



## 增持（首次）

所属行业：机械设备/通用机械  
当前价格(元)：160.95

### 证券分析师

谢丽媛

资格编号：S0120521030001

邮箱：xiely@tebon.com.cn

贺虹萍

资格编号：S0120521090002

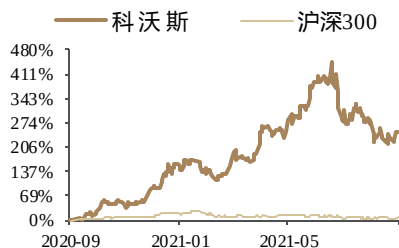
邮箱：hehp@tebon.com.cn

### 研究助理

邓颖

邮箱：dengying@tebon.com.cn

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M    | 3M     |
|-----------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%)   | -4.76 | -9.12 | -28.47 |
| 相对涨幅(%)   | -6.34 | -8.15 | -21.55 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

# 科沃斯深度：双品牌持续验证，清洁龙头再腾飞

## 投资要点

### ● 洗地机异军突起，构筑第二条增长线

添可品牌作为科沃斯的着重发力点，2020 年实现收入 12.6 亿元人民币，同比增+361.6%。洗地机凭借拖地及自清洁模块创新，大大提升清洁能力及便捷性，解决了清洁领域“干净”、“便捷”两大主要需求痛点，而添可芙万凭借其智能化创新解决核心痛点，一骑绝尘，2020 年线上零售额市占率近 70%。行业红利吸引多品牌入局，长期看随着竞争加剧，添可的市占率或将被分噬，但行业红利持续叠加添可品牌力及产品力领先，我们认为添可仍将持续具有较高竞争力及广阔空间。

### ● 扫地机技术迭代持续解决痛点，公司全方位铸造强竞争力

技术迭代为扫地机发展最大助推器。科沃斯作为行业龙头，在规划导航和避障方面持续进行技术研发，提升产品性能及消费者体验。同时，公司把握住拖地及自清洁的重要需求痛点，推出扫吸拖一体机机器人 N9+、最新产品 X1 系列，优化用户体验，提升清洁效率。科沃斯凭借优秀的消费者洞察及较强的研发能力，产品性能直击消费者痛点，竞争力突出；而除此之外，科沃斯亦具有壮士断腕的决心，主动削减代工业务，全力培植自主品牌，更在产业链、营销、渠道全方位铸造起较强的竞争力。

### ● 投资建议

科沃斯精准把握消费者需求，坚持自主研发，高举高打，凭借出色的产品力及品牌力持续取得优异的销售成绩。长期看，智能清洁电器符合第三消费时代消费者对于品质生活和解放双手的追求，扫地洗拖地类产品有望成为家庭刚需。

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 130.91、168.55、217.47 亿元，同比分别增长 81.0%、28.7%、29.0%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 20.95、28.00、36.98 亿元，同比分别增长 226.7%、33.6%、32.1%。EPS 分别为 3.66、4.89、6.46，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 43.97x、32.90x、24.91x，公司作为清洁电器龙头，自身具备较强竞争力，业绩快速释放，估值略高于可比公司，为相对合理水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**行业竞争加剧风险，清洁电器渗透率不及预期风险，海外市场拓展不及预期风险，原材料价格上涨风险。

## 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(百万股):     | 572.28       |
| 流通 A 股(百万股):  | 560.14       |
| 52 周内股价区间(元): | 45.81-250.19 |
| 总市值(百万元):     | 92,108.11    |
| 总资产(百万元):     | 7,604.05     |
| 每股净资产(元):     | 6.48         |

资料来源：公司公告

## 主要财务数据及预测

|             | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 5,312  | 7,234  | 13,091 | 16,855 | 21,747 |
| (+/-)YOY(%) | -6.7%  | 36.2%  | 81.0%  | 28.7%  | 29.0%  |
| 净利润(百万元)    | 121    | 641    | 2,095  | 2,800  | 3,698  |
| (+/-)YOY(%) | -75.1% | 431.2% | 226.7% | 33.6%  | 32.1%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.21   | 1.12   | 3.66   | 4.89   | 6.46   |
| 毛利率(%)      | 38.3%  | 42.9%  | 50.0%  | 50.8%  | 51.3%  |
| 净资产收益率(%)   | 4.9%   | 20.7%  | 43.7%  | 39.5%  | 37.0%  |

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1. 为什么 19 年清洁市场增速下滑，20 年又重新高速发展？ ..... | 5  |
| 2. 添可：洗地机异军突起，构筑第二条增长线 .....           | 7  |
| 2.1. 为什么是洗地机？ .....                    | 7  |
| 2.2. 洗地机空间几何？ .....                    | 8  |
| 2.3. 为什么添可在第一阶段成功？ .....               | 9  |
| 2.4. 抢滩行业红利，添可先发优势明显 .....             | 11 |
| 3. 扫地机：技术迭代持续解决痛点，推动渗透率提升 .....        | 12 |
| 3.1. 科沃斯扫地机技术持续进步 .....                | 12 |
| 3.2. 拖地成为新亮点，N9+ 自清洁精准把握需求 .....       | 13 |
| 3.3. 行业空间广阔，科沃斯龙头地位稳固 .....            | 14 |
| 4. 科沃斯全方位铸造竞争力 .....                   | 15 |
| 4.1. 转型：主动削减代工、低端业务 .....              | 15 |
| 4.2. 产业链：自研自产，链条完善 .....               | 16 |
| 4.3. 营销：大力投入，跨界营销有一手 .....             | 17 |
| 4.4. 渠道：海外增长可期，线上线下布局完善 .....          | 18 |
| 4.4.1. 海外：具备全球化视野，提早布局 .....           | 18 |
| 4.4.2. 国内：线上销售+线下体验 .....              | 20 |
| 5. 公司基本情况与财务分析 .....                   | 21 |
| 5.1. 公司基本情况 .....                      | 21 |
| 5.2. 财务分析：高举高打，盈利能力明显提升 .....          | 22 |
| 6. 投资建议 .....                          | 25 |
| 7. 风险提示 .....                          | 26 |

## 图表目录

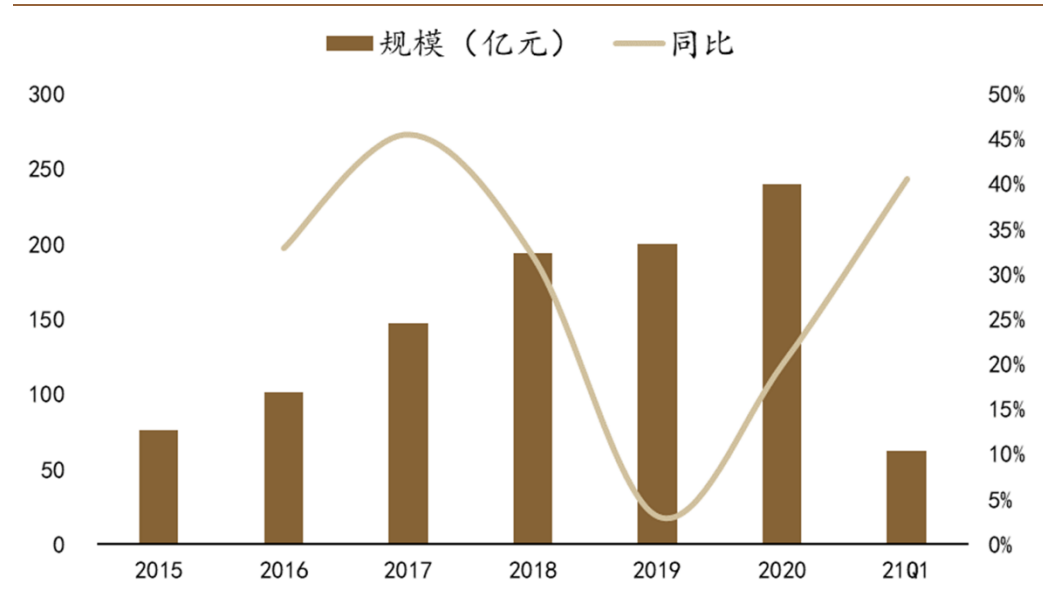
|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 清洁电器市场规模 .....                      | 5  |
| 图 2: 中国家庭地面材质分布 .....                    | 6  |
| 图 3: 中国家庭每周拖地频率 .....                    | 6  |
| 图 4: 2020 年清洁电器行业新品及热销产品 .....           | 6  |
| 图 5: 添可收入及同比 .....                       | 7  |
| 图 6: 线上洗地机在清洁电器中的占比 (销售额) .....          | 7  |
| 图 7: 洗地机与原有清洁类产品性能对比 .....               | 8  |
| 图 8: 洗地机使用场景及适用人群广阔 .....                | 8  |
| 图 9: 洗地机未来市场规模空间 .....                   | 9  |
| 图 10: 添可竞品比较 .....                       | 9  |
| 图 11: 脏污度屏显流程及原理 .....                   | 10 |
| 图 12: 智能化工作流程及原理 .....                   | 10 |
| 图 13: 芙万洗地机产品细节图及工作原理 .....              | 10 |
| 图 14: 添可社交内容平台营销情况 .....                 | 11 |
| 图 15: 2020 年线上洗地机销额市占率 .....             | 11 |
| 图 16: 科沃斯扫地机器人产品发展梳理 .....               | 12 |
| 图 17: 科沃斯核心技术 .....                      | 12 |
| 图 18: 地宝 T9 搭载 TureDetect 3D 避障技术 .....  | 13 |
| 图 19: 扫地机竞品性能对比 .....                    | 14 |
| 图 20: 2019 年 1-6 月扫地机器人线上市场份额 .....      | 15 |
| 图 21: 扫地机空间测算 .....                      | 15 |
| 图 22: 代工业务营收占比逐年下降 .....                 | 16 |
| 图 23: 自有品牌业务占比上升 .....                   | 16 |
| 图 24: 代工产品毛利率远低于自有产品 .....               | 16 |
| 图 25: 科沃斯服务机器人自产及外购销量 (万台) .....         | 17 |
| 图 26: 科沃斯服务机器人自产及外购对应单位成本 (元) 及毛利率 ..... | 17 |
| 图 27: 科沃斯销售费用率远高于可比公司 .....              | 17 |
| 图 28: 科沃斯销售费用拆分 .....                    | 17 |
| 图 29: 科沃斯历年主要营销事件 .....                  | 18 |
| 图 30: 科沃斯海外布局历程 .....                    | 18 |
| 图 31: 公司海外收入及增速 .....                    | 19 |
| 图 32: 海外营收占比对比 .....                     | 19 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 33: 公司近年在海外市场取得亮眼成绩.....     | 19 |
| 图 34: 科沃斯国内渠道梳理.....           | 20 |
| 图 35: 科沃斯服务机器人分渠道营收占比.....     | 20 |
| 图 36: 公司线上营收拆分.....            | 20 |
| 图 37: 公司线下营收拆分.....            | 20 |
| 图 38: 科沃斯发展历程.....             | 21 |
| 图 39: 科沃斯股权结构图.....            | 22 |
| 图 40: 科沃斯管理层履历.....            | 22 |
| 图 41: 可比公司历年营收对比 (单位: 亿元)..... | 23 |
| 图 42: 可比公司历年营收同比.....          | 23 |
| 图 43: 可比公司毛利率.....             | 23 |
| 图 44: 科沃斯销售费用率远高于可比公司.....     | 23 |
| 图 45: 可比公司管理费用率.....           | 24 |
| 图 46: 可比公司财务费用率.....           | 24 |
| 图 47: 可比公司净利率.....             | 25 |
| 图 48: 公司收入成本拆分预测.....          | 25 |
| 图 49: 可比公司相对估值.....            | 26 |

## 1. 为什么 19 年清洁市场增速下滑，20 年又重新高速发展？

2019 年清洁电器行业在经过多年高速发展后，行业增速明显下降，清洁电器市场空间一时饱受质疑，而 2020 年，清洁电器再次热度高涨，多款新品为行业打开想象空间，20 年行业销售额同比+20%，21Q1 热度延续，同比+40.6%。

图 1：清洁电器市场规模

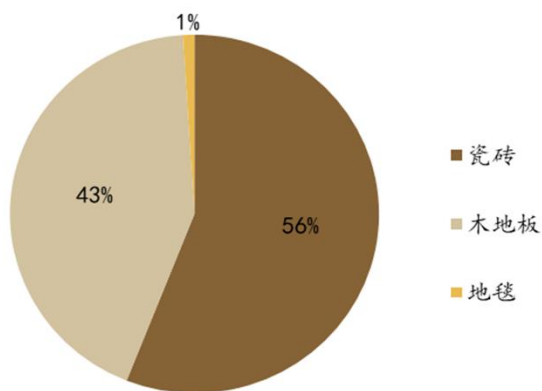


资料来源：奥维云网，德邦研究所

**2020 年清洁市场为何迎来了“复苏”？**我们认为，一方面是疫情的催化，疫情加剧了消费者对于家居清洁的需求，推动清洁类产品热销；另一方面，更本质的原因是，2020 年拖地功能产品陆续上市，契合中国家庭地面材质，广受欢迎，叠加扫、拖技术持续迭代，深度解决懒人痛点，用户体验优化，共同推动清洁类产品景气度提升。

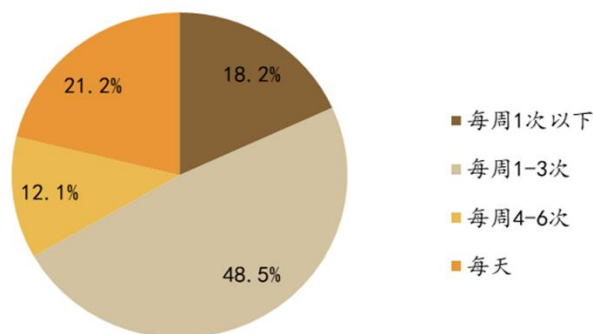
根据知电与中国家用电器研究院、iRobot、新浪家居联合发布的《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，不同于国外，中国家庭地面材质中 99% 为木质地板及瓷砖，仅 1% 为地毯地面，因此除吸尘外，拖地、擦地需求亦为中国家庭刚性需求。调查显示，超过 80% 的中国家庭每周擦地频率超过一次。因此，传统以“吸”为主要功能的产品在中国消费市场，存在明显的使用痛点。

图 2：中国家庭地面材质分布



资料来源：《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，德邦研究所

图 3：中国家庭每周拖地频率

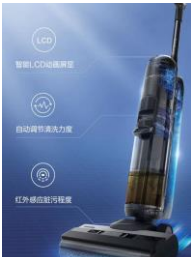


资料来源：《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，德邦研究所

因此，从 2020 年新品及热销产品来看，龙头品牌专注在拖地功能上进行技术优化，通过供给端产品优化持续推动需求端爆发：

- 扫地机深化吸尘扫地能力，并开始强调拖地功能，不断加强拖地清洁能力。扫地机在导航能力已相对成熟时，避障功能持续优化；同时，龙头品牌拖地功能持续强化，如石头 T7S 推出声波震动，提升拖地洁净度。
- 云鲸颠覆性推出拖布自清洗，解决懒人痛点。云鲸“小白鲸”作为首款可实现吸拖一体的扫地机，在 2020 年成绩优异，而后科沃斯在 2021 年推出 N9+，继续深化自清洗吸拖一体功能。
- 洗地机异军突起，自清洁+强清洁力。3月添可洗地机的推出，更是为拖地市场提供了强有力的产品支撑。清污能力突出且机身可实现自清洁，更好地解决拖地及手洗抹布痛点。

图 4：2020 年清洁电器行业新品及热销产品

| 科沃斯T8MAX                                                                            | shark 蒸汽拖把                                                                          | 添可洗地机                                                                               | shark 电动拖把                                                                          | 石头T7S扫拖机器人                                                                            | 云鲸小白鲸                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 上市时间：2020.03                                                                        | 2018年上市，2019年618、2020年双十一天猫拖把行业第一                                                   | 上市时间：2020.03                                                                        | 上市时间：2020.05，拖布免手洗                                                                  | 上市时间：2020.03，声波震动擦地，首次推出自动集尘充电桩                                                       | 2019年双十一推出，颠覆性推出拖布自清洗；2020年双十一售罄6.5W台，破2亿；会自己洗拖布的拖地机器人                                |
|  |  |  |  |  |  |

资料来源：天猫，公司官网，德邦研究所

而科沃斯作为清洁电器龙头，2020 年与行业发展相辅相成，添可品牌的持续发力叠加吸拖一体扫地机上市，为公司业绩持续加码，公司 2020 年添可品牌实现营收 12.59 亿元，同比+362%；科沃斯品牌服务机器人实现营收 42.36 亿元，同比+17%。

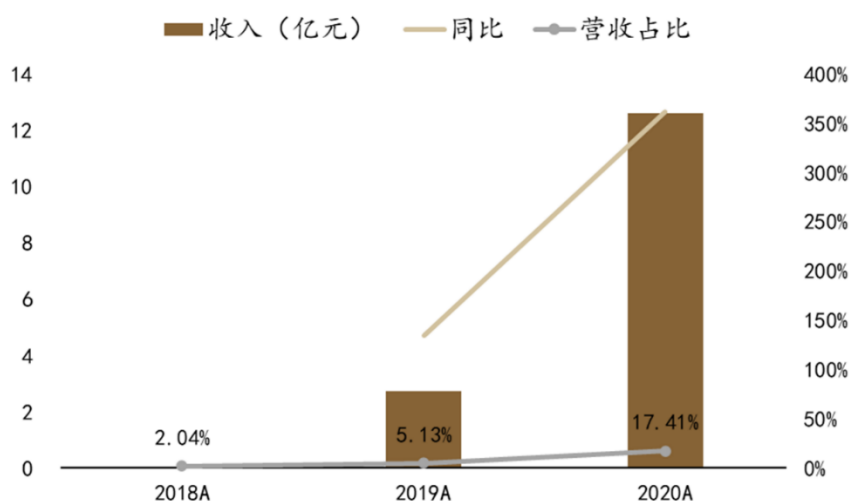


## 2. 添可：洗地机异军突起，构筑第二条增长线

2019 年洗地机品类仅是不足 1 亿元的长尾产品，以海外知名品牌必胜为代表，直到 2020 年 3 月，添可在全球范围内推出了首款智能洗地机芙万 FLOOR ONE，上市当天售罄，连续创造单品销量纪录，彻底改写赛道发展及市场格局，重新定义了“洗地机”这一品类。根据奥维云网，2020 年添可在洗地机线上市场零售额占比已达 68% 的高位。

2017 年，科沃斯小家电业务实行战略转型，从代工业务转向自有品牌业务，2018 年“TEK”成立 20 周年之际，品牌升级为“TINECO 添可”，添可品牌业务开始作为科沃斯的着重发力点。2019 年添可品牌实现销售收入 2.73 亿元，占总收入 5.1%，同比增长 134.4%。2020 年添可在推出芙万洗地机后迎来了非常亮眼的增长，添可品牌收入达 12.59 亿元人民币，同比增长 361.64%，占公司总收入 17.41%，其中芙万洗地机收入占全部添可品牌收入的 58.58%。

图 5：添可收入及同比

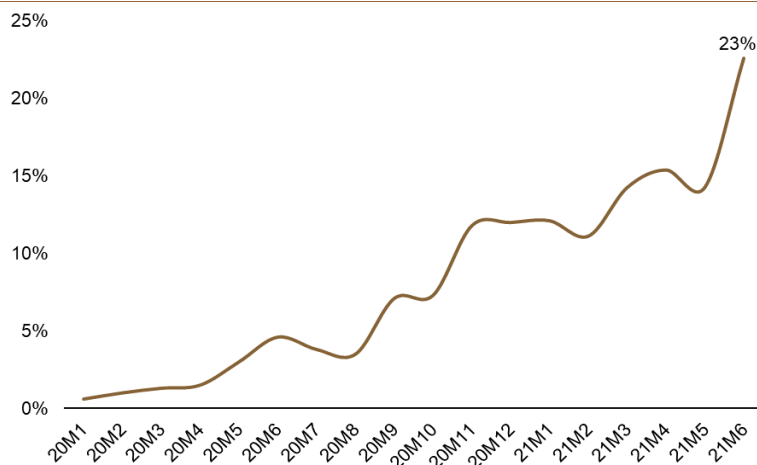


资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.1. 为什么是洗地机？

添可可谓开了洗地机的先河，洗地机因优异地解决了拖地痛点，一经推出便广受消费者喜爱。根据奥维云网，洗地机在清洁电器中的占比从无到有，快速提升，截至 21 年 6 月，线上销售额占比已达到 23%。

图 6：线上洗地机在清洁电器中的占比（销售额）



资料来源：奥维云网，德邦研究所

具体来看，洗地机品类较市场上原有清洁产品，在性能及使用体验上有更为突出之处。洗地机与扫地机器人相比，拖地性能突出，符合中国家庭需求，并使用活水清洗，避免产生脏水带来二次污染，更能达到深度清洁目的；与电动拖把类产品相比，能够解决拖地后垃圾还需手动清理的弊端。因此，洗地机凭借拖地及自清洁模块创新，大大提升拖地产品的清洁能力及便捷性，解决了清洁领域“干净”、“便捷”两大主要需求痛点，在 2020 年实现快速发展。

图 7：洗地机与原有清洁类产品性能对比

| 产品   | 扫地机器人（仅扫地）    | 蒸汽拖把                  | 电动拖把                 | 吸拖一体扫地机                                | 洗地机          |
|------|---------------|-----------------------|----------------------|----------------------------------------|--------------|
| 价格段  | 1000-2000元左右  | 500-1800元左右           | 500-1500元左右          | 1500-4000元左右                           | 3000-4500元左右 |
| 功能特点 | 自动吸尘          | 蒸汽消毒                  | 高频震动拖地               | 吸拖一体                                   | 吸拖一体，自动清洁    |
| 清洁力  | 可吸尘扫地，但不可拖地   | 可拖地，但无吸尘功能            | 可拖地，但无吸尘功能           | 可吸拖，作为规划类产品，清洁针对性相对较低                  | 可吸拖，清洁力强     |
| 便携性  | 清洁不需人力参与，需倒尘盒 | 人工参与清洁，需手洗抹布，或使用一次性抹布 | 人工参与清洁，使用自清洁桶可自动清洁抹布 | 清洁不需人力参与，除云鲸及科沃斯N9+两款产品外，需手洗抹布或使用一次性抹布 | 人工参与清洁，需手洗抹布 |

资料来源：天猫，公司官网，德邦研究所

## 2.2. 洗地机空间几何？

洗地机作为新品类，在 2020 年实现了数以十倍的增长，洗地机较强的清洁力和较高的便捷性是其快速放量的重要产品力支撑，在新消费时代下具有广阔的想象空间。

图 8：洗地机使用场景及适用人群广阔

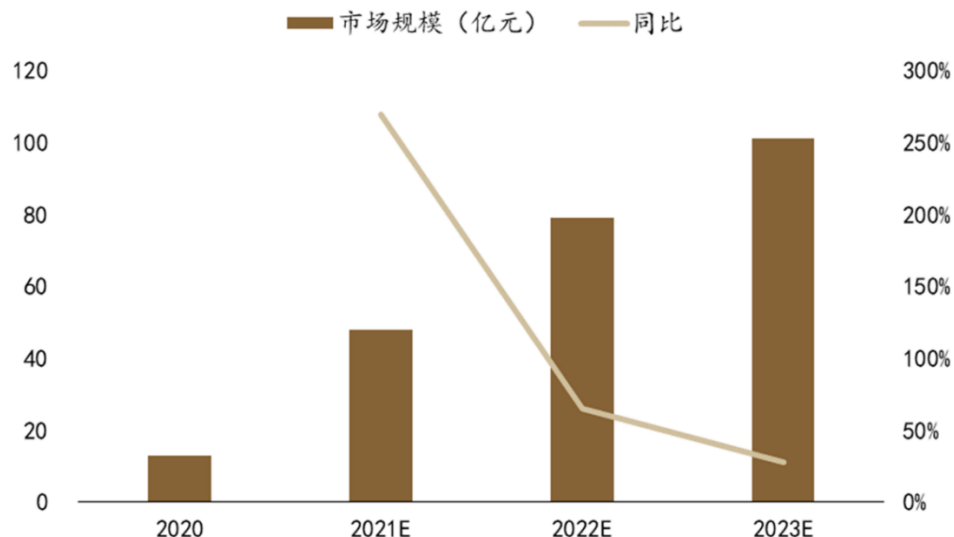
|       |                                    |   |                                                                 |
|-------|------------------------------------|---|-----------------------------------------------------------------|
| 多场景适用 | 卫生间<br>客厅<br>厨房<br>卧室角落            | → | 头发多<br>脚印多，生活垃圾<br>油渍多<br>灰尘多                                   |
| 多人群适用 | 上班族<br>养宠人群<br>Z世代<br>母婴群体<br>精致群体 | → | 没时间打理家务<br>高频次卫生清洁<br>愿意尝试新鲜事物<br>需要健康的居住环境<br>对洁净度要求高，具有一定消费能力 |

资料来源：奥维云网，德邦研究所

根据奥维云网预测，国内洗地机市场规模至 2023 年有望突破百亿，2020-2023 年年复合增速达 98%，或将成为清洁电器中继吸尘器、扫地机后第三大品类。



图 9：洗地机未来市场规模空间



资料来源：奥维云网，德邦研究所

## 2.3. 为什么添可在第一阶段成功？

### (1) 产品力：智能+洗地，真正实现“傻瓜式”清洁

与市面上主要竞品相比，添可的芙万系列的核心优势在于，其可以根据脏污程度改变清洁力度，通过智能化创新解决核心痛点：

- 可以智能感应垃圾和污渍的类型，及地面脏污程度，实时调整吸入功率、滚刷转速和喷水量，完美平衡清洁程度和续航时间，将扫、拖、吸、洗多功能合一，清洁完的地面干爽无水渍。无需手动按压出水，最大程度减少劳动参与，真正实现“傻瓜式”清洁。
- 一键实现拖地抹布自清洁，解放双手。
- 自带牵引减力，人力参与大大减少，解决使用手持式产品清洁劳累的痛点。
- 具有较强的续航能力及较大水箱，可覆盖 150 m<sup>2</sup> 大面积房屋。

图 10：添可竞品比较

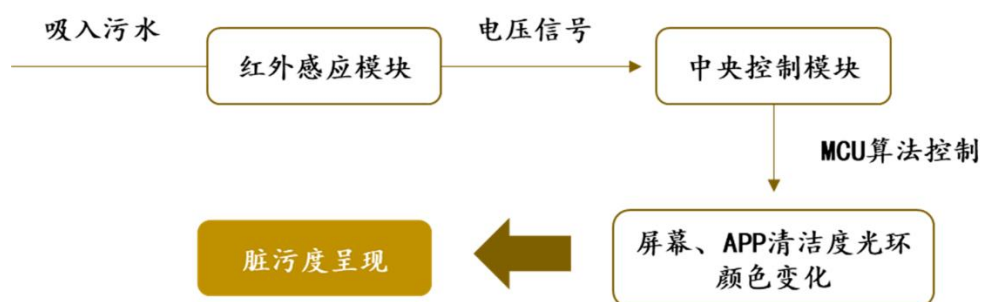
|          |  |  |  |  |  |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品       | 添可芙万2.0 LCD                                                                         | 必胜高速洗地机2765Z                                                                        | 吉米一洗净X8速干洗地机                                                                         | 德国蓝宝DT02高配版吸拖一体机                                                                      | ROBOT DEEP832洗地机                                                                      |
| slogan   | 吸拖洗 <del>擦</del> 画 一机搞定                                                             | 高速吸拖洗 一键自清洁                                                                         | 定点喷洗 洗过即干                                                                            | 除菌洗拖洗 全屋深度清洁                                                                          | 强劲吸力 深度清洁                                                                             |
| 价格 (到手价) | 4590元                                                                               | 3490元                                                                               | 3299元                                                                                | 2930元                                                                                 | 2879元                                                                                 |
| 续航       | 充电4小时，35分钟续航                                                                        | 充电4小时，续航30分钟                                                                        | 充电5小时，续航30分钟                                                                         | 充电6小时，标准档/强劲档续航50/35分钟                                                                | 充电5小时，续航30分钟                                                                          |
| 重量       | 4.5kg                                                                               | 5kg                                                                                 | 4.7kg                                                                                | 4.3kg                                                                                 | 4.5kg                                                                                 |
| 适合地面     | 硬质地面                                                                                | 地板、地毯双模式                                                                            | 地板、地毯双模式                                                                             | 地板、地毯双模式                                                                              | 地板、地毯双模式                                                                              |
| 滚刷转速     | 6000转/分钟                                                                            | 2500转/分钟                                                                            | 2500转/分钟                                                                             | 2500转/分钟                                                                              | 2500转/分钟                                                                              |
| 噪音       | 78dB                                                                                | 79dB                                                                                | 80dB                                                                                 | 78dB                                                                                  | 75dB                                                                                  |
| 水箱       | 污水箱0.72L，清水箱0.8L                                                                    | 净水箱0.28ml                                                                           | /                                                                                    | 污水箱0.45L，清水箱0.68L                                                                     | 污水箱0.45L，清水箱0.75L                                                                     |
| 特色       | 全机身减重设计，智能交互体验，自动调节清洗力度；创新可贴边设计；电解水除菌，锂离子抗菌除异味；一键自清洁；马达牵引如遛狗                        | 贴地沿边清洁；一键自清洁无异味；离心式高速甩干技术；一键控水即拖即干；智能LED显示状态                                        | 水量可控 吸拖洗一体，干湿垃圾清；一键自清洁；智能LED显示状态                                                     | 紫外线除菌，无化学残留，不伤地板；一键自清洁；马达牵引推拉省力；沿边清洁更少死角                                              | 紫外线除菌；吸尘、拖地、洗滚刷、除菌，四位一体，同步进行；一键自清洁                                                    |

资料来源：天猫旗舰店，德邦研究所

其具体的工作原理是：

- 第一步，机器通过红外感应模块可以发现肉眼看不见的隐藏脏污，精准判断脏污程度，然后通过屏幕进行呈现。

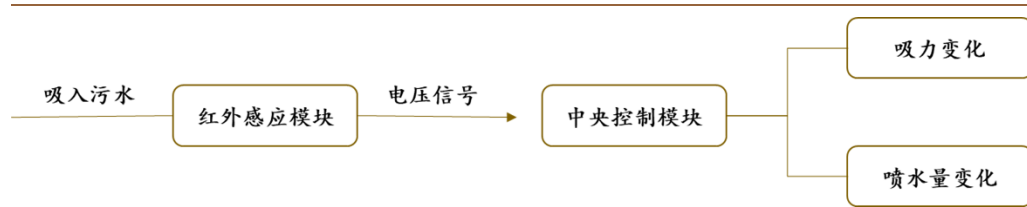
图 11：脏污度屏显流程及原理



资料来源：添可知乎官方号，德邦研究所

- 第二步，根据不同的地面脏污情况，机器可以实时调整电机功率，自动调节喷水量和回收吸力，实时匹配最佳的清洁模式。

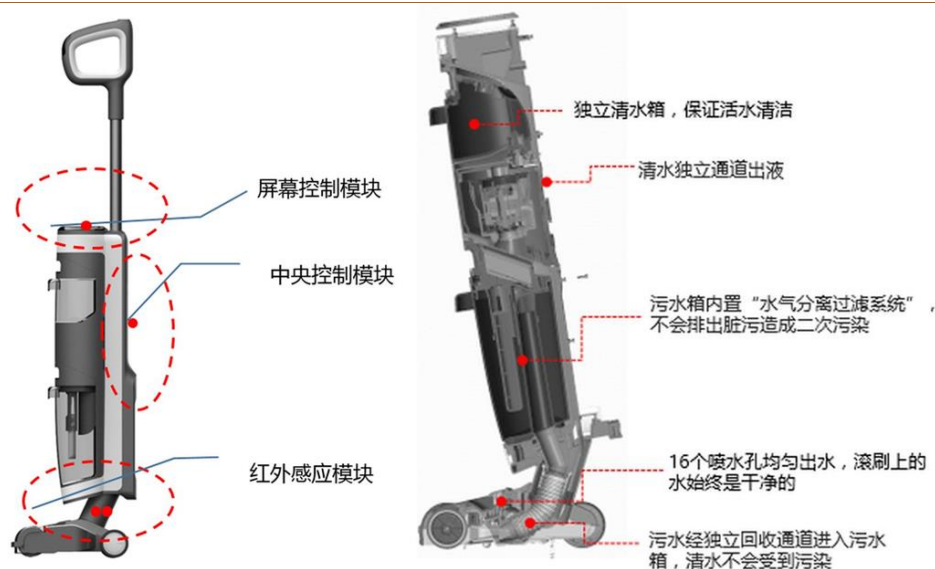
图 12：智能化工作流程及原理



资料来源：添可知乎官方号，德邦研究所

- 最后，经过一键自清洁，清理过滚刷的污水被回收到污水桶，滚刷重新回复到洁净状态，人工倾倒污水桶，洗地工作完成。在垃圾污渍识别上可以识别 99 种日常污渍，固体液体垃圾都可以轻松去除。产品设计拥有很强的去污能力，一次性解决地面清洁，最大限度的提升了清洁效率。

图 13：芙万洗地机产品细节图及工作原理



资料来源：添可知乎官方号，德邦研究所

## (2) 品牌力：营销持续投入

除了突出的产品力，添可延续科沃斯的营销风格，大力投入且把握新兴电商及社交内容直播平台，在知乎、小红书、抖音等多平台进行种草曝光。添可在多个内容平台均已建立官方账号，其中抖音账号粉丝数已超 9 万人，同时各平台上均有粉丝数较高的 KOL 进行种草带货，不断助力添可洗地机在消费者心中形成性能优秀、技术领先的印象。通过家居博主及科技达人测评曝光，逐渐加深消费者对洗地机这一新兴品类的接受度和认可度。

图 14：添可社交内容平台营销情况

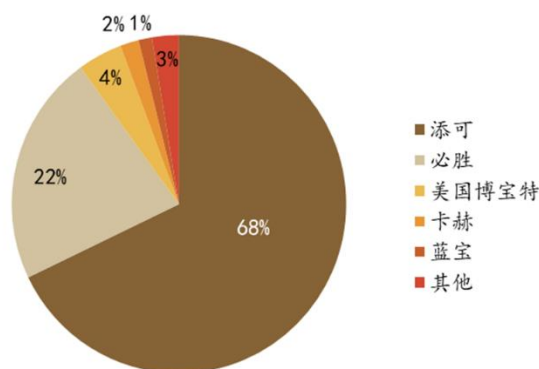
|      | 小红书                  | 知乎                 | 抖音                                       |
|------|----------------------|--------------------|------------------------------------------|
| 官方账号 | 粉丝数 1583             | 粉丝数 245            | 粉丝数 9.4W                                 |
| KOL  | 家居博主为主<br>欧琳莉 粉丝 28W | 热门答主<br>米宝的爸 粉丝 5W | 家居博主、家电达人为主<br>叫我小亚 粉丝 57W<br>猜礼物 粉丝 57W |

资料来源：小红书，知乎，抖音，德邦研究所（统计时间为 2021.9.17）

## 2.4. 抢滩行业红利，添可先发优势明显

科沃斯的添可品牌较早发力洗地机市场，凭借先发优势及突出的产品力，市场占有率一骑绝尘。根据奥维云网，2020 年添可洗地机线上零售额市占率近 70%，处于绝对领先地位。

图 15：2020 年线上洗地机销额市占率



资料来源：奥维云网，德邦研究所

洗地机作为新兴品类，目前涉足的品牌仍较少，根据奥维云网，截至 2021 年 4 月底，洗地机品牌数共 22 个，较 2020 年底新增 7 个，亦可见越来越多品牌正发力布局这一领域。行业红利吸引多品牌入局，长期看随着竞争加剧，添可的市占率或将被分噬，但行业红利持续叠加添可品牌力及产品力领先，我们认为添可仍将持续具有较高竞争力及广阔空间。

### 3. 扫地机：技术迭代持续解决痛点，推动渗透率提升

#### 3.1. 科沃斯扫地机技术持续进步

经过多年的研发积累，科沃斯品牌扫地机器人实现了从随机到半规划到全局规划再到搭载机器视觉 AIVTM 的迭代创新，从单机产品到接入互联网实现 APP 远程操纵，从单纯扫地到具备拖地、管家和互动功能，科沃斯的技术和产品力始终处于业内领先地位。

图 16：科沃斯扫地机器人产品发展梳理

| 型号   | N9+            | T9 MAX                       | T9AIVI                              | T8AIVI            | T8 Power          | T5 Power          | T5 Fun            | N8                | N5 hero   | N5 fun      | DE53    | DN33    |
|------|----------------|------------------------------|-------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------|-------------|---------|---------|
| 价格   | 3699           | 2899                         | 3999 (带集尘桶 5299)                    | 3099              | 2599              | 1899              | 1699              | 1599              | 1499      | 1399        | 1099    | 1399    |
| 导航   | 视觉导航           | dToF 导航+结构光避障                | dToF 导航+单摄避障                        | dToF 导航+单摄避障      | dToF 导航+结构光避障     | 激光导航+声波避障         | 激光导航+声波避障         | 激光导航+声波避障         | 单目导航+声波避障 | 单目导航+声波避障   | 激光导航    | 激光导航    |
| 扫地类型 | 单边刷+滚刷         | 双边刷+滚刷                       | 双边刷+滚刷                              | 双边刷+滚刷            | 双边刷+滚刷            | 双边刷+滚刷            | 双边刷+滚刷            | 双边刷+滚刷            | 双边刷+滚刷    | 双边刷+滚刷      | 双边刷+滚刷  | 双边刷+滚刷  |
| 吸力   | 2200Pa         | 3000Pa                       | 3000Pa                              | 1500Pa            | 1500Pa            | 1500Pa            | 1200Pa            | 2300Pa            | 1200Pa    | 1200Pa      | 1000Pa  | 1000Pa  |
| 电池   | 5200mah        | 5200mah                      | 5200mah                             | 5200mah           | 5200mah           | 5200mah           | 3200mah           | 3200mah           | 2600mah   | 3200mah     | 3000mah | 3000mah |
| 续航   | 2.5h           | 2.5h                         | 2.5h                                | 3h                | 3h                | 3h                | 110min            | 110min            | 100min    | 120min      | 100min  | 100min  |
| 水箱类型 | 电控             | 电控                           | 电控                                  | 电控                | 电控                | 电控                | 电控                | 电控                | 电控        | 电控          | 渗水水箱    | 电控      |
| 水箱大小 | 200ml          | 240ml                        | 240ml                               | 240ml             | 240ml             | 240ml             | 240ml             | 240ml             | 240ml     | 240ml       | 80ml    | 240ml   |
| 尘盒大小 | 300ml          | 420ml                        | 300ml                               | 420ml             | 420ml             | 420ml             | 420ml             | 430ml             | 420ml     | 420ml       | 350ml   | 420ml   |
| 噪音   | 48-75dB        | 67-69dB                      | 70-76dB                             | 67dB              | 67dB              | 66dB              | 67dB              | 68dB              | 69dB      | 66dB        | 68dB    | 66dB    |
| 机身高度 | 8.5cm          | 9.3cm                        | 9.4cm                               | 9.4cm             | 9.3cm             | 9.3cm             | 9.3cm             | 9.3cm             | 7.7cm     | 7.7cm       | 9.5cm   | 10.2cm  |
| 定时清扫 | 有              | 有                            | 有                                   | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有         | 有           | 有       | 有       |
| 断点续扫 | 有              | 有                            | 有                                   | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有         | 有           | 有       | 有       |
| 房间分区 | 有              | 有                            | 有                                   | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有         | 有           | 有       | 有       |
| 多层地图 | 是              | 是                            | 是                                   | 是                 | 是                 | 是                 | 是                 | 是                 | -         | -           | -       | -       |
| 虚拟墙  | 有              | 有                            | 有                                   | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | -         | -           | 有       | 有       |
| 地毯增压 | 有              | 有                            | 有                                   | 有                 | 有                 | 有                 | 有                 | -                 | 有         | -           | -       | -       |
| 其他功能 | 旋转拖地；智能拖地；自洗拖布 | 免洗除菌湿拖；高频振动拖地；可配集尘桶；创新 3D 地图 | 免洗除菌湿拖；高频振动拖地；远程摄像监控；可配集尘桶；创新 3D 地图 | 高频振动拖地；3d 结构光识别避障 | 高频振动拖地；3d 结构光识别避障 | 高频振动拖地；3d 结构光识别避障 | 高频振动拖地；3d 结构光识别避障 | 高频振动拖地；3d 结构光识别避障 | 免洗除菌湿拖    | 吸力自动调节；地毯识别 |         |         |

资料来源：科沃斯官网，德邦研究所

**技术迭代为扫地机发展最大助推器。**在扫地机普及初期，作为帮助消费者解放双手的清洁产品，扫地机的出现已经在消费者心中建立起智能替代劳动力的认知，因此乐于尝新的新兴消费者已成为初期用户群体，但导航、避障不够智能，清洁不够干净等重要使用痛点，成为阻碍扫地机器人普及的重要原因之一。随着行业的发展，各品牌陆续进入扫地机行业进行消费者教育及技术研发，不断完善产品性能，而科沃斯作为行业龙头，也持续进行技术研发，推出 AIVTM 人工智能和视觉识别系统、Smart Navi 2.0 全局规划系统、蓝鲸清洁系统 2.0、TureDetect 3D 避障技术，持续提升产品性能，提升消费者体验。

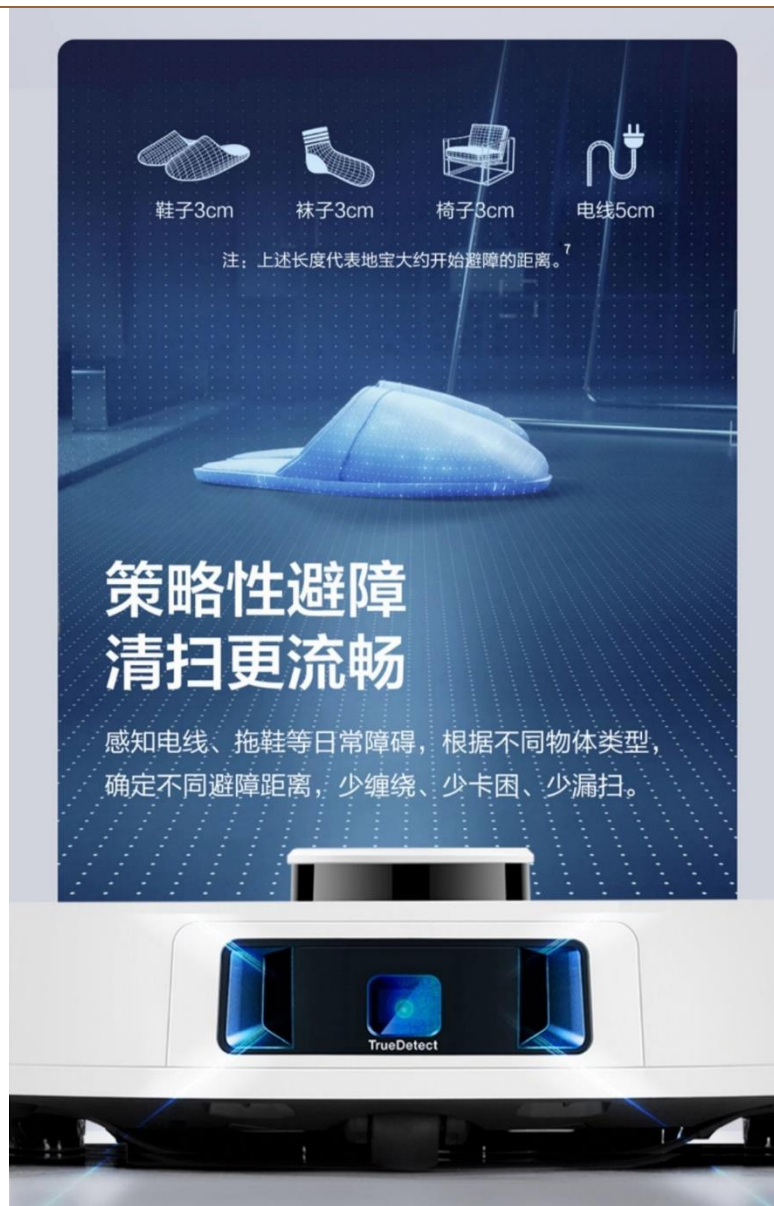
图 17：科沃斯核心技术

| 技术                    | 主要特点及应用                                                                                    |
|-----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| AIVI™ 人工智能和视觉识别系统     | 将 AI 技术引入家用服务机器人领域，让科技为家思考学习。<br>AIVI™ 机器人通过对家居环境的识别，获取并分析环境中的障碍物数据，不断学习发展，从而提出最优的地面清洁解决方案 |
| Smart Navi 2.0 全局规划系统 | 借助 LDS 激光雷达以及精确的 SLAM 算法，机器人能够智能识别家居环境，快速建立可视化地图，选择高效的工作路线。                                |
| 蓝鲸清洁系统 2.0            | 科沃斯机器人依照蓝鲸的生物结构及捕食特征，自主研发出扫拖一体的蓝鲸清洁系统 2.0，深度清洁，超强劲吸、精细过滤、均匀湿拖等一步到位。                        |

资料来源：科沃斯官网，德邦研究所



图 18：地宝 T9 搭载 TureDetect 3D 避障技术



资料来源：科沃斯天猫旗舰店，德邦研究所

### 3.2. 拖地成为新亮点，N9+自清洁精准把握需求

如前所述，中国家庭特殊的地板材质使得拖地成为刚需。在拖地需求上，科沃斯曾推出多款吸拖一体产品，从需手洗抹布到一次性抹布用后即抛，但始终仍存在一定痛点。2020 年云鲸首次推出自清洗抹布的吸拖一体扫地机“小白鲸”，在当年双十一当天一跃取得生活电器行业第一，11 月 4 日售罄 6.5W 台，销售额破 2 亿。云鲸的成功意味着自清洁吸拖对于消费者的重要性。然而，云鲸在产品性能上仍存在一定缺陷，也给竞品留出了空间。

- 小白鲸的吸拖模式为先完成全屋吸尘再手动装上拖布开始拖地，整个过程耗时较长；
- 由于自身不配备水箱，小白鲸在清洁过程中需要经常往返基站，清洗抹布、补水，而且需要时刻注意倾倒云鲸水箱的污水以及补充净水；
- 根据云鲸官方公众号，2020 年 12 月 31 日云鲸合作的云服务器压力过载崩溃，小白鲸启用内部时间的记录方式（正常情况下根据云服务器时间），但由于工程师失误，导致小白鲸将机身时间 12 月 31 日记录为“13 月 1 日”，从而引发程序逻辑出错导致机器人指示灯闪烁无法正常

工作。针对以上情况，云鲸给出的解决方案需机器人断网 24 小时后再重启，但仍有部分消费者的机器无法恢复而需返厂维修。此次产品无法工作主要为机器人系统 BUG，也说明云鲸技术层级仍有缺口，在智能化及底层技术支撑上仍与龙头品牌有一定差距。

2021 年 3 月，科沃斯把握住自清洁的重要需求痛点，且认为扫拖一体相比扫拖互换模式对用户来说有更大的价值，因此推出扫吸拖一体机器人 N9+，不仅带有免洗抹布功能，且与竞品不同，N9+扫拖一体，无需手动更换模块，同时自身携带水箱，可减少回基站的次数，提升清洁效率。

图 19：扫地机竞品性能对比

|         | 米家扫拖机器人Pro               | 石头T7S Plus                                 | 石头T7    | 云鲸YJCC003            | 美的M7 Pro                    | 科沃斯T9               | 科沃斯N9+                                      |
|---------|--------------------------|--------------------------------------------|---------|----------------------|-----------------------------|---------------------|---------------------------------------------|
| 到手价     | 2999                     | 2799                                       | 2299    | 4299                 | 1999                        | 2899                | 3699                                        |
| 导航类型    | 激光导航                     | 激光导航                                       | 激光导航    | 激光导航                 | 激光导航                        | dToF导航              | VSLAM视觉导航                                   |
| 清扫模式    | 吸口+滚刷式                   | 吸口+滚刷式                                     | 滚刷式     | 吸口式                  | 滚刷式                         | 滚刷式                 | 滚刷式                                         |
| 电池      | 5200mAh                  | 5200mAh                                    | 5200mAh | 5200mAh              | 5200mAh                     | 5200mAh             | 5200mAh                                     |
| 续航      | 3小时                      | 2.5小时                                      | 2.5小时   | 3小时                  | 3小时                         | 2.5小时               | 2.5小时                                       |
| 尘盒      | 300ml                    | 470ml                                      | 460ml   | 430ml                | 450ml                       | 420ml               | 300ml                                       |
| 水箱      | 260ml                    | 300ml                                      | 297ml   | 无                    | 220ml                       | 240ml               | 200ml                                       |
| 噪音      | 66-72db                  | 67db                                       | 67db    | 40-65db              | 63-72db                     | 69db                | 76db                                        |
| 最高高度    | 9.6cm                    | 9.7cm                                      | 9.6cm   | 10.7cm               | 9.7cm                       | 9.3cm               | 8.5cm                                       |
| 吸力      | 4000Pa                   | 2500Pa                                     | 2500Pa  | 1800Pa               | 4000Pa                      | 3000Pa              | 2200Pa                                      |
| 避障      | AI场景识别，3D TOF+视觉融合算法精准避障 | AI结构光避障+精准测距                               | -       | -                    | -                           | 3D结构光避障             | -                                           |
| 自动集尘充电座 | -                        | 有，单独选配                                     | -       | -                    | -                           | 有，单独选配              | -                                           |
| 自洗拖布    | -                        | -                                          | -       | 有                    | -                           | -                   | 有                                           |
| 其他特点    |                          | 2021红点设计大奖：震动擦地3000/min；断点续擦，区域清扫；AI智控升降拖布 | 2cm强力越障 | 内置清洁钩刀，减少缠发困扰，延边清扫功能 | 500/分高频震动拖，延边清扫断点续擦；2cm轻松越障 | 480/分钟往复摩擦；免洗拖布用完即扔 | 2021德国iF设计大奖：扫拖二合一；旋转加压擦地，旋转180次/分钟；拖布支架的拆卸 |

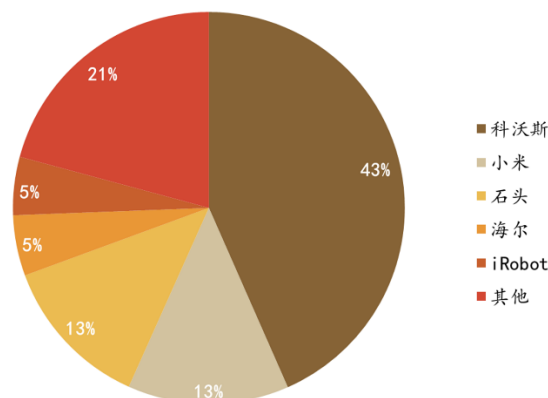
资料来源：天猫旗舰店，德邦研究所

### 3.3. 行业空间广阔，科沃斯龙头地位稳固

扫地机行业集中度相对较高，根据中怡康数据，按零售额统计，2020 年国内扫地机器人市场前四品牌的线上市场占有率合计达 80%，较上年同期提高 7 个百分点，市场集中度进一步提升。科沃斯连续多年占据国内第一品牌的位置，2019 年科沃斯线上零售额占比 46.9%，线下零售额占比 71.3%。



图 20：2019 年 1-6 月扫地机器人线上市场份额



资料来源：中怡康，德邦证券研究所

从空间来看，随着消费者教育逐渐加深，扫地机受众面广度提升，渗透率提升趋势有望持续，销量仍有一定提升空间，我们预计 2025 年扫地机国内城镇家庭渗透率有望突破 10%，2020-2025 年 5 年销量复合增速近 20%，具有广阔空间。

图 21：扫地机空间测算

|        | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 5年CAGR |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 销量（万台） | 613   | 628   | 654   | 701   | 859   | 1031  | 1301  | 1614  | 20%    |
| 新增需求   |       | 368   | 253   | 119   | 262   | 410   | 634   | 798   |        |
| 更新需求   |       | 260   | 401   | 582   | 597   | 621   | 666   | 816   |        |
| 城镇渗透率  | 4.7%  | 5.1%  | 5.5%  | 5.7%  | 6.3%  | 7.3%  | 8.9%  | 10.9% |        |

资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

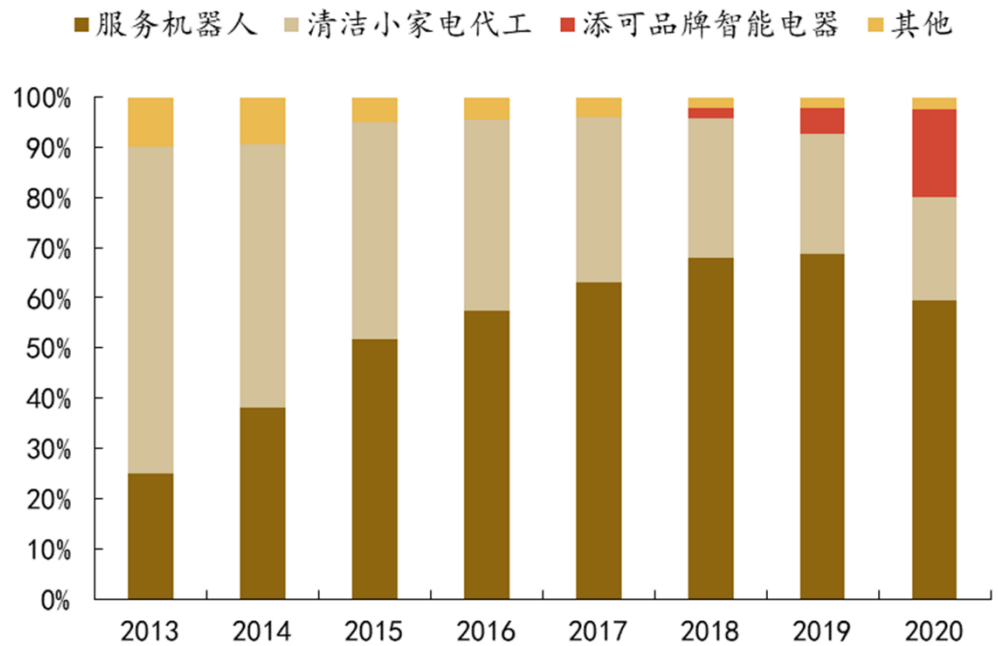
## 4. 科沃斯全方位铸造竞争力

智能清洁电器作为科技属性较强的产品，产品力尤为重要，而如前所述，科沃斯及添可凭借优秀的消费者洞察及较强的研发能力，产品性能直击消费者痛点，竞争力突出；而除此之外，科沃斯亦具有壮士断腕的决心，主动削减代工业务，全力培植自主品牌，更在产业链、营销、渠道全方位铸造起较强的竞争力。

### 4.1. 转型：主动削减代工、低端业务

科沃斯以代工清洁类小家电业务起家，2013 年公司代工业务营收占比高达 65%，2019 年公司主动战略调整削减扫地机代工和低端产品业务，代工营收占比降至 25%，高端产品占比持续提升，科沃斯扫地机中以全局规划类产品为代表的的高端品类占比从 2018 年的 39%提高到 2020 年的 81%。

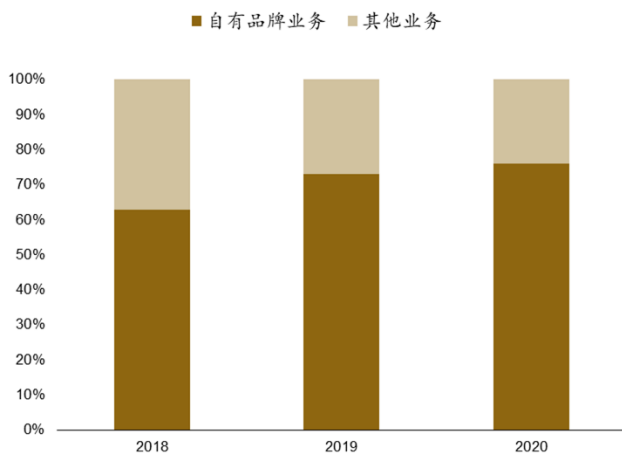
图 22：代工业务营收占比逐年下降



资料来源：公司公告，德邦研究所

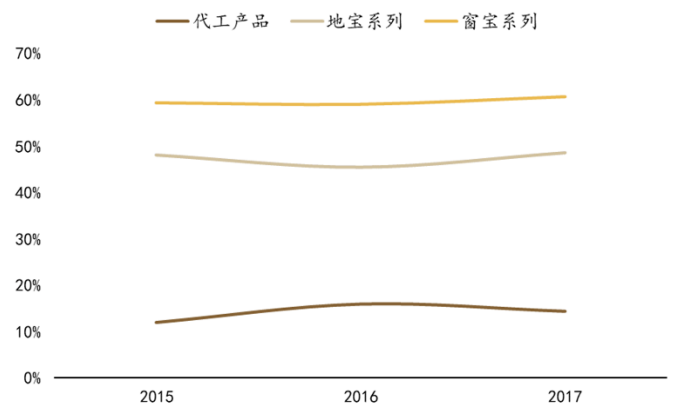
在科沃斯品牌稳步发展基础上，公司于 2018 年正式推出添可品牌，在“科沃斯+添可”双轮驱动的战略推动下，公司自有品牌的业务占比逐年提升，2020 年科沃斯及添可两大自有品牌业务合计营收占比达 75.96%。自有产品毛利率远高于代工业务，随着公司不断发展自有品牌业务，公司毛利率逐年提升，2020 年毛利率达 42.86%，同比+4.56pct。

图 23：自有品牌业务占比上升



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 24：代工产品毛利率远低于自有产品

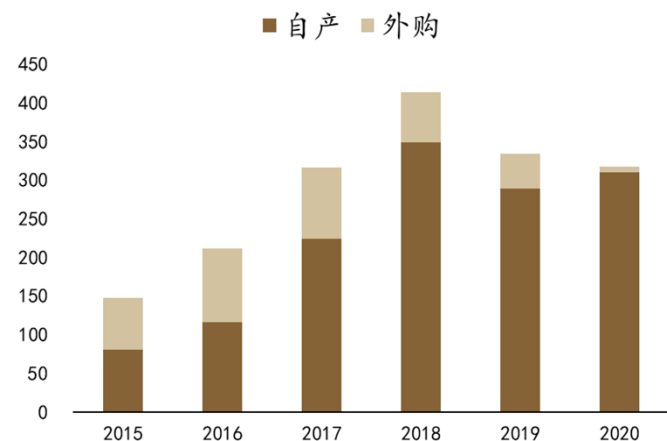


资料来源：公司公告，德邦研究所

#### 4.2. 产业链：自研自产，链条完善

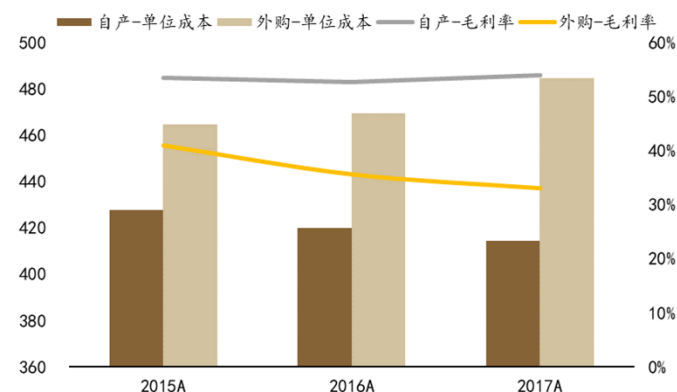
在生产模式上，公司凭借更为完善的供应链体系，基本实现自主生产，推动毛利率上行。根据招股书显示，科沃斯旗下包括怡润模具、彤帆科技、凯航电机，分别生产制造模具、制造塑胶制品、制造电机产品，故而能有效控制自产成本。2020 年科沃斯扫地机自产占比已达 98%，较 2015 年提升 43%。

图 25：科沃斯服务机器人自产及外购销量（万台）



资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

图 26：科沃斯服务机器人自产及外购对应单位成本（元）及毛利率

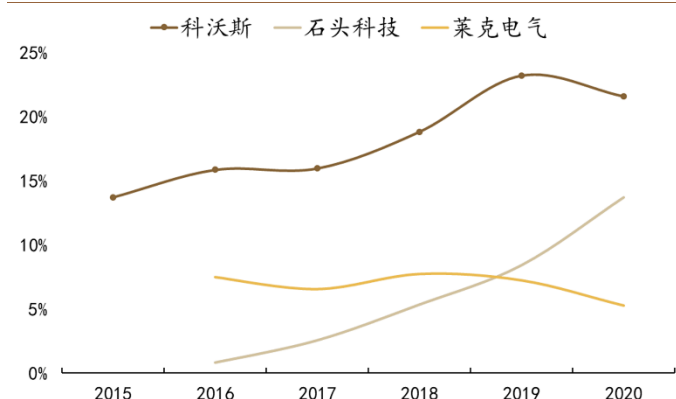


资料来源：招股说明书，德邦研究所

### 4.3. 营销：大力投入，跨界营销有一手

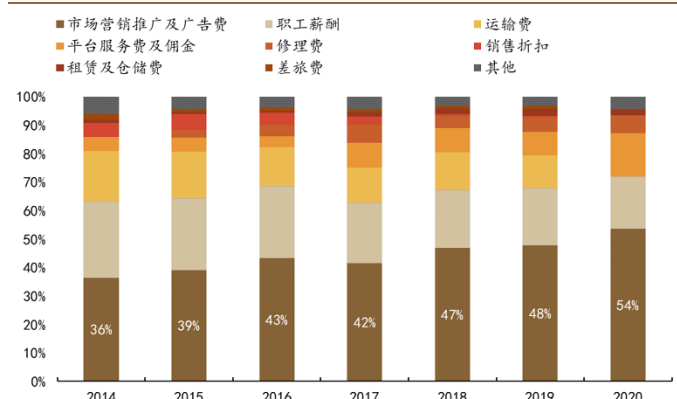
在营销方面，科沃斯一直十分重视，且随着营收规模扩大，销售费用率仍持续上升。2020 年公司销售费用率达 21.6%，远高于可比公司。且从销售费用拆分来看，市场营销推广费占比也逐渐呈上升趋势，2020 年占销售费用达 54%。

图 27：科沃斯销售费用率远高于可比公司



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 28：科沃斯销售费用拆分



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司的营销重点主要聚集年轻消费群体，进行多渠道全方位营销传播，采用广告投放，电视剧植入，主播带货，淘宝直播等方式形成全路径、全时段的触点；通过深入挖掘目标客户群体特质，根据不同平台的用户内容精准投放营销内容，达到精准的传播效果。

同时，科沃斯与时俱进，积极把握社交媒体及内容直播平台，加速消费者渗透。公司与国内主要社交平台均建立合作，并且与头部 KOL 建立长期合作关系。2019 年公司微博粉丝阅读互动 8,900 万余次，2020 年科沃斯抖音短视频累计播放破万次。同时顺应网红经济、直播带货的发展趋势，积极与适合品牌人群的带货达人合作，2019 年公司线上当红主播实力带货累计成交额破 6,000 万。

图 29：科沃斯历年主要营销事件

| 年份       | 营销事件                                                          |
|----------|---------------------------------------------------------------|
| 2015年5月  | 科沃斯与迪士尼合作推出复仇者联盟系列限量版扫地机器人，并联合天猫、京东、阿里影业等进行电影推广及新品上市          |
| 2015年9月  | 正式宣布钟汉良成为品牌形象代言人，全新 TVC 于 10 月起在浙江卫视、东方卫视、爱奇艺、优酷等平台上线         |
| 2016年7月  | 商用机器人“旺宝”化身“交交”出任交通银行“大堂经理”，一时蹿红网络<br>同月，“旺宝”出现在美剧《传世》第二季的镜头中 |
| 2016年11月 | 科沃斯机器人倾情出演减压喜剧《外公芳龄38》                                        |
| 2017年    | 植入综艺《小手牵小狗》、《机会来了》第二季<br>赞助并植入电视剧《凡人的品格》                      |
| 2018年    | 赞助并植入电视剧《恋爱先生》<br>官宣吴磊成为品牌全球代言人                               |
| 2020年3月  | 首场线上直播发布会“进化之夜”，携2020年重磅系列新品惊艳亮相                              |

资料来源：公司官网，德邦研究所

#### 4.4. 渠道：海外增长可期，线上线下布局完善

公司科沃斯品牌家庭服务机器人及添可品牌高端智能生活电器在国内外已形成了由线上渠道（包括线上 B2C、电商平台入仓、线上分销商）和线下渠道组成的多元化销售体系。线下渠道兼具品牌展示和体验的功能，线上渠道具有显著的价格优势。清洁类小家电 OEM/ODM 业务主要向海外品牌商直接销售。

##### 4.4.1. 海外：具备全球化视野，提早布局

公司以清洁类小家电代工业务出身，公司前瞻性的全球化战略布局，为品牌出海打下坚实基础。科沃斯海外布局采取“先难后易”的国际化策略——即先进入市场成熟、竞争激烈的发达国家的市场，后进入发展中国家市场。经过多年的扩张，科沃斯已攻占欧洲、美国、日本等三个战略高地，形成了以中国为核心，美国、德国、日本子公司共振的研发销售体系，并成功开拓了西班牙、瑞士、法国、加拿大、捷克、波兰、德国、伊朗、马来西亚等多个国家和地区的市场。

图 30：科沃斯海外布局历程



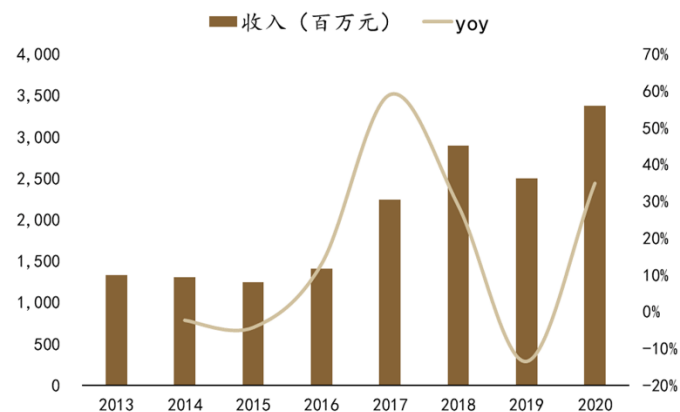
资料来源：招股说明书，公司公告，德邦研究所

随着海外销售子公司的发展成熟，公司海外收入不再仅依靠吸尘器代工，逐步实现服务机器人自主品牌出海，海外收入规模持续提升，未来发展空间巨大，

2020 年公司海外营收占比达 47%。

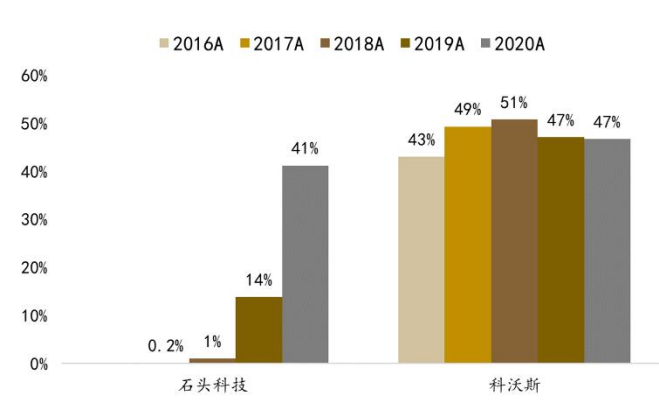
2019 年，公司策略性退出服务机器人 ODM 业务，当年该业务同比-89.1%，致使当年海外整体收入有所下滑，但从长期看，主动削减 ODM 业务为公司长期健康发展打下坚实基础，公司得以降低海外市场主要竞争对手威胁，并可进一步集中资源在全球市场扩展科沃斯自主品牌服务机器人业务。

图 31：公司海外收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 32：海外营收占比对比



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司始终把“全球化”发展作为公司经营的重要战略，坚持从长远发展的角度布局品牌和渠道建设。经过多年投入和建设，已建立以美国、德国和日本为核心覆盖全球主要市场的全球经营网络，搭建了完善的线上和线下销售渠道，获得了广泛的消费者认可。科沃斯品牌服务机器人在海外持续取得亮眼成绩。而添可品牌同样在海外取得佳绩，芙万洗地机于 2020 年 3 月推出市场，并以美国市场为出海的第一站，便一举夺得 2020 年“黑五”行业销冠。2020 年“黑五”期间，添可海外全渠道成交额超过 2.2 亿元，同比增长 256%，在美国、德国、英国、日本亚马逊洗地机品类均排名第一。

未来，公司将持续拓展欧洲和亚太等新的重点海外市场。洗地机在北美市场的成功证明了其在海外市场的潜力，而在欧洲和亚太的家庭中，硬地面的比例较北美更高，因此对于拖地功能的需求更大。

图 33：公司近年在海外取得亮眼成绩

| 时间    | 海外营销成绩                                                                                                                                                                                                |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | 公司成为“2019年BrandZ™中国出海品牌50强”并荣膺“最卓越进步出海品牌”。                                                                                                                                                            |
| 2019年 | 北美市场：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%。                                                                                                                                  |
|       | 欧洲市场：科沃斯机器人备受消费者青睐，市场占有率已稳居前三。                                                                                                                                                                        |
|       | 亚太市场：公司联合世界级创意工作室LINE FRIENDS，在亚太市场盛大发布最薄扫拖一体地宝 DEEBOT U3与LINE FRIENDS 联名款新品DEEBOT U3 LINE FRIENDS BROWN Edition，受到千禧一代的喜爱。此外，科沃斯还首次携手东南亚最大电商平台Lazada庆祝其周年庆，在多国掀起家用服务机器人购买浪潮，单日销量激增42%，成功摘夺扫地机器人销量冠军。 |
|       | 再度蝉联“BrandZ™中国全球化品牌50强”                                                                                                                                                                               |
| 2020年 | 科沃斯品牌和添可品牌收入中来自海外市场的收入占比分别达30.44%和46.03%。                                                                                                                                                             |
|       | 添可：“黑五”、“网一”购物节期间，添可在美国、德国、英国、日本亚马逊洗地机品类均排名第一。海外全渠道成交额超过 2.2 亿元，同比增长 256%。                                                                                                                            |
| 2021年 | 北美市场：2021年1月，科沃斯被美国商业杂志《Insights Success》评选为“2021年全球十佳机器人公司”，美国消费者监督机构商业促进局（Better Business Bureau）向科沃斯授予A+等级认证。                                                                                      |

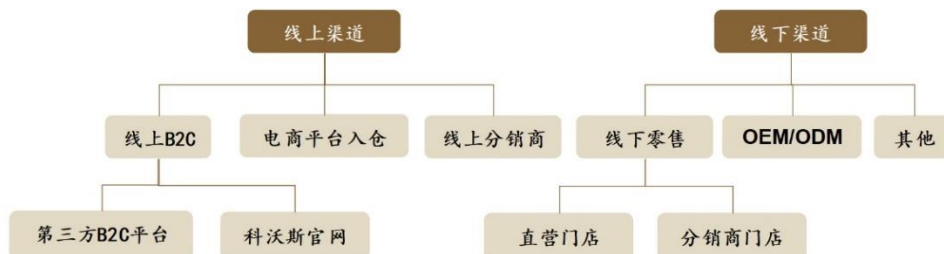
资料来源：公司公告，亚马逊，德邦研究所



#### 4.4.2. 国内：线上销售+线下体验

国内渠道来看，公司已具备完善的线上线下销售渠道，线下零售以直营门店及分销商门店为主，2018 年线下门店数量增至 1,500 家，平均单店销售数量增长 29%；线上渠道主要包括公司官网、以天猫为代表的第三方 B2C 渠道和以京东自营、苏宁易购、唯品会为代表的电商平台入仓（B2B）渠道。

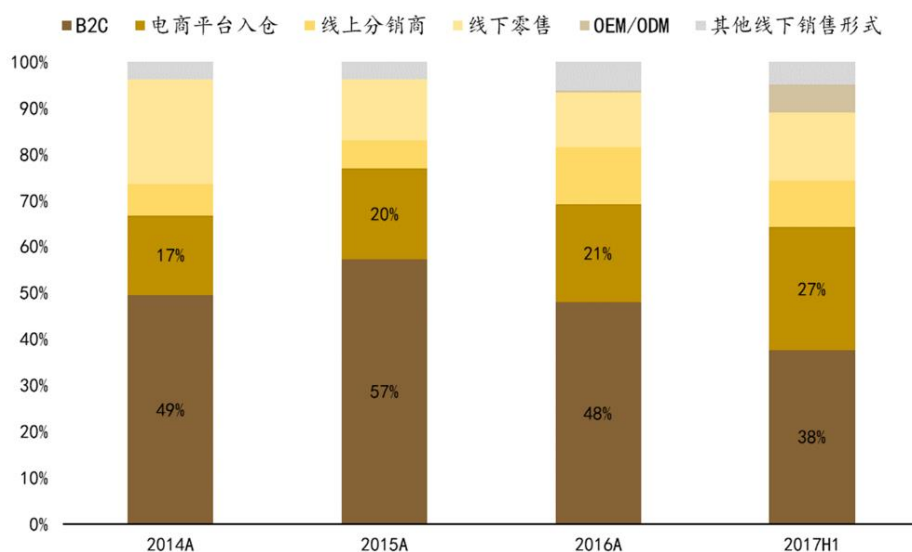
图 34：科沃斯国内渠道梳理



资料来源：公司公告，德邦研究所

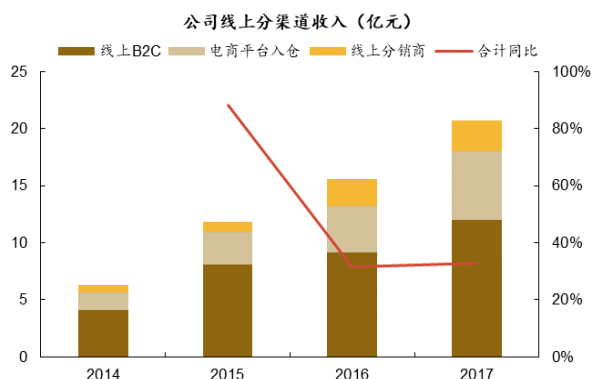
从渠道占比看，科沃斯定位明确，采取“线上销售+线下体验”的主要模式，扫地机器人为相对高端的高科技产品，国内线下仅布局一二线城市购物中心等，以体验及消费者教育为主要功能，收入大部分来自于线上渠道，线上收入占比约 70%。

图 35：科沃斯服务机器人分渠道营收占比



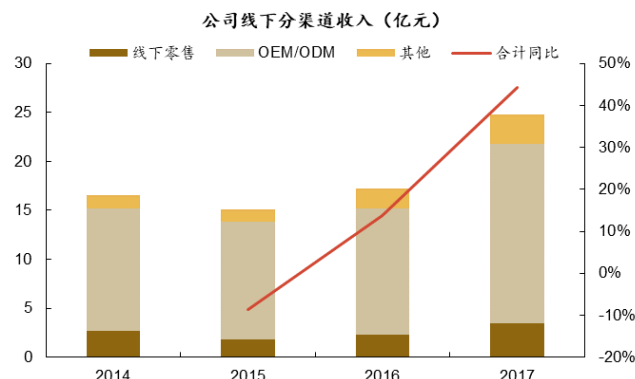
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36：公司线上营收拆分



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 37：公司线下营收拆分



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 5. 公司基本情况与财务分析

### 5.1. 公司基本情况

1998 年,科沃斯创始人兼董事长钱东奇先生创立公司前身泰怡凯电器(苏州)有限公司(TEK),主营吸尘产品贴牌代工。2006 年公司开始向以**技术创新、品牌打造为核心**的品牌企业转型,2011 年泰怡凯苏州更名为“科沃斯机器人科技(苏州)有限公司”,2014 年 3 月,再次更名为“科沃斯机器人有限公司”。2016 年公司变更为股份有限公司,于 2018 年 5 月正式上市。2018 年,TEK 成立 20 周年之际,品牌全新升级为 TINECO 添可,并先后推出智能吸尘器飘万、智能洗地机芙万、智能吹风机摩万、智能料理机食万。

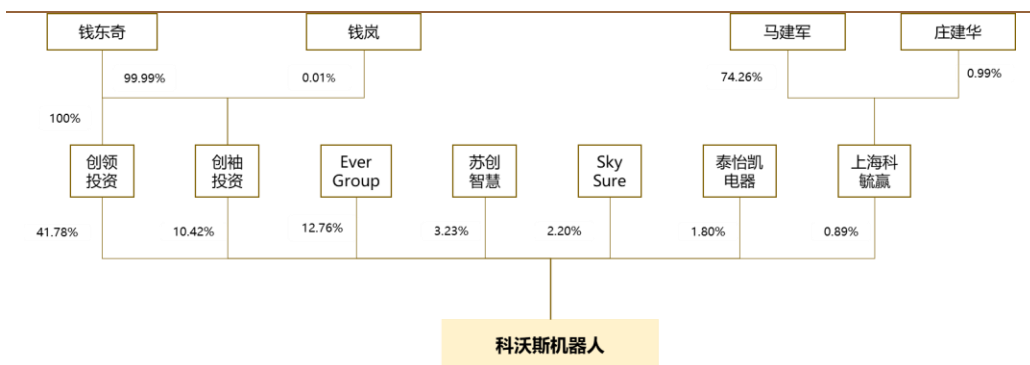
图 38: 科沃斯发展历程

| 时间   | 公司重大事件                                                                                                                                                                                      |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1998 | 科沃斯前身泰怡凯苏州成立,开启家用机器人领域的探索之路                                                                                                                                                                 |
| 2000 | 成立 HSR (Home Service Robot) 家庭服务机器人研发项目小组                                                                                                                                                   |
| 2001 | 研制出第一台自动行走吸尘的机器人,也是扫地机器人地宝的前身                                                                                                                                                               |
| 2003 | 泰怡凯苏州吸收合并泰怡凯电机                                                                                                                                                                              |
| 2006 | 开始向以技术创新、品牌打造为核心的品牌企业转型                                                                                                                                                                     |
| 2009 | <ul style="list-style-type: none"> <li>在北京举办新品发布会,发布全球第一台会说话、会跳舞的地宝 730</li> <li>钱东奇先生提出家庭服务机器人蓝海战略,开始构建更全面的产品品类</li> <li>空气净化机器人立项</li> </ul>                                              |
| 2010 | 在北京举办新品发布会,发布全球第一台空气净化机器人沁宝 A330                                                                                                                                                            |
| 2011 | <ul style="list-style-type: none"> <li>9 月 泰怡凯苏州更名为“科沃斯机器人科技(苏州)有限公司”</li> <li>10 月 在上海举办新品发布会,推出全球首款家用擦窗机器人窗宝 5 系</li> <li>02 月 科沃斯机器人第一个海外销售子公司 ECOVACS Europe GmbH 在德国杜塞尔多夫成立</li> </ul> |
| 2012 | <ul style="list-style-type: none"> <li>07 月 发布全球首款单面擦窗机器人窗宝 7 系</li> <li>11 月 科沃斯机器人北美销售子公司 ECOVACS ROBOTICS Inc. 在美国洛杉矶成立</li> </ul>                                                       |
| 2013 | 在南京举办新品发布会,发布全球首款具有全局规划、远程操控等功能的地宝 9 系,正式宣告地面清洁 4.0 时代的到来                                                                                                                                   |
| 2014 | 科沃斯机器人科技更名为“科沃斯机器人有限公司”。                                                                                                                                                                    |
| 2015 | 日本分公司 ECOVACS JAPAN CO., LTD. 在东京新宿成立                                                                                                                                                       |
| 2016 | <ul style="list-style-type: none"> <li>05 月 在苏州举办新品发布会,发布“管家”机器人 UNIBOT,并阐述家庭服务机器人的发展路径是“工具-管家-伴侣”</li> <li>11 月 科沃斯蒲公英孵化加速器项目启动,致力于打造一个属于机器人与人工智能领域创业者的生态圈</li> </ul>                      |
| 2018 | <ul style="list-style-type: none"> <li>科沃斯机器人股份有限公司 5 月 28 日正式登陆上交所</li> <li>科沃斯机器人南京人工智能研究院正式成立</li> <li>TEK 成立 20 周年之际,品牌全新升级为 TINECO 添可</li> </ul>                                       |
| 2019 | <ul style="list-style-type: none"> <li>科沃斯机器人在德国 IFA 展隆重首发全新品牌视觉识别 (VI) 系统</li> <li>战略性退出服务机器人代工业务,以更好的集中资源在全球市场拓展科沃斯品牌服务机器人业务</li> </ul>                                                   |

资料来源:公司官网,招股说明书,公司公告,德邦研究所

公司**股权结构相对集中**,董事长钱东奇通过创领投资及创袖投资合计共持有本公司 52.20% 的股权,是公司的实际控制人。钱东奇先生大学毕业后先后从事吸尘器外贸、代工贴牌生意,而后意识到自主品牌重要性,坚持自主生产研发,深谙自主品牌发展路径;公司高管多从成立初期便已在公司任职,管理层稳定且经验丰富。

图 39：科沃斯股权结构图



资料来源：公司公告，德邦研究所（注：截至 2021 年中报）

图 40：科沃斯管理层履历

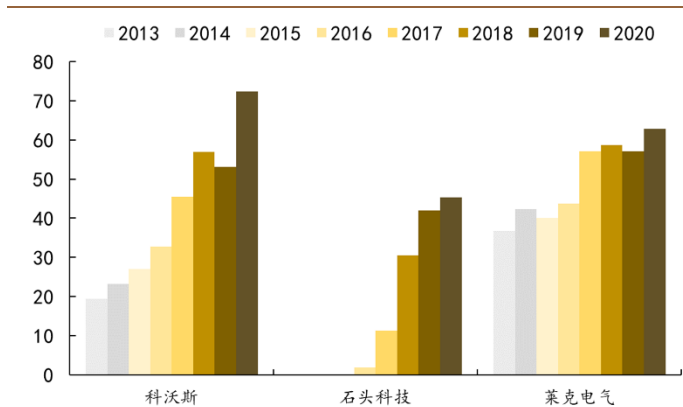
| 姓名               | 职位      | 出生年份 | 毕业学校          | 职业经历           |               |                                    |
|------------------|---------|------|---------------|----------------|---------------|------------------------------------|
|                  |         |      |               | 时间             | 公司            | 职位                                 |
| 钱东奇              | 董事长     | 1958 | 南京大学          | 1987.8-1990.10 | 海南省对外经贸发展公司   | 经理助理                               |
|                  |         |      |               | 1990.11-1995.5 | 中国电子进出口公司     | 深圳分公司业务经理                          |
|                  |         |      |               | 1995.5-1998.2  | TEK 香港有限公司    | 总经理                                |
|                  |         |      |               | 1998.3-至今      | 创立公司前身泰怡凯     |                                    |
| David Cheng Qian | 副董事长    | 1990 | 英属哥伦比亚大学      | 2012.7-2015.4  | 泰怡凯科技有限公司     | 电子商务经理                             |
|                  |         |      |               | 2015.5-至今      | 科沃斯机器人        | 国际事业部负责人                           |
| 庄建平              | 董事，总经理  | 1972 | 苏州广播电视大学      | 1995.1-1998.2  | 苏州爱普电器有限公司    | 会计                                 |
|                  |         |      |               | 1998.3-2006.9  | 科沃斯机器人        | 财务部经理，先后兼任人力资源部经理、采购部经理            |
|                  |         |      |               | 2008.11-至今     | 科沃斯机器人        | 总经理                                |
| 王宏伟              | 董事      | 1966 | 武汉理工大学        | 1990.7-2001.9  | 武汉染料厂         | 仪表电气车间主任、副厂长等职                     |
|                  |         |      |               | 2001.9-至今      | 科沃斯机器人        | 历任生产总监、物流总监、品质总监、董事等职              |
| 马建军              | 副总经理，董秘 | 1977 | 上海交通大学，美国西北大学 | 2001.4-2004.8  | 普华永道          | 高级咨询顾问                             |
|                  |         |      |               | 2004.9-2005.8  | 罗兰贝格          | 高级咨询顾问                             |
|                  |         |      |               | 2007.7-2016.3  | 瑞士信贷（香港）投资银行部 | 历任企业融资部高级经理、副总裁、执行董事及科技、媒体和电信行业负责人 |
|                  |         |      |               | 2016.4-至今      | 科沃斯机器人        | 首席财务官、董事会秘书                        |

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 5.2. 财务分析：高举高打，盈利能力明显提升

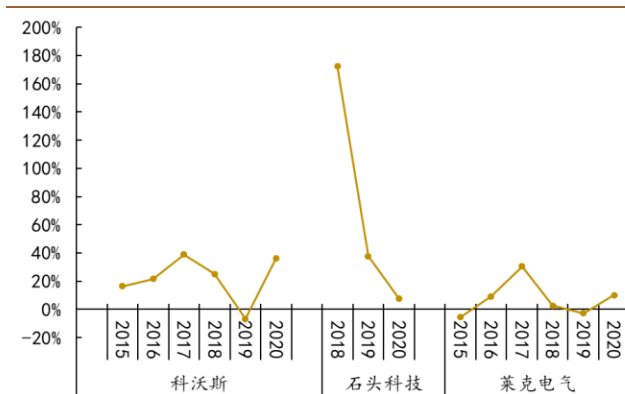
公司营收规模稳步提升，2019 年由于公司主动削减代工及低端业务，营收规模短暂承压，2020 年公司转型成功，自主品牌快速放量，2020 年实现营收 72.34 亿元，同比+36.17%。

图 41：可比公司历年营收对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

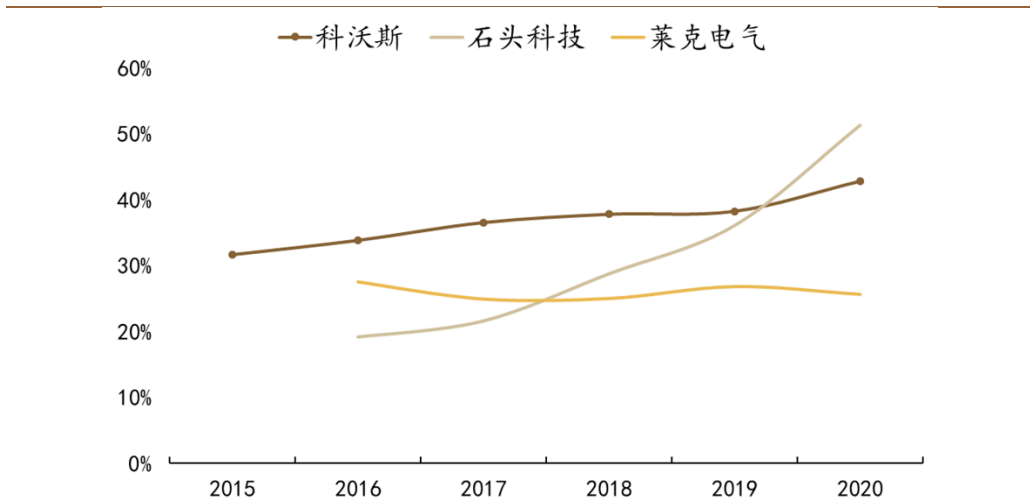
图 42：可比公司历年营收同比



资料来源：公司公告，德邦研究所

随着公司自主品牌占比提升，公司毛利率提升明显，2020 年毛利率达 42.86%，同比提升 4.67pct，未来随着自主品牌及高端产品占比提升，毛利率仍有上行空间。

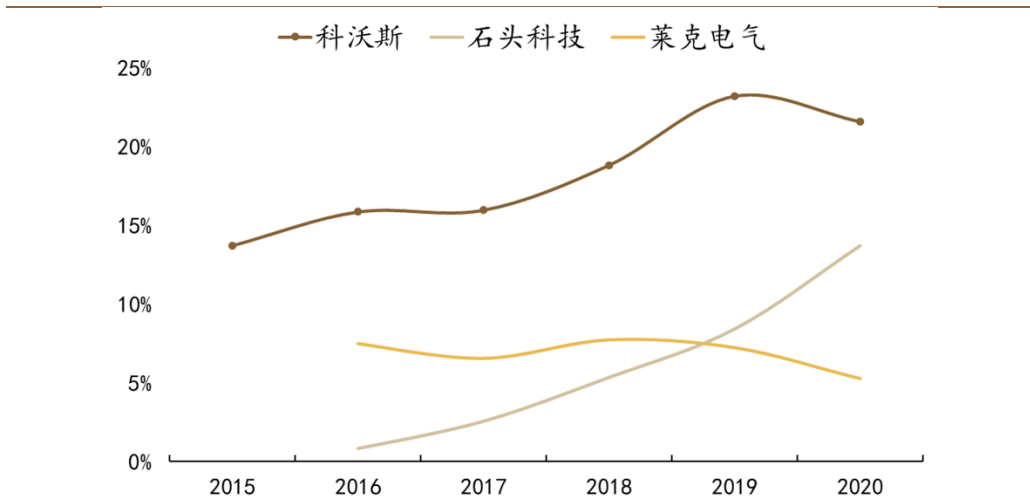
图 43：可比公司毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司高举高打，坚持大力投入营销，抢占消费者心智，2020 年销售费用率达 21.58%，远高于可比公司。

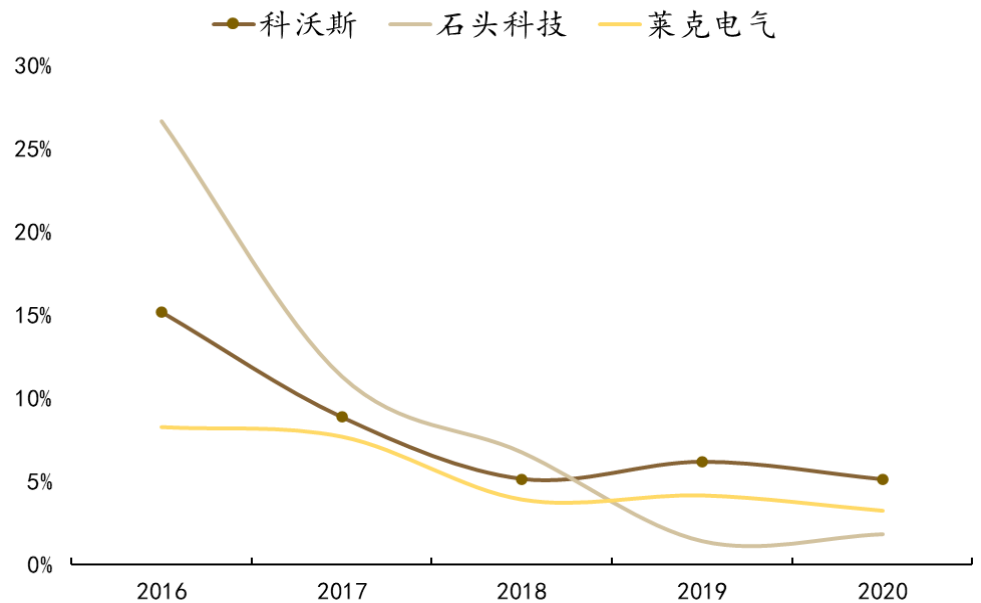
图 44：科沃斯销售费用率远高于可比公司



资料来源：公司公告，德邦研究所

随着规模效应逐渐显性，公司管理费用率呈逐步降低趋势，2020 年管理费用率为 5.13%，同比降低 1.06pct，与行业可比公司水平相近。

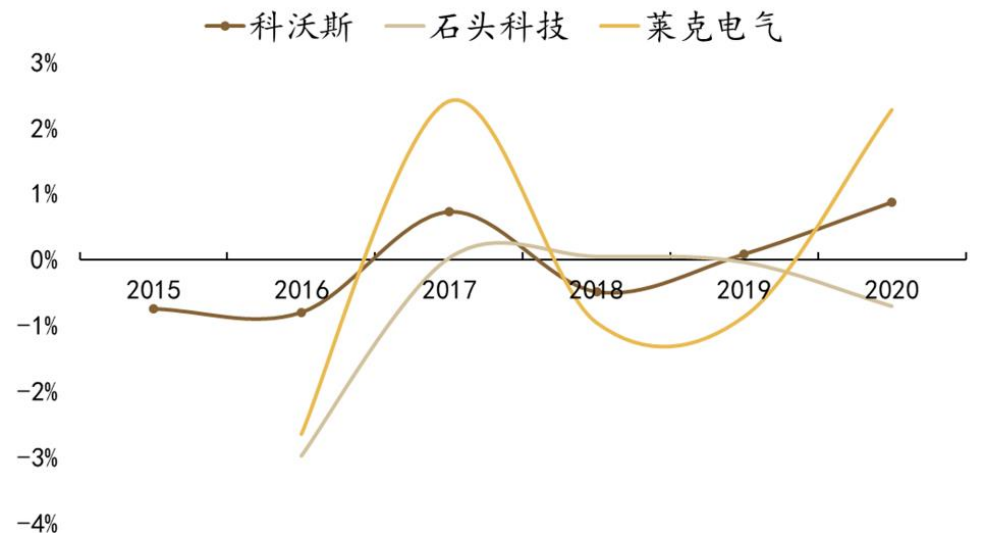
图 45：可比公司管理费用率



资料来源：公司公告，德邦研究所（注：2016-2017 年含研发费用）

公司财务费用处于较低水平，资金充沛，因公司海外业务持续发展，财务费用受汇率因素有所波动。

图 46：可比公司财务费用率

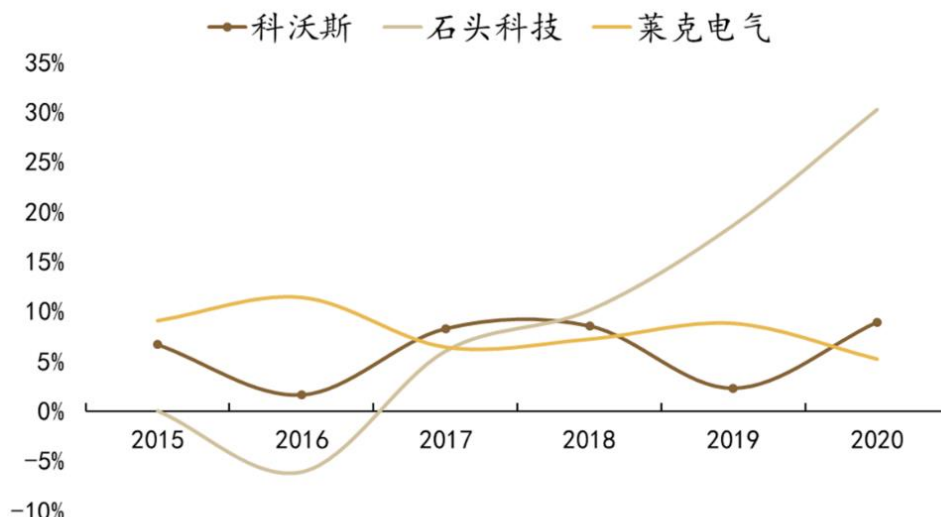


资料来源：公司公告，德邦研究所

2019 年营收规模有所下行，而部分费用支出相对固定，因此导致公司当年净利率下行明显，随着低谷已过，2020 年净利率提升明显，达 8.90%，随着公司毛利率有望提升叠加规模效应，公司净利率亦料将呈上行趋势。



图 47：可比公司净利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

## 6. 投资建议

科沃斯精准把握消费者需求，坚持自主研发，高举高打，凭借出色的产品力及品牌力持续取得优异的销售成绩。长期看，智能清洁电器符合第三消费时代消费者对于品质生活和解放双手的追求，扫地洗拖地类产品有望成为家庭刚需。我们预计公司同时受益于行业高景气度及自身竞争优势，收入端有望维持高增长。利润端看，预计未来随着公司自主品牌及高端产品占比提升，均价持续提升，毛利率水平呈上升趋势，叠加规模效应有望助力成本降低，提升公司盈利能力。

图 48：公司收入成本拆分预测

|                  | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 服务机器人            |       |       |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)         | 3865  | 3655  | 4305  | 6199  | 7699  | 9385  |
| yoy              | 35%   | -5%   | 18%   | 44%   | 24%   | 22%   |
| 销量 (万台)          | 414   | 334   | 317   | 381   | 438   | 503   |
| yoy              | 24%   | -19%  | -5%   | 20%   | 15%   | 15%   |
| 单位出厂价 (元)        | 933   | 1094  | 1357  | 1629  | 1759  | 1865  |
| yoy              | 8%    | 17%   | 24%   | 20%   | 8%    | 6%    |
| 毛利率 (%)          | 48%   | 45%   | 48%   | 51%   | 51%   | 51%   |
| 智能生活电器 (原清洁类小家电) |       |       |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)         | 1699  | 1539  | 2751  | 6661  | 8855  | 11971 |
| yoy              | 8%    | -9%   | 79%   | 142%  | 33%   | 35%   |
| 销量 (万台)          | 635   | 361   | 479   | 664   | 759   | 891   |
| yoy              | 37%   | -43%  | 33%   | 38%   | 14%   | 17%   |
| 单位出厂价 (元)        | 268   | 426   | 574   | 1003  | 1166  | 1343  |
| yoy              | -22%  | 59%   | 35%   | 75%   | 16%   | 15%   |
| 毛利率 (%)          | 18%   | 25%   | 36%   | 50%   | 51%   | 52%   |
| 合计               |       |       |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)         | 5694  | 5312  | 7234  | 13091 | 16855 | 21747 |
| yoy              | 25%   | -7%   | 36%   | 81%   | 29%   | 29%   |
| 毛利率 (%)          | 38%   | 38%   | 43%   | 50%   | 51%   | 51%   |

资料来源：德邦研究所预测

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 130.91、168.55、217.47 亿元，同比分别增长 81.0%、28.7%、29.0%，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为

20.95、28.00、36.98 亿元，同比分别增长 226.7%、33.6%、32.1%。EPS 分别为 3.66、4.89、6.46，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 43.97x、32.90x、24.91x，公司作为清洁电器龙头，自身具备较强竞争力，业绩快速释放，估值略高于可比公司，为相对合理水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 49：可比公司相对估值

| 公司   | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 石头科技 | 26.29 | 34.25 | 43.43 | 28.14 | 21.60 | 17.04 |
| 莱克电气 | 1.30  | 1.73  | 2.07  | 20.16 | 15.22 | 12.71 |
| 极米科技 | 9.44  | 13.78 | 18.88 | 50.99 | 34.93 | 25.50 |
| 平均值  | 12.35 | 16.59 | 21.46 | 33.10 | 23.91 | 18.41 |

资料来源：wind，德邦研究所（注：pe 采用 9 月 27 日股价计算，莱克电气及极米科技 eps 采用德邦预测）

## 7. 风险提示

行业竞争加剧风险，清洁电器渗透率不及预期风险，海外市场拓展不及预期风险，原材料价格上涨风险。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2020   | 2021E  | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |        |       |       |
| 每股收益      | 1.12   | 3.66   | 4.89  | 6.46  |
| 每股净资产     | 5.42   | 8.38   | 12.40 | 17.46 |
| 每股经营现金流   | 2.09   | 2.51   | 4.73  | 6.26  |
| 每股股利      | 0.50   | 0.71   | 0.89  | 1.42  |
| 价值评估(倍)   |        |        |       |       |
| P/E       | 143.65 | 43.97  | 32.90 | 24.91 |
| P/B       | 29.70  | 19.21  | 12.98 | 9.22  |
| P/S       | 12.56  | 6.94   | 5.39  | 4.18  |
| EV/EBITDA | 98.32  | 36.50  | 27.67 | 20.66 |
| 股息率%      | 0.3%   | 0.4%   | 0.6%  | 0.9%  |
| 盈利能力指标(%) |        |        |       |       |
| 毛利率       | 42.9%  | 50.0%  | 50.8% | 51.3% |
| 净利润率      | 8.9%   | 16.0%  | 16.6% | 17.0% |
| 净资产收益率    | 20.7%  | 43.7%  | 39.5% | 37.0% |
| 资产回报率     | 10.4%  | 23.8%  | 22.8% | 22.2% |
| 投资回报率     | 21.2%  | 41.0%  | 36.6% | 34.1% |
| 盈利增长(%)   |        |        |       |       |
| 营业收入增长率   | 36.2%  | 81.0%  | 28.7% | 29.0% |
| EBIT 增长率  | 387.2% | 194.7% | 32.0% | 30.6% |
| 净利润增长率    | 431.2% | 226.7% | 33.6% | 32.1% |
| 偿债能力指标    |        |        |       |       |
| 资产负债率     | 49.5%  | 45.3%  | 41.9% | 39.8% |
| 流动比率      | 1.6    | 1.9    | 2.1   | 2.3   |
| 速动比率      | 1.2    | 1.3    | 1.6   | 1.7   |
| 现金比率      | 0.6    | 0.7    | 0.9   | 1.1   |
| 经营效率指标    |        |        |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 65.0   | 63.2   | 63.9  | 63.8  |
| 存货周转天数    | 113.4  | 114.0  | 113.4 | 113.6 |
| 总资产周转率    | 1.2    | 1.5    | 1.4   | 1.3   |
| 固定资产周转率   | 9.5    | 13.9   | 15.4  | 17.7  |

| 现金流量表(百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润        | 641   | 2,095 | 2,800 | 3,698 |
| 少数股东损益     | 3     | 8     | 11    | 15    |
| 非现金支出      | 235   | 130   | 97    | 103   |
| 非经营收益      | -56   | -37   | -63   | -85   |
| 营运资金变动     | 373   | -757  | -136  | -147  |
| 经营活动现金流    | 1,197 | 1,438 | 2,709 | 3,583 |
| 资产         | -130  | -320  | -248  | -237  |
| 投资         | -42   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -27   | 34    | 56    | 78    |
| 投资活动现金流    | -200  | -286  | -192  | -159  |
| 债权募资       | 234   | -109  | 0     | 0     |
| 股权募资       | 28    | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | -346  | -403  | -500  | -800  |
| 融资活动现金流    | -84   | -512  | -500  | -800  |
| 现金净流量      | 878   | 640   | 2,018 | 2,624 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 27 日  
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 7,234 | 13,091 | 16,855 | 21,747 |
| 营业成本        | 4,134 | 6,540  | 8,295  | 10,599 |
| 毛利率%        | 42.9% | 50.0%  | 50.8%  | 51.3%  |
| 营业税金及附加     | 54    | 91     | 120    | 155    |
| 营业税金率%      | 0.7%  | 0.7%   | 0.7%   | 0.7%   |
| 营业费用        | 1,561 | 2,906  | 3,734  | 4,893  |
| 营业费用率%      | 21.6% | 22.2%  | 22.2%  | 22.5%  |
| 管理费用        | 371   | 655    | 884    | 1,131  |
| 管理费用率%      | 5.1%  | 5.0%   | 5.2%   | 5.2%   |
| 研发费用        | 338   | 612    | 803    | 1,027  |
| 研发费用率%      | 4.7%  | 4.7%   | 4.8%   | 4.7%   |
| EBIT        | 776   | 2,287  | 3,018  | 3,942  |
| 财务费用        | 63    | -23    | -53    | -99    |
| 财务费用率%      | 0.9%  | -0.2%  | -0.3%  | -0.5%  |
| 资产减值损失      | -93   | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | 45    | 34     | 56     | 78     |
| 营业利润        | 728   | 2,430  | 3,245  | 4,277  |
| 营业外收支       | 4     | 4      | 4      | 4      |
| 利润总额        | 732   | 2,434  | 3,249  | 4,281  |
| EBITDA      | 905   | 2,417  | 3,115  | 4,045  |
| 所得税         | 88    | 331    | 438    | 568    |
| 有效所得税率%     | 12.0% | 13.6%  | 13.5%  | 13.3%  |
| 少数股东损益      | 3     | 8      | 11     | 15     |
| 归属母公司所有者净利润 | 641   | 2,095  | 2,800  | 3,698  |

| 资产负债表(百万元) | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金       | 1,965 | 2,605 | 4,623  | 7,247  |
| 应收账款及应收票据  | 1,289 | 2,274 | 2,955  | 3,811  |
| 存货         | 1,285 | 2,043 | 2,576  | 3,299  |
| 其它流动资产     | 434   | 495   | 562    | 649    |
| 流动资产合计     | 4,973 | 7,417 | 10,717 | 15,006 |
| 长期股权投资     | 171   | 171   | 171    | 171    |
| 固定资产       | 762   | 945   | 1,092  | 1,225  |
| 在建工程       | 6     | 5     | 8      | 10     |
| 无形资产       | 87    | 101   | 108    | 116    |
| 非流动资产合计    | 1,190 | 1,386 | 1,543  | 1,685  |
| 资产总计       | 6,162 | 8,803 | 12,260 | 16,691 |
| 短期借款       | 109   | 0     | 0      | 0      |
| 应付票据及应付账款  | 2,026 | 2,788 | 3,630  | 4,691  |
| 预收账款       | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其它流动负债     | 904   | 1,188 | 1,492  | 1,949  |
| 流动负债合计     | 3,039 | 3,976 | 5,123  | 6,640  |
| 长期借款       | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其它长期负债     | 11    | 11    | 11     | 11     |
| 非流动负债合计    | 11    | 11    | 11     | 11     |
| 负债总计       | 3,049 | 3,987 | 5,133  | 6,651  |
| 实收资本       | 564   | 564   | 564    | 564    |
| 普通股股东权益    | 3,101 | 4,796 | 7,096  | 9,994  |
| 少数股东权益     | 12    | 20    | 31     | 46     |
| 负债和所有者权益合计 | 6,162 | 8,803 | 12,260 | 16,691 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

谢丽媛，家电行业首席分析师。复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士。2017 年新财富入围团队成员，2017、2018 年金牛奖团队成员。曾在天风证券和华安证券分别担任家电行业研究员和新消费行业负责人。见解独到的新生代新消费研究员，擅长通过历史复盘、产业验证等多方面为市场提供真正的增量价值。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
|                                                                                                                                                                                           | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|                                                                                                                                                                                           |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|                                                                                                                                                                                           |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|                                                                                                                                                                                           |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|                                                                                                                                                                                           | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                           |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                                                                                                                                           |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。