

家用电器

寻找中国的大金：全球化穿越周期——寻找未来十年中国消费品投资标的系列

► **大金工业百年经验复盘：**纵观日本家电发展历史，曾经的巨头东芝、松下、夏普等均黯然退场（被收购或份额下降），而大金工业成为为数不多穿越周期、逆势扩张的优质企业。1993-2023 财年期间大金工业营收规模以 9% 的复合增速扩张至 4.40 万亿日元，归母净利润以 21% 的复合增速增长至 2603 亿日元。大金工业专注于空调领域，目前 90% 以上营收来自于空调业务，且已经发展成为全球暖通空调龙头。我们认为大金跨越周期逆势向上的主要支撑系：**1) 因市制宜的全球化扩张战略。**亚太及欧洲等地区：大金出海时期空调渗透率较低+格局尚未稳定，大金通过当地生产基地及销售体系的建立，以优质产品（多联机市场引领者）获得当地消费者认可；美国市场：大金出海时美国市场已相对成熟，且美国产品结构较为特殊（与大金擅长的机型不同），大金最终选择整合本土优质标的成功切入美国市场，且跻身北美暖通市场领先地位。**2) 空调赛道优质。**大金工业选择出海时多数地区空调仍处普及初期，渗透率较低，存在充足提升空间；且技术要求较高，随着市场成熟格局趋于稳定，近年空调行业鲜有新兴品牌冒头；此外空调与全球变暖密切相关，至今仍具备成长性。**3) 坚持研发创新，优质产品奠定专业&高端形象。**海外市场在成长期时势必会吸引众多品牌出海，但大浪淘沙后产品力料将成为品牌长远发展的基石。大金工业掌握空调多项核心技术，是全球为数不多集合空调、冷媒、压缩机研发生产销售一体的企业。

► **寻找中国的大金之扫地机器人。大金经验：全球化战略节点时空调全球多数地区仍处低渗透普及期+空调赛道存在明显壁垒→目前的扫地机品类与当时的空调品类较为相似：兼具成长性与高壁垒，且中国品牌产品力全球领先→建议关注扫地机龙头石头科技与科沃斯。****1) 扫地机赛道优质兼具成长与壁垒。**海外扫地机整体渗透率较低（多数地区不超 10%）、发展空间充足；且扫地机是软件与硬件相集成的产品，数据积累、算法迭代速度等维度具备明显壁垒；**2) 国产品牌弯道超车产品力引领全球。**海外多数地区扫地机产品以非基站为主，而国内产品创新迭代周期已领先海外，率先完成从单基站到全能基站的升级，国产品牌出海有望推动海外产品结构升级优化，开启长周期增长拐点。**3) 国内扫地机龙头石头科技与科沃斯注重研发创新持续推出优质产品，有望享受全球扫地机结构升级快速成长的红利。****石头科技：**深耕海外营收贡献超五成，具备深厚技术实力与突出的产品力，“大金”属性含量最高，引领全能产品出海+海外线下渠道突破有望引领国产出海趋势；**科沃斯：**龙头基础实力强，持续加强海外市场拓展力度，强化总部人员外派、海外本地团队建设和管理工作，推动海外业务贡献提升。

► **寻找中国的大金之海尔出海。大金经验：收购本土品牌切入北美空调市场→全球大家电市场相对成熟→建议关注全球化布局完善的海尔智家。**全球大家电市场相对成熟，市场鲜少出现新晋品牌，多数企业通过兼并收购整合入场或者提升份额，海尔先后收购整合日本三洋白电业务、通用电气家电业务(GEA)、新西兰家电品牌斐雪派克(FPA)和意大利 Candy 等优质家电标的，完成多品牌、多品类、跨区域的全球化布局。海尔跨境并购整合能力突出，GEA 并表后持续缩小与惠而浦北美的规模差距。另海尔积极发挥全球研发协同优势，坚定推动全球高端创牌战略，且持续落地内部运营提效，盈利能力有望持续优化。

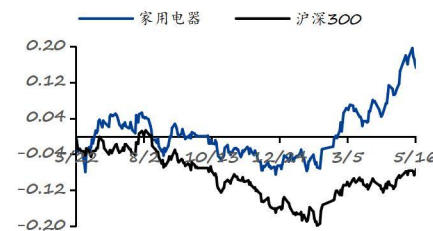
► **寻找中国的大金之空调行业。大金经验：空调品类具备与全球气候相关的特殊成长性+东南亚地区空调渗透率较低→建议关注空调龙头美的集团与格力电器。**全球空调市场仍有充足发展空间，海外尤其东南亚地区空调渗透率仍相对较低，且即使高渗透率地区空调一户多机属性仍有望向上打开成长空间。且近年来全球变暖推动节能环保空调需求日益显现，目前中国空调能效标准较为领先，节能产品出海有望引领海外产品结构的优化，看好国内空调龙头出海抢占市场份额。**美的集团：**智能家居业务海外贡献超 4 成，自主品牌培育初获成效。**格力电器：**海外营收贡献超 10%，稳步推进中东欧洲东南亚市场。

► **投资建议：**大金工业全球化穿越周期，从大金成功经验总结，建议关注赛道属性相似度高的扫地机龙头石头科技与科沃斯、全球化布局完善的海尔智家、空调龙头美的集团与格力电器。

► **风险提示：**宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，贸易摩擦加剧风险，汇率大幅波动风险，渗透率不及预期风险。

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： 谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、4月家用空调内销出货量同比+14%，关注旺季动销节奏——24W20 周观点——2024.05.19
- 2、奢侈品专题：24Q1 增速整体放缓，爱马仕业绩领跑——24W19 周观点——2024.05.13
- 3、可选消费 2023A&2024Q1 财报总结：经营质量愈发重要——2024.05.05

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



正文目录

1 大金工业百年复盘：何以穿越周期？	5
1.1 大金工业：历久弥新的百年全球空调龙头	5
1.2 攻城战略：全球化战略助力逆势增长	6
1.2.1 日本经济泡沫破灭，大金顺势开启全球化	7
1.2.2 全球化之亚太欧洲：品牌出海，完善海外生产销售布局	8
1.2.3 全球化之美国：二度折戟，整合优质标的成功切入	12
1.3 防御壁垒：坚持研发创新，优质产品引领市场	16
1.4 大金经验复盘，寻找潜在的大金	19
2 寻找中国的大金	21
2.1 扫地机-石头科技&科沃斯：最具潜力赛道，全球渗透率拐点，中国引领	21
2.1.1 国内率先完成产品升级，海外低渗透+结构优化发展可期	21
2.1.2 石头科技：打造硬核产品力，引领全能基站出海	29
2.1.3 科沃斯：扫地机+洗地机双轮驱动，持续加强海外拓展力度	34
2.2 品牌出海-海尔：整合全球优质标的，推广高端创牌战略	38
2.2.1 全球大家电市场相对成熟，鲜少出现新晋品牌	38
2.2.2 海尔：跨境并购整合能力突出，高端创牌运营提效盈利优化有望	39
2.3 空调龙头-美的&格力：赛道属性优，出海仍可为	43
2.3.1 空调一户多机属性突出，新兴市场等仍具成长性	43
2.3.2 美的&格力：欧洲东南亚空调文化相近，国内空调龙头出海仍可期	45
3 投资建议	47
4 风险提示	48

图表目录

图表 1: FY1993-2023 大金工业营收复合+9%	5
图表 2: FY1993-2023 大金归母净利润复合+21%	5
图表 3: 大金工业空调业务贡献 90% 以上营收	5
图表 4: 2022 年全球暖通空调市场大金位居第一	5
图表 5: FY2022 大金工业空调业务分地区分产品营收规模	6
图表 6: FY2002-FY2023 大金工业海外营收复合增速快于日本本土市场	6
图表 7: FY2002 日本本土市场贡献大金主要营收	7
图表 8: FY23 美国成为大金工业主要营收贡献地区	7
图表 9: 1992 年初日本经济泡沫破灭 GDP 降速	7
图表 10: 20 世纪 90 年代冰洗等品类普及率超 90%	7
图表 11: 1992/1993 年日本家用空调销量分别下滑 18% 和 13%	8
图表 12: 1992/1993 年日本商用空调销量分别下滑 17% 和 16%	8
图表 13: 广场协议后 (1985-1995 期间) 日元走强明显	8
图表 14: 大金工业在泰国的空调相关布局	9
图表 15: 大金工业 (泰国) 有限公司主要出口至亚洲及大洋洲	9
图表 16: 大金工业亚洲及大洋洲 (除日本中国) 营收及同比	9
图表 17: 大金工业在中国主要布局	10
图表 18: FY2010-FY2023 大金工业中国地区营收及同比	10
图表 19: 大金品牌领跑中国多联机市场	10
图表 20: 大金工业在欧洲陆续设立自己的销售公司	11
图表 21: FY2010-FY2023 大金工业欧洲地区营收及同比	11
图表 22: 大金工业选择全球化策略时期多数地区的家用空调渗透率较低	12
图表 23: 亚太及欧洲市场家用空调主要以分体式为主	12
图表 24: 1994 年美国家用空调渗透率亦已超过 70%	13



图表 25: 家用空调主要产品类型对比	14
图表 26: 2001 年全球空调以分体式为主 (销量占比)	14
图表 27: 2001 年美国空调市场以窗式和管路式产品为主	14
图表 28: 美国家用空调以窗式为主 (2009 年窗式销量占比 84%)	15
图表 29: 日本家用空调以分体为主 (2009 年分体销量占比 97%)	15
图表 30: 大金工业全球化并购主要事项梳理	15
图表 31: Goodman 在北美住宅空调领域优势较为突出	16
图表 32: FY2010-FY2023 大金工业美国地区营收及同比	16
图表 33: 2022 年北美暖通空调市场大金工业位居第二	16
图表 34: 大金工业在商用空调、家用空调及工业空调的主要发展	17
.....	17
图表 35: FY2014-FY2023 大金工业研发支出及同比	18
图表 36: FY2014-FY2023 研发支出占比稳中略升	18
图表 37: 大金的摆动式压缩机较转子式更具优势	18
图表 38: 大金工业推动节能型 R-32 制冷剂应用多次获得大奖	18
图表 39: 大金推出创新空调产品 Ururu Sarara 系列可无水加湿	19
图表 40: 大金商用 VRV 系列持续迭代	19
图表 41: 全球主要空调地区市场偏好及大金特色产品	20
图表 42: 全球主要空调企业收购事项梳理	20
图表 43: 2018-2023 年全球扫地机销量复合+7%	22
图表 44: 2018-2023 年全球扫地机零售额复合+13%	22
图表 45: 全球主要国家扫地机渗透率及未来销量空间测算	22
.....	22
图表 46: 扫地机性能迭代产生的效用变化与消费者购买意愿的关系	23
图表 47: 2012 年美国地面装饰材料市场份额分布	24
图表 48: 2022 年美国地面装饰材料市场份额分布	24
图表 49: 2011 年欧盟进口各类地面装饰材料比例	24
图表 50: 2018 年欧盟进口各类地面装饰材料比例	24
图表 51: 海外主要区域扫地机市场中国品牌销售额市占率 (西欧、东欧、俄语区、 发展中亚洲、发达亚洲、拉美、中东非)	25
.....	25
图表 52: 海外主要区域扫地机市场产品结构销售额份额	25
图表 53: 23M1-11 国内线上扫地机全能基站款销额占比超 73%	26
图表 54: 23 年亚马逊美国站点与德国站点扫地机	26
图表 55: 2020A-2023A 国内线上扫地机 CR5 销售额份额	26
图表 56: 国内线上扫地机销售额 TOP5 品牌	26
图表 57: iRobot 热销产品 Roomba Combo i5+ 拖地需要更换模块	27
图表 58: 23 年 iRobot 新品 Roomba Combo j9+	27
图表 59: iRobot 与国内主要品牌海外扫地机产品参数对比	27
.....	27
图表 60: 2017-2023FY iRobot 营业收入及同比	28
图表 61: 2018-2023FY iRobot Non-GAAP 利润率	28
图表 62: 2018-2023 年全球扫地机主要公司营收 (亿元)	28
图表 63: 2019-23023 全球扫地机主要公司营收同比	28
图表 64: 科沃斯品牌 (扫地机为主) 国内贡献主要收入 (2023)	29
图表 65: 石头科技境外收入占比约五成 (2023A)	29
图表 66: 2016-2023 年石头科技营业总收入及同比	29
图表 67: 2023 年石头科技境外营收占比超过 50%	29
图表 68: 石头科技研发费率领先主要可比公司	30
图表 69: 2021-2023 年石头科技与科沃斯授权专利数 (个)	30
图表 70: 2022-2023A 线上扫地机市场及主要品牌分价位销量占比	31
图表 71: 2020-2023 年线上扫地机主要品牌份额走势	31
图表 72: 线上扫地机石头品牌销额/销量同比及均价	31
图表 73: 线上扫地机科沃斯品牌销额/销量同比及均价	31
图表 74: 2024 年石头科技在海外持续丰富全能基站产品矩阵	32



.....	32
图表 75: 美亚扫地机主要品牌销售额及份额	33
图表 76: 23 年美亚石头 800 美元以上产品销额占比达 52%	33
图表 77: 美国亚马逊扫地机 best seller 榜单	33
.....	33
图表 78: 2018-2022 年科沃斯营收复合+28%	34
图表 79: 2018-2022 年科沃斯归母净利润复合+37%	34
图表 80: 2018-2022 年科沃斯品牌与添可品牌营收分别复合增长 23%和 178%	34
图表 81: 2015-2023 年科沃斯线上/线下渠道营收占比	35
图表 82: 2023 年科沃斯线下（剔除 ODM 业务）占比提升至 36%	35
图表 83: 线上扫地机市场科沃斯品牌月度销售额份额	36
图表 84: 2023 年线上洗地机品类添可品牌均价下滑 14%	36
图表 85: 24Q1 科沃斯推出性价比新品 T30 系列补位	37
图表 86: 23 年科沃斯/添可品牌海外占比超 38%	38
图表 87: 科沃斯品牌海外增长快于国内	38
图表 88: 全球主要区域大家电零售额（亿美元）	39
图表 89: 全球主要区域大家电零售额复合增速	39
图表 90: 2014 年北美大家电市场销量 TOP10 公司	39
图表 91: 2023E 北美大家电市场销量 TOP10 公司	39
图表 92: 海尔智家海外收购事项梳理	40
图表 93: 海尔智家已成长为全球大家电龙头（销量排名）	40
.....	40
图表 94: 2010-2023 年海尔智家海外营收及同比	41
图表 95: 2010-2023 年海尔智家海外营收占比	41
图表 96: 23 年美洲与欧洲贡献海尔海外主要收入	41
图表 97: 白电龙头海外自主品牌规模及占比	41
图表 98: 海尔北美收入持续缩小与惠而浦北美差距	41
图表 99: 海尔北美收入增速表现领先惠而浦北美	41
图表 100: 2023 年全球智慧家庭发明专利排行榜 TOP10	42
图表 101: 2019-2023 年海尔智家海外经营利润率	43
图表 102: 2017-2023 年白电主要龙头归母净利率	43
图表 103: 日本两人及以上家庭空调保有量及普及率	43
图表 104: 1960-2004 日本家庭白电保有量(台/百户)	43
图表 105: 空调压缩机主要公司销量份额	44
图表 106: 2017 冷年空调电机市场威灵与凯邦份额	44
图表 107: 中国现有能效标准与海外主要国家能效对比	45
图表 108: 22 年全球主要地区家空定频变频结构（销量占比）	45
图表 109: 2022 年全球家用空调需求量前十国家	45
图表 110: 2022 年部分国家家用空调渗透率	45
图表 111: 欧洲/拉美/中东非家用空调渗透率较低	46
图表 112: 东南亚多数地区家空步入渗透率快速提升	46
图表 113: 2022 年主要地区空调（家用+商用）需求量及复合增速	47
图表 114: 白电龙头海外营收及占比	47
图表 115: 美的集团与格力电器主要海外并购梳理	47
图表 116: 美的 U 型窗式空调	47

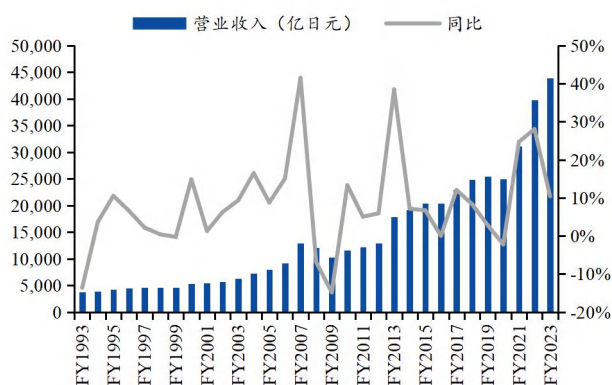


1 大金工业百年复盘：何以穿越周期？

1.1 大金工业：历久弥新的百年全球空调龙头

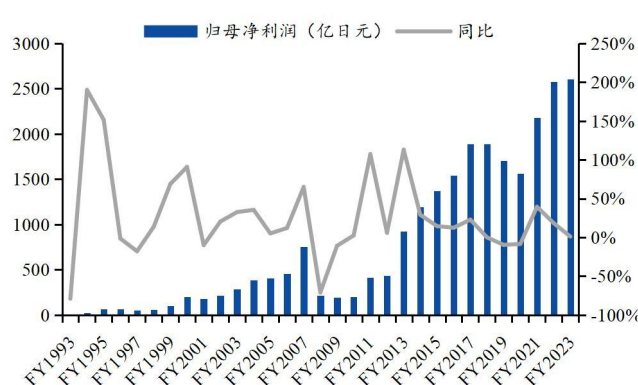
纵观日本家电发展历史，曾经的巨头东芝、松下、夏普等均黯然退场（被收购或份额下降），而大金工业成为为数不多穿越周期、逆势扩张的优质企业。大金工业创立于1924年，是集空调、冷媒、压缩机研发、生产、销售及售后服务为一体的全球知名企业。1993-2023财年期间大金工业营收规模以9%的复合增速扩张至4.40万亿日元，归母净利润以21%的复合增速增长至2603亿日元。大金工业专注于空调领域，目前90%以上营收来自于空调业务，且已经发展成为全球暖通空调龙头，根据 deallab 数据显示2022年大金工业以12.7%的销售份额引领全球空调市场。

图表 1：FY1993-2023 大金工业营收复合+9%



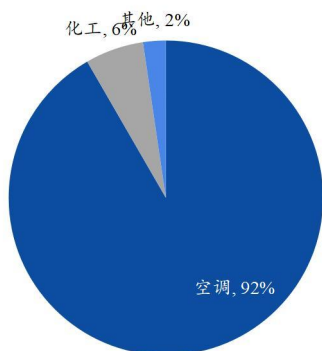
来源：公司官网，Bloomberg，华福证券研究所

图表 2：FY1993-2023 大金归母净利润复合+21%



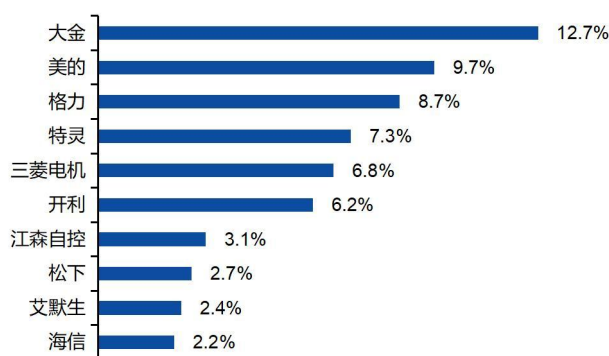
来源：公司官网，Bloomberg，华福证券研究所

图表 3：大金工业空调业务贡献 90% 以上营收



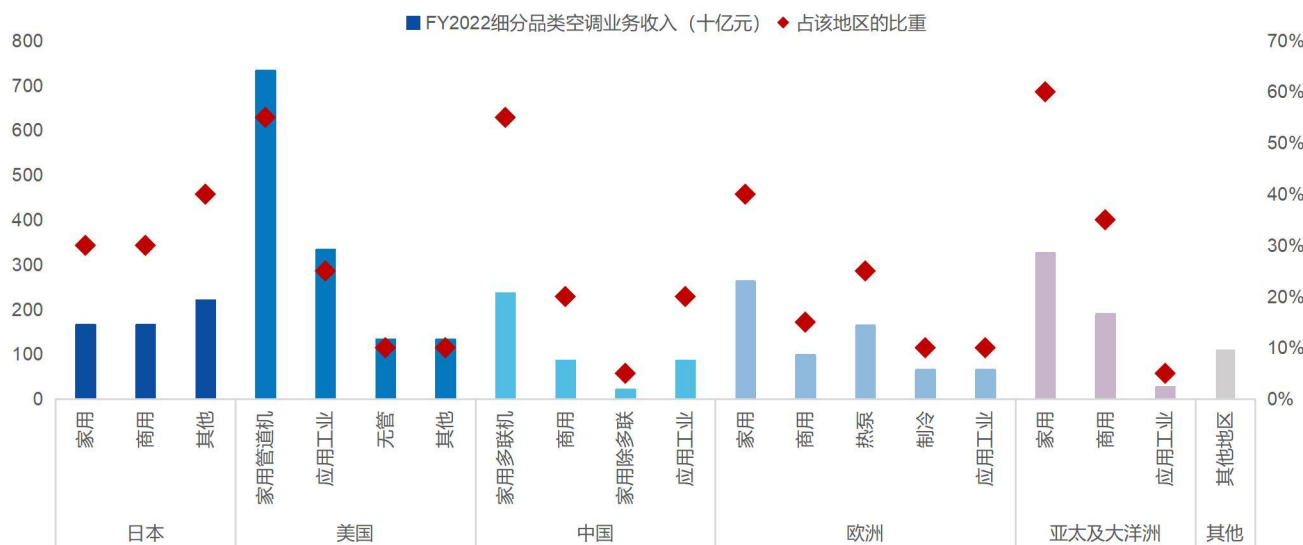
来源：公司官网，华福证券研究所；备注：FY2023 数据

图表 4：2022 年全球暖通空调市场大金位居第一



来源：deallab，华福证券研究所

图表 5: FY2022 大金工业空调业务分地区分产品营收规模



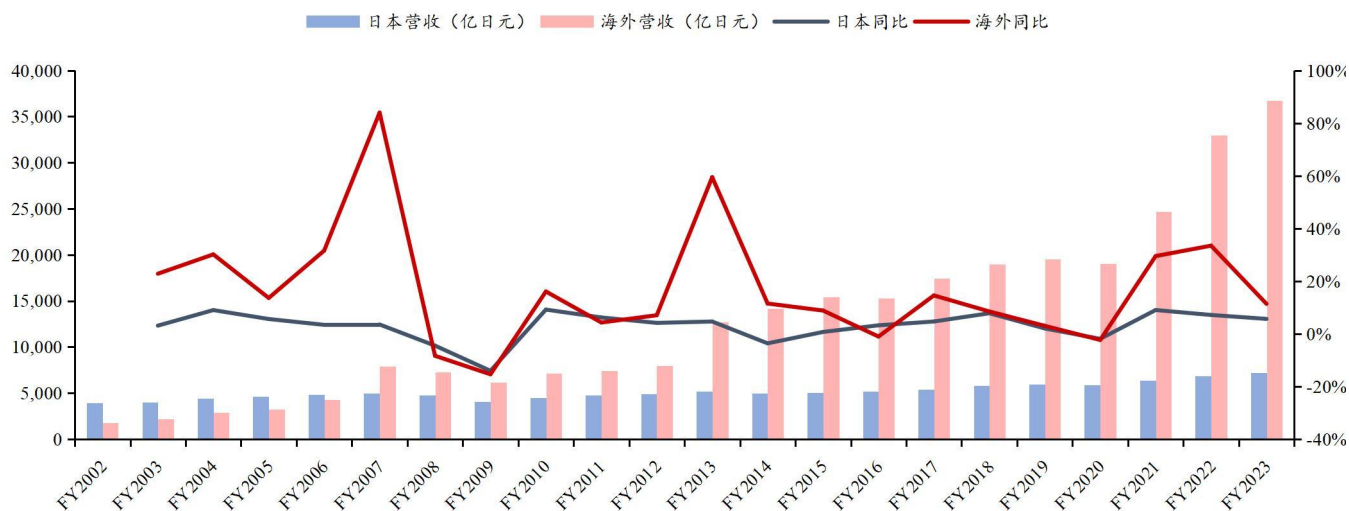
来源: 大金工业 2023 年综合报告, 华福证券研究所; 备注: 日本其他包括工业应用空调、售后及空气净化器; 美国无管式空调包括家用与商用, 其他包括空气过滤及拉美空调业务

1.2 攻城战略: 全球化战略助力逆势增长

回顾大金的发展我们认为在日本泡沫经济破灭失速的三十年内大金仍能取得靓丽表现与其坚定的全球化战略密切相关。

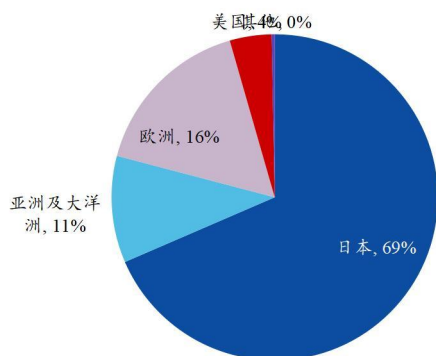
海外复合增长快于日本本土, 美国成为大金主要收入来源。2002-2023 财年大金工业营收复合增长 10%, 其中日本本土市场复合增速仅约 3%; 海外市场营收复合增长 15%, 业务占比提升至 84%。分区域来看, 目前大金工业已改变早期依赖日本本土市场的业务结构 (FY2002: 日本市场贡献 69% 的营收), FY2023 年美国市场 (占比 34%) 已成为大金工业第一大收入贡献地区, 而日本本土贡献已降至 16%。

图表 6: FY2002-FY2023 大金工业海外营收复合增速快于日本本土市场



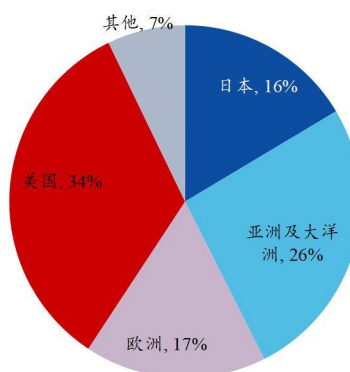
来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: FY2002 日本本土市场贡献大金主要营收



来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: FY23 美国成为大金工业主要营收贡献地区



来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

1.2.1 日本经济泡沫破灭, 大金顺势开启全球化

全球化的时点选择: 为何是 20 世纪 90 年代?

■ 内忧: 日本经济泡沫破灭, 空调需求明显下滑

繁盛过后, 日本经济泡沫破灭。1992 年日本经济泡沫破灭, 1992 年-1999 年期间日本 GDP (不变价) 平均同比增速仅约 0.24%, 且在 1994 年出现明显下滑 (-4.3%), 较繁盛时期 (1981 年-1991 年期间平均增速 4.56%) 明显降速换挡。

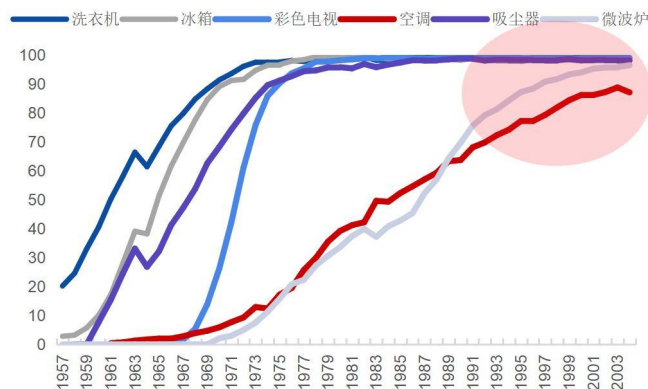
日本本土空调需求受到明显冲击, 1992 年和 1993 年家空和商空销量双降。受日本本土市场经济发展的降速换挡, 一定程度影响到当时居民消费能力及意愿。且此阶段多数家电产品已经完成普及, 1992 年冰箱、洗衣机普及率均超 98%, 家用空调普及节奏相对滞后但已达 70% 左右。叠加 1993 年的明显凉夏出现日本家用空调及商用空调需求均有明显调整, 根据 JRAIA 数据显示 1992 年-1993 年期间家用空调及商用空调销量均复合下滑 16% 左右, 其中商用空调至今未恢复至 1991 年的峰值。

图表 9: 1992 年初日本经济泡沫破灭 GDP 降速



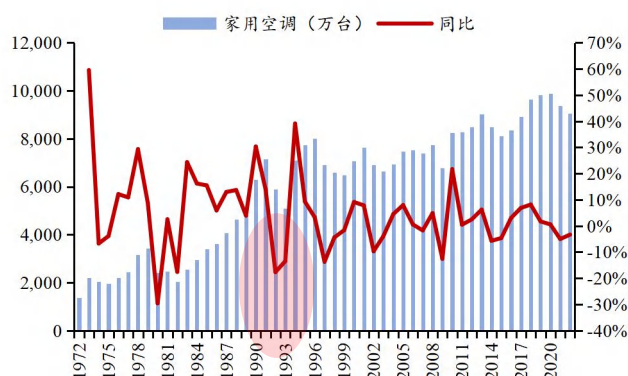
来源: wind, 华福证券研究所

图表 10: 20 世纪 90 年代冰洗等品类普及率超 90%



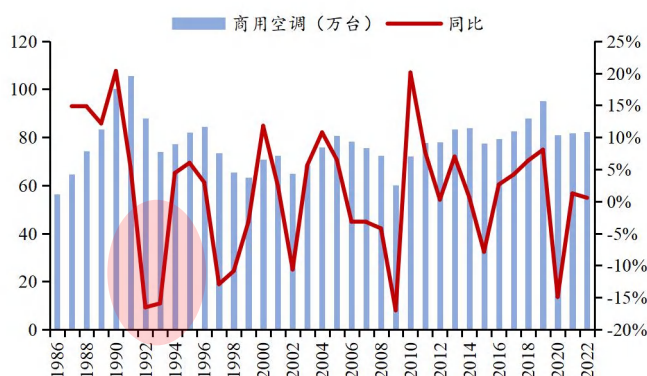
来源: 日本内阁府, 华福证券研究所

图表 11: 1992/1993 年日本家用空调销量分别下滑 18%和 13%



来源: JRAIA, 华福证券研究所

图表 12: 1992/1993 年日本商用空调销量分别下滑 17%和 16%

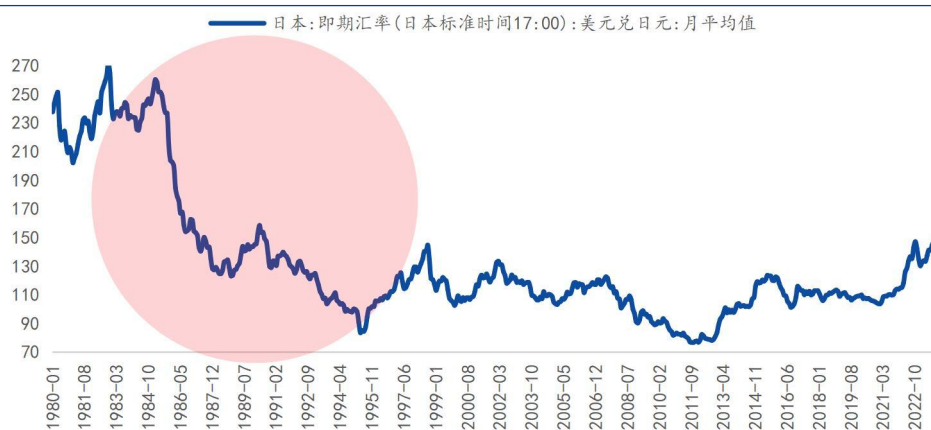


来源: JRAIA, 华福证券研究所

■ 外忧: 日元持续走强, 本土出口竞争力削弱

1985 年日本签订广场协议, 导致日元持续走强, 从 1985 年 9 月的 237 日元兑 1 美元持续升值, 至 1993 年 12 月仅 110 日元兑 1 美元。受日元持续走强影响, 日本本土市场出口产品价格竞争力有所削弱。

图表 13: 广场协议后 (1985-1995 期间) 日元走强明显



来源: wind, 华福证券研究所

1.2.2 全球化之亚太欧洲: 品牌出海, 完善海外生产销售布局

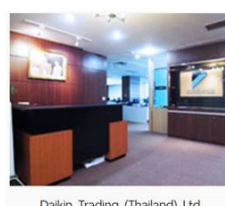
内外忧患下开启全球化布局, 品牌出海在欧洲及亚太获得消费者认可。基于日本经济泡沫破灭后消费降温叠加日元走强影响本土出口产品竞争力, 1994 年大金工业明确开启全球化战略布局, 1995 年提出“Fusion21”战略计划确定覆盖日本、中国、东南亚、欧洲、大洋洲五大市场, 通过海外生产基地及销售体系的建设在欧洲及亚太地区以自主品牌获得市场的认可。

■ 东南亚: 泰国生产基地辐射东南亚及大洋洲

为抵消日元升值的影响，大金工业加强海外生产基地建设，1990 年成立大金工业（泰国）有限公司（DIT），定位亚洲及全球的重要生产基地；1997 年设立大金贸易（泰国）有限公司（DTL）负责空调零部件的进出口，可向日本、欧洲、中国生产基地提供材料与零部件，2001 年成立大金压缩机工业有限公司（DCI）完善生产布局。

图表 14：大金工业在泰国的空调相关布局

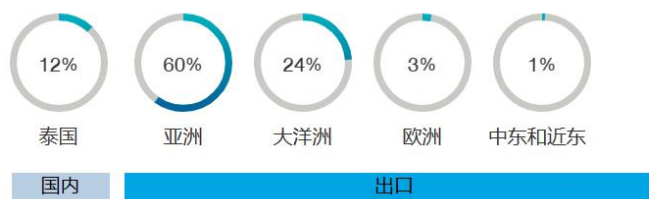
- ✓ 1982年成立暹罗大金销售 SDS，整合在泰国的生产和销售
- ✓ 1987年成立大金空调泰国 DAT，负责商用空调的生产制造
- ✓ 1990年成立大金工业泰国 DIT，定位全球生产基地
- ✓ 1997年成立大金贸易泰国 DTL，进出口空调零部件
- ✓ 2001年成立大金压缩机（DCI），生产销售压缩机



来源：大金工业官网，华福证券研究所

大金在泰国的生产基地布局可较好辐射亚洲及大洋洲地区，根据大金工业（泰国）有限公司官网显示其主要出口至亚洲（60%）及大洋洲（24%）。海外生产基地的布局推动大金可较好响应本土市场的需求，FY2010-FY2023 期间大金工业亚洲及大洋洲（除日本、中国地区）营收规模以 11%的复合增速扩张。

图表 15：大金工业（泰国）有限公司主要出口至亚洲及大洋洲



来源：大金工业（泰国）有限公司官网，华福证券研究所

图表 16：大金工业亚洲及大洋洲（除日本中国）营收及同比



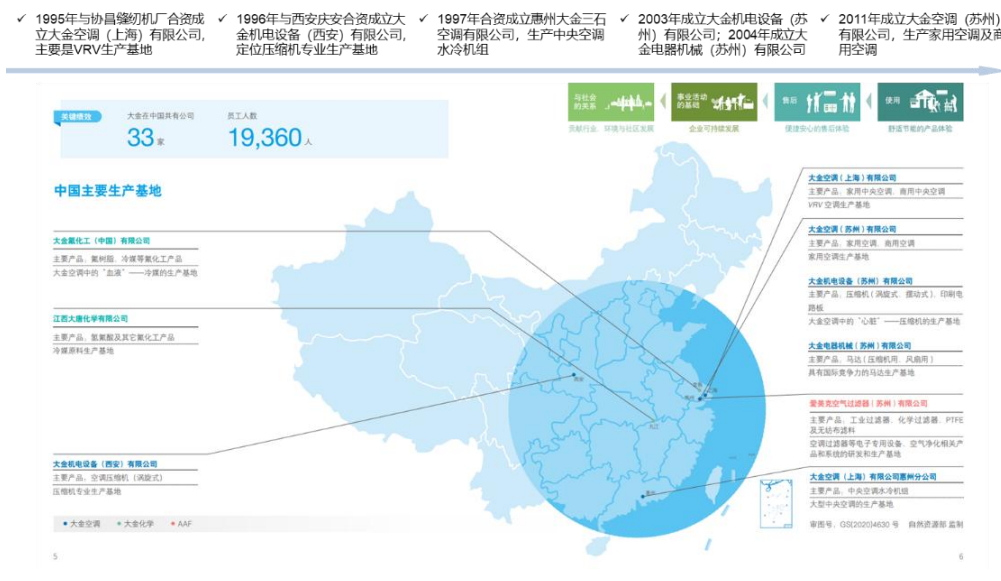
来源：大金工业公司公告，wind，华福证券研究所

■ 中国：坚定专业高端定位，持续引领多联机市场

深耕中国市场二十余年。1995 年大金工业进入中国市场，与上海协昌缝纫机厂合作建立合资公司——现名大金空调（上海）有限公司，目前上海基地已成为大金全球 VRV 空调生产基地之一。且随着大金在中国市场规模扩大，大金逐步建立起上海、苏州、惠州三家大型空调整机生产基地，也完善从制冷剂到压缩机、马达等核心的

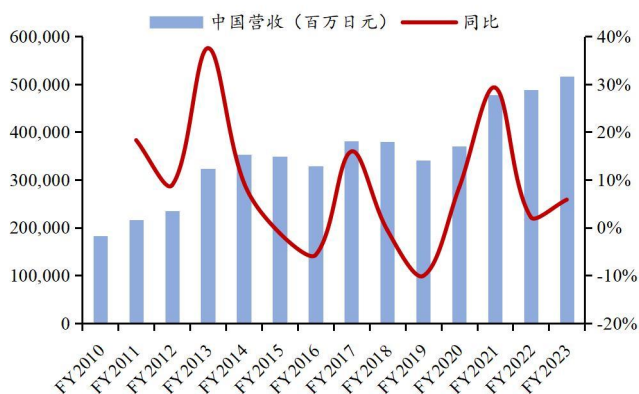
上下游产业链生产基地。

图表 17：大金工业在中国主要布局



坚持专业高端定位，持续引领多联机市场。大金工业进入中国市场后推出领先的高附加值的产品，以“空调中的奔驰”强化产品的高品质及前沿技术的应用，坚定专业化高端化的定位，避开激烈的低价竞争。大金作为 VRV 的开创者（1982 年开发日本首款商用多联分体式空调），在 1995 年进入中国市场后引进旗下先进产品，1998 年将变频家用分体机引入中国市场，2004 年开创家用中央空调文化，且持续引领中国多联机市场的发展。目前多联机仍为国内中央空调的主流品类，根据机电信息数据显示 23H1 多联机在中央空调市场占比达 51%。从格局来看，大金作为多联机的引领者，在国内中央空调的多联机市场保持领先优势，艾肯网数据显示 23H1 大金在多联机市场份额超 20%，持续领跑行业。FY2010-FY2023 期间大金工业中国地区营收规模以 8% 的复合增速扩张，占营收比重达 12%。

图表 18：FY2010-FY2023 大金工业中国地区营收及同比



来源：大金工业公司公告，wind，华福证券研究所

图表 19：大金品牌领跑中国多联机市场



■ 欧洲：收购多地区经销商，加强销售网络掌控

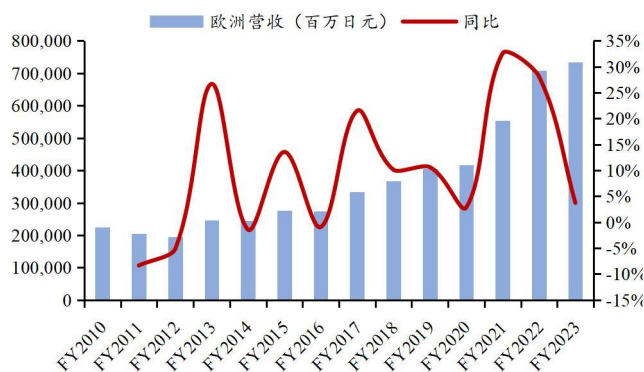
早在 1972 年大金工业在比利时建立大金欧洲（DENV），但随着 20 世纪 90 年代欧盟成立、进口限制逐步加强，大金工业将 DENV 定位为欧洲的主要生产基地。且为加快在欧洲市场的发展，大金工业改变经销模式，收购法国、德国、西班牙经销商，加强对销售网络的掌控。目前大金欧洲拥有超过 57 家合并子公司和 14 个主要制造工厂，FY2010-FY2023 期间大金工业欧洲营收规模以 10% 的复合增速扩张，23 年占比达 17%。

图表 20：大金工业在欧洲陆续设立自己的销售公司

地区	主要事项
法国	1993年成立空调销售公司DAF S.A.
德国	收购GEA happel子公司的空调销售部门，1998年成立大金空调德国(DAG)
西班牙	2000年收购在西班牙的独家经销商ACISA的股份，并成立西班牙大金空调公司（DACs）
意大利	2002年成立大金空调意大利有些公司
奥地利	成立DACE，负责中欧主要国家销售公司的管理
捷克	2003年在捷克设立空调生产基地 2004年设立空调压缩机的生产基地
英国	2003年成立空调销售公司大金空调（英国）有限公司

来源：大金工业官网，大金欧洲公司官网，公司公告，华福证券研究所

图表 21：FY2010-FY2023 大金工业欧洲地区营收及同比



来源：大金工业公司公告，wind，华福证券研究所

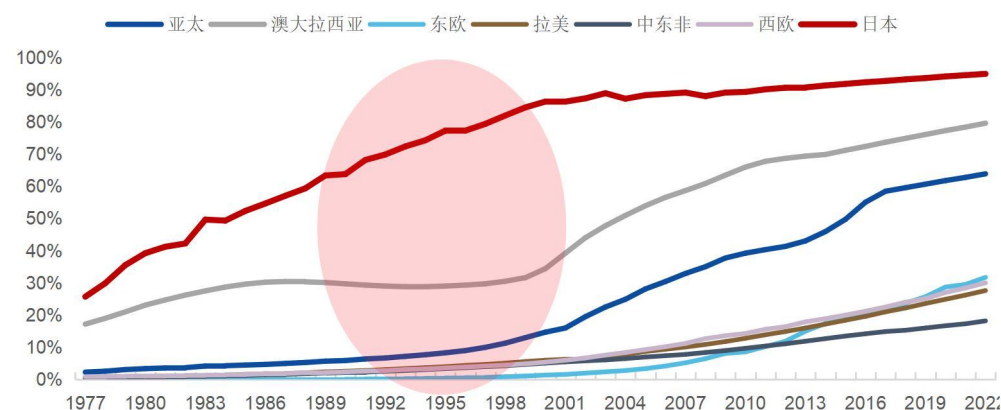
大金何以自主品牌成功切入亚太及欧洲市场？

■ 空调渗透率低，市场尚未成熟

大金工业选择全球化策略的时点较为合适，20 世纪 90 年代初期多数地区家用空调市场空调渗透率较低，欧睿国际数据显示 1994 年日本家用空调渗透率已达 74%，而亚太、澳大拉西亚、东欧、西欧、拉美、中东非的家用空调渗透率分别为 8%、29%、0%、3%、4%、3%，多数尚处于普及初期，存在较大的发展提升空间。



图表 22：大金工业选择全球化策略时期多数地区的家用空调渗透率较低

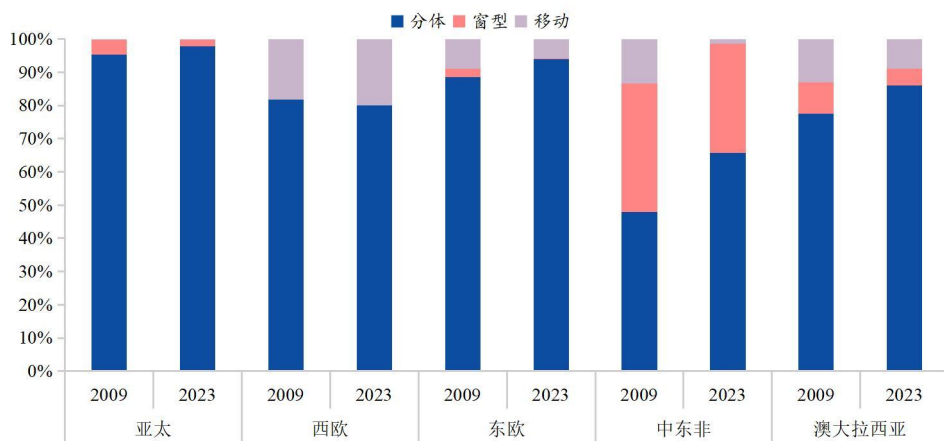


来源：Euromonitor，华福证券研究所

■ 空调文化类似，凭借优质产品持续引领

东南亚欧洲等地区空调产品偏好与日本市场较为相似，欧睿国际显示亚太和欧洲地区家用空调以分体为主，窗机、移动式空调产品占比均相对较低。亚太欧洲等地区对空调的需求与大金所擅长的分体空调产品契合度较高。欧洲地区节能标准高、消费者环保意识较强，年代久远的建筑更适合安装方便、设计灵活度高的分体无管式多联产品（而美式风管型需要大量改动建筑）；中国地区多联机为中央空调的主流机型，对专业高端定位的大金产品亦有较强需求；其他亚太地区：东南亚等地电费较贵且电力系统供应并不稳定，对节能型产品需求偏好明显。大金在分体式空调尤其是多联机领域积累深厚，且积极推动节能环保空调产品的销售，符合以上市场的主流趋势。

图表 23：亚太及欧洲市场家用空调主要以分体式为主



来源：Euromonitor，华福证券研究所；备注：欧睿口径分体式包括单分体和多联分体产品

1.2.3 全球化之美国：二度折戟，整合优质标的成功切入

在进入美国市场时，大金初期采用与拓展亚太及欧洲同样的措施——成立子公司推动自主品牌在当地的生产销售，但此策略在美国市场二度折戟，最终大金工业凭借



整合当地的优质资源成功切入美国市场，且铸就成为全球暖通空调龙头。

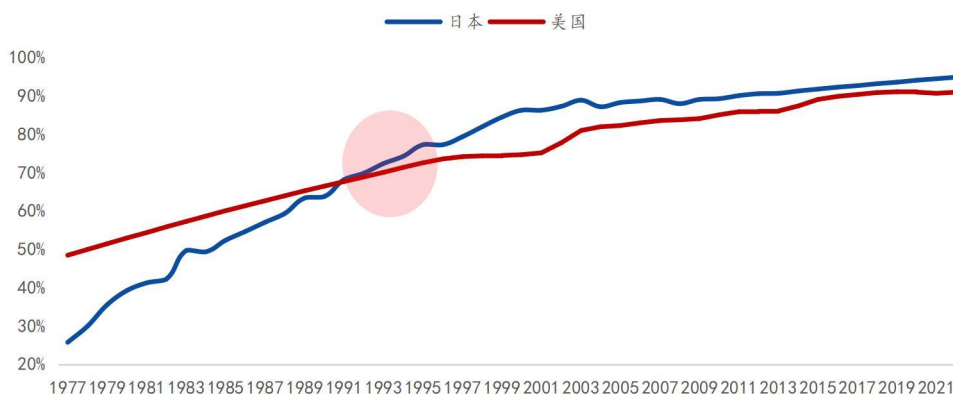
- ✓ **第一次尝试：未谨慎选择合作伙伴导致诉讼离场。**1981 年大金工业与开利前雇员 Omar Basar 创立大金迈阿密有限公司（DMI），其中大金持股 30%。但在经营过程中 DMI 多次延迟支付款项、提出援助要求，且拒绝透露财务事项，最终以大金提出诉讼收场。1988 年大金退出美国市场。
- ✓ **第二次布局：产品策略失误及开发超时导致二次尝试失败。**1998 年大金与美国热交换器制造商 Modine 合资建立大金制造公司（DMI），计划销售集合供暖和制冷的屋顶式空调，但由于产品开发超时，销售延迟。且初期产品策略侧重小型高端产品，并未获得市场青睐，而重新开发产品和建设销售网络需要大量投资和时间，基于潜力评估，2000 年大金解散合资公司、再次退出美国市场。

为何大金自主品牌出海在美国市场会折戟？

■ 美国：空调历史更为悠久，市场已相对成熟

美国空调发展历史更为悠久，1902 年威利斯·开利博士成功开发世界上第一套现代空调系统，时间领先于大金工业。美国市场空调品类普及早于日本，欧睿数据显示 1977 年美国家用空调渗透率已达 48%，超过当时日本市场的渗透率（26%）。在大金工业选择加强海外的 20 世纪 90 年初，美国空调市场已处于相对成熟期，1994 年美国空调渗透率超 70%，明显领先于大金拓展成功的欧洲、亚太等地区。

图表 24：1994 年美国家用空调渗透率亦已超过 70%



来源：Euromonitor，华福证券研究所

■ 美国：产品偏好不同，窗机、管路式产品为主

美国空调市场产品结构较为特殊，全球热销的分体式产品在美国市场需求较弱，而窗式空调占据主导地位。与分体式相比，窗式空调价格相对较低、且安装拆卸方便（可自行拆装、无需人工成本）。根据《电器制造商》的全球及美国空调市场情况

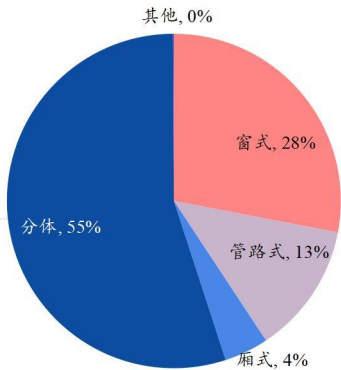
综述显示 2001 年美国空调市场窗式和管路式产品占比超八成。

图表 25：家用空调主要产品类型对比

整体式		分体式
窗式空调	移动式空调	分体式空调
		
• 可以安装在窗口上的小型空调器。 • 结构紧凑、体积小、成本较低、价格便宜、安装方便、运行可靠 • 影响室内采光，有碍美观，噪音较大 • 受体积小限制，能效普遍低于分体式空调	• 机身配有电源插头，机壳底座安装四个脚轮，可以随意移动的小型空调器。 • 无需安装，不破坏室内装饰，可随心移动，小功率省电 • 制冷范围较小，噪音较大，普遍无制热 • 受体积小限制，能效普遍低于分体式空调	• 分为室内机与室外机，中间由制冷剂管路和电线连接而构成的空调器。 • 外形美观、占地小、室内噪声低、安装位置灵活、功能齐全、自动化控制 • 需专业安装，有安装费 • 相对整体式空调能效更高

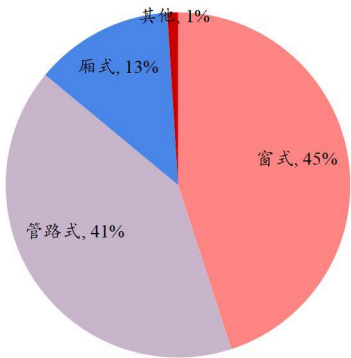
来源：产业在线，华福证券研究所

图表 26：2001 年全球空调以分体式为主(销量占比)



来源：援引《电器制造商》2002 年 4 月第四期《全球及美国空调市场情况综述》，华福证券研究所

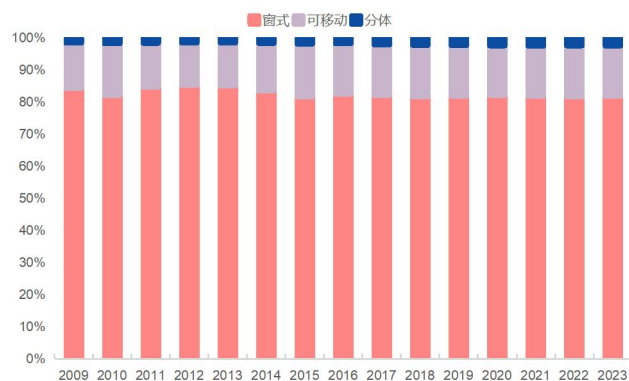
图表 27：2001 年美国空调市场以窗式和管路式产品为主



来源：援引《电器制造商》2002 年 4 月第四期《全球及美国空调市场情况综述》，华福证券研究

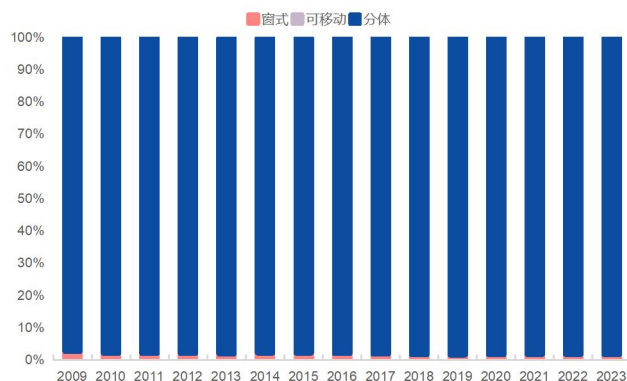
家用市场来看，美国窗机占八成，日本分体占九成。美国消费者在家用空调选择方面偏好功能单一、价格低廉、安装方便的窗机，根据欧睿国际数据显示 2009 年美国家用空调销量 760 万台，其中窗式空调销量占比高达 84%，而日本市场畅销的分体式占比仅约 2%。与美国市场产品结构不同，日本家用空调 97%以上均为分体式空调。

图表 28：美国家用空调以窗式为主（2009 年窗式销量占比 84%）



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 29：日本家用空调以分体为主（2009 年分体销量占比 97%）



来源：Euromonitor，华福证券研究所

第三次进军：收购本土优质标的，成功进入美国市场。尽管先前在美国二次尝试均以失败告终，但美国地区仍为全球空调重要市场，2005 年大金工业瞄准麦克维尔的技术与市场份额，于 2006 年成功收购马来西亚奥维尔 OYL 集团，获得集团旗下麦克维尔的商用空调业务（在中央空调水系统领域优势突出），以此成功进入美国市场。对 OYL 的收购帮助大金工业进一步巩固空调业务的优势地位，完善市场（成功进入美国市场）与技术（借助麦克维尔切入央空水机领域）等多维度的布局。

图表 30：大金工业全球化并购主要事项梳理

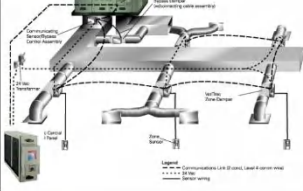
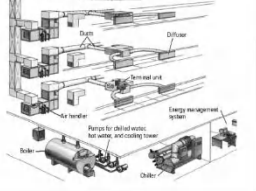


来源：大金工业微信公众号，华福证券研究所

12 年收购 Goodman，切入北美住宅空调市场。大金在家用分体（单体及多联分体）、轻商型多联产品领域积累深厚优势突出，2006 年收购 OYL 集团后将麦克维尔（北美水机领先品牌）纳入麾下，补齐工业大型商用领域的覆盖。另 2012 年大金工业收购美国住宅空调龙头 Goodman 集团（2011 年 Goodman 在北美住宅空调市占率超 25% 位居市场第一），补齐在北美住宅管道式空调产品布局。

图表 31: Goodman 在北美住宅空调领域优势较为突出

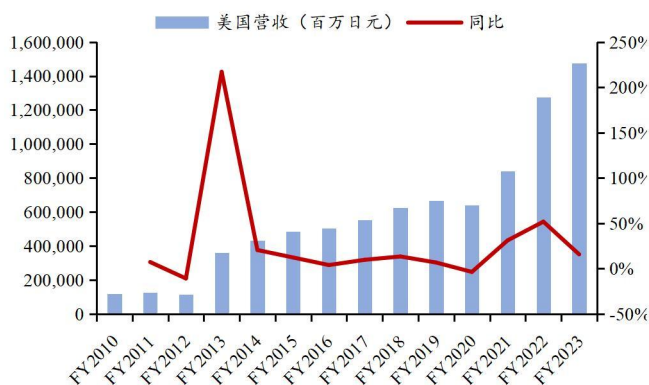
Words in red indicate Goodman's product

Market	Residential	Light commercial	Applied
Applicati on	Mainly residential homes (average 400m ² , AC for entire house)	Mid-size buildings of up to 3 stories (accounting for 80% of office space in N. America)	Large and high-rise buildings (urban areas, corporations, factories)
Product image	Residential ducted unitary, VRV-S, RA/QA 	Rooftop, VRV 	Centrifugal chillers, chillers, air handling units 

来源：大金工业公司公告，华福证券研究所；备注：此处住宅空调不包括窗式产品

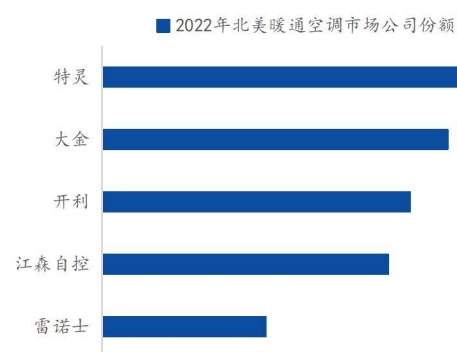
美国市场营收明显扩张，跻身北美暖通领先地位。大金工业通过收购奥维尔集团和美国 Goodman 集团等，获得麦克维尔、Goodman、Amana 等品牌，其中麦克维尔在北美大型商用水机领域具备一席之地，Goodman 则是美国单元式空调领跑者。受益于优质标的整合，大金工业美国市场营收保持快速扩张，FY2010-FY2023 期间复合增长 21%，占营收比重提升至 34%，已成为大金工业第一大贡献地区。目前大金工业在北美暖通空调市场亦保持优势地位，根据 deallab 数据显示 2022 年大金工业以 17.5% 的销额份额位居北美暖通市场第二。

图表 32: FY2010-FY2023 大金工业美国地区营收及同比



来源：大金工业公司公告，wind，华福证券研究所

图表 33: 2022 年北美暖通空调市场大金工业位居第二



来源：deallab，华福证券研究所

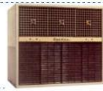
1.3 防御壁垒：坚持研发创新，优质产品引领市场

海外需求的快速扩张势必吸引众多品牌出海布局，但大浪淘沙始见金——产品力将是支撑品牌长远发展的重要基础。我们认为大金工业的全球化扩张顺利获效与其持续创新优质产品密切相关。

大金持续引领多联机市场，且致力推动产品节能环保化。大金在多联机领域积累深厚，早在 1973 年成功开发出家用的分体式空调产品（将多个室内机连接到一个室外

机，可满足多个房间的空调需求）；且于 1982 年推出日本首款商用分体式多联机产品，与当时的中央空调系统相比，大金的多联产品可以实现独立控制单个房间的空气调节，操作更为便捷节能，运行成本更低。大金持续推动节能环保产品销售，1984 年推出首款变频空调且加强普及变频技术，2004 年在中国市场实现家用分体空调全变频，加速推动当地空调变频化；另大金持续加强环保型冷媒的应用，推出世界首台使用 R-32 制冷剂（更环保）的家用空调。

图表 34：大金工业在商用空调、家用空调及工业空调的主要发展

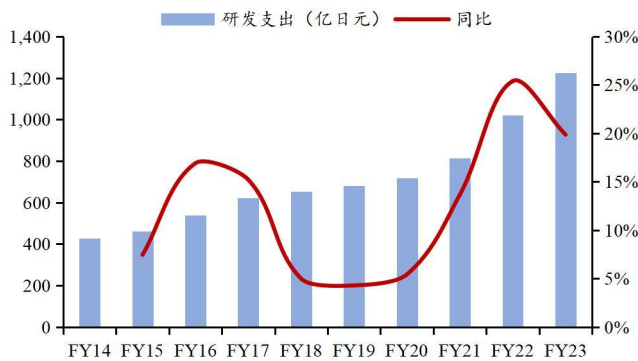
	商用空调	家用空调	工业空调
1951年	推出日本首台成套空调 		
1958年		推出窗式空调产品 	
1966年			生产离心式冷水机组
1973年		开发分体式空调产品 	
1978年	商店与小型办公室的SkyAir空调上市 		
1982年	日本首款商用多分体式VRV空调上市 		
1984年		大金首款变频空调上市	
1985年		带热水多分体式空调上市	
1994年	低温空调Freeze Multi上市		
1996年	冰蓄热VRV多分体式空调上市		
1998年	SkyAir Super Inverter 60上市 	空调采用制冷剂R-410A	
1999年		首创加湿功能分体空调产品Ururu Sarara 	
2000年	“超级变频器ZEAS”		
2003年	Ve-up Q多分体式空调满足办公楼翻新需求 		
2006年			收购全球主要空调制造商OYL集团
2012年		收购美国住宅空调Goodman集团 Urusara 7使用R-32制冷剂	
2013年	FIVE STAR ZEAS空调使用R-32制冷剂		
2015年	成立技术与创新中心，加强与不同行业和领域拥有独特技术的公司、大学和研究机构合作		

来源：大金工业官网，华福证券研究所

大金工业持续加强研发，掌握多种核心技术。大金注重技术与产品创新，持续加强研发投入，FY2023 大金工业研发支出约 1225 亿日元，同比增长 20%，费率比重稳中有升，从 FY2014 的 2.24%提升至 FY2023 的 2.79%。大金是为数不多集空调、冷媒、压缩机的研发、生产、销售的企业，经过多年积累掌握压缩机、变频、多联控

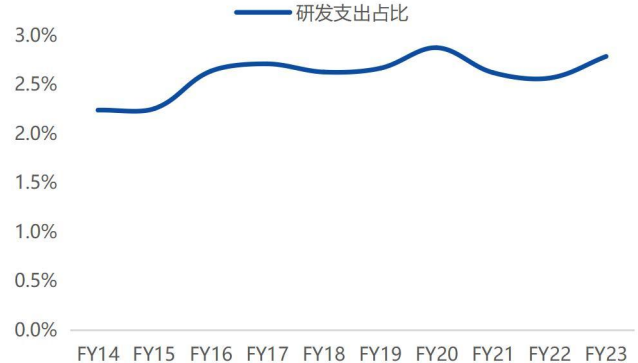
制、冷媒控制等在内的多项核心技术。

图表 35: FY2014-FY2023 大金工业研发支出及同比



来源：大金工业公司公告，华福证券研究所

图表 36: FY2014-FY2023 研发支出占比稳中略升



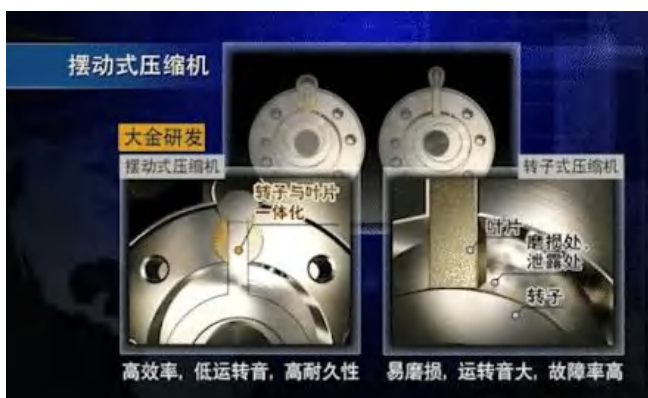
来源：大金工业公司公告，华福证券研究所

压缩机：创新推出摇摆式压缩机。压缩机素有空调的心脏之称，是空调的核心零部件，对空调的制冷制热能力起到重要作用。大金自主研发的摆动式压缩机创新采用了转子与叶片的一体化设计，有效避免转子和叶片之间的磨损，降低冷媒泄露风险、提高压缩机的运营效率，实现高效率、低噪音、高耐久性。

电机：空调电机主要包括压缩机电机及风扇电机，其中压缩机电机：1996 年量产高效率的磁阻直流电机，其可实现小型化与高效率，同时减少振动与噪音，提高压缩机的运营效率与耐久性；风扇电机：大金自主研发生产的 ODM 磁悬浮式直流电机，可实现高效节能。

冷媒：大金工业从氟化学业务起家，是全球为数不多从制冷剂到空调整机的空调企业。大金持续致力推动节能环保产品的销售，在制冷剂上亦持续寻找更为环保的产品，与目前广泛使用的 R-22 和 R-410a 制冷剂相比，R-32 的全球变暖潜能（GWP）仅约前两者的 1/3。2012 年开始大金推动旗下空调产品使用更环保的 R-32 制冷剂，且获得日本制造大奖。

图表 37: 大金的摆动式压缩机较转子式更具优势



来源：大金空调中国微信公众号，华福证券研究所

图表 38: 大金工业推动节能型 R-32 制冷剂应用多次获得大奖

Year	Award Description
2014	"Director General Prize of Agency of Natural Resources and Energy in Japan" for the FIVE STAR ZEAS Series
2015	"Minister's Prize, The Ministry of Economy, Trade and Industry" for "Promotion of energy conservation through worldwide expansion of high efficiency HFC32 air conditioners" Recognized by the U.S. government as a company contributing to the protection of the environment
2016	"Minister of the Environment's 2016 Commendation for Global Warming Prevention Activity" for "Reduction of greenhouse gases by promotion of HFC32 air conditioners"

来源：大金工业官网，华福证券研究所

持续推出优质创新产品，引领市场发展。大金工业在产品上持续创新，**家用产品**：1999 年推出世界首款具备加湿功能的分体式空调 Ururu Sarara 产品，可以在不供水的情况下，从室外吸收水分提高室内湿度，此款产品是大金集合自身优势技术推出的革命性产品，凭借突出的产品性能获得市场青睐，至此 U 系列成为大金家用的热销产品系列；**商用产品**：VRV 系列产品持续迭代，推出大空间系列、热回收 R 系列、寒冷地 H 系列等产品，其中新推 VRV X10 系列具备更强节能性及耐环境的实力。

图表 39：大金推出创新空调产品 Ururu Sarara 系列可无水加湿



来源：大金工业日本官网，华福证券研究所

图表 40：大金商用 VRV 系列持续迭代



来源：大金空调官网，华福证券研究所

1.4 大金经验复盘，寻找潜在的大金

经验 1：全球化时点选择，不同市场因地制宜

复盘大金工业的出海策略：时点选择较为合适，当时海外多数地区空调市场仍处于发展初期，渗透率较低；且空调品类在当时具备成为刚需大单品的潜力，增长空间和确定性较高。

- ✓ **亚太及欧洲等**：空调渗透率较低普遍不超过 10%，发展初期格局尚未稳定，大金通过当地生产基地及销售体系的建立，以优质的产品（多联机市场引领者）获得当地消费者认可；
- ✓ **美国市场**：大金出海时点美国空调市场已相对成熟，行业格局亦趋于稳定，且美国产品结构较为特殊（与大金擅长的机型不同），大金最终通过整合本土优质标的成功切入美国市场，且跻身北美暖通市场领先地位。

图表 41：全球主要空调地区市场偏好及大金特色产品

地区	市场特征	特色产品
日本	✓ 建筑物的密封性 ✓ 对节能能力和舒适性的重视 ✓ 通过使用制冷剂的独立无风管空调实现按需制热和制冷的标准化	商用建筑分体式多联空调(VRV) 家用空调Ururu Sarara：具有空气加湿功能
欧洲	✓ 节能标准高，环保意识 ✓ 对设计的重视 ✓ 地板供暖特别流行，用户认为直接接触气流使令人不适 ✓ 标准化的无管空调可用于现有建筑改造	大金Altherma热泵（空气-水型） 大金 Emura 3热泵（空气-空气）
中国	✓ 1990年以来空调迅速普及 ✓ 偏好嵌入式和高端产品 ✓ 易改装无管空调的流行	智能VRV 家用中央空调多联机系统
美国	✓ 空调的发源地 ✓ 偏好对建筑物内的地板和房间进行集中加热和冷却 ✓ 通过无管空调在家用和商用领域实现24小时温度控制的标准化	家用住宅式单元管道机 大金中央空调
亚洲	✓ 仅对制冷功能有较高需求 ✓ 高电价和不稳定的电力供应	变频制冷 适合于高温环境的空调产品

来源：大金工业 2023 年综合报告，华福证券研究所

经验 2：专注空调品类，兼具成长与壁垒

空调品类具备特殊成长性：一方面，日本市场经验显示空间一户多机属性明显，日本市场空调渗透率达 80%以上后其保有量仍在持续提升；另一方面，空调是为数不多的与全球气候变化相关的品类，这意味着哪怕保有量接近 100%，仍有持续迭代优化升级的空间，随着气候变暖，全球居民对具备更好性能+更环保的空调需求持续提升，推动技术持续更新迭代，新增需求和更新需求持续提升。

空调存在明显进入壁垒，且核心壁垒环节可掌握在自己手中：技术要求较高，龙头纵向布局核心零部件，且随着市场成熟格局趋于稳定，近年空调行业鲜有新兴品牌冒头，更多以兼并收购整合资源。

图表 42：全球主要空调企业收购事项梳理

时间	事件
1979年	联合技术公司收购开利
2006年	大金工业收购OYL集团（获得旗下麦克维尔品牌）
2007年	英格索兰收购特灵公司
2011年	美的集团收购开利拉美空调业务
2011年	大金工业收购土耳其AIRFEL
2012年	大金工业收购goodman集团
2014年	江森自控建筑用空气通风产品制造商ADT
2015年	三菱电机收购意大利中央空调龙头DeLclima
2015年	江森自控与日立成立合资公司江森自控-日立空调
2016年	江森自控收购泰科
2018年	三菱电机与英格索兰成立合资公司——三菱电机特灵暖通空调公司
2018年	联合技术公司分拆开利
2020年	英格索兰分拆特灵科技
2022年	开利完成对东芝开利的股权收购
2022年	特灵科技收购德国爱科空气技术AL-KO
2023年	开利拟收购德国菲斯曼气候解决方案板块

来源：deallab，大金工业官网，制冷快报，开利官网，日立在中国官网，华福证券研究所

**经验 3：坚持研发创新，优质产品奠定专业&高端形象和壁垒**

海外市场在成长期时势必会吸引众多品牌出海，但大浪淘沙后产品力料将成为品牌长远发展的基石。大金工业是全球为数不多集合空调、冷媒、压缩机研发生产销售一体的企业，掌握多项核心技术，开发日本首款商用分体多联机产品、首创全球首款具备加湿功能的家用分体式产品 Ururu Sarara。且全球变暖趋势下持续对空调产品提出节能环保的需求，大金持续推动各地区空调节能标准的升级，凭借优质的产品支撑强化大金专业与高端定位，持续引领行业发展。

从大金的成功中总结以上逻辑经验，按图索骥寻找国内潜在的大金：

- ✓ 大金经验：全球化战略节点时空调全球多数地区仍处低渗透普及期+空调赛道存在明显壁垒→目前的扫地机品类与当时的空调品类较为相似：兼具成长性与高壁垒，且中国品牌产品力全球领先→**扫地机龙头石头科技与科沃斯**；
- ✓ 大金经验：收购本土品牌切入北美空调市场→全球白电市场相对成熟→**全球化布局完善的海尔智家**；
- ✓ 大金经验：空调品类具备与全球气候相关的特殊成长性+东南亚地区空调渗透率较低→**空调龙头美的集团与格力电器**。

2 寻找中国的大金

2.1 扫地机-石头科技&科沃斯：最具潜力赛道，全球渗透率拐点，中国引领
大金经验：全球化战略节点时空调全球多数地区仍处低渗透普及期+空调赛道存在明显壁垒→目前的扫地机品类与当时的空调品类较为相似：兼具成长性与高壁垒，且中国品牌产品力全球领先→扫地机龙头石头科技与科沃斯。

2.1.1 国内率先完成产品升级，海外低渗透+结构优化发展可期

海外扫地机：整体渗透率较低、空间充足且近年产品结构向自集尘、自清洁等复合基站升级，有望开启长周期增长拐点，国产品牌技术领先出海正当时。

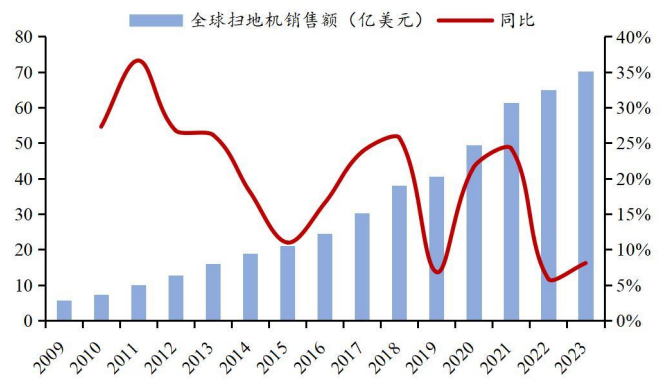
扫地机：品类全球规模持续扩容，中国市场占比约三成。扫地机可解放双手、智能属性突出，已逐步成为清洁电器的重要品类，欧睿数据显示 2009 年-2022 年期间扫地机零售额预计以 20%的复合增速扩张。2022 年全球扫地机销量约 1562 万台，销售额约 65 亿美元，其中中国市场销量 450 万台，约占全球市场的 29%，销额约 20 亿美元，亦占全球市场约 30%。

图表 43：2018-2023 年全球扫地机销量复合+7%



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 44：2018-2023 年全球扫地机零售额复合+13%



来源：Euromonitor，华福证券研究所

扫地机渗透率较低，海外仍有充足空间。不同于其他多数家电品类，扫地机的海外市场并没有明显的先发优势，无论是从供给还是需求角度，全球扫地机均处于发展早期阶段，渗透率较低。欧睿数据显示 2022 年扫地机销量前五分别是中国、美国、西班牙、德国和日本，合计占全球 70% 以上，但多数地区扫地机渗透率仍处相对低位。若假设扫地机更新换代周期约五年，以 2022 年各主要国家城镇家庭数为基数，测算得到目前美国市场扫地机渗透率约 17%（iRobot 公告显示 2020 年美国扫地机渗透率约 15%，与我们的测算水平较为接近），西班牙约 24%，其余多数地区渗透率均不超过 10%。

若以 iRobot 公告披露的潜在市场的渗透率 30% 作为稳态渗透率来匡算空间，美国扫地机市场稳态年销量是目前销量的 1.5 倍，德国市场则达 2.5 倍，英国法国则在 3 倍及以上，我们预计未来全球扫地机销量仍有充足增长空间。并且我们认为，随着扫地机功能不断完善，稳态渗透率有望突破 30%，成为更刚需的品类。

图表 45：全球主要国家扫地机渗透率及未来销量空间测算

	2022年扫地机销量 (万台)	2018-2022复合增速	城镇家庭数 (万家)	扫地机渗透率测算	未来可达销量 (万台)
中国	450	-3%	34,228	7%	2,054
美国	437	15%	10,630	17%	638
西班牙	82	11%	1,497	24%	90
德国	81	5%	3,357	11%	201
日本	69	4%	5,234	6%	314
法国	50	22%	2,468	8%	148
韩国	37	10%	1,783	8%	107
意大利	28	11%	1,897	6%	114
英国	28	19%	2,391	4%	143
澳大利亚	27	22%	869	10%	52
波兰	26	39%	943	10%	57
俄罗斯	17	64%	5,252	1%	315
克罗地亚	17	29%	372	17%	22
泰国	16	11%	1,470	5%	88
荷兰	15	19%	761	7%	46
罗马尼亚	11	63%	399	9%	24
加拿大	11	8%	1,251	4%	75
智利	10	53%	551	7%	33
挪威	10	11%	216	23%	13

来源：Euromonitor，华福研究所测算；备注：以上地区合计销量约 1422 万台，占全球销量比重约 91%

备注：核心假设：①更新换代周期：扫地机更新周期约 5 年；②渗透率基数：2022 年城镇家庭数；③渗透率空间：保守假设稳态渗透率为 30%。

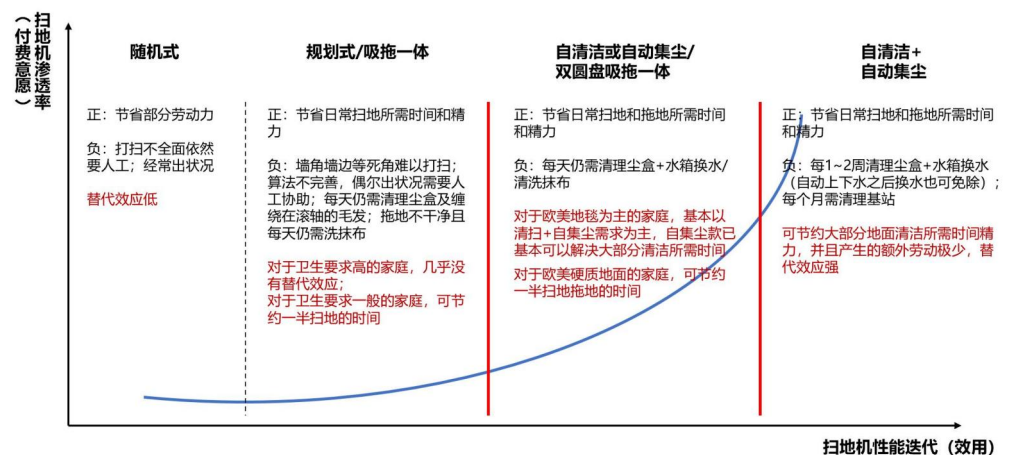
“好用产品”基站款出现，或将引领全球扫地机进入放量拐点

扫地机具备成为刚需大单品的潜力，但在全球各地区的渗透率都提升进展缓慢，成为很多人质疑其成长空间和刚需潜力的关键因素。我们在探究扫地机为什么不放量中分析过，其成为刚需品的关键要素在于“足够好用、足够解决痛点”，20世纪早期洗衣机突破5%左右渗透率也是基于多次迭代后出现了“足够好用”的产品（美国的搅拌式洗衣机，欧洲的滚筒洗衣机，日本的波轮洗衣机），而在此前渗透率也经历了漫长的横盘过程。而我们认为，近几年出现的“基站款”扫地机则具备“足够好用、足够解决痛点”的能力，有望带动全球扫地机行业迈过渗透率提升的拐点。

随着近年来硬质地面材质占比提升对全能基站产品的接受度亦明显打开。回顾国内扫地机产品已完成从随机式→规划式/吸拖一体→单基站（自集尘或自清洁）→全能基站（自清洁+自集尘）的升级，对于国内消费者而言拖地是较为刚性的需求，此前的随机式（效果差、难以替代人工）、规划式（仍需伺候扫地机，未解放双手）、单基站（仍需清理尘盒或清洗拖布）均仍需消费者手动参与清洁环节，而全能基站产品的出现则推动国内扫地机进入到好用的状态，达到放量所需的“足够好用”的临界点。

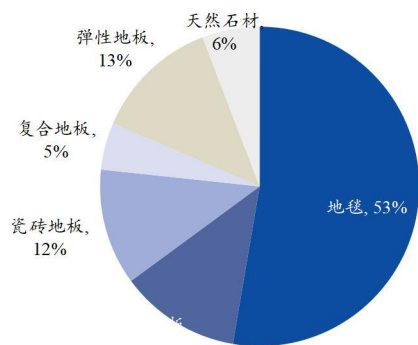
而欧美市场地面装饰材质更为丰富：对欧美地毯为主的家居而言自动集尘产品已可基本解决大部分清洁所需时间；而对欧美硬质地面装饰材料为主的家居而言，拖地亦是较为重要的需求，对全能基站扫地机产品接受度较高。整体而言，自动集尘可满足多数家庭的清洁需求达到足够好用状态，但随着近年欧美地区硬质地面材质占比提升，叠加扫地机拖布抬起/地毯识别功能的推出，全能款产品的需求亦有望迎来释放。

图表 46：扫地机性能迭代产生的效用变化与消费者购买意愿的关系



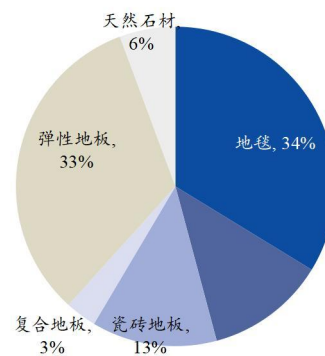
来源：华福证券研究所总结

图表 47：2012 年美国地面装饰材料市场份额分布



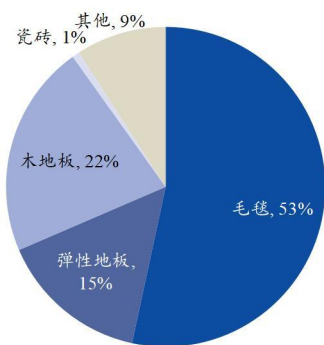
来源：Floor Covering Weekly，华福证券研究所

图表 48：2022 年美国地面装饰材料市场份额分布



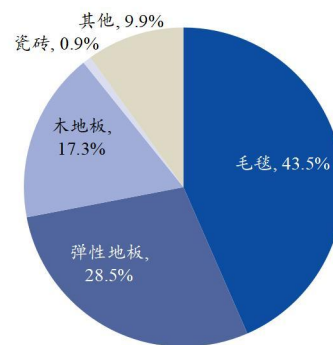
来源：Floor Covering Weekly，华福证券研究所

图表 49：2011 年欧盟进口各类地面装饰材料比例



来源：海象新材招股说明书，Eurostat，华福证券研究所

图表 50：2018 年欧盟进口各类地面装饰材料比例



来源：海象新材招股说明书，Eurostat，华福证券研究所

国产品牌率先在国内完成产品升级，产品创新迭代周期领先海外。不同于其他多数家电品类海外品牌引领、中国企业跟随，扫地机品类发展仅约 30 余年，中国品牌发展起点与海外差距并不大：

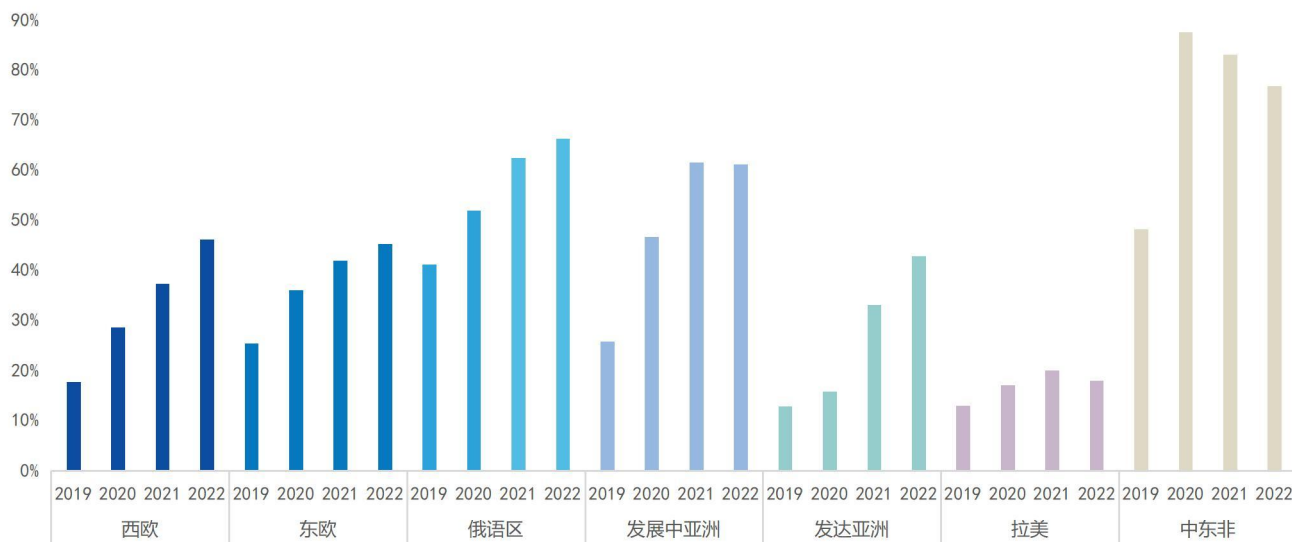
- 1997 年，第一台扫地机器人诞生于伊莱克斯；
- 2002 年，iRobot 推出第一台随机碰撞式扫地机器人；
- 科沃斯在 2001 年研制出第一台自动行走吸尘的机器人，2008 年研发出地宝 7 系扫地机。

近年国产品牌持续发力超车，在产品创新周期上已领先海外龙头。目前海外多数地区扫地机产品以非基站为主，且海外品牌高端产品亦多局限于单基站，而国内市场已率先完成从单基站到全能基站产品的升级，推动扫地机进入“好用”状态。

扫地机国产品牌出海正当时，海外基站款空间充足。近年来国产品牌凭借优质产品加速出海，且逐步收获消费者认可。GFK 推总数据显示 2022 年中国品牌扫地机在除拉美市场外的主要区域均已占据绝对性主导地位，市占率（销售额占比）已超过 40%。

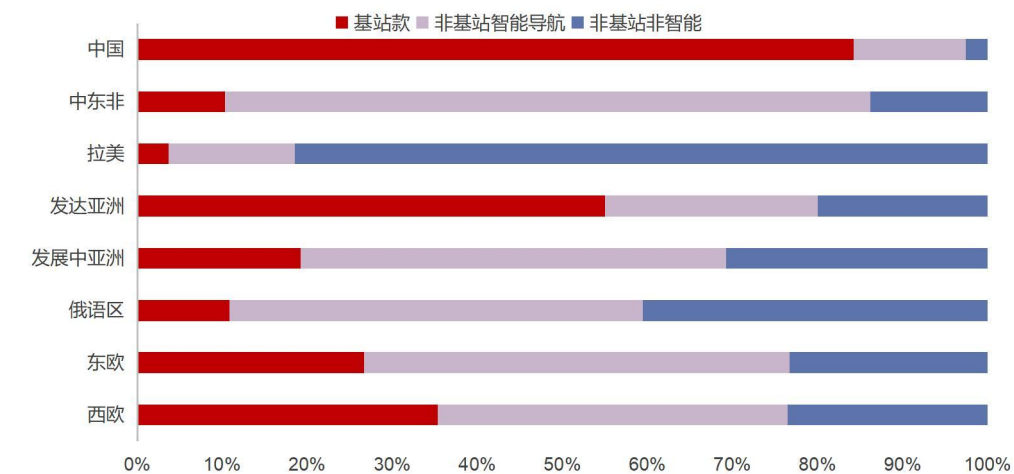
但从产品结构来看，中国大陆扫地机市场引领全球发展（中国大陆基站款销额占比达 84%），22 年主要区域扫地机市场基站款销额占比多数未超过 30%，凭借基站款尤其是全能基站产品的突出产品力及国产品牌的加速出海布局，未来海外基站款扫地机市场仍有充足发展空间，中国品牌技术领先产品力突出有望持续受益。

图表 51：海外主要区域扫地机市场中国品牌销售额市占率（西欧、东欧、俄语区、发展中亚洲、发达亚洲、拉美、中东非）



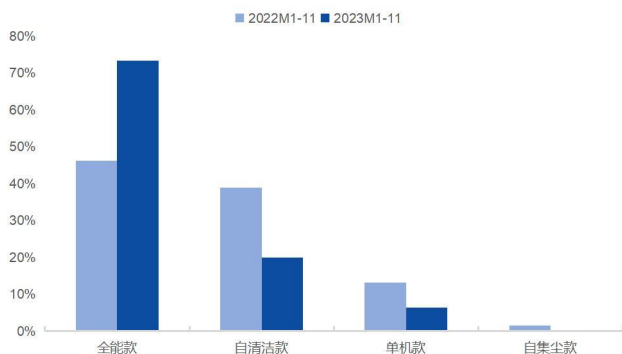
来源：GFK，华福研究所测算

图表 52：海外主要区域扫地机市场产品结构销售额份额



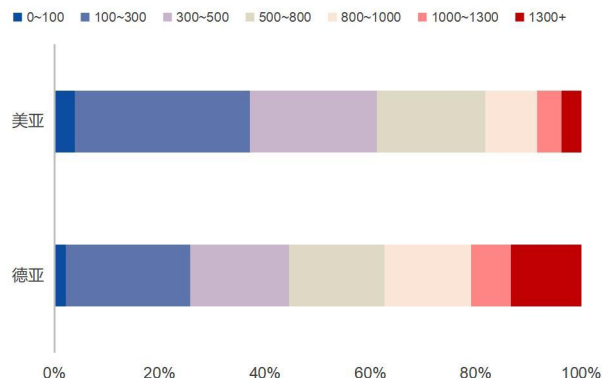
来源：GFK，华福证券研究所

图表 53：23M1-11 国内线上扫地机全能基站款销额占比超 73%



来源：奥维云网，华福证券研究所

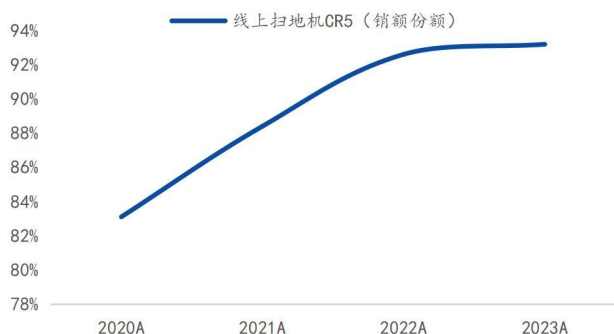
图表 54：23 年亚马逊美国站点与德国站点扫地机



来源：MOOJING OVERSEA，华福证券研究所；备注：美亚价格为美元

从壁垒的角度来讲，扫地机作为工业 4.0 的产物，是目前家电行业中高壁垒品类之一，进入并攻下龙头的难度不亚于 90 年代的空调行业。扫地机是软件与硬件相集成的产品，其性能提升的根基在于算法，核心算法（如 SLAM 算法、AI 导航算法等）、数据积累、算法能力是扫地机的关键壁垒。尽管目前扫地机代工产业链发展已日渐成熟，亦出现算法集成厂家，但在数据积累、算法迭代速度等维度上头部仍具备明显壁垒。近年来国内的扫地机核心玩家未发生明显变化，格局已趋于稳定，奥维云网数据显示 2023 年线上扫地机市场 CR5 销售额份额提升至 93%（同比+0.6pct）。

图表 55：2020A-2023A 国内线上扫地机 CR5 销售额份额



来源：奥维云网，华福证券研究所

图表 56：国内线上扫地机销售额 TOP5 品牌

品牌	2022A	品牌	2023A
科沃斯	40%	科沃斯	34%
石头	21%	石头	24%
云鲸	15%	追觅	14%
小米	9%	云鲸	12%
追觅	7%	小米	9%
CR5	92.6%	CR5	93.2%

来源：奥维云网，华福证券研究所

海外主要竞争对手 iRobot 创新周期滞后，全能基站产品缺位。iRobot 早在 2002 年便推出扫地机产品，但近年来迭代周期晚于国内科沃斯石头等龙头品牌。早期 iRobot 更侧重扫地及集尘需求，22 年推出其首款扫拖一体（自带伸缩拖把臂）的扫地机产品 Roomba Combo j7+，23 年新品 Roomba Combo j9+ 尽管对基站升级（新增补水功能），但仍限于单基站产品（仅自集尘，不含自清洁拖布等），相比国内产品周期已相对滞后，在全能基站产品布局上存在明显缺位。

图表 57: iRobot 热销产品 Roomba Combo i5+拖地需要更换模块



来源: iRobot 官网, 亚马逊, 华福证券研究所

图表 58: 23 年 iRobot 新品 Roomba Combo j9+



来源: iRobot 官网, 亚马逊, 华福证券研究所

图表 59: iRobot 与国内主要品牌海外扫地机产品参数对比

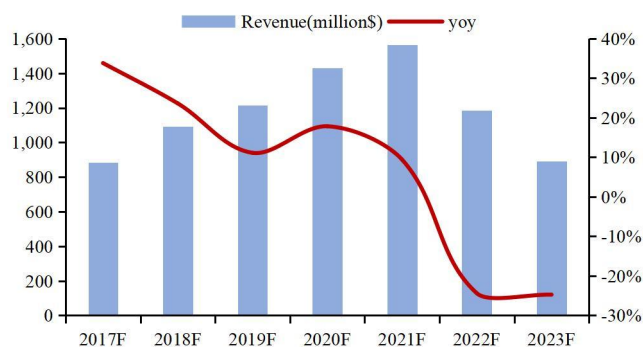
	iRobot Roomba Combo j9+	roborock S8 Pro Ultra	ECOVACS X2 Omni	Dreame L20 Ultra
售价\$	1250	1399.99	999.99	1399.99
导航	视觉导航	PreciSense 激光雷达导航	激光雷达导航	激光雷达导航
避障	PrecisionVision Navigation	Reactive 3D避障系统	AI VI 3D动态避障	AI Action+3D结构光避障
识别障碍物种类	✓	✓	✓	✓
机械臂	✗	✗	✗	✓
基站-自清洁	✗	✓	✓	✓
基站-自集尘	✓	✓	✓	✓
基站-烘干	✗	✓	✓	✓
基站-补水	✓	✓	✓	✓
热水洗拖布	✗	✗	✓	✗
吸力	—	6000Pa	8000Pa	7000Pa
拖布类型	伸缩拖把臂	平板拖布, 3000次擦洗/min	双旋转拖把	双旋转拖把
拖布升降	✗	✓	✓	✓
滚刷	双滚刷	双滚刷	单滚刷	单滚刷
智能语音助手	✓	✗	✓	✓
视频通话	✗	✗	✓	✗
美亚评分	3.3	4.3	3.6	4.2
美亚评价数	297	940	5414	224

来源: 亚马逊美国站点, 华福证券研究所; 备注: 科沃斯为 2024/5/19 限时优惠价, 评价数含 T8 等其他机型

iRobot 借力亚马逊折戟, 经营困境已多季度盈利亏损明显。23FY iRobot 营收预计 8.91 亿美元, 同比下降 25%, 营收规模仅约 21 年高值 57%。iRobot 公告 20FY 其在北美扫地机市场份额高达 75%, 2023 财年 iRobot 北美地区营收已仅约 20 年同期的 58%, 其在北美本土市场的优势地位持续削弱。

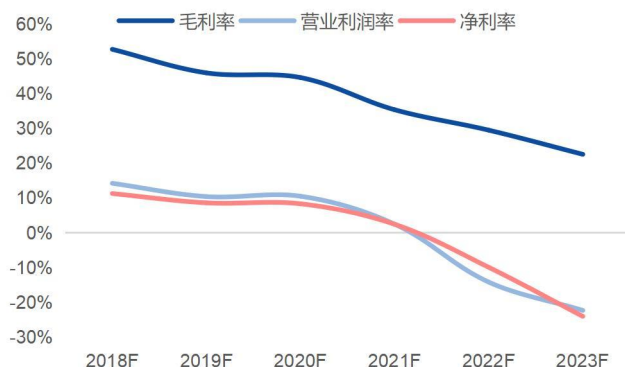


图表 60: 2017-2023FY iRobot 营业收入及同比



来源: iRobot 公司公告, 华福证券研究所

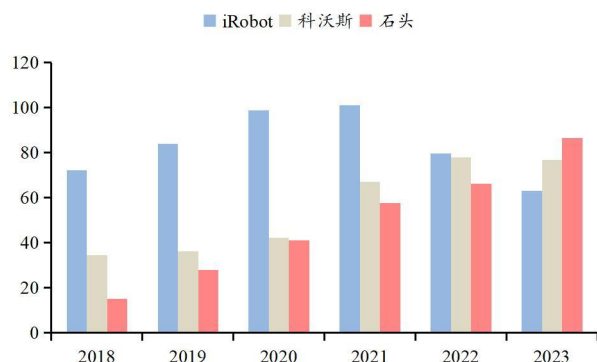
图表 61: 2018-2023FY iRobot Non-GAAP 利润率



来源: iRobot 公司公告, 华福证券研究所

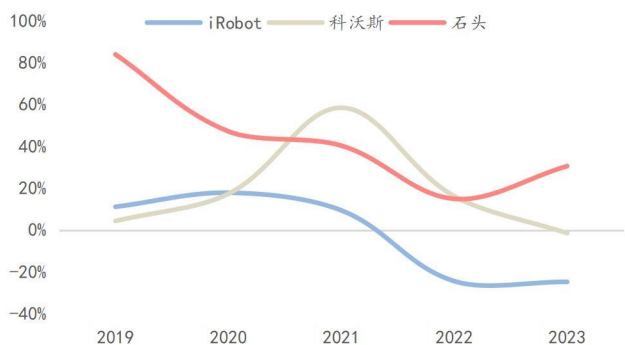
国产品牌弯道超车, 石头科沃斯创新产品引领全球市场。近年来国内扫地机龙头持续迭代推新, 已率先引领国内市场完成单基站-全能基站的升级, 凭借国内市场的优势地位及出海布局助力整体规模的稳步扩张, 持续抢占 iRobot 的份额, 2018-2023 年期间石头科技品牌营收复合增长超 40%, 科沃斯品牌营收复合增长 17%, 而 iRobot 复合增速-3%。国产扫地机龙头凭借领先产品力已完成弯道超车, 23 年石头科技营收规模已超过 iRobot, 问鼎全球扫地机销额龙头。

图表 62: 2018-2023 年全球扫地机主要公司营收 (亿元)



来源: wind, 公司公告, iRobot 官网, 华福证券研究所; 备注: 科沃斯为科沃斯品牌营收; 石头 2018-2021 年为自主品牌营收; iRobot 收入按即期汇率年均值折算为人民币口径

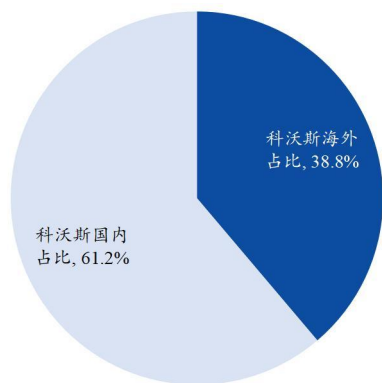
图表 63: 2019-2023 全球扫地机主要公司营收同比



来源: wind, 公司公告, iRobot 官网, 华福证券研究所; 备注: 科沃斯为科沃斯品牌营收; 石头 2018-2021 年为自主品牌营收; iRobot 收入按即期汇率年均值折算

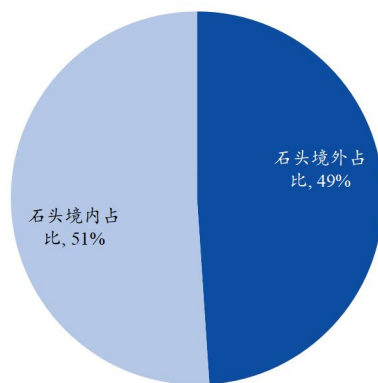


图表 64：科沃斯品牌（扫地机为主）国内贡献主要收入（2023）



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 65：石头科技境外收入占比约五成（2023A）



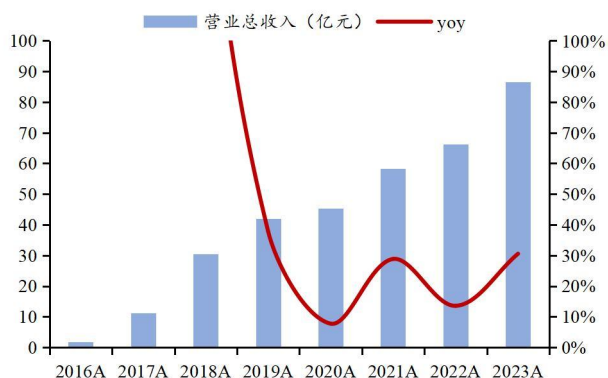
来源：wind，公司公告，华福证券研究所

2.1.2 石头科技：打造硬核产品力，引领全能基站出海

寻找中国的大金→在石头科技身上可以看到当初支持大金成功全球化的重要支撑——深厚技术实力与突出的产品力。

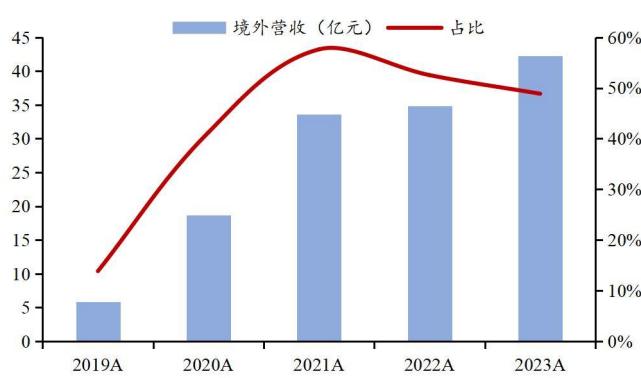
扫地机品类贡献主要收入，深耕海外营收贡献超五成。石头科技成立于 2014 年，专注扫地机为主的智能清洁电器的研发生产和销售，凭借领先技术与优质产品石头科技已跻身全球扫地机第一梯队，2018-2023 年期间石头科技营收复合+23%。石头注重海外市场的发展，较早依靠慕晨等经销商切入海外市场，后加强渠道自建，重点发展美国、欧洲及亚太市场，23 年石头实现海外市场收入 42 亿元，营收占比近五成。

图表 66：2016-2023 年石头科技营业总收入及同比



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 67：2023 年石头科技境外营收占比超过 50%

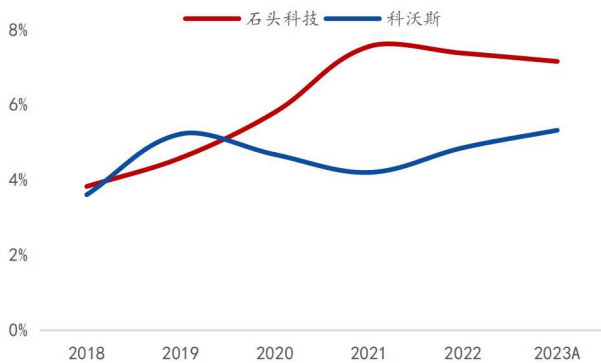


来源：wind，公司公告，华福证券研究所

注重研发投入，创始团队科技技术背景深厚。公司核心技术人员均具备微软、华为、英特尔、ARM、诺基亚等知名科技企业的多年研发经验，其中创始人暨实际控制人吕敬先生曾在微软、腾讯、百度等企业任职，积累了丰富的软件开发和产品运营经验。公司注重核心技术人才引进与培育，持续加强研发投入与核心技术的积累，2023 年石头科技研发费用达 6.2 亿元，营收占比达 7.2%，领先国内主要可比公司。

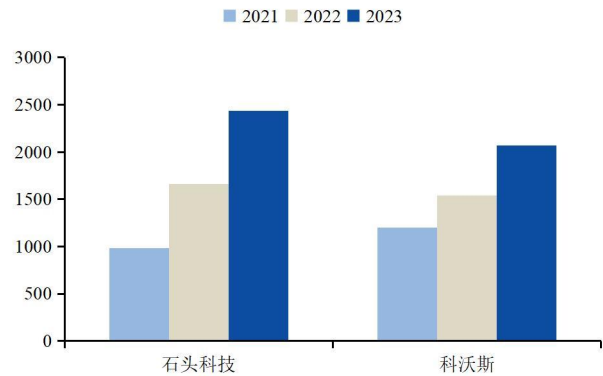
核心技术来源于自主研发，持续加强专利成果积累。石头科技掌握多项核心技术，激光雷达：自主研发激光测距模块，为室内定位和导航提供有力支撑；SLAM 算法：通过独创的 CPU 和 GPU 协同加速 SLAM 的技术，有效解决扫地机在家庭环境中的建图、定位及导航需求；另外公司自主研发了以人工智能(AI)为基础的清扫路径规划算法，可识别障碍物并智能规划躲避策略，为用户提供更好的使用体验。公司持续加强技术创新，截至 2023 年底石头科技拥有授权专利 2435 项，较 2022 年提升明显。

图表 68：石头科技研发费率领先主要可比公司



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 69：2021-2023 年石头科技与科沃斯授权专利数（个）



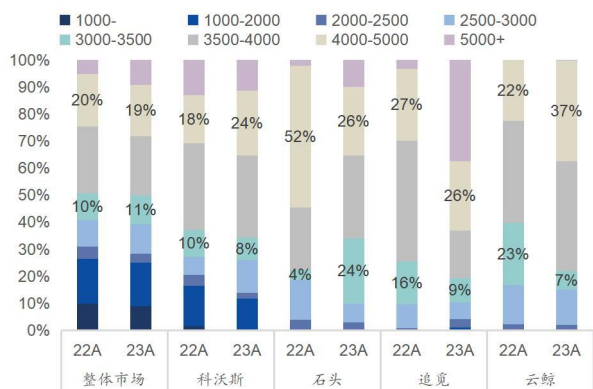
来源：wind，公司公告，华福证券研究所

石头产品力突出持续引领行业发展，国内优势地位日益巩固。石头科技愿景是成为一家持续创造全球口碑最好产品的企业，尤其注重产品的品质与口碑。回顾扫地机产品的历次升级，石头并非自清洁产品及全能基站产品的首推者，但其凭借算法优势、突出产品力与良好的用户口碑，持续弯道超车引领市场，奥维数据显示 22 年石头品牌全能基站扫地机 G10S 成为线上单品销量第一。

23 年石头率先技术降本推出性价比全能基站 P 系列产品丰富产品矩阵，以多价位段产品满足不同消费需求，奥维云网数据显示年内石头品牌产品结构价位分布较为均衡，销量主要集中在 3000-5000 元，其中 3000-3500 元、3500 元-4000 元，4000-5000 元价位销量占比分别为 24%、30%、26%。受益于年内性价比全能产品放量，石头品牌销量逆势增长，推动优势地位持续巩固，2023 年线上扫地机市场石头品牌销额份额 23.89%，同比+2.61pct，持续缩小与 TOP1 的差距。

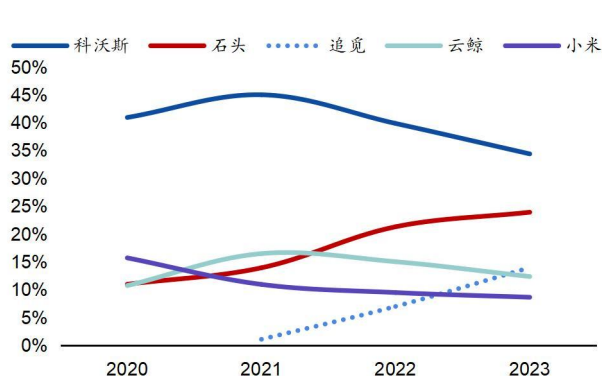


图表 70：2022-2023A 线上扫地机市场及主要品牌分价位销量占比



来源：奥维云网，华福证券研究所

图表 71：2020-2023 年线上扫地机主要品牌份额走势



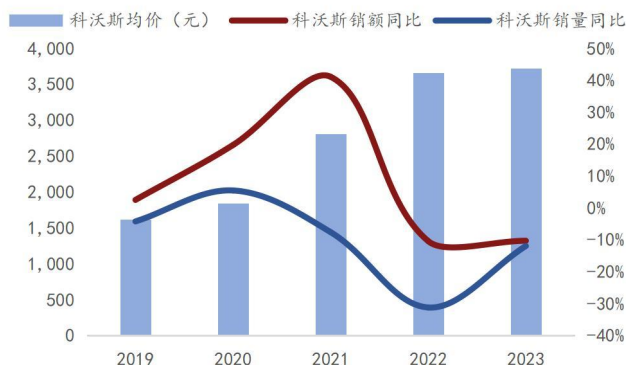
来源：奥维云网，华福证券研究所

图表 72：线上扫地机石头品牌销额/销量同比及均价



来源：奥维云网，华福证券研究所

图表 73：线上扫地机科沃斯品牌销额/销量同比及均价



来源：奥维云网，华福证券研究所

石头积极引领海外产品结构升级，年内推出性价比全能款有望推动需求释放。早在 2022 年石头科技便积极推进自动清洁+自动集尘等复合功能的全能基站产品的出海，22Q2 推出的 S7 MaxV Ultra 首发价 1399.99 美元，以自集尘功能带动自清洁进行消费者教育，收获愿意体验新功能人群的青睐，逐步积累了良好口碑、奠定品牌形象。23 年以来石头陆续在海外推出全能基站扫地机产品，丰富价位布局，有望满足不同消费者需求推动海外全能基站款扫地机需求的释放。

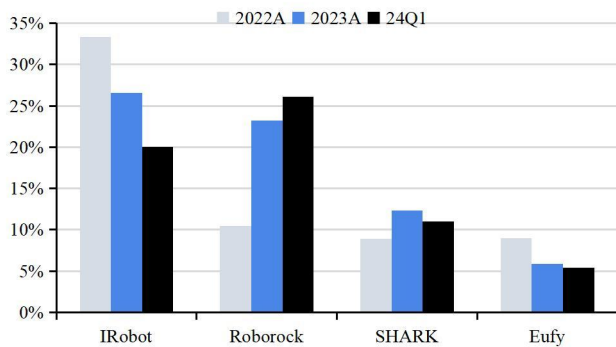
图表 74：2024 年石头科技在海外持续丰富全能基站产品矩阵

	S8 MaxV Ultra	S8 Max Ultra	S7 Max Ultra	Q Revo MaxV	Q Revo Pro	Q Revo
						
售价\$	1799.99	1599.99	1299.99	1199.99	999.99	899.99
上市	24Q2	24Q2	23Q2	24Q2	24Q2	23Q2
导航	PreciSense 激光雷达导航	PreciSense 激光雷达导航	PreciSense 激光雷达导航	PreciSense 激光雷达导航	PreciSense 激光雷达导航	PreciSense 激光雷达导航
FlexiArm 边刷	✓	✓	×	×	×	×
边缘拖地系统	✓	✓	×	✓	✓	×
基站-自清洁	✓	✓	✓	✓	✓	✓
基站-自集尘	✓	✓	✓	✓	✓	✓
基站-烘干	✓	✓	✓	✓	✓	✓
基站-补水	✓	✓	✓	✓	✓	✓
智能污垢检测	✓	✓	×	✓	✓	×
DirTect技术	✓	×	×	×	×	×
热水洗拖布	✓	✓	×	✓	✓	×
自动清洁液分配	✓	✓	×	×	×	×
避障	ReactiveAI 2.0 避障系统	Reactive 3D避障系统	Reactive Tech避障	Reactive AI避障系统	Reactive Tech避障	Reactive Tech避障
识别障碍物种类	✓	✓	×	✓	×	×
拖地	VibraRise® 3.0 拖地系统	VibraRise® 3.0 拖地系统	VibraRise®拖地系统	—	—	—
拖布类型	平板拖布，每分钟4000次擦洗	平板拖布，每分钟4000次擦洗	平板拖布，每分钟3000次擦洗	双旋转拖把	双旋转拖把	双旋转拖把
拖布升降	✓	✓	✓	✓	✓	✓
滚刷	双滚刷	双滚刷	单滚刷	单滚刷	单滚刷	单滚刷
滚刷升降	✓	✓	×	✓	×	×
吸力	10000Pa	8000Pa	5500Pa	7000Pa	7000Pa	5500Pa
智能语音助手	✓	×	×	✓	×	×

来源：亚马逊，石头科技北美官网，华福证券研究所

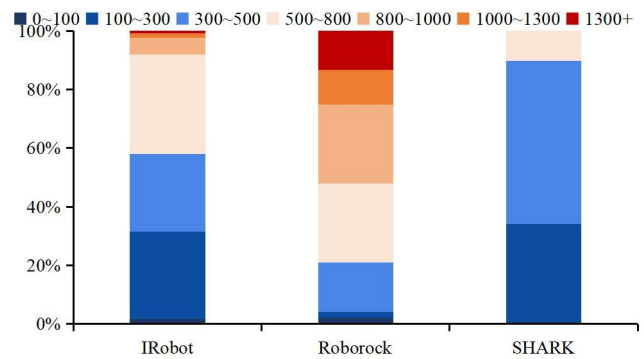
凭借优质全能产品领跑高端市场。近年来石头凭借优质产品规模快速扩张,2018-2023 年石头自主品牌营收复合增长超 40%，且 2023 年营收规模已超越 iRobot、问鼎全球扫地机销额第一。即便是在 iRobot 的大本营北美市场，石头亦凭借优质的产品成功切入，且引领北美高端市场的发展，MOOJING OVERSEA 数据显示 2023 年美亚渠道石头品牌产品结构中 800 美元以上产品占比达 52%，而 iRobot 800 美元以上占比仅 8%，主销价位段集中在 100-800 美元区间；另分价位段来看，石头品牌在美亚 800 元以上扫地机市场位居销量第一，高端市场优势地位更为巩固。

图表 75：美亚扫地机主要品牌销售额及份额



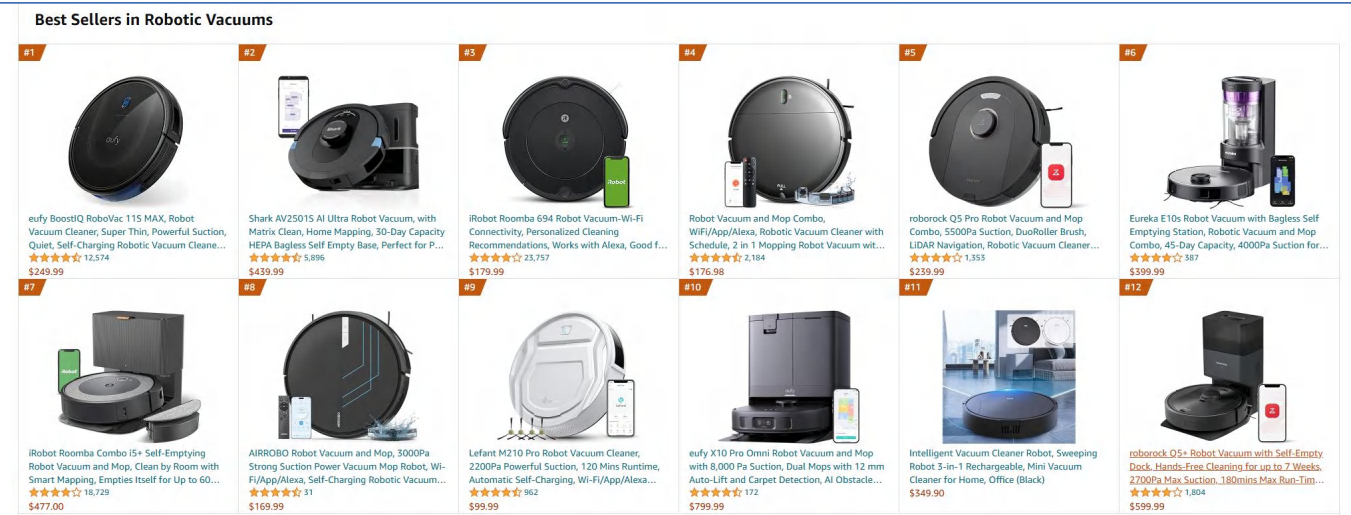
来源：MOOJING OVERSEA，华福证券研究所

图表 76：23 年美亚石头 800 美元以上产品销额占比达 52%



来源：MOOJING OVERSEA，华福证券研究所

图表 77：美国亚马逊扫地机 best seller 榜单



来源：美国亚马逊，华福证券研究所

海外渠道布局愈发完善，石头首次进入海外实体零售。石头建立了全球分销网络，且同时逐步在美国、日本、荷兰、波兰、德国、韩国等地设立了海外公司，重点发展美国、欧洲及东南亚市场。目前石头以直营+经销相辅的方式推进海外布局，其中欧洲以经销商合作为主，北美以亚马逊直营为主。海外消费者对线下渠道依赖度较高，石头持续推进与线下渠道的合作，2022 年先切入沃尔玛、Target 等的线上平台开设品牌专卖店，逐步收获消费者认可。23Q4 石头在北美线下渠道取得明显突破，首次进入海外实体零售——入驻美国各地 180 多家 Target 商店，为消费者提供高端 S7 Max Ultra 产品。

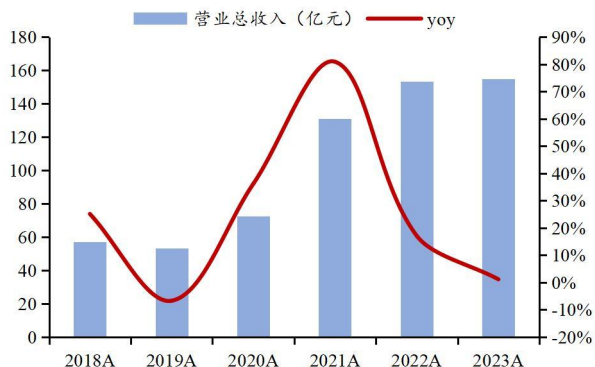
全球扫地机发展空间充足，且石头正在引领海外此轮产品结构的升级，凭借突出产品力、愈发完善的渠道（年内突破北美线下），石头有望持续享受全球扫地机结构升级快速成长的红利。



2.1.3 科沃斯：扫地机+洗地机双轮驱动，持续加强海外拓展力度

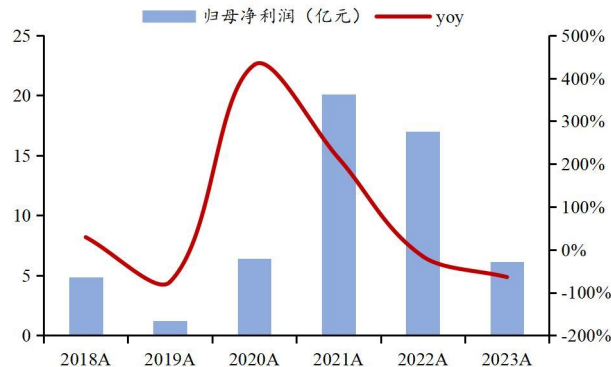
清洁电器龙头，扫地机+洗地机双轮驱动。科沃斯从清洁电器代工业务起家，2019年主动进行战略调整（策略性退出服务机器人 ODM 业务），专注于自主品牌发展，聚焦中高端清洁电器市场，目前已形成科沃斯+添可双品牌，持续引领国内扫地机与洗地机市场发展。2018-2022 年期间科沃斯经营表现靓丽，营收复合增长 28%，归母净利润复合增长 37%，其中科沃斯品牌与添可品牌营收分别复合增长 23%和 178%，2022 年科沃斯品牌+添可品牌营收贡献超 90%。

图表 78：2018-2022 年科沃斯营收复合+28%



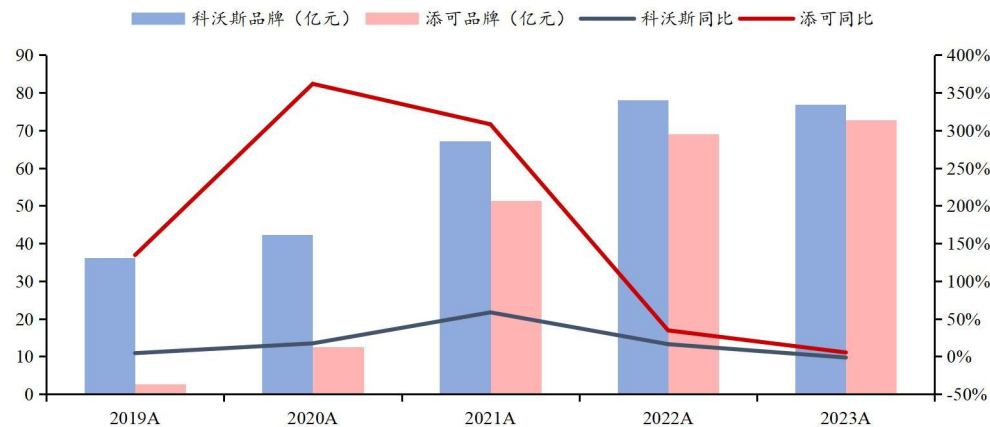
来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 79：2018-2022 年科沃斯归母净利润复合+37%



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 80：2018-2022 年科沃斯品牌与添可品牌营收分别复合增长 23%和 178%



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

科沃斯作为清洁电器龙头，全方位基础实力突出：

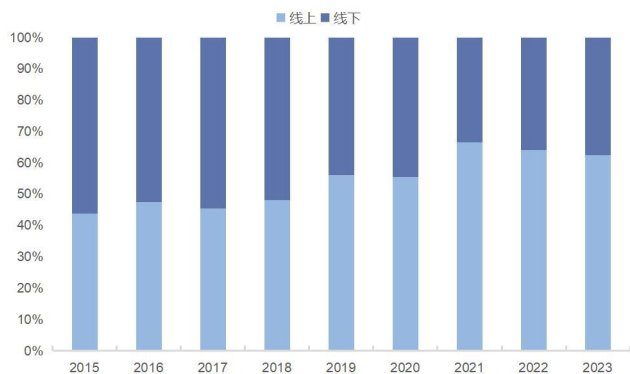
- ✓ **产品端：**研发创新实力突出，持续推出优质产品。21 年科沃斯品牌首创推出全能基站扫地机产品，引领行业产品结构优化；添可品牌创新推出智能洗地机，推动洗地机品类以黑马之姿强势成长；目前科沃斯品牌与添可品牌分别引领扫地机与洗地机市场发展，均跻身国内品类零售额第一。
- ✓ **渠道端：**持续完善全渠道布局，线下渠道优势地位突出。科沃斯在全渠道



布局积累深厚，尤其在线下渠道深耕已久，已逐步进入线下布局收获期。

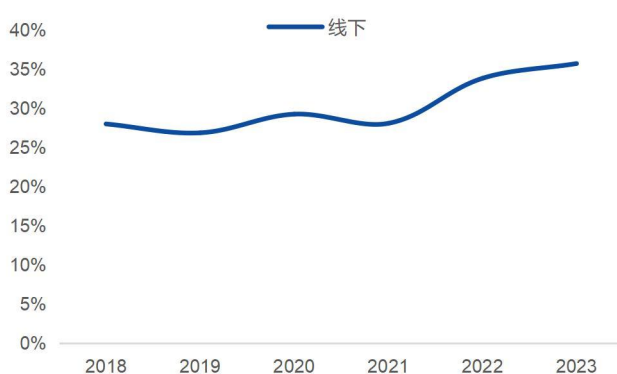
- ✓ **供应链：智能制造能力突出，产品已基本全部自产。**科沃斯具备多年的智能制造经验，产品基本实现全部自产，凭借规模优势具备较强的供应链整合和议价能力。另外近年来科沃斯设立多家子公司进行塑胶材料、电机、电池等领域布局，已形成一定产能规模，原材料自给能力逐步提升。

图表 81：2015-2023 年科沃斯线上/线下渠道营收占比



来源：wind，公司公告，华福证券研究所；备注：线下含 ODM 业务

图表 82：2023 年科沃斯线下（剔除 ODM 业务）占比提升至 36%



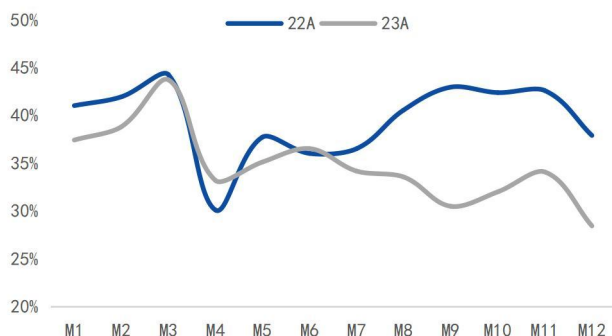
来源：wind，公司公告，华福证券研究所

23 年科沃斯暂显经营困境：23 年营收仅增长 1%，归母净利润同比下滑 64%，其中 23Q3/Q4 归母净利润同比分别下滑 92%和 99%。科沃斯经营表现受挫，我们认为主要系：

- ✓ **消费景气度偏弱环境下，扫地机产品策略错失性价比价位段客户：**23H1 科沃斯品牌推出 T20 系列新品及 X1S PRO 新品（非上下水）定价分别在 3500-4000 元价位段及 4500-5000 元价位段，而 3000-3500 元价位段科沃斯选择老款产品 T10 OMNI 与石头新品 P10 竞争，在 2023 年中国消费市场需求相对疲软的环境下，性价比定位新品缺位或拖累科沃斯扫地机销售表现。
- ✓ **洗地机价格竞争激烈，添可下探产品售价：**为加速推动洗地机市场需求有效释放，洗地机行业价格竞争激烈，添可品牌亦采取主动的价格调整策略，奥维云网数据显示 2023 年线上洗地机均价同比下滑 17%，其中添可品牌均价下滑 14%。
- ✓ **割草机器人等新品类拓展：**积极布局割草机器人、商业清洁机器人以及添可食万系列产品等在内的新品类，短期内上述业务由于规模有限且需要研发及市场端的持续投入支持，压低了科沃斯整体利润表现（23 年预计对上述新业务的净投入合计约 3.0 亿元人民币）。

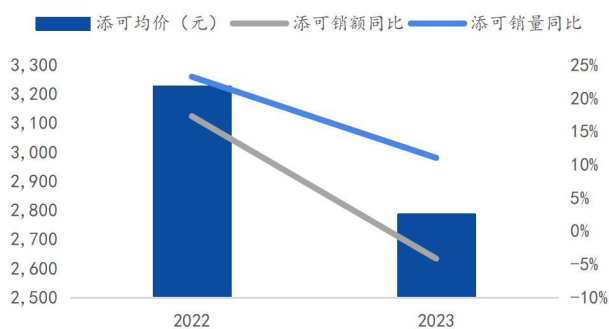


图表 83：线上扫地机市场科沃斯品牌月度销售额份额



来源：奥维云网，华福证券研究所

图表 84：2023 年线上洗地机品类添可品牌均价下滑 14%



来源：奥维云网，华福证券研究所

Q1 经营拐点已现，静待全年困境反转、重回增长通道。2023 年科沃斯经营表现受挫的主要因素并非长期性实力缺位，而系短期策略影响，修复可期：

- ✓ **扫地机产品策略：**科沃斯扫地机产品性能配置与主要品牌差异并不大，后续亦可通过技术供应链降本等推出性价比定位的扫地机产品，丰富产品矩阵和价位段覆盖；
- ✓ **洗地机价格战：**23Q2 开始洗地机行业均价持续下探且降幅较为明显，目前均价环比已有所企稳（线上 24M4 均价 2043 元，24M3 均价 2037 元），价格竞争或有所趋缓；
- ✓ **新品类拓展：**随着规模扩张对利润的压力或将有所缓解。

随着国内扫地机性价比新品 T30 系列的补位、品牌出海加速贡献及新品类亏损收窄，24Q1 科沃斯经营表现拐点已现，营收同比+7%，归母净利润-9%，归母净利率 8.6%，盈利能力环比改善明显，逐季修复有望落地。

图表 85：24Q1 科沃斯推出性价比新品 T30 系列补位

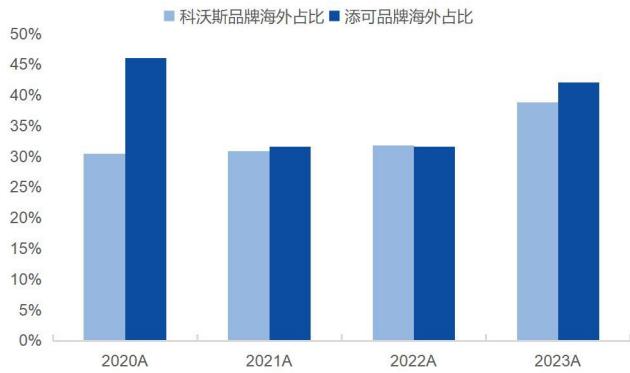
	石头P10S PO	科沃斯T30 PRO
		
目前价格	3999元	3799元
上市时间	2024年2月	2024年2月
特色	扫拖双臂边角极限覆盖 双螺旋胶刷	全屋0死角 毛发0缠绕
导航	激光雷达	激光雷达
避障	结构光与RGB摄像头 AI动态避障	3D结构光
识别障碍物种类	✓, 62种	✓
机械臂	✓ (边刷+边拖)	✓ (边拖)
自动清洗拖布	✓	✓
自动集尘	✓	✓
自动补水	✓	✓
自动烘干拖布	✓	✓
热水洗拖布	✓	✓
银离子抑菌	选配	选配
自动添加清洁液	上下水版✓	上下水版✓
吸力	11000Pa	11000Pa
拖布	双圆盘拖布	双圆盘拖布
拖布升降	✓	✓
滚刷	双滚刷	单滚刷
滚刷升降	✓	✗
机载尘盒	220ml	300ml
机载水箱	80ml	55ml
基站水箱	清水箱4L, 污水箱3.5L	清水箱4L, 污水箱3.5L
语音控制	✓	✓
视频通话	✓	✗

来源：天猫旗舰店，华福证券研究所

海外市场深耕已久，持续加大海外拓展力度。科沃斯从成立初期便坚持全球化的经营策略，较早对国际市场进行布局，且采取先难后易的策略——先进入市场成熟、竞争激烈的发达国家的市场，后进入发展中国家市场。2012 年以来科沃斯先后在德国、美国、日本建立分公司，形成以中国为核心，美国、德国、日本协同的研发销售体系。近年来科沃斯持续加大海外市场拓展力度，推动拥有尖端技术的扫地机新品在海外落地，且逐步从室内向室外场景突破，欧洲市场：积极与头部线下连锁零售商合作，推进割草机器人在欧洲市场的销售和推广；日本市场：布局商用清洁机器人领域，稳妥推进 DEEBOT PRO K1 和 M1 产品的上市；美国市场：23H1 亦取得较好发展。科沃斯注重海外市场需求，未来仍将持续加大海外市场投入，强化总部人员外派，强化海外本地团队建设和管理工作，通过海外分公司与总部的协同效应更好地落地产品营销策略。

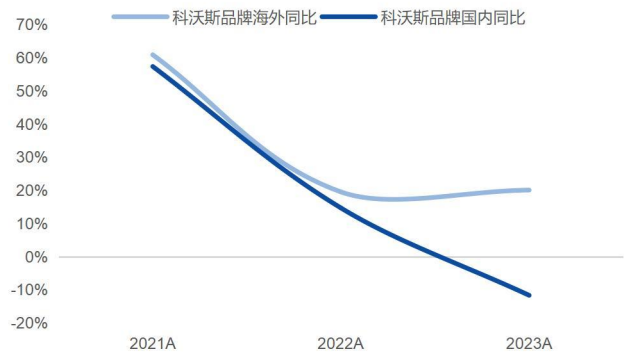


图表 86：23 年科沃斯/添可品牌海外占比超 38%



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 87：科沃斯品牌海外增长快于国内



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

23 年科沃斯受产品策略、洗地机价格战及新品类扩张影响经营表现短暂受挫，但影响因素并非长期竞争实力的缺位，随着调整效果的逐步释放 24Q1 公司经营表现已初现拐点，全年有望困境反转、步入增长通道。科沃斯作为清洁电器龙头，中长期来看全方位基础实力突出，扫地机+洗地机双轮驱动，行业领先优势明显，渠道布局愈发完善，长远发展可期。

2.2 品牌出海-海尔：整合全球优质标的，推广高端创牌战略

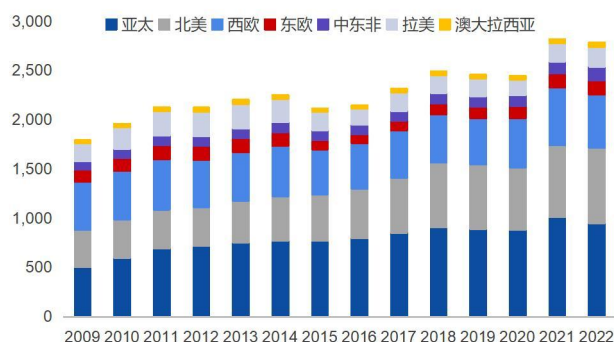
大金经验：收购本土品牌切入北美空调市场→全球大家电市场相对成熟→全球化布局完善的海尔智家

2.2.1 全球大家电市场相对成熟，鲜少出现新晋品牌

全球大家电市场相对成熟，未来预期保持平稳增长。欧睿国际数据显示 2022 年全球大家电（不含空调）市场规模达 2784 亿美元，分区域来看，亚太区域规模领先，零售额占比达 34%，其次是北美市场规模占比 28%，西欧市场占比 19%，其余各区域占比均不足 10%。全球大家电尤其是北美等发达地区增长已相对平稳，欧睿数据显示 2018-2023 年全球大家电零售额复合增长 3%，且预期 23-28 年仍将延续 5%左右的复合增长，其中北美、西欧、东欧、澳大拉西亚等地区复合增速均不超过 5%。

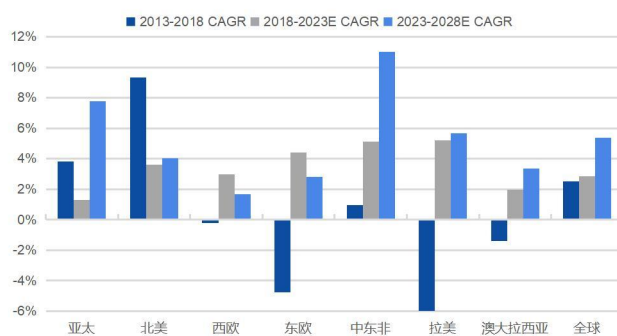
成熟大电市场鲜少出现新晋品牌，多数企业通过兼并收购整合入场或者提升份额。以北美大家电市场为例，2023 年市场格局与 2014 年相比集中度有所提升但主要参与企业尤其是 TOP10 并未发生明显改变。具体来看，2023 年北美大家电销量前十的公司里新进入鸿海科技、Transform、Merlose，但它们基本通过收购方式整合资源入场，其中鸿海收购了夏普，Melrose 收购 Nortek 的 Broan 和 Nutone 品牌。

图表 88：全球主要区域大家电零售额（亿美元）



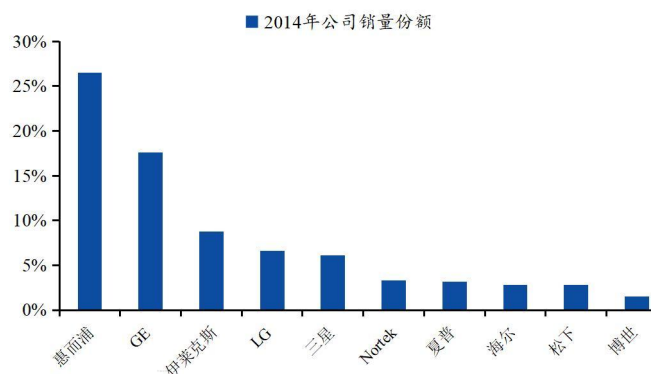
来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 89：全球主要区域大家电零售额复合增速



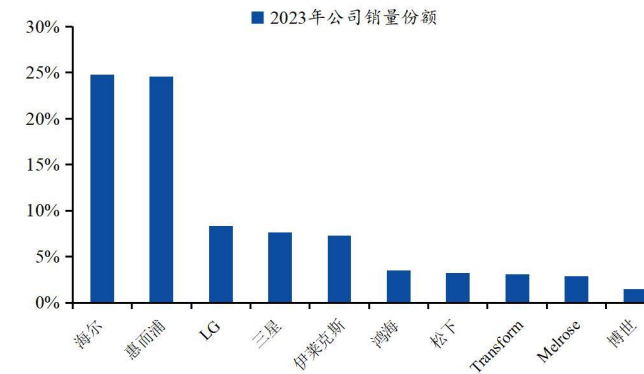
来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 90：2014 年北美大家电市场销量 TOP10 公司



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 91：2023E 北美大家电市场销量 TOP10 公司



来源：Euromonitor，华福证券研究所

2.2.2 海尔：跨境并购整合能力突出，高端创牌运营提效盈利优化有望

基于全球大家电市场趋于成熟，建议关注跨境并购整合能力突出、全球化布局完善的海尔智家，主要系：

- ✓ 海外自主品牌培育需较长的时间和投入，而且成熟市场消费者对本土品牌的认可度较高，海外大电成熟市场较难出现以自主品牌在海外迅速崛起的情况；
- ✓ 从北美的大家电格局及大金经验来看，收购当地品牌切入市场或系优选；但目前市场规模占比较大的北美和西欧大家电市场的集中度已相对较高，23 年预期北美大家电品牌 CR10 销量份额超 79%，基本归属于海尔、惠而浦、LG、三星、伊莱克斯等知名企业，其余多数品牌份额不超过 1.5%，考虑到收购所需的资金及收购标的份额等因素，目前可收购的优质标的所剩不多。
- ✓ 即便寻求到合适标的，但更重要的是收购后的整合协同能力。海尔具备突出的跨境并购与整合能力，并购整合后海外业务表现靓丽且盈利优化向好。

海尔：品牌出海与并购协同，实现全球多区域份额领先。海尔在海外深耕多年，坚定推动全球化策略，先后收购整合日本三洋白电业务、通用电气家电业务（GEA）、新西兰家电品牌斐雪派克（FPA）和意大利 Candy 等优质家电标的。凭借多品牌、多品类、跨区域的全球化布局，海尔从 2016 年起超越惠而浦成为全球大家电市场的龙头，2022 年在北美市场超越惠而浦成为大家电销量龙头。另欧睿国际预计 2023 年海尔全球大家电龙头优势地位延续，在亚太、北美两大主要市场保持行业销量第一。

图表 92：海尔智家海外收购事项梳理

时间	收购标的	主要业务及地区
2015年	日本三洋白电业务	产品主要包括洗衣机（家用及商用）、电冰箱（家用）等；主要覆盖日本及东南亚国家
2016年	GEA	综合型家电企业；主要覆盖北美市场
2018年	FPA	业务包括厨电、洗衣机等；主要覆盖澳新市场
2019年	Candy	业务包括洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电等；主要覆盖欧洲市场

来源：公司公告，华福证券研究所

图表 93：海尔智家已成长为全球大家电龙头（销量排名）

2014年全球及主要区域大家电销量公司排名							
全球	亚太	北美	西欧	拉美	中东非	东欧	澳大拉西亚
惠而浦	海尔	惠而浦	博世	惠而浦	LG	惠而浦	伊莱克斯
海尔	美的	GE	惠而浦	伊莱克斯	三星	博世	海尔
伊莱克斯	LG	伊莱克斯	Arçelik	MABE	Arçelik	三星	三星
博世	松下	LG	伊莱克斯	LG	惠而浦	LG	LG
LG	三星	三星	三星	GE	海尔	伊莱克斯	惠而浦

2023E全球及主要区域大家电销量公司排名							
全球	亚太	北美	西欧	拉美	中东非	东欧	澳大拉西亚
海尔	海尔	海尔	博世	惠而浦	Arçelik	Arçelik	海尔
惠而浦	美的	惠而浦	Arçelik	伊莱克斯	LG	海尔	伊莱克斯
美的	LG	LG	惠而浦	MABE	三星	惠而浦	LG
博世	三星	三星	伊莱克斯	三星	惠而浦	三星	三星
三星	松下	伊莱克斯	海尔	LG	美的	伊莱克斯	博世

来源：Euromonitor，华福证券研究所

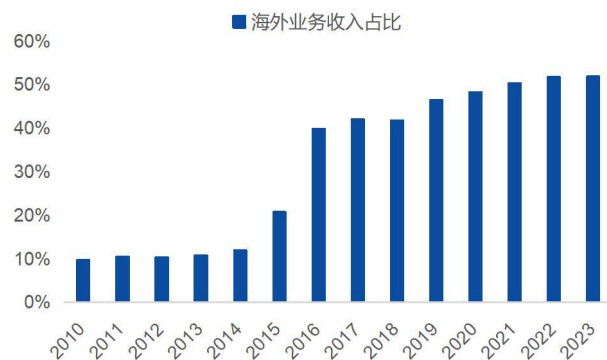
全球化战略获效，海外贡献占比提升且近乎 100%为自主品牌。海尔全球化的策略效果显著，海外业务亦成为公司的重要增长驱动力。2019 年海尔完成对 Candy 的收购，全球主要品牌矩阵搭建初步完成，2020 年-2023 年期间海尔的海外业务以 10%的复合增速扩张至 1357 亿元，增速表现领先国内市场，海外业务占比提升至 52%，且海尔的海外收入几乎 100%来自于自主品牌，而美的格力出海仍有部分代工业务。分区域来看，海尔的海外收入主要来源于美洲（63%）和欧洲（23%），合计占海外收入比重达 85%。

图表 94：2010-2023 年海尔智家海外营收及同比



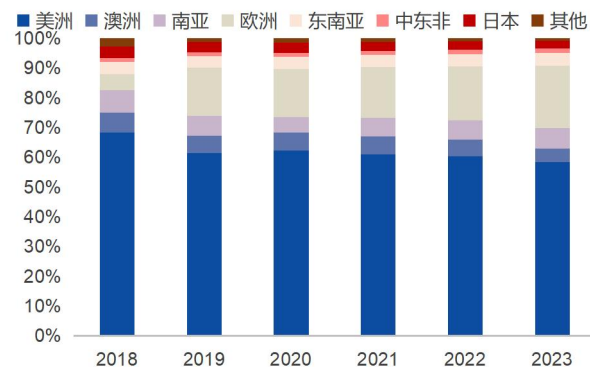
来源：公司公告，wind，华福证券研究所

图表 95：2010-2023 年海尔智家海外营收占比



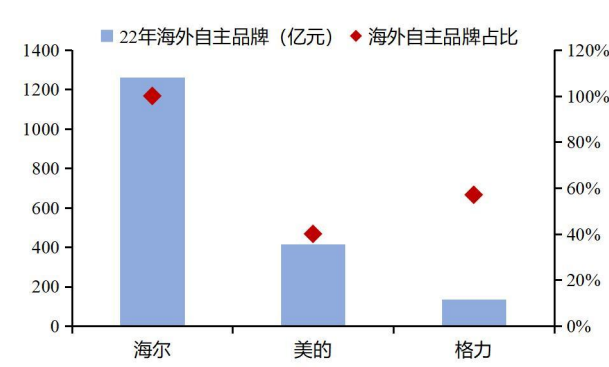
来源：公司公告，wind，华福证券研究所

图表 96：23 年美洲与欧洲贡献海尔海外主要收入



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 97：白电龙头海外自主品牌规模及占比



来源：wind，公司公告，华福证券研究所；备注：此处美的海外品牌为智能家居海外自主品牌收入

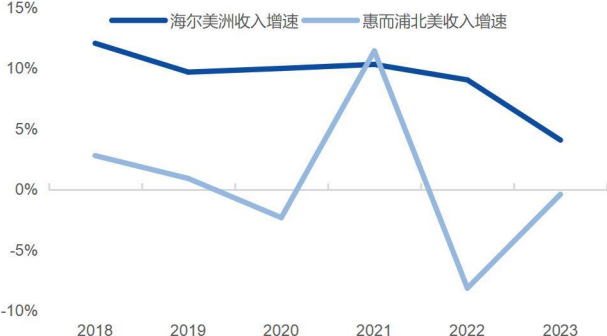
海尔收购 GEA 后整合提效明显，持续缩小与惠而浦北美的差距。海尔收购 GEA 后充分发挥其优秀的整合能力，持续推进品牌高端化、供应链精细化和全渠道的整合且成效显著，2018-2023 年期间海尔北美收入复合增长 9%，明显优于惠而浦北美（美元口径：+0%，折算人民币口径：+1%）。从营收规模来看，海尔持续缩小了与惠而浦北美业务的体量差距，2023 年海尔北美收入基本与惠而浦北美规模持平（2017 年海尔北美收入仅惠而浦北美的 63%）。

图表 98：海尔北美收入持续缩小与惠而浦北美差距



来源：wind，公司公告，惠而浦公司官网，华福证券研究所；备注：惠而浦北美收入按美元即期汇率年度均值折算为人民币口径

图表 99：海尔北美收入增速表现领先惠而浦北美



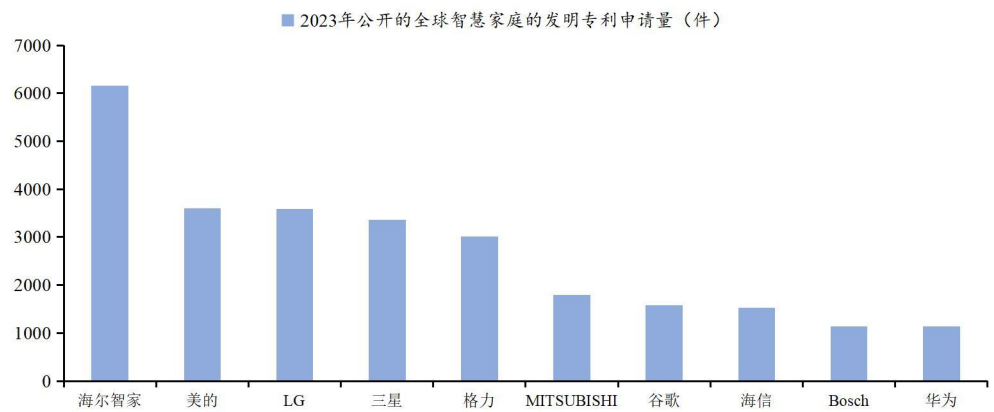
来源：wind，公司公告，惠而浦公司官网，华福证券研究所



发挥全球研发协同优势, 积累丰富专利成果。海尔在全球设立 10+N 的创新生态体系, 具备全球研发协同机制, 可以共享通用模块、复用技术及在合规范围内共享专利, 在产品研发中充分发挥各品牌的技术优势, 其中海尔冰箱原创的控氧保鲜科技由中、韩、德、日四国工程师协同研发, 海尔的油烟机产品搭载了与新西兰合作研发的斐雪派克直驱变频电机。海尔注重产品创新与技术积累, 截至 2023 年海尔在全球累计专利申请 10.3 万余项, 其中发明专利累计申请 6.7 万余项。

近年来家电智能化趋势愈发明显, 海尔在智慧家庭技术储备较为深厚, IPRdaily 发布的 2023 年全球智慧家庭发明专利 TOP100 排行榜显示海尔智家以 6152 件专利申请领跑全球。

图表 100: 2023 年全球智慧家庭发明专利排行榜 TOP10



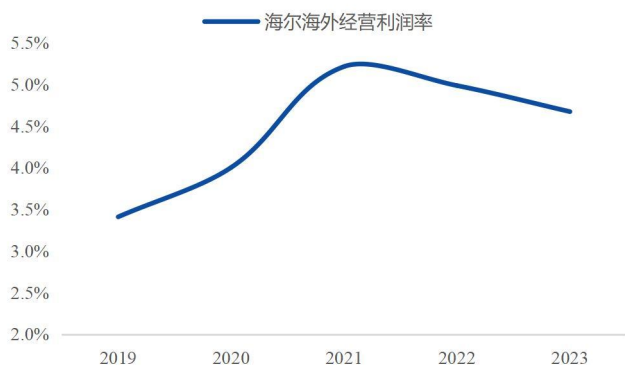
来源: IPRDaily, 华福证券研究所; 备注: 2023 年公开的全球智慧家庭相关发明专利申请 (同申请号合并)

全球坚定推动高端创牌战略, 国内卡萨帝引领, 海外提升产品价格指数。国内: 卡萨帝高端市场份额领先。海尔高端品牌卡萨帝深耕国内高端市场十余年, 目前已逐步迈入品牌红利收获期, 在高端市场份额领先, 中怡康数据显示 23H1 卡萨帝品牌在国内高端市场冰箱、洗衣机、空调等品类的零售额份额排名第一; 海外: 海尔在海外亦坚持推广高端创牌战略, 持续提升产品的价格指数, 北美市场 22 年推出内置 Alexa 语音助手的 Profile 大波轮/大滚筒洗衣机等差异化新品支持高端品牌双位数增长; 欧洲海尔品牌价格指数提升至 131; 其余主要海外地区高端化推动亦有所成效。

盈利能力优化仍有空间, 高端创牌+运营提效稳步助力利润率提振。受益于海外高端创牌、规模效应显现及精细化运营提效, 海尔海外业务的经营利润率整体向好, 从 2019 年的 4.0% 提升至 2023 年的 4.7%。2020 年海尔智家完成对海尔电器的私有化, 治理结构得到改善且持续推进全流程数字化变革提效, 公司整体的盈利能力亦步入上升通道。2023 年海尔智家归母净利率提升至 6.35%, 但与美的集团、格力电器相比仍有明显的提升空间。随着海尔全球高端创牌成效显现、降本增效举措持续推进及品类布局补齐 (强化空调发展), 后续海尔盈利能力有望持续优化。

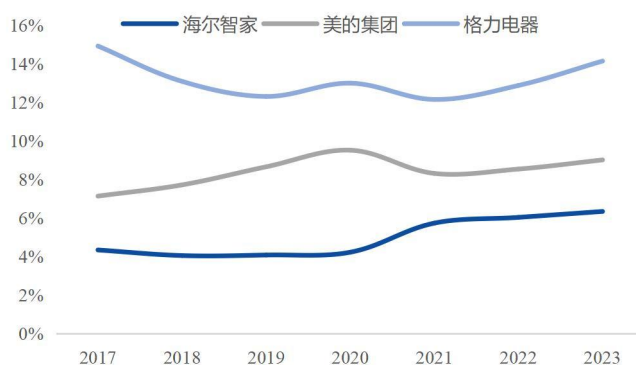


图表 101：2019-2023 年海尔智家海外经营利润率



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 102：2017-2023 年白电主要龙头归母净利润率



来源：wind，公司公告，华福证券研究所

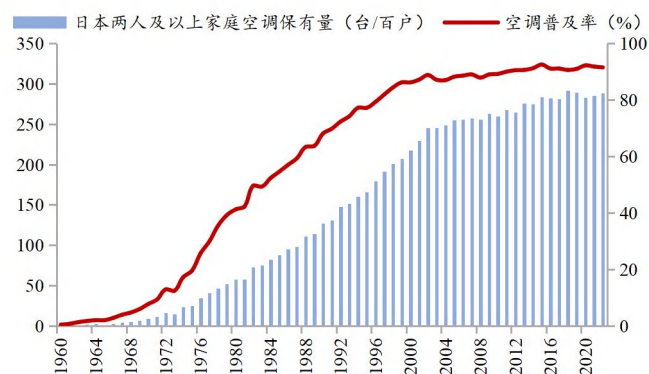
2.3 空调龙头-美的&格力：赛道属性优，出海仍可为

大金经验：空调品类具备与全球气候相关的特殊成长性+东南亚地区空调渗透率较低
→空调龙头美的集团与格力电器

2.3.1 空调一户多机属性突出，新兴市场等仍具成长性

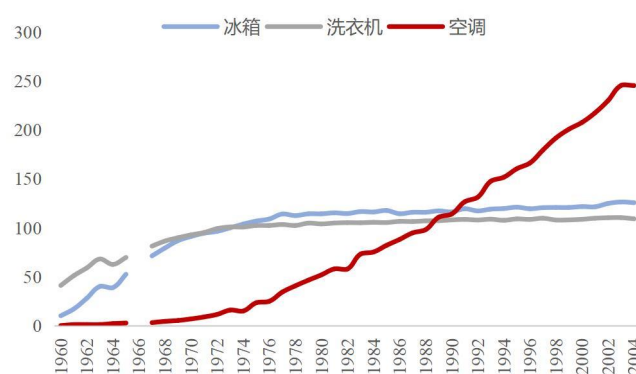
空调属性：一户多机，白电品类内发展空间充足。家用空调产品具备较强的一户多机的属性，相比冰洗产品存在更充足的发展空间。从日本市场来看，日本家庭空调普及率步入 80% 以上后，其保有量依旧保持快速提升趋势，且同样普及率提升 10pct 对应的保有量增加更为明显（1997-2022 年对应保有量增加 97 台/百户，1992-1997 年对应保有量增加 44 台/百户）。

图表 103：日本两人及以上家庭空调保有量及普及率



来源：wind，日本统计局，华福证券研究所

图表 104：1960-2004 日本家庭白电保有量(台/百户)



来源：日本内府阁，华福证券研究所

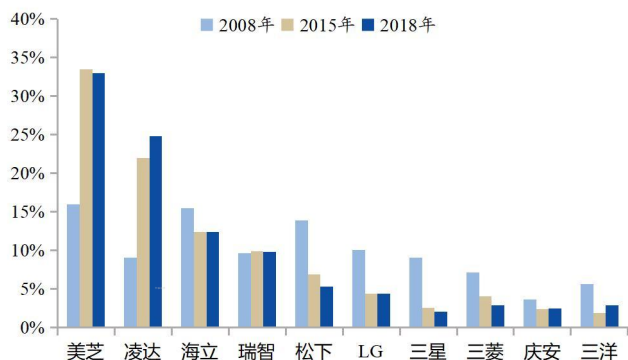
空调存在明显准入壁垒，龙头纵向布局产业链，掌握核心零部件自配套能力。空调赛道具备明显的产业链壁垒，对零部件要求较高，其中压缩机的性能对空调品质起到重要的决定作用，国内空调龙头格力及美的亦较早纵向完善产业链布局（利于降低零部件外购成本+提升产品品质），是国内为数不多拥有自配套压缩机及电机的空



调生产厂家。

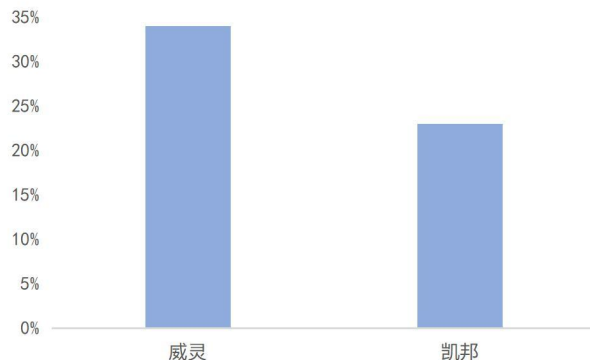
- ✓ **压缩机：**空调压缩机行业鲜有新竞争者入局，2008 年与 2018 年行业主要参与企业并未改变。格局维度，美芝（美的旗下压缩机生产商）与凌达（格力旗下压缩机生产商）凭借美的和格力在空调行业的龙头地位及自配套需求在压缩机市场份额持续提升。为优化压缩机性能、减少压缩机成本、提升空调产品竞争力，23 年海尔与海立股份合作设立压缩机合资公司。
- ✓ **空调电机：**市场集中度较高，威灵与凯邦形成双寡头格局。空调电机主要参与企业包括威灵、凯邦、大洋、卧龙等，其中威灵和凯邦凭借自供配套优势形成双寡头竞争格局。产业在线数据 2017 冷年空调电机市场威灵、凯邦以美的、格力自供体系为支撑合计占据 57% 份额，其中威灵客户资源丰富市场份额达 34%，凯邦则以 23% 的份额位居市场第二。

图表 105：空调压缩机主要公司销量份额



来源：wind，海立股份公司公告，华福证券研究所

图表 106：2017 冷年空调电机市场威灵与凯邦份额



来源：产业在线，搜狐新闻，华福证券研究所

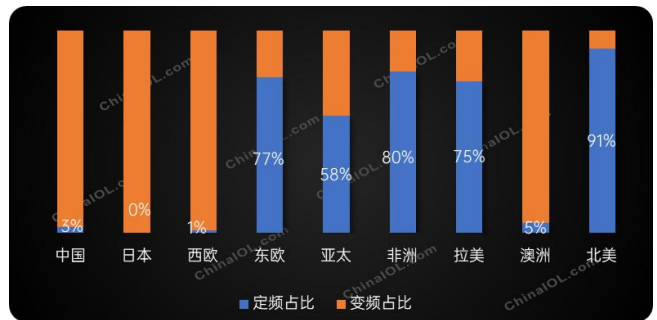
国内空调能效标准较为领先，有望推动海外节能产品结构切换。随着全球变暖及居民节能环保意识的加强，各地区空调能效标准要求亦有所提高。2019 年国内推行空调新能效标准，对不同等级能效要求均有提升，且 2022 年起完全淘汰定频，新能效标准之下 22 年我国家用空调已基本切换至变频产品。另外日本、西欧、澳洲地区对家用空调产品的能效要求较高，产业在线数据显示 2022 年以上地区家用空调产品结构已切换至变频为主（日本已几乎 100% 变频），但非洲、拉美地区能效标准要求普遍不高，价格更低的定频空调占据主导。我国是空调生产大国（21 冷年中国境内空调产量占全球 80% 以上），目前国内空调能效标准要求较为严格，有望提升出口产品的竞争力（更节能环保），推动海外产品结构切换。

图表 107：中国现有能效标准与海外主要国家能效对比

	亚洲				欧洲			北美洲	南美洲	非洲	大洋洲
中国现行能效标准	日本	沙特	泰国	阿联酋	印度	意大利	西班牙	美国	巴西	南非	澳大利亚
高于1级能效	> APF5.8										6星及以上
等同于1级能效	APF5.8				5星			SEER ≥ 26			5星
等同于2级能效		C	NO.5 ★★★			A+++	A+++	20 ≤ SEER < 26			4星
等同于3级能效	D (EER: 11.8-13)		NO.5 ★		变频3星	A++	A++	14 ≤ SEER < 20			3星及以下
等同于4级能效			变频NO.5			A+及以下	A+及以下		A (变频)		
等同于5级能效											
低于5级能效		U (定速)	定速NO.5	2星、3星、4星	1星、2星、3星、4星、5星				A (定速)	A+、B及以下	A、B

来源：产业在线，华福证券研究所

图表 108：22 年全球主要地区家空定频变频结构(销量占比)

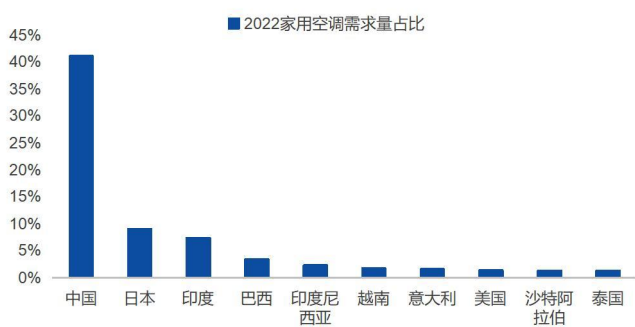


来源：产业在线，华福证券研究所

2.3.2 美的&格力：欧洲东南亚空调文化相近，国内空调龙头出海仍可期

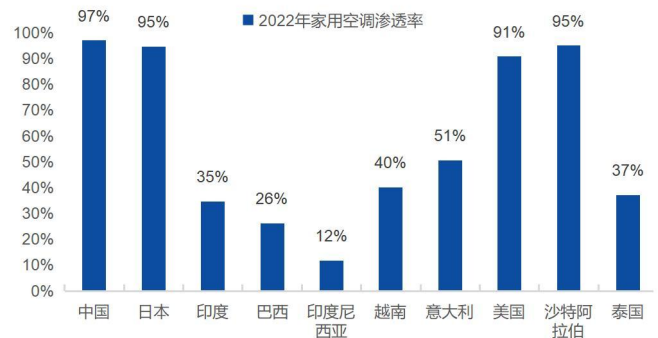
东南亚等海外多数地区渗透率较低。根据 JRAIA 数据显示 2022 年预计全球空调（家用+商用）需求量约 1.18 亿台，其中家用空调约 1.0 亿台，亚洲市场需求占比最高，其次是北美、欧洲、拉美等；商用空调约 0.18 亿台，北美需求占比最高，其次是亚洲。分具体国家地区来看，2022 年全球家用空调需求量前三国家分别是中国、日本、印度，商用空调需求前三分别是美国、中国、日本。从家用空调渗透率来看，全球家用空调需求量前十国家的渗透率存在较大提升空间，中国、日本、美国、沙特渗透率已超 90%，但需求量靠前的印度（35%）、巴西（26%）、印度尼西亚（12%）、越南（40%）等仍处较低水平。

图表 109：2022 年全球家用空调需求量前十国家



来源：JRAIA，华福证券研究所

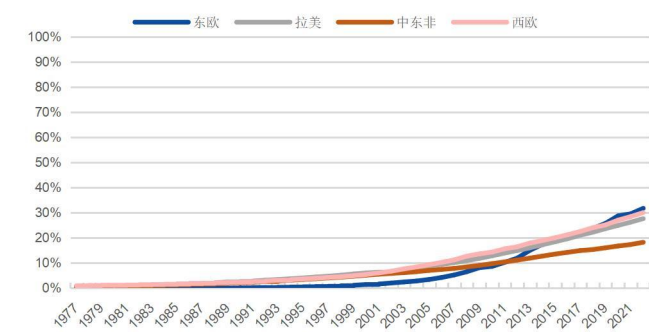
图表 110：2022 年部分国家家用空调渗透率



来源：Euromonitor，华福证券研究所

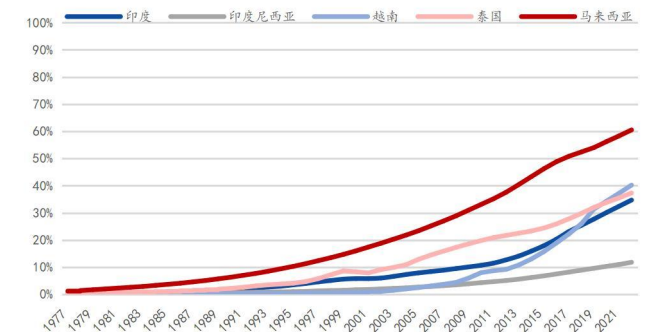


图表 111：欧洲/拉美/中东非家用空调渗透率较低



来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 112：东南亚多数地区家空步入渗透率快速提升



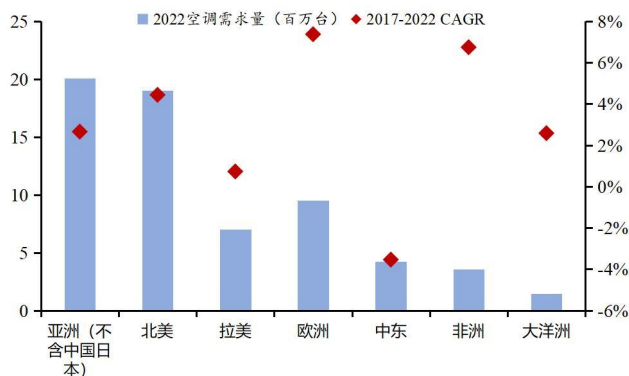
来源：Euromonitor，华福证券研究所

欧洲东南亚等地区空调文化相近，空调龙头出海尤可为。从大金的出海经验来看，欧洲、东南亚等地区空调结构偏好与国内较为类似，且目前处于空调市场处于成长期（渗透率较低叠加近年炎夏拉动需求），格局尚未稳定存在较大的发展机会，看好龙头出海抢占市场份额。具体来看：

美的集团：智能家居业务海外贡献超 4 成，自主品牌培育初获成效。2010 年以来美的加强海外业务布局，先后收购开利拉美、东芝家电、意大利 Clivet、KUKA 等，且积极推动海外 OBM 业务的发展。2022 年美的智能家居业务实现收入 2328 亿元，海外收入达 1036 亿元，占比超 44%，且在 2022 年自主品牌收入占海外智能家居收入首次超过 40%。美的积极顺应海外本土需求，20 年推出 U 型窗式空调抢占美国市场，22 年在美亚美的自有品牌窗式空调份额超 30%。

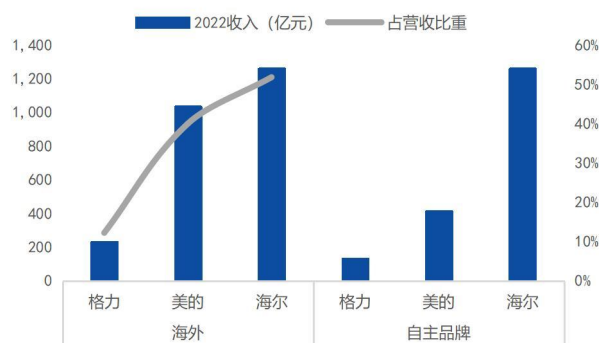
格力电器：海外营收贡献超 10%，稳步推进中东欧洲东南亚市场。格力并未涉及海外并购，仅在巴西和巴基斯坦建立两大生产基地，稳步推进海外业务布局。目前产品已销往 190 多个国家和地区，在中东、欧洲、东南亚等市场实现持续稳定增长。2020-2022 年期间格力电器主营业务海外收入以 8% 的复合增速扩张至 233 亿元（占营收比重提升至 12%），其中海外自主品牌规模约 134 亿元（复合增速约 20%），占海外业务比重达 57%。

图表 113: 2022 年主要地区空调（家用+商用）需求量及复合增速



来源: JRAIA, 华福证券研究所

图表 114: 白电龙头海外营收及占比



来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所; 备注: 此处美的海外为智能家居海外业务收入, 占比为海外智能家居自主品牌/海外智能家居业务比重

图表 115: 美的集团与格力电器主要海外并购梳理

公司	主要海外并购
美的集团	2010年: 收购埃及Miraco公司32.5%股权(埃及空调生产商)
	2011年: 收购开利拉美空调业务
	2016年: 收购东芝家电(获得 40 年的东芝品牌的全球授权)
	2016年: 收购 Clivet 80%股权(意大利中央空调企业)
	2017年: 收购全球四大机器人巨头之一的 KUKA, 以色列 Servotronics, 进军机器人市场
格力电器	暂无

来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所; 备注: 美的 2010 年与 2011 年收购主体为美的电器, 2013 年美的集团换股吸收合并美的电器

图表 116: 美的 U 型窗式空调



来源: 美的集团招股说明书, 华福证券研究所

3 投资建议

纵观日本家电发展历史, 大金工业是为数不多穿越周期、逆势扩张的优质企业。复盘大金的成功发展, 重点支撑要素: 因地制宜的全球化扩张、深耕赛道属性优质、研发创新优质产品支撑品牌发展。大金成功经验的复盘, 有望挖掘中长期的投资对标方向——寻找国内潜在的“大金”。投资逻辑概括为以下三个方面:

- 收购本土品牌切入成熟市场
- 全球多数地区仍处低渗透普及期+存在明显壁垒的赛道
- 空调品类具备与全球气候相关的特殊成长性

从而推荐以下三个投资方向:

兼具成长性与高壁垒, 且中国品牌产品力全球领先的扫地机龙头石头科技与科沃斯。海外扫地机整体渗透率较低、空间充足且近年产品结构向自集尘、自清洁等复合基



站升级，有望开启长周期增长拐点，以石头科技和科沃斯为代表的国产品牌注重研发创新持续推出优质产品，有望享受全球扫地机结构升级快速成长的红利。建议关注打造硬核产品力、海外引领全能基站升级、国内份额稳步提升的【石头科技】和短期经营表现静待修复、全方位基础实力突出、持续加大海外拓展力度的【科沃斯】。

全球化布局完善的海尔智家。全球大家电市场相对成熟，市场鲜少出现新晋品牌，多数企业通过兼并收购整合入场或者提升份额，海尔先后收购整合日本三洋白电业务、通用电气家电业务（GEA）、新西兰家电品牌斐雪派克（FPA）和意大利 Candy 等优质家电标的，完成多品牌、多品类、跨区域的全球化布局。建议关注全球化布局完善、高端创牌领先、降本增效逻辑持续兑现的【海尔智家】。

空调龙头美的集团与格力电器。全球空调市场仍有充足发展空间，海外尤其东南亚地区空调渗透率仍相对较低，且即使高渗透率地区空调一户多机属性仍有望向上打开成长空间。且近年来全球变暖推动节能环保空调需求日益显现，目前中国空调能效标准较为领先，节能产品出海有望引领海外产品结构的优化，看好国内空调龙头出海抢占市场份额。建议关注龙头经营韧性突出、C 端稳中向好、B 端第二成长曲线逐步打开的【美的集团】和低估值、空调龙头地位巩固、多元业务稳步拓展的【格力电器】。

4 风险提示

宏观经济下行风险：若宏观经济下行预计将导致消费需求趋弱，影响行业经营表现。

行业竞争加剧风险：市场参与者众多，若竞争激烈程度加剧，开启价格战等措施将导致行业整体营收和利润受到较大冲击，削弱企业的盈利能力。

贸易摩擦加剧风险：若贸易摩擦加剧，或影响企业海外业务的布局进度及经营表现。

汇率大幅波动风险：若汇率大幅波动，将对企业最终业绩产生较大的非经营性影响。

渗透率不及预期风险：若品类渗透率不及预期，或使品类需求表现不及预期，影响企业经营表现。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
 公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
 邮编：200120
 邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn