生产 100 件也不亏。同时公司自己承担样衣打版的工作。另外**公司不拖欠货款**，甚至会提前给供应商结账。这种形式很好的缓解了工厂的生产压力，让想跟 SheIn 合作的供应商络绎不绝。

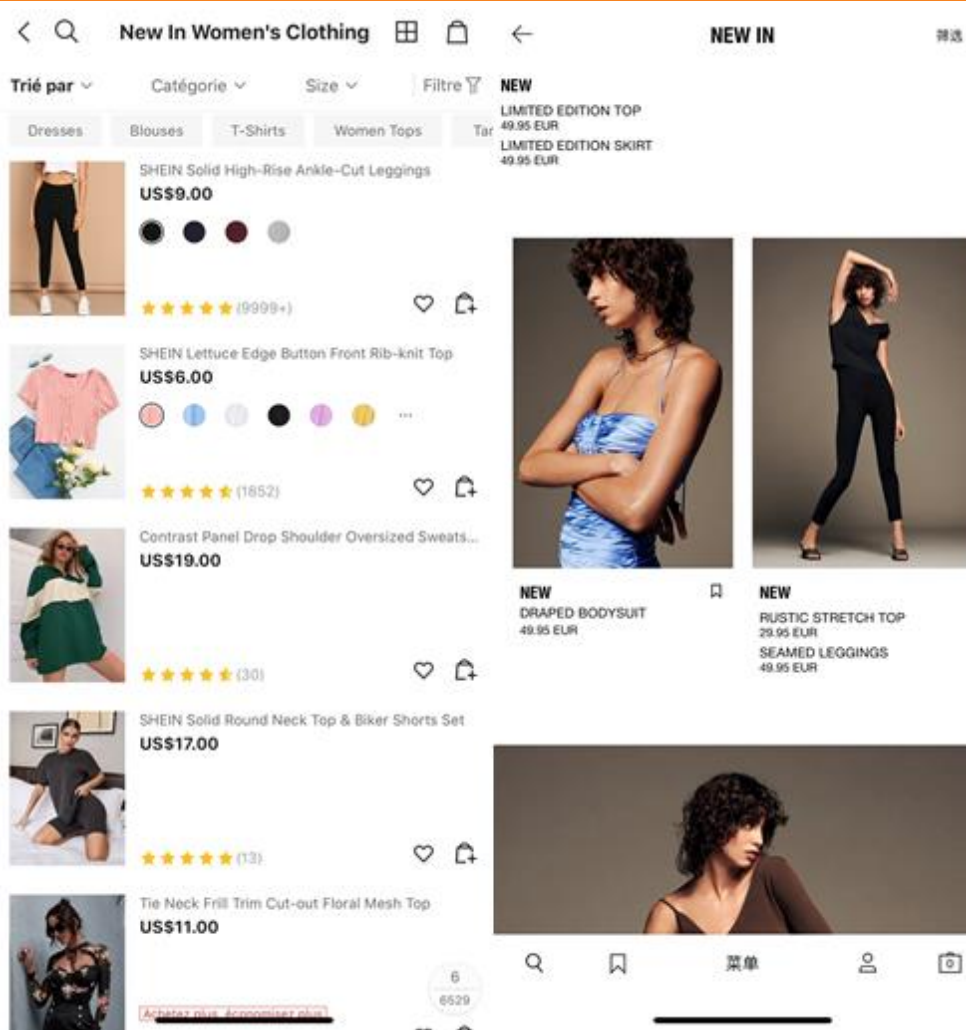
**第三，采用工厂直采模式保证面料、印染等核心环节的质量。**2018 年后，SheIn 的供应链重点是改造面料、印染等核心环节，实现 75%工厂直采。这能保证用料品质稳定性，也能

进一步缩短服装生产周期，提振效率，更重要的是提供了很大的成本优化空间。产品质量的保证提高了客户的复购率，从而进一步摊薄成本，形成良性循环。

不可忽视的是，公司能形成这样的竞争力主要是由于国内制造业有很强的优势。SheIn 以及围绕在它旁边的数百家的广州工厂，构筑了一个类似西班牙 ZARA 生产总部拉科鲁尼亚小镇的产业集群（ZARA 的 54% 商品都是在总部周边生产的），行业上下游工厂毗邻，订单响应迅速及时，形成了快时尚的最理想模式。和西班牙不同，**中国有全球最完备的服装生产供应链，面料辅料选择无法计数。这让 SheIn 在快速上新款时有无数可能。**而 SheIn 的全球销售能力也反过来支持数百间工厂的持续经营。

强大的供应链管理使公司可以在保质保量的情况下推出极具性价比、SKU 更丰富的产品，同样类型的衣服 SheIn 可能只需 Zara 的半价甚至更低。

图 23：SheIn（左）和 Zara（右）新品价格对比



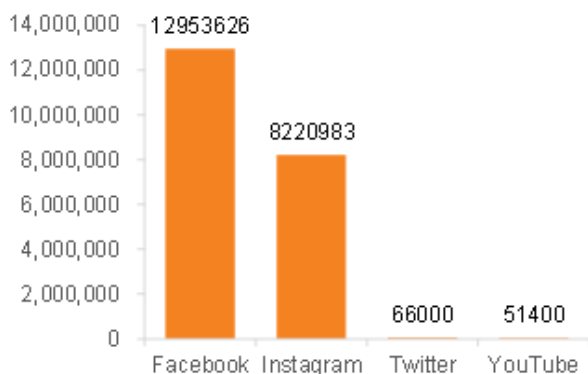
资料来源：SheIn、Zara app，天风证券研究所

### 抓住新媒体渠道的红利，潜心打造电商品牌

在品牌造势方面 SheIn 也颇有心得。早在 2011 年，SheIn 就开始利用网络红人在 Facebook、Twitter、Instagram 等国际社交平台进行宣传推广，同时与这些社交平台达成深度合作，并携手知名设计师共同为全球用户打造联名合作款。起初，SheIn 几乎 100% 的流量都来自于 KOL 的推荐，投资回报率高达 300%。后来由于网红的流量红利逐渐下跌，**公司开始着**

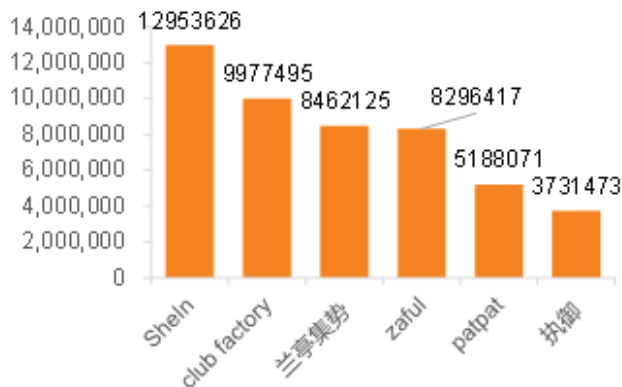
重品牌形象宣传，向独立网站和手机客户端引流。宣传的重点从打折卖货变成了宣扬生活方式，营销的目的从提升销量，变成了品牌塑造。在覆盖面上，公司基本覆盖了国外主流的社交媒体，并且根据业务和地区划分有不同的针对性账号，努力实现国际化。SheIn 在 Facebook 和 Instagram 按照国家、业务类别，建立了 60 多个子账号。公司在 Facebook 的粉丝高达 1295 万，在跨境电商行业中，也高于 Club Factory、兰亭集势、Zaful、Patpat 以及执御。

图 24: SheIn 在各大社交平台上的粉丝量



资料来源: OneSight 营销云, 天风证券研究所

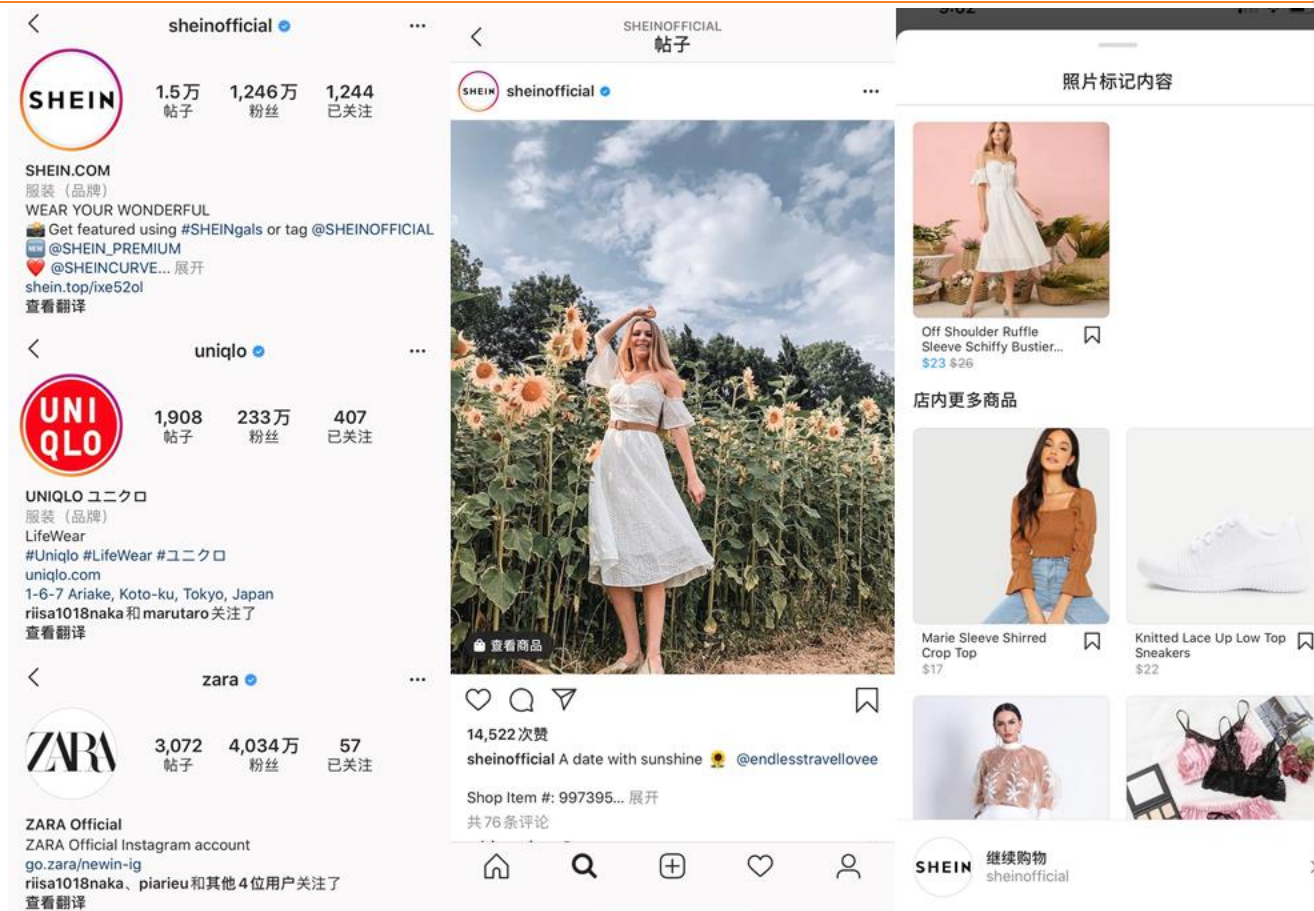
图 25: Facebook 上各跨境电商品牌的粉丝量



资料来源: OneSight 营销云, 天风证券研究所

打造明星网红 KOL+独立网站的模式为品牌造势。以 Instagram 为例，SheIn 的官方号粉丝量虽不及 Zara，但已远高于优衣库品牌。产品和模特的照片风格更加偏 ins 风和欧美风，主页时不时可以刷到明星和网红身着 SheIn 的图片来提高产品的曝光度；同时公司几乎在每篇帖子里都增加了商品链接，向手机客户端倒流，提高产品的转化率。从点赞和互动情况来看，公司与消费者互动频繁，让粉丝保持活跃度，提高了用户对品牌的粘性。

图 26: SheIn 在 Instagram 上的官方号



资料来源: Instagram, 天风证券研究所

SheIn 在海外市场品牌影响力强，认可度高。在 2020 年中国全球化品牌 50 强中，SheIn 位列第 13 名，超过了腾讯和大疆，仅次于华为、阿里、联想等科技企业。在应用市场上，SheIn APP 的下载量超过了 1 亿。

图 27：2020 年中国全球化品牌 50 强

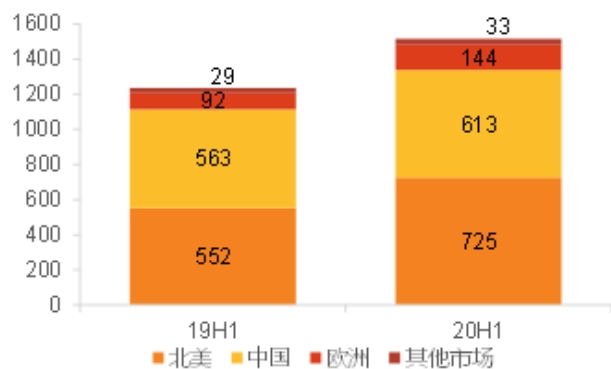
排名	品牌	类别	品牌力得分	成长率 %
1	HUAWEI 华为	消费电子	1,938	+4%
2	Lenovo 联想	消费电子	1,881	+11%
3	Alibaba Group 阿里巴巴集团	电子商务	1,666	+3%
4	ByteDance 字节跳动	内容型App	1,368	+56%
5	小米	消费电子	1,098	+3%
6	Haier 海尔	家电	835	+6%
7	Hisense 海信	家电	821	0%
8	一加手机	消费电子	771	+20%
9	AIR CHINA 中国国航	航空	713	-2%
10	茅台	酒类	674	NEW
11	ANKER 安克	消费电子	546	-10%
12	oppo	消费电子	518	+51%
13	SHEIN 希音	线上快时尚	490	+4%
14	DJI 大疆创新	智能设备	460	-7%
15	中国银行	银行	460	-12%
16	Tencent 腾讯	移动游戏	454	+34%
17	中国东方航空	航空	447	-1%
18	FUNPLUS 趣加	移动游戏	438	-24%
19	zenjoy 禅意优品	移动游戏	396	+22%
20	vivo	消费电子	348	+35%
21	HONOR 荣耀	消费电子	345	+34%
22	TCL	家电	317	-21%
23	iQOO	移动游戏	310	NEW
24	MOONTON 沐瞳科技	移动游戏	298	NEW
25	NetEase 网易	移动游戏	295	+23%

资料来源：站长之家，天风证券研究所

### 3.2. 通过自有制造业反向输出到海外市场

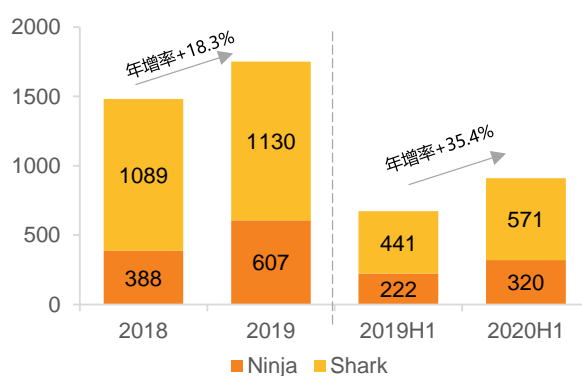
第二种公司是通过收购走向海外市场，收购的品牌往往在海外已经有一定的知名度，国内的收购公司可以将淘宝等电商运营上的经验反向输出给国外市场，帮助收购品牌快速切换渠道，具代表性的如 JS 环球。今年上半年 Shark Ninja 在北美及国际市场（如英国、日本等）实现大幅增长，全球市场拓展顺利推进。20H1 北美营收同比达 31.4%，欧洲市场同比 56.5%，远高于中国市场的 8.9%。疫情期间，公司部分销售由线下转移到线上渠道，借助与北美各大零售商（如沃尔玛、亚马逊和塔吉特）的良好关系，针对疫情期间的消费行为变化做出零售策略调整。

图 28：20H1 JS 环球分区域营收情况（百万美元）



资料来源：JS 环球 20 年中报，天风证券研究所

图 29：SharkNinja 分品牌收入（百万美元）



资料来源：JS 环球 20 年中报和 19 年年报，天风证券研究所

海外线上渠道推广上，JS 环球沿用了九阳在国内电商平台发展的策略，由于海外疫情的影响，公司适时的调整了战略，将线下销售转向线上销售。其中 Shark 的洗拖一体机还在电视直播销售期间缔造了创记录的销售佳绩。

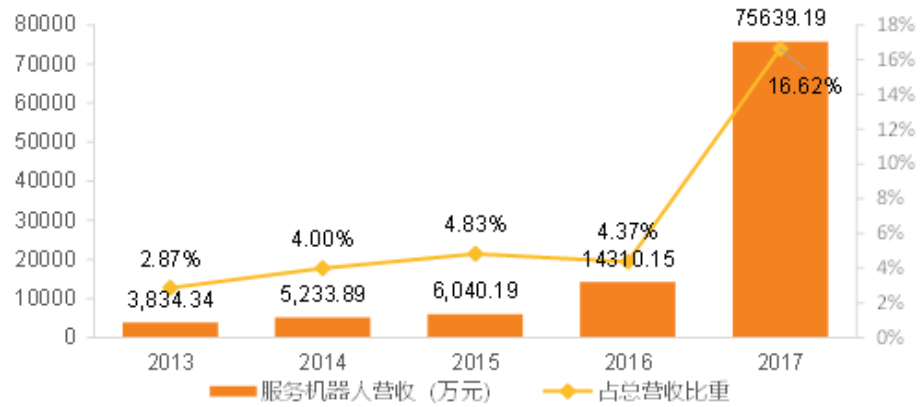
在产品研发上，九阳和 SharkNinja 充分进行业务协同，基于协同开发的经验，持续成本、销售和研发上发挥最大的协同效应。同时在原材料采购上，通过 SharkNinja 和九阳的合并采购形成规模经济，强化与供应商的议价能力，有效降低生产成本。

潜在可以关注的是新宝股份有很多海外合作品牌，包括英国的摩飞品牌，美国的个护类小家电歌岚品牌、意大利滤水壶莱卡品牌等，这些品牌在海外市场上已经具有一定的知名度，新宝若想通过这些品牌进入海外市场也相对其他公司更加容易。

### 3.3. 线上线下多渠道结合，提升海外市场知名度

由于海外线下渠道的门槛很高，科沃斯、美的、海尔等公司出口海外的思路大多是收购海外品牌，用这些海外品牌原来的关系和链接进入海外市场；另外一种则仍是通过自有品牌进入线下渠道抢占市场份额，但是随着海外线上渠道的发展，公司开始意识到线上渠道的商机，便转而进入亚马逊等主流海外线上市场，打响品牌知名度。比较有代表性的公司是科沃斯。公司早年为海外知名品牌进行扫地机器人和清洁电器的代工，随后以自有品牌扫地机器人进军海外市场。2013 年-2016 年，公司海外的服务机器人业务营收增长缓慢，营收占比仅从 2.87% 提升到 4.37%。2017 年，公司开始扩充海外销售团队，并在现有的海外分销商为主的营销渠道基础上，通过携手第三方电商渠道、搭建自营电商平台、增设线下体验店等形式，进一步丰富海外销售途径。当年海外服务机器人营收水平从 16 年的 1.4 亿上升到 7.6 亿元，营收占比也从 4.37% 大幅提升至 16.62%。根据德国 GFK 数据统计，2016 年下半年到 2017 年上半年，科沃斯机器人在德国市场取得了快速增长，达到了市场占有率第一的位置。

图 30：科沃斯海外服务机器人营收情况

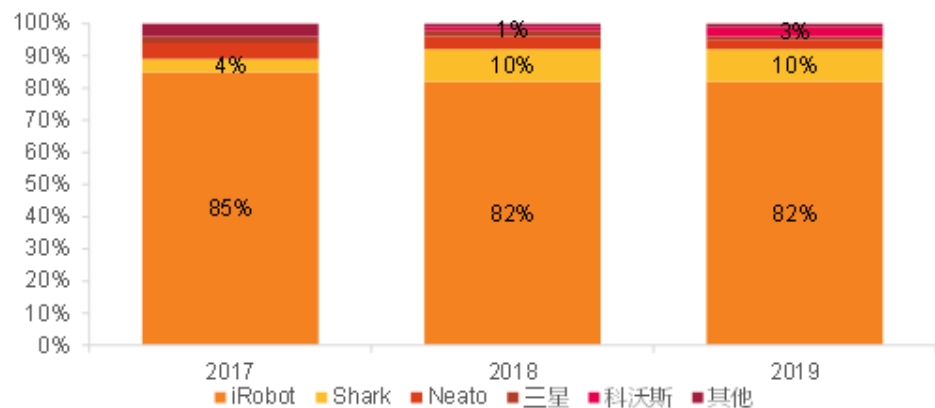


资料来源：科沃斯申报稿和招股说明书，天风证券研究所

根据 irobot 的年报资料显示，2017 年科沃斯虽然在欧洲、中东和非洲地区市占率为 6%，但在美国地区的市占率小到可以忽略不计。2018 年科沃斯的重心开始放在在美国市场的开拓上。与欧洲市场不同，传统的美国本土机器人品牌在美国占有率已经根深蒂固，要使消费者接受新的品牌需要进入当地的主流渠道销售。因此公司选择了线上线下多渠道结合的方式，线下方面优先选择在西海岸等发达城市进行布局，成功进入了包括 Bestbuy, Target, Home Depot 和 Costco 等在内的美国 3,500 多家主流线下零售门店；同时进一步拓展线上市场，当年在美国市场市占率提升至 1%。

2019 年公司北美市场的占有率进一步提升，份额稳居市场前三。亚马逊会员日期间，科沃斯再次创造了骄人业绩，销售额突破 7,660 万元，同比强劲增长 45%。线上销售的强劲增长使公司在北美市场的市占率从 1%提升至 3%。

图 31：公司 2017-2019 年北美市场扫地机器人市占率从 1%提升至 3%



资料来源：irobot，天风证券研究所

结合各个公司在海外市场不同的发展路径可以总结以下几点：首先在渠道选择上，海外线下渠道门槛较高，与线下相比，线上的成本更低，且在全球电商渗透率逐步提高的过程中，中国在电商领域的运营经验尤其丰富。因此此次疫情的刺激下，线上渠道的加速发展将为国内家电企业出海提供更多的可能性。

其次，从公司角度出发，简单的代工或跑单的形式虽然可以短期内使公司规模迅速发展起来，但在长期海外发展过程中自有品牌的经营才是最终的目标。而品牌的塑造和经营离不开产品本身的产品力和强大的制造能力，中国作为制造业大国，无论是制造成本还是效率上具有显著的优势，且家电行业的产业链集中度相对较高，上下游更容易联动最终形成规

模效应，从而实现进一步降本增效。此外，能实现快速响应消费者需求的供应链也是国内家电企业能在海外市场具竞争力的有力保障。

最后，**注重在海外市场的品牌线上推广方式**。例如 SheIn 灵活运用海外社交媒体的平台为品牌造势，扩大品牌知名度，通过二次传播的方式使其拥有了一批具高度粘性的粉丝群体。正如目前国内许多家电企业在新兴社交媒体渠道上对产品做推广一样，在进入海外市场时，企业也可以借助海外社交媒体渠道加速品牌的推广和传播。

## 投资建议

个股方面，推荐在海外疫情之下，电商带动的厨房小电发展的**新宝股份**；收购 SharkNinja 切入清洁电器领域，国内外市场与 Shark Ninja 协同发展，尝试跨界 IP 合作制作潮萌产品吸引年轻人，构建系统化直播营销体系的**九阳股份**；国内扫地机器人龙头，向高端产品转型已初见成效，海外市场稳步推进，手持吸尘器子品牌添可起量的**科沃斯**；自有品牌扫地机器人营收份额逐渐提升带动公司整体毛利率上升，海外营收水平逐渐上升的**石头科技**。

## 风险提示

**宏观经济环境不景气**：当前全球宏观经济环境复杂，若与他国的贸易摩擦加剧则对公司出口将面临一定的风险。

**小家电产品销售不及预期**：若小家电产品无法抓住消费者痛点，满足消费者及时的需求，则可能产生销售情况下滑的风险。若由于宏观经济环境下行造成消费者人均购买力下降，则也将出现小家电产品销售不及预期的风险。

**原材料涨价风险**：原材料价格在一定程度上影响小家电产品的定价和销售，若原材料涨价过多，则企业利润端将承压。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com