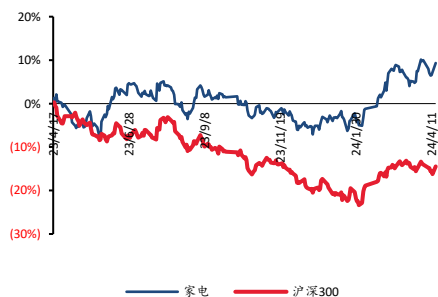


家电

海外家电公司年报总结：2023Q4 收入、业绩端分化明显，2024 年拉美等新兴市场和咖啡机等品类或存结构性机会

■ 走势比较



■ 子行业评级

白色家电 II	无评级
黑色家电 II	无评级
小家电 II	无评级
照明电工及	无评级
其他	无评级
厨房电器 II	无评级

相关研究报告

<<小熊电器：2023H2 外销增长亮眼，Q4 业绩短期承压>>—2024-04-13

<<2023H2 外销高速增长，Q4 业绩有所改善>>—2024-04-10

<<苏泊尔：2023Q4 毛利率明显提升，H2 外销贡献增长>>—2024-04-03

证券分析师：孟昕

E-MAIL: mengxin@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524020001

研究助理：赵梦菲

E-MAIL: zhaomf@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030006

研究助理：金桐羽

电话：021-58502206

E-MAIL: jinty@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030010

报告摘要

回顾 2023Q4：海外家电企业收入、业绩表现分化明显，拉美等新兴市场实现逆势提升。1) 营收端：a) 整体来看，2023Q4 营收端，Shark Ninja 实现双位数增长，SEB、A.O. 史密斯、德龙、惠而浦实现稳健增长，伊莱克斯、三星均出现小幅下滑，irobot 营收端下滑幅度较大。b) 分区域看，2023Q4 Shark Ninja 的欧洲市场实现高增，伊莱克斯、惠而浦、SEB 的拉美市场、德龙的欧洲市场和 SEB 的 EMEA 市场均实现了逆势双位数提升。c) 分业务看，2023Q2 三星的 DS/SDC 业务实现稳健增长。2) 利润端：2023Q2 各公司业绩表现分化明显，Shark Ninja 净利润同比+75.20%，实现亮眼高增，德龙业绩实现快速增长；惠而浦、A.O. 史密斯实现利润扭亏为盈；伊莱克斯、三星和 irobot 业绩有待提振。

展望 2024 全年：海外市场整体需求预计部分复苏，中国家电龙头企业出口业务有望快速增长。

1、海外市场方面，1) 白电：A.O. 史密斯北美市场热水器市场需求持续乐观，2024 年公司收入业绩有望双升；惠而浦 2024 年营收或继续承压，降本增效有望助力盈利能力提升；伊莱克斯 2024 年各市场对家电需求或较为中性，降本增效成果有望在 2024H2 体现。**2) 黑电：**三星 2024 年显示市场下滑趋势或有所缓解，降本增效助力大尺寸显示业务盈利能力改善。**3) 小家电：**Shark Ninja 三支柱战略推动营收、利润增长，提升全球市场份额；德龙预计 2024 年收入业绩均有望增长；SEB 预计小家电行业有望持续复苏，2024 年公司毛利率或将接近 10%；irobot 业务瘦身叠加费用控制，2024H2 收入和盈利能力有望改善。

2、中国家电出口方面，1) 白电：铜材涨价叠加红海事件催化，渠道商为提前锁定低价积极备货；**2) 黑电：**海信视像、TCL 电子 TV 海外出货量逆势提升，2024 年收入业绩或将延续增长态势；**3) 厨房小家电：**2024 年以来出口景气度较高，咖啡机品类有望成为比依股份业务新增量；**4) 清洁小家电：**全球扫地机市场仍前景广阔，石头科技 2024 年营收端有望持续快增。

投资建议：海外家电行业 2024 年整体需求或持续复苏，国内白电龙头企业或受益于排产增长红利，黑电、小家电龙头企业外销业务表现优于行业。2023Q4 海外白电、黑电和小家电企业收入端、业绩端表现分化较为明显；在此背景下，中国白电龙头企业有望率先享受红海事件与铜价上涨推动排产增加的发展红利，黑电头部品牌海外出货量增速高于行业，以出口 ODM 业务为主的厨房小家电龙头和海外渠道加速扩张的扫地机头部公司的外销业务也或将实现较好表现。我们认为，2024 年海外市场整体需求预计实现部分复苏，同时在亚洲、南美等新兴市场和咖啡机等品类方面均存在结构性增长机会，国内家电企业出口外销业务仍有发展空间，有望延续 2023 年的增长态势。

重点关注个股：1) 白电：建议关注受益于出口排产增长的白电头部企业美的集团、海尔智家、海信家电，以及冰箱/冷柜外销龙头奥马电器。2) 黑电：建议关注 2023 年海外出货量增速显著高于行业的国内黑电头部企业海信视像和 TCL 电子。3) 厨房小家电：建议关注空气炸锅代工龙头，国外咖啡机订单提供新增量，2024 年外销有望保持增长态势的比依股份；去库存进入尾声，多品牌全面覆盖消费者不同需求的新宝股份。4) 清洁电器：建议关注海外收入占比较高且持续快速增长，清洁电器 ODM 业务稳健发展的莱克电气。

风险提示：宏观经济增速放缓导致市场需求下降、海运运力紧张、汇率波动、研发成果不及预期等。

目录

一、 海外重点公司年报回顾：收入、业绩表现分化明显，拉美等新兴市场实现逆势提升.....	5
（一）白电：业绩端表现优于收入，印度、墨西哥等新兴市场营收逆势增长.....	7
（二）黑电：三星营收、业绩均短期承压，显示器业务收入逆势增长	13
（三）小家电：SEB、德龙收入业绩双升，Shark Ninja 利润表现优于营收	15
二、 2024 全年海外市场整体需求预计部分复苏，中国家电龙头企业出口业务有望快速增长	22
（一）降本增效助力盈利能力提升，拉美等新兴市场和咖啡机等品类或存结构性增长机会	22
（二）2024 开年以来家电行业出口快速增长，中国龙头企业出口业务有望率先受益	26
三、 投资建议	32
四、 风险提示	33

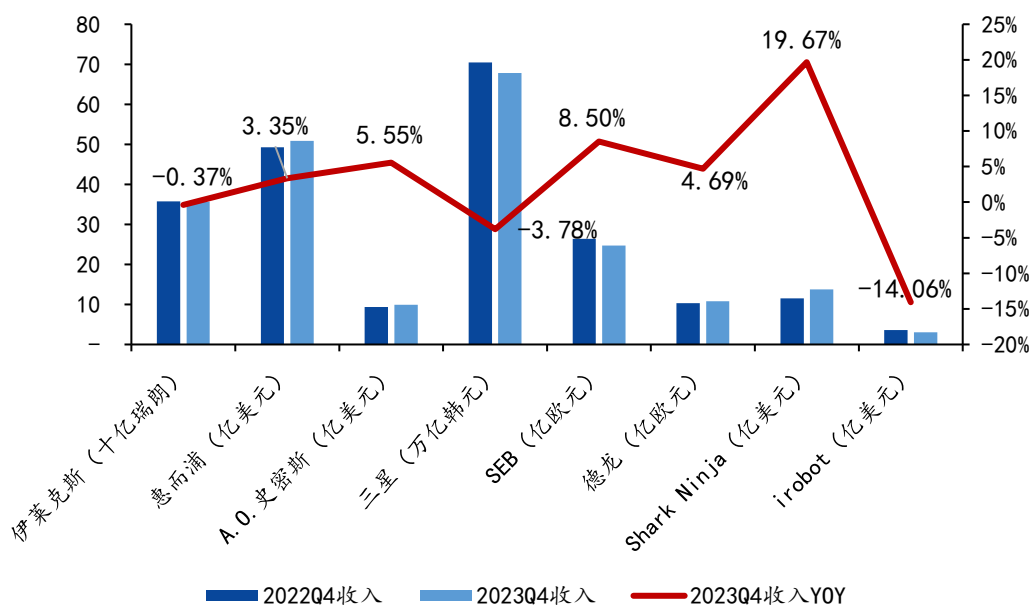
图表目录

图表 1: 2023Q4 Shark Ninja 实现双位数增长, SEB、A.O. 史密斯、德龙、惠而浦实现稳健增长...	5
图表 2: Shark Ninja 净利润实现亮眼高增, 德龙业绩实现快速增长.....	6
图表 3: Shark Ninja 欧洲市场实现高增, 伊莱克斯、惠而浦、SEB 的拉美市场、德龙欧洲市场和 SEB 的 EMEA 市场均实现逆势双位数提升	6
图表 4: 三星的 DS/SDC 业务实现稳健增长	7
图表 5: A.O. 史密斯 2023 年营收 38.53 亿美元 (同比+2.63%), 稳健增长	8
图表 6: A.O. 史密斯 2023 年净利润 5.57 亿美元 (同比+136.15%)	9
图表 7: 惠而浦北美地区 2024Q4 营收占总营收 58%.....	10
图表 8: 2023 全年公司净利润为 4.88 亿美元, 净利率为 2.51%, 实现扭亏为盈	11
图表 9: 伊莱克斯 2023Q4 欧洲、南美地区收入实现逆势提升	12
图表 10: 伊莱克斯全年收益下降, 2023 年-52.27 亿瑞朗 (2022 年为-13.2 亿瑞朗)	13
图表 11: 2023 Q4 营收端 DS、SDC 业务逆势提升	14
图表 12: 三星 2023 年净利润、净利率均出现较大幅下滑	14
图表 13: 2023Q4 Shark Ninja 营收实现双位数增长.....	15
图表 14: 2023Q4 Shark Ninja 烹饪和饮料电器收入快增, 其他电器增速靓丽.....	16
图表 15: 2023Q4 Shark Ninja 欧洲地区营收高增.....	16
图表 16: 2023Q4 Shark Ninja 业绩高增, 毛、净利率双升.....	17
图表 17: 德龙 2023Q3、Q4 单季度收入增速由负转正	18
图表 18: 2023 年德龙净利率实现持续提升.....	19
图表 19: 2023 SEB 集团净利润快速提升, 净利率小幅增长.....	20
图表 20: 2023 年 irobot 收入 8.91 亿美元 (-24.74%), 仍有待提振.....	21
图表 21: 2023Q4 irobot 净利润-0.64 亿美元, 同比和环比亏损金额均有所下降	21
图表 22: 惠而浦预计 2024 年总营收约为 169 亿美元 (-13.33%), 息税前利润率约为 6.8% (+0.7pct)	22
图表 23: 伊莱克斯目标通过成本效率提升和创新营销投资, 对收益产生 40-50 亿瑞朗的正向贡献	23
图表 24: 针对显示器相关业务三星计划通过产品创新和矩阵多元化以满足消费者的各种需求 ...	24
图表 25: Shark Ninja 2024 预计调整后营收增长 7-9%, 预计净利润同比增长 7-12%.....	25
图表 26: 2024 年 irobot 预计收入 8.25~8.65 亿美元, 毛利率预计 31%-33% (调整后 32%~34%)	26
图表 27: 2024 年 4 月 12 日 LME 铜价为 9402.0 美元/吨 (年累计+10.92%)	27
图表 28: 受红海事件影响海运价格上涨明显	27
图表 29: 2024M4 空/冰/洗出口排产分别实现同比+28.3/19.9/1.6%.....	27
图表 30: 部分家电企业通过涨价的方式转移成本端压力	28
图表 31: 2023 年海信视像、TCL 电子 TV 海外出货逆势提升跑赢行业	29
图表 32: 厨小电品类 2024 年以来出口销额整体保持快增趋势	30
图表 33: IDC 咨询预测 2028 年全球扫地机市场容量达到近 2500 万台.....	31

一、海外重点公司年报回顾：收入、业绩表现分化明显，拉美等新兴市场实现逆势提升

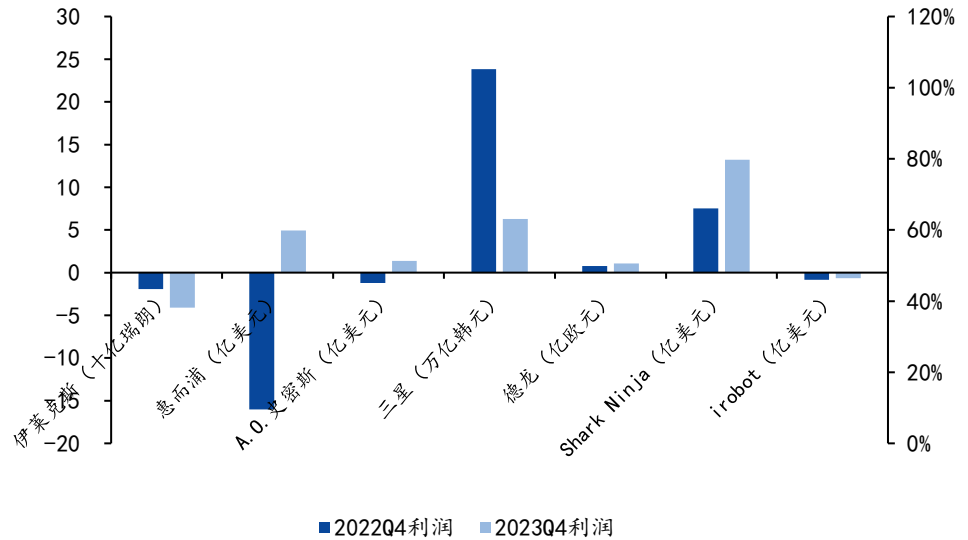
2023Q4 海外家电企业收入、业绩分化明显，部分区域和业务实现逆势提升。1) 营收端：a) 整体来看：2023Q4 营收端，Shark Ninja 实现双位数增长，SEB、A. O. 史密斯、德龙、惠而浦实现稳健增长，伊莱克斯、三星均出现小幅下滑，irobot 营收端下滑幅度较大。b) 分区域看，2023Q4 Shark Ninja 的欧洲市场实现高增，伊莱克斯、惠而浦、SEB 的拉美市场、德龙的欧洲市场和 SEB 的 EMEA 市场均实现了逆势双位数提升。c) 分业务看，2023Q2 三星的 DS/SDC 业务实现稳健增长。2) 利润端：2023Q2 各公司业绩表现分化明显，Shark Ninja 净利润同比+75.20%，实现亮眼高增，德龙业绩实现快速增长；惠而浦、A. O. 史密斯实现利润扭亏为盈；伊莱克斯、三星和 irobot 业绩有待提振。

图表1：2023Q4 Shark Ninja 实现双位数增长，SEB、A. O. 史密斯、德龙、惠而浦实现稳健增长



资料来源：各公司财报，太平洋证券整理（注：图中 SEB 收入增速为 LFL 口径，Shark Ninja 收入为调整后收入）

图表2：Shark Ninja 净利润实现亮眼高增，德龙业绩实现快速增长



资料来源：各公司财报，太平洋证券整理（注：图中 SEB 利润增速为 LFL 口径，Shark Ninja 利润为调整后利润）

图表3：Shark Ninja 欧洲市场实现高增，伊莱克斯、惠而浦、SEB 的拉美市场、德龙欧洲市场和 SEB 的 EMEA 市场均实现逆势双位数提升

分地区	白电各地区收入增速			小家电各地区收入增速			
	伊莱克斯	惠而浦	A. O. 史密斯	SEB	德龙	Shark Ninja	irobot
北美	-14. 94%	1. 30%	6. 65%	0. 00%	-10. 35%	7. 98%	-20. 00%
拉丁美洲	27. 56%	17. 20%	4. 21% (Rest)	26. 30%	(Americas)	-43. 03%	-
中国	-4. 25% (AMEA)	8. 70% (Asia)		3. 30%	-		-
印度				-	-		-
亚太				2. 90%	-1. 51%		-
中东		-3. 20% (EMEA)		10. 90% (EMEA)	6. 22% (MEIA)		-5% (EMEA)
非洲					-	-	
西欧					-	-	
东欧					-	-	
欧洲	0. 12%				10. 97%	58. 81%	
Q4Y0Y	-0. 37%	3. 35%	5. 55%	8. 50%	4. 69%	19. 67%	-14. 06%

资料来源：各公司财报，太平洋证券整理

图表4：三星的 DS/SDC 业务实现稳健增长

分业务	三星
VD / DA	-8.22%
MX/Networks	-7.05%
DS	8.14%
SDC	4.22%
Harman	-0.98%
Q2Y0Y	-3.78%

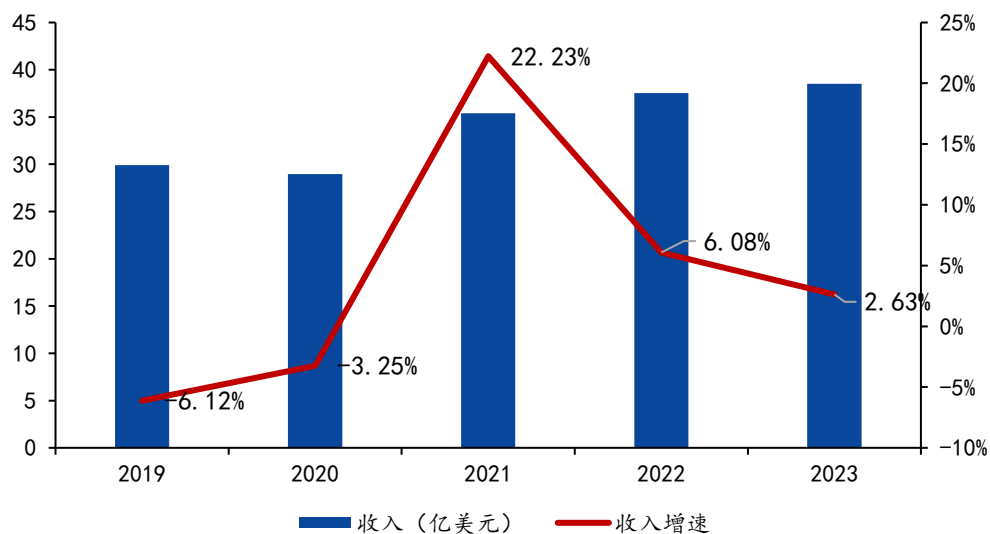
资料来源：三星公司财报，太平洋证券整理

（一）白电：业绩端表现优于收入，印度、墨西哥等新兴市场营收逆势增长

A.0. 史密斯：2023Q4 营收稳健增长，盈利能力大幅提升。

收入端：2023 年公司营收 38.53 亿美元（同比+2.63%），实现稳健增长。1) 分季度看，2023Q4 公司营收 9.88 亿美元（同比+5.55%），整体表现稳中向好。2) 分地区看，北美地区 2023Q4 营收为 7.38 亿美元（同比+6.65%），主要系对于热水器产品销量的增加；其他地区 2023Q4 营收共计 2.60 亿美元，同比+4.21%（其中包括中国地区约 300 万美元的汇兑损失），主系在中国地区推出的厨电新品销售的拉动，此外印度地区销售额同比增速达+11%（当地货币口径）。

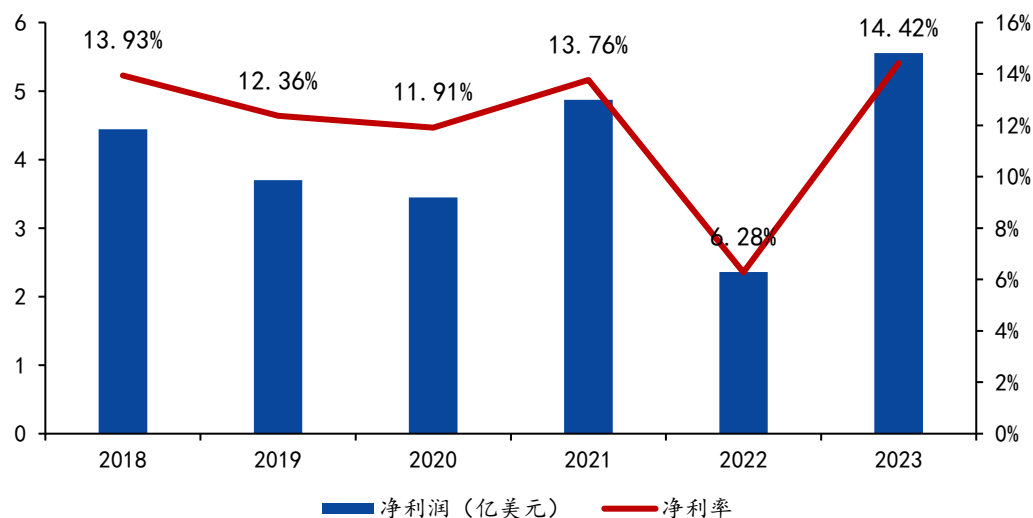
图表5：A.O. 史密斯 2023 年营收 38.53 亿美元（同比+2.63%），稳健增长



资料来源：A.O. 史密斯年报，太平洋证券整理

利润端：2023 年公司毛利率 38.54%（同比+3.12pct），净利润 5.57 亿美元（同比+136.15%），净利率 14.45%（同比+8.17pct），净利润增速亮眼，毛利率净利率涨幅显著。单季度看，2023Q4 公司毛利率 37.43%（同比+0.19pct），净利润 1.37 亿美元（2022Q4 净利润-1.20 亿美元），实现扭亏；净利率 13.90%（同比+26.73pct），盈利能力大幅提升，主要因为公司北美地区热水器产品销量增长以及中国消费者对厨电产品的需求增加带来的产品结构优化。

图表6：A.O. 史密斯 2023 年净利润 5.57 亿美元（同比+136.15%）

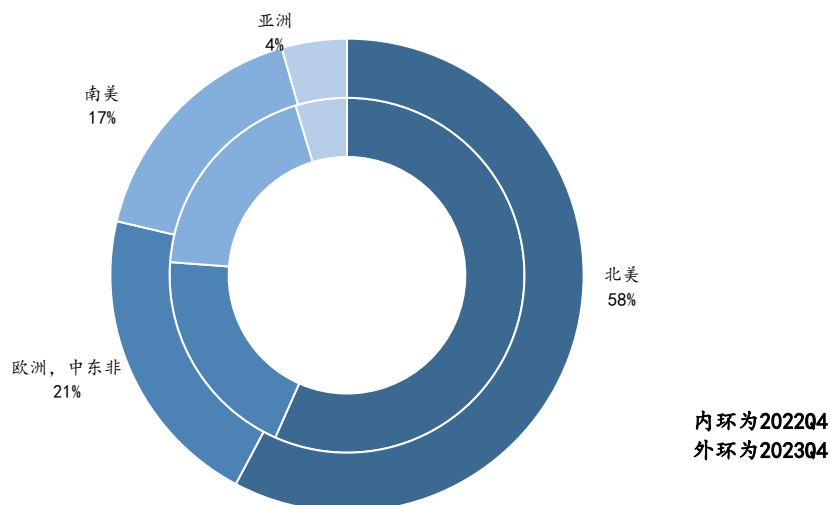


资料来源：A.O. 史密斯年报，太平洋证券整理

惠而浦：2023Q4 利润端实现扭亏，2023 年收入端拉美地区逆势提升。

收入端：2023 年公司营收 194.55 亿美元（同比-1.36%），出现小幅下滑或系 2023 年高通胀、利率上涨以及地缘政治因素致使需求端持续疲软。1）**分季度看**，2023Q4 公司实现营收 50.88 亿美元（同比+3.35%），实现稳健增长。2）**分地区看**，2023Q4 北美/EMEA/拉美/亚洲地区营收 28.81 亿美元（同比+1.30%）、9.95 亿美元（同比-3.20%）、9.74 亿美元（同比+17.20%）、2.38 亿美元（同比+8.70%），拉美地区受墨西哥市场份额增长和需求持续改善的推动实现收入的逆势提升。3）**分品类看**，2023 年公司冷藏类/洗衣类/蒸煮类/洗碗类/备件类和保修分别实现营收 57.94/53.33/47.21/17.29/9.53 亿美元。

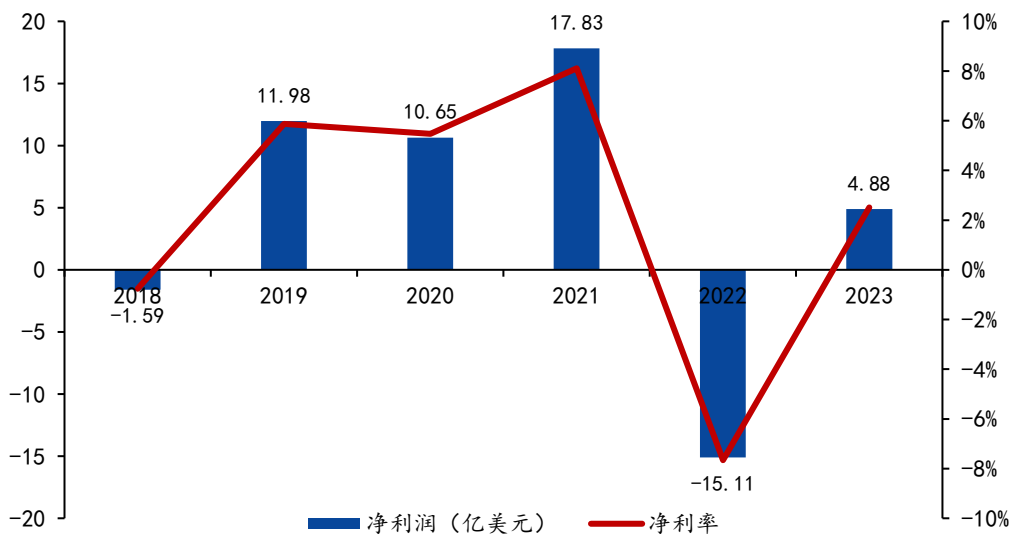
图表7：惠而浦北美地区 2024Q4 营收占总营收 58%



资料来源：惠而浦年报，太平洋证券整理

利润端：2023 全年公司毛利率为 16.29%（同比+0.71pct），净利润为 4.88 亿美元（2022 年-15.11 亿），净利率为 2.51%（同比+10.21pct）；2023Q4 公司毛利率为 15.57%（同比+2.47pct），净利润为 4.92 亿美元（2022Q4 净利润-16.04 亿美元），净利率为 9.67%（同比+42.25pct）。2023 全年及 Q4 净利润为正得益于公司的成本控制及因为创新、供应链改善而提高的市场份额。

图表8：2023 全年公司净利润为 4.88 亿美元，净利率为 2.51%，实现扭亏为盈

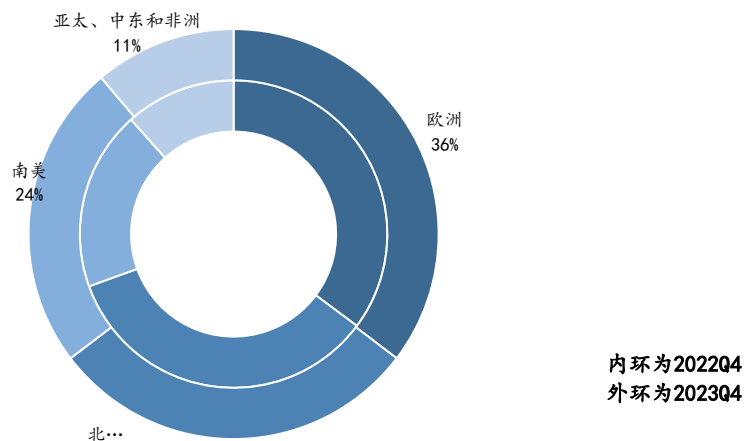


资料来源：惠而浦年报，太平洋证券整理

伊莱克斯：需求端疲软致使营收和利润承压，2023Q4 南美地区实现逆势快增。

收入端：2023 年公司营收 1344.51 亿瑞朗（同比-0.32%）。1) 分季度看，2023Q4 公司实现营收 356.36 亿瑞朗（同比-0.37%），或系需求端受高通胀、利率上涨以及地缘政治因素影响持续疲软所致。2) 分地区看，2023Q4 欧洲/北美/南美/亚太、中东和非洲（AMEA）地区分别实现营收 126.01 亿瑞朗（同比+0.12%）、104.34 亿瑞朗（同比-14.94%）、86.16 亿瑞朗（同比+27.55%）、39.85 亿瑞朗（同比-4.25%），其中欧洲地区表现稳健，南美地区实现逆势快速提升。

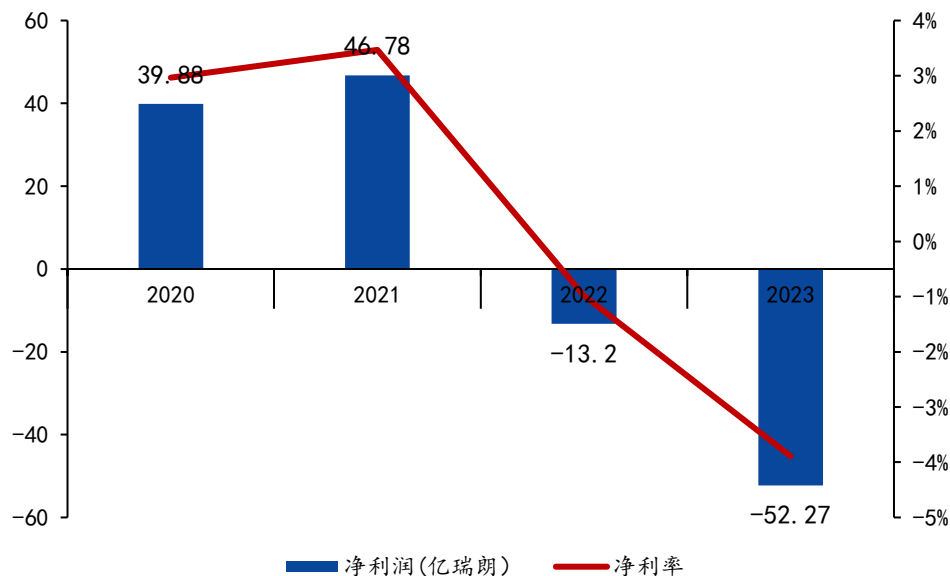
图表9：伊莱克斯 2023Q4 欧洲、南美地区收入实现逆势提升



资料来源：伊莱克斯年报，太平洋证券整理

利润端：2023 全年公司毛利率为 13.16%（同比+0.04pct），息税前利润为-52.27 亿瑞朗（2022 年为-13.2 亿瑞朗）；2023Q4 公司毛利率为 8.53%（同比-1.00pct），息税前利润为-41.13 亿瑞朗（2022Q4 为-19.22 亿瑞朗），经营亏损缺口进一步扩大，主因或系消费信心在高通胀、利率上升和地缘政治等因素的影响下较为低迷，叠加市场促销频繁对利润空间的挤压。

图表10：伊莱克斯全年收益下降，2023 年-52.27 亿瑞朗（2022 年为-13.2 亿瑞朗）



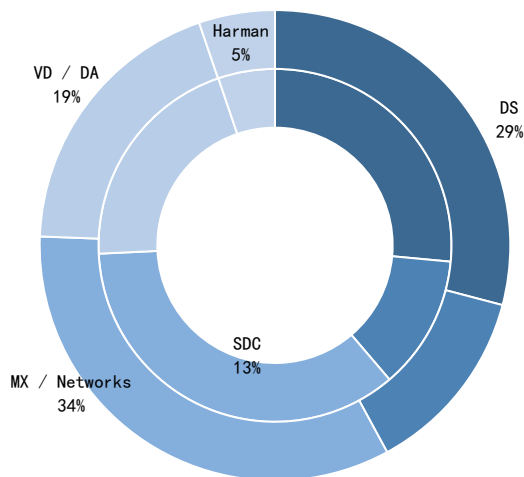
资料来源：伊莱克斯年报，太平洋证券整理

(二) 黑电：三星营收、业绩均短期承压，显示器业务收入逆势增长

三星：2023 Q4 营收端 DS、SDC 业务逆势提升，业绩端承压较大。

收入端：2023 全年公司实现收入 258.94 万亿韩元（同比-14.33%）。1) 分季度看，2023Q4 实现收入 67.78 万亿韩元（同比-3.81%），营收端短期承压或系宏观不确定性增加、需求低迷和公司内存业务放缓所致。2) 分业务看，暂不考虑分部间抵消，2023Q4 公司 DS、SDC、MX / Networks、VD / DA、Harman 业务收入分别达 21.7 万亿韩元（同比+8.14%）、9.7 万亿韩元（同比+4.22%）、25.0 万亿韩元（同比-7.05%）、14.3 亿韩元（同比-8.22%）、3.9 亿韩元（同比-0.98%），营收占比较大的 MX / Networks 和 VD / DA 业务 2023Q4 出现下滑，DS、SDC 业务实现逆势增长。

图表11：2023 Q4 营收端 DS、SDC 业务逆势提升

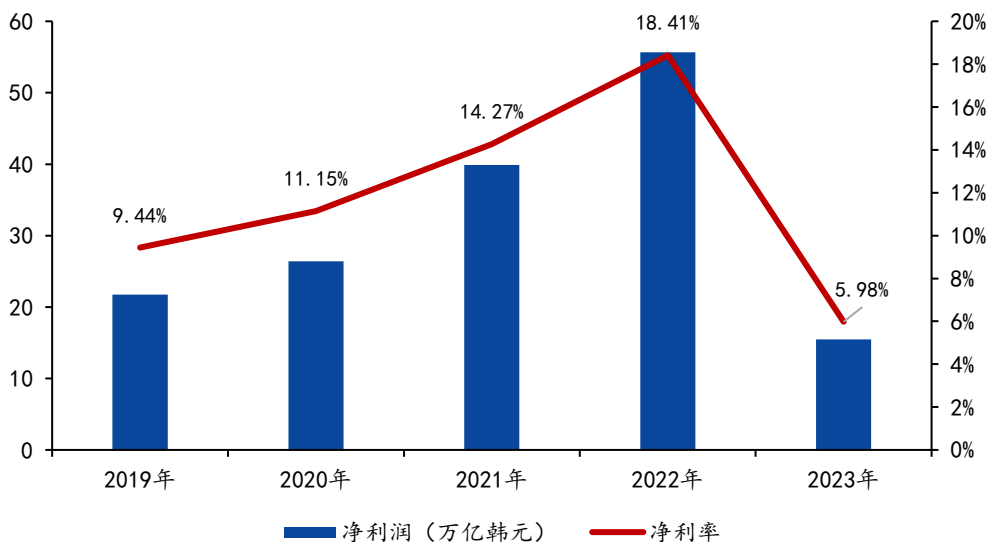


内环为2022Q4
外环为2023Q4

资料来源：三星年报，太平洋证券整理

利润端：2023 年公司毛利率为 30.33%(-6.79pct)，净利润为 15.49 万亿韩元(同比-72.17%)，净利率为 5.98% (同比-12.43pct)；2023Q4 公司毛利率 31.96% (+0.97pct)，净利润为 6.34 万亿韩元(-73.41%)，净利率为 9.36% (同比-24.47pct)，2023 年和 Q4 利润端降幅均较为显著。

图表12：三星 2023 年净利润、净利率均出现较大幅下滑



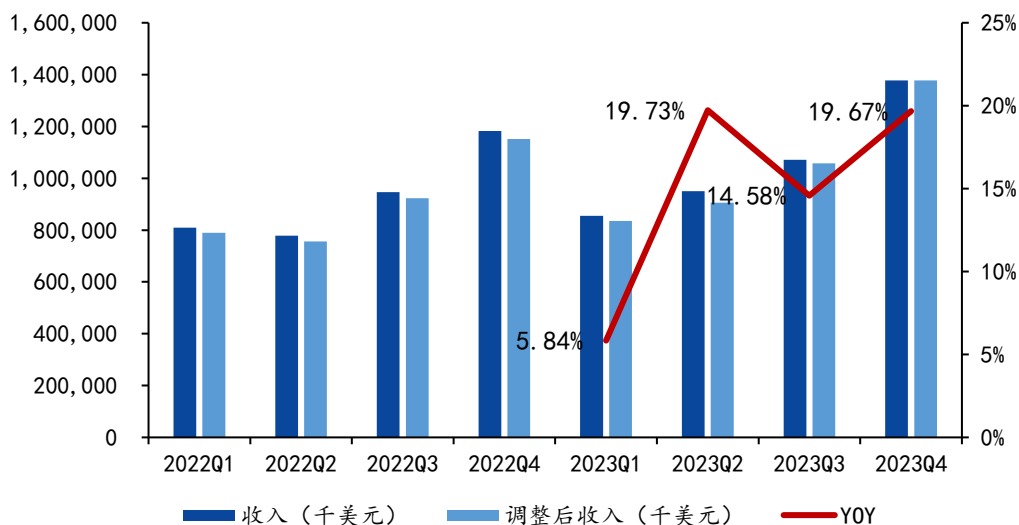
资料来源：三星年报，太平洋证券整理

(三) 小家电：SEB、德龙收入业绩双升，Shark Ninja 利润表现优于营收

Shark Ninja：2023Q4 业绩端实现高增，收入双位数提升。

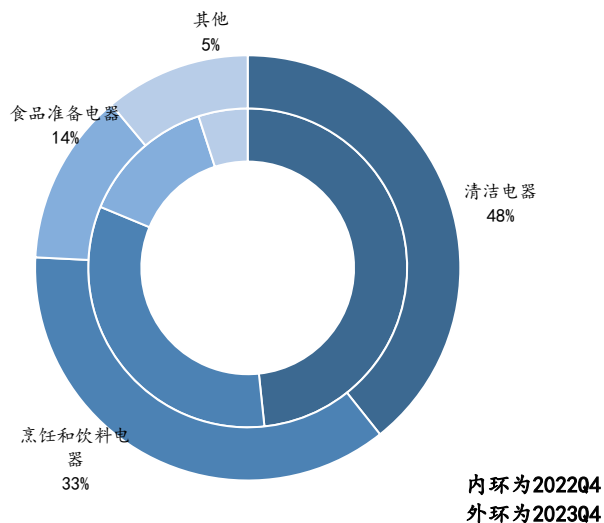
收入端：2023 年公司实现营收 42.54 亿美元（同比+14.43%），调整后营收 41.76 亿美元（同比+15.37%）。1) **分季度看**，2023Q4 实现营收 13.77 亿美元（同比+16.48%，调整后同比+19.67%）。营收增长主系烹饪和饮料电器、食品准备电器以及其他产品类别的增长所致。2) **分品类看**，2023Q4 清洁电器/烹饪和饮料电器/食品准备电器/其他电器分别实现营收（调整后）5.41 亿美元（同比-2.66%）、5.03 亿美元（同比+32.60%）、1.81 亿美元（同比+14.26%）、1.53 亿美元（同比+165.56%）；其中清洁电器营收下降系北美市场真空吸尘器疲软所致，烹饪和饮料电器收入快增系欧洲尤其是英国市场推动，食品准备电器营收增长系新型搅拌机推出带动相关产品销售强劲增长所致，其他电器增速靓丽系美容、护发产品以及空气净化器销售的强劲推动。3) **分地区看**，2023Q4 北美/欧洲/其他地区分别实现营收（调整前）9.74 亿美元（同比+7.98%）、3.81 亿美元（同比+58.81%）、0.24 亿美元（同比-43.03%），欧洲地区（主要为英国）收入实现高增。

图表13：2023Q4 Shark Ninja 营收实现双位数增长



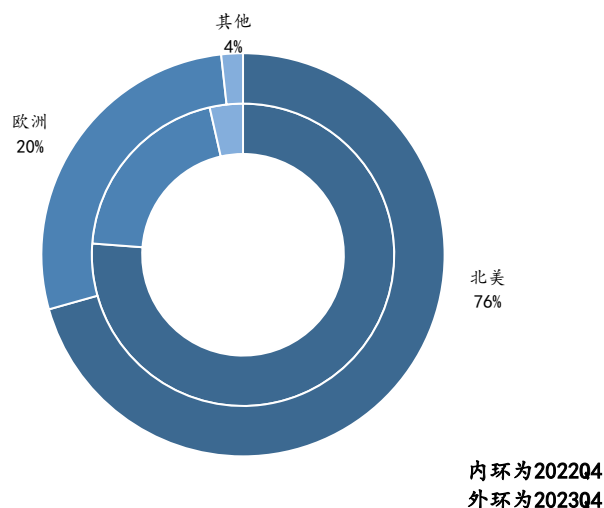
资料来源：Shark Ninja 2023 年报、2023Q4 季报，太平洋证券整理

图表14：2023Q4 Shark Ninja 烹饪和饮料电器收入快增，其他电器增速靓丽



资料来源：Shark Ninja2023 年报、2023Q4 季报，太平洋证券整理

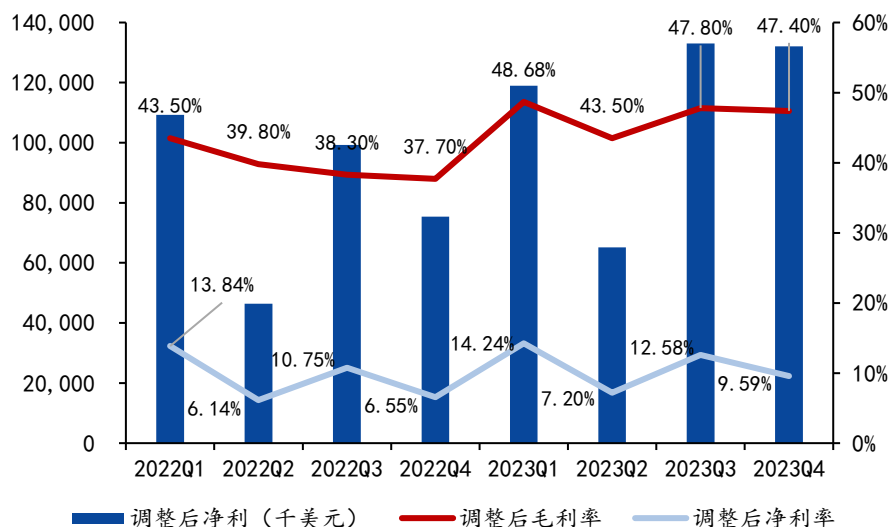
图表15：2023Q4 Shark Ninja 欧洲地区营收高增



资料来源：Shark Ninja2023 年报、2023Q4 季报，太平洋证券整理

利润端：2023 年公司毛利率为 46.90%(同比+6.90pct)，净利润为 4.49 亿美元(同比+35.99%)，净利率为 10.76%（同比+1.63pct）。单季度看，2023Q4 公司毛利率 47.40%（同比+9.70pct），涨幅显著主系持续的供应链优化、成本改善和产品结构升级；2023Q4 净利润 1.32 亿美元（同比+75.2%），净利率 9.59%（同比+3.05pct），净利润实现高增，净利率涨幅小于毛利率（以上均为调整后数据）。

图表16：2023Q4 Shark Ninja 业绩高增，毛、净利率双升

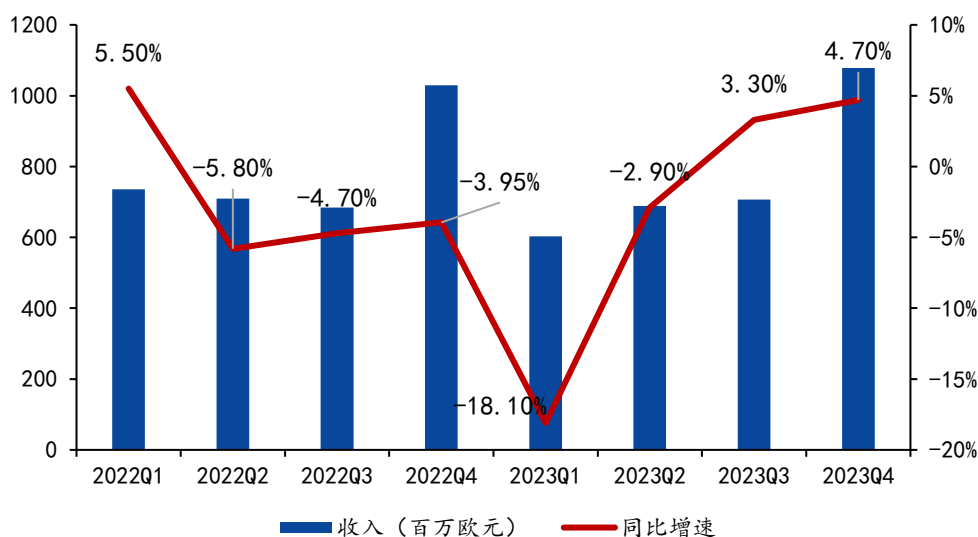


资料来源：Shark Ninja 2023 年报、2023Q4 季报，太平洋证券整理

德龙：2023 年毛净利率均实现显著提升，2023Q4 收入端增速转正。

收入端：2023 年公司营收为 30.76 亿欧元（同比-2.61%），出现下滑主要系汇率负面影响和集团退出美国便携式空调市场所致。**1) 分季度看，**2023Q4 公司实现收入 10.78 亿欧元（同比+4.69%），增速环比提升主系公司咖啡机搅拌机业务扩张、公司品牌发展和谨慎的投资策略所致。**2) 分地区看，**2023Q4 欧洲/美洲/亚太/MEIA 地区的收入分别为 6.99 亿欧元（同比+10.97%）、1.84 亿欧元（同比-10.35%）、1.51 亿欧元（同比-1.50%）、0.44 亿欧元（同比+6.22%），欧洲、MEIA 区域实现稳健增长，美洲地区的下滑系集团便携式空调的业务中断与汇率的负面影响所致，亚太地区收入剔除汇率影响后实现同比+4.8%。

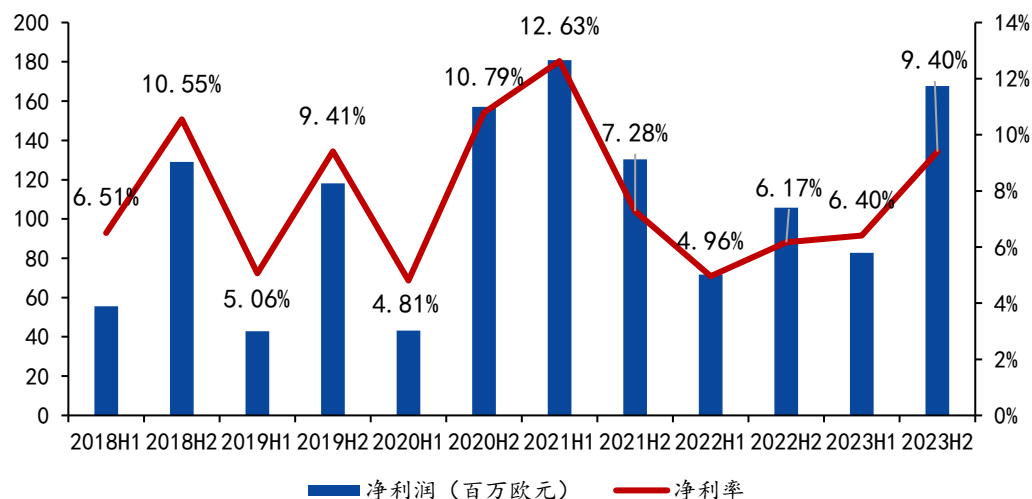
图表17：德龙 2023Q3、Q4 单季度收入增速由负转正



资料来源：德龙年报，太平洋证券整理

利润端：2023 年公司毛利率为 48.91%(同比+1.63pct)，净利润达 2.50 亿欧元(同比+41.15%)，净利率为 8.14%(同比+2.52pct)。单季度看，2023Q4 毛利率为 48.06%(同比+1.66pct)，提升较为显著，主系库存控制和海运关税降低所致；净利润达 1.08 亿欧元(同比+38.72%)，实现高速增长，净利率为 10.04%(同比+2.46pct)，涨幅大于毛利率主系公司运营费用优化。

图表18：2023 年德龙净利率实现持续提升



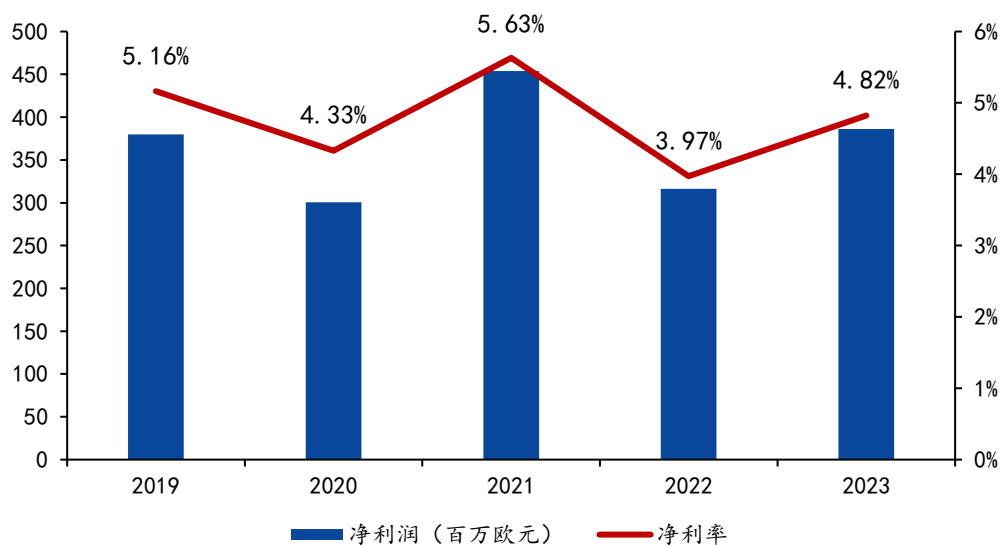
资料来源：德龙公司年报，太平洋证券整理

SEB：2023Q4 毛净利率双升，各地区营收均实现稳健增长。

收入端：2023 年公司营收为 80.06 亿欧元（同比+5.3%），主系消费者业务的复苏和专业咖啡机业务在全球市场的快速扩张所致。1) 分季度看，2023Q4 公司实现收入 24.74 亿欧元（同比+8.5%），实现稳健增长。2) 分地区看，2023Q4 EMEA 地区的营收为 11.93 亿欧元（同比+10.9%），实现双位数增长，其中西欧/其他地区的营收分别为 8.39 亿欧元（同比+6.1%）/3.54 亿欧元（同比+21.7%），主系电气厨具和地板护理强劲增长的推动，以及公司在活跃市场（西班牙、比利时等）的增长所致；美洲营收 3.35 亿欧元（同比+7.0%），实现稳健增长，其中北美和南美的营收分别为 2.32 亿欧元（同比+0.0%）、1.02 亿欧元（同比+26.3%），南美地区的快速增长主系公司在墨西哥市场实现双位数增长，以及在自动咖啡机领域的持续推新所致；亚洲营收为 6.82 亿欧元（同比+2.9%），实现稳健增长，其中中国地区的营收为 5.36 亿欧元（同比+3.3%），主要得益于苏泊尔在各品类的领先地位。

利润端：2023 年公司毛利率为 9.06%（同比+1.27pct），净利润为 3.86 亿欧元（同比+22.14%），净利率为 4.82%（同比+0.85pct），净利润的提升或系营收端拉动叠加公司产品结构升级。

图表19：2023 SEB 集团净利润快速提升，净利率小幅增长

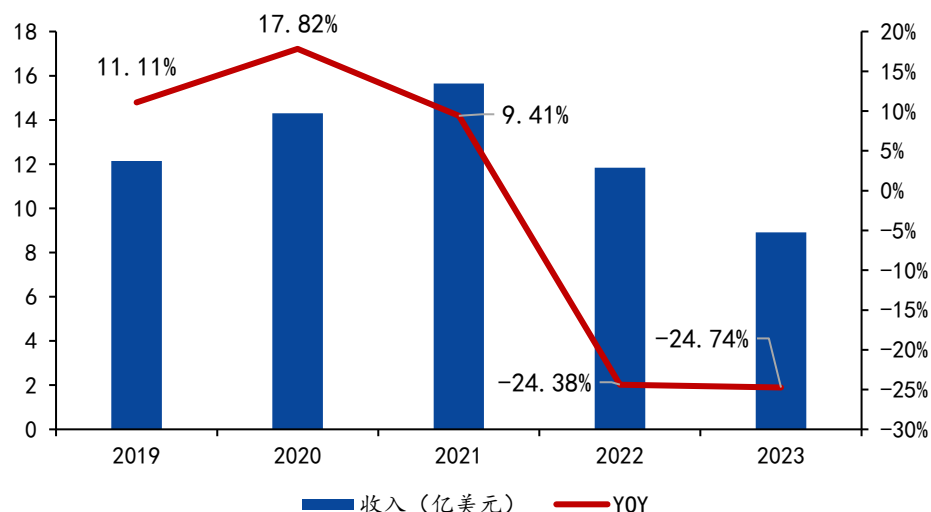


资料来源：SEB 年报，太平洋证券整理

Irobot：2023Q4 利润端跌幅收窄，收入端有待提振。

收入端：2023 年公司实现收入 8.91 亿美元（-24.74%），仍有待提振。1) 分季度看，2023Q4 公司实现收入 3.08 亿美元（-14.06%），跌幅环比收窄；2) 分产品看，2023Q4 中端机器人（售价 300-499 美元）和高端机器人（售价 500 美元及以上）的收入占机器人总销售额的 83%（同比-1pct）；3) 分地区看，2023 年公司美国/日本/EMEA 地区收入分别同比-30%/-21%/-11%，其中 2023Q4 美国/日本/EMEA 地区收入分别同比-20%/-19%/-5%。

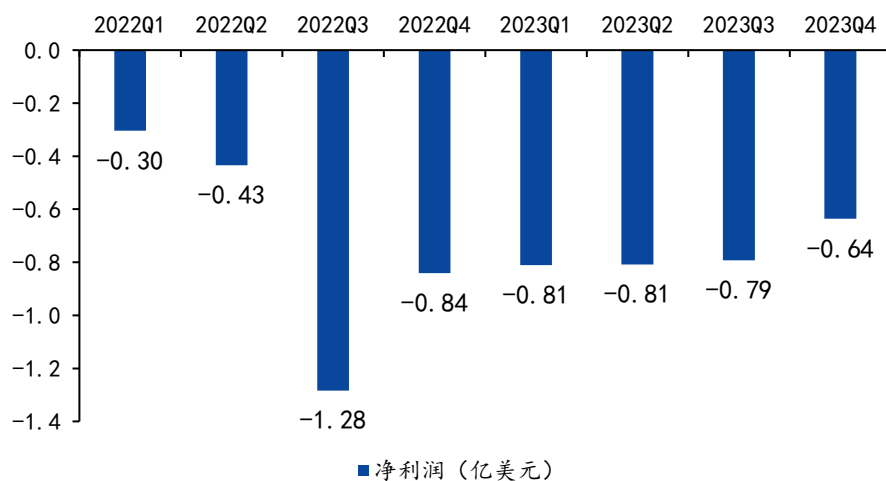
图表20：2023 年 irobot 收入 8.91 亿美元（-24.74%），仍有待提振



资料来源：IROBOT 公司财报，太平洋证券整理

利润端：2023 年毛利率 22.03%（-7.55pct），净利润-3.05 亿美元（2022 年净利润-2.86 亿美元），利润端持续承压。单季度看，2023Q4 毛利率 18.90%（-4.91pct），净利润-0.64 亿美元（2022Q4 净利润-0.84 亿美元，2023Q3 净利润-0.79 亿美元），同比和环比亏损金额均有所下降。

图表21：2023Q4 irobot 净利润-0.64 亿美元，同比和环比亏损金额均有所下降



资料来源：IROBOT 公司财报，太平洋证券整理

二、2024 全年海外市场整体需求预计部分复苏，中国家电龙头企业出口业务有望快速增长

(一)降本增效助力盈利能力提升，拉美等新兴市场和咖啡机等品类或存结构性增长机会

➤ 白电

A.O. 史密斯：北美市场热水器市场需求持续乐观，2024 年公司收入业绩有望双升。1) 行业端：2024 年公司对北美市场热水器需求保持乐观态度，同时锅炉和水处理产品在 2023 年库存调整后有望出现销量反弹；此外公司认为中国和印度地区经济有望整体保持稳定增长。2) 公司端：公司预计 2024 年收入业绩均能实现增长，其中营业收入预计达 39.70 亿美元(同比+3.04%)-40.50 亿美元(同比+5.11%)；每股收益(EPS)有望在 3.90 美元-4.15 美元区间，中间值同比增长约 6%。

惠而浦：2024 年营收或继续承压，降本增效有望助力盈利能力提升。1) 行业端：预计 2024 年北美、拉美、亚洲和世界其他地区家电品类整体市场同比均实现持平或微增，2024Q1 欧洲市场家电行业或表现较为疲软，同比下滑 6-8%。2) 公司端：预计 2024 年总营收约为 169 亿美元(-13.33%)，息税前利润率约为 6.8%(+0.7pct)，同时计划通过制造和供应链的生产力提升、销售和管理费用下降等方式节省 3-4 亿美元的成本。

图表22：惠而浦预计 2024 年总营收约为 169 亿美元(-13.33%)，息税前利润率约为 6.8%(+0.7pct)

2024 年行业增速	
整体市场	约为 0-2%
北美	0-2%
拉丁美洲	0-3%
亚洲	4-6%
其他区域	2-4%
2024 年经营计划	
公司端	169 亿美元
总营收	约为 6.8%
息税前利润率	3-4 亿美元
成本优化	

资料来源：惠而浦 2023Q4 季报，太平洋证券整理

伊莱克斯：2024 年各市场对家电需求或较为中性，降本增效成果有望在 2024H2 体现。1) **行业端：**综合消费者信心疲软和通胀影响减退等宏观因素，公司对 2024 年欧洲、南美、拉美和亚太整体市场对核心家电产品的需求持中性态度；同时公司认为 2024 年包括原材料成本、能源成本、贸易关税、直接和间接的汇率影响等外部因素趋势或较为客观。2) **公司端：**2024 年产品均价预计与 2023 年持平，同时公司目标通过成本效率提升和创新营销投资，对 2024 年收益产生 40-50 亿瑞朗的正向贡献。其中成本削减计划的效果将主要体现在 2024H2 收入端，受红海事件对海运成本的影响以及降本增效计划实施的滞后性，公司 2024Q1 收入端或无法实现明显改善。

图表23：伊莱克斯目标通过成本效率提升和创新营销投资，对收益产生 40-50 亿瑞朗的正向贡献

整体市场展望	2024 年家电需求
欧洲	中性
北美	中性
拉丁美洲	中性
亚太	中性
外部宏观因素	乐观

公司经营展望	2024 年经营计划
量/价/额	整体悲观，主要受价格驱动，部分被重点品类增长所抵消
成本效率提升+创新营销投资	对收益产生 40-50 亿瑞朗的正向贡献
资本支出	50-60 亿瑞朗

资料来源：伊莱克斯 2023Q4 季报，太平洋证券整理

➤ 黑电

三星：2024 年显示市场下滑趋势或有所缓解，降本增效助力大尺寸显示业务盈利能力改善。

1) **行业端：**由于与全球体育以及其他赛事相关的更新需求，显示市场（包括电视和显示器）整体需求的下降的趋势有望得到逐渐的缓解，但宏观因素相关的不确定性可能会持续。2) **公司端：**针对显示器相关业务，公司计划通过产品创新和矩阵多元化来满足消费者的各种需求，并基于下一代 AI 处理器和 Tizen 操作系统引领人工智能屏幕时代；针对大尺寸显示业务，公司计划通过优化 QD-OLED 显示器产品结构，并在不增加额外投资的基础上扩大生产能力，从而最大限度地提高效率助力公司盈利能力改善。

图表24：针对显示器相关业务三星计划通过产品创新和矩阵多元化以满足消费者的各种需求

分类	变动原因
Memory (存储器)	尽管存在利率、行业产量减少等因素引起的波动，2024 年存储器业务将持续复苏。公司预计未来需求集中于先进节点，因此将发展优质产品确保盈利：通过 1b 纳米级高密度产品增强在 DDR5 市场的领导地位；通过增加 TSV 容量扩大 HBM 业务；通过大规模生产 HBM3E 和 Gen5 SSDs 以满足生成式人工智能的性能需求。
S. LSI	虽然新品 SoC 销售将保持强劲，但随市场进入淡季部分 SoC 需求可能下降，从而影响整体收益。公司将通过提升设备 AI 功能提高 SoC 产品竞争力，通过增加 OLED 在 IT 设备中的应用以扩大高像素图像传感器的销售，扩大业务规模；将通过获得来自主要汽车客户的额外 SoC 订单和 UWB 等新产品的新订单确保未来的增长引擎。
FOUNDRY (晶圆代工)	由于智能手机和个人电脑需求的复苏，预计晶圆代工市场将恢复至 2022 年水平。公司将增加来自高增长领域的应用的订单，如 AI 加速器，同时专注于基于第二代工艺和 2-纳米工艺的 3-纳米产品的大规模生产。
SDC (显示器)	中小尺寸：由于全球经济放缓和地区危机，智能手机市场需求面临不利因素。在面板制造商的激烈竞争下，公司将基于差异化技术和产品功能提升销售，并巩固如 IT、自动驾驶领域等未来的增长引擎。 大尺寸：尽管持续的宏观不确定性和经济低迷导致的消费者信心低迷，但随着即将到来的体育赛事和较低的基础影响，电视需求将有所增加。公司将通过优化 QD-OLED 监测器的产品结构，提高生产效率。
MX (手机制造)	2024 年全球经济软着陆，消费者信心企稳，需求反弹，从而导致手机市场（尤其是高端市场）增长。公司将提高每年旗舰出货量超过 10%，专注于高端产品线，同时在可穿戴设备方面扩大产品线和增强健康功能。
ETWORK (网络启动)	公司将通过海外合同及时满足客户需求和赢得国内外市场的订单以实现收入增长，同时加强在 5G 核心芯片和 vRAN/ORAN 方面的技术领先地位。
VD (影像显示器)	由于与全球体育赛事等相关的换代需求，市场需求下降趋势将缓解，然而与各种宏观因素相关的不确定性可能会持续。公司将通过创新优质以及多元化的阵容以满足各种需求，努力完成引领基于下一代 AI 处理器和 Tizen OS 的 AI 屏幕时代的目标。
DA (数模转换)	公司将通过提供基于智能产品和 AI 技术的差异化用户体验扩大高端领域的销售；还将通过专注于高附加值的 B2B 业务来增加收入。
Harman (车用电子)	公司将寻求通过提高车舱体验来增加新领域订单；通过加强对便携式设备等关键产品的领导地位，并通过与三星电子的合作提供差异化产品寻求消费类音频产品的增长。

资料来源：三星公司财报，太平洋证券整理

➤ 小家电

Shark Ninja：三支柱战略推动营收、利润增长，提升全球市场份额。2024 年公司将通过：

- 1) 拓展新品类、新产品；
 - 2) 扩大现有品类市场份额；
 - 3) 拓展国际市场这三大支柱增长战略推动营收、利润增长，提升全球市场份额。
- 2024 年公司拟资本支出 1.2-1.4 亿美元用于支持新产品、新技术开发，预计营收增长 5-7%，调整后营收增长 7-9%；净利润同比增长 7-12%。

图表25: Shark Ninja 2024 预计调整后营收增长 7-9%，预计净利润同比增长 7-12%

资本开支（美元）	1.2-1.4 亿
营业收入增长率（%）	5-7
调整后营业收入增长率（%）	7-9
调整后每股摊薄净收入（%）	7-12
调整后 EBITDA（%）	11-15

资料来源：Shark Ninja 2023Q4 季报，太平洋证券整理

德龙：预计 2024 年收入业绩均有望增长。公司预计 2024 年 La Marzocco 和 Eversys 的合并将带来业务规模的扩张，进而助力公司收入增长，同时利润率也会有所改善；费用方面，公司未来会在特别关注优化成本的前提下，继续投资广告和促销活动以支持主品牌。

SEB：预计小家电行业有望持续复苏，2024 年公司毛利率或将接近 10%。行业端：2024 年，在不确定的宏观经济情况和地缘政治环境下，公司预计全球小家电市场有望持续复苏，专业市场也将快速发展的复苏弹性增强。**公司端：1）2024 年：**发达国家的消费者业务规模有望持续扩张，中国市场或将逐步复苏，同时新兴市场持续良好增长势头，预计 2024 年公司毛利率有望接近 10%；**2）中期维度：**公司计划营收 CAGR（剔除汇率波动后）至少达 5%，毛利率向 11%迈进。

Irobot：业务瘦身叠加费用控制，2024H2 收入和盈利能力有望改善。公司 2024 年计划进行运营重组，具体包括：重新安置部分非核心工程职能部门，暂停与核心地板护理业务无关的工作，并精简法人实体和房地产业务，同时将销售/研发费用分别减少约 4000/2500 万美元。**2024 年公司经营目标为：1）收入端：**2024 年预计收入 8.25~ 8.65 亿美元（同比-7.37%~-2.87%）；其中 2024H1 收入预计同比下降 10%~20%，2024H2 有望实现同比中个位数的增长。**2）毛利率：**2024 年毛利率预计 31%-33%（调整后 32%~34%），盈利能力改善或主要集中在 2024H2。

图表26：2024 年 irobot 预计收入 8.25~ 8.65 亿美元，毛利率预计 31%-33%（调整后 32%~34%）

收入（亿美元）	8.25-8.65
营业收入增长率（%）	(7.37) - (2.87)
毛利率（%）	31-33
调整后毛利率（%）	32-34
营业亏损（亿美元）	(0.41) - (0.29)
调整后营业亏损（亿美元）	(0.58) - (0.46)
每股净亏损（美元）	(3.13) - (2.70)
调整后每股净亏损（美元）	(3.73) - (3.30)

资料来源：IROBOT 公司财报，太平洋证券整理

（二）2024 开年以来家电行业出口快速增长，中国龙头企业出口业务有望率先受益

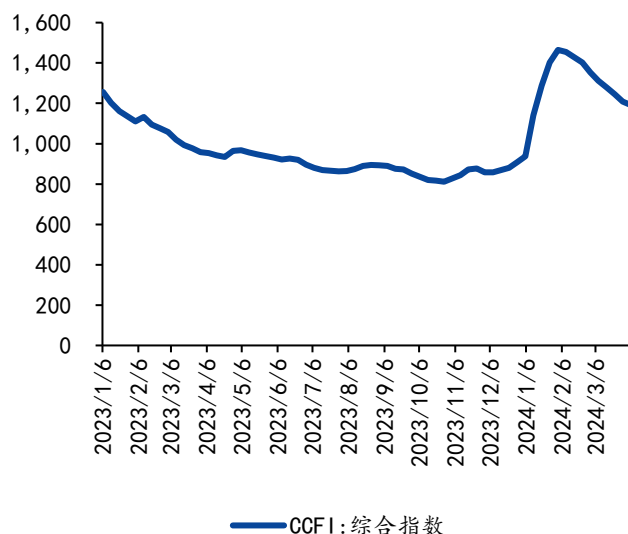
白电：铜材涨价叠加红海事件催化，渠道商为提前锁定低价积极备货。1）铜价：2024 年开年以来受供应冲击、美元回落、制造业复苏等多种因素影响铜价上涨明显，2024 年 4 月 12 日 LME 铜价为 9402.0 美元/吨（年累计+10.92%）。2）海运费：红海冲突加剧导致航运周期拉长，推高亚欧航线运价，2024 年 4 月 12 日 CCFI 综合指数为 1185.13（年累计+30.35）。由于铜价和红海事件带来的海运费上涨挤压企业利润空间，部分家电公司采取了涨价的方式转移成本端压力，渠道商则为了锁定低价开始积极提前备货，同时航运周期拉长也导致出货前移，致使白电行业特别是空调品类在 2023 年高基数的前提下持续快速增长；根据产业在线数据，2024 开年以来三大白电出口排产量均呈增长态势，其中 2024M4 空/冰/洗出口排产 938/452/306 万台，分别实现同比 +28.3/+19.9/+1.6%。

图表27：2024 年 4 月 12 日 LME 铜价为 9402.0 美元/吨（年累计+10.92%）



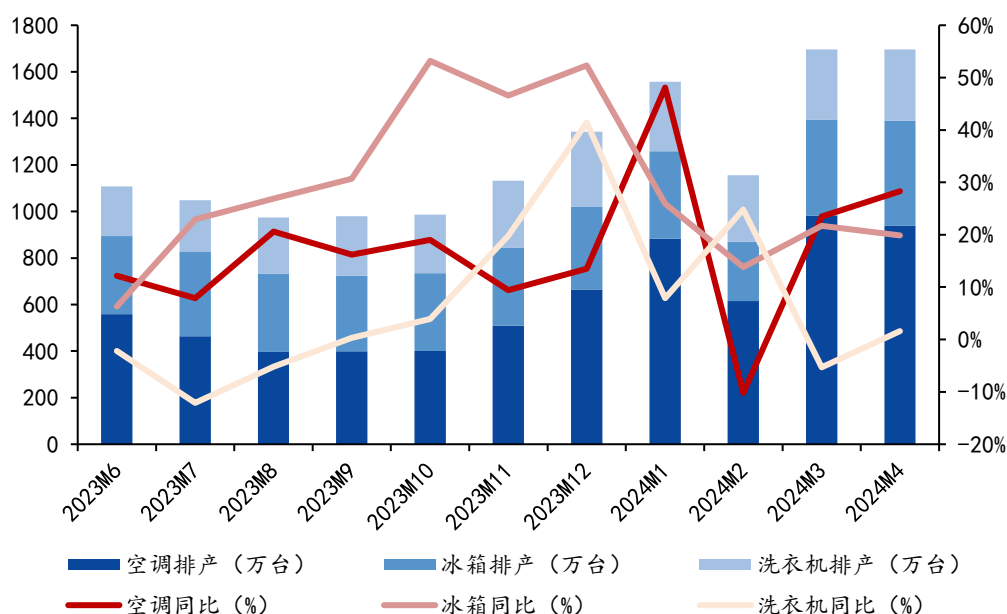
资料来源：同花顺 iFinD，太平洋证券整理（数据截至 2024. 4. 12）

图表28：受红海事件影响海运价格上涨明显



资料来源：同花顺 iFinD，太平洋证券整理（数据截至 2024. 4. 12）

图表29：2024M4 空/冰/洗出口排产分别实现同比+28.3/19.9/1.6%



资料来源：产业在线，太平洋证券整理

我们认为，美的集团、海尔智家作为海外业务占比较高的白电巨头，有望率先分享行业增长红利，实现收入和利润的进一步增长，并且公司作为行业龙头在渠道端议价权较高，涨价对公司收入规模的负面影响也或将相对较小；同时作为冰箱/冷柜出口 ODM 龙头的奥马电器也有望短期受益于宏观因素对白电行业的催化。我们预计，美的集团、海尔智家和奥马电器 2024 年业绩有望实现双位数增长。

图表30：部分家电企业通过涨价的方式转移成本端压力

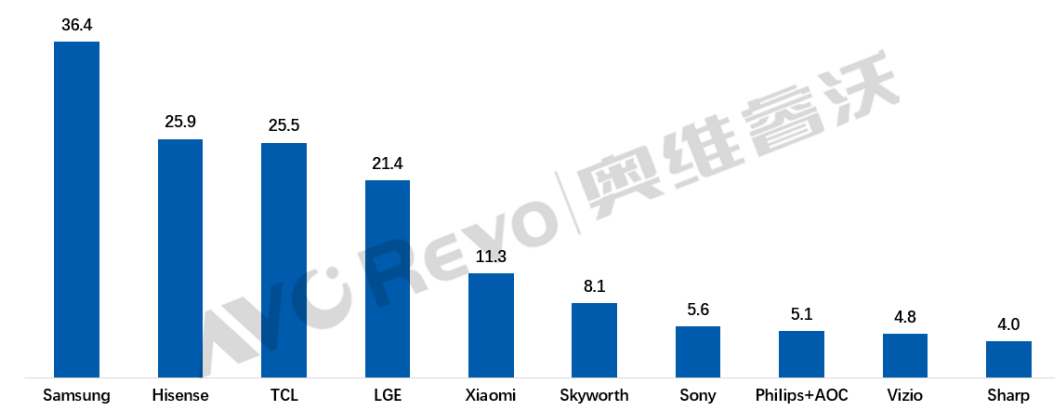


资料来源：艾肯家电网微信公众号，太平洋证券整理

黑电：海信视像、TCL 电子 TV 海外出货量逆势提升，2024 年收入业绩或将延续增长态势。根据奥维云网数据，受全球经济复苏缓慢、地缘冲突持续、高通胀、国际性体育赛事缺乏等综合因素影响，2023 年全球 TV 出货量为 1.96 亿台（同比-3.5%），出现小幅下滑。而中国头部品牌规模则跑赢行业实现逆势提升，其中海信视像 2023 全球出货 25.9 百万台（同比+5.9%），海外出货量同比+12.2%，位列行业第二；TCL 电子 2023 年全球出货 25.5 百万台（同比+9.6%），海外出货量同比+13.1%，位列行业第三。我们预计，随着全球经济逐步复苏叠加多项体育赛事拉动消费需求，2024 年全球 TV 出货量增速获奖实现由负转正，海信视像、TCL 电子作为头部品牌有望随之受

益；同时海信视像不断推动全球化布局、布局高端产品、加强体育营销再叠加与乾照光电合并，TCL 电子持续推进“高端+大屏”战略，并积极发展光伏业务等第二增长曲线，都有望助力二者营收和业绩端延续双位数增长态势。

图表31：2023 年海信视像、TCL 电子 TV 海外出货逆势提升跑赢行业



资料来源：奥维云网，太平洋证券整理

厨房小家电：2024 年以来出口景气度较高，咖啡机品类有望成为比依股份业务新增量。根据海关总署数据，2024 年以来除微波炉外其余厨小电均实现持续增长，其中 2024M2 电热烤面包器/搅拌机&榨汁机均实现高增（+49/+46%），电咖啡机/电热厨具实现快速增长（+27/+18%）；我们认为，以出口代工业务为主的厨小行业龙头新宝股份和比依股份有望随之受益。其中，比依股份已于 2023H1 完成数款半自动咖啡机的研发生产，并与国外品牌客户签订订单，有望为公司海外业务提供新增量；我们预计，比依股份 2024 年外销收入有望延续向上趋势，带动整体营收和利润增速保持快速增长态势。

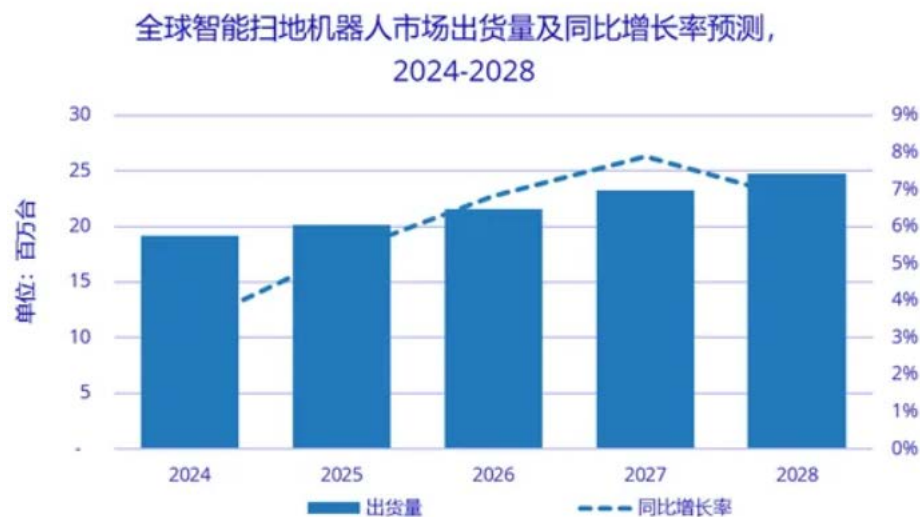
图表32：厨小电品类 2024 年以来出口销额整体保持快增趋势

当月出口金额增速 (美元口径)	厨电小家电				
	微波炉	电热厨具	搅拌机&榨汁机	电热烤面包器	电咖啡机或茶壶
2023M1	-19%	-14%	-10%	-27%	-30%
2023M2	-15%	-14%	-27%	-39%	-35%
2023M3	-7%	34%	43%	-5%	18%
2023M4	-18%	12%	16%	-16%	-24%
2023M5	-7%	11%	3%	-10%	-11%
2023M6	0%	11%	-3%	-12%	-17%
2023M7	2%	3%	-3%	-11%	-19%
2023M8	-2%	11%	19%	10%	-7%
2023M9	8%	8%	14%	21%	-8%
2023M10	22%	3%	9%	25%	-11%
2023M11	7%	5%	12%	16%	2%
2023M12	11%	12%	14%	24%	8%
2024M1	21%	13%	6%	12%	13%
2024M2	-5%	18%	46%	49%	27%

资料来源：同花顺 iFinD，海关总署，太平洋证券整理

清洁电器：全球扫地机市场仍前景广阔，石头科技 2024 年营收端有望持续快增。欧睿国际数据显示，除美国扫地机渗透率近 14%外，大部分国家/地区渗透率不足 10%，扫地机市场潜力巨大。据 IDC 预测，2028 年全球扫地机市场容量或将自 2023 年的 1852 万台增长至将近 2500 万台，CAGR 达到 6.18%，全球扫地机市场容量有望持续扩张。石头科技作为扫地机行业龙头之一，在 2023 年通过持续推出高质量新品和海外社媒的运营实现海外市场迅速突破，境外营收 42.29 亿元（同比+21.42%），毛利率 61.65%（同比+8.55pct）。我们预计，受益于扫地机市场规模增长，以及公司海外产品的持续上新和线下渠道的不断拓展，2024 年营收端有望保持较快增速。

图表 33：IDC 咨询预测 2028 年全球扫地机市场容量达到近 2500 万台



资料来源：IDC 咨询微信公众号，太平洋证券整理

三、投资建议

2023Q4 海外白电、黑电和小家电企业收入端、业绩端表现分化较为明显；在此背景下，中国白电龙头企业有望率先享受红海事件与铜价上涨推动排产增加的发展红利，国内黑电头部品牌海外出货量增速有望持续高于行业，以出口 ODM 业务为主的厨房小家电龙头企业和海外渠道布局加速扩张的扫地机头部公司的外销业务也或将实现较好表现。我们认为，2024 年海外市场整体需求有望持续复苏，同时在亚洲、南美等新兴市场和咖啡机等品类方面均存在结构性增长机会，国内家电企业出口外销业务仍有发展空间，或将延续增长态势。

重点关注个股：1) **白电：**建议关注受益于出口排产增长的白电头部企业美的集团、海尔智家、海信家电，以及冰箱/冷柜外销龙头奥马电器。2) **黑电：**建议关注 2023 年海外出货量增速显著高于行业的国内黑电头部企业海信视像和 TCL 电子。3) **厨房小家电：**建议关注空气炸锅代工龙头，国外咖啡机订单提供新增量，2024 年外销有望保持增长态势的比依股份；建议关注多品牌全面覆盖消费者不同需求的代工龙头新宝股份。4) **清洁电器：**建议关注海外收入占比较高且持续快速增长，清洁电器 ODM 业务稳健发展的莱克电气。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/04/15
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E	
000333	美的集团	买入	4.34	4.93	5.45	6.19	11.94	11.08	11.78	10.38	66.84
600690	海尔智家	买入	1.58	1.79	2.00	2.21	15.48	11.73	12.84	11.59	27.19
000921	海信家电	买入	1.05	2.08	2.37	2.72	12.54	9.81	13.30	11.60	35.64
002668	奥马电器	买入	0.43	0.73	0.81	0.93	12.35	9.05	9.58	8.35	9.00
600060	海信视像	买入	1.28	1.62	1.89	2.21	10.55	12.89	12.63	10.82	26.59
01070	TCL 电子	买入	0.19	0.31	0.44	0.51	16.89	8.32	8.18	6.93	4.53
603215	比依股份	买入	1.00	1.17*	1.28	1.40	14.65	15.81*	14.44	13.30	17.71
002705	新宝股份	买入	1.16	1.19*	1.39	1.56	14.32	12.26*	13.59	12.07	18.88
603355	莱克电气	买入	1.71	1.77*	1.97	2.26	16.38	14.00*	12.52	10.93	24.73

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理（注：截至 2024 年 4 月 15 日；其中新宝股份、莱克电气数据使用 wind 一致预期；由于比依股份、新宝股份、莱克电气 2023 年度报告未披露，2023 年数据为带“*”的预测值；TCL 电子单位为港元，其余为人民币）

四、 风险提示

1) **宏观经济增速放缓导致市场需求下降**：家电产品属于耐用消费类电器产品，用户收入水平以及对未来收入增长的预期，将对产品购买意愿产生一定影响，如果宏观经济增幅放缓导致用户购买力下降，将对行业增长产生负面影响。

2) **海运运力紧张**：对于我国出口依赖型的家电企业，若未来海运运力再次紧张，在限制公司业务增长的同时，集运价格的上涨将使得公司成本端承压。

3) **汇率波动**：对于外贸出口额占比较大的家电企业，倘若汇率发生较大波动，或将对企业日常经营和盈利能力产生负面影响。

4) **研发成果不及预期**：新技术、新工艺的研发需要与市场需求紧密结合，而市场需求可能持续变动，若相关公司对市场需求的趋势判断失误，推出的新产品无法获得市场的认可，将会给公司生产经营及利润带来影响。另一方面，新技术、新工艺从研发到实际应用需要一定周期，如果相关公司率先研发出同类新技术、新工艺或者公司产品研发失败，将对公司的产品研发带来不利的影响。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。