

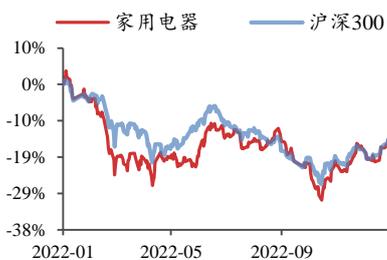
家用电器

2023年01月16日

投资评级：看好（维持）

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情管控放松短期刺激居家时间延长，建议关注居家细分场景消费——行业投资策略》-2022.12.14

《库存出清重新出发，跨界主题兑现业绩——行业投资策略》-2022.12.4

《地产“三支箭”落地+疫情放松预期，剖析家居/家电投资机会——行业投资策略》-2022.12.4

扫地机器人系列报告(1): 行业投资逻辑梳理-国内以价换量元年, 海外需求企稳回升

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

● 行业投资逻辑梳理-国内以价换量元年, 海外需求企稳回升

全能基站产品功能完备、以价换量策略奏效，2023年国内扫地机销量增速有望由负转正、增长20%，驱动行业最关键的投资逻辑由“产品迭代+提价”转为“渗透率提升+龙头做大做强”。龙头品牌强者恒强，在通过自清洁/全能基站扫地机老品降价释放需求的背景下，看好龙头品牌市占率份额持续提升。2023年看好欧洲需求企稳回升，北美、亚太需求延续较快增长，继续推荐石头科技、科沃斯。

● 看好国内销量增速由负转正, 行业有望进入渗透率提升区间

2019-2022年国内扫地机行业的主要投资逻辑是产品的大幅度更新迭代下带动品类价增拉动行业规模增长，但2021年起国内消费降级影响下行业销量增速开始下滑。当前热销的扫地机产品历经迭代，在单机层面和基站层面功能完善，2023年新品功能迭代相对放缓至性能提升，老品降价的性价比优势逐渐放大。科沃斯品牌在2022年8月采取以价换量策略后销量市占率环比提升明显，2023年以价换量策略有望驱动放量。预计在2023年4月，各品牌会开启新品发布、老品降价，带动2023Q2销量迎来正增长。全能基站扫地机产品在功能侧已逐渐向洗衣机等必选消费品靠齐，2022年扫地机国内渗透率预计仅5%，成长空间广阔。

● 龙头品牌受益于以价换量强者恒强, 净利率预计下滑有限

从整体竞争格局看，龙头品牌主推基站类扫地机产品，带动份额持续向头部品牌集中，2022年线上渠道科沃斯、石头、云鲸、追觅品牌销额市占率合计达82.2% (+5.8pcts)，销售量市占率达67.9% (+7.0pcts)，持续压缩新品牌空间。从线上销额市占率看，2022年石头/追觅分别+6.7pcts/+6.1pcts，科沃斯、云鲸品牌分别-5.0pcts/-1.9pcts，2022年8月科沃斯以价换量策略奏效，11月线上销额市占率回升至42.6%。全能基站扫地机G10S、X1 OMNI、T10 OMNI包揽了线上销额、销量单品的前三名，看好2023年以价换量策略推动下全能基站老品迎来新一轮热销。从竞争程度看，2023年行业有望恢复量增，且追觅在盈利导向下预计将减少买流量投入，利好科沃斯、石头品牌销售费用率趋稳。2023年看好产品结构提升、降本、原材料跌价有望对毛利率体现正贡献。预计行业净利率下滑有限。

● 海外需求企稳回升, 看好2023年石头科技外销恢复正增长

预计2022年11月欧洲经销商提货额跌幅环比收窄，新品出货量占比提升至约50%。考虑到需求恢复、渠道库存偏低、基数较小，我们预计2023年欧洲市场恢复10%增长。高端新品S8系列拉动下看好2023年北美市场实现双位数以上增长。自清洁产品渗透率持续提升，2023年亚太市场预计实现20%左右的增长。产品结构提升叠加欧洲需求恢复，预计2023年外销有望实现15%的收入增长。

● 风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

目 录

1、国内以价换量元年，投资逻辑由产品迭代转向行业的渗透率提升.....	4
1.1、全能基站扫地机功能性完备，预计行业新品迭代放缓，方向为性能提升.....	4
1.2、老品降价性价比优势放大、以价换量的策略有望奏效，实现放量.....	6
1.3、扫地机行业渗透率较低，提升空间较大.....	9
2、龙头品牌受益于以价换量强者恒强，竞争趋缓、降本、原材料跌价、产品结构推动下，净利率预计下滑有限.....	10
2.1、龙头品牌份额稳固、新品牌扰动有限.....	10
2.2、龙头品牌格局：2022年石头、追觅份额提升，以价换量策略下看好科沃斯、石头份额稳中有升.....	11
2.3、线上渠道前十大单品：全能基站产品热销，功能完备看好降价带来需求释放.....	13
2.4、行业流量竞争放缓叠加持续推动降本，预计2023年龙头公司净利率不会有大幅下滑压力.....	14
3、海外需求企稳回升，看好2023年石头科技外销恢复正增长.....	18
4、盈利预测与投资建议.....	19
5、风险提示.....	19

图表目录

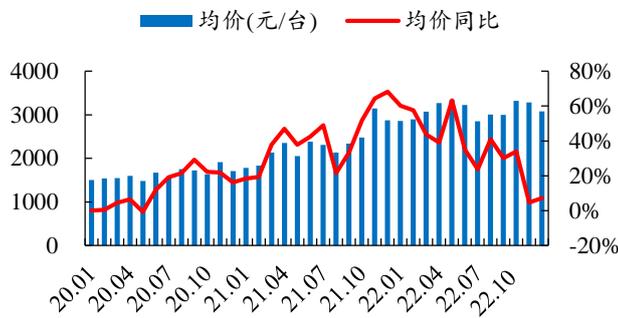
图 1：线上渠道均价持续提升.....	4
图 2：2022年线上渠道月度销量除6月及受益于开门红影响的10月外均同比下滑.....	4
图 3：扫地机产品已经跨过大幅迭代拐点，到达“好用”的阶段.....	5
图 4：石头科技2023年海外旗舰新品S8 Pro Ultra各项更新功能主要是对清洁能力和避障系统作出进一步的优化.....	5
图 5：石头2023年海外旗舰新品S8 Pro Ultra主要对清洁能力和避障系统进行优化.....	6
图 6：2019年云鲸J1引领扫地机进入自清洁时代.....	6
图 7：2021年X1 OMNI打造全能基站产品.....	6
图 8：科沃斯以价换量开启后的2022Q3销量趋势向好.....	7
图 9：科沃斯以价换量后的2022Q3销量市占率环比提升.....	7
图 10：石头2022年下半年线上销量同比快速增长.....	7
图 11：石头2022年下半年线上销量市占率同比提升.....	7
图 12：追觅2022年下半年线上销量同比快速增长.....	8
图 13：追觅2022年下半年线上销量市占率同比提升.....	8
图 14：自2022年8月后，扫地机行业降价脚步仍未停息.....	8
图 15：扫地机每百户保有量对比白电、黑电等品类，有较大提升空间.....	9
图 16：2022年线上渠道龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅均价处于3000元以上价格带，主销基站类扫地机.....	10
图 17：线上渠道龙头品牌销额市占率在2022年5-6月、10-11月处于较高水平.....	11
图 18：线上渠道龙头品牌销量市占率在2022年5-6月、10-11月处于较高水平.....	11
图 19：以价换量策略驱动下，2022年11月科沃斯线上渠道销额市占率恢复至43%.....	13
图 20：以价换量策略驱动下，2022年11月科沃斯线上渠道销量市占率恢复至38%.....	13
图 21：行业量缩叠加流量竞争加剧，2021Q1以来科沃斯、石头科技的销售费用率呈现上升趋势.....	15
图 22：2022Q1-3线上渠道单机款销额占比16%，同比下滑44pcts.....	16
图 23：2023年1月12日国内ABS塑料现货价同比下跌18.6%.....	17
表 1：2022年8月降价后2022Q3科沃斯线上销量市占率环比明显提升.....	8
表 2：预计2022年扫地机行业渗透率为5.1%.....	9
表 3：2022年扫地机线上渠道龙头品牌份额持续提升，其他品牌空间进一步被压缩.....	10

表 4: 2022 年线上渠道销额前十名龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅包揽.....	14
表 5: 2022 年线上渠道销量前三名均为石头、科沃斯品牌主推全能基站新品.....	14
表 6: 行业头部 A 公司的主力全能基站机型在传感器融合、基站简化等方面有望实现降本.....	16
表 7: 推荐标的盈利预测.....	19

1、国内以价换量元年，投资逻辑由产品迭代转向行业的渗透率提升

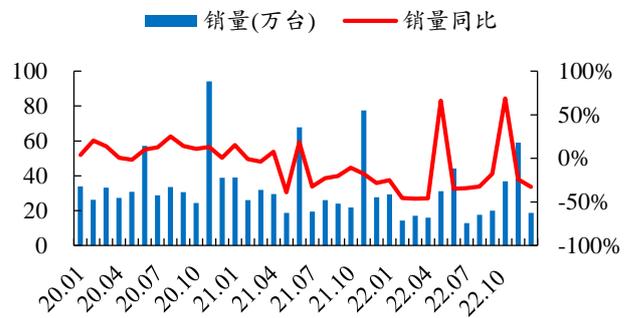
2019-2022 年国内扫地机行业主要的投资逻辑是产品迭代的价增带动销额增长。2019-2022 年国内热销的扫地机产品从单机向自清洁扫地机、全能基站扫地机持续迭代升级，产品功能日益完善、瞄准用户痛点更新，真正实现了解放双手功能。伴随着产品持续迭代，行业均价保持提升，但国内消费降级影响下行业销量增速逐渐停滞，甚至开始下滑。根据奥维云网推总数据，2021 年国内扫地机行业零售量 578 万台，同比下滑 11.6%，我们预计 2022 年扫地机行业零售量下滑约 20%。

图1：线上渠道均价持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图2：2022 年线上渠道月度销量除 6 月及受益于开门红影响的 10 月外均同比下滑



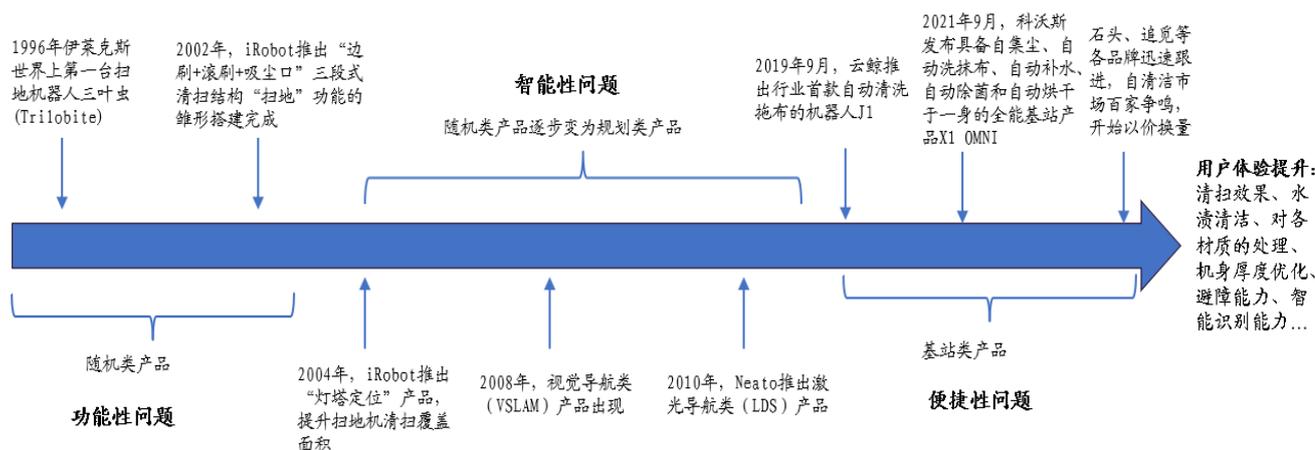
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2023 年扫地机行业投资逻辑有望由产品升级迭代转向行业渗透率提升、行业规模扩张、龙头公司强者恒强。考虑到 2023 年疫情对经济影响逐步消退，中高端消费需求恢复，叠加产品功能完善的全能基站类老品进入降价区间，我们认为国内扫地机行业的销量增速有望由负转正，2023 年扫地机行业投资逻辑有望转变。

1.1、全能基站扫地机功能性完备，预计行业新品迭代放缓，方向为性能提升

当前热销的扫地机产品历经迭代，在单机层面和基站层面功能完善、已经可以较好地实现解放双手，达到“好用”阶段。从全球扫地机行业发展历史来看，向前发展的“三大步”分别解决了扫地（功能性）、导航定位规划（智能性）、解放双手（便捷性）三个问题。从过去体验较差的随机碰撞类产品，到逐步提升智能化的规划类产品，再发展到 2019 年云鲸推出 J1，引入自清洁概念、2021 年科沃斯推出的 X1 OMNI 全能基站产品等便捷程度极大提高的基站类产品，扫地机已经完成了产品功能的大幅迭代，真正意义上变得“好用”。

图3: 扫地机产品已经跨过大幅迭代拐点, 到达“好用”的阶段



资料来源: 国家电网《2021年扫地机器人市场发展白皮书》、开源证券研究所

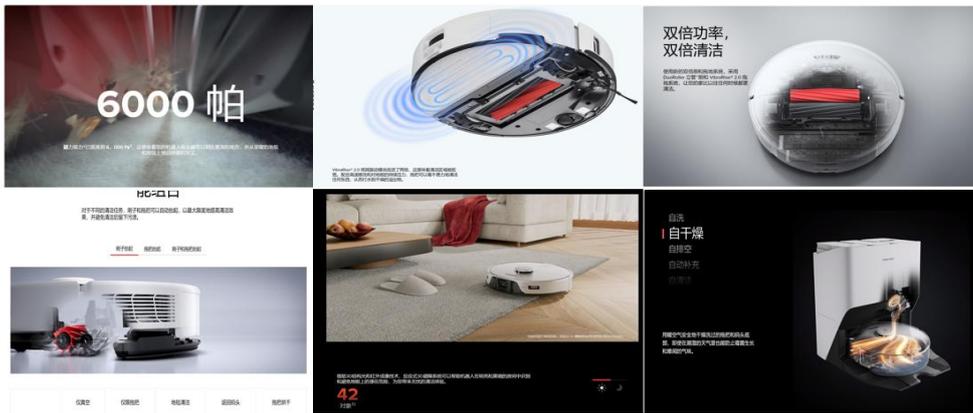
预计 2023 年行业新品迭代方向由大的形态突破转为产品性能提升。以石头科技在 CES 展上发布的 2023 年海外旗舰新品 S8 Pro Ultra 为例, 相比于 2022 年旗舰 G10S pro, S8 系列旗舰 (1) 吸力由 5100Pa 提升至 6000Pa。(2) 震动擦地模块改进了 2 倍。(3) 由单橡胶刷升级至新的双橡胶滚刷系统, 更有效地对抗毛发缠结。(4) 双滚刷和拖布可自动抬起。(5) AI 反应式避障升级至 3D 反应式避障, 能够识别并清洁宠物粪便。(6) S8 Pro Ultra 基站新增热风烘干功能。总体看各项更新功能主要是在 2022 年的旗舰产品上对清洁能力和避障系统作出进一步的优化, 但并没有 2019-2021 年自清洁产品和全能基站产品这样大的产品迭代。

图4: 石头科技 2023 年海外旗舰新品 S8 Pro Ultra 各项更新功能主要是对清洁能力和避障系统作出进一步的优化

扫地机产品	到手价	上市时间	是否自动集尘	是否抹布自清洁	烘干功能	是否基站自清洁	是否自动补水	是否银离子除菌	是否基站自清洁	导航方式	避障技术
石头 G10S Pro	5699元	2022.3.22-4.8预售	尘袋可保障60天工作时长	✓	可选配	✓	✓	标配	×	LDS激光导航	Reactive AI 2.0识别避障, 黑暗环境红外补光灯, 显示障碍物实景照片, 自动识别家具、地板材质
Roborock S8 Pro Ultra	1599.99美元/1499欧元	2023年4月(美国)、2023年3月(德国)	尘袋可保障7周工作时长	✓	✓	✓	✓	×	✓	LDS激光导航	Reactive 3D结构光避障, 精准识别宠物粪便等42种障碍物
	最大吸力	拖地方式	拖布旋转/振动频次	拖布是否智控升降	地毯增压	最大拖地面积	续航	机身水箱容量	机身尘盒容量	视讯能力	
石头 G10S Pro	5100Pa	声波震动拖地	3000次/分钟	✓	✓	400m²	/	/	400ml	实时视频通话	
Roborock S8 Pro Ultra	6000Pa	声波震动拖地, 模块改进了2倍	3000次/分钟	✓	✓	300m²	180min	300ml	350ml	×	

资料来源: 石头科技官网、开源证券研究所

图5：石头 2023 年海外旗舰新品 S8 Pro Ultra 主要对清洁能力和避障系统进行优化



资料来源：石头科技官网

行业其它玩家方面，行业头部品牌 A 有望推出方形的扫地机来更好的解决边角清扫问题，并加码热水洗拖布功能，自清洁能力更进一步；行业新锐品牌 B 有望推出高价位段的洗地机器人，对湿垃圾进行更加深层次的清洁。整体来看，2023 年行业新品更多是在原有产品的基础上，对一些细节和性能进行提升。与此同时各公司对老品的以价换量销售策略逐步推进，这就意味着行业的销售有望从打造旗舰单品爆款的大单品模式转为多品类同步销售模式，有望通过全能基站产品的广价格带布局促进行业整体销量提升。

1.2、老品降价性价比优势放大、以价换量的策略有望奏效，实现放量

2023 年以前的扫地机行业销售以新品为主，主系产品迭代速度快所致，老品降价促销效果有限。2023 年以前，扫地机行业每年推出的旗舰新品较上一代都有较大功能上的突破，例如 2019 年云鲸推出的自清洁产品 J1、2021 年科沃斯推出的全能基站产品 X1 OMNI、2022 年上半年石头科技推出的 G10S，所以公司更多的采取大单品模式，引导消费者选择新旗舰机型。在这样新旗舰远强于老品的情况下，老品降价带来的销量提升幅度不明显，公司也更着眼于高端市场的竞争。

图6：2019 年云鲸 J1 引领扫地机进入自清洁时代



资料来源：京东网

图7：2021 年 X1 OMNI 打造全能基站产品



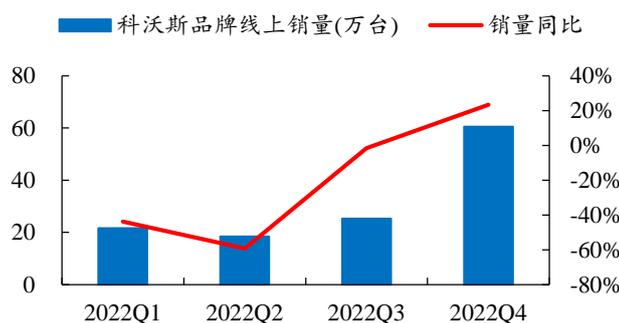
资料来源：京东网

2023 年行业新品创新幅度趋缓，足够好用的 2022 年全能基站老品降价后，预计产生较大销量。站在 2023 年初的视角看，行业在清洁性能和避障导航等方面的创新速度放缓，而各家 2022 年的老款全能基站机型已经能解决绝大多数消费者的需求，降价的性价比凸显。我们复盘 2022 年下半年科沃斯、石头以价换量的政策看，预计

2023 年上半年的产品降价行为，将能带动产生较大销量。

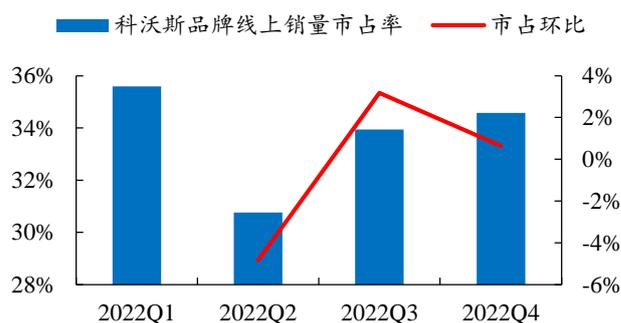
科沃斯 2022 年下半年开始实行以价换量，效果明显。2022 年 8 月，科沃斯率先开启多轮次老品降价节奏，9 月初时全能基站产品 X1 OMNI/T10 OMNI 相比于 8 月初的价格降幅分别达 14%/17%，自清洁产品 T10 TURBO 价格降幅达 13%。产品降价后市场反馈良好，从销量同比看，2022Q3/Q4 线上销量同比分别-1.7%/+23.4%，相比于 2022Q1/Q2 的-43.8%/-59.3%大幅改善；从销量市占率来看，科沃斯 2022Q3/Q4 销量市占率分别达 33.9%/34.6%，相比于 2022Q2 的 30.8%大幅提高，逐渐恢复到一季度水平。

图8：科沃斯以价换量开启后的 2022Q3 销量趋势向好



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

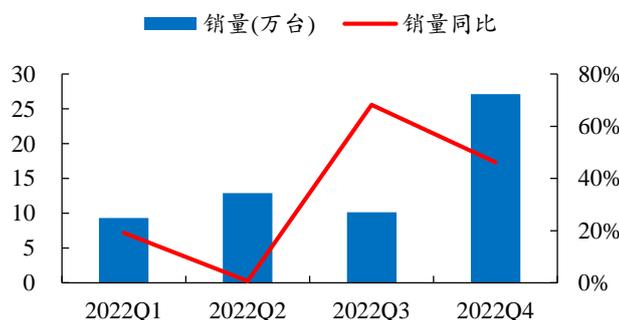
图9：科沃斯以价换量后的 2022Q3 销量市占率环比提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

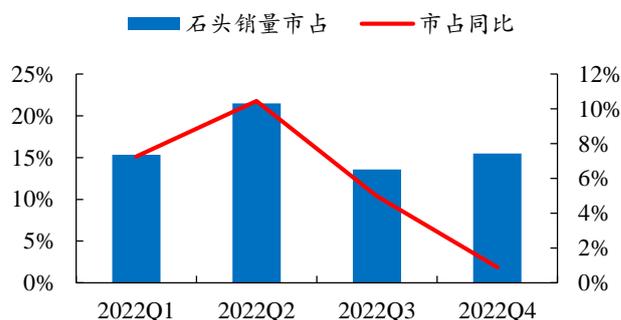
其余行业玩家纷纷进入降价区间，拉动销量同比高增。在科沃斯进行降价后，扫地机业内其余玩家纷纷跟进，开启了一轮降价潮。9 月初石头科技全能基站产品 G10S/G10S pro 相比于 8 月初的价格降幅分别达 8%/7%，自清洁产品 G10 价格降幅达 8%，同时推出了减配款的 G10S AUTO/G10 PLUS 拓宽了价格带区间；追觅全能基站旗舰 S10/S10 pro 相比于 8 月初的价格降幅分别达 13%/14%。跟进降价下，2022Q4 石头/追觅扫地机线上销量同比分别达 46.2%/714.0%，线上销量市占率同比分别 +0.9/+6.6pcts，以价换量效果显现。

图10：石头 2022 下半年线上销量同比快速增长



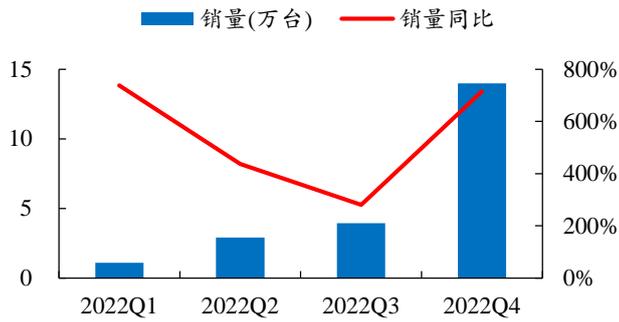
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图11：石头 2022 下半年线上销量市占率同比提升



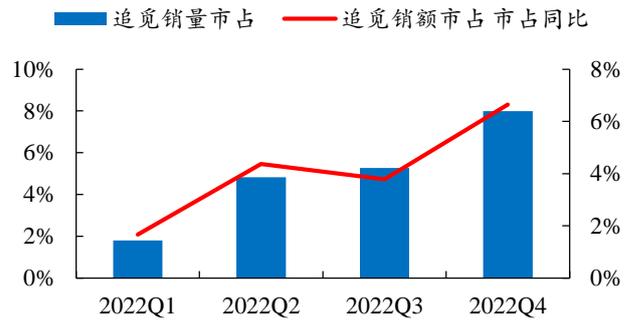
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图12: 追觅 2022 下半年线上销量同比快速增长



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图13: 追觅 2022 下半年线上销量市占率同比提升



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

表1: 2022 年 8 月降价后 2022Q3 科沃斯线上销量市占率环比明显提升

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
科沃斯线上销量市占率	35.60%	30.76%	33.94%	34.58%
科沃斯线上市占同比	-4.10%	-8.26%	-2.89%	-3.95%
石头线上销量市占率	15.31%	21.46%	13.57%	15.49%
石头线上市占同比	7.26%	10.45%	4.98%	0.90%
云鲸线上销量市占率	11.67%	14.06%	12.11%	11.22%
云鲸线上市占同比	6.14%	1.87%	2.04%	-1.39%
追觅线上销量市占率	1.81%	4.83%	5.27%	8.00%
追觅线上市占同比	1.67%	4.37%	3.79%	6.64%

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

降价脚步仍未停息, 预计下一个重大降价节点为 2023 年 4 月份。第一轮降价开启后, 行业整体降价脚步仍未停息, 价格段下移趋势明显。2023 年 1 月科沃斯/石头/追觅的老款全能基站旗舰机型 XI OMNI/G10S pro / S10 pro 相比 2022 年 8 月初价格降幅分别为 19%/12%/26%。我们预计 2023 年在 4 月份, 随着各家陆续开启 2023 年新品预售, 2022 年的旗舰产品会迎来进一步的降价, 从而成为拉动销量增速由负转正的拐点, 带动扫地机产品渗透率提高。从全年看, 在 2022 年销量同比下滑约 20% 的低基数下, 我们预计 2023 全年的行业销量增长 20% 左右, 成为 2019 年以来量增的最大增速。

图14: 自 2022 年 8 月后, 扫地机行业降价脚步仍未停息

品牌	科沃斯						石头				云鲸	
	X1Turbo	T10Turbo	X1 OMNI	T10 OMNI	G10	G10Plus	G10AUTO	G10S	G10S Pro	J2	J3	
上市时间	2021.09	2022.03	2021.09	2022.04	2021.09	2022.08	2022.08	2022.03	2022.03	2021.09	2022.8	
首发价格	4999	3999	5999	4799	3999	3999	3999	4799	5699	3999	4699	
8月初价格	4999	3999	5799	4799	3799			4799	5699	3699		
9月初价格	4999	3499	4999	3999	3499			4399	5299	3399		
2023年1月价格	3999	3299	4699	3699	3099	3699	3699	4099	4999	2799	4299	
8月降价幅度	-	-13%	-14%	-17%	-8%	-	-	-8%	-7%	-8%	-	
2023年1月降幅	-20%	-18%	-19%	-23%	-18%	-	-	-15%	-12%	-24%	-	
产品功能	单自清洁	单自清洁	全能基站	全能基站	单自清洁	单自清洁	单自清洁	全能基站	全能基站	单自清洁	单自清洁	

品牌	追觅						小米					
	W10	W10 Pro	W10S	W10S pro	S10	S10 pro	S10 PLUS	S10 pro PLUS	X10	X10 pro	免洗扫地机器人	免洗扫地机器人Pro
上市时间	2021.09	2022.02	2022.9	2022.9	2022.04	2022.05	2022.9	2022.9	2022.1	2022.1	2021.1	2021.1
首发价格	3599	3999	2999	3399	4599	5799	4599	5099	5499	5999	2599	3299
8月初价格	3599	3799			4599	5799					2299	3299
9月初价格	3299	3399			3999	4999					2299	3299
2023年1月价格	2599	2699	2499	2899	3499	4299	3799	4399	4799	4999	1999	2399
8月降价幅度	-8%	-11%	-	-	-13%	-14%	-	-	-	-	-	-
2023年1月降幅	-28%	-29%	-	-	-24%	-26%	-	-	-	-	-13%	-27%
产品功能	单自清洁	单自清洁	单自清洁	单自清洁	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站	全能基站	单自清洁	单自清洁

数据来源: 京东网、开源证券研究所

1.3、扫地机行业渗透率较低，提升空间较大

预计以价换量政策下扫地机销量由负转正带动渗透率中短期提升，利好行业龙头公司。2021年起，国内扫地机行业的销量持续下滑，行业的投资逻辑着眼于高端市场竞争，但线上流量趋缓下行业盈利空间受限，中低端产品萎缩明显。我们预计2023年行业的投资逻辑将转变为在产品力足够的全能基站老品降价后，行业整体销量有望由负转正，带动行业渗透率提升。在这种情况下，行业整体的竞争激烈程度将会得到优化，规模有望进一步提升，行业内预计形成降本能力强、渠道优势足的龙头公司强者恒强格局。

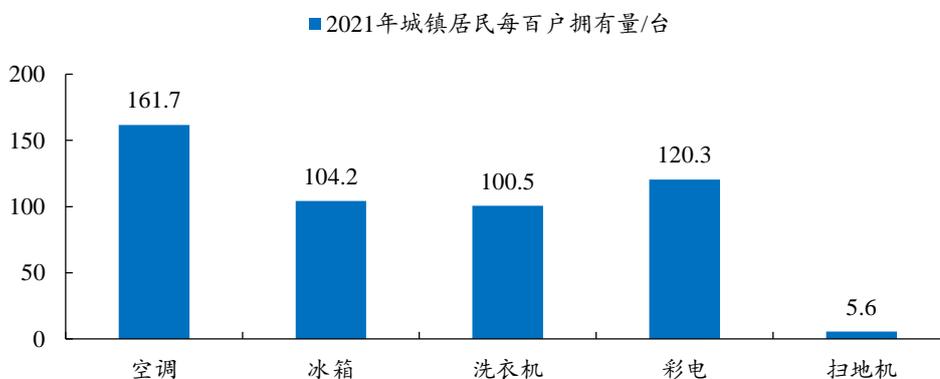
产品性能的提升已为渗透率的长期提升做好铺垫。根据我们的测算，2021年中国大概有3.3亿户城镇家庭，假设2022年城镇家庭数维持3.3亿户，按照扫地机产品三年一换的更新周期，2022年每百户城镇家庭的扫地机保有量在5.1台，相比2021年出现了下滑。**成熟的全能基站产品有望真正实现解放双手、解决用户痛点，带动渗透率提升。**从目前的产品来看，具有自动上下水的全能基站扫地机产品已完全解放双手，便捷程度逐渐向洗衣机等必选消费品靠齐，渗透率提升空间较大。

表2：预计2022年扫地机行业渗透率为5.1%

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
总人口（单位：亿）	13.83	13.9	13.95	14	14.1178	14.126	14.126
城镇化率	57.35%	58.52%	59.58%	60.60%	63.89%	64.72%	64.72%
平均家庭户规模（单位：人/户）	3.11	3.03	3	2.92	2.62	2.77	2.77
城镇家庭户数（单位：万户）	25498	26847	27712	29056	34427	33005	33005
国内扫地机器人保有量（单位：万台）	274	696	1309	1663	1895	1860	1677
国内扫地机器人渗透率	1.07%	2.59%	4.72%	5.72%	5.50%	5.63%	5.08%

数据来源：Wind、国家统计局、奥维云网、开源证券研究所

图15：扫地机每百户保有量对比白电、黑电等品类，有较大提升空间



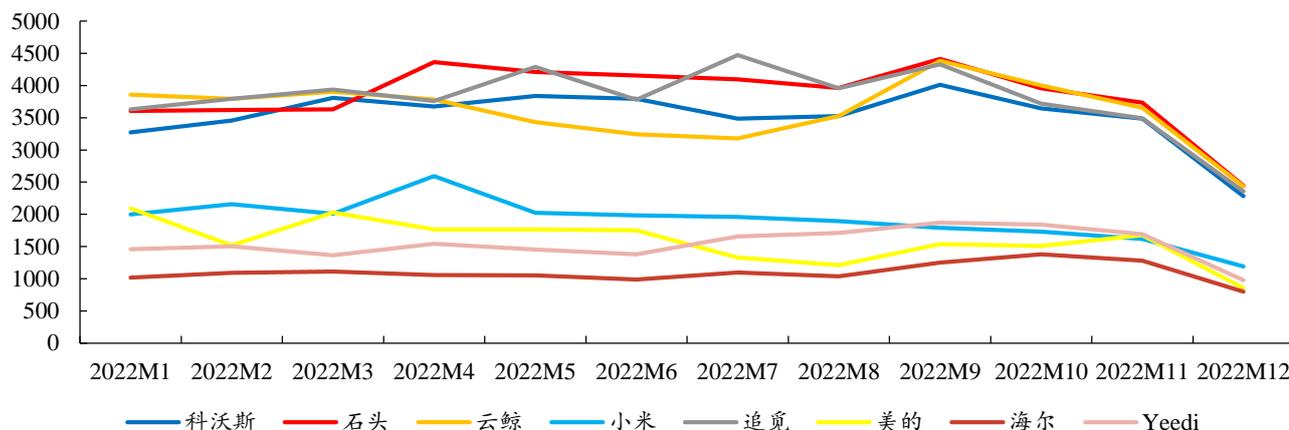
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2、龙头品牌受益于以价换量强者恒强，竞争趋缓、降本、原材料跌价、产品结构推动下，净利率预计下滑有限

2.1、龙头品牌份额稳固、新品牌扰动有限

从均价层面看，2022 年龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅线上品牌均价处于 3000 元以上价格带，主销产品为自清洁/全能基站类扫地机；小米、美的、海尔、Yeedi 线上品牌均价处于 2000 元以下价格带，主销产品为性价比产品。

图16：2022 年线上渠道龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅均价处于 3000 元以上价格带，主销基站类扫地机



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

从竞争格局看，龙头品牌主推基站类扫地机产品，带动份额持续向头部品牌集中。2022 年线上渠道科沃斯、石头、云鲸、追觅品牌销售额市占率达 82.2%(+5.8pcts)，销售量市占率达 67.9% (+7.0pcts)，其中科沃斯+石头品牌销额/销量合计市占率分别为 60.5%(+1.7pcts)/50.0%(+0.4pcts)；而 2022 年线上渠道米家、美的、海尔、Yeedi 品牌销售额市占率下滑至 13.8% (-1.7pcts)，销售量市占率仅 25.1% (-2.8pcts)，份额进一步萎缩。另一方面，我们发现 2022 年线上渠道八大品牌份额总和持续提升，进一步压缩新品牌空间，2022 年八大品牌销额市占率达 96.1% (+4.1pcts)，销量市占率达 93% (+4.3pcts)。在 2019 年新品牌云鲸凭借推出自清洁新品 J1 横空出世后，龙头品牌保持对于新技术的高关注度，留给新品牌通过产品技术差异化突破的难度持续加大，新品牌的生存空间被持续压缩、对于行业格局扰动有限。

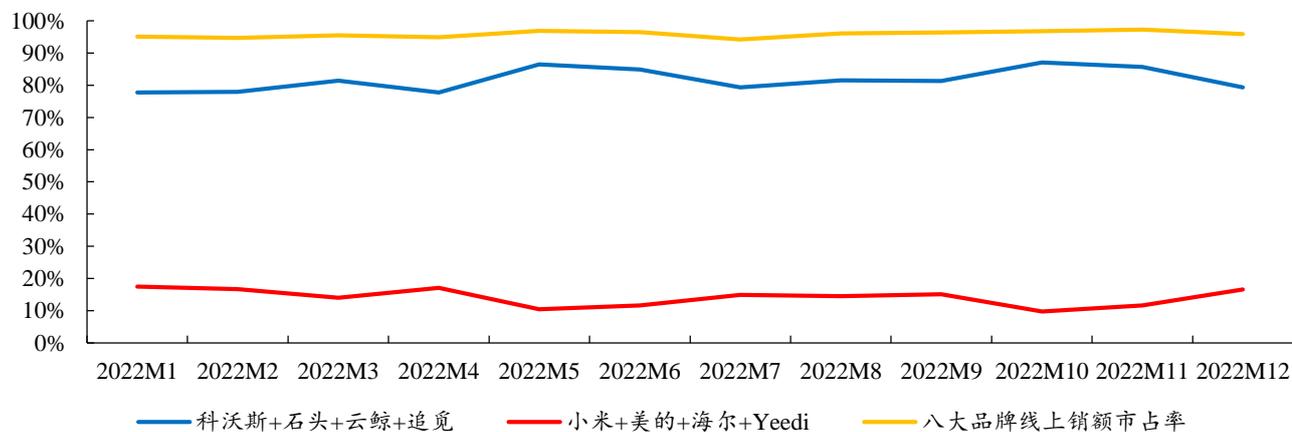
表3：2022 年扫地机线上渠道龙头品牌份额持续提升，其他品牌空间进一步被压缩

	2021 年	2022 年	同比
科沃斯+石头销额市占率	58.89%	60.54%	1.65%
科沃斯+石头+云鲸+追觅销额市占率	76.43%	82.24%	5.81%
米家+美的+海尔+Yeedi 销额市占率	15.52%	13.84%	-1.68%
八大品牌线上销额市占率	91.95%	96.08%	4.13%
科沃斯+石头销量市占率	49.67%	50.04%	0.38%
科沃斯+石头+云鲸+追觅销量市占率	60.88%	67.89%	7.01%
米家+美的+海尔+Yeedi 销量市占率	27.87%	25.12%	-2.75%
八大品牌线上销量市占率	88.75%	93.01%	4.26%

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

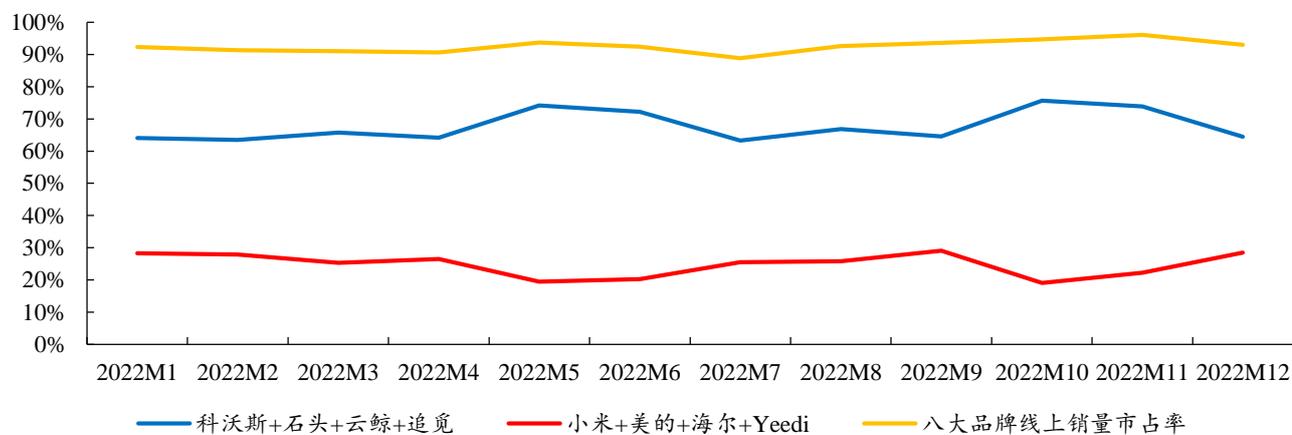
分月度看，2022 年龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅的销额市占率、销量市占率在 2022 年 5-6 月、2022 年 10-11 月处于较高水平。

图17：线上渠道龙头品牌销额市占率在 2022 年 5-6 月、10-11 月处于较高水平



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图18：线上渠道龙头品牌销量市占率在 2022 年 5-6 月、10-11 月处于较高水平



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、龙头品牌格局：2022 年石头、追觅份额提升，以价换量策略下看好科沃斯、石头份额稳中有升

龙头品牌分别看，2022 年线上渠道科沃斯、云鲸品牌份额下滑，石头、追觅品牌份额有所提升。

科沃斯品牌 8 月以价换量策略奏效，市占率环比持续修复，龙头优势稳固。根据奥维数据，2022 年科沃斯线上销额市占率达 39.9% (-5.0pcts)、线上销量市占率达 34.0% (-4.7pcts)。分月度看，受石头品牌推出 G10S 扫地机影响，2022 年 4 月科沃斯品牌销额市占率下滑至 30.1%，而石头品牌 2022 年 4 月销额市占率提升至 33.7%，首度在天猫、京东为主的线上渠道超过科沃斯。2022 年 5 月以来此后科沃斯品牌销

额市占率持续恢复，2022年8月科沃斯对全能基站扫地机 T10 OMNI 降价，价格从 4599 元降低 600 元至 3999 元，拉动 2022 年 8 月销额市占率环比提升 4.1pcts、销量市占率环比提升 4.6pcts，以价换量策略奏效，并持续拉动科沃斯品牌市占率恢复，2022 年 11 月科沃斯品牌销额市占率达 42.6%、销量市占率达 37.6%。以价换量战略驱动下，科沃斯品牌双 11 成绩亮眼，根据科沃斯公司战报，2022 双 11 期间科沃斯机器人全渠道成交额突破 18.9 亿元，同比增长超过 20%；T10 OMNI 取得了扫拖机器人全价位段销售额冠军的成绩，科沃斯地宝 X1 系列取得了 5000 元以上价位段的市场占有率第一。此外，科沃斯基站类扫拖机器人的销量也实现了 49% 的增长。此外科沃斯品牌在线下渠道布局先发优势较为明显，受益于 2023 年线下零售需求恢复，预计线下渠道有望进一步贡献收入增量。

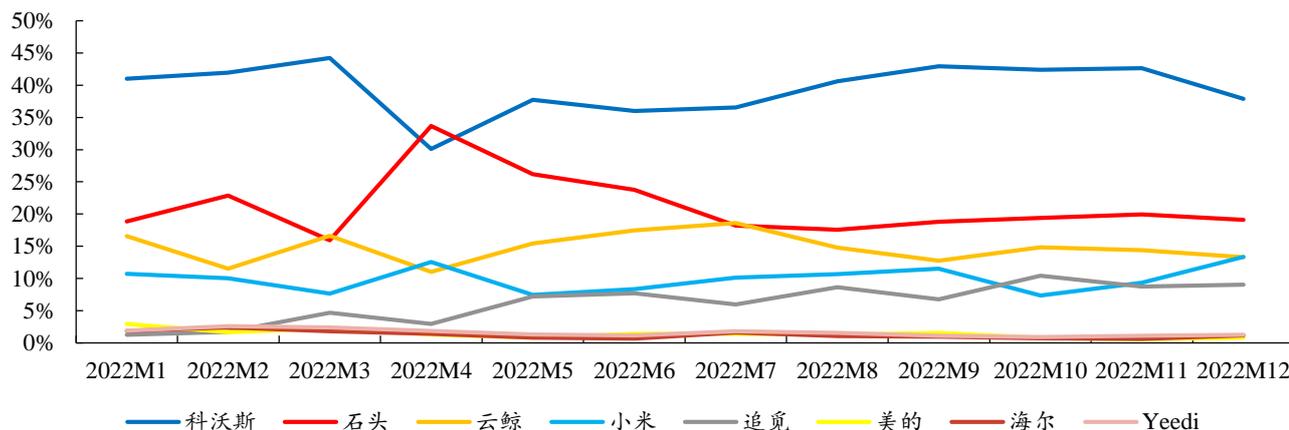
云鲸品牌 2022 年 9 月推出新品 J3，新品迭代放缓致市占率持续下行。根据奥维数据，2022 年云鲸品牌线上销额市占率达 14.5% (-1.9pcts)、线上销量市占率达 11.9% (+1.6pcts)。从产品端看，考虑到竞品科沃斯 T10 OMNI 在 2022 年 5 月、石头 G10S 在 2022 年 3 月发布、追觅 S10 在 2022 年 5 月发布，而云鲸 2022 年新品 J3 在 9 月发布，云鲸主要依托对 2021 年推出的 J2 降价维持份额，且不同于石头、科沃斯品牌形成的产品价格带矩阵，云鲸过于依赖大单品模式。考虑到产品创新度、迭代速度明显放缓，我们认为云鲸品牌份额将持续承压。

石头品牌全能基站新品 G10S 热销，带动份额持续提升。根据奥维数据，2022 年石头品牌线上销额市占率达 20.6% (+6.7pcts)、线上销量市占率达 16.0% (+5.0pcts)。石头品牌技术端坚持 LDS 导航+平板震动拖的差异化布局，注重产品使用体验打磨，在 2021 年双 11 推出自清洁产品 G10 热销后，2022 年进一步功能创新、推出全能基站款 G10S 系列，G10S 凭借强大产品力成为 2022 年线上第一大销量单品，销量达 26.5 万台，销量市占率达 1.44%。我们认为依托产品销量口碑端的积累、品牌对消费者心智的占领、产品体验的持续优化，2023 年石头品牌的老品降价有望拉动需求释放，看好市场份额持续提升。

追觅品牌在信息流广告投放助推下，份额显著提升。根据奥维数据，2022 年追觅品牌线上销额市占率达 7.2% (+6.1pcts)、线上销量市占率达 5.9% (+5.1pcts)。分月度看，2022 年 5 月追觅新品 S10 推出后，拉动品牌线上销额市占率提升至 7.2%，在追觅品牌加大信息流广告投放后，2022 年 10 月追觅销额市占率提升至 10.4%。根据追觅科技双 11 战报，公司收获天猫平台扫地机行业排名 TOP4、京东平台扫地机行业排名 TOP5、抖音平台生活电器品牌排名 TOP1。我们预计在盈利目标导向下，追觅品牌对于信息流广告投放力度预计将减弱、重点推广高价格段新品、拓展线下增量渠道。

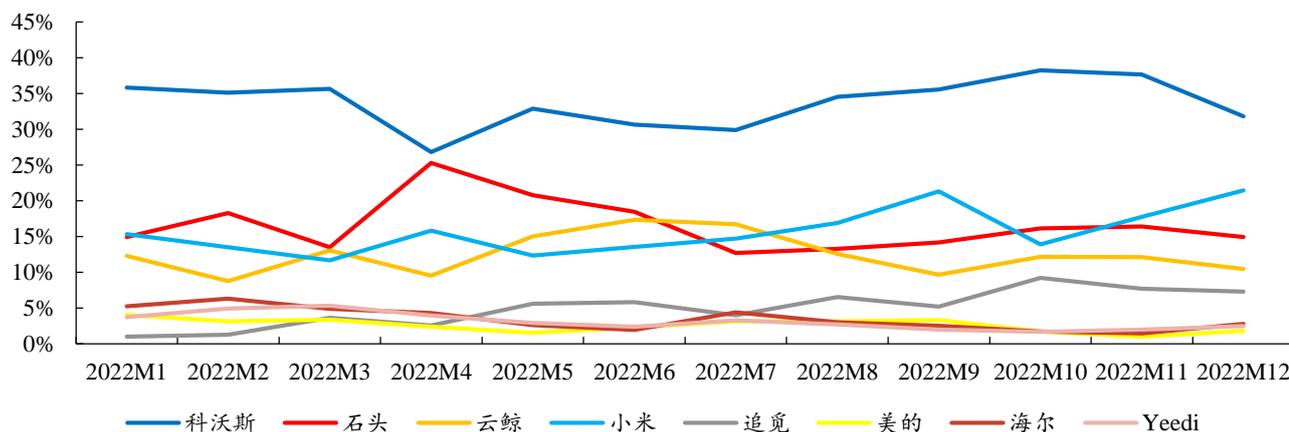
米家品牌面临中低端单机产品整体需求缩减。根据奥维数据，2022 年米家品牌线上销额市占率达 10.1% (-0.9pct)、线上销量市占率达 17.0% (-0.9pct)。单品层面看，米家无单品名列 2022 年线上销额前十，基站类新品持续缺乏竞争力，我们认为米家品牌 2023 年难以对龙头品牌构成威胁。

图19：以价换量策略驱动下，2022年11月科沃斯线上渠道销额市占率恢复至43%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图20：以价换量策略驱动下，2022年11月科沃斯线上渠道销量市占率恢复至38%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.3、线上渠道前十大单品：全能基站产品热销，功能完备看好降价带来需求释放

从2022年线上渠道销额前十大单品来看，科沃斯品牌有X1 OMNI、T10 OMNI、T10 TURBO、N9+四款，石头品牌有G10S、G10两款，云鲸品牌有J3、J2、J1三款，追觅品牌有S10一款，四大龙头品牌霸占榜单，体现了龙头品牌对于行业产品迭代方向的把控能力较强，打造爆品的成功率较高。

从2022年线上渠道销量前十大单品来看，科沃斯品牌有X1 OMNI、T10 OMNI、T10 TURBO、N8、N9+五款，石头品牌有G10S、G10两款，云鲸品牌有J2一款，追觅品牌有S10一款，米家有3C一款。销量前十大单品中，仍有8款自清洁/全能基站类的扫地机产品入围，我们认为相较于更为便宜的单机产品，在龙头品牌持续推新、加大消费者教育的驱动下，消费者愿意为功能提升、解放双手支付溢价，而在基站类产品的强大产品力对比下，单机产品的性价比优势并不突出。

值得注意的是，G10S、X1 OMNI、T10 OMNI包揽了线上销额、销量单品的前

三名，且均为功能更强、价格更高的全能基站扫地机，我们认为全能基站款扫地机功能全面、真正实现了解放双手、解决消费者痛点，在 2023 年各品牌推出新品、对老品降价的驱动下，我们预计 G10S、X1 OMNI、T10 OMNI 等全能基站老品有望迎来新一轮热销，带动行业恢复量增。

表4：2022 年线上渠道销额前十名龙头品牌科沃斯、石头、云鲸、追觅包揽

排名	机型	品牌	销额(亿)	市占(%)	市占同比 (%)	均价(元/台)	均价同比 (%)	上市时间
1	X1 OMNI	科沃斯	13.08	5.36	1.38	5252	-12.45	2021M9
2	G10S	石头	11.98	4.92		4529		2022M3
3	T10 OMNI	科沃斯	10.26	4.21		3900		2022M5
4	J2	云鲸	8.91	3.65	1.71	3596	-10.18	2021M11
5	T10 TURBO	科沃斯	6.68	2.74		3672		2022M3
6	G10	石头	4.84	1.99	-0.15	3847	-3.99	2021M9
7	J3	云鲸	3.98	1.63		4643		2022M9
8	S10	追觅	3.93	1.61		3978		2022M5
9	N9+	科沃斯	2.85	1.17	-4.72	3194	-10.28	2021M3
10	J1	云鲸	2.14	0.88	-3.9	2838	-24.51	2019M10

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

表5：2022 年线上渠道销量前三名均为石头、科沃斯品牌主推全能基站新品

排名	机型	品牌	销量(万台)	市占(%)	市占同比(%)	均价(元/台)	均价同比(%)	上市时间
1	G10S	石头	26.46	1.44		4529		2022M3
2	T10 OMNI	科沃斯	26.30	1.43		3900		2022M5
3	X1 OMNI	科沃斯	24.90	1.36	0.6	5252	-12.45	2021M9
4	J2	云鲸	24.78	1.35	0.8	3596	-10.18	2021M11
5	T10 TURBO	科沃斯	18.20	0.99		3672		2022M3
6	3C	米家	14.60	0.8		1085		2022M3
7	G10	石头	12.58	0.69	0.08	3847	-3.99	2021M9
8	S10	追觅	9.89	0.54		3978		2022M5
9	N8	科沃斯	9.70	0.53	-0.19	1450	-7.41	2020M8
10	N9+	科沃斯	8.92	0.49	-1.39	3194	-10.28	2021M3

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

我们认为，在 2023 年科沃斯、石头、云鲸、追觅通过推出新品、老品降价、以价换量的策略推动下，龙头品牌强者恒强、整体份额预计仍将保持提升。

分品牌看，依托自清洁/全能基站款扫地机丰富的产品线储备，以及长期销量积累的口碑效应，在品牌、产品、营销端优势更为明显的科沃斯、石头品牌有望充分受益，份额保持提升。2023 年追觅受制于公司追求盈利、预计将大幅减少信息流广告投放、重点主推高毛利新品，预计品牌份额提升有限。云鲸产品数量偏少、新品迭代速度偏慢，2023 年预计云鲸产品端的劣势在竞争对手以价换量的压迫下将进一步放大，份额预计进一步下滑。

2.4、行业流量竞争放缓叠加持续推动降本，预计 2023 年龙头公司净利率不会有大幅下滑压力

从销售费用率来看，2021Q1 以来，科沃斯、石头科技的单季度销售费用率呈上升趋势，尤其在二季度、四季度两个大促节点提升较为明显。我们认为销售费用率

的提升，一方面是在行业整体量缩的背景下，头部品牌为了维持市占率而持续加大营销投放的力度，另一方面在追觅等新品品牌完成融资后，为追求销售规模加大广告投放，使得行业的流量竞争更激烈、流量费用更贵。

从追觅来看，2022 年追觅在营销端保持激进的投放策略，在冲规模的背景下 2022Q1-3 在市场端、流量端持续较大投入，形成了亏损。一是产品效率较低，为了市占推出 7-8 款产品，主销仅 1-2 款产品。二是运营效率较低，包括用户转化率较低，获客成本偏高，在销售导向下，投放的流量主要针对短期收割，导致 2022Q3 开始收割成本持续提升。

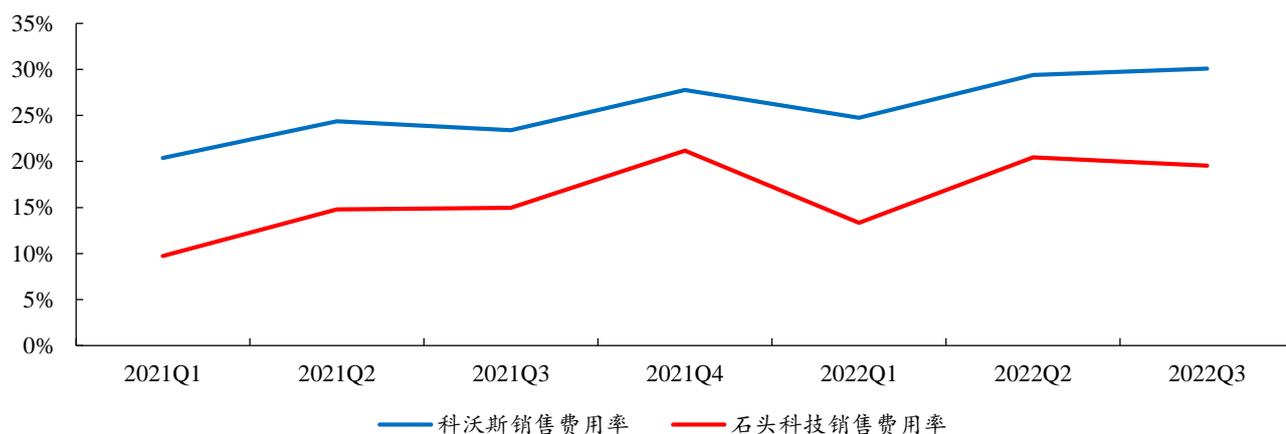
2022Q4 追觅在盈利导向下，对双十一、双十二的销售策略进行调整，2022Q4 追觅把一些低毛利产品，以及动销端比较差的产品，通过分销渠道销售。费用投放在产品结构上聚焦 1-2 款爆品。结构上降低了站外即时效果信息流的投入，提升转化率。考虑到针对双 11 的新品营销费用，大部分在 2022Q3 已投放结算，使得追觅在 2022Q4 基本实现单季度的盈亏平衡。

展望 2023 年，追觅在盈利的导向下，预计 2023 年的销售费用率目标下降 5pcts，同时费用投放上强化中长期品牌建设、中高端产品销售。

我们认为，2022 年追觅将从偏及时收割的流量打法转为品牌营销，将更多的销售费用聚焦于前端品牌建设和高空品牌辐射投入，带动品牌溢价，提升中高端销售占比。在品牌营销上，会加大对于品牌、内容跟口碑的投入，压缩信息流以及偏导购、收割的费用。产品结构上，预计 2023 年追觅将核心聚焦 2-3 款产品，提升整体运营的效率。

我们认为，2023 年追觅在盈利导向下预计将减少买流量的费用投入力度，利好行业流量竞争程度的缓解。且 2023 年行业在以价换量的驱动下有望恢复量增，龙头品牌靠加大流量投放来维持增长的压力预计将减轻，预计 2023 年科沃斯、石头品牌在流量端的竞争压力更小，销售费用率趋于稳定。

图21：行业量缩叠加流量竞争加剧，2021Q1 以来科沃斯、石头科技的销售费用率呈现上升趋势



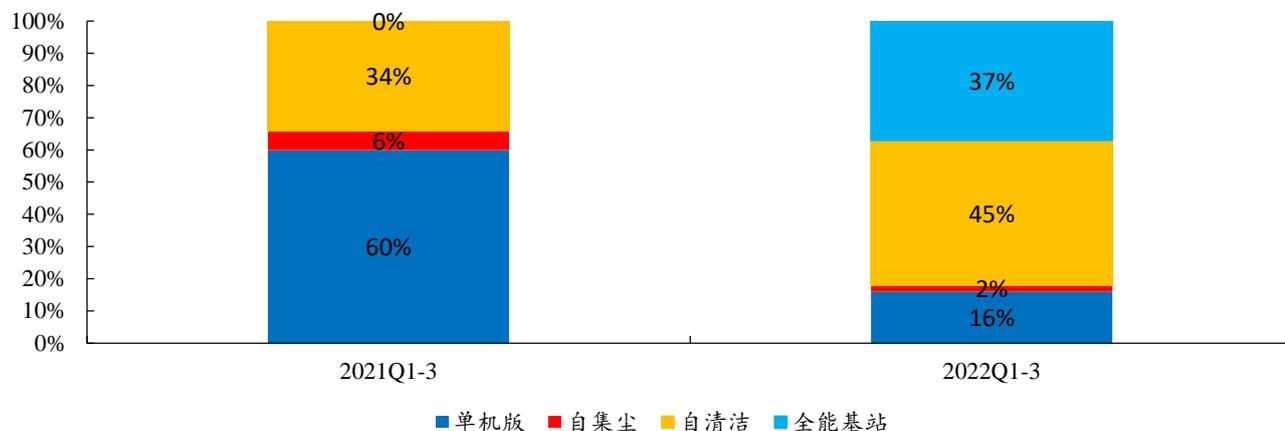
数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率来看，我们认为产品结构提升、原材料跌价、多方位降本对毛利率有正向拉动作用。

产品结构方面，2023 年自清洁/自集尘/全能基站等基站类产品渗透率有望进一步

提升，拉动头部品牌产品结构提升。根据奥维云网，2022Q1-3 线上渠道基站款销额占比 84%，同比提升了 44pcts。我们认为，在 2023 年全能基站、自清洁老品以价换量的推动下，基站类产品渗透率有望进一步提升，带动龙头品牌产品结构提升。

图22：2022Q1-3 线上渠道单机款销额占比 16%，同比下滑 44pcts



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

我们认为龙头公司在降本方面的持续推进，有望对毛利率端带来正向贡献。(1) 龙头公司有望通过规模的持续扩大，提升对于上游供应商的议价能力、推进商务降本。(2) 通过推动核心零部件二供、三供的引入切换推动供应链降本。(3) 通过技术降本，有望在不损害毛利的情况下实现价格下探。例如，2022 年石头品牌的 t8 plus 比 2021 年的 t7s 零售价低 1000 元，但毛利率端 t8 plus 与 t7s 仍持平，而功能端 t8 plus 优于 t7s。(4) 对原有产品进行减配与组合，在模具复用的情况下进行成本控制。例如基于 G10S 和 G10 的基础上，石头品牌 2022 年推出 G10S Auto 和 G10 Plus，在减配后价格降低的同时维持毛利率水平。

以行业头部 A 公司的主力全能基站机型为例，基站型扫地机器人在传感器融合、基站简化等方面有望实现降本。该全能基站机型成本价不到 2000 元，其中机器人组件成本约 1000 元，基站成本约 900 元。在机器人组件方面，我们预计首先可以通过将导航和避障的传感器进行融合，大约可根据避障类型降本 40-70 元，目前行业头部 A 公司旗下性价比品牌已有类似产品，其次是采用视觉导航，通过一个 40 元摄像头同时完成导航、避障和识别，可节省 100-130 元但技术比较复杂，最后是在拖地模块选择不需电机驱动、成本更低的震动平板拖方案，可节省 50 元。在基站方面，我们预计首先可选择更小水箱容积的基站；其次是把自动上下水标配化和免上门安装化，可以在规模降本的同时省掉一部分方便后装而设计的结构，且减少安装费用；最后还可以在水路成本中做保护电路的减配，有大概 40-50 元的降本空间，但仍需要对产品做进一步的安全检测。

表6：行业头部 A 公司的主力全能基站机型在传感器融合、基站简化等方面有望实现降本

部件名称	成本价/元	备注	降本空间
机器人	1000	-	多传感器融合，根据避障类型降本 40-70 元
制造费用	100		
电池	120-150	5200mAh 电池	
导航模块	200-250	CPU (100-150) +LDS 模块 (100 左右)	采用视觉导航方案，节省 100-130 元
控制板	70-100		

部件名称	成本价/元	备注	降本空间
电机类	100	驱动轮电机、吸尘电机、滚刷马达	
双圆盘电机+水泵	100		震动平板拖只需 50 元
避障结构件	40	AI+摄像头，如果再加 3D 结构光的话还要增加 70 元	
语音模块	60-80		
其它组件	200-300	视觉传感器等	
基站	900		小容积的基站方案； 自动上下水方案标配化和免上门安装化
制造费用	100		
模具分摊	100		
电机+220V 电源板 +电子转接件	100+		
水路	500+	水泵、水阀、管线、清洁槽等	保护电路的减配，大概 40-50 元

数据来源：开源证券研究所

此外，2023 年原材料端有望对毛利率端带来正向贡献。根据国内 ABS 塑料现货价，2023 年 1 月 12 日现货价为 11400 元/吨，同比下跌 18.6%。2022 年 4 月以来，国内 ABS 塑料现货价持续下跌，考虑到原材料跌价与企业报表毛利率反映存在滞后性，我们认为原材料跌价对科沃斯、石头科技毛利率的正向贡献有望在 2023 年陆续体现。

综上，我们预计科沃斯和石头科技在净利率端不会出现较大幅度的下滑，净利率整体持平或略有下降。

图23：2023 年 1 月 12 日国内 ABS 塑料现货价同比下跌 18.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、海外需求企稳回升，看好 2023 年石头科技外销恢复正增长

从收入结构看，2022Q1-3 石头科技海外收入占营收比例约 70%，从海外各市场占比看，欧洲占海外收入约 45%、美国占海外收入约 25%、亚太占海外收入约 30%。

(1) 欧洲市场：受俄乌冲突、高通胀影响，欧洲区域的整体需求较为疲弱，预计 2022 年行业下滑 20%。分价格带来看，预计低端机系列需求回落更为明显，产品结构更为高端的德国区域需求较好，石头科技依托长期的深耕、在德国市场份额第一，在 2022Q2 以来收入端有较好增长，2022Q3 仍保持双位数增长，2022 年主推的全基站产品 S7 MaxV 系列在德亚 best sellers 上面前十名中保持至少三款，2022Q1-3 德国市场份额超过 40%，同比提升 10pcts，已经是知名高端品牌。

我们预计 2022 年 11 月欧洲经销商提货额下滑幅度环比收窄，经销商提货额有望企稳回升。公司出货结构持续提升，新品出货量占比提升至约 50%。展望 2023 年，石头科技在中高端机型的销售情况良好，2023 年旗舰新品 S8 系列在功能、性能端进一步提升，考虑到需求恢复、渠道库存水平偏低、2022 年销售基数较低，我们预计石头科技 2023 年欧洲市场有望恢复 10% 增长。

(2) 美国市场：石头科技在美国市场定位中高端，2022 年全能基站新品 S7 MaxV Ultra 在美亚渠道持续热销，在 1400 美金高定价的基础上，依旧能进入亚马逊 best seller 行业销量榜单前 20，预计单品销量占品牌销量约 30%，拉动 2022Q3 北美收入实现翻倍增长。2022Q4 延续热销趋势，2022 年美亚黑五+网一期间石头科技销额+50% 以上，美亚市占率约 25%，仅次于 iRobot。一方面新品拉动下线上渠道持续热销，另一方面石头科技持续加大线下渠道的拓展力度，2023 年有望在 Bestbuy、Costco 等线下渠道实现突破，打开北美市场空间。我们预计 2023 年石头科技在北美市场仍有望实现双位数以上增长。

(3) 亚太市场：2022 年亚太市场还是量价齐升，得益于 2022 年海外新品 S7 MaxV 系列的产品力较强，2022Q3 石头科技在日韩、中国台湾地区仍然延续双位数以上增长，考虑到亚太区域家庭地面以地板结构为主，与国内类似，对于自清洁产品的需求较为旺盛，预计在新品的导入下，自清洁产品渗透率有望持续提升，2023 年石头科技亚太市场预计实现 20% 左右的增长。

综上，我们认为石头科技在 2022 年受到宏观经济的影响、外销需求阶段性承压，2023 年外销增速将有望明显改善。公司产品策略上主打差异化的高端机型。公司在 2023CES 展发布海外扫地机新品 S8、S8+、S8 Pro Ultra。从产品性能来看，S8 Pro Ultra 提升了大吸力、毛发清理能力、智能避障能力和基站全能性，功能、性能层面进一步提升，持续引领行业。我们预计 2023 年外销增速将有望明显改善，实现 15% 的收入增长。

4、盈利预测与投资建议

国内以价换量元年，海外需求企稳回升。2023 年国内扫地机行业销量增速有望由负转正，驱动行业最关键的投资逻辑发生转变，由“产品迭代+提价”转为“渗透率提升+龙头做大做强”。看好 2023 年宏观经济修复情况，中高端消费复苏，预计 2023 年国内扫地机行业销量同比增长约 20%。龙头品牌强者恒强，在通过自清洁/全能基站扫地机老品降价释放需求的背景下，看好龙头品牌市占率份额持续提升。2023 年预计追觅内部要求扭亏为盈，效果广告投放力度减弱，带来行业销售费用投放缓和，叠加供应链降本，产品结构持续优化，预计行业净利率持平或仅微降，有利于以价换量。2023 年看好欧洲需求企稳回升，北美、亚太需求延续较快增长，以全能基站为代表的的高端产品延续热销。推荐标的：石头科技、科沃斯。

表7：推荐标的盈利预测

公司名称	评级	PE			净利润增长率 (%)			2022-2024 预测净利润 CAGR(%)	总市值 (亿元)
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
石头科技	买入	22.4	19.8	16.8	-11.0	13.0	17.6	5.8	279.0
科沃斯	买入	23.7	20.5	15.9	-1.4	15.5	28.9	13.6	470.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价截至 2023 年 1 月 13 日，石头科技、科沃斯的盈利预测来自开源证券研究所）

5、风险提示

需求恢复不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn