

## 建筑材料行业+公司首次覆盖

# 居住产业智能化之一：智能家居格局大稳小动

增持（维持）

2025年01月24日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

### 投资要点

- 智能家居通过集成物联网、网络通信、自动控制等技术，实现家庭设备的智能化管理和控制，提供安全、便利、舒适和节能的居住环境。随着技术的进步，尤其是 IOT、云和 AI 的推广，智能家居从早期的灯光远程控制，逐渐发展到智能门锁、扫地机器人等单一智能化设备，以及安防、离/回家、睡眠/起床等特定场景下的多设备联动。根据艾瑞咨询，2022 年 AI 技术渗透率在智能清洁、智能安防、智能影音娱乐、智能照明、智能白电分别为 70%、47%、40%、15%、5%。
- 综合来看，智能家居的未来需求痛点在于：1) 完成重度家务的智能新品，例如洗衣晾衣、卫生间清洁、收纳整理等；2) 能够与用户进行自然语言甚至是多模态的顺畅沟通，在强关联的场景实现强智能控制，根据用户的生活习惯提供个性化的服务；3) 保护用户隐私和数据。
- 智能家居市场庞大且分散，根据亿欧数据，2022 年中国智能家居渗透率为 14.5%，市场空间约为 6515 亿元。到 2025 年市场空间有望达到 10170 亿元，复合增长率约 12%。从使用功能可以分为六类：智能家电、智能连接、智能安防、智能光感、智能能源控制、智能娱乐，其中智能家电占大部分。从消费内容可以分为三类：1) 购买单一智能化设备，如智能开关、智能插座、智能门锁、摄像头、扫地机器人、空调、智能马桶等，这种以品牌产品零售为主；2) 构建多设备联动场景，如离家/回家场景，老人、宠物看护场景，安全报警场景，空气质量调节场景等，这种以标准化后装零售市场为主，具有少量的服务属性；3) 打造全屋智能场景，主要是大平层或跃层的灯光、开关、窗帘、门锁、摄像头和空调等的全屋联动控制方案，这种以定制化前装工程市场为主，具有较多的服务属性。
- 智能家居市场玩家众多，主要分为三类：1) 科技大厂，以阿里巴巴、华为、小米、百度等为代表。这类企业凭借互联网流量和科技基因，力图构建新的家居生态。2) 家电家居厂商，以海尔、美的、欧派、索菲亚等为代表。这类企业凭借对场景的理解和存量客户，利用科技赋能现有生态。3) 创新单品企业，以石头科技、科沃斯、追觅、好太太、萤石网络、绿米、欧瑞博等为代表。这类企业专注于单品设备或某个产业链环节。我们认为，在 AI 技术快速迭代的背景下，机遇和考验并存。智能家居格局可能进入相对动荡的时期，尤其是在 AI 技术渗透率较低的白电、照明等领域。但新设备、新场景有望增加，市场规模也会进一步放大。
- 整体而言，经济动能向消费倾斜是长期趋势，房地产经过几年的下行之后，在强力促稳政策之下，2025 年有望局部复苏，前装市场有望企稳。财政货币双宽松背景下，以旧换新等逆周期政策有望持续并扩大范围，有效支撑并加快智能家居市场的发展，家电家居建材各细分龙头品牌明显受益。建议投资者关注：海尔智家、萤石网络、石头科技、欧普照明、小米集团、科沃斯、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、兔宝宝等。
- 风险提示：经济持续低迷，贸易摩擦扩大化，消费刺激政策低于预期。

### 行业走势



### 相关研究

《业绩预告或是利空出尽》

2025-01-20

《消费国补政策发布》

2025-01-12

## 内容目录

<b>1. 智能家居技术日趋成熟</b>	<b>4</b>
1.1. 智能家居的前世今生	4
1.2. 智能家居的发展充满了技术推动的烙印	5
1.2.1. 通信技术	5
1.2.2. 感知交互技术	6
1.2.3. 执行技术	7
1.2.4. AI 技术	7
1.3. 还有哪些痛点需要解决	8
1.3.1. 不同体系的联通兼容	8
1.3.2. 更加主动的全屋智能	8
1.3.3. 更加严格的安全机制	10
<b>2. 市场空间大，逆周期政策推动加快发展</b>	<b>10</b>
2.1. 市场空间大，中期复合增速双位数	10
2.2. 以旧换新等逆周期政策推动行业发展	11
2.2.1. 各地纷纷扩增智能家居的补贴范围	11
2.2.2. 国补效果立竿见影	12
2.2.3. 2025 年补贴范围进一步扩大	12
2.3. 海外 vs 国内	13
<b>3. 市场格局大稳小动</b>	<b>14</b>
3.1. 主要玩家	14
3.2. 单品 vs 生态	14
3.3. 前装 vs 后装	15
<b>4. 投资建议</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 中国智能家居行业发展阶段.....	5
图 2: AI 技术在中国智能家居的使用情况 .....	8
图 3: 智能家居目前仍不够智能.....	9
图 4: AioH 的发展路径示意.....	9
图 5: 中国智能家居市场总体规模 (亿元) .....	10
图 6: 中国智能家居市场品类规模.....	10
图 7: 海尔智家国内外收入情况.....	13
图 8: 安克创新国内外收入情况.....	13
图 9: 小米集团 IOT 和生活消费品收入情况.....	14
图 10: 石头科技扫地机器人收入情况.....	14
表 1: 家庭常用传感器列表.....	6

## 1. 智能家居技术日趋成熟

### 1.1. 智能家居的前世今生

智能家居是一种通过集成多种技术和设备，实现家庭环境的智能化管理和控制的系统。它利用物联网技术、网络通信技术、自动控制技术等，将家庭中的各种设备连接起来，提供安全、便利、舒适和节能的居住环境。

智能家居的概念最早可以追溯到 1939 年，当时美国西屋电气总裁 George H. Bucher 在《大众机械》杂志上发表了一篇题为《未来的家庭自动化》的文章，描绘了未来的智能家居场景。1965 年，美国西屋电气公司设计了世界上第一个智能家居控制系统——ECHO-IV，能够控制家庭温度、打开/关闭电器并制作购物清单。80 年代，随着大量采用电子技术的家用电器面市，住宅电子化出现，形成了住宅自动化概念。

90 年代，智能家居在美欧日等经济发达国家中逐渐为人所知，并初步实现了有线与无线两种通信方式。在终端方面除了安防产品外，还出现了家庭灯光控制及其他低功能控制产品。2000 年以后，智能家居产品在欧美日等经济发达国家中开始普及，在家庭灯光控制产品方面出现了大量智能化产品，如智能化照明系统及产品、智能化家电控制系统及产品、智能化家庭安全监控产品等。2010 年以后，随着无线通信技术的不断发展，使得无线智能家居产品逐渐成为主流产品。智能家居控制系统也逐渐向集成化、综合化方向发展。

中国智能家居行业的发展历程可以大致分为三个阶段。

第一阶段（1994 年-2000 年）：萌芽期。整个行业还处在一个概念熟悉，产品认知的阶段，国内没有生产厂商，只有海外产品的代理销售。

第二阶段（2001 年-2010 年）：起步期。行业已摆脱了理念的认知阶段，但技术上还远远未成熟。一方面国内厂商开始出现，例如深圳赛万特、深圳兴普印象、深圳物联传感等；另一方面国际品牌开始进入中国市场试水，例如快思聪、Control4、英格瑞斯等。但由于产品价格高高在上，中国的智能家居市场并未真正启动。

第三阶段（2011 年-2020 年）：成长期。无论是国内品牌还是国际品牌，数量上都得到了迅猛发展。同时，大量资本开始进入这一行业，极大地促进了行业的发展。与此同时，市场消费者的认知也进入了一个新的层次。

根据艾瑞咨询，历经 1.0 阶段单品智能和 2.0 阶段互联互通之后，中国智能家居行业将进入智能家居 3.0 阶段，未来的演进方向将聚焦于系统智能化水平的整体提升。依托物联网、云平台、人工智能及边缘计算等多种支撑技术，将品类丰富的设备连网，在设备端搭载多样 AI 算法，使产品具备通过学习用户行为完成自主、判断决策的能力，从而满足用户个性化、弹性化的使用需求；云平台与边缘计算的应用提升了智能家居系统的易用性与灵活性，构建设备间的控制管理，不断引导用户认知、理解全屋智能理念，

推进空间整体智能化进程。

图1：中国智能家居行业发展阶段



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

## 1.2. 智能家居的发展充满了技术推动的烙印

### 1.2.1. 通信技术

智能家居系统的概念被提出后，一直受到技术制约和造价困扰，发展非常缓慢，直到九十年代初 EIB 总线（欧洲安装总线）出现后，才得到了实质性发展。1999 年，欧洲三大总线协议 EIB、BatiBus 和 EHSA 合并成立了欧洲安装总线协会（EIBA），并创建了 KNX 协议。时至今日 KNX 协议仍然在“有线类”的智能家居系统中占主导地位。

从本世纪初开始，低速短距离传输的无线网上协议 Zigbee 逐渐成熟，并纳入到电气电子工程师学会 IEEE 802.15.4 规范内。Zigbee 是一种低功耗、短距离的无线通信技术，Zigbee 技术可以将原本处于分散状态的无线标准简化为单一标准，实现多种智能设备的无缝互操作，有效解决不同应用层协议间的互联互通问题，成为智能家居系统向无线模式拓展的重要契机。

近几年，除了 Zigbee 协议的无线智能家居系统，低功耗蓝牙 BLE Mesh 协议也已渗透至此领域。BLE Mesh（蓝牙网状网络）是一种基于蓝牙低功耗（BLE）技术的网络拓扑结构，用于智能家居系统和物联网设备的连接和通信。它通过在多个设备之间建立网状拓扑，实现设备之间的互联互通。

Wi-Fi 是目前最常见的智能家居设备互联方式。通过家庭 Wi-Fi 网络，用户可以将各种智能设备（如智能灯泡、摄像头和音响）连接到互联网，进行远程控制。Wi-Fi 互联的优点在于信号范围广、速度快，但其缺点是需要稳定的网络连接，且当网络不稳定时可能会影响设备的使用。

Z-Wave 是一种专为智能家居设计的无线通信协议。它允许设备通过低功耗和短距离的无线信号进行互联。Z-Wave 的优点在于其稳定性和安全性，适合用于需要长时间运行的设备，如智能插座和温控器。Thread 是一种低功耗的无线网络协议，专为物联网和智能家居开发。它支持设备之间的直接通信，无需中间服务器。Thread 的优势在于其自组网能力和安全性，适合用于智能灯光、温控等设备。

### 1.2.2. 感知交互技术

智能家居系统需要感知人、环境、设备的状态，理解人的指令，才能做出相应的控制动作。

一，人机交互技术。从早期的基于文本命令的计算机到图形用户界面，再到现在的语音控制和自然语言处理，人机交互技术是提升用户体验和智能家居系统智能化水平的关键。未来的智能家居将采用多模态交互技术，即结合多种交互方式（如文本、语音、手势、体态等），以提供更自然和便捷的用户体验。

随着人工智能技术的成熟，智能家居系统正在向主动交互方向发展。这意味着智能家居设备不仅能响应用户的指令，还能根据用户的习惯和需求进行自主决策和操作。例如，通过场景分析和活动状态分析，智能家居系统可以自动调整环境设置，以提供更加个性化的服务。

二，传感器。传感器能够感知和收集环境中的各种信息，如温度、湿度、光照、人体活动等，并将这些信息转换为电信号，传递给智能家居系统。

表1：家庭常用传感器列表

传感器类型	功能描述	应用场景
温度传感器	监测室内温度，用于控制暖气、空调系统或触发警报	智能温控系统、智能家电节能优化
湿度传感器	测量空气中的湿度水平，用于控制加湿器、除湿器或通风系统	智能湿度调节、智能环境控制
气体浓度传感器	检测烟雾或可燃气体，用于触发警报系统并通知用户可能的火灾或气体泄漏	智能烟雾报警器、燃气泄漏检测
图像传感器	监控家庭内部和周边安全，如摄像头监控	智能安防系统、远程监控
光电传感器	控制照明等，实现自动化的光照管理，如红外线感应系统	自动照明、窗帘控制
人体传感器	检测人体存在和活动状态，如红外热释电传感器和毫米波雷达传感器	智能照明、智能家电控制
门窗传感器	监测门窗的开关状态，用于安防目的，例如触发警报系统或通知用户有人进入或离开房间	智能门锁、入侵检测系统
水浸传感器	检测水的存在，用于及早发现漏水或洪水，并触发警报系统以减少损失	智能漏水检测、地下室水位监控
CO2传感器	检测室内二氧化碳水平，用于提醒用户通风或指示空气质量问题	智能通风系统、室内空气质量监测
声音传感器	监测环境中的声音水平，可用于安全警报系统或智能家居设备的语音控制	智能语音助手、噪音监测

数据来源：东吴证券研究所整理

三，导航定位。导航定位技术是扫地机器人智能化程度的重要体现，随着技术的不断进步，导航定位技术也经历了从简单到复杂、从随机到智能的发展过程。

1996年，瑞典家电公司伊莱克斯推出首款扫地机器人“三叶虫”，采用碰撞传感器进行定位，无路径规划能力。2002年，美国公司iRobot推出Roomba系列，引入陀螺仪进行定位，实现弓形规划，但导航精度和建图效率仍有限。2010年，

SLAM 技术的出现有效解决了扫地机器人路线规划不清晰的问题。2016 年左右，视觉和激光雷达的成熟应用显著提升了机器人的导航定位能力。2019 年开始，扫地机器人进入功能性的竞争阶段，市面热销的高端机型已经搭配了集自清洁、自集尘、自动除菌、烘干等功能于一体的全能基站。

### 1.2.3. 执行技术

控制信号发出之后，末端执行主要就是物理运动和开关状态。

一，电源开关：传统开关是一个**机械的结构**，本身需要外部来触发开关状态。智能开关是一个电子设备，需要持续供电，控制芯片接收指令后，通过继电器来触发电源线路的开关状态。主要分为单火线开关和零火线开关。两者的区别在于：“**开关**”要么接在**火线上**，要么接在**零线上**，用来控制灯泡的打开和关闭。

当我们断开“零火开关”时，“控制芯片”依然有“零线 A”和“火线 B”供电；当我们合上“零火开关”时，“控制芯片”和“灯泡”都有电。所以，无论我们断开还是合上开关，对于“控制芯片”来说，**它都有电**，因此可以接受指令。单火线的开关，其内部集成了一个**可调电阻**，电阻本身跟灯泡串联起来，如果要“关闭灯泡”，那么就将电阻调节到“很大很大”，接近“断路”，但还没有达到“断路”的程度，线路中还是有微小的电流，来**保证“控制芯片”有电**。

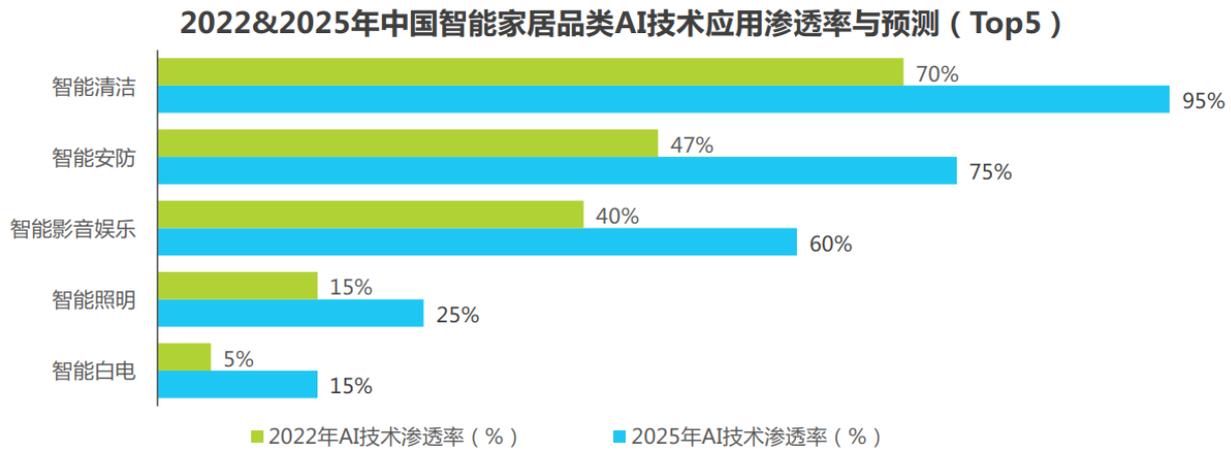
二，微特电机：微型特种电机，是指体积、容量较小，输出功率一般在数百瓦以下的电机。微特电机可在家电产品中广泛应用，如控制各类机构部件进行转向、升降、伸缩等步进运动，或用于驱动叶轮、扇叶等部件快速转动以实现液体或空气流动。因此家电产品升级在促进了家电行业销售规模增长的同时也带来了对微特电机需求的增长。例如电动沙发、升降书桌、电动窗帘和电动开窗器主要使用直流无刷电机和微型减速电机，智能锁和扫地机也需要使用微特电机。

### 1.2.4. AI 技术

现阶段，AI 技术主要以智能视觉模组、智能语音模组的形式应用于智能家居各类型产品中，故拥有智能视觉、语音交互功能的智能扫地机、智能摄像机、智能门锁、智能音箱呈现出较高的 AI 技术渗透情况。智能照明主要通过传感器控制，语音模组的应用逐步提升其 AI 技术的渗透。相较于其他品类，智能白电的 AI 技术渗透情况较低，以冰空洗为核心的智能家电是用户的刚需用品，尽管其销售体量庞大，但以视觉、语音为主的智能表现并未很好地贴合用户对该品类产品的使用需求，AI 技术应用渗透增长缓慢。

根据艾瑞咨询数据，2022 年 AI 技术在智能家居行业的整体渗透率约为 25%，伴随用户对家居生活舒适度要求的提高与技术成熟度的提升，AI 技术将更多渗透到各品类产品，2025 年 AI 技术在智能家居的整体渗透率将接近 50%，进一步服务用户的日常生活。

图2: AI 技术在中国智能家居的使用情况



数据来源: 艾瑞咨询、东吴证券研究所

### 1.3. 还有哪些痛点需要解决

#### 1.3.1. 不同体系的联通兼容

智能家居系统在集成和标准化方面存在较大挑战,不同厂商的产品之间缺乏统一的标准和协议,导致互联互通困难。智能家居互联互通可以通过智能家居终端设备本地互联互通、设备与智能家居云平台互联互通、云云互联互通三种技术方案实现。

一,终端设备本地互联互通。智能家居终端设备及控制终端采用统一的应用层协议,实现终端设备的发现、配网、连接、控制指令/状态数据等的传输及响应。对于采用不同物理接入技术的终端设备,智能家居网关能够实现异构中继的作用。目前,终端设备间互联互通的标准协议既包括 Matter、OLA、OCF 等,还包括各个厂商自有的连接协议,如海尔智家 Umesh、华为 HarmonyOS Connect 等等。

二,终端设备与云平台互联互通。终端设备与云平台通过统一的连接协议,接入智能家居云平台,从而实现智能家居的互联互通。云平台提供注册管理、设备管理、数据管理、网络管理、应用管理等基本功能,也可以提供机器学习、区块链等扩展功能,服务各类移动应用。

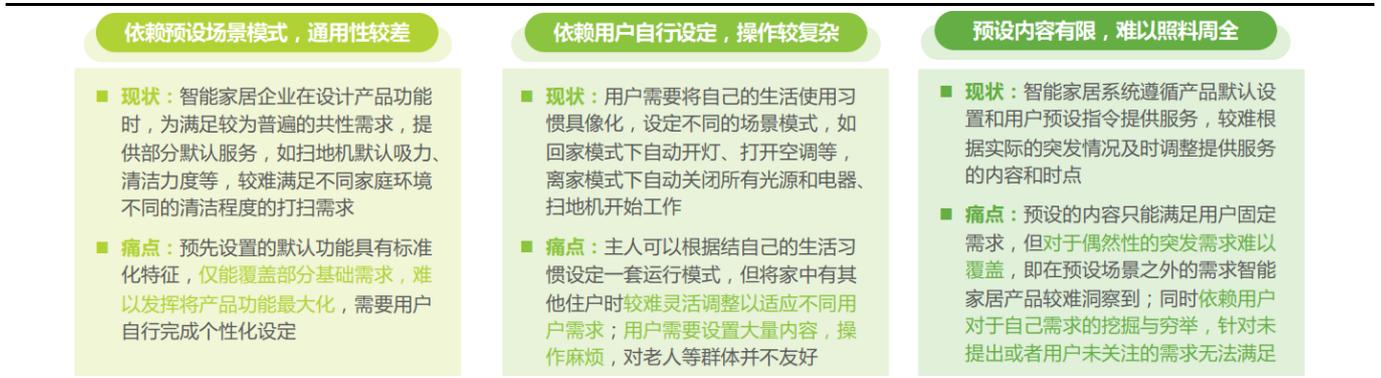
三,云云互联互通。云云互联互通是指不同厂商的智能家居云平台之间采用统一的标准协议及接口,从而实现跨生态间的互联互通。云云互联互通的优点在于,通过轻量级的技术方案实现跨生态的互联,最大程度保证智能家居生态方的自有利益,如用户、设备、数据等都保留在厂商自有的云平台中。具有代表性的云云互联互通技术方案是中国家用电器协会在 2017 年发布的《智能家电云云互联互通标准》,并于 2022 年成为 CHEAA/CCSA JWG 1 的双编号标准。

#### 1.3.2. 更加主动的全屋智能

智能家居正在逐步从单品智能向全屋智能转变,并且在技术的推动下,场景化应用

逐渐成为主流，例如，厨房、清洁、洗衣等场景的需求显著增加。而且尽管智能家居在某些场景下已经具备了一定的基础功能，但目前的解决方案仍然相对固化，无法完全满足用户的多元化需求。

图3: 智能家居目前仍不够智能



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

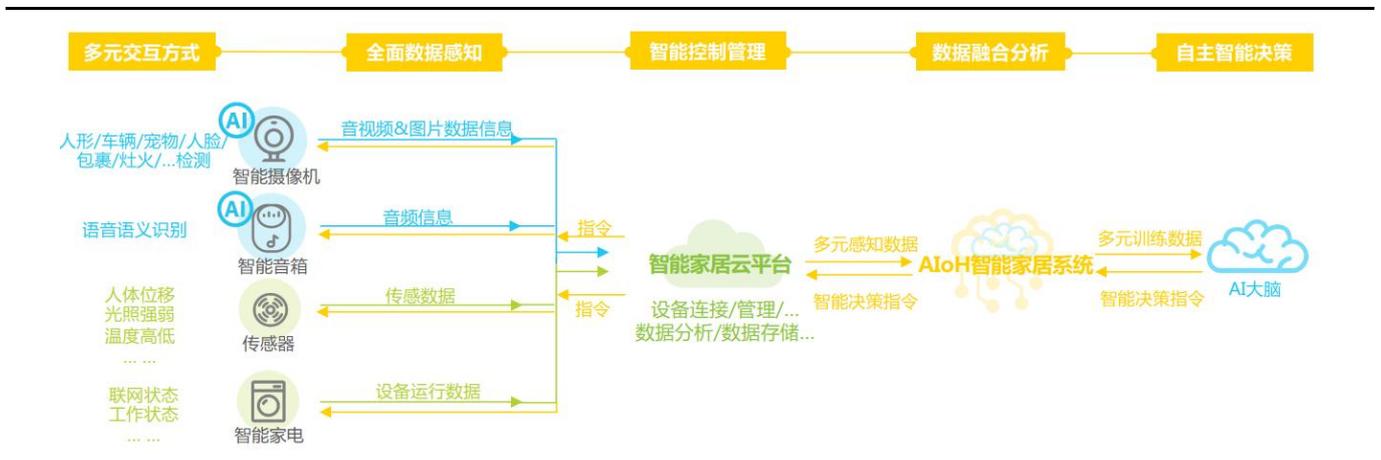
艾瑞咨询认为更加主动的全屋智能表现为：在技术层面，人工智能使家用物联网获取新的感知、交互、运算、分析和决策能力，家用物联网通过采集家居环境信息（人、物、设备与空间的状态）为人工智能提供训练算法的数据，使智能家居系统具备学习、记忆、判断、交互等能力。在场景应用层面，二者融合共同为用户提供主动性的智能化定制服务，不再停留在感知环境层面，而是感知用户需求，使用户诉出需求的复杂度大大降低，不断减少人在此过程中的参与程度，发挥智能家居系统的“主观能动性”。

**家庭能源管理**：智能家居可以自动调整家中的电器使用，以优化能源消耗，例如，根据天气情况和用户习惯自动调整空调和暖气的设置。

**智能安全系统**：通过人脸识别或图像识别技术，智能安防系统可以及时报警并通知家庭成员，发现异常情况并预测潜在的安全威胁。

**老年护理和监控**：通过学习日常行为，智能家居可以监控老年人的健康和安全，当检测到异常行为时，可以向看护人员发出警报。

图4: AioH的发展路径示意



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

### 1.3.3. 更加严格的安全机制

智能家居设备需要收集和处理用户的个人信息和家庭数据，但如何保护用户的隐私和数据安全是一个重要挑战。智能家居设备普遍采用先进的加密算法，还采用了双向认证机制，数据脱敏、匿名化处理等技术，完善的数据备份和恢复机制。但安全事故仍然频发。用户的安全意识不强，监管与行业标准不够完善，智能家居设备也可能成为黑客攻击的目标。

在《个人信息法》的促动下，智能家居行业在个人信息和隐私安全保护方面也需要上升到更高的标准。需要行业、用户及监管机构共同努力，加强技术研发、完善隐私保护机制、提高用户安全意识等等，共同构建一个安全、可靠、智能的家居环境。

## 2. 市场空间大，逆周期政策推动加快发展

### 2.1. 市场空间大，中期复合增速双位数

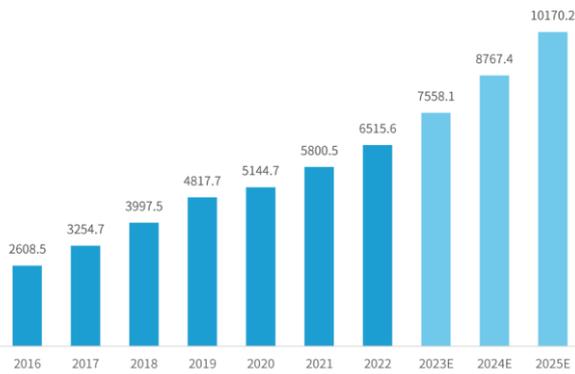
智能家居市场庞大且分散，根据亿欧智库，2022年中国智能家居渗透率为14.5%，市场空间约为6516亿元，预计到2025年市场空间有望达到10170亿元，2022~2025年复合增长率约12%。

从使用功能来看可以分为六类：智能家电、智能安防、智能连接、智能光感、智能能源管理、智能娱乐。预计2023年智能家电占比约80%，智能连接占比约10%，智能安防占比约5%。

从消费内容来看可以分为三类：1) 购买单一智能化设备，如智能开关、智能插座、智能门锁、摄像头、扫地机器人、空调、智能马桶等，这种以品牌产品零售为主；2) 构建多设备联动场景，如离家/回家场景，老人、宠物看护场景，安全报警场景，空气质量调节场景等，这种以标准化的后装零售市场为主，具有少量的服务属性；3) 打造全屋智能场景，主要是大平层或跃层的灯光、开关、窗帘、门锁、摄像头和空调等的全屋联动控制方案，这种以定制化前装工程市场为主，具有较大的服务属性。

图5：中国智能家居市场总体规模（亿元）

图6：中国智能家居市场品类规模



数据来源：亿欧智库、东吴证券研究所



数据来源：亿欧智库、东吴证券研究所

## 2.2. 以旧换新等逆周期政策推动行业发展

2024年3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，新一轮以旧换新政策开始。随后各部委、各省市陆续发布了相关实施细则。2024年7月25日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，明确各方面以旧换新的支持。政策核心如下：

支持地方提升消费品以旧换新能力。重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。

支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担。政策实施期限截止至 2024 年 12 月 31 日。

### 2.2.1. 各地纷纷扩增智能家居的补贴范围

具体品类的规定交给地方政府来确定。以旧换新政策的核心思想是通过鼓励消费者更换淘汰旧家电，以提升其生活质量，并促进新产品的销售。各地政府普遍把智能家居的相关产品纳入到补贴范围。

- 1, 北京市，重点支持家电换“智”、家装“焕新”26类绿色智能商品，其中包含 10类提升家庭生活智能化的智能家居商品：包括扫地机器人、智能马桶盖、吸尘器、电烤箱、洗地机、垃圾处理器、音响（箱）、智能门锁、智能沙发、智能床。
- 2, 安徽省，家装厨卫（智能家居）类补贴产品范围增加以下品类：2级及以上能效（水效）标准的电饭煲、电压力锅、微波炉、饮水机，没有规定能效（水效）标准的蒸烤箱（含蒸箱、烤箱、蒸烤一体机、微蒸烤复合机）、破壁机、消毒柜、浴霸、取暖器、新风机、洗地机、茶吧机等 12类。
- 3, 浙江省，智能家居产品增加以下品类：智能门锁（含智能防盗门）、智能窗帘、

智能晾衣架、智能家用监控、智能照明、智能马桶(含智能马桶盖)、智能床(含智能床垫)、智能桌椅(含智能按摩椅、智能沙发)、智能健身设备、智能语音设施(含智能音箱)、智能服务机器人(含智能扫地机、拖地机)、智能洗碗机、智能蒸(烤)机等。

### 2.2.2. 国补效果立竿见影

从国补执行效果看，补贴极大刺激了消费者换新热情。统计局数据显示，2024年前三季度，家电类销售累计同比增长4.4%，9、10月份单月同比增长20.5%、39.2%。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至11月8日24时许，2025.7万名消费者购置8大类家电产品3045.8万台，带动销售达1377.9亿元；此外，截至11月10日，全国已补贴厨卫局改相关产品1038万件，家具家装相关产品820万件。

奥维云网的数据显示，2024年前三季度，中国家电市场零售规模6144亿元，同比下滑0.2%。从季度节奏看，一季度1767亿元，同比增长4.3%，主要是同期的基数较低；二季度2398亿元，同比下滑8.5%，厂商信心严重不足；三季度1979亿元，同比增长7.5%，8月湖北等地的以旧换新政策陆续落地，全国大盘同比从7月的-9.2%，到8月的+3.7%，再到9月的+28.6%。从品类表现看，彩电、空调、冰箱、洗衣机、油烟机、燃气灶、热水器七大统补品类受益显著，9月零售额均保持20%以上的同比增长；干衣机、洗碗机、嵌入式微蒸烤以及清洁电器四大新兴类目同样得益于地方增扩补贴品类范畴和家装及厨卫改造补贴的拉动，9月零售额同比分别增长45.2%、26.9%、24.6%、15.1%。

国补之后，**价格稳定、高价优质**的品牌产品增长较快，反映出用户在选择商品时不仅考虑眼前的“换新”，更关注未来的使用“品质”。因此用户在选择产品时，更关注**高性能、绿色、智能、健康**的产品，呈现出“换新”到“换优”的过渡。大部分国补品类销售单价均出现提升。第一，国补政策对一级能效产品设置了更高的补贴力度。第二，根据价格按比例补贴的方式，价格越高，补贴越高。第三，补贴率先从大品牌 and 线下开始。

### 2.2.3. 2025年补贴范围进一步扩大

2015年1月8日发改委发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。通知规定，直接向地方安排超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，资金总体按照9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担办法由省级财政确定。截至2025年12月31日未用完的中央下达消费品以旧换新资金额度收回中央。

继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围。个人消费者购买上述12类家电中2级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价

格的 15%；1 级能效或水效标准的产品，补贴标准为产品销售价格的 20%。每位消费者每类产品可补贴 1 件（空调产品最多可补贴 3 件），每件补贴不超过 2000 元。2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。

加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。

### 2.3. 海外 vs 国内

随着技术的不断进步和消费者需求的日益增长，智能家居产品正迅速渗透到全球各地的家庭中。在全球化的浪潮中，智能家居行业的国际市场已成为企业拓展的重要战场。据大数跨境估计，2023 年，全球智能家居市场规模为 1010.7 亿美元，并预计从 2024 年的 1215.9 亿美元增长至 2032 年的 6332.0 亿美元，预计期间的复合年增长率为 22.9%。从地区来看，北美地区的智能家居市场规模在全球范围内是最大的，其次是亚太地区，而欧洲市场虽然在成熟度上与北美相近，但在规模上稍逊一筹。2023 年北美智能家居市场规模为 413.1 亿美元，用户渗透率达到 48%，并预计 2024 至 2030 年间的复合年增长率为 16.7%。智能电视和智能音箱是美国家庭中最常见的智能家居设备。

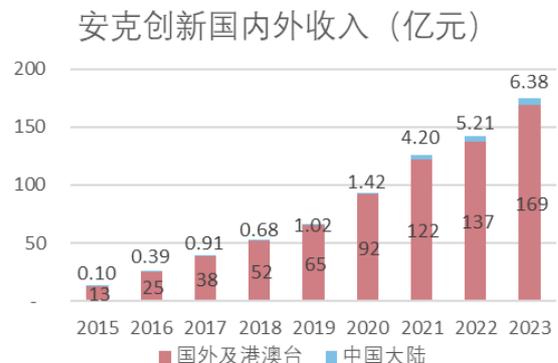
得益于先进的工程技术、强大的生产能力和高效的供应链管理，中国智能家居企业构建了一个从智能音箱到智能安防系统，再到智能家电的全面产品生态，展示出在全球智能家居产业中的竞争力。和中国家电普遍从海外代工开始的业态不一样的是，智能家居呈现国内和海外市场同步发展的态势。欧美市场产品高端，溢价更高，对于企业研发投入有很大的帮助。智能家居的新兴企业更加重视外销市场，建立自己的蓝海根据地，再逐渐回到国内市场。近年来不乏外销品牌转内销的成功案例，尤其是在一些新兴家电品类上。而龙头企业在国内率先投入，建立品牌和生态，力图抢占用户心智。

图7：海尔智家国内外收入情况



数据来源：WIND、东吴证券研究所

图8：安克创新国内外收入情况



数据来源：WIND、东吴证券研究所

### 3. 市场格局大稳小动

#### 3.1. 主要玩家

智能家居市场的主要玩家包括科技巨头、传统家电家居厂商、创新企业等。

- 一， 科技巨头：以阿里巴巴、华为、小米、百度等为代表。这些企业依靠庞大的用户流量和对互联网的理解，在智能家居领域构建了智能平台和生态系统，提供从智能音箱到智能门锁、摄像头以及路由器传感器等各种产品，力图实现全屋智能。
- 二， 家电家居厂商：以海尔、美的、好太太、欧派、索菲亚等为代表。这些企业依靠传统产品的流量和对生活场景的理解，推出了相应的智能化升级产品，在相关的场景中占据着话语权，并力图拓展到全屋智能。
- 三， 创新企业：以石头科技、科沃斯、追觅、萤石、绿米、欧瑞博等为代表。这些企业在单个场景上颠覆了原有产品，大幅提高了消费者体验感，也收获了宝贵的增量市场。

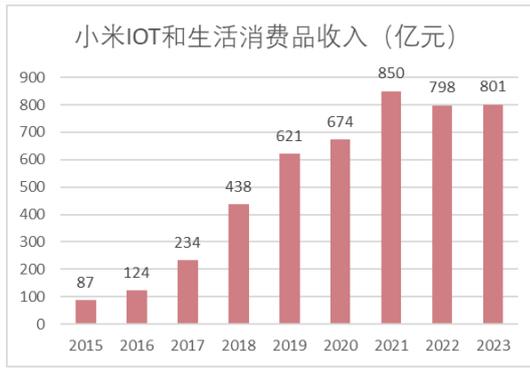
#### 3.2. 单品 vs 生态

智能家居方案中，产品功能是基础，场景功能是核心。所以从智能音箱开始，智能家居龙头企业就开始了生态建设。智能家居后装市场主要呈现三种典型生态模式：以小米为代表的主导孵化模式，以华为、阿里、百度为代表的开放平台模式和以海尔、美的为代表的品牌闭环模式。在较为成熟的智能家居领域，生态型企业的竞争优势会比较明显，不仅是品牌、流量，还是产品性能和便捷性，例如小米、海尔、美的等。2023年，小米集团大家电收入同比涨幅接近40%。其中，空调产品出货量超过440万台，同比增长49%。冰箱出货量实现翻倍增长，超过200万台。洗衣机出货量增速也达到24%，突破130万台。

智能家居领域尚处于不完全成熟的阶段。AI等新技术有助于智能家居单品实现性能的跳跃式提升，从而占据场景流量的一部分入口。另外，互联网平台为小企业提供了充分下沉和快速出海的便捷通路。例如石头科技、安克创新等。

图9：小米集团 IOT 和生活消费品收入情况

图10：石头科技扫地机器人收入情况



数据来源：WIND、东吴证券研究所



数据来源：WIND、东吴证券研究所

### 3.3. 前装 vs 后装

前装市场由房地产开发商、家装公司和全屋智能解决方案提供商主导，提供一站式智能家居解决方案。**ToB** 主要面向酒店、公寓、园区、地产商等角色，聚焦照明系统、安防系统、新风系统、自动窗帘、净水处理系统等生活基础设施；**ToC** 主要面向购买毛坯房或二手房的用户，在其装修过程中可以根据需求场景及使用习惯合理规划、设计智能系统，从而实现定制化全屋智能。

后装市场则以互联网厂商和家电厂商为主，通过构建生态来吸纳更多的家电品类，不需要装修配合、后期可以随时移动的设备，主要有智能电视、洗衣机、音箱、厨用家电、扫地机器人等，快速打通智能家居场景。

前装方案的灵活性与自由度稍逊于后装，但前装**系统更全面、信号传输稳定性更强、更加贴近全屋智能**。

## 4. 投资建议

随着技术的进步，尤其是 IOT、云和 AI 的推广，智能家居从早期的灯光远程控制，逐渐发展到智能门锁、扫地机器人等单一智能化设备，以及**安防、离/回家、睡眠/起床**等特定场景下的多设备联动。综合来看，智能家居的未来需求痛点在于：**1）完成重度家务的智能新品**，例如洗衣晾衣、卫生间清洁、收纳整理等；**2）能够与用户进行自然语言甚至是多模态的顺畅沟通**，在强关联的场景实现**强智能控制**，根据用户的生活习惯提供个性化的服务；**3）保护用户隐私和数据**。

在 AI 技术**快速迭代**的背景下，机遇和考验并存。格局可能进入相对动荡的时期，尤其是在 AI 技术渗透率较低的白电、照明等领域。但新设备、新场景有望增加，市场规模**也会进一步放大**。

整体而言，经济动能向消费倾斜是长期趋势，**房地产经过几年的下行之后，在强力促稳政策之下，2025 年有望局部复苏**，前装市场有望企稳。财政货币双宽松背景下，以旧换新等逆周期政策**有望持续并扩大范围**，有效**支撑并加快智能家居市场的发展**，家电

家居建材各细分龙头品牌明显受益。建议投资者关注：海尔智家、萤石网络、石头科技、欧普照明、小米集团、科沃斯、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、兔宝宝等。

## 5. 风险提示

经济持续低迷。若经济持续低迷，消费者收入预期下降，影响消费信心。

贸易摩擦扩大化。特朗普追求美国优先的政策可能带来全球地缘和贸易关系紧张，导致全球经济受损。

消费刺激政策低于预期。以旧换新等消费刺激政策对于提高消费能力，挖掘消费潜力的作用较大。若后续政策力度偏低，智能家居的消费增长可能低于预期。

# 石头科技 (688169)

## 扫地机器人龙头，产品、渠道拓展加码成长 买入 (维持)

2025年01月23日

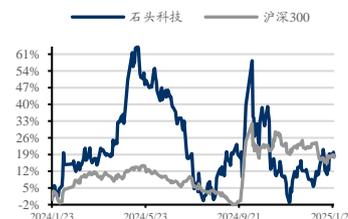
证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6629	8654	10892	13290	15774
同比(%)	13.56	30.55	25.87	22.01	18.69
归母净利润(百万元)	1183	2051	2223	2530	2799
同比(%)	(15.62)	73.32	8.36	13.83	10.62
EPS-最新摊薄(元/股)	6.41	11.10	12.03	13.70	15.15
P/E(现价&最新摊薄)	37.01	21.35	19.70	17.31	15.65

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	235.22
一年最低/最高价	193.00/469.99
市净率(倍)	3.53
流通A股市值(百万元)	43,450.58
总市值(百万元)	43,450.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	66.59
资产负债率(%,LF)	26.47
总股本(百万股)	184.72
流通A股(百万股)	184.72

### 相关研究

### 投资要点

- **扫地机器人龙头，产品矩阵逐步完善。**石头科技成立于2014年，通过ODM模式借力小米渠道打开市场；2017年发布首款自有品牌产品并加速出海，公司产品逐步由智能扫地机延伸至洗地机、洗烘一体机等领域。2020年上市，截至24Q3实控人吕敬持股比例为21.0%。2023年实现营收/归母净利润86.5/20.5亿元，17-23年CAGR为+40.6%/+76.9%；转型自主品牌带动利润率提升，23年实现毛利率/销售净利率55.1%/23.7%，较17年同比+33.5/+17.7pct。24Q3公司营收/归母净利润同比+11.9%/-43.4%，欧洲收入错期确认、销售费率提升等因素导致利润短期承压。
- **以价换量之下内销渗透率或将实现突破，海外供给优化有望带动量价齐升。(1)**扫地机器人诞生以来历经导航、清洁、避障以及基站集成等技术变革，国内产品后来居上，在自清洁、自集尘、全基站等层面实现技术引领。根据欧睿数据，2023年全球扫地机器人市场规模约为70亿美元；(2)全球扫地机市场空间广阔。国内方面，根据奥维云网数据，24H1扫地机器人销额销量均实现两位数增长，销额同比+18.8%，销量同比+11.9%，均价的提升主要由低端产品占比下降带动，但同时全基站产品价格逐步下探，以价换量之下购买门槛降低或推动内销增长，同价高质要求下降本成为关键竞争要素。海外方面，海外市场产品供应较落后，激光导航对视觉导航、基站对非基站等维度替代空间充足，产品升级将促使消费者需求释放，带动行业量价齐升；海外龙头iRobot陷入产品、降本、现金流等困境，国内品牌有望凭借优质产品力抢占市场份额。
- **研发实力铸就技术壁垒，渠道建设+多品类布局推动份额提升。(1)**公司高管多为技术出身，2023年研发人员占比高达39%；注重研发体系建设一方面使得公司后来居上技术引领行业：2016年首款米家扫地机首次搭载LDS+SLAM算法，2020年创新升级AI双目避障+LDS激光导航技术，2023年新产品采用的reactive AI 3.0技术可识别多达42种室内地面障碍物等；另一方面可通过改进算法、减少耗材、硬件优化等形式实现技术降本。(2)公司渠道建设因地制宜，境外方面，公司选择欧洲开始出海，通过联系经销商建立线下渠道扩大品牌影响；公司在美国避开iRobot占据展位优势的大型商超渠道，通过亚马逊线上自营进行推广，站稳脚跟，于2024年二季度实现了Target/Bestbuy等线下渠道突破；境内方面，公司逐步缩小与同行的差距，进行电商以及线下零售店布局，采用更积极的营销策略，广告宣传推广费持续上升；(3)公司从代工模式转向自建产能基地，提升供应能力，自2021年以来通过不同产品线布局高中低价格段，积极的推新节奏以及多品类布局推动份额进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司是清洁电器全球龙头之一，凭借卓越的产品力、完善的价位段布局以及因时因地制宜的渠道建设，市场份额持续提升。扫地机内销有望通过以价换量突破渗透率瓶颈，海外产品升级带来的消费者需求释放或将促使行业量价齐升，我们看好扫地机行业的中长期发展前景。预计公司24-26年归母净利润分别为22.2/25.3/28.0亿元，对应市盈率分别为20/17/16倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内市场竞争加剧的风险，海外需求增长不及预期的风险，渠道拓展不及预期的风险。

## 石头科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>8,897</b>	<b>10,541</b>	<b>13,032</b>	<b>15,769</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,654</b>	<b>10,892</b>	<b>13,290</b>	<b>15,774</b>
货币资金及交易性金融资产	5,917	7,171	9,088	11,212	营业成本(含金融类)	3,883	5,008	6,209	7,521
经营性应收款项	337	427	522	622	税金及附加	75	94	115	136
存货	928	1,197	1,484	1,798	销售费用	1,817	2,451	3,097	3,754
合同资产	0	0	0	0	管理费用	211	266	324	385
其他流动资产	1,714	1,746	1,938	2,137	研发费用	619	779	951	1,128
<b>非流动资产</b>	<b>5,480</b>	<b>6,105</b>	<b>6,098</b>	<b>6,108</b>	财务费用	(139)	(174)	(213)	(253)
长期股权投资	20	20	20	20	加:其他收益	121	153	186	221
固定资产及使用权资产	1,415	1,369	1,362	1,375	投资净收益	62	79	96	114
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	114	0	0	0
无形资产	18	21	24	26	减值损失	(170)	(191)	(233)	(276)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	2
长期待摊费用	29	25	21	17	<b>营业利润</b>	<b>2,317</b>	<b>2,511</b>	<b>2,859</b>	<b>3,163</b>
其他非流动资产	3,997	4,671	4,671	4,671	营业外净收支	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>14,377</b>	<b>16,646</b>	<b>19,131</b>	<b>21,878</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,320</b>	<b>2,514</b>	<b>2,861</b>	<b>3,165</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,879</b>	<b>3,483</b>	<b>4,163</b>	<b>4,899</b>	减:所得税	269	291	331	366
短期借款及一年内到期的非流动负债	26	34	34	34	<b>净利润</b>	<b>2,051</b>	<b>2,223</b>	<b>2,530</b>	<b>2,799</b>
经营性应付款项	1,499	1,934	2,397	2,904	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	85	107	131	155	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,051</b>	<b>2,223</b>	<b>2,530</b>	<b>2,799</b>
其他流动负债	1,269	1,409	1,601	1,806	每股收益-最新股本摊薄(元)	11.10	12.03	13.70	15.15
非流动负债	116	156	176	186	EBIT	2,087	2,339	2,649	2,913
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,227	2,457	2,774	3,051
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	55.13	54.02	53.28	52.32
租赁负债	110	140	160	170	归母净利率(%)	23.70	20.41	19.04	17.74
其他非流动负债	6	16	16	16	收入增长率(%)	30.55	25.87	22.01	18.69
<b>负债合计</b>	<b>2,995</b>	<b>3,639</b>	<b>4,338</b>	<b>5,085</b>	归母净利润增长率(%)	73.32	8.36	13.83	10.62
归属母公司股东权益	11,381	13,006	14,791	16,792					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,382</b>	<b>13,007</b>	<b>14,792</b>	<b>16,793</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,377</b>	<b>16,646</b>	<b>19,131</b>	<b>21,878</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,186	2,435	2,893	3,218	每股净资产(元)	86.56	70.41	80.07	90.90
投资活动现金流	(2,348)	(802)	(89)	(101)	最新发行在外股份(百万股)	185	185	185	185
筹资活动现金流	199	(700)	(887)	(993)	ROIC(%)	17.44	16.75	16.63	16.11
现金净增加额	48	953	1,917	2,124	ROE-摊薄(%)	18.02	17.09	17.11	16.67
折旧和摊销	141	118	125	138	资产负债率(%)	20.83	21.86	22.68	23.24
资本开支	(247)	(141)	(189)	(219)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.35	19.70	17.31	15.65
营运资本变动	179	109	105	124	P/B(现价)	2.74	3.37	2.96	2.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 欧普照明 (603515)

## 通用照明龙头，商照、海外业务加速发展

增持 (维持)

2025年01月23日

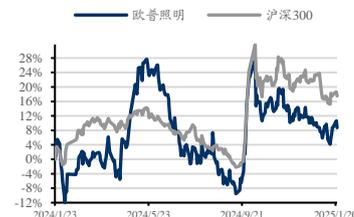
证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7270	7795	7201	7499	8036
同比 (%)	(17.82)	7.22	(7.62)	4.13	7.17
归母净利润 (百万元)	784.11	924.07	860.40	921.66	1,000.47
同比 (%)	(13.59)	17.85	(6.89)	7.12	8.55
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.05	1.24	1.15	1.24	1.34
P/E (现价&最新摊薄)	15.81	13.41	14.40	13.45	12.39

### 股价走势



### 投资要点

- **国内通用照明龙头，可提供智能照明系统综合解决方案。**欧普照明 1996 年成立，2016 年于上交所主板上市，是国内通用照明行业的领军企业，截至 24Q3 实控人王耀海、马秀慧夫妇持股比例达到 78.3%。欧普照明专注于家居、商用照明灯具，光源及控制类产品，并逐步转型为智能照明系统综合解决方案的提供商，2023 年实现营收/归母净利润 77.9/9.2 亿元，同比+7.2%/17.9%，毛利率/归母净利率为 40.3%/11.9%，同比+4.6%/+1.1pct，盈利能力有所提升。
- **我国 LED 通用照明市场达到千亿级别，家用智能照明、工商业照明领域渗透率提升空间充足。**(1) 根据前瞻产业研究院，2022 年国内 LED 照明行业产值达到 6750 亿元，其中通用照明产值占比达到 46%；(2) **家用照明方面**，国内市场参与者包括传统照明企业 (欧普、飞利浦等)、智能照明企业 (易来、企一等) 和智能家居企业 (欧瑞博、小米、华为等)。整体来看我国家用照明行业增速趋缓，但智能照明加速普及，根据艾瑞咨询，2022 年国内家用照明/家用智能照明行业规模分别为 363/74 亿元，16-22 年 CAGR 分别为 2.9%/51.6%；(3) **工商业 LED 照明市场空间充足。**商业照明方面，根据 Frost&Sullivan，2019 年办公/零售/酒店领域在全球 LED 照明市场中的占比约为 16%/11%/6%；**工业照明方面**，LED 渗透率目前仍处于较低水平，但随着节能环保政策力度加强，智能照明与健康照明等需求陆续普及，LED 渗透率仍有充足提升空间。
- **公司家照龙头地位稳固，商照、出海业务加速发展。**(1) 公司持续发力家照智能照明领域。**研发方面**，公司与华为自 2016 年开始合作，注重产学研结合，21-23 年研发费用率分别为 3.6%/5.1%/5.4%，研发力度持续加码；**线下渠道方面**，截至 23 年底公司各类渠道终端销售网点超过 11 万家，截至 23H1 开拓超 150 家全屋智能体验馆；**线上渠道方面**，公司持续推广数字化设计销售平台“欧普设计家”，截至 23H1 获客人数超 12 万名，与此同时通过完善智能客服、AI 直播等，优化电商业务领域的服务体系。根据易来智能招股书，欧普照明在最受消费者和经销商欢迎的智能照明品牌中排名第一。(2) **商照业务方面**，公司 24H1 承接光伏组件产业园项目，雄安新区电信智慧城市产业园项目、全国性不动产办公灯盘战略项目等，由于商照业务整体与地产关联度较低，预计中长期有望为公司业绩增长形成重要贡献；(3) **出口方面**，公司在海外持续开拓欧洲、东南亚、中东等重点市场，C 端扩大零售、流通网点覆盖率，B 端办公、酒店、道路等领域实现工程项目落地，海外影响力不断扩大。
- **盈利预测与投资评级：**欧普照明是国内家居照明龙头，且逐步转型为智能照明系统综合解决方案的提供商；公司注重新产品研发，家照领域渠道端在线下网点、全屋体验馆，线上销售平台等多方面发力，商照和出海业务近年来加速发展，我们看好公司的中长期发展前景。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 8.6/9.2/10.0 亿元，收盘价对应市盈率分别为 14/13/12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，新品拓展不及预期的风险，商照、出海业务开展不及预期的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	16.61
一年最低/最高价	13.43/20.80
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	12,206.54
总市值(百万元)	12,378.19

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.70
资产负债率(% ,LF)	30.78
总股本(百万股)	745.23
流通 A 股(百万股)	734.89

### 相关研究

## 欧普照明三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7,129</b>	<b>7,363</b>	<b>7,798</b>	<b>8,346</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,795</b>	<b>7,201</b>	<b>7,499</b>	<b>8,036</b>
货币资金及交易性金融资产	4,834	5,171	5,562	6,024	营业成本(含金融类)	4,651	4,263	4,401	4,692
经营性应收款项	665	615	640	686	税金及附加	60	55	57	61
存货	573	525	542	578	销售费用	1,440	1,368	1,425	1,527
合同资产	22	21	22	23	管理费用	319	294	306	328
其他流动资产	1,035	1,032	1,033	1,036	研发费用	421	396	420	458
<b>非流动资产</b>	<b>2,748</b>	<b>2,664</b>	<b>2,715</b>	<b>2,757</b>	财务费用	(111)	(102)	(106)	(114)
长期股权投资	246	246	246	246	加:其他收益	37	34	36	38
固定资产及使用权资产	1,384	1,446	1,498	1,540	投资净收益	64	59	62	66
在建工程	15	15	15	15	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	348	348	348	348	减值损失	(50)	(46)	(48)	(52)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	<b>营业利润</b>	<b>1,060</b>	<b>974</b>	<b>1,044</b>	<b>1,136</b>
其他非流动资产	742	596	596	596	营业外净收支	22	22	22	22
<b>资产总计</b>	<b>9,877</b>	<b>10,027</b>	<b>10,514</b>	<b>11,103</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,082</b>	<b>996</b>	<b>1,066</b>	<b>1,158</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,138</b>	<b>2,968</b>	<b>3,031</b>	<b>3,163</b>	减:所得税	152	129	139	150
短期借款及一年内到期的非流动负债	160	160	160	160	<b>净利润</b>	<b>930</b>	<b>866</b>	<b>928</b>	<b>1,007</b>
经营性应付款项	973	891	920	981	减:少数股东损益	6	6	6	7
合同负债	147	136	142	152	<b>归属母公司净利润</b>	<b>924</b>	<b>860</b>	<b>922</b>	<b>1,000</b>
其他流动负债	1,858	1,780	1,809	1,869	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.24	1.15	1.24	1.34
非流动负债	77	81	81	81	EBIT	899	893	960	1,044
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,055	1,032	1,108	1,202
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.33	40.80	41.31	41.61
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	11.85	11.95	12.29	12.45
其他非流动负债	67	72	72	72	收入增长率(%)	7.22	(7.62)	4.13	7.17
<b>负债合计</b>	<b>3,215</b>	<b>3,049</b>	<b>3,113</b>	<b>3,244</b>	归母净利润增长率(%)	17.85	(6.89)	7.12	8.55
归属母公司股东权益	6,649	6,958	7,375	7,827					
少数股东权益	14	19	26	32					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,663</b>	<b>6,978</b>	<b>7,401</b>	<b>7,860</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,877</b>	<b>10,027</b>	<b>10,514</b>	<b>11,103</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,667	913	1,060	1,174	每股净资产(元)	8.91	9.34	9.90	10.50
投资活动现金流	2,687	20	(116)	(112)	最新发行在外股份(百万股)	745	745	745	745
筹资活动现金流	(447)	(591)	(553)	(600)	ROIC(%)	11.72	11.12	11.35	11.64
现金净增加额	3,918	337	390	462	ROE-摊薄(%)	13.90	12.37	12.50	12.78
折旧和摊销	155	138	148	158	资产负债率(%)	32.55	30.41	29.61	29.21
资本开支	(349)	(178)	(178)	(178)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.41	14.40	13.45	12.39
营运资本变动	634	(67)	19	45	P/B(现价)	1.87	1.78	1.68	1.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 萤石网络 (688475)

## 家用智能视觉领军者,智能单品+云平台共筑成长

增持 (维持)

2025年01月23日

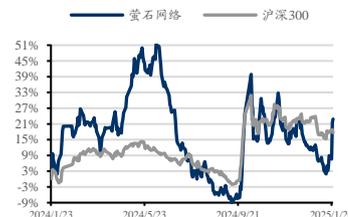
证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4306	4840	5545	6661	7845
同比 (%)	1.61	12.39	14.57	20.13	17.78
归母净利润 (百万元)	333.49	562.94	589.26	759.39	991.94
同比 (%)	(26.01)	68.80	4.67	28.87	30.62
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.71	0.75	0.96	1.26
P/E (现价&最新摊薄)	69.68	41.28	39.44	30.60	23.43

### 股价走势



### 投资要点

- **家用智能视觉领域领军者,借力云平台打造萤石生态体系。**萤石网络前身为海康威视的互联网业务中心,2015年开始公司化运营,2022年在科创板上市;公司核心高管和技术团队均来自于海康系,截至24Q3海康威视/阡陌投资(海康威视创新业务跟投平台)持股比例分别为48%/32%。公司2023年实现营收/归母净利润48.4/5.6亿元,18-23年CAGR为25.9%/30.6%,其中,智能家居产品/物联网云平台业务的主营业务收入占比分别为81.8%/17.7%。
- **以视觉能力为基,智能产品矩阵日渐完善。(1)家用智能视觉是智能家居的重要交互方式,起源于安防监控系统,由智能视觉产品(家用摄像头、可视门铃、陪护机器人等)和云端处理系统组成;据艾瑞咨询预测,2025年国内家用智能视觉产品市场将达858亿元;(2)智能家居摄像机为公司核心单品,包含室内云台系列、室外防水系列、卡片机系列、室外云台系列和电池相机系列等;公司继承了海康威视出色的视觉能力,在音视频处理、AI算法、云台技术等多方面技术优势明显,且海康广泛而下沉的渠道能力可对萤石形成赋能。2023年公司智能家居摄像机销量达到1884万台,实现营收29.9亿元,同比增长3%,主营业务收入占比达到61.8%;(3)公司智能门锁产品主打3D人脸识别功能,受益于海康渠道快速增长,带动公司智能入户板块(智能门锁、可视猫眼、可视门铃等)2023年营收同比增长49.5%至5.1亿元;与此同时公司积极培育智能穿戴、智能服务机器人等单品,产品矩阵深度与广度不断延展。**
- **打造萤石物联云平台,满足C/B端全方位需求。(1)物联网是全屋智能解决方案的重要实现载体。根据艾瑞咨询,2020年中国智慧生活物联网云平台设备连接量/市场规模分别为11亿台/58亿元,预计2025年市场规模将增长至147亿元;(2)2024年萤石生态体系升级至“2+5+N”,其中“2”代表AI技术与萤石云双驱动,“5”代表五大自研硬件,“N”为产品合作生态连接的象征。面向C端用户,公司通过萤石云视频应用提供设备管理、预览回放、远程查看等基础功能和云存储、电话提醒、智能识别等增值服务,并通过算法商店销售SaaS产品;2023年C端用户数/累计付费用户数/Arpu值达到3361万人/260万人/166元;面向B端市场,公司提供全栈开放平台PaaS服务,设备制造商提供IoT开放平台,为软件开发、系统集成商等提供API、SDK、SaaS组件、智能算法等技术工具,2023年B端用户数/累计付费客户数/Arpu值达到31.6万名/1.6万名/27366元。2023年公司云平台业务实现营收8.6亿元,18-23年CAGR为37.7%,营收规模仍有较大提升空间,且云平台业务盈利能力优异,2023年毛利率高达76.1%,未来有望成为公司重要的利润来源。**
- **盈利预测与投资评级:**萤石网络是国内家用智能视觉的领军企业,依托海康的技术和渠道优势,构建“2+5+N”的萤石生态体系,智能家居硬件产品和云服务的深度和广度不断延伸,我们看好公司产品类和应用场景拓带来的成长空间。预计公司24-26年归母净利润5.9/7.6/9.9亿元,对应市盈率分别为39/31/23倍,首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧的风险,新品拓展不及预期的风险,云服务付费率不及预期的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	33.29
一年最低/最高价	24.18/58.11
市净率(倍)	4.89
流通A股市值(百万元)	13,632.25
总市值(百万元)	26,215.88

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.81
资产负债率(%,LF)	34.22
总股本(百万股)	787.50
流通A股(百万股)	409.50

### 相关研究

## 萤石网络三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,384</b>	<b>6,722</b>	<b>7,431</b>	<b>8,344</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,840</b>	<b>5,545</b>	<b>6,661</b>	<b>7,845</b>
货币资金及交易性金融资产	4,656	4,760	5,115	5,664	营业成本(含金融类)	2,766	3,110	3,618	4,115
经营性应收款项	921	1,054	1,265	1,488	税金及附加	30	33	40	47
存货	695	781	909	1,034	销售费用	697	859	1,099	1,342
合同资产	0	0	0	0	管理费用	161	183	220	259
其他流动资产	113	127	142	158	研发费用	731	859	1,032	1,216
<b>非流动资产</b>	<b>1,808</b>	<b>2,076</b>	<b>2,210</b>	<b>2,259</b>	财务费用	(61)	(55)	(67)	(78)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	68	55	67	78
固定资产及使用权资产	207	327	417	471	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1,218	1,366	1,409	1,403	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	229	229	229	229	减值损失	(14)	(16)	(20)	(23)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	7	8	9	<b>营业利润</b>	<b>572</b>	<b>594</b>	<b>766</b>	<b>1,000</b>
其他非流动资产	149	148	148	148	营业外净收支	(4)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8,193</b>	<b>8,798</b>	<b>9,641</b>	<b>10,603</b>	<b>利润总额</b>	<b>568</b>	<b>594</b>	<b>766</b>	<b>1,000</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,367</b>	<b>2,629</b>	<b>3,072</b>	<b>3,515</b>	减:所得税	5	5	6	8
短期借款及一年内到期的非流动负债	45	10	10	10	<b>净利润</b>	<b>563</b>	<b>589</b>	<b>759</b>	<b>992</b>
经营性应付款项	1,487	1,673	1,945	2,213	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	346	396	476	560	<b>归属母公司净利润</b>	<b>563</b>	<b>589</b>	<b>759</b>	<b>992</b>
其他流动负债	489	551	642	732	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	0.75	0.96	1.26
非流动负债	560	586	586	586	EBIT	510	539	699	922
长期借款	319	319	319	319	EBITDA	610	610	806	1,064
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.85	43.91	45.69	47.54
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	11.63	10.63	11.40	12.64
其他非流动负债	227	253	253	253	收入增长率(%)	12.39	14.57	20.13	17.78
<b>负债合计</b>	<b>2,928</b>	<b>3,215</b>	<b>3,659</b>	<b>4,101</b>	归母净利润增长率(%)	68.80	4.67	28.87	30.62
归属母公司股东权益	5,265	5,583	5,983	6,502					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,265</b>	<b>5,583</b>	<b>5,983</b>	<b>6,502</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,193</b>	<b>8,798</b>	<b>9,641</b>	<b>10,603</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	971	740	976	1,235	每股净资产(元)	9.36	7.09	7.60	8.26
投资活动现金流	(790)	(339)	(241)	(191)	最新发行在外股份(百万股)	788	788	788	788
筹资活动现金流	(352)	(297)	(379)	(496)	ROIC(%)	9.18	9.24	11.32	13.88
现金净增加额	(169)	104	355	549	ROE-摊薄(%)	10.69	10.55	12.69	15.26
折旧和摊销	99	72	107	142	资产负债率(%)	35.73	36.54	37.95	38.68
资本开支	(790)	(340)	(240)	(190)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.28	39.44	30.60	23.43
营运资本变动	315	64	90	78	P/B(现价)	3.15	4.16	3.88	3.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 海尔智家（600690）

## 全球大家电龙头，高端化和供应链整合步入收获期

增持（维持）

2025年01月23日

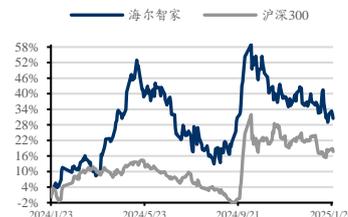
证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	243579	261428	272225	287663	303178
同比（%）	7.25	7.33	4.13	5.67	5.39
归母净利润（百万元）	14712	16597	19150	21618	23979
同比（%）	12.49	12.81	15.38	12.89	10.92
EPS-最新摊薄（元/股）	1.57	1.77	2.04	2.30	2.56
P/E（现价&最新摊薄）	17.58	15.58	13.50	11.96	10.78

### 股价走势



### 投资要点

- **全球大家电龙头，盈利稳健增长。**海尔智家前身成立于1984年，于1993/2018/2020年分别在上交所/法兰克福交易所/联交所三地上市，为消费者提供冰箱、洗衣机、空调、热水器、厨电、小家电等产品与智慧家庭场景解决方案；截至24Q3海尔集团及一致行动人持股比例达到33.8%。2023年公司实现营收/归母净利润2614/166亿元，18-23年CAGR为7.4%/17.4%，其中海外收入占比大幅提升10.1pct至52.2%，利润规模稳步增长。
- **自有品牌前瞻布局国际市场，发力收并购跻身全球头部阵营**（1）根据奥维云网，2023年我国家电市场零售额为8498亿元，同比+3.6%，增长中枢整体放缓；与此同时白电外销表现亮眼，根据产业在线，2023年家用空调/冰箱/洗衣机外销量同比分别+7.8%/+27.4%/+37.0%，预计未来中国白电销量增长主要由出海贡献。（2）公司前瞻布局海外，1999年在美国南卡州建立工厂，启动品牌出海；2015年公司启动大规模收并购，打通发达国家渠道和市场，2015年收购日本三洋电机的日本及东南亚白电业务，2016年收购美国第二大白电品牌GEA，2018年收购新西兰Fisher&Paykel公司，2019年收购意大利老牌家电品牌Candy，自此形成了海尔、Leader、卡萨帝、AQUA、GEA、Fisher&Paykel和Candy七大品牌矩阵；2023年海外实现收入1357亿元，营收占比达51.9%，14-23年复合增速达到32.6%。（3）根据欧睿数据，公司连续15年蝉联全球大型家用电器品牌零售量第一，分地区来看，23年公司在亚洲/美洲/澳新/欧洲零售量市场份额分别达到26%/15.8%/14.6%/8.8%，分别位列第一/第二/第一/第四。
- **高端化步入收获期，渠道和供应链建设提升公司经营效率。**（1）近年来家电行业高端化趋势显现，公司2007年创设高端品牌卡萨帝，全球布局5大研发中心和14个设计中心，打造了法式对开门冰箱、双滚筒洗衣机等爆品，荣获国家科技二等奖、红点设计奖等，24H1高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一，空调产品国内15000元以上线下市场份额达到32%，冰箱、滚筒洗衣机国内万元以上线下市场份额分别达到39.5%/82.3%；（2）公司渠道和供应链体系日趋完善，搭建数字化平台进一步延伸公司的触点网络建设，同时，场景品牌门店三翼鸟可提供一站式服务，2023年门店零售额同比+84%，其中成套占比超过60%；公司重视供应链自主可控，23年上合制冷园区一期建成投产，24年4月郑州压缩机合资公司正式量产，供应链纵深布局进一步加强；24年10月公司公告通过受托表决权的方式实现对日日顺的控制，日日顺为公司最重要的供应链服务提供商，实现控制后有助于全面打通业务体系与物流体系之间用于链接的人员、系统和数据接口，从而充分实现提质增效。
- **盈利预测与投资评级：**海尔智家是全球大家电龙头，早期前瞻性布局国际市场，后续通过收并购延伸品牌布局，连续15年蝉联全球大型家用电器品牌零售量第一，且在高端市场领域通过布局卡萨帝等品牌建立了领先的竞争力，近年来加大渠道和供应链建设，中长期成长空间广阔。我们预计公司24-26年归母净利润分别为191.5/216.2/239.8亿元，对应市盈率分别为14/12/11倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，海外市场开拓不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	27.18
一年最低/最高价	21.60/35.37
市净率(倍)	2.33
流通A股市值(百万元)	169,997.34
总市值(百万元)	255,027.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.65
资产负债率(%，LF)	56.21
总股本(百万股)	9,382.91
流通A股(百万股)	6,254.50

### 相关研究

## 海尔智家三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>132,620</b>	<b>145,198</b>	<b>163,395</b>	<b>183,405</b>	<b>营业总收入</b>	<b>261,428</b>	<b>272,225</b>	<b>287,663</b>	<b>303,178</b>
货币资金及交易性金融资产	55,440	65,128	79,153	94,979	营业成本(含金融类)	179,054	185,980	196,059	206,145
经营性应收款项	30,128	31,369	33,145	34,929	税金及附加	1,016	1,058	1,118	1,178
存货	39,524	41,053	43,278	45,504	销售费用	40,978	41,378	42,862	44,567
合同资产	261	272	287	303	管理费用	11,490	11,706	12,082	12,430
其他流动资产	7,267	7,377	7,533	7,690	研发费用	10,221	10,643	11,247	11,853
<b>非流动资产</b>	<b>120,759</b>	<b>126,073</b>	<b>131,385</b>	<b>136,303</b>	财务费用	514	272	288	303
长期股权投资	25,547	26,547	27,547	28,547	加:其他收益	1,559	1,623	1,715	1,808
固定资产及使用权资产	33,971	37,568	40,762	43,553	投资净收益	1,910	1,989	2,102	2,215
在建工程	5,403	5,313	5,232	5,159	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	11,006	11,706	12,406	13,106	减值损失	(1,748)	(1,820)	(1,923)	(2,027)
商誉	24,290	24,290	24,290	24,290	资产处置收益	(15)	(16)	(17)	(18)
长期待摊费用	742	742	742	742	<b>营业利润</b>	<b>19,880</b>	<b>22,964</b>	<b>25,884</b>	<b>28,678</b>
其他非流动资产	19,800	19,907	20,407	20,907	营业外净收支	(168)	(168)	(168)	(168)
<b>资产总计</b>	<b>253,380</b>	<b>271,271</b>	<b>294,780</b>	<b>319,708</b>	<b>利润总额</b>	<b>19,712</b>	<b>22,796</b>	<b>25,716</b>	<b>28,510</b>
<b>流动负债</b>	<b>119,981</b>	<b>126,111</b>	<b>132,601</b>	<b>139,098</b>	减:所得税	2,980	3,446	3,888	4,310
短期借款及一年内到期的非流动负债	14,051	16,127	16,727	17,327	<b>净利润</b>	<b>16,732</b>	<b>19,350</b>	<b>21,828</b>	<b>24,200</b>
经营性应付款项	69,278	71,957	75,857	79,759	减:少数股东损益	135	200	210	221
合同负债	7,732	8,051	8,508	8,967	<b>归属母公司净利润</b>	<b>16,597</b>	<b>19,150</b>	<b>21,618</b>	<b>23,979</b>
其他流动负债	28,920	29,976	31,509	33,044	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.77	2.04	2.30	2.56
非流动负债	27,488	30,390	33,390	36,390	EBIT	18,894	23,068	26,004	28,813
长期借款	17,936	20,936	23,936	26,936	EBITDA	25,693	28,362	31,692	34,895
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.51	31.68	31.84	32.01
租赁负债	3,287	3,287	3,287	3,287	归母净利率(%)	6.35	7.03	7.52	7.91
其他非流动负债	6,265	6,167	6,167	6,167	收入增长率(%)	7.33	4.13	5.67	5.39
<b>负债合计</b>	<b>147,468</b>	<b>156,502</b>	<b>165,992</b>	<b>175,488</b>	归母净利润增长率(%)	12.81	15.38	12.89	10.92
归属母公司股东权益	103,514	112,172	125,981	141,192					
少数股东权益	2,398	2,598	2,808	3,028					
<b>所有者权益合计</b>	<b>105,912</b>	<b>114,769</b>	<b>128,789</b>	<b>144,220</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>253,380</b>	<b>271,271</b>	<b>294,780</b>	<b>319,708</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	25,262	25,799	29,240	31,993	每股净资产(元)	10.97	11.95	13.43	15.05
投资活动现金流	(17,085)	(9,210)	(9,383)	(9,271)	最新发行在外股份(百万股)	9,383	9,383	9,383	9,383
筹资活动现金流	(7,841)	(6,840)	(6,132)	(7,195)	ROIC(%)	11.95	13.22	13.46	13.42
现金净增加额	585	9,388	13,725	15,527	ROE-摊薄(%)	16.03	17.07	17.16	16.98
折旧和摊销	6,800	5,293	5,688	6,082	资产负债率(%)	58.20	57.69	56.31	54.89
资本开支	(9,739)	(9,810)	(9,685)	(9,686)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.58	13.50	11.96	10.78
营运资本变动	562	1,165	1,717	1,713	P/B(现价)	2.51	2.31	2.05	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>