公司研究

盈利拐点将至，洗地机内销千万量级，清洁龙头再起航

——科沃斯（603486.SH）动态跟踪报告

要点

科沃斯股价复盘：“十倍股”是怎样炼成的？20.04.28-21.07.15 期间，科沃斯的前复权股价涨幅高达 1212%，迅速成为一只十倍明星股。**洗地机行业短期高景气+产业趋势长期确定性强，近年流行的“赛道投资理论”也推动科沃斯成为“十倍股”。回顾科沃斯的股价历史表现看，1）股价上行期（19Q4-21Q2）：**业绩趋势上，添可销售持续超预期，公司净利率连续环比改善；市场风格上，20-21 年“茅指数”受到青睐，科沃斯作为“扫地茅”超额收益明显。**2）股价 21Q3 见顶回落：**业绩趋势和景气度无法再超市场预期。

为什么洗地机可能是清洁电器的最优赛道？2023 年洗地机行业内销或突破 500 万台并超越扫地机销量。**洗地机的消费圈层可能是更大的，因为其更符合实际清扫者的升级方向（清洁品类电动化）。**洗地机行业的快速扩张满足三个要点：产品满足集成需求，用户圈层天然较宽（替代传统清洁工具）；定价曲线确定性向下有利于品类扩圈；营销投入大以便快速完成消费者教育。**产业发展预判：洗地机内销量至少达千万量级。**此前吸尘器的成长曲线被洗地机打破，内销高点停在 2020 年的 1112 万台。鉴于洗地机是吸尘器的全面升级，前者至少会成为一个千万量级的清洁赛道细分品类，而这仅是产业发展的底线，它的上限较大概率会更高（取决于降本曲线、品类演变等）。**因此保守估计洗地机在 2022 年内销 348 万台的基础上仍有至少 2 倍成长空间，这意味着洗地机的龙头科沃斯正驰骋在一条长坡厚雪的高成长赛道中。**

扫地机行业复苏将至：“以价换量”效应扩散，出海逻辑长期确定。“以价换量”在国内市场局部有效，科沃斯 T10 OMNI 降价幅度大、速率快，其销量市占率较长时间维持在 10%+。未来居民消费意愿向好，良性降价对整体销量拉动将更明显。海外市场，**2017-22 年中国/北美/欧洲的扫地机累计销量是 2891/2042/1958 万台，销量 CAGR 分别是 3%/18%/19%**，科沃斯将以更强产品力和更优性价比去冲击海外品牌并获取市场份额。

23 年净利率有望整体向上，23Q3 是同比向上拐点。22 年科沃斯扫地机/添可洗地机的国内销额市占率达 43%/47%，清洁电器龙头地位稳固。**我们预判 23 年公司将迎来净利率向上拐点：1）毛利率中枢向上**：添可营收占比提高+主要原材料降价均是利好；扫地机主力型号 T10、T20 在 X1 基础上微改动，供应链通用利于成本摊薄；**2）销售费用率向下**：公司机型改款不明显（推广费用减少）；行业竞争趋缓下公司费用投入下降；**3）净利率触底节奏判断**：预计 23 年公司净利率有望反弹，23Q3 将是同比向上拐点。

盈利预测、估值与评级：考虑到行业竞争趋缓、公司盈利改善，上调公司 23-25 年归母净利润分别为 20.4/23.6/27.2 亿元（较前次盈利预测分别上调 11%/12%/12%），当前股价对应 PE 估值 22/19/17 倍。公司双品牌龙头地位稳固，洗地机业务处于高速增长、海外业务空间广阔，经济复苏背景下业绩增长和估值提升的确定性较高，我们给予公司目标价 95.00 元（对应 23 年 27 倍 PE），上调至“买入”评级。

风险提示：经济复苏不及预期、竞争态势恶化风险、新兴品类迭代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13,086	15,325	17,749	20,541	23,643
营业收入增长率	80.90%	17.11%	15.82%	15.73%	15.10%
净利润（百万元）	2,010	1,698	2,036	2,355	2,722
净利润增长率	213.51%	-15.51%	19.85%	15.67%	15.58%
EPS（元）	3.51	2.96	3.53	4.08	4.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	39.46%	26.42%	25.61%	24.55%	23.69%
P/E	22	26	22	19	17
P/B	8.8	7.0	5.7	4.7	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-08-04

买入（上调）

当前价/目标价：79.63/95.00 元

作者

分析师：洪吉然
执业证书编号：S0930521070002
021-52523793
hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.77
总市值(亿元):	459.36
一年最低/最高(元):	55.39/98.00
近 3 月换手率:	41.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.96	17.25	-9.38
绝对	2.34	16.96	-12.06

资料来源：Wind

相关研报

Q1 业绩短期承压，静待利润率触底反弹——科沃斯（603486.SH）2022 年报及 2023 一季报业绩点评（2023-05-09）

品类竞争加剧，单季净利率明显下滑——科沃斯（603486.SH）2022 年三季报业绩点评（2022-10-31）

Q2 业绩增速放缓，品类竞争更为明显——科沃斯（603486.SH）2022 年中报点评（2022-08-29）

目录

1、 需求：洗地机内销至少千万台量级 4
1.1、 2023 年洗地机内销销量或将超越扫地机 4
1.2、 产业预判：洗地机内销量至少达千万量级 6
1.3、 扫地机成长方向：国内以价换量，出海空间广阔 6
2、 供给分析：龙头地位稳固，净利率见底回升 9
2.1、科沃斯+添可双品牌龙头地位稳固 9
2.2、三因素助推 23 年毛利率同比向上 9
2.3、23 年销售费用向下：推广费用减少+竞争态势趋缓 11
2.4、23 年净利率有望反弹，23Q3 将是同比向上拐点 11
3、 盈利拐点将至，“十倍股”再起航 12
3.1、股价复盘：十倍明星股是怎样炼成的？ 12
3.2、盈利预测&估值分析：估值水平偏低，左侧布局正当时 15
4、 风险提示 17

图目录

图 1：扫地机行业零售量及其同比增速 4
图 2：扫地机行业均价及其同比增速 4
图 3：洗地机行业零售量及其同比增速 4
图 4：洗地机行业均价及其同比增速 4
图 5：2021-2022 年清洁家电品类社媒关注趋势（单位：万次） 5
图 6：2016-2022 年地面吸尘器行业整体零售量及同比增速 6
图 7：科沃斯、石头扫地机部分主销机型降价变化趋势 7
图 8：科沃斯、石头扫地机部分主销机型销量市占率 7
图 9：2019Q1-2023Q1 扫地机行业销量同比、均价同比及均价环比 7
图 10：全球扫地机零售量及增速 8
图 11：2017-2022 年全球主要地区累计零售量及复合增速 8
图 12：2016-2019 年全球扫地机（200 美金以上）销额市占率 8
图 13：2020 年海外主要地区扫地机销量市占率 8
图 14：2020-2022 年行业规模及科沃斯品牌国内市占率 9
图 15：2020-2022 年行业规模及添可品牌国内市占率 9
图 16：2022M1-2023M6 科沃斯、添可品牌均价变化 9
图 17：STM32 位通用型 MCU 价格同比（季度） 10
图 18：塑料（ABS）价格同比（季度） 10
图 19：2020-2022 年全资子公司添可智能科技财务指标 12
图 20：2020Q1-2023Q1 公司季度销售费用率、净利率同比变化 12
图 21：2018.05-2023.07 科沃斯股价复盘 12
图 22：A 股投资框架的不可能三角 13
图 23：2020-2021 年部分指数（左轴）及科沃斯股价（右轴）累计涨幅 13
图 24：2019Q3-2023Q1 公司季度财务指标、月度股价涨跌幅、季度销售额数据 14
图 25：公司 2020-2021 年股价（折线）、预测 PE（折线）、预测净利润增速（柱状） 15

表目录

表 1：2018-2022 年科沃斯收入结构及毛利率分析 10
表 2：2020-2023 年科沃斯品牌主销产品及公司销售费率 11
表 3：科沃斯 2023-2025 年核心指标盈利预测 15
表 4：家电行业主要可比公司 PE 及 PEG 估值表 16

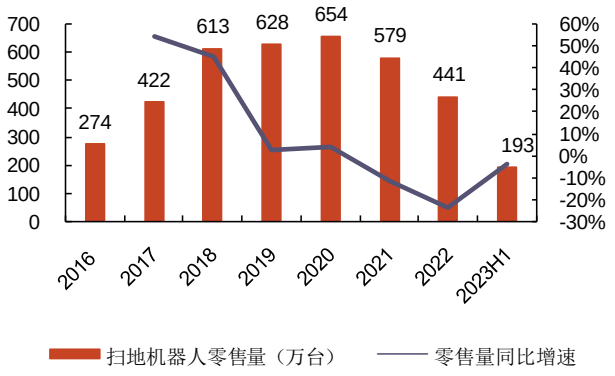
1、 需求：洗地机内销至少千万台量级

1.1、 2023 年洗地机内销销量或将超越扫地机

洗地机和扫地机的产业趋势出现了明显的背离，洗地机销量持续增长的同时扫地机销量连续萎缩。我们很难把背离仅仅归结为价格因素，两者消费圈层的差异值得思考。简而言之，洗地机的消费圈层可能是更大的，因为该品类更符合家庭实际清扫者的工具升级方向（清洁品类电动化）。

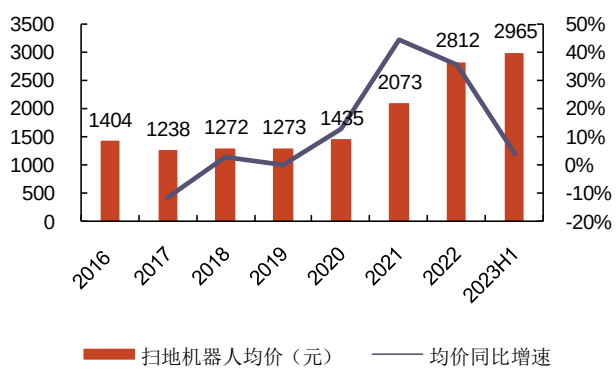
2023 年洗地机内销量或突破 500 万台并超越扫地机行业销量。根据奥维云网数据，2020 年是扫地机器人行业的国内销量高点（654 万台），此后行业的内销量连续下滑，2022 年扫地机行业内销量为 441 万台（重回 2017 年水平）。反观洗地机，2020 年行业销量 43 万台，经过两年高速成长 2022 年行业内销已至 348 万台，2023 年行业销量有望突破 500 万台，或将一举超过扫地机销量。

图 1：扫地机行业零售量及其同比增速



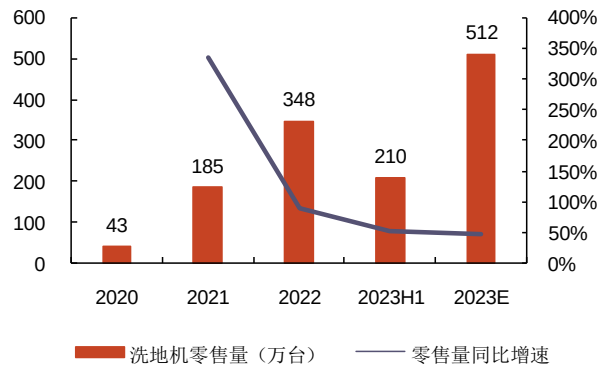
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

图 2：扫地机行业均价及其同比增速



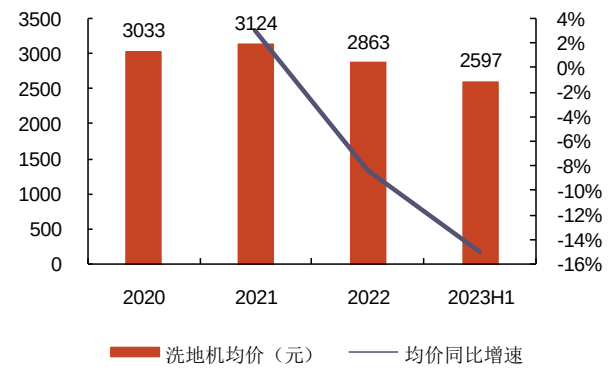
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

图 3：洗地机行业零售量及其同比增速



资料来源：奥维云网预测，光大证券研究所整理

图 4：洗地机行业均价及其同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

洗地机销量的快速扩张基于三个基本点：产品上，洗地机满足了用户的集成需求，用户圈层天然较宽；定价上，洗地机价格合理，利于品类扩圈；营销上，龙头厂商投入大，迅速完成消费者教育。

1. 品类属性：洗地机满足了用户的集成需求，用户基础扎实+消费圈层宽广

高性能洗地机实现了“扫把+拖把→吸尘器+拖把→洗地机”的清洁品类电动化的产业变迁，针对中国特有的硬质地面把“吸尘+强力去渍”功能合二为一。满足用户的集成需求（如苹果手机集成满足了电话、视频、照相等多种需求）容易打出爆品效应，因为单一功能品类给予消费者平庸的用户体验，在此参考系下出现的强力复合品类易有超预期的使用体验，品类的替代效应随之产生。具体来看，相比于扫地机，洗地机和吸尘器的用户群体重合度较高，是一种品类之间的升级跃迁，根据隐马数研，2019-2021 年已购买吸尘器的消费者浏览过洗地机的比例接近 60%，其中约 12%的吸尘器消费者下单购买洗地机，替代效应明显。中国吸尘器使用习惯相对成熟，洗地机拥有良好的消费土壤。

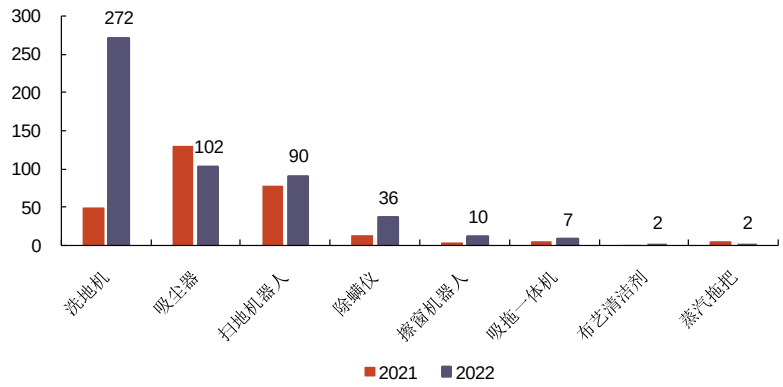
2. 价格因素：近年洗地机价格向下而扫地机向上，且未来洗地机降本空间更大

1）近年价格趋势：扫拖一体+全能基站的扫地机产品比例提升使得扫地机零售均价在短时间内翻番（2020 年 1435 元，2022 年 2812 元，23Q1 是 2965 元）。与之相对地，2020 年添可芙万 1.0 面世之初，洗地机品类就以“吸尘+拖地+洗地”的重度清洁能力向消费者推广，定价上洗地机遵循降价普及的大众路线，行业均价由 2021 年的 3124 元降至 23H1 的 2597 元。**2）未来价格曲线预判**：扫地机是算法驱动的自动清扫品类，智能化零部件及开发成本较高，算法迭代及研发人员薪酬偏刚性；洗地机由硬件主导，零部件国产率高且多为普通材料，其降本曲线大概率相较扫地机更陡峭，有利于品类走近千家万户。

3. 营销因素：社交媒体曝光加快洗地机的消费者教育及渗透率提升

洗地机属于创新品类，营销推广费用的持续投入是消费者渗透率提升的关键。社媒声量数据显示，2022 年洗地机社媒声量 272 万，同比增长 447%，洗地机的社媒广告投放以及品类关注度明显高于扫地机。

图 5：2021-2022 年清洁家电品类社媒关注趋势（单位：万次）

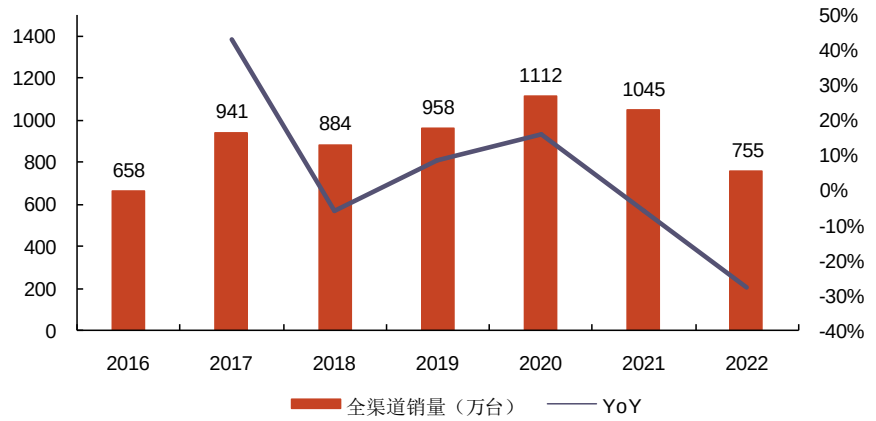


资料来源：KolRank 统计（社媒平台包含:抖音、小红书、微博、微信、B 站），光大证券研究所整理；
注：在广告营销中，声量是指品牌某时间范围内被提及的次数

1.2、 产业预判：洗地机内销量至少达千万量级

保守估计洗地机内销相对 2022 年仍有两倍成长空间。2020-2022 年国内地面吸尘器销量分别为 1112/1045/755 万台（YOY+16%/-6%/-28%），地面吸尘器的成长曲线被洗地机横空出世所打破，销量高点停留在 2020 年的 1112 万台。鉴于洗地机是吸尘器的全面升级，洗地机至少会成为一个千万台量级的清洁电器，而这仅仅是产业发展的底线，它的上限可能是更高的（取决于降本曲线、品类演变等）。**因此保守估计洗地机的行业空间，在 2022 年内销 348 万台的基础上仍有至少 2 倍成长空间，这意味着科沃斯正驰骋在一条长坡厚雪的高成长赛道中。**

图 6：2016-2022 年地面吸尘器行业整体零售量及同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理；注释：地面吸尘器包含推杆式、立式、卧式、桶式、迷你吸

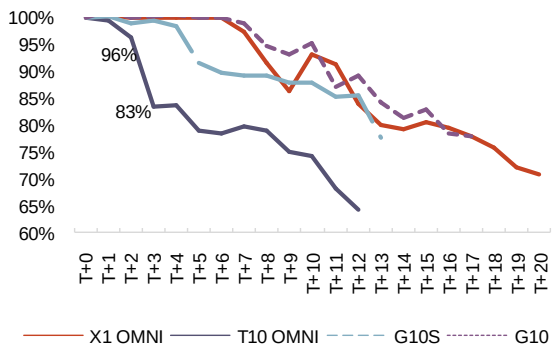
1.3、 扫地机成长方向：国内以价换量，出海空间广阔

国内方面，科沃斯主销产品 T10 OMNI 降价幅度较竞品更大更快，其单型号市占率更长时间地维持高位，证明降价对局部销量确有刺激作用。目前降价对整体销量拉动有限，除企业需要平衡降价深度/广度与经营利润率之外，目前可选消费的市场环境偏弱也是重要原因。展望未来，居民消费意愿向好，预计良性降价对行业整体销量的拉动将会更大。

1. 局部：降价策略对产品销量提振有效

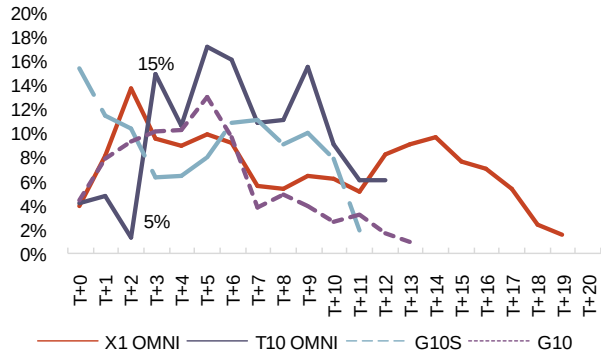
我们选取 2021-22 年龙头公司主销机型（科沃斯选取 X1 OMNI/T10 OMNI；石头选取 G10/G10s），发现机型均价下探与销量市占率呈现负相关，说明降价策略对单品市占率的提升是有效的。其中最显著的相关性来自科沃斯 T10 OMNI，科沃斯 22 年 5 月推出该主力机型，T10 OMNI 在 22 年 8 月大幅降价抢占了行业最优价位段（3500-4000 元），后续其价格持续下探使得该产品连续多月维持市占率 10%以上。

图 7：科沃斯、石头扫地机部分主销机型降价变化趋势



资料来源：奥维云网，光大家电研究所整理；注释：T+0 为机型发售当月，T+1 月对应数据是机型发售第二个月均价相对发售当月均价的百分比

图 8：科沃斯、石头扫地机部分主销机型销量市占率

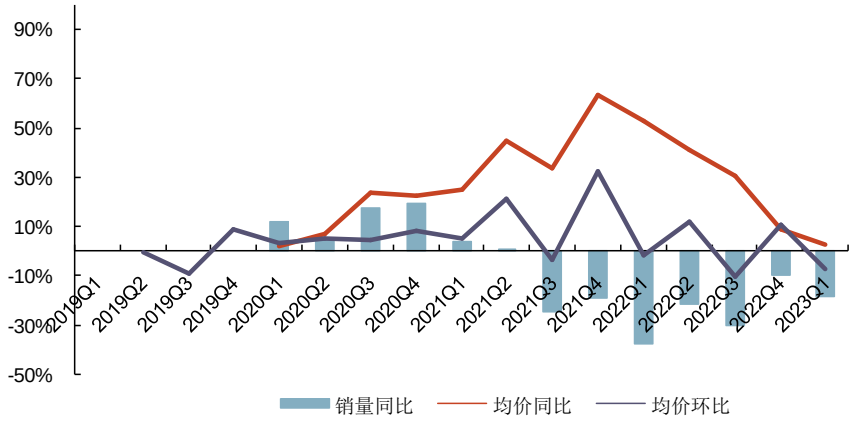


资料来源：奥维云网，光大家电研究所整理；注释：T+0 为机型发售当月

2. 整体：销量提升仍待可选消费复苏

近年来，以科沃斯为代表的公司并未对全线产品进行大规模降价，因此行业整体销量的上行趋势并不明显，行业均价的小幅下探更多是止住了销量下滑势头。展望未来，扫地机作为可选品类与居民消费意愿高度相关，伴随居民消费能力逐步恢复，扫地机公司的良性降价策略将对整体销量产生更为明显的拉动效果。

图 9：2019Q1-2023Q1 扫地机行业销量同比、均价同比及均价环比



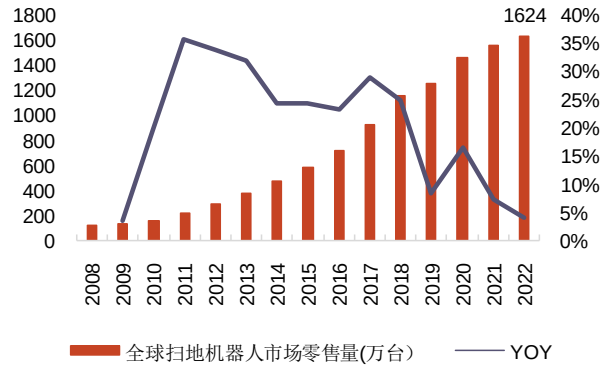
资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

海外方面，扫地机行业成长性较好，居民消费能力较强的北美、欧洲地区近年零售量复合增速快于国内。国内企业凭借产品力和国际化战略，海外扩张的成效明显，国内品牌在 EMEA（欧洲，中东及非洲三个地区）地区处于第一梯度（仅次于 IROBOT）。展望未来，随着全球经济复苏及国内企业深耕海外市场，国内扫地机品牌的海外扩张仍有较大空间。

1. 行业空间：海外销量增速高于国内，北美、欧洲成长性较好

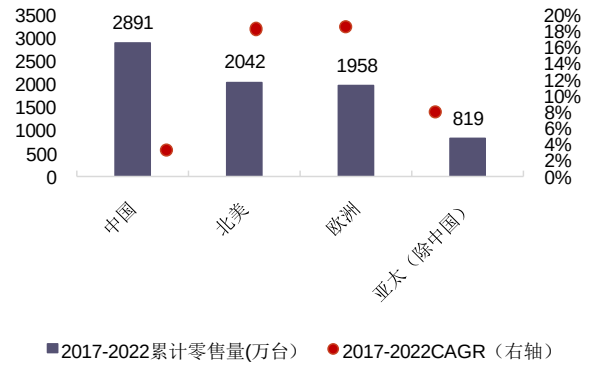
全球扫地机 2022 年零售量 1624 万台，2017-2022 年的 CAGR 是 12%，其中中国、欧洲、北美地区为主要销售区域，具体来看 2017-2022 年中国/北美/欧洲/亚太（除中国）扫地机累计销售量分别为 2891/2042/1958/819 万台，2017-2022CAGR 分别为 3%/18%/19%/8%。

图 10：全球扫地机零售量及增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 11：2017-2022 年全球主要地区累计零售量及复合增速

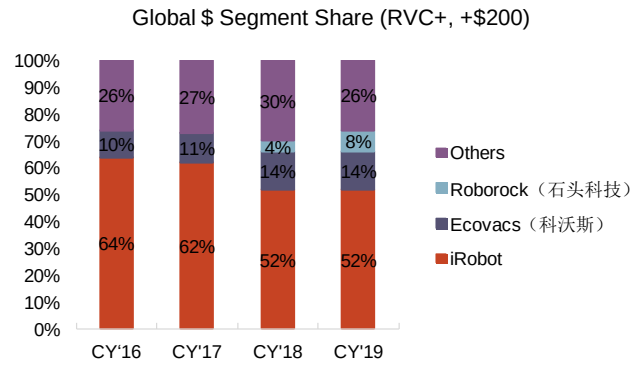


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

2. 国内品牌国际化成效明显，市场份额提升有较大空间

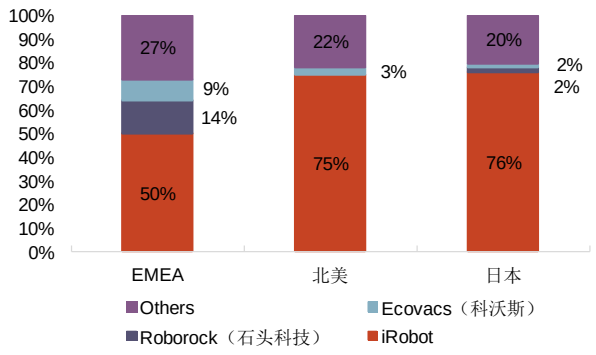
2016-2019 年 IROBOT 全球销额市占率（200 美金以上市场）从 64%下降至 52%，同时 2019 年科沃斯/石头销额市占率提升至 14%/8%。IROBOT 在全球依然享有较高份额，但面临国内品牌的冲击，2020 年 IROBOT 在 EMEA（欧洲，中东及非洲三个地区）/北美/日本的销量市占率分别为 50%/75%/76%，其中 EMEA（欧洲，中东及非洲三个地区）地区中国企业扩张明显（科沃斯/石头科技销量份额是 9%/14%），国内品牌后续在各地区仍有较大份额提升空间。

图 12：2016-2019 年全球扫地机（200 美金以上）销额市占率



资料来源：IROBOT 年报，光大证券研究所整理

图 13：2020 年海外主要地区扫地机销量市占率



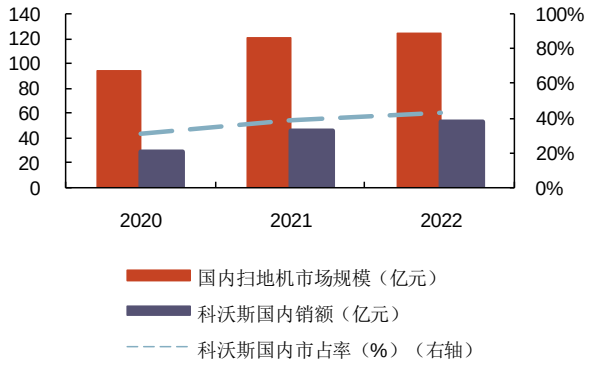
资料来源：IROBOT 年报，光大证券研究所整理

2、 供给分析：龙头地位稳固，净利率见底回升

2.1、科沃斯+添可双品牌龙头地位稳固

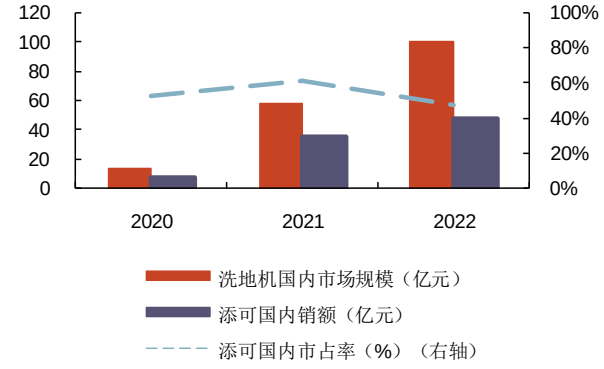
龙头地位稳固，行业话语权较强。科沃斯、添可品牌分别为国内扫地机、洗地机行业龙头。**1）扫地机方面**：全价格带产品布局+线上线下多渠道策略，龙头地位稳固，科沃斯品牌 2020-2022 年国内市占率分别为 31%/39%/43%；**2）洗地机方面**：公司通过开创无线手持吸拖一体洗地机引领行业发展，同时积极布局线下渠道，系行业产品引领者，添可品牌 2020-2022 年国内市占率分别为 53%/61%/47%。

图 14：2020-2022 年行业规模及科沃斯品牌国内市占率



资料来源：奥维云网，公司公告，光大证券研究所整理；注释：国内市占率=品牌国内销额/国内行业销额，其中 2020-22 年科沃斯品牌内销占该品牌营收 70%/69%/68%

图 15：2020-2022 年行业规模及添可品牌国内市占率

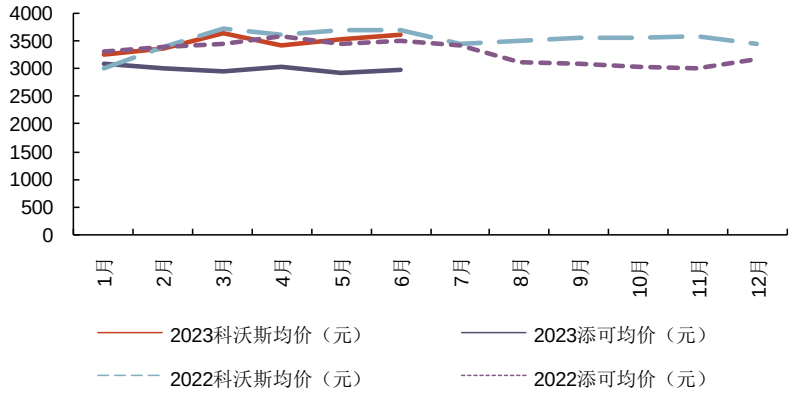


资料来源：奥维云网，公司公告，光大证券研究所整理；注释：国内市占率=品牌国内销额/国内行业销额，其中 2020-22 年添可品牌内销占该品牌营收 54%/68%/68%

2.2、三因素助推 23 年毛利率同比向上

23H1 科沃斯扫地机零售均价同比略有下降，同期添可洗地机零售均价同比高个位数下滑。市场担心售价下沉会拖累毛利率同比走势，但我们认为**公司收入结构变化、成本红利、规模效应都有助于毛利率趋势向上。**

图 16：2022M1-2023M6 科沃斯、添可品牌均价变化



资料来源：奥维云网，光大证券研究所整理

1. 收入结构：添可营收占比提高，带动整体毛利率上行

公司整体毛利率从 2020 年的 42.9%提升至 2022 年的 51.6%，主要得益于添可的收入占比提升（21-22 年添可品牌收入同比增长 308%/35%，占总营收比例分别为 39%/45%）及智能生活电器代工减少。根据奥维云网，23H1 扫地机/洗地机行业全渠道销额同比增长分别为 0%/31%，预计公司 23H1 洗地机业务收入增速高于扫地机，添可营收占比进一步提升有利于公司整体毛利率上行。

表 1：2018-2022 年科沃斯收入结构及毛利率分析

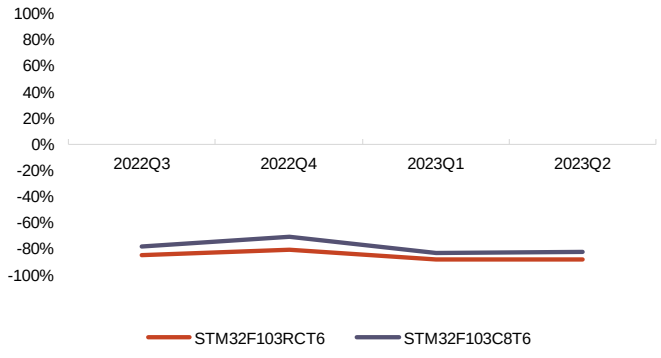
收入（亿元）		2018	2019	2020	2021	2022
服务机器人板块	科沃斯自主品牌	34.0	36.1	42.4	67.1	78.0
	服务机器人 ODM	4.7	0.4	0.7	1.2	0.8
智能生活电器板块	添可自主品牌	1.2	2.7	12.6	51.4	69.1
	清洁类电器 OEM/ODM	15.8	12.7	14.9	8.8	4.0
收入同比(YoY)		**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
服务机器人板块	科沃斯自主品牌	32%	6%	17%	58%	16%
	服务机器人 ODM	15%	-91%	57%	68%	-35%
智能生活电器板块	添可自主品牌	180%	134%	362%	308%	35%
	清洁类电器 OEM/ODM	3%	-20%	18%	-41%	-54%
收入占比（%）		**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
服务机器人板块	科沃斯自主品牌	60%	68%	59%	51%	51%
	服务机器人 ODM	8%	1%	1%	1%	0.5%
智能生活电器板块	添可自主品牌	2%	5%	17%	39%	45%
	清洁类电器 OEM/ODM	28%	24%	21%	7%	3%
毛利率（%）		**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
服务机器人板块		47.6%	44.9%	48.0%	49.8%	49.1%
智能生活电器板块		16.7%	24.6%	36.4%	54.9%	56.9%
公司整体经营数据		**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**
营业总收入（亿元）		56.9	53.1	72.3	130.9	153.2
同比		25%	-7%	36%	81%	17%
毛利率		37.5%	38.3%	42.9%	51.4%	51.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注释：2020 年开始“清洁类小家电业务”改名为“智能生活电器产品”

2. 成本红利：23H1 电子元器件和塑料价格同比大幅下探

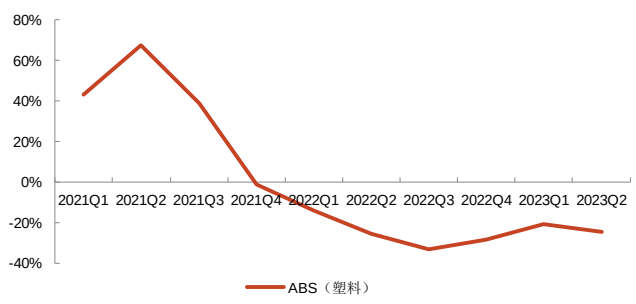
扫地机、洗地机上游零部件/原材料中芯片、塑料成本占比较高。2021 年消费电子需求增长+供给偏紧下半导体价格涨幅较大，2022-23 年价格持续回落，以意法半导体公司 32 位通用型 MCU 部分型号为例，23Q1/23Q2 STM32F103RCT6、STM32F103C8T6 型号价格同比下滑分别为 89%/89%、84%/83%。此外，23Q1/23Q2 塑料价格分别同比下降 21%/30%，成本红利有效支撑公司制造端成本下探。

图 17：STM32 位通用型 MCU 价格同比（季度）



资料来源：正能量电子网，光大证券研究所整理

图 18：塑料（ABS）价格同比（季度）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3.规模效应：T10/T20/X1 机型相似度高有利于规模化生产

扫地机：小改款新品配置简化带来 BOM（即物料成本）成本下降（T20PRO 上下水版对比 T10 OMNI 在配置上减少了摄像头、避障上少了 AI 识别、没有视频管家及双向通话功能）。展望全年，预计扫地机毛利率中枢稳定；**洗地机：**洗地机是硬件主导的家用电器，零部件国产率高且多为普通材料，预计 BOM 成本的持续优化有助于产品维持较高的毛利率中枢。

2.3、23 年销售费用向下：推广费用减少+竞争态势趋缓

产品型号改动小，新品推广费用减少。1）2020-2022 年：各大品牌发布重磅机型，机型变化、功能增多带动产品均价持续上行，新品发布需要大量营销资源（包括发布会、流量采买、自媒体测评等）以实现消费转化，科沃斯 2020-2022 年销售费用率为 22%/25%/30%，逐年上行明显（销售费用中推广费用占比为 69%/77%/78%）；**2）2023 年：**扫地机产品创新趋缓、洗地机产品形态成熟，产品升级趋于微创新的“小年”，公司产品型号 T20、X1S 系列分别延续 T10、X1 系列，功能更加齐全同时型号也更精简，预计 2023 年推广费用减少将带动销售费用下行。

表 2：2020-2023 年科沃斯品牌主销产品及公司销售费率

	2020		2021		2022			2023			
产品形态	**激光+避障**				**激光+避障+扫拖一体+自清洁**						
年度主销机型	T8MAX	T8POWER	N9+	T9MAX	X1OMNI	T10OMNI	T10TURBO	T20PRO	T20PRO(上下水)	X1SPRO	X1SPRO（上下水）
机型发售时间	20.04	20.05	21.03	21.04	21.09	22.05	22.03	23.02	23.03	23.05	23.05
发售当月价格（元）	2702	3399	3699	2801	5969	4729	3973	4199	4748	4610	5164
公司销售费率	**22%**		**25%**		**30%**			**预计低于 2022 年**			

资料来源：Wind，奥维云网，光大证券研究所整理

竞争态势趋缓，费用投放下行。2020 年洗地机需求增长+科沃斯股价上行，二级市场的火热传导到一级市场，20-21 年云鲸、追觅等企业进行多轮融资，其中 2021 年追觅 C 轮融资 36 亿元，创清洁电器单轮融资金额历史新高。随着扫地机/洗地机销量增速放缓，云鲸、追觅等公司仍处于抢份额的烧钱阶段，激进的扩张带来现金流流出，预计在下一轮融资前，追觅等企业费用的收缩将带来行业竞争趋缓，有利于行业整体销售费率向下。

2.4、23 年净利率有望反弹，23Q3 将是同比向上拐点

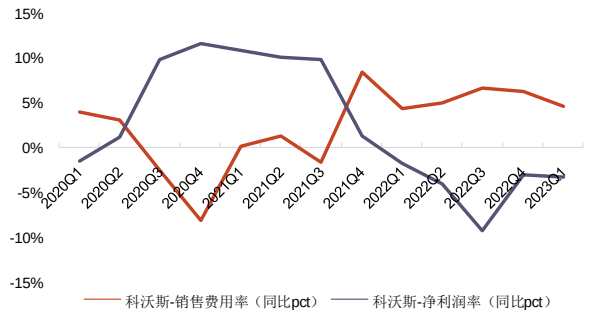
公司 2023 年净利率有望反弹，23Q3 将是同比向上拐点。1）2023 年净利率有望同比向上：预计 2023 年添可品牌营收占比提升将带动公司毛利率中枢稳中向上、推广费用减少+竞争态势趋缓带动销售费用率向下，全年看公司净利率有望同比向上；**2）预计 23Q2 归母净利率开始环比向上，23Q3 则是净利率同比向上拐点：**22Q1-23Q1 公司单季归母净利率分别为 13.2%/12.5%/7.4%/11.1%/10.1%（同比-1.7/-4.0/-9.2/-3.0/-3.2pcts），净利润率连续 5 个季度同比下行。考虑到基数效应以及销售费用率边际递减，预计 23Q2 开始公司净利率环比向上，23Q3 则是净利率同比向上的起点。

图 19：2020-2022 年全资子公司添可智能科技财务指标

主体	财务指标	2020	2021	2022
添可品牌	总收入（亿元）	12.6	51.4	69.1
添可智能科技公司	子公司收入（亿元）	10.5	45.1	49.6
	添可品牌占比	83%	88%	72%
	子公司利润（亿元）	0.8	10.4	8.0
	子公司净利率	**7%**	**23%**	**16%**

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 20：2020Q1-2023Q1 公司季度销售费用率、净利率同比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3、 盈利拐点将至，“十倍股”再起航

3.1、股价复盘：十倍明星股是怎样炼成的？

1.产业逻辑：双品牌战略成效显著是股价上行的核心驱动因素

科沃斯 2018 年 5 月上市，在 20.04.28-21.07.15 短短 296 个交易日期间，科沃斯的股价（前复权）由 17.46 元上涨至 247.10 元（涨幅高达 1212%），迅速成为一只十倍明星股。复盘来看公司经营大致经历三个阶段：**1）2019 年公司战略调整：**推行自有品牌战略、逐步减少 ODM 代工及低端业务，期间收入利润双双下滑，股价表现疲软；**2）2020-21 年科沃斯+添可双品牌战略兑现：**疫情居家带动清洁电器需求，公司双品牌战略成效显著，公司股价 20/21 年涨幅分别达 336%/71%；**3）22-23Q1 经济偏弱+产品创新趋缓：**公司业绩出现下滑，股价呈现下行趋势。

图 21：2018.05-2023.07 科沃斯股价复盘

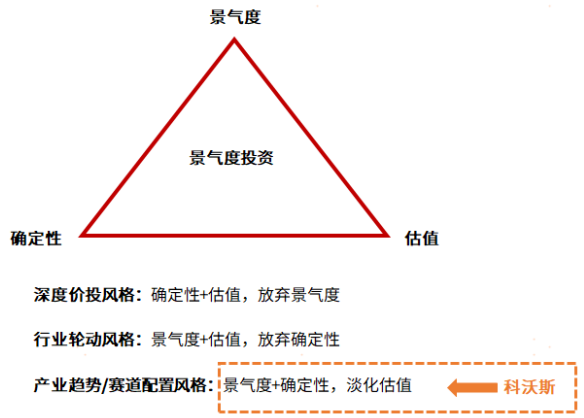


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.市场逻辑：股价上行周期符合“赛道股”投资框架

A 股投资中，景气度（1-2 年业绩增速决定短期胜率）、估值（决定赔率）、确定性（长期增长逻辑决定长期胜率）通常是一个不可能三角，两两组合则会形成截然不同的投资风格。**洗地机行业短期高景气+产业趋势长期确定性强，而成就科沃斯成为“十倍股”的投资体系正是近年流行的“赛道股理论”，即随着业绩持续超预期且产业趋势长期确定，投资者跟随业绩趋势买入（期间相对淡化估值），直到景气趋势无法再超预期，股价逐步见顶回落。**

图 22：A 股投资框架的不可能三角



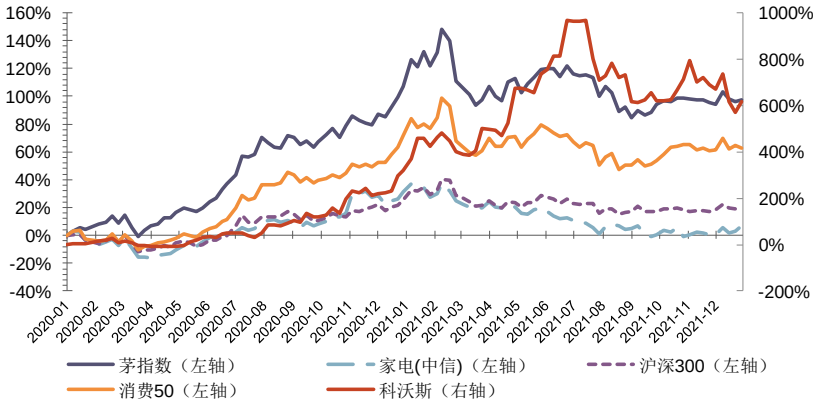
资料来源：思想钢印公众号，光大证券研究所整理

以下我们从投资风格、业绩趋势、市场预期来分析公司如何在 2 年内成为一只“十倍股”。

1）2020-21 年投资风格：“茅指数”受到青睐，“扫地茅”超额收益明显

2020-21 年 A 股市场“核心资产”相关标的涨幅明显，兼具成长以及高质量因子的各行业龙头受青睐。2020.01.03-2021.01.22 科沃斯/茅指数/消费 50 指数/家电（中信）指数/沪深 300 指数的累计涨幅为 458%/132%/80%/35%/34%。“扫地茅”科沃斯业绩持续超预期叠加市场风格偏“核心资产”，2020.01.03-2021.07.16 科沃斯的累计涨幅达到 967%，在短短一年半左右就成为“十倍股”。

图 23：2020-2021 年部分指数（左轴）及科沃斯股价（右轴）累计涨幅



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2）股价上行期（19Q4-21Q2）业绩趋势：添可销售持续超预期，公司净利率持续环比改善

19Q4-20Q1 公司股价止跌见底，净利率绝对值转正，添可初露峥嵘加速净利率向上趋势：公司 2019 年战略调整，2020/4/28 为公司 2019 年以来股价低点。当日收盘后公司发布 2019 年年报以及 2020 年一季报，19Q4/20Q1 净利率分别为 1.0%/4.2%，19Q4 净利率转正、20Q1 净利率环比大幅改善。此外，公司首次在 2019 年报中披露添可营收（2.7 亿元，占总营收 5.1%，同比+134%），且 20Q1 第三方数据亮眼（添可线上 GMV 口径销售额 YoY+1013%；QoQ+105%）。

20Q2-21Q2 股价上行周期，公司单季收入同比/单季净利率的趋势环比向上：添可第三方数据持续高增（2020 年“双 11”期间销售额更是同比增长 40+倍），添可热卖亦拉高公司收入增速以及归母净利率，使得公司业绩持续超预期。公司 20Q4/21Q1 归母净利润同比 1902%/727%，净利率分别为 12.7%/15.0%（环比+5.9/2.3pct）。此后 2021 年“618”期间公司第三方数据亮眼（添可 21Q2 线上 GMV 口径销售额同比+1141%），股价进一步上行至高位。

图 24：2019Q3-2023Q1 公司季度财务指标、月度股价涨跌幅、季度销售额数据

指标	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入（亿元）	10.17	18.68	9.63	14.39	17.40	30.92	22.25	31.34	28.86	48.42	32.01	36.21	33.02	52.00	32.36
同比(%)	-17%	-4%	-23%	22%	71%	66%	131%	118%	66%	57%	44%	16%	14%	7%	1%
归母净利润（亿元）	-0.30	0.20	0.40	0.92	1.18	3.91	3.33	5.17	4.80	6.80	4.24	4.53	2.45	5.76	3.26
同比(%)	-138%	-90%	-43%	50%	488%	1902%	727%	463%	307%	74%	27%	-12%	-49%	-15%	-23%
净利润率(%)	-3.0%	1.0%	4.2%	6.4%	6.8%	12.7%	15.0%	16.5%	16.6%	14.0%	13.2%	12.5%	7.4%	11.1%	10.1%
净利率环比（pct）	-8.2%	4.0%	3.1%	2.2%	0.4%	5.9%	2.3%	1.5%	0.1%	-2.6%	-0.8%	-0.7%	-5.1%	3.7%	-1.0%
区间涨幅	**2019Q3**	**2019Q4**	**2020Q1**	**2020Q2**	**2020Q3**	**2020Q4**	**2021Q1**	**2021Q2**	**2021Q3**	**2021Q4**	**2022Q1**	**2022Q2**	**2022Q3**	**2022Q4**	**2023Q1**
当季首月	-13%	-9%	9%	1%	5%	35%	25%	20%	-25%	13%	-11%	-1%	-24%	-13%	20%
当季次月	-5%	-5%	4%	42%	22%	0%	-4%	11%	-14%	-4%	0%	8%	-12%	24%	4%
当季末月	-13%	7%	-16%	9%	20%	41%	29%	25%	4%	-8%	-20%	4%	-18%	1%	-9%
添可品牌季度销额	**2019Q3**	**2019Q4**	**2020Q1**	**2020Q2**	**2020Q3**	**2020Q4**	**2021Q1**	**2021Q2**	**2021Q3**	**2021Q4**	**2022Q1**	**2022Q2**	**2022Q3**	**2022Q4**	**2023Q1**
线上GMV口径销额（亿元）	0.02	0.04	0.08	0.87	1.02	6.02	5.12	10.84	11.99	17.05	7.86	13.73	8.12	17.14	9.18
YoY	N/A	N/A	1013%	3410%	4843%	15791%	6484%	1141%	1071%	183%	53%	27%	-32%	1%	17%
QoQ	-17%	83%	105%	1023%	17%	488%	-15%	112%	11%	42%	-54%	75%	-41%	111%	-46%
科沃斯品牌季度销额	**2019Q3**	**2019Q4**	**2020Q1**	**2020Q2**	**2020Q3**	**2020Q4**	**2021Q1**	**2021Q2**	**2021Q3**	**2021Q4**	**2022Q1**	**2022Q2**	**2022Q3**	**2022Q4**	**2023Q1**
线上GMV口径销额（亿元）	10.37	11.47	6.53	7.96	5.72	16.33	9.69	13.49	9.87	20.81	9.75	13.01	7.00	16.29	7.94
YoY	N/A	N/A	-3%	31%	-45%	42%	48%	69%	73%	27%	1%	-4%	-29%	-22%	-19%
QoQ	71%	11%	-43%	22%	-28%	186%	-41%	39%	-27%	111%	-53%	33%	-46%	133%	-51%

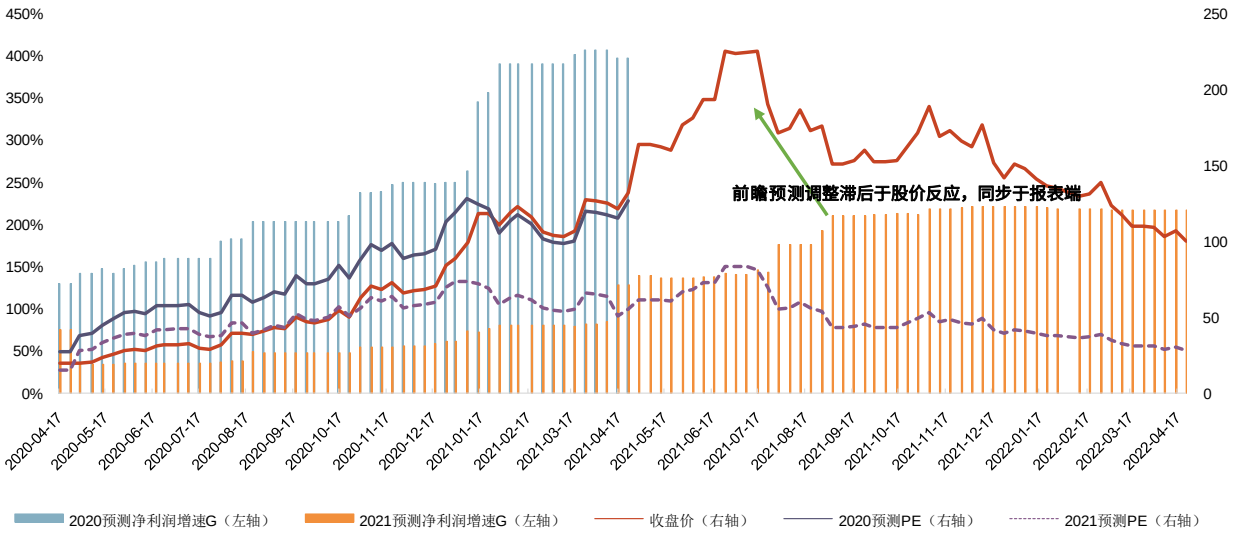
资料来源：Wind，魔镜数据，光大证券研究所整理

3）股价 21Q3 见顶：业绩趋势和景气度无法再超市场预期

市场预期：我们用 Wind 前瞻预测（最近 90 天平均）模拟市场预期变化（卖方盈利调整多在业绩披露后，滞后市场预期 1-2 个月）。2020 年中报披露后，20 年以及 21 年盈利预测一致预期持续上调，直到 2021 年中报披露后，再度大幅上修 21 年归母净利润增速预期至 200%-220%（公司于 22 年 4 月披露 21 年报，归母净利润增速 214%，符合市场预期）。**因此市场预期的景气高点在 21 年年中，而股价高点与此基本一致，21 年 7 月中股价开始逐步下行。**

报表验证：1）单季收入同比增速：21Q1 是阶段高点，此后连续下降 8 个季度，至 23Q1 单季收入同比增速仅为 1%；**2）单季归母净利率**：21Q2 和 21Q3 归母净利率分别是 16.5%和 16.6%，成为阶段高点，21Q4 开始归母净利率出现环比下滑直至 22Q3。**从单季归母净利润增速看**，20Q4 是该指标高点（同期基数低），此后连续下滑至 22Q3 见底（21Q1-21Q3 增速绝对值仍然较高）。

图 25：公司 2020-2021 年股价（折线）、预测 PE（折线）、预测净利润增速（柱状）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注释：预测市盈率 PE、预测净利率增速 G 为 Wind 年度前瞻预测（90 天）平均值（滚动），统计日期为 2020.04.17-2021.04.22

3.2、盈利预测&估值分析：估值水平偏低，左侧布局正当时

1. 核心假设

科沃斯扫地机收入增速：科沃斯扫地机自主品牌处于国内领先位置，国内经济逐步复苏、行业马太效应份额向龙头集中，海外经济边际好转、公司深耕重点海外区域，行业增速放缓下公司增速优于行业平均，我们预计 23-25 年科沃斯自主品牌营收同比增速分别为 7%/8%/10%。

添可洗地机收入增速：洗地机自主品牌引领行业创新，目前行业处于高速发展阶段，空间广阔+经济复苏+以价换量，多因素促进公司销量持续高增，我们预计 23-25 年添可自主品牌营收同比增速分别为 30%/25%/20%。

公司整体净利润率：多因素推动毛利率稳中有升、竞争趋缓下推广费用向下，考虑到洗地机毛利率中枢较扫地机更高，我们预计未来洗地机净利率仍高于扫地机，预计 23-25 年科沃斯、添可品牌净利润率分别为 8.5%/9.0%/9.0%、14.5%/13.5%/13.5%。

2. 盈利预测

考虑到行业竞争趋缓、公司盈利改善，我们上调公司 23-25 年归母净利润分别为 20.4/23.6/27.2 亿元（较前次盈利预测分别上调 11%/12%/12%），当前股价对应 PE 估值 22/19/17 倍。

表 3：科沃斯 2023-2025 年核心指标盈利预测

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	72	131	153	177	205	236
YoY	*36%*	*81%*	*17%*	16%	16%	15%
服务机器人合计	43	68	79	84	91	99
YoY	*18%*	*59%*	*15%*	7%	8%	9%

科沃斯自主品牌	42	67	78	84	90	99
YoY	*17%*	*58%*	*16%*	7%	8%	10%
服务机器人代工	1	1	1	1	1	1
科沃斯净利润率	9.0%	11.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.0%
智能生活电器合计	28	60	73	92	113	136
YoY	*79%*	*119%*	*22%*	26%	23%	20%
添可自主品牌	13	51	69	90	112	135
YoY	*362%*	*308%*	*35%*	30%	25%	20%
智能生活电器代工	15	9	4	2	1	1
添可净利润率	13.0%	23.0%	15.0%	14.5%	13.5%	13.5%
其他业务收入	2	2	1	1	1	1
净利润	6.4	20.1	16.9	20.4	23.6	27.2
YoY	*431%*	*214%*	*-16%*	20%	16%	16%
公司净利润率	**8.8%**	**15.4%**	**11.0%**	**11.5%**	**11.5%**	**11.6%**

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

3. 估值分析

1）横向比较：我们选取偏可选消费品类小家电公司石头科技、苏泊尔、九阳股份、小熊股份、飞科电器作为可比公司。可比公司 23-25 年平均 PE 分别为 22/19/16x、23 年 PEG 平均值 1.2x，科沃斯 23-25 年 PE 分别为 22/19/17x、23 年 PEG 为 1.3x，考虑到清洁赛道空间广阔、公司洗地机+扫地机双品类龙头地位稳固，整体估值处于合理水平。**2）纵向比较：**科沃斯上市以来 PE/PB/PS 估值分位分别为 21%/35%/32%，处于历史较低分位。

表 4：家电行业主要可比公司 PE 及 PEG 估值表

公司名称	代码	最新收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PEG（倍）	估值分位（%）		
		2023/08/04	2023	2024	2025	2023	2024	2025	—	PE	PB	PS
石头科技	688169.SH	268.46	10.57	12.62	14.84	25	21	18	1.4	53	27	32
苏泊尔	002032.SZ	50.82	2.79	3.08	3.42	18	16	15	1.8	34	71	50
九阳股份	002242.SZ	15.41	0.95	1.10	1.24	16	14	13	0.8	79	39	18
小熊电器	002959.SZ	67.53	3.21	3.80	4.40	21	18	15	1.0	7	29	24
飞科电器	603868.SH	73.56	2.51	3.09	3.75	29	24	20	1.1	63	71	63
Average						**22**	**19**	**16**	**1.2**			
科沃斯	603486.SH	79.63	3.53	4.08	4.72	22	19	17	1.3	21	35	32

资料来源：WIND，光大证券研究所整理，可比公司取自 WIND 一致预期，科沃斯盈利数据为光大证券研究所预测，最新数据截至 2023 年 8 月 4 日；注释：PEG 取自 23 年一致预期 PE/23-25 年净利润复合增速；可比公司主营业务情况：1）石头科技主营产品为扫地机；2）苏泊尔、九阳股份、小熊电器主营产品为厨房小家电；3）飞科电器主营产品为个护小家电

4. 评级

22 年行业竞争激烈，公司依旧保持收入稳健增长，彰显公司经营韧性，23 年公司内部新一轮股权激励，洗地机业务处于高速增长、海外业务空间广阔。公司产品类消费电子，较耐用消费品更换周期更短，估值上更靠近扫地机公司石头科技（2023 年 25 倍 PE）、个护小家电龙头飞科电器（2023 年 29 倍 PE），考虑到公司双品牌龙头地位稳固，经济复苏背景下业绩增长和估值提升的确定性较高，我们给予公司 23 年估值 27 倍 PE，对应目标价 95.00 元，上调至“买入”评级。

4、 风险提示

经济复苏不及预期：扫地机、洗地机产品偏可选消费，居民消费意愿对品类销量影响弹性较大，若国内/海外经济复苏不及预期，需求或有所下行，对公司主营业务收入产品较大影响。

竞争态势恶化风险：行业处于渗透率较低的中早期，竞争格局尚未到终局，二线品牌及传统家电厂商的入局及扩张或带来供给端竞争加剧，造成行业整体及公司业绩承压。

新兴品类迭代风险：清洁电器机器人尚未到最终产品成熟形态，后续若出现新兴品类替代扫地机、洗地机，竞争格局或迎来较大变化。

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**13,086**	**15,325**	**17,749**	**20,541**	**23,643**
营业成本	6,359	7,415	8,496	9,795	11,332
折旧和摊销	143	187	188	226	257
税金及附加	72	89	106	123	142
销售费用	3,237	4,623	5,058	5,875	6,715
管理费用	525	645	887	1,027	1,182
研发费用	549	744	941	1,089	1,253
财务费用	75	-110	31	36	18
投资收益	12	-22	0	0	0
营业利润	**2,256**	**1,817**	**2,277**	**2,674**	**3,091**
利润总额	**2,253**	**1,827**	**2,314**	**2,677**	**3,094**
所得税	239	126	278	321	371
净利润	**2,014**	**1,700**	**2,037**	**2,356**	**2,723**
少数股东损益	3	2	1	1	1
归属母公司净利润	**2,010**	**1,698**	**2,036**	**2,355**	**2,722**
EPS(元)	**3.51**	**2.96**	**3.53**	**4.08**	**4.72**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	**1,757**	**1,727**	**1,609**	**2,387**	**2,590**
净利润	2,010	1,698	2,036	2,355	2,722
折旧摊销	143	187	188	226	257
净营运资金增加	1,797	1,079	1,468	1,068	1,339
其他	-2,193	-1,237	-2,084	-1,261	-1,728
投资活动产生现金流	**-1,211**	**-1,297**	**-1,003**	**-475**	**-350**
净资本支出	-376	-676	-900	-400	-300
长期投资变化	152	144	0	0	0
其他资产变化	-987	-765	-103	-75	-50
融资活动现金流	**1,113**	**-151**	**727**	**-1,074**	**-1,309**
股本变化	8	1	3	0	0
债务净变化	862	559	1,274	-326	-466
无息负债变化	1,703	707	278	860	844
净现金流	**1,611**	**415**	**1,333**	**838**	**930**

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	**10,720**	**13,310**	**16,382**	**18,559**	**20,835**
货币资金	3,577	3,991	5,325	6,162	7,093
交易性金融资产	839	1,450	1,450	1,450	1,450
应收账款	1,784	1,953	2,503	2,896	3,334
应收票据	0	0	177	205	236
其他应收款（合计）	68	113	176	204	235
存货	2,417	2,906	3,179	3,698	4,313
其他流动资产	184	372	433	503	580
流动资产合计	**9,066**	**11,126**	**13,582**	**15,510**	**17,694**
其他权益工具	32	35	35	35	35
长期股权投资	152	144	179	179	179
固定资产	819	933	1,167	1,277	1,329
在建工程	96	305	701	736	709
无形资产	88	158	155	152	149
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	**1,654**	**2,183**	**2,800**	**3,049**	**3,142**
总负债	**5,614**	**6,879**	**8,431**	**8,965**	**9,343**
短期借款	40	540	1,814	1,489	1,022
应付账款	2,465	3,058	3,399	3,918	4,533
应付票据	255	334	340	392	453
预收账款	0	0	532	616	709
其他流动负债	132	149	149	149	149
流动负债合计	**4,649**	**5,805**	**7,451**	**7,985**	**8,363**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	915	955	955	955	955
其他非流动负债	2	23	23	23	23
非流动负债合计	**964**	**1,074**	**980**	**980**	**980**
股东权益	**5,106**	**6,431**	**7,951**	**9,594**	**11,492**
股本	572	574	577	577	577
公积金	1,691	1,946	2,006	2,006	2,006
未分配利润	3,182	4,195	5,652	7,293	9,190
归属母公司权益	5,094	6,429	7,949	9,591	11,488
少数股东权益	12	1	2	3	4

主要指标

盈利能力（%）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	51.4%	51.6%	52.1%	52.3%	52.1%
EBITDA 率	21.1%	14.4%	14.3%	14.4%	14.4%
EBIT 率	19.9%	13.1%	13.3%	13.3%	13.3%
税前净利润率	17.2%	11.9%	13.0%	13.0%	13.1%
归母净利润率	15.4%	11.1%	11.5%	11.5%	11.5%
ROA	18.8%	12.8%	12.4%	12.7%	13.1%
ROE（摊薄）	39.5%	26.4%	25.6%	24.6%	23.7%
经营性 ROIC	44.6%	29.0%	23.2%	23.8%	24.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	52%	52%	51%	48%	45%
流动比率	1.95	1.92	1.82	1.94	2.12
速动比率	1.43	1.42	1.40	1.48	1.60
归母权益/有息债务	5.25	4.20	2.84	3.87	5.71
有形资产/有息债务	10.76	8.44	5.77	7.40	10.25

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	24.73%	30.16%	28.50%	28.60%	28.40%
管理费用率	4.01%	4.21%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	0.57%	-0.72%	0.17%	0.17%	0.08%
研发费用率	4.20%	4.86%	5.30%	5.30%	5.30%
所得税率	11%	7%	12%	12%	12%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.10	0.90	1.24	1.43	1.65
每股经营现金流	3.07	3.01	2.79	4.14	4.49
每股净资产	8.91	11.21	13.78	16.63	19.91
每股销售收入	22.88	26.72	30.77	35.61	40.99

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	22	26	22	19	17
PB	8.8	7.0	5.7	4.7	3.9
EV/EBITDA	16.4	20.7	18.2	15.5	13.4
股息率	1.4%	1.1%	1.6%	1.8%	2.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

中庚基金

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP