

# 家用电器

## 乘风破浪系列之四—洗地机行业篇

本文我们着重于1)行业商业模式如何,后续是否可能从产品策略走向价格策略?行业有多大的降本空间?2)产业链玩家所占据的价值分配如何?未来的竞争格局会怎么变?3)如何看待行业空间?

### 行业商业模式如何?

复盘洗地机行业发展,渗透率伴随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升。我们认为,洗地机当前仍处于产品策略为主导的阶段,产品力仍有进一步提升的空间,自动化能力是后续提升产品力的重要一环。但客观而言,洗地机后续产品迭代曲线斜率大概率变缓,可能从产品策略走向价格策略,但这并不意味着激烈的价格战。

我们预计,洗地机后续降本空间约为30%,总体而言空间不大。1)零部件众多,BOM成本及开模费用较为刚性;2)组装环节自动化水平很难提升,人工费用较为刚性;3)目前行业良率普遍较低,返修抬高售后成本。

### 未来竞争格局如何演变?

从产业链的角度来看,1)现有代工产能较为紧俏;2)品牌商占据产业链价值分配最高点;3)渠道较为开源,仍需通过营销占据消费者心智。

国内:我们预计,添可份额下滑但仍稳定在40%+,且高价格带份额或更稳健,我们以破壁机和吸尘器的行业格局可作为洗地机格局的研判参考。后续行业由产品策略过渡至价格策略,由于降本曲线斜率不大,竞争将重新回归渠道效率、品牌方利润让渡,因此我们对添可的份额不妨乐观些。国外:添可等内资品牌有望通过产品力和性价比优势抢占份额同时引领产品迭代。

我们预计,洗地机后续降价空间约为40%,终端价格降至2000元/台左右。1)行业30%的降本空间;2)良率提升,售后费用下降;3)消费者教育逐渐成熟,营销费用下降。

### 如何看待行业空间?

对于硬质地面而言,洗地机=吸尘器+电动拖把,与扫地机竞合。短期多玩家入局营销推动产品放量,产品价格带将进一步拓宽。

长期来看,洗地机目标客群清晰,聚焦有深度清洁需求的有娃及养宠家庭。我们判断全球洗地机潜在规模为3672万台/年,较2021年销量规模10倍以上,成长空间广阔。国内2575万台/年,仍为洗地机主要市场,国外1096万台/年,其中北美地区约385万台/年,欧洲地区约334万台/年,日韩地区约377万台/年。

投资建议:洗地机已成为国内清洁电器领域第三赛道,销量销额均拥有稀缺的高增速且仍有数倍空间。其本质上是更为智能化、集成化、更本土化的吸尘器,建议自上而下关注产业链中的科沃斯、石头科技及春光科技的投资机会。

风险提示:新品不及预期、行业竞争加剧、海运费持续上涨、假设和测算误差。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603486.SH	科沃斯	增持	1.12	3.56	4.50	5.65	114.66	36.07	28.54	22.73
688169.SH	石头科技	增持	20.50	23.94	31.00	39.79	39.91	34.18	26.39	20.56
603657.SH	春光科技	未覆盖								
603355.SH	莱克电气	未覆盖								

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

增持(维持)

### 行业走势



### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 徐程颖

执业证书编号: S0680521080001

邮箱: xuchengying@gszq.com

研究助理 杨凡仪

执业证书编号: S0680120070014

邮箱: yangfanyi@gszq.com

### 相关研究

1、《家用电器:当前时点,为什么全面看多家电板块?》

2022-01-10

2、《家用电器:利润弹性、业绩增速、供给能力三个维度看家电》2021-11-21

3、《家用电器:披荆斩棘的集成灶(行业篇)》2021-11-01

## 内容目录

1. 商业模式：供给驱动需求，当前阶段仍为产品策略主导	4
1.1 供给端：当前产品策略仍为主导，三个维度看产品迭代空间	4
1.2 需求端：部分替代吸尘器、电动拖把，与扫地机竞合	7
1.3 后续行业降本空间几何？	8
2. 格局推演：代工产能紧俏，品牌商一超多强	9
2.1 现状：国内“1+N”产品周期领先，国外格局未定	10
2.2 推演：国内添可仍为龙头，国外内资品牌崛起	13
2.3 后续行业降价空间几何？	15
3. 大空间：短期高成长快速扩容，长期销量空间 10 倍以上	15
3.1 消费升级+懒人经济+人力成本提高支撑行业走强	16
3.2 跨境电商打破地域限制，龙头出海成长空间打开	17
3.3 规模预测：目标客群清晰，洗地机未来空间广阔	17
4. 投资逻辑和标的梳理	19
4.1 科沃斯	19
4.2 石头科技	19
4.3 莱克电气	20
4.4 小米生态链企业	20
4.5 外资品牌	21
4.6 代工厂商——春光科技	21
风险提示	21

## 图表目录

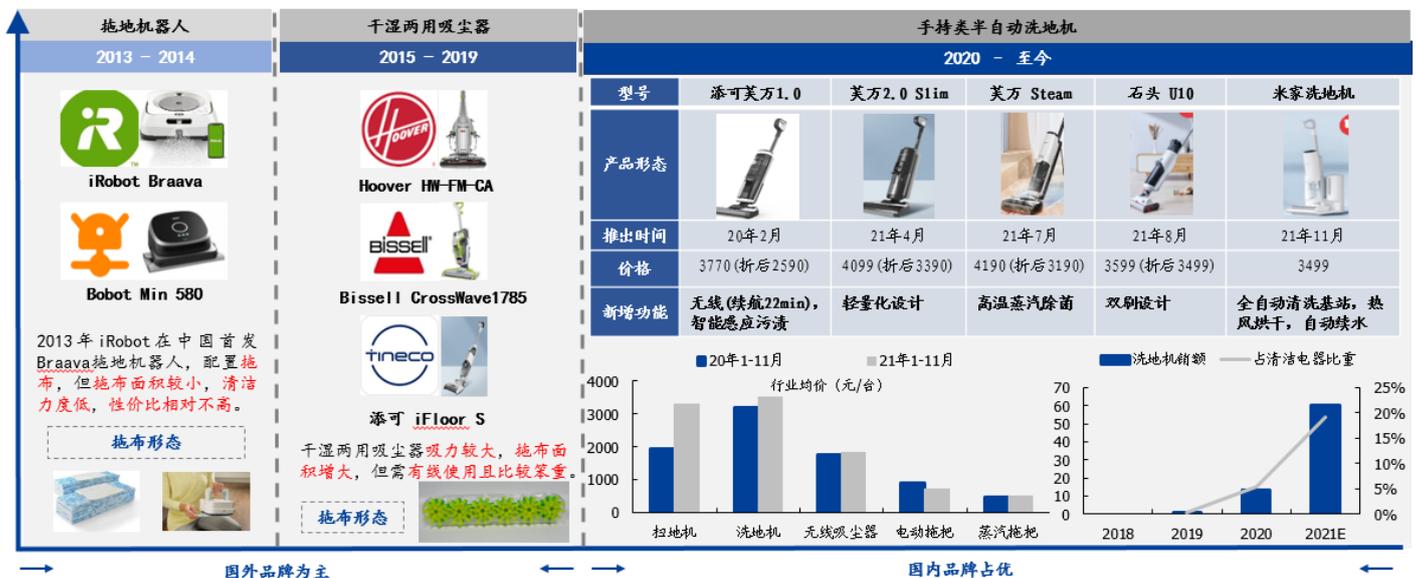
图表 1: 洗地机为供给驱动型赛道，渗透率随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升（销额：亿元）	4
图表 2: 目前品牌洗地机产品吸力基本在 8000Pa 以上，滚刷转速多在 550 转/分钟以上	5
图表 3: 测试添可（iFloor 系列）和必胜（Crosswave 系列）的三款产品，清洁能力无明显差异（100 分为满分）	5
图表 4: 头部品牌洗地机续航时长基本能达到 30-35min	5
图表 5: 消费者对洗地机功能关注度显示，自清洗功能受关注度最高	6
图表 6: 小米洗地机的基站水箱可自动为机身水箱加水，水量可用一周	6
图表 7: 洗地机主流清洁技术一览	6
图表 8: 洗地机为供给驱动型赛道，渗透率随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升	6
图表 9: 洗地机部分替代吸尘器、电动拖把，与扫地机竞合，2021 年 1-11 月洗地机占清洁电器的销额比重达 20%	7
图表 10: 中国家庭硬质地面占比近 99%	8
图表 11: 中国家庭拖地需求较为刚性&高频	8
图表 12: 洗地机成本结构以常规零部件为主，但数量众多，预计后续降本空间不大，约 30%-40%	8
图表 13: 复盘破壁机及九阳发展历程，2019 年破壁机均价大幅下行，但九阳食品加工产品毛利率（右轴）稳健	9
图表 14: 我们判断，洗地机行业降本曲线大概率较为平缓。	9
图表 15: 洗地机产业链利润分配中品牌商利润最高，代工产能较为紧俏	10
图表 16: 国内洗地机中高端价格带占据主要份额	10
图表 17: 2020 年双十一洗地机各品牌销额占比（%）	11
图表 18: 2021 年双十一洗地机各品牌销额占比（%）	11
图表 19: 国外中低端为主流价格带，国内洗地机产品周期领先国外	11
图表 20: 海外洗地机入局品牌较少，添可产品力领先	12
图表 21: 亚马逊“Stick Vacuums & Electric Brooms”榜单中，添可 Floor One S3 排名第一（截至 2021 年 12 月 15 日）	

.....	12
图表 22: 破壁机自 2016 年起在国内快速增长 (亿元; %)	13
图表 23: 九阳为国内破壁机龙头, 近年来市占率稳定在 40%+	13
图表 24: 九阳线上 Y 系列破壁机销额占比中枢持续抬升	14
图表 25: 2019 年 GFK 数据显示, 戴森在英国本土市场份额约 40%	14
图表 26: 我们预计洗地机后续终端价格能降至 2000 元/台左右	15
图表 27: 较多清洁电器品牌均要求顶流明星代言, 营销力度较大, 预计将推动洗地机行业加速扩张	15
图表 28: 海外扫地机产品仍以 200 美元以下低端机型为主, 大多仅支持扫地功能 (截至 2021 年 12 月 29 日)	16
图表 29: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)	16
图表 30: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)	16
图表 31: 添可推出吸尘器、洗地机二合一型号 Floor ONE S5 Combo	17
图表 32: 国内清洁电器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	18
图表 33: 线上洗地机市场规模 (亿元) 及占清洁电器比重情况 (%)	18
图表 34: 大多数洗地机宣传页中主打有娃和有宠场景	18
图表 35: 扫地机器人中国&全球市场空间测算 (百万台)	19

复盘洗地机行业发展，渗透率伴随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升。拖地电器最早的产品形态可追溯至 iRobot 和 Bobot 的拖地机器人；洗地机最早的产品形态可追溯至美国 Hoover 品牌于 2016 年推出的 Floormate Deluxe 干湿两用吸尘器，这是当时唯一一款集吸尘和拖洗功能一体的吸尘器，但其机身较重（6.4kg），且需有线使用，消费者体验不够良好，因此在国内外均未受到太多关注。

添可芙万对产品进行“强清洁+无线化+智能化”升级，聚焦消费者痛点，一经推出即引爆清洁电器市场，行业呈现高客单价、高出货量的特征。随着石头、小米等品牌入局，洗地机产品力进一步升级。据奥维云数据，洗地机产品上市以来均价维持在 3000 元以上，横向对比其他清洁电器，洗地机新品的当年均价亦高于其他所有品类。与此同时，行业高速增长。据奥维云数据，洗地机行业销额从 2019 年不足 1 亿元增长至 2021 年 56 亿元（预计值），CAGR2 近 8 倍。

图表 1：洗地机为供给驱动型赛道，渗透率随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升（销额：亿元）



资料来源：Amazon, 天猫, 奥维云网, 胡佛电器体验中心, 科沃斯公众号, 国盛证券研究所

本文我们对洗地机行业的研究，着重于 1) 行业商业模式如何，后续是否可能从产品策略走向价格策略？行业有多大的降本空间？2) 产业链玩家所占据的价值分配如何？未来的竞争格局会怎么变？3) 如何看待行业空间？

## 1. 商业模式：供给驱动需求，当前阶段仍为产品策略主导

### 1.1 供给端：当前产品策略仍为主导，三个维度看产品迭代空间

当前阶段，产品力仍有进一步提升的空间，我们认为从提升空间的角度看，自动化程度 > 续航能力 > 清洁能力，自动化能力是后续提升产品力的重要一环。现阶段洗地机产品基本都具备“吸、拖、洗”的复合功能，且拖地时活水清洁，有效解决传统类拖把越拖越脏的痛点。我们从三个维度进行分析：1) 清洁能力；2) 续航能力；3) 自动化程度。中高端洗地机在续航时间和自动化程度上都强于中低端洗地机。

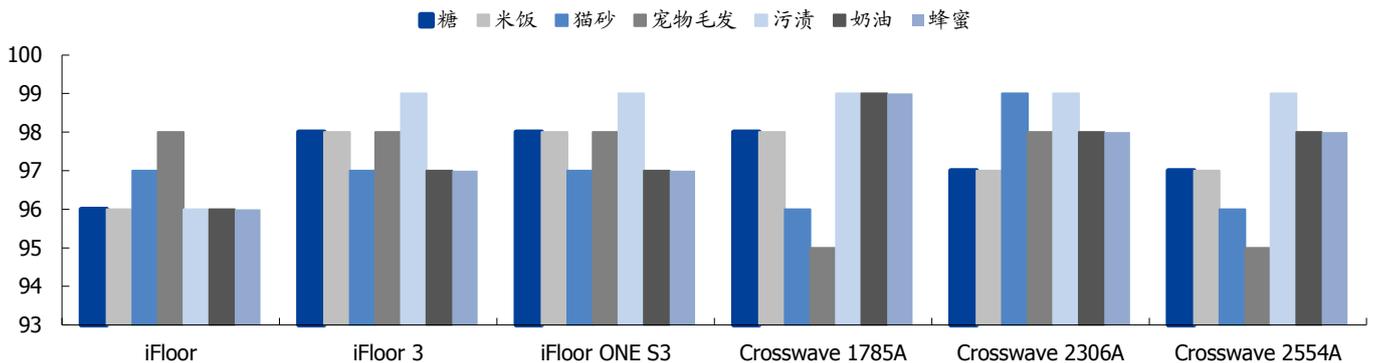
➤ **清洁能力：**我们认为后续清洁能力可提升空间不大。洗地机的清洁能力主要与吸力和滚刷转速有关，吸力越大，滚刷转速越高，洗地机清洁能力越强。据天猫旗舰店信息，目前品牌洗地机产品吸力基本在 8000Pa 以上，滚刷转速多在 550 转/分钟以上。据 Robotbox 测试结果，各品牌洗地机清洁能力均较强，品牌间无明显差异化。

图表 2: 目前品牌洗地机产品吸力基本在 8000Pa 以上, 滚刷转速多在 550 转/分钟以上

品牌	添可	石头	追觅	优瑞家	必胜	戴森*
型号	芙万 2.0 LED	U10	H11 Max	FC9 flash	4.0X7	V10 slim
吸力 (pa)	10000	13000	10000	8000	8000	约 10000
马达转速(转/分钟)	80000	70000	61000	80000		120000
滚刷转速(转/分钟)	600	550	560	800	2000	

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所 (戴森 V10 slim 为吸尘器)

图表 3: 测试添可 (iFloor 系列) 和必胜 (Crosswave 系列) 的三款产品, 清洁能力无明显差异 (100 分为满分)



资料来源: Robotbox, 国盛证券研究所

- **续航能力:** 预计后续软包电池有望迭代圆柱电池, 快充也是一大方向。目前添可、必胜等头部品牌洗地机产品的续航时长基本能达到 30-35min, 能够支撑深度清洁 80-100 平的面积。但相较于同品牌无线吸尘器的续航时间 (eg. 添可 S1 吸尘器续航时间为 80min、追觅 V16 续航时间为 85min), 仍有待提升。现阶段续航难点主要在于平衡电池性能提升与成本、结构设计。考虑到当前一般洗地机已经搭载了十节圆柱电池, 预计未来洗地机将通过效率更高的软包电池提升性能、平衡体积, 特别是目前大多数产品充满电仍需 4~5 小时, 快充也是一大方向。

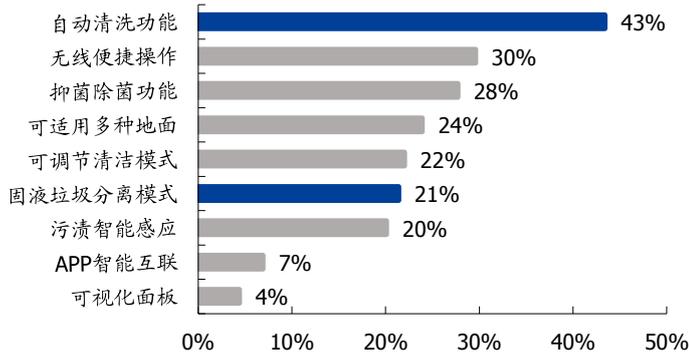
图表 4: 头部品牌洗地机续航时长基本能达到 30-35min

品牌	添可	石头	追觅	优瑞家	必胜
型号	芙万 2.0 LED	U10	H11 Max	FC9 flash	4.0X7
清/污水箱容量	0.80/0.72L	0.85/0.60L	0.90/0.5L	0.75/0.60L	0.83/0.55L
电池容量	4000mAh	5000mAh	4000mAh	4000mAh	4000mAh
续航时间 (分钟)	35min	35min	36min	35min	30min

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

- **自动化程度:** 后续提升方向主要为自清洁、自动换水和尘水分离的优化。
  - 1) 自清洁能力:** TMIC 消费者问卷调查 (N=280) 来看, 用户对洗地机自清洗功能关注度最高。现阶段洗地机均具备机身自清洁能力, 但滚刷和机身易异味仍为一大痛点, 且基站需手动清洁, 我们预计后续滚刷烘干和基站自清洁或为产品迭代主流方向。
  - 2) 自动换水:** 由于需要平衡机身体积和重量, 目前洗地机的清水箱容量多在 1L 以内, 但清洁全屋+滚刷自清洁用水量较大, 因此换水频率较高仍为一大痛点, 我们预计搭载自动上下水的多功能基站有望成为后续洗地机产品的主流迭代方向。

图表 5: 消费者对洗地机功能关注度显示, 自清洗功能受关注度最高



资料来源: TMIC 消费者问卷调查 (N=280), 国盛证券研究所

图表 6: 小米洗地机的基站水箱可自动为机身水箱加水, 水量可用一周



资料来源: 京东, 国盛证券研究所

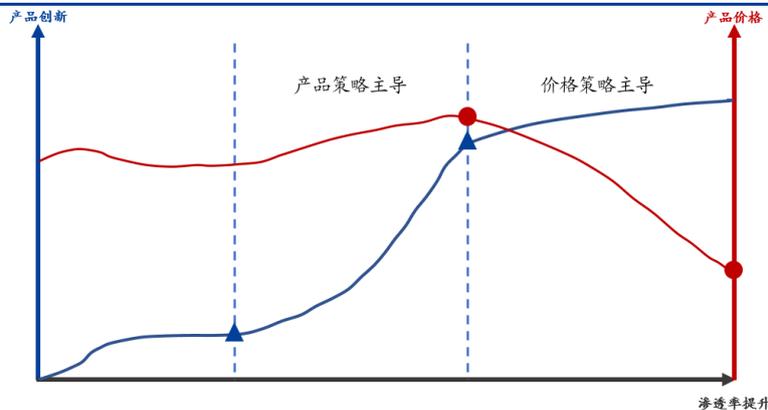
**3) 尘水分离:** 洗地机可同时处理地面上的干湿垃圾, 但污水箱内的干垃圾需手动处理仍为一大痛点。目前市面上的洗地机干湿垃圾处理技术分为两类, 由于水尘环流技术(以滴水为代表)尚不成熟, 气尘环流技术(以添可为代表)仍为主流。我们预计增强干垃圾收集或处理能力或为未来产品迭代的主流方向。

图表 7: 洗地机主流清洁技术一览

	水尘环流技术	气尘分离技术
代表品牌	滴水、HIZERO	添可、必胜
技术描述	利用高分子材料滚刷将干湿垃圾卷起, 同时内置的毛刷滚筒将固体垃圾实时分离到垃圾盒中, 完成固体垃圾循环	通过风机高速旋转抽真空造成空气负压, 空气负压带动气体流动, 让灰尘和垃圾随着流动的气体从吸口往风机方向游走在吸口和风机之间加一层过滤网, 把灰尘和垃圾拦下来
优势	续航时间长、噪音小 自清洁效果较好	处理大颗粒物相对更优
劣势	处理大颗粒物效果差	滚刷易有异味
技术形态		

资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 8: 洗地机为供给驱动型赛道, 渗透率随着产品解决消费者痛点的能力提升而提升



资料来源: 国盛证券研究所

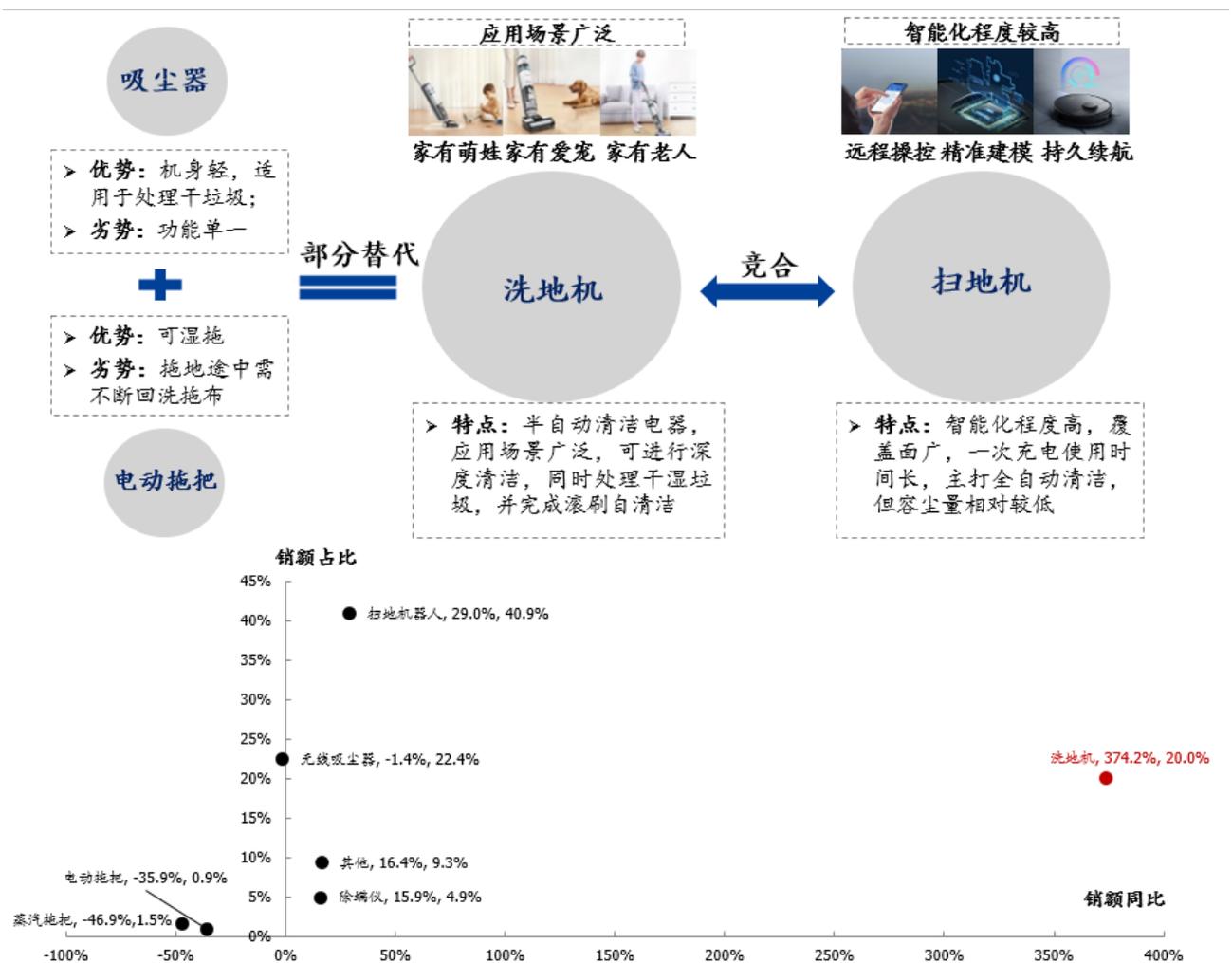
因此我们认为，洗地机当前仍处于产品策略为主导的阶段，更好的产品是销量和份额的重要推力。但客观而言，洗地机为非智能全自动的清洁电器，后续产品迭代进步曲线无法线性外推，上述消费者痛点解决之后产品迭代曲线斜率大概率变缓。我们认为，后续可能从产品策略走向价格策略，但这并不意味着激烈的价格战。价格策略如何实施，仍然需要回归行业降本空间，产业链玩家价值分配和竞争格局。

## 1.2 需求端：部分替代吸尘器、电动拖把，与扫地机竞合

对于硬质地面而言，**洗地机=吸尘器+电动拖把**。吸尘器功能相对单一，处理体积较小的干垃圾效果较佳；电动拖把可湿拖地面，但拖地途中需不断回洗拖布为一大痛点。与扫地机相比，洗地机的优势在于应用场景更为广泛，可进行深度清洁，由于其半自动非智能属性，**我们认为与扫地机竞合。**

从线上销售情况来看，2021年1-11月洗地机销额已达清洁电器的20%，洗地机和扫地机为清洁电器赛道增速较高的品类，而电动拖把和蒸汽拖把这两个品类则出现了同比较大幅度下滑，无线吸尘器的增长也略显乏力。

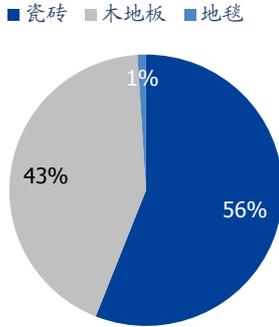
图表 9：洗地机部分替代吸尘器、电动拖把，与扫地机竞合，2021年1-11月洗地机占清洁电器的销额比重达20%



资料来源：天猫，京东，奥维云网，国盛证券研究所（横轴为销额同比增速，纵轴为销额占比，标注方式为：品类，x，y，2021年1-11月数据）

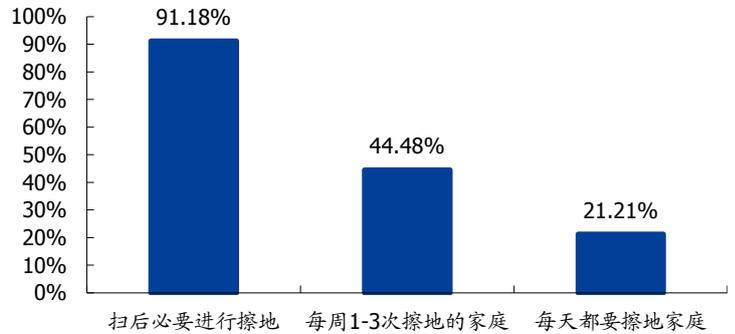
中国家庭硬质地面占比高，拖地需求较为刚性&高频。据《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书（以下简称“白皮书”），中国家庭硬质地面占比近99%，绝大部分居民认为扫地后有必要进行擦地，而20%以上用户擦地频率为每天，40%以上用户擦地频率为每周1-3次，拖地需求较为刚性&高频。

图表 10: 中国家庭硬质地面占比近 99%



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, 国盛证券研究所

图表 11: 中国家庭拖地需求较为刚性&高频

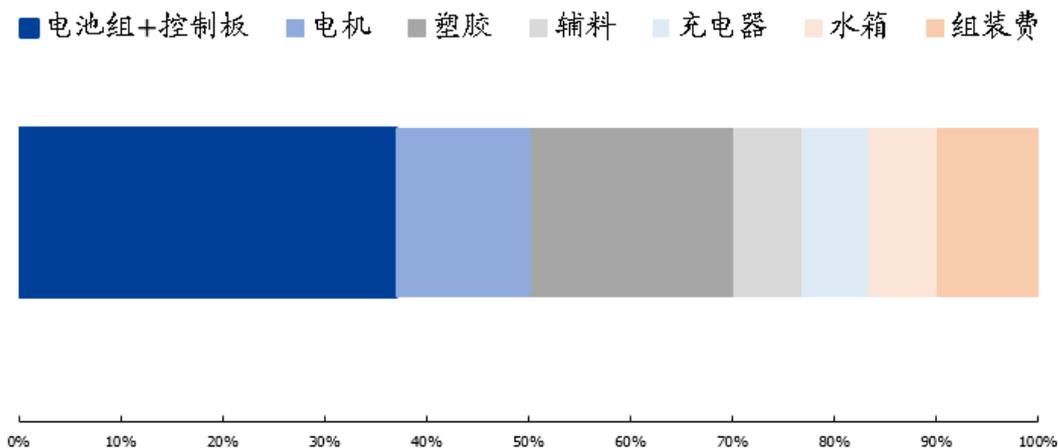


资料来源:《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书, 国盛证券研究所

### 1.3 后续行业降本空间几何?

我们认为，洗地机后续降本空间约为30%，总体而言空间不大。1) 功能较为完善的洗地机零部件数量可达500个以上，BOM成本及开模费用较为刚性；2) 组装环节较为复杂，自动化水平很难提升，人工费用较为刚性；3) 目前行业良率普遍较低，因水箱漏水等问题的返修抬高售后成本。

图表 12: 洗地机成本结构以常规零部件为主，但数量众多，预计后续降本空间不大，约30%-40%

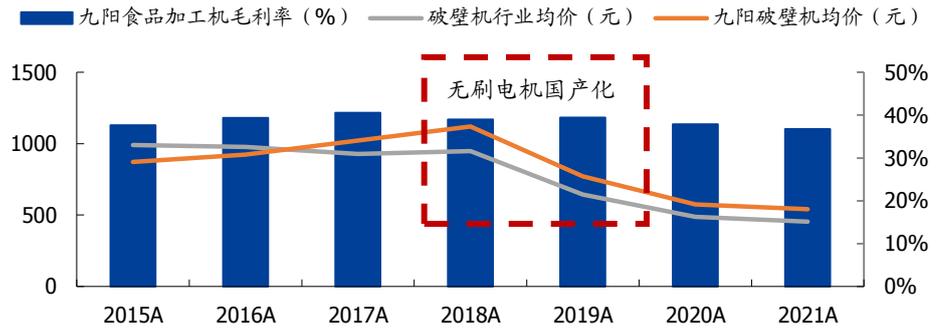


资料来源: 春光科技招股书, 富佳股份招股书, 国盛证券研究所

我们判断行业降本曲线斜率大概率较为平缓。但是，我们注意到新兴品类破壁机在行业销售规模增长的同时，均价由1000元几近腰斩至500元，但从九阳股份的财报来看，其食品加工产品毛利率并未出现明显下滑，也即行业成本伴随着规模的扩大同样显著下滑。那么，洗地机和破壁机行业的降本曲线为何有如此明显额的差异？我们认为源于：

- 成本结构的不同：破壁机成本结构更为集中，无刷电机和降噪钟罩占据半壁江山。
- 国产化率的不同：破壁机无刷电机和降噪钟罩经历了国产替代的过程。

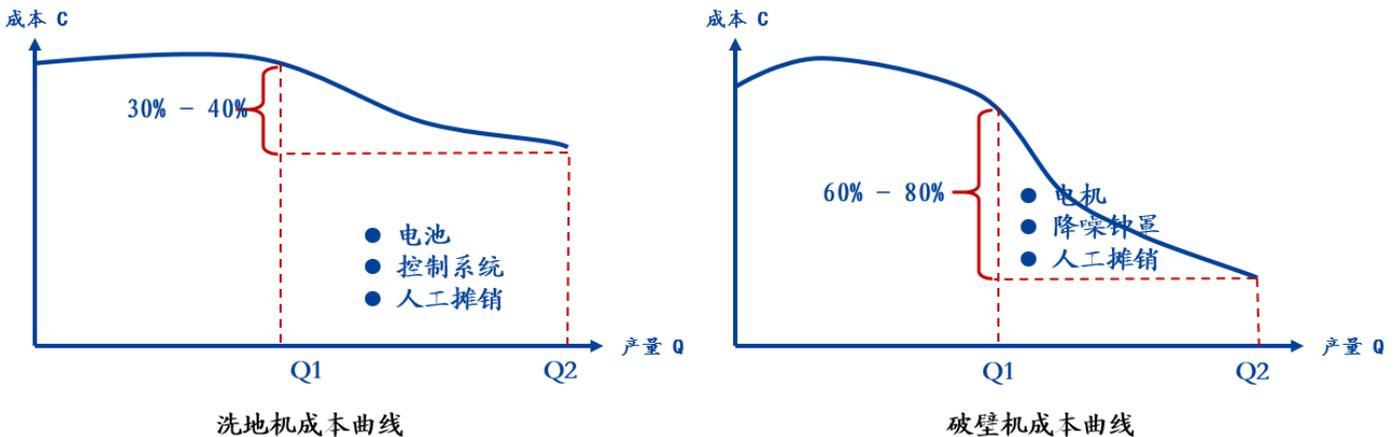
图表 13: 复盘破壁机及九阳发展历程, 2019 年破壁机均价大幅下行, 但九阳食品加工产品毛利率 (右轴) 稳健



资料来源: 奥维云网, Wind, 国盛证券研究所

由于洗地机产业链国产化程度已经较高, 叠加零部件以常规普通材料为主, 后续降本主要来自于规模效应之下的成本摊销。对应当前考虑人工、折旧摊销情况下的洗地机单台 1000 元/台的成本, 行业产能产业翻倍之下约能降至 750 元/台。

图表 14: 我们判断, 洗地机行业降本曲线大概率较为平缓。



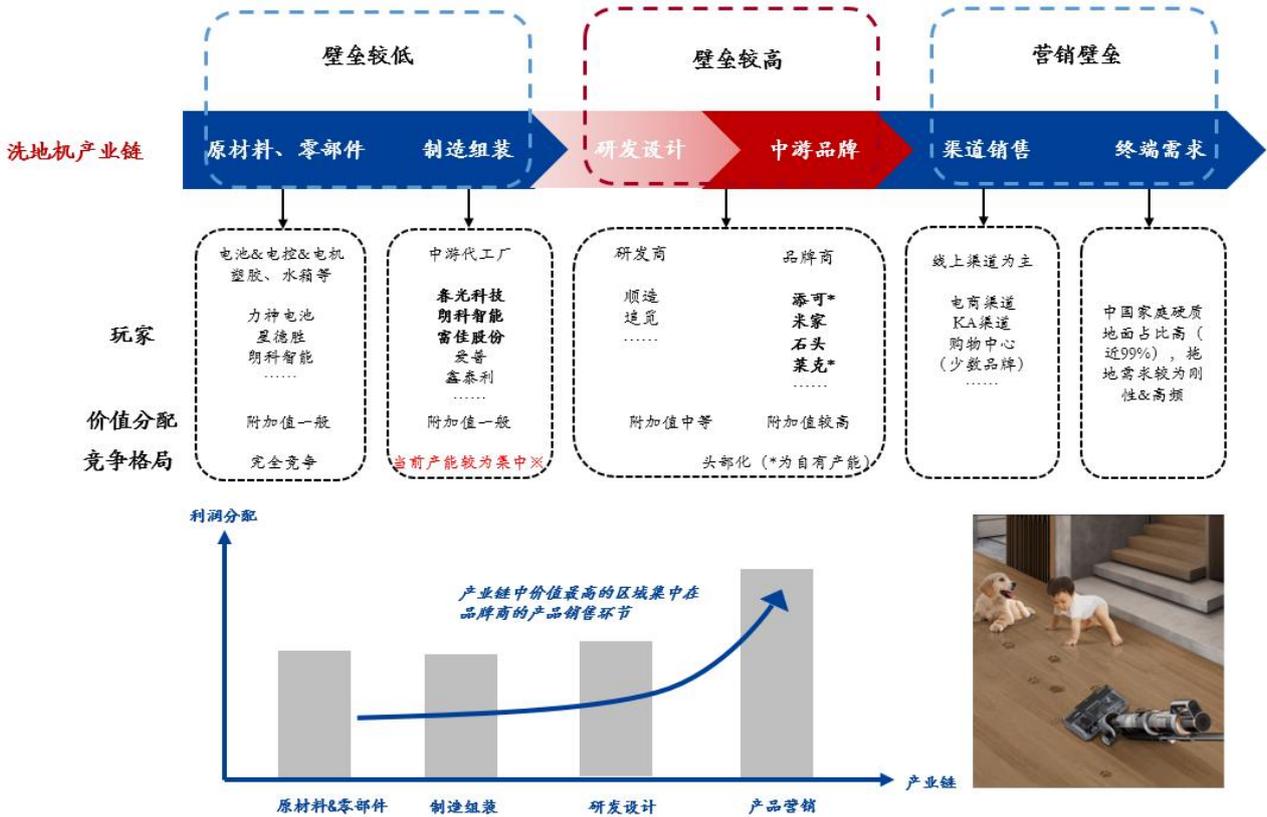
资料来源: 富佳股份招股说明书, 九阳股份招股说明书, 科沃斯财报, 朗科智能财报, 国盛证券研究所

## 2. 格局推演: 代工产能紧俏, 品牌商一超多强

赛道潜在空间大渗透率低, 多品牌入局将推动行业快速扩容。根据奥维云网数据, 我们推总 21 年洗地机销量为 177 万台, 对应每百户保有量仅 0.45 台, 若仅考虑城镇家庭渗透, 对应每百户保有量也仅为 0.7 台。对应清洁工具电动化的赛道潜力, 21H2 起洗地机品牌数量快速增长, 截至 21 年 9 月, 洗地机品牌数量达 52 个。我们预计品牌商的增加有利于消费者教育, 市场扩容。

从洗地机产业链的角度来看, 1) 行业现有代工产能较为紧俏。洗地机产能的建设、投放有一定资金和时间成本, 对于新玩家而言率先占据品牌心智比自建产能更为关键。目前新宝股份、春光科技、朗科智能、爱普、鑫泰利、普发等具备代工能力, 各自分别具有稳定的下游客户。2) 品牌商占据产业链价值分配最高点, 但需投入大量营销费用进行消费者教育; 洗地机智能化程度一般, 研发设计环节附加值类似于传统家电; 核心零部件和制造组装壁垒不高, 利润空间同样较为有限; 3) 渠道较为开源, 保障产品力的同时, 仍需通过营销占据消费者心智。

图表 15: 洗地机产业链利润分配中品牌商利润最高, 代工产能较为紧俏

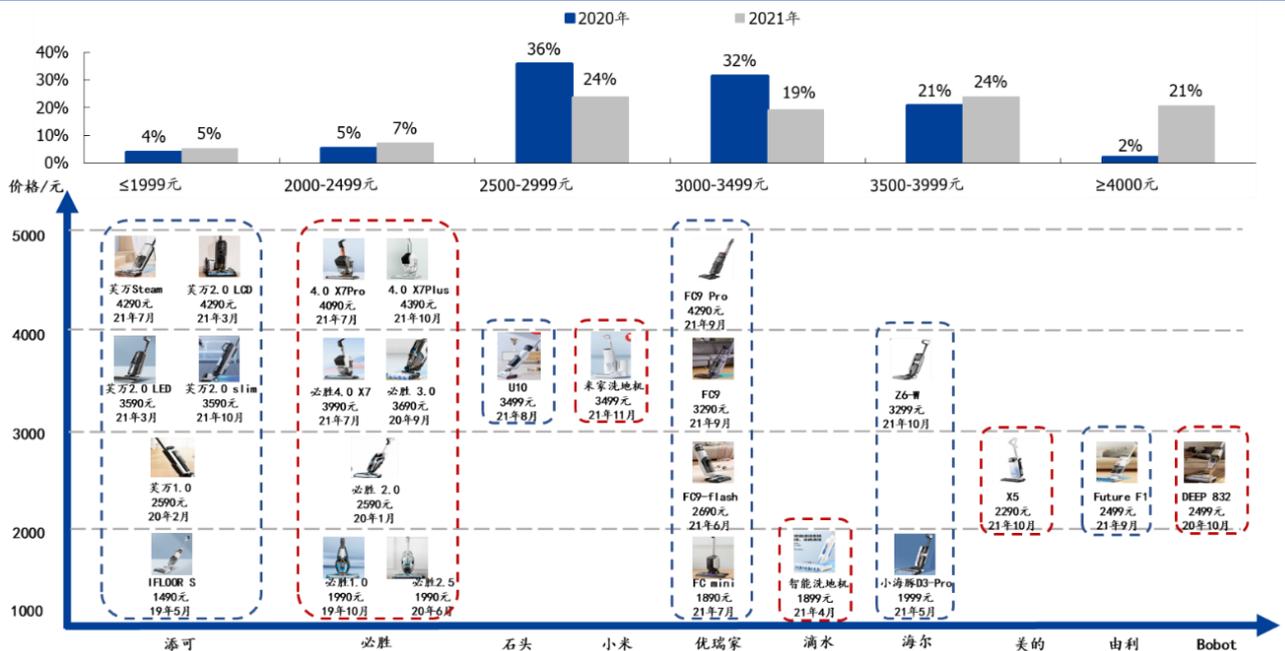


资料来源: 奥维云网, 天猫, 京东, 国盛证券研究所 (加粗标注为上市公司)

## 2.1 现状: 国内“1+N”产品周期领先, 国外格局未定

国内: 中高端价格带占据主要份额, 添可份额绝对领先

图表 16: 国内洗地机中高端价格带占据主要份额

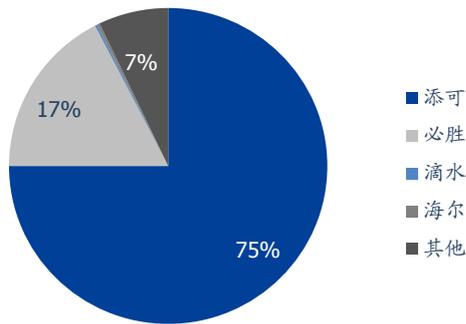


资料来源: 奥维云网, 天猫, 京东, 国盛证券研究所

清洁电器品牌聚焦 3000 元以上价格带，截至 21 年 11 月该价格带占洗地机整体销额份额达 63.9%。一方面，添可为国内洗地机行业创始者，其初代产品芙万一代定价 4299 元，锚定高端但销售仍快速放量，一定程度上使得其他品牌入局后亦定价中高端。另一方面，从用户圈层来看，洗地机销量目前占清洁电器比重 12.6%，渗透率仍低，用户多为高收入群体，对价格敏感性相对较低。

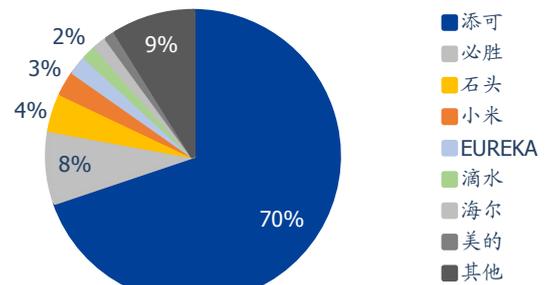
非稳态“1+N”格局，添可市占份额绝对领先。2021 年双十一销额排名前五品牌分别为添可、必胜 (Bissell)、石头、小米和优瑞家 (Eureka)，CR5 达 87%。添可为科沃斯旗下的高端生活电器品牌，于 20 年 3 月推出第一代洗地机产品，为行业定义者，双十一全渠道销额占比近 70%，份额绝对领先。据奥维云数据，从价格带分布来看，添可在 3000-3999 元、4000 元以上的高端价位段 21 年销额市占分别为 63.4%/54.3%。

图表 17: 2020 年双十一洗地机各品牌销额占比 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 18: 2021 年双十一洗地机各品牌销额占比 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

必胜为北美老牌清洁电器品牌，洗地机已迭代至第 4 代，覆盖全价格带，产品矩阵较完善，双十一销额占比约 8%，排名第 2。石头于 9 月推出智能双刷洗地机 U10，较市面上主流单刷形态洗地机清洗效率进一步提升，双十一销额排名第 3。小米于 11 月推出高温洗地机，售价 3599 元，产品为基站双筒形态，可烘干滚刷和为洗地机水箱自动补水，凭借该款单品，小米销额份额快速上升至行业第 4。优瑞家 (Eureka) 为美的旗下中高端清洁电器品牌，于 21 年 4 月推出洗地机 FC9，双十一销额排名第 5。

➤ 国外：中低端价格带为主，格局未定

图表 19: 国外中低端为主流价格带，国内洗地机产品周期领先国外 (截至 2021 年 12 月 15 日)



资料来源: 天猫, 京东, 亚马逊, 国盛证券研究所

中低端定价为国外主流价格带。从亚马逊洗地机搜索页面来看，现阶段国外洗地机产品以 200-300 美元（约 1300-1900 元人民币）中端机型为主，发展阶段整体落后于国内。

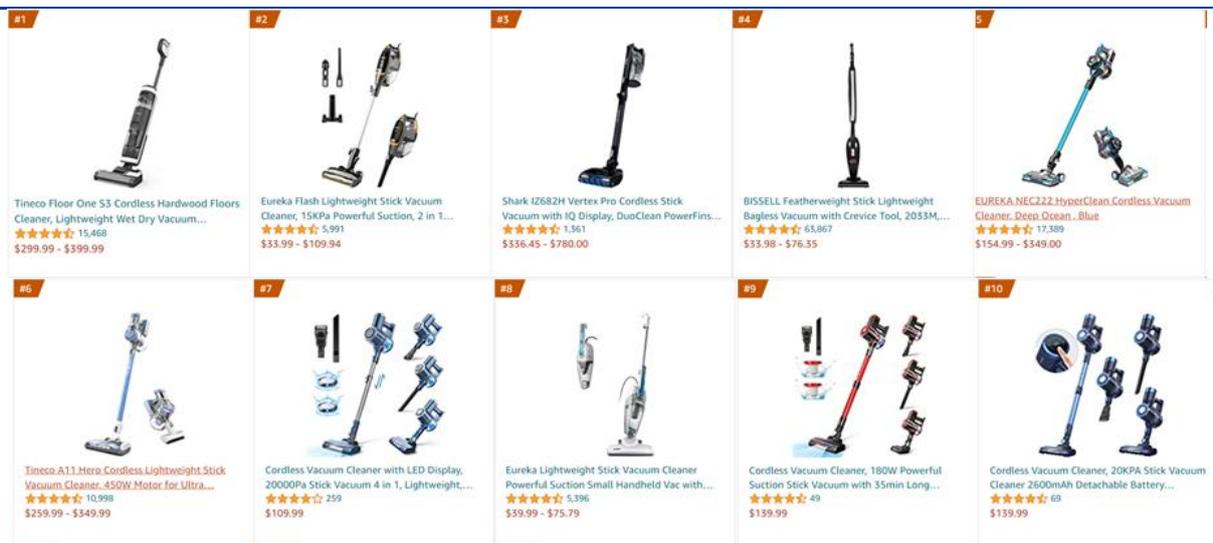
图表 20: 海外洗地机入局品牌较少，添可产品力领先

品牌	添可 (Tineco)	必胜 (Bissell)		胡佛 (Hoover)
型号	Floor One S3	Crosswave 1785A	Crosswave 2554A	FloorMate Deluxe
图片				
价格 (折扣价)	\$399.99	\$257.49 (\$227.49)	\$411.99 (\$371.99)	\$137
评论数	15300	17945	5367	12698
评分	4.7/5.0	4.5/5.0	4.3/5.0	4.2/5.0
上市日期	2020年4月	2016年9月	2019年11月	2013年11月
重量 (磅)	9.9lbs	11.5lbs	11.5lbs	13.8lbs
清/污水箱容量	0.6/0.5L	0.8/0.4L	0.8/0.6L	0.4/0.4L
噪音 (分贝)	≤78dB (A)	≤80dB (A)		≤80dB (A)
续航时间 (分钟)	35 min	有线	30 min	有线
自清洗	是	是	是	是
智能脏污探测	是	否	否	否

资料来源: Amazon, 国盛证券研究所

入局品牌较少，格局未定。现阶段仅必胜、胡佛等美国百年本土清洁电器品牌和添可、追觅、滴水三大国产品牌有在售产品（追觅和滴水于近期上新洗地机产品，目前评论数较少，少于 50 条）。必胜、胡佛产品定价区间多在 300 美元上下，产品评论数过万。添可早在 2018 年即推出 iFloor 洗地机系列，布局海外较早，目前 2020 年新款智能洗地机 Floor One 在海外快速放量。

图表 21: 亚马逊 “Stick Vacuums & Electric Brooms” 榜单中，添可 Floor One S3 排名第一（截至 2021 年 12 月 15 日）



资料来源: Amazon, 国盛证券研究所

相较于美国本土品牌，添可产品力优异（无线设计+机身较轻+清洁能力较好），更新迭代快，且具备性价比优势。Amazon 显示，添可 Floor One S3 在 “Stick Vacuums & Electric Brooms” 榜单中第一，为该榜单前十名产品中唯一的洗地机产品，其他产品均为吸尘器。考虑到亚马逊不直接显示销量，我们选取产品评论量作为销售情况的参考。添可 S3 评论量达 1.5w 条，评分为 4.7/5.0，高于石头、科沃斯评论数最高的扫地机单品（石头 E4

扫地机，售价 299.99 美元，评论数 7624 条，评分 4.3/5.0；科沃斯 N79S，售价 239.99 美元，评论数 15994 条，评分 4.1/5.0)。

## 2.2 推演：国内添可仍为龙头，国外内资品牌崛起

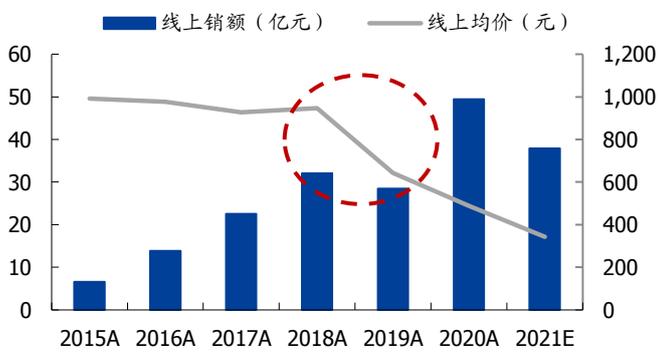
国内：添可份额下滑但仍稳定在 40%+，且高价格带份额或更稳健。前文我们提及，洗地机当前仍处于产品策略为主导的阶段，同时由于行业仍处成长初期，营销投入的重要性不可忽视，该阶段下，营销资源强劲、具备产品快速跟进能力的添可仍然占优。后续由产品策略过渡至价格策略，由于行业降本曲线斜率不大，竞争将重新回归渠道效率、品牌方利润让渡，因此我们对添可的份额不妨乐观些。

1) 考虑到洗地机本质为清洁领域的功能集成产品，我们以小电中的破壁机(集合榨汁、研磨、料理等功能)发展作为参考。

2019 年至今，九阳为国内破壁机龙头，份额稳定在 40% 以上。破壁机为舶来品，2016 年起在中国快速增长，彼时 Blendtec、Vitamix 等国外进口品牌占据国内主要市场。九阳入局破壁机行业后，凭借原先在豆浆机这一电品类的积累，率先在破壁机推出冷热双杯、防溢电极、熬煮技术以及免手洗等更适合中国家庭习惯的本土化功能，凭借优质产品力叠加较快的推新速度实现份额赶超。2015-2018 年，九阳份额由 4% 快速提升至 27%。

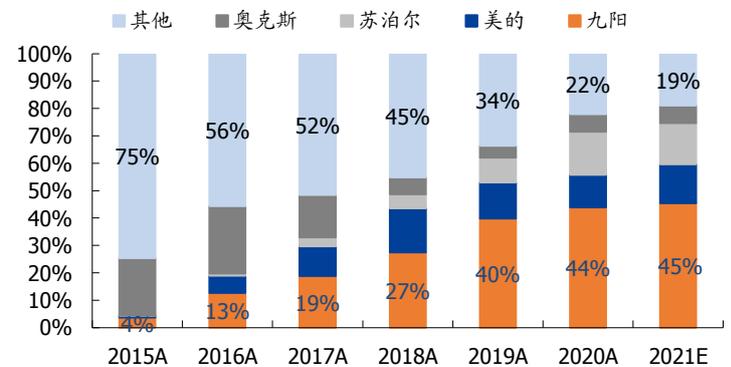
2019 年，破壁机核心零部件高速电机&降噪钟罩成本大幅下行，带动行业均价骤降。该趋势下，内资品牌进一步崛起。九阳凭借新品免手洗破壁机 Y1 叠加降本利好，2019 年份额进一步提升至 40%，居行业份额第一。后续产品迭代空间及降本空间减少，行业格局逐渐进入稳态。

图表 22: 破壁机自 2016 年起在国内快速增长(亿元; %)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

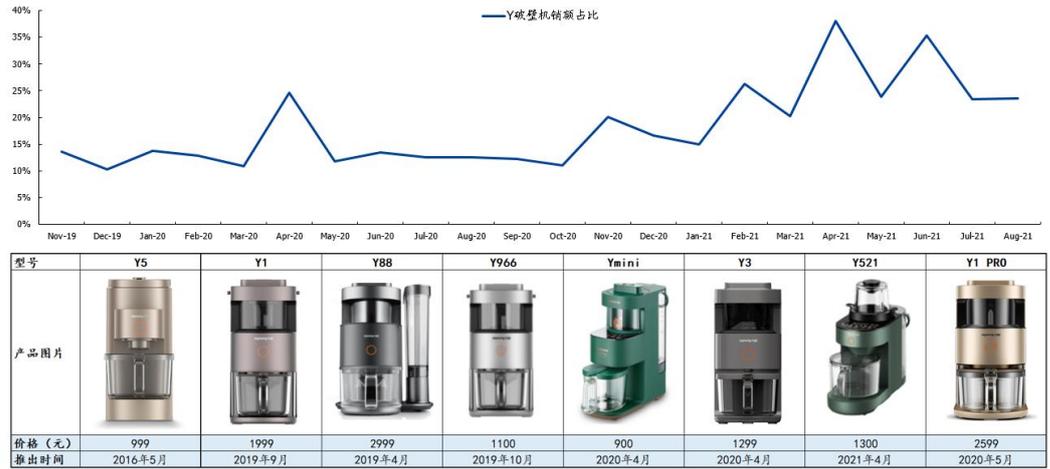
图表 23: 九阳为国内破壁机龙头, 近年来市占率稳定在 40%+



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

同时，九阳破壁机均价领先行业，产品结构优势明显。Y 系列为九阳破壁机高端系列，主打“静音、不用手洗”功能，目前该系列产品线上销售额占比中枢抬升至 20% 以上，若考虑线下门店推新卖贵，实际占比更高。产品结构的优势带动均价及高价格带份额领先。

图表 24: 九阳线上 Y 系列破壁机销额占比中枢持续抬升

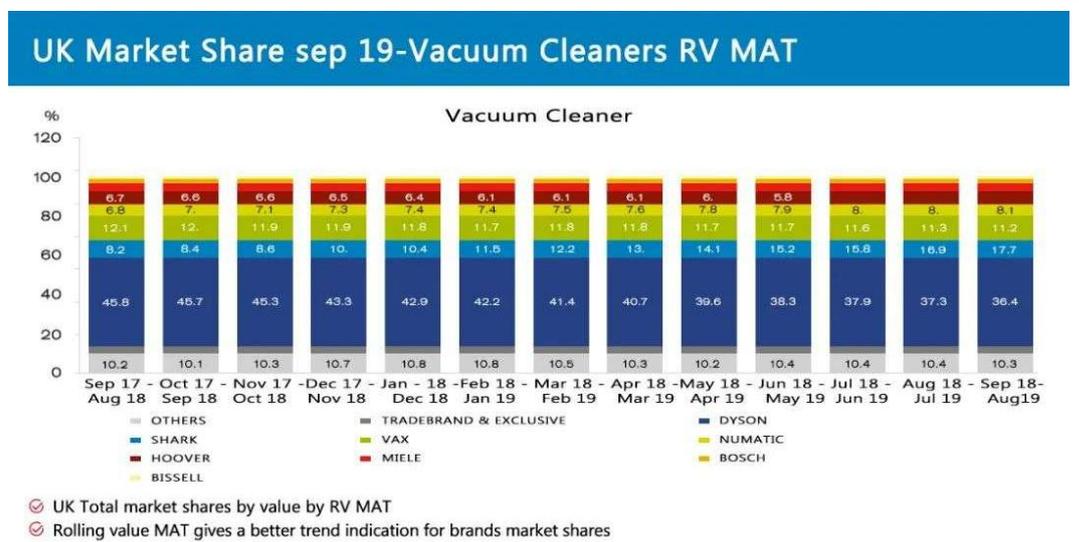


资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

2) 考虑到洗地机与吸尘器产品形态、功能属性及壁垒难度较为相近, 且吸尘器在国外市场已发展超过百年, 吸尘器行业格局可作为洗地机格局的研判参考。

GFK 数据显示, 2018.09-2019.09 戴森在英国市场的份额中枢在 40% 左右, 稳居行业第一。同时戴森为中高端定位, 预计其在高端吸尘器市场市占率更高。吸尘器在发达国家发展时间较长, 现阶段吸尘器的海外渗透率约 95%, 产品形态已较为固定, 成本亦稳定在百元区间。我们选择英国吸尘器市场为主要参考, 主要系英国品牌戴森首创无线旋风分离式吸尘器, 为行业创新者和定义者, 我们认为添可创新性推出解决中国家庭痛点的洗地机产品, 在该领域亦有较强领导地位, 可一定程度借鉴。

图表 25: 2019 年 GFK 数据显示, 戴森在英国本土市场份额约 40%



资料来源: GFK, 国盛证券研究所

综合来看, 我们判断添可份额或稳定在 40%+, 大概率仍占据洗地机行业龙头, 我们预计添可在高端份额更为企稳, 公司可通过推出降配版洗地机型号实现价格下沉增加销量。

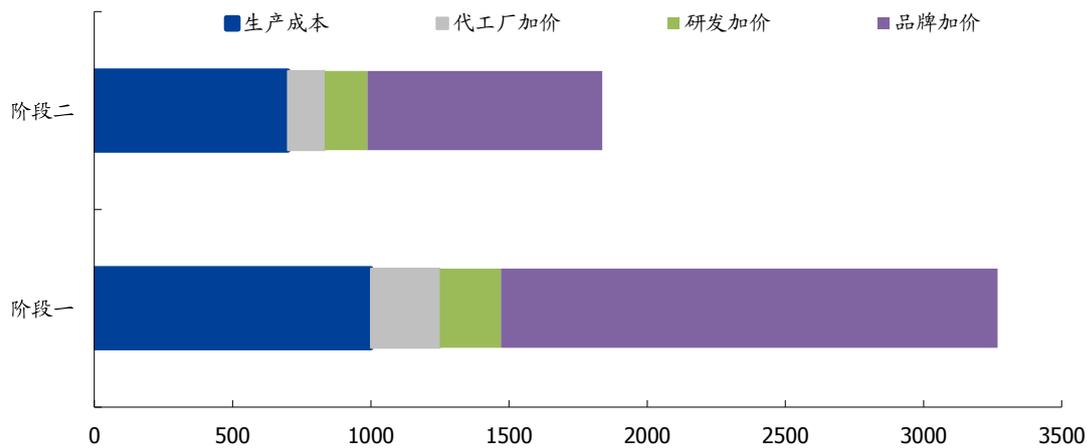
➢ 国外: 内资品牌崛起, 引领产品周期迭代。对于海外市场而言, 尽管拖地功能不如国内刚需, 但对清洁电器接受度更高。而国外品牌如必胜和胡佛, 自 2016 年推出洗地机产品后未做大的产品改良, 产品矩阵完善度更低、迭代速度更慢, 添可等内资品牌有望通过产品力和性价比优势抢占份额同时引领产品迭代。

### 2.3 后续行业降价空间几何？

我们认为，洗地机后续降价空间约为**40%**，终端价格降至**2000元/台左右**。1) 行业30%的降本空间；2) 良率随着出货规模提升而下降，售后费用下降；3) 消费者教育逐渐成熟，营销费用下降。因而，价格的下降并不直接意味着企业盈利能力的下降。

由于清洁电器自营比例高，我们以生产-研发-品牌对加价链路进行理解。考虑到规模扩大之后代工厂承担的返修费用率降低，我们预计后续代工厂毛利率降低；考虑到品类教育成熟，行业竞争加剧，我们预计后续品牌商毛利率降低。对应自有产能、自主研发的品牌商而言，综合毛利率由**69%左右**下滑至**60%左右**。

图表 26: 我们预计洗地机后续终端价格能降至 2000 元/台左右



资料来源: 春光科技招股书, 富佳股份招股书, 国盛证券研究所

### 3. 大空间: 短期高成长快速扩容, 长期销量空间 10 倍以上

国内: 价格带有望进一步拓宽, 短期多玩家入局营销推动产品放量。奥维云网显示, 2021年底洗地机入局品牌有望增至 70 家。其中, 优瑞家、追觅、必胜等清洁电器品牌均邀请顶流明星代言, 营销力度较大, 预计将推动洗地机行业加速扩张。

图表 27: 较多清洁电器品牌均要求顶流明星代言, 营销力度较大, 预计将推动洗地机行业加速扩张

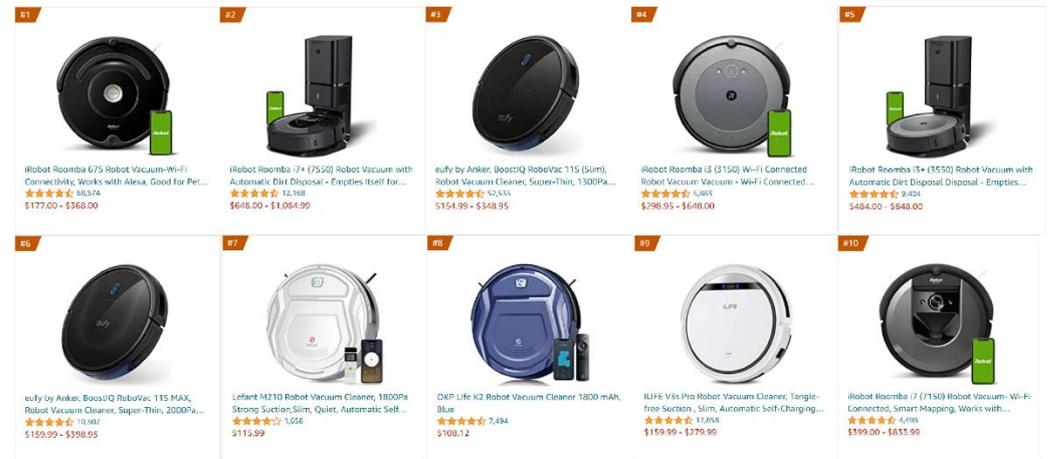
品牌	添可	石头	优瑞家	必胜	追觅	莱克
代言人	钟汉良	肖战	易烊千玺	王一博	苏炳添	迪丽热巴
代言时间	2018年3月	2021年3月	2021年8月	2021年8月	2021年10月	2021年12月

资料来源: 各品牌官网, 国盛证券研究所

国外: 洗地机性价比优势突出, 长期有望持续替代吸尘器及电动拖把份额。据 Floor Covering Weekly 数据显示, 海外地毯渗透率约 50%, 我们判断海外亦存在一定硬质地面

擦洗需求，洗地机在海外市场有一定发展空间。相较于拖地功能较完善的 iRobot 的擦地机器人 Bravva Jet M6 (售价 349 美元)，添可 Floor3 洗地机 (续航时长 25 分钟，无智能脏污探测功能) 售价约 279 美元，集合吸、拖、洗功能，并配备滚刷自清洗功能，产品具备高性价比。

图表 28: 海外扫地机产品仍以 200 美元以下低端机型为主，大多仅支持扫地功能 (截至 2021 年 12 月 29 日)



资料来源: Amazon, 国盛证券研究所

### 3.1 消费升级+懒人经济+人力成本提高支撑行业走强

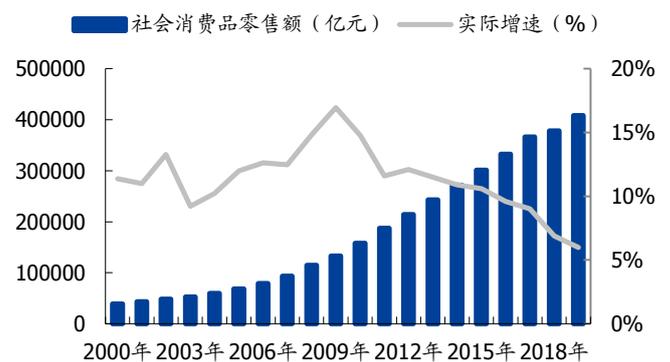
居民收入不断提升，催生品质消费需求。国家统计局数据显示，2019 年，中国人均 GDP 突破 1 万美元，同比增长 8%；社会消费品零售额突破 40 万亿，同比增长 6%，居民生活水平大幅提升。消费升级背景下，人们的消费倾向由必选转为可选，购物目的由功能性转向改善型。据《麦肯锡 2020 消费者调查报告》，国内中产阶级城市人口数量持续提升，品质消费人群规模有望持续扩大。

图表 29: 中国人均 GDP 情况 (美元/人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 中国社会消费品零售额情况 (亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费主力切换至 90 后群体，懒人经济支撑洗地机行业走强。随着最早一批 90 后开始成家，最晚一批 90 后步入职场，90 后年轻群体已逐渐成为消费主力军，据京东发布的《90 后人群消费白皮书》，90 后和 95 后消费规模可观，且消费增速为代际中较高水平。随着近年来大众生活消费水平不断提高，同时由于社会压力增大、生活节奏加快，年轻人倾向于选择能够解放双手的产品，从而提高生活质量。洗地机能够深度清洁地面，同时具

备滚刷自清洗功能，有效完成拖布清洗、拧干、来回擦洗的拖地闭环，有效解放双手。

**保洁人力成本上升，洗地机具备长期空间。**随着人口出生率降低致人口红利减少，未来保洁等人力成本将持续上升。洗地机作为代替性方案具备长期成长空间。随着产品自动化程度进一步提高，具备深度清洁能力的洗地机有望成为城镇有娃家庭及养宠家庭标配，渗透率有较大提升空间。

### 3.2 跨境电商打破地域限制，龙头出海成长空间打开

**跨境电商打破地域限制，龙头出海成长空间打开。**跨境电商进入高速发展期，洗地机由于免安装、产品属性较为统一的特点适合在线上销售，国产品牌凭借优质产品力+性价比从中端做起自下而上。亚马逊显示，自添可 2020 年推出 Floor One 洗地机以来，产品评论数和评分逐渐赶超胡佛、必胜等洗地机产品。

**优质产品力为锚，国产品牌出海份额持续提升。**添可于 2018 年在海外发布 iFloor 地面清洗机，出海布局较早。相较于必胜、胡佛等国外品牌，国产品牌产品力强，主要体现在三个方面：1) 迭代速度快：从洗地机龙头添可的产品推新周期来看，洗地机迭代周期为 1 年，多品牌入局后，迭代周期进一步缩短，而胡佛从第一台洗地机推出至今无较大迭代。2) 本土化：以欧美市场为例，添可根据海外家庭地毯占比高、清洁以吸尘器为主的特点，推出 Floor ONE S5 Combo（吸尘器、洗地机二合一），机身嵌入小型手持吸尘器，既可用洗地机擦洗地面，又可用嵌入的吸尘器清理沙发、桌面等场景。3) 产品跟进&微创新能力强：洗地机产品形态为美国清洁电器品牌胡佛首创，添可通过加入“无线化+智能化”设计，大幅提高产品用户体验。通过对比 Amazon 指标，添可洗地机在噪音、续航等方面优于海外洗地机产品。

图表 31：添可推出吸尘器、洗地机二合一型号 Floor ONE S5 Combo

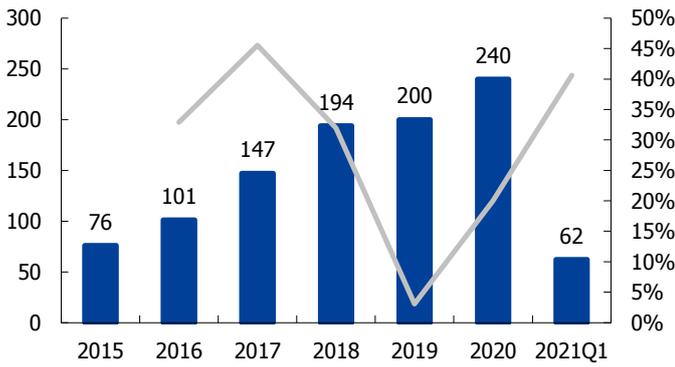


资料来源：Amazon，国盛证券研究所

### 3.3 规模预测：目标客群清晰，洗地机未来空间广阔

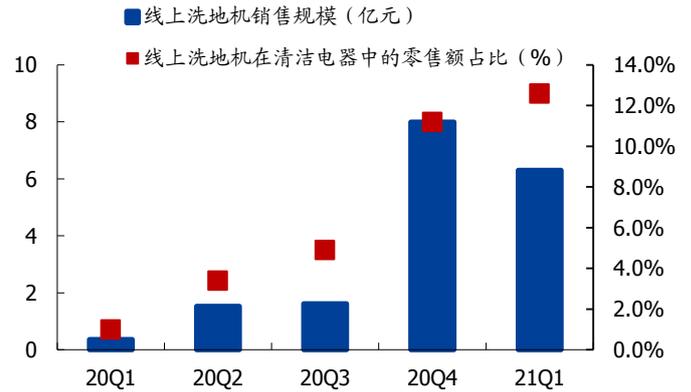
洗地机已成为国内清洁电器领域第三赛道，拥有稀缺的高增速且仍有数倍空间。2020 年和 2021 年（预计值），线上洗地机销额规模为 11.50/56 亿元，占清洁电器的比重为 4.8%/20.0%。洗地机本质上是更为智能化（可智能探测脏污程度）、更多功能（同时处理干湿垃圾）、更本土化（符合国内拖地比例高的特点）的吸尘器，未来有望持续对吸尘器和电动拖把形成替代。洗地机需手持使用，定位精致人群，与扫地机的自动化、无人化形成互补，其规模未来有望快速增长，空间广阔。

图表 32: 国内清洁电器市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

图表 33: 线上洗地机市场规模 (亿元) 及占清洁电器比重情况 (%)



资料来源: 奥维云网, 国盛证券研究所

我们判断全球洗地机潜在规模为 **3672 万台/年**, 较 **2021 年销量规模 10 倍以上**, 成长空间广阔。分内外销需求测算, 国内 **2575 万台/年**, 仍为洗地机主要市场, 国外 **1096 万台/年**, 洗地机赛道空间广阔。

- ✓ **内销:** 综合各洗地机品牌宣传图及大多数用户评论来看, 洗地机聚焦有深度清洁需求的有娃及养宠家庭。假设两者未来渗透率达 **60%**, 其他无娃、无宠家庭渗透率为 **25%**, 更新周期为 **5 年**, 则稳态下, 国内洗地机行业需求为 **2575 万台/年**。若洗地机行业未来保持 **30%** 的 CAGR, 预计 **2033-2034 年** 能够达到该稳态水平。

图表 34: 大多数洗地机宣传页中主打有娃和有宠场景



资料来源: 天猫, 京东, 国盛证券研究所

- ✓ **外销:** 国外养宠家庭较多, 且吸尘器渗透率较高, 主要选取较发达的北美、欧洲和日韩地区需求量作为参考。**1) 北美地区:** 考虑到北美为扫地机发展时间最长、市场较为成熟, 且销售渠道较为统一 (线上为亚马逊、线下为大 KA), 我们选取 **15%** 的渗透率作为参考, 其需求量约 **385 万台/年**。**2) 欧洲地区:** 考虑到欧洲市场较为分散, 且销售渠道集中度较低, 我们选取 **13%** 的渗透率作为参考, 其需求量约 **334 万台/年**。**3) 日韩地区:** 考虑到日韩地区对地面洁净程度要求较高, 席地而坐场景较多, 我们选取 **25%** 的渗透率作为参考, 其需求量约 **377 万台/年**。综上, 我们测算国外洗地机需求约 1096 万台/年。

图表 35: 扫地机器人中国&全球市场空间测算 (百万台)

2020年中国家庭数量	
项目	户数 (百万户)
中国家庭	494.16
城镇化率	64%
城镇家庭	315.72
有娃&养宠家庭	142.40
其中: 有娃家庭	47.36
有0-6岁儿童家庭比例	15%
养宠家庭	99.78
有娃家庭养宠占比	10%
无娃/无宠家庭	173.32

中国有娃&养宠家庭洗地机需求预测				
	(百万台)	更新周期 (年)		
		4	5	6
渗透率	50%	17.80	14.24	11.87
	60%	21.36	17.09	14.24
	70%	24.92	19.94	16.61

中国无娃/无宠家庭洗地机需求预测				
	(百万台)	更新周期 (年)		
		4	5	6
渗透率	20%	8.67	6.93	5.78
	25%	10.83	8.67	7.22
	30%	13.00	10.40	8.67

2020年发达国家/地区家庭数量	
地区	户数 (百万户)
全球	2228.10
亚洲	569.56
中国	494.16
亚洲 (不含中国)	75.40
其中: 日本	54.54
韩国	20.86
北美地区	128.45
其中: 美国	128.45
欧洲地区	98.81
其中: 法国	28.96
德国	41.67
英国	28.18

全球洗地机空间测算				
	地区	国内	国外	全球
销量 (百万台)		25.75	10.96	36.72

注: 主要北美、欧洲和日韩地区作为参考

美国洗地机需求预测 —— 敏感性分析				
	(百万台)	更新周期 (年)		
		4	5	6
渗透率	10%	3.21	2.57	2.14
	15%	4.82	3.85	3.21
	20%	6.42	5.14	4.28

日韩洗地机需求预测 —— 敏感性分析				
	(百万台)	更新周期 (年)		
		4	5	6
渗透率	20%	3.77	3.02	2.51
	25%	4.71	3.77	3.14
	30%	5.65	4.52	3.77

欧洲洗地机需求预测 —— 敏感性分析				
	(百万台)	更新周期 (年)		
		4	5	6
渗透率	8%	2.57	2.06	1.71
	13%	4.17	3.34	2.78
	18%	5.78	4.62	3.85

资料来源: 国家统计局, CBN Data, 2015年中国儿童人口状况, CEIC, 国盛证券研究所

## 4. 投资逻辑和标的梳理

### 4.1 科沃斯

科沃斯以吸尘器代工起家, 由传统制造转向扫地机器人自主研发, 是国内扫地机器人和洗地机领域的龙头。品牌区隔方面, 科沃斯专注家庭服务机器人, 添可聚焦高端智能电器, 我们预计洗地机收入占比超 70%。公司 2020 年实现营业收入 72.34 亿元, 归母净利润 6.4 亿元。其中服务机器人实现营收 43.05 亿元, 占总营收比重 59.5%, 添可品牌实现营收 12.59 亿元, 占总营收比重 17.4%。

- **竞争优势:** 公司为国内洗地机领域的定义者, 第一代洗地机产品 Floor One 领先市场 1 年左右, 品牌+渠道+产品的综合实力强劲。
- **生产模式:** 公司拥有自主供应链, 采用委托代工+自主生产并行的模式。
- **产品战略: 多产品系列, 新品定位中高端, 老品降价至中低端, 整体策略较为激进。**
  - 1) 添可新品仍聚焦高端价格带 (4000 元以上), 老品通过降价占据中低端价格带 (添可一代已降价至 2590 元);
  - 2) 科沃斯 10 月宣布添可扩产计划, 以扩产能的方式在快速增长的洗地机行业保持份额领先 (21H1 添可合计出货 114 万台, 扩产后添可生活电器年产量达 1200 万台, 项目建设期约 22 个月, 项目总投入 10 亿元);
  - 3) **业绩考核方面**, 目标较高, 股权激励中添可 2021-2025 年收入&净利润考核目标均为 35% 的年复合增速。
- **未来难点:** 洗地机产品壁垒相对不高, 竞争加剧或致龙头份额下滑。但综合考虑科沃斯实力、其品牌及产品策略, 我们判断添可洗地机在激烈的竞争中仍有望快速发展, 并保持龙头地位。

### 4.2 石头科技

石头科技以小米生态链起家，算法实力强劲，业务重心为扫地机。2016年公司曾引领扫地机行业由随机碰撞转向全局规划，截至21H1，公司自有品牌扫地机器人销售收入22.26亿元，收入占比94.80%。公司于8月底发布智能双刷洗地机U10，售价4199元（折后3499元）。奥维云数据显示，双十一石头U10洗地机销额占比4.2%，排名第3。

- **竞争优势：**洗地机和扫地机器人同为清洁电器领域，公司在扫地机领域建立的良好口碑和品牌优势有望延续至洗地机行业。
- **生产模式：**自主研发+代工生产，代工厂商为长城。
- **产品策略：中高端定位+精品策略。**石头U10洗地机售价4199元（折后3499元），锚定中高端。洗地机U10在滚刷上差异化采用双刷设计，内旋式卷入垃圾，进一步提升清洁效率。石头科技产品整体秉承大单品策略，产品少而精，预计石头整体SKU较少，推新频率保持在半年到一年时间。
- **未来难点：**结合公司愿景及业务重心，我们判断石头科技仍以扫地机器人作为公司基本盘。该情况下洗地机品类更多为增量存在，在研发投入及品宣营销方面的资源相对有限，后续在竞争加剧的环境中如何持续保持曝光为一大关注点。

### 4.3 莱克电气

莱克电气核心业务体系包括规模领先的以吸尘器为代表的家居清洁业务，快速发展的以空气净化器为代表的室内空气清洁业务，以及以高端智能净水器为代表的家庭水净化业务。21年11月推出天狼星S680，主打三合一功能及100分钟长续航，售价8999元（折后6999元）。

- **竞争优势：**公司在清洁电器领域建立起良好的口碑，致力于自主研发高效节能电机技术，自配套能力强劲。
- **生产模式：**公司拥有自主供应链，采用委托代工+自主生产并行的模式。
- **产品策略：精品策略。**目前公司仅推出一款洗地机，定价内资品牌最高，三合一设计包含1)通过换刷头对地毯进行深层清洁拍打，2)手持部分可拆卸作为随手吸，3)洗地功能。莱克同一产品线SKU较少，我们预计洗地机产品线可能推出减配版。
- **未来难点：**1)公司品牌教育仍需进一步投入，购买显著更高价格带产品的消费者需要品牌带来精神满足感；2)超高端价格带受众群体较小，而中高端价格带为竞争对手投入大量资源的基本盘；3)公司多产品线，对单一品类的资源投入相对有限。

### 4.4 小米生态链企业

米家品牌的洗地机供应商为顺造科技，小米于11月推出高温洗地机，售价3599元，产品为基站双筒形态。一方面，配件得以及时烘干，另一方面，基站水箱可为洗地机自动补水，减少换水次数。凭借该款单品，小米洗地机双十一销额份额为2.7%，迅速上升至行业第4。

- **竞争优势：**小米渠道的天然流量和小米品牌的背书，使得产品能实现快速放量。
- **生产模式：**代工生产，米家高温洗地机供应商为顺造科技，顺造负责研发设计，再交给代工厂生产。
- **产品策略：性价比定位+单品策略。**现阶段米家高温洗地机凭借产品差异化和性价比优势快速放量，市占份额上升较快。小米主打IOT智能互联，注重产品的生态属性，用户粘性相对较高。复盘2017年米家扫地机份额，以及小米在吸尘器及智能摄像头等领域市占，我们判断小米的性价比单品策略在行业中能够占据一定份额，但较难突破10%市占的天花板。
- **未来难点：**需关注的问题在于其**独立性和品牌经营**：1)自有品牌独立性：除代工业务外，生态链企业亦发展自有品牌清洁电器业务（eg. 目前顺造科技推出高温热

水无线洗地机 H100 Pro, 售价 3999 元), 与米家代工产品在性能、外观等方面均较为相近, 如何做好品牌区隔是经考验的一点。由于小米代工的毛利率相对较低, 自有品牌的独立性亦与生态链企业后续的财务独立相关联。**2) 人员&技术独立性:** 为小米代工的产品中采用的技术通常为小米和代工企业双方共享, 且代工企业无权单独使用, 后续其自有产品中的技术使用设计独立性问题。

#### 4.5 外资品牌

以必胜等外资品牌为代表, 2017 年必胜进入中国市场, 中国代理权归属于成人用品巨头拾色集团。Hoover 作为海尔智家旗下高端品牌 Candy 的子品牌, 2016 年进入中国市场。优瑞家(Eureka) 原为瑞典伊莱克斯旗下的吸尘器品牌, 2016 年被美的集团收购, 2021 年 9 月推出洗地机产品, 定价中高端。Shark 为美国老牌清洁电器品牌, 中国区运营权归属九阳股份。

- **竞争优势:** 以上外资品牌多为老牌清洁电器企业, 具备一定品牌优势。
- **产品策略: 整体定位中高端。** 必胜入局中国市场较早, 双十一洗地机销售额占比约 8%, 排名行业第 2。从产品设计来看, 外资品牌洗地机产品大多为机身较重、外观棱角分明的欧美风格。
- **未来难点:** 洗地机主打深度清洁, 符合中国家庭拖地需求高的特点, 未来产品升级推新需不断针对国内用户进行本土化迭代改造, 但外资品牌通常在中国文化和本土化方面无太大优势。

#### 4.6 代工厂商——春光科技

目前洗地机代工厂数量不多, 主要有爱普电器(外资品牌代工)、鑫泰利(代工客户为美的和优瑞家)、春光科技(代工客户为小米系等)、朗科智能(主要客户为 Bobot 等), 其中春光科技和朗科智能为上市公司。

- **主要看点: 1) 短期业绩增长确定性较高:** 下游洗地机品牌商数量增多, 行业高速发展, 利好中游代工厂商; **2) 客户黏性强:** 产品迭代往往基于上一代产品的研发设计, 有利于深度绑定合作关系; **3) 向产业链上游延伸:** 除组装之外, 增加单台配件自给率, 单件价值量上升。
- **未来难点:** 发展自有品牌与代工制造的要素不同, 若代工厂考虑搭建自主品牌, 从代工厂成功转向品牌商的难度相对较高; 产业链话语权相对较弱。

#### 风险提示

**新品不及预期:** 目前市场仍处于产品驱动阶段, 新品迭代或新品跟进不及预期或对公司营收及业绩带来较大影响。

**行业竞争加剧:** 目前有较多品牌入局, 竞争加剧或对产品定价带来较大的负面影响从而影响公司业绩。

**海运费持续上涨:** 科沃斯、石头科技、小米等品牌商均已布局海外渠道, 若海运紧张情况长时间未能缓解, 或对公司营收及业绩带来较大影响。

**假设和测算误差:** 本文降本、降价、产业链利润分配、行业空间基于国盛证券家电研究团队的主观测算, 或与实际情况有偏差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com